

2008 中国财经新思维

中国经济两大纵深与资本市场运行取向

本轮牛市只能走到奥运会前吗?中国股市之所以走牛,并在今后更长的时间内有条件走得更稳、更好,除了我国经济的发展阶段与日本等新兴经济体有巨大差异外,更重要的是因为中国经济有两大特点是日本或其他东亚新兴场所没有的——这就是它的空间纵深和时间纵深。

中国股市的运行取向在总体上与中国经济发展的大局是高度相关的。从中国经济的时空条件看,尤其在中国经济进入质量型发展新阶段、“好”字领先已成为国家意志的情况下,中国资本市场作为质量型经济发展的重要组成部分,没有理由在奥运会后会背离经济基本面而走入衰退通道。

编者按:2008年将是中国历史上非同寻常的一年。不仅有奥运会、有改革开放30周年纪念,更有起飞后的中国经济在以人为本、和谐社会、可持续发展的新国策下,如何实现经济又好又快发展的新实践。在“好”字优先成为国家意志的情况下,中国经济将会有怎样的新局面,经济金融界又将以怎样的新思维因应变化的国内外形势,在新的历史起点上开始更高质量的探索。本版今起推出“2008中国财经新思维”栏目,从资本市场到财经领域方方面面,介绍分析人士看法,欢迎大家参与探讨。

◎ 邹民生

沪深股指在11个月的时间里比上年又涨了近一倍。尤其沪指指从年初的2728点起步,上摸6000点后,再次出现了1300多点的宽幅震荡。由此引发投资者的不安与困惑:是什么点燃了本轮牛市行情?下一步,中国股市往哪里去?有什么理由能支持中国股市走得更稳、更好、更持久?

表面上看,这都是市场问题,其实在经济转轨、社会转型的变革时期,问题没那么简单。一方面,这与场内人士对中国经济的认识有关,另一方面也与资本市场未来的角色定位有关。

在展开探讨之前,先说一个大家比较熟悉甚至有点心照不宣的市场心态,那就是有一些分析人士认为,明年奥运会前还能看牛,奥运会后就不好说了。为此,有些投机者想做到奥运会前洗手,狠狠赚好最后一把,完成原始积累、甚至一生财富计划。

抱有这样想法的人有一个重要参照,就是所谓的日本经验,或其他东亚新兴市场的经验。没错,日元在上世纪80年代升值时,曾引发过日本股市惊人的上涨,尔后深幅跳水,经济长期陷入低迷,股市也一蹶不振。其他东亚新兴市场也有过类似经历。有鉴于此,有人想在牛市大顶

来临之前,赚足了走人。从历史经验看,由本币升值引发的资产价格重估,的确会诱发股市前所未有的大行情。沪深两市也不例外,除了中国独有的股权分置改革因素外,2005年7月开始的人民币升值进程,也直接触发了本轮行情的飙升。但是,如果我们已经有了日本或其他市场的前车之鉴,还要重蹈覆辙,那岂不是愚不可及?中国股市现在之所以能这么走,并且可以预期,在今后更长的时间内它有条件走得更稳、更好,除了我国经济的发展阶段与日本等新兴经济体有巨大差异外,更重要的是因为中国经济有两大特点是日本或其他东亚新兴场所没有的——这就是它的空间纵深和时间纵深。

中国是一个大国,它的大,有多重含义。其中一点,就是它的空间纵深。那么,什么是中国经济的空间纵深呢?衡量维度有许多,简要说来,可以从区域、产业和市场这几个方面来观察。

从区域角度看,中国经济现在还只是开发了东部沿海一部分城市地区,有广阔的腹地和农村有待进一步开发。在经济版图上,中国经济的区域成熟度差异悬殊,发育的阶段性特征明显。目前看,大致可分为东部沿海地区、中西部地区和东北老工业区这三大类型,进一步细分还可以分出若干个经济圈、经济带。相对于东部,其他地区的经济发育程度差异很大,尤其是农村地区,有大量软硬件基础设施建设要做。因此,仅从人口与区域开发占比看,中国经济目前或许只开发了三分之一,未来开发空间巨大。

从产业角度看,中国现在是“世界工厂”,为人称道的主要是第二产业中的制造业。第一产业特别是高附加值现代农业,以及第三产业服务业,尤其是创意文化产业,几乎都处于初级阶段,还没有形成集群效应。而就制造业本身来讲,也只是表面的大,而不是实质的强,同时还有一一个摆脱粗放式经营的过程。而中国目前的产业结构仍处在升级阶段,一二三次产业之间的关系还没有

融和。因此,仅从生态文明与科技创新在中国产业结构中的占比看,中国的产业升级以及由此推动的经济增长也有巨大的发展空间。另外,与区域发展和产业发展高度相关的是市场。中国有两个非常巨大的市场,一个是国际市场,一个是国内市场。改革开放初,中国像其他新兴经济体一样,为了积累资金,经济主要面向国际市场,对外依存度高。所幸的是,不同于其他东亚经济体没有内部纵深只能依赖外需,中国人多地广,国内市场吞吐量巨大,有足够的回旋余地。现在,有了初步积累之后,中国开始把眼光放在改善民生、扩大内需上,十亿人释放的需求能量将会把中国经济引向何方,是谁也不会忽视的。这也是观察中国经济走向的重要标尺。

中国是一个古国,它的古,也有多重含义。用时间的标尺来衡量,就是它有时间纵深。那么,什么又是中国经济的时间纵深呢?衡量的维度也有许多,就当下而言,简要说来,可以从供求差异与制度差异这两个方面来观察。

从供求差异看,改革开放初期,由于起点低、底子薄、资金少,中国发展主要采取的是由点到线的突破性战略,因此地区差距、城乡差距不断扩大。由于多年积累的收入与消费需求以及相应的供给存在巨大差异,使得中国经济在同一个时间切片上,呈现出一种少有的不同发展阶段共生现象。既有化石般的原始经济形态,又有与发达国家同步的高端需求与供给。这种时间跨度巨大的供求现象虽然是一种不和谐的社会存在,但历史地看,也为经济升级提供了难得的缓冲时间与地带。

而下一步,经济发展由线到面,在强调扩大内需,改善民生、缩小差距,统筹地区与城乡经济的新经济政策主导下,中国的供给与需求结构以及供求水平将会出现难以估量的实质性变化。特别是在中国经济已经有了相应的积累、国力渐强的情况下,由政府提供的公共

服务与社会保障一旦得到增强,中低收入者减少了后顾之忧,其消费行为由防御变为主动,消费需求得到有效释放,将会对经济发展产生巨大的拉动作用,为中国经济注入内生性增长能量。

另外,从制度差异看,中国现在可以说是世界上经济成分最为复杂、经济发展类型最为多样的国家之一。既有农业文明的经济形态,又有工业文明早期的运作模式,更有网络与信息时代的最新经济理念与经营方式。微观上,各种规模、各种所有制形态的经济体都有,各种科技含量与运作方式的企业都有;宏观上,市场体系尚不完善,体制机制仍需进一步改革。而由制度变革引发的社会资源的调整与估值体系的变化,将会给市场带来巨大机会。这在中国证券市场的股权分置改革中已经得到了非常明显而又引人关注的验证。

中国经济正站在一个新的发展起点上,面临着更大的历史机遇与挑战。所谓利率、汇率,以及通胀趋势等,只是相对于不同市场、不同对象的价格,或是短期的经济现象。影响中国股市走向的,不应该只是这些价格指标,而是中国经济的增长质量、中国经济的内在价值。那么,在强调经济发展又好又快,“好”字领先已成为国家意志的新经济政策下,相对于前期粗放型增长,有着巨大空间纵深与时间纵深的中国经济,未来又将有什么样的表现?资本市场在经济社会发展而又该扮演怎样的角色呢?答案应该是明确的。

以股市为例,自上世纪80年代中国股市重建以来,它在经济社会中扮演的角色就曾有过多变化。从早期的企业融资市场化试点,到为国企解困服务,再到股权分置改革、回归其资源配置本位,股市的运行取向在总体与中国经济发展的大局是高度相关的。现在,当中国经济从数量型发展向质量型发展转变,当以人为本、可持续发展成为未来经济增长的基本纲领,当增加居民财产性收入也被纳入经济发展的重要诉求时,中国资本市场尤其是股市在优化资源配置过程中的人本特性与社会责任就被凸显出来了。

从世界范围,尤其从一些大国的发展历程看,对于一个现代化或者走向现代化的国家来说,股市不仅是一个在全社会范围内进行资源优化配置的场所,它的价值发现与价值创造功能,对改善经济结构、激发民生活力、引导科技创新、促进经济社会的协调发展有着难以替代的作用;同时,由于它具有法制、秩序,以及公平、公开、公正,信息披露充分且高度透明等经济民主原则与程序,以及作为股东的主体意识与广泛的社会参与性,使得它不仅能锻炼投资者的理性意识,分享经济发展成果,造就稳固的有产阶层,也在为现代社会潜移默化地训练着合格公民。

相对于这样一种成熟市场,中国股市目前还显得比较粗糙和初级。那么,它粗糙在哪里、初级在哪里呢?这里,包括人本特性与社会责任在内的其他方面暂且不论,只看目前市场参与者及利益攸关方的行为动机,就存在三大隐忧。

一是长期趋势短期化。从2006年、2007年的行情走势以及各利益相关方的行为看,相当一部分市场参与者,包括上市公司大股东、机构投资者、个人投资者,乃至市场中介服务机构,都在利用中国经济长期向好的前提,急于在市场上快速兑现自己的短期收益。落袋为安,恨不能把一个长期向上的趋势在最短的时间里做完。

二是公共意识被漠视。市场上多的是自己利益最大化,少的是对市场健康运行的责任和意识。尤其是话语权强的机构投资者,公共意识也淡薄到让人困惑的地步。比如,一些大蓝筹股以惊人的市盈率上市,明显扭曲了市场价值信号,而从市场资金的流量与流向看,操弄者显然与资金量巨大的机构有关。

三是价格意识驱赶价值意识。市场上大多数参与者在乎的是股价,很少有人以理性的态度真正关心上市公司的内在价值。尤其是部分机构投资者以及一些中介服务机构,尽管拥有对资本市场进行系统研究的专业人士,但是受自利思想的驱动,很难在合适的时点,全面、客观地披露其研究信息。而多半会利用其研究优势,通过与其他投资者特别是与散户的博弈,攫取价格上的优势与利益,从而使整个市场弥漫着浓郁的短线投机气氛。

所有这一切,都源于一种非理性的暴利心理,一种忽视价值、利用价格进行博傻的投机心理。而当投机意识膨胀到淹没价值投资的上下极限时,股市出现非理性的巨幅波动也就在所难免了。

由此回到本文开始的问题,中国股市难以避免他人的历史宿命吗?从中国经济的时空条件看,尤其在改革开放开始进入新的历史时期、中国经济进入质量型发展新阶段,“好”字领先已成为国家意志的情况下,中国资本市场作为质量型经济发展的重要组成部分,没有理由在奥运会后会背离经济基本面而走入衰退通道。

当然,经济基本面只是股市运行的条件。如果股市运作不能围绕价值中枢,对生机勃勃的实体经济产生切实有效的金融支持,不能成为资金高效运作的投资市场,不能给千千万万投资者带来合乎理性预期的财产性收入,而只是投机者的乐园,或者任由少数以偏概全的分析人士唱衰而走向熊路,那又是另一回事了。而这样的结果,恐怕是大多数投资者不愿看到的,也是对中国经济发展十分不利的。

紧缩性货币政策对明年股市影响有限

明年宏观调控总体特点是一“稳”一“紧”相搭配,经济将呈现“软着陆”。紧缩性货币政策虽然会对市场资金面产生一定影响,但对股市的影响有限,总体有利股市持续健康发展。

◎ 张翼

根据近日中央经济工作会议传递的信息,明年我国将实施十年之久的“稳健的货币政策”调整为“从紧的货币政策”,这是一个较强的政策转变信号。紧缩性货币政策直接传导至市场资金面,会对资本市场、货币市场、票据市场等各金融市场产生一定影响,而且对个人消费和企业投资产生较强影响。鉴于货币政策等宏观调控政策具有一定的连续性,明年紧缩性货币政策应是在目前适度从紧货币政策基础上的延续和加强。从2007年不断趋紧的货币政策操作思路和措施看,明年紧缩性货币政策虽然会对市场资金面产生一定影响,但对股市的影响有限,总体有利股市持续健康发展。主要基于以下判断:

一是明年宏观调控总体特点是一“稳”一“紧”相搭配,经济将呈现“软着陆”,而不是“硬着陆”。

有较大不同,经历连续四年两位数增长后,我国经济形势已发生较大变化。紧缩性货币出台也是基于政府对物价连续上涨、货币信贷增长过快等宏观形势的准确判断。

对于明年宏观调控首要任务,中央经济工作会议提出:防止经济增长由偏快转为过热、防止价格由结构性上涨演变为明显通货膨胀。值得注意的是,在货币政策从“稳健”转向“从紧”的同时,明年财政政策将继续保持稳健。这样,自2005年以来“双稳健”的财政政策,明年将变成“一稳”和“一紧”。稳健的财政政策是继续合理把握财政支出规模,着力促进结构调整和协调发展,优化支出结构,较大幅度增加对社会保障、卫生、教育、住房保障等方面的支出。注重结构性调整为主,注重社会协调发展。国家在环保、教育、医疗、三农等方面的投资将进一步加大。相关统计数据显示,拉动经济增长的“三驾马车”——消费、投资、出口在2007年前三季度对经济贡献率分别为37%、41.6%和21.4%。与其他国家相比,中国经济增长

中消费的贡献率偏低,投资的贡献率明显偏高。为此,应该采取一系列财政政策来预防外需放缓带来的消极影响,使得经济增长转变到主要由内需拉动。紧缩性货币政策在宏观调控中的作用主要体现在,严格控制货币信贷总量和投放节奏,更好地调节社会总需求和改善国际收支平衡状况,维护金融稳定和安全。严格控制新开工项目,防止投资反弹,促使经济增长保持在合理水平。这种政策搭配思路体现出防止经济发展出现大起大落,稳套搭配,有利偏快的经济“软着陆”,不会出现急刹车局面。

二是上市公司总体融资能力较强,从资金供给面上看,不会对上市公司经营产生较大影响。

按照中央经济工作会议要求,做好宏观调控工作的基调是控总量、稳物价、调结构、促平衡。紧缩性货币政策主要措施是公开市场操作、提高存款准备金率和提高储蓄存款基准利率,同时控制信贷增长规模。从我国传统融资格局看,信贷规模控制对企业经营有较大影响。但随着近两年资本市场迅猛发展,市场融资格局正逐步发生变化,借助资本市场发展,上市公司作为行业骨干和龙头企业融资能力显著增强。一方面,上市公司融资渠道呈现多元化,随着资本市场发展,企业资金筹

措能力显著增强。不仅国内A股市场筹资迅速扩大,海外市场筹资能力也在逐步提升,中国优质企业正成为美、日等全球主要资本市场争夺的对象。上市公司发行企业短期融资券、企业债券的数额也在不断扩大,而且上市公司普遍为银行的重点服务对象,在信贷规模控制前提下,银行对行业骨干和重点企业的支持力度不会下降。在中央控总量、调结构的思路下,信贷投放将会延续“区别对待,有保有压”的调控思路,上市公司信贷支持力度不会受到大的影响。另一方面,对于与紧缩性货币政策密切相关的银行业来说,业绩增长不会受到大的影响。在信贷规模受到控制和存款准备金率上调的不利影响局面下,银行中间业务近年来的较快发展,尤其是目前上市银行国内中资银行中业务创新发展能力最强的群体,中间业务收入增长会弥补信贷业务增幅减缓的缺口。

三是央行回收市场流动性,有利促进一、二级市场资金供给格局的变化。

2007年央行延续着本轮调控“小步快跑”的策略。2008年,央行回收银行间市场流动性的力度会明显加强,进而一定程度上抑制不合理的打新资金需求。

2007年,大量资金囤积一级市场打

新股,不仅造成新股申购期间银行间市场资金价格大起大落,而且大量资金追逐新股,造成一定程度的股票价格高估,并影响一、二级市场资金配置格局,不利二级市场活跃发展。紧缩性货币政策措施,将使银行间资金供给状况发生变化,有利适度抑制一级市场非理性的打新资金需求,对改善一、二级市场资金供给格局有利。

四是虽然中国处于加息周期之中,但综合判断,利率水平总体不会处于高位,对投资者的投资预期影响有限。

今年权威部门预计,我国全年GDP增幅可能达到11.5%,CPI涨幅可能在4.5%。扣除CPI涨幅,当前金融机构一年期存款基准利率仍处于负利率,未来加息具有一定空间。由于控制结构性通货膨胀向全面通货膨胀发展,需要多种措施并举,加息只是其中的一种措施。

为此,从目前国际金融市场和国内实际判断,未来加息幅度不会很大,利率水平也不会处于高位。扣除CIP上涨幅度后,未来实际利率水平可能维持零利率和小幅正利率水平。近来持续的市场宽幅调整,许多股票价格已回归合理区间,具有投资潜力。

(作者为上海银监局副研究员、博士)

今日看板

资本市场制度设计应促进财富性收入增长

◎ 司马春秋

目前,中国资本市场已进入了一个新的历史发展阶段,资本市场如何能为广大投资者提供增加财富的机会,让他们能公平、公正地分享中国经济增长带来的好处,这是一个值得我们思考的问题。

其实,这也是当前中国社会给中国资本市场发展提出的一个社会目标,那么应该设计出怎样的机制或制度来保证实现这一社会目标呢?也就是说,这种机制的设计能使所有的市场参与者的个人或团体利益与设计者既定的目标相一致呢?

从新经济政策要求来看,十七大报告中提出“创造条件让更多群众拥有财产性收入”,而“财产性收入”一般是指家庭拥有的动产(如银行存款、有价证券等)、不动产(如房屋、土地、收藏品等)所获得的收入。所以,财产性收入必然会涉及到除实业投资以外的金融产品投资,包括储蓄、债券、保险和股票等。从这个角度分析,资本市场的健康发展可以创造条件让更多群众拥有财产性收入。可以说,这就是制度设计者的一个既定目标。

余下的问题是如何让制度设计者的既定目标与所有资本市场参与者的利益相互一致。也就是说,如何让所有资本市场参与者能从中国资本市场发展中获得公平、公正的财富增长。这就要求设计者解决好信息与激励两大问题。

我们可以看一个古老的故事——“两弟兄分蛋糕”。尽管分蛋糕的各种信息或方案是相当复杂的,但最终让两兄弟都信服的决定方案是“分蛋糕者后取”。其实,分蛋糕问题实际上是设计一种规则,结果是设计者通过激励分蛋糕者平均分配实现了其既定目标。

以此观之,推进中国资本市场健康发展,也要设计出一种既能反映国家意志的既定社会目标,又能实现所有市场参与者的个人或团体利益的目标,使他们都能从资本市场的健康发展中获取财富性增长。

从目前来看,尽管中国资本市场仍处于快速发展之中,但离实现这一社会目标还有一段距离。例如,在一级市场上的新股申购制度设计上,其实是鼓励了部分投资者(尤其是机构投资者)实现“分蛋糕者先取”的无风险套利目标,却把投资风险留给了二级市场中的广大中小投资者。

还有,在二级市场上,信息的非对称性导致部分参与者拥有而其他参与者不拥有的信息,引发了市场交易的诸多不公平和不公正现象。另外,部分不遵循承诺或违背规则的市场参与者得到了好处,让信守承诺或遵守规则的其他市场参与者却反受其害。所以,目前中国的资本市场在信息和机制激励方面还存在着一定的瑕疵,在客观上又形成了虚假信息、违规交易、投资者利益受损等事件,并导致了制度设计难以使所有市场参与者的利益与设计者的既定目标相互一致。

当然,发展中的中国资本市场存在一些问题是正常的现象,关键是如何在发展中通过规范和健全法律、法规和交易等制度规则及市场环境,实现国家给资本市场发展所设定的社会目标,使资本市场能真正成为让广大群众获取财富性收入的投资场所,并发挥资本市场发展对促进我国经济实现“又好又快”且“好字优先”目标的积极作用和影响。