

■上証觀察家

转型期宏观调控需要大智慧

与历史过热时期相比,当前经济的诸多指标并未显示出明显过热迹象。真正值得忧虑的是,可能出现的泡沫经济及其导致的对民生的负面影响。历史上凡经济崛起的国家,没有一个能够完全避免泡沫,泡沫有危害亦有机遇,也有不同类型,调控之策不能只用“打压”一条,而要系统治理。

◎赵晓

2007年的中国经济,有许多可圈可点之处,比如增长速度极高,且效益不断攀升,地区和产业结构改善,居民收入增长进而带动消费增长等。但毋庸讳言,中国经济也正进入更加艰难的经济结构升级与改革升级的转型期,面对许多新的挑战。所谓行百里者半九十,在全球主流媒体一改唱衰中国老调转成一齐唱“盛”中国、大多看好中国崛起之时,更需要格外注意。

君不见,当年苏联是在风头最劲时一朝失利的;日本是在经济总量大幅追赶美国时泡沫突然崩盘的;而包括香港在内的亚太地区,在被认为即将进入一个替代欧美的“亚太时代”之前,迎来的先是不期而遇的“亚洲金融危机”。

从这样的角度去观察和思考,我们必须保持谨慎心态,如履薄冰,前瞻、智慧、妥善地去应对新的挑战,继续推进中国经济的发展与进步。

以上三段话,可以表征笔者对中共十七大、近期的中央经济工作会议

以及最新的存款准备金率上调政策的总体解读。众所周知,在新的经济部署中,实现全面协调可持续、推动国民经济又好又快发展成为2008年中国经济走势的基调;防止经济增长过热、防止明显通货膨胀则成为宏观调控的首要任务,为此货币政策正式从“稳健”转为“从紧”;此外,重视民生亦成为经济工作的重点。

那么,中国经济是否真的过热了呢?未必。从当前情况看,尽管经济增长率11.5%,但投资增速是26%,与历史上过热时期的劲超40%(1992)乃至60%(1993)不可同日而语;货币供应量的增长,尽管面临前所未有的流动性过剩的压力,但在实施了各种对冲办法之后,实际增长18.5%,相当于GDP增速的1.6倍,而历史上过热时

期往往是在2倍以上甚至接近3倍的水平;物价虽然上升较快,但以全年11.5%的增长率,对应的物价上升水平为5%,这在改革开放后任何一个过热时期(如1994年CPI曾到达24%的历史高位)都是不可想象的。

所以,笔者以为,与历史过热时期相比,当前经济的诸多指标并未显示出明显过热迹象。对于最能表征经济过热的居民消费物价指标,笔者有四点看法。

其一,从过去几个月的运行来看,物价已渐趋平稳,由于商品抢购事件未曾发生,因此最危险的时候可能已经过去。其二,由于需求并未“失控”,因此本轮物价上涨更多应该是来自于供给的短缺特别是猪肉及其相关食品价格的上升,由于农产品供求变化呈“蛛网模型”,其涨价后的供应增长通常会在下一周期显示,因此,估计2008年价格将会逐渐走稳。其三,当前中国正处于经济结构调整加快,内在增长动力强劲的时期,物价波动(上升)有利于结构调整,特别是加强农业、能源、原材料等本来就需要强化的产业。所以,还应看到物价上升积极的一面,不可避免的一面。其四,政府和民间有必要接受一个新的,也许更加合理的,幅度在4%至5%的均衡物价水平。如果能够认同以上四点,那么显然,物价的忧虑也并不是最大的。

那么,真正值得忧虑的是什么

呢?政府防热防胀重民生的真正依据何在呢?笔者以为,是在对可能出现泡沫经济及其导致的民生负面影响的考虑上。国际经验显示,高增长、低通胀以及汇率升值的宏观环境从来都是滋生资产价格泡沫的温床。过去100年,世界主要国家和地区(也包括香港)资产价格大幅攀升的时期,通常都是经济周期处于高增长和低通胀的阶段。而中国大跃进演进的流动性过剩的情形,今年以来涨势更加凶猛的楼市以及市盈率迅速膨胀的股市,无不显示出中国可能步历史上其他国家的后尘,在高增长、低通胀的环境下,一不小心陷入泡沫经济的泥潭。

笔者注意到,近期几乎所有主张防热防胀的经济学者都会提到日本泡沫崩溃的前车之鉴。如此注重借鉴他国经济教训,居安思危、防患于未然的精神显然值得尊敬。然而,宏观调控除了善于“打移动靶”,走在形势变化的前头外,还需要高度的智慧,才能保证调控取得预期成效。比如,在对待泡沫的问题上,至少要认识到,第一,泡沫不可能完全避免。泡沫源自人性的贪婪,所以总是要令资产价格涨过头(投资者谓之钟摆总是摆过头)。因为贪婪的人性,历史上凡经济崛起的国家,没有一个能够完全避免泡沫,中国也不会例外。这意味着宏观调控不可将目标定为“无泡沫”。

第二,泡沫如同感冒,不同的感冒,危

害完全不同,处方也完全不同。政府必须意识到,并非所有泡沫都是“日本型泡沫”,泡沫也并非全是坏处,没有机遇。

假如泡沫不可避免,泡沫有危害亦有机遇,同时泡沫有不同类型。那么,调控之策就不能只用“打压”一条,而要系统治理。其中关键点有三:一、如果泡沫不可避免,宁要股市泡沫不要楼市泡沫;二、要设法利用泡沫推进中国经济的结构调整;三、要在泡沫时期减持国有股并以此基金建立社会保障体系;四、坚决防止银行进入股市,防范银行风险。笔者以为,做到上述四条,而不是简单地紧缩总量以及调控楼市打压股市,才能最好地达到“防热防胀”的效果。

除此之外,政府要果断推进中国土地的产权制度变革,以类似于供应革命的方式来舒缓当前的楼市困境,增进民生。中国革命的成功来自于将土地收归农民的“土改”,改革开放的成功来自于“联产承包责任制”的土地改革,现在需要更进一步。中国当前工业化、城市化突飞猛进,然而因为土地的政府垄断,农民和市民无法充分享用发展成果,成为和谐社会的最大疮疤。基于此,能够将“防热防胀重生”一肩挑,既消“热胀”,又消“疮疤”的最佳良药莫过于启动“第三次土地革命”,确立土地现代产权制度。

(作者系北京科技大学管理学院教授)

警惕“义庄”的阴谋

◎冯玉国

“义庄”身影最近频频网络。据报道,12月24日,中海油服、辽宁成大、海星科技、高新发展等四只个股均强势涨停。值得注意的是,这四只个股涨停均在此前有征兆——此前在山东海化和钾肥认沽权证现身,所谓“义庄”的神秘人物预言他们将涨停。

这些神秘的“义庄”之所以引起投资者的兴趣,甚至得到一部分投资者的信任,很大程度上在于他们精确的预言。“义庄”真的这么神奇吗?甚至,“义庄”是否真的存在?这些问题是非常值得探讨的。

让“义庄”声名显赫的是钾肥认沽权证事件。在钾肥认沽权证的最后一个交易日,有人以“庄家”之名发表“致全体钾肥股民”声明,声称要拿出自己一半的利润解救亏损者,并宣称“钾肥认沽权证”价格不归零是其所为。一时间网络等媒体纷纷宣传该“庄家”的“义举”,并将其称为“义庄”。

然而,事实并非如此。深圳证券交易所事后披露的调查结果表明,在钾肥认沽权的最后一天交易中,交易账户很多,并没有什么庄家活跃其中的迹象。那么,为什么钾肥认沽权证最后并没有归零呢?由于权证是一种新的投资品种,本轮牛市以来有很多投资者是新股民,对权证交易规则不了解,觉得价格便宜就盲目买入。其中,买入量第二大的账户,买入100万份,之前竟然从未交易过权证。

显然,所谓“义庄”只是可能是企图操纵股票走势者布的局,他们利用人们对信息的渴求,在建仓完成之后故意造出风声诱骗人跟进,达到四两拨千斤的效果,然后伺机出货。有记者在综合相关数据后发现,凡是那些“义庄”预言涨停的股票,往往都是换手率非常高的股票。但是,人们往往只记住“义庄”准确的预言,而忽略其背后的阴谋。

所谓的“义庄”并不存在,在这个利益角逐的市场尤为如此。实际上,“义庄”涉嫌操纵我国法律。《证券法》明确规定:禁止任何人“单独或者通过合谋,集中资金优势、持股优势或者利用信息优势联合或者连续买卖,操纵证券交易价格或者证券交易量”;操纵证券市场的,责令依法处理非法持有的证券,没收违法所得,并处以违法所得一倍以上五倍以下的罚款;没有违法所得或者违法所得不足三十万元的,处以三十万元以上三百万元以下的罚款。

从法律角度来看,“庄家”无所谓“恶庄”、“义庄”,只要操纵股市就可能因触犯我国法律而遭到严厉惩处。广大投资者应该正视“义庄”的欺骗伎俩,本着价值投资的理念作出投资决策,千万不要跟着所谓“义庄”的指挥棒走。(作者系浙江大学硕士研究生)

报复性执法逼走外商源于税制弊端

◎珑铭

最近,一起报复性执法事件引起社会各界的密切关注。8年前,新加坡商人王泉成在福建省安溪县城建了一家四星级酒店。当地税务部门多次在该酒店吃“霸王餐”,却迟迟不结账。王泉成多次向地税局“讨账”,引来了地税部门的“执法大检查”。当地地税局通知酒店,要补缴税费和罚款187万多元,后经举行听证会,又减为120多万元。外商被逼离开。

我国多名知名法学专家对此案提出了他们的意见,基本上都从法律的角度来谈的。其实,报复性执法现象在我国由来已久,追根溯源,法律因素只是问题的一个方面,因为安溪县地税局的报复性执法尽管在程序、部分执法项目上存在问题,但并非全部没有依据,恰恰是不少行为借助了合法的外衣,才使得报复性执法的危害变得更大。那么,问题的症结在哪里呢?主要在于税务部门自我控制的权力空间方面,体现在此案中,就是我国名义税和实际税负水平之间的巨大差距,为报复性执法提供了方便。

名义税负,就是现行税制所规定的,理论上应当达到的税负水平。实际税负,则是税务部门的征管能力能够实现的、实际达到的税负水



平。名义税负与实际税负之间的差距,使税务部门具有了自由“发挥”的余地。名义税负与实际税负之间的差距越大,税务部门能够自由“发挥”的空间也越大。

我国名义税负高于实际税负,是由于历史原因造成的。过去,由于我国税收实际征收率不高,实行“宽打窄收”制度,把名义税负定得比较高。1994年,中国税收的实际征收率只有50%多一点。但是,现在我国实行的是“严征管”,即在名义税负并未明显降低的情况下,加大征收力度,这导致我国纳税人的实际税负在加大。2003年,我国实际征收

率已提升至70%以上,2004年就已经提高到85%。

由于名义税负与实际税负之间的距离比较大,税务部门有两大可发挥空间:其一,对不同的纳税人,税务部门可以对一部分人从严征税,而对另一部分人宽松征税。那些为了少缴税的企业或个人就可以通过贿赂获取“宽松”对待的资格,从而引致权力寻租。第二,对于同一个纳税人,税务部门可以根据其“表现”决定“严格”或“宽松”的力度,导致纳税人不得不不断提高行贿等级,以确保其获得更“宽松”的对待,这同样助长权力寻租。

一些职能部门因此养成了吃“霸王餐”的习惯:经营者通过让渡部分利益换取税收征收上的“优惠”,两者“互惠互利”,损失的是国家的税收。一旦经营者拒绝提供这种“便利”,有关部门就会在法律容忍的范围内,借助名义税负远远高于实际税负的条件,根据名义税率严格征税,对经营者进行打击报复。

因此,减少或杜绝报复性执法逼走外商事件的发生,除了培养遵守的习惯,更重要的是,从制度设计上着手。体现在此案中,就是要尽量缩小名义税负与实际税负之间的差异。由于我国税收征收水平提高、效率提升,应该把名义税负适当降下来。最近几年,国家税收增长速度之所以远远超出GDP和居民收入增长速度,很大程度上就是实际税负逐渐趋近名义税负的结果,因此,在名义税率没有增加的情况下,许多经营者感到税负负担比过去重了。

这一现状亟待改革,我国应该在税收征收水平逐渐提升的情况下,通过降低名义税负,这一方面可以解决国外总是根据名义税负把我国列为“痛苦指数”前几位的问题,另一方面,也有利于消除权力寻租和报复性执法弊端,同时也能够确保国家的税收收入保持稳定增长。(作者系会计师,财经专栏作家)

■专栏

股指期货亟待融资融券

融券机制的缺位,将使反向期现套利几乎不能进行,而投机者更有可能利用这个制度缺陷,借助利空消息全力做空期货进行逼仓,而不会受到套利交易的阻力。适时推出融资融券,将对促进股指期货乃至我国资本市场的健康发展起到关键作用。

◎周冰

随着证券市场风险不断地积聚,一旦市场出现大幅调整,则手中持有大量股票的机构不可能在短时间内将其抛售完毕以规避风险,只能被动承受损失。如果有股指期货存在,机构就可以在期货市场建立与现货持仓量相当的空头仓位,以期货市场的盈利与股票现货的亏损相抵消。这样完全不必大量抛售股票现货,同时也降低了现货市场的波动性。这就是期货市场最基本的套期保值功能。

期货市场中的交易可分为套期保值、投机、套利三种。可以说,推出股指期货的根本目的就是出于对套期保值功能的需要,为证券市场的参与主体提供有效的避险工具,而绝不是为了给投机者和套利者提供新的交易机会。因此,确保股指期货套期保值功能的正常运作,是我国平稳推出股指期货的基础。

然而,套期保值能否得以正常运作是有前提条件的,这就是期货与现货的走势是否一致。如果由于过度投机导致股指期货大幅波动,则参与套期保值的机构有可能同时在现货与期货市场承受亏损,导致避险失败。而经常出现这种情况的期货市场,无疑是无法发挥套期保值功能的。

以国内外的现状分析,股指期货虽然尚未推出,但可以参考其仿真交易。离到期交割仅十多个交易日的近月合约,其理论价格与现货相差无几,但其价格却可比现货高出1000余点,这些差价是必定要在这十几个交易日内消化掉的,这势必造成期货价格的大幅波动。由此可见,仅仅因为期货既可做多

又可做空,就想当然地认为期货市场拥有先天的多空均衡能力,是不切实际的。多空双方的博弈,很可能发生一边倒的情况。在如此大幅波动的市场中进行套期保值,无疑要承担巨大的风险。

需要指出的是,没有投机交易的期货市场,同样是无法运转的。投机交易客观上为套期保值者提供了足够的流动性,并承担其转移而来的风险。况且,即使通过各种行政措施限制了投机交易,也依然无法保证期货与现货的走势相符合。

那么,有没有一种市场化的手段,既能避免限制投机带来的流动性问题,又能化解其弊端,以保证期货市场的套期保值功能有效运行呢?随着期货市场的发展,期货与现货之间的套利交易正日益引起各方的关注。期现套利对过度投机具有强烈的抑

制作用,对拟合期货与现货的走势、降低期货市场的风险、保持市场稳定,具有不可替代的积极作用。套利的原理是利用两个市场间的价差来获取确定性收益。只有当套利交易达到一定量的时候,才能扭转期货走势,校正基差。以目前国内的实际情况来看,套利交易受到了诸多限制,还无法提供足够的套利交易。

当期价格低于现货价格时,套利交易要求做多期货同时做空现货,盈利后两边同时平仓。显然缺乏融券做空机制将使双向套利交易几乎无法进行。

虽然理论上机构可以利用手中持有的股票做空现货,但是实际上能够参与套利的并不多。其一,套利时卖空的现货必须是与沪深300指数紧密拟合的一篮子股票组合或者ETF。其组合中缺少股票只有通过融券来弥补。而使用ETF套利则会遇到ETF本身的拟合度和流动性问题。其二,即使勉强利用手中现货来做空套利,则由于期现套利的原理以及个股价格波动的因素,机构必将面临套利了结时是否买回个股的问题。如此套利带有明显的投机性质,使得交易的成本和收益变得无法确定,失去了套利的最大优势。这将使大部分机构反向套利交易于门外。而利用融券做空来套利则不用担心此问题。因此,我们认为目前的制度环境

下,远远不能提供足够的套利交易量。参考国内ETF套利交易的成功经验,套利的活跃需要市场机制的完善,吸引一批专门关注套利机会的投资者,而只有发达的融资融券业务才能为这批投资者提供土壤,他们可以方便地计算套利的成本,获取确定性收益。

对香港市场的研究表明,在开放融券卖出机制以后,股指期货偏离现货的幅度与次数均明显减少。融券机制的缺位,将使反向期现套利几乎不能进行。而投机者更有可能利用这个制度缺陷,借助利空消息全力做空期货进行逼仓,而不会受到套利交易的阻力。我们应该从制度上完善套利机制,促进套利交易,让市场以其自身的规律有效运转。不会因为制度设计的缺陷而使市场失衡。

近两年来证券市场随着一系列改革深化工作的深入推进,已经出现一批符合融资融券要求的上市证券,部分优质证券公司的风险控制能力和内部管理水平有了很大的提高,投资者的投资经验和风险承担能力也在增强,已经具备了融资融券等创新业务推出的客观环境。适时推出融资融券,将对促进股指期货期现套利业务、平抑过度投机,进而保证套期保值功能、促进股指期货乃至我国资本市场的健康发展起到关键作用。(作者单位:东方证券)

IPO再反思: 中小股民如何分得一杯羹

◎黄湘源

进入年终,随着对曾经风光无限的股市所蕴含风险的日益担忧,香港投资者对上市新股的热情在消退。这种情绪似乎也在传染到沪深股市。

近期有数家首次赴港公开募股(IPO)被推迟,其中包括中国最大的铝箔生产商以及一家摩托车制造商和一家百货店运营商。新股首日上市后走低的情况也在增多,近期上市的中国重汽和中外航运上市首日更是先后跌跌13%。就连坚定的香港股民李兆基也抱怨一些股票发行价过高。

人同此心,心同此理。曾经让人对亚洲最赚钱公司的回归无比憧憬的中石油A股的高开低走,特别是其进入指数以来沦为空头杀跌工具的表现,让沪深A股的投资者对发生在一线之隔的香港股市的恐新症不无同病相怜之感。

IPO需要反思,首先需要反思的当然是它的定价机制。中石油A股发行价16.70元,是H股发行价的13倍之多,发行市盈率为22.44倍。从国际市场来看,早已超出了同类股票价值投资的范围。高市盈率溢价发行,最大受益者当然首先是发行人,中石油由此而在未改发A股发行份额的前提下多融资约268亿元,这也是中石油更乐意用配售特权向询价机构进行利益交换的玄机所在。这种高市盈率、高定价、高溢价的新股定价,是目前新股发行机制并没有改变它的圈钱本质的典型表现。

IPO需要反思,还需要反思的还有它的发行机制。中石油40亿A股发行额度中,除10亿股已先行划给机构网下配售外,网上发行的30亿股又进一步体现向机构倾斜,机构证券账户每户可累计申购额度是每个单一证券账户的28倍。中石油发行引来了3.38万亿元的申购资金,但参与申购的户数却不到408万户。不为别的,正是80万资金才能中一签的高门槛不由分说地将90%以上的散户拒之门外。打新股的资金盛宴并没有中小股民分一杯羹的余地。

IPO需要反思,也需要反思一、二级市场的利益分配机制。由于新股筹码更多地集中于大资金手中,无缘打新的散户投资者不得不在二级市场中买入价格更高的新股,从而身不由己地被卷入新股暴炒的漩涡之中。有人将炒新股说成股市泡沫之源,简直是本末倒置。应该说,一级市场不合理的定价和发行机制才是二级市场股价泡沫真正的罪魁祸首。在二级市场,高昂的发行价作为步步高升的上市开盘价和交易价的第一台阶,乃是股价泡沫泛滥的源头,而获得配售特权的询价机构所代表的一级市场既得利益团体通过二级市场兑现利润的强烈动机则是吹大泡沫的强大动力。

我们反思IPO,并不是反对提高直接融资比例。但是,提高直接融资比例也应该有个循序渐进、取信于民、厚积薄发的过程。一哄而上,急于求成,竭泽而渔,其结果终将适得其反。如果IPO沦为调控工具,如果IPO蜕变为利益不公平分配工具,那就是股市离了“优化资源配置”之经,叛了“让更多群众拥有财产性收入”之道。这显然是非常危险的开始。

在现行体制还来不及从源头上动大手术之前,包括笔者在内的市场人士一再呼吁恢复市值配售或账户摇号或引进香港“人手十股”的配售办法,逐步降低名义税负,这是二级市场股价泡沫的基础上逐步恢复市场应有的公平。只有当IPO在无法可依的前提下走出审核制的大门,实行市场化的注册上市,沪深股市才有可能真正进入投资和回报良性互动的境界。在这方面,香港股市的担忧不啻一个振聋发聩的警钟。

欢迎惠赐稿件

本版欢迎紧扣热点、观点独到、文风独特的财经时评。优秀稿件,稿费从优。来稿请寄:plb@ssnews.com.cn,请勿一稿两投。