■ 周末谈 专栏

过年节日消费中的金融学

我们目前的过年送礼方式，消费效率很低，花同样的钱，结果非但不能让大家都满足，而且可能造成某些人的麻烦和遗憾。有些基金建仓也有同样的问题，基金经理们也在纷纷买入那些他认为别人也会建仓的品种。由此派生出来的投资理念似乎很有效：基金抱团的股票一般都不怎么下跌，这样的选股造成的结果是大家对其产生安全幻觉，最终使得普通投资人在高位买入这些所谓安全的大蓝筹，从而形成风险。

整个农历戊子新年我都没有闲着，连着多日都忙着应付各种聚会、应酬、送礼和收礼。我感觉周围的人也都过着差不多的日子。这就是中国人的过年吧，说是放假，其实比上班还累。过完年之后，我空下来思考了一些有关过年的金融学命题，今天在此与各位读者分享。

首先还是谈谈燃放鞭炮和烟火。

除夕和大年初四之夜，满大街震耳欲聋的鞭炮和烟火让人久久无法入睡。曾经有位外国朋友在中国过年，他对我说，现在他可以想象巴格达的夜晚该是什么情况了。那当然是他的夸张。不过，我倒是想，如果中国正式加入京都议定书的话，我们大家就得多多关注有关减少二氧化碳排放的义务了。考虑到这层因素，鞭炮和烟火是必然要涨价的，因为你购买鞭炮的同时也需要购买该鞭炮爆炸燃烧时排放的二氧化碳的配额。根据我的观测，至少目前没有哪一家公司能够生产不排放二氧化碳的鞭炮。如此一来，国内鞭炮的价格首先取决于国内其他行业技术进步的程度，如果技术进步导致国内二氧化碳排放权价格下跌，鞭炮价格随之下跌，反之则上升，在这种情况下，国内的鞭炮价格倒是能成为国内CPI的晴雨表了。其他机构购买排放权大都是为了弥补生产过程中产生的二氧化碳给环境造成的损失，而鞭炮的价格则是包含该排放权的纯消费品。在此情况下，如果鞭炮价格暴涨，就会使得许多企业无力从市场上购买排放权而被迫关门；如果鞭炮价格暴跌，则能够促进企业购买更多的排放权，维持目前的生产规模。我甚至突发奇思妙想：今后国务院发改委实行宏观调控的最佳途径，或许就是在年初就由政府出资买下一大堆烟火鞭炮去燃放，先消耗掉一部分二氧化碳的排放权，全国剩下的排放权的价格于是高涨，促使企业不得不压缩生产。

过年的另外一个问题是“非自主消费”所导致的浪费。国人素来讲究礼尚往来，你买礼物送人，别人也买礼物回赠。但是我们谁都没有想过：这些礼物是否是别人真实需要的？如果不是，那这样的“非自主消费”其实是浪费，对真实的自主需求也是一种压制，其结果是导致物价上涨，不仅没有刺激经济的作用，还能够使得经济运行出现麻烦。

我想起了国外的一种商业模式。新婚夫妇在布置新家的时候，去百货公司选购自己喜欢而且需要的商品，但先不付钱，百货公司就给送货。然后，百货公司在自己的网站上刊出某某夫妇选购商品的目录及其数量和价格信息，亲朋好友就依据这个目录，通过信用卡买单。最后，新婚夫妇会收到一份总结算清单，告诉他们哪些商品已经由哪位亲友买单了，剩下还有什么东西没有人买单，他们就自己付钱。我以为，这个做法很值得在中国推广。否则的话，我们总是在揣测别人会喜欢什么东西，而结果很可能是某君除夕之夜收到3个手机或者4个电饭锅，最后不得不低价派发，转赠他人。

由此看来，我们目前的过年送礼方式，消费效率很低，花同样的钱，结果非但不是大家都满足，而且可能造成某些人的麻烦和遗憾。我们有些基金建仓也有同样的问题，如同大家都在考虑买入那些自己认为别人会喜欢的礼物，基金经理们也在纷纷买入那些他认为别人也会建仓的品种。由此派生出来的投资理念似乎很有效：基金抱团的股票一般都不怎么下跌，这样的选股造成的结果是大家对其产生安全幻觉，最终使得普通投资人在高位买入这些所谓安全的大蓝筹，从而形成风险。现在这些基金追捧的品种，恰恰是受到了更多的关注而导致其估值已经至少达到了合理水平。就像过年之前，如果大家普遍预测别人会喜欢电饭锅而大量购买一样，电饭锅的价格肯定是高了，等过年之后，许多人不得不免费派送电饭锅，到时候，商场的电饭锅就卖不出去了。基金追捧的品种很可能现在看起来不错，当股市趋势发生逆转时，这些类似于电饭锅的大蓝筹在下跌过程中将比普通股票跌得更惨。

最后，过年的情况让我们明白了奥运会其实不会给股市带来任何行情的。今年春节之前，沪深股市持续大幅调整，许多投资人都深套其中，大家普遍希望的过年派发大红包的想法落空了。难道我们的过年气氛不够热烈吗？难道过年期间的消费支出对经济没有正面的影响吗？难道更多的压岁钱不会促进经济发展吗？基于对每年过年行情的观察，我可以肯定地说：现在有人言之凿凿地说沪深股市在奥运会之前无论如何都不会下跌，其实是一厢情愿的美好愿望。我们不能把对奥运会的美好向往无条件地移植到股市中来。奥运会也像国内过年一样，是一个已经可以预测到的事件。我们今天完全可以知道一届奥运会的总预算大约是多少，最大游客量会是多少，由此我们能事先估算出北京奥运会能够给我们带来的经济利益，甚至许多订单都已经提前执行了。正如同奥运会反对兴奋剂一样，我们也不能指望北京奥运会成为沪深股市的兴奋剂。

基本面不是“面”

⊙诸葛立早

刚刚过去的农历猪年，对中小投资者说来，也许是酸甜苦辣什么滋味都有。这一年，中国A股市场以史无前例的速度发展，创下了一连串的世界纪录；但三次大幅震荡，又使中小投资者真切地品味到了风险的滋味。

当然，更值得我们品味的是，在猪年与我们告别的时候，随着上证综合指数在年线附近的得而复失与失而复得，围绕着中国股市基本面的争论隐隐约约地展开。悲观论者认为，由于雪灾对中国经济的影响，由于次贷对中国经济的冲击，中国股市的基本面已经发生变化。年线的失守，意味着股市开始由“牛”转“熊”，有的人甚至发出“飞流直下”的股市还将再跌2000点的预测。其间还不乏一些前期一直看好中国股市前景的股评人士。这就叫人非常纳闷，怎么基本面在刹那之间就来了个“天翻地覆”？

令人欣喜的是，这种悲观言论很快遭到了有识之士的抨击。宏观经济学家王小广认为，此次雪灾对经济更多的是直接财富的损失，对GDP的减速没有直接关联。持续20多天的雪灾对整个宏观经济走势不会有“质”的打击，只是短期内物价会承受更大的上行压力。投资银行汇丰也发布报告预计，相较于2003年的SARS疫情，本次雪灾对中国国民生产总值的影响短暂且要温和得多。而高盛的研究报告更是明确称，这样严重的雪灾自然会对实体经济造成负面影响，但暂时性的供给冲击一般不会对经济造成持续性的影响。

也就是说，虽然暂时性的外生打击可能会使得经济滑坡有所加剧，但很少会导致经济周期发生根本性改变。而且，此次雪灾暴露了基础设施投资薄弱。中国经济一直以近10%的速度增长，但中国在铁路、公路、机场、发电厂以及输电网络等方面的基础设施投资需求仍然是巨大的。中国在中长期内需要而且能够加大投资，从而最终扩大消费。亦即是说，可能引发的灾后重建投资，对中国股市的投资者说来，会提供新的投资机会。

至于次贷对中国经济的冲击，不少专家认为，国内A股市场走势对美国次贷的影响作出的反应是过度的。实际上，即使次贷发生地的美国，与其去年10月份创下的历史最高点相比也才下跌不足13%。对次级债危机的过分恐惧，误导了市场，这是需要我们保持清醒的。中国证监会主席尚福林明确表示，我国金融系统在次贷领域介入有限，加之资本向下尚未完全开放，从目前来看，次贷危机对我国金融市场的短期影响有限。

当然，从长期看，次贷危机的蔓延，可能会增长我国企业信贷的需求，从而影响经济增长，从而对于上市公司的业绩产生冲击，那么也会间接地影响我国资本市场的稳定。应该承认，中国经济连续20多年保持高速增长态势，所取得的成就举世瞩目，而资本市场的走势常常与之相背离，除了市场本身不够成熟的原因之外，与投资者信心的漂浮不定存在一定关系。高估美国次贷危机对中国经济的影响并作出过度反应是不正常的，投资者应该对中国经济抱有足够的信心，避免因错误的判断导致投资决策失误。

什么是股市的基本面？按照权威的说法，是指各种影响股票市场走势的基本因素。它主要包括宏观经济状况、金融利率水平、社会消费水平、股市资金供给、社会物价水平、国内外政治因素等等方面。从这诸多方面分析，各种影响中国股市走势的基本因素并没有发生质的变化。世界银行在2月4日发布的最新“中国经济季报”中乐观地预测，中国经济的脚步今年会稍微放缓，但仍将保持9.6%的稳健增长率，中国看来能够抵御全球经济减速所带来的重大影响。

基本面不是“面”，它是可以管一段时期的东西。面对有涨有跌的股市，随意拿基本面“说事”，甚至把它变成一团面团，进行“选择性拿捏”，这是“伪科学”，对中小投资者更是一种误导。

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。

以平常心看待证券化率

⊙珑铭

中国上市公司市值管理研究中心发布的《2007年中国上市公司市值年度报告》显示：截至2007年12月底，沪深两市A股总市值达3244万亿元，成为继美、日、英之后全球第四大证券市场。与此同时，“2007年我国证券化率一举突破130%，跻身成熟市场水平”。

所谓证券化率，指的是一国各类证券总市值与该国国民生产总值的比率。证券化率越高，意味着证券市场在国民经济中的地位越重要，因此，它常被作为衡量一国证券市场发展程度的重要指标。2007年我国证券化率一举突破130%，是我国证券市场快速发展的结果。但是，如果将此作为我国“跻身成熟市场水平”国家之列的标志，尚为时过早。

首先，我国证券化率的地区差异巨大，证券化率在某种程度上尚不具有普遍意义。《2007年中国上市公司市值年度报告》显示，2007年全国31个省市区中，北京证券化率高达1753.87%，为全国第一。但与此同时，全国有23个省市区证券化率低于100%，黑龙江最低，仅为22.57%。证券化率最高与最低之间相差达77倍多。如此之大的地区差异说明，我国证券化率的提升虽然在“总量”上逐渐达到了成熟市场的水平，但在分布、参与的广泛性等方面（多达23个省市区证券化率低于100%），尚且存在一定的局限性。

其次，流通市值的局限性。欧美等发达国家在计算证券化率时所依据的证券总市值接近流通市值。以美国为例，其流通市值比例高达94%左右，11个发展中国家股市的流通股比重也达到了78%。而在我国，截至2007年底，流通市值在总市值中还仅占28.4%，上市公司大股东掌握的股票占总市值的71.6%。而且，在全部国有股市值中，80%的股份因为国有控制性地位的政策要求并不能成为真正意义上的流通股。受此限制，我国股市的总市值实际上并非真正意义上的总市值。

以工商银行为例，截至今年1月29日，其总股本为33401886万股，流通A股为1206539万股，流通A股仅占总股本的3.62%，流通A股数量少在某种程度上造成了“供不应求”的效果，这个时候的股价更容易呈现出偏高的特点。而随着解禁股上市流通，市场压力逐渐增大，又会促使股票价格回落。因此，以证券总市值计算出来的证券化率很容易失真。

更重要的是，我国持有证券的民众比例整体偏低，这进一步降低了证券化率的代表意义。数据显示，在美国，90%以上的人拥有股票、基金等有价证券，国民的财产性收入占比高达40%。而在我国，城镇居民财产性收入占比仅在2%左右，有约13亿户、只占全国总人口10%的人拥有股票、基金等有价证券。并且，国民的投资心态尚不够成熟，投资知识尚不够丰富，市场监管还处于逐渐完善阶段，股市大起大落交替出现的现象还比较常见。

经济学家在研究一个国家的发达程度时，不仅看其财富的总量，还看财富的分配状况。同样，看一个国家的证券市场发展程度，不仅要看证券化率，还要看证券化率所代表的民众基础。因此，我们应该以平常心看待2007年我国证券化率一举突破130%这一数据，要真正跻身成熟市场水平国家之列，我们还有一段路要走。

“天价施救费”源于公益性缺失

⊙陈家文

在我国南方地区发生的冰雪灾害中，湖南等省市启动应急机制，对高速公路故障车免收施救费，对恢复交通顺畅起了重要作用。但是，除了冰雪灾害这一非常时期，高速公路施救一直因为收费过高而广遭批评。

施救费用到底有多高？不久前，一辆运载瓷砖的半挂大货车在浙江省甬台温高速公路蒲岐段冲下边坡，瓷砖散落一地，遭附近村民哄抢。当地警方接到群众报案后，紧急出动展开调查，结果匪夷所思：车主嫌施救费太贵，干脆主动弃货不要了。

在国际上，高速公路施救带有明显的公益性，一般由政府提供，收取的费用一般也是所支付的成本。道理非常简单，车子坏在高速公路上可能影响到交通，导致整个通行效率的降低，损及公共利益。倘若高速公路施救交给营利性机构来承担，一旦双方经过长时间讨价还价也未能对收费标准达成一致，无疑也将影响到通行效率。因此，高速公路施救又带有强制性。同时，由于高速公路施救需要相关技术、设备，要避免盲目性，高速公路施救又常带有垄断性。这些特点决定着，一旦高速公路施救的公益性特征丧失，使高速公路施救变成一种以营利为目的的行为，借助垄断性与强制性这两大有利条件，施救者必然狮子大张口，从中牟取巨额暴利。

我国高速公路施救就陷入了这种误区。在我国，高速公路施救基本上都交给以营利为目的的公司去做，这些施救公司的收费标准现在不受物价部门的监管，因为社会车辆施救收费已经退出了由物价部门严格监管的行政事业性收费范围，而属于经营性收费，由施救公司自己定价。这为施救公司借助施救的名义牟利巨额暴利创造了条件。

更有甚者，一些地方的施救公司成了官商勾结的产物，并因此进一步提高收费标准。比如，一些地方属于社会经营的施救车辆却挂警车牌照，而这些牌照往往是合法的，警方为施救公司提供这种便利实际上等于为其披上了一层公权力的光环，强化施救公司强制性收费的“特权”，使其更好地达到“一口价”目的，警方当然要分得相应的好处。

正是由于上述原因，施救公司的收费几乎到了为所欲为的地步。车主汪先生驾车在杭州绕城高速上抛锚，由杭州某高速公路急救服务公司进行施救，只对一只轮胎的轴承螺丝进行了加固（螺丝为车主自己购买），收取起步费150元，维修费500元（《浙江日报》2007年4月29日）；车胎突然爆了，请修车工将备胎装上去，平常顶多花50元钱，可没想到在武黄高速公路上，费用会高出30倍（《楚天都市报》2007年5月2日）……

诸如此类的报道举不胜举。故障车仅仅是因为某些原因抛锚，施救公司处理时不过是把故障车辆拖至最近的修理厂而已，却要收取如此之高的费用，已经严重损害了车主的利益。不少施救公司的收费带有明显的欺诈性质，有的在施救过程中未使用吊车，却收取吊车台班费；有的在施救中不存在驳载货物，却收取人工力资费。凡此种种问题，广遭诟病。遗憾的是，在目前的机制下，施救收费几乎成了一个“三不管”地带，乱收费也鲜有受到查处的。

在近日召开的政协河北省十届一次会议上，几位河北省政协委员提出，必须制止高速公路车辆施救“天价”乱收费现象，制定收费标准规范市场。他们表示，交通事故施救并未形成规范的市场秩序，施救和被救车辆不能公平地讨价还价。有些施救单位狮子大开口，漫天要价，被救车辆无可奈何，只能任其宰割。这几位政协委员提出，可在高速公路施救中引入市场机制，同一地区同时拥有多家施救单位，使被救车辆有选择的空间。

但是，我认为这种完全市场化的做法无法从根本上解决问题，必须确保高速公路施救的公益性，由政府负责提供，收费标准应该依照成本计量而不应该赋予其营利性动力。只有高速公路施救收费的公益性特征得到维护，施救中的乱收费现象才能最终得到解决。

■上证观察家

为股市健康发展提几点建议

要让群众通过投资股市共享经济改革发展成果，唯有消除市场各主体间的经济不平等，建立各主体间民主协作机制，形成各环节既相互衔接又相互制约的股市有机整体，市场目标才能统一在提高资源配置效率和创造实际财富上，股市投资价值才能内生而不用外部赐予，投资者方敢长期持股而不用短期投机。

⊙熊锦秋

市场经济本质是民主经济。自由、平等、共生是民主的三大基本理念。民主作为一种有效的社会组织方式，是发掘人们潜力的最好手段，我国市场体制取代计划体制的改革过程其实就是经济民主不断发扬和深化的过程。股市作为经济改革产物，它所倡导的“三公”原则，无非是拒绝特权，信守所有市场主体地位一律平等——机会面前人人平等、价值规律面前人人平等、法律面前人人平等，其实质还是要发扬经济民主。

要让股市脱胎换骨、避免陷入暴跌与救市的轮回，要让群众通过投资股市共享经济改革发展成果，唯有消除市场各主体间的经济不平等，建立各主体间民主协作机制，形成各环节既相互衔接又相互制约的股市有机整体，市场目标才能统一在提高资源配置效率和创造实际财富上，股市投资价值才能内生而不用外部赐予，投资者方敢长期持股而不用短期投机。为此笔者建议：

完善上市公司治理结构。实现公司民主管理，首先是要构架大股东与中小股东利益平衡机制。公司董事由股东大会选举产生，“一股独大”往往引起内部人控制，虽然实行累积投票制，理论上中小股东可选出一些代言人，但其前提条件是中小股东要联手统一行动，这个概率很小，因此多数时候累积投票制难以产生实际效果。为此，可特别规定独立董事提名由公司股票投资者联名推荐产生，以户为单位投资者支持户数多者入围，最终选举也以投资者支持户数多者为胜，独立董事的主要目标就是维护中小股东和公司长远利益。其次是要构架公司股东与利益相关者的利益平衡机制。公司员工、银行及其它债权人、社区等公司利益相关者，它们的合法权利也应得到尊重，公司不仅要最大限度为股东谋利，也要尽可能增进利益相关者的利益。基于此，可以规定监事会成员一半以上须由员工或银行等利益相关者代表组成。

完善基金管理公司治理结构。基金管理人并非天然就会忠于份额投资者的信托，这需要民主监督机制。目前这方面的制度设计主要有基金公司督察长和独立董事制度，但督察长和独立董事实际决定权却掌握在基金公司股东会手里，自己找人监督自己效果可想而知。建议由每个基金公司所管理的所有基金其份额持有人共同选举产生督察长和独立董事人选。

完善股市的进入与退出机制。不少上市公司业绩在盈与亏之间频繁变脸，劣而不退，逐渐沉淀；众多有发展前景的公司想进却进不来，在股市与宏观经济之间人为架设的行政藩篱，成为阻止市场主体公平竞争的羁绊，侵犯了经济主体平等竞争的民主权利。流水不腐，唯有新陈代谢，股市才能健康有活力。因此，一方面公司上市应尽快实行注册制，另一方面要实行严格的退市制度。

规范大资金投资行为。2007年，59家基金管理公司管理资产总规模达3.1万亿，基金行业过于集中，形成一定的金融垄断，为大资金联手操纵提供了动因，而且如果要让基金参与大量重仓持股的上市公司治理，几十家基金公司渺渺几人如何担此重任？为此一是尽快开放公募基金市场，或者将私募基金合法化、公开化，促成行业竞争局面；二是严格上市公司维持持续上市资格所必须的股权分布条件，防止上市公司股权过于集中；三是消除特权，坚决查处任何企图凌驾于法律之上的大资金联手操纵。

严格控制资产重组与资产注入行为。无论是绩差公司的保壳重组，还是其他公司的定向增发、资产注入，都可能违背最基本的价值规律。比如定向增发，往往消息还没公布，股价已提前暴炒，而增发价往往以停牌前20个交易日均价为基准，以炒作后高得离谱的增发价来认购岂非甘当冤大头？这无异于为前期买入者搞定向利益输送。因此，须严格控制资产重组与资产注入等行为。

规范大股东市场运作。首先规范大股东股权转让与受让行为。股权分置改革后实现全流通，大股东则可能利用信息优势和持股优势，低买高卖自家股票牟利。《国有股东转让上市公司股权暂行办法》规定，在三个会计年度内净转让股份未达总股份5%且不涉及控股权转移的，由企业自主决定，而《受让办法》则规定，在一个会计年度内净受让比例未达总股份5%亦自主决定，这样控股股东只要确保在一定时期内吞吐量基本平衡，就可又吞又吐短线投机，因此必须把过于宽松的口子收紧，不妨将上述规定中的“净”字去掉，同时要关注企业高管或其亲属是否有搭车投机行为。其次要完善央企负责人经营业绩考核办法，引导央企苦练内功提高经营效率。对央企负责人考核的基本指标包括年度利润总额、净资产收益率、国有资产保值增值率和三年主营业务收入平均增长率。央企资产如果上市，必然马上产生溢价收入，同时募集到大量扩大生产所需资本，除了净资产收益率这个指标外，其它指标都可迅速得到优化。因此考核办法应增加净资产收益率这个指标所占权重，同时还应规定央企在A股市场IPO或再融资时发行价与原每股资产净值的最高比值，以防利用市场畸形定价机制高价圈钱。