

# Opinion

关注股市系列谈之二

## 从供求关系入手避免股市大起大落

造成此次股市下跌的根本原因是供求关系的逆转。因此,要稳定市场,避免股市大起大落,必须从平衡供求关系角度入手:通过规范或叫停超过市场承受能力的再融资计划,化解供应增加预期;继续加强公司治理,严管退市制度,提高供应质量;对大小非与高管减持变事后披露为事前申请等,重塑市场信心。

◎冯玉国

从去年10月16日到今年3月17日,5个月时间内,上证指数跌幅达到了37%,市值损失10万亿之多。其中,以沪深300为代表的蓝筹股,超过一半的公司股票跌幅超过50%,成为杀跌的最主要力量。

股市下跌,投资者信心受挫,新基金的发行亦不景气,在这种情况下,如何重塑市场信心、稳定股市,成为近期的热门问题。

要稳定市场,首先应该弄明白,股市下跌的真正症结在哪里?从实体经济来看,我国经济连续30年高速发展,这一发展势头至今未有明显改变,作为实体经济晴雨表的股市,理应保持平稳上涨态势——至少大趋势上应该如此;从上市公司业绩来看,最近两年是上市公司业绩增长最快的两年,尽管紧缩政策及次债危机对上市公司业绩会有一些负面影响,但业绩的增长趋势依然保持完好;从市盈率来看,目前市场的市盈率水平已经回到30倍,

沪深300指数的市盈率更是回落到了25倍以下,市场估值水平已经进入相对合理的区间,接近国际成熟市场的平均水平;从国际股市的影响及次债危机影响的角度来看,我国股市的下跌幅度是次债危机发生地美国股市的两倍多,最高的时候接近三倍。

显然,造成我国股市大起大落的根本原因不是以上因素,而是供求关系的改变。根据经济学原理,价格是价值的货币表现,价格由价值决定,受供求关系影响,当某种商品供不应求时,价格会高于价值,价格就会上涨;当某种商品供过于求时,价格低于价值,价格就会下跌。股票价格的波动同样遵循这一原理。

去年,股市持续上涨引发的对潜在泡沫的担忧,一度令监管层不安,这与A股流通股的供应无法满足需求有关。随后,有关部门为了平衡供求关系,加快了新股的发行速度,加快了H股回归的步伐,加大了上市公司融资的规模。这一切都是从增加供应的角度入手的,调控股市的思路无疑是对

的,但供应量增加过快。以新股发行为例,2007年沪深A股新股的发行规模超过了447083亿元,而美国同年新股发行规模不到400亿美元,A股成为2007年全球融资最大的市场。作为一个比美国市值小得多的市场,这种发行规模与市场的承受能力是不相称的。而且,整个2007年,上市公司再融资规模达到3657亿元,超过2001至2006年六年间的再融资总额。

这种供应的急剧增加是实实在在的,而限售股解禁所带来的供应压力则是一种预期增量——从2008年起,未来三年A股市场“解禁”规模将达90319亿股。现实的市场增量与限售股解禁所带来的预期增量合二为一,终于促使股价进入调整轨道。而随后中国平安与浦发银行庞大的再融资计划,带来了更大的预期供应增量,导致了股市的暴跌。

中国平安与浦发银行对市场带来的最大恐惧是,供应是可以无限扩张的。由于庞大的再融资计划一般都发生

在权重股身上,且还可能继续发生在权重股身上,一些投资者抛售权重股,离场观望或炒作题材股。从这个角度来看,以再融资为代表的市场供应的无序扩张不仅对市场信心构成了伤害,也导致投资者价值投资理念的动摇。

损害市场信心的另一大因素是大小非在解禁后抛售减持和一些高管不借道过桥减持股票套现。这两者带来的压力一方面是对市场流通供应量的增加,另一方面是对市场信心的伤害。

综上,我国股市的这次下跌,乃是股市供求关系悄悄发生逆转的结果。目前,对于稳定股市,不少人都提出了建议。比如,降低印花税率,我认为,降低印花税率虽然可以降低交易成本,构成利好因素,但只能是一个短期利好,并不能改变股市的供求关系,对印花税率降低的积极作用可以期待,但不能高估。比如,有人提出继续加大新基金的发行,这虽然是从供求关系角度来调整的,但是,受限于两个因素,其效用难以发挥:其一,新基金未被投资者认可,发行不景气。其二,迄今为止所发行的新基金累积起来,也难以抵得上已经提出的庞大再融资计划的总额——这一点也可以看做是新基金发行不景气的原因,因为投资者对再融资带来的供应增加实在过于恐惧。

因此,目前要稳定市场,避免股市大起大落,必须从平衡供求关系角度

入手。

其一,化解供应增加预期。倘若叫停对市场信心构成伤害的庞大再融资计划,对再融资进行更加严格的规范,投资者心头的“梦魇”就能消除,人们对供应持续扩张的担忧就会被化解。一旦供应增量预期的问题解决,此前已经放行的新基金就可能被市场认可,这将能够增加市场对供应的消化能力,从而稳定信心。

其二,提高供应质量。应该继续加强公司治理,严管退市制度,提高上市公司整体质量——供应质量的提高,也能有效缓解市场的供应压力。

其三,化解现实的供应压力。应该对大小非在解禁后的减持行为,作出更加严格的规定,诚如全国政协委员黄泽民所言,对减持行为应该变事后申报为事前申请。比如规定,大股东在减持前,应向监管部门申报,详细说明确定减持原因、数量、减持日期等;同时,对高管减持套现作出规范。倘若这种减持行为受到制约,不仅可以减少投资者对市场供应增加的担忧,也使投资者更有信心。股改的一大贡献就是让大小非、高管与投资者在一条船上,被共同的利益“捆绑”在一起,在股市信心动摇的今天,更应该强调这一点——这才是股市的安全绳,有了它,就能避免股市的大起大落。

## 电煤储备需要“强制性”

◎姜义云

发电行业是重要基础产业和公用事业,煤炭行业是我国能源支柱产业。全国人大代表曹培基认为,电煤并非一般意义上的商品,应当作为国家战略物资管理和使用,不宜采用完全竞争的市场模式。

这是一个非常重要的建议。电煤储备的意义,不只是调节市场,平抑市场的剧烈波动,更在于应对物资的匮乏,保持经济、社会的稳定。在今年年初的南方雪灾中,由于电煤储备不足,一些地方的火力发电厂不得不停止发电,而目前我国发电总量的70%是依靠火力发电,火力发电占比过高,对于煤炭资源形成过度依赖,一旦电煤供应不足,很容易造成大面积的限电、停电现象。

为了解决这一问题,早在2004年,我国多位煤炭专家就建议政府尽快建立起煤炭储备机制,但国家级的煤炭储备机制时至今日尚未建立起来,只是个别地方建立了煤炭储备,但储备量达不到规模,一般只能满足15天的需求(比如重庆,今年年初其煤炭储备尚不能满足6天的发电需要,在雪灾发生后,重庆市亡羊补牢,计划在今年年底之前,建成两个储量达到100万吨的电煤储备基地)。而发达国家的电煤储备,一般能够满足40天—50天的发电需求。

西方国家的电煤储备,一般都是在法律法规的强制规定下完成的,任何地方的储备绝对不能低于国家规定的标准。比如美国,尽管其煤炭产量远不及中国,但电煤库存率一直保持在11%左右,库存量稳定在1亿吨以上,能够满足电厂45天—50天的发电需求。而我国基本上是靠各地的自觉行动,由各地根据自己的情况建立相应规模的电煤储备。这种完全市场化的储备机制,由于缺乏强制性而不能真正建立起来。这是由于几个原因造成的:

其一,许多地方的发电企业乃至政府部门,严重依赖行政调配,缺乏储备电煤的动力。这次南方雪灾的教训告诉我们,如果地方不积极进行电煤储备,一旦遭遇灾害性天气,行政调配机制受制于交通等方面的限制,很难满足实际需求。即使在正常气候条件下,伴随着我国经济的快速发展,大宗货物运输需求日趋旺盛,部分地区运输状况也非常紧张,使得煤炭的地区配置效率受到制约。

其二,煤电双方对电煤价格的分歧始终没有得到根本解决,尽管煤炭价格不断上涨,电煤合同价格也水涨船高,但电煤合同价格仍比电煤市场价格低,尤其是在煤炭完全市场化后,煤炭生产企业在供应上转向一些煤炭需求大且价格较高的行业,他们对合同内电煤供应动力不足,而各地显然不愿意以市场价购煤用于战略储备。

其三,煤炭体制改革后,国家将近百家国有统配煤矿下放,随后地方又兴起了煤炭企业改制热,煤炭产能进一步分散,市场主体越来越多,国家对煤炭战略资源的控制力降低,平衡地区供应差异的能力也降低。在这种情况下,应该出台强制性措施,比如,硬性规定各地的电煤储备不得低于40天的发电需求,硬性规定煤炭企业必须将其产量的一定比例优先满足电煤储备要求等等。这样,既解决了地方过于依赖中央政府煤炭紧急调配的惰性问题,也解决了煤炭企业由于逐利冲动,向电煤储备供应煤炭动力不足的问题。

## 对境外投资建厂的鼓励政策应适度

◎珑铭

出席全国政协十一届一次会议的全国政协委员、天津钢管集团有限公司董事长、党委书记刘云生在向大会递交的提案中说,实施“走出去”已是我国经济发展的一个重大战略,是全面提高对外开放水平的一个重要举措,建议要鼓励有实力企业到境外投资建厂。刘云生委员建议,要简化境外投资建厂审核程序,进一步加大政策支持力度,进一步发挥对外使领馆的作用,专门制订指导性文件,加大国际化人才的培养和引进力度。

国家鼓励企业境外投资建厂,的确具有重要的现实意义,如更容易占领国际市场等,但是,在目前情况下,对于到境外投资建厂应给予适度鼓励,而不应过分激励。

首先,从就业方面来看,目前的就业形势严峻。在两会期间,劳动和社会保障部部长田成平表示,“就城镇而言,我们每年在城镇要求就业的,包括当年新增的城镇劳动力和上一年结转下来未能就业的人还有2400万人。但是,我们每年只能提供城镇就业岗位1200多万个。再加上每年农村富余劳动力向城镇的转移大约有800万人。”这意味着,目前我国新增的劳动力城乡加起来每年超过2000万人。如果对到境外投资给予过度的鼓励,有可能加剧国内的就业紧张态势,2008年将建立



率由原来的4.6%降到4.5%的目标就很难实现。

其次,我国目前不少行业尤其是上游产业仍然存在着产能过剩的问题,如果企业纷纷到境外投资建厂,过剩的产能难以自行消化,也有可能变得更加突出,使资源配置在局部出现失衡。

实际上,即便企业本身而言,到境外投资也常常面临着很大的不确定性风险。以制鞋业为例。春节前后,珠三角加工贸易经历转型阵痛,上千家鞋企宣告关闭。一些鞋厂关闭后,搬迁到了劳动力价格更低廉的越南,意在降低人力成本,同时,也防止因贸易摩擦带来的出口障碍。但是,那些搬迁到越南等地的企业,却发现自己的生

产成本在大幅上升,效率在大幅下降。原因是,越南等国还没有一个完善的原材料及设备市场,大部分原材料及制鞋设备必须从国内采购。而且,制鞋产业链的配套复杂而且品种繁多,越南等国既缺少各种专业的设备,也缺少原材料采购、懂技术的专业人才和熟练劳动工人,于是,设备要从国内购买,人才要从国内引进,白白无故地增加了许多成本,让那些新搬迁去的企业叫苦不迭。

除此,还有所投资国家的非常大的政策不确定性风险。2005年,中石油和中石化共同出资142亿美元,收购了加拿大恩卡纳集团的安第斯石油公司,该公司在厄瓜多尔有5个石油区块的资产和开发权,日产石

油8万桶,产量居南美第5位,是厄瓜多尔最大的外资企业。但是,2007年10月12日,厄瓜多尔突然以总统令形式宣布,征收非常重的特别收益金,将外国石油公司额外收入中的99%收归国家所有,我国企业的投资因此损失惨重。

对企业而言,到境外投资建厂的目的在于获取收益,而要获取收益,所投资之地对企业而言就要有能扬长避短、充分挖掘潜能、降低成本、规避风险的优势,企业应该对各种有利与不利因素进行综合评估,权衡利弊之后再作决断,而不能为了企业形象盲目到境外投资,更不能因一时的冲动到境外建厂。

而对于国家,作为鼓励性政策的制定者,应该站在国家利益角度,作出全面的规划。比如,鼓励那些我国所欠缺的资源性企业走出去,解决我国的能源安全问题;再比如,鼓励那些可以吸纳国外高科技人才,汲取国外先进技术的企业到国外投资建厂,以提升我国企业的科技创新能力等等。也即,鼓励到境外投资建厂的政策应该注意两点:一要体现出明显的倾向性,不宜一刀切地对到国外投资建厂给予政策性支持。二要适度,对境外投资建厂不可因为过度激励而产生为形象而去投资的畸形投资偏好产生。

## 两会观察

■上证观察家

## 为加大反通胀力度提出八项建议

当前的反通胀战略不能仅仅依赖于改善农业生产,还应该采用一系列更有力的控制总需求的政策(即货币政策和部分财政支出)的同时紧缩,同时辅之以若干增加供给的措施,才能将通胀率继续创新高的势头及时压住,从而稳定预期。

◎马骏

二月份同比物价上涨飙升至8.7%之后,通胀风险已经引起了决策层的进一步关注。应该认识到,通胀压力非但没有因为雪灾结束而消失,反而从多个方面正在继续加大。理由如下:原材料成本推动带来的通胀压力将加剧、劳动力成本推动通胀压力在加大、农产品价格向加工食品价格的传导将继续、粮价可能成为下半年通胀率上升的新的导火索,通胀预期也有继续恶化的可能性。

国际货币基金组织的实证研究表明,在发达国家,如果通胀率压力从3%上升到13%,GDP的增长率就会下降一个百分点(注:发达国家的GDP增长的正常速度在2-3%左右)。在美国,GDP增速下降一个百分点,就会导致失业率增加0.35个百分点。在中国,也有若干案例可寻。在80年代中和90

代中的两次高通胀(通胀在高点均达到20%以上)期间,中国政府被迫采用大幅度压缩基本建设投资、收缩银根、全面控制物价、存款保值等手段,但代价是巨大的:GDP的增长率均从周期的高位到低谷下降了一半左右,降幅达6-7个百分点。

国际经验表明,通胀率进入7%-20%的区间之内,通胀预期恶化导致抛售、囤积,甚至抢购的可能性就将明显加大。从去年中以来,随着食品价格的大幅上涨,政府采取了一系列鼓励养猪和油料作物生产等措施,主要希望通过改善农产品供给来抑制物价上升的势头。但是,由于目前的主要风险是成本推动型和预期推动型的通胀,当前的反通胀战略不能仅仅依赖于改善农业生产,还应该采用一系列更有力的控制总需求的政策(即货币政策和部分财政支出)的同时紧缩,同时辅之以若干增加供给的措施,才能

将通胀继续创新高的势头及时压住,从而稳定预期。

笔者建议政府采取“一揽子”的反通胀措施。八项具体建议如下:

- 1)加大货币政策紧缩的力度。最近一年期存款的实际利率已经迅速降到了负4.6%。在物价环比每月以100个基点以上的速度上升的情况下,每次将一年期存款利率上调27个基点已经无法体现“从紧的货币政策”的力度,也难以达到向公众宣示政府抑制通胀、稳定预期的决心。建议迅速提高每次加息的幅度和加息的频率,同时,应继续使用数量型政策工具和加大窗口指导的力度,严格实施央行确定的有关控制信贷增长的目标,防止信贷扩张加剧通胀压力。
- 2)压缩非重点财政支出。目前的形势要求整个宏观政策体系为反通胀服务。除了货币政策从紧之外,压缩财政支出是短期内控制总需求的一个较为灵活的政策工具,应成为反通胀政策中的重要组成部分。具体来说,可以明确提出,在今后半年中,中央和地方在原预算基础上按一定比例削减一般性支出和非重点行业的支持性支出。
- 3)清理并取消一批直接与居民生活有关的部分政府收费,尤其是不规范的

收费。在食品价格面临难以避免的上涨压力的同时,有必要从减低政府收费方面降低整体物价的涨幅。在内地,在房地产、教育、医疗方面的不规范收费十分严重,对通胀起了推波助澜的作用。及时清理、取消一批这类收费将有助于稳定非食品物价。

- 4)加大对粮食生产的支持力度。为了防止由于种粮成本收益率的下降而影响下半年的粮食产量,应该尽快加大对粮食生产的支持力度。具体措施可以包括增加对粮食生产的直接补贴和对投入品的补贴,提高粮食收购的保护价等。

- 5)建立农产品运输的低成本绿色通道。由于油价和其它成本的攀升,一些农产品的运输成本(如从河南运到上海的猪肉)占销售价的20%。这些运输成本也成为推动近期价格上涨的一个理由。建议对主要农产品的运输建立由主要产地向主要集散地特殊的绿色通道,由政府提供低成本的车皮或其它交通工具。

- 6)停止大部分农产品和其它短缺产品的出口。部分农产品和化肥去年以来价格上涨的一个原因是由于国际市场价格高于国内价格,企业开始增加出口。为了防止这些行为损害政府稳定价格的目的,应该对农产品、化肥、煤炭等产品的出口进行临时禁止或限制。

- 7)加强利用政府储备调节农产品价格的作用。政府可以考虑通过增加进口部分农产品以建立更加充足的储

## 不能对“热钱”讳莫如深

◎诸葛立早

“热钱”流入境内,对我国金融安全产生一定的影响。这个问题在两会上议论颇多。近日,看到一位境外投资公司的颇有名气的朋友谈2008年投资策略,不免也想对“热钱”问题议论几句。那位朋友说得很直率:当前,H股“不是牛市”,A股“风险更大”。那么,又有什么可以投资呢?他不加掩饰地说:“在香港,我的答案很简单,将港币转成人民币,然后存进银行,因为一年期存款利率超过4%(人民币对港币)汇率我们预计有8%-10%的增长,坐收超过了12%的稳定收益”。简单明了,几乎不用着多费脑筋,“无风险收益”纷至沓来。须知,年收益率超过10%,在海外是颇为可观的投资收益哩!

但是,我又以为,这位朋友与其说在教授投资技巧,不如说是在给我们解疑释惑,让我们明白了许多事情的真相所在。“解疑”之一,为什么这几年国际游资总是把我们这儿当成他们的“风水宝地”。厦门大学金融研究所所长张亦春刚在他提交的调研报告中透露,目前,国际热钱流入中国大陆的四大通道包括:一、混入贸易结汇;二、借道捐赠之名;三、对中国内地子公司投资;四、外币抵押贷款。一些在海外有业务的企业,经常以虚开海外业绩的形式,将海外热钱带入国内,然后把其中非贸易结汇资金兑换成人民币,进入楼市、股市进行投资。尽管国家要求对外贸结汇进行核查,但在目前银行业竞争激烈的情况下,很多银行核查并不严格;因为外贸结汇本是一项对银行没有任何风险的、只赚不亏的买卖,是各家银行都积极竞争的“肥肉”。

此外,近年来,一些海外机构和对中国内地援助也不少,尤其是对农村和老少边穷地区经常进行无偿捐助,如盖学校、修公路、建桥梁等,其中有不少海外资金是借道进入内地。具体做法是:先承诺给某地无偿捐赠,私下会提出一个条件,无偿捐赠人民币三十万元,再帮助其从银行汇兑三十万元。还有一种情况则是某些热钱先将资金存入中资银行澳门分行,然后再以外币存款作抵押进行人民币贷款。这种渠道目前有不少国际热钱在使用,此方法既对银行没有任何风险,银行愿意,对贷款方也划算,方式还很冠冕堂皇。前者为“明道”,后者为“暗道”。一“明”一“暗”,或“明”或“暗”,皆为“利”来。

“解疑”之二,为什么这几年南方一些地区“地下钱庄”特别“兴旺发达”。据介绍,南方某个城市是全国现金投放量最大的城市,因为经那里中转的黑钱占据相当大的比例。除了大量的现金经那里流向海外,由于预估人民币升值更高,大量外币正通过港澳再经过地下钱庄等非法途径流进内地市场,为防止大量外币涌入冲击中国经济,金融部门曾采取强制措施打击黑钱的行为,如采取限制提取现金的办法,希望通过银行来有效地防止黑钱,并对地下钱庄来个釜底抽薪。但由于银行是通存通兑,这里一个“卡”,那里“游击战”又盛行了起来。最近在深圳捣毁的地下钱庄,几年时间内的经营额达到43亿元,其规模之大,于此可见一斑。“近水楼台先得月”。地域的便利,使“暴利”变得更加快捷、通畅。

“解疑”之后,不禁感悟,目前,国内外市场仍然对人民币升值抱有过的预期,大量境外热钱的非法流入,尚未得到有效控制。去年8月美国次贷危机爆发以来,为防止经济衰退和遏制通货膨胀,西方主要央行已先后向商业银行注资1万亿美元,使本已相当严重的国际流动性过剩路上加霜。大量国际游资要千方百计寻找新的出路,一些金融巨头和国际炒家还可能借此转嫁危机、大发横财。我们必须清醒地认识到,我国经济已经和世界经济有着紧密的联系。特别是美联储连续五次降息,使美国联邦基金利率从去年9月的5.25%降至3%,并存在再次降息的可能。而人民币存款利率为4.14%,两者的利率水平实际上已经形成倒挂。在这样的背景下,更多的国际投机资本将通过各种渠道涌入中国。据有关研究机构分析,目前进入我国的“热钱”存量约在5000亿美元。如果不能有效堵住新的“热钱”流入,将会进一步加剧我国国际收支不平衡的状况。

在这次两会上,全国政协委员李德水说,“不能对混进大量‘热钱’一事讳莫如深,否则就难以掌握问题的主动权。”诚哉斯言。

在必要点及时、有力地国内向国内投放这些产品,用以稳定国内市场价格。

8)缓行若干可能加大通胀压力的改革措施。资源税和定价机制改革、环保税费改革以及劳动合同法某些条款的具体落实都可能在短期内继续加大成本上升和向消费物价传导的压力。在通胀已经成为宏观经济最大风险的当前,实施这些改革的具体时间建议服从大局。

毋庸赘言,反通胀政策,尤其是紧缩总需求(如信贷和财政支出)的措施,是一个十分艰难而“多配痛苦”的过程。在这个过程中,许多部门、地方、企业、金融机构和个人由于利益受到影响,必定会提出各种各样的理由表示难以理解。但是,如果人人都希望别人而不紧缩自己,这是不现实的。

从更加长远的视角来看,目前通胀压力突然加剧的原因除了一些国际和突发因素之外,很大一部分来自于过去多年高速增长过程中对资源、环境和低端劳动力成本的“透支”。资源环境价格的长期扭曲、经济增长的成果长期以来没有被劳动力充分分享,总有一天要体现为资源和劳动力成本的大幅上升。充分理解了这一点,各方面就可能以比较平和的心态对待反通胀需要付出的成本。

(作者为德意志银行大中华区首席经济学家)