

Opinion

■上证观察家

重视宏观经济形势新变化

在国内外形势悄悄发生变化的情况下,我们应该坦然地、理性地面对通胀压力,从供给上多下功夫。比如,加强社会保障等民生建设的投入,解除制约当今中国居民消费的各种瓶颈;通过财政补贴和减税手段,减轻百姓通胀的痛苦;通过财政补贴和减税,减轻企业面对的成本上升的压力等等。

◎刘煜辉

目前,国内外经济形势与去年十月份中央经济工作会议提出“双防”时相比,正在发生着一些明显变化,应引起高度重视。

首先,全球流动性紧缩背景下,中国流动性过剩是否持续?

次贷危机后,全球流动性过剩骤然滑向流动性紧缩,全球处于严重信用收缩状态。在此背景下,资金流向最可能是从一个高估值或泡沫比较严重的资产中撤离,从我国一季度的股市暴跌和楼市低迷可以看出一些端倪。我的总体判断是,前些年大量涌入中国购买人民币资产的中长期资本是在撤出的。

但是,一季度数据显示短期热点还在大量进入,一季度外汇储备增加了1839亿美元,除去FDI的247亿和顺差414亿美元,其中850亿美元流入没法解释,我以为,其中大部分应该属于短期套汇。这与去年8月份以来,人民币加速升值预期变得非常明确有关,央行去年第三季度货币政策执行报告明确提出,“经济学的理

论分析和各国的实践均表明,本币升值有利于抑制国内通货膨胀”。这对热钱流入中国的吸引力明显加大。坦率地讲,在全球信用紧缩的背景下,中国的流动性压力本应该较去年大幅减轻的,但事情走向了反面,很大程度上与人民币加速升值的政策有关。

其次,宏观经济还有由偏快转向全面过热的可能吗?

一季度受强紧缩政策的影响,实际投资是减速的,投资增速24.6%,比上年加快0.9个百分点,但是一季度固定资产投资价格上涨8.6%。意味着实际投资是大幅减速。如果紧缩政策依然维系高强度,二季度投资减速态势很难扭转。

中国今年的外部经济环境已经十分严峻。美国次贷危机以及由此引发的金融危机和经济负增长,欧元区经济明显减速,日本经济低迷的状态等因素对于中国出口的影响在二季度将快速放大。有数据显示,由于成本上升的压力和人民币升值加速,外贸最大的省份江苏70%以上的企业一季度开工率仅为60%。订单数下滑,意味着出口增速从二季度开始可

能出现大幅下降。

而进口受价格因素影响(原材料价格一季度大幅上涨),一季度虽然实际投资是减速,但是进口额却是增速(进口增长28.6%,加快10.4个百分点),比如一季度原油进口量与去年同期相比增长14.9%的情况下,所支付的美元比去年同期却增长了90.6%,达到300.31亿美元。出口大幅减速以及进口的增速,意味着二季度开始,顺差将显著下滑。

值得注意的是,除了投资之外,消费的未来发展趋势也受到了物价提升的挤压。在一季度,城镇居民人均可支配收入名义增长11.5%,农村居民人均现金收入同比增长18.5%,但扣除价格因素后,实际增长的速度已明显低于上年同期,加之资产价格大幅缩水(股市暴跌,楼市低迷)及通胀压力,未来消费增长很不乐观。

如果政策再不调整,三驾马车是否存在同时“熄火”的风险,是值得警惕的。

最后,CPI是否已经或者下半年将见顶明显回落?

这个问题首先需要我们正确认

识此轮物价上涨的成因。我以为在三个方面:

一是历史欠账迟早要还。过去低通胀很大程度上是严重透支结果,透支了要素低估(煤、电、油、运、水、气等资源要素价格都远远低于国际平均水平),透支了人口红利(从上个世纪80年代到本世纪初的20年时间里,如果剔除通货膨胀的因素,农民工的工资几乎没有增长),透支了环境的红利。既然是透支,迟早是要还的,否则只可能是更加严重的经济失衡。可以看到,我们产业的利润被明显提高,企业投资、生产的激励被明显增加,很多产品的国际竞争力也会暂时增强。这可能导致了我们在企业有很多钱,国家有很多钱,但老百姓没钱,从而带来了经济当中的投资过度、出口过度、贸易顺差太高和消费不足等。

二是长期经济失衡累积货币效应,产生反向Balassa-Samuelsion(巴拉萨-萨缪尔森)效应。长期失衡由此累积的流动性过剩,首先推动的是非贸易部门的价格上涨,特别是房地产和土地等资产价格暴涨,使得城市生活成本和商务成本的迅速上升,同时工业部门也就开始产生加薪的预期,而工业部门的工资提高对农业部门的工资传递效应非常明显。

价格传递的最后阶段必然是,原材料价格上涨、人工成本和地价的上升以及

人口、资源、环境等各种红利的消退,当工业部门的劳动生产率提高速度赶不上上述成本上涨的速度时,最终的结果只能是倒逼着反推贸易部门制成品价格开始上涨来转移,从而带来更大的通胀压力。

三是输入性通胀压力。长期要素价格管制和扭曲,导致大量资源消耗型产业向中国转移,使得短期内中国制造业急剧膨胀,国内初级产品对外依存度急速上升。美元长期疲软,加之次贷危机将全球的资金都赶进了商品市场中寻求避险,导致原油、农产品价格的暴涨,成为去年下半年来中国成本急剧上升的主要推手。

以上说明此轮通胀压力的长期性和调控的艰巨性。我们应该坦然地、理性地面对,从供给上多下功夫。比如,加强社会保障等民生建设的投入,解除制约当今中国居民消费的各种瓶颈;通过财政补贴和减税手段,稳定通胀的预期,减轻百姓通胀的痛苦(可以考虑恢复对长期储蓄的保值贴补);通过财政补贴和减税,减轻企业面对的成本上升的压力,支持和帮助企业积极进行产业调整和升级,依靠技术进步和自主创新来提升劳动生产率。

总之,只要我们的政策得当,随着经济结构失衡的逐步改善,中国经济完全能够平稳地化解通胀压力。

(作者系中国社会科学院金融研究所中国经济评价中心主任)

提高小资金打新中签率 有利于减小股市大起大落

◎石胜利

据报道,4月26日,中国证监会发行监管部相关负责人在武汉做“加强证券发行基础性制度建设,促进资本市场持续健康发展”专题演讲时透露,目前,证监会正在进行研究,多方论证稳妥方案,探讨在现行发行方式的基本框架下,通过对申购新股的机构账户设定数量限制或者将一部分发行股票向中小投资者账户另行配置方式,适度降低机构中签率,提高中小投资者的中签率。

一级市场与二级市场的巨大反差使得打新股“几乎稳赚不赔”。据统计,2006年新股上市首日平均涨幅为83%,2007年以来新股首日涨幅平均高达140%,拓邦电子、宏达经编、中核钛白等股票上市首日竟暴涨500%以上,而此后,这些股票无一不是跌幅惨重。

之所以导致这种情况,是因为新股申购是资金为王,散户由于资金少,中签率低,无力与机构竞争,导致绝大部分筹码落在机构手中。为了牟取暴利,机构主力在二级市场交易第一天往往会猛拉股价,将股价抬高到一个令人瞠目结舌的地步,吸引散户跟进后再乘机抛售筹码。这也正是许多新股在上市首日暴涨,此后便一路下行的根本原因。以中国石油为例,其发行引来了3.38万亿元人民币的申购,但参与申购的户数却不到408万户,散户投资者不得不过二级市场购买,因此被套在高位。

如果新股申购的筹码不是高度集中于机构手中,而是相当一部分掌控在散户投资者手中,机构就不敢在二级市场交易时狂拉新股,因为,这等于是在给散户投资者作嫁衣,不符合机构主力对自身利益最大化的追求。这显然有利于减小股市的大起大落。

从另外一个角度来看,提高小额资金新股申购中签率的积极效果同样值得期待。我们知道,现在,大量资金聚集在一级市场,随时准备出击。同时,每当有新股发行,二级市场的一部分资金就会撤出抢筹,等到新股申购完成,资金解冻,部分资金又重新回到二级市场,如此反复,引发二级市场股价的剧烈波动。除此之外,一些机构为了提高新股中签率,通过银行间市场进行资金拆借,带来资金拆借利率、资金流动短期内异动。倘若对新股发行制度进行改革,改变资金为王的现状,提高小额资金新股申购中签率,因新股申购所引发的二级市场剧烈波动和资金拆借利率的大幅飙升现象就可以得到大大缓解。

提高小额资金新股申购中签率,也有利于挤压股市的泡沫。由于新股发行机制不合理,导致新股发行的市盈率非常高,而发行市盈率越高,从源头上为二级市场输入的“泡沫”越多。典型的如2007年6月18日发行的中国远洋,其市盈率高达98.67倍。为什么会发生这种情况?由于网下配售是询价机构的特权,询价机构往往都有一个“窗口指导价”,加之其他因素的制约,使得询价环节基本流于形式,而不能反映股票的投资价值,也不能反映股票的投机价值。有机构投资经理坦承:“参与新股发行网下申购的利润是明显的,我们首要考虑的目标是获取新股筹码,而不是进行公司的价格发现。”

如果新股发行制度改变,赋予小额资金更多的机会,机构投资者为了获得配售份额而放弃相关责任的动力就会减弱,就有利于使新股发行趋向一个合理的区间,从源头上减小二级市场的估值泡沫。

诚如中国证监会发行监管部相关负责人所言:“解决问题根本之策,是采取措施,逐步缩小一、二级市场的价差。”对申购新股的机构账户设定数量限制或者将一部分发行股票向中小投资者账户另行配置方式,无疑是值得期待的好措施。同时,不妨恢复以前的“优先满足市值申购”原则,根据二级市场的市值配售,鼓励二级市场投资。同时,改变询价权完全掌控在机构手中的现状,提高中小投资者对新股询价和申购的比例。

总之,在投资者询价和申购中,应该采取向中小投资者倾斜的政策,以改变一级市场被机构主力牢牢掌控的现状,提高小资金新股申购中签率,减小股市的大起大落,这有利于资本市场的健康发展。

尽快打开财产性收入多元化的渠道

◎倪小林

最近《学习时报》登载署名文章提出一个观点——“让百姓财产性收入大众化”,其中观点很值得注意,就笔者的理解,要落实“创造条件让更多群众拥有财产性收入”的战略思路,百姓财产性收入必须实现多元结构,让百姓的财产性收入获得实实在在的制度性保障。

“财产性收入”是改革开放以来出现的新提法,是提高人民生活质量的切实可行之路。但是,就目前的居民财产收益格局来看,路径过于狭窄,受益品种过于单一,已经成为大众财产性收入的主要障碍。最近股市的连续波动引发市场对于财产性收入的议论,人们认为财产性收入很大程度上就是买卖股票的收益,股市下跌股票价值缩水,人们当然认为财产性收入缩水了。按照一般的划分,财产性收入主要包括银行存款、有价证券以及不动产,如房屋、车辆、土地、收藏品等等所获得的收入。在日常生活中,恐怕很多家庭数家底就知道,自己拥有的财产性收入主要还是持有价证券。毕竟能够把房产和车辆作租金收益的人并不普遍,而拥有股票和基金的家庭近一两年增长非常迅速,此外就是银行的储蓄存款了。

此番股市下跌经过政府“救援”,虽然市场信心得以恢复。但是,当时下跌最为剧烈的时候,引发社会如此激烈的议论,说明股市已经关系到民生问题,关系到相当大的人群的生活质量问题。从宏观层面来看这个问题,不难发现,目前百姓的收入要持续增长,依然有一个难破的困局。一方面人们手里的钱很难寻找到增值的出路,另一方面职工工资收入要大幅度增加,企业成本压力必然加大,同时也会加大通胀的压力。从微观层面来看,民间资金进入产业领域的渠道有限,哪怕是已经进入产业的民营企业依然因为国有或特大企业垄断市场,生存得很艰难。而且,目前在企业工作的职工除去工资基本谈不上其他收益,这些都直接反映出当前普通百姓收入结构以及财产性收入结构过于单一的现状。即便那些拥有股票的人,获得收益的渠道除了股票买卖收益之外,购买股票所得红利也极其有限。

在这样的收益构架下,要落实财产性收入的战略目标必然受到条件限制,不打开百姓财产性收入的多种渠道难见其成果。笔者认为《学习时报》文章作者的建设性思路值得借鉴,首先必须坚持从制度创新入手,譬如:“劳者有其股”,切实解决职工持股的制度性障碍;放松民间资金进入重要和热门产业领域的管制。另外,必须尊重民间的创新热情,鼓励民间探索多种资产进入产业的方式,譬如在农村推行农户与产业资金联合,让农户变股东等等,这些都不失为增加百姓财产性收入的重要渠道。而要解决财产性收入的制度性障碍,则更加需要对内资开放,让民间资本尽快进入那些稳定收益的投资项目,让民间资本与国有资本和外资获得相同投资机会;探索职工持股的方法,建立科学的企业分配机制,既有给予决策层的股权激励制度,也应当有职工的股份激励制度,让做蛋糕的人都能切实分享劳动成果。从长远发展来说,如果百姓财产性收入多元化了,不但能分担股市的风险,也会降低整个国家的经济风险和减少社会波动。

民航行李“一件令”的法律谬误

◎吕青

民航总局最近发通知要求,从2008年5月1日起,在国内航班上严格执行旅客随身携带物品件数的规定,持头等舱客票的旅客,每人可随身携带两件物品,经济舱旅客只能带一件物品。这并非一条新规定,但是,此前国内机场在执行该规定时都较为宽松,一般都“睁一只眼闭一只眼”放行,而民航总局的这次要求对旅客来说,“没有任何通融的条件”。

从各门户网站反馈的情况来看,民航行李“一件令”遭到一边倒的批评。有人提出质疑:“我出差一般只带挎包和笔记本电脑这两样东西,如果只能带一件上飞机,我能丢掉哪样东西?都是贵重物品,没有一件能让人放心托运。”在国际航空运输业的竞争日趋激烈的今天,行李“一件令”的规定并不明智。至少,此前国内机场对这一规定都“睁一只眼闭一只眼”放行,说明他们对这一规定的合理性与可行性并不认可。

在国内,对于贵重物品,乘客一般不愿意托运而更愿意随身带,这并非国内乘客有此嗜好,而是有不得已的苦衷。这与我国航空运输业行李托运中出现的种种问题,尤其是赔付过低的因素有关。

航空公司的赔偿标准依据的是中国民用航空总局1996年颁布的《中国民用航空旅客、行李国内运



漫画 刘道伟

输规则》,其中规定,如果乘客托运的行李丢失,航空公司只以行李的重量为依据,每公斤赔偿不超过50元。如果按经济舱每人免费托运20公斤计算,大多数人的行李赔偿不会超过1000元。

一个沿用了12年也没有改变的标准,屡屡让乘客感到难言的伤害。一件西服,不到一公斤,价值却可能上万元。一个笔记本电脑,不到三公斤,价值一般在5000元以上(乘坐民航的人群具有更高的消费能力)。倘若一件行李中,同时装有几种贵重物品,总价值突破万元是轻而易举的。如果以1996年的赔付标准计算,乘客仅能得到50元到1000元之间的赔偿。这种赔付标

准显然过低。

而这种过低的赔偿标准与国际公约是相冲突的。早在1980年,我国政府就代表国内各大承运人加入了《蒙特利尔公约》,承运人有义务在这一公约约束性条款的限制之内,给予旅客事故行李以适当的赔偿。根据公约的规定,行李运输事故的赔偿以每公斤17特别提款权(约合20美元)计算。而国际民用航空组织通过的1999年《蒙特利尔公约》第22条第2款进一步规定,行李事故损失的赔偿限额为1000特别提款权(约合1176美元)。作为这一公约的具体执行者,我国承运人面对旅客出行航班延误和行李事故时,无疑应该遵从《蒙特利尔公约》的相

关规定。但是,民航部门强调仅限于“国际航线上”。由此造成了国内、国际航班,国内旅客与国际旅客的不同待遇。如果是在国际航线,如果丢失行李的是国际旅客,则根据《蒙特利尔公约》所规定标准进行赔偿,而在国内航线,针对国内旅客,则按照民航部门1996年制定的标准进行赔付。这种双重标准的做法有违国际公约切实维护消费者权益的基本精神。并且导致了航空公司、乘客与权力机构的三重损失。

由于赔付标准过低,航空公司没有尽心尽责帮助顾客安全运送行李的压力,导致行李丢失、遗失现象严重。国家民航总局发布的2007年投诉分析显示,行李运输在对航空公司的投诉中占了27.45%,排在投诉类别的第二位;而在对机场的投诉中,行李收运服务占了14.81%,排在投诉类别的首位。航空公司在这种投诉中的信誉损伤自不必说,民航部门12年如一日守候着一个严重过时、严重低于国际标准的赔付标准而不加修正,给消费者留下了一个为维护行业利益故意不作为的恶劣印象,这实际上是对公信力信誉的伤害。

鉴于国内航空业管理上存在的一系列问题,有关部门应该加大承运人的赔偿压力,给消费者提供更多的便利,而不是相反。最起码,行李丢失与飞机晚点的赔偿标准应该尽快提高,并与国际接轨。

国市场上对管理层和创始人股抛售的限制就是眼前最明显的例子。由于美国是允许非募集性股份上市的,所以规范创始人的股票抛售计划就成了防止市场动荡的关键因素,相关规定要求其抛售的数量和时间必须严格履行事先公告义务,由市场来决定他的命运。

近半年来的下跌行情,使得我国几千万股的命运似乎掌握在大小非的手中,无论如何这是很不正常的,既不符合建设和谐社会的要求,也不符合国际惯例。我们可以引用这样的条款,让流通股股东挖一个90天的坑,让大小非抛在坑里。待他们走了以后,我们再继续上攻。我相信,这样做肯定是会得到两市广大股民的欢迎。

还在股改开始之前,我就建议应该一次性给予大小非全流通,然后观测30个交易日的平均市值,如果出现了贴权,就追加对价,这就是流通市值自动平衡原则”。这条原则没有被采纳,这样才有了今天的局面。其实,我们再往深处仔细想一下,不难发现:问题其实也不在大小非的抛售上。关键其实还在于中国的货币发行机制问题始终没有得到解决。

我在本栏曾论证过,其实现我国货币发行规模和数量,很大程度上是由外汇储备所决定的,我们并不像美国市场那样,以资本市场市值为中心虚拟

地发行信用货币。从这个角度看,我们现在的市场是一个很奇怪的市场:一面是采用一个发展中国家常见的固定汇率体制的货币发行机制,一面是采用一个发达国家才有的资本市场规范。这两者根本无法“无缝连接”。

如果我国自己的货币发行机制是独立的,而不是依赖于买入美元发行的话,那么我们今天其实根本就不担心大小非抛售的问题,因为在这样的市场上,没有流动性缺失问题,公司股价上涨是因为该公司创造了新的财富,资本市场能由此自动对其合理估值,并相应发行了虚拟的货币来表现这部分新增的财富。可是我们现在的状况不是这样的!小非新增的财富并没有相应的货币发行机制来表现,小非抛出的股票就只能通过吸收小股民的流动性来体现其财富。

由此可知,造成眼下两市大起大落的原因,不是供求关系的问题,也不是股市泡沫的问题,而是中国货币发行机制的问题,而这个问题我们今天仅从资本市场的层面上是解决不了的。我们只能在接受现有框架的情况下,采用一些规范来缓解中小股民的忧虑。

正是历次资本市场改革的不到位,渐进式的改革留下难题的累积,形成了目前的尴尬局面。这是我们不得不支付的代价。

■周洛华专栏

给大小非挖个坑



大小非解禁问题本身还有不少值得进一步改进的地方,首先就是信息披露制度的问题。建议大小非解禁之后,如果该股东打算出售股票,必须在公司最新季度报告中详细说明持股情况,明确表达将在公告之后的第10个交易日开始,在90天的范围内,择机抛售多少数量的股票。如果事先没有公告就抛出股票,则视作违规,应该对其处罚。如果在公告之后没有按照计划抛出足够数量的股票,仍然必须接受处罚。

针对最近股市的剧烈震荡,中国证监会发布了规范大小非减持的指导意见。在笔者看来,现在的大小非解禁问题本身还有不少值得进一步改进的地方。我们实在有必要对此重新审视。前些天,我听见股市里不少中小股民呼天喊地,怨我在此用一个不恰当比喻来说,似乎“大小非解禁”之后已经把把中小股民打得“大小便失禁”了。

我从来就反对从供求关系的角度来衡量股票价格,这是对金融学彻头彻尾的误解,就像是托洛茨基和季莫申科所理解的列宁路线一样。因此之故,我不认为大小非解禁这件事情本身将

导致股市下跌,我们只能从其他方面来找去年秋冬以来两市直线下跌的原因。说到大小非解禁问题本身有值得改进的地方,首先一点,我以为就是信息披露制度的问题。我建议,大小非解禁之后,如果该股东打算出售股票,就必须在公司最新的一个季度报告中予以披露,详细说明自己的持股情况,以及明确表达自己将在公告之后的第10个交易日开始,在90天的范围内,择机抛售多少数量的股票。如果事先没有公告就抛出股票,则视作违规,应该对其处罚。如果在公告之后没有按照计划抛出足够数量的股票,仍然必须