

Observer | 上证观察家

对沪深股市危局,当前最重要的其实并不在于救指数,而在于救生态。市场的发展、改革的力度与市场的承受程度为什么总是配套不起来?这在本质上是市场利益机制问题,是个政策定位的倾向性问题。对于这个生态有问题的市场来说,不仅要救市,更需要通过进一步的深入改革,对造成利益不公的倾向性问题拨乱反正,还市场以利益平衡的生态。

# 任何对市场生态的破坏终将受罚

◎黄湘源

沪深股市又在惊呼“狼来了”。

在中国,所谓的牛市和熊市,在笔者看来,其实应该说是羊市和狼市。如果没有羊群的从众效应,何来牛市?可是,一旦狼来了,羊群纷纷四散逃命,牛市完了,熊市也就来了。这不正是目前沪深两市的真实写照吗?

有人说,羊是破坏草原植被的罪魁祸首,而狼则是生物链最重要的维护者。这一说法,同那种用增加新股供应的方法作为吸收股市流动性手段的意图可谓不谋而合。笔者没有到过也没有研究过草原,没有资格就此说三道四。但是,草原有草原的生态,股市有股市的生态。任何一个对于中国股市的生物链感同身受者都心知肚明,中国股市的事情,显然已经不是“大鱼吃小鱼,小鱼吃虾米”可以说明。那个暗中主导中国股市运行的幽灵,莫非正是这种不可思议的“狼图腾”?

优化资源配置是资本市场的重要功能。功能之一,是直接融资,功能之二,就是给投资者

以良好回报。这是一种生态平衡,缺一不可。然而,由于IPO以及再融资在规模上一味地贪大求洋,满足于争世界第一,而一切“让利于民”,“让投资者分享国民经济增长成果”的庄严承诺转眼却成了谎言,这不仅令“亚洲最赚钱公司”变成了“中国最令人伤心的股票”,而且,也造成了越是曾经骄傲的大蓝筹越是跌得惨,越是打眼的新股“破发”越快的今古奇观。也就是说,资源配置遭遇了生态问题。

如果只讲融资再融资,只顾回馈和回报,中国股市怎么能还市场以生态平衡的本色呢?须知,狼的本性就是“你死我活”。自然界的“狼群猛于虎”,同股市所说的“圈钱猛于虎”,其实是一个道理。“圈钱猛于虎”在股改后之所重演,道理很简单,全流通并不是“穷人的经济学”。股改只是形式上解决了非流通股的流通权问题,并没有解决大股东和小股东的利益平衡机制。全流通时代的市场所面对的,不仅是“大非小非”巨大的套现压力,而且还有他们更为膨胀的流通要求。如果只有市场化的流通机制而没有市场化的利益分配机制,那是培育不

出上市公司感恩之心与回馈社会回报投资者的良心的,相反,只会鼓励贪得无厌。从这一点上说,原来的非流通股大股东与原来的流通股大股东即小股东之间,即使在成为同样的流通股以后,仍不存在任何真正意义上的利益一致性。

不过,存量大小非虽然成了当下沪深股市最大的“堰塞湖”,但显然并不是中国股市唯一的“堰塞湖”。那些新老划断后上市的从未支付也从未提过“对价”的新股,作为源源不断的新增量的大小非不仅数量更多,成本更低,而且持股时间更短,减持冲动更强,已经成为近期市场更为令人忧心的做空力量。笔者以为,这种失控的“堰塞湖”明显比大家正在高度关注的堰塞湖更危险,同时也从利益机制的源头上更深刻地解释了中国股市的系统性风险。而这种植根于利益机制源头的系统性风险,才是老的、新的大小非的“堰塞湖”市场所面对的,不仅是“大非小非”巨大的套现压力,而且还有他们更为膨胀的流通要求。如果只有市场化的流通机制而没有市场化的利益分配机制,那是培育不

出上市公司感恩之心与回馈社会回报投资者的良心的,相反,只会鼓励贪得无厌。从这一点上说,原来的非流通股大股东与原来的流通股大股东即小股东之间,即使在成为同样的流通股以后,仍不存在任何真正意义上的利益一致性。

下跌的责任归咎于羊,显然根本就颠倒是非。事实上,投资者的入市固然不无冲着赚钱效应而来的投机心理,但是,能说他们对于新发、增发的IPO,再融资乃至基金的参与不是投资?不是对于市场资源配置功能的支持?无论失去的3000点中有多少的市值泡沫,都不应该裹挟财富和粪土投资者。而中石油回归A股以及中国平安提出千亿再融资方案以来的情况一再表明,IPO的大扩容+大小非的大套现+再融资的狮子大开口,这“三大”所挤压的又何止是股市的泡沫,简直就是对投资者的大抽血。

任何对生态的破坏,都不可能不受惩罚。这是崇尚“狼图腾”的中国股市不能不反思的一个根本性问题。没有散户的参与,不要说那些庞大的融资计划都将化作泡影,就是所谓的“机构时代”不是连基础都没有了吗?无论如何,市场融资功能一旦丧失,绝不仅是某个企业的损失,也不光是局部市场的受罚,而是对整个国家整体经济的莫大损害。

笔者认为,中国股市的承受力所缺少的其实主要并不是资金,而是建立在可靠的投资回报

率基础上的信心。对危局中的沪深股市,当前最重要的其实并不在于救指数,而在于救生态。市场的发展、改革的力度同市场的承受程度为什么总是配套不起来?问题不在于“羊群”的弱不禁风,而在于“狼多势众”的有恃无恐。这在本质上是一个市场利益机制的问题,是个政策定位的倾向性问题,是个生态平衡的问题。对于我们这个生态有问题的市场来说,不仅要救市,更需要通过进一步的深入改革,对造成利益不公的倾向性问题拨乱反正,还市场以利益平衡的生态。否则,即使救市,也有可能不是救了羊,而是救了狼。如果把以行政手段提供特别上市通道的方式作为救市手段,则与市场生态平衡更是南辕北辙了。

在“狼来了”的心理阴影犹自挥之不去的情况下,市场如何突围,对于设立未逾三年、眼下刚刚组合起来的“基本面”虽然相当不错但对财务报表却很难反映出今后的持续经营能力的“特批”IPO,尤其是大型IPO,不能不是一个相当严峻的考验,对于市场生态和政策倾向更是一场历史性的重大考验。

# 不救市亦可有所作为

◎陈军华

6月17日,中国股市再次下跌,砸破2800点,再创14个月以来的新低。与此同时,沪指创下罕见的十连阴。市场人气跌至低谷。

股市持续下跌,让价值投资者的坚守者也失去了重心,他们开始怀疑自己所坚持的投资理念是否正确。这种信心的松动比股市的下跌本身更值得警惕,因为股市的涨跌是正常的,其不可预测性也是股市的魅力所在。但是,当投资者的信心崩溃,股市就可能因群体性盲目杀跌而走上不归路。

每当股市下跌,有关救市的声音就会响起,而有关部门现在对救市二字已经非常谨慎,因为救市已经被证明是有害于市场自身调节机制发挥作用的,而伴随救市衍生出来的内幕交易行为更为投资者所不齿。因此,对于救市,笔者亦持保留态度。问题在于,不救市并不代表不作为。面对投资者群体性信心的丧失,重

塑投资者的信心则是任何市场的监管者都必须面对的问题。

1987年,美国曾经发生过股灾,而这次股灾在极短的时间里就得到了化解。1987年10月19日,道琼斯30种工业股票价格指数急降508点,股票市值一天损失22.6%,幅度几乎是众人皆知的1929年股市崩盘单日下跌幅度的两倍。正在按计划飞抵拉斯维加斯参加美国银行家协会年会的格林斯潘闻听消息,立即取消演讲,搭乘美国军用飞机返回华盛顿商讨对策。第二天开盘前一个小时,美联储发表声明:认真履行自己的一切职责,提供流动资金以支持经济和金融体系。与此同时,当时的美国总统里根亦发表“经济基础依然良好”的声明,并迅速推出了包括大幅削减预算开支等一揽子计划,重新恢复了市场信心。在1997年亚洲金融危机爆发后,美国采用同样的方式,确保了资本市场的稳定——这种做法在世界昏然之时开辟了一个唯我独醒的天地,从而,吸引全球的投资

者涌入美国。市场稳定让美国捡了大便宜。

股市的稳定不仅会直接影响到公众的消费信心,也影响着公众对经济前景的预期。当公众认为股市的非理性下跌而对经济未来前景作出悲观判断的时候,会对实体经济产生非常大的不确定性影响,而所有股票泥沙俱下的暴跌,正是股市已经进入非理性下跌轨道的征兆。因此,美国政府迅速出手,在短时间里重塑市场信心,确保价值投资者的坚守继续迎来希望而不是换来一个梦魇。

中国股市正处于非理性下跌阶段。10连阴不仅在中国股市非常罕见,在世界资本市场中也不多见。因为,这是投资者信心近于崩溃的信号。中国股市需要重新回到正常的发展轨道中去,而能够做到这一点的只能是信心的重塑。

数据显示,中国股市经过持续大幅调整,已经非常“便宜”。统计显示,按照已公布的业绩计

算,沪深300指数市盈率上周五盘中最低为21.82倍,已经低于美国标准普尔500指数的21.84倍。这是自2006年3月以来,沪深300指数的市盈率首次低于美股,表明A股市场整体估值已经处于较低水平。这同时也意味着,拯救市场信心已经到了千钧一发之时。

中国股市如果持续暴跌,不仅会影响到公众的消费选择,影响阻碍中国经济的内需难以拉动的顽疾,还可能因投资价值的进一步显现,吸引更多的热钱疯狂涌入中国,而热钱的短期炒作行为本身就决定了,他们可能通过短期的拉升获取暴利,而后突然撤离,留下一片狼藉。对于无所不能、无孔不入的热钱而言,股市快捷的变现性能比房地产市场具有更强大的吸引力。当热钱在中国股市暴跌后成为抄底者,将意味着中国投资者割让的低廉筹码的转移,这必将导致整个社会财富的外流,而由此导致的财富流失将加大政府的社会保障压力。

越南股市就是前车之鉴。从

这个意义上来看,维护股市的稳定其实也是在维护国内广大投资者的利益,维护经济安全。

股市有内在的运行规律,应当受到尊重,但是,也应该认识到,股市的走势乃是投资者投资选择的结果,是投资者信心的映射,当投资者普遍偏离价值投资理念,陷入群体性迷失的时候,需要政府有关部门采取措施,恢复信心。至少,应该强化中国实体经济健康快速发展的一面,以抵消目前充斥于市场之中的悲观论调。

在信心涣散的情况下,没有谁确切知道10连阴是什么导致的,但都知道10连阴背后所蕴含的信心崩溃后的结局。市场监管是一门艺术,而艺术之美在于刚柔并济的天然融合。市场自身的规律需要尊重,但是,作为市场主体的投资者在迷失的时候也需要监管者的引导,而现在,中国股市需要的就是这种引导,需要的就是这种对信心的呼唤与呵护。

形成一种恶性循环。目前,我国成品油供应的增长速度,已经跟不上需求的增长速度。这本身就意味着,财政补贴油价的路子已经走不通了。

其二,财政补贴油价有悖于财政的公共支出原则。公共财政是满足社会公共需要的社会资源配置活动,所谓社会公共需要是维持一定社会存在和正常发展,必须以社会为单位组织实施的诸多事务的需要,它代表全社会共同利益和长远利益,是家庭部门和企业部门不愿办而又社会所必须办的事情。而石油补贴主要是通过全民收补贴给政府官员(公车)及高收入者(私家车)。截至2007年11月30日,全国公车数量522.1755万辆。截至2007年年末,我国私人汽车拥有量是2876.2万辆,占全部民用汽车拥有量的66%,财政补贴油价的结果是,鼓励更多的政府部门与个人去买车或提高车的使用频率。比如,2007年,公认最耗油、最污染的车SUV在美国销量下降了22%,而在中国的销量却上升了45%。除此之外,全世界各地的交通运输工具有到中国加油,都在分享中国财政对油价的补贴,从而,造成全民福利的损失。

其三,助长投机。由于我国通过财政补贴压低了油价,为国际热

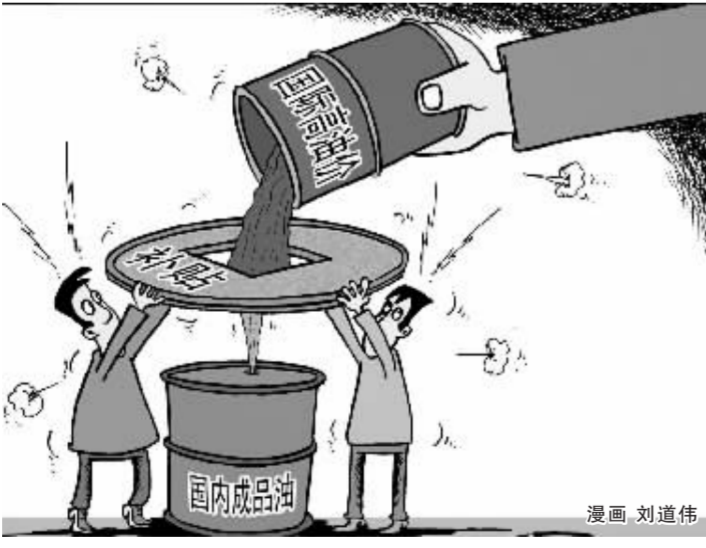
# 国际油价屡创新高考验“油补”

◎杨薇

据新华社报道,6月16日,由于纽约联储公布的纽约地区制造业指数继续下滑导致美元兑欧元汇率走软,纽约市场油价再度冲击140美元整数关口,7月份交货的原油期货价格在盘中交易中最高达到每桶139.89美元,刷新了139.12美元的历史最高记录。但在沙特增产等因影响下,油价在创出新高后一路下挫。

倘若其他国家不随沙特提高石油产量,国际油价站稳130美元并在此区间盘整的可能性很大,不排除再创新高的可能。美国高盛公司预测在今后两年内,国际油价将达到每桶200美元。这意味着,我国原油进口成本有可能继续上升。

海关总署6月11日公布的最新数据表明,今年1-5月,我国进口原油7597万吨,增长12.7%,均价689.9美元/吨,上涨64.1%;进口成品油1734万吨,增长17.3%,均价709.6美元/吨,上涨66.9%。目前,中国成品油价格与国际水平约有40%的差距,国家对于油价的隐性补贴在2007年已经超过2200亿元,占GDP的0.9%。而以目前的国际油价来估计,今年政府补贴有可能超过去年。通过一组数



据可以看到这一点:中石化去年第一季度炼油还有43.87亿元的利润,今年首季则大幅亏损254.67亿元。

由于担心加大通货膨胀压力,目前,发展中国家普遍采取财政补贴政策。据悉,刚退出OPEC的印度尼西亚政府去年对石油产品提供的补贴高达64亿美元,超出政府预算4倍以上。泰国政府的补贴金额也超过40亿美元。据测算,印度今年的石油补贴金额将超过290亿美元,占GDP的比重将达到2.2%。

油价补贴成为拖累发展中国家财政的一大重负,而这种补贴本身也面临着诸多质疑。

其一,不利于对节约能源的积极引导。价格是由供求关系决定的,同时,价格也对消费需求产生重要影响。当油价居高不下时,很多美国人改变了开车的习惯,而改乘公交车或电动车,但这种状况在中国并未出现。财政对油价的补贴减轻了消费者的负担,等于变相鼓励对石油的消费,不仅加剧了环境污染,需求的增大也迫使政府不得不拿出更多的财政进行补贴,从而

# 沙特增产:经济终于不敌政治

◎刘涛

国际油价站上史无前例的140美元关口。在其他石油输出国稳坐帅帐,按兵不动的时候,沙特再次出手,扮演了逆风而行的救世英雄角色。

1991年海湾战争期间,虽然伊拉克和科威特产量锐减,但由于沙特的高度觉悟,使得全球石油供应短期内就恢复了正常。2008年5月中旬,国际油价升至126美元每桶,美国总统布什远道造访,铁杆盟友沙特善解人意地上了一份慷慨大礼,表示6月将把本国原油日产量增加30万桶,达到日产945万桶的水平。由于油价屡创新高,6月中旬,沙特宣布从7月开始每日增产50万桶,从而刷新其历史最高水平:1000万桶。

关于增产,沙特官方给出的解释是,尽管高油价给本国带来了丰厚的回报,但它最终将抑制全球经济增长,并减少各国对石油的需求,因为高油价会促使世界寻找其他可替代燃料,而这必将危及沙特的长远利益。然而,与沙特的高瞻远瞩形成鲜明对比的是,石油输出国组织欧佩克认为,投机分子和美元贬值才是抬高油价的罪魁祸首,因此,完全没有增产的必要。

从逻辑上分析,沙特的说法似乎有几分道理。在能源史上,1973和1979是两个值得永远铭记的年份:中东产油国通过石油武器,沉重地打击了西方列强,并直接导致70年代滞胀和80年代高利率时代的到来。但这也为石油输出国埋下了极大的危机:由于发达国家确定思痛,在此后十年内通过技术变迁,极大地降低了对石油的高度依赖性,欧佩克的集体行动也失去了力量光芒。从80年代中期开始,甚至在两伊战争如火如荼的年代,国际原油价格都是一蹶不振。到1998年,国际原油价格跌至12美元每桶的谷底。长期以来,对于欧佩克所有成员而言,一直存在一个共识,即制定战略的最高境界就是让油价保持在一个足够高、但又不至于高到刺激石油消费国痛下决心彻底放弃这种黑色能源的水平。然而,2002年以来的这波油价浪潮,已使其他产油国在高油价的狂欢盛宴中丧失了警觉;而原油期货市场“买进并持有”的新投机模式也助长了价格上涨预期。因此,沙特此番举动,颇有些“众人皆醉唯我独醒”的味道,体现出欧佩克老大的智慧和远见。

不过,笔者想强调的是,如果纯粹从经济学角度考虑,或许沙特恰恰应选择减产,而这也是其他中东产油国目前实际奉行的策略。近年来,随着国际油价不断攀升,中东产油国在赚得钵满盆盈的同时,政府支出开始无节制泛滥,国内通货膨胀也逐步抬头,带来一系列严重的经济和社会问题,如金融过热和房价泡沫,以及社会财富转移效应。其中,卡塔尔和阿拉伯面临的通胀压力最大,2007年分别为13.8%和11.0%。沙特虽然情况稍好,但物价上升势头也很迅猛,2008年的乐观估计是6.2%。长期以来,这些国家普遍实行严格盯住美元的汇率政策,并且基于某种不足为外人道的理由,美国IMF并不鼓励其放弃盯住美元或采取更为弹性的汇率制度,由于缺乏货币政策独立性,它们无法通过利率等常规政策工具来抑制通胀;同时,在阿联酋、卡塔尔掀起的海湾城市建设热潮带动下,沙特也无意主动削减政府支出。在此情况下,减产几乎成了对付通胀唯一的、虽然貌似消极、但也是最现实的选择。其背后的逻辑是,只有减产,石油收入才不会直线上升,政府支出才不会继续扩大,通胀上升势头才有可能减缓。舍此没有他办法。而增产,则意味着沙特将自己往通胀的火坑又推进了大一步。

故此,笔者不得不指出,沙特的经济非理性行为其实反映了另外一种理性。在经济利益与政治交易的权衡中,沙特最终理性地选择了政治上的盟友。(作者单位:上海国际问题研究所)

# 抓住时机,实施人民币走出去战略

◎陆前进

笔者认为,对外汇储备增加和流动性过剩,我们不应该总是担忧和恐惧。实际上,人民币升值和国际收支的盈余也是我国经济发展中难得的机遇,我们应积极转变思路,鼓励人民币资金走出去,缓解目前的货币供应量增加和流动性过剩问题,实施人民币的国际化战略。

首先人民币升值,有利于促进人民币充当中国和其他国家国际贸易和投资的交易货币,发挥人民币的国际储备功能。目前我国周边地区人民币流通量较大,在人民币升值的条件下,人民币流通会进一步增加。我们可以和一些周边国家或其他一些发展中国家签订有关贸易和投资下的货币协议,推动人民币在贸易和投资方面的计价和交易功能,如从这些国家进口或对其投资,可以直接用人民币结算和支付。这一方面有利于促进中国贸易和投资的便利化,也有利于推动中国和周边国家或其他国家在更大范围内进行经济往来;另一方面在人民币升值的条件下,他们接受人民币是合算的,有利于资产的保值增值,这些国家可以储备人民币作为本国外汇资产,对这些国家来说,在美元贬值的条件下,储备货币又多了一种选择。

其次是外汇储备充足,在人民币还可以自由兑换的情况下,为人民币的国际媒介功能提供了足够的信用保证,也就是说,人民币虽然不是国际货币,但由于我国外汇储备较高,人民币存在升值趋势,实际上也为我国人民币提供了足够的国际信用,也就是说,虽然人民币是不可自由兑换的,我们有足够的外汇储备,能够保证人民币和其他国际货币的最终兑换。因此,我国可以通过与一些相关国家商讨和签订人民币在这些国家境内使用和储备、两国边境贸易使用人民币结算、中国对这些国家的投资可以直接用人民币等,承诺对这些国家可以按照银行间外汇市场汇率把人民币资产最终兑换成国际货币美元或欧元。实际上,在人民币升值的条件下,其他国家储备人民币是合算的,况且又可以自由兑换成美元或欧元。这样人民币流出,不会导致国内流动性的上升,又可以推动贸易和投资的发展。流动性过剩、国际储备充足和人民币升值是推动人民币国际化的契机,我们要善于利用目前的经济优势,实施人民币走出去战略。

最后要大力发展我国的国债市场,为将来的人民币资金回流做准备,发达的金融市场有利于人民币的国际化。从美元的国际化来看,通过美元输出促进了美国贸易和投资的发展和便利化,其他国家聚集了大量的美元资产,世界上形成的石油美元、欧洲美元和亚洲美元,这些美元资产等将来又会回流到美国,为美国的发展继续提供充足的资金,而这些资金的回流主要是投资在美国的金融市场上,更多的是投资在美国的国债市场上。在我们努力推动人民币走出国门的时候,我们要大力发展资本市场,尤其是国内的国债市场,笔者认为这可能会是将来人民币回流主要的投资市场。从长期来看,随着人民币走出去,其他国家货币资产会不断增加,除了满足日常经常项目和资本项目下的交易外,多余的人民币资产必须要寻求投资场所,我国的金融市场必须对这些协议国家的人民币资产开放,这样才有利于进一步推动人民币的国际化。

总之,笔者认为在当前的宏观经济形势下,是人民币走出去的机遇期。我们要利用和周边国家或一些发展中国家良好的国际关系和经贸往来,积极加强货币合作,促进人民币的双边合作或多边合作,稳步推进,逐步推动人民币的区域化或国际化。(作者系复旦大学国际金融系副教授)