

■大历史—新观察

本轮行情的经济意义与社会意义何在

◎邹民生

沪深股市自股改以来兴起的这波行情, 以前所未有的巨大振幅, 让许多现在还持有股票与基金的社会公众投资人, 在一片错愕之中蒙受了包括财产与价值观在内的重重挫折。如今, 这两个跌幅早已超过 50% 的市场, 不时还以近千只股票集体跌停的方式演绎着令人费解的走势。

这是人们希望看到的市场吗? 是能够给投资者带来合理预期的市场吗? 是对经济社会健康发展有利的市场吗? 怎么看待本轮行情的经济意义与社会意义? 尤其对经济社会有哪些复杂的影响? 今天, 如果我们不从更深层次加以分析, 那么, 整个市场乃至整个社会为此付出的巨大代价不仅要枉费了, 而且也对解决当前的市场问题, 乃至警示今后的发展都是没有帮助的。

一些令人深思的基本事实与数据显示了什么

与以往相比, 本轮行情因其资金规模巨大、涉及民众众多、影响领域深广, 而具有非同寻常的意义。而要探讨其深刻的经济含义与社会含义, 有必要先看看在此期间都发生了什么情况, 都有哪些基本事实与数据是不能忽视的。因为事实会说话, 数据能显示本轮行情走到今天, 到底发生了哪些必将在历史上留下印迹的事情。尤其在本轮行情中, 谁是受益者, 谁是受挫者, 需要用事实和数据加以厘清。

来看一组数据。据中登公司、沪深证券交易所以及相关政府机构与媒体网站公开信息, 以沪深综指为行情发展代表, 沪深股市自 2005 年 5 月启动股权分置改革后, 在同年 6 月 6 日下探至 998 点, 经过半年多的酝酿, 自 2006 年 1 月 4 日沪深综指 1163 点开始, 启动了本轮大起大落行情。到 2007 年 10 月 16 日沪深综指上摸至 6124 点之后, 又一路快速下探至 2008 年 6 月 20 日的 2695 点。

在这三年时间内, 沪深两市用了 22 个月的时间拉起一段大涨超过 400% 的行情, 又用了 8 个月的时间从最高处往下跌了 56%。在此期间, 有这样一些数据特别值得关注。

其一, 超级蓝筹股纷纷上市, 彻底改变了这些公司的资本结构与经营条件。以 2007 年为例, 该年新上市股票 124 只, 合计募资 4469 亿元, 是 2006 年新首发募资量的 2.7 倍。其中, 募集资金超过 100 亿元的公司有 12 只, 如中国太保、中海集运、中国中铁、中国石油、中国神华、建设银行、交通银行、中国远洋、中国平安等。而在上一年, 工商银行、中国银行、大秦铁路、中国国航、中国人寿等大盘市值公司也成功登陆 A 股市场。

其二, 以基金为代表的机构投资者队伍迅速扩大, 市场出现了由主力机构主导的运行趋势。以 2007 年为例, 当年首次发行的开放式基金 56 次, 募资 5961 亿元。年末, 包括证券投资基金、全国社保基金、QFII、保险公司、企业年金、证券公司、一般机构在内的机构投资者持有已上市 A 股流通市值占比为 48.71%, 比上年提高 6.19 个百分点。而个人投资者占比则从上年的 57.48% 下降到 51.29%。

其三, 沪深两市总市值在首次超过 GDP 之后又快速蒸发, 股票交易印花税与券商佣金远远超过对投资者的红利回报。2007 年 8 月 9 日, 两市总市值达 21.1466 万亿元, 首次超过上年 GDP 总额。到 10 月 16 日, 两市股票总市值为 28.82 万亿元。不幸的是, 剔除此后新上市股票市值, 到今年 6 月 20 日收盘, 两市总市值仅为 14.46 万亿元, 几乎蒸发了 50%。而在 2007 年, 投资者上交的证券印花税为 2005 亿元, 券商佣金 1500 多亿元, 两者合计超过 3500 亿元, 远高于 A 股 1331 亿元的现金红利回报。

其四, 投资者人数达到空前规模, 社会资金和财产结构发生重大变化。2007 年 9 月 18 日, 两市 A 股账户数超过一亿户。截至 2007 年底, 扣除 2006.68 万休眠账户, 总有效账户为 9280.59 万户。而全年新开 A 股账户 3759.48 万户, 较上年上升 1119.23%。另外, 截至 2007 年底, 基金账户 2599.75 万户, 比上年增长 599%。全年新开基金账户 2227.97 万户, 较上年增加 2002.01 万户。

其五, 社会公众投资者持仓账户基本稳定, 在股市持续下跌超过 50% 的过程中, 投资者持仓账户数甚至还有上升。中登公司的统计显示, 2007 年 6 月, 两市期末 A 股持仓户为 3432 万户, 8 月为 3644 万户, 10 月为 4056 万户, 12 月为 4302 万户; 2008 年 1 月为 4448 万户, 3 月为 4625 万户, 5 月为 4763 万户。这一组连续数据表明, 尽管沪深股市已连续 8 个月持续下跌, 但投资者持仓账户依旧在小幅稳定增长。

其六, 沪深股市在过去一年不仅没能增加社会公众投资人的财产性收入, 反而蒸发了投资人的巨额资产, 令大多数持仓者出现亏损。据央视对 76 万投资者进行的调查, 从 2007 年 1 月 1 日至 2008 年 6 月 17 日, 参与调查的投资者中有 92.51% 亏损, 盈利者仅 4.34%。调查显示, 亏损者中有 59.98% 的人目前的亏损占其金融财产 50% 以上。这项调查虽然不是出于中登公司的精确统计, 但因其样本巨大, 有参考意义。而如此大范围亏损, 在历史上也极为罕见。

其七, 储蓄资金再次逆转, 社会金融资产配置走向倒退。据 2006 年初至今的央行各季度货币政策报告, 自 2006 年二季度起, 居民存款出现了活期增多、定期同比少增的结构性变化。2006 年 6 月末, 人民币储蓄存款余额 15.5 万亿元。其中, 活期存款同比多增 1502 亿元, 定期存款则出现拐点, 同比少增 333 亿元。直到 2007 年末, 人民币储蓄存款余额 17.6 万亿元。其中定期存款仍同比少增 8974 亿元。但是, 到 2008 年 3 月末, 人民币储蓄存款余额为 19.1 万亿元。其中定期存款再次出现拐点, 同比多增 6446 亿元。

以上这一系列的事实与数据, 已经从不同角度、不同侧面把一些不该被忽视的历史真相显示了出来。但是这些事实与数据毕竟分散在各地, 是孤立的, 还需要从它们的相互联系上发掘其深层含义。

如何看待本轮行情的经济意义

从经济角度看, 本轮行情既有它积极的一面, 也有它消极的一面。它改变了社会资产与资金的分布格局, 使一大批超级蓝筹股顺利登场, 并为机构投资者创造了难得的发展机遇, 为国民经济与社会发展注入了活力; 同时, 由于存在诸多缺陷与弊端, 它又以十分凶悍的手法移走了大部分社会公众投资人的资产, 成就了极少数人和利益集团的暴富意图, 使刚刚朝着合理方向流动的社会金融资源走向倒退, 并为本来就遭遇复杂环境的国民经济增添了新的不可知因素。

先看其积极的一面。

其一, 充沛的居民储蓄资金进入投资市场, 推动了社会经济格局朝着市场化配置资源的方向发展。沪深股市在短短三年时间内, 融资近万亿元, 并有十多家融上百亿元的超级蓝筹股顺利登场, 这在以前是无法想象的。

在宏观上, 它改变了整个社会的资产与资金结构, 既部分地化解了我国经济面临的高储蓄率问题, 又为生产要素特别是资金要素的合理配置创造了条件。同时, 也为国家财政带来了巨额的印花税收收入; 在微观上, 它化解了企业的燃眉之急, 为上市企业找到了低廉充足的社会资金。比如, 一下子解决了上市银行的资本充足率问题, 满足了巴塞尔协议的要求。同时也为上市企业深化股份制改造、增强企业竞争力创造了条件。

其二, 资本市场的原有格局与投资者结构发生了重大变化。以公募基金为代表的机构投资者队伍不断壮大, 不仅改变了整个

市场的投资格局, 而且也使机构投资者成为市场的主导, 并对整个金融市场的运行方式产生了全面影响。

相比起股改前的股票市场, 这两年迅速壮大的沪深股市与机构投资者队伍, 一方面, 对整个金融业形成了全面整合与再造的冲击, 使股票、债券、期货、货币等金融市场的各个部分的关联度越来越高, 联动性越来越强, 并对实体经济也造成了强大影响; 另一方面, 机构投资者的投资理念与投资行为, 不仅影响了整个金融市场的运行效率, 也对整个社会的经济生活产生了复杂的诱导作用, 使中国经济的资本化程度明显提高。

再看其消极的一面。

其一, 市场并没有完全改变“圈钱”与过度投机的特征, 实现从融资市场向投资市场的回归。社会公众投资人的资金价值没有得到应有尊重, 沦为上市企业、主力机构, 以及其他利益主体博弈的牺牲品。

如何看待本轮行情的社会意义

中国股市并非今天才有。早在 1872 年中国本土就发行了第一只本土公司上海轮船招商局股票。1882 年上海就初步形成了华洋杂处的证券市场; 中国股市出现波动也非异常。1921 年中国证券市场曾发生过第一次暴跌, 抗战期间出现过第二次风潮, 1946 年出现过第三次暴跌。这在当时, 都有较大的社会反响。而本轮行情暴露出来的三大问题, 对当代中国来说, 则有特别意义。

第一, 价值观念与社会责任意识的淡薄, 也许是本轮行情折射出来的最明显、最值得关注的问题。它不仅体现在上市企业、机构投资者, 社会公众投资人, 以及其它市场直接利益相关方入市理念和行为上, 也与市场的组织和整个外部环境有直接关系。

首先, 出于短线牟利和投机需要, 市场普遍缺乏对价值的尊重, 价值投资和社会责任并未成为市场各利益相关方的自觉选择。比如, 上市企业很少考虑其融资行为对社会公众股东是否公平、合理, 很少关心并维护本公司的股价, 对社会公众股东缺乏应有的社会责任。而机构投资者则一边打着价值投资的旗号, 一边做短线投机, 成为趋势投机而不是价值投资的主力, 没有表现出独立的价值判断, 更缺少对价值投资的长期坚持。反倒是 4000 多万社会公众投资人, 至今还在那里被迫持仓、苦苦坚守。

其次, 对基本价值和社会责任的淡漠, 还表现在精神层面, 表现在整个市场的外在氛围和舆论信息上。这种舆论氛围和社会认知不仅是市场巨幅波动的心理土壤, 也对整个社会的价值认同和道德信念产生了潜在的腐蚀作用。比如, 市场上有一种说法, 既不做多头, 也不做空头, 只做“猪头”, 也就是投机分子。这在某些个人, 或许无可厚非。但是如果机构投资者, 以及 4000 多万社会公众持仓者都是如此, 那将会是一幅怎样的图景? 而所谓波段操作的投机信息在媒体上到处泛滥, 更增强了整个社会的投机气氛。

第二, 经济民主与法制基础不健全, 不仅有违公平、公开、公正“三公”原则, 也是造成一系列市场弊端与问题的根源, 是让金融冒险家和投机家浑水摸鱼, 引发市场巨幅振荡的重要条件。

与以往的历史相比, 包括与改革开放以来重新设立的沪深股市历次的大起大落相比, 本轮行情波及民众之多、资金规模之大、上下振幅之宽, 是十分少见的。对于它的社会影响, 不能不加以观察。尤其在中国社会现已进入新的历史转折阶段, 国民财富结构与现代公民社会的匹配关系正在发生微妙变化的时候, 更需要关注市场异常波动的社会影响。

概而言之, 本轮行情在深刻反映中国社会的复杂财富变异关系时, 至少折射出三大社会问题, 一是价值观念和社会责任意识还很淡薄, 二是经济民主与法制基础还不健全, 三是公民社会的权益意识和权益主张还很薄弱。

首先, 现行的所谓一、二级市场的制度框架, 造成不同入市者在利益格局上存在明显差异, 话语权也有所不同, 与公平交易的市场原则明显背离, 也谈不上完全公平的经济民主。沪深股市自开设之初就把解决企业融资困难放在第一位, 至今没有实质性改变。股市成了企业融资的场所, 而非社会公众投资人参与公平交易的投资平台。整个市场的设立依据与制度基础就有探讨之处。

其次, 不同利益主体在入市时, 由于缺乏相应的制度约束, 没有形成有效的制衡机制, 市场明显呈现出相互博傻、以强凌弱的“不公平、不公正”状态。比如, 上市企业原有大股东与社会公众股东之间, 无论是在成本上还是在利益诉求上都有很大差别, 很少考虑对社会公众股东权益的维护。而机构投资者也非常遗憾地没有成为制衡上市企业的一方, 反而把它当作筹码, 用短线炒作的手法, 把弱势的社会公众投资人视为侵蚀的对象。市场的不公正性集中体现在不同参与主体的不同处境上。

第三, 公民社会的权益意识和权益主张薄弱, 则是一个既被忽视, 又很隐蔽, 但对经济民主来说却是十分重要的问题。这个问题的产生, 既与市场的主体性缺失有关, 也与整个社会长期以来在浓郁的投机气氛浸润下社会公众投资人丧失了自己的主体意识和行动有关。

2006 年 1 月, 中国取消了延续 2600 多年的农业税。它意味着中国政府的财政收入全部来自非农业部门, 标志着中国经济的主

一方面, 从投资与红利回报看, 无论是在一级市场还是二级市场, 上市企业几乎很少考虑社会公众投资人的利益, 以及根据经济增长的真实情况对社会公众投资人以持续稳定合理的红利回报。只知享用廉价的社会资金, 缺乏对股价的责任, 对社会的责任; 另一方面, 在由机构主导的市场博弈过程中, 投机炒作盛行、价值评估混乱、操作误导频繁, 市场大起大落, 使不具备资金与筹码优势的社会公众投资人, 落入了任人处置、严重亏损的尴尬境地。

其二, 市场的主体性没有得到确认, 政策措施的法源依据没有得到彰显。在制度与环境保障缺失的情况下, 主力机构的过度投机行为不仅造成了市场的巨幅波动, 直接损害了社会公众投资人的利益, 而且也对国民经济造成了干扰。

首先, 市场至今没有确认社会公众投资人的主体地位, 没有把证券市场的公共性放在第一位, 没有摆正其作为社会公众投

资人获得财产性收入的平台这样一种法理位置。在处理上市企业、机构、公众投资人等多边关系时, 甚至连基本公平也难保障。比如, 大小非问题完全是由历史不公平造成的, 有足够的法理依据加以治理。

其次, 少数主力机构和利益集团为了牟取暴利, 把社会公众投资人作为博弈对象, 违背长期价值投资的创设宗旨, 利用市场缺陷, 进行短线炒作, 不仅扰乱了市场应有的价值体系, 而且还把成千上万个至今还持有基金与股票的投资者逼上了困境, 造成大面积亏损, 为金融动荡埋下了普遍的社会隐患。

此外, 一些大资金把股市当作纯粹的资金投机场所, 利用技术手段, 在市场上制造波动, 博取投机收益, 不仅扭曲了市场应有的价值发现与资源配置功能, 影响了金融市场的整体运行效率, 而且在造成社会公众投资人普遍亏损的同时, 也造成了社会预期变坏、消费倾向萎靡、资金结构逆转, 对国民经济产生了直接的损害作用。

从利益相关者的角度讲, 本轮行情虽然使少数利益主体获得了短期收益, 甚至暴利, 但就经济社会整体而言, 它所造成的数千方投资人的普遍亏损以及金融市场的整体效率的降低和金融稳定的一系列隐患, 是需要引起高度警惕的。

要的股东权利, 能够有效主张自己的权益。在扭曲的市场制度框架下, 市场经济的经济民主性被无形消解了。

如今, 当成千上万个社会公众投资人面对这大起大落的市场时, 除了一脸的愁容之外, 也许还没有意识到, 这波行情对经济社会的复杂影响, 尤其对刚刚露出苗头的经济民主的影响, 对公民社会的影响。

而据中登公司数据, 在截至今年 5 月的 4763 万个 A 股持仓账户中, 除了机构外, 有 31% 是 30—40 岁的自然人, 25% 是 40—50 岁的自然人, 16% 是 50—60 岁的自然人。以三口之家的标准计算, 这 4700 多万个持仓账户, 影响人口接近 1.4 亿人, 占总人口数超过 10%。也就是说, 在本轮行情中, 到今天还在持有股票与基金的这一批社会中坚力量和受影响人口, 遭遇的不仅仅是财产上的挫折, 更有心理与精神上的挫折。

改革开放 30 年来, 当这个社会已经由物质文明、精神文明这两个“建设”发展到现阶段提倡的经济建设、政治建设、文化建设、文化建设“四个建设”时, 经济民主的萌芽茁壮珍贵。它既是市场经济的必然要求, 是现代公民社会的基本条件, 也是现代社会主义政治建设的微观土壤。

由此观察, 本轮行情对当代中国社会的影响, 也许要远远超过目前的估计。因此, 对其后续发展, 社会各方决不能掉以轻心。

附记:

去年 5·30 之后, 笔者撰写了《中国股市三种趋势及其综合效应预估》一文, 探讨了中国股市三种发展趋势及其后果的问题。又另纸行文, 对“4000 万股民对当代中国社会的意义”进行了分析。遗憾的是, 市场选择了最让人不愿看到的方式, 一路振荡走来。

今年这几个月, 笔者又以“中国股市十问”栏目, 署名“亚夫”, 对这一波大起大落行情背后的矛盾与问题, 逐一进行了评析。在此期间, 市场仍然以其巨大的惯性在宽幅振荡中一路下挫, 不见企稳。

本轮行情不仅套牢了成千上万个社会公众投资人, 其经济代价和社会代价一时还难以估量, 而行情中所反映的问题则更需要反省。由此想到距今 1655 年前, 东晋名士王羲之在《兰亭集序》中说, “每览昔人兴感之由, 不能不为之叹。”而“后之视今, 亦犹今之视昔。”

■今日看板

全球美元存量与流量到底有多少又在哪儿

◎陆军荣

全球一共存在多少美元? 其分布在哪儿? 又是如何分布的? 对于这些问题的了解可以帮助我们更全面的认清美元。

美国境内美元存量的统计口径包括了 M0 (流通中的美元现钞)、M1、M2、M3 (广义货币)。截至 2007 年底, 美联储发行的流通中的美元现钞有 7743 亿美元, 加上活期储蓄以及旅行支票等的 M1 为 1.4 万亿美元; 同期公布的 M2 数据为 7.5 万亿美元, 最广义货币统计口径 M3 美国于 2005 年停止公布 (2005 年最后公布数据为 10 万亿美元), 估计在 2007 年底口径可以达到 12 万亿美元。另外在欧洲货币市场上派生出的欧洲美元存款, 按照前述方法预估, 其规模超过 4 万亿美元。因此, 全球市场上的广义美元货币总量约在 16 万亿美元以上。

根据美联储及相关学者的统计, 由于个人旅游出访小额携带、官方海关运输出境、地下走私出境等因素, 有 60% 的美元现钞 (约 4500 亿美元) 在美国境外流通, 这部分流出的美元所带来的货币替代, 潜在流动风险等问题也经常被人关注。除此之外, 美国境内发行的美元存款货币均存在于美国境内银行的资产负债表, 至 2007 年底, 美国对外负债中的“货币当局、银行及相关金融机构”栏目下的“货币与存款”金额 1.8 万亿美元, 该部分可以近似认为是外国政府与居民持有的美国境内美元外汇存款 (不包括欧洲美元)。因此, 在 12 万亿美元境内发行的美元中, 约有 2.25 万亿美元为境外居民所持有。

美国境内美元存量表现出的显著特点是: 高货币乘数和高流通速度。从货币乘数而言, 美国国内 M3/M1、M2/M1 的比例在全球几乎是最高, 尤其是在 1990 年代以来该比例呈快速上涨之势; 同时, 美国的货币流通速度也超出一般国家水平, 广义美元货币存量与美国 GDP 的比率在全球属于较低的国家之列。因此, 若以正常的货币流通速度判断, 对于美国的实体经济而言, 美元并未有过量发行之嫌。

对于美国及世界经济产生重要影响的可能并不在于美元的存量规模, 而是在于美元的巨额流量不断改变着美元货币的内外持有人结构, 进而影响了美国国内货币功能的正常发挥。

从 1960 年至 2007 年第三季度的 48 年内, 美国国际贸易赤字而向外国居民净支付了 6.5 万亿美元 (48 年间美国进出口贸易总额为 62 万亿美元)。同期, 美国因对外直接投资、证券投资、银行放款、持有外国资产等投资活动, 向外国支付了 9.1 万亿美元。因此, 在此期间美国总共对外支付了 15.6 万亿美元。

外国政府和居民在取得了上述美元后, 通过对美国的国债投资、证券投资、存入美国银行等投资或储备活动, 将 15.2 万亿美元变成了美国国内的各种美元资产。但在 15.2 万亿美元美元资产中, 除了 2.5 万亿的直接投资外, 其余 85% 均以有价证券或银行存款的形式存在。而两者收支的差额约 4000 多亿美元主要是在境外流通的美元现钞。

为此, 笔者认为, 第一, 从美元的存量结构看, 在美国境内, M3/GDP、M2/GDP 的比重都属于低的国家, 因此表面上美元并未过量发行; 对于在美国境外流通的美元, 除了欧洲美元对国际资本流动性影响仍需要进一步论证外, 境外流通的 4500 亿美元现钞, 由于持有人结构较分散, 个人持有金额不高, 并以纸币的形式流通, 对金融市场及世界经济的影响较有限。

第二, 按照国际收支平衡账户的原理, 美国的美元流入与流出总是平衡 (除了美元现钞流出国), 但是随着累积规模的超速扩大, 维持这种平衡的风险越来越大, 存在很多人称之为“恐怖的平衡”。美国国内及国际的诸多因素, 都会影响平衡的格局, 进而直接影响国内外经济的稳定与发展。

第三, 美元的国际流量改变着美国国内的资产与债务持有人结构。美国以美元结算手段支付其贸易赤字, 使得越来越多的境外居民持有美国境内的美元存款或者是购买相应的美元资产。美国资产结构中, 境外居民的持有比例不断升高, 而与此相反的是, 美国国内居民因消费过度, 债台不断高筑。

因此, 正是巨额的流量恐怖平衡及其导致的存量持有人结构变化, 逐渐累积起了美元的货币风险, 而这一风险的产生与美元作为世界货币的硬通货地位是分不开的。

(作者系经济学博士、上海社会科学院博士后)