

Observer | 上证观察家

市场永远猜不透 平准基金非良策

——与江连海先生商榷

○长行

读了江连海先生7月10日在《上海证券报》上的“中国特色资本市场呼唤股市‘平准基金’”一文,笔者深深体会江先生企求中国股市稳定健康发展的良苦用心,理解江先生的呼唤,但就市场长远发展来说,恰恰是在“必要性和意义”上,在沪深市场建立平准基金并不合适,不是一个好办法。

看似与宏观调控理论如出一辙的市场调控基金,实际上性质完全不同。政府通过宏观调控来延长景气的缓升期,减少经济震荡,这仅是现代经济学的理论分支之一,即凯恩斯理论,用政府有形之手来弥补“看不见的手”的缺陷,暂且不论它的实践效果如何,它仅是经济方法之一。凯恩斯主义并不否认市场经济,而恰恰是在充分发挥了市场的作用之后的一种补充。

宏观调控运用得好,确实可以达到熨平经济周期的目标,但并非屡试不爽。因为调控目标之间常常出现矛盾。很难想象,像平准基金之类的工具直接入市与宏观调控具有

性质上的可比性。平准基金一旦进入市场,就标志着政府成了市场内部的一个主体,违背了市场经济的基本要求。政府可以帮助投资者恢复信心,可以有“炉边谈话”,但不能下场角逐。

设立平准基金的想法,反映了深厚的计划经济思想。江文说,“我国实行的是中国特色的社会主义市场经济,应该也更有条件在发挥市场机制基础性作用的同时,对资本市场进行一定程度的干预,实施比资本主义国家更有效的举措”,我通俗的理解就是,我们比资本主义国家有优势,能够把市场调控得很好,这个“高效的计划指导,严格的监管和强有力的宏观调控措施”优势,说白了就是计划经济手段。在这种指导思想下设计出的平准基金,对以市场化为基础的资本市场将造成怎样的损害呢?

按照江文的论述,假如建立了平准基金,就相当于利器在手,操作起来将得心应手,其实不然。什么是非正常时期?股指多少点是相对合理的或相对正常的?价值中枢在哪里?这些都是难以估量的,如果能够估量,政

府通过媒体直接告诉投资者就可以了,市场自然会作出理性的调整。

关于市场的价值中枢,市场上连年讨论,围绕市盈率科学与否的讨论始终是见仁见智,众说不一,成熟市场与新兴市场的市盈率很难比较,股权分置与全流通状态下不宜比较,准全流通更不确定,那么,合适的市盈率如何得来的呢?今日的3000点可能是昨天的天文数字,5000点也许是明天的底部,这让平准基金如何操作?

股市的最大魅力就是有涨有落,不确定性是市场的永恒特征。萨缪尔森说“是否存在一个占卜的水晶球,可以用来预测股票价格的变动呢?这就是现代金融理论所要研究的课题”。但遗憾的是,目前的理论成果只能告诉人们“你不可能猜透市场”。

沪深股市建立18年来,经历了多次起伏波动,每次都是惊心动魄,如果平准基金都要干预,至少操作十次以上,相当于平准基金常年市场上“拼搏”,如果它都做到了低吸高抛,不想盈利的话,它如果经常性地在,且能够适当地控制股票指数,它

就变成了一个天然的、合法的、无所不能的庄家,这还是市场吗?

江文引述了日本以及香港和台湾地区等政府干预市场的案例,认为“政府基金是一柄‘双刃剑’,设计得好,操作得好,顺应市场机制而又纠正市场机制的不足,那就起到相当好的作用,维护市场稳定。反之则适得其反。”

既然承认日本与台湾等地区的平准基金没有试好,那么我们为什么还要试呢?答案想必是我们能设计得好,操作得好。这未免过于自信了。

亚洲金融危机时,香港政府出手救市实属万不得已,且有操作的依据,那就是,守住股指,打击在金融期货市场的投机,稳定香港的金融体系和联系汇率制度。我们守什么?大小非都能守得住吗?是否已经到了非守不可而主动出击之时?要知道香港金融保卫战是极其罕见的情况,非常规手段可以效仿。

任何一个国家和地区的证券市场都有自身的特点,在发生过程中难免遇到各种难题以及突发事件。处理这些问题,各国依据自身的传统、文

化和市场的成熟程度、可接受程度、危机的严重性采取不同的手段,但这些都是特例,不是普遍原理。

江文分析台湾“国安基金”为何不灵时,也承认基金“逢低便入场托市,造成投资者风险意识的减弱和依赖心理,陷入恶性循环;‘国安基金’目标已完全扭曲,在政治上沦为护盘工具”,那么,笔者想问,难道A股市场的投资者就没有依赖感吗?我们所开展的投资者教育,其目的之一不就是要减少这种依赖感吗?A股市场和投资者本来就不成熟,再加上一个平准基金,投资者尤其是中小投资者更有依靠,市场上任何时候都有赔有赚,莫非赔了就去找平准基金?

近期的市场波动,有国际市场的正常回落,波动的幅度剧烈了一些,但宏观经济运行以及资本市场稳定发展的基本面并没变,不存在有设立平准基金所面临的“非常时期”。因此,笔者认为,我们不能总想着调控市场,而是要尊重市场、培育市场,努力提高市场化程度,让市场发挥自身的功能。

楼市趋势已变 暴利思维焉能不改

○贾国

房地产领域的暴利时代正由于房价整体性下跌趋势的日渐明显而渐渐终结,清醒地认识现状,理性地面对未来而不是一味顽固地坚守暴利,才是最明智的选择。

笔者对房价将整体下跌的判断,源于一个基本的依据:无论是房价还是地价,都充满着暴利;无论是开发商、炒房者、地方政府,都成为暴利的最大受益者。而暴利必然由消费者买单。在卖方占据主导的市场,公众疯狂的追逐行为为暴利的追求者提供了最安全的保障,以至于市场中相关的利益主体都被暴利冲昏了头脑。

但是,暴利也导致了整个房地产领域的泡沫化,这个泡沫化既包含房价部分,也包含地价部分,是相辅相成的关系。当暴利主导下的房地产市场日益走向畸形,必然背离公众的实际购买力,累积起巨大的泡沫,也累积起巨大的难以抗拒的调控力量。同时,房地产市场各个利益主体对暴利的追逐,不断使潜在的消费需求因绝望而变成“放弃需求”,从而,使潜在消费群体逐渐枯萎——这正是笔者在去年年底判断



房价将步入调整的最重要依据之一。而潜在的消费需求向实际消费的转化,正是决定房地产健康发展的主导型力量之一。因为,从潜在的消费需求向实际消费的转化过程,也是房价等待消费者收入跟进,从而,使得房地产市场在稳定需求群体支撑下,平缓而稳定向前发展的重要基础。但暴利蚕食了这一基础。当暴利成为市场各个主体普遍

的追求时,加快了泡沫的累积过程,也加剧了风险。现在,房地产市场出现了普遍成交量的萎缩。这种萎缩体现在两个方面:一是房屋成交量的萎缩,二是土地流拍现象频繁出现。成交量萎缩的真正原因不在于,无论是开发商还是地方政府,仍然死抱着暴利思维不动摇。实际上,在全国房屋成交量极度萎缩的情况下,广州新开盘的远远低于商品房

价格的限价房,依然在短时间内销售一空。这说明了什么?说明了真实的需求是存在的,而暴利因素的存在使房价远远脱离了民众的实际购买力,在这种情况下,开发商的最佳选择是结束自己的暴利思维,将商品房降价销售。如果开发商把现有的商品房以限价房的价格销售,成交量会萎缩到如此地步吗?开发商宁肯死扛,宁肯冒着资金链断裂的风险房价也不降低,坚决维护暴利不动摇,使得这种通过顺应市场,通过调整价格就可以解决的问题,变成了一种赤裸裸的对抗,开发商希望通过这种对抗来维护暴利。但现实注定这种对抗的结果只能以开发商的失败而告终。

地方政府也一样。对地方政府而言,土地就是聚宝盆,把原本价值1千万的土地以1亿元的价格卖出,财政收入就整整提高了9倍,这对GDP的推动,对个人政绩的提升作用都是便捷而有效的。当土地出让金在地方财政收入中的占比高达60%,地方政府抬高地价的冲动岂得何等强烈是不难想象的。尽管成本不是决定房价的决定性因素,因为按照开发商的说法,房价是由市场而不是根据成本来定的,但是,高

昂的土地成本尤其是当面粉贵过面包的现象发生时,恐怕没有哪个开发商愿意考虑降价问题——对于长期在暴利中浸淫的开发商而言,高昂的地价是推高房价的又一借口。这正是导致今天的房地产市场高度畸形的根本原因。

应该认识到,包括深圳、广州在内的珠三角地区房价的下跌看成是全国房价整体性下跌的一次预演,在房价整体性下跌已成定局的情况下,无论是开发商还是地方政府,都不应该过于依赖政府救市,因为这种情况下的救市其实质就是维护市场中相关利益主体的暴利。市场中的相关利益主体应该主动降低对利润的期望值,对暴利的追逐变成对合理利润的追逐,通过降低利润标准,加快资金的流转,避免资金链的断裂。房地产发展历史告诉我们,在最艰难的时候,那些存活下来的开发商才会成为最大受益者。当房地产市场中的各个利益主体,对暴利的追逐走出,像美国开发商那样,坦然接受5%的利润并逐渐视其为正常,那么,房地产市场中的泡沫将逐渐挤压出来,整个市场将会变得更具理性与健康。

Column | 专栏

工资指数化政策恐怕事与愿违

工资指数化的收入政策不仅无助于改进工人福利,反而会加剧通胀。同样关注平等、公平,更有效的途径不是管制企业的行为而是转移支付。把财政收入更多用于解决工人的看病、养老、失业救济、子女教育等难题,既不用干预企业的运营,又可以促进公平,岂不更好?

○周业安

当通胀来临时,哪类人最倒霉?人们首先想到的当然是固定收入者,也就是所谓的工薪阶层。他们是劳动市场的主体,其利益因物价而莫名其妙地缩水,实在窝囊。努力工作却换来损失,不公平啊!不过仔细想想,工薪阶层也不是利益一致的板块。公务员名义上算工薪阶层,但因为负责给公务员涨工资的部门的工作人员也是公务员,这个群体利益高度一致,无论是否有通胀,公务员总是能够找到涨工资的理由,所以其工资也总在涨,当然也就不怕通胀啦。国有大型企业垄断企业的职工也不会受通胀影响,这些企业具有垄断地位,本来就享受着高薪,通胀来临,估计还会变着法子通过各种福利形式来增加实际收入。

是真正的通胀受害者。但这两类职工也得分两类,从农村来的和享有城镇户口的。如是前者,就需要做个权衡,是在家乡做工划算,还是到外地的企业打工划算?我们老家现在一天的工钱已经涨到50元以上,按每周20天的标准工作日计,每月也能挣1000元。而在一般工厂做工,月薪也不过1500元左右。考虑到在外地的花费,实际收入可能就不如在家做工划算了。通过工资这种价格的信号作用,可以预见:通胀时期,如果企业不给工人及时增加工资,那么农村务工人员就会回流农村!事实也是如此。

力的流动来改变这个尴尬局面。也就是说,通货膨胀时代,没有社会保障做后盾的农民,可以通过流动来改善实际收入;而有社会保障的城镇工薪阶层,则缺乏改善收入的空间。各有利弊,难兄难弟啊!

实际上,无论哪类人受损,都会给未来的经济带来巨大影响。先来看农村务工人员。通胀给他们带来某种激励,从而改变其行为。而面对这一行为的改变,企业也同样处于两难境地。如果按照物价的上涨速度给工人加工资,在给定原材料价格本身已经上涨以及大多数企业已很难通过内部挖潜来降低成本的情况下,这些企业将背负着越来越大的成本压力。由于我国改革开放以来发展的大多数企业都是劳动密集型和资金密集型的,其产品的附加值都不会很高,也就是赚些微薄的利润,一旦各方面的成本上涨,就必然会给企业带来巨大的打击。所以,这些企业要么裁员,要么不加工资,或者少加工资。问题在于,如果是后者,工人就会向农村回流,从而带来劳动力短缺。可见,无论是裁员还是工人流失,都会给企业带来沉重打击。在这种情况下,如果通胀持续,大量企业倒闭就很可能变成现实了。

于存在社保,以及缺乏流动的空间,因此,企业就没有太多顾虑,可以通过不加工资或少加工资来稳定人工成本。但城镇就业人员有其独特的办法,就是呼吁!即使不主动呼吁,媒体、网络、一些学者等等也会主动帮助其呼吁,为什么呢?对不平等的关注永远都能够吸引眼球!这种呼声厉害啊,它代表着民意,而现在的政府要求高度重视民意,那么显而易见,可以预期,政府必然会出面来帮助这个群体。我们看到,现在很多地方都开始出台指数化的工资政策,也就是工资和物价挂钩,并作为指导意见要求企业执行。

工资指数化的确能够暂时解决工人的实际收入下降问题,但未必是一个好政策。如果政府要求所有企业推行工资指数化,那就意味着通胀时期人工成本将大大增加,如此一来,原本就处于艰难中的企业将面临巨大的成本压力,进而使得企业破产的可能性大增。一个可预见的结果是,工资指数化的普遍推行将大大提高失业率,从而出现一个困局:政府试图提高工人收入的政策,却实际上降低了工人的福利!这就是为什么发达经济体在早期经过一些收入政策尝试后就逐步放弃的关键原因。任何经济政策都不能一厢情愿,尤其是打着维

护平等旗号的经济政策。我们仅仅看到发达经济体实施指数化收入政策,却没有看到通胀时期,企业也经常与工会谈判加薪。加薪是为了让企业和工人共渡难关,从而为未来的再次翻身做好准备。如果都是加薪,无疑是涸泽而渔。

那么是不是可以坐视工人的实际收入下降而不顾呢?当然不。

高明的经济学家同样关注平等、公平,但不是通过管制企业的行为而是通过转移支付来实现这个目标。看看财政数据,即使考虑通胀因素,实际的政府收入也在大幅增长。统计分析表明,政府收入主要用在供政府公职人员吃饭和供政府官员搞建设,而这两项都不能解决公平问题。如果政府能够调整财政支出结构,按照财政的本意来配置财政资源,哪怕是社会福利项目支出增加几个百分点,对工人的帮助会多大啊!如果财政能够更多用于解决工人的看病、养老、失业救济、子女教育等等难题,也就相当增加了工人的实际收入,这样既不用干预企业的运营,又可以促进公平,岂不更好?

工资指数化的收入政策不仅无助于改进工人福利,反而会加剧通胀。(作者系中国人民大学经济学院教授、博士生导师)

油价:只是上升途中的中转而已

○刘焯辉

油价在冲击150美元未果后,掉头向下迅速回落了。现在多数人冀望美国经济衰退,能拉下世界能源需求,进而促使油价回落。

谁都知道,今天的油价是资金短期大量进入的结果,理一支持油价上升的各种因素,只看一点就足够了。这么多钱假如现在从油品中涌出来,又能流向何方?

具有国家信用的美国两大房贷机构的产品都出麻烦了,信用在进一步收缩,加深美国经济衰退的程度。短期内美元即使不躺下也难,不能指望这种时候,美元资产还会有多少吸引力。

美国现在令财政部增加对两大房贷机构的信贷额,联储又容许两房用贴现窗低息借款,恐怕也只能暂时止咳,因两房的资本比率超底,仅为其5.3万亿美元负债的1.5%,那么按价再略跌一点,就已严重资不抵债。更危险的是,美国房价已大跌逾17%,但市场普遍相信至少还要跌20%。

未来华盛顿若真的动用真金白银(纳税人的钱)入股两大房贷机构,势必对目前美国已极不健全的财政造成更大负面影响,白宫难再二次激活印钞机以应付困局,这对美元资产肯定是灾难性打击。

美元持续贬值生成的流动性,还会冲向哪里?农产品的故事不过是油品故事的衍生品,资金选择这个方向,那是逻辑不通,华尔街现在没有什么可投资的东西。

所以,在美元需求进一步减弱弱化的情况下,资金很难真正离开油品,毕竟近年来全球石油需求大幅增长,鉴于制造业产能的刚性,如果新兴的制造业大国不出现经济硬着陆,这个需求的增量会实实在在地继续延续,不可能短期内掉下来。

其实关于油价回落的故事,如期待美国国会调查油价投机,期待美国国会批准放松原油禁令,多些是应景的。即便出了,短期内也难有实质性结果,即便放开禁令,美国在那些新地方开出一桶油,也要十年时间。

还有很多人去想,美元如果持续弱下去,美国就不担心美元会失去国际货币的本位地位吗?这个问题应该反过来想,当今世界谁有能力制约美国的国内经济政策?现在的“强势欧元”实际上绝非反映欧元区经济基本面状况,只是美元有意贬值的受害者,只要没有哪个国家敢于轻易抛弃美元,那么国际本位货币市场“无政府管制的高度垄断”格局就不会改变。

虽然有悖于经济上的合理性,但又无可奈何,而且具有相当强的稳定性。石油国家还得延续着“石油美元”的循环,中国等东亚新兴市场国家还得高储蓄、低消费,由此累积的顺差,以美元资产方式回流美国。这是一个根本性矛盾之所在,不可能调和,最终只能以某种危机的方式得以修正。

所以近几天的油价回落只是上升途中的中转,未来油价的回落,很可能只有唯一的预想场景——泡沫刚性破裂,新兴市场国家“扛”不住美元贬值造成的高通胀先行溃败下来,经济硬着陆,需求骤降,资金迅速撤出商品市场,回流美元资产,美元顺势转强,商品市场泡沫就此破裂,累积在新兴市场国家的庞大储备大幅下降。与此对应的是,美国对外负债大幅下降,美国债务问题解决了,全世界的通胀问题也解决了,因为新兴市场国家承担了调整成本,陷入通缩。

(作者系中国社会科学院金融所中国经济评价中心主任)

中国经济的近忧与远虑

○夏业良

俗话说,“人无远虑,必有近忧”,就一国经济而言,有时可能既要考虑眼前的问题,又要考虑未来的隐忧。而在过去十年的大部分时间里,中国政府和学者们对于中国经济的整体判断是相当乐观的,所以人们经常听到的是未来二十年、三十年甚至五十年,中国经济将会如何如何,而对眼前的困难和难题却并未感到莫大的忧虑。

从去年底开始,有关中国经济的近忧越来越多地显现出来,先是经济过热或过快增长以及流动性过剩的担忧,到今年上半年,对于流动性过剩的担忧已经转变为对通货膨胀水平持续上升的担忧。

这种担忧当然是有根据的。据国家统计局的最新统计,上半年我国GDP增长10.4%,同比回落1.8个百分点。其中,一季度增长10.6%,环比回落0.7个百分点,同比回落1.1个百分点;二季度增长10.1%,环比回落0.5个百分点,同比回落2.5个百分点。与此同时,居民消费价格指数(CPI)涨幅也在回落。5月和6月,CPI同比涨幅环比分别回落0.8个和0.6个百分点,CPI环比分别下降0.4%和0.2%。

GDP增长速度有所下降是符合政府宏观调控意图的,虽然全年GDP增长下降到8%的可能性不大,但力图回归到一位数的增长率,至少反映出中央政府不希望经济过热或过快增长的谨慎态度。根据我个人的分析和判断,今年全年GDP增长大致会在9%左右,否则不足以抵御势头难降的通货膨胀压力。

虽然5、6月CPI略有下降,但上半年居民消费价格总水平上涨了7.9%,通胀总体水平依然偏高。我们当然希望中国经济能够长期保持9%以上的高增长和3%以下的低通胀和4%以下的低失业率,但是这毕竟是一种较为理想的预期。从近两年的实际情况看,过去十年中国经济高速增长,而物价水平和工资水平均保持其缓慢的攀升状态,实在是一种非常态。可以说,已经累积很久的通货膨胀压力总要有一定程度的释放。

我以为,中国的通货膨胀当然不能说与外部世界毫无关系,但也绝非什么“输入型通货膨胀”,把通货膨胀的成因推给美国等发达国家,与国际上有些人把中国说成是通货膨胀的输出国一样荒唐。中国经济的近忧至少还包括对出口贸易的过度依赖,未来中国经济增长的主要支撑点依然是不断上升和扩大的国内需求。

在我看来,中国经济的远虑首先是能源危机,中国已成世界第二大能源消费国,而能源储备、生产能力和加工能力远远不能满足长期经济增长的实际需要;其次是国家创新能力,中国制造业和服务业如果在近十年里不能在专利发明、知识产权和创新能力方面有重大转变和突破,很可能会错失最有利的跃升时机,中国经济的整体竞争能力将会出现整体下滑。

中央上月提出了“保持经济增长”、“控制通货膨胀”的“一保一控”的方针,反映出政策层面的重点有调整,从去年下半年侧重防止经济过热或过快增长以及流动性过剩,转向在保持经济增长的前提下,严格控制通货膨胀水平的持续上升。

转变经济增长方式,提高民族创新能力和企业的国际竞争能力,这些目标和要求已经提了很久了,但是落实的情况实在难以令人乐观。其中难以回应的一个重要原因是制度变革滞后,中国的市场经济转轨已花费接近30年的时间,对于何时完成这种转轨和过渡仍然没有一个清晰的时间表,对于宪政民主和法治国家的目标和推进路径仍然没有达成官方与民间的共识,在这种情形下,人们当然有理由为近年来有可能出现诸多意外而担忧。

希望决策层能够未雨绸缪,以免陷入临阵磨刀、应接不暇的尴尬境地。(作者系北京大学外国经济学说研究中心副主任)