维稳声中挂云帆 还待破浪济沧海

——中国资本市场第26届季度（2008年夏季）高级研讨会发言摘要

关于资本市场的五个疑惑

光大证券研究所所长 李康

⊙光大证券研究所所长 李康 博士

第一，股市是涨好还是跌好？

全世界都是在股市涨的时候欢欣鼓舞，跌的时候忧心忡忡。例如1987年美国股灾的时候，里根总统亲自出面，说美国经济是健康的。“9·11事件”后美国总统布什发表讲话，认为美国经济是健康的。而在涨得最厉害的时候，就格林斯潘轻描淡写地说是“非理性繁荣”。我们的A股市场就显得很奇怪，涨的时候老是紧张地考虑是否有“泡沫”，跌的时候反而“闲庭信步”。

到底“涨好还是跌好”这个问题，市场各方搞清楚了没有？就像中国经济增长，如果中国经济增长率低于6%，银行坏账、失业率、经济停滞的问题就会难以解决。可以说，只有保持10%的增长才能“一白遮百丑”，才会把矛盾都消除在发展过程中。证券市场也是一样的，为什么不利用这种泡沫做一点事啊？

第二，流动性过剩是好事还是坏事？

在股市涨的时候所有经济学家都在用流动性过剩说事，其实首先必须明白流动性过剩和流动性不足可能就是一线之隔。所谓流动性过剩就是钱太多了，问题是，在市场经济国家转型过程中，钱多是好事还是坏事？你或许会说流动性既不过剩又不要不足最好，但是非要你选一个呢？

其次要弄清流动性过剩是什么样的流动性过剩，是结构性的过剩还是全局性的过剩？现阶段说流动性过剩，但是和实体经济和资本市场现状是有矛盾的。那为什么不利用一下流动性呢？某上海政协委员建议给全国人民发钱，目前东莞真的在发了。新加坡不是发了吗？美国不就一个家庭减税了795美金以刺激经济？钱多是好事还是坏事？能不能跳出狭隘思维考虑问题？

第三，对外开放是快点好还是慢点好？

现在有人反复强调对外开放要全面放宽，但恰恰是因为在外汇制度上的严格管理才让我国躲过了东南亚等各种世界金融危机。美国次贷危机虽然没有结束，但中国经济受影响了吗？目前看中国经济跟美国次贷关系不大，最多是心理性的影响。在这样一种情况下，到底是所谓的一些海外专家喧嚣的迅速开放好，还是慢一点开放好？这个问题应该认真讨论。试问，中国全面开放后拿什么去抵挡外来资本的入侵，凭我们国家现有的金融管理水平，行吗？

第四、货币政策从紧好还是从松好？

都说货币政策有两大目标：一是维护币值稳定，抑制通货膨胀，另一个是促进经济增长。但应该还有第三个功能：维护金融市场的稳定。如果用货币政策的副作用不停的误伤资本市场的发展，但资本市场伤了以后对整个金融体系乃至实体经济又会不会产生负效应？这是很清楚的事情。另外，货币政策出台前能不能模棱两可一点。我们的牌都摊在台上，老外看得很明白就和你赌人民币升值。老外都清楚人民币会升值，那热钱怎么会不进来呢？

第五、政府应该离市场远点好还是近点好？

现在很多人讨论政府该不该救市。其实有些问题是最基本的问题。就如现在很多新兴市场都有平准基金，政府用有形的手去调控资本市场太正常不过了。“什么时候救”是另外一回事，“不该救”绝对说错了。哪个国家的政府，对股灾（目前市场是否已经进入熊市不仅要看纵坐标还得看横坐标，不仅看下跌的幅度还要看持续的时间。但是说下跌50%以后的股市已经造成了股灾倒应该是确认的）视而不管？这些言论在很大程度上是对政府的误导，会对市场产生致命的影响。不管把股市归为赌场类也好，投机类也好，都反映一种心态：社会歧视这个资本市场。这种歧视通过决策反映了行动力的不足，而且这种决策影响是长时间的。

（本文仅代表个人学术观点）

上海证券报社总编助理 冯小平

奥运会后市场很难出现大的下跌

西南证券研发中心副总经理 周到

⊙申银万国市场研究总监 桂浩明

现在，“维稳”已经成为股市运行的一个关键词，在奥运会期间维护股市稳定也成为市场各界的共识。总体来说，近阶段股市也的确是这样在走，但奥运会以后的行情又会怎样呢？根据目前的市场状况判断，我认为奥运会后股市很难出现大的下跌。

以往A股市场的确存在每逢重大节庆及会议大盘都会有所调整的状况，而这主要是由于当时股市就是处在下跌趋势中，所以即便有重大节庆活动以及召开什么会议，也不会改变行情走势；或者是市场对重大节庆及会议的预期过高，股市提前消化了相关事件所带来的利多因素。而现在的实际情况是，市场在连续下跌以后有所企稳，但是反弹力度还不大，整个市场还处于相对比较低的位置。在这种情况下，一般也就不存在因为奥运会结束大盘要补跌的理由。除非届时宏观经济面很不理想，不足以支持目前的行情。

然而，宏观调控恐怕不会再进一步加大力度了，同时“有保有压”的政策也在逐渐得到贯彻落实。换言之，调控本身将体现出更多的灵活性。这样一来，大家很容易得出结论，也就是下半年的宏观环境比上半年要好，股市也会处于一个相对比较宽松的氛围中，上市公司业绩可能仍然要比预期的好。而这半年多来，股市已经跌了很多了，那么此刻再有什么新的下跌理由呢？除非是资金找到了新的投资方向，股市处于乏人问津状态，或者说因为供求严重失衡而下跌。

实际上，今年以来的情况是，整个投资领域都发生了问题，金融投资品的下跌是普遍现象。即便被认为只会上涨而不会下跌的国际原油价格，最近也开始了回落。在通胀乃至流动性严重过剩情况下，资金如何寻找出路呢？现在看来，估值比较合理、流动性较为充分、操作相对简单又有一定安全边际的，恐怕也就是股市了。

最近海外股票市场有了一定的反弹，在香港上市的部分中资H股股价明显超过A股股价。这就提示，实际上已经出现了资金回流股市的局面，股市的吸引力在慢慢增强，所以不必担心没有资金入市，问题仅仅在于有没有发生刺激资金大规模入市的事件。也许，如果奥运会后股市打破现在的平衡格局，出现一轮下跌，倒可能成为资金入市的一个关键点。

青岛安信投资顾问公司总经理 李群

送一颗“大小非”解禁定心丸

方正证券 李皎手博士

⊙西南证券研发中心副总经理 周到

“三一重工模式”形成后，其他一些上市公司大股东也有所效仿。但换个角度想，若干年后我们似乎又会迎来第二轮“大小非”解禁高峰，我们不排除届时会有一些“大小非”由于持股信心十足等原因又继续自愿锁定，然而这在客观上孕育着第三轮、第四轮乃至第N轮“大小非”解禁高峰的出现。由于舆论一般认为，“大小非”解禁是导致上半年股市调整的重要原因之一，这是不是意味着，儿子、孙子、曾孙、玄孙……的炒股，也要像我们对待“大小非”解禁一样地瞻前顾后、进退失据呢？可是，这种在境内市场使人心惊肉跳的事情，在境外市场居然不是挂念。如中国移动、中国海洋石油、中银香港、中国联通、中国网通等全流通的红筹公司的第一大股东根本不需要承诺自愿锁定所持股份，以示抚慰中小流通股股东。“大小非”在境外，恐怕连作秀的环境也没有。

中共中央《关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》强调：要“坚持公有制的主体地位，发挥国有经济的主导作用。”为什么要这样坚持，如此发挥？它的依据是《宪法》第六条的规定：“中华人民共和国的社会主义经济制度的基础是生产资料的社会主义公有制，即全民所有制和劳动群众集体所有制。”与西方舆论对我国社会制度密切关注有所不同的是，我们反而“不识庐山真面目”。有人不仅视“大小非”为洪水猛兽，甚至梦魇般地看待“大小非”解禁。

此外，国务院国资委《关于国有控股上市公司股权分置改革的指导意见》提出：“国有控股上市公司的控股股东要根据调整国有经济布局和结构、促进资本市场稳定发展的原则，结合企业实际情况，确定股权分置改革后在上市公司中的最低持股比例。”但是，股权分置改革早已接近尾声，国有控股上市公司的控股股东最低持股比例一直未公布。如果说“三一重工模式”有头痛医头的局限性，那么，尽快确定股权分置改革后国有控股上市公司控股股东最低持股比例，就属于一项通过提高透明度、积极稳妥发展境内资本市场的战略性措施，可能会有固本培元的作用。

人往往喜欢服用定心丸，境内投资者似乎更好这一口。我们要不要成全呢？

上海证券报社编委 丁永强

关键不是马上改变紧缩政策

国联安基金督查长 谢荣兴

⊙建银国际研究中心主任 郝永忠 博士

展望未来一段时间的通胀形势，以前累积的通胀压力何时能够释放完毕，从而使高企的通胀转变为温和通胀。也就是说，通胀拐点何时会出现？我们认为：这个时间的长短和管理当局的政策选择有关，同时要看国际外部环境的变化。如果当前政策出现大幅调整，包括人民币贬值或者出口退税率大幅提高，那么新的问题（如企业利润受挤压）暂时得到缓解，但老的问题（如外贸失衡、经济过热和通胀）又可能重新抬头，今后一段时间包括明年的通胀压力会比较大。如果继续坚持现在的紧缩政策，并努力减少价格扭曲，则通胀压力会小一点并继续放缓。另外，现在国际原油价格、农产品价格纷纷回落，这对中国降低通胀也是好消息。我们认为，中国政府在最近两、三个月内仍将会维持现有货币政策的紧缩力度，并坚持进行价格改革，减少价格扭曲。

另外一个问题是，有人认为中国经济增长已经出现拐点，紧缩的货币政策应该立即停止。在紧缩货币政策下，数量型控制和窗口管理使大型商业银行更加倾向于向大型企业和政府立项项目贷款，这进一步挤压了中小企业的贷款空间。中小企业处境变得更加艰难已经是不争的事实，但到底有多难，是否必须调整紧缩政策？我们认为，现在中国经济增长出现了拐点，但并不能全用负面眼光去看待它。从更长远的眼光来看，这在一定程度上是一个好的、积极的拐点，也就是中国经济在结构转型和产业升级中出现的企业正常的优胜劣汰现象。只不过天公不作美，中国经济的内部转型恰好碰上了美国等外围经济出现了较大问题，转型与外围经济及和外围经济不景气所带来的压力相叠加，使我国中小企业处境困难。这在一定程度上会延缓中国经济结构转型的步伐，却不应成为否定和停止转型的理由。转型的步子可以慢一点，但决不能因为中国经济出现拐点而完全停顿下来。

这是一个凤凰涅槃的过程，现在企业所遇到的困境很大程度上是经济结构转型和产业升级所必须承受的阵痛。在通胀仍然处于高位情况下，为此大幅调整现有货币政策的必要性几乎没有，关键不是马上改变紧缩的货币政策，而是理顺要素价格或投入品价格，用价格信号去引导企业完成产业升级。

建银国际研究部主任 郝永忠

精彩语录

★中国最大企业的上市，意味着融资方与投资方的利益开始趋于平衡。

★现在中国经济增长出现了拐点，但并不能全用负面眼光去看待它。

★“双防”变为“一保一控”，意味着加息甚至上调准备金率等紧缩政策不会出台。

★股市反弹其实只缺冲锋号、集结号，而成立平准基金就可以起到这个作用。

★多数人半年不赚钱就可以定性为熊市。

★现在的市场是政策面难抵技术面，技术面难抵资金面，而资金面又难抵心理面。

★维稳其实并非只是针对二级市场行情走势的，投资者包括媒体的理解都是狭隘的。

★现在已经在演绎奥运行情了，不然的话，大盘会跌得更深。

★救市是救市值还是救指数，这是需要搞清楚的，因为这次定了政策是否是“对症下药”。

★市场角色有时是错位的，管理层在做交易所的事，交易所在做券商的事，券商在做散户的事，而散户在做管理层的事。

★如果产业升级是政策要求的，那么珠三角和浙江地区的中小企业倒闭潮可能只是开始。

★市场总是大起大落，是因为绝大多数投资者是为了获取差价才进入二级市场的。

★从股息率角度看，A股市场中绝大多数股票是不值得买的。

★有些人从灵魂深处对资本市场的歧视与抵触现象还若隐若现。

★东西变贵有两种方式，一种是国内通胀，另一种就是本币对外币升值。现在这两种现象在中国同时发生了。

★股市是很难长时间进行平台整理的，股指如果一直涨不上去，那么就必然要跌。

★已经下跌很多的中国股市，现在实在是没有理由再出现更大的下跌了。

“市场分割”现象亟待扭转

⊙方正证券有限责任公司 李皎手 博士

成熟的资本市场都是多层次的、立体的市场，除了主板市场还有二板市场、场外交易市场。而我国证券市场层次性差，市场体系不健全，证券流通市场的主要载体是主板市场，创业板市场、柜台市场、场外交易体系和产权交易体系等都还很不完善，风险投资的发展受到极大抑制。

同时，沪深证券交易所在主要服务于国企改革背景下，上市条件苛刻、门槛高，将很多中小企业和民营企业排斥在外。这样无法满足不同企业融资和股权交易的需求，从而出现麦金农所称的“市场分割”现象。

就拿交易工具品种来说，我国境内证券市场上交易工具单一，而在发达的证券市场上交易工具是多样的。相比之下，我国境内资本市场除股票外，五年以上的交易工具几乎没有，而1–5年的交易工具又受到种种限制，股票市场与债券市场的发展严重失衡，企业直接融资主要来源于股票市场。

根据资本结构理论，企业融资方式决定企业资本结构，而资本结构的合理与否影响企业的市场价值。梅耶斯和马吉洛夫于1984年提出优序融资原理，即企业发展的长期资金和风险资本首先依靠自有资金的积累，其次是依靠金融市场。在外源融资中，先银行贷款，再债券融资，最后才是股票融资。而A股市场上上市公司基本上是由国有企业转制而来的，由于公司治理结构的缺陷，对经理层的激励约束机制不完善，股权融资对经理层的当期约束力度最小，使之把股权融资视为“免费资本”使用，国有企业热衷于上市融资，上市公司热衷于配股、增发等再融资，而不倾向于债务融资。

东吴基金研究部总经理 陈宪

经济结构调整产业优化升级势在必行

浙商证券研究所所长 闻岳春

⊙浙商证券研究所所长 闻岳春

从需求角度划分，投资和贸易仍然是经济增长的重要动力和经济周期的源泉。1978年以来，消费（含政府消费）占GDP的比例一直超过投资和净出口，但是对经济增长的贡献和拉动作用并不总是首要的。2007年消费、投资、净出口分别拉动经济增长4.7、4.6、2.6个百分点，近七年来消费第一次超过投资成为经济增长的第一引擎。而投资和净出口的波动性较大，一直是经济波动和经济周期的主要诱因。进一步分析净出口，一个重要的现象是，加工贸易一直是贸易出口的主要构成。虽然加工贸易占贸易比重总体呈现降低趋势，但是仍然占据40%以上。国内低廉的劳动力价格、扭曲压低的能源、原材料成本导致加工贸易的迅速发展。而加工贸易也提供了大量的就业机会，这是它对我国经济社会的主要贡献。

但是，目前它已经成为导致我国经济发展严重依赖资源，尤其是国际资源的重要因素。这种两头在外的贸易生产模式导致国际上对我国资源消耗和“中国概念”导致的大宗商品价格上涨的指责不断。由于国际经济不景气，今年中国出口总体上增速大幅降低已成必然。而大宗商品价格高居不下导致进口快速增长，共同导致净出口的负增长，从而拉低经济增长。同时，需求降低和企业利润下滑导致投资增速下降，也带动经济增长下行。正是对于投资和外需的依赖，使得我国经济面临较为严峻的下滑风险。

因此，经济结构调整和优化产业升级势在必行。第一，应推进资源环境价格体系改革，实现资源环境价格的市场化。资源环境价格正常化将对高污染、高能耗产业施以革新技术，提高资源利用效率的压力和动力，迫使经济走向清洁化、节约化，实现经济增长的高效率。第二，稳步推进工资价格体系改革，逐步实现汇率市场化。通过资源环境价格改革、工资改革、汇率机制改革，逐步降低加工贸易的比重。第三，为保持经济转型期的社会稳定，需要切实提高人民的收入水平和消费能力，提高社会福利水平。这要求发挥财政政策的积极作用，建立完善的社会保障制度、改善社会分配的不平等和政入差距过大局面。

在转型过程中，经济增长出现减速是不可避免的，但从长远看也是积极的。切不可因为恐惧转型痛苦而一再拖延经济改革与转型，否则我国经济永远也不能摆脱低层次、粗放增长的现状，经济增长的成果也难以转化为社会福利。

国元证券研究中心副总经理 刘勘

从紧政策“松”了外资 “紧”了本币

⊙国元证券研究中心副总经理 刘勘

半年多的货币紧缩政策，究竟紧了谁又松了谁？哪些货币资金受益，哪些货币资金受损？现在必须回答这个问题，因为这有利于厘清宏观经济调控思路和未来政策趋向的把握。

目前我国外汇贷款余额已经超过外汇存款，外汇贷款实际已经成为一种变相外债。如此外汇贷款增加，而企业外汇存款增加减少。从央行等一些金融机构发布的数据中可以发现，外汇贷款大增并非外汇真实需求，其中不乏人民币贷款紧缩原因，迫使企业转向外汇贷款从中进行套汇套利，表明外汇贷款主要用于套汇而非用于流动资金。自2005年7月份人民币兑美元升值汇率改革以来，汇差加利差，使套汇、套利热钱获得无风险累计收益已超过20%。

从中我们发现，外资并没有受我国实行从紧货币政策的影响，反而在从紧货币政策背景下，人民币升值和利率上调给各种性质的外资流入提供了适宜条件，流入量无论是“明道”还是“暗道”都是大幅增加。也就是说，从紧货币政策实际上起着“松”外币资金的作用，尤其是美元资金在从紧货币政策环境中，成为最受益的货币资金。

此外，人民币升值和紧缩货币政策下的成本上升和信贷紧缩，虽然加快了我国夕阳产业的淘汰速度，但由于现代市场制度和企业运营机制尚未完全建立与转变，而且产业结构升级主要由生产率提升，技术进步等实体变量决定，是一个渐进的长期过程，转变生产方式难以在人民币大幅升值和全面紧缩货币政策环境中短期内得以完成。因此，反而造成实体经济成本大幅度提升，企业经营环境恶化，盈利下降，特别对出口企业打击非常大，对国民经济发展构成了很大的杀伤力，客观上“紧”了人民币资金，导致人民币计价资产的缩水，股票市场市值蒸发超过15万亿。

所以讲，目前宏观调控要适时和适度调整政策力度。从今年上半年对外国流动性资金，外“松”（想紧没有紧成）内“紧”，转变为外“紧”内“松”。外紧是为了控制国外资金流动性侵入，因此政府为控制热钱暗流，需有效甄别贸易项目下流入资金的实际性质，《出口收结汇联网核查办法》已于7月14日执行。与此同时，外管局正在酝酿对企业直接投资、服务贸易等多项结汇实施管制，对资金异动账户特别“关照”，通过结汇核查缉捕热钱，防止热钱经过直接投资、服务贸易、商业信用等渠道流入，放缓或改变人民币单边升值预期。可以说，对热钱监管和国外资金流动性侵入的遏制有效与否，将直接影响未来货币政策的选择。

东北证券研究所首席分析师 郭峰

控制通胀从长期看需要改变经济运行方式

⊙东北证券金融研究所首席分析师 郭峰

在出口和固定资产为主推动经济增长模式下，一般认为PPI是CPI的先行指标。在实证模型拟合度中等情况下，由于中下游产业价格传导的时滞关系可以认为PPI一般将在6个月后将其中的40%传导到CPI，而后插动CPI走高。同时直观来看，PPI涨之后必然带动CPI逐步上扬，而且PPI涨幅高于CPI后即PPI向上与CPI金叉之后，PPI将在高位维持6个月左右并且通常会创出PPI新高，然后PPI、CPI渐次回落。

本轮中国通胀可以分成两个阶段，第一阶段为受国外大宗商品价格大幅上涨且涨幅大大高于人民币升值幅度影响下，CPI打破常规相对PPI提前上涨。目前物价指数则进入第二阶段，即PPI对CPI的推升阶段，5月份CPI7.7%、PPI8.2%，PPI创出新高，PPI上涨将最终传导到CPI。

总体而言，下半年通货膨胀虽然由于翘尾因素降低而有所下降，但是由于2008年1、2、4月CPI环比增速大于0，且油电调价将导致6月份环比CPI受油价上调影响增加0.1%左右，同时由于PPI的传导作用导致下半年CPI总体回落空间将很有限。随着夏粮丰收、食品价格下降以及上游涨价传导的滞后性，我们预计，第三季度CPI会所有回落，同比增速在5.5%–6%，而第四季度则为PPI的传导作用物价可能会有回升。

本轮通胀在内在机理上属于成本推动型（输入型）通胀、需求拉上型通胀、混合型通胀、结构型通胀的综合。全球农产品价格推升了国内消费品的涨价，尤其是猪肉价格被视为成本推动型。而猪肉价格上涨除了归结于外部输入因素外，也与我国长期以来二元经济结构有关。这种二元结构不仅体现在农村和城市，还体现在垄断企业和非垄断企业、贸易部门和非贸易部门之间。比如在房价上涨背景下，利益群体进一步二元结构化，高收入群体的需求抬升了房产市场整体价格水平，视为结构型通胀。同时，长期以来M2在14%–22%之间运行，远大于GDP增速，最终在猪肉价格快速上涨中唤醒了沉睡的货币。而存量货币的释放导致流动性泛滥，在资本市场、商品市场中横冲直撞，视为需求拉上型通胀。因此，短期而言，控制本轮通胀在国内紧缩货币控制需求的同时寄希望于双边和多边的国家合作，对商品尤其是能源价格进行控制，减轻输入型通胀的压力；长期来看，需要改变我国经济运行方式，化解二元结构对我国经济周期的冲击。

英大证券研究所所长 李大霄

应尽快建立长期资金入市和市场内在稳定机制

长城证券研究所所长 向威达

⊙英大证券研究所所长 李大霄

7月14日，《人民日报》对证监会主席尚福林“维稳”四策进行了颇经报道。这组文章分别以《有序调节融资节奏》、《让“大小非”减持更透明》、《鼓励引导长期资金入市》、《逐步完善内在稳定机制》为题进行了解读。目前前面两个措施已经兑现或者部分兑现，但更重要的是第三个措施和第四个措施。我认为，引导长期资金入市使用类似“401K”的税收优惠政策值得研究。而在引入之前，市场内在稳定机制的建立就变得非常必要。

虽然平准基金对于救市效果可能立竿见影，但并不具有长期作用。现在流入市场的资金大部分是基于获利效应的原因，但当时的投资成本往往比较高，当大部分投资者受到损失，渐渐看清情况后就会停止资金投入行为而转向逐步退出，这就容易造成市场大起大落，不利于市场稳定。要改变这种状况，对资金流入机制进行研究就变得很有价值。

资金并不会自动流入一个领域进行投资，除非受获利效应驱动或者有明显的政策驱动。由于获利效应驱动并不足取，那么政策驱动就变得非常必要。美国在这方面，通过“401K”税收优惠政策有非常好的成功经验。通过税收政策的驱动，非常稳定的资金就会源源不绝地流入证券市场。而且这些资金是受政策驱动而不是获利效应的驱动，进入市场的平均成本就会有效降低，从根本上解决了因为获利效应驱动而成本高的问题。

在政策驱动让大规模的资金引入市场之前，市场内在稳定机制的完善就显得很重要，要不然就会无端损失掉很好的利益输送。而如何有效建立市场的稳定，需要进行深入研究。首先，投资者的利益和融资者的利益应该平衡，这是市场稳定的基础。市场是基于投资者利益考虑还是基于融资者利益考虑是问题的关键，这是整个市场建设和一系列制度建设的前提和基础，包括发行制度和定价制度。

其次，现在我们的市场只有通过政策调控来稳定市场机制，市场内在稳定机制作用还不明显。而长期的强大的政策力量又不利于市场本身调节机制的培育，渐渐培育市场本身的调节功能就显得有必要。其中双向交易机制是重要的平衡方式，双向交易品种渐渐丰富会逐渐增加平衡力量，这是解决问题的根本，长时间的处于研究层面并不利于市场稳定力量的培育。现在市场只有单边力量，自然就对政策调控要求很高。而当市场内在机制培育起来之后，调控效果也许会更加有效，市场的稳定基础就更加坚实。

要从国家战略高度来认识资本市场的意义

⊙长城证券研究所所长 向威达

当前市场之所以持续震荡下跌，我认为根本原因就是投资者特别是机构投资者对四大因素缺乏信心：美国次贷危机对全球金融体系和世界经济的冲击、国际商品价格特别是油价和铁矿石价格持续飙升对中国通胀与宏观调控的压力、国内经济减速对上市公司盈利增长速度的影响、大小非减持压力。综合考虑这四大因素，我认为市场可能还需要相当长的一段时期来震荡筑底，中短期很难有比较好的表现。尽管未来几个月CPI可能会有所回落，宏观调控可能会有所松动，但我认为投资者对此不宜抱太大的幻想。宏观调控可能会有所松动，但这并不能改变市场走势。

针对目前的经济形势我有三点建议：

一是尽快理顺价格体系。理顺价格体系除了大家讲的加快成品油价格和电价改革，一个很重要的问题是劳动力价格长期严重偏低却没有得到应有的重视。这个问题应该上升到一个国策问题，需要中央各有关部门综合统筹考虑。

二是减税。目前中国的企业所得税和个人所得税都偏高，无论是企业所得税还是个人所得税，都需要重新考虑起征点和税率。特别是目前个人所得税2000元的起征点太低，应该大幅度提高到6000元以上。

三是尽快增加对农村的财政投入。新中国建国近60年，无论是改革开放前30年还是后30年，都没有很好解决农民收入和农村建设问题。但经过过去30年改革开放的积累，我国财政已经有了相当的实力，可以做些大事了。如果尽快增加农村投入，解决农民用水问题，减少癌症发病率，也可以相应减少农村医疗费用的投入。

针对目前的市场格局，我也有三点建议：

一是针对市场对大小非减持的恐惧，不仅不能企图对大小非征税来限制其流通权，反而应该减税来鼓励其延长持有时间。即大小非减持变现的投资收益在和企业所得合并纳税时，可将大小非的投资收益与不减持有的年限挂钩，达到一定的年限可适当减税，持有的年限越长，减税越多，即税率越低。

二是尽快建立平准基金。在这个问题上一定要解决一个认识上的误区，即把市场化同反对政府干预划等号。这也是一种教条主义。美国作为世界经济领袖和市场经济的旗帜，也充满了国家干预。在市场出问题的时候，无论从哪方面讲都不应该反对政府干预。

三是有关部门要真正从国家战略高度上来认识资本市场对中国经济和社会转型的伟大意义。中国的投资者已经为中国资本市场发展作出了伟大贡献，也付出了沉重代价。经过长期争论和探索，2004年以来中央出台了一系列文件，但是许多现象都使人感觉到有关部门对资本市场的认识和政策是不够统一的。讲金融风险只讲银行的风险，或者讲股市风险，只认为股价涨是风险，股价跌就不是风险；股价涨要打压，股价跌就不用管。说明从官方到民间，从中央到地方，从企业到学界，对发展资本市场还需要进一步提高认识，加强协调。