

Opinion

Observer | 上证观察家

奥运不光是中国金融发展的“试金石”,我们更希望它也是一副“催化剂”。随着奥运会影响中国金融内生因素和外生因素的逐步加强,将会有力地促进金融业进一步加快改革步伐,持续推动国内金融工具和金融产品创新,中资金融机构在如何加快服务信息化、网络化与数字化建设,改良盈利结构,树立金融品牌等方面正面临诸多机遇。

中国金融改革体验奥运效应



郭田勇

奥运是一场让国人燃烧自豪与激情的盛宴。至今回想起2001年7月13日晚中奥成功那激动人心的一刻,依旧令人心潮澎湃。这份激动,不单单是因中奥成功带来的喜悦,更多是因它终结了1993年中奥失利给国人留下的心痛与遗憾。回想起15年前的失利,美国众议院外交委员会人权小组委员会是借“人权”之名反对中国申办奥运会的,这终结了彼时众多的政治因素。不过,细细想来,自身经济发展水平和金融服务能力的落后又何尝不是原因之一呢?当时,我国金融机构特别是银行业公司治理水平低下,结构僵死,激励机制处于“真空”状态——“人浮于事”,“门难进、事难办、脸难看”的痼疾严重损害了金融服务形象。金融支付系统同样处在混乱的起步阶段,银行卡受理环境滞后,“一卡行天下”还是遥不可及之事。当时我国资本市场也是乌云密布,同股不同权、内幕交易和信息黑幕猖獗等严重打击股市定价作用的发挥。

经济开放度低,银行资产质量差、四大行面临“技术性破产”,金融支付系统脆弱、资本市场阴霾之下的不理性——凡此种种皆是当时我国金融领域隐藏的问题。坦率地讲,即使1993年中奥成功,以当时的金融实力或许也难担此大任,经受不住奥运这块“试金石”的考验。然而,今非昔比,改变的不只是世界,更是我们自己。2001年12月11日,中国正式加入世界贸易组织,它对中国经济的意义并不亚于中奥成功的那一刻。事实证明,此后7年,中国金融业取得了比过去任何时期都令人满意的成就。银行业对外开放,“引进来”、“走出去”等举措不仅使银行公司治理机制大幅改善,而且在提升资产质量、降低不良贷款、加强盈利能力等方面同样有较大突破。中资银行在信用卡市场的竞速、双币卡发行及联网通用实现等因素均有效整理了杂乱无章的银行卡支付局面,推动了卡片革命和消费金融的兴起。与此同时,中资银行迅速导入电话银行、网上银行、手机银行等E-Banking服务,金融电子化水平实现了质的飞跃。在资本市场和保险市场配套改革之后,中国民众已经从金融业的繁荣中进入了“全民理财”的时代。

那么,什么样的开始才能称得上好呢?对于奥林匹克而言,中国女足首胜之好,好在结果,好在时机,好在过程,好在内涵。就结果而言,在一场旷日持久的大型战役初期,没有什么比一场酣畅淋漓的首战告捷更激动人心和鼓舞士气的了;就过程而言,从领先到被迫平局再到领先的跌宕起伏彰显了中国女足勇往直前的精神风貌;就内涵而言,中国女足全场信心十足和毫无畏惧的风格尽显中国奥运军团“天时地利人和”的主场优势。对于欧美货币政策调控而言,经济学的百花齐放意味着不同研究者对于好的判断标准也不尽相同,在笔者看来,所谓好,在于时机恰当、在于力度适中、在于言行一致。就时机而言,货币政策“转向”的开始既要及时、也要慎重,无论是“首次加息”还是“首次降息”,货币政策



(作者系中央财经大学中国银行业研究中心主任、教授)

“良好开端等于成功了一半”

——“实”话奥运之一



程实

“好的开始等于成功的一半”。一句古老的柏拉图语录,两种不同的情感蕴藏,三股深长的共鸣思想,在奥林匹克这一端,铿锵玫瑰激情绽放,2比1力胜瑞典女将;在世界经济另一端,美联储再显平淡,加息“开门红”依旧让人望眼欲穿。女足的以弱胜强和斗志昂扬点燃了奥运军团节节胜利的希望,而伯南克的徘徊不前和左右摇摆放大了全球通胀有控制困难的。在冰与火的思想碰撞中,三点火花意味深长。

那么,什么样的开始才能称得上好呢?对于奥林匹克而言,中国女足首胜之好,好在结果,好在时机,好在过程,好在内涵。就结果而言,在一场旷日持久的大型战役初期,没有什么比一场酣畅淋漓的首战告捷更激动人心和鼓舞士气的了;就过程而言,从领先到被迫平局再到领先的跌宕起伏彰显了中国女足勇往直前的精神风貌;就内涵而言,中国女足全场信心十足和毫无畏惧的风格尽显中国奥运军团“天时地利人和”的主场优势。对于欧美货币政策调控而言,经济学的百花齐放意味着不同研究者对于好的判断标准也不尽相同,在笔者看来,所谓好,在于时机恰当、在于力度适中、在于言行一致。就时机而言,货币政策“转向”的开始既要及时、也要慎重,无论是“首次加息”还是“首次降息”,货币政策

的风格各异,虽然都从6月初开始就反复强调控制通胀刻不容缓,但只有欧洲央行将承诺迅速付诸行动,美联储则在6月25日和8月6日连续两次放了市场鸽子,这意味着美联储政策可能更有助于增长复苏,而欧元区货币政策则更有利于维持物价稳定。总之,欧美货币政策差异清晰可辨,究竟哪种的开始才是好,相信不需要很久,时间老人就会给出答案。好的开始为何是成功的一半?对于奥林匹克而言,这包含着三层含义:对一个单项赛事,良好的开端意味不仅有利于运动员提高自信,还有助于缓解大赛紧张,这对运动员在后续比赛中发挥水平不无裨益;对一个参赛代表团,良好的开端带来的“鲶鱼效应”不容忽视,不同项目选手间的相互激励将提高整个军团的凝聚力和战斗力;对赛事东道主,良好的开端令人振奋,开门红将点燃每个参与者的激情,增强民族自豪感,甚至为整个经济体融入全球化浪潮增添信心。对于欧美货币政策调控而言,好的开端之所以能够成为成功的一半,在于时机恰当、力度适中、风格严谨的政策转向传递了三层信息:一是政策制定者对形势变化的判断是较为迅速和准确的,这意味着政策制定者的市场信息搜集能力较强、形势判断经验丰富、学术研究能助及时收获“动态不一致”带来的额外收益,但为此央行的长期政策信誉将受到损伤。美联储和欧洲央行

分歧形成一致决策;三是政策制定者的功能定位十分清晰,这意味着政策制定者对其政策效应的显现领域和在政策搭配中的长期作用理解甚深。这三层信息实际上构成了央行独立性、透明度和有效性的主要内涵,是货币政策减小经济波动性风险的保障。是的,好的开始仅是成功的一半,而非成功的全部。在奥运历史上,有太多功亏一篑的遗憾,比如四年前的雅典,男子3×40步枪决赛,美国人埃蒙斯在领先3环的巨大优势下神奇地将最后一枪打在了别人靶上;男子跳水三米板决赛,中国的王克楠和俄罗斯的萨乌丁在最后一跳接连出现致命失误;女子4×100米比赛,美国女飞人琼斯甚至没有将接力棒传到队友手中,强大的美国梦之队连比赛成绩都被取消了。对于欧美货币政策调控而言,再好的货币政策转向开端也只是实现经济增长、物价稳定、充分就业和国际收支平衡多项政策目标的一小部分,保持货币政策的延续性和稳定性是一门长期艺术,往往行百里者半九十的原因在于:一是未能有效区分经济短期波动和经济周期变化;二是未能保持对维持物价稳定这个核心问题的持续关注;三是在长期中不由自主地过多偏向增长目标进而形成通胀倾向;四是政策力度甚至政策方向变化过于频繁;五是政策制定有失长期规划;六是政策独立性缺失进而影响政策的长期有效性。总之,好的开始是成功的一半,我们在为中国奥运军团加油助威的同时,也在静心等待,看全球通胀压力不断加大下的美国货币政策紧缩周期会有个怎样“好的开始”。(作者系金融学博士,宏观经济分析师)

谨防国家决策被利益集团“忽悠”

◎李季平

国家统计局日前发布经济述评称,目前无论从宏观经济形势和政策层面还是需求层面,都不支持房价持续高涨,“房地产的暴利时代已经终结,在长达10年的房价上涨之后,中国房地产市场开始向理性回归。”。长期以来,不少最底层的老百姓一直抱怨“买不起房”,原因之一就是房价高,而房价高的最直接影响就是法律行业的“暴利”。虽然,目前随着我国各方面的法律不断完善,用工成本增加,原材料涨价,政府征地、项目招投标等环节不断规范,房地产行业的成本有所上升,再加之部分城市房价调整,房地产行业利润有所下降,但仍然难以改变其“暴利”的特征,现在称该行业“暴利”时代终结,既不符合现实,也难以令公众信服。同样是国家统计局7月28日公布的数据:今年上半年,全国完成房地产开发投资13196亿元,同比增加33.5%;住宅投资比重继续上升,上半年完成投资9497亿元,同比增加36.6%。作为一种投资,终极的目标是追求利润最大化。如果房地产行业的“暴利”时代终结了,或者将要终结,那为什么房地产行业的投资还有如此高的增长比例呢?再看房价。国家发改委、国家统计局发布的数据称,今年上半年,全国70个大中城市房屋销售价格同比上涨10.2%,涨幅比去年同期高4.2个百分点。北京、杭州、宁波等城市6月份的商品房销售价格上涨都在两位数,乌鲁木齐更是达到20.2%。

国家统计局关于“房地产行业暴利”时代终结结论的一个重要数据支撑是:今年1至5月,全国40个重点城市新建商品房、二手房,成交量、面积同比双双下降。我认为,对这一表象的数据应当客观分析。这一下降是在与去年房价高涨时比较的,即使在下降幅度比较大的深圳,也仅仅是接近去年高位水平,而我国的房地产行业调控,是从2005年开始的。显然,目前的房价与调控目标还有较大差距。国家统计局得出“房地产行业暴利”时代终结结论的另一个论点是“国家出台的金融政策,提高房贷门槛”等措施,加大了房地产行业的调控力度,促进了房地产行业的健康发展。

而现实情况是,我国的房地产行业并没有像有人预测的那样“重新洗牌”,或有多少家倒闭,相反,由于房地产行业的利益与政府收入、官员晋升、地方GDP增长有着千丝万缕的联系,绝大多数企业仍保持发展势头。据报道,由国家权威部门对全国7136家重点房地产企业的调查,84%的房地产企业对未来的效益仍充满信心。对于提高第二套房贷款的政策,约束的对象为炒房、投机者,可见目前的房价和相关政策,对大量只靠工资收入的自住型购房者仍缺乏吸引力。在房地产行业投资仍处于快速上涨势头,各地商品房价格仍然处于普通公众难以承受的程度,普通百姓自住型住房需求仍缺乏政策支持的社会氛围中,“房地产行业暴利时代已经终结”的结论显然难以服众。要使我国的房地产行业健康发展,有关部门不仅仅要看相关数据,恐怕还得多多深入到社会各阶层中去调查了解,掌握真切的第一手资料和信息,谨防国家决策被一些利益集团所“忽悠”。

沪深300无法取代上证综指

◎孙清岩

近日成思危教授和社科院博士研究生郭琨联合在《资本市场》杂志第8期上发表署名文章“上证指数失真之研究”,建议监管部门努力促进沪深300的推广,逐步在中国股票市场上以沪深300取代上证指数。关于上证指数失真的指责由来已久。由于上证综指以总股本加权平均,而我国大多数股票都是不能流通的国家股和法人股,容易造成以少量流通股操纵大盘股股价,从而操纵指数的恶果。特别是2006年和2007年上半年由于新股上市直接计入指数而使指数失真的指责更是不绝于耳。股票价格指数的初始职能是标尺性职能,是衡量股市运动及其变化趋势的标尺,反映和描述股市的整体状况,同时间接地反映一国经济的变化趋势。根据股市的两个职能又可将它分成两类:基准(Benchmark)指数与交易性(Tradable)指数,前者如道琼斯工业平均指数、上证综指等;后者如标准普尔500、沪深300指数等。

作为基准指数,上证综指是我国重建股票市场以来最早的股价指数,尽管有这样那样的不足和缺陷,甚至有时丧失其权威性和严肃性,如新股上市计入综合指数的时间就经常调整。尽管如此,虽然大家都认为它失真,但绝大多数股民甚至相当多的投资机构还是愿意关注上证综指。这就知道道琼斯工业平均指数,从指数理论上讲,用简单算术平均法来编制股票价格指数,其股价平均数不加权,存在明显的不足,但这并不影响道琼斯指数的权威性,也不影响它的地位。尽管标准普尔公司在1957年推出了标准普尔500指数,并扬言要取代道琼斯指数,但结果是,道琼斯指数与标准普尔500指数并行发展,道琼斯指数的地位难以取代。沪深300指数反映沪深两地A股市场整体走势的指数,样本覆盖了沪深两市70%以上的市值,具有良好的市场代表性和可投资性。在一定程度上,它的标尺性职能可能比上证综指更突出。目前,已有5只指数基金使用沪深300指数作为投资标的,同时已授权中银国际英国保诚资产管理公司使用沪深300指数开发境外ETF,以及路透资讯利用沪深300指数开发路透中国年指数,而且早在2006年9月中国金融期货交易所成立时就已确定由沪深300指数作为第一个股指期货标的指数。虽然沪深300指数编制更科学更有代表性,特别是股指期货推出后会有更多的机构投资者关注它,但它要取代上证综指似乎有一定难度。

一个成熟的资本市场应该有不同的指数,应该是多个指数混合的指数体系,以此满足不同指数需求者。全国人民只关注一个指数是不正常的。我相信随着资本市场的发展以及中国投资者素质的不断提高,无论是沪深300还是上证综指都会有不同投资目标的人来关注。监管部门做些工作促进沪深300指数的推广是可行的,如早日开通股指期货,让更多的投资者关注沪深300等等。而让沪深300取代上证综指是不妥的。(作者系哈尔滨商业大学金融学院副教授)

Column | 专栏

过分突出金融市场的“聚敛职能”,不仅有失偏颇,甚至会误导市场方向。在上世纪80年代以后,学者和投资者们比较趋同的看法是,股市的首要职能应是“流动性职能”,它可以促进理性投资,可以真正提高资金的配置效率,提高整个经济体的价值。

制度救市请从转变市场职能开始



田立

我不支持技术救市,但对于制度救市,我举双手赞成。理由是:对于一个成长中的市场,制度完善是市场效率之本。近年来沪深股市的几度暴涨暴跌,制度缺失一直是重要原因,而制度缺失的直接后果是投资者利益的无从保证,间接后果则是市场效率的低下。但是制度的建设与完善也是有“本”的,不能头痛医头脚痛医脚,只有紧紧抓住这个“本”,制度建设与完善才有章可循,才能有条不紊。这个“本”,就是市场职能。所谓市场职能,就是市场应该起到的作用,既可以是“硬性”的制度安排,也可以是“软性”的思想意识。随便翻开一本中国的经济教科书,只要论及金融市场的职能,往往都要提到一个“聚敛职能”(也就是把“闲散”的资金聚积起来),而且位置靠前。我不反对以金融市场作为整体研究范畴时突出“聚敛职能”,但如果因此就认为任何一类金融市场都应以“聚敛”为首要目的和思想意识,那就有失偏颇了,甚至

会误导市场方向,至少对股市来说就是如此。多年以来,正是由于我们(或许只是潜意识地)大大突出聚敛职能的地位了,以至于有人干脆把股市改造成融资场所,而且是不需要什么付出的融资场所,甚至还有把股市当成一块政策肥肉,“不咬一口白不咬”。这样的股市怎么可能是健康有效的呢?说起来,在美国,人们对市场职能的认识也经历了一番波折。但在上世纪80年代以后,学者和投资者们比较趋同的看法是,股市的首要职能应是“流动性职能”,即把有形的资产流动起来。巴菲特是较早觉醒的投资家之一,投资哈萨维纺织公司不算成功的经历,使他认识到“多元经营效果不一定比得上多元投资”的道理,就像他经常说的,你要建立一家食品厂也许没有经验,但这并不妨碍你从这个行业赚钱,因为你只要投资于食品企业的股票就行了。购买了股票就相当于购买了你所投资的企业的(部分)有形资产,以及从这些有形的生产线上分得利润的权利,同时又回避了管理、生产、销售等许多麻烦,岂不是一举多得

吗?弗吉尼亚大学的罗伯特·布鲁纳(Robert F. Bruner)教授对巴菲特的这一思想十分推崇,在他的编写的一本书中,开篇第一章就介绍,并用了“像投资者那样思考”的标题来突出其重要地位。而我们今天常说的巴菲特价值投资,严格地说也是以这个思想为出发点的。强调流动性职能,对于沪深股市至少有两点意义:从投资者层面讲,可以促进理性投资,减少盲目投机对股市的震荡效应;从宏观层面讲,则是可以真正提高资金的配置效率,提高整个经济体的价值。但是,这个职能的体现需要一个重要的制度基础,这就是分红制度。如果企业不分红,股票投资者只能靠资本利得来实现财富增长,又有谁会关心所投资企业的经营呢?久而久之,就会有两个恶果:短线投机多了,资源配置效率低了,因为投资者最关心的是谁最有可能在短期内给我带来资本利得。究竟怎样才能“强迫”上市公司分红的权利,同时又回避了管理、生产、销售等许多麻烦,岂不是一举多得

息率挂钩,股息率越高,债券利率就可以越低。这样做的妙处在于:一方面抑制了上市公司增发新股的冲动,另一方面又“强迫”这些上市公司主动分红。但那些不需要债券融资的企业又该怎么约束呢?我的进一步建议则是:一、证监会应和央行协调配合,建立适当的商业银行贷款利率与上市公司股息率的相关关系,虽不必像债券利率规定那么严格,但应作为一项重要的因素纳入商业银行贷款利率定价中;二、证监会要进一步严格上市公司上市申请中有关公司治理结构的约束,强化公司股东大会对普通投资者利益的体现,将分红制度更明确地体现在公司治理结构中。实际上,分红制度的意义不仅在于市场流动性职能的体现,它还有利于体现市场的另一职能——定价职能,这也是长期以来被我们忽视的,行为必然有所收敛,当前市场上的一些不良现象也会受到有效抑制,这不正是我们救市所追求的效果吗?(作者系哈尔滨商业大学金融学院副教授)