

应尽早防治由股市诱发的人为经济衰退

沪深股市持续大幅度非正常下跌,正在蒸发数千万投资人的金融资产,挤压上千万家庭的消费意愿,并造成金融资产结构退化、企业经营三面受敌,有诱发人为经济衰退的风险。务必尽早采取综合措施加以治理。

◎亚夫

相关数据显示,在外需下降、经济减速、内需作用日益突出的情况下,沪深股市持续大幅度非正常下跌,正在蒸发数千万投资人的金融资产,挤压上千万家庭的消费意愿,并造成居民储蓄持续猛增、金融资产结构退化、企业经营三面受敌,有诱发人为经济衰退的风险。对此,如不尽早采取综合措施加以有效治理,掉以轻心,那将付出沉重的后续代价。先来一组市场数据。据中登公司公布的相关报表,2006年12月,沪深两市月新增开户163万户,首次突破百万大关。当年全年新增开户537万户。而2007年全年新增开户数为6057万户。当年月新增开户数都在百万以上。其中,在500万以上的有6个月份。而当年4月新增开户675万户,5月791万户,9

月726万户,8月更达到峰值的892万户。而2008年的1到7月,月新增开户数仍保持在百万以上。

这是什么意思?

按照沪深综指目前的点位来衡量,这意味着自2006年底以来的20个月内新入市的数千万投资者,包括其间仍在持仓的老投资者,如果不做投机性操作,很少有人能逃脱资产被蒸发的噩运。仅以天相投资的统计数据来计算A股的情况,如果按照今年首个交易日约4300万持仓人持有的9万多亿流通市值来衡量,到8月12日约4800万持仓人持有的5万多亿流通市值,有超过4000万的A股投资人净损失近4万亿元金融资产,这还未扣除因大小非减持而增加的流通市值。

这会造造成什么后果?暂且不表。再来看一组宏观信息。综合国家相

关部门网站数据,2007年一季度我国GDP增长11.1%,二季度增长11.9%,三季度增长11.5%,四季度增长11.2%。2008年一季度增长10.6%,二季度增长10.1%。数据显示,近6个季度,我国经济出现了冲高回落的走势。尽管增长仍处于平稳较快区间,但增速明显放缓。又据央行网站数据,今年1到6月,我国金融机构居民人民币存款从17.74万亿元猛增至19.78万亿元,增加了2.04万亿元。7月份,人民币存款同比增长19.6%,继续保持大幅上升趋势。

与此同时,今年上半年,我国出口增速出现了同比大幅下滑的态势,大大减少了对经济增长的拉动。不仅出口企业经营困难,而且还有相当数量的中小企业也步入了窘境。据报道,上半年我国有6.7万家规模以上的中小企业关门。一些企业不仅受原材料价格上涨、产品需求不稳定的双重压力,同时那些涉足资本市场的企业,还由于股市大跌,面临着资产价值严重缩水的第三重压力。

综合上述信息,很明显,在外部需求下降、不确定因素日益增加的情况下,要保持经济平稳较快发展,避免因经济疲软而引发的一系列矛盾,扩大内需、增强内需,已变得比什么时候都重要了。然

而,不幸的是,一个经济隐患正在日益突出地表现出来,这就是由股市诱发的人为经济衰退。

为什么这么说呢?首先,股市持续大幅下跌,数千万人资产急剧缩水,经济预期变坏,消费行为必然要受影响。仅以A股投资者估算,如果4000万投资者每人投入20万元入市,缩水40%,还剩下12万元市值的股票,投资者都成了“股奴”。他们受影响的不仅仅是消费,还包括这些“死”资产。最终,他们的家庭受影响程度要远远超过这初始投入的20万元。

这里计算的还只是4000万A股持仓人的情况,还未计算数量同样巨大的基金持有人的资产缩水情况。如此巨大的社会中间阶层人群及其家庭的资产被蒸发、消费需求被挤压,这对正处于消费升级关键时刻的中国经济来说,尤其对需要升级换代或产业转型的企业来说,将是十分负面的消息。

其次,股市持续大幅下跌,还造成社会资金结构的退化与金融资源配置的严重扭曲,使原本已经开始朝着合理方向流动的社会资金再次回潮,金融环境再趋恶化,高储蓄率问题再次困扰中国经济。这几个月的事实表明,在CPI持

续高位徘徊的情况下,居民储蓄还在持续大幅增长,这不是金融市场有效性的证据。相反,一方面,大量资金流向银行;另一方面,中小企业又严重缺钱。这实际上是金融无能的表现。

而股市的大幅下跌,消费需求受挤、企业经营受困、经济景气下降、金融体系低效,正显示出某种经济趋于衰退的苗头。因为,按照大家比较熟悉的说法,“大多数经济领域内的经济活动,如果连续几个月出现下滑,即为经济衰退。”而今年以来股市超过50%的跌幅,其负财富效应已经开始蔓延,这种持续大幅度的下跌对总需求的打压,很有可能触发经济衰退,其后果亟需警惕。

股市的问题,绝非是虚拟的市场问题。由于它影响着巨大的社会中间阶层及其家庭人口,因此,对宏观经济的影响也极为复杂,社会成本巨大,不容忽视。所幸的是,现在宏观经济政策已经从“双防”调整为“保一控”,表明决策层已经对经济下滑有所担忧。此时,如果忽视股市对国民经济的深远影响,那是不可取的。因为中国经济的潜在增长力与增长可能性巨大,只要发挥股市的正面杠杆作用,改变全社会的投资与消费预期,中国经济完全有条件走出目前的困局。

■今日看板

A股重挫 救市诉求不断强化

◎乐嘉春

近期,A股股指持续下跌,接连跌破了市场普遍预期的范围。当前A股市场之所以会呈现如此弱势特征,就其影响原因而言,并非主要源自于市场外部因素,而是由A股市场长期以来惯以“某个事件”来“做市”或“造市”的主动性操作所造成的。

反市之所以会出现“做市”或“造市”的市场现象,则反映了市场各方力量想利用“某个事件”来倒逼管理层出台相关的利好政策。在一定程度上,这种市场诉求也表明,当前A股市场的“根基”仍然是非市场化的,A股市场中的市场力量很弱,而管制的力量却很强。

当初,股权分置改革初步成功后,似乎让我们看到了有望重塑A股市场的市场化根基的希望。但是,问题似乎更为复杂。因为,在消解了此前A股市场赖以运行的非市场化的暂时性契约后,我们并没有及时建立起新的、有效的市场规则,来规制大小非解禁问题。

从强烈的管制到宽松的放任,非但没有促进A股市场重塑其市场化根基,反而是增加了A股市场的市场化进程的推进难度。

例如,当我们意识到相当部分的大小非(持有的成本低得令人惊讶)可以在任何时候抛售时,也彻底打破了市场供需决定价格等经济学基本规则,此时又没有了有效的监管方法来管制大小非解禁问题。

其实,大小非问题只是观察当前A股市场的“根基”仍是非市场化问题的一个视角,还有再融资、机构投资者等问题也是如此。股权分置改革后,虽然A股市场的表象或形式发生了变化,但其实质或言影响中国股市内在发展的非市场化的“硬核”并没有发生什么根本性变化。

当市场从亢奋中清醒过来后马上又意识到,管制的力量或许比市场的力量对A股市场的影响力更大,市场的思维定向又重新回到了过去:如果股市的根基是非市场化的话,诉求管理层“救市”似乎是理所当然的事情。

这样,一旦遇到什么问题,就会诉求管理层尽快出台政策措施来予以施救;一旦什么问题,就会借助于或利用“某个事件”来倒逼管理层出台利好政策措施。

当然,鉴于当前A股市场已步入危机时期,管理层实施救市措施也是理所当然的。问题是什么时候救市?怎样救市?还有,救市的影响是暂时的还是更强调制度性的重建?对市场各方的利益重新布局有何影响?这些问题的未解,可能是当前A股市场为何要以股指连续重挫方式逼迫管理层的主要动因之一,也可能是导致当前A股股指非理性下跌的重要原因之一。

当市场确信“有形之手”能拯救A股市场时,这种来自市场各方与管理层之间的博弈会更加显著,影响也更加深远。

■特别报告

股市发展的战略定位与话语权垄断

——关于股票市场发展的几个问题(上)

◎葛兆强

在现代经济社会,任何一个强国都是一个资本市场大国,没有一个强大的资本市场,就不会成为一个经济强国。但是,我国的股票市场一直呈现出较强的非理性特征。尤其是,上证指数从2005年6月的998点一路上涨至2007年10月的6124点,两年多涨幅超过500%,但是,从2007年10月到2008年6月中旬,在7个月的时间内股指跌幅又超过了50%。股票市场的剧烈波动,在给广大投资者带来巨大损失的同时,也给我们资本市场的健康发展带来了许多负面影响。

一、股票市场发展的战略目标应定于何位?

股票市场是国民经济的晴雨表,这是任何一本经济学教科书的基本观点。但是,基于中国股票市场的已有表现,我们有足够的理由质疑其正确性。难道教科书的理论错误吗?答案是否定的。究其原因,根源在于中国股票市场初始目标的定位偏差及其此后的路径依赖。与发达国家的股票市场不同,我国股票市场的建立是一种政府主导的制度安排,它不是市场因素诱致性变迁的结果,而是政府推动的强制性变迁的结果,建立资本市场的初衷是为了推进国有企业改革而动员社会金融资源。

这种非市场化的制度安排,使得国家信用一开始就渗透到市场信用之中,政府在为股票市场提供“隐性担保契约”的同时,也对股票市场的功能和发展目标进行了若干非市场的行政界定。随着股票市场的发展,基于制度变迁的路径依赖性质,我国股票市场初始的目标选择决定着后来的市场演进逻辑,因此,股票市场发展的目标一直未能跳出为国企改革、重组和圈钱的浅层次目标,股票市场发展一直未能上升到国家战略层面。

综观当今世界,任何一个经济强国无不拥有一个强大、有效的资本市场,任何一个经济大国,都是资本市场发达的国家。反观中国,资本市场与其拥有的世界经济地位是极不相称的。中国要实现和平崛起,要成为世界经济强国,首先必须建立一个强大、有效的资本市场。美国崛起和阿根廷沦落的历史,充分揭示了资本市场发展对大国兴衰的重要影响。1913年,阿根廷与美国基本上处于一个经济起点上,而且欧洲人在选择到美洲定居和投资时,通常会选择阿根廷而不是美国。然而,不到100年时间,阿根廷与美国已经无法相提并论。专家认为,造成这种差别的原因,文化和经济原因很多,但是,金融体系效率和资本市场的发达程度是一个关键因素。美国经济的起飞和持续发源于一个强大资本市场的推动,而未能建立一个有效、健康的本土资本市场的阿根廷最终在大国博弈中落败。

其次,我国产业结构升级和创新性经济建设必须依靠一个强大、有效的资本市场。建设创新性经济是我国的一项既定战略,实现这一战略目标必须建立一个强大、有效资本市场。美国的既得经验,可以为我们所借鉴。从美国经济发展的历史看,几乎每一次经济热潮或技术进步,都是依托资本市场发展起来的。从19世纪早期大规模修建运河和铁路,到

股票市场发展应纳入国家战略,财政政策和货币政策应当把维护和发展资本市场作为目标之一。而中国股票市场的话语权应该掌握在国内投资机构和市场分析人士手里,绝不能让国际投资银行所垄断,政府官员和经济学家更不能。

后来钢铁和化工行业的兴起,美国经济起飞过程中的每一个阶段,都源于资本市场的强力支持。20世纪70年代后,世界经济出现了以高科技为龙头的全新经济模式。但几十年来,从计算机到网络、从生物到纳米,不仅无一例外都是在美国兴起的,而且美国始终在全球保持领先地位。事实表明,并不是美国的科学家比其他国家的科学家更优秀,而是美国拥有高效的资本市场以及与之相关的风险投资产业,拥有将科技转化为产业和不断推动创新的强大机制。这就启示我们,如果没有一个强大、有效的资本市场,那么,全球化进程中的中国至多成就为“世界工厂”,而不可能成就为自主创新性经济国家。

第三,提高资本运营效率,有赖于一个强大、有效资本市场。近些年来,旺盛的中国经济不仅使我们自身积累了巨大的资本存量,看看中国投资美国国债的规模便知),而且已经形成了吸引全球资本的“资本洼地”,大量国际资本涌入国内,越来越严重的社会流动性即是注脚。由此,我们的资本并不短缺。但是,仅有资本是不够的,关键是要有一个有效的资本市场。17世纪全球资本涌入荷兰,虽然成就了荷兰的海上霸权,却由于缺乏有效的资本市场,终究昙花一现;18世纪,全球资本涌入英国,虽然成就了200年的帝国梦想,终因一战前后伦敦交易所被纽约超越而让位于美国;19世纪,全球资本流入美国,依托一个强大的资本市场,美国崛起成为世界第一强国并持续至今。

那么,如何才能建立一个强大、有效的资本市场?首先,股票市场发展应纳入国家战略。政府应从国家战略的高度研究规划我国股票市场的长远发展战略,政府有关部门应在有效推动中国和平崛起、构建自主创新经济体系、提升中国经济全球竞争力和构建和谐社会战略高度,把促进股票市场健康发展提升为国家的主导战略,对战略和全局的高度把资本市场发展战略纳入国民经济整体发展规划之中,与国民经济中长期发展规划相协调配合。其次,财政政策和货币政策应当把维护和发展资本市场作为目标之一。在国民财富的证券化水平不断提升的趋势下,政府必须承担金融市场主体稳定之责,财政政策与货币政策应该在传统的反通胀和反萧条两大目标之外,增加第三大目标——维护资本市场体系的稳定。第三,转变政府职能,深化经济金融体制改革,健全法律体系,为资本市场的健康发展奠定良好的制度基础。

二、股票市场的话语权应由谁来垄断?

耶鲁大学的席勒教授认为,在信息经济时代,无论是报纸、杂志、广播等传统媒体,还是互联网等现代媒体,它们无论在决定股票市场变化的阶段,还是在

煽动这种变化方面都发挥着重要作用。媒体是一股强大的力量,能将各种思想灌输给完全被动的公众。媒体在使大众对新闻更感兴趣的同时,也成了投机价格的主要宣传者。它能够造成更强烈的反馈,使过去的价格变化引起进一步的价格变化,也能引起其他一连串的事情发生。也就是说,某条新闻、某个事件、某个人的观点,经过新闻媒体的传播和渲染,都有可能引起市场的过度反应,或助长投机,或加剧恐慌。从我国股票市场发展的历史看,事实的确如此。

我认为,除了媒体能够积极影响公众的注意力、思考方式和行为模式外,媒体的力量关键是来自于新闻媒体背后的那些市场话语权的拥有者。在任何一个市场上,话语权都是非常重要的。谁拥有市场话语权,谁就能够影响市场甚至左右市场走向。在一个成熟的股票市场,非专业人士一般不会对市场说三道四,政府官员和经济学家更不会轻易发表对市场运行的个人观点,市场的话语权主要掌握在投资机构和证券分析师手中,他们可以根据自己的分析判断,发表自己的独立见解。当然,为了树立和维护自己的市场形象,绝大多数投资机构和证券分析师也不会对市场胡言乱语,作出一些不客观的分析结论。但是,从我国的情况看,对股票市场拥有话语权的人非常之多,无论是政府官员、专家学者,还是机构投资者以及个人投资者,似乎有点社会地位或知名度就可以对股票市场评头论足,指点江山。

目前,垄断中国股票市场话语权的人主要有三类:一是少数政府官员;二是部分经济学家;三是一些国际投资银行。国内一些投资机构和市场分析人士尽管在媒体上也很活跃,但是,由于预测分析结论经常与市场相背离,所以,难以赢得公众和投资者的信任,也没有得到政府的充分关注,所以,其话语权的分量很低,更难以形成对市场话语权的垄断。我认为,中国股票市场的话语权应该掌握在国内投资机构和市场分析人士手里,绝不能让国际投资银行所垄断。政府官员和经济学家更不能垄断股票市场的话语权。

首先,国际投资银行垄断我国股票市场话语权会损害中小投资者利益,甚至影响国家金融安全。国际投资银行垄断国内股票市场话语权是一个历史和必然的过程。因为,我国股票市场是移植和模仿发达国家资本市场的产物,无论是仿场游戏规则还是市场价值评估体系,都来自对西方发达国家资本市场的刻意模仿,无形之中,我国的股票市场从诞生起就已经将话语权交给了国际投行。近年来,一些国际投行对中国资本市场政策的影响和把握甚至到了可怕的地步,无论是加息还是提高准备金率,无论是政府出台降低印花税和扣机还是对CPI等宏观数据的预测,他们的预测与事实惊人一致。也许,国际投行垄断资本市场话

语权是新兴市场国家难以避免的共同问题。但是,这个问题的负面效应是非常显著的。因为,国际投行作为有利益诉求的主体,它们的研究报告,它们对中国股票市场的评论和建议,都是建立在自身利益最大化基础上的,很难做到客观、公正。在现实中,我们经常可以看到,这些国际投行凭借自己的市场地位和研发优势,发表一些有悖客观的观点和意见。有目共睹的事实是:在中国股票市场积极向好的时候,它们往往唱衰打压,寻找最佳买点;在股票市场下跌时又落井下石,加速市场恐慌,为其抄底制造舆论攻势。我认为,在实施构建强大、有效资本市场的国家战略中,如果由国际投资银行垄断中国资本市场的话语权,那么,政府有关资本市场发展的政策就会受制于国际投行,其结果不仅会给国际投行牟取暴利创造机会,对国内投资者的利益造成损害,而且会给我们资本市场的稳定健康发展乃至国家金融安全带来较大隐患。

其次,经济学家垄断股票市场话语权会误导市场运行。股票市场是一个微观问题,有其自身的运行规律,除了长期跟踪市场运行的专业人士,对市场运行的把握一般都会有所偏颇,所以,对市场拥有话语权的人通常是置身市场的专业人士。而那些侧重宏观研究和理论研究的经济学家,通常是力不能逮的。令人担忧的是,目前有一些年过六旬、缺乏起码的公司金融知识训练、纯粹研究理论经济学出身的人,经常在媒体上对市场发表评论,甚至对大盘点位津津乐道。如果让这些所谓的专家垄断国内股票市场的话语权,那么,对于中国股票市场未来发展而言,是祸而不是福。

第三,政府官员垄断股票市场话语权有碍公平和效率。政府官员是政策的制定者、市场的监管者,他们必须置身于市场之外,与市场保持适当距离,不能轻易对市场做出所谓的“独立”判断。现实中,一些政府官员经常以学者的身份出现在新闻媒体上,权威“地”对股票市场、股票市场指数乃至股票价格进行点评。鉴于其特殊的身份地位,他们的观点经常会得到投资者和公众的关注。事实上,这些做法是不合适的,而且会损害市场公正和市场效率。

第四,中国股票市场的话语权应该掌握在国内投资机构和市场分析人士手里。坦率地讲,国内投资机构和市场分析人士对市场也拥有一定的话语权,但是,由于投资者对他们的信任程度不高,所以,至今他们并没有对市场话语权形成垄断。究其原因,主要在于他们的专业水准和对政策的把握能力都难以与国际同行相比,因为他们对市场的走势和政策的趋向经常发生误判。尤其是,从6000多点开始,他们就失去了对大盘的正确研判,屡断屡误,屡误屡断,误导和伤害了投资者。目前,国内真正对资本市场精髓有深刻领悟,能对资本市场走势有精妙研判的“专家”太少。有报道说,现在大多数基金管理公司的基金经理从业时间不到两年,都是一些刚出校门的学生。我认为,要根本改变中国股票市场话语权被国际投行垄断的现状,必须提高国内专家的专业化水平。除此之外,别无他途。(作者系招商银行总行战略发展部副总经理,中国社科院应用经济学博士后)

■声音

货币政策应兼顾连续性与灵活性

◎仇高擎

近期我国关于下半年货币政策表述中已经不再用“从紧”二字,但是我们认为,考虑到我国通胀压力、流动性、投资信贷等方面形势的发展变化,下半年我国货币政策的总体基调不会有实质性改变,政策将依然保持稳定性和连续性。

一是国内通胀压力依然较大。首先,PPI持续走高,向CPI传导的压力依然较大;其次,初级产品价格仍将在高位运行,我国输入型通胀压力的风险依然存在;再次,南方暴雨、洪涝灾害对粮食、蔬菜、水果等食品价格构成一定的上涨压力。

二是流动性依然偏多。从境内“体制内”因素看,国内股市深幅调整,资金回流银行,虽然不直接增加广义货币(保证金也算入M2),但更利于商业银行进行信贷创造的一般存款增速加快,带来潜在的流动性增长压力;从境内“体制外”因素看,发展迅猛的信托贷款和民间融资最终将反映为货币供应量的增加;从境外因素看,美国次贷危机仍在继续发展,短期跨境资金流动仍要予以关注。

三是投资信贷仍存在一定的反弹可能。投资方面,上半年我国地方政府换届已经基本到位,“政府换届效应”可能推动下半年固定资产投资快速增长。防止投资反弹仍需要实施从紧的货币政策,把住信贷投放的“闸门”。信贷方面,如上所述,受国内外因素的双重作用,银行体系流动性依然偏多,投放冲动依然较强。特别是考虑到民间融资在年率百分之十几、几十的情况下依然发展迅速的局面,更需要继续对货币信贷增长加以适当控制,以避免“一放就乱”。

当然,考虑到下半年我国经济增长有一定的趋缓迹象,CPI有所回落、流动性虽仍过剩但压力有所放缓,因此货币政策在工具的选择以及实施的力度和节奏上都应更加灵活,并更加注重解决结构性矛盾。

一是法定存款准备金率的上调频率和幅度都将低于上半年,并更多地采用差别性、针对性的工具。预计法定存款准备金率将提高2次,1个百分点左右。这是由于法定存款准备金率已经屡次创历史新高,其边际效应进一步加大,商业银行的流动性确实已经比较紧张。特别是中小银行,正遇到吸收存款能力较弱、贷款增速较快、资金拆借成本高企的三重困难,所面临的高收益资产调整压力越来越大。而存款准备金工具作为总量工具,无法有效兼顾各类金融机构的流动性差异。因此,法定存款准备金率的升幅应趋缓。同时,央行将更多地通过公开市场操作、差别存款准备金率等手段或进行工具创新以更有针对性地回收流动性。

二是信贷总量控制措施继续,但更加注重解决结构性矛盾。下半年,我国仍将采取信贷总量控制措施。这是由于目前银行体系流动性依然偏多,信贷反弹的冲动和压力依然较大。如果信贷增长过快,将对控制货币供应和抑制全面通胀构成威胁。二是在经济增速回落的情况下,从防范银行体系风险的角度考虑,也应抑制其信贷过度投放。当然,下半年货币政策应更加注重解决因为信贷总量调控所带来的结构性矛盾,更好地满足灾后重建、“三农”、消费、小企业等方面的合理信贷需求,信贷投放的总量也会因此而相应有所增加。当然,结构性放松的信贷政策效果如何需要进一步观察。

此外,在我国经济下行风险加大,CPI正在逐步回落、美联储维持现行利率的情况下,我国加息将更加谨慎。

(作者系交通银行研究部高级金融分析师)