

目前通胀的两个主要成因与人民币流动性没有太多关系,所以,执行更加严格的货币政策没有道理,也没有必要。历史地看,现在的物价水平只是较低水平上的“高”,一定的通胀水平是可以容忍的。现在特别需要积极地运用财政政策来促进经济增长以及产业结构调整。

控制通胀不能损害经济增长基础



中国目前已经进入世界第三大经济体。到今年底,人均GDP将达到3000美元,接近中等收入国家水平。对于一个经济总量很大的国家来说,人均GDP到了3000美元,意味着经济结构需要升级,产业结构需要重大调整。而在这个调整和升级过程中,如何处理好通货膨胀、经济增长、就业、中小企业发展等关系和矛盾,是必须正视的大问题。

依我看,维持经济的持续稳定增长仍然是我们的头等大事,而控制通胀不能过度损害经济持续增长的基础。因此,可以将宏观经济目标设定为:在维持10%以上的经济增长的同时,可以容忍不超过7%的通货膨胀。

为什么可以容忍7%的通货膨胀呢?这是因为,我国去年以来出现的通胀,与上世纪八九十年代发生的通胀存在较大差别。首先,本次通胀属于输入型,物价全面上涨的主要原因是国际市场大宗商品价格特别是石油价格持续上涨传递到我国经济运行之中所致。在高油价与目前全球货币体系关系巨大,而与人民币流动性没有特别重要关系的判断下,要化解高油价难题,靠货币紧缩政策、靠收缩人民币的流动性,是很难收到效果的。

其次,这次通胀属成本推动型。在“成本推动”中,又有几个需要厘清的问题:一是劳动力成本大幅提升是否可接受。劳动力成本的提升是社会进步的标志,劳动者理应在中国经济发展中得到应得的福利。从这个意义上说,物价上涨,也代表了一个国家的现代化。在控制恶性通胀的同时,应认识到,劳动力成本、工资收入水平的提高所带来的成本上升、价格上涨,不仅必然,而且必要。

二是资源价格上涨是否可接受。当前,各种能源、资源品价格都在上涨,这种上涨,实际上是利益关系、经济结构调整的必然结果,通过市场机制,市场竞争各方都在动态地寻求利益均衡点。在这个过程中,应尽量减少价格管制的范围,价格管制在控制通胀的同时,也削弱了供给,而不增加供给,显然无法治理通胀。三是农产品价格上涨是否可接受。农民对中国现代化贡献很大,国家发展了,自然要想方设法提高他们的收入,农产品价格上涨,对农民、农村有好处,对结构调整有好处,也应该是可以接受的。

总而言之,目前通胀的两个主要成因与人民币的流动性没有太多关系,所以,紧缩货币的政策不能解决根本问题。在目前,执行更加严格的货币政策没有道理,没有必要。历史地看,在1999年到2008年的一个经济周期中,如果将物价水平做平均化处理即可发现,目前的物价水平只是较低水平上的“高”,一定的通胀水平是可以容

忍的。

如何处理好保持经济持续稳定增长与控制通胀水平的关系,我有三点建议:

第一,原则上应减少价格管制措施。当前对于油价的控制和对于一些石油企业的补贴,不仅有碍于公平,也抑制了供给的增长。我认为,应通过能源、资源品价格的上涨来控制高耗能企业的发展。在这方面,一个突出的例子是电价太低,电解铝行业只要通过电力差价,就可以获得利润。电价过低,不利于压缩高耗能企业,政策与战略不相匹配。

第二,坚定地通过内需增长来拉动经济持续发展,而内需拉动首先要提高与内需有关的经济主体特别是劳动者的收入水平。这涉及另一个重要问题,即收入分配。因此,经济增长和收入分配政策要更多地关注民生。今年上半年,我国经济增长10.4%,财政收入增长30%。在这样的收入分配关系下,构建内需动力的源泉不足。因此,我国特别需要从经济发展角度灵活地运用税政政策。目前,税收政策运用的重点在降低税率或提高税基。如果未来经济增速保持在10%左右,且财政收入增长也保持在10%左右,则结构就相对比较合理,社会大众收入和企业利润就能有相应幅度的提高。

第三,要努力提高大众的财产性收入,充分重视存量财富的增长,重视存量资源的再配置。在这方面,我们不仅要重视流量、增量,更要重视存量,尊重前人的成果、尊重历史。为此,要大力发展资本市场,通过资本市场让存量财富创造更多的收益。通过上述努力,可以实现当期经济增长和收入水平的提高,做好流量、增量;也可以实现过去创造出的财富的增值,做好存量。两种财富叠加,就是小康社会的财富形成方式。

在当前的货币政策中,有一种意图是通过提高存贷款利率来收缩流动性。但是在目前条件下,提高存贷款利率,实际上是在创造更大的流动性,从而可能推动通货膨胀,为什么呢?这就涉及汇率机制与国际游资问题。中国现在成了全球最安全、最没有风险、回报率最高的地方。全球的短期资本,通过五花八门的路径,想方设法进入中国市场,因为这个地方太好赚钱了。

对这些热钱,首先要弄清楚它从哪些渠道进来,地方政府招商引资是一个很重要的管道,还有外商直接投资,经济贸易夸大价格等,还有很多个人自己带进来。据有关部门介绍,在深圳罗湖口岸,经常可以看到不少香港人身上绑着美元、港币进来,到深圳后,换成人民币,有段时间深圳的人民币现金提取占全国银行体系现金提取很大的比重。国际游资,或者短期资本流动,时机一旦成熟,它肯定会流出去。如果流量非常大,非常急,就会对我国的金融体系特别是货币体系带来冲击。一个国家的金融危机最终会演变成货币危机。

关于热钱对我国经济的冲击,我想强调的是,我们不要害怕热钱。中国有这么多外部资本进入,是因为中国经济持续增长、经济环境稳定,人们有良好的预期。实际上,我们将和热钱相伴而存在,把热钱消灭掉是不可能的,只能适时疏导。同时我们要通过改革,把热钱变成正常的短期资本流动。为此,要着力推进汇率形成机制的改革。现在是央行和个人、企业在交易,未来的外汇市场交易主体主要是企业与企业的交易,把风险分散给企业。现在的结售汇制度需要改革。

另外,我们要从技术层面采取措施,防止这些以班排连营方式进来的热钱在未来某个时候以集团军的形式迅速撤离。这些游资大规模流出将给一国的货币体系带来非常大的冲击。我们现在有1.8万亿外汇储备,按照一定的结构分布不同的资产上,我们不可能把这些储备以现金的方式搁在账上。如果热钱以集团军的方式撤离,负债和资产的结构就可能会不匹配了,危机就会出现。当年韩国的金融危机与资产负债的结构性失衡是有关系的。在一国金融体系内,如果单一银行出现由资产负债结构严重失衡而出现支付危机,通常央行会提供流动性帮助其渡过危机,但在国际范围内,如果一国金融体系出现了危机,国际货币基金组织也会提供帮助,但这个帮助要以付出巨大代价为前提的。

要从政策和技术上防止热钱以集团军的形式撤离,从外汇管理上要做很多细致工作,比如不断调整外汇资产结构。有人说如果热钱大规模流出,可以开征托宾税(外汇出境税)。我个人认为,开征托宾税有百害而只有一利。中国不能这么做。我们不能损害我们在国际的金融信誉,征收外汇出境税是得一时之利,受长期之害。我们所要做的

是根据汇率的变化来动态地调整外汇资产结构,以防范未来的金融风险。

总之,根据目前中国经济状况,执行偏紧的货币政策和偏松的财政政策的政策匹配是恰当的。中国财政政策过去相当长时期里基本上就是个收税政策,对经济运行基本上缺乏调节作用。

所以,中国宏观经济政策是跛脚的。

这种跛脚的政策结构经行形成了太大的压力。本来是两条腿走路,现在只靠一条腿,多么艰难。所以我们现在特别需要积极地运用财政政策来促进中国经济增长,促进中国产业结构调整。

(作者系中国人民大学校长助理、金融与证券研究所所长)

没有带来惊喜,反倒是不无惆怅,不无惆怅。

其实,问题并不在于奥运纪录或世界纪录的创造所呈现的是一种积极向上的态势,而市盈率的接轨国际水平对于中国股市来说所表现的则是一种向下调整的趋向。问题是,判断向上向下的好坏总得有个让人心服口服的客观标准,而不依人们的主观愿望所转移。对于市盈率来说,究竟是不是越低越好?从来都是有疑问的。市盈率所反映的是已经或正在成为历史的数字上的本益比,而反映投资价值的不仅有体现公司治理水平和核心竞争力的成长性,还有容易跟不同的市场环境和人们的认知水平发生互动的企业形象的可塑性等等。新兴市场的市盈率一味地向发达国家或成熟市场的市盈率水平看齐,严格说来,是一种历史的误会。

就在全国大众都在为奥运金牌而欢呼时,沪深两市的市盈率也已同国际水平接轨了。据沪深证券交易所披露的信息,截至8月11日,沪市A股平均市盈率为18.65倍,深市A股平均市盈率为21.3倍。沪深300指数的平均市盈率为18.5倍,而根据汤森路透提供的数据,美国道琼斯工业指数的平均市盈率为17.72倍,纳斯达克指数平均市盈率为20.88倍,标普500指数平均市盈率为15.5倍。不过,从市场波澜不惊的表现来看,市盈率国际水平毕竟不是奥运纪录或世界纪录,它的接轨不

仅没有带来惊喜,反倒不无惆怅,不无惆怅。

证监会发言人最近说:去年10月中旬以来股市大跌,是受股市内在调整压力、国际金融环境不确定性增加,中国经济面临多重变数冲击综合作用造成的。由于中国资本市场机制及结构尚不健全,加大了调整幅度,但市场稳定健康发展总体趋势不变。

尽管我们并不否认中国股市曾经存在市盈率过高的泡沫性风险,但是,长期背离经济持续增长趋势的股市,对于一旦出现的分享经济成长成果的机会过度激动和兴奋,也不算太过分。只要整体经济以及上市公司业绩依然有可能保持持续增长,股票估值过高问题是可以通过时间换空间的方法进行自我调整的。目前市场一些主要市盈率指标均已相继调整到历史较低水平甚至最低水平,显然不无矫枉过正之嫌。

当前,由于国际金融环境和国内经济形势的变化,宏观调控政策需要微调,不能不在一定程度上对市场预期产生一定的影响。但是,这绝不是股市重新回到“反晴雨表”时代的理由,

更不是用虚伪的市盈率标准来冒充价值标准的理由。对于中国股市来说,加



美国经济陷入衰退,寒意逼人,各大企业CEO如果拿不出漂亮的成绩报告,在这个位置上就简直坐针毡。CNNMoney网站稍早时候公布美国前十大痛苦CEO,投资银行雷曼兄弟CEO理查德·福尔德高居榜首,两大房贷巨擘——房地美和房利美的CEO分居二三位。

注重回报股东有了制度约束

◎肖玉航

截至上周末,深沪A股市场526家公司披露了半年报,但令投资者失望的是仅有19家公司推出了中期分配预案,其中11家公司推出了现金分红预案,仅占目前A股上市公司总数的1%。

稍稍梳理一下A股市场近年来的分红就会发现,一些公司动辄数十元、数十倍甚至数百倍增发价格的再融资计划实施后,对股东的回报却简直不值一提,一批大的权重蓝筹股的年度股息率均低于一年同期定期存款利率,便是明证。比如保利地产、中信证券、万科A、中国远洋等蓝筹公司的股息率与巨额融资形成强烈的反差。

令人欣慰的是,近期中国证监会终于明确对上市公司再融资提出了具体要求,并强调将其定性为今后上市公司再融资的前提条件,这实在是非常必要的。证监会新闻发言人近日还表示,下一步将从进一步完善分红制度着手,逐步引导上市公司在公司章程或年报中明确分红政策;进一步严格以上市公司分红作为再融资的前提条件,协调推动国有控股上市公司进一步发挥现金分红的表率作用等。

关于上市公司的分红,在成熟市场,通常企业进入稳定增长阶段,分红政策也趋于稳定。我们看到,目前香港证券市场也正处于半年报集中公布期,汇丰、渣打、东亚等大批权重蓝筹股在公布半年报的同时均有半年现金分红同时公布。而在内地,大量上市公司

分红所体现的投资回报难尽人意。

数据显示,2007年沪深两市共有779家上市公司实现现金分红,占上市公司家数的50%;其中送红股的148家,占上市公司总数的9.5%。其中,派现总额2757亿元,但与上市公司总体年度利润所出现的幅度增长特别是2007年业绩的大幅度增长不成比例。

笔者认为,把对投资人的回报水平作为上市公司再融资的前提条件,这是市场发展的必然,但落实制度需要切实严格执行,从而从制度上切实引导上市公司朝这个方向努力,需要有注重股东回报和制度约束机制的双重动力,才会促使沪深股市健康发展,才会使再融资切实地向优势公司、注重股东回报的公司项目上发展,由此才有望形成市场的良性循环。

市盈率的美国股市也许比沪深股市泡沫更大,更危险。

股市是经济发展的晴雨表。而任何的“晴雨表”当然都是有时空区域的,同时也是动态的,具有鲜明的认知上的互动特征。对于股市来说,这也正是价值发现和发掘的意义所在。反映“晴雨表”的“北京时间”显然比单纯反映市盈率的美国时间对于中国投资者更有意义,特别是在中国经济还很容易受到政策调控影响和沪深股市还没有真正脱离政策市的条件下。沪深股市绝没理由比发生了次贷危机和“两房”危机的美国股市跌得更惨,拥有更多更强大经济实体的沪深A股的定价权,没有理由拱手相让给本身并没有多少实体经济的香港股市,更没有理由可以认为,沪深股市跌到比发达经济体市场还低的18倍市盈率还不够,非得付出更大的代价才算从“新兴”走向“转轨”所必不可少的成人礼的完成。

在某种意义上,“民族的自己的就是最好的”,这句话也适用于股市的价值判断。中国股市的价值定位越是贴近“北京时间”,离“晴雨表”就越近,反之,势必会离投资价值更远。

有多少痛 可以重来?

——“实”话奥运之四

◎程实

奥林匹克的心路之旅,就像是坐过山车,由于跌宕起伏、悲喜交加而让人思绪万千、终生难忘。只是,潜意识里,我们会不由自主地贪恋胜利带来的喜悦。虽然巴尔扎克说“痛苦是一个深不可测的宝藏”,但有那么多的喜悦可以分享,我们似乎很有理由将回味痛苦的打算放飞到更远的未来。

但是,奥林匹克却用一种略显残酷的方式让“痛”变得更加刻骨铭心,那就是历史的重复、痛苦的复制。当刘翔和特拉梅尔黯然走下北京110米栏的跑道,雅典奥运会上约翰逊摔倒后无助的表情似乎又浮现在人们眼前;当埃蒙斯在爱妻凯特琳娜的殷切注视下最后一枪险胜射下4金4银而痛失眼看到手的男子步枪三姿金牌时,人们不由自主地想起雅典奥运会上他同样在最后一枪的惊人脱靶;当费德勒不敌美国酷哥布雷克·爆冷止步网球男单八强时,人们又想起了他在雅典奥运会第2轮输给伯蒂奇的一幕……

奥林匹克就这么奇妙,这边用菲尔普斯的八金神话、博尔特的9秒69和伊辛巴耶娃的5米05大声宣告“激情没有极限”,那边又用埃蒙斯和费德勒们的失落警示我们“有很多痛可以重来”。比之欢乐和激情,奥林匹克重来的“痛”带给我们更多值得深思的启示:每个项目的发展和每个运动员的状态都不可能永远处于巅峰,甚至不可能只经历一次失败。归根究底,体育运动和世间万物一样,都有潜在的发展规律,都受到“周期”变化的影响和支配,认识、服从和顺应潜在的规律和周期进行适度的自我调整,奥林匹克的痛才会真正变成未来欢乐的基石。

其实,世界经济之“痛”又何尝不是如此?最近一两周的最新数据和突发事件,已经让世人隐约看到了经济梦魇的情形而至。当这个星球上举足轻重的几个经济体纷纷遭遇增长苦难时,盲目高调乐观和无端淡然忽视似乎都不合时宜。必须承认,世界经济的现状似乎比我们之前想象的要糟糕许多。

也許几个月前,我们还有足够的理由对0.6%的2007年第四季度美国经济增长环比年率保留谨慎乐观,但最新一次修正中,这个数据变成了-0.2%,不仅比之前两个季度的4.8%下降了整整5个百分点,还创下了此前28个季度以来的首个负值。上一次美国经济萎缩是在2001年第三季度,一个黯淡的“七年之痒”似乎让世人隐约看到了“高科技泡沫”破灭的历史重现。当然,美国经济衰退至今存在争论的另一原因在于2008年第二季度美国经济增长率“看上去挺美”,1.9%的季环比年率甚至为最近8个季度的第3高点,但如果不是强劲的出口提供了2.42个百分点的贡献,负增长可能会再现,毕竟在这个季度,楼市萎靡导致的投资放缓对经济增长造成了高达2.28个百分点的损伤。近几十年来,出口从来不是美国长期增长的主要引擎,这意味着美国经济基本面的健康程度可能比数字表面显示的还要困难一点。

可怕的,是这个损失账单里最近又加入了更多新鲜内容。欧元区就是最醒目的名字之一。最新数据显示,2008年第二季度欧元区经济环比增长率为-0.2%,为1995年第二季度该指标编纂以来首次出现负值,在过去52个季度里,这一指标的平均值为0.54%;同期欧元区经济同比增长率仅为1.5%,相比前3个季度的2.7%、2.2%和2.1%大为逊色。欧元区的“痛”是区内各经济体“痛”的总汇,2008年第二季度德国经济环比收缩了0.5%,近15个季度以来首次出现负增长;法国经济环比收缩了0.3%,近22个季度以来首次出现负增长;意大利经济也环比收缩了0.3%,近13个季度以来第二次出现负增长。终于,在市场分析不断强调“次贷欧美传染”近一年之后,欧元区经济疲态尽显。

相比欧元区,日本经济的“痛”则重现得有些出人意料。今年第二季度日本经济增长季环比年率为-2.4%,相比前一季度的3.2%突然大降了5.6个百分点,而上一次日本经济增长率低于-2.4%还是在2001年第三季度,在刚刚经历一小段复苏之后,日本经济的衰退梦魇又骤然隐现。在几大发达经济体中,英国表现稍稍好看点,但今年第二季度0.2%的环比增幅也创下了近28个季度以来的新低。

就像奥运“有多少痛可以重来一样”,世界经济的“痛”也是历史的一种重复。这在深层次上看是经济自我调整的一种方式,是世界经济在“失衡——均衡调整——失衡——再调整”过程中不断寻觅增长新动力,保持长期均衡发展的潜在规律。遗憾的是,虽然关于经济周期的理论研究成就丰厚,虽然经济运行不断显露出周期性特征,但依旧有人无视这种规律的存在。就像在奥运上只盯着金牌选手一样,很多乐观人士固执地相信经济增长可以超越经济周期的潜在作用,只要付出足够的努力,就能避免经济衰退。这种无视经济发展规律的极度乐观主义,可能比想象中的还要危险,试想,如果刘翔或特拉梅尔不伤筋动骨继续狂奔,那么很可能将会失去他们的整个运动生涯甚至是长久的身体健康。因此,永远高增长的增长可能包含着很大的内在风险,直面世纪之“痛”,把握经济周期的脉搏,在下行阶段自我调整、自我恢复,整个经济的长远发展才不会经历更大更多的“痛”。

说了这么多,只是在执着强调一个道理:“运动周期”和“经济周期”是客观存在的。奥运和世经中,都有很多“痛”在重复,我们需要做的,是直面这些挑战,并将奥林匹克精神铭记于心;“生活中重要的不是凯旋而是奋斗、不是征服而是拼搏,精髓不是为了获胜而是使人类变得更勇敢、更健壮、更谨慎和更落落大方”。

(作者系金融学博士,宏观经济分析师)

Column | 专栏

市盈率所反映的是已经或正在成为历史的数字上的本益比,而反映投资价值的不仅有体现公司治理水平和核心竞争力的成长性,还有容易跟不同的市场环境和人们的认知水平发生互动的企业形象的可塑性等等。新兴市场的市盈率一味地向发达国家或成熟市场的市盈率水平看齐,严格说来,是一种历史的误会。

寻找估值定位的“北京时间”



黄湘源
如果没有时区之分,也没有时差之别,只有一个同国际水平接轨的概念,那一定是什么地方弄错了。

就在全国大众都在为奥运金牌而欢呼时,沪深两市的市盈率也已同国际水平接轨了。据沪深证券交易所披露的信息,截至8月11日,沪市A股平均市盈率为18.65倍,深市A股平均市盈率为21.3倍。沪深300指数的平均市盈率为18.5倍,而根据汤森路透提供的数据,美国道琼斯工业指数的平均市盈率为17.72倍,纳斯达克指数平均市盈率为20.88倍,标普500指数平均市盈率为21.3倍。不过,从市场波澜不惊的表现来看,市盈率国际水平毕竟不是奥运纪录或世界纪录,它的接轨不

仅没有带来惊喜,反倒是不无惆怅,不无惆怅。

其实,问题并不在于奥运纪录或世界纪录的创造所呈现的是一种积极向上的态势,而市盈率的接轨国际水平对于中国股市来说所表现的则是一种向下调整的趋向。问题是,判断向上向下的好坏总得有个让人心服口服的客观标准,而不依人们的主观愿望所转移。对于市盈率来说,究竟是不是越低越好?从来都是有疑问的。市盈率所反映的是已经或正在成为历史的数字上的本益比,并不是决定投资者是否能够在可以据此计算得出的相应年限里收回投资的不变因素,更不是唯一因素,反映投资价值的不仅有体现公司治理水平和核心竞争力的成长性,此外,还有容易跟不同的市场环境和人们的认知水平发生互动的企业形象的可塑性等等。新兴市场的市盈率是否反映投资价值,更需要结合整体经济的增长趋势及其在国际经济体系中所发挥的作用来看。一味地向发达国家或成熟市场的市盈率水平看齐,严格说来,也是一种历史的误会。