

中国宏观经济在朝哪个方向“微调”

此次宏观政策微调,固然有短期原因,但更与2005年以来实施的一系列战略措施有关。相关措施的集中实施,对大多数企业的应变能力构成了挑战。面对复杂的国内外经济形势,只有搞活微观经济主体,巩固民营经济、扩大国内需求、改善财富分配、提高开放水平,才能实现内外需并重、均衡发展的目标。

◎ 亚夫

面对复杂的国内外经济形势,中国的宏观经济政策正在做适度微调。这种微调是不得已的权宜之计?还是与中国经济的历史性转折相吻合,甚至在某种程度上有些许政策导向的预兆?值得观察。

从相关的经济指标和已经推出的政策措施看,巩固民营经济、扩大国内需求、改善财富分配、提高开放水平,既是“微调”的应有议题,也是中国经济走向内外需并重、均衡发展之路的必然选择。

中国经济经过近30年以外需为主导的快速发展,到今天,国内外经济环境都已发生了巨大变化。尤其是外部环境,以2005年人民币汇率改革为标志,中国的国际金融环境、国际贸易环境,与以往有极大不同。

以美元为参照对象,一方面,在金融层面,在人民币升值的同时,以美元为代表的外汇资产在快速贬值。在企业

经营层面,本币升值使相当数量的外向型微利企业遭遇困难;另一方面,在国际市场上,在国际投机巨头的炒作下,石油及原材料价格以成倍的比例大幅飙升,完全抵消了本币升值可能带来的好处,使企业的生产成本大幅提高。这就是中国面临的外部环境。

从国内情况看,根据国家信息中心预测部经济景气监测数据,描述中国经济未来走势的先行指标,从2006年底到今年6月,已经连续18个月小幅回落;综合反映经济运行状况的一致合成指标,从2007年四季度到今年6月,已经连续8个月小幅回落。尤其是构成先行指数的主要监测指标继续回落,预示着短期内经济景气仍将呈下行态势。

先行指标与一致指标的双双回落,构成景气监测的主要指标大部分趋于正常,一方面表明,中国经济过热的风险已经解除;另一方面也表明,经济持续两年多的综合治理,中国经济的微观面已经受到很大影响,如不采取微调措施,不仅要打乱经济增长的

正常轨迹,而且也会造成意想不到的社会损失。

从今年上半年6万多家规模以上企业歇业,以及长三角、珠三角相当一部分中小企业面临的经营困境看,之所以出现如此状况,固然与国际经济环境有关,更与2005年以来集中出台的一系列政策措施直接相关。比如,汇率改革、出口退税政策调整、节能减排计划实施、员工社会保障措施增强,等等,对企业来说,哪一项政策都是很大的挑战,更何况这些政策在如此短的时间内集中实施,无疑把企业逼到了墙角。

现在,如果更进一步分析,包括汇率改革在内的上述一系列重大政策措施的推出,从每项政策自身看,都有其道理、有其必要性。但从总体效果看,在如此短的时间内集中实施,显然超出了绝大多数企业的改造应变能力,超过了一般微观经济主体的承受能力,因此,这些措施虽然对经济降温有明显作用,但也对微观经济造成了很大影响。

在国内外多重因素的综合影响下,在经济增长速度回落过快的预警下,中国的宏观经济政策开始了有针对性的微调。目前采取的措施有,缓解中小企业融资困难,调整部分行业、部分出口企业的出口退税政策,等等。这些政策,表面看是为企业解困的应变措施,但从作用对象看,政策的落脚点主要在企业。这是否意味着中国的经济政策开始更注重微观经济效益?有待观察。

现在,有鉴于国际经济环境异常、国际金融风险难测、外部需求的不确定

性增加,而国内需求又正处在升级换代的持续发展阶段,在实施政策微调时,除了要相机而行,把握微调的时间点和节奏外,更要化不利为有利、化被动为主动,从四个方面做大做强本国经济,使微调措施与经济发展的长远目标有机地结合在一起。

首先,要采取长效机制,发展、壮大、巩固民营经济。改革开放30年,中国经济取得的一大成果,就是民营经济。民营经济不仅吸纳了大批社会劳动力,创造了大量社会财富,同时也极大地活跃了整个社会的经济生活。

然而,在本轮宏观调控中,从融资环境到经营环境,受影响、受冲击最大的也正是这一群体。现在,微调措施首先关注到这一群体,这固然是好事,但仅此于此,显然不够。从长远看,没有一个庞大、健全、活跃的民营经济基础,中国经济要实现完全市场化,要有充沛活力,显然是不可能的。

其次,在充分参与国际经济的同时,要把扩大国内需求放在前所未有的位置。在国际环境变化莫测、外部需求不确定性增加的情况下,在一个已经具备初步积累、国民财富已经达到升级换代的历史阶段,适时采取财税等措施,释放国内合理的消费潜能,将会为中国经济注入持续增长动力。

而此举对外需依存度一向偏高的中国经济来说,不仅能化解外需不足的矛盾,降低外部因素对中国经济的冲击,同时也能增加中国经济在世界经济中的分量,增加中国企业在国际市场上的谈判筹码,不仅可以赢得实体经济的

话语权,也可以增加在虚拟经济中的话语分量。

其三,要通过政策调整,改善财富分配,使国民收入在地区间、行业间、社会阶层间,更趋合理、均衡。尤其是要通过完善公共服务、增加城乡居民的收入,特别是欠发达地区居民的收入,进而激发13亿人的整体消费潜力,使中国经济步入自主发展的轨道。

中国人口众多,是一个巨大市场,这是谁都能看到的事实。但是,为什么以前这个市场就起不来?这和居民的收入与消费能力有关。现在,如果适时调整财税政策,提高城乡居民收入,调整公共服务政策、社会保障政策,不仅可以解除居民消费的后顾之忧,同时也能为企业创造巨大商机,从而提高员工的收入水平,使经济走向良性循环的发展道路。

此外,在当今世界政治经济格局发生巨大变化的背景下,如何通过国际国内不同经济力量此消彼长的研判,来认识彼此关系,通过政策调整,来提高对外开放水平,最有效地吸纳先进理念、经验、技术,改变我们在经济博弈中的位置,也是政策微调时需要考虑的一个侧面。

由此来看,中国宏观经济政策的此次微调,固然有短期原因,但更主要的是与2005年以来实施的一系列战略措施有关,而这些措施指向的是“又好又快”、内外需均衡发展的目标。只是,这里要议的是,只有搞活微观经济主体,才能达成这个目标。这也许是“微调”特别需要注意的地方。

■ 今日看板

从更多促进效率 向更多维护公平转变

◎ 邓聿文

日前提请全国人大常委会首次审议的刑法修正案,将严厉追究金融从业人员的“老鼠仓”行为的法律责任,如触犯刑法,最高可判处10年徒刑。在我看来,刑法修正案的这一规定,发出了立法机关对证券市场从过去的更多促进效率将向更多维护公平转变的信号。

曾几何时,在我国的资本市场,“老鼠仓”行为十分盛行,包括银行、证券公司、信托公司、基金公司等在内的所有存在委托代理关系的行业中都出现过“老鼠仓”现象。虽然对“老鼠仓”行为损害公众投资者利益的危害众所周知,相关法规对其也做出了禁止性规定,但由于现行刑法未对这一社会影响极坏的犯罪行为作出明确规定,所以,在今年4月唐建、王黎敏的基金“老鼠仓”案暴露后,相关部门也只能对其处以50万元罚款和终身禁入的处罚。尽管这是在现有法律下做出的最严厉的处罚,但效果依然有限。

要遏止资本市场的各种违法犯罪现象,必须加大处罚力度。而要加大处罚力度,首先要依法可依,这就必须修改现行法律中不利于打击违法犯罪行为的有关条款和规定。也就是说,须要有一个立法思路的转变。因为,现有的资本市场的各种法律,多是在资本市场初期或发展初期制定的。那时资本市场的立法思想与整个经济的立法思想一样,就是发展大于规范,促进效率先于保障公平;体现在具体的法律制度上,就是宜宽不宜严,一些该严厉打击和惩处的行为,由于怕影响资本市场的发展,而有意识地模糊或者减少处罚力度。

在今天,我国资本市场发展了近20年,各种矛盾和问题已充分暴露,各种市场力量正在逐步生长,而社会对资本市场规范的要求又日益强烈的情况下,此时,如果还沿用这种“先发展、后规范”的思想指导实践,则会对资本市场的进一步发展产生非常不利的影响。因为“先发展、后规范”的思路,实际上默认了一个市场从不成熟到成熟需要经历一个混乱期,在这一混乱期内,必然有人要为市场的失序付出代价。那么,谁会付出代价呢?显然是中小投资者等弱势市场主体。

所以,为了资本市场乃至整个中国经济的健康发展,有必要纠正过去的过于重视效率的发展思路,代之以保护市场公平发展和投资者利益不受侵犯的发展思路,从“在发展中规范”转变到“在规范中发展”来。从价值观说,“在发展中规范”实际上降低了社会公正的地位,并颠倒了发展的基本价值目标与基本手段、基本途径的关系,将作为社会公正制度化体现的法律被放到了一个兼顾的位置。这是十分危险的。而今日资本市场种种问题,实乃由此而生。

因此,资本市场应当把保证市场的公平,保护投资者利益作为自己的主要任务,健全资本市场法制,使市场上大量行为脱离法规监控转为严格依法合规。在股市不断下挫,投资者信心几近丧失的当下,这点尤其重要。而刑法此时的修改,正预示着市场整体监管思路和目标的转变。

■ 特别报告

资本市场有望在危难中迎来转机

虽然影响资本市场稳定的不确定因素仍然存在,但估计资本市场最坏的阶段已经过去,当前中国A股资产的估值接近合理,资本市场继续大幅调整缺乏充分的理由支持,资本市场将以震荡整理的方式消化不确定因素的负面影响,下半年或延至2009年资本市场有望出现转机。

◎ 胡妍斌

受累于美国次贷危机、全球性通货膨胀、国际油价高企、亚洲金融风暴风浪迭起;国内经济增速下行、通货膨胀压力加大、突发自然灾害等诸多不利因素影响,上半年以来中国资本市场出现罕见的持续大幅下跌走势,跌幅位于全球资本市场前列。虽然影响资本市场稳定的不确定因素仍然存在,但估计资本市场最坏的阶段已经过去,由于持续的暴跌使当前中国A股资产的估值接近合理,资本市场继续大幅调整缺乏充分的理由支持,资本市场将以震荡整理的方式消化不确定因素的负面影响,下半年或延至2009年资本市场有望出现转机。

下半年资本市场大起大落的可能性较小,调整中有望逐步走稳

一是中国经济仍将保持持续增长,资本市场大幅调整缺乏基本面支持。下半年中国经济面临的外部环境仍然较为复杂。外围市场前景堪忧,预计石油价格仍将继续攀升,美国全年的GDP增幅将下降至1.2%,比2007年下降1个百分点,越南、印度等亚洲新兴市场能否走出金融危机困境仍不确定,全球经济的不利影响将削弱中国经济近几年持续高增长的动力,但是由于中国国内市场潜力巨大,固定资产投资新改造和新设投资仍将保持高速增长态势,中国经济具有较大的发展和赶超的空间。

因此预计下半年中国经济总体上将保持稳步发展的较好势头,实现软着陆的可能性较大,经济增长的风险更可能体现的是小幅回落,资本市场不至于在经济仍然谨慎看好的情况下持续大幅调整。

二是上市公司盈利增幅将有所回落,制约资本市场快速走强,但深幅调整的机会同样较小。外部市场降温影响中国产品出口需求,对出口导向型企业的销售和盈利增长构成负面影响。石油、铁矿石、煤炭等原材料价格持续上涨,资源价格的成本推动作用将逐步显现并将逐步侵蚀企业经营利润,在外部需求减

弱和成本提升的双重挤压下,企业景气度和利润增速将逐渐下降,这一趋势在2007年下半年已经开始出现,预计今年下半年以后该趋势仍将持续,工业企业利润将降至20%左右的水平。经济发展趋缓,上市公司盈利增幅回落,加上股权分置改革和人民币升值两大刺激股市上涨的影响因素消除和减弱,下半年及未来两三年间资本市场如2005年以来持续单边上升的动力可能不复存在。

但是由于企业盈利仍将保持相对较好的水平,股市不会过于悲观,其中以国内市场为主,特别是医药、新能源和农业等行业的企业前景仍然看好,特别是受利润挤压行业的企业实现兼并重组或采取技术革新的企业中将在较大的发展机会。三是资本市场的解禁融资压力有所减少,但仍会给市场带来一定压力。虽然下半年大小非解禁速度放缓,总计减持量3330亿元,为上半年A股IPO的42%,主要集中在8月份和10月份,分别达到1160和1230亿元,其余月份减持压力更少,因此下半年大小非减持对资本市场的冲击力将有所减少。更重要的是,由于市值明显下降,目前已有三一重工等公司宣布延长禁售期并承诺高价减持,如果这一群体进一步增加,将有利于进一步缓解市场压力。

但是在大小非解禁压力下下降的同时,下半年IPO的压力将加大,上半年A股IPO900亿,下半年的筹资金额达到1400亿左右,此外,红筹股的回归也会对市场资金面形成挑战,这些将对市场特别是处于弱势中的市场带来一定的冲击。综合来看,包括解禁在内虽仍可能给市场带来压力,但这一压力将较上半年大为减轻。

四是资产价格泡沫有所释放,逐步进入价格合理的投资区域,资本市场未来有望得到稳定发展。在2500点的位置A股静态市盈率已不到20倍,企业盈利增长20%的动态市盈率为16.7倍。目前已有超过30只个股市盈率低于10倍。以中国GDP保持9%左右的年均增长,上市公司整体利润增长存在年均20%左右增长速度,中国股市合理

市盈率可以高于美国等成熟但发展速度相对较低的市场的市盈率,美国道指的市盈率目前为20倍左右,相对来说中国上市公司已具备了更高的投资价值,价值决定中国资本市场继续大幅下跌的空间不大。

此外,由于已有公司管理层、大股东在内的选择购买自家股票,这说明股票投资价值已经获得经营者自身的认可,相比上半年大股东和高管不计成本套现的情况已大为改观。机构投资者以及QFII的人市力度也在不断加强,反映出目前资本市场的估价已经开始得到投资资金的认可,股票的投资价值正在不断显现,这将制约资本市场的进一步下跌,下半年有可能进入较为理性的修复和发展阶段。

五是大幅下跌使看好中国资本市场的信心有所动摇,资本市场将逐步寻找方向和动力。目前对股市的信心已极为脆弱,在现有情况下很难出现大幅反转行情,但是在股指跌至2300点时,由于卖出的时机已经太晚了,对利空反应也趋于麻木,卖压减弱制约市场大幅下跌的空间。另外,当大众信心跌至谷底时,往往也是市场加快制度改革推动发展的较好时期,也是市场出现转机的机会,从长期股票运行历史来看,市场总是在极度恐慌中出现转机。

因此,下半年可能在政策配合和制度改善的情况下走好。在过去5年各方面都处于劣势的环境下,也会有一定的市场机会,而今年以来,上证指数持续在6100点调整到2300点,还没有出现一次中期反弹,因此未来资本市场可能出现短期投资机会,之后进一步寻找发展方向和动力。

六是制度改革和政策调控将成为影响资本市场稳定的最大不确定因素。一方面,资本市场稳定发展需要基础性制度建设的不断完善和上市公司质量的不断提高,但是制度建设并非短时间内可以完成;另一方面,宏观经济调控的从紧货币政策对资本市场的稳定造成一定的负面影响。特别是如果下半年通货膨胀压力得不到明显抑制,或甚至超过两位数,将会促使央行进一步加息,从而使股价下跌。极端的情况是,如果外围金融动荡加剧,通胀压力失控,经济硬着陆的情况出现,引致更严厉的宏观紧缩政策,A股整体盈利就有可能出现负增长,那么资本市场走弱的势头将持续更长时间。

稳定当前资本市场的几点建议

前期持续的市场低迷,使资本

■ 名家观察

断言美元转强 还为时过早

◎ 刘焯辉

随着美元在最近一段时间的持续走强,机构对美元转强的趋势性开始表示高度乐观。中金公司甚至作出了美元将全面反超的判断。

判断美元转强,要看长久以来导致美元弱勢的条件是否正在发生变化。

总的看来,有关美元拐点的判断为时尚早。

当前,应该属于次贷危机第三轮金融冲击过后的一段静默期。在次贷危机爆发后,美元在近三个季度加速了贬值,并刺激了全球能源、粮食价格暴涨,美国人转嫁了相当部分的调整成本,如欧洲经济增长日趋疲态;日本刚刚复苏的苗头又被压了回去,甚至回到负增长+高通胀的滞胀组合;新兴市场国家的通胀压力急剧上升,企业大量倒闭,危机征兆隐现。

反观美国,靠弱美元刺激的出口却支撑着美国经济增长(尽管消费和投资都要萎缩得比较厉害),显出相对强势,出口持续增长,且伴随着内需疲软和进口需求下滑,美国经常账户余额进一步收窄,使得贸易逆差占GDP比重回落到5%以内,支撑了美元。

可以看到,美元的自我修复机制在起作用,一旦贬值太快,贬过了头,得到的好处反过来又能短暂地支持美元,可以预期的是,如果此时美元转强后,出口增长还会惯性增长一段时间,对美元进一步提供支撑。

显然,今天的欧洲、日本衰退,新兴市场面临极大困难,成本上升,企业利润大幅下滑,失业激增,如此,需求是否还能支持美国出口持续增长?我看并不乐观,至少即便是美元转强后,美国出口的惯性增长时间可能也不会太长。失去了出口增长,美国将进入季度负增长,美元也就失去了支撑,失去了进一步上升的动力。

从政策上讲,高负债时代下(2007年美国国家庭和国家的负债几乎是美国GDP的3.5倍),只要美国房价未见底,金融隐患还在,美联储做出加息决定注定是“捉鼠器案”,如果加息引发房价崩跌,可能是更大的金融危机。

反过来讲,当下美元若真进入了转强轨道,这意味着全球通胀压力将下行,联储在此场景下还做出加息决定在逻辑上将是有问题的。

如今美国的房价下行显然还没有结束,这意味着金融隐患还在,可能最坏的日子还没有过去。市场普遍预期的是,CDS(信用违约掉期)是下一个巨大的风险隐患,有的机构预测CDS的规模是25万亿美元,有的说是62万亿美元。由于信用违约掉期完全是柜台交易,缺乏政府监管,更具有很大的风险放大效应。

美国政府对金融危机的救援,只可能会弱化美元和推高通胀。从理论上讲,财政救援既可以通过印钞来解决,也可以通过收缩财政开支来解决。但美元在国际货币体系中“无政府规制的高度垄断”的地位,决定了其选择前者肯定是理性的。更何况国际投资者持有16万亿美元金融资产,谁也不敢率先抛售美元资产,更准确地说,谁也跑不出来,几大央行只要抛售一点,所引发的连锁效应就可能引发美元的崩盘,其后果谁也受不了。如果不能抛售,那么博弈的选择自然是,自觉地维护美元在刀刃上的平衡。这意味着美国可以不断地将金融危机造成的损失通过货币化来转移,这一举措只会导致美元贬值但又不会出现美元崩盘。

总之,最近的美元强势,更像是其弱势趋势中的一种自我修复,如此,商品市场价格高企就只能持续。因为,在最近美元的短暂反弹后,商品市场没有出现大幅回落,使得承载全球压力的新兴市场从承受巨大的通胀压力中终于缓了口气,各国政府开始考虑放松紧缩,刺激经济以防止经济衰退。坦率地讲,如果近年来新兴市场急速扩张的产能不做一次大萧条式清洗,全球资源的“紧需求”格局将很难改观。从这个意义上讲,新兴市场期待美元转强和商品市场回落,以保持现有产能扩张态势的好日子可能永远不会再来。

当新兴市场和资源在市场和的双重压力的夹击下,喘不过气来的时候,联储主动出手加息抑制通胀,就有可能有成员从世界经济的链条上滑落。或许这恰是美元能真正走出一段持续回升周期的时期。

(作者系中国社会科学院金融所中国经济评价中心主任)