

# Opinion

Observer | 上证观察家

强大的自主创新能力和现代化的金融体系是我们由经济大国发展成经济强国的两大推动力,而现代金融体系则是经济增长的强大助推器。资本市场在推动实体经济成长的同时也在杠杆化地创造出规模巨大、生命力活跃的金融资产,金融结构设计因此已成了一种国家战略。这一切,需要我们尽快转换视角、转换理念。

## 全力培育中国未来经济的强大发动机

——维持资本市场稳定发展是当前宏观经济政策重要目标



吴晓求

今年以来,在国内外错综复杂因素的影响下,我国资本市场出现了大幅度波动,资产价格持续下跌,市场交易日渐低迷,投资者信心严重受挫,资本市场目前的状况正在背离宏观经济基本面。市场状况如果进一步恶化,势必严重影响我国资本市场进一步发展,严重阻碍我国金融体系的改革和现代金融体系的建设,对我国宏观经济的持续稳定增长也会带来长远的负面影响。维持资本市场的稳定发展,应当成为我国当前宏观经济政策的重要目标。

就我国资本市场的目前状况而言,稳定市场、恢复信心、促进发展是我们面临的最重要的任务之一,也是当前制订宏观经济政策必须考虑的重要因素。为了我国资本市场持续、稳定、健康发展,进一步推进我国资本市场的改革、开放,以构建一个功能强大的现代化金融体系,我们必须在发展资本市场的战略定位、管理理念、政策重心和制度创新等方面做进一步的深度思考。

### 从新的视角去理解发展资本市场的战略意义

如何由目前的经济大国成为未来的经济强国,是21世纪头20年我们面临的重要战略任务。中国要成为未来的经济强国,除了必须

在科学技术方面拥有强大的自主创新能力和将这种强大的自主创新能力和现代化的金融体系有效地转变成经济竞争力的制度以外,还必须拥有一个既能有效地配置资源,又能有效分散风险,同时还能将现有经济资源转变成财富的现代金融体系。强大的自主创新能力和现代化的金融体系是我们由经济大国发展成经济强国的两大推动力,两者缺一不可。强大的自主创新能力和现代化的金融体系是经济持续增长的原动力,而增量融资、存量资源调整、财富创造和风险流量化于一身的现代金融体系则是经济持续增长的强大助推器,将大大地提高资源配置的效率和财富增长的速度。这种现代金融体系的核心和基础就是健康发达的资本市场。可以说,没有资本市场就没有现代金融体系,没有现代金融体系,在当今的世界,就难以成为经济上强大的国家。在中国,发展资本市场,就是在寻找未来经济的强大发动机。

资本市场发展虽然经历了漫长的历史,但是从来没有像今天这样受到如此强烈的关注。要知道,在经济全球化和经济金融化的今天,资本市场已成国家之间和各经济体之间金融博弈的核心平台,而金融博弈则是21世纪国际经济竞争的主战场。现代金融的核心是资本市场,它在资源配置过程中发挥着难以替代的重要作用,愈来愈成为现代经济的强大发动机。这种强大发动机集增量融资、存量资源调整、财富创造和风险流量化等功能于一身,以精美绝伦的结构性功能

推动着日益庞大的实体经济不断向前发展。资本市场在推动实体经济成长的同时也在杠杆化地创造出规模巨大、生命力活跃的金融资产,并据此催生着金融结构的裂变,推动金融的不断创新和变革。资本市场通过改变风险的流动状态而使风险由存量演变成流量化,这使风险配置成为一种现实的可能,现代金融因此成为一种艺术,而金融结构设计则成了一种国家战略。

如果我们用这样的理念,从这样的高度去理解资本市场,就一定能找到发展资本市场的正确道路。

### 以新的理念去改革管理资本市场的方式方法

在过去相当长的时期里,我们较多地用行政化手段,用“运动”方式去管理资本市场,从而留下了所谓“政策市”的深刻烙印。这种所谓的“政策市”,在实践中,除了指政府对市场的监管具有浓厚的主观色彩外,还指对市场的监管过多地去干预指数的涨跌。在关注指数涨跌过程中,政策又似乎更关注上涨,而不太关注下跌,形成了所谓的“管涨不管跌”的市场风险管理理念,认为上涨是风险,下跌是安全。我们需要对这些流行甚广的资本市场管理理念进行反思。

实际上,在资本市场发展史上,监管的核心理念是维护市场的“公开、公平、公正”,监管的重点则是保证市场透明度,这就是世界各

国法律都将“虚假信息披露、内幕交易、操纵市场”等定义为三大违法行为从而必须严厉打击的原因所在。没有市场透明度,一切都无从谈起。在保证市场透明度的前提下,资本市场较为发达的国家的宏观经济政策特别是货币政策和市场监管大体上都是“管跌不管涨”,并且认为市场大幅度下跌会严重损害金融体系的稳定和投资者的信心,是真正的风险来临。在这种理念的支配下,市场一旦出现大幅下跌,政府必然出台相应措施,以稳定市场。

### 以全局眼光去制订宏观经济政策特别是货币政策

我国的经济结构和金融体系正在发生重大变化,经济结构越来越市场化,金融体系特别是资本市场在整个经济活动中所起的作用越来越大,现在任何一项大的宏观经济政策的调整都不可能追求单一目标。当前我国经济运行面临诸多挑战,如何保持经济的持续稳定增长,把物价控制在可以承受的范围之内,同时维持金融体系特别是资本市场稳定发展是当前宏观经济政策面临的三大问题,包括货币政策、财政政策在内的整个宏观经济政策应当统筹兼顾,在解决这三大问题中寻找深度平衡,不能顾此失彼。总体而言,从紧的货币政策的紧缩力度目前不应再提高,应对从紧的货币政策进行结构上的微调,

适当扩大对中小企业的贷款,适当减缓人民币升值步伐,适当减弱流动性对冲的操作力度等,与此同时,积极运用财政政策包括减税、改变支出结构、提高退税等措施,才有可能实现“经济增长、降低通胀、维持市场稳定”的三维空间深度平衡。

### 以创新精神不断完善现有资本市场规则,妥善解决新矛盾、新问题

我国资本市场是一个“新兴+转型”的市场,规则不完善、波动大、发展快、问题多是其基本特征,因而就必须用创新的精神去面对各种矛盾、解决各种矛盾、完善各种规则。墨守成规是无所为的表现。我们曾用创新的精神顺利地推进了股权分置改革这个资本市场发展史上最困难、最复杂、最重大的制度变革,现在如何处理好大小非减持与市场稳定,IPO、再融资和海外蓝筹股(包括红筹股)的不断回归与市场承受力,股指期货的推出与市场波动以及资本市场对外开放的速度、广度、深度等涉及资本市场供求关系战略平衡的重大问题,是我们当前面临的然而又必须解决的现实问题。面对这些现实问题,我们要用创新的精神,在市场稳定发展中不断完善规则,化解矛盾,解决问题。(作者系中国人民大学校长助理、金融与证券研究所所长)



### 阿根廷大旱危及全球粮价

向来是牛肉、小麦、大豆和玉米出口大国的阿根廷,目前正面临20年来最严重的干旱,小麦种植面积已较去年减少了19%,是1974年以来的最低点。谷物歉收势必打压出口,不仅可能拖垮该国财政,更将推升原本就已在高位盘旋的全球粮价。

## 靠什么推动循环经济持久发展

◎陆志明

时隔三年之久,《循环经济促进法》终于从提案、草案过渡到正式法案,中国发展循环经济终于实现有法可依的阶段目标。

在当前的经济环境下,《循环经济促进法》规定,中国循环经济者着眼于“减量化”、“再利用”、“资源化”,主张通过降低经济增长过程中提高资源的重复利用率,降低总体的经济增长资源消耗水平,利用后发优势以规避以往发达国家在经济成长过程中所经历的“先发展,后治理”模式弊端,充分实现中国经济在环境友好、资源友好背景下的快速增长。

虽然从我国自身发展历史的纵向角度来看,中国经济增长的资源利用率已大大提升。据有关统计数据显示:今年我国每万元GDP能耗比1980年下降65.5%,每万元GDP取水量比1980年下降了84.7%;工业“三废”综合利用产值为1985年的14.6倍;废旧物资回收利用总值为1985年的12.4倍。但是从国际间横向比较来看,我国与发达国家之间的差距依然明显。我国钢铁、电力、水泥等高耗能行业的单位产品能耗,比世界先进水平平均高出20%左右;矿产资源总回收率为30%,比国外先进水平低20%以上;木材综合利用率为60%,比国外先进水平低20%。

现实的巨大差距既推动了《循环经济促进法》的迅速面世,但同时也对该法的具体实施执行提出了更为严格甚至苛刻的要求。然而从目前来看,该法案主要提供的是原则性、纲要性的条目,而看具体的实施细则出台恐还需相当时间。如果没有具体的实施细则,那么原则性条款的生命力往往难以得到充分的体现,循环经济在实践中所要依据的具体操作规范依然是空中楼阁。这对中国循环经济的广泛实践不能不说是一个严峻挑战。

当然,中国循环经济本身的发展路径有别于发达国家。主要是两者背景不同。发达国家是在工业化逐步完成,已经初步解决了工业和生活污

## 基民巨亏 机构焉能心安理得稳赚

◎付瑞雪

59家基金公司旗下364只基金今年上半年净亏损1.08万亿元,创历史同期最高亏损纪录,而基金的管理费、托管费和券商佣金三项费用总额创出了历史新高。据统计,今年上半年,59家基金公司的361只基金上半年共支付三项费用248.66亿元,约为去年同期的2倍。上半年,361只基金累计支付给基金公司的管理费高达188.06亿元,而去年同期仅84.4亿元。券商、银行分别拿走逾60亿的托管费和佣金。

这里有几个问题必须弄清楚:一是基金的管理费、托管费、券商佣金、销售服务费以及投资亏损等最终由谁承担、损失人是基民,而与基民托付人的收入没有直接联系,因为按照当前基金公司根据管理基金规模收取年费和申购、赎回费用的早涝保收模式,基金管理人与基金投资收益不直接挂钩;二是无论基金业绩好坏,管理费、托管费、交易佣金率几乎不变,话语权在基金公司、券商和银行那里;四是当前基民投资的机会成本太高,除了股票基金管理费大多按1.5%的年费率提取外,开放式基金还要加1.5%的中购费和0.5%的赎回费,这样投资者承担的成本要达到3.5%。如果算上1年期银行定期储蓄4.14%的利率,投资者的机会成本要上升到7.64%。更重要的是,开放式基金与封闭式基金都是风险资产,虽然这个风险溢价成本很难确定,但大致在3%左右。算下来只有当开放式基金年收益率达到10.64%时,投资者承担的风险收益才称才与1年期存款持平。

## Column 专栏

二季度美国经济增长3.3%的亮丽表现可能只是昙花一现,从已经放出的7月数据看,今后两季美国经济很可能出现“连续两个季度增长率下降”。

## 美国经济非数字化衰退



程实

美国第二季度经济增长率数据8月28日放出,其强劲程度大超预期;实际GDP季环比年率增长3.3%,远高于前两季度的0.9%和-0.2%;名义GDP季环比年率增长3.9%,高于前两季度的3.5%和2.3%;实际GNP季环比年率增长2.6%,大大高于前两季度的0.1%和1.3%;名义GNP季环比年率增长3.9%,不高于前两季度的2.6%和3.9%。仅从数据上看,次贷危机似乎变成了美国经济增长催化剂而非破坏者,自2007年第四季度起,美国经济增长的关键数据呈现出不断走强的短期趋势。虽然格林斯潘、巴菲特等市场名宿不断声称美国经济即进入或已经进入衰退阶段,但实际上并没有出现与衰退密切相关的“连续两个季度GDP增长下降”的事实,这也使得美国国民经济研究局(NBER)在风声鹤唳的背景中一直没有判定衰退到来。

这的确是一段奇妙时段,不停有经济学家和分析师将次贷危机后的美国经济类比于上世纪30年代的大萧条和70年代的滞胀,但数据却并没有给这些论断提供任何支撑。美国经济增长的最新数值甚至超过了2%至3%的潜在水平,这种想象与现实间的巨大分歧让市场预期表现出空前巨大的波动性。如此背景之下,根据美国经济的长期历史、趋势变化和结构特征,深入剖析这个“非数字化衰退”的本质和产生原因,不仅有助于解读美国经济出人意料之外的短期走势,还对形成美国经济未来走势的谨慎预期不无裨益。

从消费、投资和贸易三大经济增长引擎的相对比重和历史贡献分析,美国经济增长的结构特征一句话即可概括:长期增长靠消费,短期波动见投资,无关痛痒是贸易。在1975年第三季度至2008年第二季度这连续132个季度里,美国实际GDP增幅在-7.8%至16.7%间波动,平均为

1.61%,其中,消费贡献在-5.56至5.68个百分点波动,平均为2.19个百分点,投资贡献在-7.46至7.29间波动,平均为0.72个百分点,贸易贡献在-3.32至4.09个百分点间波动,平均为-0.17个百分点。

132个季度中仅有7个季度消费拖累经济增长,而这7个季度里美国经济增长平均水平为-2.01%,可见消费引擎是如何决定着美国经济的长期成败。而投资由于其易受特征成了最大的波动性来源,而贸易对美国经济增长长期来的影响最小,而且在大多数时间里都无法有效推动美国经济增长。

结合长期结构特征看美国在次贷危机后的短期变化,非数字化衰退的特点显露无疑。今年第二季度经济增长中,贸易引入注目地贡献了3.1个百分点,这3.1个百分点的贸易贡献不仅与历史平均的-0.17个百分点相去甚远,甚至构成了近132个季度中三大贸易贡献,前两次分别是1978年第二季度的3.23和1980年第二季度的4.09。纵观这三次美国贸易贡献出类拔萃的季度,短期内的美元大幅贬值构成了共同的注脚,1978年6月,以27种主要货币根据贸易加权计算得出的美元名义有效汇率相对1977年12月就贬值了5.07%,1980年6月的美元名义有效汇率相对4月就贬值了5.98%,2008年4月的美元名义有效汇率相对2007年12月也贬值了4.20%。这种建立在美元超跌基础上的贸易贡献激增注定难以为继,紧随1978年3.23之后的是该年第三季度的-0.12,而1980年的4.09之后该年遭遇了第四季度的-2.3,鉴于今年7月以来美元已然全面反弹,第二季度的反常贸易贡献基本无法在今年随后两个季度复制。

其实,反常的不止是贸易贡献,消费在第二季度给美国经济增长贡献了1.24个百分点,大大高于前两季度0.67和0.61个百分点,与此相对应,第二季度实际消费增长了1.7%,也高于前两季

度的1%和0.9%。在房市萎靡、信贷紧缩的背景下,不动产财富缩水、流动性紧张的美国消费者为何还在肆无忌惮地花钱呢?其实是在支撑着美国的透支消费模式。受扩张性财政政策刺激,今年5月和6月美国个人可支配收入同比增长高达6.3%和3.4%,而在此之前的12个月,这一指标从未有过超过1%。如此背景下,尽管密执安消费者信心从1月的78.4跌落到了6月56.4,美国消费依旧逆风而上,在第二季度大幅增长。但反过来想,扩张性财政政策在效果显露过早,太大,其后继就乏力,因此,虽然8月消费者信心指数小幅回升至63,但同期个人可支配收入增长仅1.2%的最新趋势,意味着第三季度消费形势不容乐观。

二季度美国经济增长3.3%的亮丽表现可能只是昙花一现,从已经放出的最新7月数据看,今后两季美国经济令人担忧,很可能出现“连续两个季度增长率下降”;7月工业产值同比下降了0.1%,这是2003年6月以来该指标首次负增长;7月美国现房销售同比增长-13.2%,连续30个月负增长,新房销售同比增长-35.3%,连续32个月负增长,住宅开工同比增长-31.7%,连续28个月负增长,建筑支出同比增长-5.9%,连续20个月负增长,房市萎靡阴霾未散;7月美国失业率高达5.7%,为1995年4月以来最高,失业边缘兼职增长10.3%,为2003年9月以来最高,就业形势持续恶化;7月美国CPI同比增长5.6%,创1991年1月以来新高,PPI同比增长9.8%,创1981年6月以来新高,美国出口价格增长10.2%,创1984年9月以来新高,通胀压力居高不下;7月美国领先指标从6月的101.9降至101.2,创2004年10月以来的新低。

美国经济可能在冬天迎来一个真正意义上的寒冬,也许新总统上台之际,会面临前所未有的尴尬境地。

(作者系金融学博士,宏观经济分析师)

## 为了“保增长” 尤需“控通胀”

◎刘宇

CPI增幅继七月回落至6.3%后,8月继续保持乐观预期,各机构普遍预测该数据将会下降到5%附近,这一数字已接近年初制定的4.8%通胀目标。随着CPI的逐月回落,对经济增长放缓的担心已经取代通胀成为国人关注焦点。

然而,直到现在为止,并没有非常充分的证据表明中国经济增长会面临大的回调。虽然7月工业增加值同比增长高达6.3%,而在7月之前,这一指标从未有过超过1%。如此背景下,尽管密执安消费者信心从1月的78.4跌落到了6月56.4,美国消费依旧逆风而上,在第二季度大幅增长。但反过来想,扩张性财政政策在效果显露过早,太大,其后继就乏力,因此,虽然8月消费者信心指数小幅回升至63,但同期个人可支配收入增长仅1.2%的最新趋势,意味着第三季度消费形势不容乐观。

当然,中国还需要面对欧美经济体可能陷入衰退的风险。各主要经济体中央银行的行长们,面对究竟放纵一下通胀以保持经济增长,还是以通胀为最大敌人的选择,伤透了脑筋。左右为难下,维持现状成为最佳选择,因此,我们就看到英格兰银行、欧洲央行、美联储以及日本央行在利率指标首次负增长;7月美国现房销售同比增长-13.2%,连续30个月负增长,新房销售同比增长-35.3%,连续32个月负增长,住宅开工同比增长-31.7%,连续28个月负增长,建筑支出同比增长-5.9%,连续20个月负增长,房市萎靡阴霾未散;7月美国失业率高达5.7%,为1995年4月以来最高,失业边缘兼职增长10.3%,为2003年9月以来最高,就业形势持续恶化;7月美国CPI同比增长5.6%,创1991年1月以来新高,PPI同比增长9.8%,创1981年6月以来新高,美国出口价格增长10.2%,创1984年9月以来新高,通胀压力居高不下;7月美国领先指标从6月的101.9降至101.2,创2004年10月以来的新低。

面对可能的外部需求突降以及通胀压力未减的两难格局,中国宏观调控难度也在增加。很多人认为保增长和控通胀的双重目标是鱼与熊掌难以得兼,问题的关键是,我们应该为了增长而放松对通胀的治理吗?

短期看,通胀与增长之间确实存在一定的伴随关系,这主要是出于两方面原因,其一,通胀时期,为了规避价格风险,货币流通速度加快,造成虚假需求。其二,由于劳动力成本变动滞后,企业增加产出会提高利润,对需求拉动型通货膨胀而言,物价上涨本身就是需求旺盛,经济过热的表现,此时,增长与通胀之间的正相关性表现尤为明显。

但是,如果不能明确仅仅在短期这种关系才有可能成立的话,就会误以为可以选择增长与通胀的某一个搭配,以一定程度的通货膨胀来换取一定速度的经济增长,然

而这一做法是极度危险的。因为在一般物价水平上涨时期,商品之间的相对价格难以保持稳定,在失去价格参照物的情况下,提价更容易被市场接受。如果我们允许当前的通胀率处在6%的水平上,不加干预,那么,在这样一个物价上涨预期下,谁的提价动作更快,谁就能够获得更高的利润水平,不同行业间会发生一个锦标赛式的提价竞争,6%的物价目标注定落空。

因此,物价水平实际上只存在稳定或不稳定两种状态。若在物价的下滑,但季节性因素不容忽视,汇率升值累积起来的结构调整效应也是一个主要原因。在紧缩背景下,二季度名义固定资产投资增速是达到26.3%,即使扣除价格因素,仍然处于高位,在可预见的未来,投资热情依然难以消退。另外,随着收入再分配力度的不断加大,国内居民消费需求也有启动趋势。因此,当前经济增速略为放缓很可能并不是增长动力出现问题的征兆,相反,却是经济结构优化的一个过渡期反应。

笔者认为,当前经济增长放缓的主要风险来自外部需求下降,而外部需求下降的对冲不再采取加大投资的老办法,故而,以信贷控制为主要特点的从紧货币政策不应放松,在以从紧货币政策控制通胀的同时,采取更加积极的财政政策来刺激经济增长,当然,积极财政政策的指向不应是投资,而应是居民消费,因此,加大转移支付力度,弥合收入差距过大的局面,适当减税,包括提高个税起征点,让利于民,通过提振居民消费需求来对冲投资和出口的短期下降才是经济持续增长之道。否则,不光通胀可能会出现反复,优化经济结构的目标也可能落空,中国经济又会上去靠投资推动的粗放增长老路。从这个意义上看,财政部的千亿增值税减税计划似乎走了回头路。