

Opinion

政策基调将全面让位“保增长”

周子勋

央行宣布再次降息,从10月15日起下调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点;从10月9日起下调一年期人民币存贷款基准利率各0.27个百分点,其他期限档次存贷款基准利率作相应调整。在笔者看来,这是意料之中的事情。此次降息说明我国投资依然不振,人们对未来经济仍持悲观预期。

从笔者近日的跟踪观察来看,中国的经济前景的确看起来不乐观:

首先是社会消费领域不乐观。国家统计局最新数据表示,1月至8月累计社会消费品零售总额684万亿元,同比增长21.9%。简单扣除前八个月的通胀水平,实际零售额增速为14.6%。单月来看,继7月增幅创12年新高以后,8月消费品零售总额同比增长23.2%,较上月增幅回落0.1个百分点。由于CPI回落明显,8月实际零售增长高达18.3%。在居民实际收入增长出现放缓趋势、股市低迷也“财富效应”消散的背景下,消费保持强劲增长看起来有点不可捉摸。经济的放缓势必影响居民的收入,当越来越多的居民发现自己的可支配收入低于预期时,未来一段时间中国的内需增长将面临较大的压力。

其次是行业生产领域持续走低。据观察,全国发电量增速已经连续三个月低于10%这个具有标志性意义的增速,且呈逐渐减速状态。据中电联数据显示,6月份全国规模以上电厂发电量同比增长8.3%,7月为8.1%,而8月甚至只有5.1%。一般来说,电力生产和消费是工业增加值的先行指标,发电量和用电量同时出现大幅放缓的现象,很可能说明了全国的工业生产已出现明显减速,尤其是出口贸易较多的外向型经济发达省区,工业生产放缓的程度会更加明显。

而在汽车行业,目前中国汽车市场的销量规模已位居全球第二,且近年来一直增长迅猛。但今年春夏以来,这种迅猛发展的势头则开始放缓。据全国乘用车市场信息联席会表示,国内8月轿车销量同比下降5.4%,而乘用车销量下半年中有3个月可能负增长。

此前,油价高企和消费者收入增长放缓已经使得汽车销售量萎缩成为全球性现象,而目前出现在中国,说明国内消费增长的能力已经出现了问题。

国内钢铁行业则“冰火两重天”。上半年,国际铁矿石和国内钢价轮番上涨,而下半年后,国内钢铁市场景气则急速下跌,巨幅调整行情实属罕见。这种产量和价格齐跌的现象主要源于国内钢铁需求面的紧缩,因为用钢大户房地产和汽车行业等投资和生产领域的景气都在下滑。

再次是投资领域。今年前8个月,东部地区投资增长22.6%,增速与去年同期持平;中部地区投资增长35.3%,增速同比回落0.6个百分点;西部地区投资增长29.1%,增速同比回落0.4个百分点。东中西部投资增速全线回落或与去年基本持平,反映出经济放缓的影响已经在投资领域显现。

最后就是进出口和就业状况的疲软。由于外部经济环境的低迷,今年以来中国的实际出口量增速可能已落在了个位数;而进口方面,全球共有59个国家在今年1至7月对华出口同比出现负增长,这一数量远超过往年。加工贸易在中国对外贸易中占据了约一半的比重以及中国“世界工厂”的地位,意味着在我国出口放缓的同时,进口也将放缓;而这种现象的出现,本身就说明全球和中国的贸易都在持续萎缩。经济放缓的另一个滞后指标则是就业数字,失业人数的增加已经首先体现在东南沿海等与出口经济密切相关的地方。

从这些现实来看,国家通过降息以提振经济,稳定企业情绪,恢复市场信心是大势所趋。现在,各方关心的是,此次降息究竟会产生怎样的效果?首先,当前国内经济走势是否遭遇瓶颈,仍是一个见仁见智的话题,降息能否提振经济还不好说;其次,降息政策的出台,意味着寻求平衡的“一保一控”的政策基调,将全面让位于“保增长”的目标,这将淡化政府“控通胀”的努力;最后,降息表明中国准备与全球央行一道挽救市场的努力。效果是否有效暂且不提,降息政策的出台,可能加大高通胀卷土重来的风险。

融资融券须有交易制度配合

桂浩明

经过了长时间的准备,证券公司开展融资融券业务试点,现在已经提到了日程上,沪深股市有望结束没有信用交易,也没有做空机制的历史,在市场建设方面迈出重要的一步。

不过,人们也应该看到,现行股票交易制度是基于“银货两选”的模式而设计的,而融资融券的推出,必然在很大程度上改变当前的市场格局,这样也就不可避免要与原来的交易制度发生冲突。显然,从确保融资融券业务平稳开展的角度出发,恐怕要对某些交易制度作出相应修改。

首先是长期停牌制度。由于上市公司在发生重大资产重组时,为了避免信息不对称对市场造成干扰,现在普遍实行长期停牌制度。譬如长江电力,自今年5月初开始,就一直处于停牌状态。从交易的角度上说,停牌意味着流动性的暂时丧失,这对于以自有资金购买股票的投资者来说,虽然也会带来机会成本改变的问题,但毕竟还是可控的。但是对于借助融资手段购买股票的投资者来说,就会带来一系列的问题,假如融资期限结束时股票还没有复牌,那么如何来平仓?还有,要是在停牌期间股市出现大幅度下跌,而投资者却因股票停牌而不能及时止损,那么由此产生的风险又该由谁来承担?问题还不在于,上市公司长期停牌的现象并不少,并且是难以预测的,这样也就使得有关方面无法在设计可融资购买的股票池时提前加以防范。当然,通过要求融资的客户买入多个股票,可以在概率现象上解决这个问题,但这终究缺乏可靠性。

前一时,有关方面因为其他原因,已经对长期停牌制度作了某些调整,制定了强制复牌的制度。但是,这与满足开展融资融券对流动性的要求,还存在一定距离。如何合理而完整地解决这个问题,需要有关方面拿出足够的智慧。

其次是T+1的问题。严格说来,这也是一个流动性问题。当初实行T+1,初衷是为了抑制过度投机,倡导中长期投资。应该说,现在的投资者也基本适应了这种交易制度。但问题是,由于T+1降低了股票的流动性,因此对于风险比较大的投资来说,是不那么有利的。也因为这样,现在的权证交易就实行T+0。融资融券操作区别于银货两选操作的一个很大的特点就是利用资金杠杆,放大了

操作效果。无疑,这本身就是一种风险较大的投资行为。在这种情况下,继续实行T+1交易规则,就难以在市场发生较大震荡时为客户提供足够的流动性,从而降低了其控制风险的能力。过去,在市场比较清淡的时候,也经常会有人出来提出恢复T+0交易制度,但这主要是从活跃市场的角度出发的,不搞不会带来大的问题。但是有了融资融券,情况就变了,T+1有可能成为一个风险源。既然如此,那么是否应该考虑改变现行的T+1交易制度呢?或者,至少对于作为允许融资融券的股票实行T+0呢?当然,在同一股票市场中,有的品种T+0,有的品种T+1,而且融资融券的标的物本身也是动态的,需要不断调整,难免带来混乱。但是,从实际情况考虑,确实很需要这样。在这方面该作怎样的调整,有关部门确实需要花点功夫来权衡一下。

还有一个涨跌限制的问题。当初设计涨跌限制,目的是为了防范股市的大起大落,避免激烈波动。十多年来,它的确起到了一定的作用,但不容忽视的是,涨跌限制本身并不能熨平市场波动,而只是把这种波动拉长了,实际上也是以牺牲流动性为代价的。这样做的一个极端结果是导致股票出现连续跌停或者涨停。而万一遇到这种状况,客观上也就使得相关的股票无法足量变现,此时如果该股是融资融券的标的物,那显然会产生极大的风险。新近上市的两个新股(川润股份、水晶光电),从挂牌次日起就连续跌停,到现在股价已经折损大半,如果说投资者是以自有资金购买的,那么也就无奈地忍了,风险由个人独自承担。但是如果是拿融资得来的资金购买的呢?那就很可怕了。这未必是市场常态,但是既然存在出现的可能,那么就有必要防范。看来,适度地放大涨跌幅限制,也是很有必要的。因为这能够让相关的股票具有更大的流动性,从而在最为不利的情况下也能够实现变现。

现在,市场各界对于开展融资融券寄予了很高的期望,表明人们对股市仍然抱有希望,这是好事情。但是,仔细想想,现在开展融资融券,也确实存在包括交易制度方面的不少障碍,这需要认真地予以解决。否则,在条件并不完全具备的情况下就匆忙开展融资融券操作,会产生非常大的风险。(作者系申银万国证券首席分析师)

Observer | 上证观察家

可以考虑调低甚至暂不征收印花税,国有控股股东明确在股改承诺的基础上三五年内不再减持或小比例均匀减持,恢复有限的T+O交易机制,差别化地推行融资融券制度,调整涨跌停板制度,编制并公布证券市场投资者投资信心指数等等。

还可采取多种手段恢复股市活力



宋一欣

从这些天的市场一片“覆巢之下,焉有完卵”的景象可见,沪深股市从来没有像现在这样与美国股市有那么密切的关联度。事实上,沪深证券市场所对应的中国经济并没有陷入困境,宏观经济处于正常运行状态,国民生产总值在上升,物价上涨指数得到控制并下降,而大多数上市公司年度和半年度收益尚好。因此,证券市场并没有理由不同宏观经济对应而独自处于跌势,在政策引导下股市恢复活力是必然的。

但是,正常运行的客观宏观经济并不必然导致证券市场的升势,证券市场投资者认知的改变,证券市场有其自身的规律,就目前来看,中国证券市场的问题,更多地体现在股市活力和信心的恢复上,这需要市场与监管部门共同努力,需要通过政策引导。对此,笔者以为,进一步恢复股市活力与提升股市信心,可以采取如下手段,当然不限于此:

其一,在印花税率单边征收的基础上,继续可调低甚至暂不征收印花税。尽管印花税率只是十分之一,在投资者的收益总额中影响有限,但是它直接影响了证券市场的走势与投资者的信心,每一次上调,都会导致

股指的下挫,而每一次下调,又总能触发行情的劲升,几乎变成了一种象征性的标志。继续坚决大幅度调低印花税率,有助于恢复市场人气。

其二,在支持央企增持并回购股份的基础上,国有控股股东作为大非,明确承诺在目前股改承诺的基础上三五年内不再减持或小比例均匀减持。大非实际上相当多是国有股东,是受各级国资委或国有控股公司的控制与支配的,在今天,国资委、国有控股公司、国有股东应当伸出援手与提供帮助,这需要国资委、国有控股公司、国有股东痛下决心。当然,新的承诺也不应当是无条件的,也应当同其他的流通股股东,不参加新承诺的限制流通股股东协商,后者应当为新的承诺及承诺人提供一定对价。

其三,在逐次出台一些刺激经济发展的政策,如加大财政支出,减税减负,再降存款准备金率与存贷款利率等,以使得上市公司的盈利继续保持快速增长的同时,还应采取若干能进一步提升股市信心,恢复股市活力的措施。

比如,以目前的市态,与其说在讨论取消股票红利税,调整个人所得税征收制度,还不如明确宣布免征证券市场收益的所得税,作出一种阶段性的、政策性的宣示。从财

税法律制度上来说,基于股权产生的收益所得与一般的个人/法人所得并非一回事,前者应当征收资本利得税,后者应当征收个人所得税或法人所得税。当然,在证券市场运行正常后,仍可恢复征收证券市场收益的所得税,但是开征个人/法人所得税或法人所得税,而是开征经全国人大常委会通过并颁布的《资本利得税法》中规定的资本利得税。

又如,将涨跌停板制度作为恢复股市活力的政策手段。在海外证券市场中,也有涨跌停板制度,只是比例不同,而目前我国的涨跌停板制度在运用上比较刚性,缺乏弹性。在目前股市低迷、需要恢复活力的情况下,可以考虑调整涨跌停板制度,将每天的涨停板仍为10%甚至更高,而跌停板调整为5%甚至更低,ST股票与代办交易系统的股票的比例相应减半,这样做的直接好处是涨比跌快。这样做,宏观政策调整与证券监管的成本相当低,只须修订相应的规章,调整证券交易所的电脑控制系统即可。到了将来

股市恢复到正常运行后,仍可恢复原状,假如有一天股市交投过热了,亦可反过来做,使之跌比涨快。

最后,差别化地推行融资融券制度及实施政策。10月5日,中国证监会正式启动融资融券试点,并将发布试点通知,但笔者认为,在不同的市场发展条件下,应有不同的监管限制措施及差别化的实施政策,作为股市调控的政策手段。在市场亢进,市场看多时,政策上鼓励做空即融券机制,政策上让投资者做多股票,如这时加大市场的做多动力,却会引发暴涨;而在市场下挫,市场看淡时,鼓励做多即融资机制,让投资者多买股票,如这时加大市场的做空动力,却会引发暴跌。与走势相反的融资融券制度,既不符合监管政策目标,也不符合券商与投资者利益。

最后,编制并公布证券市场投资者投资信心指数。应该说,投资信心状况同股指相联系并没有错,但并不够,沪深市场缺少一个通过公允的社会专业调查机构全面综合分析,建立并公布的证券市场投资者投资信心指数。这个指数,可以与交易所公布的股票价格指数并行不悖。

(作者系上海新望闻达律师事务所律师)



漫画 刘道伟

已申请破产保护的雷曼兄弟公司董事长兼首席执行官查理·富尔德6日在美国国会众议院过堂听证。席间,富尔德8年间获得的3.5亿美元酬劳引发众议员怒火。

不妨跟美国人坐下来寻找平衡点

中国要不要购买美国国债,协助美国救市,应该取决于怎样做更有利于中国。美国有着无人匹敌的引领世界新技术革命和新产业革命的能力以及创造新需求的能力,因此,美国经济的稳定发展,金融危机的缓和,有利于中国经济增长,符合中国的利益,那么,救助就是双赢、正确的选择。

要注入流动性。说得简单点,美国所缺乏的,无非是美国政府可以自主决定印刷的美元。有人说,美国不敢直接就印美元现钞,怕引发通货膨胀。印钞票确有引发通胀之嫌,但是,如果因为缺乏流动性,而累及实体经济,而美国又不能获得外部援助的话,两害相权取其轻,政府印钞票也许就不可避免。所以,美国靠自己就可以迈过眼前这道坎,不过是需要更久的时间而已。

当然,美国政府不会贸然就印钞票,最佳选择当然是发行国债。美国老百姓肯定买不到7000亿美元的国债。因为美国人的边际消费倾向非常低,平均就有95%,其可支配收入几乎全部消费了,没有储蓄,美国债无从谈起。所以,只要是以发行国债的形式救市,美国就必然有求于外国,特别是中国、日本以及中东产油国这些对美顺差大户。

一个国家在与美国的贸易中获得了顺差,直观看,就是这个国家净拿了该国实实在在的商品,美元虽然是国际货币,但是所有的美元最终都必须流回美国。去美国留学、旅游,以及进口美国商品,都要用美元。但是,如果顺差过多,以上述方式流回的只是很少的一部分,大部分美元顺差将通过购买美国资产的方式回到美国。仅从让顺差增值的角度,可能购买股票等更合算,但是,过去的经验表明,在风云变幻的国际金融市场上赚钱太难,实际上也是比较稳定的,购买国债一般能够获得安全稳定的收益。

70多年前的大萧条确实改变了市场和政府的关系,完全自由的市场经济过渡到了混合经济制度,国家大力干预经济生活。从那时起,财政政策正式登台,中央银行的运作更加频繁和有力。在大萧条前,财政一直恪守平衡准则,正在初创期的中央银行的作用也仅仅是象征性的。凯恩斯主义的扩张性财政政策,拯救了处于崩溃边缘的经济。如今,政府干预经济成为常态,中央银行的权利和重要性今非昔比,各国之间的协调机制,如IMF和G8,也逐渐建立起来。有了这些手段和机制,金融危机产生之后,这些制度和机制就会立即启动,不会像大萧条时,连问题的性质也不明所以,甚至需要制度改弦易辙才能应对危机。

金融危机的实质损害是经济中流动性的中断,导致生产缩减,而金融资产价值的蒸发,投资银行的破产,倒在其次。美国国会通过的救市方案,就是

美国要不要购买美国国债,协助美国救市,应该取决于怎样做更有利于中国。中国改革以来的经济快速增长,出口的拉动作用最为显著。未来,确有把经济驱动力转到国内消费之必要,但是,无论是经济增长方式,还是经济结构,分配制度,都决定了居民收入的增长不会有明显增加,出口的拉动,仍然不可或缺。美国的经济疲软所以引起全球的恐慌,根本在于美国有着引领世界新技术革命和新产业革命的能力,以及创造新需求的能力。互联网的普及,就是这个最显著的例子。美国的这个地位和作用,今后很长时间恐怕无人能取代。因此,美国经济的稳定发展,金融危机的缓和,有利于中国经济增长,符合中国的利益。相反,美国金融危机继续恶化,则不符合中国的利益。

美国会从我们的救助中得益,但是这并不是我们重点考虑的,我们只需要考虑,出手救助是否比不出手对中国更好,如果是,救助就是双赢、正确的选择。

我们出手救助,自然也是无条件的,1997年亚洲金融危机时,IMF就为救援陷入危机的韩国开出了苛刻的条件。双方完全可以坐下来,谈谈条件,天下没有免费的午餐,这一点,美国人心比我们明白,双方最终总能找到平衡点的。

从基本上讲,还是要解决中国经济转型的问题,这个问题提了很多年,已非解决不可了。我们每年不能创造出百万上千万的创业机会,就不可能有真正的城市化,也不可能能有真正的农民生活的改善,也不可能中国内需的启动,这个问题我们需要大加讨论。

我们每年不能创造出百万上千万的创业机会,就不可能有真正的城市化,也不可能能有真正的农民生活的改善,也不可能中国内需的启动,这个问题我们需要大加讨论。

(作者系博鳌亚洲论坛秘书长,本文根据作者在央视财经频道特别节目“直击华尔街风暴”中的访谈整理而成。)

全面认识中美两国经济微妙平衡关系

龙永图

对国际经济形势的判断,我们要甩开过去的传统观点。美国人一打喷嚏,全球都感冒,这种时代虽然没有完全过去,但已经逐渐过去了。今天的全球经济概念不是从传统意义上讲的西方经济,在天津达沃斯论坛上讲的全世界经济继续下滑的趋势,主要是指西方经济,中国、印度等新的经济体和西方经济还不能说是完全拴在一条船上。从整体来讲,亚洲经济和新兴国家的经济还是比较看好的,并没有从根本上或者在很大程度上受到这次美国包括西方金融危机的影响。

现在有很多说法,认为我们赚的很多辛苦钱,最后要去帮助美国人消费,这个看起来有些片面,我们要全面看中美两国经济的微妙平衡关系。中美两国经济还是相互依存的,不能说我们买了大量美国的国债,好像就是给美国人送钱。我们那么多年的贸易顺差,主要是从美国来的,2007年整个贸易顺差是2600多亿美元,其中1600多亿美元是从美国来的。我们与亚洲的主要贸易伙伴包括日本、韩国还有东南亚国家,基本上都是逆差。有专家计算,去年我们大概拿了66%的贸易顺差买美国国债,这是美国主权担保的。

从今年以来,我们和美国的贸易顺差大幅度下降,我们可能买美国国债的数量就会减少,但是并不意味着我们就不买美国国债了。我们正常地用部分的外汇顺差购买美国国债和现在继续拿钱买美国新发行的债券来支持美国救市,这是两回事。要分开。

迄今为止,这场危机对于中国的影响主要体现在出口方面。央行负责人已经说了,这次全球大概有15000亿美元资金受到美国次贷危机的影响,中国受影响的是100亿美元左右,不到百分之一。对中国金融市场直接资金的影响还是不大的,可以看成是我们参与全球化付出的代价。整体上来讲,我们比较担心的是美国短期信贷的机制不能很快启动,美国消费者不再买电视了,不再买衣服了,可能对中国出口市场产生较大的影响。

我们这几年在市场多元化的战略当中取得了很大成绩,现在并不是在美国一棵树上吊死,主要的贸易伙伴欧洲越来越重要了,而且亚洲新兴市场更重要了。所以看来我们过去实行的贸易多元化的战略是完全必要的,今后还要继续加大力度实施这样一个多元化的战略。另外一方面,还是要启动中国的内需,靠别人是靠不住的,只能靠自己。现在我们最大的消费群体或者说最大的内需潜力是农民,可以采取一些措施增加农民的收入,增加农民的消费,比如增加土地收益和其他的收益。几亿农民的消费市场启动起来,我们的内需才算真正启动起来。

另外我们还可以做很多事情,比如进一步加大对在医疗保健、教育、住房和养老保险等方面的改革,解除老百姓的后顾之忧。这次改革比较欣慰的就是,虽然美国爆发了金融危机,但我看了统计局的报告,7月我国整个居民消费比去年增加了23%,今年的黄金周比去年消费增加了21%,这是非常好的消息,说明老百姓的消费信心没有受到打击,我们必须要继续维持这样的信心。

当然还可以很采取很多措施,比如个人所得税也应该改革。现在,国家的财政税收比老百姓的收入增加得快,在这样的情况下,怎么样加大对农民的支持,包括对农民的一些直接补贴,对低收入群体的直接补贴,这都是刺激消费的好办法。在必要的时候还可以增加国家财政对一些基础设施和其他事关民生的某些领域的投资,因为在经济持续增长一定时期时,政府的干预是非常重要的。这次美国金融危机对大家都很大的教育,在加入世贸组织谈判的时候,美国人成天教育我们政府不能干预,要让市场起作用,其实市场不是那么完美的。在继续让市场发挥作用的同时,能够加大政府的一些必要的干预,特别是对低收入群体,对农民的支持,是非常重要的。

从基本上讲,还是要解决中国经济转型的问题,这个问题提了很多年,已非解决不可了。我们每年不能创造出百万上千万的创业机会,就不可能有真正的城市化,也不可能能有真正的农民生活的改善,也不可能中国内需的启动,这个问题我们需要大加讨论。