

理论年终专版

■外资篇

外资 蚂蟥还是自身肌体

余云辉

在南方一些偏远的乡村,人们会让蚂蟥叮在伤口吸走淤血,然后,将吸饱淤血的蚂蟥扔掉。这时,不会有人把叮在身上的蚂蟥当作自己身体上的一个器官组织而依依不舍。同样,对于中国这样一个存在创伤和淤血的经济体,外资究竟是蚂蟥还是自身的肌体组织?这是一个必须在观念上解决的问题。其实,相对于本国经济体而言,外资是蚂蟥,它绝不是自身的肌体组织。我们不能简单地讲外资是好或者不好,正如不能说蚂蟥是好还是不好一样,关键是看蚂蟥叮在淤血上还是叮在动脉上。

任何一个经济体所拥有的资源总是有限的,尤其是市场资源和股权资源。中国的市场资源和股权资源应该由中国本土企业优先享有和优先投资,而不应该视为可以任意挥霍的空气。为了追求GDP和招商引资政绩,我们这一代人付出了中国经济版图中最珍贵的资源:即市场资源和股权资源。打开中国的经济版图,海外资本已经或参股或控股了大部分行业的主要企业,相应份额的市场也归之所有。在世界经济史上,没有任何一个大国以类似的经济增长路径来推动经济的增长。中国是一个大国。这是中国的基本国情,也是我们思考国家经济发展模式和选择对外开放策略的基本前提。大国经济的发展战略本应该是一场雄浑厚重的交响乐的乐章,但是,现在仿佛是一首模仿港台模式的流行小恋曲:主题是哀怨(抱怨机制不行),心思是出嫁(出售股份找婆家)。在这一旋律下,各个行业的各大龙头企业纷纷粉墨登场,于是,才有了电信、石化、石油、银行、保险、基金、汽车、地产、食品、机械装备等各类企业与外资联姻的集体婚礼。海外资本的盛宴早已开始,狂欢还在继续。

在这里,我们没有发现海外资本背离其资本天性的现象,但是,却发现我们自身因为忽视了资本的本性而产生了过分的天真、过分的乐观和过分的放松。无论资本是穿着马褂还是套着西装,贪婪地占有和追逐利益最大化是资本的本性。兼并收购、占领市场、高效运转只是资本本性的张扬。资本本性张扬的过程是财富再分配的过程,是资本和财富集中的过程,从而也是制造富人和穷人的过程。资本本性跨国界的张扬形成了全球化。全球化是资本流动的全球化,是财富分配的全球化,是资本和财富集中的全球化,从而也是制造富人和穷人的全球化。赞美资本化的人往往在观念中设想自己能够成为富人,赞美外化的人往往设想外资能够施舍,赞美全球化的人往往设想自己的国家必然能够成为富国。但是,在目前强国主导的全球经济秩序里,这些设想可能永远属于设想而难以成为现实。

资本运转的效率不能等同于国民福利提高的效率,二者往往是矛盾的,因此,政府必须成为矛盾的协调者。政府的职责是订立资本游戏规则、创造公平竞争环境、提供社会公共产品。合格的政府是把资本的野性和效率纳入法治的轨道,同时,把提高全民福利、实现社会公平和建设和谐社会放在轨道的终点并当作目标和归宿。但是,我们许多地方政府和官员往往高举着招商引资的大旗,错误地以经济建设作为工作中心而不是以和谐社会建设作为工作中心,远离自己的职责定位,成为海外资本的附庸。在对外开放方面,地方政府竞相动用手中的税收、土地、环保等手段,让海外资本不仅享受国民待遇,而且享受超国民待遇。将行业主要企业的股权优先出售给海外资本是各级政府的普遍做法。

强国的国民欢呼全球化是源于逐利的本能,弱国的国民欢呼全球化显然源于常识的无知。对于中国而言,全球化已经不是一种选择,而是强国对弱国的一种强制。美国财政部长、美联储主席及其背后的跨国公司和投资基金每天守候在国门之外或政府门前,盘算着中国市场的空间和重点企业的股权。在我们综合国力依然弱小的时候,我们没有理由赞美全球化,但是,也没有实力反对全球化。需要我们思考的问题是:我们这一代人是否把本土市场和股权向外出售出让到极限还是留给后代留下一些?是用本土市场和股权去交换美联储电子化系统输出的符号化美元,然后持续贬值,还是去交换其他其他的战略性资源?

既然全球化已经无法避免,那么,中国就必须努力避免在全球化过程中沦为相对贫穷的国家。既然市场和股权是经济版图中最珍贵的资源,那么,就不应该用市场和股权去交换符号化的美元,或者去交换日益贬值的手续技术。本土市场要用于交换海外市场,本土企业的股权要用于交换海外成长性公司的股权。

■市场篇

新时代面临新挑战

华生 王颖

在2005年以股权分置改革破题标志,中国股市发生了历史性转折之后,2006年真正迎来了中国股市的高歌猛进。如果说上半年股改周年之际笔者为本报撰写“迎接证券市场新时代”时,还有很多人对中国证券市场即将跨入一个大扩容、大蓝筹、大牛市的新时代将信将疑,这半年多来制度变革的深化和市场的勇往直前已经让人们打消了最后的疑虑与观望。中国证券市场确实已经走进并开始演绎新时代的宏伟乐章。制度变革就像被推倒的第一块多米诺骨牌,它所推动和触发的连锁反应和良性循环超越了人们最乐观的想像。正是面对这样一幅壮阔画面,我们又来到了历史将翻开新一页的时刻。

走进新时代

证券市场走进新时代的第一个标志,是股改作为中国证券市场创立以来最大的校正制度缺陷的工程,胜局落定。股改扫除了证券市场健康发展的制度性障碍,使流通股和非流通股股东的利益趋于一致,上市公司治理结构的改善第一次有了共同的利益基础。

证券市场走进新时代的第二个标志,是代表着国民经济主流的大蓝筹股的登陆和回归。因为上市公司质量是证券市场发展的基石。今年IPO闸门重启后,伴随着中国银行、大秦铁路、中国国航和工商银行等大盘蓝筹股的登陆,A股投资价值大为提升,一定程度上改变了中国股市充斥过多中小企业的上市公司结构,打破了股市为国有企业改制上市解套脱困的僵局。值得指出的是,随着在国民经济中占有举足轻重地位的大蓝筹股的鱼贯加盟,股市的经济晴雨表功能正在逐渐显现和增强。

证券市场走进新时代的第三个标志,是投资者结构的演变。基金、券商、QFII、社保基金、企业年金、保险公司等机构投资者开始日益成为证券市场中的中流砥柱,他们带来了不同于散户投资者的投资理念和长期眼光。股民转为基民,不仅是可能趋势,而且已经开始形成风尚。此外,随着限售国有股逐步进入二级市场流通之后,越来越多的国有企业国有资本大举进入资本市场,在各个领域四处出击,是战略投资者也好,是收购兼并的企图也好,国有资本正在成为游弋资本市场的又一支生力军。总之,机构投资者的发展壮大,从跌爬滚打,到蔚为壮观,平分秋色,乃至主导潮流,已经是不争的事实。

证券市场走进新时代的第四个标志是市场环境的空前净化,上市公司清欠和券商整顿是今年证券市场巩固发展的两大热点。券商整顿成绩显著。风险券商处置从去年下半年开始提速,迄今已经关闭约十家问题公司,中介机构的行为得到约束规范。长期以来,上市公司大股东挪用公众资金和中介公司挪用客户保证金是扰乱证券市场秩序的两大痼疾,经过这一轮净化后市场环境已经大为改观。同时,新修订的《证券法》和《公司法》于今年开始实施,法律体系的健全完善进一步保证了资本市场发展的制度环境。

应当指出,我国证券市场进入一个崭新的时代离不开它赖以生存的宏观经济环境和国际一体化发展的大背景。值得庆幸的是,持续两年多的宏观调控取得了阶段性的成果,国民经济并没有出现大的起落。随着大盘蓝筹股的上市,宏观调控的平稳着陆使得中国经济持续增长的潜力开始反馈和表现到证券市场上

■年金篇

市场应把企业年金接过来

中国社科院 郑秉文

年终岁尾,盘点2006,有两件天字号大事注定要成为中国社保改革进程中的转折点:一是上海社保案,一是国家审计报告披露的社保资金违规事件。由于上海社保案涉案34.5亿元,其中绝大部分是企业年金(基本社保资金较少),所以,审计报告披露的71亿元挪用事件说明,国家应把基本社保管起来;而上海社保案说明,国家应把企业年金交出去,市场应将其接过来,原有企业年金的政府经办模式是导致腐败的制度根源。

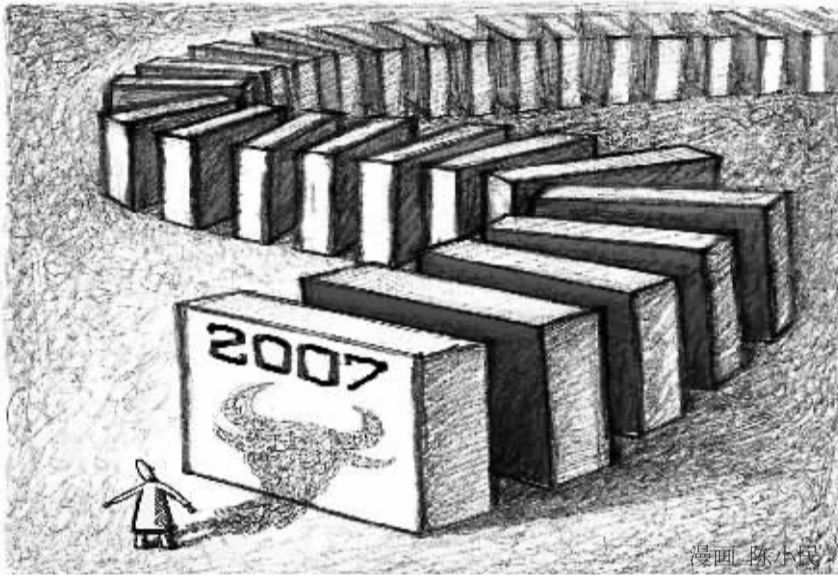
中央政府已经察觉到原有模式的潜在风险是巨大的,尽快过渡是不能犹豫的。但就目前来看存在着两个问题:一是34号文只对经办模式的过渡和转型做出了规定,但没有对自办等其他模式做出任何规定,这说明风险依然存在,只是没暴露而已;二是在企业年金的行政管理中,中央政府的权威没有真正树立起来,对地方政府而言,企业年金是个烫手的山芋,

来。与此同时,全球的经济增长和股市都处在高点,亚洲经济尤其表现骄人。中国经济高速增长、全球的货币流动性过剩和人民币持续升值预期,给证券市场的制度性和结构性牛市创造了好的外围环境。

改革未有穷期

2006年无疑是中国资本市场激情燃烧的一年,但是我们在大步迈进之后必须清醒地认识到,市场很多深层次和结构性问题并没有解决,2007年的中国证券市场面临的将是制度体系变革和深化的多重挑战。

首先,股改虽然已经进入收官阶段,但是打扫战场的工作并不那么轻松,因为剩下来的都是难啃的硬骨头。由于复杂的股



权结构和沉重的债务、担保负担,有些企业恐怕最终难以实施股改方案。随着监管层明年初将对“S股”公司推出种种惩戒措施,部分企业很可能最后被迫退市。

其次,大盘蓝筹股的上市和投资者结构的变化还仅仅处在开始阶段。市场投资理念的变化还是一个长期的过程。弄虚作假、内幕交易、投机炒作的股市文化还远没有退潮。因此,股价结构的分化和痛苦的价值回归还有待时日。

再次,整体上市的制度改造亟待提上日程。我国股市的绝大部分上市公司都是非整体上市,因而先天性的存在不公开、不透明和关联交易的种种弊端。现在大股东流行通过定向增发把一部分优质资产注入上市公司,应该说向整体上市迈进了一步,但整体上市的制度改造应该一步到位,而不是一个漫长的随机过程。目前大股东陆续装入资产的行为正在成为上市公司无休止炒作的题材。资产注入的不规则性、不可预见性和不透明性打乱了投资者的合理预期,助长了跟风炒作的投机操纵气氛。因此,整体上市的制度改造应该像股权分置改革的部署一样,由自愿改为强制性要求。已经上市的公司应对自己转为整体上市制定积极可行的时间表,以便监督执行。从这个意义上说,上市公司由非整体上市向整体上市转变才刚刚起步。

最后,我国的证券市场目前还是层次单一、品种简单的初级市场。2007年我们面临着发展多层次资本市场和推出完备权证、股指期货等种种金融衍生品的重任。在我国这样一个投机土壤深厚的环境中,如何积极发展金融深化和衍生工具市场,又能保障广大投资者权益和金融安全,显然是对市场及其监管者的严峻挑战。

正视市场风险

正如在熊市末期到处回荡着悲观主义

的预言一样,当牛市最终被证明明确已到来时,市场上当然不乏如梦初醒,从而豪情万丈的预言家。但是,我们应当看到,2006年的股指飙升是在多种因素的共同作用下产生的,而现在对未来所谓十年牛市的判断已经包含了过多一厢情愿的分析。必须认识到,未来包含多种可能,充满不确定性。当人们都按照最乐观的一种可能性预期后市时,实际上就已经在相当程度上透支了未来的行情。实际上,外围经济的很多因素都有可能发生变化:比如由于中国外贸顺差的巨额积累,大的贸易摩擦已经到一触即发的阶段,随时都可能对国内经济产生重大影响和冲击;外部经济随着国际原材料、贵金属涨价造成的牛市达到顶峰,也会

或迟或早进入相反的商品周期,从而带来结构性的震荡和调整;由于能源、资源的消耗和环境破坏的加剧,我们一直引以为自豪的经济高速增长也开始暴露出其不可持续性,需要进行痛苦的增长方式转型;以股指期货、融资融券等为代表的金融衍生品的推出在激发相关标的股票交易量和活跃度、提升大盘蓝筹股地位的同时,也通过杠杆效应放大了风险,增加了市场不确定性;多层次资本市场建设一方面会适应不同层次的融资需求,扩大资本市场的作用和渗透力,另一方面也会不可避免地分流主板资金;甚至,很多人极为看重企业的盈利前景,也不是没有抵消的因素,因为人们嗅着寒蝉的股票交易利得感的恢复征收,其实同样也具有不可避免性。另外还应当指出的是,银行、券商、保险企业的上市,激起了一系列相关投资企业的价值重估,这种估值循环在牛市中自我放大,但在市场转折时也同样会带来估值的反向加速扩散。由此可见,未来市场的发展存在多种可能性,而喧闹一时的“十年牛市”只是建立在其中最好的可能性之上。当然最理想的情况并非完全不可能实现,但它往往并不具备最大的可能性。既然未来走向并不只是有一种注解,那么对于后市的判断也就应该在综合各种可能发生概率的基础上理性评估,否则股市所承载的风险就会被过于放大。透支预期的结果必然是加速与加剧市场的逆转和震荡。

2005年的股改试点启动发出了市场转折的信号,2006年制度变革的顺利推进,迎来了证券市场的新时代。在期待即将到来的2007年的时候,不能不提示人们多注意未来的挑战和风险,在牛市的狂飙中保持清醒。任何时候都不要忘记一条股市中屡试不爽的格言:行情总是在绝望中爆发,在狂热中结束。

截至2006年10月,全年外商直接投资(FDI)只有486亿美元,与去年同期相比几乎没有增长。相关的解释很多。但笔者认为,外商直接投资(FDI)增长急剧放缓,主要原因是人民币加速升值和加速升值的预期。证据很清楚:来自美国、日本等发达国家的FDI大幅度下降,来自维京群岛、开曼群岛等自由港的FDI却大幅度上升,这些资金中相当一部分通过合法或非法手段进入资产投机领域(股市、房地产和外汇投机)。美、日等发达国家FDI项目下的资金流入,是否也部分进入投机领域,很难找到相关数据,但美、日等国家的机构和个人资金有许多其他途径进入中国的股市和房地产市场。两相对照,充分说明升值预期乃是左右FDI最重要的力量。假若人民币继续维持大幅升值预期,可以肯定FDI将继续下降,以FDI名义进入投机领域的资金会进一步增加。

截至2006年11月,中国实现贸易顺差1570亿美元,同比增加660亿美元。但是,贸易顺差持续扩大却是不好的信号。

中国贸易的主体是加工贸易。几年来,加工贸易的顺差甚至超过总的贸易顺差。首先,加工贸易的需要,劳动保障部负责企业年金监管的只有2-3个人,而监管资金则高达680亿,参保人员达700多万,如此超负荷监管,堪称世界之最;不但难以满足市场发展的需求,也难以承担起这个重任。而那些具有可比性的国家相比,国外企业年金监管官员人均管理资产一般只有数百亿美元左右,人均管理资产的数量只有几万人到十几万人,例如挪威80名官员,人均管理1.5亿欧元,人均0.33万人;意大利60名官员,人均管理4.6亿欧元,人均管理3万多人;德国29名官员,人均管理24亿欧元,人均管理12万人。而我国的差距太大,官员人均管理几百万人,监管负荷严重过度,是国外的几十上百倍,根本谈不上什么事先监管和现场监管。由此看来,地方政府退出之后,面对巨大的企业年金市场,劳动保障部建立专门的监管机构势在必行,扩大监管机构规模迫在眉睫。

■房价篇

房价为何在调控中升腾

易宪容

近几年来对国内房地产市场的宏观调控成了十分频繁的事情。但是,为什么越是对房地产宏观调控,其各地的房价越是快速上涨?正如有人所说的对房地产的宏观调控成了国内房价上涨的理由。实际上,这只是现象,问题的关键并不在这里。在这里,有一个问题我们必须明白,即如果政府的房地产宏观调控是要稳定房价,那么,这实际上是对国内房地产市场的价格作了一个隐性担保,即如房地产开发商所说的国内房价只能是上涨而不能下跌。

其实,如果国内房价是这样一种隐性担保,那么国内房地产市场的价格是很难向下调整的。因为,在市场经济中,房价的变化应该由市场供求关系来决定而不是由政府政策来稳定。否则政府的政策要稳定市场某个行业产品的价格,那么这就是说政府用自己的信用在对这个市场产品的价格担保。如果以政策的方式来稳定价格,就会使得让市场参与人认为该产品的价格只能够在这样稳定价格之内,如果低于这样的稳定价格,那么政府就一定会出手救之。这几年来国内房地产市场的房价为什么会越调控越是上涨,尽管其中的原因有很多,但其中重要原因与政府这样的隐性担保有关。

特别是当我们把住房当作一种投资品时,如果政府对住房的价格进行隐性担保,那么投资者就会奋不顾身地进入房地产市场。特别是当投资者可以利用银行金融杠杆炒作房地产时,投资者进入房地产市场一定是有风险的。因为,投资者进入这样的市场,赚了钱是自己的,如果亏损了,由政府来为其担保,其损失会让国家来承担。比如,早几年的国内股市,不少投资者在大获其利时,从来都不会认为他们能够大获其利是因为政府的政策使然,但是当这些投资者出现亏损

■汇率篇

稳定汇率预期比什么都重要

向松祚

人民币加速升值和进一步快速升值的预期,已经成为左右中国宏观经济走势的最关键力量。面对快速升值预期,人民银行货币政策完全丧失效力,进退失据。

截至2006年10月,全年外商直接投资(FDI)只有486亿美元,与去年同期相比几乎没有增长。相关的解释很多。但笔者认为,外商直接投资(FDI)增长急剧放缓,主要原因是人民币加速升值和加速升值的预期。证据很清楚:来自美国、日本等发达国家的FDI大幅度下降,来自维京群岛、开曼群岛等自由港的FDI却大幅度上升,这些资金中相当一部分通过合法或非法手段进入资产投机领域(股市、房地产和外汇投机)。美、日等发达国家FDI项目下的资金流入,是否也部分进入投机领域,很难找到相关数据,但美、日等国家的机构和个人资金有许多其他途径进入中国的股市和房地产市场。两相对照,充分说明升值预期乃是左右FDI最重要的力量。假若人民币继续维持大幅升值预期,可以肯定FDI将继续下降,以FDI名义进入投机领域的资金会进一步增加。

截至2006年11月,中国实现贸易顺差1570亿美元,同比增加660亿美元。但是,贸易顺差持续扩大却是不好的信号。

中国贸易的主体是加工贸易。几年来,加工贸易的顺差甚至超过总的贸易顺差。首先,加工贸易的需要,劳动保障部负责企业年金监管的只有2-3个人,而监管资金则高达680亿,参保人员达700多万,如此超负荷监管,堪称世界之最;不但难以满足市场发展的需求,也难以承担起这个重任。而那些具有可比性的国家相比,国外企业年金监管官员人均管理资产一般只有数百亿美元左右,人均管理资产的数量只有几万人到十几万人,例如挪威80名官员,人均管理1.5亿欧元,人均0.33万人;意大利60名官员,人均管理4.6亿欧元,人均管理3万多人;德国29名官员,人均管理24亿欧元,人均管理12万人。而我国的差距太大,官员人均管理几百万人,监管负荷严重过度,是国外的几十上百倍,根本谈不上什么事先监管和现场监管。由此看来,地方政府退出之后,面对巨大的企业年金市场,劳动保障部建立专门的监管机构势在必行,扩大监管机构规模迫在眉睫。

人民币升值预期比什么都重要。假若人民币继续维持大幅升值预期,可以肯定FDI将继续下降,以FDI名义进入投机领域的资金会进一步增加。

术进步和创新的过程,依照人民币升值来强迫中国企业产业升级,实在是缘木求鱼。

记得2005年所谓“人民币汇率机制改革”之时,有些人土声称:人民币升值压力只有3%,只要我们让人民币升值3%,升值预期马上就会烟消云散。实在是没有比这更荒唐无稽的言论了。时至今日,人民币升值幅度已经超过5%,升值预期依然非常强劲。

为缓解升值预期、双顺差所造成的流动性过多的压力,人民银行今年几乎用尽了可用的全部政策工具:加息、提高准备金比率、增发央行票据,等等。人民币加速升值和升值的强劲预期,让人民银行的所有政策努力付之东流。其一,今日中国的金融体系和经济结构,金融间接调控手段历来就没有什么效果。信贷80%以上流入国有企业,利息不会影响它们获取信用的能力;迫切需要信贷支持的中小企业,本来就很难获得贷款,加息与否与它们关系实在不大。不加息难以获得信贷,加息也难以左右它们的信贷需求,因为利息从来不是投资行为的重要决策变量。利息或许对个人贷款多少有些影响,不过个人信贷占总体信用的比例依然很低。其二,中国经济是否过热,众说纷纭。笔者的观察是:从实质经济角度看,并没有过热,更没有严重的通货膨胀。流动性过度主要体现为股市、房地产市场的繁荣,而这正是汇率长期升值预期所致。不消除汇率升值预期,就可能挡住各种热钱对资本市场的冲击,双顺差的问题也不可能解决,表面上的流动性过度问题难以消除,加息等间接调控手段完全失效。

可以说,人民币汇率制度改革之后,人民银行的货币政策失去准绳。今日人民银行依照什么目标来制定货币政策?是汇率目标吗?显然不是;是通胀目标吗?那么是哪个通胀目标?是多胀?我们要让人民币永远升值或浮动下去?还是有一个底线?没有明确的目标,货币政策实际上失去方向。

今日中国宏观经济调控的关键是稳定人民币汇率的预期。没有比这更重要、更紧迫的事情。