

影响通胀的主要因素是城乡失衡

□谭雅玲

回顾我国2007年经济形势可以用“风云变幻风起云涌、经济岿然化险为夷”概括。其特点在于复杂性,即我国自身与外部经济都处于艰难阶段,突发因素与周期因素交织的复杂性增加了调整与控制难度。展望2008年,我们对经济压力不可掉以轻心。

对通货膨胀的深层思考

2008年,对通货膨胀局面不能掉以轻心。主要是我国通货膨胀起因和背景并没有根本性的改变,局部的改进或改革,等待外部变化的预期,十分不利于经济矛盾与压力的缓解。尤其是未来国际通货膨胀连带的影响将继续扩大。我们需要关注2008年国际石油价格会继续高涨,而在2007年我国通货膨胀指标中,石油上涨的调整因素基本排除。因此,2008年我国通货膨胀指标将不会低于2007年,包括高指标月份和平均水平年份的水平都不会低于2007年的基本水平。而在我国,人民币升值的同时,通货膨胀水平在上升,更有值得思量与观察的深刻原因。影响通货膨胀的主要因素是城乡失衡,即简单将农村人口推向城市,而忽略农村自身现代化、机械化、科学化的发展,这也是导致房地产等敏感价格上涨的基础因素。

从国内改革效率看,我国通货膨胀上涨与我国农村改革效率不足紧密连接,我国综合改革的实质问题没有根本解决,城乡统筹需要注重均衡与协调发展。一方面是我国通货膨胀指标与加息争论中的深层问题需要改观。近期国内市场政策关注与争论的焦点集中在通货膨胀指标上,其中食品价格的上涨继续成为热点,但笔者认为在这些数据背后,我们更值得关注和研究我国经济金融改革的综合问题。从我国宏观金融政策角度看,虽然食品价格上涨是短期因素,但我国借用价格上涨的顺势调整利率是一种不错的选择。这种借市或许有利于我国结构问题僵持的解冻,并有利于政策手段效率的变化。从金融理论看,汇率压力中的利率手段运用将有利于规避外界市场化的质疑,增加我国市场调节作用与形象的展现。同时,面对国际市场资源价格的进一步上涨压力,我国应注重PPI指标超前

在我国,影响通货膨胀的主要因素是城乡失衡,即简单将农村人口推向城市,而忽略农村自身现代化、科学化的发展,这也是导致房地产等敏感价格上涨的基础因素。

关于人民币汇率趋势,不主张以预期人民币升值幅度刺激人民币升值行为。我们尤其需要打消人民币升值预期。从国际惯例看,主要货币贬值或升值是一种趋势、态势预测,而没有具体指标的预期。汇率波动是一种常态,外汇交易是双向,因此很难说一种货币一定怎样,一定不怎样。

面对自身经济问题和压力,既要考虑传统理论指引,更需要结合现实实施调控,如继续加息抑制通货膨胀和流动性过剩,打消预期,不要预测人民币汇率应该怎样,而应该分析人民币可能怎样。

CPI的通货膨胀预警,面对资源、基础产品和农产品等价格上涨拉动的通货膨胀上涨,以前瞻性防范意识调控通货膨胀,改变市场简单、单一预期方向;以多元化和组合性手段调控经济金融,防止经济过热和金融低效的不良倾向。

另一方面是透过通货膨胀反思我国农村改革效率。从价格指标表现看,加息必要性具有金融理论的支持,但从指标背后看,加息并不能解决本质问题,我们当前改革除注意短期因素外,更应对长期结构问题开始逐渐调整。从粮食价格上涨表现背后的农村改革看,涉及到我国农村改革战略与实际效益的本质问题。我国农村改革既是改革重点,也是改革前沿项目,但食品价格上涨依然困惑于农村改革结构与效率问题,简单看是一个指标表象,实质是一个农村经济结构扭曲,政策效率不足的结果。由于我国农村经济结构和金融倾斜效果的不足,不仅没有根本改观城乡差别,反而在一定程度上扩大了城乡差别,扭曲了发展理念和扩大了价格基础缺失,进而演化为农产品“紧缺”的价格“紧张”。虽然从我国整体战略大规划的城市化角度看,农村向城市化转变是一个主要目标,但我国发展改革阶段与国情的特殊性,使我国农村人口与质量的相对低下并非是简单或单一通过农村转移城市可以解决和改变的。反之这种转移不仅没有提升农村问题与矛盾甚至差异的缩小,甚至进一步增加了这种差异。因此,一方面我国农村改革总目标难以有实质的转变,农村分层城市现象突出,并有所伤害乃至冲击农村实际和有效的改革,拖累城市化高水平的提升,呈现农村人口倾斜性恶化(老龄与幼年留存农

村),农村问题转移并加剧城市化矛盾(农民工低价和城市工失业),不利于我国经济增长水平与社会文化基础水平的并进。这些需要我们从国家战略角度综合加以思考和解决,农村改革的效率并非简单价格单一问题,尤其值得

反思我国农村改革收益与问题消化、节奏与效率收益、规划与结果的圆满与实效,而通货膨胀指标是一个短期农产品缺失,长期是改革效率的不足,并非单纯宏观金融政策可以解决的。从货币政策的汇率角度看,我们更不能只重视和看到城市工业、消费或投资层面的问题而预期人民币的进一步升值,我们的视角应更多看到农村改革效率中人民币升值的反向作用,综合、全面考虑我国汇率水平的需求。

通货膨胀之下的经济判断

2008年我国经济依据周期规律将面临必然的调整期,其中既包括自身矛盾问题需要解决,也包括国际刻意运用的应对性。

理由一:我国经济持续30年的经济周期超出经济规律,经济波折是经济规律的必然,这不是对经济的压制,相反或许有利于经济的持续乃至“升级换代”;而目前我国已经出现的经济结构压力与矛盾恰好说明经济结构和速度需要彻底调整,并确定未来发展方向和路径。

理由二:外部经济环境变化不在我国可控之中,而这种变化有较明显的针对我国态势,面对成熟与发达的市场经济竞争,我们需要的不仅是勇气,更需要智慧和理性,面对现实承认自我不足和缺陷是我国经济持续的必要条件与认知。而外部经济可承受与

可调节性比我国主动和充分。

理由三:我国市场经济不成熟和不健全明显存在,因此我们需要以内部自我市场规范、自我市场功能健全、自我市场产品发展促进自我经济增长和持续的基础,而不能过量、过大依存外部。

中国经济当前最大的风险在金融,金融最大的风险在量大质低,贸易量大质低已经使我国的外部压力加重甚至失衡,而未来金融量大质低将直接冲击我国经济安全。金融量大质低已经严重扰乱了货币政策的目标和效果,不利于宏观金融调控的结果。而在市场经济和市场文化建设中,我们需要彻底改变观念,学会以问题应对调整,最终得到收益,不要再以成绩应对进展,最终将不利于改革开放。

对经济领域一些问题的看法

关于房地产市场趋势。房地产价格将继续在调整之中,宏观调控需要预警指标和综合配套指标的细化、量化分析趋势和价格,并且应将房地产行业与农村土地以及开发用地的农村改革调控结合考虑。尤其是需要在房地产价格敏感当中思考我国社会阶层差别、差异问题,以房地产价格调整关注民生和民意,缩小贫富差别的社会问题,消化消极因素,扩大积极因素,结合价格、工资、收入以及用工解决楼市的基础问题。预计2008年楼市处于起伏调节状态。

关于人民币汇率趋势。我不主张以预期人民币升值幅度刺激人民币升值行为。我们尤其需要打消人民币升值预期。从国际惯例看,主要货币贬值或升值是一种趋势、态势预测,而没有具体指标的预期。汇率波动是一种常态,外汇交

易是双向,因此很难说一种货币一定怎样,一定不怎样。如美元一年总体趋势是贬值,但其中美元价格有上行,2007年美元兑欧元汇率总体贬值10%,但年内价格在1.36-1.47美元之间,上半年以欧元贬值为主,下半年以美元贬值为主,并非美元全年一路走低。但我国人民币却是直线走高,脱离市场趋势与市场规律。人民币预期升值心理是导致升值难以抑制的原因之一,而在经济金融层面制造了许多新的难点和难题,我们需要仔细掂量升值幅度与速度。美元为何用贬值解决自我问题,其对经济利益和金融结果十分清楚,进而历史上美国采取强迫日元升值,导致日本经济衰退。美元如此强大,地位垄断,还以贬值面对自我,我国无论实力和地位均无法与美元相比,难道不值得考虑目前我国人民币单边升值的未来可能结果吗?我们改革要有自己的框架与目标,我们的发展要有自己的路径与方针,不能不与国际合作,也不能脱离自我为合作而合作,人民币是最重要的一个窗口,需要谨慎。

从货币政策角度看,从紧的货币政策在于调控目标和手段的强化,加息抑制通货膨胀是直接目标,控制银行流动性状况是结构目标。而从我国1996年降息力图稳定经济、刺激消费的意图,到日本低利率维护经济、刺激经济,再到美国低利率刺激经济的诸多教训看,低利率环境对于经济信心乃经济结构调整有限,并有约束与压抑影响,不利于经济恢复与发展。因此,我们不能以金融传统理论或观念指引当前新经济、新金融环境下的货币政策,不能强调利率调整的频率与速度,应该考虑调整的结果与收益。此外,当前经济特点的突出处在在于预期作用的影响先于实际状况,进而对货币政策的实际效果有很大影响。因此,面对自身经济问题和压力,既要考虑传统理论指引,更要结合现实,实施有意义的调控,如继续加息抑制通货膨胀和流动性过剩,打消预期,不要预测人民币汇率应该怎样,而应该分析人民币可能怎样。美元贬值或升值每年并没有指标数据预期,而我国人民币为何集中而突出未来升值预期,这样对于货币政策调控乃至国家利益和安全具有很大压力甚至风险,我们需要理性、理智和智慧,需要眼光长远。

加快立法

推动投资者关系管理发展

□中央财经大学 刘叶青 徐美华

多年来,在我国资本市场,上市公司发布虚假信息、内幕交易等现象时有发生,投资者热衷于追逐题材,炒作概念,对于上市公司业绩、股本分红、投资回报等证券市场投资的重要问题,却十分关注。大多数上市公司不重视投资者关系管理(IRM),它们所开展的有限的IRM活动,只是出于融资等目的的一种短期行为,缺乏IRM战略性规划,尊重投资者尤其是中小投资者的意识不强。IRM的内容与活动很少,沟通形式简单,专业化水平很低,缺乏系统性、战略规划性。加强IRM工作,改善投资者关系,提高资本市场资源配置效率,已成为当务之急。

造成我国IRM落后现状的原因是历史上存在的股权分置问题,及股权分置体制下的不合理的股权结构。不合理的股权结构导致大小股东利益不一致、国有资产缺位、股权激励机制缺乏和机构投资者参与公司治理意识不强等。大股东没有开展IRM的内在动力和外在的市场压力,形成了股权分置下被动、消极、单向的IRM。股权分置改革的实施,资本市场加速向市场化发展模式转变,对我国IRM的发展提供了良好的市场环境。证券市场将进一步向规范化、制度化的方向发展,理性投资、价值投资的理念将逐步形成,对上市公司IRM提出了更高的要求。非流通股的流通增加了市场的股票供应,证券市场上股票的供求关系必然发生变化,加速了中国证券市场向买方市场过渡的步伐,形成了上市公司开展IRM的外在市场压力。目前,我国证券市场正处于难得的发展机遇期,而上市公司和投资者作为推动证券市场持续稳定发展的两个重要主体,如何引导他们通过各种形式,形成有效的良性互动,实现共同发展,已成为促进我国证券市场进一步发展的一项重要任务。

国内外IRM的实践经验表明,加强IRM的制度建设,建立完善的法律法规,为IRM的发展提供合适的法律环境、法律框架和法律依据,才能保证IRM的健康发展。

作为IRM的起源国家,美国的IRM制度是目前世界上最为完善的,它共分为三个层次。第一层次为美国国会颁布的有关法律,包括《1933年证券法》、《1934年证券交易法》、《1939年信用契约法》、《1970年证券投资者保护法》等,其中《1933年证券法》和《1939年证券交易法》是公开发行股票公司进行信息沟通的基本法律规范;第二层次是美国证券交易委员会(SEC)制定的关于证券市场信息沟通的各种规则或规定,主要有《财务信息沟通内容与格式条例》、《非财务信息沟通内容与格式条例》、C条例、会计资料编制公告、财务报告编制公告、首办会计公告(SABs)及其他一些相关的规定和表格;第三层次为纽约证券交易所和纳斯达克场外交易市场制定的有关市场规则。

英国IRM制度是从19世纪的公司登记制度发展起来的,所以政府要求公司在注册登记中披露影响投资者判断公司价值所需的重要信息,防止利用公司进行欺诈是政府对公司证券管理的主要工作,交易所的披露规则比政府立法要求更为细致和严格。法国IRM制度规范体系可分为四个层次,即议会颁布的有关法律规定,如《商事公司法》;政府部门颁布的有关法令规定,如《设立交易所业务委员会和有关向有价证券持有人提供信息及一些交易所业务的广告的法令》;自律机构颁布的各项规范,主要指SNM制定的新市场规则及与上市公司信息沟通有关的欧盟指令。德国规范市场信息沟通的法律规范则包括德国《公司法》、《证券交易法》、《证券发行说明书法》、《有价证券交易法》和《新市场上市规则》等。日本的IRM制度规范也包括四个层面,分别为《证券交易法》和《商法典》等法律;《大藏省信息披露令》、《大藏省披露通知》等大藏省披露条例;《企业会计准则及注解》、《成本会计准则》等会计准则及东京证券交易所制定的有关市场规则。

当前我国上市公司信息披露的制度体系包括四个层次,即基本法律、行政法规、部门规章和自律规则。基本法律,主要是指《证券法》、《公司法》、《会计法》等需全国人大或其常委会通过的国家基本法律,还包括《刑法》等法规中的有关规定;行政法规,主要包括国务院1993年4月施行的《股票发行与交易管理暂行条例》、1993年8月施行的《禁止证券欺诈行为暂行办法》、1997年12月施行的《证券交易所管理办法》、2004年1月发布的《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》等;部门规章,主要是指中国证监会制定的适用于上市公司信息披露的制度规范,包括《公开发行股票公司信息披露实施细则》、《资本市场禁入暂行规定》、《公开发行的证券公司信息披露内容与格式准则》、《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》、《上市公司股权分置改革管理办法》、《上市公司与投资者关系指引》等;自律性规则,主要是指沪深证券交易所制定的《上市规则》、《深圳证券交易所上市公司IRM指引》、《上海证券交易所上市公司自律公约》。

虽然我国已经出台了一些制约上市公司信息披露的法律法规,但是现行的法律法规还不尽完善。首先,有些法律法规不具有前瞻性。一些有关的法律条款受当时特殊条件制约,随着证券市场的进一步发展,已经不符合股市发展要求。在制度缺陷的条件下,要完善证券市场的监管机制是相当困难的,在法律制度方面修补这些缺陷就成为了一项紧迫的基础性工作。其次,关于信息披露的法律法规不够完善,缺乏系统性。一些条款过于原则和笼统,很难执行,准则内容缺乏明细,操作性不强。如对披露行为违规如何认定、怎样追究责任人的民事责任、责任人之间的责任如何划分等,几乎没有涉及,或规定得过于原则或抽象,在一定程度上制约了我国IRM的发展。因此,除了指导性文件之外,监管部门应当建立健全我国的IRM法律体系,出台更具可操作性的实施细则,增加责任追究和惩戒机制。监管部门应通过鼓励诚信、严惩造假以建立市场信用体系,增强上市公司实施IRM的内在动力;通过对股权融资进行硬约束严把上市公司质量,进而提升上市公司实施IRM的自身禀赋;通过制定IRM实施标准,进而建立IRM的外在约束和促进机制。应当明确上市公司应该做什么,不应该做什么,如果做不到会受到什么样的处罚,只有这样才能真正推动上市公司的IRM工作。

下半年宏观经济将为市场回暖提供条件

□建银国际投资咨询有限公司

郑永忠

建银国际证券有限公司

邬礼诗

今年以来,恒生指数以及恒生中国企业指数下跌约20%。当国际股票市场大幅下跌被归咎于由次贷危机导致的全球信贷紧缩时,投资者将资金撤离香港和内地市场,却是因为两地市场的过高估值。美国次贷危机对美国以外经济体的影响将使得国际资本市场短时间内难以从疲软中复苏。对于A股市场而言,大规模融资计划以及限售股解禁对高估值带来了更大的压力。总而言之,2008年上半年市场的风险规避心态将极大限制市场的表现。

但是,我们认为在各种因素作用下,市场可能会在下半年有所起色:在各金融机构上半年冲销了大部分由次贷导致的损失后,美国次贷危机可能会得到控制;在消费需求增长趋缓和美元汇率企稳的条件下,商品价格也将逐步稳定;下半年粮食丰收将促使食品价格趋稳;中国的通货膨胀状况也有望得到缓解。这些因素都将成为股票市场回暖提供条件。

在去年11月对2008年市场展望的报告中,我们预测恒生指数和恒生国企指数将分别达到34,000点和22,000点,基于21倍和25倍的市盈率的预测以及12%的盈利增长和30%的人民币升值空间。由于基本面走弱,我们清楚地意识到市场会大幅修正2008年利润和目标。假定恒生指数上市企业的利润增长率为25%(市场期望的增长率为31%),包括人民币升值贡献的7%和税制统一贡献的3%-4%在内,我们预计在悲观市场估值下恒生

普遍担忧的市场情绪。除了对次贷危机及美国经济滞涨的担忧,随着中国经济面临的风险增大,市场对中国经济的担忧也越强。温家宝总理在政府工作报告中指出:现有的经济政策的首要任务在于防止经济增长由偏快转为过热,防止价格由结构性上涨演变为明显的通货膨胀。在全年CPI增幅控制在4.8%,GDP增长率控制在8%的目标不变的情况下,政府将会继续实施紧的货币政策。

政策驱动的投资主题。在雪灾造成损失的情况下,预期政府将会扩大基础设施的投资规模,以缓和经济所面临的问题。此外,政府将组建新的部委,对少数支柱行业的监管机构进行改革和整合。改革将会加速国有企业的重组并在能源、农业、国防、交通运输等行业产生更多的并购重组机会。

市场波动范围的预测。预计恒生国企指数底部约为10600点(2008年市盈率约为12倍),恒生指数底部约为20300点(2008年市盈率约为13倍)。考虑到市场上普遍的规避风险心理,预计国企指数将不会超过16000点(2008年市盈率约为18倍),恒生指数将不会超过26500点(2008年市盈率约为17倍)。

国企指数将得到13倍市盈率强有力支撑并于11,500点左右筑底。假设恒生指数有平稳盈利增长,我们预计指数应该得到14倍市盈率的支撑并于21,800点左右筑底。如以非典期间为参照,恒生国企指数将得到至少12倍市盈率支撑并于10,600点左右筑底,而恒生指数市盈率至少达到13倍并于20,300点筑底。由于强劲的企业基本面和内地支持,市场在12倍市盈率以下的概率极低。

在当前市场形势下,我们预计恒生指数将在24,900到26,500点之间震荡,市盈率在16-17倍之间。如果国际金融市场在下半年趋于稳定,则市场将重回18倍市盈率,达到28,000点。但是当前从紧的政策可能将恒生指数限制在15,000-16,000点之间,市盈率在17-18倍之间;如果政策有所放松,市场或重回20倍市盈率和17,600点。然而,影响我们预测的下行风险主要是有美国经济衰退久于市场预期以及加剧的通胀和全球的信贷情况。除非应对通胀和次贷危机明确的解决方案出台,否则市场缺乏重振牛

市超过20倍市盈率的动力。由于一季度的暴风雪灾害和紧缩政策,我们预计一季度GDP增速将放缓至10.6%,全年的GDP增长也从原来预期的10.5%调低到9.5%。食品和农产品推高1月CPI涨幅至近几年最高点,我们将2008年CPI增幅由4%调至5.1%。同时调低的还有出口增长和固定资产投资增长,尤其是房地产行业。而乐观的一面在于政府将加大基础设施建设,医药和其他公共品的支出以支持灾后重建。

在食品价格上行趋势下,结构性通胀仍然是威胁中国经济稳定的关键风险。此外,信贷扩张仍处于快车道。广义M2货币供给在1月份同比增长18.94%,而1月份的总贷款量同比增长17.5%,比官方目标高出3.5个百分点。利率工具效果有限,中美利差不断扩大,从而可能吸引热钱流入并进一步阻碍公司盈利增长。这就是说,中国人民银行只能使用存款准备金率、窗口指导和公开市场操作等工具来实施货币政策,而这些工具可能会阻碍银行业的增长。中国人民银行设定了2008年新增贷款的上限为3.63万亿元,意味着13.9%的增长。同时,我们认为中国人民银行在今年年底前将3次提高存款准备金率至16.5%并两次提高利率使得一年期存款利率和一年期贷款利率分别升高54个基点和36-45个基点。宏观紧缩措施势

必提升银行的坏账和信贷成本。除去上述因素,我们认为在2008年中国银行业能够达到24%的利润增长(包括税收影响则达到35.6%)。我们对中国银行业的前景保持乐观,因为银行大胆拓展业务以逐渐过渡至混业经营。建议投资者继续关注有着更广泛业务和更先进风险管理系统的大型银行。

我们对地产行业的近期前景保持谨慎态度,但是其长期诱人的前景应该保持不变。预计2008年上半年的总交易量会保持疲软态势(年降幅20-30%),一线城市房价会在当前的价格水平上进一步下降5-10%。对于二线城市,房价受影响较小,预计会持平或有小幅增长。交易量预计于2008年下半年有所反弹,价格也会由于需求不断积累而变得稳定。我们认为紧缩措施对于具有地理位置多元化的开发商,带来相对缓和的影响。

雪灾后,国家着重进行铁路的升级建设和沿海港口的吞吐量迅速提升,以供应位于沿海地区的大型电厂日益增长的煤炭需求。这将有利于大型铁路和港口建设商。由于美元走弱和新兴市场的强劲需求,商品价格会保持坚挺,我们同时意识到政府大力推行节能减排方案而带来环境合规成本的潜在增长和可能的资源税的实施。我们对大众基础设施建设预算中的水泥行业的高增长前景保持乐观。我们预计2009年的煤价下调5%,除非增长势头在2008年第一季度强势增长后变缓,但对煤炭行业的增长保持乐观。

食品和饮料行业至少在2008年上半年会继续遭受利润压力。放松价格管制可能引发对该行业的重新评估,但在通胀压力缓解前不太可能实现。