

回顾过去 35 年,当中国经济有下行压力的时候,常常也是某种结构性的制度或政策变成显性遏制增长的瓶颈约束。若正好同时还受到外生的短期负面冲击,这些冲击会让这种制度结构的遏制约束显得更加突出。此时,正因为民间或市场的自发力量已经无法绕行回避制度约束,处于非常无奈的境地,所以政府就必须采取行动,改革放松这些约束。

有为政府与中国宏观政策

■ 王勇 香港科技大学助理教授

日前中国清华大学经济管理学院院长、经济学家钱颖一教授在财新网的访谈中,批评国内有将中长期的经济趋势问题混淆于短期波动问题的倾向,说中国养成了不好的习惯,就是经济一旦下行民间就催促政府出台财政、货币政策刺激经济以求“搭便车”。他质问道:“既然要让市场在资源配置中起决定性作用,怎么一到关键时刻,全都指望政府出台各种刺激政策呢?”他进而主张要回归市场,发挥企业自身的调节与创新能力,因为中国当前的问题不是短期经济周期的问题。

这篇访谈,笔者读后受益匪浅。处于中等收入阶段的中国,目前正面临着从先前的工业化逐渐走向“去工业化”的结构转型,面临着从劳动密集型、低附加值逐渐切换到资本与技术密集型、高附加值的产业升级,面临着从先前的双轨制渐进改革向市场单轨目标靠拢的深水区的制度改革,当这三个转换过程同时进行时,经济就特别容易出现不稳定,而此时的波动就往往不再是单纯的商业周期性的短期问题,而更多地是增长与发展中的中长期结构性调整的趋势问题。因此,笔者非常认同钱颖一批评那种将中长期的增长与发展的问题误认为短期波动问题的错误倾向。另外,笔者也非常赞同钱老师的呼吁,即中国要回归市场,坚持市场化、民营化方向的经济改革,要给企业更多的自由,而不是加重税收等负担,或是加强对市场准入及运营过程的管制。这个大方向在当前的国内形势下尤其值得强调,不能动摇。

然而,笔者觉得钱颖一发言中也有值得斟酌与探讨之处,特别是他批评民间(包括一些学者)经常一面对经济减速压力就呼唤政府帮忙,敦促它立即出台财政与货币的刺激

政策。这样的批评声音在中国国内学界颇为常见,比如许小年教授亦持此观点。笔者以为这种批评似有以偏概全的不妥之处,故不揣浅陋,撰文商榷,并同时阐述对其他相关问题的拙见,求教于各位方家。

回顾过去 35 年,当中国经济有下行压力的时候,常常也是某种结构性的制度或政策变成显性遏制增长的瓶颈约束。若正好同时还受到外生的短期负面冲击,这些冲击会让这种制度结构的遏制约束显得更加突出。此时,正因为民间或市场的自发力量已经无法绕行回避制度约束,处于非常无奈的境地,所以政府就必须采取行动,改革放松这些约束。从这个意义上讲,我们不能责怪此时此境下民间与学界对政府的“有为”的期待。按笔者的理解,北京大学教授林毅夫所提出的“有为政府”,其“有为”不仅包括伸出手去拯救市场失灵,还包括政府下定决心把不该管的手缩回来,把已经存在的不合理障碍扫走,简政放权,降低市场交易费用,也就是将自己“瘦身”。后者同样需要官员的魄力、智慧、担当,所以不能将“有为政府”片面错误地理解为“干预市场,做大政府”。要达到钱老师说的向市场的回归,在中国当前的体制下,就必须要求政府是“有为”的。如果此时政府受到外界批评而畏手畏脚地不作为、怠政,那政府官员当然省事,可是经济就会卡住不动。

众所周知,真实商业周期理论中所说的经济波动是由外生全要素生产率的短期波动造成的,市场已经是处于帕累托最优的状态,所以该理论主张政府不作为。但对于当下的中国,正如钱老师讲的,经济的下行不是一种短期问题,所以“政府不干预不作为”就不再是符合经济效率的最优选择。那么该如何作为呢?政府此时有两种选择:要么对相关的制度政策进行“刮骨疗伤”式的深层次结构性改

革,将最具遏制性的制度约束放松,要么采取短期的反周期宏观政策。我们知道,传统的教科书式的反周期刺激政策有时治标不治本,但因为不需或较少涉及人事制度改革及对跨区域跨系统的利益进行卡尔多式的再分配,所以短期内容易执行,通常见效也快。如果反周期政策掌握得好,可以起到止痛药和麻醉剂的效果,可以缓解深层次制度改革的迫切性和疼痛感,并为其营造更好一点的宏观就业和社会稳定的环境;但若掌握得不好,麻醉药的剂量过了,则非但可能会让政府产生麻痹思想,严重拖延了深层结构改革,而且甚至可能进一步恶化原来的结构性的病症。当整体经济面对很紧的下行压力时,尤其当其他相关国家也在同时经历衰退时(比如 2008 年国际金融危机),宏观刺激政策这剂药就不是要不要的问题,而是如何拿捏分寸,把握时机,如何执行的问题。IMF 的何东博士认为,从理解中国的总负债与 GDP 之比的角度,要分析分子与分母,就必须在反周期政策与结构性政策之间掌握好平衡。当然,这说起来容易做起来难,但不能因噎废食,必须得做。而要提高做好的概率,就需要同时加强官方政策机构与民间独立智库的科研实力,包括在研究性大学中对中国宏观经济的基础性研究。尤其是相关研究领域的中国学者,不应该全都只“冷眼”批评而不积极给出有建设性的建议,否则就是逃避责任。

值得强调的是,中国的财政政策和货币政策与教科书中的发达国家的财政与货币政策是不同的。比如,颇为引人争议的是关于硬件基础设施投资的财政政策。一般而言,在那些硬件设施非常落后的发展中国家,这种投资是具有生产性的长期投资,所以它与基础设施齐全的发达国家的扩张性的财政政策不太一样,更不是“挖洞填洞”式的浪费,这也正

是林毅夫教授经常提到的“超越凯恩斯主义”的宏观政策。当然,这种财政政策对于现在的中国是否仍旧能发挥“超越凯恩斯”的效果,就取决于目前的硬件基础设施是否已经饱和,亦即这些公共投资的长期贴现的社会边际收益率是否已经等于或者低于社会边际成本,这是值得重点研究的问题,但毕竟是另外一个不同的问题,不能提前假设从一开始就是与发达国家一样是温和的。

再说中国的货币政策。民间对它的呼唤常常是因为金融制度结构的扭曲。民间知道结构改革很难短期内实现,所以只好退而求其次,希望国家多发总量货币以期待能从“制度缝隙”中多漏出一些货币以满足自己的需要。中国货币政策本身也常常是内生的、被动的,比如以前较长一段时期内主要是为维持较低的固定汇率而在很大程度上被外汇占款主导了。如今随着人民币的升值、贸易顺差的下降以及外汇储备的减少,央行的货币政策主动性有所增强,但却依然是被扭曲的,主要因为央行不是像美国那样相对独立的。比如对应到国有商业银行,它们的有些贷款是定向到某些具体产业的,例如扶助“三农”,而且对存贷比的要求和监督执行的力度,以及征收的利率也都是歧视性的,所以表面上的货币政策,实质上执行的却是财政政策和产业政策的功能——笔者认为,这在西方发达国家几乎没听说过,在标准教科书中也是根本没有的,属于中国特色。正因为民间对于货币政策的这些特殊功能形成了预期,因此对货币政策的呼唤其实也是在对这些功能的呼唤与期盼。复旦大学的韦森教授认为,在目前世界各国普遍汇率贬值刺激出口的情势下,中国的央行就应该顶住舆论压力,进一步增发货币,调低市场利率,为国内企业的偿债减负,并为出口创造成本优势,以保全大批挣扎

在生死线上的中国企业家。

最后,必须要说说增长目标的设定问题。如果政府将增长目标定得过高,那就容易内生地造成过度使用刺激性的宏观政策,进而导致经济中更大的扭曲和效率损失,这是,华大自白重恩教授的担心,非常有道理。根据凯恩斯的模型,这样的增长目标既使实现了,也不稳定,还会导致经济有通胀的压力,必须不断地采取刺激性的货币与财政政策,方才有可能将这种超过自然增长水平的状态维持更长的时间。但是如果政府将增长目标定得过低或者甚至不定目标,又会怎么样呢?这不仅将会导致经济短期内有通缩的压力,而且政府更容易有理由“不作为”,丧失了咬牙闯制度改革深水区的必要激励与压力。而剩下的制度改革,若中央政府自己不下大决心,就几乎不可能完成,长期以来比较有效的以维持高增长率而产生“倒逼式”改革的动力机制就可能瘫痪。所以,要把握好宏观政策的度,首先就需要设定比较合理的增长目标。据北大国发院黄益平教授的观察,目前很多中国的专家学者对未来五年的中国经济增长率的个人预测都介乎 6%到 7%之间,似乎差别不大。但是,笔者认为这些预测数值的本身可能已经包含了他们对预期政策反应的考虑,如果不考虑预期政策变化,这种预测值的方差可能会更大;而且由于中国经济结构的变化以及不容乐观的当前世界经济形势,现在 GDP 增速每增加 0.1%的难度可能要远高于 10 年前。如果,当前中国刺激性宏观政策频频被使用的根源在于政府制定了过高的经济增长目标,那么问题来了,中国政府为什么会自己给自己出这么难的考试题?仅仅是因为观念与认识上的偏误,还是因为有着更加深刻的制度原因?这个问题就留给各位回答吧。

中国股市四大误判

■ 李迅雷
海通证券副总裁兼首席经济学家

究竟是熊长牛短还是牛长熊短

尽管中国股市设立至今只有短短 25 年历史,但市场发展速度却异常快,它已经成为全球市值规模第二大的市场。但如此迅猛发展的市场,却被广大投资者公认为是熊长牛短的市场,抱怨 A 股市场赚不到钱。

实际上,全球绝大部分股市都应该是牛市长于熊市,否则这个市场就玩不下去了。A 股会是例外吗?根据海通首席策略分析师荀玉根统计结果,从 1996 年至今的股价指数波动的特征是,指数处在持续上涨阶段的平均时间是 20 个月,股指处于持续震荡阶段的平均时间是 25 个月,股指处于持续下跌阶段的平均时间是 9 个月。而且,历次上涨阶段的平均涨幅为 209%,而历次下跌阶段的平均跌幅只有 46%。这说明,股价指数无论是上涨的时间和上涨的幅度,都要大于下跌的时间和幅度。故熊长牛短之说是误判,也就是一种主观感受。

即便你在每轮牛市最高点,等金额买入所有交易股票持有至今,收益率远超其他投资品种。如 2007 年的 6124 点买入,持有至今年 10 月 26 日,其收益率可达到 110%左右。也就是说,大家普遍参照的上证综指实际上是 A 股市场上表现最差的指数之一,深圳成指表现比它好些。但看一下上证 380、中证 800 等指数,今年则早已创下了新高,尤其是上证 380,今年的指数最高点要超越 2007 年最高点的一倍多。再看一下中小板和创业板指数,实际上是从 2012 年的年末开始了一轮持续至今年 6 月份的大牛市,时间长达 30 个月。尽管 6 月份以后出现回落,但至今仍难以判断这轮牛市是否终结。

因此,尽管大家普遍参照的上证综指表现最差,但它也没有成为全球股市长期上涨铁律下的一个反例,其 1990 年至今的年化回报率约为 16%,1993 年至今的年化回报率约为 5.4%。但 A 股所有股票的平均年化回报率还是远超过去 25 年来 GDP 的平均增速。这在全球股市中算是上佳表现了。

究竟是蓝筹股还是绩差股更具投资价值

大家想必对“蓝筹股具有罕见投资价值”这句话耳熟能详,教科书上也从来都是这么认为的。而且,成熟市场里,蓝筹股的投资回报率也是非常可观,巴菲特也是通过慧眼识别蓝筹股而获得长期的高回报。那么,A 股市场的蓝筹股表现如何?

由于对具体蓝筹股的判别一定会有争议,故我们不妨参照 7 月 4 日,21 家券商的救市会议公告提出——“以 2015 年 6 月底净资产 15%出资,合计不低于 1200 亿元人民币,

用于投资蓝筹股 ETF。”——来确定蓝筹股的组合,那无非就是上证 50ETF、上证 180ETF 和沪深 300ETF。但这三大蓝筹股 ETF 自 07 年以来的 8 年时间里,表现远不如其他非蓝筹股指数要好,其中上证 50 指数最差,迄今只有 2300 多点,只有 2007 年 10 月份最高点时的一半。而过去 8 年来,沪深所有股票的平均涨幅已经超过 100%。

如果说投资期在 1 年或 1 年以下的是短线交易,那么,投资 8 年应该算是长期投资。之所以非蓝筹股或业绩较差的股票有着惊人的平均涨幅,或许与中国股市的游戏规则有关。

比如,股票的发行采取额度管理和限价政策,几乎不采取退市举措。在这样的发行和退出体制下,股票的稀缺性就十分明显。母公司、地方国资委或其他机构等均把业绩差、经营难以持续的上市公司作为壳资源,通过资产注入、并购重组或借壳上市等方式,给了原有公司新的资产,反复给投资者新的资产增值预期,从而提升其估值水平。

据统计,上海“老八股”90 年上市至今平均上涨 229 倍,年化收益率为 24.8%,超过股神巴菲特的长期投资业绩;而同期上证综指上涨 37.79 倍,年化收益率为 16.80%。我们不难发现,“老八股”中,大部分公司已经被重组或资产置换,25 年来,主营业务也被改得面目全非,但却没有一家遭到退市。如果在美国,可能不少已经被退市,若在香港地区,则不可能成为股价低于 1 元的“仙股”。

但所谓的蓝筹股组合为何会表现不佳?原因也是多方面的。首先,与中国的经济周期与产业转型有关。比如,在中国发展过程中,先后经历了短缺经济时代的百货业繁荣、家电行业高速发展,重工业化时代的石化、钢铁、水泥、有色、煤炭等高速增长,城市化加速时的汽车和房地产、银行业的兴旺发达,如今,人口老龄化和消费升级背景下的健康养老、文化娱乐和通讯传媒等产业的崛起。你会发现,过去兴旺的行业大部分是大型国企为多,如今兴旺的行业则是中小型的民企居多。所以,当占上证综指权重较大的国企风光不再时,指数的涨幅就会落后于个股平均涨幅。而且,由于公司治理等缺陷,过去的蓝筹也不再成为当今和未来的蓝筹。而中小市值的上市公司往往主营业务的市场份额不大,还不能成为蓝筹,而本土投资者的投资理念又不同于成熟市场的投资者,喜欢炒新炒小炒题材,这也是导致绩差股涨幅往往大于传统蓝筹股的原因。

本土投资理念究竟会不会与国际接轨

随着“沪港通”的推出,“深港通”也是迟早的事情。最近中英双方又达成“沪伦通”的意向,这些都表明 A 股市场的开放度在提升。早在“沪港通”讨论之初,大家都普遍认可 A

股市场的股价将先与对应的 H 股逐步趋同的看法,并且大多数人认为,随着注册制的推出,股票供给会大幅增加,接下来是投资理念更加国际化,最终会与成熟市场接轨。

这样的逻辑演绎似乎是成立的,但我们应该去思考为何目前 A 股对 H 股的溢价水平没有显著缩小的原因。“沪港通”推出之后,大家原本以为 A 股与 H 股的价差会大幅缩小,但事与愿违,溢价率不降反升,目前的 AH 溢价指数维持在 130%以上,仅有 6 家公司的 A 股低于 H 股,但折价率不足 10%。绝大多数 A 股价格高于 H 股,不少中小市值的 A 股价格还扩大至对应 H 股的 2-3 倍,最高的甚至超过 6 倍,真是匪夷所思。

有人说,这只是时间问题,未来肯定会趋于一致的。那么,未来究竟指多久?如果说未来 10 年 A 股对 H 股的溢价还是没有显著缩小,是否就可以认为我们对“投资理念与国际接轨”的预见是一种误判?早在 90 年代初,大家都认为未来 A 股与 B 股之间的价格会接轨。结果却是,终于等到 2001 年 6 月个人投资者可以买 B 股了,以为该接轨了,却换来 B 股的大幅下跌。而且,14 年之后的今天,上证 B 股指数的涨幅还不如 A 股中涨幅较小的上证综指表现好。当初以为可以获得巨大套利收益的 B 股投资者,若真的持有 14 年,还得承受折价亏损。

原因主要有两个,一是,A 股市场的主要交易者是人,也就是说,机构没有定价权。二是,QFII 的市值占比大约只有 3%左右,而韩国与台湾股市的外国投资者的市值占比大约在 30%左右,且台湾股市早在 1996 年就被纳入 MSCI 的新兴市场指数中,而韩国也在 2000 年底就全面放开资本项目交易,说明 A 股目前阶段还处在台湾或韩国股市在上世纪 90 年代初的开放度水平,海外机构投资者相比本土机构投资者而言,对 A 股更没有定价权。

那么,未来需要多久才能让机构投资者主导市场?恐怕 10 年是不够的。美国从散户市场变为机构市场大约花了 70 年时间,韩国与台湾的股市至今仍以散户为主。因此,如果不是出于分红收益的考虑,长期投资 H 股或 B 股未必能获得比 A 股更高的收益。

其实,中国资本市场在短短 25 年内能够发展至如此大的规模,已经称得上是神速,但投资理念要与国际成熟市场接轨,不仅需要大的金融充分开放环境,还需要国家治理水平的提升。

散户亏钱是因为缺乏保护还是交易过度

很多年以来,个人投资者对管理层的抱怨一直不绝于耳,因为根据历年来一些媒体对散户盈亏的调查结果看,亏损的平均每年要占 60-70%,持平的 10-20%,盈利的只有 20-30%。可见,散户亏钱总是占大多数,且他们抱怨主要是参照上证综指(2007 年至今 8 年不涨反跌),认为这是管理层无能的表现,同时也认为发行和交易制度对其不利,对机构大户的内幕交易和市场操纵行为监管不力

导致他们亏损。

确实,中国股市仍处在不成熟阶段,在制度和监管方面仍有不少漏洞和问题,但这并不是导致散户亏损的主要原因。如前所述,A 股的总体表现要远好于上证综指的表现。那么,主要原因是什么?我认为,以赚取价差收益为目的的短线交易是散户亏损的主要因素,如果长期持有,其收益率还是非常可观的。据估算,个人投资者持股市市值只占自由流通市值 45.5%、流通市值的 23%左右,但交易量却要占到全市场交易量的 85%左右。换言之,当年全市场的股票年交易换手率(按流通市值计)至少达到 600%时,散户的总体换手率将达到 2217%,也就是一年倒手 22 次。而美国纳斯达克市场是全球成熟市场上最活跃的股市,年换手率也不过 2.5 次,印度的国民交易所年换手率不到 0.5 次。从行为学上分析,大部分交易都是因为人性的贪婪或恐惧达到了某一程度而触发的,这就导致交易越多亏损概率越大的结局成为必然。

市场的监管者显然已经发现了散户亏钱的主要原因,因此,从保护中小投资者利益的角度,就可以理解为何市场人士一直呼吁的股票 T+0 交易规则一直不出台,因为该交易制度一旦推出,则散户的交易量将再度大增,亏损率会更高。同理,此次救市过程也对股指期货的交易规模进行了严格限制,使得机构几乎无法用这一衍生品工具来进行套利或控制风险。这显然与金融创新和资本市场完善的大逻辑不相符合,也引发了不少学者与机构的质疑。但从保护散户利益的角度看,监管当局当然不希望看到机构大户借助衍生品工



热视角

耶伦:美联储考虑下月加息

美联储 (Fed) 主席珍妮特·耶伦(Janet Yellen)表示,美国经济表现良好,美联储利息制定者可能考虑在下月会议上加息。这位美联储主席在国会听证会上表示,全球经济和金融事态给美国经济带来的“下行风险”自 9 月以来已经降低,她重申了美联储在 10 月会议后发出的积极信号。

耶伦补充说,自今年早些时候以来,就业市场的闲置劳动力已“显著”减少,尽管

就业增长的速度最近有所放缓。

耶伦补充说,鉴于这种局面,美联储 12 月 15 日至 16 日的会议将存在加息的“真正可能性”。

耶伦的乐观言论推升了美元汇率及美国短期国债的收益率,扩大了它们此前在美国供应链管理学会 (Institute for Supply Management) 公布强劲服务业数据后出现的涨幅。(FT 中文网)