

# 中国需要积极的股市政策

刘纪鹏 高梅

10月25日，阴霾已久的大盘终于迎来一个艳阳天，成功站上了2400点，让市场重拾几分活力。然而这掩饰不了投资者依旧忐忑的心，毕竟此前一路倾泻早已让人心寒。这一时的反弹能否形成趋势拉起中国股市脱离长期深陷的泥潭？具体分析，影响股市走势无非四个因素：国际经济局势、国内宏观经济形势、上市公司个体质量以及政府相关经济政策。

## 一、全球经济二次探底是机遇而非危机

从占领华尔街到占领华盛顿，数周过后美国人民的“革命”情绪高涨，一呼百应，抗议的浪潮席卷全球。同时，欧洲债务危机也迟迟看不见出现实质性扭转的希望。全球经济的二次探底确有可能。

刚刚走出金融危机的美国又步入了财政危机，14.29万亿的国债上限在两党的反复博弈中最终突破，年复一年的巨额债务又推动了美国财政赤字的上升，失业率居高不下，中产阶级的目光终于聚焦到了金融界的贪婪与腐败，于是有了轰轰烈烈的占领华尔街运动。

人们不禁要问：美国是已经走下坡路了还是只是短暂地在困境中调整？必须看到，美国实体经济上高端制造业的核心竞争力仍在，无论是航天科技还是信息产业，美国依旧是高科技领域的世界领头羊；同时在虚拟经济上牢牢占据了货币主导权，不但拥有随时印刷美元转嫁危机的能力，同时也间接地掌控了石油、黄金等稀缺资源的定价权，进而左右全球经济走势，让世界为之买单。

相比之下欧洲的情况就要严重很多，从希腊开始爆发的主权债务危机已经愈演愈烈，截至2011年5月已经投入的530亿欧元效果甚微，恐怕继续追加也难以力挽狂澜；在援助条件上的讨价还价也让援助进行得颇为不顺；不仅如此，希腊之外的葡萄牙、意大利、爱尔兰和西班牙个也是债务沉重，恐步希腊后尘；同时，欧盟核心动力——德法两国已经出现内需锐减，经济增长情况比预期更加疲软。可以说，欧盟现在是举步维艰，想完全地走出危机着艰难。因此当前世界经济从全球金融危机演变为全球主权债务危机的“二次衰退说”确有依据。

危机对中国是灾难还是机遇？

且不论美国这十年是否有走衰之势，欧盟是否面临解体的危机，但是一个共识是毋庸置疑的：这十年最受益的是中国。中国十年内GDP从10万亿人民币飞跃到40万亿，中国在各个方面的世界地位越来越强，越来越有话语权，是因为在经济上的强势崛起：2008年冲击再大，我们也能保持9.8%GDP增长率；今年再动荡，IMF对中国GDP增速预期也能达到9.5%。我们必须认清一个事实，那就是西方的衰退不是中国的灾难，而是中国的战略机遇。作为新兴经济体中最活跃而最庞大的一支力量，中国有巨大的内需增长潜力和大量的投资经营项目，我们的经济实体中仍蕴藏着丰富的经济增长点，和发达国家过度借贷、高度债务依赖的局面截然不同，中国丰厚的外汇储备和远低于国际安全警戒线的债务率体现了中

国在经济发展路途中稳健踏实的作风。可以说，我们和欧美根本不在一艘船上。

无论是2007年的全球金融危机，还是当前一触即发的全球主权债务危机，都像是一股强劲的海风，掀起的惊涛骇浪对欧美来说是一场可怕的灾难，对我们而言却是可以扬帆航行的动力，是全力加速的契机。在危机中，中国应该精准定位自身，做沙漠中的一抹绿洲、暗夜中的一盏明灯。这样，全球的资金才能在危机中选择中国，此时若能及时把握机会，将热钱汇集、将社会游资聚集，一并引入股市，做大中国资本市场，那么股市必将是该触底反弹，开拓大好形势的。

正是欧美债务危机，使中国获得了难得的良机去集中精力和资源发展自己的多层次资本市场，做大做强股市，充实自身金融实力。因此，在此局势之下，我国股市此前的长期低迷局面，必是不能用全球经济形势的走衰来解释的。

## 二、国内宏观经济基本形势依然向好

不断恶化的外围环境和过往经济发展中累积的问题的确给中国经济造成了一定的调控难度，使得通胀压力一度较大，经济调控有“硬着陆”可能，但是放眼当今全球，中国仍是一枝独秀；在经济发展形势较好的金砖国家之中，中国也是以最低的通胀水平支撑着最快的经济发展速度，是在一个良性的空间中稳健前行。初步测算，前三季度国内生产总值320692亿元，按可比价格计算，同比增长9.4%。分季度看，一季度同比增长9.7%，二季度增长9.5%，三季度增长9.1%。这样的增长形势下，尽管短期内通胀压力仍难以下降，但在有力调控后CPI已从7月份的峰值回落到9月份的6.1%的水平。我国所实现GDP增速高于CPI数值3个百分点这样的情况目前在全球并不多见。可以看出，我国扛住了外来冲击，整体宏观经济形势良好，经济实体充满活力。

在美欧经济债务危机的漩涡中，核心是主权债务，起因莫过于发达国家严重失衡的资产负债表。我国的中央债务负债占GDP比重长期维持在不到20%的水平，即使将近期备受关注的地方债务加起来合并计算，中国政府的债务总量占GDP比重为43.9%，远远未达60%的国际安全线标准，赤字水平也处于低位，说明我国的财政状况安全稳定，政府负担较轻。此外，尽管巨大的外汇储备长期备受争议又在危机中面临贬值风险，但是这也让我国在全球经济再次疲软之际不至于陷入严重资金困境。同时，我国一贯维持的高储蓄率水平让借贷融资渠道水源充足。所以，相较此番危机中债台高筑的欧美各国，中国健康的资产负债状态支撑了整体宏观经济的持续良性发展。

那么，一贯被誉为宏观经济晴雨表的股市，即使不能实现和GDP一般同步增长，也应保持一个温和的上升趋势才算合理。从这个角度看，股市理应反弹。如果拿我国这样的宏观经济形势去阐述此前大盘的持续深跌，必是难以自圆其说；而当下的反弹，应该是合理而可以持续走高的，只有这样才能体现在危机中我国宏观经济的成长价值。

## 三、上市公司质量也未出现问题

当国际经济形势和国内宏观环境都不足以逼得大盘不断下跌，那么是否是因为我国股市内的上市公司普遍业绩惨淡、无投资价值呢？

截至8月30日，在两市已披露半年报的2184家上市公司中，1961家公司上半年实现盈利，盈利比例接近九成，较2010年略有提升。在盈利公司中，有1341家实现业绩同比上升，占总数的68.4%，其中333家公司盈利同比增幅超过100%。统计显示，上述公司今年1至6月合计实现营业收入8.95万亿元，可比数据较去年同期上升26.27%。

尽管，三季度上市公司盈利预期已经普遍修正调低，情况不如2010年以及今年上半年乐观；且在高通胀压力之下，增收不增利的情况较前期更为普遍，但是这样的业绩局面在当前仍具有相当的投资价值；大盘平均市盈率不足15倍，而年利润丰厚的四大银行股的市盈率甚至久久徘徊于7倍左右。

对目前经济蓬勃向好的中国来说，这样的市盈率根本不算高，也就是说这样的企业是具有很高的投资价值的。那么，这样的业绩为何不被信赖、这样的企业为何不被选择呢？这样的上市公司所支撑的股市，即使不能常涨常赢，也应有一个温和平稳的局面，而不是如前番一跌数月才偶见阳光。短暂的反弹暂时还难以形成乐观的预期，而此前的深跌已让大盘成为仅次于濒临国家破产的希腊而成为全球第二大熊市，这种现象难道算是正常？

## 四、当前政策走向成为决定性因素

三个因素分析下来，我们已经清楚地看到，股市本不该如此黯淡。我国的股市本应该拥有一个积极健康的面貌。如今股市的孱弱，核心就在于当前的政策没有很好地支撑股市的发展。

当前我国的宏观经济调控主要依赖两大调控手段：财政政策和货币政策。财政政策着眼于税制改革和公共支出，对实体经济的影响力要明显于对虚拟经济的影响力，对资本市场的作用力相对较小。而货币政策则是当前宏观调控的核心，以“两率”为主要手段，通过控制银行信贷规模来调控社会融资。然而，社会融资不仅仅是间接融资，还有一个重要渠道就是直接融资，狭义上说就是依赖股市融资。单纯地依赖货币政策一再拔升“两率”，拉高信贷门槛，把政策目光局限于间接融资，忽视直接融资，不仅使得货币发行在一定程度上失控而引起通胀，也导致股市长期得不到政策支持而疲弱低迷。

政策对中国市场经济的影响非常大，大家都着眼于政策重要性，却没有看到政策结构性失衡。财政政策和货币政策各有侧重，却没有一个政策来支持资本市场的建设。我国资本市场起步较晚，但迄今已初具规模，在经济发展中做出了不可磨灭的贡献，也同时受发展时间的限制存在很多隐含的问题。这些问题都需要一个具体的针对性的政策来解决，以支持资本市场的健康发展。但是，从发行制度、大小非解禁到一股独大等一系列问题都没有人予以实质性的关注，更没有具体政策出台来集中应对。我们早已看到了政策的影响力，却一直缺少了对政策的制度性反思。

长期以来，我国资本市场基本没有获得正确的社会舆论态度，也就无法

真正地充分发挥作用。我们焦虑经济危机的冲击、担忧居高不下的通胀率、紧张热钱的大量涌入，却不愿意利用资本市场这个最好的池子来化解这个问题。在这样关键的战略机遇期，需要的就是一个积极的政策——资本(股市)政策，来做大资本市场，发挥资本市场作用，扭转股市当前的颓靡之势，借着良好机遇，把中国推上资本强国的行列。

## 五、推出积极的资本(股市)政策是关键

当前的经济政策只倡导积极的财政政策、稳健的货币政策，忽视了资本政策。因此，笔者主张要在财政政策和货币政策基础上推出积极的资本(股市)政策，即实行宽松的财政政策、稳健的货币政策，积极的股市政策。

我国现阶段的经济发展对积极的资本政策已期待良久。当前社会融资过分依赖间接融资而轻视直接融资，正是源于政策的缺失。间接融资和直接融资本该是经济发展两条腿，现在一条因为货币政策的支撑而无比粗壮，另一条却因没有资本政策来补给营养而孱弱不堪，这样怎么能走得稳走得踏实呢？

积极的资本(股市)政策是一个全新的概念，也是一个必要的调控手段，当前已完全具备推出条件。在目前阶段，积极的资本政策所肩负的不仅是短期救市托市，同时更要放眼于长期支持资本市场的良性运转。因此笔者主张积极的资本政策的内容目前应当包括：

- 1、机构建设方面：在“一行三会”的基础上，应组建中国统一的金融协调机构作为积极的资本政策的主导部门，也使“一行三会”能够在总体货币政策上互相协调。

- 2、监管改革方面：在发行制度上当前应该落实监审分离，适当拓宽中小企业融资上市渠道，改变现有融资难的格局。在监审分离当中，交易所应探讨形式核准的制度，同时要将保荐人和承销商的责任落实到人。
- 3、市场规范方面：要切实推出市场化的制度，在放开创业板规模的基础上进行询价，改变目前“三高”、“超募”所带来的低效率不公平的被动局面。同时加强信息披露制度，提高市场公开透明度，这一点不仅针对上市公司，同样也适用于国有股和家族大股东减持层面，减持需要有明确规定期限的提前披露。

- 4、文化创新方面：应该推出股权文化和股市新文化。股权文化即强调股东的利益至上，要保证分红和保护股东的表决权，承认股东才是上市公司主体；股市新文化则应在宣传上给股民投资人应有的社会地位。

尽管国际环境风起云涌，但我国的宏观经济形势依旧乐观，同时上市公司质量良好，股市之外更有大量优秀的项目和企业。我们应抓住机遇，大力发展资本市场，把这短暂的反弹拉出一波真正的积极局面；反弹本不该是惊喜，而应该是必然、是企稳向好点。但如果此时我们判断错了形势，没能适时推出积极的资本政策把热钱、社会游资及时引入直接融资领域，激活股市，那么我们将很有可能丧失这样难得的战略机遇，失去成为资本强国的机会。

**(刘纪鹏系中国政法大学资本研究中心主任，高梅系财政部财政科学研究所硕士研究生)**

## 以改革破解民间借贷难题

刘晓忠

近期中小企业主欠债“跑路”被人们以“潮”来形容，反映出民间金融市场的惊恐，而超乎预期的民企倒闭潮引发了高层的关注。国庆假期国务院总理温家宝浙江考察传达信心，浙江省政府展开专题研究部署，要求各级政府帮扶中小企业脱困，同时，最高法院出台《关于适用〈中华人民共和国民事诉讼法〉若干问题的解释》若干问题的规定（一）》司法解释对“资不抵债”案件标准的认定，这一系列动向预示一场针对中小企业破产风险的运动式救济即将拉开帷幕。

从目前舆论报道看，温州89%的家庭和59%的企业参与民间借贷隐藏着巨大的骨牌效应，如仅9月份以来温州就有25人或欠债跑路或跳楼，而欠债者选择跑路和跳楼等极端手段而非合法申请破产保护，令人慨叹正规制度体系对民间市场鞭长莫及。坦率地说，个别中小企业主选择欠债跑路和跳楼等个案确实具有震撼效应，但仅借片断现象就给民间借贷市场贴上风险示范的标签，无形中很容易犯以偏概全的错误。

事实上，民间金融市场出现的这些问题，本质不在高利贷本身。在民间市场借贷双方自愿的意思自治下，民间借贷利率高企的主要缘由是民间市场的高风险所对应的高溢价，即民间借贷双方所达成的高利率是民间市场风险出清的结果——只有在其利率能够覆盖风险的情况下，才能产生交易，否则交易失败，民间借贷市场也就会因贷款人风险得不到有效补偿和管控而萎靡。而民间借贷高利率，一则源自民间市场服务的借款主体具有较高风险，致使正规金融系统无法识辨和管控而不愿为其提供服务等，一则民间借贷是灰色交易，无法获得正规司法等制度体系的保护，导致民间借贷的交易成本上升。

更需指出的是，民间借贷风险高企是当前利率管制、市场准入管制等二元金融市场结构下出现的一种制度套利交易。单凭运动式围堵和意在规范的招安，很难根除民间市场的生存土壤，即把部分民间融资机构纳入正规金融系统只是改变了这些民间金融系统的运作形态，而不能根除民间融资市场的需求生态，大量中小企业还不得不借助民间市场获得融资扩疆扩土。

具体而言，当前不论是银行系统，还是信托公司、小额贷款公司等，其定价都是参考管制下的基准利率浮动，如小额贷款公司利率不得高于基准利率的四倍。而目前央行设定的基准利率并非市场自利博弈所形成的均衡利率，而是政策博弈下的均衡利率，很难有效覆盖大部分资产的风险。这使得即便小额贷款公司利率最高四倍于基准利率，但剔除通胀、风险补偿和融资成本等费用后，小额贷款公司很难获得与风险对等的收益，从而致使小额贷款公司等难以有效替代民间融资市场之功能。为此，不难理解近年来虽然管理层基于顶层设计开发乡镇银行、小额贷款公司等面向中小企业的结构化金融系统安排，却不仅无法替代民间市场，反而有包括银行在内的部分金融机构也染指民间借贷业务。殊不知，正规金融系统的基准利率与民间市场的高利率补偿所内含的巨额制度套利空间，客观上纾缓了民间借贷的风险，逆向激励正规金融机构冒险。

与此同时，若正规与民间金融系统无法借助市场化改革实现吃力不讨好，阻力重重。更为关键的是，政府换届就在眼前，在新旧交替之际启动此项工作从时间上来说似乎“政治不合适”。不过，只要仍然坚持市场化道路，这些工作迟早要完成。

**(作者系安邦咨询高级研究员)**

劣势。诸多证据显示，当前流动性过剩与正规金融系统流动性压抑并行不悖，主要源自“存款—通货”和“存款—准备金比率”的持续下降。“存款—通货比率”的下降是储蓄实际负收益所带来的金融脱媒，即整个金融体系中的相当一部分高能货币为私人部门雪藏于民间市场，导致正规金融系统信用创造下降，抑或货币乘数走弱，从而致使银行出现流动性压抑，并被迫变相高息揽储和部分存量贷款变现。如当前传闻银行房贷酝酿优惠利率取消等就反映银行流动性逼仄之严峻。毕竟，在目前通胀水平下，银行存量生息贷款不仅不会给其带来收益，反而使其利益受损。

当然，持续高企的外汇存款和央行再贴现等操作，理论上可为正规金融机构提供无限流动性供给；但在某种程度上是个货币幻觉。央行尽管名义上拥有印钞权但却无法随意创造基础货币，其更多的是为盘活银行的存量资产提供流动性支撑，如美联储通过定量宽松等行使最后贷款人功能。殊不知，若在基准利率偏离市场均衡之状况下，央行敞口向金融市场提供流动性，那么最终导致的必将“存款—通货比率”的加速下降，货币乘数的萎靡，即利率的扭曲使金融机构从央行获得的流动性最终大部分被私人部门雪藏，因为私人部门预期若更多高能货币通过央行发行基础货币变成银行流动性，通胀将更大，储蓄更不划算。同样即便央行采取降低法定存款准备金率之方式减缓银行的流动性压抑，那么这些从央行账户回到银行的流动性也不一定会提高银行系统“存款—通货比重”，市场最终使正规金融系统回归至较低“存款—通货比率”。

不仅如此，在市场利率扭曲和风险偏好高企下，银行系统自身也缺乏信用创新的积极性。原因很简单，依据管制利率新增的风险资产，增加的是银行风险敞口而非收益。通常情况下，人们认为国有银行与国企间的闭环式循环组合不会出现信贷创造压抑，但实际上这对任何所有权的银行都是存在的。一则在储蓄负利率下，国有银行同样难以避免储户对高能货币雪藏，一则此牵涉到国有银行与国企竞争经济金融资源主导权的利益博弈，向国企以低利率新增贷款意味着银行对资源的主导权被削弱，即自身招揽风险而无法获得风险对应的收益。

由此可见，当前利率和市场准入管制下的国内金融体系，最终的结果是正规金融机构被边缘化，而大量金融资源雪藏于民间市场却无法获得司法等制度保护，导致更多的融资需求涌入民间市场（民间借贷只是一种传统形式，民间PE和VC等新民间融资工具发展更为迅速），而提高民间市场风险烈度。当然，当前民间市场暴露出的高风险烈度，并非意味着民间市场风险敞口远高于正规金融系统。事实上，正规金融系统的风险敞口并不亚于民间市场，这不仅反映在1990年代至今正规金融系统数万亿显性不良资产的剥离，以及当前金融系统依赖外延式融资（股市融资）的粗放式扩张，而且当前银行系统基于偏离均衡状态的利率拥有的大量风险资产面临着风险敞口实际有效覆盖度不足之考验。

因此，当前民间市场确实暴露出足以令人警惕的风险，但这种风险并非是基于民间借贷之身份，而是当前亟待矫正的制度风险。唯有推进利率市场化、市场准入制度等改革，消除因制度导致的金融二元格局，多层次金融体系才会有效构建，民间市场和正规金融市场的风险敞口才会处于可管理状态。一句话，人们对金融市场的信心源自人们对制度降低市场交易成本的信心，来自人们对金融制度规范下金融风险可管控的信心，缺乏这两个根本信心的支撑，任何信心的传递都是隔靴搔痒。

# 要区别对待高利贷

贺军

高利贷问题在中国有着复杂的背景，不能一概而论。首先，它反映了一种市场融资需要，正常的“地上”金融服务不能满足的融资需求，市场就会自发通过“地下”高利贷的方式来提供服务。说高利贷是罪恶的代名词，这是一种错误的偏见。因此，在政策上千万不能对高利贷一棍子打死。

其次，今年的高利贷现象极为普遍并且严重，主要原因还是过去货币发得太多，尤其是2008年以来，“四

万亿”刺激政策之下，释放了大量货币，流动性充裕。钱多了自然要找投资去处，过去炒绿豆、炒中药、炒房地产、炒股票，都是资金的去处。但现在政策收缩，房市、股市情况不好，而信贷紧缩政策造成了部分领域资金稀缺，于是就刺激多余的资金流向高利贷。

第三，对高利贷要加以区分。过去正常的高利贷是贷给实业企业，而今年不少的高利贷则是“以钱炒钱”，即高利贷不是直接给实业企业，而是给玩资金游戏的下家。这种情况是非常危险的，是高利贷中的泡沫。安邦

对此有个说法——“末日特征”。只有对这种“以钱炒钱”的高利贷，才是需要严厉打击的。对正常的高利贷，要加以保护。

第四，高利贷的产生与市场制度及政策都有关系。最近温总理到温州调研，提出解决中小企业融资的措施。在我看来，解决中小企业融资难题要治本。本是什么？中小企业融资难的症结在于中小企业金融服务的供给不够，严重缺乏为中小企业提供融资服务的机构，也缺乏相应的政策，市场开放严重不足。不解决这个问题，对现有银行施加再大的压力，也难以

奏效，因银行本身并没有激励从事中小企业信贷。要治本，必须从长计议，制订长期政策，开放金融市场的准入门槛，建立包括存款保险制度、利率市场化、放开小型金融机构吸引存款的权利等在内的长期机制。

不过，要做好这些工作，涉及面广，工作量大，系统性和复杂程度高，且极可能吃力不讨好，阻力重重。更为关键的是，政府换届就在眼前，在新旧交替之际启动此项工作从时间上来说似乎“政治不合适”。不过，只要仍然坚持市场化道路，这些工作迟早要完成。