

宏观调控下 我国证券市场的政策选择

徐海宁

摘 要：在分析各种宏观政策可能性的基础上，才能对证券市场进行合理的分析和判断。在流动性过剩短期内不能根本性缓解的情况下，与通货膨胀、经济过热以及房价高企相比，接受一定程度的股市泡沫也许是一个最合适的选择。从长期来看，化解股市泡沫的根本途径不是打压股市，而是提高上市公司的质量。在大量过剩的流动性从银行存款流向股市的时候，我们至少可以因势利导做两件事，一是调整我国的宏观金融结构；二是调整我国的产业结构和实现产业升级，并以此实现上市公司质量的提升。

关键词：宏观调控；资产泡沫；产业升级

中图分类号：F830.91 **文献标识码：**A **文章编号：**1006-1894(2007)04-0001-05

一、分析我国证券市场的方法论问题

在方法论上，要真正认清证券市场的问题，必须把证券市场放到我国宏观经济的总体平衡中加以讨论，在透彻分析目前为平衡我国经济所能采取的各种宏观政策可能性的基础上，再对证券市场的未来发展作一合理的分析和判断，而不是根据市盈率等指标简单地讨论股指的高或低。

目前，在我国证券市场上，一个最为集中的议题就是流动性过剩和市场泡沫问题。随着证券市场指数的不断攀高，不少专家学者和市场人士认为，至少是担心市场已经或者正在形成较大的泡沫，并且认为这种市场泡沫在很大程度上是由流动性过剩引起的。因此，市场对任何影响流动性过剩的宏观政策措施的变动都是异常的敏感，或如惊弓之鸟，或又有恃无恐，市场短期忽上忽下的波动和投资者多空两难的犹豫就是最好的明证。另外，关于市场泡沫的辩论双方也多是从静态市盈率的国际比较和动态市盈率的国内比较等指标来加以分析和讨论。这些关于证券市场的讨论在方法论上是目前最为主流的和传统的，也许这些讨论及其结论在经济的局部范围内来看是正确的；但是从经济的总体范围内来考察，这些讨论及其方法论却是不明确的。要真正认清这些问题，对于我国证券市场的政策选择是至关重要的。在方法论上，要真正认清我国证券市场的这些问题，就必须跳出就事论事的思维方法，也就是说，不能局限在市场本身来讨论市场，而是要从我国宏观经济的全局来看待

和讨论问题。打个比方,我们站在地球表面上总是感到地球是平的,当我们从外空来观察整个地球时,它显然是圆的。因此,目前我国的证券市场必须放到宏观经济的全局来加以观察和思考,具体地讲,必须放到我国宏观经济的总体平衡中来加以讨论,更进一步讲,只有弄清楚了目前为平衡我国经济所能采取的各种宏观政策的可能性时,我们才能在其中作出合适的选择。

二、宏观调控目标的不一致性

一般而言,一国政府的宏观调控目标主要有4个:经济增长、通货稳定、充分就业和国际收支平衡。但是,经济理论告诉我们,一国政府以上4个目标的调控方向并不总是能够保持一致的,具有不可兼得的性质。

从世界范围来看,西方发达国家多把经济增长率达到4%左右作为经济增长的理想目标,发展中国家在工业化过程中的经济增长率要更高一些,例如我国经济增长率的理想目标希望控制在10%以内。通货稳定是政府宏观调控的又一个目标。通货稳定是指物价不出现连续和大幅度的上涨。西方发达国家一般认为物价上涨控制在3%以下,即可视为物价稳定。发展中国家由于经济增长速度相对较快,这一指标可能会高一些,目前我国政府将居民消费价格指数(CPI)上涨3%作为今年全年的调控目标。在市场经济条件下,由于受到市场需求、结构调整以及技术变动等因素的影响,社会存在失业是不可避免的,充分就业并非意味着失业率为零,西方各国一般将失业率的调控目标控制在4%以下。除了上述3方面为一国经济的对内平衡以外,国际收支平衡涉及的是一国经济的对外平衡。所谓国际收支,指的是在一定时期内(通常为一年)一个国家或地区与其他国家或地区之间进行的全部经济交易的系统记录。国际收支的统计包括了经常项目、资本项目和官方储备。其中,在经常项目项下包括贸易、服务和单方转移;在资本项目项下包括了直接投资与间接投资,其中也就包括了我国通常所说的合格境外机构投资者(QFII)和合格国内机构投资者(QDII);官方储备的主要内容往往就是外汇债权。所谓国际收支平衡,指的是一国不发生大量而持续的国际收支逆差或顺差。保持国际收支平衡是一国稳定经济的又一个重要方面。

但是,一国政府以上4个目标的调控方向并不总是能够保持一致的。一般而言,当经济增长速度较快时,可以提供更多的就业机会,但也可能导致通货膨胀;而经济增长放慢或停滞时,物价水平也会随之走低,但就业率水平则可能会下降。经济学中的菲利普曲线就是从理论上描述了这一两难选择。尽管2006年诺贝尔经济学奖得主埃德蒙·菲尔普斯教授以其“附加预期的菲利普曲线”对菲利普曲线作了重要补充,但这仍然没有改变政府宏观政策目标的不一致性和不可兼得的性质。对于发展中国家来说,经济增长往往是政府优先考虑的目标,同时兼顾其他。政府的职责就是通过各种调控手段,包括实行不同的货币政策和财政政策,以使这几项目标处于相对协调的状态,都控制在可承受的范围以内。

三、宏观调控下的证券市场政策选择

我国流动性过剩问题由来已久,只不过在现阶段的矛盾突出地表现在了证券市场。在市场流动性过剩短期内不能得到根本性缓解的情况下,与通货膨胀、经济过热以及房价高企

相比,接受一定程度的股市泡沫也许是一个最合适的选择。当然,这种最合适的选择并不是传统经济学意义上的“最优状态”,而是博弈意义上的“纳什均衡”。

如果以政府总理任期来划分,我们清醒地记得,在李鹏总理任职期间,我国宏观调控的主要任务是控制通货膨胀;在朱镕基总理任职期间,我国宏观调控的主要任务是促进经济增长;而目前我国宏观经济调控的主要任务是平衡国际收支,并且同时关注经济过快增长和通货膨胀。应该说,目前我国宏观经济中的经济增长和通货稳定的情况是比较良好的,国际收支的失衡,主要是大量的贸易顺差已经成为我国宏观经济调控中的一个主要问题。我国大量的贸易顺差正成为目前流动性过剩的主要和直接来源,也是推升股市高涨的一个重要原因。毫无疑问,这种由流动性过剩引起的资金推动型股市高涨是包含着市场泡沫的,但是,我国能否完全避免市场泡沫、马上化解市场泡沫、我们是否还有其他替代的方法,我们必须将这些问题放到我国宏观经济的全局来加以分析和讨论。

如上所述,简略地讲,证券市场的泡沫是由资金推动引起的,资金是由流动性过剩带来的,而流动性过剩又是由大量的贸易顺差造成的。那么,我国能否在短期内从根本上改变大量贸易顺差的格局,我国的宏观政策选择又有哪些呢?这是需要我们仔细考虑的。

按照经典的国际收支调节理论,在国际收支账户的框架下,如果一国发生临时性的国际收支失衡,需要调整的是官方储备;如果一国发生根本性的国际收支失衡,需要调整的是本币汇率。在理论上,较早涉及此类问题的首先是二战后对固定汇率制提出异议的米尔顿·弗里德曼,他认为固定汇率制会传递通货膨胀,引发金融危机,只有实行浮动汇率制才有助于国际收支平衡的调节。接着,英国经济学家詹姆斯·米德也提出,固定汇率制度与资本自由流动是矛盾的,并且认为,实行固定汇率制就必须实施资本管制,控制资本尤其是短期资本的自由流动。该理论被称为米德“二元冲突”或“米德难题”。此理论的另一个研究路径是持相反看法。罗伯特·蒙代尔提出了支持固定汇率制度的观点,根据蒙代尔—弗莱明模型,在没有资本流动的情况下,货币政策在固定汇率下在影响与改变一国的收入方面是有效的,在浮动汇率下则更为有效;在资本有限流动情况下,整个调整结构与政策效应与没有资本流动时基本一样;而在资本完全可流动情况下,货币政策在固定汇率时在影响与改变一国的收入方面是完全无能为力的,但在浮动汇率下,则是有效的。由此得出了著名的“蒙代尔三角”理论,即货币政策独立性、资本自由流动与汇率稳定这3个政策目标不可能同时达到。由于这3个目标之间的不可兼得,最多只能实现其中的两个,所以也称为“三元悖论”。

就目前我国的实际情况而言,资本项目的开放是很有限的,特别是短期资本的流动是不开放的。这一点也被美国经济学家保罗·克鲁格曼认为是中国在上一次亚洲金融危机中能够独善其身的根本原因。在这个前提下,我们就需要在汇率政策和货币政策之间作出选择,或者进行某种政策组合。从迹象来看,为缓解大量的贸易顺差,我国政府选择了让本币升值的做法,但又不能让本币升值过快,这是因为本币升值过快势必会导致经济增长减缓和劳动失业增加。在一国的宏观经济调控中,目标始终高于政策,政策的选择必须服从于目标的实现。人民币过快升值的做法尽管可以较快地解决贸易顺差,但由于会危及经济发展和充分就业的全局,因而是不可取的。那么,目前我们不采取让人民币充分升值的做法,就必然会对我国的货币政策形成巨大的压力。实际上,目前我国采取的人民币基本稳定下逐步升值的做法,由于贸易结汇形成大量的外汇占款,从而释放出大量的人

民币基础货币,这正是目前市场流动性过剩的主要来源。目前的这种状况使得我国央行不断地采取数量型的货币工具,例如提高存款准备金率等措施,来设法缓解矛盾,但是作用并不明显。笔者认为,目前我国大量贸易顺差的局面在短期内是不会得到根本改变的,从而市场流动性过剩的局面也不会得到根本性改变。

实际上,我国宏观经济中的贸易顺差和流动性过剩问题并不是目前才形成的,而是由来已久了,只不过在不同阶段具有不同的表现形式而已。而且,按照货币数量理论,流动性过剩只是一个相对过剩的概念,或是相对于社会总供给它会表现为通货膨胀,或是相对于经济增长需求它会表现为投资过热,或是在房地产市场表现为房价猛涨,或是在证券市场表现为市场泡沫。其实,上述的种种情况我国都已经经历过,只不过这一次流动性过剩的矛盾突出地表现在了证券市场而已。很显然,在市场流动性过剩短期内不能得到根本性缓解的情况下,我国流动性过剩的出口只能在以下几种情况中作出选择,那就是通货膨胀、经济过热、房价高企和股市泡沫。由于国内的需求升级是一个缓慢的过程,所以用内需来化解流动性过剩是远水救不了近火,用扩大投资来化解流动性过剩会直接引起经济过热,所以也是不可取的。让过剩的流动性进入房地产市场而导致房价猛涨,那也已在政策上遭到了否定。另外,新近热议的包括QDII在内的我国对外投资也是远水救不了近火。由此可见,我们当前的问题并不是“两利取其重”,而是“两害取其轻”。我们事实上并不能达到宏观经济调控几大目标同时实现的理想状态,在保持宏观经济基本稳定的前提下,我们必须接受某种“瑕疵”。在目前的情况下,与通货膨胀、经济过热以及房价猛涨相比较,接受一定程度的股市泡沫也许是一个最合适的选择。当然,这种最合适的选择并不是传统经济学意义上的“最优状态”,而是博弈意义上的“纳什均衡”。

四、流动性过剩与证券市场发展

我们可以容忍和接受当前一定程度的股市泡沫,并不等于可以容忍这种市场泡沫的长期存在和无限膨胀。从长期来看,化解股市泡沫的根本途径不是打压股市,而是提高上市公司的质量,实现股市泡沫的“软着陆”。在大量过剩的流动性从银行居民存款流向证券市场的时候,我们至少可以因势利导做两件事情,一是调整我国的宏观金融结构,二是调整我国的产业结构和实现产业升级,并通过产业调整与产业升级来实现上市公司质量的提升。

从金融市场的发展历史来看,银行信贷是最早出现的融资方式。但是,由于借贷双方存在严重信息不对称而导致的“逆向选择”使得银行无法从根本上克服坏账风险。证券市场的企业融资尽管投资者可以“用脚投票”,但是投资者仍然属于“消极投资”,“用脚投票”的风险损失还是不可避免,特别是个人散户投资者就更是如此。在股票市场中大力发展机构投资者是解决上述问题的一个有效途径。因为机构投资者在股票市场上不仅可以“用脚投票”,而且还可以“用手投票”,做一个“积极投资”。在证券市场上,很多人都把美国的沃伦·巴菲特视为“价值投资”的典范,但是,巴菲特股票投资的更为本质的特征是“积极投资”。巴菲特在“用脚投票”的同时,还通过“用手投票”去影响和改善企业的经营,这是他成功投资的真正奥秘所在,也是我国机构投资者应当努力借鉴的。从这个意义上讲,目前从数量上限制公募基金的发行未必是件好事,实际上使大量的资金直接进入个人散户行列。

长三角多层次资本市场对上海国际金融中心建设的功效分析*

戴天柱

摘 要：在上海国际金融中心形成和建设过程中，我们应注重金融中心与地域金融、金融资源流动的相关性，从长江三角洲的区域经济特征和优势出发，积极探索长三角地区作为金融腹地对上海国际金融中心建设的重要性，特别是要重视长三角地区多层次资本市场对上海国际金融中心的支撑，从而在新的发展机遇下加快长三角多层次资本市场发展，促进上海国际金融中心的建成。

关键词：长三角；多层次资本市场；上海国际金融中心

中图分类号：F830.30 **文献标识码：**A **文章编号：**1006-1894(2007)04-0005-05

一、长三角金融腹地：上海国际金融中心形成的基本依托

在地域金融和金融资源流动方面的研究，主要有 Leyshon 和 Thrift (1997)，Martin (1999) 对货币、资本流动性的研究；Hau (1999) 对国际投资地理分布与组合的研究；Portes 和 Rey (2000) 对股权资本跨界流动决定性因素的研究；Clark (2003)

五、结 语

综上所述，我们可以容忍和接受当前一定程度的股市泡沫，但并不等于可以容忍这种市场泡沫的长期存在和无限膨胀。理想的状态是这种暂时性的股市泡沫可以在未来的发展中加以化解，化解的根本途径并不是打压股市，而是提高上市公司的质量，从市盈率 P/E 的角度来讲，就是提高 E，而不是降低 P。应当说，无论是从上市公司的发展，还是从政府监管部门的政策导向，人们都正在看到这种积极的变化。

(作者单位：上海对外贸易学院)

* 本文为上海市哲学社会科学规划课题《长江三角洲多层次资本市场对上海国际金融中心的支撑研究》阶段性成果，课题编号 2006BJB016。