



# STOCK MARKET, STEPPING OUT OF THE PREDICAMENT

## 中国股市正走出当前困境

——《财富生活》专访中国社会科学院 易宪容博士

■文：本刊记者 郭婷婷

由于股市制度规则的改变，由于国内外经济形势的变化，这些都为中国股市走出早几个月的困境创造了条件。基于此，中国股市可能在短期内走出早些时候所造成的困境。

**记者：**2007年的中国股市似乎让人忽视了资本市场的投资风险，但在今年上半年逾九成的股民饱尝了苦头。您认为是什么导致了当前中国股市的快速下跌？

**易宪容：**国内股市的下跌，最为关键的问题仍然是制度性原因。2005年以来的股权分置改革，推动了中国股市在2年的时间上涨6倍以上，促进了国内股市的繁荣。但是，这种推动同时吹起中国股市的泡沫，而且是一个巨大的泡沫。因此，最近国内股市的下跌，有挤出股市泡沫的因素。但是，挤出泡沫仅是股市下跌的一个

因素，更为重要的因素仍然在于股权分置的制度缺陷及改革这种制度缺陷所造成的后遗症，在于中国股市的基础性制度的缺失。因此，目前最为迫切的是，如何来进行有针对性的改善与调整，进而来保证有效的市场秩序的建立，保证市场的公平、公正、公开。

还有，这次股市的跌跌不休，与一些上市公司受管制有关。比如，对石油、电力等上市公司的价格管制，使得中石油、中石化、电力等上市公司经营处于严重的亏损状态。如果作为占上市公司绝对比重的这

些大型公司，由于受管制而严重亏损，那么这些公司的股价还可能继续跌跌不休。在这种情况下，不仅会严重打击投资者对市场的信心，也会增加上市公司一系列的政策不确定性。在这种情况下，如果上市公司股票价格下跌了，就会严重拖低股市指数。

**记者：**关于救市的呼声从来没有停止过，全体股民都希望A股早日走出困境，尽管之前出台了一系列政策，比如证监会出台的《上市公司解除限售存量股份转让指导意见》等，还有，从2008年4月24日起，调

## ■人物简介:

易宪容, 曾师从张五常教授。目前为中国社会科学院金融研究所研究员, 金融发展研究室主任。

著有《股市牛虻》、《房地产与金融研究》、《繁荣下的理性》和《非理性的繁荣》、《楼市博弈》等书, 同时著有多部译作; 90年代以来, 在国内外刊物发表论文近2000多篇, 并为香港《信报》、《香港经济日报》、《香港明报》、《香港大公报》、《新加坡联合早报》、《中国经济时报》、《人民日报》、《中国证券报》、《南方都市报》、《上海证券报》等国内主流财经媒体著名专栏作家。

整证券(股票)交易印花税率, 由现行千分之三调整为千分之一。但投资者对股市的信心仍然会不足, 总会对目前的股市心有余悸, 如何进一步恢复投资者的投资热情 and 信心呢?

**易宪容:** 这些政策的出台, 不是所谓的救市或不救市, 而是在确定股市的基本规则, 是对股权分置改革的制度后遗症的一种修正。而且在此意义上, 也表明了政府有决心来改变目前市场上一系列不合理的制度规则, 有决心通过这些制度规则来保护投资者利益。如果是这样, 国内股市在走出早些时候的困境的路上迈出了重要一步。而这一步的迈出, 也正是投资者对股市信心重新建立的关键。在目前的情况下, 只要股市的信心一恢复, 那么中国股市就能够逐渐走向健康之路。

还有, 走过6月, 中国经济发展的脚步仍在继续。无论是CPI的高位运行, 还是固定资产投资过热、商业银行信贷快速扩张及GDP快速增速, 都没有改变整个经济快速增长的态势。而且这种整体经济快速增

长的态势会随着国际经济形势的重新回暖而进一步借势发展。

**记者:** 值得给予高度关注的, 还有动荡的国际资本市场。外围因素将在中国股市的进程中起到什么作用?

**易宪容:** 从最近公布的数据来看, 美国经济数据比预期好, 令市场憧憬次按危机已近尾声, 外围市况造好将会带动亚洲股市。中国股市开始上升与这样的外围环境影响有一定的关系。特别是, 外围经济的变化对中国经济的影响, 可能最为重要的因素是美元连续贬值后是否会逆转。因为, 美元汇率的逆转, 不仅影响到人民币是否要升值及升值幅度, 影响到中国的进出口贸易顺差关系, 而且更为重要的是影响到国际市场以美元计价产品价格的变化, 影响到整个金融市场的利益格局。而这些以美元计价的产品价格的变化不仅会造成对国际金融市场巨大的冲击, 也会影响到整个世界贸易格局的变化。可以说, 对于2008年来说, 美元汇率的不确定性, 应该是国际金融市场不确定性的最重要方面。

**记者:** 一般来说, 股市作为实体经济的晴雨表, 股市的涨跌能够预示实体经济的繁荣与衰退。如果以此来比照中国经济, 最近国内股市的大幅下跌, 是不是预示中国的实体经济将发生重大的变化呢?

**易宪容:** 实际上, 无论是从2007年的经济数据, 还是当前的经济来看, 尽管中国经济同样受到美国次按危机的影响, 受到年初南方雪灾的重创, 但是, 这些都丝毫没有动摇未来中国经济继续保持稳步增长的迹象。

比如说, 一季度国内商业银行新增人民币贷款达到13326亿元, 加上外汇贷款488亿美元, 一季度商业银行新增贷款达到16732亿元, 即尽管人民币贷款少增891亿元, 但外汇贷款多增长462亿美元。从这些数据表明, 央行采取了从紧的货币政策, 但是商业银行的信贷增长不仅没有减弱, 反而快速增长。有人认为, 这些有2007年第四季度紧缩的原因, 也是雪灾与春节的影响, 但这都不是问题, 根本上还是企业投资过热仍然处于快速上升的阶段。

## “国内股市的快速下跌并不意味着中国实体经济发生多大的变化,更不能说国内股市的下跌对实体经济有多大影响。”

**记者:**最近的房地产市场也是热议的话题,投资者除了担心股市继续下行,也会担心股市带给房市的冲击。请对此谈谈您的看法。

**易宪容:**由于这一轮的经济增长动力是房地产及城市化,如果中国房地产市场的价格不迅速调整,房地产投资过热现象不会改变。尽管央行可以采取严厉的货币紧缩政策,但这种紧缩政策可能对其他行业会立竿见影,但是对房地产市场来说,不仅产生的影响小,反之可以让更多银行信贷进入房地产市场。在房地产市场的基本格局没有改变的情况下,不仅房地产市场对GDP影响重大,而且与房地产关联的行业达50多个,房地产的发展也一定会带动相关行业的快速发展。因此,只要国内房地产业增长不停止,那么中国经济增长速度就不会放缓。

也就是说,国内股市下跌,对国内房地产市场的融资有一定的影响,但是其影响不大,而且有相关的替代性。在这种情况下,国内股市的快速下跌并不意味着中国实体经济发生多大的变化,更不能说国内股市的下跌对实体经济有多大影响。

**记者:**油价上调是最近的另一件大事,在生活方面高油价也让老百姓承担了更多,您怎样看待成品油价格的上调?以及

对股市的深层影响?

**易宪容:**6月19日成品油价格上调。当时,我预计,如果成品油价格上调,第二天的国内股市应该补上前一天下跌的空间,但实际上尽管20日股市有些上涨,而且上午的时候上涨幅度也不小,但最后还是回落。而且到6月23日,国内股市又进入下调的通道。为什么?成品油价格上调的幅度有限。也就是说,尽管成品油的价格每吨油价格上调1000元,但与炼油企业的亏损仍然相去太远,国内成品油上调的空间仍然较大。

成品油价格上调最为重要是理顺目前的价格机制与股市的价格关系。能源价格占内地居民消费价格指数(CPI)的比重不高,调高价格不会对通胀构成很大影响。加上预期占CPI比重高达35%的食品价格会持续回落,这些都为成品油价格上调创造了条件。如果政府能够对成品油价格上升影响大的弱势企业及弱势居民加大补贴力度时,那么成品油价格上涨更是对中国的CPI影响不会太大。

而成品油价格上调或上调能够一步到位,不仅能够理顺目前许多不合理的价格,形成有效的市场价格机制,更为重要的是能够恢复目前国内股市投资者完全丧失的信心。

**记者:**对于投资者来说,中国股市的机会在哪里?中国的股民还要等多久?

**易宪容:**尽管中国的股市到目前为止还没有走出“政策市”的窠臼,但是“此政策市”不是“彼政策市”。目前的情况有所改进,同样是出台股市的政策,但目前股市政策的出台更注重是如何来修改完善股市的制度规则,如何通过这些制度规则来建立起有效的市场秩序。在当前的市场来看,并非是政府对股市出台多少利好的政策,而是要界定清政府行为与市场行为边界,并通过这种界定来履行政府的基本职能,如界定产权制度、保证市场合约的有效履行、保证个人财产不受到他人侵害等。

至于国内股市,由于股市制度规则的改变,由于国内外经济形势的变化,这些都为中国股市走出早几个月的困境创造了条件。基于此,中国股市可能在短期内走出早些时候所造成的困境。现在的问题是,政府应该在这个基础上进一步创造条件来保证股市的发展与繁荣。而要做到这一点最为重要的还是要全面检讨我们现行的制度规则,以股市投资者的利益为主旨,对这些制度全面修订、完善与确立。这是重振国内股市投资者的信心的关键,也是中国股市得以健康持续发展的关键。 [1]

[责任编辑:郭婷婷]