



简报系列

序列号: BR20071216CH 总第 13 期

中国股票市场发展中的若干问题¹

肖 耿

【摘要】新一轮牛市是中国长期负利率的必然结果。负利率、高通胀及国际游资已成为影响中国股市的重要因素，而维持正的利率水平，规范资本市场的四大功能（资源配置、公司治理、风险管理和定价）对于中国股市的健康发展意义深远。

会议名称: 中国第七届经济学会年会

主办单位: 中国经济学会年会秘书处

时间、地点: 2007年12月16日; 中国深圳, 北京大学深圳研究生院

主持人: 张化成, 北京大学深圳商学院副院长

主讲人: 肖 耿, 清华-布鲁金斯公共政策研究中心主任

¹ 清华-布鲁金斯公共政策研究中心主任、美国布鲁金斯学会资深研究员肖耿教授在第七届经济学会年会的演讲

近来中国股市空前繁荣，上证指数从 2005 年 6 月 6 日的 998 点飙升至 2007 年 10 月 16 日的 6124 点。其中取得很多成就，这里只提出一些问题：

一、实际利率为负是中国股市最大的风险

实际利率为负值是资产泡沫最重要的一个根源，所以中国股市最大的风险就是负利率。其中的逻辑是：

通胀或人民币升值在中国必然发生：与美国相比，中国生产率增长更快，老百姓实际生活水平的提高速度应该快于美国，反应在中国老百姓的货币收入相对美国老百姓的货币收入必然不断增加。因此几年前我曾经预测，这一生中国一定会出现两件事情：通货膨胀和人民币升值。因为中国老百姓货币收入相对美国老百姓货币收入差距缩短，经济理论上只有两种方式，一是涨工资，然后通胀；二是人民币升值。

一旦通胀出现，人民币名义利率没有做相应调整，就出现实际利率为负值的现象。

负利率为什么会导股市的风险？

在均衡的市场条件下，利率与资本回报率、市盈率应具有一致性。

利率代表整个市场对资产的一种定价，均衡时，利率作为银行存款的利息应与投资回报率一致，因为当利率很低时，存款回报率就很低，资本市场的回报率也不应该高，否则就会出现套利行为，即当投资回报率超过了利息，如回报率为 10%，利率是 5%，就可以向银行借款来投资，随着借款需求的不断增大和高回报项目有限，最终还是促使二者相等。

因此，市盈率和利率之间存在着紧密的关系，即倒数关系，因为市盈率是股票价格与每股利润之商，其倒数就是投资回报率，而投资回报率应与利率相等。

确切地讲，这里的利率指的是名义利率减去通货膨胀后的实际利率，反映资产在国内市场的价格，所有的投资都将和这个价格比较。

但这个定价的问题在于利率的形成不完全由市场决定。不仅资本市场、银行间的借贷市场、股票市场等都可能扭曲，更重要的是基准利率通常由中央银行确定。不仅中国，美国、日本等西方国家均是如此。

当这个价格为负，意味着存款贬值，刺激人们试图追逐回报率更高的投资，通常将银行存款投资于股市。这将在推高股价的同时，滋生泡沫。

以日本为例，十几年前，日本中央银行曾让基准利率低到几乎为零，由此导致了资产价格的飞涨，产生了泡沫，以至市盈率达到 80 倍，东京股指涨到 3 万多点，后来调整掉到 1 万点以下。

二、国际游资掣肘与先通胀后升值策略

负的实际利率会带来如此严重的泡沫，中央银行为什么不调高利率？主要是考虑到利率增加会导致更多投机人民币升值的资金进入中国，即国际游资的影响。

美国一直在降息，而中国一直在加息，一降一加之间中美的利差不断缩小或将逆转，加上人民币在加快升值，海外游资可能涌入中国赌人民币升值。

一旦大量热钱涌入，中国央行将不得不进行对冲，放出流动性，推高通货膨胀，也推高股市泡沫。至于大规模热钱突然撤出时将对股票市场与整个中国经济造成的危害，则从亚洲金融危机可窥一斑。

为了减少热钱进入的风险，先通胀后升值是一个应对策略。

若人民币只有升值没有通胀，则会有大量投机人民币的资金流入中国，因为风险是单向的，持有人民币只会升值又没有通胀。

只有在人民币内贬（通胀）与外升（升值）同时存在的背景下，投资者才会认真考虑持有人民币是否合算。中国现在通胀超过 5%，人民币升值的速度也在 5%或更低，如果人民币通胀贬值的速度超过其升值的速度，炒人民币升值就可能不合算，国内外投资者就会考虑是持有人民币还是持有美元。

只有这样，投机者才会意识到持有人民币存在风险；央行若能维持一个稳定的通货膨胀预期，才能有效阻止海外投机资本投机人民币升值，也才能够继续提高利率而不受热钱掣肘。

三、高通胀对股市的影响

高通胀率首先扰乱正常的价格秩序，造成市场的混乱与不确定性，从而影响经济的正常发展。在股票市场中，缺乏定价能力的上市企业的盈利状况会受到一定程度的削弱；

另一方面，为了消除这种不确定性，避免扭曲的商品价格对资源配置的影响，政府一般会控制财政支出，采取提高存款准备金率、再贴现率等紧缩的货币政策，提高市场利率，也会引起股票价格下降；

企业利润也会因为通货膨胀下按名义收入征税的制度而极大减少甚至消失殆尽。

因此，通货膨胀会引起企业利润的不稳定，使新的投资裹足不前，加之政府加息和收入税的影响，一般会引起股市低落。

四、进一步发展中国股票市场的两个政策建议

效率高的资本市场将有力促进经济的增长。为了进一步发展股票市场，一方面要提高实际利率并维持正的水平，以抑制潜在的资产泡沫，避免资产泡沫最终破灭对实体经济造

成伤害；另一方面要规范资本市场资源配置、公司治理、风险管理和定价的四大功能，促进证券市场良性健康发展。

1. 提高实际利率并维持正的水平

发展中国家的资本市场一定要保证实际利率在一个相当长的时期内维持在一个正的范围，这是非常重要的。

来看两类不同的投资：一类是投资美元资产，一类是投资人民币资产。前者的回报率是美国的名义利率减去美国通胀，是投资美元资产的实际回报，以美元计；后者的回报率是中国的名义利率减去中国通胀，然后加上人民币相对美元升值的比例。

根据利率平价原理，资本在自由流动情况下的回报率应该相同，投资这两类不同资产的回报率若在市场完善的情况下应该是一样的。但大量资金进行流动的事实已经显示出了两种回报率的不同：即使在中国的资本市场还没有完全开放的情况下，大量资金已经在通过有限渠道流动——虽然我们还没有大规模开放 QDII，也没有开放港股直通车，但香港股市和内地股市已经开始互动。

根据改良的费雪等式： $\text{人民币实际利率} = \text{人民币名义利率} - \text{人民币通胀} + \text{人民币相对升值率}$ ，考虑了通货膨胀和人民币升值的幅度。假设将来一年的平均通货膨胀率为 7%，人民币升值的幅度为 5%，从投资人民币资产的回报率来看，人民币升值和通胀抵消后，外国人投资人民币资产实际回报率就为中国的名义利率减 2%。当美国的通胀率为 2%，假定中国的名义利率和美国的名义利率相等（一年以上的长期利率），则可以保证投资中国与投资美国的回报率差别不大。

但是现实情况却不是这样：美国的利率尽管已从 5% 跌到现在接近 4%，中国的利率尽管一直往上升到现在的 3.5%，两者之间依然有差距。这意味着，如果不考虑美元到中国进行投资的情况，而只是按两国央行设定的基准利率将两国的投资效率相比较，投资美元资产依然要比投资人民币资产的回报率要高。

可是中国正在迅猛发展，存在很多回报率高的好项目，应该要把有限的资金集中到这些回报率高的项目与效率高的企业中去，因此央行设定的利率应该要比美联储设的利率高，这样才能提高资金的价格和机会成本，真正吸引和区分有效率的投资。

维持正的利率对防止未来股市和楼市的资产泡沫，避免重蹈日本的覆辙也将起到至关重要的作用。另一方面，也可为将来经济出现变化时政策调整留出空间：现在中国发展很好，提高利率对经济的打击就不会很大，在之后调整的过程中如果出现经济滑坡现象，如出现滞胀，可以采取一些刺激的措施来降低利率。

因此，中央银行应该一方面提高利率，另一方面放松对信贷规模的行政管制。提高利率的目的并不是为了抑制有效率的投资和消费，而是为了让资本的价格更合理，改善投资和消费的效率，避免未来的资产泡沫。

2. 规范资本市场资源配置、公司治理、风险管理和定价四大功能

从资源配置来看，资本市场是最灵活的市场，发达的资本市场有利于资本在整个经济中的合理配置，这是美国资本市场如此发达，对美国经济发展起到如此重大作用的原因。美国当年高科技股泡沫的时候，资本市场聚集了大量的资金发展互联网，整个科技行业面貌一新，为今天可以便捷使用互联网起了重大的作用。泡沫破灭之后很多股民成了牺牲者，互联网却仍然存在，当年的投资全都用在今天可以享受到的高科技成果中。中国的资本市场做了很多 IPO，大部分的 IPO 都是大型国有垄断行业，这些行业这些企业其实不缺钱，它们向任何一个银行借钱，银行都会借给它，那么这些大型国有企业上市筹集的那么多钱用到哪里去了？有没有去发展中国新兴的行业？这个问题需要思考和深入的研究。相信随着中国资本市场的成熟，市场约束会更加健全，资本的运用资源的配置应该会更加趋于合理化。

资本市场另外一个功能是公司治理，股票市场的发展对公司治理有很大的贡献。因为公司上市后透明度必须提高，财务状况和公司报表必须公布，必须有独立董事、监事会，这就有助于公司治理的改善。但问题在于国有上市公司 70%的股份都是国家持有，这就决定了它们的整个行为仍为国有企业，受到很多国有企业体制上的制约。实际上，从公司治理方面来看，还有很多潜力和改善的空间，比如由于担心 70%的国家股放出来会对股票市场产生巨大影响，股票在 1500 点时，没有及时执行国有股减持的方针，而国有股的减持，公众更多持股，显然有利于资本市场成熟和公司治理完善。

此外，风险管理对于股市也有着重要的意义。凡是投资股市都会有风险，可现在炒股的人中，相当一部分散民都是退休工人，他们并不懂得股票知识，却炒得火热。通过股市的跌宕起伏，他们也受了一些教育，从上涨时的欣喜若狂到下跌时的惨痛经历，终于对股市有了更清楚的认识。可实际上，真正帮助我们去消化风险的机制还没有形成，股票市场成了经济风险的放大器。相信随着资本市场的成熟化，机制会更加合理，人们的投资也会变得理性。

最后，公平合理的定价是成熟的资本市场应有的基本特征。目前定价虽然已经市场化，但国有上市企业的根本制度并没有改变，即使在运作先进的香港资本市场上市的中国国有企业的行为没有变化。因为企业本身属于国家所有，定价很难真正反应企业的市场价值，而且处于垄断行业，国家的政策对它的影响很大。中国资本市场在这方面功能的发挥还急待改善。

我们现在正处于一个机遇和挑战并存的时代。中国现在存在着两种剩余，劳动力的剩余——劳动力就业不足；资本剩余——储蓄率很高，有很多资本。这既是问题，又是机遇：当前是一个财富创造的时代，如果就业效率提高，工资就会上涨；资本效率提高，资产就会升值。制约这两种剩余相结合以进行财富创造的主要因素在于计划、金融、监管体制，所以这方面的体制改革很有必要。另外，我们的企业制度也需要改革。据最近的报道，中国 500 强中，国企利润占了 80% 以上，资产占了 90% 以上，都是垄断行业。可是国企的资产回报率只有 1%，这 500 强中外商投资企业回报率是 8%，私有企业回报率是 6%，由此我们可以看到效率的差距，这也是资本市场应该考虑的改革。

（本文王正浩编辑整理，肖华、李金迎、饶松松审校）