新年伊始，股市表现出较为强劲的反弹势头。尽管如此，广大投资者尤其是中小投资者仍对中国股市长达四年的持续下跌心存疑惧。如何看待现今的股市行情？如何才能保持股市健康的发展？带着有关问题，我们采访了海通证券董事长王开国博士，王开国认为，要避免股市多输格局的出现，政府实施积极的股市政策是——

股市发展的第一推动力

●股市持续走好应该具备四个条件：一是宏观经济持续增长和上市公司具有较高投资价值，或者对宏观经济的持续快速增长和上市公司投资价值的提升有着良好的预期；二是影响股市发展的一些不确定因素，如非流通股等问题的解决，有关部门应有明确的目标，以消除投资者的疑虑，形成稳定的预期；三是有足够的增量资金入市；四是有相对宽松的投资氛围和合理的投机机会

●积极股市政策内涵包括两个层面：一是按照党的十六届三中全会的精神，从根本上确立大力发展资本市场，在发展中解决证券市场各种问题的指导思想；二是进一步扩大直接融资比重，明确发展目标

●解决国有股流通问题需要坚持三个原则：一是国有资产的保值增值；二是有利于市场的平稳发展；三是保护流通股股东的利益。关键点在于减持价格要综合考虑净资产和上市公司的收益率

●宽松的投资氛围和适度的投机成份，对市场的活跃和走强具有至关重要的作用

●免征红利税，不仅有助于鼓励上市公司分红，提高股东的分红回报，而且能够引导市场的投资理念，吸引长线资金流向分红回报较高的公司

积极股市政策的含义

记者：要求股市走好已经成为社会各方的共识，也是投资者的强烈愿望。请问，你认为怎样才能促进股市走好？股市发展的第一推动力在哪里？

王：股市持续走好应该具备四个条件：一是宏观经济持续增长和上市公司具有较高投资价值，或者对宏观经济的持续快速增长和上市公司投资价值的提升有着良好的预期；二是影响股市发展的一些不确定因素，如非流通股等问题的解决，有关部门应有明确的目标，以消除投资者的疑虑，形成稳定的预期；三是有足够的增量资金入市；四是有相对宽松的投资氛围和合理的投机机会。

上述四个条件中除第一条已经具备外，另外三条都与有关部门的政策取向有关。很显然，在目前情况下推动股市走好，政府积极的股市政策无疑是第一推动力。

当然，实施积极的股市政策，不仅是促进股市走出多输怪圈，推动股市持续健康发展的需要，也是完善宏观调控手段、促进国民经济持续快速、协调健康发展的需要。

因为我国除了财政政策和货币政策外，股市政策也是宏观调控的重要手段。从现实情况来看，我国信用制度还远未成熟，银行信贷在庞大存量基础上的过快增长，将导致银行潜在风险的不断增大。同时，经济中已经出现了局部过热，如原材料价格的持续上涨与电力供应的全面紧张。因此，现实环境已经决定了我国未来不可能再通过实行扩张性的货币政策来推动经济增长。

同时，通过实施多年的积极财政政策之后，我国财政赤字和债务余额不断增加。到2002年末，中国财政赤字高达3097.8亿元，财政赤字率为3%，债务率为18.3%，若再考虑社会保障欠账和银行呆账等隐性债务，中国的财政负债已经达到了国际警戒线。此外，通过扩张性财政政策拉动经济增长的效应也在不断弱化。因此，积极财政政策淡出趋势不可逆转。

在我国财政政策和货币政策拉动经济增长空间有限的情况下，必须充分发挥积极股市政策的重要作用，通过积极的股市政策、稳健的财政政策与货币政策的组合，拉动经济的持续增长。

记者：你提出的积极股市政策很有新意，也听过一些议论，但都比较模糊，你能解释一下积极股市政策的含义到底是什么吗？

王：我认为，积极的股市政策内涵包括两个层面：一是按照党的十六届三中全会的精神，从根本上确立大力发展资本市场，在发展中解决证券市场各种问题的指导思想；二是进一步扩大直接融资比重，明确发展目标。

具体而言，包括积极解决国有股流通问题、实施积极的资金政策、改革发行政策、完善交易制度、鼓励市场主体自主创新、免征红利税以及完善中小投资者保护制度等七个方面。

目前是解决国有股问题的较好时机

记者：你刚才谈到了国有股问题。国有股问题已成为各方关注的焦点，也成为解决目前股市上涨的关键。你认为应该如何解决国有股问题？关键点在哪里？

王：我认为，必须以党的十六届三中全会确定的新发展观和积极务实的态度尽快解决国有股问题。

首先，国有股久拖不决是导致股市下跌的重要因素之一。截止到2003年9月底，上市公司总股本为6286亿股，其中非流通股4045.16亿股，占64.35%左右。目前国有股问题之所以成为全社会和所有投资者关注的焦点，是因为国有股久拖未决，有关部门多头表态，国有股减持和流通的价格与方式迟迟没有定论，导致问题越积越多、矛盾越来越深，投资者无法形成稳定预期，市场只能在猜疑和恐慌中下跌。从2001年6月推出国有股减持方案到2003年9月，沪深两市的非流通股已从2609.95亿股增加到4045.16亿股，净增1435.21亿股，增幅达54.99%，但市场还没有看到解决国有股问题的实质性举措。可见在国有股问题上的推诿和拖延无助于解决任何问题。

其次，目前是解决国有股问题的较好时机。市场对国有股问题的担忧主要在两个方面：一是担心国有股盘子太大，对市场带来严重冲击。二是国有股成本很低，若高价减持和流通，将使现有流通股股东利益受损。

这两个问题并不是无法解决，我认为当前的政策环境、市场环境决定了现在就是解决非流通股问题的最有利时机。解决的思路可以是由政府制定规则，上市公司与证券公司等中介机构具体设计操作，通过市场创新来形成非常有效的多元化方案。在实施过程中，需要坚持三个原则：一是国有资产的保值增值；二是有利于市场的平稳发展；三是保护流通股股东的利益。关键点就在于减持价格要综合考虑净资产和上市公司的收益率。

第三，国有股的解决需要配套措施。在推出流通方案的同时，还要出台配套的解决资金来源的措施，以缓解市场的资金压力：一是放开股票质押贷款，投资者把拟配售或认购的股权质押给银行，获得资金用于支付给减持的非流通股股东；二是允许证券公司发行债券，所获资金用于给在本公司开户的投资者质押融资；三是设立证券融资公司。证券公司下设二级账户，通过证券公司与证券融资公司，以及证券融资公司与商业银行之间的融资关系，由证券公司统一处理投资者的融资问题。

我相信只要措施得当，那么国有股和法人股完全可以在国有资产不流失、投资者不受损失、股价指数保持稳定而市盈率平稳回落的情况下进行减持和流通，从而在解决非流通股问题上形成一个多赢格局。这样就不仅为证券市场的发展奠定坚实的制度基础，而且能够一举扭转股市持续下跌的趋势，化解存在于证券公司、投资者、上市公司以及监管部门中的重重矛盾，促进证券市场的健康发展。

多方面拓展融资渠道

记者：股指上涨离不开资金的推动，那么你认为应该如何拓宽融资渠道，扩大股市资金来源？

王：目前市场存在很现实的资金压力。一个存在巨大资金压力的股票市场是难以走强的，当前我国股票市场的存量资金难以满足股市持续走强的需要。这可以具体分析：基金规模在1650亿元左右，2003年三季度股票仓位封闭式基金为64.7%，开放式基金为61%，可用资金650亿元左右。券商的资本金1200亿元左右，但由于大量资金深套其中，可用资金已经相当有限，部分证券公司已经出现资金链断裂的危险。截至2003年8月31日，保险资金运用余额达7300亿元，其中持有证券投资基金442.4亿元，按规定各保险公司可入市的比例最高的为15%，最低的只5%，平均约10%左右，因此，大约还有300亿元左右的增量资金。而社保资金只能有50亿元的入市规模。此外，私募基金与散户不是被深度套牢，就是割肉离场，至今还在股市上运作的资金已经是非常少了。

除股市自身因素外，其他多种因素也在导致市场的资金面紧张。一是央行存款准备金率上调1个百分点将紧缩1500亿元资金，给股市资金面带来了间接的负面影响；二是消费价格指数（CPI）的持续上升引发了对利率调高的预期，制约储蓄资金流向股市；三是市场潜在的扩容压力增大。如国有商业银行等潜在大盘股的发行，以及IPO和上市公司的再融资，使得市场的扩容压力无法下降；四是未来创业板推出及深圳恢复新股发行，都将导致巨大的资金需求；五是期货市场、房地产市场，以及H股、港股的良好走势吸纳了相当多的投资资金。

因此，要促使股市走出低谷，必须拓展证券市场的融资渠道。

首先，扩大质押贷款范围，提高质押贷款比率。扩大证券公司和基金管理公司进入银行间同业拆借市场和证券公司向银行申请股票质押贷款的规模和范围，提高质押比率，并在适当时候拓宽股票质押贷款的对象，推出非券商股票质押贷款，包括开办企业股票质押贷款和个人股票质押贷款。

其次，加快证券公司发债的审批速度。这是国外证券公司筹措中长期资金的重要方式，美国券商所发行的金融债券，期限一般可长达10—30年。目前我国券商发债的条件已经具备，关键是主管部门要加快审批速度，及早推出。

第三，设立证券融资公司，向证券公司融资，并严格限定融入的资金只能用于证券公司的业务。先期融资可以采取担保贷款或完全抵押贷款的方式，适当的时机逐步开放信用放款，再通过制定规模管理与比例管理的合理标准，防范和化解信用风险。

第四，允许工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行五大银行联合国内大型证券公司如海通证券、银河证券、国泰君安证券等共同组建证券投资基金管理公司。采取向商业银行、保险公司、社保基金以及投资者等发行保本的受益凭证等方式，每家基金管理公司首批发行的基金规模可先达到50亿元，10家基金管理公司的管理资产可达500亿元，以后逐年增加基金发行。此举将创造多赢效果：一是为股市的发展提供有力的资金支持，二是为庞大的银行资金寻找到低风险的使用途径，三是提供了社保资金、保险资金低风险进入资本市场的有效渠道。

第五，在发展证券投资基金的同时，积极扩展保险资金、社保基金、企业年金、补充养老基金等资金的入市渠道，为市场发展提供充足的增量资金来源。

股市是投资与投机的有机结合

记者：你是业内人士，对国内外证券市场非常了解，有人说美国投资者大都以长期投资为主，因此美国股市是一个投资市场，而我国投资者大都以投机为主，所以我国股市是一个投机市场，你如何看待股票市场的投资与投机？

王：我认为这是一种缺乏事实依据的想当然的观点。其实，在成熟的股票市场上，除了以整合产业、控股上市公司为目的的战略投资者以及像社保基金这样最保守的机构投资者之外，其他投资者大都以赚取差价为投资目的。如在美国纽约交易所上市的大多数公司是大型生产企业，如通用电气、埃克森，强生等，它们通常乐于派发股利，但其股利水平每年也仅为1.8%左右，而在1975年到1998年间，道琼斯指数从800多点上升到9000多点，年增长率为40%多。因此，投资者收益主要来源于股价差价。而在Nasdaq市场上市的公司大多为科技类企业，如微软、雅虎、亚马逊等，这类公司通常不发放红利，持有此类股票的投资者收益更是主要来自于股价价差。其实，即使是巴菲特这样举世公认的价值投资者，其投资收益仍然主要来自于股票价差。

因此，股市必定是投资与投机的有机结合。如果投资只是为了获得分红收益，那么股票就无需每天挂牌交易。并且，若市场上只有长期投资者而没有投机者，市场的流动性就会丧失，成为死水一潭，就无法吸引投资者入市，那么市场就会形成“流动性下降—投资者离场—流动性进一步下降”的恶性循环，最后，市场的投资、融资功能都将丧失。因此，宽松的投资氛围和适度的投机成份，对市场的活跃和走强具有至关重要的作用。

应免征红利税

记者：你在积极股市政策中建议免征红利税政策，具体是什么含义呢？

王：目前我国上市公司分配红利时，投资者的红利所得应纳20%个人所得税，由上市公司统一代为扣除缴纳。2002年，上市公司税后红利总计355.38亿元，缴纳红利税97.45亿元，其中流通股股东所得红利87.74亿元，缴纳红利税24.61亿元。红利税的征收不合理，带来了多方面的负面影响：一是红利来源于上市公司的税后利润所得，对红利征税属于重复征税；二是我国上市公司分红本来就少，在高价发行的情况下再征收红利税，使我国投资者获得的分红回报更低。因此，建议免征红利税，不仅有助于鼓励上市公司分红，提高股东的分红回报，而且能够引导市场的投资理念，吸引长线资金流向分红回报较高的公司。

■资本市场

■政策与管理

改革“区域发展导向型”经济体制

□张幼文

对中国的高度关注与集中报道是中国成为经济强国和迅速崛起的反映，而问题的本质是经济全球化所带来的新现象。中国是一个大国，而且是一个在参与全球化中迅速发展的大国，中国的发展必然影响世界，这是不可避免的。然而，国际社会对全球化条件下发展的新特点没有准备，对中国的崛起更没有准备。面对一些舆论提出的种种问题，我们需要理论上的清醒，需要对现象作出正确的回答，需要深入分析其与中国未来发展的关系。

经济发展战略的问题在很大程度上是体制的产物，因此解决问题不仅需要发展战略上的探索，而且需要体制改革上的探索。简而言之，就是怎样建立一个适应经济全球化的经济体制。

经济体制改革的路径依赖决定了中国必然形成当前“区域发展导向型市场经济”体制。这是因为，中央集权体制的分权式改革导致各级政府权力的扩大；而计划经济体制的改革和加快发展的需要又导致了各级政府极强的经济职能，二者合起来就形成了地方政府高度关注本地经济发展的政治经济体制。不可否定的是，在中国近年来高速发展中这一体制起了根本性的积极作用，在相当大程度上这是我们的体制优势。然而与此同时，在这一体制下，各级政府有强烈的区域发展责任，也会形成很深的甚至是过度的经济参与，从而伴随着显著的区际竞争和地方保护主义，并导致发展中的各种问题。

各地经济发展的迫切要求显著突出了GDP增长率、外资流入量和出口增长率等宏观指标的地位，使这些指标成为各地经济发展成就与政府工作业绩的显性量化指标，对这些指标的追求成为地方政府的工作核心。这就是经济发展战略和政策与体制之间的密切关系。GDP是现代经济规模及其扩展的一个最重要的衡量指标，但在许多情况下，它并不能真实反映一国所创造的国民财富的效用。例如，不合理的经济结构能创造GDP却没有效益，造成污染的产业在创造GDP的同时也创造着负的国民经济效用，外来要素创造GDP却不等于是国民的收入。在中国，由于国有经济规模较大并占主导地位，由于各级政府仍然掌握着巨大的资源配置权力，失误的投资和生产决策能创造GDP却不能创造相应的国民经济效用。当各级政府普遍以GDP的增长为工作目标时，GDP的这种不真实面也会因此而扩大。因此，如何以更能反映先进生产力发展水平的指标作为工作目标，如何使发展的实际成就更好体现最广大人民的根本利益，是摆在我们面前的一个理论和实践问题。即使是在开放型的发展战略下，对GDP的追求也会形成粗放型的增长方式。外资为了产业转移而进入中国，在中国形成GDP的同时也形成发展的低结构和负效用。GDP中水分不多但并不能真实反映社会福利效用。GDP的增长不仅有一个规模问题，还有一个收入的分配结构问题，后者同样反映着经济增长与国民实际福利提高的关系，并反过来影响着经济的增长。

> 需要对各级政府所追求的目标进行调整，其中包括正确把握GDP、外资、出口增长率等指标的地位，强化税收、就业、人均可支配收入、收入分配平等水平程度等指标的作用。这些问题集中到一点，就是在理论上要探索衡量国家整体和各个地区经济发展实际业绩的更加正确的“检验标准”

经济体制与发展战略二者都存在着不利的一面，因此，并不完全符合先进生产力发展的要求，并不完全符合最广大人民的根本利益，是当前体制改革需要重点解决的问题。

提高对外开放效益不仅要求我国发展战略的转型，而且要求经济体制的进一步改革。政策上实现透明与统一；减少政府的经济参与度；减少政府配置资源要素的权力；对内对外实行市场化的价格形成机制和要素配置机制；在吸收外资中更好发挥市场的作用；等等这些问题的解决，都需要从体制上去寻找对策。

需要对各级政府所追求的目标进行调整，其中包括正确把握GDP、外资、出口增长率等指标的地位，强化税收、就业、人均可支配收入、收入分配平等水平程度等指标的作用。这些问题集中到一点，就是在理论上要探索衡量国家整体和各个地区经济发展实际业绩的更加正确的“检验标准”。当然，发展指导思想的调整，一点也不降低政府的责任。在适应经济全球化的竞争中，中国政府的重要责任在于创造市场运行的条件。从对外竞争和国际分工利益的角度看，则是为社会培育更多的高级生产要素，即知识型劳动力、科技人员、专利与专有技术等，以改变一个目前主要靠富裕的然而却是低水平的劳动力要素参与国际分工的状况。中国也因目前参与国际分工的方式和竞争方式不断受到各国保护主义的阻扰，面临着对外经济上的可持续发展的问题。只有增加高级生产要素的数量，才能以新的方式参与国际分工。在一个新的水平上提高中国的综合国力，进入一个新的发展阶段。

■会议报道

县委书记们的调研——

确立农民的创业主体地位

□本报记者 张素峰

按照教学计划安排，中央党校进修三班（县委书记班）2003年12月上旬分20个调研组奔赴各省市进行社会调查。本次调研课题集中于城乡统筹发展、城镇建设、农民增收等若干热点问题上。在近日举行的汇报交流会上，与会同志形成了一种共识，即农村经济发展的根本，是必须始终把农民作为创业的主体。中央党校教育长李兴山教授应邀对与会同志的发言进行了点评。

农民，而不是政府，是经济发展的主体。陕西省榆林市佘杭区委书记曹世玉谈到，同几年前相比，现在温州的基础设施更加完善、产业结构更加合理、文化内涵更加丰富，这一切成就都同民营经济的大发展紧密相关。山西省昔阳县委书记刘志宏在介绍四川省射洪县的情况时，也提供了一组数据表明，射洪县通过“政策落实扶持民营、产权改革催生民营、招商引资扩张民营、园区建设集聚民营、创业机制激活民营、城乡联动孕育民营”的做法，使该县民营经济占全县GDP的比重达到了40%以上。李兴山教授在点评中认为，树立科学的发展观，首要的是真正把劳动者作为经济发展的主体。农民成为了创业的主体，这是农民致富的根本门路，它会带动一批又一批的人创业和就业。如果我们始终把政府作为发展的主体，经济也许会高速度，但这种经济发展的根基是不牢固的。

经济发展是城乡统筹的基础。海南省海口市美兰区委书记胡德智所在调研组考察了浙江省台州、温岭、绍兴等地。在交流中，他谈到，温岭加快城乡统筹发展的关节点是拥有较好的经济基础。有了较为雄厚的经济基础，才谈得上发展小城镇，县级政府才能将服务重心“下移”，面向乡镇、农村编制城乡统筹发展的规划。李兴山教授认为，城镇化是经济发展到一定阶段的产物，温岭的城镇化水平高，一个根本原因是经济发展比较快。在全国百强县中，浙江占了27个，现在浙江的农民收入已经是全国农民收入均数的一到二倍，所以农民收入的增加，加快了经济结构的调整，也促进了社会的快速转型。

要从体制上保证农民增收。江苏省苏州市沧浪区委书记宋文辉通过对云南省新平县的调研发现，近些年农民收入增长率下滑、增幅减缓。从1980年到1997年，农民收入年均增长18%，而从1997年到2002年，年均增长才4.9%；同时，农民收入的增长也滞后于经济增长的7.8%。在分析收入下降的原因时，宋文辉认为，购买力下降、市场体系不完善、农业综合效益不高及农业科技创新不够等成为农民增收的主要障碍。李兴山教授进一步提出，农民收入增幅低是由综合性的因素造成的，不仅是经济问题，也是一个政治问题。因此，必须有这样一种意识，即农村的城镇化不单单是一个经济概念，还是一个综合的概念。既要有物质文明，也要有精神文明，否则即便经济有了一定发展，也还停留在城镇化下的“农民生活状态”之中。生活方式的改变、观念的改变、文化水平的提高，都应成为农村城镇化的重要指标。

聚群英智慧 创时代业绩
群英会集团
电话:(0377)3039601 传真:(0377)3039606
E-mail:qunyinghui@tobaccoha.com.cn