

Opinion

Observer
上证观察家

对于外部金融海啸所造成的外需不足,需要通过扩大内需来应对。对于宏观紧缩造成的内需不足,则需要通过扩张政策来弥补之,但对于市场活力萎缩所导致的内需增长乏力,加大市场改革力度。可以说,中国经济要走出困境,要有市场制度的创新,民间活力的激发,光靠政府唱独角戏,只能重蹈覆辙,无法摆脱被动境地。

激发民间活力 才能真正转向内生增长

——今年下半年中国宏观经济判断

◎赵晓 陈光磊 李慧忠

当前中国经济所面临的严峻的经济形势,既有外部性的影响,又有周期性的影响,还有结构性的影响以及体制性的影响。在政策操作上,尤其需要警惕经济下滑和“输入性”通货膨胀的双重风险。

统计数据表明,美国实体经济的积极变化在持续扩大,金融市场在逐步企稳,在今后三个月至半年内有望出现缓慢经济复苏。但是目前各种积极迹象主要是政府救援和刺激政策的结果,实体经济基本面还相当脆弱。美国政府经济刺激政策的效果将逐步减弱,金融风险依然较大,而且就业形势持续恶化,其失业率年底可能将升至10%,投资增长和工业生产能力利用率创下历史最低纪录。美联储“定量宽松”的货币政策引发通胀预期,美国长期利率大幅上升,不仅给房地产市场复苏蒙上一层阴影,而且石油为代表的国际市场初级产品价格再度大幅上升,加重了消费者和企业负担,使世界经济复苏更为艰难。

作为中国第二大贸易伙伴,美国经济的变化会对中国出口、FDI增长产生影响,同时中国巨额外汇储备面临美元通胀和汇兑损失双重风险。但是由于美国经济转好的缓慢与脆弱,其可能带来的外需给中国提供的未来出口空间非常有限。世界经济失衡,主要表现在美国的高负债率和巨额经常项目赤字以及中国等亚洲国家的高储蓄率和巨额经常项目顺差上。金融危机以来,美国家庭储蓄率实现正的5.7%,为1993年以来的最高水平,但同时美国2009财年财政赤字将上升至1.83万亿美元,占GDP比重将超过13%,因此世界经济结构性问题并没有解决。另外,国际经济环境短期内难以有根本性的好转,日本经济由于严重依赖出口,制造业景气指数创该国历史低点,其回暖复苏慢于美国,欧洲经济的复苏更加缓慢。

外需对中国经济的正面影响有

限,如果2009年我国出口保持零增长,由此我国经济增长将比往年至少损失2个百分点。这还不算由出口减少引起的产业投资萎缩、失业增加等对经济增长带来的损失,净出口对中国GDP贡献率还将会下行,因此,在宏观政策取向上还应当以中国国内需求为主,坚持扩大内需。

当前从中国居民的消费决定模式来看,无论对于社保覆盖范围内的城市居民,还是绝大部分在社保体系覆盖范围外的农村居民而言,都对储蓄、地产、有价证券等财产性收入有着很大的依赖——中国已经进入“储蓄养老”的时代,在存款利率较低、储蓄收入减少的背景下,中国居民的消费都不可能迅速增长。而从居民可支配收入变化来看,虽然当期可支配收入仍然维持较高的增长水平,可是在就在就预期较差和较普遍的降薪预期下,中国居民当期收入决定的消费增长速度也会降低。在这样的背景下,随着消费补贴政策效应的减弱,经济自身力量决定的消费增长速度也无疑会下降。在国民收入增速进一步下滑一定时间以后,消费增速依然会维持在较低水平,甚至不排除阶段性回落的可能。目前的消费增长可能不具备可持续性。

去年11月以来,中国积极的财政政策和适度宽松的货币政策力度空前,中国宏观经济已出现积极的回升,但投资和消费来看,中国经济的动力主要来自政府投资的快速回潮,民间投资、居民消费跟进热情有限,然而,政府力量可以使经济止跌,却无法使其有效复苏。经济复苏必须解决动力切换问题,即由政府投资拉动型为主,真正转向市场内生增长型,这就需要民间投资的有效启动及居民消费的稳定增长来实现。然而,中国信贷政策对民间投资、居民消费的支持力度却非常有限,在大型国有企业贷款快速增长同时,民营企业、中小企业贷款需求依然得不到有效满足,同时新增贷款中居民户贷款占比大幅下降,而居民户贷款是和居民

消费密切相关的。

中国经济尽管已经触底,但经济自身的自然增长动力仍然十分虚弱。随着新增资本形成速度加快以及房地产市场投资可能回升,三季度中国GDP增长率会明显提速。但是如果不能在这两年里通过“调结构、促改革”培育新的增长动力,那么两年后当巨额财政赤字带来的基础设施投资释放完毕,当高额信贷增速逐渐回落,当补贴效应开始递减,中国的增长率将大幅回落。

目前面临的另一大问题是全球和中国出现滞胀的可能性。全球主要经济体果敢一致地实行了“量化宽松”货币政策,引发了对未来世界性货币贬值及通货膨胀的担忧,大宗商品价格飙升在难避免。自今年初以来,国际铜价已经上涨超过35%,铂金价格累计也上涨了19%。与今年2月中旬创下的不到34美元的近期低值相比,6月份国际铜价已经超过了70美元,3个多月的时间翻了一番。如果今年三季度商品市场的上涨速度超过了普遍预期,并进而使得全球通胀形势逐渐失控,那么美联储和欧洲央行最快可能在今年年底考虑回流流动性。历史经验证明,美联储从来没有及时回收过流动性。在美国金融危机过后,流动性泛滥下资金大量进入中国等新兴市场,进一步推动资产价格膨胀。中期来看,将来美国加息后致使国际资本回流,可能再次引发新兴市场资产价格和经济的波动。实体经济才会受到其影响。我们现在可能就位于这个十字路口。对政府和货币当局而言,财政政策和货币政策必须“相机抉择”,在全球通胀成形之初及时将国内的货币环境回归正常化。在目前商品期货价格能够快速回到现货市场价格的时候,由于国际市场资金的逐利性和操纵行为的存在,通胀很可能在经济复苏前出现,并由此催生新一轮经济泡沫。

应对复杂的国际经济形势,政策创新是引导中国经济复苏的关键。比如通过金融政策创新引导A股市场的持续回暖;通过产业政策创新加快实

现去产能化和去库存化的目标;通过保障制度创新提振国内消费;通过金融创新稳定房地产市场,积极推行房地产市场稳定健康发展,充分发挥房地产市场对经济的拉动作用。而治理之策,则要寻求综合的办法。对于外部金融海啸所造成的外需不足,需要通过扩大内需来应对之。对于宏观紧缩造成的内需不足,则需要通过扩

张政策来弥补之,但对于市场活力萎缩所导致的外需增长乏力,则需要加大市场改革力度。可以说,中国经济要走出困境,要有市场制度的创新,民间活力的激发,光靠政府唱独角戏,只能重蹈覆辙,无法摆脱被动境地。

(作者单位:北京大学中国经济研究中心、北京物资学院)

借鉴台湾经验 把预先披露落到实处

提高预先披露制度的市场影响力,必须落到实处。

新股首发期间被举报的案例,已有多起。通海高科、富通和出问题时,还未实施预先披露制度。立立电子也是在公开发行股票期间因被举报而东窗事发的,当时已经实施预先披露制度。进一步提前公开招股说明书(中报稿)的效果,会怎样呢?2008年7月10日,中国证监会发行监管部签署《关于调整预先披露时间的通知》,规定:“自2008年7月1日起,对所有新受理首次公开发行股票申请,我部将在发行人和保荐机构按照反馈意见修改申请文件后的5个工作日内在网上公开招股说明书(中报稿)。”这意味着招股说明书(中报稿)公开时间进一步提前。不过,由于首发“上会”工作停止,该通知的规定尚未被执行。

笔者认为,为真正落实预先披露制度,我们不妨借鉴一下台湾地区强制多数拟上市公司到境外交易市场挂牌若干时间的经验。

台湾地区上市公司在通过兴柜股票柜台上市时,须履行预先披露义务。据台湾“证券商营业处所买卖有价证券管理办法”,台湾地区的证券交易柜台,包括有价证券柜台和兴柜股票柜台两个层次。前者的上市品种包括:股票;普通公司债;转换公司债;交换公司债或附认股权公司债;金融债券;受益证券;资产基础证券;不动产资产信托受益证券等;后者的上市品种只限于股票。根据台湾证券交易所股份有限公司“有价证券上市审查准则”,台湾地区企业,无论是申请股票到台湾证券交易所上市,还是申请股票到有价证券柜台上市,都必须有在兴柜股票柜台上市交易6个月以上的履历。这就意味着,发行人在上市前,就已经预先披露信息。

兴柜股票柜台对上市企业信息披露要求很严格。“证券商营业处所买卖有价证券审查准则”第17条规定:“本中心受理兴柜股票柜台买卖申请案后……,经签请核可同意其股票登录为柜台买卖后,通知发行人,并将其概况资料揭示于本中心网站至少五个营业日。”“前项公司之概况资料应包

括股票代码、公司名称、董事长、总经理、资本额、股东权益总额、主要营业项目、主要产品、最近五年简明损益表、最近五年简明资产负债表等资料。”第30条规定:“发行人应分别于每会计年度终了后4个月内以书面向本中心申报经会计师查核签证之半年度个别及合并财务报告二份;每半年会计年度终了后2个月内以书面向本中心申报经会计师查核签证之半年度个别财务报告及经会计师核阅之半年度合并财务报告二份及本中心指定之因特网信息申报系统下载之应公事项数据。”“自2008年7月1日起,对所有新受理首次公开发行股票申请,我部将在发行人和保荐机构按照反馈意见修改申请文件后的5个工作日内在网上公开招股说明书(中报稿)。”“这意味着招股说明书(中报稿)公开时间进一步提前。不过,由于首发“上会”工作停止,该通知的规定尚未被执行。

从目前A股市场的具体情况来看,以往被举报的,均针对中小企业,随着中小企业板的发展和创业板的开设,A股上市公司家数必然大幅度增加,出现举报事件的次数也会相应增加。公开行为本身受党国法保护的。但公开行为本身,会影响投资者的公信力和投资者的信心,助长投机,减少对进入证券交易所市场首次公开发行股票行为的公开举牌,有利于证券市场的稳定发展。如果把公开举牌时提前到境外交易市场挂牌前或挂牌期间,并且针对拟挂牌公司或挂牌公司,那么,公开举牌的副作用也会小一些。而且,强制拟上市公司到境外交易市场挂牌若干时间,有利于加快境外交易市场建设的进程,完善有机联系的多层次资本市场体系。因此,我们应指定拟在中小企业板或创业板上市的公司,在境外交易市场的某一层,挂牌若干时间,以接受社会公众和舆论的监督。这样,一旦出现问题,也可以在较小的范围内及早地得到解决。

(作者系西南证券场外交易市场部总经理)



日版次贷危机 一触即发

日本著名智库“东京财团”向市场发出警告,出口衰退、经济低迷、加上上年中奖金大幅缩水,许多房贷户缴不出贷款,日本版次贷危机引信已点燃,日本工业心脏地带可能成为遭受第一波重大冲击的地区。

漫画 刘道伟

Column 专栏

上海能否如期建成与我国经济实力和人民币国际地位相适应的国际金融中心,除了自身努力、区位优势、营商环境、管理效率与实体经济依托之外,还需要高度国际化的金融市场,特别是被国际金融界广泛认可的金融气质,还取决于外部力量的接受度与支持度。如果上海能够建立类似“金融中心建设推广署”这样的公共机构来推动国际金融中心建设,也许是一种较为优化的选择。

假如能吸引泛欧交易所来上海上市……

上海要在2020年基本建成与中国经济实力和人民币国际地位相适应的国际金融中心,这从某种意义上预示着上海已被定位成与纽约、伦敦比肩的国际金融中心。而在百年一遇的经济与金融危机的冲击下,处于国际金融中心顶层的纽约和伦敦呈现式微态势。昔日把持国际金融版图的华尔街至少需要五年乃至更长的时间才能完全恢复元气;伦敦金融城的前景似乎更为黯淡。英国日前的一项调查显示,有三成金融从业者计划离开伦敦到巴黎等其他金融中心工作。中国的崛起带来了加快上海国际金融中心建设,提升在全球金融价值链分工地位的时间窗口,但外部势力未必乐见中国大陸出现世界级的金融中心。因为,国际金融中心作为一国参与全球金融分工而主导国际金融秩序

的重要载体,历来是发达国家构筑金融“高边疆”的重要依靠。战后以来,美国之所以一直主宰国际经济事务,仰仗的就是强大的资本市场、世界级的银行与保险体系,国际货币本位币的美元以及纽约的国际金融中心地位;即便是早已降为二流经济强国的英国,英镑早就日薄西山,但面积只有一平方英里的伦敦,被唐宁街视为其维持全球第二号金融强国地位的核心地带。因此,世人看到,在金融危机严重重创英国金融业的紧要关头,英国政府在建报本金融业保持伦敦作为世界顶级金融中心地位而毫不犹疑,目的就是维持英国相较于同级别国家的核心竞争优势。

可以说,在国家之间的经济竞争越来越集中到对金融主导权争夺的今天,像中国这样的超级新兴经济体若要摆脱经济发展受制于人的被动局面,进而重构国际金融中心过程中,必须拥有与本国经济实力相称的发言权,就必须打造世界级的金融中心。但从

国家竞争角度来看,中国要博得国际金融话语权,进而成为世界金融强国,既依赖于自身的实力成长,还取决于主要发达国家尤其是美国的意愿。而主要发达国家基于各自国家利益的考虑,可能并不愿意看到中国迅速崛起足以与他们抗衡的强大金融实力。道理很明白,中国金融实力的崛起就意味着西方世界金融主导地位的削弱,意味着中国进入原来由它们控制的势力范围,甚至会对国际金融秩序产生根本性影响。因此,主要金融大国及其控制的外资金融机构、国际经济组织以及国际舆论,短期内未必乐见中国大陆出现世界级的金融中心。这是中央政府和上海在建设国际金融中心过程中必须认真考虑的制约因素。

而从国际金融中心的发展路径来看,一个国家或地区要出现世界级的金融中心,除了区位优势、营商环境、管理效率与实体经济依托之外,还需要高度国际化的金融市场,特别是被国际金融界广泛认可的金融气质。多

年来,伦敦和纽约作为世界上最重要的两个金融中心,与其基于诸多因素形成的别国难以匹敌的金融气质密切相关。而东京始终难以进入国际金融中心的顶层,其相对封闭的金融市场固然是一个约束因素,但日本自战后以来在国际经济领域过于精明的表现,也是国际金融机构不愿支持东京作为世界顶级金融中心的重要原因。相形之下,香港似乎更具金融中心的气质,它拥有世界上最自由的经济体系,多年来形成的与现代金融发展相适应的有效、公平、透明的制度体系,是香港傲视周边的重要资本。只是小岛屿经济的香港(同级别的还有新加坡)无法像伦敦和纽约那样拥有国家的鼎力支持。但金融中心的创建从来都不是政府选择的结果,而是国内外市场力量共同作用的产物。因此,上海应该对标伦敦、纽约,借鉴香港经验,淡化行政干预,着力加强营商环境建设,加快金融市场的开放,争取国内主要金融机构在沪设立第二总部或市场

总部,吸收世界级的金融机构扎堆上海。如果极具指标意义的纽约泛欧证券交易所能在上海上市,如果美欧主要企业不仅有意愿更有可能在沪上市,则标志着上海的国际金融中心定位初步被主要金融大国、外资金融机构以及国际舆论所接受。

从操作层面来说,上海在建设国际金融中心过程中除了贯彻执行中央和上海业已出台的相应措施之外,亟须启动系统性的政府与企业公关,力争以开放的金胸襟、卓越的营商环境、广受认可的金融气质,创造有利于国际金融中心建设的制度环境与舆论环境。应该说,已有一定影响的“上海市市长国际企业家咨询会”是个很好的沟通平台;“陆家嘴金融论坛”也在不断助推上海国际金融中心建设。不过,对于有着一定历史底蕴但欠缺国际金融机构和国际舆论实质性支持的上海来说,如果能够建立类似“金融中心建设推广署”这样的公共机构来推动国际金融中心建设,也许是一种较为优化的选择。

(作者系上海外国语大学东方管理研究中心副主任,经济学博士)

国美“去个人化”后会怎样

◎陈宁远

国美现董事局主席兼行政总裁陈晓6月25日因国美32亿港元融资、贝恩入股国美之交易事项,在接受采访时表示,国美当日股价大涨已证明市场的认可,交易成功。这理由听起来似乎很确凿。

不错,停牌7个月之久的国美,复牌当日大涨近69%,确实可以说是被市场热烈追捧。按理,一天涨幅幅度超乎寻常,非常可能是公司突然有了或良性或变坏的结构变化。只是国美这天的上涨,却不是这个逻辑。

因为在国美停牌的7个月里,整个市场发生了巨变。香港恒生指数从最低10676点最高上涨到19163点,上周五收盘维持在18600点上,最高涨幅接近80%。所以,国美复牌当天涨幅,最普通趋势分析师也能看出这是补涨。冷静一点看,无非可以说,国美既没有因为融资变得特别坏,也没有因为贝恩入股变得特别好。唯一值得国美投资人及关联客户欣慰的是,国美也许平安了。

因为贝恩是一家在全球范围管理超过500亿美元的各种资产,有25年历史经验的PE。这次完成的交易,应该是一项基本风险有量化标准的投资,是把排除首富地震余波考虑在内的。若是无法清除这个风险,这项交易连贝恩第一步的尽职调查未必能通过,这论可以通过包括信托所在在内的全部法律程序而达成交易?

假如国美这次融资不是在黄光裕出事之后,它要融资虽然是资本市场炙手可热的项目,但那只是投行机构圈子里要争夺的蛋糕,是一个完全正常的融资行为。以国美的市场能力和品牌,从资本市场上募集30亿多点资金,哪里会算是什么重大新闻?

国美这次融资之所以备受瞩目,无非各方都是想评价一下,国美去黄光裕之后会如何。现在结果皆大欢喜——国美依然是完全符合市场各种标准的公司。但这个交易的成功,不能说明中国公司治理结构全面进入管理层时代,更不能说明我们进入了公司管理要对投资人负责的时代。

实话实说,现阶段中国公司经营结构还无法言及“去个人化”。国美“去个人化”,并不是中国公司治理,发生了所有者和经营者分离的改变。我们的公司依然笼罩在大股东的阴影下。

贝恩和国美的交易,至多可以看成是排除了首富地震的法律风险,国美的从过去时而来的市场地位、盈利模式,市场依然肯定其经营能力。但这种市场能力,是国美从过去到现在自我发展开出来的证明。

国美及其对手苏宁电器,是异军起的中国家电市场所造就的。在充分竞争的连锁行业中,是中国本土企业自己相互竞争,而不是跨国巨头放在眼里的唯一特例。这可以从家电连锁的国际巨头百思买,在世界各地都敢打价格战,而在中国不敢轻言价格为证。稍微有点市场竞争经验的业内人士,都知道这多么难得和值得珍惜。

再说,一个公司由什么样的架构来决定公司的成熟稳定和持续发展,没有现成的答案。家族性企业、个人魅力型企业,从来没有从历史舞台上消失过。我们很难接受没有李嘉诚的和记黄埔和长江实业,但这并不意味着这两个公司就不具备现代管理能力。

毋庸置疑,国美这次“去个人化”暂时获得了市场认可,但笔者认为,这主要还是国美有基本的市场价值,现在还不能肯定它是离开上校的青德基。因为在本次交易属于正常化的结果中,没有被低估的基本价值是完全依靠公司的老本。

进入新发展阶段的国美会如何,需要未来的岁月去证明,而这个指标肯定不是一时的股价,而是国美未来的市场能力。

(作者系独立市场观察人士)

习惯用法律手段 解决贸易纠纷

◎李敏斌

英国《金融时报》近日发表文章《乐见中国打官司》,对中国越来越多地采用法律手段解决国际贸易摩擦表示赞赏,认为这是好消息,一个有效的WTO,需要全球第三大经济体的活跃参与。

加入WTO这么多年,我们的思维和做事方式理所当然有所转变,采取理性、成熟、国际通用的方式,政府和行业组织要引导,做好服务。中国企业要改变“受气筒”、“受气包”的弱者形象,据理力争比气愤填膺更有说服力。中国政府向国际法庭提出申诉以及鼓励企业勇敢采用法律手段应对不公平贸易待遇,是一个积极的信号。

中国已经成为全球主要的经济大国和贸易大国,面临着日趋复杂的国际政治经济局势和纷繁复杂的贸易环境,与世界各主要经济体之间的经贸摩擦进入频发阶段。我们必须以平常心看待这些现实,既然摩擦不可避免,那就采用最有效的方式积极应对吧。对于贸易摩擦也应该两面看,因为摩擦总是伴随着合作而来,近几年,我们与欧美的贸易摩擦越来越多,但与欧美的经济合作也在向纵深推进,中国与欧美日建立了定期经济对话机制,通过双边交流,解决争端,扩大贸易。我们需要习惯与贸易伙伴一边吵架一边过日子,悠着点,别大动肝火。

面对贸易摩擦,中国企业大胆应诉需要具备一定的能力。有国内贸易官员称,贸易摩擦频繁将是常态,企业别怕打官司,受到不公平待遇一定要积极应对,要及时向政府部门反馈。如果政府能够多一些这样的表态,无疑能给企业多了一些定心丸。中国向来怕惹官司,但须知贸易诉讼也是国际贸易规则下的一种保护自己正当权益的手段。在国际贸易摩擦中,政府必须予以撑腰,但不一定要在前台摇旗呐喊。政府在政治和法律层面为贸易创造条件,在具体实施方面,行业组织和公共团体在应对贸易摩擦和反贸易壁垒中的角色和作用同样很重要。在大多数贸易摩擦中,行业组织走到前台比政府出面表态更合适,行业组织必须成为国际贸易斡旋的主力。近年在应对贸易摩擦和开展国际谈判时,国内行业组织开始以积极姿态出现,这是一个很好的开端。

很多企业大打国际官司的时候困难重重,除了缺乏政府和行业组织撑腰之外,还缺乏具有丰富经验的法律人才。中国目前在国际贸易方面的专业服务上,与其贸易大国的地位是不相称的。但我们对此不必悲观,这个国家只要有市场需求就不愁没人去供应,只要政府和企业改变应对贸易摩擦的方式,相信会激发众多国内外专业人士投入到这个领域来。