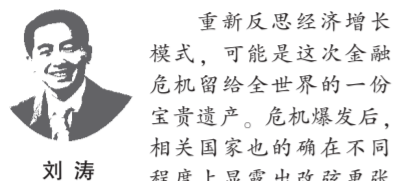


# Opinion

Observer  
上证观察家

中国很难在短时期内实现经济由出口导向型向内需驱动型的转变;相反,当前政府在争取扩大内需的同时,在扩大出口方面也同时可以大有作为。在出口结构不断升级的同时,保留一定的消费收入弹性较低的中低端消费品生产,鼓励劳动密集型产业继续向中西部地区转移,有利于减缓出口下滑速度,降低外部冲击对国民经济的负面影响。

## 当前扩内需与促出口可以并行不悖



刘涛

重新反思经济增长模式,可能是这次金融危机留给全世界的一份宝贵遗产。危机爆发后,相关国家也的确在不同程度上显露出改弦更张的迹象。一方面,世人看到,美国个人储蓄率从去年8月的0.8%开始反弹,到今年5月已升至6.9%,为过去15年以来所罕见。不过在笔者看来,最近几个月的增长更像是一系列财政刺激计划,特别是大规模减税和短期政府福利项目作用的后果,美国储蓄率的提高今后能否成为一种常态还有待进一步观察;另一方面,出口大国,如中国和德国,也转而重视国内市场,考虑如何通过扩大内需来抵消出口下滑对经济的拖累。

长期以来,中国和德国出口分别称雄于发展中国家和发达国家,特别是德国,数十年来一直稳居世界出口冠军宝座。然而自去年下半年起,呼啸而来的金融海啸,让中、德两国双双面临出口滑坡的窘境。以今年1至4月为例,德国出口同比跌幅达22.9%;而中国则是20.5%。

虽然世所公认,这场全球性金融危机最重创的是美、英两国,但受出口下滑拖累,众多出口导向型国家经济增长急剧减速,甚至出现负增长,影响程度超过英美。世界银行2009年《全球金融发展报告》也指出,严重依赖出口的东亚经济所受的冲击要大于一些对东不开放的地区。

或许正因为预见到了2009年更为严峻的出口形势——据WTO预测,今年全球贸易规模将缩减9%。早在去年底,中国就提出了“保增长、扩内需、调结构”的应对之道;而近日德国财政部长也公开表示,“德国经济必须加强内需以抵消对出口的依赖性”。

表面上看,两国均强调重视内需,试图通过国内市场来弥补海外市场的不足;但实质上两者之间的区别也很明显:对于德国,扩大内需是手段,而降低对出口依赖则是战略性目标,即德国想借此实现经济增长模式的彻底转型。而对于中国而言,这样做还为时尚早,扩大内需和促进出口都是摆脱危机的办法。扩大内需的同时,不必刻意强调出口比重的下降。事实上,只要都实现了绝对量的增长,两者完全可以并行不悖地推进。

个中原因其实也不难理解。其一,像德国这样的成熟发达经济体,国内消费对GDP的贡献理应占有更高比例,走上内需驱动型的发展道路是再正常不过的事,而不是像现在这样,中国45%的收入来源于出口;但对于中国这样一个发展中的大国而言,出口正处于从低端向中高端过渡阶段,本身还有很大潜力可挖,在未来相当长时间内,出口与消费、投资一样,仍将是拉动中国经济快速增长不可或缺的一驾马车之一。

其二,作为欧盟重要一员,德国还须受《稳定与增长公约》等重要财经纪律限制,不可能像中、美一样,动辄推行数千亿美元的财政刺激计划。显然,

如果不想今后周期性地受制于外部需求大起大落的冲击,就只有寄希望于国内市场提供稳定增长预期。而在中国,公共投资扮演了一个重要的缓冲角色,可迅速弥补出口下降造成的缺口。因此,虽然同样是20%以上的出口下滑,但一季度德国经济负增长3.8%,而中国经济却出现了6.1%的正增长。

因此,笔者并不认为中国可在短时期内实现经济由出口导向型向内需驱动型的转变;相反,当前政府在争取扩大内需的同时,在扩大出口方面也同样可以大有作为。

首先,传统经济增长模式的惯性巨大,由出口导向型经济转为内需驱动型经济意味着整个国民经济结构将发生巨大制度变迁。但从目前情况看,中国并不具备实现这个转变的必要的制度条件,特别是社会保障和医疗改革的公共福利政策还处于改革摸索过程中,至少在可预见的未来,中国居民储蓄率不会出现明显下降趋势。

其次,虽然出口国无力改变美欧进口需求萎缩这一事实,但对于危机中的另外两大威胁——贸易融资规模下降和贸易保护主义上升势头,中国完全可以与其他国家一道努力去纠正。在此笔者特别强调的是,根据宏观经济学的一般原理,扩大内需的积极财政政策通常会引致利率上升,由此对企业投资形成一定的挤出效应,必将大大增加出企业的投融资成本;此时须用宽松的货币政策予以配合,也就是银行信贷的持续扩张。银行体系如果能对出口企业提供有效的担保和融资便利,对于企业顺利渡过难关无疑将是一个重大帮助。

最后,保持出口产品和市场的多样性,也有助于降低外部冲击带来的负面影响。

今年1至5月,中国机电产品出口同比下降21.9%,这一点与日、韩情况大致相符;但劳动密集型产品出口则要好得多,如纺织服装及衣着附件出口同比下降8.1%,鞋类出口下降2.2%,家具出口下降7.8%,塑料制品出口下降6.4%,箱包出口下降4%,玩具出口下降14%。显然,对于中国而言,在出口结构不断升级的同时,保留一定的消费收入弹性较低的中低端消费品生产,鼓励劳动密集型产业继续向中西部地区转移,有利于减缓出口下滑速度,降低外部冲击对国民经济的负面影响。

另外需要特别提出的是,片面强调向内需转型的“去出口化”论点的错误在于,没有看到中国出口下滑的真正原因是以往过分依赖欧美市场,而将其完全归结于出口本身。近年来中国不断开拓欧美之外的其他市场,如南美、非洲、中东等,这对减缓出口的下滑趋势起了重要作用。更重要的是,当前的危机,事实上也促进了东亚贸易和投资一体化创造了难得契机。通过促进商品、资本和劳动力的双向自由流动,提高区域内贸易和投资,能有效降低对欧美市场依赖,获得更为广阔的发展空间。

(作者为宏观经济分析师)

## 央企上市公司:试试按季分红如何

李允峰

就国企改革有关热点问题,国务院国资委主任李荣融在做客国资委网站和新华网与网民在线交流时说,到2008年年底,中央企业资产总量的80%已在上市公司,国资委鼓励央企上市公司多一点现金分红。根据李荣融公布的数据,2005年,央企上市公司现金分红比例49%,2006年55.7%,2007年60%,连续三年分红的央企上市公司占央企总数约为38%,高出其他企业10个百分点。现金分红的央企上市公司多了,是一件好事,但问题是,分红还不够大方。从央企上市公司的分红数据看,分红比例大幅度连续增加,但现金红利占公司净利润的比例与国外成熟市场相比还相对较低。拿中国石油、中国船舶和建设银行来说,2008年现金红利占公司净利润的比例分别为21.7%、14.3%和18.8%。

美国上市公司的现金红利占公司净利润的比例在上世纪70年代约为30%至40%;到80年代,提到40%至50%。现在,不少美国上市公司税后利润的50%至70%用于支付红利。一般来说,在美国上市的公司,假如不能给大众以合理回报,股票交易会很少,当股票流动性达到很低的程度时很快会被剔除。而国内股市的退市机制尚未形成,上市公司的分红动力和压力就不大。

## 中小企业在比许多国有企业更困难的环境下却创造出比国有企业更好的经营业绩,为躺在“等靠要”上吃老本的国企树立了自强不息的榜样。而解决中小企业融资难问题的根本出路在于金融体制的改革和创新,加快推进多层次资本市场建设,大幅度提高直接融资比例。

## 中小企业崛起才是经济复苏真正希望

黄湘源

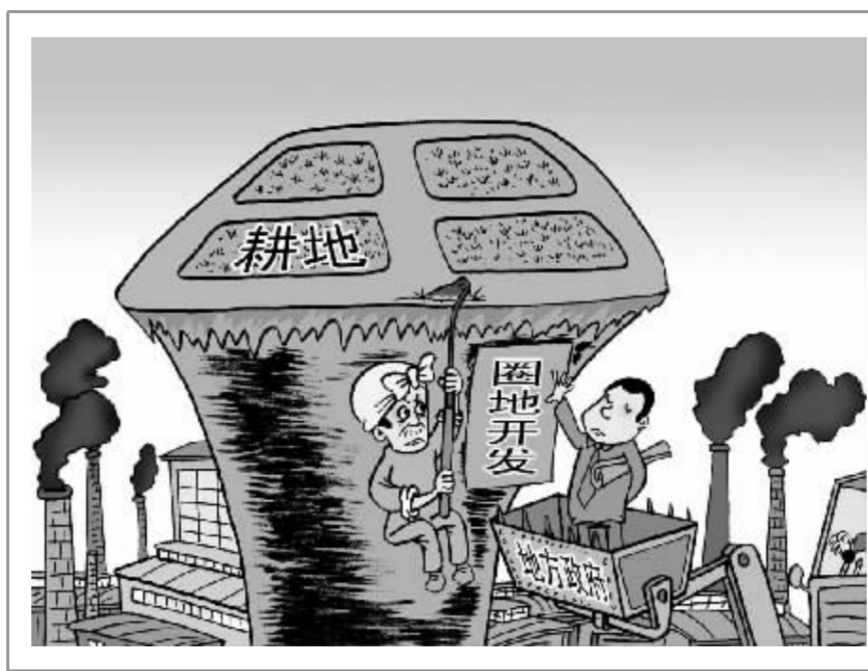
国家统计局最新公布的数据耐人寻味。今年1至5月,全国规模以上工业企业(年主营业务收入500万元以上)实现利润同比下降22.9%。其中,国有及国有控股企业同比下降41.5%,股份制企业、外商及港澳台商投资企业均接近平均水平,分别为同比下降24.1%、22.4%,而私营企业则不降反增,同比增长2.4%。

反差产生了这样一个问题:国家4万亿投资,银行6万亿信贷,大多不是投向了国家立项的大项目或流进了国有性质的大企业吗?为什么见效的不是国有或国有控股的大企业,反而是救市资金并未问津的民营中小企业呢?反过来讲,如果国家的4万亿、银行的6万亿相当部分都投入或流向了民营中小企业,那么,经济复苏的效果是不是会比现在更好一点呢?

尽管从应急的角度来看,抓大比抓小似乎更容易收到遏制经济下滑势头,但从以往的实践效果来看,60%的GDP、50%的税收、75%的就业机会并不是来自大型国企,而是中小企业。在这里,抓大和抓小所投入的成本和收益是

不成正比的。现在看来,4万亿+6万亿也不排除存在相当程度的浪费。事实上4万亿投资相当一部分所投向的并非新增项目,而在有些国有企业,国家和银行的注资甚至不过是在一定程度上为他们抵消了以往发生的或正在发生的坏账,未必意味着新的价值和效益的产生。理由相信,如果不是这样的话,无论是GDP还是利润表,呈现的将是另一种让人耳目一新的格局。

金融危机作为客观的外部市场因素,对经济的影响是全局性的,不论是国企还是民企都不可能幸免于外。但同样由于经营不善而亏损,民营企业东星航空不得不走上破产清算的道路,甚至连战略投资者和债权人申请破产重整的要求,也在非常困难地寻求法律的支持,东方航空却由于出身国企而在获得国资委70亿元的注资之后还得以吸收合并上海航空。它至少说明,优化民营企业经营的环境不仅存在理论上的必要性,而且在现实中更有其迫切性。在产业政策对号入座地向国企倾斜和金融资源进一步向国企集中的条件下,一些大型国有企业集团凭借政策和资源优势,不计成本地跑马圈地,中央国有企业收购地方国有企业,国有企业收购民营企业方兴未艾,不仅令相关领域跃跃欲试的民企不寒而



## 耕地保护形势依然严峻

由国土部、农业部、国家统计局人员组成的15个检查组,今年3月,分别奔赴全国部分省、区、市,检查耕地保护情况。根据目前正在整理的数据,一些省份耕地保有量已接近于或已突破规划目标。

漫画 刘道伟

## 新股高价发行应有适当干预



姜山

对IPO重启前两单桂林三金和万马电缆的高价发行究竟该怎么看,又成了市场热议的话题。从网下申购的数据看,有649家配售对象参与了桂林三金的初步询价报价,超额认购总倍数为476倍,报价最低者为11元,最高为25元,最终协商确定的19.8元虽然对应的是极高的165倍的网下超额认购倍数,但其发行价格却远超过了此前的市场预期。

一个新情况是,网下配售有关低价申报不得配售的规定,大幅压制了机构投资者以较低价格报价的欲望,由于机构在最终确定发行价格之下所报的申购价和数量都是无效单,而三个申报价总计的数量不能超过网下发行配售的总量,因而机构如果希望网下配售可以中签,所报价格就不能压得很低,否则就是在做无用功,这就使得机构最终报价相较于以往有了大幅提高。

由于网上申购上限确定,大量的机构资金堆积于网下,网下申购的机构数量相较于以往也大幅度提高。根据以往3年的统计,此前网下申购最多的一次为中国南车,申购机构数为553家,而桂林三金的网下询价家数增长了近20%,而由于初步询价时不牵涉资金划转,网下询价时最多三个申报价格的合计数量总数上限设定为不超过网下配售总数,这两个因素的结合,使机构投资者在中小盘个股询价时往往都能够报上上限数量,遂使在询价过程中

总体超额认购倍数可以达到一个相当高的水平。

而主承销商和发行人在自身的利益诱导下也总倾向于按高价发行。从这次IPO前两单看,机构投资者询价时的报价水平很大程度上受到主承销商的发行定价指引,而主承销商给出的是依照现有的二级市场同类公司的市盈率水平所确定的高低价格区间,在估算市盈率时往往还加上了对于公司成长性好于同行或是盈利能力能大幅增长预测,造成机构投资者整体报价倾向于等同甚至高出二级市场同类个股的水平,这一因素和前者一起,进一步推高了最终网下询价所得到的价格水平。

有观点认为,新股高价发行可能造成未来一二级市场价差大幅度缩窄,大幅缩减一级市场的盈利水平,从而推动机构在今后相对理性地报价,然而鉴于网下申购的机构数量整体在不断增加,因此如果仅仅依靠主承销商和发行人的协商确定价格,在现有的发行规则下,一级市场的首发价格水平很难大幅走低,这就牵涉监管部门是否应当有限度地干预IPO发行价的问题。

在现有市场体系下,新股仍然是稀缺品种,中小盘的个股即便是高价发行,跌破发行价的可能性也并不高,在这种情况下,高价发行很大程度上会带来二级市场的溢价交易,从而提升整个市场的风险水平。如果没有监管部门的适当干预,这种高价发行很可能演化成主承销商和发行人的盛宴,对于其他市场参

与者则是一剂毒药,闽东电力当年以近百倍市盈率发行后的惨痛教训就是前车之鉴。

高价发行还可能造成的后果是募集资金量大幅度超过原有的募资计划所拟投向项目所需资金量,桂林三金19.8元的发行价格对应超过9.1亿元的募资规模,远超拟定的6.34亿元募资量,而万马电缆按11.5元的发行价定价,更将超过预期3.4亿元募资量将近80%,这种募资量的大幅度提升而又没有适当的项目投向,不仅造成了资本市场资金配置的浪费,而且可能引发诸多募资使用投向不当的问题。因此,即便监管部门不限制价格上的市场化行为,笔者以为,也应当适当考虑在募集资金超额超批准金额的情况下是否应减少当期发行股数的问题。

此外,如果一、二级市场的价格差距的大幅缩窄,而监管部门又希望引导市场化发行的话,对于网下配售的限售期是否缩短也应当有所考虑,否则也会形成另一种不公或是导致最终的报价结果无法真正反映出市场化发行所应有的价格水平。

在目前的新股发行制度下,高价发行虽然能在一定程度上体现出新股市场化的成果,但也存在着非常巨大的隐患和潜在风险,监管部门对于新股的高价发行仍应有所作为,对于显著超过正常水平的新股定价应做出适当的限制或者是数量干预,唯有如此,才能达到整个市场的公平和形成资金的有效配置。(作者系东航金融注册金融分析师)

## 从航企遭遇看套期保值时机选择

李婷

全球航空业2008年亏损80亿美元,我国国航、东航、南航三大航企的亏损占了其中的48.1%。今年以来,随着原油价格逐节上升,公允价值套保项目全部或部分公允价值或现金流量变动。套保业务可分为公允价值套保、现金流量套保和境外经营净投资套保三类。所谓公允价值套保是指对已确认资产或负债、尚未确认的确定承诺的资产或负债,尚未确认的确定承诺中可辨认部分的公允价值变动风险进行的套保。现金流量套保是指对现金流量变动风险的套保,为防止原材料价格上涨或产品价格下跌而进行的套期保值,属于现金流量套期保值的范畴。

企业通过套保规避价格波动风险,既可以锁定生产经营成本或利润,也可以防止不利价格波动带来的流动风险。不同的企业有不同的套保策略。对于上游敞口的企业,要在期货市场买入套期保值,回避原材料价格上涨导致成本增加的风险。对于下游敞口的企业应卖出套期保值,以回避产品价格下跌导致利润下降。我国各大航企利用燃油套保的方式来锁定航油成本,并非错误的选择,关键是如何用好这个选择,把握好减少账面浮亏的策略。一般情况下,当国际油价已处于历史高位时,就不需要去套期保值。若在高位套保,因为未来油价下跌的可能性较大,反而会增加采购成本。美国航空在瞬息万变的2008年,通过从事燃油套保对冲油价成本,节省了3.8亿美元。他们的策略就是主要关注未来三个月的燃油走向,签订一些三个月左右的套保合同。

套保的动机,既不是风险的最小化,也不是利益的最大化,而是两者的统一。套保的目的是试图在风险与收益之间得到一个最优平衡。套保比率有全部套保和部分套保的不同选择,比率的大小取决于套保者对市场趋势的判断和风险的偏好程度,企业应严格测算套保规模,防止投机行为,并将风险限定在可控范围内。例如,美国航空2008年只对30%左右的用油量实行三个月左右的套保,“目的是减少市场的波动性,通过一定时间的特定价格来锁定燃油成本,而不是为了赚钱”,2008年6月时任南航董事长的刘绍勇在国外“敏锐地发现石油价格发生大波动,马上告诉财务部门套保业务全部平仓,那时国际油价每桶高达150美元。”

我国企业参与国际金融活动的时间不长,普遍存在对国际金融产品的复杂性了解不足的状况。对某些金融衍生品收益有限、损失无限的风险缺乏认识。而国际金融衍生工具存在着巨大的杠杆作用,对投机者产生巨大的吸引力,超越合约金额会带来巨大的投机风险。企业签订套保合约,应严格测算套保规模,防止出现以套保之名签订过包装的复杂的“套保+投机”的混合合约。对套保业务要谨慎操作,要从国际大视野出发,实施全方位战略性动态监控,加强内部控制与风险管理。

(作者单位:中材股份)