

Opinion

Observer
上证观察家

中国政府现在坚持将经济复苏放在首位,认定政策而不能过早放松。当经济金融环境出现确定性转变之后,偏行政性的调控方式通常会更快见效,因此,我国金融调控的灵活性和有效性明显大于其他主要经济体。但我国财政金融政策放松的力度大于美国,加上已确定会先于全球经济复苏,未来的通胀压力会更大,这在客观上又需要先于美国作出调整。

如何避免重陷“危机-刺激-泡沫”怪圈



傅勇

学界和市场正迅速在通胀问题上达成共识。这一共识不仅助推资本市场和基础商品市场出现了一轮壮观的上升行情,还对政策面构成了压力。有学者认为,央行是在重复刺激-复苏的游戏;甚至认为,过度放松政策是在制造通胀危机。这些在中长期成立的观点,在当前却不合时宜。它们指出了货币宽松的潜在风险,但却没能给出合理的替代方案。如果政策像其期望的那样,现在就收紧,结果显然难以想象。

总体来看,资产价格上涨的现实和一般物价通胀的预期,尚不会在短期扭转全球宏观政策的导向。在复苏基础并不稳固的背景下,只有看到真实的通胀,紧缩周期才可能启动。而现在总体上只有通胀预期,并无真实的通胀。中国CPI同比增速有可能在第三季度结束前转正,但全年CPI估计不会超过1%,明年有可能高一点,但对于一个高速增长的发展中国家来说,5%以下的通胀水平并不可怕。这是问题的一个方面。

而问题的另一方面是,从长期看,货币的超常规增长,几乎肯定会化作真实的通胀。这在理论和经验上都令人信服。当前,增长乏力的实体经济无法吸收扩张的货币供应,流入资产市场具有一定必然性。在流动性充裕背景下,资产价

格上尤其是基础商品价格的上升,最终将传导到一般物价领域。这其中有很多渠道。资产价格上涨会改善企业资产负债表,并增加企业投资能力;资产价格上涨会通过家庭的财富效应,增加消费需求;基础商品价格上涨会抬高生产成本,尤其是劳动力成本;更值得注意的是,通胀预期本身也会造成通胀压力。

眼下政策面的真正问题,在于平衡短期与长期的冲突。低位通胀形势和低通胀预期要求继续执行宽松政策,而未来的通胀压力又要求提前考虑政策收紧。笔者认为,保持当前宽松政策的连续性是必要的,但同时应正面对应通胀预期。包括美联储在内的全球央行最近都强调了宽松政策的持续性,但对于安抚市场通胀预期还没有给出明确信号。随着实体经济复苏的展开,资产价格的走高以及通胀预期的强化,如何维护央行捍卫通胀的公信力正变得越来越重要。

全球央行已进入未知世界。尽管格林斯潘的对策广受批评,但这仍是应对此轮危机的必然选择。学者研究发现,格林斯潘时代,危机时利率下调幅度总是超过经济恢复充分就业所需的幅度。政策面及时的起调,成功应对了多次危机冲击。政策对次贷危机的反应亦是如此。很难想象,没有货币政策过度放松,当时的经济金融形势将会是怎样。同时,也正是因为格林斯潘泡沫的教训近

在眼前,现在对货币政策放松的批评才如此强烈。问题是,我们不能拿2007年以来的泡沫破灭,来否定2000年至2001年的救市政策,当时华尔街股市遭受了高科技泡沫崩溃和“9·11”事件的打击。格林斯潘时代的主要教训,不在于危机爆发时放松了银根,而是在危机过后没有及时收回过多的流动性。回顾格林斯潘当时的决策过程,可以确信,当时的美联储有能力避免流动性泛滥充斥市场过长时间,只是因为格林斯潘认为新经济已经改变了经济增长模式,因而没有这样做。

相信这次央行也会有时间回收过多的流动性,但不是现在。研究大萧条最有发言权的学者仍都在呼吁刺激政策还应继续。虽然对央行的指责十分容易,但现在还找不到一种更好的智慧思路来回应对危机给全球经济所造成的伤害。伯南克和罗默等人都在尽力捍卫当前的政策,罗默甚至主张实施第二轮经济刺激措施。市场还没有看到,政策层对通胀预

期表明了明确的强硬立场。这出乎一部分人的预料。各国的央行或许是有意如此。笔者也相信,适度的通胀预期能够有助于经济更好地启动复苏之旅。在经济紧缩期,通胀预期也很可能就是经济复苏的一个必要环节。但无论如何,经济中毕竟存在着超量的货币,潜伏的通胀风险也有可能随着经济复苏之前,就演变成真实的通胀。这将使得政策陷入两难处境。过度宽松通胀预期和投机行为也是不明智的。

美联储进入伯南克时代以来,政策透明度有了明显提升,虽然这仍是一个值得继续努力的方向。美联储可以继续放松政策,但同时亮出自己的底线。一个现实选择是,可以强化通胀目标制。通胀目标制可以大大改善政策的可预期性,因为通胀一旦接近或超过目标值,紧缩货币政策就将启动。通胀目标制一直被提升为提升货币政策透明度的重要途径,同时也能够帮助市场稳定预期。如果美联储能够明确宣布,不会容忍2%以上

的通货膨胀,那么依赖炒作通胀预期的投资者的投机空间就将大大缩小,源于政策面的人为波动也将减弱。这些都是经济复苏所需要的,也是避免重复刺激政策导致更大泡沫错误所需要的。

中国政府现在坚持将经济复苏放在首位,认为形势有所好转,现处于经济复苏的关键阶段,政策面不能过早放松。相比之下,我国金融调控的灵活性和有效性要明显大于当前的其他主要经济体。的确,当经济金融环境出现确定性转变之后,偏行政性的调控方式通常会更快见效。不过,同时也要注意,我国财政金融政策放松的力度要大于美国,加上经济确定已先于全球经济复苏,未来我国的通胀压力会更大,并且很可能来得更早,客观上又需要先于美国作出调整。

因而,笔者的看法是,中国的政策面一方面应强调维护经济稳定的立场,另一方面还应增强独立判断能力,为率先启动紧缩调整做好准备。

(作者系经济学博士,财经专栏作者)

化解中小企业困局不应再有任何拖延

◎马红漫

社科院近日发布报告显示,在金融风暴冲击下,目前已有40%的中小企业倒闭,另外还有40%正在生死边缘挣扎。报告认为,要想走出生死一线,中小企业必须得到巨大的支持。

其实,金融危机的爆发只是进一步恶化了中小企业的生存环境,而非问题的主因。一个数据可以证明这一点,据统计,我国中小企业的平均寿命十分短暂,不足三年。内部运作困难,外部融资门槛高企,这些因素让中小企业长期以来都在内忧外患之中挣扎,风险抵御能力十分脆弱。

一直以来,我国中小企业都是市场的“二等公民”,难以获得与国有大企业同等的待遇,甚至被屏蔽在许多行业的大门之外。缺失了国有资本的支持,中小企业只能无奈在低附加值领域相互厮杀,许多民营企业的获利能力十分有限。而长期以来,调控部门一直以行政倡导鼓励的形式来缓解中小企业的困境,从目前实施情况看,这政策似乎存在明显不足,需要及时从体制上调整。

数年前,国家有关部门就发文称,将深化电信、铁路、民航等服务行业改革,放宽市场准入,引入竞争机制,推进国有资产重组,实现投资主体多元化。但是,在现实执行的过程中,中小企业仍然在“望洋兴叹”。以成品油市场为例,商务部此前曾宣布自2007年起开放国内成品油批发经营权,但要求要,申请经营权的企业的油库容积和注册资金要达到1万立方米和3000万元,而全国能够达到这两大限制标准的企业凤毛麟角。显然,垄断油企排斥竞争的固有思维得到了政策呵护。即便民营企业勉强挤入重围,也无法像垄断油企一样享受巨额炼油补贴。据统计,全国民营炼油企业的开工率不到40%;山东和广东两地区的开工率仅为15%。

在不公平的竞争环境下,多数中小企业的获利能力弱化,资金链断裂成为常态。然而,外部输血渠道狭窄,借款条件近乎苛刻,更是给中小企业的经营困境雪上加霜。近年来,针对中小企业的小额贷款公司、民营担保机构诞生,虽然在一定程度上弥补了银行业务的空白,但这些担保机构的市场绩效不容乐观。一方面,“只贷不存”的政策限制让小额贷款公司可供拆借的自有资金几近于零,而向村镇银行的转型又面临控股权丧失等顾虑的掣肘;另一方面,高风险、低收益的业务特征倒逼许多民营担保公司纷纷舍弃主业,铤而走险地从事“地下钱庄”生意,扰乱了正常的金融秩序。

可见,针对中小企业融资难的问题,必须从既有体制突破的角度进行创新安排,需要从全面开放银行体系竞争、完善财政再担保制度、优惠中小企业税费角度予以推进。美国次贷危机的经验表明,尽管开放银行准入后,商业银行可能会破产,但只要有良好的存款保障制度,银行破产并不会造成巨大的社会连锁影响。因此,在严格的存款保障制度和监管体系下,应全面开放银行准入,鼓励更多的中小银行开展业务,这是从融资体制上缓解中小企业困难的最根本途径。在行政方面,不妨以财政资金为主体,建立再担保体系,为担保机构分散经营风险,解决其后顾之忧,间接参与中小企业融资。

此外,针对中小企业的税费减免,也应同步推进,在全社会形成鼓励创业、支持创新的环境,这也是长期推动中国经济增长优化的必由之路。

社科院报告再次让中小企业融资难现象成为舆论的焦点。行政指导缺位与既有商业规则羁绊滞了中小企业整体的发展步伐。化解这一痼疾,不应再有任何拖延,唯有打破既有思路,从体制架构上全面改革与创新,老难题才有可能最终得到实质性的突破。

(作者系上海第一财经频道主持人,经济学博士)



山西严查煤焦领域腐败案

山西从去年7月起集中开展为期两年的煤焦领域反腐败专项斗争。一年来,清缴该缴未缴、应收未收的煤炭基金、资源价款、偷逃欠税等资金83亿多元;立案查处案件600件。涉案20名官员被严重查处。

漫画 刘道伟

由挂钩对象引出了转持比例不合理问题

◎皮海洲

在充分肯定国有股转持政策这个大方向的同时,一些细节上的问题也需要正视。国有股转持,顾名思义转持的应是国有股。但由于一些细节上的偏差,以致个别非国有股也受到牵连。同时,也正是基于一些细节问题,不仅引发国有股转持比例不合理的问题,而且在客观上也减少了社保基金应转持的股份。

在众多上市公司中,最先对国有股转持提出异议的是力合股份。6月26日,力合股份发布公告称,公司控股子公司“清华科技园”持有的拓邦电子3616万股被列入应划转社保基金范围,并被冻结。然而,“清华科技园”是力合股份的控股子公司,持股比例为57.15%,其他股东分别为深圳力合信息港投资发展有限公司持股33.21%、清华控股有限公司持股9.64%。而只有清华控股有限公司才是国有独资公司,持有的国有股权管理最终隶属于财政部。清华科技园持有拓邦电子的股份为13524万股,按此计算,国有股东清华控股公司的间接持股也只有13037万股,即便是将清华控股的间接持股全部转持,也只有13037万股,而多出的23123万股,则是另外两大股东,即力合股份与深圳力合的股份,所以,将“清华科技园”持有拓邦电子股份中的36160万股划由社保基金转持,无疑是对非国有股东利益的损害。

也许这只是个别现象。但更重要的也是带有普遍性的问题是,弄错了国有股转持的挂钩对象。国有股转持理所当然应该以国有股数量为基准,国有股数量多,则转持股份就多;国有股数量少,则转持股份就少。现在,国有股转持的比例虽

然确认为10%,但这10%的基数不是国有股股份,而是“首次公开发行的股份”,也即是社会公众股。社会公众股与国有股转持没有关系,却被列入国有股转持比例的基数,由此就引发了很麻烦的问题。

一是国有股股东划转的比例不统一,甚至妨碍国有股转持政策的执行。由于是根据首发规模来确定国有股转持比例,这样首发规模越小的公司,国有股转持比例就越高。如中国石油,首发规模40亿股,仅占公司A股总股本的24.7%;与此相对应的是,国有股转持仅为4亿股,仅占国有股的12.5%。而从拓邦电子的情况来看,在认定清华科技园持股是国有股的情况下,其转持比例高达267.4%,这一转持比例是石油国有股转持比例的100倍。假如清华科技园持有拓邦电子的股份不是13524万股,而是300万股,那即便是将国有股全部划出了,也不够36160万股的转持指标。

二是导致国有股转持数量的减少,减少了社保基金的国有股来源。从上市公司的股本结构看,国有股主要集中在一些大型蓝筹公司里,但一些公司首发的公众股规模往往很小,中石油就是最好的例证。其实中石油A股国有股规模高达157922亿股,如果是按国有股数量挂钩,按10%的转持比例,那么中石油国有股转持的股份数就高达15792亿股,仅此一项社保基金就可增加1500亿以上的收入。

因此,笔者以为,国有股转持似不应与首次公开发行股份挂钩,而应与国有股数量挂钩。如此一来,国有股转持政策不仅更加合理,也可以更好地增加社保基金的收入来源,于国家有利,于全民有利,于证券市场的健康发展有利。

Column 专栏

大小非解禁只改变了所有权结构,并不改变企业的价值。决定股价的最根本力量来自于预期,表面上看解禁“稀释”了单位股份的价值,但预期本身并不是静止的,它是个动态过程,是不确定的、无限的,而“稀释”最终只能是确定的、有限的。由此观之,今年下半年的大规模解禁,不应该成为本轮行情的阻力。

用科学发展观再度审视大小非解禁

两周前,国务院决定由社保基金部分持有国有股份制公司股份,并规定持有期在原国有股限售期基础上再延长三年,这实际上是对年初清华大学教授李稻葵上书中央要求社保基金持有国企大小非的一个肯定答复。

笔者以为,判断一项政策,关键要看政策制定的出发点或评价政策的出发点是什么,如果是希望以此来增加、保证社保基金的稳定收益,并以此来完善社会保障体系的投资渠道的话,这项政策完全可以称为好政策。但如果像市场某些人心里盘算的,这是为了解决大小非解禁给股市带来的冲击,那就大错特错了。

记得去年年初,我曾经在本栏发表过一篇题为“勿将‘解禁’与再融资等量齐观”的文章,提出“大小非解禁不是做空股市的观点,当时受到很多人的批评,要知道,那段时间正是举国批判大小非解禁最热闹的时候,笔者那篇文章的观点显得相当“另类”。由于批评大小非(限)解禁的言论占据了绝对的主流,直到今天,仍有相当多的人相信,大小非解

禁是2008年沪深股市大熊市的真正元凶,故而将社保基金接受国企股份视为“重大利好”,也就不不足为怪了。

难道大小非(限)解禁就那么可怕吗?如果说当初我写那篇文章的时候还只能停留在理论推演上的话,如今一年半过去了,历史又是如何演绎的呢?其实,从大小非解禁一开始,市场就不支持解禁股打压股市的观点。2007年的时候,大小非解禁就已开始了,股市不是照样大涨吗?其中解禁市值最大的两个月是当年的4月和8月,解禁市值分别达到139.9亿元和135.4亿元,但这两个月两市涨势依旧,4月沪指涨幅超过20%,8月接近15%,反例是在全年解禁市值几乎最小的10月(37亿元),沪指月涨幅低于1%。这就是客观数据。

但很多人认为,2007年之所以没有出现解禁打压股市的现象,是因为解禁的额度太小,真正的解禁应该是2008年开始的,因此2008年的数据才有说服力。那就让我们看看2008年至今到底发生了什么,如果从全年来看,无疑股指是暴跌的,而解禁额度也达到了17472亿元,这似乎有力地支持了解禁打压论的观点,但是,且慢,如果我们把目光再向后延伸半年,就会发现这种相关性其实并不成立。今年仅上半年,大小非的解禁额就达到了

15435亿元,几乎是2008年解禁额的90%,按照2008年得出的相关性来分析,今年股市不应该大跌吗?但眼下的事实无需多言,半年涨幅超过60%,已经能够说明问题了。

当然,争论不会到此为止,还有人辩称,2007年可以说是“非理性市”,而解禁之所以没有冲击今年上半年的股市,则是因为这是“政策市”。实际上,就算这种观点是对的,那也不恰恰说明大小非并非做空股市的根本力量吗?因为“怕”非理性政策和政策,也就是说要外部条件不满足,它就不会发挥作用。更何况,谁又能证明2008年的股市就是“理性市”、“非政策市”呢?要知道,整个2008年,在非非常严酷的经济环境下,政府始终在想尽一切办法救市的。因此,拿所谓的“非理性”和“政策”说事,还是站不住脚。

市场永远只对不确定性感兴趣,而对于确定性,它最多只是“愣一下”,然后依然我行我素了。上述历史轨迹已经印证了这样的金融学理论推演。这个推演的路径有两个:一是结构不改变价值,大小非解禁只改变了所有权结构,并不改变企业的价值,尤其不会改变市场的整体价值;二是决定股票价格的最根本力量来自于预期,尽管表面上看解禁“稀释”了单位股份的价值,但预期本身并不是静止

的,它是个动态过程,“稀释”最终只能是确定的、有限的,而动态的预期是不确定的、无限的。由此观之,今年下半年的大规模解禁,也不应该成为本轮行情的阻力,尽管7月预计解禁市值将达到9175亿元,10月将达到空前的21762亿元。

再回到此次政策出台,很多笃信大小非解禁将打压市场的人认为,政策对股市是长期利好,因此没有一下子表现出来,所以暂时的表现平淡是正常的。这显然是对市场力量的怀疑,同时也是对自我判断的过于自信。从好的方面去理解,这些人总是喜欢用停滞的眼光看待事物的发展,他们宁愿相信现在的市场依然是20年前的水平,也不愿意接受市场总在不断进化的观点。从不太好的方面去理解,否认市场职能的人往往是给自己留了条后路,蒙对的时候大肆炫耀,蒙错了也没关系,反正都是市场的错,自己照样口若悬河。最近就读到一篇当初极力抨击大小非的财经作家的文章,他现在转过身来又开始抨击大小非是本轮牛市的不合理受益者。这种愤愤之言,对于科学理解大小非问题又怎么会有益呢?

审视所谓的大小非问题,最终还是要用科学的历史观,发展观。

(哈尔滨商业大学金融学院金融工程研究所所长)