

Opinion

Observer
上证观察家

凡事都存在两面性,目前中国经济的回暖并不是药到病除、彻底的回暖,是带着各种问题的回暖,其中一些问题在全球金融危机之前就一直在并强调过,经过大半年的治疗后反而病情加重。比如由政府主导的投资存在的低效、提供寻租空间、挤出私人投资、为下轮产能过剩埋下伏笔,以及宏观经济呈现出“两面性”等问题,都是非常值得我们深入研究和探讨的。

治理经济回暖中的旧伤新病刻不容缓



刘满平

在经过大半年的宏观经济政策的强力刺激下,遭受全球金融危机打击的中国宏观经济成功终止了去年第3季度以来加速下滑的态势,并开始步入缓慢回升的通道。今年上半年,GDP增速触底回升,固定资产投资井喷式的增长,工业增加值小幅波动中的企稳,PMI指数连续几个月超越临界值的回升,消费稳定的增长以及财政收入的回升等6方面的指标,足以向世人表明,中国将率先在全球金融危机中复苏,并将为全球经济的全面复兴起到带头作用。

但另一方面,凡事都存在两面性,我们要看到,目前中国经济的回暖并不是药到病除、彻底的回暖,而是带着各种问题的回暖,其中一些问题在全球金融危机之前就一直在并强调过,经过大半年的治疗后反而病情加重。这样的回暖,笔者以为是“带病回暖”,是非常值得我们深入研究和探讨的。

从总体上看,目前我国宏观经济的回暖是受政策强力刺激而成的,更准确地说这是受投资政策推动的,属于“政策性反弹”。有专家测算过,如果不采取扩大中央政府投资规模、增值税转型等一揽子经济政策,2009年我国GDP增长可能仅为5%左右,其中一季度的经济增长在4%以下。实施刺激经济的政策后,预计今年我国经济增长速度为7.5%左右,而第二、三、四季度的经济增长速度分别为7%、8%、9%。可见政策之作用之巨大。从推动经济增长的“三驾马车”来看,1至5月我国固定资产投资、全社会零售销售总额同比分别增长32.9%、15.0%,增速与去年同期分别提高3和4.8个百分点,而进出口同比增速分别为-20.5%和-28.7%。在拉动经济增长方面,投资成了名副其实的“老大”,进出口已经基本被废掉了。而从投资的结构来看,政府投资是最主要的,仅去年第四季度和今年上半年,我国政府新增投资就已达3000亿元。可以说,在全社会呼吁经济增长模式转型多年后,最终还是回归到投资驱动型增长模式,并且其推动力得到进一步增强。这种增长模式从长远看依然会受到资源、能源等瓶颈制约,而且还会对经济健康发展带来副作用,如投资效率下降、需求结构异化、劳动力相对价格下滑等。此外,由政府主导的投资还存在低效、提供寻租空间以及挤出私人投资、为下轮产能过剩埋下伏笔等诸多弊端。

从结构上看,目前我国宏观经济呈现出“两面性”,并出现一些宏观经济指标相互背离。

“两面性”主要体现在刺激经济措施具有明显的结构性差异,资源配置向国有企业、上游产业集中的趋势日益明显,“国进民退”的步伐有所加快,而对GDP的贡献超过60%,对税收的贡献超过50%,提供了75%以上的城镇就业岗位,中小企业却面临重重困难,举步维艰:一是在银行信贷方面,当前信贷投放对象过于集中于大企业。中国银行业协会数据显示,全国19家主要银行中,5000万元以上的大客户贷款占贷款总额比例约60%,中小企业很难获得融资。其次是在获取投资项目方面,通过投资项目核准等方式,近90%的项目被国有大中型企业拥有,民营资本被排除在外。从整个产业链上看,刺激经济措施在实施过程中偏向于资源、钢铁、航空、公路等国有经济占有绝对比重的领域,而以中小企业、民营企业为主体的劳动密集型产业无法获得显著受益。这种结构性差异所带来的“国进民退”浪潮使得国内企业界出现“冰火两重天”:一些大型国有企业凭借政策和资源优势不计成本地跑马圈地,而中小企业处境困难。最近媒体披露的两则新闻正是上述现象的写照:一是北京、上海等特大城市频频出现天价的“地王”,基本上由大型国企拍得;二是中国社科院发布报告称,目前中小企业在金融风暴冲击下40%已经倒闭,另外还有40%正在生死边缘挣扎。

宏观经济指标相互背离的现象有很多,例如在工业增加值反弹的同时发电量却持续下降;在货物运输和PMI反弹的同时港口运输同比依然负增长;在总体工业产量上扬的的同时工业利润同比增速持续下行,部分行业甚至出现“越亏损、越生产”的局面;在股票市场持续走高的同时,上市公司和工业企业的利润同比大幅度下降;在货币供应量快速增长与实体经济增长缓慢的同时,物价总水平却持续涨幅等等。在这些背离中,与民生最密切的背离是:在物价总水平增长的同时,社会上通胀预期却日益增加。据笔者测算,6月我国CPI预计为-1.5左右,连续5个月负增长,按理说是属于通缩范畴,但实际生活中却出现钢材、成品油等大宗商品价格普涨,工业品、农产品价格止跌回升,房价、股票等资产价格持续走高的现象,进而引发社会对新一轮通胀的预期。之所以出现这种背离,笔者认为主要原因有:一是中国CPI统计结构不合理,食品占据的比重过大,不能反映社会真实的价格水平;二是我国的天

上市公司高管薪酬有必要单独推出规范

◎皮海洲

继今年4月财政部出台《财政部规范国有金融机构高管人员薪酬分配秩序》之后,日前关于《国企高管薪酬规范》或《央企高管的薪酬规范》将于7月或8月出台的消息,也广为流传。已有报道说,与今年国有企业高管年薪有关的政策文件已在6月10日的国务院常务会议上获得原则性通过。并且,央企高管收入不会设置“统一上限”,而是针对每个不同企业的情况,以相应工资计算后单独制定。上周,国资委主任李荣融在与新华网网友“面对面”时也表示,今后高管薪酬将交给董事会来管,董事要履行自己的职责。

出台《国企高管薪酬规范》用于规范国企高管的薪酬标准,这是很有必要的。不过,从资本市场的角度来看,还有有必要单独推出《上市公司高管薪酬规范》。

规范上市公司高管薪酬,较之于规范国企高管薪酬更有必要性与迫切性。虽然说国企高管的范围较之于上市公司高管来说要广泛一些,人数也更多一些。但高管薪酬的种种乱象更多出现在上市公司之中,种种恶劣影响也都来自于上市公司的高管薪酬不合理。

但有一种做法需要纠正,那就是用《国企高管薪酬规范》来规范上市公司高管薪酬,或由上市公司参照《国企高管薪酬规范》执行。《财政部规范国有金融机构高管人员薪酬分配秩序》就有类似的倾向。实际上,这种做法是不妥当的。毕竟上市公司都是股份制公司,与国有企业的性质不同。在上市公司里,不仅有高管的利益、公司

的利益、职工的利益,而且还有广大投资者的利益。而后者是最容易受到损害的。因此,《国企高管薪酬规范》不仅难以约束中国平安这样的公司,难以约束众多的民营企业、家族制公司等,而且就是《国企高管薪酬规范》的内容也很难适应上市公司的需要。

从已经公开披露的内容来看,国企高管薪酬主要由基本年薪、绩效年薪、中长期激励三部分构成。这样的高管薪酬体系显然不适合上市公司对高管薪酬考核的需要。尽管“中长期激励”一项,似乎是上市公司所设定,但只有此三部分构成显然是不够的,还需要根据上市公司的特点,至少要增加以下的考核内容:

比如与上市公司股票市值挂钩。在一个完整的会计年度里,上市公司股票市值增加,公司高管的薪酬,可以相应增加;市值减少,则公司高管的薪酬也要相应扣减。此举有利于引导上市公司高管关注公司的股价,与广大投资者共患难。同时也有利于防止上市公司及公司高管做出各种损害证券市场秩序的事情。

再者,是要与上市公司的利润分配挂钩。在2008年度上市公司的年报里,一些上市公司对投资者没有分配,却大幅增加公司高管薪酬。为防止这样的事情继续发生,上市公司高管的薪酬必须与上市公司的利润分配挂钩。凡对投资者一毛不拔者,其高管薪酬也必须下调。

此外,上市公司高管薪酬还必须与公司治理水平相结合。对于那些受到证监会、交易所处罚的上市公司及高管,同样需要扣减其当年的激励工资。

量信贷资金部分进入房地产和股票市场而非实体经济,推高了资产价格,并带动其他产品价格的上涨;三是对欧美国家实行“量化宽松”货币政策以及美元贬值、全球流动性充裕引发通胀的担忧。

经济能够回暖当然是一件好事,但“带病回暖”的现实,却让我们不能不格外谨慎。加紧通过调整资金结构,把改革向纵深推进,以尽快化解那些

IMF史无前例发债凸现特殊问题



陆前进

国际货币基金组织在7月1日的会议中已正式通过决议,将授权发行1500亿美元以特别提款权(SDR)定价的IMF债券。这在IMF的历史上是从未有过的。一些新兴市场国家已承诺将购买,如5月末俄罗斯宣布计划购买100亿美元IMF债券;中国外交部汇管理局6月5日表示愿在安全、收益合理的范围内购买不超过500亿美元国际货币基金组织(IMF)发行的新债券。尽管主要新兴市场国家对IMF发债表示积极的支持和购买的热情,但是笔者认为IMF债券和一些主权国家发行的债券,还是有一些本质区别。

IMF是一个国际性的金融机构,不是一个主权国家,不是一个生产经营单位,没有收入来源,资金来源主要是成员国缴纳的基金份额,或是借款增资。IMF发行债券只是在当前国际金融危机背景下采取的一种融资方式,所以从理论上讲,IMF发行的债券的信用可能也存在一定的问题,相比一些主权国家发行的债券,违约风险相对较高。但是如果成员国承诺购买,IMF的债券信用将得到一定程度的保障,因此IMF发行债券更多地要依赖于成员国的配合。

IMF债券融资主要是向国际收支困难国家提供贷款,这些国家本身就会面临一定的问题,为了减轻这些国家的负担,IMF贷款利率不会很高,因此它发行的债券的收益率也不会很高,购买IMF债券本身就是对IMF的资金支持,带有援助的性质。IMF发行债券以SDR计价,SDR债券支付的利率将取决于SDR货币篮子中4种货币债券的加权平均利率。目前美元、欧元、日元和英镑的利率都较低,在主要国家利率都接近零的情况下,IMF的融资成本会较低,债券的收益率也会较低。因此IMF债券的收益率可能也不会高于国际金融市场一些主要国家债券的收益率,在目前条件下IMF发行债券融资是有利的。

IMF债券的规模较小,二级市场不会很发达。由于IMF主要是提供国际收支贷款,而不是提供发展贷款,因而具有短期性、临时性和周转性的特点。同时,IMF刚开始发债,主要是在金融危机条件下,紧急筹集资金,债券的总规模也不会很大,债务的期限应该集中在短期或中期的债券发行上。尽管IMF目前表

示,该机构发行的债券未来将有一个小型二级市场,持有债券的国家或央行可以彼此买卖债券,但是短期内IMF债券市场将不可能有发达的二级市场,债券的流动性相对较差,一般投资者通常会持有到期。

长期以来,IMF坚持认为持续的财政赤字是扩张性的财政政策和货币政策引起过度需求而导致的,因此任何通过IMF融通资金弥补国际收支赤字的行为,都必须采取紧缩性的财政和货币政策。IMF的这个贷款条件,一直受到发展中国家和有关经济学家的批评,以致很多国家都不愿意向IMF借款。因为在国际收支危机条件下,紧缩性宏观经济政策可能会导致经济形势的进一步恶化。目前,IMF打算放松贷款条件,但是通过债券融资发放贷款,又面临新的问题。因为IMF没有收入来源,也不像一国中央银行那样,能够发行货币解决债务问题,因此一旦出现不良贷款,只能通过发新债还旧债的方法。但是如果出现不良贷款,IMF信用将降低,再发行债券融资,市场可能不会认可IMF的债券,IMF的后续资金来源可能会很难解决。在这种情况下,IMF延迟还债期限的可能性较大。因此IMF通过债券融资,将更加关注受援国的偿还能力,虽然IMF可能会放松长期以来饱受诟病的

贷款条件,但是对受援国的还款能力审查将更加重视,甚至可能会比较苛刻。如IMF最近虽然推出了无附加条件的贷款安排,但是符合条件的国家并不多。最需要支援的国家由于不符合条件而不能获得贷款,以前政策约束的贷款条件可能会转向更加严格的贷款审核条件,这也是一个值得关注的课题。

值得指出的是,IMF债券购买并不和投票权挂钩,投资IMF债券主要是向IMF注资,使得IMF有更多的资金拯救国际收支危机的国家,促进全球经济的恢复。同时,投资IMF债券,也是外汇储备多样化投资的一种形式,对提升在国际货币基金组织的话语权有一定的潜在影响。

(作者系复旦大学国际金融学系副教授)



近期两位重量级明星基金经理猝然病故,把基金经理的健康问题再一次推到了聚光灯下。在风光的表象下,他们面临着超负荷工作的压力,基金排名带来的心理压力,常年缺乏健身运动,生活极不规律,而至今关注员工身体状况的基金公司仍是少数。

Column 专栏

这次全球经济的“复苏”,似乎更像上世纪90年代日本经济持久的衰退和复苏过程。难怪在描述上次经济衰退时曾自创“浴缸形”经济一词的英国广告大亨马·索罗爵士,将这次经济衰退描述为“L形”。其实,受灾最为严重的将是各国的消费者。消费者因为不断的借贷而陷入了窘境,可在消费者又被要求通过借贷和消费来促使局面得到改善!

全球经济太过脆弱的复苏



李俊辰

当食欲太强而暴饮暴食之际,消化不良就会成为下一步痛苦的结局。俄罗斯交易员系统指数RTS 6月下降了21%,巴西Bovespa指数也下降了9%。

似乎从这一段的经济表现来看,经济类似于“V形”复苏。回顾历史,在1972年6月和1975年1月之间,英国富时指数从228点下降到62点,但仅在6个月之内,其又回到了154点的位置。2003年,伦敦的股市走势令投资人非常满意,但是,这个好景并未持续一年。

对今年的全球经济渐渐开始的复苏趋势,很多人的态度仍然是保持怀疑。英国金融投资商会的统计表明,在目前的经济形势下,各个国家的宏观经济结构和增长方式及动力都需要全面整合、调整,并在此基础上达成新的全球分工和利益共享。而这种调整与磨合需要有一个过程,非此即彼的“V形”复苏思维,显然不符合经济复苏的基本要求和客观存在。

在进入一个增速放缓的时代,要求对金融体系实行更加严格有效的监管,继2007年增长8.1%,2008年增长5.9%之后,预计发展中国家今年仅能增长1.2%。在不包括中国和印度的情况下,其他发展中国家的GDP预计将下降1.6%,持续的失业,将使更多人陷入贫困。全球GDP预计将呈现负值,2009年全球GDP预计将收缩2.9%。全球GDP增长预计在2010年将回升至2%,2011年达3.2%。发展中国家的增长预计2010年达4.4%,2011年5.7%。但报告表示,尽管2010年经济将逐渐复苏,但与发生危机前的强劲表现相比,经济表现依旧乏力。

报告还指出,全球经济动荡对发展中国家资本流入具有显著影响。去年发展中国家私人资本净流入从2007年的1.2万亿美元降至7070亿美元,而今年国际资本流量预计将进一步降至3630亿美元。报告还指出,由于投资下降以及出口和工业生产骤跌,东亚与太平洋地区今年的增长预测为5%,尽管若东亚国家预计将出现GDP下降,但受中国巨额财政刺激和发达国家出口需求速度恢复影响,全地区的经济复苏预计将会于今年下半年开始,一直持续到

2010年。当然,复苏将会是逐渐的,2010年东亚地区的GDP增长预测为6.6%,2011年预测为7.8%。

至于欧洲,欧盟统计局6月中旬公布的数据表明,欧元区就业人数已连续三个季度下降,今年一季度又下降0.8%,较上年同期下降1.2%,创下1995年开始编制该数据以来的最大降幅;4月份欧盟27个成员国的总体工业产值再度下滑,较3月份下降1.9%,较上年同期锐减21.6%。欧盟统计局称,这一降幅创下1990年1月开始统计该数据以来的最大降幅。欧洲央行因此预计,欧元区经济的不断衰退,将削弱其紧张的银行体系;而金融行业的进一步走软,又将阻止欧元区经济在明年中期前实现增长,如此恶性循环。因此,从这个意义上讲,世人恐怕还没有看到危机结束的曙光。

从美国陆续传来一些利好消息,比如消费信心有了恢复,经济下滑速度有所放缓,但给人的感觉总是不踏实。因为这些消息无法回答美国经济增长点在哪里,失业率靠什么来提升,消费恢复的动力是什么这三个基本面问题。7月2日,美国7家银行倒闭,致使今年以来倒闭的银行数量上升至52家,

是去年全年倒闭数量25家的两倍还多,而2007年全年美国仅有3家银行倒闭。这又让美国存款保险基金多支出3.143亿美元。试问,一个没有金融信贷支持的实体经济能够脱离信贷资源萎缩而独立复苏么?

目前,失业率高涨,债券回报不明朗,商品消费疲软,消费债务高企,公司发行新股无人问津,这些都不利于信贷市场的复苏。最近英国房产的一些利好消息让人们看到了某种希望,但英国房价已超越其历史记录太多,贷款越来越难,故而没有人可以有任何理论可以证明房价还有上升空间。

如果说3月4月的富时指数有某种V形复苏征兆的话,那么再往前看,这次“复苏”,似乎更像上世纪90年代日本经济持久的衰退和复苏过程。英国广告大亨马·索罗爵士在描述上次经济衰退时曾自创“浴缸形”经济一词而名声大噪,不过,马·索罗爵士将这次经济衰退描述为“L形”,他更不看好西欧的未来,而且直言对北美的未来也只是一点信心。其实,受灾最为严重的将是各国的消费者。消费者因为不断的借贷而让自己陷入了窘境,可矛盾的是,现在消费者又被要求通过借贷和消费来促使局面得到改善。(作者系英国华人青年联合会主席)

“晕轮效应”与“选择性失明”

——有关通胀预期的几点思考之三

◎李国旺

当群体对市场特征形成心理印象后,倾向于据此推论市场其他方面的特征,这就像大风天气,月亮周围的光环(亦即晕轮)是月光的扩大和泛化一样,故称为“晕轮效应”。现在的中国经济理论界和投资界,对于通胀预期,都存在这种“晕轮效应”。通货膨胀因为心理光圈被夸大,而其他特征如可能的继续衰退等隐患则被遮蔽了,形成典型的“选择性失明”,对其他经济现象视而不见。

按经济学理论上的说法,钱多了,必然涨价,这是一种静态的思维,与经济运行的变化情景相去甚远。如果钱多了,供应的商品(或者是替代货币或者是资本品)也多了,甚至更多,价格其实不一定就能涨起来,甚至还可能下降,2002年至2006年中国和美国的宏观经济情况就是如此。特别是美联储不断向全球倾销流动性时,没有出现那种理论推导现象,“理论失灵”了。

中美两国2001年至2006年宽松的货币政策,曾经创造了低通胀和高增长的“奇迹”,只要购买房屋的居民,财产性收入就出现了倍增。2007年至2008年的紧缩政策,却为金融危机创造了“必要条件”或者政策性“银针”,银针刺破泡沫,居民承受了剧痛。

加入WTO后,中国扫除了低价商品的出口障碍,3亿民工就此得以加入全球经济供求关系中,全球劳动力市场的供求平衡被彻底打破,国际劳工组织的谈判地位相对下降,特别是美国劳动者收入增长开始落后于美国经济增长,即美国劳动者的收入分配地位下降,相对收入下降。但是基于低价格劳动力基础的劳动密集型消费品从中国等新兴国家源源不断输入美国,对冲了美国宽松货币政策下流动性泛滥引发的通货膨胀的可能性,从而实现了低通胀和高增长并存的好形势,于是,低物价给美国政府和美国居民造成了先发货币就能创造美好生活的错觉。因为美国政府在信贷扩张中,没有受到通货膨胀的制约,所以忘记了“道者,反之”的真理。美元随后在全球泛滥,最终导致全球大宗商品价格的上升,经过价格传导,最后反映到出口美国商品价格的上升,此时美联储才紧张地加息,一举将原来基于中国等新兴市场劳动力低下的低价商品出口平衡打破。

与此同时,美国居民因为收入增长不快但物质消费水平却因为低物价和高信贷即高消费杠杆而快速增长,没有付出劳动的幸福感的快速上升,造成美国居民消费倾向中的“毒品效应”,这种以不劳而获的消费幻觉,在美国金融资本的高杠杆信贷纵容下,消费杠杆急速扩大,一时维持了美国经济的表面繁荣。但是,加息来临和就业形势的逆转,去杠杆化成为美国劳工的不二选择。世间所有事物的发展,都有因果关联并相互作用。美国劳工收入没有增长多少,但消费却成倍增长,全国性透支未来,美国消费者开始为自己的短视行为付出代价。

回顾历史,是为了展望未来。美联储反危机的定量宽松和中国央行的适度宽松货币政策,是否又会造成通货膨胀?能否再次实现低通胀高增长的局面?还是会陷入历史上的滞胀的怪圈局面?这是居民面向未来必须作出的行为选择的经济背景。

笔者认为,虽然通胀预期是一种力量,但一年内由于反危机政策和厂商的行为的综合作用,全球经济处于低通胀和低增长的可能性最大。在四方力量对比中,政府的政策力量最大,居民的行为就得顺势而行。

在收入、投资与消费关系中,不管是通胀预期,还是通胀的事实,资本品的涨幅肯定高于银行存款的利息收入,居民的投资资本品中“财产性”收入未来几年的收益可能比工资性收入更大更快。因此,如果不紧跟政策取向,如果不投资整体市场,则家庭整体收入可能跟不上通货膨胀的速度。一旦发生滞胀,将失去资本品投资的机会。如果我们把通货膨胀的概念扩大到地产等资本衍生品,就会明白,在货币不断涌入市场的条件下,即使消费品物价不涨,如果不适度投资资本品,“身价”实际上也在缩水。世界银行对经济的悲观预期,可能重新出现流动性泛滥,资本品价格还可能水涨船高。