

Opinion · column

Forum

上证论坛

目前我国的宏观经济环境,已悄然回到了金融危机前流动性过剩及经济增长过热等态势,主要矛盾已不再是(保)增长,而是流动性过剩与资产严重泡沫,以及与此相关的通货膨胀。因此,防止资产严重泡沫及管理通货膨胀预期,应是明年宏观经济运行的核心问题及其调控主要任务。对于这一点,我们务必要有清醒的认识,否则可能犯方向性错误。

对我国当下宏观经济环境的另一种观察



于学谦

按照中央经济工作会议的提法,2009年是我国经济发展最困难的一年,2010年将是“最困难的一年”。现在,“最困难的一年”即将过去,“最复杂的一年”很快到来。那么,明年到底复杂在哪儿呢?

因素很多,比如全球金融危机仍未结束,全球经济到底是平稳复苏、恢复增长呢,还是会出现二次探底抑或三次探底?现在仍莫衷一是。比如全球各国持续一年有余的刺激性经济政策是否或何时退出?这项政策的改变,无疑是未来世界经济增长中的一个最大变数。再比如各国经济复苏步伐并不平衡,中、印(度)等亚太新兴国家恢复明显,美国也显露苗头,而日、欧等多数发达国家却依然困难重重。迪拜、希腊等危机事件不时爆发,又改变了人们对经济前景的乐观预期等等。在这些因素的交互影响下,各种预测机构对明年经济形势的观察和看法变得十分混乱。

一年来,我对中国经济的看法偏于保守,但三季度之后情况逐步有所改善,尤其是11月统计数据报出之后,更鼓励和增强了我的乐观情绪。长远从历史视角来看,我认为2009年11月有可能是全球金融危机之后具有转折意义的一个月份。

在连续9个月负增长之后,11月中国CPI由负转正,首现上涨0.6%,进出口总额自2008年11月出现负增长

之后,连续12个月深度下滑,今年1至10月累计减少近20%,而11月首现9.8%的增长,并且环比增长5.4%。以上两项指标具有标志性意义。而除此之外的其他指标,也显“锦上添花”之妙。其中,11月工业增加值增长19.2%,比上月加快3.1个百分点;城镇固定资产投资、社会商品零售总额继续保持了今年以来的高速度,财政收入则猛增32.6%。从一些实物指标来看,也反映出经济增长正处于“高涨”之中,其中当月全社会用电量增长27.6%(环比增长4.8%),而工业用电量更是增长31.9%(重、轻工业分别增长36.2%和13.7%)。以上统计数据的大幅好转,固然与2008年11月的剧烈下跌致使基数较低有关,但也确有全球经济确实开始复苏、消费品市场正在企稳回升的原因。

11月美国的经济指标虽然没有中国“亮丽”,但却出乎意外,大喜过望(这点甚至超过中国)。重点是两项指标,商品销售额自金融危机以来首现1.3%上涨,巩固了自10月开始的企稳回升趋势;首次出现下降,由10.2%降为10%。除以上两项重要的标志性指标之外,11月美国CPI同比上升1.8%,环比则上升0.4%,而新屋开工量也环比增长8.9%。

尽管有人如诺奖得主保罗·克鲁格曼对以上的好转数据并不以为然,认为未来五年美国每月需新增就业岗位30万个才能满足美国人口增长对就业岗位的不需求,因此,不能把仅减少1.1万个非农

就业岗位坏消息当作好消息来听,但我却坚定地相信,环视全球经济,情况确实好转,尤其中国经济明年肯定会比今年好。首先,外需不足的“严寒”已过。“严寒”是个极端气候条件,并不会年年都有,2010年全球消费和贸易额应逐步回升,而中国又以生产劳动密集型的日用消费品为主,这些“低值易耗品”具有较高的需求刚性,因此预计2010年全球消费市场显著恢复。其次,世界各国刺激性的经济政策并不会在短期内撤出,美联储超低利率预计至少将延续至明年下半年,这些全球联合一致的刺激性政策作用明显,其威力必将累加并显现。其三,中国“4+10”万亿即4万亿元财政投资和10万亿元新增贷款具有持续的影响力,足以拉动2010年我国的固定资产投资,并促使经济加快增长。其四,更为重要的是“4+10”万亿财政与信贷资金的巨额投入,将形成明显的流动性过剩局面,其对经济增长的扩张作用显著而巨大。事实上,目前我国面临的宏观经济环境,已悄然回到了金融

危机前流动性过剩及经济增长过热等态势。对这一点,我们务必要有一个清醒的认识,否则就有可能犯方向性的错误。全球流动性不足,中国却流动性过剩,笔者以为,这主要由金融危机以来我国央行及时下调存款准备金率与今年3月之后美元重入贬值通道两大原因而来。我认为,只要美元持续疲软,只要人民币不放弃与美元挂钩,那么人民币升值预期便难以消失,各方国际热钱便会寻求各种途径涌入中国。而只要国际热钱倾向于兑换人民币并追逐投资价值最大化,相信中国流动性过剩局面将难以抑制;而只要人民币升值预期在流动性过剩现象,相信资产泡沫状况必然产生。

至此,我有一个最大的判断:目前中国经济的主要矛盾已不再是(保)增长,而是流动性过剩与资产严重泡沫,以及与此相关的通货膨胀。因此,防止资产严重泡沫及管理通货膨胀预期,应是2010年中国宏观经济运行的核心问题及其调控的主要任务。与上述判断相联系,我们必

须关注固定资产投资规模膨胀、信贷投放规模过大、经济增长过热等问题。

如果明年中国宏观经济发展如上所料,那么相应的宏观经济调控政策该有怎样的调整或出台什么样的政策措施呢?笔者现仅提出几条建议:第一,适度控制固定资产投资规模,全年固定资产投资规模最好控制在增长25%以下。尤其是严格控制新开工建设项目。今明两年原来计划4万亿元的财政投资也不一定必须在计划年度全部完成,可以考虑适当延长投资期限。第二,有效控制人民币流动性,除了增发央票等常规办法之外,也可考虑重启调高准备金率。全年货币供应量最好控制在20%以下。第三,严控信贷规模膨胀。新的控制目标一定要充分考虑到2009年新增10万亿元贷款这个基础因素。第四,择机提高利率。第五,不改变积极财政政策的总基调,但内容却可有适当、有效的调整。实行灵活应变、主动有效的积极防御性财政政策。(作者系江苏银监局局长)

建立信贷资产转让专业化市场时机到了

郭田勇 乔吉娜

日前,银监会正式向商业银行和信托公司下发《关于进一步规范银信合作有关事项的通知》(以下简称《通知》),明确要求,银信合作理财产品不得投资于发行银行自身的信贷资产或票据资产。但是“上有政策,下有对策”,该《通知》一发布,业内人士便指出银行仍有可通过同业协作,直接用信托贷款替代新增贷款等方式寻求变通。实质上,银行发行信贷类理财产品本身就源于我国资产证券化不发达的现状,从某种程度上讲,信贷理财计划也可以视为银行将表外资产进行“资产证券化”的操作。因此,笔者以为,要真正杜绝“表外贷款”的尴尬境况,监管部门还应创造条件建立信贷资产转让平台,推进信贷资产证券化进程。

利用信托平台募资,而后置换银行信贷资产为银行理财产品的运作模式,近年来一直是银行理财市场的主流业务之一,在政府收紧银行信贷时往往更为活跃。伴随上半年天量信贷的投放,商业银行资本充足率压力愈加明显,银行信贷冲动亦随之受到抑制,但市场资金需求却依然旺盛,在信贷资产转让平台不成熟的情况下,信贷理财计划自然成为银行腾挪信贷空间、释放挤占的资本和拨备的“万全之策”。须知,信贷类理财产品收益率高于银行存款,且多年来并未出现“表内”,其资本充足率将进一步下降,这一水平能否支撑明年的大额信贷需

求,似有待商榷。因此,监管机构筹划建立信贷资产转让平台,将能大大促进信贷资产证券化的进程,某种程度上,这也是监管部门下发《通知》后的必然选择。目前,我国信贷资产仅在银行同业间转让,自然存在交易价格、信息不透明的弊端,信贷资产中潜在的风险也仅能在银行间转移。相较之下,一个成熟的信贷资产转让市场的建立,能加大交易的透明度和信息完整性,提高信贷资产流动性,合理分散信贷风险。在银行大举放贷的情况下,通过贷款转让,不仅可以满足银行调节信贷规模的需要,更使银行能有效扩充资金来源,增加中间业务收入,可谓“一举多得”。而信贷资产转让,本身即为信贷资产证券化交易,这对中国信贷资产证券化有着重要的推进作用。

当然,信贷资产转让专业化市场的建立不可能一蹴而就,资产转让的透明度仍有待提高,非标准化产品的特征也使信贷资产的定价仍存在一定难度,缺乏统一的评估标准和评估体系,更需要进一步细化有助于缓解银行完全依赖信贷的现状,从而使银行业出现一些新的盈利增长点。切断了“贷款腾挪”,能使监管机构更准确把握银行信贷的真实信息,加强对银行资本充足率监管目标的落实。但是,鉴于中国经济仍需要大量信贷支持,银行将其信贷资产完全从“表外”转入“表内”,其资本充足率将进一步下降,这一水平能否支撑明年的大额信贷需

求,似有待商榷。因此,监管机构筹划建立信贷资产转让平台,将能大大促进信贷资产证券化的进程,某种程度上,这也是监管部门下发《通知》后的必然选择。

目前,我国信贷资产仅在银行同业间转让,自然存在交易价格、信息不透明的弊端,信贷资产中潜在的风险也仅能在银行间转移。相较之下,一个成熟的信贷资产转让市场的建立,能加大交易的透明度和信息完整性,提高信贷资产流动性,合理分散信贷风险。在银行大举放贷的情况下,通过贷款转让,不仅可以满足银行调节信贷规模的需要,更使银行能有效扩充资金来源,增加中间业务收入,可谓“一举多得”。而信贷资产转让,本身即为信贷资产证券化交易,这对中国信贷资产证券化有着重要的推进作用。

当然,信贷资产转让专业化市场的建立不可能一蹴而就,资产转让的透明度仍有待提高,非标准化产品的特征也使信贷资产的定价仍存在一定难度,缺乏统一的评估标准和评估体系,更需要进一步细化有助于缓解银行完全依赖信贷的现状,从而使银行业出现一些新的盈利增长点。切断了“贷款腾挪”,能使监管机构更准确把握银行信贷的真实信息,加强对银行资本充足率监管目标的落实。但是,鉴于中国经济仍需要大量信贷支持,银行将其信贷资产完全从“表外”转入“表内”,其资本充足率将进一步下降,这一水平能否支撑明年的大额信贷需

求,似有待商榷。因此,监管机构筹划建立信贷资产转让平台,将能大大促进信贷资产证券化的进程,某种程度上,这也是监管部门下发《通知》后的必然选择。

(作者单位:中央财经大学中国银行业研究中心)

世界第一出口大国意味着什么

周子勤

据商务部高层透露的信息,今年我国的对外贸易特别是出口会超过德国,成为世界第一出口大国。这个信息给我们带来的,更多是挑战和压力。

在经历了自二战以来最严峻的金融危机之后,世界贸易整体萎缩,受国际市场需求的持续萎缩,我国的进出口贸易出现了大幅下滑,在国家出台一系列保出口措施后取得了较好的效果,我国的外贸基本上保持了一个平稳的局势。这个局面来之不易。

但是从当前国际经济的整体形势来看,我们依然面临许多不确定因素,而且各国所采取的措施也相差甚远,其复苏的基础相当脆弱,需求并没有因为形势好转而得到回升。因此虽然我国的外贸进出口局位在2009年末出现了大幅回升的局面,但2010年将会面临更加复杂的出口形势。所以,对于外贸出口企业来说,需要提早预见到国际市场的风险,尽早做好防备的措施,防患于未然。

在经济危机的冲击下,全球性的贸易保护虽然并没有全面实施,但是实施的贸易保护措施正以前所未有的速度迅速扩张。而这些措施的实施直接带来的后果就是全球贸易量的萎缩。根据WTO的统计,2009年第一季度全球贸易开始下降了40%。虽然国际贸易形势自第二季度开始好转,降幅收窄,但仍然高达两位数。WTO预计,2009年全球贸易量将萎缩10%,其中发达国家下降14%,发展中国家下降7%。

我国外贸也出现高达两成的深度萎缩。这样的局面使得我国在内需市场无法全面启动的时候,整个经济发展面临着巨大的挑战,尤其是来自就业等关系到社会稳定的压力。另一方面,尽管全球主要经济体经济指标有所改善,但失业率仍居高不下,世界经济复苏缓慢而曲折,各国保护国内市场和争夺国际市场的竞争也将日趋激烈,国际贸易中的不确定因素增多。此外,随着越来越多的发展中国家融入经济全球化,参与国际分工,我国部分产业与发展中国家产业同质性越强,竞争面扩大,也会产生贸易摩擦。

这次危机的本身就是由于发达国家大规模的财政和货币宽松政策。例如美国2009财年财政赤字达到1.4万亿美元,创二战以来新高。德、法等国的财政赤字率均超过3%的控制目标,日本财政赤字率则达到9.4%。各国基准利率也处于历史低位。而与之相对应的是对金融机构等实施广泛的去杠杆化,在经济复苏缓慢的形势下,这进一步地压缩了居民消费,所以发达国家的消费需求短时间内难以出现大幅反弹。

在全球经济没有找到新的经济增长模式的时候,只能继续以传统的投资模式来促进经济走出困境。而在全球贸易的背景下,发达国家的失业率继续处于历史高位,从而形成巨大压力。美国虽然提出了庞大的新能源计划,但是其国内失业率仍高达10%,即使其经济复苏形势较好,也要经过几年才能使其失业率降到较低水平。因此,在国内的就业以及政治压力下,一些国家和地区在扩大内需受阻的情况下,纷纷提出通过扩大出口来促进经济尽快复苏,甚至通过本币大幅贬值,增加各种形式补贴等手段提高本国产品竞争力,千方百计争夺国际市场,以维持其国内的经济增长。

而随着许多发展中国家出口总体竞争力进一步上升,我国传统低端优势产品领域将面临更多挑战和强大有力竞争,同时也将使中国在中高端产品领域面对发达国家的直接竞争。为此,我国外贸企业需尽早提出积极的应对措施,进一步提高产品的附加值,主动争取产业升级,从而避免陷入两线作战的困境。(作者系北京安邦咨询研究员)



“限薪令”原来谁也不能限!

时至年底,以“房利美”和“房地美”为代表的接受政府救助的美国大企业,纷纷公布了高薪分配方案,而花旗集团、富国银行等大银行,即将步入不受薪酬约束的阶段。持续近一年的美国高管“限薪令”,如今已成一纸空文。

漫画 刘道伟

专栏·主持 沈飞翼

警示:房产暴利在消弭创新激情——上市公司知识产权系列之九



刘春泉

虽然全球范围内目前还没有走出金融危机的阴影,但在中国市场,一些与垄断有关的产业则似乎呈现一花独放的“繁荣”:一年多来地王频出,房价飙升,一些热点城市的房价大有直追当年日本东京房地产总市值可以购买半个美国的神话的架势。电信、石油等垄断企业,频频见诸报端的“天价吊灯”和“团购整楼房”之类的新闻。以垄断衍生的暴利程度和暴利速度来比照,做实业那点可怜的利润简直不值一提。所以不但江浙老板没了心思办工厂,跟着温州人去炒房炒矿,连普通“炒房族”市民拥有几套房屋账面身价数百万乃至千万的,比比皆是。

在这种情况下,不少上市公司也或多或少直接或者间接介入了这些追逐快捷资本收益的游戏。而要真正贯彻国家的创新战略,却必须持之以恒地进行多年研发投入和经营,逐步打造品牌,而且还有可能的是一个微利行业,要承担不小的商业风险,有可能在成功后被人侵权和复制你的商业模式……在这种情形之下,过去这几年来,其实我们对“创新”的话题,已经谈不上怎么引起媒体和社会舆论的真正重视了。或者也许说起来重视,做起来就不是那么回事了。

一边是“炒房族”,一边是背负着沉重的房贷压力而逐日奔波的人。一些高校的青年教师,就因为房贷,整天忙着在外面给各种班上课,没有心思和精力认真琢磨科研。假如这种社会都可以买房投机获利为导向的现象不改,创新很可能就只能停留在口号上了。都说温州人像犹太人那样具有敏锐的商

业眼光,他们炒什么什么赚钱,那他们为什么不炒专利、炒品牌或者炒版权呢?如果有朝一日温州人大举进军知识产权,像投资团购整栋楼房那样买专利、买品牌、买版权,那也许是中国知识产权真正展示赚钱效应的一天!只要知识产权的财富效应真正为公众所切实感受,创新不用不着提倡,就会成为社会的自觉行动。比尔·盖茨因为创办个人电脑操作系统起家的微软而长期位居世界首富,在他们的周边,形成一个尊重版权生态环境,不全是法治之功,也有这种财富效应的潜移默化文化影响之力。

恐怕没什么人会相信,仅依靠房地产的暴利,中国就可以崛起。说到底,实业才是我们当前的立国之本,创新才是我们未来的强国之路。日益加剧的全球化规模和深度,使得经济的范围超越国界。为此要充分利用全球创新资源,不断提高对外开放深度和广度,发挥全球技术和市场对我国自主创新的支持作用。这是我国迈向创新型国家的重要路径。科技创新的力量来自许多领域,但创新是企业发展的源动力,企业理应是技术创新的主体,中小企业更是“主体中的主体”,企业固然是以营利为导向的,但在今天,企业也要讲公民责任,讲社会责任。现在不少央企和上市公司,恰恰成了频频拿地的地王制造者,恰恰是垄断经营者,这是非常令人忧虑的。高科技不是靠一块牌子就能算得上的。中国现在挂牌的高科技企业,相当多的是冲着减免税优惠去通过各种手段获得的。比如主管部门规定高科技企业要有软件登记证书,专利证书,他们就编个软件或者买个软件去申请软件登记,或者申请一些垃圾专利,靠着这

些证书作为“硬指标”去拿政府项目和资金,享受各种税收减免,至于实际上究竟有多少高科技?大家其实心中都有数。看看全球500强的跨国公司,几乎无一不是重视创新和知识产权的典范。因为他们从一国的创业成功,到全球的经营成功,不可能依靠行政的保护,更不能依靠垄断经营。否则,就将遭遇各国的法律制裁。中国现在并不缺乏市值达到甚至远远超出许多500强的公司,但是连我们自己人都为什么有人真正认为他们是全球500强企业,为什么呢?很简单,他们只是在国内特殊的生态环境做大了,如果离开这个特殊环境,到全球去,特别是到市场法治完善的欧美日或者市场不那么完善的亚非拉去经营,那他们会怎么样呢?如果也能取得像其他跨国公司那样的成功,那我们才认可他们是真正的500强。有些企业在当地首屈一指,跨省经营往往都铩羽而归,更不要说出国去发展了。

上市公司是中国企业群体的中坚力量。有上市公司这样的资本运作平台,是每个企业谋求超常发展的梦想。然而,是利用这样的平台来实现不计成本的拿地造地王获得超高收益?还是投入科技创新,品牌打造,实现百年老店的持续经营的长远规划?这是一个在目前这外冷内热的时期上市公司亟需冷静思考的问题。如果处理不好,就可能损害企业的发展。金融风暴以来,先后有多家较大规模的中国企业出现并非实业本身的原因导致的关门事件,这些企业的前车之鉴,不可不察。(北京市广盛律师事务所上海分所律师)

“永远不要用猴子去看管香蕉”



李翔

金融创新的原动力,说白了,就是规避法律法规的监管。现代法律的一个基本原则是“法无明文禁止不为罪”。所以,针对金融这个关系国计民生的战略性行业,没有哪个国家的监管主体愿意或敢于任其放任自流。但金融行业的特征却决定了其不可能与法律监管水乳交融。现代金融产业的根本特性,给法律监管带来了巨大挑战,尤其是大陆法系国家的立法周期较长,较之与金融创新的发展速度已丧失了先机。即便是英美法系国家,利用判例作为现行法律体系的补充,在对金融产业的立法、执法的过程中也难免挂一漏万。

现代金融产品的复杂性,会让哪怕是金融专业的从业人员往往也不甚了了,监管者更是如堕云雾之中。2007年,美国政府的第一个救市举措是通过了7000亿美元的不良资产购买计划(TARP)。但这个具有强烈政治色彩的救市计划在实际操作层面却泥足深陷,寸步难行。根本原因,就在于金融市场的从业者到政府的监管者,无不对那些场外交易(OTC)的衍生金融产品的合理估值大为头痛,乃至有人甚至提出彻底全面取消场外交易的激进监管建议,试图将一切金融交易纳入金融交易所之内。如果这个因噎废食的建议被采纳,无疑会彻底毁掉金融创新和法律监管之间的良性互动。简单粗暴的打压这个跷跷板的任意一方,都不能解决问题,对于整个经济的福利效应而言,维持双方“道高一尺,魔高一丈”的态势,远比把两者搞成“此消彼长,你死我活”的局面要有利得多。现代经济的复杂性和人类社会发展的规律告诉我们,任何使得金融市场“返璞归真”的建议,都是一时“倒车”的行为,是违背历史发展规律的“返祖”现象。我们应该追求的,是来自业界和法律监管的合作博弈。可以预料,伴随着科技和经济的进一步发展,金融产业的复杂性只会“与时俱进”变得更为复杂。要想切实提高法律对金融体系的有效监管,从立法到执法的全过程,都要做出相应的变革。

为了跟上金融产品发展的步伐,政府必须在第一时间把握着业界发展的脉搏。在这个领域,“外行真的不能领导内行”。美国华尔街和政界之间的联系相当紧密。多年来,国际投行巨头高盛在业界以培养美国政界官员基地之称,美国上任财长保尔森,就曾担任其总裁。尽管这一现象很大程度上反映了美国资本集团对公权力的影响和掌控力,但换个角度看,我们也不能不承认,这也反映了美国政府监管机构已认识到欲达到期望监管的效果,则必须使用一批金融业内的专业人士。在英国,金融监管体系更为重视金融业的行业自律行为。但是这样的安排却招致了巨大非议。利益冲突,内幕信息,乃至金融监管方做贼做贼都构成了公众对与现存金融监管模式中引入金融从业人员的高度质疑。前香港证交所总裁沈联涛先生就曾“猴子看管香蕉导致金融危机,又不得不用猴子来安排排救香蕉危机”的比喻,给出他的忠告:“永远不要用猴子去看管香蕉,哪怕他穿着阿玛尼的西装,还有MBA学位”。公众公信力的缺失,无疑是这种模式发展的最大挑战。

如何重树公众对金融从业人员的操守的信心,这个问题已超出了法律能力的范畴。最近闹得纷纷扬扬的金融企业的薪酬问题,可谓这场信心危机中的一个集中引爆点。公众针对金融机构高薪酬的怨气,更多出自于道德和社会伦理。韦伯在其经典的《新教伦理与资本主义精神》一书中以新教传统来解释资本主义勇于冒险、勤俭节俭、勤奋工作、信守承诺的精神。但环视今天的金融业界,公众却完全感受不到上述精神。危机来临之时,公众看到的是那些华尔街金融从业人员对客户的不诚信,罔顾系统风险追求利润的贪婪,以及用高额奖金挥金如土的挥霍。如果公众对金融业的上述印象得不到改观的话,以社会公信力为基础的金融业,恐难重现勃勃生机。因为一个处于道德低谷的行业,只会日渐萎缩,重塑社会形象则要求金融企业拿出更多的自律行动,正确的道德长期收益和短期利益的平衡,承担更多的社会责任和现实责任,积极主动的配合监管者,将行业的进步,放在社会进步的前提下。(作者系英国约克大学金融学博士,现任上海大学国际工商与管理学院)