

Opinion · column

Forum

上证论坛

2010年将是全球经济继续复苏并低速增长的一年,新兴市场国家仍将成为耀眼的增长极,但同时也会面临资产价格泡沫的威胁。2010年我们或许不会面临严重的通胀,也不必担心油价的高企。但外贸行业将会格外艰难,因为全球范围内贸易保护主义压力将继续增强,短期资本流动将继续由中心国家流向外围国家,因而面临的压力不会小于2009年。

短期国际资本流动下半年或再逆转



张明

如果说2007年是美国次贷危机酝酿爆发的一年,2008年是全球金融危机泛滥扩展的一年,2009年是经济与市场触底反弹的一年,那么2010年就是全球经济如何从救市政策中平滑退出,同时避免过早退出而造成的二次探底以及过早退出而造成的资产价格泡沫与通胀压力的一年。2010年各国政府面临的压力,或许并不次于2009年。

2009年全球范围内波澜壮阔的V型反弹,在很大程度上受到美国经济的带动。美国季度GDP环比增速,在2009年前三季度分别为-6.4%、-0.7%、2.2%。预计2009年第四季度美国GDP环比增速将达到3.0%,2009年全年GDP增速被上拉至-2.5%。尽管美国经济在2009年走出了前低后高的堪称完美的反弹,但这一趋势难以在2010年继续维持。分析GDP增长背后的动力支持,政府扩张性政策与企业再库存化在其中扮演着关键角色。“旧车换现金”导致的汽车消费飙升、首次购房退税造成的房地产销售数量回升,以及企业生产量持续超过销售量的库存变动,在2010年都可能难以持续。问题在于,当政府扩张性政策退出以及企业库存水平恢复正常之后,私人部门的消费与投资可能增长乏力。一方面,失业率继续高企,消费信贷持续萎靡,这两个因素将制约2010年居民消费的增长;另一方面,如果国内外消费需求继续低迷,企业将没有动力推进固定资产投资。由此笔者预计,美国经济将在2010年走出前高后低的行情,全年GDP增速或能达到1.5%。

欧元区与日本的增长前景甚至不如美国。作为欧元区经济的主引擎,德国经济依然具有出口导向的特征。欧元区不少国家均面临财政赤字与政府债务飙升的麻烦,马约在一定程度上已名存实亡。随着迪拜、希腊危机的次扩展,不排除部分欧元区国家再度面临主权信用评级被调降、发债成本直线上升的困境。历经持续20年的不景气,日本政府在财政政策与货币政策上的操作空间均已所剩无几,人口老龄化以及严厉的移民政策造成整个社会的创新能力与劳动生产率下降,至今仍在1990年代泡沫破灭

后的萧条时期中徘徊。

现在看来,在2010年,有两类国家经济增长前景较为光明,一类是以中国、印度为代表的新兴市场国家,另一类是以澳大利亚、新西兰为代表的资源出口国。随着扩张性财政货币政策激活了国内的消费与投资需求,以及受全球金融危机打击程度相对较轻,中、印等新兴市场国家将在2009年的基础上,继续发挥着引领全球经济增长的引擎作用。由于新兴市场国家整体对进口资源的需求回暖,资源出口国也率先从金融危机中走了出来。为了应对总体需求过热与通胀压力,部分资源出口国甚至开始收紧货币政策。

在2009年下半年,我们已开始体验全球范围内贸易保护主义浪潮的反弹。2010年,将是全球贸易保护主义进一步肆虐的一年。对发达国家政府而言,在私人部门消费与投资增速乏力的背景下,通过限制进口来改善净出口业绩,是刺激经济增长的必然选择。比如对美国而言,实施贸易保护主义,可以同时刺激经济增长与改善国际收支。况且,2010年还是美国国会中期选举之年,在失业率高企的背景下,通过成功塑造一个外部“不道德的”竞争者,从而将民众对政府的愤怒感泻泻出去,将是民选逐渐走低的奥巴马政府的必然选择。高失业率+中期选举=贸易保护主义,这个公式将继续得到验证。除发达国家外,新兴市场国家也会此起彼伏地采取种种贸易保护主义措施。

对于中国这样继续奉行出口导向增长战略的国家而言,2010年将是外贸行业格外艰难的一年。

2009年的国际资本流动在一、二季度之间发生了方向转变。在2009年第一季度,受发达国家金融机构去杠杆化的作用,短期国际资本由新兴市场国家流向发达国家。从2009年第二季度至今,由于发达国家金融机构开始重新配置风险资产,短期国际资本开始由发达国家流向新兴市场国家。在这一轮的资本流动中,由于美元利率保持在0-0.25%的水平,导致美元取代日元成为新的融资货币(Funding Currency),美元套利交易大行其道。一方面受到国内宽松货币与信贷政策的推动,另一方面受到短期国际资本流入的拉动,新兴市场国家的资产价格再度出现泡沫化趋

势,尤其是以中国为代表的一些国家的房地产市场。

尽管近期的迪拜、希腊风波短期内降低了全球投资者的风险偏好,出现了美元反弹、套利交易平仓、短期资本回流的局面,但这恐怕只是个短暂的间歇期。笔者认为,2010年上半年,短期国际资本将继续由发达国家流向新兴市场国家,并进一步推高资产价格泡沫。短期国际资本流动的再度逆转,可能发生在2010年下半年,甚至更远的某个时点。而资本流动逆转的导火索,很可能是美联储连续加息,也可能是资产价格泡沫的膨胀导致投资者情绪的突然转变。

简言之,2010年将是全球经济继续复苏并低速增长的一年,新兴市场国家

仍将成为耀眼的增长极,但同时也面临资产价格泡沫的威胁。2010年我们或许不会面临严重的通胀,也不必担心油价的高企。但因为全球范围内贸易保护主义压力将继续增强,短期资本流动将继续由中心国家流向外围国家,所以需要高度警惕短期国际资本的再度逆转。

尽管这些年来经济学家预测未来的记录不佳,可每到新年到来之际,大家总还要预测一下新年的多种变化可能。笔者不是拥有水晶球的魔法师,上述预测可能再度被不确定性所推翻。但这反复让预言者折戟的不确定性,恰恰是经济研究的迷人之处。(作者系中国社会科学院世界经济政治研究所国际金融室副主任)

场外市场未必需要集中

王政

创业板开通后,证券市场下一个重点该轮到场外市场了。尽管地方政府、监管机构、证券业,以及投资者对场外市场的运作模式还是莫衷一是,但从现有的几个方案来看,不论是由天津主推的股权交易市场,还是中关村市场,以及北京、深圳等城市的方案,都是以场外市场是个集中交易的统一市场为出发点,而这个假设的前提,似乎并未得到充分论证,因而值得探究。

为了明确所谈的场外市场,不妨先考察一下美国。美国股票市场大致可分为四类,第一类是集成的交易市场,包括注册的交易所,如纽约股票交易所,和集中的柜台交易市场,即纳斯达克。注册的交易所与我国的上交所、深交所基本相同,纳斯达克虽采用做市商制,但已不是传统意义的做市商市场,其集中撮合成交的模式与上交所和深交所并无二致。第二类是柜台交易市场,如粉单市场和柜台报价市场,这实质上是分散市场。第三类是灰色市场,又称另类柜台交易市场,没有统一报价系统,有点像我国早期一级半市场的股票交易。第四类是券商和做市商的内部市场,券商和做市商先尝试将客户的报单在内部市场上与其他客户撮合,不能匹配的报单才会进入上述三类市场。第四类市场也是柜台交易的一种,交易情况通过相应的报价系统公布。

按照这样的分类,我国已具备了第一类市场和有限的第三类市场。主板、中小板和创业板实际上都是集中交易市场,区别在于对上市公司的要求不同。全国二百多家产权交易机构,原代办股份转让系统,中关村非上市股份转让系统、天津股权交易所,天津滨海股权交易所等,不论是采用做市商制还是集合竞价,不论是会员制的企业还是地方政府设立的机构,其本质上是分散的柜台交易的一个柜台,因而也是场外市场的组成部分。

如果我们认为美国股票市场体系比较全面,那么相比之下,我们需要一个集中的柜台交易市场,即相当于纳斯达克那样在某个物理地址的交易中心使本来分散在各地的柜台交易在一个地方完成,实现某种统一的监管以保护投资者,并使交易信息能有效地传播出去。但这样的市场现在已不能称为场外市场,所以,我们需要一个分散的,但有一定的监管和统一的交易信息发布渠道的柜台交易市场。这才是真正意义上的场外市场。我们也需要做市商、交易所的会员建立自己的内部交易市场,而这也是一种场外市场。

我国现有的以集中交易为特征的股

票市场体系,当初有其存在的合理性。然而,走过了将近二十年,我们已面临一个完全不同的经济运行环境。原来的许多大中型企业已通过改制成功上市,而我们迫切要解决的是中小企业、高科技新企业的直接融资问题,以及上市公司的退市、转市问题。我们的投资者队伍已达数千万户之众,应对风险的能力不断提高,机构投资者逐渐成为投资的主力军。监管机构在多年的工作中已经对证券市场运行机构如指掌,监管措施已非常完善。通过降低上市门槛,开放中小板和创业板,中国式的纳斯达克市场已在发挥作用。因此,笔者认为,我们未必需要重走美国的老路,再造一个由分散到集中的纳斯达克市场。建立第二类市场、规范第三类市场、推进第四类市场建设,让市场机制推动市场结构的演进,应是最有效完善我国资本市场体系的思路。

具体地讲,首先应明确现有分散的各柜台交易是场外市场的组成部分,应制定合理的政策,积极引导这些柜台交易按市场化的规范运作。其次,应积极推动建立场外市场信息传播机构,有选项择地发布分布全国的各柜台交易情况。其三,应允许证券公司通过各柜台的会员或成为其会员为各自的客户提供参与柜台交易的服务,但证监会应统一监管证券公司的这类业务,对证券公司可以参与的柜台的条件、如何进行投资者保护等问题提出具体要求。其四,各地产权交易机构、股权交易市场建立健全各自的运行规范和机制,明确对上柜交易公司的具体要求和信息披露机制。其五,证券公司应在证监会的统一监管下建立场外市场业务制度和规范,考虑建立统一的清算公司。

这次金融危机后,有一种观点认为,采用分散柜台交易的金融衍生品是罪魁祸首之一,因而集中交易应成为交易方式的唯一选项。实际上,金融危机诱因极其复杂,这里不能详述。但不可否认,只有当规模和产品标准化程度达到一定水平后,分散交易才会部分地被更有规模效益的集中交易替代。即使这样,随着技术的发展,如果可能的话,投资者也还会在场外和场内之间选择。据统计,所有在纽交所上市股票的交易,只有约30%发生在纽交所,投资者显然更愿意通过场外市场交易,而在纽交所上市企业仅仅是上市公司借以提升品牌的一种最经济的方式。

为了尽可能不使中小企业及创新企业融资受到影响,在尊重各柜台交易主办者权益的前提下,开放证券公司在证监会的统一监管下参与场外市场,笔者认为,可能是最有效的场外市场推进方式。

(作者系国泰君安证券股份有限公司风险监控部总经理)

怀念同事徐崧

何军

“在黑暗与黎明之间,你来不及道别。只留下,不舍的泪光”,这是徐崧留给同事们最后的文字。27岁正值青春的生命被病魔无情吞噬。我的MSN上,“Mrshoe”将随着他的逝去永远显示为脱机。

2010年1月2日,深度昏迷的徐崧凭借着微弱生命力,坚持回到了他深深眷恋的浙江台州老家,下午,他就离我们远去了,带着对生的无尽渴望和对未来的无限憧憬。

2008年7月,徐崧应聘进入本报,成为我的同事,他独到的思维、精彩的观点、前瞻的想法,常常能给我们很多惊喜,也让他显得与众不同。个子不高的他,虽然性格不太活泼,但突破能力很强,一些采访选题,当别的同事陷入困境时,他却常常打破僵局,找到线索。虽然到报社时间不长,但他采访的脚步已留在西南西北的多个城市,他的深度报道还获得了报社一等奖。

同事彭友依然清晰记得和徐崧一起去冷湖采访的情形。那是2008年9月底,上海正酷暑难当,西北青海却是秋高气爽,从格尔木到采访目的地冷湖镇,沿途需要5个小时。在从冷湖返回的路上,已是深夜,繁星密密麻麻镶嵌夜空,不时还有一颗流星划过。记得徐崧途中休息时跳下车许了个愿,可我们已无法知道,他当时的心愿是什么了。从格尔木经青海回上海的飞机上,他们瞥见了青海湖,瓦蓝瓦蓝的通透,那么的不真实,真好看。

徐崧的发病很是突然,甚至连思考的时间都没有。去年5月的一天,他感觉身体不舒服,而且有点发烧,吃饭时还冒汗。当时正是甲流高发期,同事们开玩笑地跟他说,赶快去医院检查吧,如果是甲流,大家还好一起隔离,休息一下呢。可就是这句玩笑话,对徐崧来说,却是噩梦的开始。

当天,徐崧去浦东东仁济医院检查,初步结果是白细胞比例过高,仁济医院要求他去瑞金医院复查,检查结果对于徐崧来说是晴天霹雳,几乎与死亡画上等号的白血病已在他体内肆虐。

记得晚上徐崧给我打来电话,说身体不太好,可能要休一个月病假。当时因为不知病情,我还没有意识到问题有如此严重,遂轻松地跟他说好,好好养病,争取早日归队。

由于病情紧急,第二天晚上,徐崧住

进了瑞金医院2号楼血液科病房。因为突然遭到如此大的打击,一贯坚强的徐崧显得有些消沉,同事们陆陆续续的探望和多次的沟通,渐渐让他对战胜病魔充满了信心。随后的化疗也取得了较好的效果,他身体的各项指标都逐渐转向正常。

因为身体情况允许,徐崧偶尔开始上上MSN了。

我的MSN上最近两次跟徐崧的对话是2009年9月17日及29日。17日那天,徐崧跟我说,“病去如抽丝,但自我感觉还挺好”。29日那天,我们谈得比较多。因为对工作的执著和身体情况恢复不错,徐崧想10月底回来上班。我跟他讲,身体是第一位的,报社随时欢迎你回归。他告诉我,“很感谢大家,生病后太多人关心我,很感激”。他还推荐给我一本谈中医的《人体使用手册》,说照做三个月,身体会健康很多,最后我们互相中秋快乐。

原以为国庆节后就能看到徐崧康复归来,万没想到,上天总是这样捉弄人。10月10日,徐崧母亲打来电话,说徐崧病情突然恶化,再度入住瑞金医院治疗。此次病情复发,对徐崧打击超过了第一次,在我们去医院探望前,他甚至都不愿意说话。

稍后,几个同事一起去看他时,他已剃光了头发,还戴着口罩。我们站在病床边说了很久,他还是很沉默。突然,他摘下口罩,大声对我们说,“等我病好了,请大家吃饭!”然而,这个对自己的暗示和对大家的承诺,再也无法兑现。

由于后续化疗效果不理想,多项指标都不能恢复正常,徐崧已做好了骨髓移植的准备,但上天没有再给他机会。今年1月2日上午,徐崧母亲打电话告诉我,因病情恶化,抢救无效,徐崧已深度昏迷。一个年轻优秀的生命即将逝去。

徐崧走了,带着我们的祝福,带着他对人世间的留恋,带着他对双亲的感恩和愧疚,带着他对恋人的不舍,带着他对朋友的感激。

祝徐崧在另外一个世界幸福!

在徐崧入院和治疗期间,报社领导在各方面给予了大力支持,报社员工还自愿捐款。徐崧以前的同事,还有一些与徐崧只有一面之交的新华社其他同仁,甚至一些与徐崧素昧平生的基金经理从同事徐婧处获悉情况后,也慷慨解囊。

(作者系本报记者)

日本超级计算机研发元气大伤



陈鸿毅

日本民主党上台执政后,面临着严峻的经济形势和难以维持的巨额财政状况。为了尽快走出这一困境,在编制2010年度的财政预算过程中,鸠山政府无奈之下对各级政府部门的预算申请项目予以严格的梳理和审查,许多被视为可上可下的项目纷纷被大幅度削减预算额,甚至索性被冻结。被日本科技界视为最前沿的超级计算机这一重大项目也毫不例外。

自1976年美国克雷公司推出了世界上首台运算速度达每秒25亿次的超级计算机以来,出现表现一国科技实力的超级计算机,堪称是举国万众宠爱于一身的高科技宠儿。在诸如天气预报、生命科学的基因分析、核工业和航天等高科技领域,其应用范围相当广泛。长年奉行“科技立国”方针的日本,对超级计算机的研发也下了很大工夫。1982年,日立公司开发出了运算速度达每秒63亿次的超级计算机,并应用该计算机研制了计算圆周率的世界纪录。在20世纪90年代中期,仅日立、NEC和富士通这3家企业所拥有的超级计算机,就占到全球总额的20%。2002年,NEC研制成功的“地球模拟器”的运算速度达到36万亿次,在两年半时间中维持了世界第一的地位。

眼下,利用超级计算机开展研发业务的日本企业多达180家,在诸如新药的研制和新型车的设计方面,超级计算机长袖善舞,大有用武之地。但由于日本近年的投入力度不够,再也没有后续的超级计算机问世,以至在最新的全球超级计算机排行榜上,曾名列榜首的那台超级计算机已下滑至第31位,而中国国防科技大学的“天河1号”则名列第5,前10名中,美国占8名之多,韩国的排名也在第14位。此外,俄罗斯、法国和德国也在超级计算机领域不惜投入巨资,以求抢占技术高地。

现实就是这样的严峻,在竞争极为激烈的高科技领域,不进则退。日本由于近年来经济始终不见起色,研发资金一再掉链,致使日立、NEC和富士通这3家企业所拥有的超级计算机占全世界的比重,如今已锐降至1.4%!作为超级计算机重要组成部分的半导体,日本在20世纪80年代曾在全世界占有半壁江山,而到2005年已落后于美国,占全球的份额退至25%。

为了改变这一难堪现状,从2006年起,日本文部科学省就开始致力推动研制新一代超级计算机,其目标是在2012年实现每秒运算1亿亿次的目标,预定的研发

费用为1230亿日元,研发主体是理化学研究所,机房设在神户。为了实现这一目标,日本相关企业的科研队伍正竭尽全力,携手攻关,富士通等3家企业已为此投资高达330至400亿日元。然而就在这一向上冲刺的骨节眼上,鸠山政府猛砍预算项目的急风暴雨将这一项目申报的270亿日元经费削减殆尽。实际上,这意味着该项目已被打入冷宫。用审核预算官员的话来说,失去第一名的领先地位,天也不会塌下来,自己没有的可以去找别人。

对鸠山政府砍下的这一刀,日本国内尤其是科技界反应强烈,他们一致认为这个决定太草率,完全缺乏远见,这将导致日本最终失去国际竞争力,欲想花钱买到第一流的技术简直就是缘木求鱼,根本不可能。故而,舆论强烈要求鸠山政府重新审视。主持超级计算机研发的筑波工业大学校长长植峻夫明确提出:在竞争日趋白热化的今天,如果一个国家不拥有超级计算机,肯定要被边缘化。如果一旦削减甚至完全砍掉研发资金,则这支研发队伍很快就会散架,今后也很难捏合起来。如今日本在这一领域的地位已岌岌可危,如果不能确保研发投资,那就只能提前出局了。美国之所以能在该领域保持绝对领先地位,与政府的大力支持是分不开的。2005年美国超级计算机研制经费还不到10亿美元,2009年已猛增至16亿美元。而日本2010年的预算盘子还不到美国的五分之一,居然还成为冻结对象,日本的超级计算机研发可真是江河日下了。

日本文部科学省以及相关企业对深感不解的是:鸠山首相本是理科出身,应对此有深刻理解,怎么居然会出如此下策?在该省对此征集意见的网页上,8000余封邮件均表示强烈反对。日本的几名诺贝尔奖获得者联名前往首相府,当面向鸠山大声疾呼。东京大学等9所大学的校长也集体炮轰这一决定,指出此举将彻底架空科技立国基本国策。类似这样重要的研发项目,是不可能由一家或几家企业来推动的,只能由政府出资予以推动。

在一片声讨、质疑声中,鸠山政府不得不恢复该项目,但预算经费仍削减了15%。经过此番折腾后,这支队伍可谓已是元气大伤。其实,即便日本政府保障提供研发资金,在2012年日本如愿以偿地推出新一代超级计算机之时,能否夺回世界第一宝座,也已大可置疑了。君不见美国的超级计算机目前已达到1759亿亿次。在今后几年时间中,美国难道会按兵不动,坐等日本赶上来了?(作者系上海国际问题研究院信息所所长)



财政不堪公车之重负

目前我国行政事业单位每年仅公务用车消费支出就达1500至2000亿元,公务用车管理模式存在诸多弊端。公车消费膨胀,财政不堪重负。据有关调研,一些单位一辆公车一年仅维修费用就高达10万元以上,其中漏洞可想而知。

漫画 刘道伟

个人转让限售股征税利好中小板创业板

周到

限售股是股权的一种。因此,包括公司、合伙企业和其他取得收入的组织,转让限售股一向缴纳企业所得税。同时,转让限售时,企业所得税的税率通常高于个人所得税的税率。《企业所得税法》第四条规定,“企业所得税的税率为25%。”而《个人所得税法》第三条规定,“财产转让所得,偶然所得和其他所得,适用比例税率,税率为百分之二十。”这也是公司、合伙企业和其他取得收入的组织在限售股解禁后,通常会继续持有的重要原因之一。

由此观之,财政部、税务总局和证监会《关于个人转让上市公司限售股所得征收个人所得税有关问题的通知》的施行,对股市的影响应该十分有限。截至2010年1月4日,限售股面值6,378.30

亿元,由下列股份构成:国有持股5,275.05亿元(其中国家持股3,658.31亿元、国有法人持股1,616.74亿元),其他内资持股971.40亿元(其中境内法人持股667.88亿元、机构配售股份85.76亿元、境内自然人持股217.77亿元),外资持股131.85亿元(其中境外法人持股131.65亿元、境外自然人持股0.69亿元)。《个人所得税法》第一条规定,“在中国境内有住所,或者无住所而在境内居住满一年的个人,从中国境内和境外取得的所得,依照本法规定缴纳个人所得税。”我们并不清楚持股的境外自然人是否在国内居住满一年。好在境外自然人持股数量很少,在此忽略不计。这样,限售股中的境内自然人持股占全部限售股比重也就3.41%。这就不难理解,《关于个人转让上市公司限售股所得征收个人所

得税有关问题的通知》出台后的第一个交易日,股价指数并未上涨的原因。

笔者以为,《通知》的施行,主要对中小板市场和创业板上市公司构成利好。据Wind资讯,境内自然人持有有限限售股,涉及701家上市公司。其中,苏宁电器(002024.SZ)和ST宝利来(000008.SZ)境内自然人持有有限限售股分别为1,361,384,140元和90元,为自然人持有有限限售股数量最大和最小的上市公司。境内自然人持有有限限售股超过1,000万元的,仅296家公司,其合计境内自然人持有有限限售股214.52亿元,占全部境内自然人持有有限限售股的98.51%。且这些持股绝大部分发生在中小板企业、创业板上市公司身上。以51家境内自然人持有有限限售股超过1亿元的上市公司为例。主板上市公司中

仅有金发科技的7.37亿元、京东方A的7.00亿元、TCL集团的2.32亿元、杭萧钢构的1.35亿元、华鲁家化的1.18亿元、保利地产的1.17亿元、天茂集团的1.00亿元、华电国际(华电国际电力,600027.SH和01071.HK)的1.00亿元等等零星几个案例。因此,《通知》的施行,对主板行情的影响可以说微乎其微。它产生的利好作用,主要体现在境内自然人持有有限限售股的中小板、创业板上市公司身上。

此外,尽管转让限售股时企业所得税的税率通常高于个人所得税的税率,但由于注销企业程序复杂,成本不低,因而也基本不存在将境外法人持有的限售股转为自然人持有有限限售股的可能。这已经为《通知》施行前的实践证明。

(作者系西南证券股份有限公司场外交易市场部总经理)