

# Opinion · column

## 靠什么终结央企“地王”潮?



刘军章

央企接二连三成为地王,且斥资规模一个比一个大,可以说是去年下半年以来最受关注、最富争议的新闻焦点,以至于国资委不得不明令央企不能当地王。但这样的命令,在实际操作中并没有太大效力,更多的类似于“道义劝告”。果不其然,中海地产于2010年1月26日斥资59.7亿,又成了北京新年的新地王。据统计,在136家央企中,逾七成企业涉足房地产业。其中以地产为主业的有16家,如保利、远洋、华润等,辅业包含房地产的则达80多家。

而另有报道说,眼下几家最大的中资银行已开始暂停发放新贷款,原因是1月贷款增速大超监管部门预期,与中资银行贷款激增形成鲜明对比的是,外资银行的谨慎。以上海市为例,2009年全市新增人民币贷款4813.9亿元,其中中资金融机构新增人民币贷款4974.8亿元,也就是说,外资银行反倒出现了贷款收缩。

上述现象,揭示了一个共同的隐忧:央企体制改革有待进一步深化。

从表面上看,央企当仁不让争当地王,是因为他们实力雄厚。其真正的原因,笔者以为在于公司治理中的代理问题。由于代理链过长,作为央企最终所有人的全民难以有效监督和约束央企业管理层行为,管理层则难免有拿着全民的钱去玩一把的冲动。由于央企业管理层的“准官员化”,其报酬和职业晋升与经营业绩相关性并不很直接,这导致他们对经营成本的“钝感力”,备受公众诟病的央企平均薪酬偏高即源于此。对央企而言,由于垄断优势积累了丰厚的利润,管理层总是期望把净利润用于再投资而不是分红,因为分红会导致管理层可支配资源的下降,这就是公司治理学者Michael Jensen提出的自由现金流量假说(free cash flow hypothesis)。因此,管理层就有了把利润赶快用出去的冲动。明白这些道理,央企屡屡成为地王,就不足为奇了。

中资银行信贷的颀进,让我们不禁回想起上世纪90年代的不良资产问题。在当时银行商业化业务与政策性业务不分的情况下,银行管理层有时迫于各种压力发放贷款,有时则为“寻租”而违规发放贷款。又因为信息不对称,管理层可以把所有坏账问题都推到政府身上去,最终导致了高达30%左右不良资产率。2009年,为应对金融危机,中央政府提出了4万亿经济刺激计划,却未料全

年新增银行贷款几近10万亿的天量,情急之下,“限贷令”这样的行政性措施再现江湖。银行之所以释放出天量贷款是因为有了政治的令箭后,放贷的冲动一时难免会有恃无恐。中、外资银行在信贷上迥然不同的反应,正折射出了中资银行治理结构的不健全。

既是体制问题,便需要寻求体制层面的解决之道,仅靠临时性的行政规定,不仅解决不了问题,而且最终会陷入“一管就死,一放就乱”的循环。

目前,央企改革在一定程度上陷入了停滞期。前期的国企改革是在压力下推动的,大面积的亏损,银行不良资产居高不下,使得国企到了不得不改的地步。如今,央企利润丰厚,财大气粗,高枕无忧,改革动力自然丧失。

从1997到2008年,中国银行业总资产从9.5万亿元上升到61.1万亿元,商业银行不良贷款率从28%下降到2.49%。这一改革成果的确不凡,但这个成果的获得支付了不小的代价:剥离了2.8万亿不良资产,组建了四大资产管理公司,并动用巨额外汇储备向四大银行注资。眼下,如果银行治理机制改革不进一步推进,不能不担心业已取得的宝贵成果有可能丧失。

央企虽已通过股份制改造,建立了公司治理架构,但许多方面仍然“形似而神不似”。比如,虽然不少央企都聘请了独立董事,但一些独立董事不过是官员或央企高管退休后的“闲职”。更关键的是,央企高管的实际考核和任命权并不在董事会,而在组织部和国资委。

无疑,更深层次的央企改革,需要观念上的大胆突破。首先,在央企业管理层的考核和任免上,组织部和国资委要敢于放权给董事会,让现代公司治理机制真正运转起来,而这需要一场“灵魂深处的革命”。其次,国企应继续战略性收缩,退出竞争性领域。央企做大做强,从局部看是“藏富于民”,只有老百姓收入提高了,经济增长才能真正进入由居民消费需求引领的时代。就此而言,笔者以为,政府应减持国有股份,并将所得投资于医疗、教育、住房等领域,逐步消除挡住居民消费的三大大山。

(作者系中欧陆家嘴国际金融研究院副院长)

## 伦敦金融城与奥巴马唱反调



李俊辰

“其实,我并不介意交通信号灯的存在。”伦敦劳合社的董事长彼得·列文勋爵这样说,“但是如果是红灯55秒,而绿灯只有5秒的话,那显然不是我所期望的一种规则。”

在辩论奥巴马对金融行业改革措施的得与失时,列文勋爵保持他一贯的不抱希望的态度。这位伦敦金融城的人,总是对规则有种种恶感的情绪。而这样的情绪,刚刚被美国国会众议院金融服务委员会主席巴尼·弗兰克在达沃斯上的会议上痛批。在渡过了席卷全球的“大风雪”之后,本届世界经济论坛探讨“后危机”时代全球经济的复苏之路,并尽力绘制出全球经济“可持续复苏路线图”。

金融改革这个达沃斯论坛分论坛的参与者,有摩根大通国际主席雅各布·弗兰克尔、美国国会众议院金融服务委员会主席巴尼·弗兰克、劳合社主席彼得·列文勋爵、哈佛大学经济学和公共政策系教授肯尼斯·罗格夫以及中国人民银行副行长朱民等人。银行家们当然对奥巴马政府的行为不屑一顾,甚至试图在这座瑞士小城将奥巴马的宏图大计扼杀于摇篮之中。

列文勋爵虽然不是银行家,但作为伦敦金融城举足轻重的人物之一,他的观点总是与他的同行们保持一致。他尖锐地指出,美国政府曾经通过的萨班斯法案试图将全世界从困境中解救出来。结果如何呢?当然,美国的这一举措并不“失败”,因为从另一个角度来说,很多公司将业务从纽约移向伦敦,让伦敦金融城焕发新机。也许同样的事情可能再次发生。因为,按规则办事并不是所有人都遵循的法则。而且,全世界的问题,是不可能找到一个办法来解决的。现在,对欧美金融界而言,需要好的监管,更好的监管,而不是更多的监管。如果英国和美国采取更多的金融监管,那么,银行和商业机构会被“驱逐”到新兴的金融中心,比如新加坡、上海、苏黎世等。

在任何情况下,解决的办法,在列文勋爵眼里,不在于施加更多的规则和条例,但是在银行本身以及金融业内部者手。不幸的是,银行家的措施可能已为时过晚。因为普通民众并不满意,为所有紧

急措施买单的到头来都是纳税人,而普通民众更占了这些纳税人的相当大的比例。这位全球最古老的保险组织的主席除了对银行有所看法之外,还发表了对于2010年保险业的看法。他认为2010年保险业将会在保险费和投资方面面临严峻考验,这些源自去年没有发生飓风或者其他大灾害,那么今年要增加保险费用将变得十分困难。他由此判定,2010年的投资环境依然会十分糟糕。由于,投保人会把大量的分红收入投入到债券和股市上去,是因为收益过低,保险投资行业将不得不努力提高回报。

在欧洲银行业,对于更为严格的银行与金融行业的规定出台后在金融行业乃至整个经济发展中所能起的作用,大都持严重的怀疑态度。他们始终认为,新的金融市场规定不应以这种转移为目标。列文勋爵便调侃地说道:“现在,瑞士的一些州已经开始在伦敦的大街上设点,以吸引人们到瑞士来投资……新规定是一种很幼稚的做法。”

再则,奥巴马金融改革政策提出缩小单个银行的规模和经营范围。但是,事实上,绝大多数客户希望银行可以提供跨境服务,而这也是许多银行的优势所在。英国巴克莱总裁鲍勃·戴蒙德不无讽刺地问道,如果没有像巴克莱这样的大银行,为美国国债市场提供流动资金,美国财政部如何解决它的财政赤字难题?他认为,大型银行具有极为重要的作用,特别是对于那些跨国交易及其他活动,而商业银行的规模之所以不断变化,并不是银行自身的需要,而是来自客户及市场需求的驱动。

不过,对于银行而言,进行某种程度的结构调整或拆分,可能是必要的。对公众而言,增加银行业的透明度,明确权责以降低风险,是他们所期望的。至于对于流动资金以及投机行为的约束不能一刀切,这样并不利于银行的信贷能力的循环。

在达沃斯论坛上,伦敦金融城与奥巴马大唱反调,而各持己见的欧洲银行家们急切希望在各个政府监管大刀落下之前,能借用达沃斯论坛这个平台,尽力为自己多争取些主动权,以防金融改革出现不利于自身的定调。

(作者系英中金融投资商会理事长)

### Forum

#### 上证论坛

全球金融危机过后,世界经济已进入低速增长阶段,主要发达国家的低失业率与财政赤字,决定了他们不太会过早退出宽松的货币政策。除非国内通胀压力急剧上升,新兴市场国家也没有动力加息。这意味着外围国家的资产价格泡沫可能还将继续累积。由此,2010年世界经济的主题词将定格在低增长、高失业、多摩擦与泡沫化上。

# 全球经济“可持续复苏”问号一大串



张明

2010年的世界经济依然游走在泡沫与低速之间。

昨天闭幕的第40届世界经济论坛,主题就是“改变世界:重新思考、重新设计与重新建设”,各国政要、企业家与学者齐聚瑞士小镇达沃斯,集中讨论全球金融监管、国际货币体系改革、贸易保护主义、气候变化与清洁能源、国际资本流动与社会保障体系等问题。虽然议题复杂多样,但主线始终很清楚:本轮经济复苏的可持续性以及退出政策的时机选择。当下的世界,一边是对全球流动性过剩、大宗商品价格上涨与资产价格泡沫的担忧,另一边是对主权债务危机、财政赤字灾难、失业率企高与经济二次探底的疑虑。作为论坛的核心议程之一,“可持续复苏”实则存在极大的争议与不确定性。

与“可持续复苏”相对应的,则是世界经济二次探底。笔者所在的代表团在今年1月下旬曾走访了欧洲中央银行、联合国开发计划署以及经济合作与发展组织等国际机构。若要概括这些机构对于2010年全球经济走势的观点,大致可以用其中一位经济学家的妙语来表达,当谈及世界经济二次探底的可能性时,他认为“it's unlikely, but not impossible”(不太可能,但并非绝无可能)。或许这并非经济学家的搪塞卸责之语,而是当前世界经济的复杂形势着实让人难下定论。

世界经济复苏的最大不确定性,在于全球范围内的最终需求能否恢复。在过去10年中,是美国居民的过度消费支撑了世界经济的高速增长。在次贷危机爆发前的巅峰时期,美国居民储蓄率为负,而消费与GDP之比高达72%。美国居民的借贷消费驱动了全球经济增长,而外国国家政府则通过向美国居民贷款来支撑美国居民的过度消费。当美国房地产泡沫破

灭产生的负向财富效应,美国衍生品泡沫破灭导致的商业银行紧缩信贷最终戳破了美国居民过度消费的泡沫之后,一切突然变得难以以为继。

发达国家的消费者短期内很难恢复元气。一方面,作为未来居民消费的先导指标,目前美国与欧元区的失业率都达到了10%,而且可能持续较长时间。对收入下降的担忧必然导致居民开始削减消费。另一方面,美国居民在次贷危机过程中大约损失掉超过10万亿美元财富,他们需要提高储蓄率来重建财富。此外,在资本充足率压力以及对资产质量担忧下,商业银行依然处于集体惜贷的状态中,消费信贷增长缓慢。

新兴市场国家尽管增长前景更加光明,但却很难指望新兴市场国家的居民能够填补发达国家消费萎缩留下的空白。以金砖四国为例,尽管中国与印度政府正在努力扩大内需,但两国出口导向的发展策略尚未有根本改变,而且两国国内均普遍存在的产能过剩意味着他们很难产生对其他国家制成品的需求。中国目前的投资率接近50%,且2009年固定资产投资率依然远高于GDP增长率,产能过剩问题恐怕只会更加突出。巴西和俄罗斯依然是资源出口国,他们还希望外部需求的复苏能带来资源出口收入的上升。作为一个整体,目前金砖四国恐怕只能在能源与初级产品方面为全球提供净需求。

世界经济复苏的另一不确定性,则是发达国家与新兴市场国家的财政危机。从近期来看,部分欧元区国家的主权信用危机正处于高发期。继希腊之后,西班牙、爱尔兰、意大利、葡萄牙等国家的信用等级都处在岌岌可危的地步。目前几乎所有重要的欧元区国家都突破了马约对财政支持及政府债务比率的限制。尽管欧盟官员可以用危机时期的例外来搪塞,但这一例外能够被容忍与持续多久,依然充满着疑问。难怪“末日博士”鲁比尼已开始放言:



### 我有逃税者资料,请付钱!

一名据称掌握了在瑞士开有黑账户的1500名德国逃税者资料的知情者,向德国政府要价250万欧元“出让费”。据调查人员估计,那份名单上所有人的总逃税额有1亿欧元之巨。但用钱来交换这些信息,在德国始终有强烈争议。

漫画 刘道伟

### ■外论一瞥

#### 《卫报》1月28日专栏文章 现有国际治理体系已难以胜任了

围绕重新设计国际货币体系这一问题的达沃斯午餐会,用了很长时间用于分析,却只花了很少的时间提出切实可行的应对接下来将会发生的事情的建议上。

就如WTO主席帕斯卡·拉米所指出的那样,商业和金融已经全球化了,而国际治理则要回溯到创立了现代民族国家体系的威斯特伐利亚条约。而在威斯特伐利亚体系中,你能够强迫一个国家做某件事情的唯一途径是通过战争。”

拉米的挫败感很容易理解。在过去8年多的时间里,他一直试图使WTO的150多个成员国签署新一轮的贸易自由化协定。这一过程漫长而又复杂,很少有人理解谈判的细节,而这也是各国领导人也试图打破僵局,然而总是很快陷入了细节的泥潭中。

现在,WTO并非受到所有国家的欢迎。如果多哈回合谈判最终无果而终的话,一些批评者就会说“多么可喜的解脱”。然而,我们不能忽视WTO更重要的一个方面。WTO是旨在建立一个新全球体系的唯一的现代尝试,它有能力对其成员国进行规则约束。破坏WTO规则的国家会受到惩罚。制裁也可能被实施。即使如此,让WTO的所有成员国做出必需的妥协,以求达成多哈回合谈判,也是不可能的。

简单来说,目前的国际治理体系并不胜任。现实情况是,权力仍然掌握在民族国家或像欧盟那样的国家集团手中。在可预见的未来,这些对其民众负责的民族国家必须做出至关重要的决定。因此,那些想要变革的人应当鼓励政府采取单边行动或达成意愿联盟,而不是坐等需要假以时日才能建成的一个完美的体系。

这意味着应该欢迎奥巴马关于金融监管的提议,

鼓励欧盟采用托宾税并给单个成员国施压使其停止过度捕鱼。当然,继续致力于全球协定和全球治理结构也是非常重要的。

(作者:英国《卫报》评论员拉里·埃里奥特 张金翠编译)

#### 《金融时报》1月27日文章 沃尔克规则:美国银行新标准

自从保罗·沃尔克离开由其设计的银行改革序幕后,“沃尔克规则”就被视为华尔街利益的代名词。批评者抱怨,这一措施是被用来分散聚焦在民主党政治困境上的压力,并认为这一规则不具实践性,它将美国银行置于同欧洲银行竞争的不利地位,同时目标也是错误的,会让一些投资银行成为漏网之鱼。

这些反对意见,尤其是最后一条是有分量的。要求存款银行不能从事自营交易或拥有对冲基金、私募基金公司的沃尔克规则,首次为2008年金融危机引发的危机提出了明智的结构性的补救办法。为此,拆分银行,而不是让它过大而难以倒闭,依靠严格规制、更高的资本支出和风险预警机制,这些转折都是值得欢迎的。

当然,沃尔克计划的的确确面临许多难以想象的困难,但我不认为它是不切实际的,将对对冲基金和私募基金资产从有联邦存款保证和官方支持的银行中分离出来并不困难。从事市场作价的银行出于挣钱或至少不亏钱的目的来管理资产负债表。对高管和管理者来说,排除纯粹赌博式的冒险行为是可行的。沃尔克规则不是遏制创新或阻止对冲基金、私募基金赚钱。对大型金融机构的遏制与繁荣金融市场实际上是相融一致的。

对沃尔克规则存有不满的强有力理由,是沃尔克规则仅聚焦在接受存款的银行而不是沃尔克在G30报告中

稳定美元币值,美联储可能步入加息周期,这将导致全球套利交易的终结与短期国际资本的回流,从而戳破新兴市场国家的资产价格泡沫。

从中长期来看,作为全球货币体系的核心国,美国的财政赤字问题同样不能令人乐观。尽管危机后美国居民储蓄率的上升带来了经常账户赤字的改善,但政府储蓄率的下降,可能再次导致经常账户赤字的恶化。持续的财政赤字与经常账户赤字将导致美元长期处于贬值压力中,而全球储备货币的持续贬值,无疑将加剧全球流动性过剩与套利交易的盛行,新兴市场国家的资产价格泡沫可能愈演愈烈。美国政府挽救美元币值的努力则会给世界经济(尤其是外国国家)带来新的伤害。一方面,为了同时实现经济增长与改善经常账户赤字的双重目标,美国将会采取更加严厉的外贸政策,这会加剧全球范围内的贸易摩擦,新兴市场国家的出口增长将更加艰难;另一方面,为应对国内通胀压力与

稳定美元币值,美联储可能步入加息周期,这将导致全球套利交易的终结与短期国际资本的回落,从而戳破新兴市场国家的资产价格泡沫。

主要发达国家的低失业率与财政赤字,决定了他们不太会过早退出宽松的货币政策。一方面,加息造成的紧缩会加剧失业;另一方面,加息将会提高国债收益率,增加政府通过发债为财政赤字融资的成本。唯一的例外可能是像加拿大、澳大利亚这样的资源出口国。除非国内通胀压力急剧上升,新兴市场国家也没有动力加息。

由此,2010年世界经济的主题词也就将定格在低增长、高失业、多摩擦与泡沫化上。

(作者为中国社科院世经政所国际金融室副主任)

## 新股“破发”首发失败本应常态化

◎周到

这个周末,市场各方都在密切关注新股发行体制改革研讨会可能会有些什么结果。笔者认为,最终要使首发新股“破发”常态化,或许每年有若干宗首发新股失败或推迟案例,才算新股发行体制改革实现了正确的目标。

境外市场首发新股“破发”,早已常态化。中国西电上市第二天,证券三大报的头版报道都突出了“时隔三年”,新股上市首日“破发”这一点。就因为时隔三年,“破发”事件的新闻价值大为提高。但这是沪深市场的情形。这样的事,若放在境外市场,根本就没有什么新闻价值。2010年1月,香港市场仅在27日和29日上市两只新股:RUSAL和南戈壁,上市首日分别报收9.66美元和112.00港元,低于发行价10.80美元和126.04港元。但RUSAL和南戈壁“破发”的消息,没能引起媒体的兴趣。因为在香港,这与首发新股上市当日能涨10%一样正常。

2010年是沪深证券交易所开20周年。而迄今为止,沪深市场已有20个拟上市公司违规而在刊登招股说明书或招股意向书后,首发被叫停的案例,而没有任何一起拟上市公司在刊登招股说明书或招股意向书后,因认购不足等市场原因导致发行失败的案例。这也是中国首发上市的结果。境外市场的情形都不一样。去年10月21日和12月7日,卓越置业和融创中国发布全球招股文件;10月27日和12月14日,两公司即宣布:鉴于目前市况及为投资者争取最佳利益,“决定不会按原定时间表进行全球发售”,并退回募集资金,上市计划被搁置。原定在去年12月1日发布招股文件的国际泰丰控股,也因市况不佳而决定押后上市,迄今未见时间表。本来,拟上市公司发行能否成功、何时首发,属于市场行为。沪深市场只要拿到“批文”,就不主动推迟发布招股说明书或招股意向书时间的情况,只能说明发行体制不够完善。

新股发行体制改革能否全面成功,也是关系到多层次资本市场建设的大问题。2010年,我们要研究和探索建立在中国证监会统一监管下最佳中国特色的场外交易市场,择机扩大代办股份转让系统试点范围,加快场外交易市场建设。在境外,场外交易市场实行注册制。目前,代办股份转让系统的新股发行实行备案制。若新股发行体制改革获得全面成功,也有利于推动场外交易市场新股发行制度的出台。

(作者系西南证券场外交易市场部总经理)

#### 日本《朝日新闻》1月29日社论 美国能独善其身吗?

奥巴马的第一份国情咨文演讲,以经济和民生议题为主,有三分之二的篇幅在讲述美国经济的复兴。奥巴马提出,促进就业是美国政府2010年第一要务,美国将通过向建设高铁网络等基础设施进行投资,开发替代能源等方式提供就业机会,并承诺“将在5年内使美国的出口实现倍增,创造200万个就业岗位”。针对已创下历史最高纪录的财政赤字问题,奥巴马则表示将在3年内冻结除国家安全、医疗和社会保障以外的政府开支,并设置超党派委员会以维护财政纪律。美国目前财源有限,已无富余财源可以实施那些对提高就业有直接效果的大型经济刺激政策。

另外,美国政府在处理劳动者补贴、医疗保险改革等民生问题上陷于被动。上任以来,奥巴马总统的支持率一路走低。选民对于奥巴马政权的不满情绪空前高涨,如果无法构筑社会弱势群体的安全网,“美国的重生”将很难以实现。

考虑到目前美国所处的此种窘况,奥巴马称将“创造就业”作为首要任务的表态也在情理之中。然而,奥巴马似乎忘记了他一年之前“改变美国,改变世界”这一让世界期待的豪言壮语。现在,美国对世界经济的贡献之善可陈,其精力全面倾向国内,可以说美国辜负了全世界的期待。请问奥巴马,在金融危机的世界里——美国能独善其身吗?

(梁宝卫 编译)