

宏观调控应与市场化改革取向相协调

□常清

从2004年以来,我国针对经济过热已进行了两轮宏观调控。虽然取得了不小的成就,但效果并不像人们所预期的那么理想,真正深层次的根本矛盾还没有得到根本解决。我认为,本轮宏观调控效果不理想,反而强化了一些改革对象的利益诉求。导致这一现象的根本原因在于:宏观调控并没有协调好与之相互配套的市场化改革,反而在运用行政手段进行宏观调控时,弱化了市场的功能,由此导致宏观调控的动机和目的不能相互统一。

与上世纪90年代中期的宏观调控相比,本轮宏观调控没有像上次调控那样出现立竿见影和效果明显的情况。1995年,国家实施全面治理通货膨胀、抑制经济过热的经济政策,到了1996年已全面见效。那么,为什么本次宏观调控与上次宏观调控之间会有如此大的差距呢?其主要原因是因为本轮宏观调控所面临的经济环境已发生了实质性变化。

从经济开放的角度看,我国加入WTO之后,国际、国内两个市场,尤其是商品市场迅速接轨,国际市场的变化更为直接地影响着国内经济发展。我国经济的全面开放,使宏观调控的经济环境发生了巨大的变化。例如,大宗商品价格变动,国内一些热点行业的资本投入,都与国际市场变化和外国资本的流动息息相关,已不单纯是国内市场的变动和国内投资变动的问题。我国已经不是一个相对封闭的经济循环体系,而是正在全面地融入国际市场。



常清,著名期货专家,金鹏期货公司董事长,中国农业大期货与金融衍生品研究中心教授。

从体制变化的角度看,本轮宏观调控的难点是地方政府的行政行为。上一轮宏观调控留下的后遗症之一就是强化了地方政府的权威,大大强化了地方政府配置资源的能力。在此基础上,随着中国的城市化发展,地方政府的行政权威与房地产开发相结合,产生了地方政府在房地产开发中拥有绝对利益的这一独特经济现象。据一些调查研究资料表明,近几年来地方政府的财政收入大幅度增加,其中一大块收入来自于批地,土地出让收入在有些地方财政收入收入中占到一半以上,而房地产商的成本利润率高达100%以上,资本收益率也达到300%,甚至500%。这种利益的一个投资主体,而且在其强烈的资源占有和支配偏好的行为影响下,用其行政手段,以财政资金为杠杆撬动了银行信贷,由此也形成了投资过热。

同时,本轮宏观调控还出现了一些始料不及的问题,那就是正在成为改革对象的利益集团的既得利益不断强化,不断向国家提出新的诉求,使得宏观调控的效果大打折扣。例如,从我国改革开放开始,我们始终坚持的改革原则是进行市场化改革,即从行政性的计划管理转向市场化的配置资源。但是,在上轮宏观调控结束后,行政部门的行政力量却不断得以强化,并且行政力量与经济利益日益结合,形成了越来越明显的部门利益和地区利益。有许多部门利益、地区利益都通过制定行政法规的方式得到了强化,虽然这与改革开放初期的所谓“部门利益”和“地区利益”还不能完全同日而语。当宏观调控政策与这些既得利益相左时,其政策的实施将是非常困难的。再例如,我国的垄断性国有企业不仅具有资源的垄断地位,而且还无偿地使用全民的资本,却不用向全体人民上缴利润,这种特殊的地位使得民营资本根本无法与之进行公平竞争。所以,在本轮经济过热的

本轮宏观调控效果之所以没有完全达到预期效果,其根本原因在于没有解决好如何协调宏观调控与市场化改革之间的关系。宏观调控运用行政手段,反而弱化了市场功能。因此,现在是我们应当好好反思这几次宏观调控的成绩与问题的时候了。因为,如果没有真正的市场化改革,宏观调控只能解决经济中一些表面问题,并不能达到我们预期的宏观调控目标。

过程中,这些垄断集团具有超强烈的投资冲动。它们为了巩固和扩大既得利益,就必须扩大市场占有率和强化垄断地位,这种投资是不计效益和没有经济约束的。因此,这种投资冲动也是不受利率政策影响的,所以在发达国家中有效的货币政策工具在我国却作用甚微。我认为,改善宏观调控,关键是要仍以市场化改革为主线,推进市场化改革是我国能不能从根本上抑制经济过热和转变经济增长方式的关键所在。只有市场化改革才能从根本上解决由政府配置资源为主体向市场配置资源为主体的方向转变。由此,通过提高资源配置的效率和减少资源配置的浪费,这样才能真正做到以科学的发展观统领全局,实现经济增长方式的根本转化。为此,我们应当从以下几个方面入手:

首先,在国际国内经济环境发生新的重大变化条件下,要明确宏观调控最主要的内容应该是推进生产要素市场的改革。从理论上讲,要素产权和定价问题是市场体制及制度安排中深层次的根源

性问题,经济波动和增长方式只是前者的表象和后果,试图用行政调控手段来解决深层次的要素市场产权和定价问题是不切合实际的。这也正是前一次宏观调控之所以不彻底和今年为何还要进行宏观调控的根本原因。本轮宏观调控所采取的主要措施主要是管住项目、管住信贷、管住土地、管住环保和管住能耗,这些问题除了环保问题外都应该通过要素市场的体制改革来予以解决,如产能过剩和能耗过高主要是要素和资源性产品定价过低所造成的,主要应该通过价格信号的变动来予以调节。

其次,地方政府行为的改革应当被提到重要的议事日程上来,要界定地方政府行为的边界,不能让它成为一个万能政府而滥用纳税人的税收或滥用全民的土地。前不久,在刚刚闭幕的党的十六届四中全会关于建立和谐社会的决议中,明确提出了推进全方位的改革方针,应该重点解决地方政府的行为问题,让地方政府管自己应该管的事,而不是去替代市场进行资源的配置,否则市场化

改革是不可能深入的,大大小小的各级政府以卖土地的财力来主导着地方的资源配置,将会让市场机制没有任何发挥作用的空间。因为,政府的投资和经营是不计成本和没有效益的,是一种典型的粗放型的浪费经济,这一问题是我们从改革开始时就已被列为重点的一个问题,现在是到了应该彻底进行改革的时候了。

再次,国有大型的行政垄断和资源垄断企业(包括金融机构),都应该大踏步地实行市场化体制改革,让它们成为真正的企业。从改革之初到现在我们党的历次体制改革的决议中,虽然都非常明确要解决这个问题,但在实践中,这些措施却难以真正落实到位。其中,最核心的问题是我们要出台一些具体的措施,以此构建国有垄断性企业与民营企业之间的公平竞争环境。我认为,第一,这些企业应当上缴利润,不能将利润用于这些企业的自身发展;第二,应该对这些企业征收资源税和行政垄断税,并将这一部分收益纳入国库用于国家建设;第三,真正打破大锅饭和铁饭碗,像民营企业一样实行人事管理和薪酬管理,决不能让垄断得来的利益和应该上缴的利润都变成了职工收入和福利被分配掉了。

现在,我们应当好好反思这几次宏观调控的成绩与问题,解决好宏观调控如何协调市场化改革的关键问题。因为,如果没有真正的市场化改革,宏观调控只能解决经济中一些表面问题,并不能达到中央所提出来的宏观调控目标。

抓住综合治理契机 推动证券公司发展

□齐鲁证券公司总裁 孙国茂 天同证券高级研究员 边绪宝

金融业的全面开放是今后国内证券公司面临的巨大挑战

按照中国加入WTO的承诺,我国将在2006年底向外资全面开放银行、保险业市场,并进一步开放国内证券市场。随着承诺期限的到来,我国证券业对外开放的步伐也越来越快。从中国政府和美国、欧盟达成的人世协议来看,证券业的对外开放在整个金融服务行业中最为谨慎、最为缓慢。但是随着银行业、保险业的全面对外开放,证券业的完全对外开放也将不可避免。

加入WTO对国内证券公司的冲击与挑战主要反映在国内外证券公司的差距上,这种差距具体表现在以下几个方面:

首先,国内证券公司资产规模普遍较小。资产规模是证券公司综合竞争力的重要表现,规模大小代表着一个公司的抗风险能力和业务创新能力。截至2005年底,在国内99家证券公司中,行业排名前10位证券公司的总资产、净资产和净利润分别为1188.02亿元、247.79亿元人民币,前10家证券公司2005年的营业收入总和仅为50.10亿元人民币(见表1)。而同期摩根士丹利公司的总资产、净资产、营业收入分别为8985.23亿美元、291.82亿美元、267.78亿美元;即使规模相对较小的莱曼兄弟公司的总资产、净资产、营业收入也分别为4100.63亿美元、167.94亿美元、146.30亿美元(见表2)。

通过对比可以发现,国内前10家证券公司的总资产规模、净资产总和、营业收入总和仅为摩根士丹利公司的1.65%、10.62%、2.35%;仅为莱曼兄弟公司的3.61%、18.46%、4.31%。虽然中美证券公司在核算口径有不同之处,统计数据不完全具有可比性,但中美证券公司在资产规模、盈利能力上的差距之大由此可见一斑。过小的资本和资产规模使我国证券公司难以实现经营上的规模效应,抗风险能力低下,同时也限制了其开拓国际市场、抵御国际竞争的能力。

其次,我国证券公司的业务范围较窄,抗风险能力弱。我国证券公司目前开展的业务主要有:证券经纪业务、证券承销与保荐业务、财务顾问业务、证券自营业务、资产管理业务、投资咨询业务、其他业务等。从业务结构上可以看出,我国证券公司的业务结构基本上还是围绕最本源的业务来构建的,业务品种数量和国外证券公司相比有较大差距。目前,国内证券公司的收入也主要来自经纪业务、证券承销业务、资产管理、自营业务等传统业务,其中经纪收入又占了50%以上。这种营业收入结构,加重了证券公司二级市场的依赖性,一旦市场行情低迷,券商的整体经营状况就面临较大影响。而国外投资

证券公司历时两年多比较彻底的综合治理,解决了长期难以处理的券商挪用投资者保证金、违规国债回购、违规代客理财等历史遗留问题,化解了整个证券行业的系统性风险,而且扶持了一批创新试点类和规范类优质证券公司的发展,证券公司主要业务的行业集中度显著提高。今后,应该以行业综合治理为契机,推动我国的优质证券公司向现代投资银行发展。

银行业务的主要特点是业务范围广、适应性强、创新能力突出。其主要业务范围已经涉及所有金融领域,地域范围则涵盖全球资本市场。业务多元化的结果使得国外投资银行收入来源呈现分散化,提升了抗风险能力。也增加了营业收入来源。

第三,国外投资银行目前正以多种途径参股或控股国内证券公司。自1995年摩根士丹利公司与中建设银行组建我国第一家中外合资投资银行中金公司以来,外资正以所谓的“中金模式”、“中银模式”、“湘财模式”、“高盛华模式”、“瑞银模式”等纷繁多样的方式进入我国证券市场,甚至绕过中国人世签署的有关协议,间接控股了国内证券公司。特别是“高盛华模式”和经国务院和有关部门批准的“瑞银模式”开创了外资控股国内证券市场的先例。这是国内证券公司面临的巨大挑战。

行业综合治理取得的主要成效

2005年7月29日国务院办公厅转发了证监会《关于证券公司综合治理工作方案》,确定了“分类监管,分类处置,标本兼治,扶优限劣”的指导方针,这标志着证券监管部门对证券公司发展思路的进一步深化和完善。

综合治理工作开展两年以来取得了五个方面的主要成效。

一是基本摸清了证券公司风险底数,证券公司财务状况基本得到真实反映,为监管措施的有效实施打下了基础。

二是证券公司挪用客户资产、违规委托理财等历史遗留风险大幅下降,与综合治理开展之前的2004年初相比,主要风险指标平均下降90%。

三是严厉查处违法违规行为,稳妥处置了南方证券、闽发证券、大鹏证券、德恒证券等29家高风险和严重违法的证券公司,依法追究了一批责任人的行政和刑事责任,初步建立了证券公司风险处置的长效机制。2004年证监会处置了7家风险巨大、事态紧迫的公司,2005年处置了12家整改无望或发生新违规的公司,形成了对公司整改的新机制,截至2006年7月底共有20多家在技术上已经破产的证券公司被行政接管、托管或破产重整。

四是改革客户资金存管、国债回购、资产管理、自营等基本业务制度,建立证券公司财务信息披露和基本信息公示制度,完善以净资本为核心的风险监控和

表1 中国十大证券公司主要财务指标(2005年度) 单位:百万元(人民币)

名次	公司名称	总资产	净资产	营业收入
1	国泰君安证券股份有限公司	19680	2732	602
2	中国银河证券有限责任公司	17558	-	974
3	申银万国证券股份有限公司	14274	1816	645
4	海通证券股份有限公司	13430	3443	226
5	中信证券股份有限公司	11505	5646	750
6	广发证券股份有限公司	10890	2509	749
7	中信建投证券股份有限公司	9231	2505	-
8	东方证券股份有限公司	7692	1819	321
9	招商证券股份有限公司	7641	1727	507
10	华泰证券有限责任公司	6901	2582	236
总计		118802	24779	5010

资料来源:中国证券业协会

表2 美国四大投资银行主要财务指标(2004—2005年度) 单位:百万美元

		摩根士丹利	高盛公司	美林公司	莱曼兄弟公司
总资产	2004	747334	531379	628098	357168
	2005	898523	706804	681015	410063
净资产	2004	28206	25079	31370	14920
	2005	29182	28002	35600	16794
营业收入	2004	23708	20550	22059	11576
	2005	26778	24782	26009	14630

注:美国投资银行的营业收入为减去利息支出后的净收入 资料来源:各公司2005年报

预警制度,初步建立业务种类、业务规模与净资本水平动态挂钩的监管新机制,基础性制度建设得到全面加强。

五是积极推动证券公司创新发展,行业格局开始优化,一批创新试点或规范类公司在市场竞争中优势显现。中国证监会高度重视推动证券公司创新发展,2004年以来陆续发布了创新试点类和规范类证券公司的评审标准,经专家按程序严格评审,截至2006年7月底,分别有17家证券公司获得了创新试点资格,21家证券公司获得规范发展类资格。一批公司积极开展创新活动,积极开发适合市场需要的产品,提高服务水平,探索新的盈利模式,利用行业整合的机遇做大做强,并开始向社会公开披露信息,取得了明显效果。

总体上看,通过综合治理,证券公司经营行为的规范程度明显提高,违规现象得到有效遏制,基础业务得到巩固,与发展、新业务探索有序启动,经营状况有所改善,监管工作的针对性和主动性明显提高。2006年上半年全行业营业收入231亿元,实现利润123亿元,盈利公司93家。全行业财务状况恢复到历史较好水平,连续4年亏损的局面将在2006年得以扭转。

行业综合治理将促进我国证券公司发展

对证券公司进行综合治理的主要目的就是尽快化解证券公司历史遗留

的问题与风险,加强证券市场基础性制度建设,建立和完善证券公司的内部控制制度和现代金融企业制度。通过分类管理,实现优胜劣汰,推进证券行业资源的有效整合,支持优质证券公司创新发展。今后,应该以行业综合治理为契机,推动我国的优质证券公司向现代投资银行发展。

1、创造证券公司发展的良好外部环境

(1)创造有利的外部经营环境。当前大力发展证券市场,对证券公司进行综合治理,并以此为契机推动证券行业振兴是一项涉及面广、覆盖范围广的系统性工程,政府各相关部门应该通力协作,密切配合,以促使证券公司逐步走出低谷,摆脱行业困境,共同做好资本市场的各项改革和发展工作,共同推动证券行业的振兴和崛起。应当恢复并增强全社会对证券行业振兴发展的信心,重新树立证券业的社会公信力,重新塑造证券业的信誉和公众形象。要让社会各界充分认识到证券公司是资本市场不可或缺的中介服务机构,在摆脱行业困境方面有着十分强烈的要求和迫切的愿望;要逐步改善证券公司的经营环境,减轻经营压力,扩展生存空间,不能使证券公司边缘化。从证券公司角度来讲,不仅要明确自身的市场角色和功能定位,回归中介服务机构的本位,强化中介功能,而且要从整个证券行业的战略高度出发,积极推动有关加强证

券公司综合治理的政策出台,为促进证券公司的持续、稳定、健康发展营造有利的政策氛围。

(2)要把扶优限劣上升为新时期的监管理念。一方面,证券监管部门应当鼓励和扶持创新类、规范类的优质证券公司的发展;另一方面,应当对技术上已经破产和严重违法、违规的劣质证券公司加快进行风险处置,并且逐步建立劣质证券公司市场化退出机制,促使证券资源从劣质证券公司逐渐向优质证券公司集中,促进证券资源的合理有效配置,提高证券资源的配置效率和利用效率。这可以充分体现监管部门两手抓的原则,反映监管部门实施分类监管、扶优限劣的监管思路。应当积极鼓励证券行业的自主创新活动,增强其自主创新能力,推动整个证券业的金融创新,在增强和完善既有业务的基础上,开辟新的业务领域,延伸业务边界,拓宽业务范围,培育新的利润增长点,从而建立新的、有效的盈利模式。

(3)积极拓宽证券公司的融资渠道和融资途径。我国证券市场的发展必须彻底解决券商资金不足的问题,特别是在法律上给予券商合法、合理的融资渠道。目前应当尽快赋予证券公司一般融资者的法律地位。为此,应继续支持符合条件的证券公司公开发行股票或发行债券筹集长期资金,继续完善证券公司质押贷款以及进入银行间同业市场管理办法,制定证券公司收购兼并和证券承销业务贷款的审核标准,在健全风险管理体系和完善内部控制机制的前提下,为证券公司使用贷款融资创造有利条件。比如,可以适当延长证券公司银行间同业拆借市场的拆借期限,对那些资产质量高、信誉良好、公司治理健全、内控机制完善的优质证券公司可以由现行的7天延长至4个月;借鉴日本、我国台湾地区的成功经验,成立专门为证券公司提供融资服务的证券融资公司。

2、注重对证券公司的事前监管

在我国证券市场发展的目前阶段,必须尽快通过有力的市场监管形成一个扶优限劣的政策环境。在这种监管环境下,一方面要使得那些通过合规经营的公平竞争胜出者必须得到应有的高回报,对优质证券公司要鼓励;另一方面对那些违规造假证券公司的打击必须要有足够的力度,对图谋不轨者要形成强大的威慑。坚持分类监管,区别对待的原则,通过一系列优胜劣汰政策的实施和市场退出机制的建立,促进优质

证券公司的发展,加速劣质证券公司的尽快退出,从而提高整个证券行业的产业集中度与资源配置效率。

(1)建立以净资本为核心的监管体系。目前,对证券公司资本充足性的规定主要体现在《证券公司管理办法》和《证券公司净资本计算规则》两个法规中。由于证券公司财务数据严重失真,以及采用简单投资组合法计算风险导致的资本计提严重不足,使得以净资本为核心的监管体系一直未能发挥应有的作用。因此,应尽快颁布详细的《证券公司监管条例》,对净资本的计算作出更为详尽的规定,并借鉴成熟的VaR等数量分析模型,利用具体的模型要求证券公司随时计算和掌握风险状况。

(2)建立并完善信息披露制度。证券公司作为金融企业,承担了公共受托责任,其会计信息应该公开,这样做既有利于社会公众对证券公司的监督,也有利于证券公司自觉守法经营。因此,必须建立证券公司的信息披露制度,进行详细、及时、准确的披露,以维护股东和客户的利益。

(3)注重对证券公司行为规范的监管。对证券公司的行为规范进行监管是证监会开展监管活动的重要内容。从我国的监管实践来看,一方面存在着监管过度的现象,表现在行政权力对证券公司的干预与控制无处不在,用行政职能代替市场的职能。另一方面存在着监管不足和监管的盲区,不能够提供有效的市场制度与规则,对于券商及其高管的违规、违法行为不能进行及时而严厉的处罚。

从目前已经关闭或被托管的证券公司来看,证券公司的违规经营活动与其实际控制人、高管人员的行为密不可分。综合治理工作开展以来,已有三十余家证券公司关闭或者被托管,但是真正追究法律责任,受到刑事处罚的当事人却寥寥无几。托管工作组在接管一家关闭或需要托管的证券公司时常常会发现该证券公司违规挪用巨额保证金、违规融资、违规自营、私自转移公司资产,以及其他违规行为都与该公司的高管、大股东或实际控制人密切相关,但由于缺乏相应的处罚措施,相关人员并没有因此而受到处罚,由此造成的十几亿元、几十亿元的资金损失最后却由国家和投资者来承担。我国证券市场的实践表明,加强日常行为规范监管是我国证券公司健康发展的重要保证。

(4)推动符合条件的证券公司通过上市融资等方式做强做大。证券公司上市融资不仅可以快速增加资本金,壮大证券公司的资本实力,而且上市以后成为公众公司,通过股权结构的适度分散化,依靠证券市场的种种约束力量形成公司重要的外部治理机制,可以进一步完善公司治理结构,减少大股东一股独大和内部人控制现象。