

watch|上证观察家

年内再次加息不宜过急有八大理由

最新数据显示,宏观经济运行大体上健康良好,目前还不是采取进一步紧缩措施的恰当时机,若央行急于实施年内二次加息,很可能会与其初衷背道而驰。宏观调控的首要目标不是单纯“压增长”,而是着力于调整结构,改善经济增长方式。人民币本来就承受着巨大的升值压力,一旦实施加息,重估人民币汇率的压力必将进一步加大,央行货币政策操作的难度也越发艰难。

□张新法

国家统计局今年第一季度国民经济数据发布后,市场上对有关数据的解读见仁见智,其中很有代表性的一种观点认为,经济已出现过热的苗头,必须马上采取包括加息在内的一系列紧缩性宏观政策进行“预调”,以抑制出现经济过热。

这种观点对经济过热的担忧并非毫无道理,但它太前瞻、太“远虑”了,因而不合时宜。因为,最新数据显示,宏观经济运行大体上健康良好,目前还不是采取进一步紧缩措施的恰当时机,若央行急于实施年内二次加息,很可能会与其初衷背道而驰。具体理由如下:

第一,既“快”又“好”的经济不需要加息。今年一季度GDP同比增长11.1%,增速比上年同期加快0.7个百分点。经济增长尽管偏快,但增长的动力结构得到初步改善,主要表现在投资增速明显回落,而消费增长出现加速,投资与消费关系不协调的状况开始得以改善,外贸顺差在3月份也出现了较大回落。这表明,目前经

济的较快增长主要是靠内需尤其是消费拉动的,经济增长的内生性动力开始加强。

第二,偏快不代表过热。尽管增长之快超出预期,但“快”不等于“热”,对于正在崛起的中国而言,增长仍是硬道理。宏观调控的首要目标不是单纯“压增长”,而是着力于调整结构,改善经济增长方式。目前的经济并未出现全面过热的苗头,投资并未出现大幅反弹,信贷投放的增长有其合理性,各种物价指数的上涨也比较温和。

第三,投资增速的小幅回升不足以使央行扣动加息扳机。投资增速与去年同比虽然回落明显,但从今年的进度来看还是在相对高位运行,但比去年会小幅回落。一方面,一批大型投资项目的开工建设,国内流动性过剩局面的延续、企业利润的快速

增长及现行绩效考核体制导致的地方政府较为强劲的投资冲动会对投资增速形成高位支撑,但另一方面,这几年出台的宏观调控政策将促使投资增长向理性回归。节能减排和污染治理会对投资增长形成制约,信贷环境的继续趋紧也对投资增长产生一定的抑制作用,产能过剩行业的兼并整合减少了盲目和重复投资的机会,投资的结构也开始得以改善,有其合理增长的一面。据此认为,今年固定资产投资有望进入适度增长区间,仅就眼下的投资数据看,不存在加息进行预调的理由。

第四,正确看待目前的物价上涨。第一季度的各类物价指数仍处于正常区间,并未出现明显的通货膨胀。从类别看,目前物价上涨的动力主要还是由食品价格的上涨所带动,并没有出现经济过热时价格的全面上扬。作为物价先行指标的PPI,一年多来一直呈现稳中有降的走势,今年以来更是步步走低,已从1月份的3.3%回落至3月份的2.5%。当然,在未来几个月内,某些因素的共同作用很有可能推动物价继续

上涨,但即使如此,央行在加息问题上的“相机抉择”仍然不应该太急。

第五,用加息抑制信贷对投资的增长缺乏针对性。首先,信贷投放流入了投资领域是个伪命题。根据央行发布的最新数据,今年1季度人民币贷款同比多增1678亿元,其中居民户贷款同比多增1578亿元,非金融性公司及其他部门贷款,仅同比多增100亿元。可以说,信贷资金的增量部分并没有流入投资领域,反而大多流向个人消费信贷领域。其次,加息对抑制投资的作用有限。相较于市场竞争、产业政策和政府的行政法律手段,加息对抑制投资所起的作用有其局限性,也不能收到有保有压的效果。

第六,仓促加息不利于消费增长。今年一季度,社会消费品零售总额21188亿元,同比增长14.9%(3月份增长15.3%)。应该说,消费出现了多年少有的加速增长的趋势,这也一直是政府实现经济增长方式转变的目标所在。但必须看到,我国居民消费增长的基础还不牢固,一季度消费之所以出现较明显的增长,主要是由居民收入的增加所致。数据显示,2007年一季度,城镇居民人均可支配收入实际增长16.6%,增幅高于上年同期5.8个百分点。农民人均现金收入实

际增长12.1%,增速高于上年同期0.6个百分点,是1997年以来同期增幅最高的。城乡居民收入的增长来之不易,居民消费出现快速增长更是难得,由于居民收入增长的基础还不牢固,居民消费的较快增长能否持续,还具有不确定性。根据消费与储蓄的关系,若上调存贷款利率无疑会打击消费者信心,尤其对采用消费信贷的大宗消费产生明显的抑制。

第七,加息会加大人民币升值压力。过去的数据显示,每次利率上调,都导致中国外汇占款大幅飙升,然后又导致流动性膨胀、贷款扩张、固定资产投资和资产价格上涨。尤其是现在,国内经济并未出现过热,人民币本来就承受着巨大的升值压力,一旦实施加息,重估人民币汇率的压力必将进一步加大,央行货币政策操作的难度也越发艰难。

第八,对年初以来实施的紧缩政策的效果尚待冷静观察。今年一季度,为应对流动性过剩局面,央行已两次上调存款准备金率,一次上调金融机构存贷款利率,频繁出台的紧缩措施已表明稳健的货币政策正日趋紧缩。这些紧缩措施的实施效果到底如何,应该说现在尚未完全体现出来,目前仍处于“观察期”。既是观察期,还是以静制动为上策。(作者单位:银河证券公司)

不能把节水 和涨价画等号

□魏也

在“中国水务国际大会”上,有关专家表示,目前我国平均水费支出占城市居民人均可支配收入的比重偏低,仅为1.17%,我国城市居民水费支出存在较大空间,水价还可提高一倍以上。

无论什么资源类产品价格上涨,都有一个冠冕堂皇的理由,即促使人们树立节约意识。但是,节约与涨价之间一定存在相对应的因果关系吗?事实上,节约用水最大的障碍并不在于水价低,而在于政府提供的节水条件不够。早在2004年,北京水价上调时,高耗水行业提高得最多。有关部门的解释是:政府就是要鼓励高耗水行业,通过这样的价差鼓励企业使用节水。中水是生活污水和工业废水经处理后,达到了一定的水质标准,可以有效利用。

实际上,无须鼓励,像洗车这样的高耗水企业无不希望使用节水,因为每吨中水的价格只相当于自来水价格的1/60,问题是,企业想用中水未必就能用得上,因为中水使用的渠道和安全性还没有完全解决。如果政府不提供足够的中水,不提供畅通的渠道,水价涨得再高,企业的节水意识再强,又有什么用呢?

其实,居民家庭还是非常注意节约用水的,真正缺少节约用水观念的恰是主导水价上涨的水务有关部门。北京市曾对全市48家市、区政府机构2004年的能源消费进行了问卷调查。结果显示,48家政府机关的人均耗能量、人均年用水量 and 人均年用电量分别是北京居民的4倍、3倍和7倍。显然,带头浪费的政府有关部门,反过来把板子打到公众身上,有失公允。

与国外相比,我国目前的水价并不算低。美国城市供水水价平均每立方米也仅为0.597美元,折合人民币大约为每立方米4.8元,而美国的人均收入是我国的20多倍。专家认为,外国城市居民生活水费支出占总支出的3%,而我国居民仅1%,据此判断水价还有上涨空间。这种判断方法是片面的,因为,国外社会保障机制比较健全,教育、医疗等方面的开支,很大一部分是由政府埋单的,水价占3%的比例对社会保障机制不健全的中国来说是太高了。

而且,如果涨价,可能对低收入者造成影响,加重他们的生活负担。据专家测算,目前水费支出已占低收入群体可支配收入的3%至4%,已经接近其承受能力比较靠上的界线。低收入者可能不堪水价重负。节约用水,最重要的是研制和推广节水器具、宣传节水方法——政府尤其要起带头作用,千万不能把节水与涨价画上等号。

企业亏损高管拿高薪扭曲激励机制

□吕翔

据新华社报道,安徽省能源集团控股企业安庆皖江发电有限责任公司(下称皖江公司)总经理彭伟,近日因受贿、贪污上百万元被法院数罪并罚,一审判决有期徒刑11年6个月。据调查,公司投产当年即亏损一亿多元,而彭伟从公司筹建到投产,却一直以各种名目领取名目繁多的各项奖金、福利113万多元。

企业亏损,彭伟每年领取的各种奖金却有70笔之多,奖金名目之多到了令人瞩目的地步,比如水系统运行完成等节点奖励2940元、1号2号汽机低缸缸扣盖节点考核奖2700元、1号锅炉酸洗节点考核奖1440元。高管人员为了自肥,最大限度地发挥了自己的聪明才智。

类似的这种事件并非个别。不久前,广东省省情调查研究中心发布的《2006年省情调查报告》指出,当前广东国有企业薪酬管理缺乏规范和有效约束,总体上处于无序和失控状态。许多国企薪酬管理存在较大的随意性。有的企业以强调“经营者个人贡献”为由,自定高薪。有的企业实行“股权激励”,几年间高层管理人员分别获得几千万元甚至近亿元个人收益,而企业却经

营亏损。薪酬是劳动力的价格,是人力资本投资企业所获得收益的回报。从现代企业管理理论来看,企业的竞争归根结底是人才的竞争,薪酬作为企业分红的一种形式,目的是为了激励人才发挥潜力,使企业实现效益的最大化。尤其在目前竞争激烈的环境下,优秀管理人才成为稀缺资源,企业只有支付相应的薪酬才能吸引并留住这些人才,传统的薪酬观念便因此被大批,而高薪则应运而生。

但是,高薪必须有企业的业绩作为前提,只有高管的薪酬与企业业绩挂钩,才能真正产生激励效应。遗憾的是,恰恰是在这最关键的一点上,我们许多企业没有做到,甚至做反了。安徽皖江公司总经理彭伟一案,就是一个非常典型的例子。国内一项针对150家上市公司的研究也表明,高管薪酬与公司规模和公司业绩缺乏相关性,主要原因是,高管薪酬的薪酬和绩效考核机制不完善,市场化的人才和薪酬机制尚未形成。

高管如果通过自肥就能拿到高薪,他就很难有通过努力提升企业效益的动力,高管人员的薪酬与企业效益的相关性越弱,高管的动力就越不足。从这个角度



漫画 刘道伟

来看,高薪是一把双刃剑,如果用得不当,扭曲了激励机制,很容易损害到企业利益和投资者的利益。因此,需要把高管人员的薪酬与企业效益紧密联系起来,同时,要加强监管。

目前,对企业高管薪酬的监管机制仍然跟不上时代的步伐。从安徽皖江公司总经理彭伟案来看,皖江公司所有的奖金发放都是由公司董事会确定的,说公司老总和管理层的收入就是自己说了算,董事会一纸决定就将滥发奖金合法化了,根本没有监督可言。

股份制公司高管薪酬的决定权力应该由投资人即股东说了算,投资人据以决定高管薪酬高

低的依据就是公司的业绩。但是,在具体实践中,一般都是由代表所有者和企业法人的董事会决定的。因此,解决亏损企业高管的高薪问题,必须解决两个问题,一是对管理者加强监管,取消亏损企业高管拿高薪的资格,比如,对其原有薪酬低薪制,都容易扭曲激励机制,不利于形成优胜劣汰的优秀人才选拔机制,是现代企业发展的天敌,因而,应该认真对待这一问题,正视其危害性,及时加以解决。

所谓“资产富裕型公司”是指那些上市公司尽管目前的经营业绩或许很一般,但它们却拥有大量的土地储备,未进入的潜在盈利资产及随时可套现的股权资产等,一旦对这些部分隐性资产的实际价值进行价值重估的话,那么,这类公司的实际价值就会超越目前的账面价值。从这个角度分析,这类公司的投资风险相对较低,但投资收益反而相对较高。

从目前来看,A股市场上就具有大量“资产富裕型”的上市公司。当然,投资这类上市公司的判断标准不是看市盈率高低,而是看价值重估能否带来较大的重估收益,一旦重估的资产价值得以套现,这类公司目前看似较高的市盈率就会大幅下降。

我们不妨分析一下资产富裕型公司为什么是具有风险较低和收益较高的特点。例如,有一家上市很早的上海本地上市公司,尽管其目前的经营业绩非常一般,但在上海市中心地段拥有多处面积较大的厂房,我们注意到,该上市公司是在计划经济时代取得这部分厂房的,因而其取得成本是非常低廉的。但是,随着上海城市的

治理股市“老鼠仓” 要引进国际惯例

□马红漫

“粮食丰收之后,必须提防鼠患”,这句贴在农村宣传栏中的宣传语,如今也成了中国证券市场的形象描述。波澜壮阔的牛市行情让投资者们切实体会到了“粮食丰收”的喜悦,然而喜悦的背后是“鼠患”横行。

与农村的鼠患有所差异,证券市场的“鼠患”叫做“老鼠仓”,是指基金经理在使用公有资金买入、拉升某只股票之前,先用个人的资金在低位买入该股票,等到用公有资金将股价拉升到高位后,个人的持股率先卖出获利,而机构(公有)和散户的资金甚至可能因此被套牢。“老鼠仓”属于利用内幕信息以及运作资金的职业优势炒作股票,涉嫌利益输送和内幕交易。

最近,有关某基金经理涉嫌“老鼠仓”问题的传闻,尽管被该公司否认,但是另据报道,由证监会基金监管部组成的专案调查组日前已开始对公募基金涉嫌“老鼠仓”交易事件展开全面调查,调查牵涉的基金公司数量众多,一场轰轰烈烈的“打鼠行动”正在证券市场展开。

股权分置改革基本完成之后,随之而来的是违规交易的愈演愈烈,甚至成为危害证券市场健康发展的关键因素。然而,打击违规交易的决心未必意味着打击成效的卓著。事实上,打击“老鼠仓”正在证券市场展开。

就以基金经理的私人账户为例,尽管监管部门和基金公司要求基金经理上报本人及直系亲属的账户资料,但是这样的上报其意义不大。在现实中,基金经理的“老鼠仓”不仅不会使用上报的账户,甚至连旁系亲属账户也很少使用。日前有媒体曝光,前期遭遇恶意炒作的杭钢钢庄家,甚至使用已经去世三年的农村老大的身份炒作股票。违规交易账户的隐蔽性和查处难度之大,由此可见一斑。

事实上,违规交易“查处难”几乎是一个全球性的难题。然而,这并不意味着监管因此而失效,关键在于措施是否得当。所谓“以彼之道,还施彼身”,基金“老鼠仓”的最大特征就是隐蔽性和暴利,所以有效的监管也应当以此为契机。参考国际经验,笔者认为违规交易的监管需要引入“举证责任倒置”和“奖励举报”两项制度。

首先监管部门要制定一套确认可能存在违规交易的判断标准。比如,依据有效市场理论,根据信息披露后是否会引发股价的异动来界定信息是否属于“内幕”。在判定标准既定之下,一旦某只股票涉嫌违规交易,法律即可要求交易者承担自我举证的责任,也就是投资方必须举证自己为何会在这么准确的时机购买股票而又不存在内幕交易,否则就将被惩处。与“老鼠仓”操作的隐蔽性相一致,国外的现实案例证明,违规交易者将很难轻易证明自己是清白的。

此外,经济激励对于打击违规交易也很重要,有效的奖励制度可以让“老鼠仓”面临人人喊打的局面。比如,美国的各级证券交易机构均设置了市场监管部门,允许知情人、律师、新闻媒体等向其“爆料”。举报消息一旦查实,举报人将可获得高达案值10%的奖金,而涉案者则可能面临重罚,这一奖励举措带给举报者最大的奖励曾达到1000万美元。高额奖励成为促成全民监管的有效措施,在奖励制度刺激之下,社会公共的力量都被动员起来加入监管,很多律师会主动通过专业研究来判断是否存在违规交易嫌疑,进而积极举报;知道违规操作内幕的人员也可能因为奖金巨大而主动揭发违规交易,从而从源头上遏制了“老鼠仓”行为的泛滥。

违规交易已经成为证券市场的毒瘤。打击违规交易行为确实需要重拳出击,但重拳的要求并不在于力量的大小,关键是打击技巧的有效性。

voice|上证名记者

寻找“资产富裕型公司”

□乐嘉春

无论我们承认也好否认也好,目前A股市场已进入了一个“高估值时代”,也就是说,在A股指数大幅上升后,A股市场的整体估值优势正在逐渐减弱。用比较通俗的话来讲,就是目前前买任何A股股票都已经不再便宜了。在这种市场背景下,如何让自己在未来股市投资中的胜算超越大盘呢?这是一个值得思考的问题。笔者认为,在茫茫的股海中,寻找到一些资产富裕型的上市公司,这应当成为我们在高估值时代中投资制胜的一种重要策略。

所谓“资产富裕型公司”是指那些上市公司尽管目前的经营业绩或许很一般,但它们却拥有大量的土地储备,未进入的潜在盈利资产及随时可套现的股权资产等,一旦对这些部分隐性资产的实际价值进行价值重估的话,那么,这类公司的实际价值就会超越目前的账面价值。从这个角度分析,这类公司的投资风险相对较低,但投资收益反而相对较高。

从目前来看,A股市场上就具有大量“资产富裕型”的上市公司。当然,投资这类上市公司的判断标准不是看市盈率高低,而是看价值重估能否带来较大的重估收益,一旦重估的资产价值得以套现,这类公司目前看似较高的市盈率就会大幅下降。

快速发展,这部分厂房的地产价值也在快速上升,一旦这部分厂房的地产价值按公允的价值进行重估甚至套现,其实际价值肯定将超出其原有价值的几十倍甚至几百倍。从这个角度分析,对这部分厂房的实际价值进行重估的话,那么会给该上市公司带来巨额的重估收益,并将大幅提升其经营业绩。

类似的案例还有许多。最近,听一位业内朋友讲起一件事,有家境外对冲基金在投资A股时,主要考虑投资蓝筹股及热门行业的热门公司股票,而是专挑上海、北京等地的本地老牌上市公司进行资产配置,这类公司大都具有未重估的房地产资产,它们的投资方式是“只进不出”。这一看似与价值投资有悖的投资方式,实际上是重在挖掘具有价值重估潜力的公司价值,是看到了这部分隐性资产的实际价值取得的重估收益,那么它们就能获得较高的投资收益。

事实上,分享中国市场经济的巨大变革带给A股市场的巨大利润,这可能是一种更为安全和投资收益更高的新的价值投资方式之一。这给我们一个重要的启示:目前我们需要重新认识什么是“价值投资”,价值投资的形态是多元化的,并不是单一的机械的。并且,从一个侧面也能证实资产富裕型公司有望成为A股市场的持续投资热点。

也许,避开投资目前A股市场上的投资亮点——蓝筹股及热门行业的热门公司股票,专心持有那些资产富裕型公司的股票,时间会站在你的一边,只要你耐心持有,或许你就不会错过一个未来能够增长五倍或十倍以上投资收益的好公司。这样,你也许会成为A股市场中的下一个赢家。