

# Opinion

watch|上观观察家

## 发债组建外汇投资管理公司正当其时

在人民币升值步伐加速的背景下,外汇储备正在不断缩水,因此寻找更多高收益投资渠道,保证外汇储备资产的保值增值显得日益重要。如果财政部向人民银行发行债券获得人民银行的部分外汇储备后投入外汇投资管理公司,那么对外汇投资公司来讲,这种方式集资速度较快,而人民银行可以利用这种债券进行公开市场操作,依然能够起到回笼流动性的作用,而且还可以逐渐回笼央票,特别是可以为机构和个人提供更多的投资工具,直接或间接地分流股市投资资金。这样来运作外汇投资管理公司可以取得多种效果。

□哈继铭

从1990年到2006年,我国的外汇储备以年均33%的增速由111亿美元提升到10663亿美元。2006年底外汇储备量居全球首位,并远高于其他主要经济体。由于我国目前经济增速快,工作年龄段人口占比大,居民和国家财政储蓄率高,因此外汇储备高速增长的趋势在短期内难以改变。然而我国外汇储备在传统的投资模式下,相对收益较低。在人民币升值步伐加速的背景下,外汇储备正在不断缩水,因此寻找更多高收益投资渠道,保证外汇储备资产的保值增值显得日益重要。

外汇储备的大幅高速增长也导致我国的流动性日益泛滥。近年来,外汇储备已经成为我国基础货币的最大来源。事实上,货币政策近年来非常被动,一直在通过冲销来尽量减弱外汇储备增长对基础货币的影响。通过海外投资来减少国际收支盈余,进而降

低外汇储备的增速,可以一定程度上缓解流动性泛滥的局面。世界上有不少国家成立了国家外汇投资公司,其原因包括本国经济无法在防止经济过热的前提下吸收巨大的外汇流入,某些出口行业一时期内带来的大量外汇收入令货币升值从而伤害到本国其他行业,在未来造成自然资源的枯竭。我国外汇储备的不断增长导致流动性泛滥和经济过热;高生产率的出口制造业带来的大量外汇流入造成升值压力,但低生产率的农业成为升值压力;我国目前最大的资源是“人口红利”,但数年后人口将老化,将出现“人口负债”。借鉴国外成熟的经验,成立国家外汇投资管理公司,并进行市场化的运作管理,将我国外汇管理和运用变为主动,成为理想的政策选择。这与我们常说的中国需要“制造”资本账户逆差,将资金“投出去”的思路是一致的。

国家外汇投资管理公司成立和运作涉及许多细节问题,包

括组织机构的建设、本金的获得、投资方向和领域等等。中国国家外汇投资管理公司正在筹备中,我们难以猜测其具体安排,但是很可能借鉴其他国家外汇投资公司的经验。资本金可能通过两种方式获得。第一种方式是国家外汇投资管理公司向市场发行人民币债券,用募集的人民币资金向人民银行购买等额的外汇储备,注入国家外汇投资公司。第二种方式是财政部向人民银行发行债券获得人民银行的部分外汇储备后投入国家外汇投资管理公司。第一种融资方式有利于在集资过程中降低市场流动性,但融资速度较慢。毕竟,难以在利率水平不出现剧烈波动的前提下短期内向社会大量发行债券。第二种集资方式的特点是集资速度较快。人民银行可以利用这种债券进行公开市场操作,依然能够起到回笼流动性的作用,而且还可以逐渐回笼央票。我们认为第二种方式比较科学,因为同第一种方式相比,回笼流动性的主动权将掌握在货

币当局即央行手中。第一种方式下,发债进程难以与货币政策协调,可能会增大央行货币政策执行和流动性管理的难度。无论以何种方式,我们判断国家外汇投资公司的规模将是逐渐扩大的,这也是其他国家的经验。中国外汇管理公司的规模可能是全世界类似公司中最大的。以目前外汇储备的规模、我国进口量、短期外债的规模、外资企业近年来在中国盈利水平判断,我国目前出于流动性考虑所需的常规意义上的外汇储备应当不会多于8000亿美元。换言之,以目前的外汇储备规模判断,国家外汇投资公司的规模可以达到2000亿-3000亿美元。发行债券对流动性和资本市场会产生一定的影响,但这种影响应该是积极的、正面的占主导地位。首先,这对货币政策有一定的影响。第一种方式将有助于减小外汇储备的积累速度,缓解央行发央票、提高法定准备金率对流动性的负担,从而有助于控制货币、信贷增速,降低市

场流动性。但是由于不可能短期内向社会大量发行债券,对市场流动性的影响较小。在第二种方式下,人民银行可以利用债券进行公开市场操作,更加有效地冲销流动性。特别是可以为机构和个人提供更多的投资工具,直接或间接地分流股市投资资金。第二,如果向社会发行人民币长期债券,预计债券的利率水平将高于法定存款准备金利率,这对银行应该是利好,因为目前人们预期将来央行将主要依靠提高法定准备金率收紧流动性。但是,目前尚不知该类债券是否可以流通,何时可以流通。如果可以流通,将提高债券利率水平,尤其是长期利率(假定这类债券主要是长期的)。长期利率水平的提高,将抑制固定资产投资,包括房地产投资。当然,这对房地产行业负债率较高的企业可能是利空。第三,我们认为国家外汇投资公司应当仅限于投资境外,而投资范围包括股票、债券、货币市场工具、直接控股、不动产以及自然资源等。我们认为国家投资管理公司将重视持有国外资源性企业和金融企业股份,这对中国未来可能面临的资源价格风险和金融风险都有一定的冲销作用。(作者为中金公司首席经济学家)

## 产品质量认证如何走出乱局

□贾壁

卫生部规划财务司审计处对牙防组的审计报告出笼,报告首次确认,牙防组通过违规认证获取了利益,金额至少2185万元。牙防组成员大量从牙防组获得个人收益,在10年间,牙防组用于工作人员工资福利、公务支出的费用近1400万元,而报告确认,牙防组专职日常工作人员只有6人,除会计和出纳为外籍人员外,其他4人均在北京大学口腔医学院预防保健科正式在编人员。1400万元均分到这几个人身上,数额惊人。

令人震惊的是,这样一个通过认证获取巨额收益的所谓认证机构,并没有认证资格。牙防组在不具备认证资格的情况下开展认证业务,且通过认证获取收益,涉嫌违法。我国《认证认可条例》第九条规定:“设立认证机构,应当经国务院认证认可监督管理部门批准,并依法取得法人资格后,方可从事批准范围内的认证活动。未经批准,任何单位和个人不得从事认证活动。”第十四条规定:“认证机构不得与行政机关存在利益关系。认证机构不得接受任何可能对认证活动的客观公正产生影响的资助。”

匪夷所思的是,卫生部新闻发言人的说法却是:牙防组多年来在全国口腔保健人员培训和健康宣传教育方面,做了大量的工作,取得了显著的社会效益。这从一个侧面暴露出牙防组与公权力之间的联系之密切,有消费者控告牙防组时追加卫生部为被告也就不难理解了。产品质量认证的目的是通过对符合认证标准的产品颁发认证标志,便于消费者识别,也有利于提高经认证合格的企业和产品的市场信誉,增强产品的市场竞争力。然而,没有认证资格、出于利益目的的认证活动,却背离了这一目标,成为误导消费者并对其他未参与认证企业构成不公平竞争的幌子,危害极大。

产品质量认证过程中伴随着相当多的利益联系。据报道,佳洁士牙膏所属的宝洁公司共支付认证资金约1200万元,其中1000万元捐赠给牙防基金。一些没有认证资格的企业通过挂靠的方式绕开法律的制约,在公权力的庇护下进行认证,然后,再对获取的利益进行分配,这种现象在某种程度上已将法律的有关规定架空。目前质量认证之乱由此可见一斑。

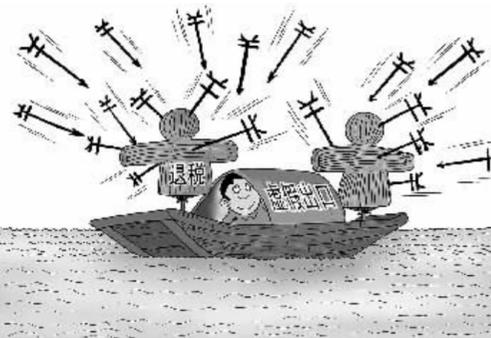
任何产品质量认证行为都必须由具备认证资格的单位依法认证,否则,就应当受到法律的制裁,那些对非法认证者包庇的权力机关无疑也应受到惩处,否则,认证乱局难以终结。

## 用经济和法律手段遏制虚假出口

□吕翔

国家发改委宏观经济研究院近日发布的一份报告指出:“我们估计去年8-12月因‘虚假出口’导致顺差同比虚增175亿美元,占同期贸易顺差的17%。”而在此之前,国家统计局原局长李德水指出,中国的顺差并非体现出的那么大,炒汇、企业骗取退税是导致中国外贸顺差“失真”的重要原因。美国渣打银行分析师王志浩也根据大量资料分析后提出,2005年中国1019亿美元顺差中真实部分也就310亿美元。贸易顺差大,相当一部分与通过“虚假出口”骗取出口退税有关。出口退税,即将出口商品中所含的税退给企业,使出口商品以零税率进入国际市场,使得进入国际市场的商品具有平等竞争力。“适度激励”17%的退税,出口越多,所骗到的出口退税金额就越多,这使得一些企业敢于铤而走险。要遏制“虚假出口”,下调出口退税率无疑是明智的政策选择,这种做法将向出口企业发出“过度激励”向“适度激励”转变,有利于减缓出口增速,降低贸易顺差,减缓外汇储备的增长,保持中期汇率水平的基本稳定,减轻人民币升值压力。

适当降低出口退税比率也有利于我国对外贸易结构的升级。发改委提供的数据显示,在



漫画 刘道伟

不难想象出口退税诈骗的猖獗。从根源上来看,出口退税诈骗源于这种制度本身的缺陷,应该利用经济手段进行解决,比如,在上述走私大案中,高科技电子产品的出口可享受达到17%的退税,出口越多,所骗到的出口退税金额就越多,这使得一些企业敢于铤而走险。要遏制“虚假出口”,下调出口退税率无疑是明智的政策选择,这种做法将向出口企业发出“过度激励”向“适度激励”转变,有利于减缓出口增速,降低贸易顺差,减缓外汇储备的增长,保持中期汇率水平的基本稳定,减轻人民币升值压力。

我国贸易顺差中,加工贸易主导的特征非常明显,2006年加工贸易顺差为1888.8亿美元,却占到全部顺差106.4%的比重,这意味着,加工贸易之外的贸易形式是逆差,这种贸易结构亟待改变,以整体提升我国产品在国际市场上的竞争力。对日益稀缺的资源类产品,应逐步取消出口退税并加征出口关税,以避免“杀鸡取蛋”,用资源换取外汇的做法,这不仅可以误导企业继续从事资源类产品的出口中获利,给我国未来的资源安全埋下隐患,也容易造成环境的恶化,使我国不得不花费更高的代价来解决——这显然是得不偿失的。令人欣慰的是,我国已经逐步这样做了。5月21日,财政部直

布,从今年6月1日起,将对142项商品加征出口关税。这种措施将在一定程度上对资源类产品的出口形成抑制,这不仅可以从根本上解决“虚假出口”问题,对我国的经济安全与可持续发展也具有积极意义。

减少“虚假出口”还必须动用法律手段。骗取出口退税是一种违法犯罪行为。我国《刑法》第二百零四条规定:以假报出口或者其他欺骗手段,骗取国家出口退税款,数额较大的,处五年以下有期徒刑或者拘役,并处骗取税款一倍以上五倍以下罚金;数额巨大或者有其他严重情节的,处五年以上十年以下有期徒刑,并处骗取税款一倍以上五倍以下罚金;数额特别巨大或者有其他特别严重情节的,处十年以上有期徒刑或者无期徒刑,并处骗取税款一倍以上五倍以下罚金或者没收财产。

最高人民法院的司法解释,把骗取国家出口退税款5万元以上的,定为刑法第204条规定的“数额较大”;骗取国家出口退税款50万元以上的,为“数额巨大”;骗取国家出口退税款250万元以上的,为刑法第204条规定的“数额特别巨大”。要想有力打击和有效遏制“虚假出口”,就必须加大骗取出口退税者的违法犯罪成本,防止出现以罚代刑的状况,削弱对违法犯罪分子的威慑力。

## 控股股东要做公司治理好榜样

□卫文省

目前,中国证监会在全国上市公司中开展的上市公司治理专项活动正如火如荼地进行着。笔者以为,这场上市公司治理专项活动开展的效果如何,乃至全国所有上市公司治理的水平如何,上市公司的控股股东(或实际控制人)是关键,只有控股股东为上市公司的上上下下做出了好榜样,我们的上市公司治理水平才能真正上一个新台阶。

中国有许多古语说得很好,比如“上梁不正下梁歪”、“喊破嗓子,不如做出样子”、“火车跑得快,全靠车头带”、“村看村,户看户,社员看干部”、“惟某某马首是瞻”等等,说的其实就是管理者、领导、意见领袖的一举一动对群体的影响力之大。在我们中国目前的现实中,控股股东能够控制甚至完全控制上

市公司的几乎所有的经营管理活动。那么,为了上市公司的长远健康快速发展,我们的控股股东确实要做好榜样。

首先,控股股东要做诚信经营的好榜样。我国古代秦朝商鞅变法,用立木重赏的方式取信于民,实际上是政府在取信于民,那么,我们控股股东作为上市公司的实际控制人,用自己的“管理者”和“领导者”的地位,通过不懈努力,自己依法诚信经营,并将控制层和母公司的诚信文化向上市公司渗透,相信我们的上市公司的董事会、监事会和经理层也会惟控股股东马首是瞻,依法经营,诚信经营,对国家、社会各界、投资者、监管部门负责,及时、完整、全面、客观地披露各种信息,而不是通过弄虚作假来糊弄投资者,甚至以犯罪手段来恶意掏空上市公司。

其次,控股股东要做履职尽

责的好榜样。我们中国人有句古语叫做“己所不欲,勿施于人”,“正人先正己”,只有我们的控股股东恪尽职守,勤勉尽责,才能要求和影响上市公司高层。现在,在部分上市公司中间,还存在着董事不懂事,监事不作为,经理不理事等滥竽充数的现象,甚至存在着个别高管为了私利而损害上市公司利益者。控股股东,就要发挥好实际控制人的作用,通过对上市公司董事会的“控制”,把这些不合格的高管们从现在的位置上“请下来”。当然,对于为上市公司作出突出贡献者,也要制定有关的政策,用物质、精神,甚至股权的方式激励他们,为上市公司的发展吸引和挽留优秀人才。

最后,控股股东要做推进上市公司公司治理的好榜样。我国现在的上市公司,几乎都是各行各业中间的“佼佼者”,或者是“领军人物”,上市公

司的发展,不仅对于所在地的经济发展起着龙头作用,还是国民经济新的增长点,更是现代企业制度和公司治理的领跑者,对于国家、地区的经济发展,对于证券市场的发展都起着至关重要的作用。我们的控股股东要作为上市公司的实际控制人,其根本利益应该与上市公司是一致的,上市公司发展,则控股股东得益;上市公司衰落,则控股股东受损。

基于此,控股股东应该做推进上市公司公司治理的好榜样。尊重上市公司的“三分开”、“五独立”,把应该由上市公司干的事情,交给上市公司干;不该向上市公司伸手的时候,就不要向上市公司伸手;“杀鸡取卵”式的掠夺。控股股东还要通过实际控制地位,为上市公司发展营造更为宽松的环境,从战略决策层为上市公司规划好发展之路。

voice|上证名记者

## 股市财富效应有利于刺激国内消费

□乐嘉春

近日,阅读今年第一季度央行货币政策报告,可以发现这样一个逻辑推导:居民储蓄存款之所以会源源不断地流向A股市场,是因为存在着股市的财富效应。财富效应同时又刺激并增强了人们的消费意愿。所以,目前A股市场的持续景气在一定程度上对刺激国内消费已产生了显著影响。

有关提升股市景气度以刺激国内消费的话题,多年来有识之士已有反复的论述。在笔者看来,制约当前人们消费的主要影响因素可以简化为这样一个等式:可支配收入=工作收入+资产收入(股票、债券和房地产等金融资产)-税收。由于人们均会受到跨时期预算约束的制约与影响,不可能将全部收入(尤其是将工作收入)用于消费,以应付养老、医疗和教育等支出需求。

在这种情况下,如果当金融资产增加时,金融财富的增加自然会增强人们的消费信心和刺激他们的消费需求。这就是所谓的“财富效应”。有关股市的财富效应与消费之间互动的相关关系,美国曾有过深入的研究,均揭示了股市的财富效应对刺激人们的消费有突出影响。

当然,财富效应对宏观经济的积极影响还远不局限于此。因为,股市的财富效应将促使更多的居民储蓄存款向股市进行“大搬家”。一方面,财富效应刺激和增加了人们在金融方面的投资需求;另一方面,股市对分流居民储蓄存款的作用与影响也日益显著。这不仅有助于将庞大的居民储蓄存款转化为有效的消费需求与投资需求,有利于刺激和扩大内需,而且也有助于改善导致目前中国所面临的“储蓄长期大于投资”的经济失衡局面。

## 银行应该怎样提供VIP服务

□博杰

据报道,中国银行上海分行在各个营业网点推出了一项“业务办理加急”的服务项目,出50元加急费就可享受VIP快速通道享受VIP客户的快捷服务,每次可以办理多笔业务,但必须一次性在柜面办理完毕,离柜后若当天要再次办理相关业务则须另行收费。记者调查发现,此举引起了其他一些排队者的不满,认为加急等于是花钱插队,正常排队者“至少要排上两个小时”才能办理业务。

中行客户服务热线的工作人员解释说,50元业务办理加急费是经过批准的,目前上海分行各营业网点都已开展了这项业务。“服务的出发点也是希望以VIP理财中心豪华的硬件设备及优秀的人员配备,为普通有需求并愿意付费的客户,积极主动地疏导分流,缩短大家的业务办理时间。”

但是,普通客户交费即享受VIP服务的做法是否合理呢?VIP即Very Important Person的缩写,意思是重要的人,即贵宾,通常指国家高官、企业高管、企业的重要客户或做过重要贡献的人物等等。在金融业,能否提供优质的VIP服务是衡量一家金融机构竞争力的一个重要标准。这一服务理念最早由外资银行带入。2002年上半年,汇丰银行的卓越理财、花旗银行的贵宾理财等外资银行的理财产品相继进入中国银行业市场,他们通过设置较高的进入门槛而把中低端客户拒之门外,从而为高端客户提供量身定做的专业服务,这一做法让国内银行大开眼界,国内银行开始重视高端个人客户的VIP理财业务。

我国银行在提供VIP服务方面发展迅速,VIP客户所占银行业市场份额直线上升。截至2004年底,招商银行贵宾客户达到了5.8万户,日均存款余额110亿元。金葵花理财客户以1.5%的客户占比,为招商银行创造了高达1/3的储蓄存款余额,高端客户的价值可见一斑。而光大1%的个人VIP客户贡献了将近90%的个人业务利润来源。因此,各家银行对富裕个人客户的争夺都是零售业务的重中之重。

VIP服务能否取得成功,关键在于服务定位和服务质量。如果依据这一标准来衡量,以上海分行做法存在诸多值得商榷之处。首先,VIP客户有着严格的定

从这个意义上讲,中国股市正透过正的财富效应影响着当前许多人的金融财富增长,并间接地制约和影响他们的消费意愿与投资需求,当这种影响传递到对社会总需求(尤其是消费需求)波动的销售量和利润,这显示了企业基本面的改善,投资者往往又会被鼓励再买入股票。其实,这一过程会持续下去。也就是说,股价的变化会带来企业基本面的变化,进而又会带动股价的进一步变化。这就是索罗斯所谓的“反身性过程”。

也许,我们可以借用投资大师索罗斯的“反身性过程”来说明我们上面的分析观点。当股票价格上涨时,投资者们就会感到自己更富裕了,于是就会更多地去花钱或消费支出。这样的话,投资者的消费支出结果是相应地提高了企业的销售和利润,这显示了企业基本面的改善,投资者往往又会被鼓励再买入股票。其实,这一过程会持续下去。也就是说,股价的变化会带来企业基本面的变化,进而又会带动股价的进一步变化。这就是索罗斯所谓的“反身性过程”。

需要说明的是,前面一句话讲的是股市的财富效应对刺激消费确有很大的影响,后面一句话需要补充的是企业基本面的变化也暗示了整个经济基本面的变化,其实就是投资者的更多消费支出支撑了企业乃至整个经济基本面的不断改善。在这个意义上讲,股市的财富效应必然会刺激国内消费及经济增长。

对于投资者来讲,如何深度认识股市的财富效应对刺激消费及经济的市场影响力,这并不是一个关键性问题,关键的问题是要清醒地认识到影响财富效应之盛衰过程的一些市场趋势是否已发生变化。一旦市场趋势没有发生实质性变化,那么我们依然可以维持牛市氛围有利于刺激国内消费的基本判断。

位。比如,招商银行的金葵花账户门槛是50万元,中信银行贵宾理财则分银卡、金卡、白金卡三个级别,门槛分别为30万、60万和100万;建行黑金卡的门槛则是在该行月均金融资产500万元以上;花旗银行及荷兰银行的门槛为存款10万美元,恒生银行的标准为最低开户金额50万元港币或等值外币等等。中国银行的VIP门槛是50万元,设立高门槛是为了集中为这些优质客户提供最优服务。如果达不到这些门槛的客户,通过支付加急费也可以享受VIP服务,将对VIP的服务资源造成挤压。从长远来看,这样做对银行VIP业务的展开存在着一定弊端,毕竟,支付加急费的普通客户常常只是一次性的服务,为了这一次性收费承担VIP服务质量可能受影响的风险,这对银行是否值得?其次,VIP服务不能建立在普通客户利益受损基础之上。与那些本身定位就去为高端客户服务的银行不同,我国银行的服务对象既有普通大众也有VIP客户。在资源有限的情况下,服务同时让两者满意并不容易。尤其是,近年来,不少银行为了压缩成本,不仅不增加服务窗口,还裁减服务窗口,同时,再把一些原来为普通客户服务窗口改为VIP服务窗口。这样做,其实是在以压缩普通客户的利益来满足高端客户的服务要求。在收取加急费后就赋予一些人插队的权利,同样在一定程度上损害了普通客户的利益。

如此提供VIP服务难免遭到人们的质疑,有时甚至为引发诉讼。日前,福州仓山的一位李姓律师到中国农业银行福州仓山支行办理业务时,目睹银行VIP客户随意插队,认为银行“VIP优先”的原则侵犯了普通客户的权益,遂将该支行告上法庭。李先生认为,银行“VIP优先”原则并没有获得普通客户的认可,在客户与银行间所形成的格式合同上也没有相关条款,而银行网点里所张贴的“VIP优先”等告示无法作为合同补充条款,不具备法律效力。且“部分银行网点并没有能力单独专门为VIP客户开通专门的普通通道,VIP客户一到,就让所有普通客户靠边站。这种行为已构成对普通客户的一种歧视。”

如何解决VIP客户与普通客户之间服务资源分配,几乎是所有银行都要面临的棘手难题,这当然也是对银行的一次严峻考验。