

watch | 上证观察家

用特别国债筹资不如用公司债筹资

国家外汇投资公司如果采用公司债的筹资办法,有利于形成成本控制与提高投资收益的概念,方便有关部门考核其经营业绩,并且容易处理汇兑损益。由国家外汇投资公司通过发行公司债来筹集购买外汇所需的人民币资金,使得其资产与负债相匹配,由于负债有成本,所以会使该公司有更加明显的成本概念,增加提高投资收益的压力。在这种情况下,有关部门也容易通过成本-收益考核其经营业绩。

◎赵庆明

全国人大常委会通过发行特别国债 15500 亿元人民币,用以购买约 2000 亿美元外汇,作为组建国家外汇投资公司的资本金来源。此事一经发布,就引起了很多经济学家的关注和讨论。有人认为发行这么大的特别国债将对金融市场产生巨大的冲击,担心银行体系的可用资金不足,从而造成货币市场利率上升,影响我国金融市场的相对稳定,因此此前我国每次发行国债一般仅有几百亿元的规模。

这种担心倒是不必要的,因为财政部可能并不会一次性发行这么多特别国债,而是会分次发行,即使是一次发行,那么它筹集来的这些资金在购买央行持有的外汇储备后,央行就会获得这部分人民币资金,央行有了这笔钱必然也会运用出去,最可能的做法是回购发行在外的央行票据,这样,这笔资金又能返回到银行体系。对于央行来说,在

减少资产(外汇储备)的同时,也减少了负债(央行票据),从而可以维持其资产负债表的平衡。

此外,还可以有另一种更简便的办法,即央行可以将 15500 亿元的央行票据的债务与其相当的外汇储备资产一起划拨给财政部,这部分划拨的央行票据直接转为特别国债。这样做在法律上是能行得通的,并且相对于前一种做法,也简便易行。因此,我们认为,无论是一次发行还是分次发行这么大的特别国债,对我国金融市场并不会产生过大的冲击,更不会出现金融机构无钱认购的局面。

但尽管如此,笔者并非就认为这种做法非常完美,而是认为通过发行特别国债的方法来为国家外汇投资公司筹集外汇,不如通过由财政部为国家外汇投资公司提供担保(明示或默示皆可),由后者发行公司债的方法更好。

首先,发行特别国债的筹资方法在程序上颇为复杂,缺乏灵活性。我国组建外汇投资公司的主要目的

之一是解决官方外汇储备过快增长问题。外汇投资公司不仅仅是要从央行购买一部分存量外汇储备,更主要的是要购买未来的增量部分,从而切断外汇储备增长与货币发行之间的联系,提高央行货币政策的独立性。如果仅仅是购买一部分存量外汇储备,从目前来看,我国国际收支顺差仍将持续,外汇储备仍会增加,央行在货币政策操作上仍将疲于应付对冲外汇占款。在这种情况下,通过财政部发行特别国债的办法则难以具有很好的灵活性,很难应付这种需求。比如,发行特别国债需要经过全国人大批准,程序上比较复杂,缺乏灵活性。

此外,我国财政收支状况不同于新加坡。新加坡 GIC 的外汇储备主要来自政府财政盈余购买的外汇资金,而我国作为一个经济大国,从国际经验和我国的具体国情来看,不可能有持续的大量的财政盈余。而通过发行特别国债的办法来解决收购外汇的资金问题,较少的国债不够,而

如果因为特别国债发行量过大而导致国债总余额过多,会降低我国政府的信用评级,对国家的国际信用形象不利。由国家外汇投资公司通过发行由政府明确提供担保或隐含政府担保的公司债的办法,则相对灵活得多。从程序上看,只需要经过相应金融监管部门的批准即可,不需要全国人大批准。而且由于具有政府担保,具有准国债性质,融资成本并不会比特别国债高很多。

其次,公司债的筹资办法有利于国家外汇投资公司形成成本控制与提高投资收益的概念,方便有关部门考核其经营业绩,并且容易处理汇兑损益。由国家外汇投资公司通过发行公司债来筹集购买外汇所需的人民币资金,使得其资产与负债相匹配,由于负债有成本,所以会使该公司有更加明显的成本概念,增加提高投资收益的压力。在这种情况下,有关部门也容易通过成本-收益考核其经营业绩。

此外,汇率风险以及汇兑损益不

能不考虑。毫无疑问,未来几年内人民币仍会保持升值走势,这种情况下,国家外汇投资公司所持有的外汇资产在进行本币核算时必然面临汇兑损失,通过特别国债的筹资方式,财政部在处理这部分损失时可能会比较麻烦;而如果是通过公司债的方式筹资,这部分损失可以采用挂账等公司财务处理方式来解决。而从长远来看,人民币的汇率(指名义汇率)走势是不能确定的,既有可能升值,也有可能贬值。因此,从长远来看,初期挂账的汇兑损失有可能被以后的汇兑收益所冲抵。

再次,公司债的方式有利于保持国家外汇投资公司相对独立的法人地位,从而便于其对外投资。通过财政部发行特别国债筹资的办法,国家外汇投资公司会被其他国家或其他国家的企业视为中国财政部或中国政府的一个特殊政府机构,在国际上投资时容易受到其他国家的限制。如果是这样,我国提高外汇储备经营收益的目的就很难达到。而通过发行公司债的方式筹资,国家外汇投资公司就容易被视为是国有独资公司,尽管资本金出自国家,但却是一个相对独立的法人实体。这种情况,过去几年里我国某些国有企业在海外投资时曾经实际遇到过,对此我们不能不再以轻松。

(作者单位:中国建设银行研究部)

罗杰斯的信心和中国股市前景

◎吕翔

尽管近期 A 股的波动令部分国际上的中国股票基金大幅缩水,但投资大师罗杰斯仍不改其对中国股市的看好。7月2日,罗杰斯再次强调,他已经清空了几乎所有新兴股市的仓位,但是中国例外,他表示,自己从未想过要卖出中国股票,除非中国股市今年再和去年一样翻倍,否则他会选择坚定持有。

罗杰斯对中国股市走势的看法存在着矛盾之处,但对持有股票他的态度始终如一。今年3月,罗杰斯称,即便中国股市可能因为受美国经济和金融市场拖累而下跌30%到40%,他仍将坚定持有。

罗杰斯是国际上著名的投资专家,他对走势的判断有着惊人的准确性。罗杰斯的信心源于他对中国股市前景的看好。国际上的著名投资者,无不以大势来决定投资选择。巴菲特曾说过:我最喜欢的持有期限是永远持有,“某个国家在某一时期总会有一些暂时性的小问题,但是,这并不能阻止你畅想10年或15年之后的事情。”

因此,我们不能重视短期走势胜于对长期走势的判断。今年5月30日以来,中国经济已经连续20多年保持高速发展态势,在根基稳固的情况下,牛市方向基本上是可以确认的。股市经过调整以后,市盈率降低,许多股票更具有投资价值,未来将更加稳健。

所以,对股市的调整哪怕是深幅调整应以平常心对待。这次股市的牛市并非单纯由资金推动的结果。改革开放20多年来,我国股市的走势与经济发展之间存在着脱节甚至背离现象,随着市场经济和资本市场的发展,两者必然趋向一致。与实体经济相比,中国股市存在着一个内在的补涨冲动,这正是国际投资专家信心的源泉。

现在的股市调整与以往有着天壤之别,这注定了调整不会演变成所谓的崩盘。过去,由于股权分置,客观上形成了非流通股股东和流通股股东的利益相对格局,也影响了资产的优化配置,造成我国股市价格虚空,蕴涵系统性风险,影响了投资者的信心。但在股权分置改革后,同股同权、同股同利和同股同责的制度安排,正在形成理性的定价机制,上市公司大股东与中小股东利益趋于一致,这有利于公司治理能力的提高和效益的提升。

因此,尽管股市有暴跌,但此时的暴跌与股权分置改革前的股市低迷有着截然不同的制度基础。否则,像罗杰斯、巴菲特这样的投资大师也不会对中国股市有如此坚定的信心。

在国际大师们长期看好中国股市,选择优秀公司股票,并坚定地持有它的情况下,我们也不应该被暂时的行情低迷所迷惑。

不当的风险教育同样会误导投资者

◎时寒冰

从5月30日至今,股市已经过两次大跌,有人撰文称,这种大跌对缺少风险意识的股民是一次深刻的风险教育,有利于帮助股民树立起价值投资的理念。

但是,现实情况可能并非如此。风险教育的目的是让投资者学会正确的投资理念,而不是吓退投资者,近期股市的持续暴跌其真正在给投资者造成这样的影响力。从5月30日开始的大跌,短短几天时间就使不少股票下跌达40%,这种走势在实体经济未出现异常的情况下出现显得极为罕见。据wind统计显示,从5月29日至6月29日,在沪深两地股市1419只股票中,共有1186只出现下跌,其中有331只股票的跌幅在40%以上,占总量的23.33%,更有185个股票的跌幅在50%左右。最近这1个月的跌幅相当于过去4年熊市的跌幅!

这种快速下跌使得许多中小投资者难以应对,这给他们带来的是恐惧而不是我们所说的通常意义上的风险教育,由此导致的后果是:其一,部分股民在亏损后离场,重新杀入房市,助推房价上涨。其二,新增开户数降低。中登公司的统计数据显示,两市新增A股开户数上周五已经跌到10.6万。其三,存量资金减少。6月份,A股市场存量资金净减少了100亿元,这是自去年9月份存量资金下降100亿元以来的首次下降。支撑股市



刘道伟 漫画

上涨的动力正在减弱。

股市的上涨和下跌都是很正常的,但导致这种下跌或上涨的因素很大程度上应该是可以确定的,唯有这样,才能使投资者在对公司业绩的评估等方面下功夫,最终成为理性的投资者。但是,在实体经济未出现异常的情况下发生的深度暴跌,即使令专家也难以讲清楚原因,这种暴跌还能给中小投资者带来风险教育吗?

一个成熟的股市是“国民经济的晴雨表”,它的走势应该有一个大致的可确定性脉络,许多风险因素也应该是可以规避的。但是,我国股市的风险许多都是不确定性的,即使专业的投资者亦很难预见,甚至在股市暴涨

或暴跌后一些专业投资者还不明就里,遑论中小投资者?

我国股市已经有接近20年的历史,作为一个成熟资本市场的理性投资者,如果进行长期投资应该有不非的收益。以美国为例,1991年初,道·琼斯指数还不到3000点,到今年6月1日就已经达到了13692点,尽管期间有涨跌,但其大势脉络较为清晰,投资者只要坚守价值投资理念就会获得丰厚收益。但是,在中国股市如果这样做,甚至有可能血本无归。这导致的必然结果是投机因素占据主导。

实际上,莫说中小投资者,即便基金在中国股市也是带着投机的心态入市。这通过其换手率可以清晰

亚洲金融危机是否会再次爆发

◎乔新生

种种迹象表明,以美国为首的国际投机资金正在大举涌入亚洲市场,亚洲的许多国家股票市场暗流涌动,外汇交易异常活跃。这种情形不能不让人联想起十年前那场罕见的亚洲金融危机。当时亚洲各国经济繁荣,外汇交易非常便捷。就在一些亚洲国家沉浸在经济持续发展喜悦之中时,美国的投机基金悄悄地进入这些国家的金融市场。当这些国家的外汇存底出现短缺,或者经济政策出现失误,美国的投机基金便开始大规模的金融炒作,在很短的时间内在亚洲金融市场刮起了血风腥雨,许多亚洲国家的经济因此倒退十年。

中国作为亚洲的重要国家,为了帮助亚洲其他国家摆脱金融危机,在力所能及的范围内伸出了援手,并且在加强本国金融监管方面作出了巨大的努力。但是,随着中国经济的快速发展,中美两国的贸易不平衡现象越来越严重,美国的一些投机家们鼓动美国政客向中国施

加压力,试图迫使中国完全打开金融市场大门。

事实上,中国政府已经放宽了境外机构投资者的投资规模限制,实行了经常项目下外汇自由流通,并且对资本项目下的外汇管制作出了重大修改。这些举措为国际投机者进入中国金融市场提供了难得的机遇,他们正在通过各种渠道将资金投入中国的股票市场、债券市场、房地产市场、期货市场,并且与当地的投资者暗中配合,准备在中国金融市场上大干一场。

可以说,目前国际投资者在中国资本市场已经张弓搭箭,他们万事俱备,只欠东风。只要中国经济政策出现漏洞,或者中国政治出现大的波动,那么,国际投机者将会在中国掀起惊涛骇浪。

现在他们唯一担心的是,中国庞大的外汇储备。尽管国际投机者做好了充分的准备,但是面对中国庞大的外汇储备,他们仍然心存余悸。所以,他们千方百计地消耗中国的外汇储备,并且鼓励中国政府加快开放金融市场,以确保他们在中国金融市场上

的投机活动能够左逢源。

中国庞大的外汇储备,既是防范亚洲金融危机的最重要基础,同时也是产生金融危机的导火索。如果中国不改变外汇储备结构,或者对美元贬值不做好充分的思想准备,那么一旦国际投机者狙击中国的人民币,中国政府很可能抱薪救火,而使亚洲金融风暴更加猛烈。

所以,中国人民银行必须在充分掌握金融信息的前提下,对频繁进出中国金融市场的热钱保持高度的警惕,并且建立高效能的预警机制,对重要的资金流向采取跟踪监视的策略,防止这些资金突然汇集在一起,从而对中国的金融市场产生灾难性的冲击。不仅如此,中国人民银行还应当从战略的高度谨慎调整中国的金融市场开放政策,对那些配合国际投机者在中国市场炒作人民币汇率的外国金融机构发出严厉警告,同时堵塞各种地下金融活动,防止国际对冲基金快速进入中国。

亚洲金融危机是否会再次爆发,取决于中国的金融政策。如果中国的金融政策仍然建立在居民储蓄

增长基础之上,政府确保庞大的外汇储备不会迅速贬值,那么,亚洲金融危机就不可能爆发。反过来,如果中国快速消耗外汇储备,或者对美国的外汇投资不当,从而造成重大损失,那么,一旦国际投机者在中国的金融市场展开决战,中国损失的将不仅仅是政府手中的外汇,中国普通居民将会因金融危机的重大亏损而蒙受损失。所以,笔者郑重建议,政府鼓励储蓄的政策不要轻易改变,对金融市场特别是股票市场要严加监管。在逐步调整贸易政策的基础上,建立必要的外汇储备经营机制,确保金融风险在国家的可控之内。

国际货币基金组织在防范全球金融危机方面从来都没有扮演过重要的角色,从上个世纪的80年代到现在,国际货币基金组织给转型国家开出的改革药方,一无是处。所以,中国政府面对国际货币基金组织的潜在压力,应该坚持自己的金融政策。决不能为了迎合极少数财团或国家的利益,而放弃国家的根本利益。

voice | 上证名记者

加强公司监管是维护投资者利益最大保障

◎乐嘉春

眼下,A股市场中存在着“管理过度、治理不足”的突出问题。管理过度对A股市场的不利影响现已比较显著,而“治理不足”的问题,尤其是如何加强对上市公司监管的问题还没有引起充分重视。目前,一些上市公司大股东利用信息不对称优势,成了市场博弈中的最大赢家,但在不同程度上却侵害了个人投资者利益。这一问题目前已变得日益尖锐和突出。

事实上,股权分置改革的最大受益者是上市公司大股东。为什么这么说呢?在股权分置改革后,上市公司部分限售股份解禁了。为了让这部分已解禁的股份能卖个好价钱,上市公司纷纷采取各种方式(如重组或资产注入、预告业绩大幅提升等信息)来提高市场对它们的预期期望值。这些信息预示了上市公司基本面已经或即将得到改善,由此刺激了其公司股价的不断上涨。这让人联想到上市公司的“有形之手”对公司股价异常波动的市场影响已非常突出。

例如,有一家上市公司大股东持有股份的成本仅为1元,如果加上股份对价成本,其持有的部分解禁股份成本约为250元左右。受该上市公司今年一季度经营业绩大幅上升刺激,公司股价在今年上半年曾一度上涨到14元左右。该公司大股东则乘股价大幅上涨之机,将持有的已解禁股份在10元-14元之间疯狂抛售。据此计算,该公司大股东持有这部分股份的收益已超过了5倍。同样值得关注的是,该公司股价在这时期的上涨节奏与公司业绩大幅增长及“大小非”上市时间这三者之间存在着惊人的一致性。

其实,类似案例不在少数。许多上市公司在“大小非”上市之时,恰恰是上市公司发布公司基本面改善信息最为密集和股价上涨最快的时候,甚至有的大股东或公司高管在股价起飞之前还大量买入自己公司的流通股股份。

这里暗含了什么信息?固然,上市公司出售部分可解禁股份的行为本身无可厚非,但上市公司在发布公司基本面改善重大信息、股价上涨及“大小非”上市时间三者之间的惊人一致性,却透露出目前上市公司的公司治理不足问题仍然较为明显,也突出了我们在监管上市公司的公司治理方面(包括规范信息披露)存在着缺陷与不足。

结果是由于监管者对上市公司的治理监管不足,导致了大股东可以利用信息不对称优势来攫取巨大的市场利益,但不明市场玄机的个人投资者却往往被深度套牢。其中,利益重新分配对各利益相关者的利弊影响是相当显著的。

在我们看来,监管者应当密切监测上市公司信息披露与股价之间联动的异动现象,其中是否存在上市公司有意推动股价上涨的不合理预谋与动机,从而为出售自己的可解禁股份卖个好价钱。事实上,这一问题早已是市场的一个“公开秘密”。如果上市公司确实不存在这方面的不合理预谋与动机,那么监管者也应当彻查在证券交易中是否存在内幕交易等违规行为。但遗憾的是,我们在这方面的监管力度还显得远远不够。

无论是上市公司不合理预谋或动机还是内幕交易等违规行为,势必都会损害其他投资者(尤其是个人投资者)的相关利益。这一市场风险在目前A股市场中已经显现。

现在,我们讲投资者风险教育主要是针对个人投资者,但却忽视了对上市公司、机构投资者等也要进行风险教育这一问题。如果一个市场长期忽略了个人投资者的利益与声音,那么这个市场是难以走远的。

临时抱佛脚难以阻止肉价上涨

◎博杰

进入7月,猪肉价格突然再次大幅上涨。在广州,生猪批发价格已从上月底的7.04元/斤飙升至8.04元/斤,零售价也首次涨至11元/斤,广州猪肉批零价双双创下历史新高。在北京,猪肉批发价格再创新高,比5月中旬创下的历史最高价(17元/公斤)高出了0.5元,白条猪(瘦)售价高达17.5元/公斤。据介绍,上周连续降而降而给运输带来一定困难,导致供应量减少,肉价连涨。

猪肉价格上涨,给有关部门此前的乐观情绪浇了一盆冷水。此前,商务部、国家发改委等部门,都认为猪肉价格“继续大幅上涨可能性不大”,理由也大致相同:各级地方政府高度重视,采取了一系列扶持措施,这些措施将对稳定生猪的生产和供应起到很好的作用;目前猪粮比价关系有利于促进生猪生产恢复和发展;高价位会抑制一部分猪肉需求,转化为对鸡肉、鸡蛋、水产品、牛羊肉等替代品消费;6-9月通常是猪肉消费淡季……

这种临时抱佛脚的政策在短时期内是很难平抑猪肉价格的,因为生猪生产需要一个周期,这个周期决不会因为某项措施到位而缩短。尽管这是一个常识,然而,这个常识却被忽略,以至于在猪肉价格快速上涨的步伐刚刚止步,有关部门就放松了警惕,陷入乐观情绪。

事实上,猪肉价格上涨对农民养猪积极性的促进作用是有限的。其一,目前所有的风险依然集中在养猪农户身上,一旦肉价下跌,农户就损失惨重,这使得他们不敢轻易增加养猪投入。而且,我国防疫问题出现断层,一场猪瘟就可能给养猪农户带来“灭顶之灾”,造成血本无归的亏损。另外,养猪饲料价格的上涨,在不断压缩农民的养猪收益,加之农民对面临的市场的不确定性因素非常担忧,影响了他们的养猪积极性。因此,解决农民吃肉这样的问题,临时抱佛脚是无济于事的。其实,对于今年的猪肉价格上涨,去年就有不少人作出了预测。去年,猪肉价格跌至低谷。2006年7月5日,重庆市物价局局长范鲁预计:“再不采取措施,明年市民可能要吃天价猪肉。”

他作出这种判断的依据很简单,当时的生猪收购价一路狂跌至历史新低的每公斤仅5元左右,很多地方的农民为降低养殖成本,把老母猪都宰来宰杀吃了。随着生猪养殖规模的萎缩和大量存栏猪的出售,2007年春节前后,就有可能开始闹猪瘟,猪肉价格也极有可能随之暴涨。

不仅重庆市,全国不少地方都有官员看到这一步,但是,鲜有地方出台相关措施进行调节,对农民养猪面临的损失坐视不管,终于引发今年的猪肉大涨。

市场供应最重要的还是要保持连续性,这种连续性需要政府予以扶持,猪肉大涨背后是政府某些服务的缺失,如果不从根源上解决这一问题,肉价的大起大落就在所难免。