

Opinion

Observer | 上证观察家

政府的最大责任是治市而非救市。从各国资本市场的经验来看,股市下跌时都是问题充分暴露之时和制度完善之时。治市给股市、给投资者带来了双重希望。一是资本市场制度更健全和完善。二是股市泡沫被充分挤压。治市不仅可以达到比救市更好的效果,还能最大限度地消除救市所带来的副作用。

治市胜于救市

◎魏巍

成思危作客央视解读经济热点时,被主持人白岩松问到救市问题。成思危回答说:“我认为救市本身,它是一个假命题,因为政府救市怎么救?拿钱买股票,那也不可能,把国家的钱拿来解少数人的套,不可能这样。所以只能治市而不能救市,政府要把市治理好,而不是直接拿钱去。”

此观点引起很大争议,但我深以为然。

在股市持续下跌,与越南股市并驾齐驱“表现全球最差”的情况下,有许多人再次要求政府救市,并提出了非常具体的建议,如成立平准基金等。所谓平准基金,是指政府通过特定机构以法定方式建立的基金,通过对证券市场的逆向操作,使平准基金的波动,以达到稳定市场的目的。不可否认,平准基金在国外的确有成功的例子,但是,许多人(包括专家)在建议成立平准基金干预股市时,都忽略了平准基金存在必须依赖的两个重要前提:其一,市场监管严格,透明度高,基本做到公开、公平、公正。其二,政府的干预受到系统的监督和制约。

倘若没有这两个前提,平准基金直接进入股市,其功能可能从“熨平市场剧烈波动”转变为追逐自身利益最大化,使股市波动更为剧烈。

在我们这样一个政策深刻影响股市走势的市场,平准基金背后所依托的强大权力资源,必然引起市场的跟风,从而,使平准基金一呼百应。平准基金入市,则投资者蜂拥买入,推高股价;平准基金抛售,则投资者慌不择路地出仓,使股市迅速步入下跌轨道。这样,股市不是更加剧烈的暴涨就是更为剧烈的暴跌。从而,背离“熨平市场剧烈波动”的初衷。

而且,在平准基金运作过程不透明的情况下,它很容易走向追逐自身利益最大化目标。尤其在政策影响最强烈、最敏感的股市,当平准基金进入市场,政府还能够保持中立吗?倘若平准基金失利,政府必然利用自身权力资源优势出台更有力的政策,以扭转股市的颓势,这会否引发一种行政资源庇护下的利益输送行为?即便没有这一点,它至少在事实上对广大普通投资者构成利益竞争,甚至对一些投资者构成不公。比如,一些利空消息自身运行规律的投资者,因预料股市会下跌而选择空仓,政府突然救市等于剥夺了这些投资者低位建仓的机会,在事实上对他们造成了不公,改变了投资者在资本市场中的选择机会。

假如平准基金救市亏损怎么办?这个问题非常值得考虑。毕竟,我们现在的股市市值已经非常大,倘若救市,需要庞大的基金,必须对其风险进行评估。深沪两市总市值去年底达到32万亿元,现在也有1780万亿元,救市不是一蹴而就的。倘若失利,这个损失如何化解?有关这方面的教训已经很多。例如,台湾平准基金就曾一度亏损总额超过50亿美元。由于平准基金的准财政性质,这部分亏损将主要由政府财政承担,一方面加重了政府财政负担,另一方面,由全体纳税人代替股市投资者承担股市下跌风险也将引发公众强烈的质疑和批评。还有,在缺乏制约与监督的情况下,如果平准基金利用自身的资源优势,在股市中逐利而不能自拔,背离其“熨平市场剧烈波动”的初衷,危害到资本市场的健康发展又怎么办?因此,政府救市应当慎之又慎。

当然,救市并非代表不作为。政府的最大责任是治市,即通过建立一套系统而完整的科学的规则体系,促使资本市场的公开、公平和公正,使所有的市场投资主体公平地博弈。

任何市场都有一个从不完善到逐步完善,从不成熟到逐渐成熟的过程,而这个过程中也是投资者信心恢复和增强的过程。安然事件曾经给美国股市蒙上一层阴影,但随后,美国对公司治理机构进行了一系列的改革。比如,规定上市公司要在公司董事会内部成立审计委员会;规定上市公司的CEO和CFO在递交给美国证监会的财务报告上,须同时附上书面申明,以保证递交的财务报告真实公允地反映该公司的经营和财务状况等等。这些纠错或补漏措施,有效地纠正了此前市场中存在的漏洞,使美国股市摆脱安然事件的阴影,重新赢得投资者信赖,更加健康地向前发展。

事实上,从各国资本市场的经验来看,股市下跌时都是问题充分暴露之时和制度完善之时。因为,在股市下跌尤其是持续地非理性下跌的过程中,往往引发各个市场主体、政府对现有制度缺陷进行深入的反思,更直接和充分地发现相关制度漏洞。而这些问题的最大责任是治市,即通过建立一套系统而完整的科学的规则体系,促使资本市场的公开、公平和公正,使所有的市场投资主体公平地博弈。

任何市场都有一个从不完善到逐步完善,从不成熟到逐渐成熟的过程,而这个过程中也是投资者信心恢复和增强的过程。安然事件曾经给美国股市蒙上一层阴影,但随后,美国对公司治理机构进行了一系列的改革。比如,规定上市公司要在公司董事会内部成立审计委员会;规定上市公司的CEO和CFO在递交给美国证监会的财务报告上,须同时附上书面申明,以保证递交的财务报告真实公允地反映该公司的经营和财务状况等等。这些纠错或补漏措施,有效地纠正了此前市场中存在的漏洞,使美国股市摆脱安然事件的阴影,重新赢得投资者信赖,更加健康地向前发展。

这些纠错或补漏措施,有效地纠正了此前市场中存在的漏洞,使美国股市摆脱安然事件的阴影,重新赢得投资者信赖,更加健康地向前发展。

事实上,从各国资本市场的经验来看,股市下跌时都是问题充分暴露之时和制度完善之时。因为,在股市下跌尤其是持续地非理性下跌的过程中,往往引发各个市场主体、政府对现有制度缺陷进行深入的反思,更直接和充分地发现相关制度漏洞。而这些问题的最大责任是治市,即通过建立一套系统而完整的科学的规则体系,促使资本市场的公开、公平和公正,使所有的市场投资主体公平地博弈。

事实上,从各国资本市场的经验来看,股市下跌时都是问题充分暴露之时和制度完善之时。因为,在股市下跌尤其是持续地非理性下跌的过程中,往往引发各个市场主体、政府对现有制度缺陷进行深入的反思,更直接和充分地发现相关制度漏洞。而这些问题的最大责任是治市,即通过建立一套系统而完整的科学的规则体系,促使资本市场的公开、公平和公正,使所有的市场投资主体公平地博弈。

问题比现在要多,但有多少人能够发现并真正关心这些问题?而在股市进入下跌轨道之后,一切问题都暴露无遗。也因此,在股市下跌过程中,中国证监会采取了一系列的完善制度、强化监管,以使资本市场健康发展的法规,并对诸如老鼠仓、内幕交易这类行为,进行了更严厉的查处。

这些治市措施其实给股市、给投资者带来了双重希望。第一,资本市场制度更健全和完善,确保股市健康发展的规则体系日益确立和刚性,为股市发展打下一个良好的制度根基。第二,股市下跌的过程也是泡沫挤压的过程,而挤出泡沫的股市更健康和充满活力。7月1日,上交所盘后公布的数据显示,沪市平均市盈率已经降至19.98倍,首破20倍。如果从估值的角度来看,A股2008年动态市盈率与其他国家相比也已经合理。如果考虑到我国是一个GDP增速连续5年保持两位数增长的经济体,中国股市已经具有长期投资价值。

这意味着,股市发展有了两大重要的基础作为支撑,治市虽然不是救市却胜于救市,因为它不仅达到比救市更好的效果,还能最大限度地消除救市所带来的副作用。

不能让海外赖账拖垮国内企业

◎铭铭

据报道,商务部国际贸易经济合作研究院研究员梅新育表示,受次贷危机、欧美等国家经济放缓影响,中国出口企业海外坏账逐年累计存量可能达到1000亿元人民币左右。

1000亿元人民币可能是一个被低估了的数据。海关统计数据显示,2006年广东省对外贸易总值达到5272.1亿美元,其中出口3019.5亿美元,仅广东省2006年的出口业务坏账就高达150多亿美元!按照当时的汇率计算,坏账额就超过了1000亿元人民币。2005年,商务部研究院对500家外贸企业的抽样调查表明,中国出口业务的坏账率高达5%,是发达国家平均水平的10至20倍。中国当年因为出口产生的海外坏账达到300亿美元(折合人民币2400多亿元)左右。

在美国次贷危机发生之后,中国出口企业海外坏账迅速上升。次贷危机发生后,美国许多与中国有贸易往来的企业资金链紧张,它们通过恶意赖账的方式,向中国企业转嫁因次贷危机所受到的损失,并盘活现金流。因此,一项针对浙江省出口企业进行的调查显示,2007年7月起,美国客户累计欠款越来越多。我国出口企业

的利润本来就非常低,一旦拖欠货款现象发生,一些企业就可能被拖垮,导致大量人员失业,影响国内的社会稳定和经济可持续发展。

那么,中国企业为何遭遇如此之高的赖账呢?找到问题的症结,才能针对性地采取解决方案。

其一,法律漏洞。法律是对赖账企业最严厉且有效的制约力量。但是,中美两国之间目前还没有在债务追讨方面签订相互认可和制约的司法行政协议,倘若中国企业在国内起诉美国欠款企业并胜诉,其结果并不被美国法院认可。因此,中国企业在处理海外坏账时,不得不选择专业机构,利用法律手段到海外追账,这加大了追账的成本和难度。对于那些欠款金额较小的企业而言,追账甚至还不如放弃更合算。

一些外国企业利用这一点,拖欠多家中国企业的货款,通过欠款实现自身利益最大化。而目前,我国缺乏对国际相关企业信用情况的汇总信息,使得国内企业处于不设防状态。这需要政府积极与外国政府协商,签订相互认可和制约的司法行政协议,确保中国企业的利益不受侵害。同时,也应该建立国外欠款企业的黑名单,实现信息共享,使这些职业骗子无法通过故伎重演恶意损害



漫画 刘道伟

国内企业的利益。

其二,由于内需不振,国内出口企业对外商高度依赖,且竞争激烈,许多企业采取先发货、后收钱的赊销方式与外商做贸易,这本身就埋下了违约风险。而有的外国公司以先下小订单并及时付款获得中国企业的信任,再下大订单骗取中国企业先发货后付款,甚至设立空壳公司,骗取中国公司的货物。另外,在我们的一些出口企业,开拓市场与收货款由两个

部门完成,前者只负责联系订单和工厂,后者负责追账,这种贷款脱节的现象,也为海外赖账提供了机会。这需要我们进一步整合国内市场,扶持方式与外商做贸易,这本身就埋下了违约风险。而有的外国公司以先下小订单并及时付款获得中国企业的信任,再下大订单骗取中国企业先发货后付款,甚至设立空壳公司,骗取中国公司的货物。另外,在我们的一些出口企业,开拓市场与收货款由两个

的情况下,可以在承保范围内减少损失。而国内很多企业并不知道这一险种的存在。调查显示,国内95%的出口均没有出口信用保险支持,不少企业在国际贸易中遇到不可抗拒因素,导致企业损失频频。这一方面与国内企业的保险意识不强有关,另一方面,也与投保费率过高,法律保障体制不健全等有关。我们应该解决出口信用保险设计中的问题,使其得到更多出口企业的信任。

升值是比加息更适宜的货币政策

最近,不少经济学家认为,中央银行应该放弃提高存款准备金率的做法,转而大幅度提高利率。央行也表示,为了实现通胀控制目标,不排除加息的可能性。我认为,除了加息,其实还有更合适的手段,可以解决巨大的通胀压力、阻止热钱进出、防范金融危机,那就是汇率。

◎王福重

国家统计局的季度统计数据,验证了“今年是中国最为困难的一年”的说法,企业、消费者感到了困难,多个行业上半年的盈利大幅度下降,生活必需品价格不断上涨。管理层的压力也比以往更大:通胀压力持续,美国的次贷危机、石油价格高企、股票市场下滑、热钱暗流涌动。为了中国这艘经济大船平稳运行,宏观调控部门可谓如履薄冰。今年已经过去了一半,以上的种种难题依旧严峻。宏观调控下半年如何决策,是人们非常关心的。

过去,央行采取的主要手段是提高存款准备金率,加息用得较少,力度也不大。最近,不少经济学家认为,中央银行应该放弃提高存款准备金率的做法,转而大幅度提高利

率。央行也表示,为了实现通胀控制目标,不排除加息的可能性。

经验表明,货币政策有3-6个月的时滞,存款准备金本身就是一种间接、缓和的手段,需要假以时日才会看到效果。加息是一种直接的,甚至激烈的手段。加息的理由之一是,由于CPI居高不下,银行的大部分存贷款的实际利率为负,不能反映资金的稀缺程度,不利于控制投资需求。但是,企业投资除了利息成本,还有税收成本以及税费支出,实际上,企业的税负和非税负担,相当沉重,再提高利率,企业特别是处于产业链下游的中小企业将无利可图。

提高利率还有其他不可忽视的问题。美国对世界经济包括中国的影响力已经十分明显,现在,中美两国的利率变动方向是反向的,美元利率一再走低,而人民币则相

反,中美之间的利差不断扩大。如果再将人民币利率,追逐利差的热钱将大量涌入。

热钱,是当前中国面临的最为严重的调控难题。虽然我们实行外汇管制,资本项目也没有开放,但是经由直接投资、QFII、虚假贸易、转让定价等渠道,短期和长期的投机资本进入国内,并无多大障碍。地方政府甚至巴不得资金进来装点政绩。所有的热钱最终将转化成人民币,并且是高能货币。作为基础货币,高能货币通过商业银行的存款创造能够衍生出数倍于本身的流动性。这是这一轮通货膨胀压力不断加大的核心原因。在这种情况下,提高利率是不恰当的。

今年上半年,A股市场从去年的涨幅世界第一,到跌幅达48%位居世界倒数第二,原因自然不是一个,但是,有一个重要原因被忽视了,那就是,证券市场热钱的流入和流出。中国经济的基本面并无实质变化,增长速度没有明显放缓,市场交易制度也不断改善,救市的举措在前期也推出了不少,为了维护市场稳定,港股直通车、股指期货已经无限期延迟或者推后。如果不是热钱的进出,股市振幅这么大,难以理解。

股市下跌,投资者损失惨重,但是中国的金融体系尚属稳健,即使美国的次贷危机造成了一定影响,但是商业银行整体十分安全。中国发生金融危机,唯一的现实渠道,恐怕就是与美国次贷危机类似的住房抵押贷款危机。热钱的主要流向,除了证券市场,就是房地产市场。房地产市场的泡沫变大,一旦游资撤离,房地产价格的溃决,将重演A股的一幕。

不过,除了加息,其实还有更合适的手段,可以解决巨大的通胀压力、阻止热钱进出、防范金融危机,那就是汇率。在开放条件下,宏观经济的内外均衡必须一并考虑。特别是,现在中国所面临的问题,大多并不是内部问题,而是来自外部。

比利率更大的吸引热钱流入的因素是人民币升值,人民币升值采取的是独特的小步走战略。小步走的好处是适应央行管理水平,减少对经济的震荡,但是小步走战略,增长速度没有明显放缓,市场交易制度也不断改善,救市的举措在前期也推出了不少,为了维护市场稳定,港股直通车、股指期货已经无限期延迟或者推后。如果不是热钱的进出,股市振幅这么大,难以理解。

人民币升值的预期,将会使游资的进出平复下来。人民币加速升值,还有利于减少外部需求过大的局面,减少通货膨胀压力。

至于高油价,则是相对次要的难题,中国较大幅度提高成品油零售价格,是非常正确的决策。原油价格不断攀升主要是投机的结果,而投机是需要由头的,中国的低油价就是最大的炒作由头之一。油价低,就说明中国承受得起财政补贴,而且可以承受更多的补贴。油价还不够高,还应该继续上升,这就是投机的逻辑。中国提高油价,将抑制成品油需求,打击投机炒作。相信石油价格,会随着中国油价的调整而逐渐稳定下来。

虽然形势仍然严峻,困难重重,但是,只要我们区别轻重缓急,对症下药,政策得当,一定可以度过目前的难关。

请为投资找个理由

◎陈波神

自6月25日国开行宣布参与英国巴克莱银行增资以来,其增资动作已成为市场关注的焦点。有观点认为,国开行此举是为摊薄投资成本,毕竟2.82英镑/股的配售价,已较去年7.2英镑/股的战略认购价折让约六成。然而官方的解释却并非如此,6月27日,国开行行长透露,将保持对英国巴克莱银行3%左右的持股比例。因此,避免股份被摊薄成了本次增资的主要目的。至于为何是3%而不是5%,国开行却没有任何解释。于是,不得不让市场产生联想,国开行究竟想干什么呢?

第一,国开行不愿意放弃大股东地位。根据去年7月23日签署的股份认购协议及战略合作备忘录,国开行首期出资15亿英镑认购巴克莱2.014亿股,占巴克莱总股本的3.1%。受次贷危机影响,今年一季度巴克莱银行资产损失约10.06亿英镑,累计损失超过50亿美元。此时抛出增资计划,融资45亿英镑补充资本金实乃无奈之举。其中,卡塔尔投资局、Challenger公司、日本三井住友金融集团成为新的投资者,如果国开行不参与认购,原有股份无疑会被稀释。

第二,国开行对市场的判断并不乐观。从出资1.36亿英镑仅增持巴克莱约5000万股就可以看出,国开行的策略已趋于保守。仅仅不到一年的时间,国开行对巴克莱银行的投资就缩水了约8亿英镑,股价也已腰斩至3.3英镑/股。在次贷危机的影响未彻底消除之前,市场很难对股价树立信心。国开行未过多认购巴克莱股份,明显是对股价抱有下跌的预期。

为什么国开行的态度会急转而下呢?笔者以为有三方面的原因,其一,投资或并非本意。作为一家政策性银行,却投资国外的商业银行,本身就让人觉得费解。即便是要向商业银行转型,也应该是引进战略投资者,帮助建立商业银行运营体系,如果是想积累经验,完全可以参股国内商业银行,本土化的商业经验对转型更有利。其二,盲从导致高价认购悲剧。在去年的战略认购中,新加坡主权投资基金淡马锡认购了1.354亿股巴克莱银行股份,耗资约10亿英镑。交易价格自然也成了国开行下注的重要依据,全然忘却了5月份就已初现端倪的次贷危机。其三,市场化思维仍然比较淡薄。无论是财务投资还是战略投资,投资回报都是关注的核心目标。虽然巴克莱银行股价依然存在下跌的风险,但在股价下挫58%以后,股价又能跌到哪里去呢?如果说国开行对巴克莱的未来充满信心,为何又不趁此低价增持摊薄成本呢?相比之下,卡塔尔投资局认购17.6亿英镑,就已表明市场对目前股价的风险偏好。

国开行高价认购的背后,明显是缺乏投资的理由。论成长性,国外商业银行不可能超越我们,毕竟经济增长速度的差异摆在那里。论市场风险,次贷危机的风险要明显大于货币紧缩。国外银行信贷资产损失可能导致亏损,我们只不过是增速放缓而已。

就在市场普遍质疑国开行入股巴克莱之时,美国银行行使其认购期权又在中国大赚一笔不义之财。根据期权认购协议,美国银行以2.42港元/股的价格从汇金公司购买建设银行60亿股H股,锁定的账面利润即超过200亿元。为什么说是不义之财呢?很显然行权价定价不合理。建行招股说明书显示,2007年上半年每股净资产为1.45元/股,加权平均的净资产收益率为9.9%。行权价不足2倍市净率,符合国外商业银行的估值标准,但却脱离了估值的现实环境。国外商业银行普遍的净资产收益率都低于10%,2倍的PB估值对应的市盈率率为20倍。我国商业银行净资产收益率则普遍在20%左右,即便是对应20倍市盈率,合理的估值水平也应该是4倍的PB。

如此高买低卖,本质上是在变相补贴发达国家。数据显示,外资参股中资商业银行,赚取的利润就在1万亿元之上,我们的主权投资呢?却连连亏损。也许,我们该反思外资投资的理由了。

警惕农产品价格回落“反弹”

◎陆志明

6月份CPI继续回落,其中农产品价格涨幅进一步递减似乎已成了时下市场分析人士的共识。然而在农产品价格下跌过程中,依然存在诸多不确定性因素,这些因素的存在可能会导致农产品价格的走势出现反复。商务部7月1日发布的监测信息显示,受蔬菜、水产价格上涨的影响,上周国内36个大中城市重点监测的食用农产品价格较一周前上涨0.2%。

农产品价格在涨势趋于合理之际,上游化肥、农药等农资产品的成本开始侵蚀农产品的合理利润空间,这就构成了未来农产品价格不稳的动因。对现代农业生产的投入主要来自农业基础设施建设、饲料、农药与化肥等工业品,因而农产品价格的走势与上游工业品之间的联系已非常紧密。

以往对于中国通胀构成因素的统计与研究之中,农产品价格和工业品价格往往分开单独计算,忽视了两者之间的联动效应。在当前国际能源与原材料价格飙升之际,上游农资产品的成本上升已成为未来相当长一段时间内的发展趋势。尤其是与化肥、农药密切相关的石化行业更是饱受国际原油价格上涨之苦。虽然政府对于石化行业实施严格的价格管制,但是价格管制时间过长、管制程度过严往往反而会适得其反,反而滋生出内幕、黑市等非正常的市场行为。

因而,从长远来看,政府逐步放开对石化产品的价格管制无疑是正确的战略选择,但是,这样的战略选择客观上也带来了农业上游原材料价格大幅上涨的空间。当上游农资产品的涨幅超越农业生产者所能承受的范围,那么农产品的生产不可避免的会出现萎缩,从而造成下游农产品市场供应短缺,以至短期价格暴涨。这是我们必须防患于未然。

从长远来看,农产品的劳动生产率受制于土地、气候与农作物自然生长周期等因素的制约,很难实现迅速的大幅提高与大面积推广。因而随着工业经济的不断发展,农产品价格会出现缓慢上升的趋势,这是由农业生产自身的行业特点所决定的。这也是为什么在面临外来廉价农产品进入的时候,西方发达国家往往总要实施相关的农业补贴保护政策的原因,就是为了维持国内独立的农业生产,保护本国农业的独立地位。

农产品价格随着工业经济发展稳步上行的趋势是农业自身发展的基本规律,与当前因上游农资工业品价格上涨并无必然联系。本轮工业品价格提升主要是源于能源原材料国际价格的上涨,并不符合长期工业品因劳动生产率提升而价格逐渐走低的一般规律。针对这样的短期性、大幅度的农资产品价格上涨压力,一般政府的管理渠道通常从两个方面着手:一是针对生产者和流通环节来管制价格,防止价格大起大落带来的冲击,二是针对消费者,也即农业生产者实行政策性补贴,主要是通过农业税收和信贷来调节。

虽然目前来看,农产品价格涨势已得到控制,其趋势性的后续影响也逐步减弱,但是我们不能不看到可能造成农产品价格的新因素——即农资工业品价格的空间在放大。为此,政府还需及时制定相应的调控补贴政策,以应对可能的通胀因素。