

Opinion

Observer | 上证观察家

货币政策之所以在金融机构环节传导时发生异化和扭曲,是因为央行政策调控目标与金融机构利益之间缺乏合理的制度安排。为此,当前有必要适度松动从紧的货币政策,以总量的适度增加来调整信贷结构,采取差别性调控工具,适度增加宏观调控的灵活性,以增强政策目标和金融机构利益的相关性。

有保有压,难在何处?

◎郭田勇 陆洋

回顾上半年的经济运行,为切实提高宏观调控的针对性和有效性,上至中央领导、下到央行银监会官员,曾反复强调“有保有压,区别对待”,尤其重点收缩有可能导致过热、资源浪费严重的“两高一资”行业的贷款,确保中小企业、农业、高新技术企业等的资金需求。然而,从实际效

果看,货币政策在控制总量方面发挥了较好作用,但并没有很好地承担起结构调整的功能,出现了部分地区、行业贷款集中度提高,而中小企业融资困难加剧的状况。可以说,“有保有压”政策在实践中执行得并不理想。那么,“有保有压”究竟难在何处?

笔者认为,“有保有压”落实难的根本原因在于,央行的政策调控目标

和金融机构利益之间缺乏合理的制度安排,致使政策在金融机构环节传导时发生异化和扭曲。从货币政策的传导方式看,央行货币政策工首先作用于金融机构(主要是银行),通过影响商业银行的资产经营行为后再影响到企业,进而影响实体经济。在这一传导过程中,商业银行是央行政策调控的中间环节和具体执行者,而微观经济主体是调控的最终作用对

象。由于货币政策缺乏差别型的工具,没有把政策调控目标与银行自身利益协调起来的制度安排,银行事实上拥有了对货币政策过于“灵活”的执行权力,这使得政策传导的中间环节成为最薄弱的环节,政策目标因此不能顺利传导到实体经济。同时,我国经济形势复杂,单纯依靠货币政策有限的几种组合,要同时实现总量控制和结构调整,有很大难度。

具体来看,央行实施从紧的货币政策,其本意是希望银行在总量受控的情况下,能够优化贷款结构。但银行经过一系列的商业化改革,市场化程度已经相当高,其经营以追求自身利益最大化为目标。贷款扩张受限,必然要通过其他方式保障自身的利益,以致扭曲货币政策的作用。从企业规模来看,因为大企业多是能带来较好收益的优质客户,银行在收紧信贷的情况下当然会“保大弃小”,选择优先满足其资金需求。而且,因为贷款扩张受阻,银行会更加重视中间业务,而大企业能给银行带来更多结算、现金管理等中间业务收入。这样,“有保有压”落实起来就变成了“垒大户”。

反观多数中小企业,实力弱小,发展中不确定因素多,普遍存在财务制度不健全等缺陷,对银行来讲,执行更高的贷款利率仍很可能无法覆盖风险。因此,即使在紧缩之前,中小企业也一直是银行“弃之可惜,食之无味”的鸡肋市场,这给信贷紧缩之后,同时,从行业分布上来看,银行要退出某些行业也存在一定困难:一是许多这类企业都是大型企业,并且是当地的重要税收来源,银行很难压缩信贷支持。二是房地产、纺织等重点调控行业经营压力增加,资金链日趋紧张,信贷退出难度加大。如果强行

“一刀切”压降这些行业贷款,有可能造成企业资金链断裂,影响存量贷款安全,导致银行不良贷款反弹。因此之故,从紧货币政策反而有可能导致信贷结构更加扭曲,“有保有压,区别对待”难以落实。

基于以上分析,由于商业银行与央行利益博弈的内生性原因,为有效破解“有保有压”的执行难问题,当前有必要适度松动从紧的货币政策,以总量的适度增加来调整信贷结构。具体而言,要尽快改变货币政策调控的政策组合和调控方式,适度放松总量,采取差别性调控工具,适度增加宏观政策的灵活性,增强政策目标和金融机构利益的相关性,确保调控目标——银行行为(利益)——调控效果的一致。例如,可考虑为中小企业单独设立贷款额度,并规定这些额度的优质客户,银行在收紧信贷的情况下当然会“保大弃小”,选择优先满足其资金需求。而且,因为贷款扩张受阻,银行会更加重视中间业务,而大企业能给银行带来更多结算、现金管理等中间业务收入。这样,“有保有压”落实起来就变成了“垒大户”。

解决中小企业融资难还需要其他措施配合,当前要通过加快推出创业板、小额贷款公司等方式拓宽企业资金来源,扩大私募股权投资基金的规模,对于如热钱和高利贷等“体制外”资金,要积极引导使其能够从短期逐利转变为中长期投资,进而沉淀到实体经济之中,这有助于形成规模扩张的先发优势。而国内的金融资本,似乎尚未察觉养殖业的巨大商机。

(作者单位:中央财经大学中国银行业研究中心)

高盛养猪:产业链竞争新模式

◎陈波柳

高盛为何要在中国从事养殖业?表面来看,此举是金融资本向产业资本的转移。自美国次贷危机爆发以来,金融业面临一场生死存亡的考验。花旗、德意志等银行相继爆出巨额亏损,美林则宣布第三季度资产减记额高达57亿美元,并计划发行新股募集85亿美元渡过难关。昔日华尔街的金融地产宠儿如今险象环生,高盛在此时选择投资养殖业,无疑是规避金融投资风险的理性行为。

客观来讲,高盛进军养殖业也并非一时兴起。早在2006年,高盛就通过收购国内肉类加工龙头企业双汇及参股雨润,在产业链的终端布下了棋局。在CPI与PPI持续倒挂的背景下,高企的生产成本并不能有效转嫁,下游产业的利润将被大幅压缩。此时,高盛选择向肉类加工的上游产业链延伸,利益驱动的因素比较明显。另外,国际原油期货价格从高位回落后,玉米期货合约也大幅下跌,仅仅一个月左右,芝加哥商品交易所CBOT玉米期货基准合约从779美分/蒲式耳的高点下跌至578美分/蒲式耳。而玉米、大豆、豆粕作为养猪的重要饲料,价格上涨的压力也有所缓解,养猪的收益率自然会水涨船高。特别是高盛在大宗商品交易中的优势地位,也有助于其降低养殖成本,介入养殖业正好打通了上下游产业链,整体竞争优势及抗风险能力均有较大提升。

完整的产业链也许并不是高盛的终极目标,备战生猪期货成为其短期利益所在。7月21日,韩国交易所猪期货正式上市交易,改写了亚洲尚无农产品期货交易的历史。而中国作为世界最大的生猪生产和消费国,筹备已久的生猪期货却迟迟未推出。韩国强跑生猪期货,无疑会加速我国生猪期货的上市步伐。高盛此举,使其在日后期货市场上腾挪的空间更大,期货和现货市场的优势都会得到体现。

单从投资的角度,高盛落子生猪养殖,不仅可以分散投资风险,还可以完善在中国的农业产业链的投资,谋求更广泛的市场收益。目前,国内生猪养殖的集中度并不高,提前布局不仅可以降低进入的成本,还有助于形成规模扩张的先发优势。而国内的金融资本,似乎尚未察觉养殖业的巨大商机。

如果说布雷顿森林体系破裂后,美元成为主宰世界大宗商品交易的强势货币,我们别无选择。那么在世界金融资本四处谋求出路,大举进军事关粮食安全的农产品生产链条之际,国内的产业资本为何又裹足不前呢?高盛养猪,不仅仅只是产业链的竞争模式,更是国际金融资本图谋基础产业的体现。我们除了学习借鉴之外,更应该保持高度的警惕,绝不能在承受了人民币升值压力之后,今后连CPI也为他人所左右。

上市公司治理整改须彻底

◎卫文省

时间已进入8月,根据中国证监会的安排,2007年已开展过公司治理专项活动的上市公司基本已按要求披露了公司治理整改报告中列事项的整改情况说明,但在具体整改中,总还是有一些上市公司的整改不尽如人意。证监会给出的上市公司治理整改的最后期限为今年11月30日,在此之后,“对于治理结构尚存在未完成整改事项及其他公司治理问题的上市公司,证监会将不再受理其再融资及股权激励申请;对已受理申请材料的,证监会将在审核过程中予以重点关注”。从这个角度看,11月30日是决定上市公司未来发展命运的时刻,每个上市公司都有义务完全、干净、彻底地整改本公司在公司治理中存在的问题,向投资者、监管部门、社会各界交上一份圆满答卷,也为公司自身的发展奠定坚实的基础。

在公司治理的具体整改中不能留有死角。如果不慎留下死角,这些问题就会“野火烧不尽,春风吹又生”,不仅自前所有的努力前功尽弃,还会产生不良的负面示范效应,带来无穷后患。

问题整改不能避重就轻。一些上市公司总是选择容易整改的去做,不愿去碰那些一时难以完成整改任务的难题。其实,无论难易,既然是公司存在的治理结构方面的问题,就应该下决心去全面整改。那样,才能赢得投资者、市场和监管部门的信任,也才能为公司树立更好的市场形象,为公司未来发展赢得更为宽松的外部环境。

俗话说得好,“馒头不吃总在篮子里面”,既然是已检查出来的问题,只要一天没有彻底整改,就还是公司发展的隐患,就无法坦然面对投资者、新闻媒体的质询,监管部门的强力问责。如果上市公司把难以整改的公司治理问题以持续整改的名义拖延或者是干脆准备不再整改,监管部门公司治理问题整改的“11.30”期限就将成为一句空话。相信2006年清理大股东占用上市公司资金问题时那些到期拒不清偿的上市公司董事长、高管们被司法问责的先例,会让现任的上市公司的老总们头脑保持清醒。

当然,公司治理问题的整改不能由监管部门跳脚上阵。事实上,一些国有控股上市公司存在的问题,靠公司自身是无能为力的,诸如因土地、采矿权等障碍而无法解决的同业竞争、巨额关联交易等公司治理问题,证券监管部门也因为权限有限难有作为。此时,就需要政府职能部门合力来解决。2005年启动的股改,国资委等政府强力部门共同推动的效果非常明显,今天,在解决上市公司问题,尤其是国有控股上市公司存在的问题,公司自身无力解决的公司治理问题时,同样需要国资委等各级政府职能部门的全力配合。

中小企业金融支持更需长效机制

◎陈梦根

国家发改委中小企业司有关负责人在刚结束的第二届广东中小企业经济论坛上透露的数字非常沉重:今年上半年有6.7万家规模以上的中小企业倒闭,纺织行业的中小企业倒闭超过1万多家,三分之二的纺织企业面临重整,超过2000万工人解聘。令人期待的是,另有消息说,国家发改委目前正在酝酿建立“国家中小企业银行”,在税收方面,有可能把中小企业纳税规模标准从年应纳税额30万元提高至50万元,提高所得税门槛。

今天,中小企业早已成为推动我国经济社会发展的重要力量,是大企业发展的依托,是活跃市场的基本主体,也是经济活力的具体体现。2007年6月,我国中小企业达4200万户(包括个体工商户),占企业总数的99%以上。“十五”期间,中国经济年均增长9.5%,而规模以上工业中小企业增加值年均增长28%,远高于GDP的增长速度。

但长期以来,诸如政策体系不完善、融资困难、社会服务体系不健全等

问题一直制约着中小企业进一步发展壮大。在政府紧缩政策下,今年以来,中小企业融资难更为突出,相当部分中小企业面临资金链断裂的困境。据国家发改委统计,今年一季度各大商业银行贷款额超过2.2万亿元,其中只有约3000亿元贷款落实到中小企业,所占比重仅为14%,比去年同期减少300亿元。此外,由于人民币升值加速和世界经济增长放缓,外部需求有所下降,出口型中小企业盈利空间受到严重压缩。

笔者以为,为中小企业的健康发展创造条件,帮助企业渡过难关,政府应在尽可能积极采取有效措施,例如,适当提高中小企业纳税规模标准,增加出口退税,进一步完善中小企业服务机构与创业基地,强化对中小企业的社会服务功能,帮助中小企业建立信息化平台,等等。其中最重要的是,建立为中小企业发展提供金融支持的长效机制,为此,笔者提出以下几方面建议:

第一,尽快推出创业板。从1999年讨论设立“高科技企业板块”至今,经过多年的认真筹备,创业板在规则设计、技术准备等方面的筹备工作已

逐步完善。当前,各方面时机已比较成熟,政府应尽快推出创业板,为中小企业的长期发展提供长期的融资平台。

第二,建立和完善中小企业信用担保机制,政府可以通过建立再担保机制,对一些担保机构提供必要的支持,由政府补贴部分中小企业担保金,为中小企业获得贷款提供信用担保。

第三,扩大中小企业科技创新基金,为中小企业开展科技创新活动提供更有力的支持。国家去年财政拨款设立的中小企业科技创新基金约35亿元,相对而言,这一规模还处于较低水平。

第四,当前,大量中小型企业特别是纺织、打火机、制鞋等中小型出口企业,都面临巨大的产业转移与升级压力。但是,由于规模较小,对研发的投入一般较少,中小企业在产业转移与产业升级方面能力有限。政府可以通过设立中小企业产业转移与升级专项资金,并制定相关的配套政策,支持中小企业节能减排,实现产业转移与升级。

(作者系宏源证券研究所宏观经济研究员、教授)

建立中小企业银行的价值

◎胡菁

有资料显示,由于面临资金链断裂等困难,目前我国中小企业的平均寿命只有短短的3.5岁,68%的中小企业生命周期都不超过5年。说到经营发展上的瓶颈,中小企业的管理者一般都要提到融资,相当多的企业把“贷不到款”列为“第一难”。

其实,在现有的体制和机制下,从规避风险和经营效率的角度讲,大银行不愿向中小企业和民营企业放贷其实也不无道理。首先,对国有大企业贷款常常是“政策导向”甚至于行政命令,不贷不行;再者,给国

有大企业贷款,即使成了不良资产,非但不会遭到相应的责任追究,“输血”或“换血”也相对容易。但要是民营企业的贷款收不回,这一切都会势同冢壤。

如果有了中小企业银行,这些问题就可以迎刃而解。国有大银行的业务主要面对国有大企业,中小企业银行的业务主要面对中小企业或民营企业,可以说“门当户对”。如果利率再放开,民间游资可以被吸纳,银企之间互利互惠,可以说“满盘皆活”了;既为民营企业松绑,又为国有银行减压,不但“收编”了民间资金,而且加强了金融调控力

量。更重要的是,由于主体分散,风险分散,即使某家中小企业银行破产,也不会引起金融震荡。

有调查说,我国民营企业近80%的资金需求来自于自我积累和民间融资。而另一项调查显示,近年民间借贷总量维持在国内生产总值6%至7%的水平,相当于正规金融机构贷款额的4%至5%。显然,一旦建立“国家中小企业银行”,不仅很多游走生死边缘的中小企业可以重新焕发总生命,民间资金的生命力也会得到激发。从宏观层面看,既利于国家金融调控,又能有效避免金融风险。



漫画 刘道伟

石油大亨暮年转向

在美国,一向势不两立的环保运动和石油界,最近出了跨界大巨人:年过80的石油大亨皮肯斯正在筹建预计耗资60亿到100亿美元的美国最大风力电厂,摇身一变而成了绿色能源的大红人,风头简直压过了戈尔。能源革命时代果然来了?

Column | 专栏

公允价值内涵的不确定及其外延的不一致,迄今已成经济理论中最具争议的问题之一。而美国的次贷危机以及“两房危机”在更多地揭示出其深层次经济矛盾的同时,也深刻地暴露出了公允价值在理论和实践上的诸多缺陷。

公允价值:看似馅饼实是陷阱



黄湘源

一方面银行财务状况在恶化,另一方面他们的账面净资产却在增加。奇怪吗?根据彭博的统计,过去一年美国金融机构通过自己信用水平的下降居然“获利”120亿美元。而这样做的依据是在美林、摩根士丹利、高盛和花旗集团四大金融巨头所带领的华尔街企业的呼吁下出台的《金融资产和金融负债的公允价值选择》,企业可以自己决定哪些流通在外的债券、贷款或者其他负债可以按照市值计算价值。

看来,美国金融巨头选择在发生了次贷危机的2007年第一财政季度开始强制执行这个公告并不是偶然的。可是,如果这就是所谓的“公允价值”,那么,它所反映的绝非真实意义上的价值,而只是越来越脱离现实的错觉。难怪就连因债券价格下跌引起负债价值减少而在过去的三个季度记录了40亿美元收入的美林证券也不得不表示在公司官方网站刊登的文件中表示,如果想获得更加有意义的同比结果,投资者应从一季度的收入中

剔除21亿美元。公允价值被广泛地运用于交易性金融资产(或负债)现行价值的计量,这些计量基础存在一个共同特征,即“在计量日”。非常明显,“在计量日”不一定都有“可持续性”,所以这种以一定时态的计量基础同“可持续性”的假设前提就是矛盾的。特别是对于更多地采用虚拟价值而几乎根本不涉及成本价格的交易性金融资产来说,更是如此。沪深股市的估值体系一直在随风而转,而在市场非但只有做多机制没有做空机制而且只有堪称泡沫发生器的权证而没有可靠的备兑权证的情况下,又凭什么去给公允价值找到一个建立在客观价值评判标准基础之上的“可持续性”呢?而离开了“可持续性”的“在计量日”,则“公允价值”不仅有一个理论上的大缺陷,而且,简直就是个深深的陷阱。

按照中国证监会会计部人士的说法,中国1547家上市公司的大多数对公允价值的采用比较谨慎,公允价值变动损益对利润影响相对有限。相关统计数据显示,2007年两市上市公司公允价值变动净收益68.73亿元,占全年利润总额的0.51%。不

过,深交所的判断有所不同,他们认为公允价值变动损益对深市公司2007年报影响较大。根据深交所统计,深市主板上市公司实现公允价值变动损益总额为27.48亿元,占归属于母公司股东的净利润比例2.62%。而且,公允价值变动损益对上市公司业绩影响十分集中。排名前公允价值变动损益10名的公司总金额,占全部深市主板上市公司公允价值变动损益总额的84%。在沪市,该年度有169家上市公司存在公允价值变动收益,87家公司存在公允价值变动损失,公允价值变动损益的影响同样也非常同小可。

虽然公允价值变动收益进入利润表在2007年才刚刚开始,可是,仅此一科目对净资产收益率的推举,中国人寿一季度利润便被推升了39.06亿元;公允价值变动收益对当期净资产收益率的贡献高达39.47%,有“一季顶一年”之称。但一年下来,公允价值变动不仅没有令中国人寿格外扬眉吐气,反而带来了高达63.88亿元巨额的损失。今年一季度,公允价值损失更是大幅增加至94.21亿元。

受益于2007年的大牛市,券商去年的公允价值变动净收益大多为

正。中信证券此项增幅高达1799.86%。但该公司有个如实的说明,称主要来源于母公司创投权证业务规模增加和市值变化引起的公允价值变动收益增加。由于今年的市场未能延续去年大牛行情,去年全线告捷的券商板块上市公司,今年上半年六成下滑超过50%,其中大都是受公允价值变动净收益之拖累。靠不住的浮盈成为交易性金融资产公允价值挥之不去的痛。

交叉持股是沪深两市上市公司一道独特的风景线,同时,也是最容易受公允价值损益异动影响的危险区域。统计显示,占全部总数近四成的上市公司2007年末共持有3.6万亿元交易性金融资产和可供出售金融资产。其中,可供出售金融资产32004亿元,是总额为3986亿元的交易性金融资产的8倍多,占到了报告期末上市公司6.29万亿元净资产总和的50%。如果可供出售金融资产的公允价值变动直接计入所有者权益,上述可供出售金融资产的市值变动,不要说将严重影响整个市场的股价波动,就是对上市公司整体净资产也将产生不小的影响。在这个意义上,2007年报的披露未见市场担心

的上市公司滥用公允价值,确实值得庆幸。应该说,绝大多数上市公司倾向于审慎选择会计政策和进行会计估计,不失为理性的表现。

相形之下,中国银行业作为去年公允价值变动损失最集中的板块,并不是一个偶然的异数。美国次贷危机和“两房”危机的次第爆发,令热衷于增持海外资产的中国银行业不仅去年尴尬,今年也许更为尴尬。目前中国持有的美国长期债券已达5065亿美元,居全球所有外国人债权之首。其中光是今年3、4、5月,就连续增持了341.47亿美元。如何评估和控制这笔公允价值风险,显然已不仅仅是今年上市银行半年报和年报的新难题。

公允价值内涵的不确定及其外延的不一致,迄今已成经济理论中最具争议的问题之一。如果不是美国的次贷危机以及“两房危机”在更多地揭示出其深层次的经济矛盾的同时也深刻地暴露出了公允价值在理论和实践上的诸多缺陷的话,那么,急不可耐地渴求国际化的我国上市公司,恐怕还会将公允价值视作诱人的馅饼。

万幸,发生在“公允价值”故乡美国的故事向我们敲响了警钟。