

Opinion

Observer | 上证观察家

升值速度放缓 汇改初衷不变

我们评价改革开放成绩的思路亟须从出口和增长数据转换到以中国经济能否持续增长,居民能否从增长中获得实惠这一点上来。尽管宏观调控重点可能从通过人民币升值来抑制通货膨胀让位于通过维持人民币汇率稳定来保障经济增长,但通过本币升值实现国际收支平衡这一点必须坚定不移。

自7月16日至奥运会开幕期间,人民币对美元汇率的升值趋势明显放缓,出现了汇改以来最长时间下挫。导致人民币升值速度放缓的主要原因,各方已经分析了不少,归纳起来,大致是三点:

第一,出口和贸易顺差实际增速下降减缓了人民币升值压力。出口的实际增速从去年24%下降到今年上半年的13%。今年上半年的贸易顺差同比下降11.8%,净减少132亿美元。国际收支失衡的改善减缓了人民币升值压力。第二,资本管制力度的加强遏制了短期国际资本的流入。7月14日起,外管局、商务部和海关总署开始对出口收汇结汇实施联网核查管理。同日,外管局也加强了对出口预收货款与进口延期付款的管理与监测。7月18日起,发改委发布了《进一步加强和规范外商投资项目管理的通知》,严防外汇资金通过FDI渠道的异常流入。6月18日起,外管局出台了“报送非居民人民币账户数据”的有关规定,加强了对非居民八类人民币账户的统计与监测。

第三,从去年8月起,央行在上调人民币法定存款准备金时,要求全国性商业银行以美元缴纳新增的法定存款准备金。这降低了央行外汇储备的增长速度,同时也减轻了央行的对冲压力。例如,今年6月中国外汇储备增长仅为119亿美元。但考虑到央行在6月份将法定存款准备金率上调了1个百分点,加上商业银行以美元缴纳人民币法定存款准备金因素,则6月中国外汇资金整体流入仍将达到550亿美元以上。笔者以为,除了以上三大原因外,不能排除另一种可能性,即央行在宏观调控思路可能转变的前提下,加大了对外汇市场的干预力度,即在市场上买入更多的美元(出售更多的人民币),从而人为制造了人民币对美元汇率的双向波动。由于宏观调控重点从防止通货膨胀转变为防止经济下滑,通过人民币升值来抑制通货膨胀的操作手法,可能让位于通过维持人民币汇率稳定来保障经济增长。然而,坚定不移地通过人民币升值来实现国际收支平衡的初衷不能变,也不该变。目前国内反对人民币进一步升值

的主要观点是,人民币升值已经严重影响了中国的出口行业,中国贸易顺差的下降将拖累整体经济增长,导致就业压力加大,影响社会稳定。确实,中国出口下滑迹象已相当明显,但预料中的失业率上升却迟迟没有出现。这一方面说明中国劳动力市场的弹性可能超过了我们的预期;另一方面说明中国出口行业正在产业调整和结构性升级之中。低附加值和高污染高能耗的出口企业倒闭之日,正是高附加值竞争力的出口企业兼并扩张之时。再看数据,即使今年上半年净出口对GDP增长率的贡献为负,中国GDP同比增长仍高达10.4%,进出口仍然为正。表明在净出口下降的同时,内需的有效增长依然能够保障GDP平稳较快增长。所以,如果仅仅因为出口下滑就改变我们实现国际收支平衡的人民币汇率制度改革的初衷,不免有叶公好龙之嫌。我们不能再以并不厚实的国力去补贴发达国家了。通过人为压低汇率、利率、能源、劳动力价格,以及以照顾环境成本及透支子孙后代的福利为代价,中国的确通过刺激出口拉动了经济增长。但是由于要素价格被压低,中国每增加一美元出口,就等于向美国人补贴了若干美分。中国进口的石油和铁矿石,很大一部分最终被发达国家居民所消费。好处被别人占尽,而骂名却由自己来背。况且,从本质上而言,中国是以出售宝贵的实物资源为代价,换回了以美元储备为代表的账面资产。如果这些账面资产的购买力能够保持稳定,中国能用时对外汇储备购买急需的外国产品,这种交易还勉强能够令人接受。但次贷危机爆发后,华盛顿选择了历史上前所未有的宽松货币政策来应对,美元以及美元资产几



漫画 刘道伟 法国健康专家建议将有“过甜、过油腻、过咸”的食品的增值税从目前的5.5%增加至19.6%,以支持肥胖症的治疗和预防。最近一项统计数字表明,在法国6300万人口中,有1980万人超重,而在1987年时该国肥胖人士的数量为230万。

乎不可能维持价格稳定,大幅贬值已成必然趋势。次贷危机爆发以来,美联储向存款性金融机构的贷款规模,已经远远超出了自美联储诞生以来所有危机时刻的水平。随着更多中小州立银行的破产倒闭,随着两房危机的深化与扩展,随着3000亿美元住房重组计划的实施,美联储重新步入加息周期,时间似乎越来越遥远,在此之前,美元贬值,美国国债与机构信用评级等级的下调以及市场价值的下跌,似乎越来越不可避免。在此背景下,以压低各种成本为代价向发达国家输出实体资源与商品,

换回的外汇储备却在一路缩水的局面难道不值得我们深思吗?诚如宋国青教授所言,与其用廉价的纺织品出口去补贴外国人并换回不断缩水的美元资产,不如国家用财政资金向出口企业收购纺织品,并发放给地震灾区的居民(出口转内销)。在改革开放三十年之际,我们评价改革开放成绩的思路亟须从出口和增长数据转换到以中国经济能否持续增长,中国居民能否从增长中获得实惠这一点上来。(中国社会科学院世界经济与政治研究所博士)

Column | 周洛华专栏

三请制度救市——我们该为谁创新?

我怀念1992年那个明媚的春天,那时我还是在校大学生,听到了小平同志南巡讲话的传达。记得那是我在校期间唯一一次全体学生在政治学习时间自发地长时间鼓掌打断发言。那是大家由衷的掌声,因为大家从小平同志的讲话中,不仅看到了国家民族的光明前途,也看到了自己的前途。小平同志曾经说过:毛泽东思想的精髓就是实事求是,而小平同志倡导的“解放思想、实事求是”的思想其实是毛泽东思想一脉相承的发展。我今天就按照实事求是的精神来回顾一下中国股市制度建设和公司治理方面的现实缺陷。

中国证券市场迎来大发展的机遇是在小平同志南巡讲话以后,打破了旧体制格局之后,各地的国有企业纷纷上市融资。当时实行了额度制,这就给寻租留下了空间。不少企业当时就是想尽各种办法拿到上市额度,围了一笔钱。此外,在正常额度审批中,监管机构默认执行了“谁困难,谁先上”的原则。记得当年红光上市不久就被查出财务造假,戴上ST帽子,主管官员还振振有词:“我这也是为国解困嘛!”我们的资本市场制度建设和公司治理的基础就是这样的薄弱,至今没有任何机构、任何人提出要当时所造成的股民损失提出赔偿。大多数新股民都认为这些赔偿都已体现在了股改的对价中了。但我认为,股改既没有彻底解决历史问题,也不能确保未来沪深上市公司治理和制度建设是符合中小投资者利益的。

我当然无权提议清算那段历史,但是有责任提请各位注意,沪深股市最近的一次牛市是在公司治理取得进展之后才出现的。客观地说,证监会为此做了大量工作,从推动股改(严格地说,证监会无权代表出资人去推动股改)到清查资金占用,都是沪深股市可贵的进步。从国外的经验来看,任何牛市最根本的基础不是公司业绩,而是公司治理。沪深股市的下一步发展要从“帮助困难的国有企业”转变为“激励所有的优秀企业”。要实现这个转变,只有在资本市场的制度建设上创新。遗憾的是,我在资本市场上看到的创新经常是为了企业融资进行的,比如分离式可转债,比如股改权证。看到那些最终作废的权证造成无辜中小散户的巨大损失,我捶胸顿足。今天,又是同样一群人,号称是学习了国外先进经验之后,提出要建立平准基金,推出融资融券和股指期货,指望降低印花税等等这些措施来救市。这和当年忽悠着“股市的首要功能就是为国难的国融融资,以便减轻国家负担”的人

沪深股市下一步发展要从“帮助困难的国有企业”转变为“激励所有的优秀企业”,实现从“需要融资的企业上市”到“回报股民的企业上市”这一历史性的转变,而在资本市场制度建设上的创新,更多着眼于建立一套更完善的上市公司激励约束机制。

是同一类型。指望在投资人身上找到治愈投资人伤痛的药方,这何其可笑。只有建立一套更完善的上市公司激励约束机制,我们才能鼓励上市公司的控制人去做强业绩,提高回报,最终提升股价,使股民获利;也只有这样,我们才能防止上市公司的管理层和控制人做不利于上市公司中小股民的事情,最终防止股改内部交易和不对称的信息所出卖。让上市公司按照新的公司治理规则把业绩做好,而不是让股民相互之间玩一种新游戏,这才是根本的救市之道。这条道路不仅符合马克思主义唯物论观点,也符合毛泽东思想方法论的观点。我们现在的首发上市条例规定只要业绩符合一定的财务指标要求,就可以申请上市融资,就可以上市之后再融资,就可以在融资和再融资之后抛售原始股。为什么就不能把回报中小股东作为是否审批上市的一个重要条件呢?纵观沪深股市的发展历史,除了股改时期之外,从来没有哪个企业的实际控制人曾提出固定的公司红利政策。无论业绩多少,每季度必须分配0.25元,这样的红利政策在国外屡见不鲜,我国为什么从来就没有监管部门推动,也没有大股东提议呢?我呼吁,对于首发上市的企业要求其明确规定红利政策,否则不予审核。我们要实现“需要融资的企业上市”到“回报股民的企业上市”这一历史性的转变。

我始终怀疑的眼光在看国内的一些投资银行,那些整天西装革履的金融精英整天围绕着大股东的需求转,帮助他们实现上市融资的目标,并收取一个远低于国外同行标准的投行费,他们可曾从中小股民的角度去考虑过:这些公司是否具备保护中小投资者的机制?是否具备了完善的公司治理?是否做到了巴菲特要求的“不受大股东控制”的要求?早在美国互联网泡沫时期,类似的公司治理研究有过一个结论:高估价值和宽松的治理环境毁了企业管理层的进取心。不能让这样的悲剧在中国重演。所以,我们不要再为所谓的投行排名去无谓的争论了。今天需要无畏的真理和无知的直言不讳者。我还想特别提出一点,股改时,股民是依据当时的股价同意大小非流通的,没有理由认为股民在低于股改价格前一天价格时,仍然同意十送三的对价,监管部门或者司法机关应给出一个司法解释:所有股改之后大小非抛售的价格,必须高于股改投票前一天的价格,否则对价无效,因为股民批准了对价的前提条件之一(股价)已不成立了。假如这些股改时没有想到的政策能够得以落实,相信对帮助企业建立完善的治理能收半补半之效。

股市不可道之“道”

田立 北京奥运会开幕式表演的象征,甚至当时在一些人的思想意识深处还有着这样的认识:有了股市,中国就已经进入了市场经济了。但是,市场经济就是市场经济,他不是某种象征的产物,它有着自身的规律,你遵从这个规律,它会帮你促进经济发展;你违背它的规律,就要接受惩罚。改革开放几十年的风雨已经向人们揭示了股市不是一个象征,它也不接受所谓象征主义的管理手法,但现在很多人依然割舍不了象征情结。股市有什么问题,重要的是找出问题的症结,采取切实措施予以解决。舆论调控在早期股市或许有一定的作用,效果好的能发挥几个月的作用,差些也要持续几个月的易日。而股市最终它还是要按照自身的规律,把态势“纠正”到属于它自己的轨道上去。久而久之,象征主义的调控手法在股市的作用越来越微弱了。从分析师和投资者角度,尽管有越来越多的中国人痴迷好莱坞式的写实主义大片,但象征主义的精神却根深蒂固,炒作奥运行情就是典型的例证。尽管再怎么苦口婆心地说奥运

从中国次序说开去

周 到 北京奥运会开幕式上,在193个国家和11个地区参赛代表团的入场次序,除希腊和中国分别在精神和最后出场外,遵循的是中国次序:按参赛代表团名称的简体汉字笔画排序。按汉字笔画排序,要比按字母排序更复杂些。实际上,要数清一些汉字笔画,笔顺不容易,一些部首要辨认也不易。由于书写习惯的演变,还存在着两种笔画和笔顺的汉字,“印”并无繁体字,但却有五笔和六笔两种写法,笔顺当然也有差异。因此,计算机Excel表格可以准确无误以英文排序,但其汉字笔画排序功能令人啼笑皆非。这似乎意味着,让世界了解中国次序,绝非一朝一夕能实现。中国文化在处理一些复杂问题时,常有更大的缓冲余地。按汉字笔画排序原则,以色列和朝鲜恰好在这次开幕式上,我们的安排是,以色列在日本之前出场,与巴勒斯坦相距二十

行情早已被股价吸收了,尽管一再提醒今年的行情取决于中国经济的未来发展预期,可你看着市场上有多少人直到奥运临近还在盼望奥运行情呢?决策层有决策层的问题,但投资者也不都是单纯的无辜者。有一个现象可以说明问题,只要是呼吁救市的,不管是否符合道理(尤其是技术救市),都会掌声一片;凡是反对救市的,无论多有道理,是否洞悉现实,都会被痛骂。难道这不是股市象征主义理念下的理性扭曲吗?我们的老祖宗之所以将象征精神融入民族的文化血脉中,是因为他们真正领悟了那些不可道之“道”和道法自然的真谛,才造就了天人合一的象征精神。然而,我们今天并没有领悟股市的真谛,也没有掌握驾驭股市的能力,却非要追求象征主义手段,那实质是掩饰我们在认识和能力上的缺失。在我们起身为奥运开幕式的精彩鼓掌之时,也让我们以良知的名义和导演的口气,对着那些股市象征主义的追捧者们大喊一声:“CUT!”。(作者系哈尔滨商业大学金融学院副教授)

中国台湾地区的证券市场也有类似的问题。因此,所谓的证券市场结构失衡,可能还有文化的原因。多数参与主体好股票、轻债券,那么,股市的发展就会超过债市。在文化多元化的大环境中,我们既要制度上完善市场结构,更要形成有利于市场结构完善的文化。但这恐怕不是花上几十年时间就能完全解决的。要解决沪深资本市场问题,依旧可以从中国文化中找答案。奥运会期间,我们贯彻落实中国证监会党委关于维稳的安排和部署,坚持把矛盾纠纷化解在萌芽状态,坚决防止突发性事件、群体性事件和恶性事件。但中小投资者和舆论却从一开始,就把股指的稳定看成维稳核心内容。怎样看待两者的差异?“举直错诸枉,则民服;举枉错诸直,则民不服。”(《论语·为政》)可见,核心应在坚持“三公”原则。要允许不同主体对证券市场的看法求同存异,这不仅仅有利于奥运会期间的维稳,而且也有利于建设和谐股市。

抓住信心缺失的主要矛盾

倪小林 到今天为止,股市似已很难正面回应政策面的利好了。证券市场的维稳与股市功能是否正常发挥的问题被在了一起,有些轻重难辨。在维护股市稳定时,支持企业改制上市的功能亟待发挥,这是经济持续发展的需要。在弱市环境下,证券市场能不能承载如此重压,需要各方对市场实情有充分的把握。经过上周五的上百点急挫,A股市盈率已在20倍以下,而且A股和H股倒挂现象持续扩大。笔者以为,如今最现实的办法是需要稳健恢复其市场基础功能,而不仅仅只是融资功能。这已成证券市场“维稳”的主要矛盾。而且也是投资者信心难以修复的主要症结所在。新华社分析员对本次下跌原因之一分析为:中国南车本周的新股申购不仅带来短期资金面紧张,也加大了投资者对监管层融资政策的担忧。统计显示,中国南车IPO共募集资金65.4亿元,冻结资金近227万亿元。外国资金并不缺乏,股市完全有“维稳”甚至提升的基础,但是由于融资压力正在稀释市场资源,使市场信心再度受到挫折。显然,各方对于股市“维稳”依然缺乏共识。虽然可以以此轮市场持续下跌找到很多理由,中国股市不能脱离国际市场环境,受到正面或非正面的影响无可厚非。但是,如今的市场只对风险和压力产生反应,对任何利好均不正面回应,上周央行增加商业银行贷款额度,如此实质支持经济发展的消息,股市依然以暴跌回敬,不得不令人思考是不是有些因素被我们忽视了。股市说到底是个信心市场,持续低迷或者止不住下行,已明显影响到投资者的信心。此刻如果还是以旁观者的身份认为让投资者去经受洗礼显然已很不合适。因为从历史上看,任何股市,都不可能发明一种培养成熟和理性投资者的秘方,靠一种一劳永逸的办法让投资者变得成熟。股市的发展本身就充满不确定因素,沪指在4000点时就有人分析股市估值已经合理,至今估值合理一点就伴随市场下跌1000余点,而且就在2700点左右“维稳”成为重要救市主张以后,股市依然在下行。

证券市场“维稳”的基础应该是两个:预期和信心,而这两方面又相辅相成。高福林主席不久前提出,真正做到“维稳”需要引入长期资金入市,这应该是“维稳”最好办法。但是,市场的实际与这个目标却好似完全背道,国有大企业、保险资金、基金从今年市场下跌速度加快以来,几乎成了短线高手,机构投资者也加入进了非理性操作的队伍,给维稳目标带来很大的隐患。但是,在目前所谓维稳的市场之下,出现的并不是稳住,而是不断继续的下跌,作为机构投资者,同样面临巨大市场风险,迫不得已把长期资金变为短线操作。如此一来,则“维稳”的一个重要抓手已经成为市场下跌的主力。最近,林义相先生呼吁要理直气壮发展资本市场。为什么要理直气壮,恐怕是在此轮下跌中政策面本身已经表现出游移不定的状态,在要求市场“维稳”的同时,大步扩容,本身就可能产生新矛盾。尤其是一二级市场依然能够囤积数万亿资金,人们对于未来的政策走势带有强烈的观望情绪之下,不缺资金的市场持续严重疲态,绝对不正常。

那么,到底哪里出了问题?笔者以为,就是林义相先生所言,“理直气壮”,理直气壮明确政策取向,理直气壮减缓影响市场大幅波动的融资行为,理直气壮还市场财富效应。

减税:该出手时当出手

周子勋 以今天中国的经济现实状况,减税不仅是稳定经济的良策,而且也是结构调整的妙方。特别是国际商品价格持续攀升,下半年中国可能调整油煤资源价格,通胀压力依然很大,实施减税政策势在必行。财政部部长谢旭人以及国家发改委价格监测中心分析预测处处长徐连仲上周末同时撰文呼吁调整个税。作为价格主管部门的官员,徐连仲提出三个建议——取消居民存款利息税,提高个人所得税起征点,对低收入群体提高政府补贴就有操作性。因通胀和经济增长,上半年居民和企业的利益损失很大,只有政府收入增长“一枝独秀”。这并不正常。尤其在税收大增的同时,居民收入增长率出现了近年来罕见的回落。其中,上半年城镇居民家庭可支配收入增长率由去年的17.23%大幅下降到14.4%,扣除物价上涨因素后,同比增速由12.6%回落到6.3%。农村居民纯收入增速放缓情况与此类似。更值得注意的是,如此大幅度的收入增幅回落是在就业增长的前提下,如果扣除就业增长因素,相信收入增幅会更加有限。上半年居民存款增加值相当于去年全年增加值的2.01倍,这同样是罕见的。城镇居民收入增速大幅下滑和居民资金回流至银行,说明上半年股市、楼市等资产价格回调对城镇居民收入增长的影响很大。居民真实收入下跌幅度如此之大,消费增长却在明显加速,表明消费增长可能只是高通胀的附带结果,其基础并不牢靠。而随税负高收而来的,是消费者信心的下降。据统计,今年二季度,我国消费者信心指数为94.1,分别比上季度和上年同期回落0.7和2.7个百分点。二季度消费者对当前经济状况的满意指数为90.3,分别比上季度和上年同期回落0.5和2.7个百分点。反映消费者对未来经济前景看法的预期指数为96.7,分别比上季度和上年同期回落0.8和2.6个百分点。同时,现行税制中存在对中小企业的歧视性规定,让中小企业在市场竞争中处于不利地位。按照现行的增值制度,中小企业被划为小规模纳税人,表面上看,所承受的法定税率要比一般纳税人低得多,但实际上,由于小规模纳税人的进项税额不能抵扣,其税负远远高于一般纳税人。我国有关中小企业的税收优惠规定仅仅局限于减免和优惠税率两种方式,与发达国家的加速折旧、税收抵免、再投资退税、延期纳税等优惠手段相比,显得政策手段单一。目前我国的税收70%以上由中小企业创造,80%左右的就业由中小企业解决,如果企业不能承受通胀和税负双重压力,其结果是影响到整体经济。可见,在目前通胀走高,收入走低局面下,减轻部分居民个人所得税,是直接还富于民,减轻企业的税负,是减轻了企业的负担,稳定了员工的收入,是间接稳定了经济,稳定了市场,稳定了信心。对于经济走势来说,宏观调控该出手时当出手,特别是以减税为主调的宽松财政政策。