Column | 周洛华专栏

如果中国经济结构能够实现由“外向”转为“内向”的转型,增长方式能实现从外延式转为内涵式的发展,上市公司能够形成新的公司治理结构,用更科学、更合理、更符合市场机制的原则来构架一套约束和激励机制,中国经济将迎来新一轮发展,我们就将能看到又一场波澜壮阔的大牛市。

落实科学发展观才有大牛市

——我的牛市宣言

最近发布的统计数据表明,我国经济的对外依存度已经达到了60%,这既是成就,也是风险。中国作为一个人口大国,经济如果对外贸和外资的依赖程度过高,就会导致经济被动跟随国际环境调整的局面。看看现在我们的经济发展格局,更多是依赖于出口以及由出口拉动的投资,这从长远来看,并非是健康的。如果在继续保持对外开放的条件下,大力发展国内消费,使我国经济在下一个30年里,逐步建立起以内需为主导的稳定发展的经济格局,才符合科学发展观的要求。

胡总书记在6月的政治局会议之后的各民主党派座谈会上的讲话,明确提出了要启动国内消费,用内需促进增长。此外,近日有媒体报道国家税务机关将加速推进增值税向消费税转型的改革。我认为,这虽然并不意味着马上就能减轻零售企业的税务负担,但无疑是我国经济从注重生产转向注重消费的标志。从外贸拉动到内需主导,这个转变将使得我国诞生一批类似沃尔玛那样的超级零售企业,也会诞生类似运通这样的服务业巨头,甚至有可能诞生类似可口可乐这样的自主消费品牌。而正是类似沃尔玛、运通和可口可乐这样的公司在过去的几十年间推动了华尔街股市的长期走牛。中国经济将经历一次转型,由“外向”转为“内向”,这是沪深股市走牛的宏观背景。

与此同时,我们还将见证中国经济的另外一层意义上的转型:从外延式增长转为内涵式发展。这也是科学发展观的必然选择。过去30年,我国经济建设主要都是依靠外延式的增长。我们经常可以看到这样的情况:各地都在银行贷款的支持下,修建钢铁厂,建成之后做优化,继续向发改委提申请,将最佳经济规模从几十万吨扩张到几百万吨。这个过程也必然伴随着产成品跌价和原材料涨价。结果大家这几年已经看得很清楚了:我们卖什么,什么就跌价;我们买什么,什么就涨价。我所理解的科学发展观,可不是这样盲目扩张规模的经济增长方式,而应该是走自主创新的道路,以求增加产品附加值,提升劳动生产率,降低能源和原材料消耗,优化生产方式,这样一来,我们的企业虽然产量没有提升,但是效益却得到了提升。我们必须要实现从“增长”到“发展”的转变。这是推动牛市的内在微观动力。

此外,我们还应该进一步改善公司治理,科学发展观要求我们不能再继续依靠增加资本投入来实现更高的企业回报,而应该形成新的公司治理结构,用更科学、更合理、更符合市场机制的原则来构架一套约束和激励机制,并以这套新机制来保障企业提升劳动生产率,改善效益,增加对股东的回报。这是形成牛市的制度保障。

上述三个方面的转变如果能够实现,我乐观地预期中国经济将迎来新一轮发展。从发达国家的经验来看,很少有哪个国家的股市是长期依赖规模扩张,产能释放所带来的利润增长所驱动的。我对股票定价机制的理解早已写在了本栏“通胀无牛市”系列的文章里了,其中最重要的观点是:公司的价值应该是对其所拥有的可交易资产进行全对冲之后,仍然持有一个正的误差项。这个误差项就是企业的经营能力,一个企业的经营能力越强,其股权融资的冲动就越低,其经济效益也就越好,其竞争力也就越强。我们买股票,核心考虑就是买企业的经营能力。

遗憾的是,到目前为止,中国大多数企业仍然只注重融资和再融资,渴望把钱圈到手,然后扩张规模去发展,依然不能从改善经营能力入手来提升股东回报。这样的投资行为是很危险的,因为谁能肯定待到项目建成之日,这个产品还能卖出同样的价格?国外许多企业经常把那些落后和淘汰的产品线出售,而不是继续融资,扩大规模,降低成本和售价,以期夺回市场份额,道理就在这里。

老实说,多数大家所看重的沪深两市的牛股,其实是科研开发投入巨大的公司,客户关系良好,但在市场份额扩大的同时,毛利率不降反升。我国股市再也不能为那些盲目扩张的企业提供融资了!我们只能从挖掘企业潜力,改造生产工艺的角度出发去提升竞争力,这样做,不仅符合科学发展观,也符合股东利益最大化的原则。

需要指出的是,我们恐怕很难再看到那些制造业企业的大规模扩张了,因为这样的扩张既不能给股东带来回报,又引起了中国和贸易伙伴之间的冲突,使得贸易条件恶化,毛利率下降,这不仅没有带来原先预测的效益,还有可能拖垮国内的商业银行。我们应该重点关注那些“服务于内需”和“内涵式增长”的企业。那些注重产品研发,注重毛利率的提高,拥有良好的市场前景和稳定的现金流入,并且审慎对待再融资计划的公司,将是沪深两市下一轮牛市的主力。道琼斯工业指数的30个成分股里,制造业所占比重并不大,即便有制造业的企业,也是注重技术革新和产品设计的企业,成分股中倒是有许多内需的服务型企业,而且这些企业的成长性反而比制造业企业更强更稳定。

概而言之,我们应该积极关注上述具备“内需”和“内涵”两个主题的上市公司,如果科学发展观在中国经济从宏观到微观的各个层面得到落实的话,加上上市公司治理的改善,我们就将看到又一场波澜壮阔的大牛市。

在此,我想重提我在2005年初的预言:“我闻到了牛粪的味道,前面跑的是一头大牛。”

漫画 刘道伟

1美元别墅倒贴1万终于卖出

“汽车之都”底特律一幢两层住宅被美国一家银行以1美元价格出售,且许诺倒贴1万美元,才在第19天找到一名买主。这家未公开名字的银行今年1月曾以1100美元价格出售该屋,但始终无人问津。美国全国房地产经纪人协会官方售房网站说,底特律待售房中,标价1美元、30美元、99美元、100美元等超低价的房产不在少数。

Observer | 上证观察家

当前全球经济面临的最大风险,是由于美国无力也无意承担世界经济的维稳责任而导致世界经济走向失控。如果次贷危机进一步恶化,则发展中国家的财富将遭受空前的洗劫,而美国也将为其自私买单。

谨防全球经济由失衡走向失控

章玉贵

可以说,不确定性与风险剧升是对当前世界经济情势的最好注脚。

从春到夏,今年以来从世界各地传来的经济资讯几乎都是负面的:面对全球性的通胀,各国央行进退失据;面对大宗商品价格暴涨,各方在无休止地博弈;面对日益严重的金融危机,全球缺乏一个建立在制度化和持续性基础上的沟通与协调机制;面对国际大投行对世界经济的操纵,多国忧心忡忡,个别国家却一味纵容。甚至,在金融体系向来最发达的美国,受到次贷危机拖累,银行也接二连三地倒闭。以至于国际货币基金组织发出了世界经济的系统性风险正在升高的警告。

全球经济失衡并不可怕,可怕的是这种失衡背后的逻辑安排。表面上看,全球经济失衡的原因在于位居世界经济中心的美国与外围的发展中国家之间的经济分工不同:美国掌握着货币发行和市场的主导权,发展中国家尤其是新兴经济体国家依赖美国的市场和美元。然而,在这个分工框架下,以消费拉动经济增长的美国可以通过发行美元购买外围国家的廉价商品。这种看似公平实则最不公平的贸易尽管带来了美国对中国等新兴经济体的巨额贸易逆差,但是凭借金融市场优势,中国等国积累的贸易顺差反过来又以购买国债的形式回流到美国。因此,全球经济失衡的主责不应是外围国家的经济与贸易政策,而是美国以成本极为低廉的货币手段来平衡经常性的贸易逆差。美国明知这种失衡可能带来进一步的风险,但在现行的美元体系里,经济失衡对美国来说收益远大于成本,美国依靠货币发行和市场的主导权维系着寅吃卯粮的经济繁荣,付出的代价仅仅是印刷更多的美元并支付不超过4%的债券利息,而且还可以借此把经济失衡的原因归罪于中国等新兴经济体国家,并通过施压,迫使这些国家进行货币升值,被动地调整本国经济政策,以此来承担美国转嫁而来的经济调整成本。

所以,尽管经济学家们早已提出了解决世界经济过度失衡的方案,即主要经济大国间应有政策协调,美国应鼓励储蓄并减少财政赤字,限制支出;欧洲国家应维持低利率以刺激消费需求;日本应继续金融改革,加强财政政策对投资的激励;而大多数亚洲顺差国家则应扩大内需,提高大众消费需求,减少对外部市场的依赖;石油出口国可以考虑增加其社会消费支出,增加在石油生产及经济结构多样化方面的投资,等等。但是国际经济格局中的博弈各方对失衡调整的方式远未达成共识。特别是美国,由于保持现有的全球经济失衡反而有利于维持美国在经济领域的霸权地位,所以迟迟不肯采取负责任的经济行动。

特别令人忧虑的是,美国一手扶持的花旗、高盛、摩根士丹利、JP摩根和美林等华尔街投资银行无节制的创新和对金融话语权的操纵,正成为世界经济不稳定的策源地。其中高油价的重要成因就在于投资银行吃定了石油的稀缺性与替代能源发展的滞后性所引致的对石油的愈发依赖,通过期货这一合法但监管漏洞很大的金融工具,诱使石油价格按照它们预期的目标变动。尽管石油等初级商品价格暴涨也给美国自身也带来影响,但在美国的策略组合中,美元贬值可以化解国内价格上涨带来的负面压力,而对世界大多数国家来说,却是一种赤裸裸的掠夺与煎熬!

不仅如此,美国还利用全球经济一体化框架下的各国经济的高度联动性,通过美元连续贬值,释放并转移本国房地产泡沫破裂引致的巨大风险。高达1万亿美元的次贷危机损失借助金融机构的转化和蔓延能力,像癌细胞一样扩散到欧洲和亚洲诸国,极有可能成为引爆世界经济走向失控的地雷。

当前日益严重的经济与金融风险,已经让国际金融大鳄索罗斯也惊愕这是他一生中经历的最严重金融危机。因此,为了抑制系统性风险的上升,全球亟须一个建立在制度化和持续性基础上的沟通与协调机制。遗憾的是,各国尤其是主要经济大国都不愿拿出协调一致的行动,来阻止世界经济由失衡转向失控。特别是对世界经济稳定负有最大责任的美国,在明知次贷危机引发的全球金融动荡可能危及世界经济安全的情况下,采取的却是治标不治本的救治方案。急火攻心的美联储竟然向投行和券商敞开贷款闸门!这被普遍认为是犯了兵家大忌,因为央行从来都只应对银行放款,而且必须有好的抵押品。而美联储推出的“定期证券借贷安排”,是美联储拿出2000亿美元的优质资产,即美国国债来向市场出售,在获得货币资金后允许美国的投行与券商用资产抵押证券作抵押向美联储借款,显见,美联储是拿优质资产换取一堆烂资产。如果成效不彰,美联储又会开动美元印钞机来转嫁经济治理成本。

可以肯定,次贷危机所带来的全球金融市场动荡仍未结束,很难判断这场危机还会持续多久。如果次贷危机还有爆炸性的坏消息出现,则投资者恐慌情绪的发酵,极有可能导致金融市场失控,全球经济也将陷入混乱。届时如果美国仍然试图通过美元贬值来转移沉重负担,恐怕未必能如愿。因为彼时全球市场上大概难以找到美国烂账的收容所。而一旦总额超过12万亿美元的房地产抵押贷款出现致命危机,则在此基础上经由衍生金融工具创造出的数十万亿美元的资产抵押债券和近300万亿美元的金融衍生产品大厦有可能轰然倒塌,大批美国金融机构将由于出现大量坏账而资不抵债,不得不破产倒闭,美国将会因金融紧缩而导致全面经济衰退。而美元体系一旦崩溃,以美元计算的发展中国家财富将遭受一次空前的洗劫。

(作者系上海外国语大学东方管理研究中心副主任)

农村金融摆脱“短板”渴求突破

⊙杨 涛

农村金融改革近期迎来了更多“利好”信息,在银监会和央行推出《关于小额贷款公司试点的指导意见》之后,日前央行又正式表态将适时推出讨论已久的《放贷人条例》,从而给予民间借贷以合法地位。

自改革开放以来,农村金融一直是理论分析和政策研究的焦点,但也是实际改革力度最缓慢的金融领域。2004年到2008年,中央“一号文件”几乎成为农村改革的代名词,而农村金融的发展症结也日益凸显出来。要真正使农村金融摆脱中国金融发展的“短板”地位,恐怕需要在理念、思路与路径方面有更大的突破。

回顾历史,笔者认为,中国农村金融改革大体上可分为四个阶段:

从1979年到1995年,主要是农村金融支持度、自由发展度的提高,到1991年,中国农村已经形成以合作基金会为主体的、发达的民间金融体系;从1996年到2002年,农信社在农村金融中的地位不断提高,但农村金融自由度在下降,民间金融受到较大压制,政府在治理整顿农村金融风险同时,却也走向了极端,从1999年起基本关闭了合作基金会;2003年到2005年,农信社为摆脱历史包袱进行了商业化、市场化改革,农业银行亦在加快商业化步伐,而农发行的政策性金融支持有限;2006年至今,村镇银行等新型金融机构得到试点和发展,农村金融自由度再次得到解放,但改革战略主线却更加模糊并面临更多的难点和挑战。

可以说,与整个经济金融改革进程相比,应该说农村金融改革还不够成功,通过梳理农村金融的发展阶段,背后有几方面问题值得关注。

首先,对直接金融支持“三农”的关注不足。迄今为止的农村金融理论与政策,都只集中于银行体系方面,很少考虑到形成系统性的直接金融改革政策,这也使得农村金融缺少了重要的一环。近期高盛、德意志银行等国际投行纷纷斥巨资收购我国多家养猪场,也说明了农村直接金融有巨大的发展前景。因此,在农村金融总体战略中,应该把促进各类农村股权、债权融资机制改革纳入进来。

其次,对政策性金融的定位容易走极端。过去我们曾经把政策性金融予以泛化,现在却又有了弱化的倾向。实际上,在很长时间内,中国农村还是需要不完全以营利为目标的政策性金融支持,考虑到农村对城市化的长期补贴作用,这在效率和公平方面都是合理的。应该说,与大量直接投入到农村的财政资金相比,政策性金融模式相比具有更高的效率。在此背景下,理应围绕农发行来打造更加强有力的政策性金融体系,实现对从农村建设与农民生活的全面支持。

再者,对合作金融的发展定位不清晰。目前的农信社改革基本以控制风险为目的,并且由于合作金融法规的缺失,目前农村信用社在性质、地位、设立、经营、监管、清算重组及财税货币政策等方面,都与商业银行日益趋同。要真正发挥合作金融对农村发展的作用,就应借鉴许多国家的历史经验,通过完善相关法律与制度,规范发展各类合作性金融组织,使其在享有特定政策优惠同时,必须服务于特定农村领域。

还有,对商业金融支持“三农”期望过高。随着风险收益标准的提高,商业银行撤出农村领域是难以避免的。对此,政策的重点不在于要求商业银行承担违背商业原则直接支持“三农”,而应该着力培养农村零售金融机构,为商业银行提供发展农村金融批发业务的渠道。

另外,对民间金融的放开程度还不足。农村经济运行的特点,决定了私人借贷的繁荣是不可避免的。对业已存在的这类金融活动给予合法地位并加以规范,显然利大于弊,这就要求给民间金融正名的决心和力度更大一些。

再就是从金融组织构架来看,尚未认识到农村金融发展的重点在于本土零售机构的缺失。通过大力发展零售银行,才能使农村金融资源的供求实现有效对接。因此,现有的新型农村金融机构改革尤其要注意这些,有些村镇银行改革已出现了“好大喜功”的倾向,这是必须避免的。

农村金融改革是一项系统工程,需要理顺改革中的决策冲突。事实上,由于缺乏整体思路和推动者,现有各监管部门推动的改革经常出现不协调。例如,银监会的本质职能是控制风险,而推动农村金融机构改革则不得不承受适度风险,因此作为改革推动者,银监会的政策就具有内在矛盾性。对此,未来由更高层次的金融监管协调机构来推动农村金融改革,显然也是必要的。

总之,在较长时期内,中国应该构建直接金融与间接金融全面发展的农村金融体系,而在间接金融方面,则需政策性金融与合作性金融并重、商业性金融与民间金融为辅,其重点在于打造本土零售机构作为农村金融供求的承载者。

(作者系中国社会科学院金融研究所副研究员)

米袋子、菜篮子和“一行三会”

⊙倪小林

米袋子、菜篮子和一行三会的协调问题,看似不相干,但是在全球化背景之下,百姓的菜篮子和米袋子,早已和那些国际大投行扯上了关系。比如最近国际投行对于中国粮食很感兴趣,连从来都转战城市的高盛集团也向中国农村挺进,投资养猪产业。就像有时候碎片拼图才是历史本来面目一样,把同一时间内市场的热门事件排列组合,会令人从毫不相干的事物中产生找出诸多联系,发现问题的本质。由于资本具有无孔不入的特点,油盐柴米也就和国家那些重要的金融管理机构有了关系,而且关系还很大。

近日,国务院办公厅关于印发中国人民银行主要职责内设机构和人员编制规定的通知中又一次重申:在国务院领导下,中国人民银行会同中国银行业监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、中国保险监督管理委员会建立金融监管协调机制,以部际联席会议制度的形式,加强货币政策与监管政策之间以及监管政策、法规之间的协调,建立金融信息共享制度,防范、化解金融风险,维护国家金融安全,重大问题提交国务院决定。虽然,一行三会的协调机制在几年前就已建立,但新的市场情况,促使有关部门的协调必须更加密切和默契,否则将很难化解不断出现的新矛盾。谁也没想到资本对于人们生活的渗透力,如此之神速,从品牌战略到兼并重要产业企业,国际资本现在对于中国各种资源的欲望越来越强烈。

今年市场最为热门的关键词之一是热钱,引进外资原本也是我们改革开放的本意,世界上剩余的钱总需要寻找投资项目,我们的经济发展也需要资金,对有规模和可监管的资金我们通称为外资,对于可控规模以外的国外资金,因为流动速度很快,来去自由被界定为热钱。美国经济遇到麻烦后热钱不断向亚洲转移,中国不可避免成为热钱窥视的热土。不过到底进入中国的热钱有多少,市场人士提供的数据五花八门,迄今并无一个部门能够提供权威数据,推算猜测的数据不断增大,导致市场谈热钱色变。

最近,外汇管理局局长胡晓炼表示,要把防范国际经济风险通过外汇渠道和国际收支渠道影响我国国民经济健康发展放在重要位置。但是,由于投资渠道越来越复杂,外汇管理局一家未必真能够汇总热钱信息。比如近日媒体调查热钱通过外商投资的渠道连带也在进入中国,而且手法时而隐蔽,时而公开,任何一个部门此时再单打独斗很难掌控。这些都说明,原有行政管理架构下的各司其职往往对于风险和危机只能亡羊补牢,譬如要防范金融风险,搞不清楚热钱数量和路径,防范效果也就可想而知了。

为了国家的金融安全,还不止需要一行三会协调制度。近来国际资本频频投资于百姓生活密切相关的粮食和菜篮子,可很多项目木已成舟,相关部门才获得信息。据业内人士分析,世界粮商巨头已在山东、河南、河北、黑龙江、湖南等粮食主产区建立或并购粮食加工企业,还准备在江苏建立粮食收储企业。这意味着跨国粮商正在利用自己雄厚的资本在中国进行粮食战略布局。

虽说全球化带来的新事物不一定都会威胁中国经济安全,但是,对于它们影响中国经济的程度,一定不可忽视。在一行三会的合作中,值得期待的是不同部门之间协调机制。众所周知,以往的经济管理体系中,政府部门之间仅信息共享就不是一件容易的事情。

要适应全球化,正面迎战全球化,人们寄希望更加深入的行政管理体制改革,以尽快打破原有部门间的樊篱和隔阂。

在“天价铜地价锌”的背后

⊙史 昱

近几年国际商品期货市场在参与资金爆发式增长达数千亿美元的过程中,商品的金融属性及波动特征大为增强,本应由供需基本面决定的价格形成机制一定程度上受到抑制。因而,价格有时候不是简单地由供需决定。由此,如何认识国际市场资源价格的影响因素是整体战略对策的基础,当然更重要的是逐步掌握中国自己的定价模式和话语权。

在伦敦金属交易所期铜价创出历史新高的同时,锌的期货价格却从历史最高点跌了59.57%。同属有色金属行业的两个子品种,虽然各自有其价格影响因素,但两者都身处相同的国际、国内经济环境和政策背景,走势为何背道而驰呢?笔者的观点是,大宗商品价格走势在一定程度上受到了投机资金甚至背后政治因素的左右。

随着全球性通胀的加剧,越来越多的观点认为投机力量是造成国际市场大宗商品价格飞涨的重要原因。自美国商品期货交易委员会展开对投机的调查和限制措施以来,原油等大宗商品价格应声回落,这也成为“投机论”者的佐证。那么,锌价创新低的价格背后是否也可能存在某种投机因素或推动力量呢?

金属铜和锌一个本质区别是,中国是全球最大的铜进口国,进口依存度大于60%;而中国又是全球最大的锌产销国,产销量世界占比超过30%。表面看,锌的出口受到一定限制,甚至在锌材上呈现净进口,但2006年1月至9月份全球锌消费量增加34.2万吨,而中国消费量就增加了24.5万吨,占全球增量的71.64%。通过诸如板材、家电、机械、电池等耗锌产品的出口,中国实际上是世界最大的锌出口国。就如大家所说,凡中国缺的都涨,凡中国多的都跌,类似情况在原油、大豆、金属铝、铅等品种上如出一辙。将“天价铜地价锌”现象引申开来,我们不能不考虑投机因素甚至国际政治经济力量角力的可能。

分析金属期货价格时大家通常考虑宏观经济形势、供给需求状况等因素。就铜而言,中国需求不断扩大只是表象,相当部分是原本在国外的需求转移过来的,不是纯粹的新增。这从中国对于很多原材料的消费增长领衔全球人均需求的状况中可以得到证实。国际产业转移和中国“世界工厂”的功能选择,使得各种生产要素占用消耗后物美价廉的产品出口到了包括发达国家在内的全世界。家电、机械、船舶这些我们认为有优势的行业的出口利润都在资源价格上涨中被蚕食,而在铜价不断创新高过程中,产业链上的巨额利润则被优势集团攫取。而对于锌,即使用“把牛奶倒进大海”的方法制造供求紧张,我们恐怕也难以使价格维持在历史高位。可见,利益格局的分配和制约始终存在于竞争当中。想要掌握产业优势、资本优势,减少矿产消耗、在节能减排的同时赢得利润大增以利国利民,强大的金融创新和市场运作能力是大国博弈的必备条件。