

Opinion

Observer | 上证观察家

经济下行不足忧 模式转型逢机遇



傅勇

在改革开放的第三个寒暑,中国经济迎来了最为困难的年景。就宏观而言,越来越多的人认为最大的困难在于经济下行的风险。有迹象表明经济增长正在从二位数上滑落。更令人担忧的还在于下滑速度之快以及下滑趋势的形成。调控部门年初还为经济增长过热苗头担忧,年中却不得不将保增长放在政策目标首位;经济形势变化如此剧烈,令人震惊。不少部门对今年两年的经济增长率预期分别是10%左右和9%以下。

中国当前经济增长的下行风险契合了国际经济物候的转变,经济增长在一定时期内出现下滑不可避免,而下滑的持续时间在一定程度上也依赖外部环境的改变。为促使经济增长方式转变获得实质性进展,需要加快金融深化进程,深化国有部门的战略性调整,进一步完善市场体制。

原因之二是,经济增长方式的转变将带来一个战略机遇期,有望获得实质性进展。促进经济增长方式的转变由来已久,但至今收效不大,中国丰富的劳动力资源可能是原因之一。按照比较优势理论,要素禀赋决定最优分工。中国低成本劳动力禀赋意味着,劳动密集型的产业是中国最具竞争力的产业。从微观企业的角度,资本回报率下降是推进技术进步的关键动力,而中国劳动力资源十分丰富,使得资本回报率一直没有出现发达国家所经历的下降过程。这也解释了为何经济增长方式的转变如此之难。随着人口结构转变的到来,这种增长模式将不得不开始转型。

然而,这只是提供了实现经济可持续发展的必要性和可能性。要避免未来这种经济增长周期下调过大,还需在以下许多方面有根本性调整。首先是加快金融深化进程。金融部门是改革过程中积累风险最为集中的领域,中国经济转型成功与否在很大程度上取决于金融部门能否完成现代化转型。工行近日成了世上最赚钱银行,这显然不能表明我国的银行业已建立起了一流的竞争力,就像在股市高涨时,工行成为世上最贵的银行却不表示它是最有价值的银行一样。相反,这可能反映中国金融部门的扭曲。其次,深化国有部门的战略性调整,进一步完善市场体制。有迹象显示,国有企业重组进程正在加快,这将是有一轮国退民进的过程;取消行政管理费等也标志着民营经济发展环境在持续改善。这个过程虽不像此前国有企业改革那样剧烈,但却关键性的。再次,加大“三农”投入,并推动土地制度改革。中国二元经济色彩仍然浓厚,改革其中的体制障碍将提供新一轮增长动力。最后,我国的人口拐点即将出现,延续人力资源优势就需要增加人力资本投资。

原因之一,经济增长的三驾马车都具备相当的稳定性,人们对出口的担忧最多,但出口下降幅度很有限,并且新兴经济体所占的比重有所增大;从历史数据看,政府调控对投资增速有明显影响,在经济下降通道中,投资将更多地凸显增长支柱的角色,与很多人相反,笔者对消费需求抱有信心,当前我国社会保障的发展正在消除家庭消费的担忧,对三农支持力度的明显加大也有望启动农村市场,最近的消费数据表的确认令人振奋。

然而,这只是提供了实现经济可持续发展的必要性和可能性。要避免未来这种经济增长周期下调过大,还需在以下许多方面有根本性调整。

首先是加快金融深化进程。金融部门是改革过程中积累风险最为集中的领域,中国经济转型成功与否在很大程度上取决于金融部门能否完成现代化转型。

取决于金融部门能否完成现代化转型。工行近日成了世上最赚钱银行,这显然不能表明我国的银行业已建立起了一流的竞争力,就像在股市高涨时,工行成为世上最贵的银行却不表示它是最有价值的银行一样。相反,这可能反映中国金融部门的扭曲。其次,深化国有部门的战略性调整,进一步完善市场体制。有迹象显示,国有企业重组进程正在加快,这将是有一轮国退民进的过程;取消行政管理费等也标志着民营经济发展环境在持续改善。这个过程虽不像此前国有企业改革那样剧烈,但却关键性的。再次,加大“三农”投入,并推动土地制度改革。中国二元经济色彩仍然浓厚,改革其中的体制障碍将提供新一轮增长动力。最后,我国的人口拐点即将出现,延续人力资源优势就需要增加人力资本投资。

中国经济增长将进入一个下降周期,这或许不可避免,但下降幅度应该不会太大,我们有理由保持乐观。

(作者系经济学博士、财经专栏作者)



最廉价汽车,还是最麻烦汽车?

印度塔塔汽车公司今年初推出一款售价10万卢比(约合2500美元)的世界上最廉价小排量汽车,激发了印度许多普通民众的购车热情,也招来环保人士对超低价格车将加剧印度城市交通堵塞,加重环境污染的抗议。如今又有一批新的反对者加入进来,而这些人很可能最终会让塔塔公司迁走工厂。

国际油价拉锯战背后的利益博弈



刘涛

国际油价自7月11日站上147美元巅峰后,接连出现大幅跳水,一系列重要关口相继失守,除高盛和罗杰斯等坚定的少数派外,进一步看空一度成为市场的主流声音。但进入8月后,油价逐步在115美元左右稳定下来。

油价的起起落落,短期内固然一定程度上受到宏观经济数据、地缘政治和自然灾害因素的影响,特别是与作为主要计价货币美元的走势脱不了干系;但从长期看,供求双方的政策反应及其背后深层次利益考虑才是最值得关注的。从需求来看,受次贷危机持续发酵影响,当前的美国日经济放缓不同程度减少了对原油的需求;中国在奥运会结束后,能源消费需求也将有所下降,而原油和成品油价格改革方案近期若能顺利出台,将进一步抑制能源需求过快增长势头。不过,如果从一个更长的经济周期来看,美国经济早晚复苏。如今美联储和美国财政部交替运用货币政策和财政政策刺激经济的手法已炉火纯青,2001年,美国陷入危机用了两个季度,走出危机也只用了两个季度。如果不出意外,一般预计,最迟明年下半年,美国经济就能重新步入增长轨道。届时,中国出口和投资的规模也将迅速扩张;同时,中国的重化工业进程远未完成,原油进口的上升趋势还要持续若干年。

从美国目前的政策思路来看,至少表面上是希望油价进一步回落的。毕竟,油价下跌有助于提振消费和投资,加速美国经济恢复的节奏,也能使美在抑制通胀和刺激经济两难中的美联储得以从

“滞胀”阴影下解脱出来,以专心应付经济复苏的问题。从这个意义上来说,强势美元目前或许正是伯南克最需要的。然而,从其他经济体角度来看,强势美元却未必受欢迎,因为它增加了进口,抑制了出口回升势头,导致失业率上升,更重要的是,现在所谓的“强势美元”不过之前美元贬值后的反弹,如果美元要想长期维持强势,正如里根时代的美联储主席保罗·沃尔克所做的,首先一步应将利率提至高于名义通胀率——据美国劳工部统计,这一指标7月已高达5.6%,而这显然不是眼下身陷苦海中的房奴和众多投资机构所乐见的。因此,要不要一个真的强势美元,或者说,想不想油价进一步下跌,在美国内部也存在利益冲突。

从原油供给方面来看,主要分为两大块:欧佩克13个新老成员与以俄罗斯、墨西哥、挪威、巴西、哈萨克斯坦等为代表的非欧佩克国家。理论上,非欧佩克国家是作为欧佩克对立面和竞争者形象出现的,在早期,每当欧佩克宣布执行“限价保价”政策时,不受限产政策束缚的非欧佩克国家往往趁机扩大生产抢占市场,这也导致欧佩克占全球原油市场份额从上世纪70年代中期的52%锐减至80年代中期的30%左右。不过,欧佩克的庞大储量和节制美德最终经受住了时间的考验,一些非欧佩克国家原油储量日益枯竭,且难以承受扩大原油产出所需要的巨额投入;而另一些国家也认识到了“限价保价”不仅符合欧佩克的利益,也是自身长远利益所在。基于以上考虑,2007年安哥拉和厄瓜多尔申请加入欧佩克阵营。

BP(2008年全球能源统计)显示,过

去三年,墨西哥、挪威等非欧佩克国家原油产出和出口都在逐年递减。今年上半年,非欧佩克阵营中的领头羊俄罗斯也加入限产的队伍,原油开采量同比下降0.8%,出口同比下降5.2%,同时还宣布重新调整原油出口关税。

大量实证研究表明,欧佩克本质上是一个石油输出国组成的卡特尔,欧佩克所有成员长期以来存在这么一个共识,即制定战略的最高境界就是让油价保持在一个足够高,但又不至于刺激原油消费因而逼下决心彻底摆脱这种传统能源的水平上。无疑,这宛如在锋刃上行走,需要极高的科学智慧和政治艺术,正是这样的思路指引下,今年6月,当油价首次突破140美元时,沙特暗示将日增产50万桶,并最终实际增产20万桶,在全球原油供求大致平衡的关头,沙特的理性选择显然有助于油价回归合理区间,避免整个原油时代的彻底瓦解;而当油价出现雪崩苗头时,欧佩克的态度旋即转变,考虑减产。

笔者以为,相对于国际原油市场的需求方,博弈的另一方似乎握有更大主动权和清晰的策略。可以说,欧佩克现在已掌控了全球原油生产的阀门。它所能影响的不再仅限于全球原油产量和出口量的一小部分,而是绝大部分。其中,稳坐储量和产量两把龙椅的沙特,其态度取向无疑具有风向标意义。或许在沙特和它的欧佩克同伴眼中,110至120美元是合适的水平。至于它会不会继续往下走,则要看美国经济和世界经济会到什么程度。如果美国再次曝出几个“房利美”,那沙特也只是干瞪眼的份了。(作者单位:上海国际问题研究所)

私募股权投资:盼上海敢为天下先

李季先

上海市金融办、工商局(地)税局等四部门近日联合下发股权投资企业工商登记等事项的通知,标志着继天津、北京宣布要建私募股权中心之后,上海也正式加入了打造中国内地私募股权投资中心的行列。

作为一种全新的金融形式,发展股权投资不仅可引入各类长期投资资金,在区域内形成一批有影响力的股权投资企业,促进区域金融中心建设,而且还可以淘汰落后产能,改善区域经济结构,加速区域内企业向现代化企业转型。但“樱桃好吃树难栽”,对各个欲打造股权投资中心的城市管理者来说,如何通过“内在”努力使自己的与其他竞争城市区别开来,进而实现这一金融布局构想却是个难题。

不妨以吸引股权投资企业入驻的重要因素之一的税收为例。由于同样受制于国家所得税法关于地方税优惠的强制性规定,较之于此前京、津发布的同类税收法规,上海列出的普通合伙人按所得税法中“个体工商户的生产经营所得”应税项目缴纳5%至35%个人所得税、有限合伙人按所得税法中“利息、股息、红利所得”应税项目缴纳20%的个人所得税的条款,实际上并无明显区域税收优势。

那么通过鼓励股权投资企业对区域内国有企业参股、重组,或通过开业资助、控股股权投资等产业扶持扶持是否可行呢?答案也并不乐观。一方面,政府对某些国企的重组意愿可能与股权投资企业的投资意愿产生错位,股权投资企业往往基于自己的风险控制考量而不得不放弃某些投资;而另一方面,各地政府也有各自的区域发展构想,不能完全满足股权投资企业的完

全市场化操作政策建议,两者相持之下,如果没有极佳的政策安排,地方股权投资的政策对企业股权投资企业的政策内耗恐难以避免。

美国等国家的私募股权投资发展经验表明,发展私募股权投资既不是比拼税收优惠政策,也不是比拼产业政策的优惠度,而是靠稳定、可以预期行为后果的私募股权投资法律、及时顺畅的股权投资退出机制和股权投资争端解决机制。尤其在中国,避免双重征税、及早建立创业板市场等股权投资退出渠道更是发展私募股权投资的应有之义,上海有责任也有能力通过创新股权投资机制在全国率先建成私募股权投资中心。正如许多私募股权投资家所说的,看一个地区是否适合发展私募股权投资,在根本上是看其股权投资的整套法律运作机制是否科学有效,是否可以私募股权投资者有法律许可的方式控制风险,譬如完善的股权投资法律法规和有创业板、三板等退出渠道。这决定了上海市可以依托区域优势和相较于成熟市场国家的后发优势在地方权限范围内进行自我股权投资机制创新,在打造股权投资中心方面比其他城市做得更好。

从长远来看,打造股权投资中心一定要有宏观视野,要与国家经济的发展规划联系起来,与建设多层次资本市场联系起来。在这方面,上海要有“敢为天下先”的精神,自觉进行股权投资退出机制创新、争端解决机制创新,要逐渐减少给股权投资企业“超常待遇”来争夺股权投资企业入驻的做法,扎扎实实提高上海自身的“硬实力”和“软实力”,在国家建立多层次资本市场的整体经济战略布局下,以人才、法治的整体环境吸引和私募股权投资企业,应是上海实现城市经济良性发展的“硬道理”。

“刑上老鼠仓”为股市治黑铸利剑

刘敦仁

8月25日提请全国人大常委会首次审议的刑法修正案(七)草案拟新增条款,严厉追究金融从业人员“老鼠仓”行为的刑事责任。当事人可被处五年以下有期徒刑或者拘役,并处或者单处违法所得一倍以上五倍以下罚金;情节特别严重的,将被处五年以上十年以下有期徒刑。笔者以为,这是中国股市为了健康发展而治黑治乱的必然选择,值得鼓舞。

基金管理公司、证券公司、商业银行或者其他金融机构的工作人员,利用因职务便利获取的内幕信息以及其他未公开的经营信息,违反规定从事与该信息相关的交易活动,或者建议他人从事相关交易,历来是股市之大忌、大敌。同时,亦是海外股市重点打击严厉惩处的对象。2月16日,香港行政会议成员及立法会议员、东亚银行主席李国宝因涉嫌透露内幕消息,正式向特首请辞香港行政会议成员,当晚获批。最终,该案以李国宝认罪810万美元,美国证监会对李“不留余地”为终结。

公开公正公平乃证券市场的基石和命脉,内幕交易、“老鼠仓”却是证券市场的毒瘤,不仅破坏市场交易的公平和效率,损害了上市公司的声誉,更严重践踏了中小投资者的利益。美国股市比较规范的秘密所在,正在于用重典对付资本的贪婪。美国《内幕交易及证券欺诈制裁法》无须考虑内幕交易者是否有“利润所得”,而一概予以罚款处罚,自然人的可处罚金额被提高至10万至100万美元。2002年通过的《公众公司会计改革和投资者保护法》进一步规定,任何人

通过信息欺诈或价格操纵、内幕交易在证券市场获取利益,最多可监禁25年或处以罚款,并延长了对证券欺诈的追诉期。

美国监管部门将各上市公司高管和主要股东的资料,各自的家庭成员、主要朋友圈子等资料全部纳入强大的数据库和监控系统,他们能够根据异常的交易和股价波动,迅速查找出利用内幕消息的非法交易者,并且在丑闻尚未从人们视线中淡出之时就施以重罚。从2001年起,SEC共提起超过300件内幕交易案件。针对内幕交易易口相传、难于举证的特点,可观的揭黑激励构建了美国强大的市场监管机制。

然而,我国相关的法制并不健全,不仅处罚过轻甚至无法可依。1994年,IBM公司一女秘书泄露公司即将收购莲花公司的内幕信息,共有23人从事股票交易而获利。对此,证监会(SEC)历经4年审讯近千名证人,结果23人全部被SEC以内幕交易罪起诉,19人都被判有罪,3人因罚款而破产。我国对内幕交易者不仅没收违法所得,而且处以违法所得一倍以上五倍以下的罚款;没有违法所得或者违法所得不足3万元的,处以3万元以上60万元以下的罚款,孰轻孰重,不言而喻。

因刑法没有针对相关行为的规定,所以难以追究当事人的刑事责任。上投摩根基金公司前南方基金公司的基金从业人员唐某、王某因违法内幕交易牟取私利被查处,证监会仅仅是对其两人开出罚单并实行市场禁入。而因为实行举证倒置,仅此“控方举证”一条,足以将绝大多数内幕交易的指控消弭于无形。

“刑上老鼠仓”,为股市治黑铸就了一把利剑!

Column | 专栏

对中国股市来说,讨论市场化还是非市场化,不能忘记一个重要前提:中国股市不仅至今还没有脱离政策市,而且市场的由牛转熊除了本身内在的调整需要之外,政策主动挤压泡沫的过度打击也是一个重要因素。不反对打压股市,只反对救市,说明不救市论者的立场是有偏见的市场化,或曰伪市场化。

对救市概念应有更全面理解



黄湘源

救市即非市场化的偏见蒙蔽了一些人的眼睛,使他们不顾一切地一概反对救市。其实,只要不是生活在所谓市场化定理的真空里,没有人会固执地认为救市就背离了市场化,不救市才是市场化。美国股市不是高度成熟的资本市场吗?可是,美国政府不仅历史上就救市,而且在当前接连发生次贷危机和“两房”危机之际,还大救而特救其市。有谁说美国的做法是非市场化的呢?对于处在“新兴+转轨”期间的中国股市来说,讨论市场化还是非市场化,不能忘记一个重要前提:中国股市不仅至今还没有脱离政策市,而且沪深两市的由牛转熊除了市场本身内在的调整需要之外,政策主动挤压泡沫的过度打击也是一个重要因素。不反对打压股市,只反对救市,只能说明不救市论者的立场并非他们所标榜的是纯粹意义的市场化,而是有偏见的市场化,或曰伪市场化。

的前美联储主席格林斯潘最近在谈到美国的经济危机时说,那些一出现过度繁荣的迹象就收回“长期”承诺的市场参与者,正在面临失去市场份额的风险。格老所说的“现在已被套上了枷锁”的市场资本主义,似更像是说中国股市是“已被套上了枷锁”的市场化。因为正如格老所说,是人类在恐惧与兴奋之间摇摆的天性让我们陷于经济困境。沪深股市比发生了次贷危机的美股跌得更深更猛,正是市场制度弊端越来越深刻地暴露出其背离市场规则之裂痕的反应。

当前的“维稳”本是针对“不稳”而言。没有“不稳”,又何须“维稳”?从近段时间沪深两市持续下跌行情来看,消极维稳的底线,无非就是“怕涨不怕跌”。而“怕涨不怕跌”恰恰是政策市的逻辑,不是市场的逻辑。按照这样的思路调控下去,就股市最基本的三大功能也将无可避免地受到严重的考验。那么,除了救市,可以说已经别无选择,哪里还有什么纯而又纯的市场化可言?

市场所期盼的救市,是为了更好地走出政策市,但用政策之手纠正和弥补此前的政策错误,逆转“自由落体”之颓势,毕竟是走向市场化必不可少的一步。在当前情况下,只有大胆救市,才有可能帮助市场恢复自救的信心。而对于

市场未来的更大发展来说,今天的救市,不过是提供了启动市场机制所必要的推动力。就此这个意义而言,救市,不仅是治市所必不可少的前提,而且也是回归市场化的必由之路。

“只能治市不能救市”的论调,表面上看起来似乎有多市场化,骨子则很荒唐。尽管中国股市目前比任何时候都更需要治市,但救市和治市并不矛盾。救市是为了更好地治市,并且,越是股市特别急切地需要治市时,往往也就越高不开救市。否则,如果股市治得好,还用得着救市么?如果一个病人大出血,不先动手去抢救,还等得及治这治那么?

救市同救经济也没有矛盾,并不需要为谁先谁后的选择而左右为难。尽管就以往的经验而论,实体经济跟股市在短期内的相关性较小,股市下跌时经济不一定马上下跌,而在经济增长的条件下,股市也仍有下跌可能,但是,一个股市如果长期背离经济运行,不是股市出问题,就是经济出问题。救经济对股市是长利短好,未必等于立竿见影救股市的利好现实,同样的道理,救股市就当前经济所亟待解决的紧迫问题来说未必是及时雨,但潜在的长利短好作用是毋庸讳言的。不过,国有银行中的四分之三中通过改制上市而起死回生的事实就是无言的证明,无论是举

足轻重的央企重组,还是十指连心中小企业的激活,无不需要通过股市这个平台来操作他们的振兴大计。资本市场功能的得失不仅维系着金融体系的安危,而且也维系着整体经济的安危,就此而言,救股市也就是救经济。

在笔者看来,救市唯一需要忧虑的其实是“三公”还是“三不公”。平准基金入市,固然在某种意义上也有可能给解套的资金一个逃跑机会,不成为反救市论者的借口,这当然是需要格外谨慎的。不过,这应该说并不是平准基金的错,更不是救市的错,要错也是错在市场化制度下已经成既成事实的“三不公”以及使这种“三不公”愈演愈烈的在救市不救市上过多过久的犹疑不定。在一个不对称的市场,政策的“引而不发”也可以成为利益输送,这也是一种不争的事实。

市场化并不是不救市,只是不主张用简单的行政救市代替市场的自救。为了使救市商市场的意志更近,而不是更远,我们应当尽一切的可能调动和运用包括更多金融创新在内的有利于市场自救的手段,积极推进市场根本制度尤其是利益分配机制的改革,切实解决尤其非减持等关键性问题。这才是真正市场意义上的救市。