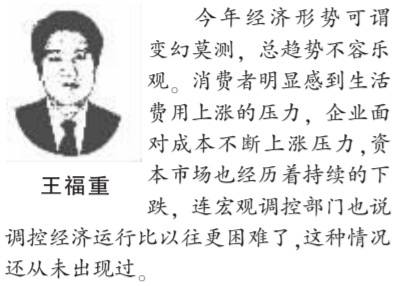


Opinion

Column 专栏

当宏观经济遇到困难时,更应继续深化改革,更多利用看不见的手的力量,这既有利于解决当前的经济困难,也有利于建立起经济长期稳定发展的基础。政府要做的,不是去更多管制资源和价格,而是实行适当的财政政策和货币政策。在当前,重点应是大幅度削减增值税和所得税,推进利率进一步市场化。

化解宏观经济之难 唯有更多市场化



王重

今年经济形势可谓变幻莫测,总趋势不容乐观。消费者对明显感到生活费用上涨的压力,企业面对成本不断上涨压力,资本市场也经历了持续的下跌,连宏观调控部门也说过调控经济运行比以往更困难了,这种情况还从未出现过。

宏观调控之难,首先在于预测未来宏观经济困难。比如,年初还认为2008年的经济有可能过热,宏观调控的目标是“两防”,哪知下半年伊始,宏观经济增速却呈下降态势,CPI也逐月回落,于是,宏观调控的目标转而变为保经济增长和控制价格上涨。

出乎意料的还有,国际原油价格由不断飙升到急转直下,多年的出口增幅突然转为众多企业出口困难甚至倒闭;次贷危机以来人们一直忧心忡忡的是跌跌不休的美元何时企稳,突然间美元重拾升势,人民币的升值步伐陡然放慢;沪深两市持续下跌,任何刺激都不奏效;仅仅在一个月前,管理部门还在担忧热钱流入规模过大,阻止热钱流入还是工作的核心,而现在对热钱规模究竟有多大的争论还未有定论,一切都反过来了,随着人民币升值趋势的逆转,管理部门转而担心热钱撤出太快,而且有人说,正是热钱大规模撤出导致了股市的下跌……

宏观经济调控的前提,是对未来有比较准确的预期,而在这个世界上,大概没有比预期未来更困难的事了。在全球化时代,中国经济不但取决于国内因素,也依赖于国际因素,预测未来的难度比封闭状态困难得多,单是信息的收集,就是几乎难以完成的任务。

宏观调控除了使用财政、货币政策外,还大量使用行政手段,如对价格的控制以及对企业的管制等。这是宏观调控困难的第二个也是制度性的原因。宏观调控不但要更正市场的问题,还要通过行政手段调节不同阶层的利益。在封闭条件下,宏观调控相对容易,但在开放经济条件下,行政调控就要面对市场化的外部市场,又要面对存在管制的国内市场,就有些有力不从心了。

成品油价格调整,就凸显了宏观调控面临的这两个难题。在油价市场化下,政府要做的,是调整石油战略储备,而在油价管制下,政府还要规定,调节国内成品油价格。要调节成品油价格,不但要对国际原油价格走势有一个大致正确的估计,还要考虑价格调整所引发的利益格局的变化,但是,油价既与石油供求相关,又涉及地缘政治和投机因素,预测何其难,所以,国内油价的调整总是滞后,国内成品油定价一明显低于国际水平。

低油价的初衷主要是照顾低收入者,但执行效果却恰恰相反,不但公平,更缺乏效率。因为补贴所需的财政资金,本来有比它更重要的用途,用于补贴成品油是一

种浪费。如果油价与国际油价更充分接轨,调控的困难也就消解了大半。

在煤价完全市场化的条件下,控制电价,实行低价政策,结果也是用电少的穷人补贴用多电的富人。近年来,如何缓解电荒,解决发电厂的困难,有关部门没少下心思,遗憾的是,至今也没有找到能让大家满意的办法。煤电联动被认为是最佳方案,但是真正的联动从来没有实现过。其实,这也是一个市场与行政控制的矛盾。解决之道,无非是两个:一个是在控制电价的同时,把已经市场化的煤价重新控制起来,煤电之间的矛盾可以得解,但这不是好办法,因为受到控制的煤价和电价,无法达到有效配置资源的目的。另一个办法,是在放开煤价的现有基础上放开电价。让电价反映所有

的生产成本,让全社会承担资源成本上涨的压力,以期达到有效的配置资源。通货膨胀的危险不是通胀本身而是利益的再分配,放开资源价格,会引起价格短期上涨,但是,却不会出现利益的再分配,同时消除了继续上涨的预期,有利于从根本上抑制通胀。

如果还没有让市场发挥作用,就先入为主地认为市场化会出现问题,而采取管制措施,宏观调控的目的不但达不到,还可能按下葫芦起了瓢,产生新的麻烦。如果先让市场充分发挥配置资源更有效的作用,在此基础上去调节以保证公平,宏观调控就会变得轻松。

市场化,就是利用全社会的智慧和力量解决问题,而行政性管制,利用的仅仅是少数精英的智慧和力量,而且不同调控部门的力量经常形不成合力,比如对股市有影响的部门就有多,当证券监管部门努力维护股市稳定时,其他部门却出台有“做空”嫌疑的政策,令投资者无所适从。

所以,当宏观经济遇到困难时,更应继续深化改革,更多利用看不见的手的力量,这既有利于解决当前的经济困难,也有利于建立起经济长期稳定发展的基础。政府要做的,不是去更多管制资源和价格,而是实行适当的财政政策和货币政策。在当前,重点应是大幅度削减增值税和所得税,推进利率进一步市场化。政府要做的,不是事倍功半地去更多管制资源和价格,而是实行适当的财政政策和货币政策。在当前,重点应是大幅度削减增值税和所得税,推进利率进一步市场化,让所有企业都能享受到同等的金融待遇。

假如油价跌回 20 美元?——对近期国际油价走势应有怎样的观察视角  
◎万晓西  
在经历了自上世纪70年代石油危机之后最大幅度的持续上涨之后,国际油价近期终于出现较大幅度回落,8月22日又创近4年来最大单日跌幅。国人无不庆幸,因为中国经济严重“缺油”,油价大幅回落似乎意味着噩梦终于过去,好日子又会开始。假如油价跌回20美元,岂不是更好?  
国际油价大幅上涨,总结起来,专家评论说主要源于四大因素:一是供应的有限性和需求的不断增长,加大了供需矛盾的预期;二是美元贬值;三是资本投机炒作;四是地缘政治因素。近期国际油价大幅回落则是因为全球经济放缓导致需求下降、美元升值、投机资本撤出等等。而坚持看多的高盛8月20日依然维持每桶149美元WTI年底油价预测,声称根据美国油气投资PII指数测算,6月份5年期WTI的保本油价已经达到105美元,并有可能继续上升。  
西方经济学的所谓供求理论可以解释任何价格波动,包括投机,价格上涨是因为投机性需求上升。成本理论也是如此。问题是国际油价的波动是由供求决定的吗?可以确认的是,近年伴随油价的大幅上涨,国际石油供求基本维持平衡,所以供求理论既解释不了前些时候的油价大跌,当然也不能解释这些天的油价大涨。那么是不是存在一只上帝之手呢?我们知道,在资本万能的美国,资本的基准利率——联邦利率由美联储来决定,也就是所谓利率市场化的基础不是市场而是人的计划,利率是存在“上帝”之手的。美联储之所以能呼风唤雨,是因为它所确定的基准利率决定了资本价格,而资本价格决定商品价格。所以,美联储所

再打两个补丁

沈国华

8月26日胡飞雪的《三点建言,打个补丁》讲得很好,针对《关于修改上市公司现金分红的若干规定的决定》(征求意见稿),我也有一些想法和建议。我觉得《征求意见稿》对股市繁荣稳定的促进力度和对中小投资者的保护力度仍有欠缺。

比如,《征求意见稿》第三条将最近三年累计分配利润不少于实现年均可分配利润的20%提高到30%,这力度远远不够。修改这一条的初衷是想通过加大上市公司对投资者的回报来引导投资者长期的价值投资。但通过测算很难达到这个效果:假设一家经营极其出色的公司,历年来的年平均净资产回报率(ROE)保持在15%左右,乐观的假设每年的全部利润均可用来分配,则按照《征求意见稿》的精神,三年中累计分配的利润相当于净资产的4.5%(15%乘以30%),平均每年1.5%(4.5%除以3);假设市场的长期市净率(PB)3倍是合理的,那么投资者的股息率扣除税因素只有0.4%(1.5%除以3乘以80%),不及目前一年期活期存款利率,这怎么可能吸引投资者做长期价值投资呢?所以笔者认为这个“最近三年以现金或股票方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的百分之三十”至少提高到百分之六十,这样测算下来投资者可得到的股息率在0.8%,才略高于一年期活期存款利率,或许对投资者的长期投资有一定吸引力。

再比如,怎么来迫使那些业绩平平的公司也能积极分红回报投资者呢?鉴于大股东及内部人往往处于强势地位,笔者认为可以借鉴民事诉讼中为了保护弱势群体而采取的“举证倒置”的思路,即在《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》中增加这样一条规定:一般情况下,上市公司每三年以现金或股票方式分配的利润不得少于当期三年实现的年均可分配利润的百分之六十;若无无法达到上述比例的,必须向当期最后一年的股东大会说明原因且获得参与分类表决股票的(除大股东外)其他股东的51%以上的赞成票。换个角度来理解,也就是说,通常情况下下,上市公司每三年以现金或股票方式分配的利润不得少于当期三年实现的年均可分配利润的百分之六十;若无无法达到上述比例的,必须向当期最后一年的股东大会说明原因且获得参与分类表决股票的(除大股东外)其他股东的51%以上的赞成票。换个角度来理解,也就是说,通常情况下下,上市公司每三年以现金或股票方式分配的利润不得少于当期三年实现的年均可分配利润的百分之六十;若无无法达到上述比例的,必须向当期最后一年的股东大会说明原因且获得参与分类表决股票的(除大股东外)其他股东的51%以上的赞成票。

这样就有两个附带的好处:内部控制人不敢为了某些不可告人的肆意妄为虚增利润,迫使上市公司注意加强与投资人的互动,增进彼此间的相互信任;塑造良好的股东当家做主的文化。由此笔者觉得,《征求意见稿》的第四条可修改为:“对于本报告期内盈利但未提出现金利润分配预案或分配预案低于规定最低比例的公司,应详细说明未分红的原因,未用于分红的资金留存公司的使用用途,且需取得股东大会分类表决除大股东外其他参与投票股东超过51%的赞成票。”  
或许,这才有望从制度上真正发挥保护中小投资者的作用,才能打造一个稳定、繁荣、健康的资本市场!

且慢,美元中期反弹是否确立了?

倪金节

市场风云真是变幻莫测,永远都让人头晕目眩。随着次贷危机的深化,全球经济形势波诡云谲,国际金融市场也已然然生变。伴随着美元急升,商品价格暴跌,8月份的全球金融市场一片萧瑟。尽管美国经济大幅降温早市场预期之中,但日本、欧元区以及之前被看好的新兴经济体,也都公布经济增长罕见放缓甚至多年以来首次出现负增长。这着实让上半年急速上涨的商品市场措手不及,不得不以暴跌的价格走势来迎接可能将至的全球需求的大幅减少。

难道引领全球通胀的商品价格就此止步,200美元的原油、10000美元的伦铜、2000美元的资金就此宣告只是神话?今年上半年一直被全球通胀压制的全球股市就此开始走牛?笔者认为,要想弄清楚商品市场和全球股市的走向,我们首先必须分析清楚美元中期反弹趋势是否已经确立。  
自7月中旬以来,美元突然持续走强,8月8日更创下8年来最大单日涨幅(对欧元),涨幅接近2%。8月的前半月,美元指数出现了连续11个交易日的上涨,创下8个月以来最高收盘价77.26,但8月19日美元指数再创新高77.41的新高。欧元对美元报1.48附近,而7月中旬还曾突破1.60。英镑对美元则连跌11天,在跌至近两年低点的同时,也创下至少37年来最长连续下跌纪录。  
对于美元的长期走势,笔者对瑞士信贷陶冬先生的“七年之痒”论比较认可。自从上世纪70年代中期美元脱离布雷顿森林体系之后,美元几乎每隔7年就会有一轮大涨大跌。美元的上一轮顶部出现在2002年底到2003年初,按此推算,美元在今年底或是明年年初出现大反弹的可能性完全存在。目前,美元如果不是已经见底,



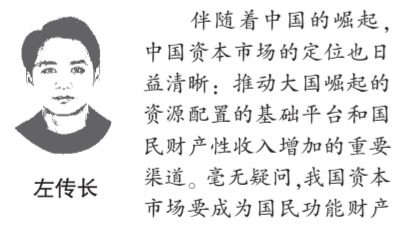
漫画 刘道伟

万科首期股权激励大幅缩水

以8月26日股价计,万科首期股权激励计划2006年度股权激励即将打入激励对象账户中的股票总市值为3.8亿元,合计近5500万股,这一市值仅是万科A股最高价位的五分之一。王石所获得股票市值缩水了近1亿,其余200余名激励对象账户内的股票市值缩水合计超过15.9亿元。

Observer | 上证观察家

我国资本市场监管的创新之路



左传

我们正面临着把监管和发展统一起来,强化资本市场基础性制度建设,不断改进和加强市场监管的艰巨任务。而资本市场监管手段的创新重点,就是混业经营条件下监管的转型。“一行三会”的分业监管格局已无法适应混业经营的发展势头,亟待成立高级别的跨部门证券创新产品发展决策机构。

伴随着中国的崛起,中国资本市场的定位也日益清晰,推动大国崛起的资源配置的基础平台和国民财产性收入增加的重要渠道。毫无疑问,我国资本市场要成为国民功能财产性收入的主要渠道,就必须建立以投资者为中心,体现投资者为本的市场化机制。为此,政府监管的重点应始终如一地放在保护投资者利益上,以创造国民分享经济增长红利的安全制度环境。  
世人都看到了,在坚持法治先行的原则基础上,这些年来中国证监会监管层在维护市场秩序和保护投资者利益方面做出了一系列努力,逐步探索出了一条符合“新兴加转轨”市场特色的立法道路。但另一方面,基础性建设薄弱,市场参与主体的约束机制和相互间的制衡机制不健全,市场运行缺乏有效的自我稳定和自我保护机制等问题仍然比较突出。所以,以创新思维完善相关法律法规体系,完善市场监管体系,对资本市场的健康稳定发展尤为重要。  
这十多年来,我国资本市场法律规范体系得到了全方位的梳理和重构,形成了以证券法、公司法、证券投资基金法为主体,证券期货类行政法规、部门规章、规范性文件等自律规则相配套的,比较完备的、多层次的法律规范体系。同时,在法

体制度建设方面进行了积极的创新探索,发行审核委员会制度的改革,专门的行政处罚委员会的建立等,使得执法机制、执法程序、执法行为都得到了前所未有的加强。但必须看到,是资本市场具有操作技术专业化、信息高度透明、资金流动量大而迅速、博弈异常激烈等特征,必然要求监管层以更严格的监管举措来保证市场的公开、公平和公正。  
现在,我们正面临着要把监管和发展统一起来,进一步强化资本市场的基础性制度建设,着力解决好市场发展中的体制机制、机制性问题,不断改进和加强市场监管工作,促进资本市场健康发展的艰巨任务。这意味着,首先,要推动相关制度的变革和建设,建立有效的体系,为资本市场的建设和可持续发展创造有利基础以及良好环境。特别是要进一步完善国有资产管理机制,推动信用体系和诚信文化的建设。继续完善证券期货法制,强化对违法违规行为的打击,提高行政执法效能。推动《基金法》和《刑法》的修订,推动《上市公司监督管理条例》、《上市公司独立董事条例》、《证券公司监管条例》、《证券公司风险处置条例》的出台。其次,要强化监管的有效性。合理界定政府创新的边界,进一步构建市场化导向的创新体系的建设,逐步构建市场化导向的创新机制。同时要充分发挥交易所和自律监管功能,逐步完善市场的

自我约束机制,形成高效的多层次监管体系。第三,是加强日常监管。进一步完善辖区监管责任制,建立健全适应市场快速发展需要的科学监管机制。既要坚持不懈地狠抓上市公司、证券公司、基金公司、期货公司和中介服务机构监管的基础性制度的有效落实,又要结合特定时期市场运行的特点,突出抓好维护市场平稳运行的重点工作。同时,建立健全保障一线监管的制度建设。第四,推动证券稽查执法新体制的落实,加大对虚假信息披露、操纵市场、内幕交易等案件的打击力度。同时,完善快速反应机制,做到及时发现问题,及时制止,并提高违规成本。  
至于资本市场监管的手段创新重点,当然是混业经营条件下监管的转型。最先要做的,是按机构类型的监管向按业务类型监管的转变。  
根据IOSCO的解释,监管机构所负责的产品和服务系列只能是一种产品或服务,而该产品具有的特征传统上至少与以下行业中的两个有关:证券、银行和保险。法律规定必须保证责任分工,不能留有管理真空和规定上的不公。在有监管职责分工的情况下,本质相同的行为在监管要求上不应出现不一致的情形。这是搭建完善证券创新产品监管体系的基础。由于证券创新产品的投资者不仅限于银行、证券公司、保险公司,而是各类投资者都可能参与,因此,目前按

机构类型实行监管的方式远不能满足证券创新产品市场快速发展的需要。在混业经营日益逼近的情况下,除了以金融控股的形式实现混业经营以外,另一种很重要的形式就是部门交叉,如在银行内部设立保险部门和证券部门等经营形式,而按目前的监管格局,银行内部的保险部门、证券部门将成为监管模糊地带,“一行三会”的分业监管格局已无法满足混业经营的发展,亟待变革。  
变革方式是尽快成立高级别的跨部门证券创新产品发展决策机构,类似美国期货交易委员会CFTC,日本新近也成立了“金融厅”,由原监管部门抽调人员组成,在更高级别上监管金融业,并按业务类型划分监管部门。对于证券创新产品,可以按照期货、期权、掉期等业务类型分别确定期货监管部、期权监管部、掉期监管部等部门。这种监管方式具有统一、明晰、全面的优点,也是建立完善监管规则体系的基础。  
监管机构明确后,就该统一制订我国证券创新产品发展规划,修订完善证券创新产品发展的法规政策,协调各政府部门的职责,我们才能从从容容对金融突发事件的系统风险。  
(作者系中国社科院研究生院投资学系博士,中国社科院经济研究所博士后)