

Opinion

Observer | 上证观察家

央行新政能让 A 股雄起吗?



李国旺

央行下调人民币贷款基准利率和中小金融机构人民币存款准备金率,从事实上改变了“从紧”的货币政策。这将对实体经济和股市的资金面状况产生什么样的连锁反应,笔者以为,可以从如下几个方面来分析:

一是较宽松的资金供给,减轻了前期因为对股市看空和运营资金紧张而出现的大小非抛售压力,无论这种压力是现实的,还是想象的,一旦政策有变化,减持的冲动将有所减少。因此,无论是降息还是减轻存款准备金率,对实体经济的资金面的供应是实质利好。目前,国内产业资本事实上已经定位于 A 股,面对国际经济衰退大潮,资金面的改善将为国内实体经济在成本提高和出口下降压力下增加风险抵抗力。其实这也是目前发达国家在市场经济失灵的积极政策以寻求摆脱股市灾难的努力的政策组成部分。从西方国家的既有实践看,这是正确的政策选择。当然也有人担心,金融股特别是四大商业银行这次没有能“享受”下调存款准备金率的政策可能对业绩有影响。

二是利率自第一次出现下降,从而彻底扭转了“从紧”的货币政策取向,也扭转了中国提高利率而西方大国内下降利率的现象。利率下降,直接提高了相关企业的盈利水平或者减轻了利润增长的压力,进而扭转了市盈率等估值从国际比较看总是“偏高”的问题。当国际资本通过美元、石油和粮食抬高中国进口的大宗商品价格时,中国的产业资本由于处于国际产业分工低位而实际上利润率水平为国际资本所“控制”。在国内资产价格由于从紧的货币政策而不断提高时,产业资本的利润率下降而估值必然相对上升,A股估值国际定位条件下,“高市盈率”必然为国际资本狙击,我们从中可以看到央行的货币政策为国际资本所利用的现象。一旦央行在一保一控大政策组合下扭转“从紧”的政策取向,国内产业资本的估值水平将因资金价格下降而有所下降,从而为沪深股市的回暖创造必要但还不是充分的条件。

三是就国际资本价格比较而论,人民币利率的下降,有利于改变国际资本对人民币升值的非理性预期,从而减轻热钱的非理性过度流入。最近,美元因为欧盟经济衰退而出现了“虚拟”或者“相对”的升值,相应减轻了外在的对人民币升值的压力。2001年秋天以来,因为美国低价出口货币和中国低价出口商品形成的“国际循环”,中国积累了位居世界第一的外汇储备。由于管理体制原因,中国的外汇储备多以美元等货币而非黄金等实物形式存在。美元的贬值和人民币升值,中国外汇储备的损耗在近年受到极大压力。人民币升值又加大了非贸易形式如 FDI 等形式进入的外汇流量。在强制结汇制度下,人民币的投放就为不断流入的外汇所左右。因此出现了外汇储备增加——人民币升值——外汇储备再增加——货币投放增长——流动性泛滥——采取从紧的货币政策——人民币升值预期更强烈——外汇进入更多这样的怪圈。

如果货币政策和财政政策从此按市场规律转向,在中国经济面临衰退和 A 股经历了有史以来最严重的“股灾”的时候持续地推出降低成本、稳定经济、增长业绩的政策,我们相信政策的正向的“馒头效应”将会形成,经济和股市经过一段时间就会逐渐好起来。

这个怪圈的直接后果,是产业资本的资金成本和原料成本不断提高,预期收益持续下降,从而为国际资本打击 A 股提供了“科学”的借口。所以说,降低人民币利率将直接降低人民币的升值预期,特别是在美国国内由于大选需要而实施“虚拟”升值美元时,央行适时采取的“从紧”的货币政策将打乱国际资本的布局,从而为 A 股的“国际估值”比较争取了较为有利的“低估”条件,因为国内企业的成本下降意味着业绩上升,业绩上升,如果 A 股价格还不反弹,不是国际比较更便宜了吗?果真

如此,一旦政策能量不断积累,谁不想通过“短线操作”占些便宜呢?

不过,以沪深股市当前的市况,由于近十个月来国内多数 A 股投资者损失惨重,在“处置效应”的作用下,有可能采取少赔即离场“聪明”策略。如果多数人得了便宜就卖“瓜”,都无心玩了,再好的货币政策的政策效果可能也不如预期好,这也正是政策和市场经常错位的原因。

当然,如果货币政策和财政政策从此按市场规律转向,在中国经济面临衰退和 A 股

经历了有史以来最严重的“股灾”的时候持续地推出降低成本、稳定经济、增长业绩的政策,我们相信政策的正向的“馒头效应”将会形成,经济和股市经过一段时间就会逐渐好起来。

不过,市场自有其运行的规律,政策的措施与市场的感觉间存在时间差,不能期望市场在政策出台后马上就转好,大家现在期望的是政策能按市场规律持续出台,确保经济和股市向好的发展形成一股势头。如是,则从紧的货币政策将有可能是 A 股看空的最后阶段,或者说看多的前期准备阶段。

两率双降,更多为了破解需求回落困境

陈波

对央行在本轮宏观调控周期以来首次“两率”双降的用意,坊间有多种猜测,针对资本市场和房地产市场的“救市”言论不绝于耳。笔者则认为,央行此举更多针对的是日益回落的市场需求。

央行此举,含银行保增长的意图十分明显;下调贷款基准利率而保持存款基准利率不变,银行部分盈利向企业转移;分期限差异化下调贷款基准利率凸显保增长意图,而期限五年以上的中长期贷款基准利率仅下调 0.09 个百分点,此举意在刺激企业正常的生产经营贷款需求;仅下调中小金融机构存款准备金率,有助于释放对中小企业的融资需求。

根据经济周期理论,在经济增长的繁荣阶段,市场供给无疑是决定性因素,即产能扩张决定了经济增长的速度;而在经济增长的衰退阶段,市场需求则至关重要,成为制约经济增长复苏的瓶颈。

观察下半年以来我国经济增长现状,可谓“一喜一忧”。喜的是通胀压力有所缓解,8 月 CPI 已回落至 4.9%,距 4.8% 的政府调控目标仅一步之遥。CPI 的持续回落不仅大幅降低了经济陷入滞胀的可能性,还为管理层酝酿已久的要素价格改革奠定了基础。忧的是需求回落的压力凸显,经济增长的下行风险加大。8 月份全国规模以上工业企业增加值同比增长 12.8%,比上年同期回落 4.7 个百分点,甚至低于今年前 8 个月工业企业增加值 2.9 个百分点。

一般而言,工业企业增加值可以看成是经济增长的先行指标。但现阶段工业企业增加值的大幅回落,又具有比较特殊背景。主要在于 PPI 的持续攀升,形成了连续 4 个月的 CPI 与 PPI 倒挂,进一步挤压了企业的盈利空间。再进一步观察经济增长另一先行指标发电量,继 7 月异常下降至同比增长 8.1% 后,8 月仅同比增长 5.1%,基本可以认定市场需求已有较大幅度回落。

从宏观层面来看,需求回落已是不争的事实。首先,投资增速正面临考验;其二,8 月城镇固定资产投资同比增长 28.1%,较上月下滑 1.1 个百分点,增速明显趋缓。其次,在城镇固定资产投资中占比超过五分之一强的房地产开发投资,继 6 月份达到 3677 亿元的今年以来高点后连续两月下滑,8 月仅完成 2564

亿元。其三,上半年固定资产投资价格同比上涨 100%,基本与 PPI 同步,由此判断今年前 8 个月城镇固定资产投资实际增速不会超过 15.8%。其四,新开工项目计划总投资同比仅增长 2.5%,如果考虑价格因素,则实际已是负增长。

其次,贸易顺差创历史新高预示内需正快速下降。海关数据显示,8 月贸易顺差高达 286.9 亿美元,同比增长 14.9%。而前 8 月累计贸易顺差为 1519.9 亿美元,比去年同期下降 6.2%,净减少 100.8 亿美元。单月贸易顺差创下历史新高,并不意味着外需的强劲反弹。8 月出口增速回落至 21.1%,较上月下降 5.8 个百分点。进口增速则大幅跌至 23.1%,较上月下降 10.6 个百分点,为去年 10 月以来最低水平。由此,外需回落速度不及内需,才导致了贸易顺差的异常放大。

唯一值得欣慰的是,社会消费品零售总额依然保持了较快增长。8 月社会消费品零售总额 8768 亿元,同比增长 23.2%。1 至 8 月累计社会消费品零售总额 68439 亿元,同比增长 21.9%。但我国消费占 GDP 的比重尚不足 40%,在投资及出口增速均出现回落的情况下,消费能否一枝独秀还无法断言。特别是去年 10 月以来,资本市场持续深幅调整,直接导致了 21 万亿元市值灰飞烟灭,居民财富大幅缩水,对于刺激消费的负面影响不言而喻。

不难理解,需求回落将直接削弱经济增长的动力。需求的回落通过价格的传导,最终反映为供给或产出的减少。数据显示,8 月生铁、粗钢和钢材产量分别下降 1.5%、增长 1.3% 和下降 0.2%。在需求回落既成事实的背景下,央行借助数量型工具进行需求管理,也就不足为奇了。

从央行的政策着眼点来看,尚无无法断言紧缩的货币政策会就此松动。毕竟作为降息周期标志的人民币存款基准利率并未下调,回收市场流动性的政策目标仍未改变。只不过央行意识到了中小金融机构面临的流动性困境,及作为中小企业主要融资渠道的积极作用,在不改变“一保一控”目标的前提下,顺应经济增长形势变化的一种策略选择。

既然经济增长已纳入央行货币政策视野,我们期待更多有利于提振市场需求和刺激经济增长的策略性安排。



金融大鳄失手
曾经打败英格兰银行的金融大鳄索罗斯这次也深陷雷曼兄弟的泥沼之中,他对这家华尔街老牌投行的投资损失最多估计将达 3.8 亿美元。

Column 专栏

为什么美国大型上市公司破产时会选择第 11 章而不是第 7 章直接破产清算呢?原因就在他们仍希望继续运营并控制破产程序。“破产”一词在英文和汉语中都有“终了”、“完结”的含义,但是第 11 章条例是个完全不同的概念。它是一个重组程序,确有一些公司重组计划成功,重新赢利。

雷曼赢得喘息时机或能起死回生

——从美国联邦破产法第 11 章说起



李俊凡

陷入经营危机的美国证券巨头、第四大投资银行雷曼兄弟 (Lehman Brothers Holdings Inc, 简称 LBHI) 申请破产保护了。或许国人没有留心,雷曼兄弟此前所依据的,是以重建为前提的《美国联邦破产法》(US Bankruptcy Code) 第 11 章。这是大有讲究的。

雷曼兄弟总部位于纽约,并在东京和伦敦设有地区总部,还在全球诸多地区建有办事处。笔者在雷曼的合作方也透露,已收到相关文件,准备离职。但雷曼兄弟表示,该申请不涉及其旗下的各个经营自营商子公司和其他任何子公司,所有的经营自营商子公司将继续运营。包括其全资控股子公司 Neuberger Berman Holdings LLC 的客户在内的公司所有客户,将继续利用各自账户交易或其他操作。董事会授权申请破产是为了保护公司资产,实现公司价值的最大化。除了递交破产申请,LBHI 还计划递交各种破产法第 11 章所允许的宽限申请,以便公司能继续按正常途径运转业务。这些宽限申请包括向公司员工支付工资、薪水并继续提供其他福利。

一切商业运营,也不意味着公司倒闭。它是一个重组程序。

《美国联邦破产法》管辖着公司如何停止经营或如何走出债务深渊的行为。当一个公司临近山穷水尽之境地但希望持续经营避免被清算时,可以援引该法第 11 章来“重组”业务,争取再度赢利。破产公司,也就是“债务人”,仍可照常运营,公司管理层继续负责日常业务,但所有重大经营决策必须得到破产法庭的批准。如果依据《破产法》第 7 章申请破产,则公司全部业务必须立即完全停止。由破产财产托管人来“清理”(拍卖)公司资产,所得资金用来偿还公司债务,包括对债权人和投资者的债务。这种情况下,债务人是希望终止经营解脱债务的。第 7 章清算的概念同中国法律上清算的概念是相同的。个人和公司均可申请第 11 章重组,不需任何前提条件。根据这个法律程序,美国企业能够在保持对企业的控制、继续经营日常业务(包括制造、销售、采购等)的同时解决其财务和业务运作方面的问题。

按照《美国联邦破产法》的清债原则是:谁承担的风险最小,谁最先得到偿还。具体顺序是:最先偿还的是有担保债权人;然后是无偿担保债权人,如银行、供货商和债券持有人;最后是股东。这一顺序的道理在于,有担保债权人所拥有的债权通常由抵押品或公司的其他资产担保。这类债主知道一旦公司破产,他们将最先得到赔付。债券持有人比股东享有优先偿付权,因为债券代表公司债务,公司当初就承

诺支付利息并返还本金。股东是公司的所有者,因而承担的风险也最大。理由很简单,如果公司赚钱,他们赚得也最多;如果公司赔钱,他们也理当共担风险。

为什么大型上市公司破产时会选择第 11 章而不是第 7 章直接破产清算呢?原因就在他们仍希望继续运营并控制破产程序。第 11 章规定了一些复兴公司业务的程序,确有一些公司重组计划成功,重新赢利。但有些公司最后还是以清算告终。按第 11 章的重组计划,公司可继续运营,其股票和债券也在市场继续交易,公司也必须继续向证券交易委员会提交报告。

公司按《破产法》第 11 章申请破产保护后,美国司法部下属的专门负责破产事务的“美国托管财产管理会”将指定一个或多个委员会,代表债权人和股东利益,与破产公司制定重组方案。方案必须得到债权人、债券持有人和股东的认可,并得到法院的批准。如果债权人和股东反对某个方案,而法院认为该方案公正合理时,法院可忽略债权人和股东意见并通过该计划。一旦计划通过,这个负责破产事务的委员会需要向证券交易委员会(证交会)提交一份称为 8-K 表格的更为详尽的报告。

在制定重组计划时,由债权人和股东组成的委员会与公司谈判,可以解除公司部分债务,以提供一个喘息空间,为公司重新站稳脚跟创造条件。法院审查重组计划是否与《破产法》相符的过程则耗时数月,甚至数年。但是这对普通股东绝对是噩耗,当然,他

们也有可能获邀参与重组计划的制定,但多数情况下,股东的结局是血本无归,因此,对公司重组也没有任何发言权。

在破产过程中,债券持有人将得不到利息及本金,股票持有人也停止分红。如果你是债券持有人,也许会得到新的股票以交换原来的债券,或是新的债券,或是股票加债券。如果你是股东,财产托管人会要求你交回股票,换取重组后的公司股票。新股也许会量少而价低。公司重组计划将向投资人详细说明各项权利和预期所得。

如果公司申请依据《破产法》第 7 章破产,股民手中的股票通常就成了废纸,因为如果破产法庭确认债务人无清偿能力(负债大于资产),就可不还债不还股。此外,因为公司破产清算,优先偿还还有担保债权人,而无担保债权人,则可以自动延缓债权人对于债务人的诉讼,此举可使债务人获喘息之机以继续处置公司的困境,并提出重整方案,因此重组比清算更常被使用。

许多美国公司在破产重组后都取得了巨大的成功,因此“重组”被认为对困境中的公司是一项行之有效的策略。美国大陆航空公司在 1983 年至 1986 和 1990 年至 1993 经历了两次重组,现在它是美国最强壮的航空公司之一,甚至还在 2001 年成为美国航空业最赢利的两家航空公司之一。

雷曼若倒闭,股、债投资人不可避免将蒙受重大损失,进而引发连锁性风暴,甚至冲击全球股、债、汇、信、用市场表现。但重组后的雷曼是否会更具竞争力,让我们拭目以待。对手对其重组的态度,且要求其依法以待。(作者系欧企伦敦投资有限公司特约经济学家和金融投融资顾问)

民间金融正步入风险暴露期

阮红新

湖南湘西因民间集资近日引发挤兑风波,地方政府被迫介入处理。此前,浙江台州最大的民营企业之一飞跃集团因涉及高利贷导致现金流枯竭;浙江义乌金鸟集团董事长张政建出走,其原因也是高利贷引发。在民间金融乱象都表明,民间借贷活动或许已进入风险暴露期,局部地区可能会出现金融风险和社会风险的叠加,需要引起高度重视和警惕。

随着经济周期的变化,一些行业景气呈现拐点,盈利水平下降甚至出现亏损,民间借贷面临较大的行业风险。民间金融主要是正规金融的补充,当商业银行信贷增速趋缓,民间借贷的市场需求必然攀升。从前一阶段的实际运行情况看,由于商业银行“保大压小”,民间借贷资金流向以出口为主的中小企业,另外,高利贷利率、高负债率的房地产业也是民间借贷的重点。今年以来,出口部门受政策和市场等多重利空因素作用,很多中小企业在盈亏边缘苦苦支撑,部分中小企业被迫关门。从沿海到内地,房地产销售出现“量减价缩”局面,购房者心理预期回落,很多开发商资金回笼不畅,进入该领域的民间借贷资金出现坏账的几率在逐步扩散。

民间借贷的利率水涨船高,局部地区已经进入“暴利化”时代,高利贷的负面效应越来越大。据调查,2007 年初温州民间借贷平均月利率为 9.2%,今年 1 月上升到 11.8%,6 月末已达 12.3%。少数短期拆借的资金利率甚至达到 30% 至 50% 甚至更高。一些中介机构发放“过桥贷款”按照融资天数计算利息,每天每万元收取利息 200 元甚至 300 元,折合月利率为 60% 至 90%,令人咋舌。经济学的一般原理是,风险和收益是对称的,民间借贷风险越大,利率就越高;同样的道理,利率越高,违约风险越大。民间借贷的暴利运作模式不仅带来企业的高成本运作,使企业原来就很紧的资金链变得更加脆

弱,也容易危及企业的生存并引发支付风险。

在正规金融体系内,银行危机机会相互传染,民间借贷有连锁放大效应,容易成为金融风险和社会风险的导火索。在高风险回报的诱惑之下,“经济人”会因逐利而失去理性,民间借贷行为在短期内能够迅速放大,形成较大的社会影响力。一般情况下,民间金融的风险存在往往是局部风险甚至个人风险,但由于民间金融与银行部门是休戚相关的,民间金融的风险正在向银行部门渗透和传递,一旦一家企业资金断裂,可能会迅速波及到其他相同类型的企业,并把风险传染给当地的银行部门。如果事态不能有效控制,影响面和破坏力就会更大,问题的复杂性还在于,银行的风险处于监管部门的监控之中,出现支付危机尚有最后贷款人的救助,而民间金融的风险比较隐蔽,只有暴露之后才为外界所知,因此处理起来难度更大,管理部门也更被动。

上述种种金融风险都是潜在的,遇到合适的条件和时机,就会显性化。不可否认,民间金融在一定程度上填补了正规金融供给不足所形成的资金缺口,缓解了中小企业和“三农”的资金困难,增强了经济运行的弹性和适应力,应该承认,民间金融也存在法律地位不明确、监管缺失、风险不易监控,以及容易滋生非法集资等问题,潜在风险和负面效应引发连锁反应和社会问题。当前之急是,要加强对民间借贷的监控,对非法集资活动保持高压态势,防止个别问题扩大化,防止局部地区的企业资金问题演化为社会问题。

从长远看,民间金融还应逐步走上正规化、合法化的轨道,推广小额贷款公司和新型金融结构,为民间金融合法化提供更多渠道。对此,笔者以为可以借鉴香港等地《放贷人条例》的经验,让地下金融逐步“阳光化”,强化法律和市场约束,建立跟踪监测体系,为决策和调控提供更为全面的信息。(作者系经济学博士,财经评论撰稿人)

改善居民消费长期预期是关键

李剑峰

我国城镇居民的消费性支出与其可支配收入之间存在非常明显的同步趋势,即随着可支配收入的增加,居民的消费性支出也增加,反之则相应减少。2007 年第三季度之前,整体消费与城镇居民消费性支出走势基本保持一致,但是自 2007 年第三季度开始,这种情况发生了很大变化。随着居民可支配收入增速大幅回落,居民用于消费的支出也大大减少,而此期间的整体消费却大幅上扬。由此可判断,从 2007 年第三季度到现在的消费持续增长并不是由居民消费拉动的,而是由政府消费拉动的。这一点从消费者信心指数方面也可以得到印证。

政府消费不但在效率方面存在缺陷,而且是否能够持续还要受制于财政状况。财政部 8 月 21 日发布的报告显示,7 月全国财政收入同比增长 5323.25 亿元,同比增长 13.8%,增速比去年同期回落了 19.3 个百分点,今年上半年回落了 19.7 个百分点。财政部表示,受前期拉动增长的一些特殊因素消失和相关税收政策调整等因素影响,7 月份财政收入增长已大幅下滑,预计后几个月收入可能延续 7 月份增幅较低的态势。财政不仅在收入方面出现压力,支出形势也不容乐观。根据此前财政部部长谢旭人向全国人大常委会作的 2007 年中央财政决算的报告,2007 年全国财政出现了 2000 亿元的赤字。财政部公布的 7 月份全国财政支出,为 4561.44 亿元,同比增长 40.9%。1 至 7 月累计支出 27443.46 亿元,同比增长 29.7%。财政部在其网站上表示,今后几个月支出压力加大,特别是结构调整、应对自然灾害等方面新增支出较多,财政收支紧张形势不容

忽视。因此,依靠政府消费的消费增长模式在后期很难持续。

拉动居民消费的政策有短期和长期之分,短期措施如美国的家庭退税计划,长期措施的核心在于增加居民持久收入,增强消费长期预期。从近年来的情况看,我国居民的消费性支出占可支配收入的比重是在不断下降的。除了 2007 年以来全球经济以及国内经济放缓对消费支出有影响外,社会保障不足,居民出于后期不确定性因素的担忧而不愿多消费是主要原因。

由此看来,家庭退税计划只会带来消费的短期繁荣,如果制约消费的长期因素仍存,不会改变消费支出比下滑的趋势。根据国家统计局公布的宏观经济景气预警信号,社会消费已经从 2007 年 11 月起连续 9 个月位于“偏热”的红灯区,在通货膨胀压力仍然存在的情况下,一次性退税可能引起的短期内消费较大幅度增长有推高物价的可能性,不利于“一保一控”宏观调控目标的实现。

笔者以为,为改善消费长期预期以刺激消费、推动经济发展,实现经济结构转型,可以采取的较现实有效的措施有三条:第一,降低个人所得税起征点,进一步扩大差别税率,真正提高低收入者的实际收入。财政部也表示,个人所得项目目前占全国税收盘子的 7% 左右,进行减税不会对政府财政收入产生太大的影响,减税相对容易。相对于高收入者,低收入者的边际消费倾向更高,提高低收入者的收入可以更多地增加消费。第二,继续完善教育、医疗卫生等社会保障制度,改善住房制度安排。只有解决了消费者的后顾之忧,才能促进消费者更积极地消费。第三,实现经济持续发展,使消费者形成持久性预期。(作者单位:上海证券公司研究所)