

# 银行高分红高融资的囚徒陷阱

刘晓忠

随着16家上市银行中报的全部亮相,汇总所有上市银行的净利润为3434亿元,占已披露中报的1829家上市公司7440亿元净利润总额的46%,银行业不失为中国资本市场的利润奶牛。

近年来中国银行业不仅业绩增长抢眼,分红也毫不吝啬。截至今年8月,除农行和光大银行外,14家银行上市以来A股累计融资总额达3410亿元,而累计现金分红总额就达到4580亿元。显然,累积分红额高于A股融资额,令市场享受到了中国银行业的增长“溢价”。

一般而言,业绩高速增长上市银行,股东特别是大股东应该反对以配股或增发的方式进行再融资,即便进行再融资也更倾向于债券融资,而非股权融资,以避免稀释其股份。汇金在自身尚需补充资金的同时,为了配合其控股的上市银行股权融资,不惜在二级市场发债筹集资金以作支持。银行在高分红的同时为何又打出巨额股权融资牌,为何当前银行业融资更倾向于外源式而非以内源式融资为主,确实有点令人费解。

我们认为,当前上市银行巨额现金分红与巨额融资结伴而行,恰恰反映银

行系统粗放式经营下的经营风险。严格地说,当前银行业缺的不是资本金,而是良好的赢利模式,进而言之是高增长低效率。

在此必须指出当前银行系统融资饥渴症的根本原因:其一,当前银行系统的业绩增长依然严重依赖于巨额信贷创造的利差收入,且由于央行严格限定商业银行的存贷款利差,从而导致银行只要做大信贷规模就足以提高净利润率。然而,由于信贷需要占用较高的资本金。根据银行信贷的五级分类——正常、关注、次级、可疑和损失,银行每贷出一笔款,都需要1%~100%相应的一般拨备。因此,银行贷款规模扩展越快,占用资本金越高,拨备也越高,就越面临资本饥渴。其二,当前银行存在贷款集中度过高、短存长贷等期限结构等风险,如目前大约有7.7万亿用于地方融资平台,而银监会调查发现地方融资平台有约23%即规模达1.7万亿元的贷款存在明显的风险隐患。显然,银行自身的贷款分类则并没有体现其风险。这使得纵然银行财报上反映的风险覆盖率,是在不严谨的贷款分类下得出的结果,有遮人耳目之嫌。其三,银监会要求银信合作贷款纳入银行表内,即便全部2.9万亿元贷款算入正常类,银行系统也需计提2900亿元的一般拨备。

可以这么说,虽然汇金能够通过向银行间市场发债筹资,并注资银行系统,但这种做法无疑放大了整个金融系统的风险,且银行从汇金获得的是银行的存款变来的资本金。这些资金是无法最终承担银行的风险损失的,唯有通过二级市场融资吸收外部的真金白银,才能真正提高银行系统的资本金。

因此,对银行而言,如果不分红就很难让市场接收其巨额融资需求,而无法获得市场投资者的真金白银,银行将难以提高信贷,自然业绩将受到限制,也就无法持续其高收益、高分红模式,不分红对银行而言是一个巨大两难困境。为此,我们认为根本上缓解当前银行系统巨额融资饥渴问题,不是什么内源式或外源式的融资选择问题,而是彻底摆脱这种过度依赖信贷的银行系统增长模式的问题。而要摆脱当前银行这种粗放式经营模式,需要改变当前过度依赖投资和资本积累的GDP增长模式,要适当地容忍经济增速的回落。否则,继续这种出口、消费不足投资补的增长模式,最终银行系统将无法避免另一次技术性破产的风险,同时令恶性通胀风险大幅上升。

汇金等大股东之所以在其自身资金有限下,通过在银行市场发债来认购银行再融资配股存在双重效应。一方面,由于银行为汇金债认购的主体,汇金发债投资银行股权,从而汇金享受商业银行高信贷增长下的高业绩。另一方面,理论上讲,一旦汇金发债转股思路成型,必然打通银行存款与银行资本的自我循环,从而引发巨大的通胀压力和银行的坏账损失。

实话实说

## 500民企不敌两国企说明啥

舒圣祥

全国工商联在京发布了被誉为“民企500强”的2010中国民营企业500家榜单。数据显示,去年这500家营业收入最靠前的民企实现税后净利润2179亿元,同比增长33%。尽管如此,这500家最大的民营企业的利润加起来还不如2家最能赚钱的央企。去年,中国移动净利1458亿元,中国石油净利1033亿元,两者相加已经超过这500家民企的净利润总和。

民企巨头超能赚钱,但这不是因为经营者额外有才,而是因为其中包含了很多别人不可企及的资源性利润以及垄断性利润,这原本同样众所周知。然而,民企500强利润总和不敌央企两巨头,如此悬殊的鲜明对比,还是在老生常谈之外为我们提供了一些别样的审视视角。

据悉,税务总局等部门正在研究制定针对中小企业的税收扶持政策,可能会对小微企业大幅减税。可是,遑论发展艰难的中小民企了,就算是民企中的500强,与央企相比盈利劣势也是如此明显,光是制定几条难以落实的减税政策,又谈何能够壮大民营企业呢?徒增“国企税负是私企5倍”之类的国企自豪感而已。

垄断国企所谓的高税负,大部分都已转嫁给消费者,拿来自豪实无道理。但是,国企对民企所形成的强大挤出效应,却是我们必须正视的。国企独享各种政策资源与资金支持,跨国民企短时间内难以难以出现,中小企业

更是难以获得良好发展空间。仅是一个融资难问题,难倒了多少中小企业主,可国企高管却从来不用为之发愁。

民企500强利润总和不敌央企两巨头,与收入分配差距大脱不了干系。250家一流民企利润总和加起来还抵不上一家央企巨头,可是这250家民企所供养的职工总数会是这一家央企的多少倍呢?企业间的利润差距必然反映为职工间的收入差距,这就是为什么国企职工收入屡受社会诟病的原因所在。

不仅如此,国企所垄断的领域大多皆与所谓“国计民生”紧密相关,从电力到石油,从电信到烟草,凡是屡屡要求涨价或者该降价不降价的部门,几乎大多为垄断国企所占据。于是公众总有“一年到头给垄断巨头打工”的强烈被剥夺感。从这个角度看,国企超强盈利能力,在让自身职工受益颇多之外,是以绝大多数普通公众的利益受损作为代价的。这就越发加剧了与国企有关的社会收入分配失衡。

与国企有关的社会收入分配失衡,必须通过国企利润惠及全民的方式来矫正。可是,国企虽名义上为全民所有,巨额利润却几乎与民生福利毫无关系。自2006年开始上缴红利后,至今累计上缴也只有1371亿元,进入公共财政的更是微乎其微。在此情况下,除非1家国企能够养活250家民企所养活的人,否则,民企与国企利润水平越拉越大,岂能不推动社会收入分配差距日益悬殊?

## 焦点评论

## 不吐不快

## 不能姑息基金业的“懒汉效应”

李云峥

随着2010年基金半年报披露结束,一份基金业的“黑色答卷”呈现在世人面前:2010年上半年全部基金利润为负4397.5亿元,仅次于2008年上半年,是历史第二大半年度亏损额。与此同时形成鲜明对比的是,同期基金公司管理费收入和托管银行的托管费收入却齐刷刷增长,60家基金管理公司的管理费收入合计达到149亿元,相比去年同期增长19%;托管银行托管费收入26.22亿元,相比去年同期增长16%。

巨额亏损无碍巨额管理费用持续增长,这种业绩与收入不挂钩的严重“贵权不对称”现实,必将使管理学中的“懒汉效应”愈演愈烈。这种情况,非得对背后的利益分配结构进行“大手术”不可。

“牛市不分红、熊市无分红”是公募基金“铁公鸡”行为的具体表现,也是A股市场的几大怪象之一。虽然《证券投资基金收益分配条款的审核指引》对约定每年基金收益分配的最多次数和每次收益分配的最低比例、明确基金收益分配时间、分配数额以及比例、分配方式等均有明文规定,但在实践中却并不足以解决“铁公鸡”现象,原因很简单:基金的盈利能力极度不稳定和偏弱,加之早涝保收的“铁饭桶”型管理费收取模式某种程度上导致了业绩动力的弱化,致使基金

业形成“懒汉效应”并愈演愈烈。

冰冻三尺非一日之寒。这种现象最严重的暴露期还不是今年上半年,而是在2008年。当年59家基金公司的424只基金亏损总计15000亿元,其中股票型基金亏损9740亿元,占整体亏损额的65%;混合型基金累计亏损4057亿元,占整体亏损额的27%;封闭式基金累计亏损841亿元,占整体亏损额的5.6%。非股票型的债券型基金和货币市场基金成为仅有的两类盈利基金。而也就是在那一年,国内60家基金管理公司的管理费收入达到了创纪录的307.32亿元。

虽然造成公募基金如此窘境的理由可以列出很多,例如持仓底线规则下对市场连续下跌的无奈、短视而非理性的业绩排名压力等。但是,业绩和收入呈现出反比关系,却是一个真实事实让市场经济规律感觉无地自容的“黑色幽默”,这种现象背后的最根源,就是目前中国基金管理费收入取决于基金规模,而非基金业绩。

同类基金间同质化问题严重、差异化产品提供不足等现实下,固定管理费收取模式实际已经异变成了一个“铁饭桶”。由此可见,要想在基金投资者利益、基金管理人利益之间找到一个双方平衡点的前提,就是必须砸破早涝保收的“铁饭桶”制度。



财经漫画 “不差钱”与“很差钱” 赵乃育/图

## 经济时评

# 打破“通缩一定有害”的惯性思维

王毅

美国失业率居高不下,经济复苏正在放缓。最近的数据显示,消费品价格有整体下降的趋势,通缩的可能性正在加大,以克鲁格曼为代表的凯恩斯主义经济学家因此呼吁美联储维持自2008年底以来的零利率政策并加大量化宽松的力度以防止通缩的发生,避免使美国成为下一个日本。

自上世纪三十年代以来,美国并未发生过持续的通缩,但通缩却不时被经济学家、经济与货币政策的制定者视为可怕的威胁。一般认为,通缩之可怕在于商品价格的下降引发经济的螺旋式下降:商品价格下降——企业利润恶化——裁员增加——消费需求减弱——商品价格进一步下降。

通缩未必导致经济的螺旋式下降。首先,当通缩发生时,不仅消费产品的价格下降,生产要素的价格也会调整,因此企业利润(产品价格减去生产成本)未必下降。其次,需求可能随价格的下降而增加,而不是如一般假定的那样必然减少或推迟。今天,越来越多的人拥有平板电视、手机和笔记本电脑,正是因为这些商品的价格不断走低,为越来越多的低收入人群所负担得起(我们必须记住,低收入人群总是要大大高于高收入人群)。所以,商品价格的下降不一定意味着企业利润的下降,不一定导致企业裁员的增加。就像通胀不一定增加就业一样,通缩不一定增加失业。

从过去二十年日本的经验,大多数经济学家得出通缩导致经济停滞的结论。但日本的经验需要重新思考,通缩不是经济停滞的原因,而是经济停滞的结果。今天,凯恩斯派经济学家建议加大量化宽松的来

防止通缩在美国的发生。但量化宽松并未使日本摆脱经济停滞的局面。事实上,过去的二十年里,日本在维持零利率的基础上尝试了各种能想象得到的经济刺激与量化宽松措施,但效果甚微,经济一直处于萎靡不振的状态。日本央行无力使银行开始新一轮信贷扩张,这不是因为所谓的“流动性陷阱”。银行不愿放贷,因为在经济扩张时期累积起来的大量坏账没有得到处置;企业不愿借贷,因为沉重的债务负担以及因过度投资产生的过剩产能没有得到有效消化。经济刺激与量化宽松的措施事实上推迟了银行坏账和过剩产能的处置,推迟了日本经济结构的转型。

当我们思考通缩或通缩时,我们通常想到的是消费品价格的上升或下降。我们往往忽视通缩或通缩的另一个至关重要的方面,那就是对生产要素价格的影响。经验告诉我们,由信贷扩张推动的经济扩

张往往导致经济的严重失调,即在某些领域投资过度而在其他领域投资不足。通缩可以起到一个纠正的作用。在通缩的过程中,生产要素价格的调整不是划一的,在原先过度投资的领域,价格的调整通常会更深,使得生产要素的相对价格变得更为合理,并最终使生产要素在整个经济中达到一个更加合理的配置。这是一个经济结构调整的过程。日本的错误就在于没有借助通缩的力量来调整其经济结构。

美国今天或许可以借助通缩的力量来达到制造业的复苏。如果摆脱凯恩斯主义的思维中,美国人的经济痛苦可能会更深一点,但真实的经济复苏可能会更早到来。当然,做正确的事有时需要巨大的勇气,而勇气正是当今美国政治家们所缺乏的。所以,加大量化宽松的政策很可能还将延续。

(作者单位:上海证券)

## 2岁女孩的别墅与盖茨裸捐

狄书爱

近日,2岁女孩妞妞的家人为其买下一套300平方米的别墅,价值近400万元,作为妞妞未来的嫁妆。妞妞也因此被媒体称为“南京最小而且最富有的富二代”。

据了解,尽管妞妞的爷爷奶奶和爸爸妈妈并非大富大贵,但都在垄断企业工作,家庭基础比较好,目前家里已拥有4套房和2辆车。但即使这样,一家人的举动还是引来了各种关注。有人担心,在优越的教育环境下,容易养成养尊处优、缺少生活磨炼而心理极度脆弱,甚至无一点创业和干事创业激情的性格。

妞妞家人的如此表现,很大程度上与我们这个“一辈子都要为孩子着想”的社会环境决定的。其他家长也有类似举动,只不过限于经济条件,没那么“大度”罢了。这一情况,与国外孩子家长从小就培养其自立自强性格的社会环境迥然不同,更与世界首富、科技巨子比尔·盖茨的作法截然不同。

2008年,盖茨表示,将把自己580亿美元的财产全数捐给名下的比尔及梅琳达盖茨基金会,一分一毫也不会留给自己。盖茨的理由是,拥有不劳而获的财富,对于站在人生起跑点的子女来说并不是好事,子女的人生和潜力应和出身的富贵或贫寒无关。在离开微软的两年里,盖茨确实没有食言。他把大量的时间和金钱用在全球慈善事业上:他捐赠了16亿美元用于莫桑比克防治疟疾,他用20多亿美元改革美国田纳西州教育体系,帮助建立起更有效的教师测评系统,并资助少数族裔的学生接受高等教育;他在中国帮

助预防艾滋病的传播,他帮助尼日利亚的索托科和印度的莫拉达巴德百姓对抗脊髓灰质炎,免费为他们提供疫苗和发病后的治疗……而盖茨宣布“裸捐”时,最小的孩子才只有6岁,最大的孩子也只有12岁,但如果你根据“一分一毫也不会留给子女”说盖茨无情和不爱孩子,是大错特错的。

美国心理学家苏尼亚·卢塔对314名来自富裕家庭的15岁美国年轻人的一份调查显示,富家子女出现抑郁症状的比率是全国平均水平的3倍,富家子女滥用毒品的比率也高于贫困家庭的同龄人。卢塔说,造成这些问题的原因之一,就是富家子女通常“工作太少”,这导致他们缺乏责任感、不够独立。也正因为如此,一些西方国家的亿万富翁,最担心的不是破产,而是子女学坏。

然而我们有一些人却不懂或不愿意这个道理。比如一些领导干部利用职务进行违法犯罪活动,为供子女出国留学而聚敛钱财。媒体不止一次报道,一些自费留学生被称为“海外阔少”,他们穿名牌、住豪宅、进赌场,其中不少人挥霍的就是父母贪污腐败所得。他们的父母为了子女,有的身败名裂,有的锒铛入狱。而这些孩子却往往不能独立,因此,与其说是财富害了他们,不如说是“为孩子着想”的父母害了他们!

盖茨不但是伟大的企业家,而且是懂得如何爱子女的好父亲。更重要的是,盖茨的财富都是通过智慧和劳动赚取的,既然这样的钱都不能留给子女,中国一些父母更不能把“不清不白”的钱留给子女!从这个角度看,盖茨确实给我们不少中国家长上了一堂生动的子女教育课。