通胀 到顶说”毫无根据

陈功

近期，国内对通胀形势和调控政策的看法分歧严重。从政策部门来看，防通胀仍是今年宏观经济的首要任务，紧缩调控仍是今年政策的基调。不过，有部分经济学家认为，国内通胀将于上半年见顶，而当前中国紧缩货币政策属于“超调”。在这些学者看来，紧缩货币政策有可能会在下半年松动。可以说，停止收紧甚至放松货币政策的呼声正日益高涨。

最激进的一种说法，莫过于中国可能会开始减息。5月11日，国家发改委宏观经济学会秘书长对路透社表示，反通胀的措施会削弱经济增长的动力，从PMI等经济先行指标看已初露端倪，预计四季度或会迎来政策的微调。这位专家说，上调存款准备金率主要是回收庞大外汇占款而产生的流动性，预计仍有上调的空间，但加息会比较慎重，看起来是加不上去了，下半年甚至可能会减息。

市场人士也表达了类似的观点。5月12日，高盛资产管理公司董事长奥尼尔表示，“我猜测中国的GDP增幅将降至8%左右。如果我说对了，那意味着在今年下半年某个时候，中国的通胀将不再是问题，将回落至4%左右。而中国央行将能够停止收紧货币政策，从此我们大家的日子都好过了。”

这些对经济增长放缓的担忧和放松紧缩政策的预期，很可能在一定程度上对宏观政策产生影响。在我们看来，政策导向上的分歧涉及到对宏观形势尤其是对通胀形势的判断，准确把握通胀问题，此时显得极为重要。有一点是可以肯定的，如果今年底中国开始减息，那么今年的宏观调控政策将十分滑稽：上半年还在强调治理通胀，下半年就转为重新保增长了。如按这种方式来调整，宏观调控将会重复过去的老路，政策放松将会导致调控前功尽弃。

那么，如何看待中国面临的通胀形势呢？

我们的看法远不如前述经济学家们那样乐观。事实上，中国经济当前遭遇到的通胀压力非同小可，绝非某些经济学家所言的“到顶”了。中国今年面临的通胀形势非常复杂，除了全球流动性过多、大宗商品价格上涨等国际因素，国内的货币因素、基础产品涨价、无效投资太多等内生问题，都在合力推高国内通胀水平。在我们看来，国内通胀的通道已经全部打开，抑制通胀的措施并不容易见效，而抑制通胀的政策本身，也会因为体制的原因而导致政策效果被抵消，所以今年中国的真实通胀水平非但不会到顶，而且有可能达到10%的高位。在这种背景下，宏观政策的全面紧缩不可避免，正如此前我们所指出的，现在为通胀而紧缩，实际上是前两年强刺激经济后必须付出的总成本。

担心中国经济在紧缩之下硬着陆，是持“政策放松”观点人士的重要理由。但这种情况出现的概率有多大呢？在我们看来，中国经济的放缓虽然在二三季度可能会比现在明显，但从一季度和4月份的经济数据来看，投资、出口依旧强劲，消费基本稳定，至少在今年之内，国内出现经济硬着陆的可能性很小。即使经济增长出现动力问题，也至少要到明年才有可能体现。在这个背景下，国内学者谈紧缩政策“超调”，谈货币政策应该放松，显示了一种在政策上的“无奈感”，既怕通胀厉害，又怕硬着陆，于是鼓励硬着头皮调整政策。这实际上是一种错误的判断。

总之，从去年下半年开始，在通胀节节攀升的形势下，货币政策保持收紧是十分必要的。虽然国内经济出现了一些增速放缓的苗头，但抗通胀仍是今年政策的主基调，不可能出现所谓货币政策大转向的情况。至于如何应对高通胀压力，那是另一回事，也是我们正在研究的问题。

（作者系安邦咨询首席研究员）

■ 经济时评 Hot Topic

如何拯救春天里遭遇寒冬的中小企业

冯海宁

全国工商联日前公布的调研报告指出，中小企业特别是小型、微型企业的状况，可能比2008年金融海啸时更为艰难。工信部的统计数据也显示，今年前两个月，规模以上中小企业亏损面达15.8%，同期增长0.3%，亏损额度增长率高达22.3%。而这仅仅是规模以上企业的经营状况，工信部表示，规模以下的小企业，亏损情况可能更加严重。

总体上看，中国的经济目前处在春天里。据国家统计局数据，一季度国内生产总值96311亿元，按可比价格计算，同比增长9.7%，环比增长2.1%。除了通胀、房价让人忧虑外，中国经济总体向好。然而，在经济的春天里，不少中小企业却进入了寒冬，不仅亏损，而且面临生存危机，甚至比2008年金融海啸时更为艰难，让人不解，难道金融危机重现了吗？中国是世界公认的率先走出金融危机的国家，然而，没有想到中小企业在金融危机退去之后再次遭遇生存危机。如果说2008年那场金融海啸是美国触发的话，我以为，如今中小企业的处境比2008年金融海啸时更为艰难，则是我们自己“酿制”的。

不可否认，中小企业目前处境艰难主要缘于通货膨胀，一方面，原材料成本增长；另一方面，劳动力成本上涨。而中国的通货膨胀也有外部因素，如原油及其它原材料价格上涨。但我以为，中国通胀主要要从我们自己身上找原因，比如，过高的物流成本和苛捐杂税。

众所周知，中小企业解决了90%以上的就业，中小企业处境艰难影响最大的是就业。所以，目前已经调查发现的中小企业生存问题，要早日下手解决，以避免亏损面不断扩大，影响就业。需要提醒的是，这次拯救中小企业要从根源上想办法，不能像2008年一样在工资问题上打主意——2008年为应对金融危机而暂缓调整最低工资标准就遭遇质疑。

尽管劳动力成本上涨是中小企业处境艰难的一个原因，但不是重要原因。重要原因是什么呢？显而易见，是通货膨胀。可见，当务之急是千方百计控制通货膨胀，一切通货膨胀背后的“推手”都应该彻底清理，比如，过高的物流成本、行政垄断、人民币汇率问题等，都应该下决心加速来解决。通货膨胀管不好，中小企业难有生机。

其次，是通过税制改革和清理乱收费切实为企业减负。中央财经大学财政学院5月8日发布的中国税收风险研究报告就认为，与世界各国相比，我国目前税负水平高于中上等收入国家，大口径宏观税负水平过高。尽管减税的口号提了多年，但客观地说，总的税收仍旧以超过GDP的增速在增长。“十二五”规划的重头戏就是减税，但真正的减税力度还没有体现出来。而从财政部提供的数据来看，一季度全国税收同比增长32.4%。减税去费异常迫切。

第三，打破垄断让中小企业享有平等的“国民待遇”。据悉，今年一季度中央企业累计实现营业收入44496.8亿元，同比增长25.7%。与中小企业亏损面扩大形成鲜明对比。垄断势力制约中小企业发展，是不容否认的事实。因此，不但垄断之门要打开，而且垄断背后的“玻璃门”也要彻底打开。

另外，收缩流动性不能让信贷政策打击中小企业。以南京为例，2009年中小企业解决了95%的就业，贷款额度却只占9%。其他地方大概也如此，可以说，中小企业贷款难近乎于“难于上青天”，相反，国企却享受着各种贷款优惠。所以，要拯救中小企业，就不能有丝毫犹豫，解决办法也要从上述症结出发。

焦点评论

借口双反搞制裁，贸易保护卷土来。
中国制造遭打压，欧盟企业被关怀。
互损从来因壁垒，双赢终究靠放开。
游戏规则共遵守，自由竞争当挂帅。

ICLONG/画
孙勇/诗

玩 凭”行为会因新规卡壳吗

傅子恒

一家净资产为负值、主营收入仅55.2万元、员工仅7人的上市公司，市值居然24.2亿元。壳公司为什如此值钱？这是5月16日《人民日报》文章中的质疑。

一直以来，A股市场就存在一个非常奇特的现象：大量ST、甚至是面临退市风险的*ST公司的二级市场股价远远高于许多业绩优良的“正股”公司。这一现象违背常理，因为优质优价才是市场公平与效率的体现，而市场为什么愿意给这些不符合公平、更有违效率原则的公司高估值？

存在的东西总有它的合理因素。笔者观察，壳公司普遍高溢价背后的市场逻辑，缘于以下三个方面因素的共同作用：

一是《人民日报》所指出的，由于我国新股发行上市实行比较严格的审核制，企业通过发行股票并上市有相当难度，同时退出机制不够完善。在这样的背景下，通过购买已经具备上市资格的“壳公司”，以获得通过资本市场融资的机会，也使自身的资产在注入上市公司后获得更多的溢价，成为许多企业上市的便捷渠道；二级市场中那些经营欠佳、业绩较差的ST公司就成了最易于被借壳的目标。有如此动机的公司很多，一定时期的壳公司总是有限的，于是在需求方面就造就了壳资源的稀缺性。

二是与我国的经济与证券市场方方面面的制度安排有关。首先，上市公司的注册与经营所在地与一个地区的就业、税收、信贷、消费、经济发展的各个方面都有非常密切的关系，上市公司存续与注册、经营所在的当地政府在现实与潜在利益方面具有高度的一致性，使得地方政府总是千方百计地对绩差公司进行保壳。而地方政府这种不希望公司退市的保壳行动，又使得二级市场投资者对壳公司重组充满预期，市场当然给予其不会太低的估价。同时，这一预期也加重了二级市场的投机氛围：既然壳公司重组成为了大概率事件，退市只是一个小概率事件，那么，逢低介入赌一把，反倒有着大概率的赚钱理由；而市场中大量乌鸡变凤凰故事所产生的示范效应，没有悬念地强化了市场的这种重组炒作的预期。

三是缘于二级市场体制、监管以及利益预期等方面的因素，壳资源在客观上对资金方进行股权重组具有引诱性的吸引力。其原因在于两个方面，一是壳公司大多存续多时，尽管经营不佳，但其在市场渠道、经营以及品牌影响等各方面一般仍能保持着一定的影响力，这是新设公司所无法比拟的；二是因为股权的流动性原因，资本方可以通过二级市场事先隐蔽性地低价购入股份（这种行为一般难以进行有效监管），作为资产重组的内部人或者利益相关方，操纵与伴随重组完成上市公司“基本面”的改善，从而享受业绩提升、股份溢价、再融资增值等方面的巨额收益。这也是通过新股IPO所不具备的优势与特点。

由于上述三个方面的原因存在，目前市场中有相当一批资金专门研究、参与投资ST股票，预期的一致性使ST股票在事实上形成了一个独立的市场，有着区别于“正股”的波动特点，这是一个事实，只要上述市场条件以及制度条件不改变，这一市场就有存在的基础。

而这一“均衡”会打破吗？中国证监会日前发布《关于修改上市公司重大资产重组与配套融资相关规定的决定（征求意见稿）》，对相关规定进行修改，给市场打破这种均衡增加了制度方面的推力。对于《决定》的作用，笔者的判断是，新规定能够推进地方政府与上市公司认真重组，抑制重组中的弄虚作假行为，但就方向而言，不会改变壳公司中存在的重组预期。根据新规定，借壳上市在产权清晰、治理规范、业务独立、诚信良好、经营稳定和持续经营记录等方面执行首次公开发行（IPO）趋同的标准，首先要求拟借壳资产（业务）持续两年盈利。其隐含的信号是：无论是地方政府还是谋求借壳上市者，其保壳或者借壳必须动真格的，要么真重组，要么直接退市，从而可以在制度上增大仅仅依靠“讲故事”方式虚假重组进行保壳的成本。而能够实现这一目标，就已经是很大的进步了。

（作者单位：第一财经研究院）

对并购重组新规修改的三点建议

李季先

中国证监会5月13日发布《关于修改上市公司重大重组与配套融资相关规定的决定（征求意见稿）》，公开向社会征求意见。《征求意见稿》明确规定借壳上市的监管范围、监管条件和监管方式，将借壳上市标准趋同于IPO标准，有利于遏制市场绩差股投机和内幕交易等问题，最大限度统筹平衡借壳上市与IPO的监管效率；而《征求意见稿》允许上市公司发行股份购买资产与配套融资同步操作，则解除了二者分开操作的政策限制，有利于上市公司拓宽兼并重组融资渠道，提高并购重组的市场效率。我们的总体感觉是，《征求意见稿》更合情、更合理、更合法，此次启动修订非常必要。

不过，《征求意见稿》中的许多规定还是较为宽松和原则性的，如重大重组条件、公司治理规范、交易资产、财务顾问持续督导等，还不能完全杜绝借兼并重组之机投机炒作、内幕交易和政策寻租。此外，在实际操作中，各方基于利益不同会有不同的政策解读，容易在执行中出现困局。为提高其可操作性，使其更为完善，确保上市公司重大资产重组的各个环节之间有效衔接，建议细化《征求意见稿》中一些条款，具体建议如下：

一、发挥产业政策对重大资产重组的宏观导向作用，清晰、从严界定“符合国家产业政策”。

上市公司重大资产重组应当“符合国家产业政策要求”，《征求意见稿》中规定“属于金融、创业投资等特定行业的借壳上市，由中国证监会另行规定”。

符合国家产业政策是我国企业重组的基本原则问题，也是贯彻落实《国务院关于促进企业兼并重组的意见》的核心问题。当前中国上市公司兼并重组正在从“资产重组”向“产业结构重组”方向发展，从“重技术重组细节”向“重产业导向”发展。近段时间“榨菜”、“红枣”和“扑克牌”之类企业IPO之所以引起争议，其中一个很重要的缘由就是这些非主流企业（譬如扑克企业）IPO挤占了宝贵的IPO融资资源，有违中国的产业政策导向。

因此，笔者认为，《上市公司重大资产重组管理办法》第十条“上市公司实施重大资产重组，应当符合国家产业政策”的规定以及《征求意见稿》中关于借壳上市的产业政策要求，应当在《征求意见稿》专列一条予以进一步明确，明确上市公司重大资产重组应以鼓励发展先进生产力、推进产业结构优化升级的产业政策为核心，而不仅仅只是重大资产重组恪守不违反国家产业政策或非属于淘汰、禁止类产业的政策底线。具体来说，上市公司重大资产重组符合产业政策应该指符合国务院《促进产业结构调整暂行规定》及国家发改委等有关部门制定的《产业结构调整指导目录（2011年）》、《外商投资产业指导目录》等文件中鼓励、限制和淘汰三类目录的鼓励类原则及其配套政策措施。

二、降低借壳上市的盈利条件，为创业企业借壳上市预留空间。

《征求意见稿》规定了借壳上市的盈利监管条件，即“上市公司购买的资产对应的经营实体持续经营时间应当在3年以上，最近2个会计年度净利润均为正数且累计超过人民币2000万元”。

对于借壳上市的盈利条件，《征求意见稿》进行了部分细化，明确了购买的资产对应的经济实体2个会计年度的盈利指标2000万元，相对于原来借壳上市制度的缺失已经是很大的进步，但作为以主板、中小板公司（创业板尚未予以明确）为主体的上市公司重组，不论是从规模还是从重组资产的质量讲，作为借壳方，对其资产盈利的要求应该有一个相对合理的要求，并使其能在一个相对稳固成型的板块参照系下运作，譬如创业板和中小板。

笔者认为按照这个标准，与其在创业板企业与中小板企业盈利指标之间进行折中，还不如直接选用创业板企业的盈利标准，并根据需要增加“成长性”要求，规定“上市公司购买的资产对应的经营实体持续经营时间应当在3年以上，最近两年连续盈利，最近两年净利润累计不少于1000万元，且持续增长”，从而为更多的成长性企业、创新企业实现借壳上市预留空间。

三、将《上市公司并购重组财务顾问业务管理办法》修改纳入修订目录，落实独立财务顾问的持续督导责任。

《征求意见稿》对《重组办法》第三十五条进行了增补式修改，强化了独立财务顾问对实施借壳上市公司的持续督导，规定“独立财务顾问对借壳上市完成后的上市公司的持续督导期限自证监会核准之日起不少于三个会计年度，并在各年年报披露之日起15日内出具持续督导意见，向派出机构报告并公告”。

作为此次《征求意见稿》的一大亮点，延长借壳上市独立财务顾问的督导期值得肯定，但延长督导期要真正发挥提高上市公司重组质量的目的，就要严格圈定督导期间独立财务顾问的职责和义务。不过，对比IPO《证券发行上市保荐业务管理办法》第七十一条、第七十二条就可以明显看出，《上市公司并购重组财务顾问业务管理办法》中关于独立财务顾问职责及义务的规定要弱得多，且追责难度非常大，譬如仅规定有盈利预测且低于一定比例时财务顾问方承担责任，其他多数情况只有情节严重方承担实质责任等，这与IPO中保荐机构在督导期内担责动辄撤销保荐资格、追究刑事责任等责任相比，资产重组中财务顾问的权利义务存在明显的不对称现象。

笔者认为，《征求意见稿》应该借鉴《上市公司并购重组财务顾问业务管理办法》第七十一条及第七十二条的作法，对《上市公司并购重组财务顾问业务管理办法》相应条款进行修订，比如增列“资产重组一定年限后（比如2年）上市公司依然亏损的，应该撤销重组独立财务顾问的资格，而对于独立财务顾问直接或间接参与重组内幕交易的，则除了撤销当事人的财务顾问资格并要求其承担民事、行政及刑事责任外，对于财务顾问所供职的机构应连带进行民事及行政处罚”。

（作者系北京市万商天勤律师事务所合伙人）

联系我们

本版文章如无特别申明，纯属作者个人观点，不代表本报立场，也不代表作者供职机构的观点。如果您想发表评论，请打电话给0755-83501640；发电邮至ppll18@126.com。