

# 金融转型方能促进实体经济转型

中国外储规模、央行资产规模以及储蓄规模均位居世界第一，如何让如此庞大的金融资产真正发挥促进实体经济作用，是摆在决策者面前最重要的战略性命题。实体经济的发展基础稳固，金融产业发展方可持久稳健。怎样让“水”流向不同金融层次，流向经济金融的末梢循环，必须依赖更多的微观和结构层面的改革。

张莱楠

1月7日，新年第一个事关国家大政方针的会议——第四次全国金融工作会议落下帷幕，包括金融监管体制改革、利率市场化改革等在内的一系列金融改革也箭在弦上。

## 中国金融资产规模全球第一

改革开放30多年来中国金融领域的各项改革已经取得了非常大的进展，金融资产规模也急剧扩大，现在在外储规模、央行资产规模以及储蓄规模均位居世界第一。近年来中国金融改革取得了重大成就，国内金融机构从资本充足率、治理结构、盈利水平等方面看，都较过去有了较大提高。从资产规模看，中国央行资产规模已经居于全球第一。截至2011年10月底，全球三大央行：美联储、欧洲央行和日本央行的资产负债表规模加起来已超过8万亿美元，其中美联储的资产负债表规模约2.85万亿美元，欧洲央行约为2.73万亿美元，日本央行约为1.8万亿美元，而同期中国央行总资产高达28.6万亿美元人民币（约合4.73万亿美元），分别是美、欧、日央行资产的1.66倍、1.73倍和2.6倍，为全球央行资产规模之最。数据显示，中国央行分别于2004年6月、2005年9月和2006年1月先后超过美、欧和日本央行，成为资产规模最大的中央银行。2006年到2010年间，央行资产扩张了2.4倍，2010年资产总额高达3.9万亿美元，占同

## ■舆情时评 | First Response |

# 新股热“该降温了”

杜志鑫

近期温家宝总理、证监会主席助理朱从玖都公开表示要改革新股发行制度，而随着近日加食品、博彦科技等新股上市首日即破发，股民直呼“中签如中刀”，这使得新股发行制度改革成为舆论关注的焦点。

据中国上市公司舆情中心的观察，这两年新股饱受争议的焦点主要集中在“三高”，即高发行价、高市盈率、高超募资金。“三高”的新股也正在伤害股市的健康发展。

统计数据显示，1996年至2008年，首发市盈率均在33倍以下，在2009年则迅速上升至46.41倍，2010年攀升至58.53倍，2011年在40倍左右；从超募资金来看，除了2011年5月后有13家公司的实际募集资金没有达到预期募集资金之外，在277家IPO公司中，264家公司的实际募集资金超过了预期募集资金，占比95%，其中，铁汉生态、东软载波、风范股份3家公司的超募资金分别是预期募集资金的4.8倍、4.53倍、4.16倍，华锐风电、庞大集团、森马服饰的超募金额更是分别高达60.13亿元、44.49亿元、26.34亿元。

目前新股“三高”的原因是多方面

# 全流通发行，如何？

李允峰

证监会1月6日发布《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第30号——创业板上市公司年度报告的内容与格式（2011年修订）》，从修订主要内容来看，亮点主要体现在两个新增和一个强化。即新增对公司分红政策、分配情况的披露要求，新增内幕信息知情人管理制度披露要求，强化对非财务信息披露要求。

证监会修订创业板年报准则，督促公司分红，这是提倡回报投资者的一种体现，应该说值得提倡和叫好。但提高投资者回报，不仅仅是督促公司分红，这是一项证券市场中涉及面很广的系统工程，在这其中，督促分红仅仅应该是其中最底层的内容。单纯指望分红无法改变投资者回报很

年内生产总值的67%。此外，我国也是世界上储蓄率最高的国家之一，各项人民币存款余额已突破80万亿元人民币。但是，应该说，中国要成为金融强国，还有很长的路要走。

如何让金融焕发出内生活力，如何让金融在中国经济由大国走向强国的进程中扮演更加重要的角色，如何让如此庞大的金融资产真正发挥促进实体经济作用，是摆在决策者面前最重要的战略性命题。

## 应向资源优化配置型转变

中国金融业必须整体布局，优化金融体系结构，促进金融转型与实体经济转型相匹配。

金融业的发展需以实体经济为基础，金融始终应辅助或服务于实体经济。实体经济的发展基础稳固，金融产业发展方可持久稳健。缺乏实业支撑的金融产业非理性扩张，可能会使金融产业一时兴旺发达，但从长期来看则会贻害无穷。此外，如何创造一个刺激内需的长效机制，如何推动自主创新和科学发展，都必须依靠本国金融业的全面发展和创新，都需要放到总体金融战略层面来加以考虑，因此，中国金融业发展的前提就是防止虚拟经济过度膨胀，避免金融经济脱离实体经济实际需求，实现金融体系建设的目标从资金筹集型向资源优化配置型转变。

但是，对于中国许多中小企业以及微观主体而言，却依然感受不到资金的浇灌。当前，中国经济不是缺少流动性，而是过度粗放的发展方式以及利率信号装置失灵导致的资源错配。

针对中小企业和微企业应该建立与之相匹配的中小型银行体系。世界上大多数国家都通过设立专业金融机构对中小企业提供信贷支持。如法国的中小企业设备贷款银行、加拿大的联邦企业发展银行、韩国的中小企业银行等，都是政府设立的专门用于支持中小企业融资的金融机构。根据我国实际情况，我们可建立有利于促进中小企业发展的中小型银行体系。由于中小型银行具有很强的地方性，与当地中小企业有着更多的直接接触，尤其是小型地方银行与一些中小企业本身就有着产权关系，内部有着更好的激励和约束机制。

中国金融体系最大的结构性问题就是偏好于资本密集型工业经济的发展。银行信贷为主的融资体系决定了制造业和基础设施发达，而科技产业和服务业相对落后。企业必须拥有足够的固定资产甚至存贷作抵押，以及足够的现金流以确保还本付息，才能从银行借到钱。普通制造业在我国早已产能过剩，因此企业必须出口，而造成贸易顺差加大，人民币面临升值压力和预期，升值预期进一步导致国际游资的流入，流动性加剧；而科技企业既没有多少固定资产，创业初期也没有现金流；服务业有现金流，但缺少固定资产，因而它们难以从银行得到贷款。因此，怎样让“米”流向不同金融层次，流向经济金融的末梢循环，必须依赖更多的微观和结构层面的改革。

金融如何发挥支持实体经济的作用，这其中积极实施科技成果“资本化”战略是当前应重点考虑的问题。当前应该建立起有别于传统工业经济时代的金融体系而转向更加有利于创新和创业，有利于产业

自主创新的金融体系。这类创新型产业的金融体系应该作为国家的战略投资体系，通过运用政府财政投入、企业研发和产业化投入、创业风险投资、银行信贷投入、资本市场融资和科技基金等手段，全方位地为创新型经济发展提供金融支持。

## 积极进行对外金融领域改革

要积极推进对外金融领域的改革。当前中国的储备资产规模已经占全球储备资产的三成以上。截至2011年二季度末，我国外汇储备余额达到3.1975万亿美元，是排名第二的日本外储的3倍，接近德国全年的国民生产总值（3.5万亿美元）。与此同时，我国对外金融资产已经高达46152亿美元，其中对外金融负债26301亿美元，对外金融净资产19851亿美元。然而，从收益率结构上看，中国对外负债的回报率，要远高于对外资产的收益率。以中国持有美国长期国债收益率计算，我国储备资产的收益率为3%-5%（现在还不到2%），外国直接投资在我国的收益平均在20%左右。按此估算，企业必须拥有足够的固定资产约1013亿美元，1.53万亿美元的外国直接投资的年收益为3060亿美元，相差近3倍，凸显出我国“负债高成本、资产低收益”的严重失衡局面。未来，如何管理好如此规模庞大的对外金融资产是国家必须重新审视的。大规模投资于发达国家国债的储备资产流向需要有根本性的改变，要将债权转换为对包括美国在内世界各经济体的股权投资和权益投资，真正把外储资产用于中国实体经济在海外的拓展，通过多元化的资产配置提高储备资产二次创造财富的能力，真正让储备资产发挥全球化资源配置的作用。

（作者系国家信息中心预测部副研究员）

## 焦点评论



## 提振信心 股市回升

A股疲软已三年，最缺信心不缺钱。金融会议利好，上证综指收阳线。常盼行情驱阴霾，难得股民有笑颜。后市动向待观察，信心恢复要时间。

朱慧卿/漫画  
孙勇/诗

0.3442元，其回报率高达33.4%。同样是分红0.3442元，国内投资者的回报是2.06%，两者相比，悬殊居然达到接近17倍。高价发行新股的危害如果说要用分红来弥补投资者的话，那是一个天方夜谭的神话。

高价发行新股为何难以遏制？因为在新股发行的链条上，盘踞了一大批人，他们汲取着股市的精气，吞噬了二级市场投资者的财富。产业资本、PE、中介机构、财经公关公司等等，都是这个链条上的受益者代表。在首批28家创业板公司中，一夜之间就有82位亿万富翁诞生，至于创投公司和那些突击入股者更是同样大赚特赚。券商投行既做保荐人，又做得益者，广受市场诟病。而评估和审计机构以及律师事务所，同样在高价发行的利益链条上发挥自己调节上市公司利润的特

长。而询价机构的不负责任同样对新股高价发行推波助澜。

有没有一个好的办法可以解决提高投资者回报的关键问题——降低新股发行价格呢？非常简单，那就是实现真正意义上的全流通发行，让限售股和发行的新股一同上市流通。在这种情况下，高价发行能够实现的可能性很低，高价发行很可能造成100%承销商包销，大量限售股的出售压力会真正让股价体现公司价值，降低中小投资者的持股成本。即便是按照国际惯例做法，限售股锁定期减少为3到6个月，对市场危害巨大的高价发行新股现象也将会获得极大改善。

提高投资者回报，除了分红、降低新股发行价格之外，其最本质的地方在于培养一种证券文化，那就是能够让投资者用投资的方法在股市赚钱。

## 流动性形势正在好转

陈伟

2011年12月货币信贷数据有了企稳回升的迹象，人民币贷款余额54.79万亿元，同比增长15.8%，比11月末高0.2个百分点，M2增长13.6%，也比上月末高0.9个百分点，这表明，去年10月以来央行货币政策逐渐放缓，实施定向宽松的措施已开始见效。

一般来说，M2的变化可归因于贷款、财政存款、外汇占款新增因素，而这三者都在12月都出现了有利的变化。12月人民币贷款增加6405亿元，同比多增1823亿元。从贷款种类来看，住户部门贷款增加比较平稳，新增1458亿元，基本与上月持平，而非金融类企业及其他部门贷款增加较快；12月新增贷款达到4969亿，环比增加786亿，而这已是连续3月同比多增；其中，短期贷款增加明显，12月新增3566亿，环比增加719亿；票据融资增加512亿，环比增加162亿。

以上贷款种类的新增变化说明银行在贯彻央行信贷定向宽松的精神指导下，主动加强了对部分社会经济重点领域和薄弱环节的短期贷款支持以缓解它们的融资困难，企业资金紧张状况得到一定程度改善，但这种改善仍是初步的，由于银行仍对政府严控的领域，如房地产贷款，新建固定资产投资领域的贷款仍保持谨慎的态度，中长期贷款增加仍没有改观，如12月中长期贷款新增717亿，比上月环比还减少98亿。

财政存款方面，继11月财政存款3763亿后，12月财政存款减少12327亿，大大高于去年同期9328亿，甚至超出2008年同期的水平，这表明随着经济的下滑，中央财政的投放力度明显加大，我们预计，11-12月中央

财政支出很可能超过原定的2.2万亿，以充分体现积极财政政策的的特点。

由于人民币贬值预期强烈导致的外汇占款减少现象也很可能有所好转，原因在于12月央行主动地引导了人民币中间价的不断

## 政府举债应开“前门”关“后门”

刘英团

《预算法》第28条规定：地方各级预算按照量入为出、收支平衡的原则编制，不列赤字。除法律和国务院另有规定外，地方政府不得发行地方政府债券。”

但是，据媒体报道，截至2010年年底，除54个省级政府没有政府性债务外，全国省、市、县三级地方政府性债务余额共计107174.91亿元。其中，乡镇政府平均负债400万元。从偿债年度看，2010年底地方政府性债务余额中，2012年到期的地方政府债务有1.84万亿元，其中政府负有偿还责任的债务达到1.298万亿元，而政府负有担保责任的债务为2972亿元。从资金缺口看，2012年后地方政府的资金缺口将逐步增大，即使考虑到借新还旧，2012年或将出现1.18万亿元资金缺口。所以，对地方债潜在的风险必须高度重视。

第三，通过立法赋予地方政府债务发行权限。近年来，包括代发地方政府债以及地方政府自行发债试点，都是地方债务管理升级的重要举措。但是，解决地方债务危机，破解地方财务困境，最根本、最有效的方法就是通过《预算法》、《担保法》等相关法律给予地方政府适度负债的法律通道，进而规范政府举债。以上海、广东、浙江、深圳四地自行发行地方债为例，发行的结果显示这一方式受到市场的认可。应该说，地方自行发债打开了地方政府融资渠道的“前门”，而包括地方政府融资平台这样的“后门”也将越来越小。和开“后门”不一样的是，打开“前门”意味着债务风险管理制度的确立，适当的监测体系和风险控制标准，采取

合理的措施和手段严防产生新的不合理债务，建立科学的地方政府债务管理机制，确保落实偿债资金来源，建立偿债资金来源制度和偿债准备金制度。

其次，适调地方绩效考核模式，减轻对于债务经济的过度依赖。在现有绩效考核模式下，GDP决定了官员的政绩。如果债务能带来政绩和GDP，通过借债攫取政绩和GDP就会成为官员“自然而然的选择”。同时，因官员的升迁、调任并不与债务挂钩，债务运行周期也无法与地方政府官员的任期匹配，地方债务很可能出现“滚雪球效应”。所以，中央和上级政府应适调地方绩效考核模式，采取有效措施和方法清除历史遗留问题。对国债转贷资金，属公益性建设的，建议中央财政给予豁免；对逾期债务和不良债务给予适度的减免。

首先，建立规范的地方政府债务风险管理制度，确立适当的监测体系和风险控制标准，采取

升值，12月末比11月末中间价升值0.75%，由此也逐渐改变了市场对于人民币贬值的预期。

综合以上因素，我们认为，当前流动性形势已经有所好转，而这也有力地支持了企业12月以来去库存的加快和生产活力的恢复，如12月采购经理指数产成品库存指数开始明显减少，生产指数开始反弹，衡量企业经营活力指标的M1增速也开始企稳回升。

12月货币、信贷增速的回升无疑表明去年以来持续恶化的流动性形势已经出现了逆转，而由于以下原因，未来几个月流动性好转的形势还可能延续。

首先，根据当前中央稳中求进的政策精神，随着一季度经济和通胀下行的趋势日显明显，央行实施的宏观审慎政策框架要求逆经济周期波动的政策措施将会不断出台，它们包括适度放松差别准备金政策对银行信贷投放的约束等，以此保证贷款增速会略高于通胀和经济增长之和的目标，因此今年初央行对于商业银行的信贷控制将会小于去年。

其次，当前随着通胀预期的缓解和多个资产市场热度的降低，资金也开始有逐渐回流银行体系的迹象，如去年四季度央行调查显示，偏好储蓄存款的居民比例从上季度的43.1%回升至47.2%，由此也使得去年12月居民存款新增1.6万亿元，非金融性公司及其他部门存款新增8000亿元，两类存款增量均较历史同期大幅增长，考虑到今年通胀水平的回落还进一步会降低社会资金的风险偏好，存款增速回升将是大概率事件，这也有利于银行整体资产存比的改善和信贷供给能力的增强。

因此，一季度银行信贷也就很可能比去年同期多增，贷款同比增速将继续呈现恢复性增长。

而贷款增速回升带来的流动性改善无疑会明显降低市场对于中国经济2012年陷入硬着陆的担忧，根据过去贷款同比增速提前国内生产总值增速回升大约1-2个季度的规律，国内生产总值增速也有望在今年二季度触底。

（作者单位：民族证券）