以放权让利来打破经济困局

刘晓忠

近日，国务院总理温家宝在武汉主持召开经济形势座谈会时表示，要贯彻稳中求进的总基调，坚持积极财政政策和稳健货币政策，把稳增长放在更加重要的位置。是次中央再度突出强调稳增长，反映当前内需不足、部分行业和企业效益下降等矛盾日益突出，经济下行压力加大。

4月份经济数据非常不乐观，尤其财政收入的大幅回落更证实经济增速回落要高于预期。与此同时，从最近油电价和蔬菜等居民消费商品价格上涨等现象，不难发现当前真实物价形势也不是特别理想。

在这种形势下，稳增长开始主导宏观政策。继商务部高调提出保10%的外需增长目标，发改委低调放松政府投资项目审批后，近日央行也配合性地下调0.5个百分点的准备金率，这使得积极财政与宽松货币再度合璧，担当起保增长重任。中央层面则突出地把实施结构性减税作为稳增长的重要举措，但鉴于经济收缩有一定的内生性，单凭结构性减税而无新需求创造，很难实现稳增长，而要有效稳增长还需倚重以投资主导的积极财政投资。事实上，目前政府主导投资业已再度活跃，如近日铁道部发行的今年第一期短融券说明书显示，去年年末铁道部获得银行意向授信规模超过2万亿元，反映以高铁等铁路投资主导的政府投资将再度加速，成为保增长的主要推力之一。

时过境迁，本次财政货币双双出手的刺激效果不仅难显2009年以来之成效，相反可能致使经济加速滞胀化。当前中国经济面临多重困局，首先表现为增长与通胀的矛盾。其次表现为经济失速与地方债务紧缩之间的冲突。当前政府财政高增长和高举债能力是建立在高投资持续的前提下，一旦投资失速地方债务紧缩风险就会暴露。

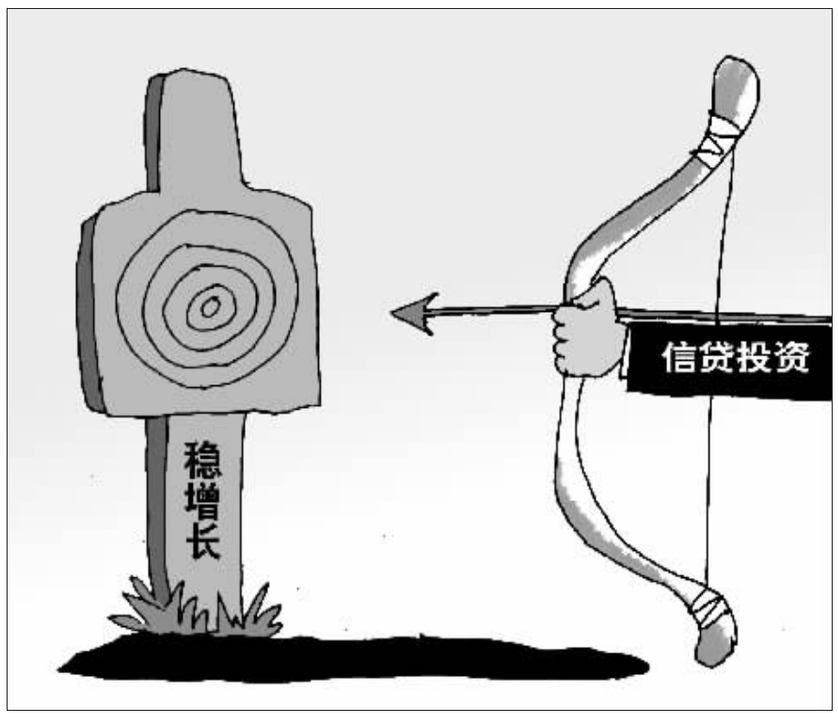
货币政策效率很可能大不如前。在内外需萎缩、高库存的情况下，经济体内的内生性信用创造下降，尽管央行以降存准率释放流动性，但新释放的流动性很难填补信用创造萎靡带来的缺口。同时，经济萎靡将使财政收入呈持续下降态势，地方政府难以筹集到有效储蓄资源，因此，高投资—高财政收入模式也难以延续。当前纵然银行系统可通过借新换旧的债务展期方式，暂时避免地方债务紧缩推高银行资产不良率，但任何债务展期意味着地方债务如滚雪球般放大，进而掐断地方政府以高投资撬动财政高增长之链条。单以一年期6.56%的贷款利率计，巨额地方债务就面临不小的利息支出。何况，目前人口老龄化下，地方财政将面临社保等支出增长压力。

不仅如此，在经济减速、财政减收的情况下，最终将使结构性减税改革面临压力。毫无疑问，在上一轮巨额财政刺激计划已削弱政府投资潜力的情况下，推动减税的确可刺激私人部门投资。不过，债务紧缩和财政减收很可能使结构性减税蜕变成结构性增税，地方政府面对财政收入减少和债务负担，将不可避免地挖掘税源，强化征管，拓宽非税收来源，如目前各地试点房产税，国税总局和财政部收紧税前抵扣标准等，都意味着当前税制改革更倾向于结构性增税。而这最终将增加私人部门真实税负，遏制私人部门投资活动，并陷入经济减速和财政减收的恶性循环。

由此可见，在上述种种矛盾的困境面前，单纯的财政货币刺激将加剧经济滞胀，因为一旦政府和国企主导的投资再度成为稳增长的主要推力，一则中国长期积累起的部分外汇储备将被低效的投资沉淀化，二则央行货币政策定向政府和国企宽松，将在不断边缘化私人部门的同时，抬高国内真实通胀指数；而减税则在财政减收下难以得到真正落实。

显然，这在实践中将与当前支持民间资本进入铁路、市政、金融、能源等政策，难以合拍。殊不知，其一，不论是减税还是做实非公36条，引导私企投资国企垄断领域，私企需要的是有效的市场化改革，改变这些国企垄断行业的竞争结构和竞争边界，无法借助改革提供适合私企的市场竞争环境，政策的激励无法清除横亘在私企的玻璃门和弹簧门问题。其二，当前稳增长依然依靠政府控制的经济部门，私企进入国企垄断领域恰在削弱政府对经济的控制力，加之银行趋于谨慎，向私企提供金融支持的风险相对要高于国企，高风险溢价体现在信贷利率高，这将削弱私企的信贷需求。

因此，要走出经济滞胀困局，亟须实质性的放权让利改革，如加速垄断行业的市场化改革，通过立法促使国企逐渐退出不存在市场外部性的领域，推进由流转税主导向所得税主导的整体税制改革；同时，尽快私有化政府投资项目，压缩存量负债、遏制增量负债，并加快行政体制改革，逐渐剥离政府的经济建设功能，重构市场的竞争边界。



稳定增长难度大，银行信贷或松闸。
刺激虽可打鸡血，发展却应用良法。
结构调整要坚持，增长转型莫拖沓。
组合拳中有风险，出手分寸慎捏拿。

ICLONG/漫画
孙勇/诗

■舆情时评 First Response

严惩股市“偷菜贼” 勿忘物归原主

夏天

最高法院日前公布《关于办理内幕交易、泄露内幕信息刑事案件具体应用法律若干问题的解释》可谓涉及内幕交易的第一个司法解释，此法律解释颇具划时代意义。

证监会主席郭树清曾有一个经典的比喻，小偷从菜市场偷一棵白菜，人们都会义愤填膺，但若有人把手伸进成千上万股民的钱包，却常常不会引起人们的重视。这就是内幕交易的实质，也是防范和打击这种犯罪活动的困难之所在。

内幕交易并非为中国股市独有。据中国上市公司舆情中心观察，即使在法制较为完善的发达国家和地区，也屡有发生。利用信息不对称违法获利的行为，社会危害大，专业性强，尤其是查处难度大。如1995年美国IBM收购莲花公司内幕交易案，当时IBM公司一位女秘书在复印材料时提前得悉内幕，并告知家属及朋友。6月1日~6月2日莲花股票交易量过高引发美国证监会、证交所和期交所关注，经4年调查，1999年美国证监会正式对25名嫌疑人起诉。此案最终于2000年末审结，历时长达6年。而2008年可口可乐拟收购香港上市的汇源果汁虽未果，但4年过去，近日被曝出汇源股价上涨期间也曾发生涉嫌内幕交易行为，案件审理日期则仍未公布。

一方面查处难度大，另一方面，国内《证券法》虽出台多年并历经数次修订，但涉及内幕交易民事责任的部分尚嫌不够细化。两位长期从事股民维权代理的律师告诉笔者，此次针对内幕交易出台司法解释，有效地补充了《证券法》的不足，特别是在对刑事责任和行政责任追究的证据认定方面进行细化，比如对何为内幕交易、何为信息知情人员、敏感期如何界定等问题都有详细的规定，对泄露内幕信息定罪处罚标准等法律适用问题也进行了规定，该司法解释的出台，既实现了法律规定与国际接轨，也体现了中国证券法制不断逐步向前的过程。

抓到偷白菜的小偷加以严惩无疑是必要的，同时，把白菜归还给失主也十分重要。内幕交易既扰乱了正常的资本市场交易秩序，也客观上给市场中其他投资者造成了实际损失。遗憾的是，此次司法解释尚未涉及对民事赔偿责任的追究和认定等内容。笔者了解到，目前仍在审判中的内幕交易民事赔偿案例是北京二中院受理的股民诉黄光裕内幕交易民事赔偿案，而过去股民提起的内幕交易民事赔偿案多因无法可依而失利，如南京中院审理的股民诉陈建良内幕交易民事赔偿案，股民无奈最终撤诉，北京一中院审理的股民诉潘海深内幕交易民事赔偿案，结果法院判决股民败诉。由此，我们应期待，最高法尽快出台有关内幕交易民事赔偿的司法解释，使这类案件有法可依，在严惩“偷菜贼”的同时，也让中国投资者在法律保障下顺利地拿回本该属于自己的“白菜”。

（作者系中国上市公司舆情中心观察员）

Facebook高价发行 A股公司不要心痒痒

皮海洲

最近，Facebook公司在美国纳斯达克的发行上市，大大地吸引了人们的眼球。尤其是该公司的发行价高达38美元，发行市盈率超过百倍，堪称高价发行的典型。即便是在A股市场，在目前的市况下，Facebook公司也是很难发出这般高价的。

Facebook公司在美国以百倍市盈率发行，难免会让A股市场“有想法”。尤其是A股市场的发行人与保荐机构或许会感触良多。毕竟百倍市盈率的首次公开发行（IPO）在A股市场已经久违了。不仅市场低迷令A股IPO发不出百倍市盈率的新股，而且舆论方面对高市盈率发行也是口诛笔伐，甚至就连证监会主席郭树清也多次表态要把新股发行的市盈率降下来。所以，面对Facebook的高价发行，A股市场的发行人与保荐机构等同行们难免心生微词：美国股市都可以发行百倍市盈率的新股，A股市场为什么就不可以呢？

因为利益的缘故，产生上述类似的想法是可以理解的。但想法只能是一种想法，Facebook公司的高价发行不能成为A股市场新股高价发行的借口，A股市场新股发行有必要对高价发行进行长期的遏制。

Facebook的IPO市盈率高达百倍，反映出美国股市同样也有投机过度的时候。因为Facebook头顶着“全球影响力最大的互联网公司”光环，同时在发行人与承销商的造势下，Facebook公司的股票终于卖出了一个好价钱。

A股市场参与各方也应该看到，在美国股市能够像Facebook公司那样发出百倍市盈率的公司终究只是极少数公司，更多的公司则是低市盈率发行，从而保证了在美国市场上新股发行的总体理性，其发行市盈率水平总体要比A股市场低得多。

而且就Facebook公司的高价发行来说，也有三点是A股市场所不能比拟的。

一是信息披露的透明度达到了令人震惊的地步。该公司不仅明确列举了公司可能存在的48类风险，而且在公司募集资金用途上也明确表示“这些钱没有明确的用途，使用有较大的随意性”，可能买国债、存银行；创办人扎克伯格甚至考虑用它支付员工行权的巨额资本利得税。至于为什么要IPO，扎克伯格在公开信中明确表示，仅是“向员工和投资者兑现承诺”，为股份交易提供便利。而在这个问题上，A股公司更多的是花言巧语。

二是不存在大幅变脸的可能性。因为Facebook对自身所存在的风险进行了全面的挖掘，丝毫没有隐瞒什么，所以也就不存在变脸的可能性。相反，A股公司因为很多都是包装上市，所以股票上市后出现业绩变脸现象则不可避免。

三是美国股市监管的严厉。Facebook信息披露之所以如此透明，而不像A股包装上市，究其原因在于美国股市对弄虚作假的“零容忍”。轻者要赔偿投资者损失，重者股票退市，当事人把牢底坐穿。在这一点上，A股市场难与美国股市同日而语。

正是基于上述三点不同，所以Facebook的高价发行，可以认为是一种市场选择。而A股的高价发行，很大程度上是对投资者的一种欺骗。

当然，即便在美国股市，高价发行也是要让投资者付出代价的。Facebook公司于5月18日上市，3个交易日后股价已跌到每股31美元，较发行价下跌了18.42%，以发行价买进该股票的投资者损失惨重。可见，不论在美国股市还是中国股市，新股高价发行都是对上市公司投资价值的透支，都给市场带来了巨大的投资风险。

营造良好环境 让魏桥们大量涌现

叶祝颐

据媒体报道，从国家发改委得到的消息显示，继铁道部、卫生部之后，有关部门为落实国务院有关要求，鼓励和引导民间资本投资健康发展而制订的细则将密集出台。

长期以来，人们对“新36条”推动我国实行经济结构战略调整，鼓励民间资本进入垄断性行业充满期待。但是“新36条”落实情况并不理想，特别是社会广泛关注的铁路、金融、能源、交通和社会事业等重点经济领域的改革进展缓慢。制定实施细则，增强政策的可操作性显然有重要意义，可以拓宽民资的投资空间，对民间资本可以起到分流引导作用，避免其集中于住房、股票、投机生意等狭窄领域。而且民间资本进入垄断行业，有利于激活市场竞争，帮助垄断企业提高效率，降低成本，依靠市场的力量逐步打破垄断企业“一企独大”的局面。

笔者认为，真正引导民间资金进入垄断行业，除了把宏观政策转化为可操作的实施细则，关键要让民间资本进入相关投资领域有所作为，改写某些行业民资不能超49%的老黄历，而不只是让民资露一露脸，走走形式。

其实，不仅新36条描绘了民间资本投资前景，旧36条也为民间资本开放了不少投资领域，但是由于对民间投资保护不力、引导不当，民间投资融资渠道并不通畅，不少参与垄断行业竞争的民企经营情况欠佳，甚至是经营惨淡。

民营航空业就是一例。民营航空企业举步维艰，固然有经营管理不善的原因，但国有航空企业对其“绞杀”也是重要因素。比如，热门航线被国有航空公司垄断，民营航空公司根本申请不到。由于航空业是高现金流动行业，讲求规模效应，民营航空根本没有成本优势，又难以争取到政策支持。奥凯航空、东星航空相继出局，民航市场竞争仍然形同虚设。

再如，由于石油巨头限制供油，民营加油站闹油荒甚至关门歇业，而中石油中石化旗下加油站却风景独好。这是民间资本难以深度参与能源市场竞争，石油巨头垄断地位稳固的又一佐证。民营加油站与强大的中石油、中石化相比，竞争力微不足道，中石油、中石化仍然要卡他们的脖子。

再比如，山东民企魏桥集团自办电厂，虽然电价低于国家电网，受到消费者的欢迎，却遭到了国家电网的挤压，多个部门表态称民企自办电厂不合法。魏桥集团低价电外送有限，并未对国家电网构成竞争威胁，遭遇尚且如此。民资投资细则密集出台能否给魏桥集团这样的民企带来深度参与垄断行业竞争的契机，依然是个问号。

民营企业除了来自国企“巨无霸”的挤压以外，遭遇职能部门吃拿卡要、乱收费也是一个现实问题。此前曝光的民营企业湘涟公司《请客送礼日记》就是典型一例。湖南娄底市纪委查明，送礼日记基本属实，共查出38名涉案人员。然而，大部分涉案人员未受处理，举报人处处遭遇打击、报复。还有干部宣称：“社会环境就是这样，送礼无法回避。”如果不清理吃拿卡要潜规则，民营企业的发展环境就难以提到改善。

一言以蔽之，民间资本要冲破垄断围墙，进入发展春天，要下大力气进行改革，完善制度。

下调贷款利率时机已经成熟

刘兴祥

当前中国宏观经济所面临的麻烦或许远超过国内生产总值（GDP）这一指标所暗示的状况：今年一季度GDP同比增长8.1%，虽然高于全年的预期平均值7.5%，但是，与去年四季度的8.9%的增速相比，还是出现了明显的减速。如果更具体地从另外3个重要指标用电量、银行信贷与铁路货运量来看，这一下降趋势就更加清晰。数据显示，4月份我国全社会用电量同比增速比上月回落3.3%，工业用电量同比增速比上月回落2.55%。4月份发电量同比增长仅为0.7%，同样远远低于3月份7.2%的同比增幅。电力消费增速放缓有力地表明，经济活动在全面减速，工业生产增长放缓并仍处在寻底过程中。在铁路货运量方面，3月份全国铁路货运总发送量完成34421万吨，同比增长2%；4月份全国铁路货物发送量完成32932万吨，同比增长4.3%。与去年同期相比，这两个月的增速也下降了近一半。

最受关注的指标无疑是银行信贷量。今年前4个月，除3月份信贷量放量增长超过1万亿外，整体信贷量明显下降已是不争事实。特别是，4月新增人民币贷款仅为6800亿元，大大低于市场约8000亿元的平均预测值。当前信贷增长疲软，除应对国际金融危机期间贷款大量集中到期、在经济发展方式转变和经济结构调整过程中摩擦性贷款需求下降等原因外，来自于以民营企业为代表的贷款需求大幅减少已经成为最重要的因素。中国人民银行发布的《2012年第一季度全国银行家问卷调查报告》显示，一季度贷款需求指数出现下降：一季度贷款总体需求指数为79.6%，低于上季和去年同期0.3和5.6个百分点，其中制造业与非制造业贷款需求下降较为明显。从分企业规模看，中型企业贷款需求指数为72.7%，较上季下降0.6个百分点；小型企业贷款需求指数与上季持平，为81.8%。

从具体结构上看，4月份货币信贷数据呈现出总量结构双疲弱特征，狭义货币供应量与广义货币供应量增幅差继续下降，票据增长和短期贷款增长较快，占当月新增贷款的比重超过三分之二，企业中长期贷款只新增1200亿元，充分表明当前信贷需求疲弱。就此，货币政策一个应有的选择就是下调贷款利率或者扩大贷款利率下浮空间。如果贷款利率能够打九折，按一年期基准计算就相当于下调65个基点左右，远远大于一次25个基点的降息。事实上，实体经济风险加大，企业盈利增速大幅下滑的背景下，代表全社会企业平均盈利水平的利率指标下降是自然而然的。贷款利率的下调将大大减少企业的利息负担，有助于改善企业经营状况。有关数据显示，以截至4月底58万亿的贷款余额估算，下调25个基点的贷款利率就相当于全社会节约利息支出1500亿元，因绝大部分贷款是流向企业，企业毫无疑问就是最大受益者。

另一方面，在当下中国经济增长放缓之时，银行业整体上却是在抬高贷款利率，商业银行净息差继续走高。银监会公布的统计数据显示，今年一季度，商业银行净息差继续走高，达到了2.8%，较去年四季度上升10个基点。在此指标带动下，上市银行一季度收入再创新高，同比增长超过23%。从绝对指标来看，2011年国内上市公司的资金投资平均回报率已由2007年的11.6%降至6.7%左右。对比目前国内1年期贷款基准利率为6.6%，这实际上意味着，企业贷款基本是在为银行打工。

同时需要重视的是，伴随着外汇占款增量的趋势性下降，国内货币创造机制将发生根本性的转变。去年四季度，外汇占款曾连续3个月负增长：10月、11月、12月外汇占款分别减少249亿元、279亿元和1003亿元，为近十年来首次出现。央行日前公布的最新数据显示，4月金融机构外汇占款余额超过了25万亿元，环比减少605.71亿元，逆转了此前连续3个月的增长趋势。特别是，中国4月外商直接投资（FDI）为84.01亿美元，同比下降0.74%，从而连续第六个月出现负增长。这表明，长期资本开始逐步撤离以中国为代表的新兴市场。外汇占款是央行收购外汇资产而相应投放的人民币，作为衡量国际游资入境规模的主要参数，同时外汇占款和新增贷款也是我国向银行体系释放流动性的主要手段。在过去十年里，外汇占款从1.78万亿元大幅上升至去年底的25.35万亿元。特别是2007至2011年，外汇占款增加了15万亿元，年均增量为3.1万亿元。因此，在当前条件下，存准率的下调更多地是起到提升货币乘数的效应，新增信贷的增长将必然取代包汇占款成为创造货币的最主要方式。

因此，从理顺货币创造机制内部关系的角度出发，下调贷款利率在当下也越来越迫切。在过去6个月里，央行已经3次下调存准率，目前银行只需要持有相当于存款20%的储备金，放贷资金规模与能力大幅提升。但是，在今年一季度出现信贷增长乏力的主要原因并不是供给不够，即银行放贷规模有限，而是贷款需求在当前的贷款利率水平下大幅下降。因此，仅仅依靠下调存准率是无法解决当前货币创造机制面临的困局，贷款利率随着供求关系变化进行即时调整的时机已经成熟了。