

# 全球量宽难挡中国资本外流风险

张莱楠

金融危机以来,各国央行都是靠扩张资产负债表拯救危机,自身也就走上了自我膨胀之路。眼下,全球各主要央行又开始新一轮撒钱,中国央行资产负债表扩张又将如何演变呢?

数据显示,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。而截至2011年末,中国央行资产规模更是达到了4.5万亿美元,远远超过美联储和欧洲央行3万亿美元和3.5万亿美元的资产规模,资产规模居第一。

再来看全球本轮量化宽松政策之后,央行资产负债表的状况又将如何变化?最新国际清算银行数据显示,目前

全球央行的资产规模约为18万亿美元,占全球GDP的30%,两轮长期再回购操作(LTRO)之后,欧央行资产负债表总规模达到了3.2万亿欧元。而美联储的资产负债表为2.9万亿美元左右,第三轮量化宽松(QE3)推出后到2013年底资产负债表将会增加至4万亿美元。

然而,与其他央行不同的是,中国央行的资产负债表正在收缩,尤其是近几个月收缩的速度还在加快。为什么会这样呢?从中国央行资产负债表看,央行主要资产是外汇储备资产,占比高达七成。外汇占款的趋势性下降态势也早已显露,今年1~7月月均外汇占款增量仅有426亿,大大低于历史平均水平。而8月外汇占款比上月净减少174亿元,降幅有加速之势。一方面是连续数月外汇占款的减少甚至负增长,另一方面又是欧美无限购债的开放放水,中国到底是该担心资本流入还是资本外流?未来短期资本和长期资本流动格局到底出现怎样的分化走势?

事实上,资本外流是近期中国面临

的重大风险之一。去年年底以来,外储缩水、外汇占款连月减少、实际利用外资金额持续下滑等一系列信息,均传递出跨境资本流出中国的迹象。数据显示,中国吸引外商直接投资(FDI)自去年11月以来,只有5月同比出现0.05%的短暂同比增长外,其他月份均为负增长。

而今,美日欧开闸放水当然可能使持续近一年的短期资本流出转变为新一轮短期资本流入,但资本回流的规模和状况,还得进一步深入分析:回来的到底是短期的投机资本,还是长期的产业资本?流出去的资本是不是会超过流入的资本规模?

从大的趋势上看,我们认为,尽管欧债危机出现缓解,美国大规模开闸放水,全球经济形势可能在2013年出现一定程度回暖,但由于发达国家主权债务危机旷日持久、全球经济再平衡进程加快推进,以及新兴市场资本回报率降低等因素,新兴经济体资本长期大规模净流入的局面正面临拐点,长期资本特别是产业资本流入中国的速度将会放缓。

从中长期看,影响国际资本流动的主要因素正在发生趋势性改变。以往经济全球化中的过度消费、过度借贷、过度福利、过度出口的失衡关系正在被修正。

首先,发达国家正在进行旷日持久的“去杠杆化”进程,这会导致海外资本的持续回流。其次,发达国家主导的全球总

需求不断萎缩,中国出口部门超高速增长黄金窗口已经过去,中国出口部门的效益开始下降。第三,中国正走在一条要素价值重估的调整之路,这必然压缩FDI的利润空间。第四,一些资本可能会转向成本更为低廉的发展中国家,从而分流一部分流向中国等传统新兴经济体的海外资本。比如,海外资本可能会加大对新崛起的中小型新兴经济体(灵猫六国等)的投资。最后,美国正在加速推进“再工业化”战略,奥巴马政府欲通过促进产业资本回流重组全球产业链。随着“美国制造”的强势回归,未来美国很可能由海外直接投资净流出国转变为净输入国,这不仅会导致美国资本回流,而且其种种优势和巨大的市场还会吸引全球资本,导致吸引全球资本规模出现趋势性放缓。未来,随着全球资本流动大格局的演变和产业布局的展开,全球资本流入中国放缓的压力会进一步凸显。

因此,资本渗透和长期资本的部分外流可能制约央行资产负债表的扩张,特别是随着中国未来经济增长步入增速放缓和经济再平衡的新时期,中国央行大规模累计外汇资产的时代可能渐行渐远了。

(作者系国家信息中心预测部副研究员)

## 提振资本市场 不宜出台过头政策



方岩

千回百折,挡不住投资者对明天的希冀。再过一个月,党的十八大将隆重召开,值此共襄盛举之际,A股市场能否抖擞精神,为迎接新的政治周期走出献礼行情?

### A股市场已成投资孤岛

最近A股市场比较烦。从内在因素看,实体经济继续处于探底过程中,上市公司业绩拐点尚未出现,影响了市场估值水平。加之楼市调控“加力”呼声高,在A股市场中占据重要权重的地产、银行板块频频遭遇露头就打的悲惨命运,导致蓝筹股板块持续“歇夏”,制约了股指的上行空间。

外面的世界也很闹心。美国、欧盟屡屡举起反倾销大棒,对中国光伏产业、汽车配件等行业造成很强的杀伤力。前不久,美联储再度开闸放水推出第三轮量化宽松(QE3),让中国货币政策重陷两难境地。日本也趁机“乱”,使得中日这两个世界第二、三经济体之间的合作变得“三心二意”。

欧债危机曾是A股市场承压的一大变量,不过自6月份以来,欧洲的情况已大为好转,其中重债国希腊的股市累计涨幅超过六成,牛气十足。贵为世界经济增长最重要引擎的中国,股市却依旧“熊”气逼人,已然成了投资孤岛。

### 资本市场处转轨关键期

前不久,国务院副总理王岐山在会见中国证监会国际顾问委员会委员时表示,近年来中国资本市场发展快、变化大,取得了显著成绩,但市场发展仍比较稚嫩。这是决策层对资本市场总体发展给出的暗语,肯定成绩,也指出不足。

十年前,时任证监会主席的周小川首次明确提出:我国资本市场处于“新兴加转轨”的发展阶段。十年来,历经三任证监会主席的接力改革,资本市场取得长足进步:股权分置改革大功告成,创业板创业板平稳推出;上市公司家数倍增,证券化率大幅提升;基础制度建设日臻完善,逐渐与成熟市场接轨……

对于一个以散户为主的投资市场,监管部门在拟打政策制度时必然要考虑中国国情与市场承受力,这也注定了市场转轨的艰巨性与长期性。近年来随着资本市场宽度与广度不断延展,尤其是股指期货、转融通业务相继推出,传统盈利模式被颠覆,市场博弈格局发生重大变化。

当前,资本市场正处于转轨的关键时期。对于个人投资者而言,由于信息不对称性以及对市场创新业务的不适应性,要想在市场获得超额收益将越来越难。因此,A股市场去散户化进程将进一步加快。

与此同时,A股市场也须扩大对外开放,以更积极的姿态参与国际市场资源的有效配置。近日上交所、深交所、中金所在全球路演,就是要吸引海外基金通过QFII渠道进入中国市场。可以预期,随着人民币国际化进程日益提升,A股市场将与全球市场形成共振,从而改变目前的投资孤岛尴尬境况。

### 制度安排要立足长远

较长一段时间以来,社保、

保险、基金、QFII等机构投资者动向是引领市场的风向标。不过,今年以来似乎不太灵光:这些机构投资者增仓时有意无意地“昭告天下”,但是对市场的号召力日渐式微。在股市体量急剧膨胀的情况下,指望用一两条所谓的利好就能把股市从泥潭中拉出来,这样的想法显然不太现实。

从成熟市场的经验来看,养老基金、主权基金等长期投资者,能很好地起到稳定市场的作用。因此,监管部门要退而结网、从长计议,切实消除制度瓶颈,尽快打通各路资金进入市场的通道,优化投资者结构。

再过一个月,郭树清出任证监会掌门人就将满一年。郭树清履新之后,在市场掀起了前所未有的改革旋风,其中有两点尤其值得称道:一是鼓励分红,二是重拳治市。

一直以来,A股市场重筹资、轻回报的痼疾备受诟病。在监管部门强力倡导之下,上市公司纷纷拟定现金分红计划。我们希望上市公司能树立打造百年老店的信心与决心,拿出真金白银回报投资者;我们也希望A股市场尽快涌现更多的百元股甚至千元股,锻造中国的“帕克希尔”。

监管层是资本市场的守夜人。今年以来,监管部门加大了对违法违规行为的处罚力度与频度,在市场上形成强大的舆论声势。特别是铁面查处了原并购重组委委员吴建敏内幕交易案,用实际行动践行了“证监会要带头讲诚信”的誓言。

不可否认,目前市场各方对新股IPO财务造假、上市后业绩变脸等问题,依然有很强烈的质疑之声。前不久在香港审结的洪良国际造假案可资借鉴——香港证监会不仅成功迫使洪良国际退市,还中小股东,还严惩了保荐机构。我们希望监管部门尽快做好制度安排,建立IPO追溯机制,对于违规的公司与机构要敢于痛下杀手,还IPO市场一片洁净的天空。

### 过头政策 将引致连锁反应

由证券时报与新浪财经联合发起的“拿什么拯救你,中国股市”大讨论,激起业内广泛关注。各路方家积极建言献策,甚至建议出台诸如恢复T+0交易、暂停新股发行等过头政策。

危时计拙。历史的经验表明,管理部门出台临时救市政策,股市历经脉冲式上涨之后,还是会重新回到起点。市场还是要靠自身力量进行自我修复。

以过头政策来救市,当一个问题看似解决了,有可能衍生出诸多新问题。假如监管部门停发新股,对创投机构而言就缺少了退出渠道,势必会影响他们投资创业企业的积极性。如此,一些企业难免会陷入经营困境,就会对实体经济、与之相关的上市公司带来连锁反应。我们不可否认的逐利性,但是作为民间资金的重要投资载体,其市场化配置效率无疑是最高。中国之所以能在2008年全球金融危机中率先复苏,国家推出的4万亿经济刺激计划固然重要,与创投机构持续活跃、帮助一大批创业企业渡过难关也是密不可分的。

度尽劫波,希望犹在。尽管A股市场已经历经三年调整,但是上市公司总体质量还是可靠的,资本市场的根基并未动摇。在市场低迷之际,监管层更应该淡定下来,扎实做好基础制度建设的工作。我们也应看到,中国新的政治周期即将开启,“调结构、促转型”依然是新一代领导集体需要勉力而为的长期工作。中国要想更加强大,离不开资本市场这个重要平台与支点。我们有理由相信,一旦宏观经济穿越当前的迷雾,资本市场必将迎来阳光普照的时候。

## 舆情时评 | First Response |

# 大病医保对保险公司的挑战

胡语文

近年来,随着新医改的持续推进,中国医保覆盖率达到了95%以上,从全球范围内来看,也属于最高水平。但从医保解决实际问题来看,目前仍与先进水平有较大差距,尤其是存在“人得大病,全家陷困境”的现象。于是,大病医疗保障新政的推出是符合客观实际需求的一项重要举措,着实现能够弥补医保体系中的一块短板。

当然,实施大病医保最大的好处是解决患者的医疗费用支出,尤其对老年人和家庭收入较低的群体而言,这无疑是一福音。但从人口年龄分布情况来看,占据中间比例的群体往往是年轻人,他们并不乐意承担过多的医疗支出,这在经济学上被称为逆向选择。因此,对保险公司而言,能否在保证“微利”的同时,扩大投保者的覆盖范围,充分发挥保险大数法则的优势,既实现承保利润的良性循环,又保证弱势群体获得充分的医疗保障,将成为本次大病医疗保障能否最终成功的关键。

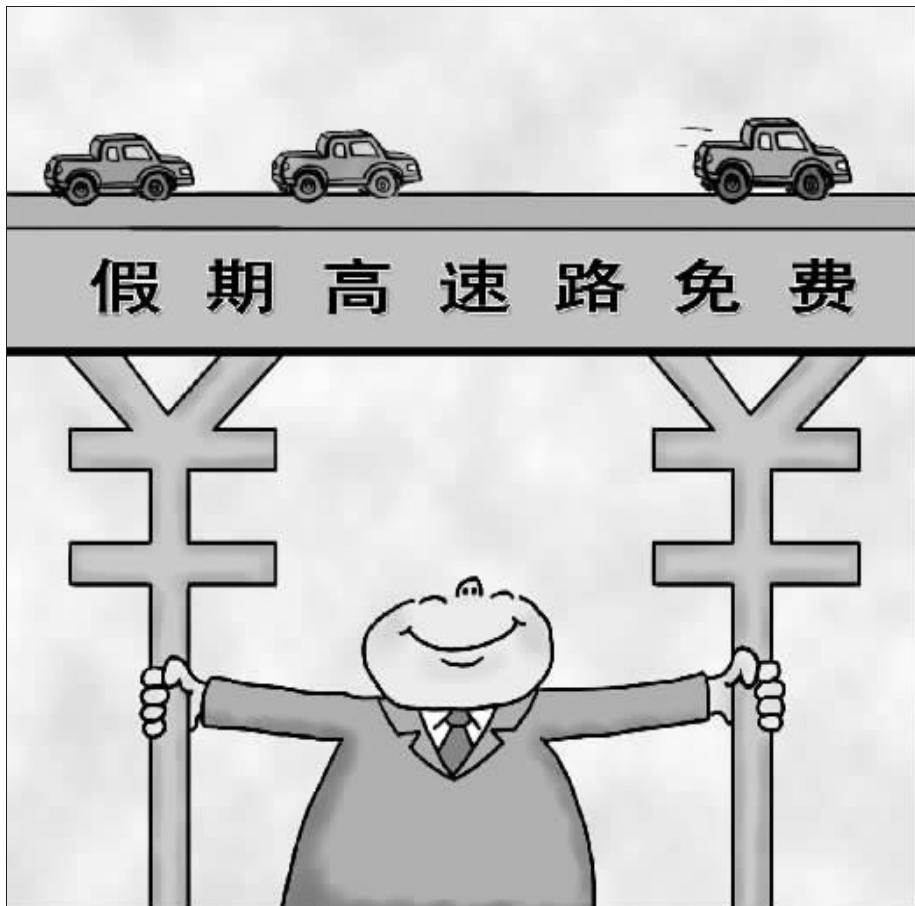
相关统计显示,自2000年以来,我国健康险保费复合增长率为24%,略高于寿险23.5%的增速。然而,我国商业健康险总体规模仍然不大,约为700亿元,保费收入在人身险保费总收入中所占比例一直维持在7%左右,而在欧美发达地区,健康保险的比例均达20%左右。数据表明,中国健康保险的空间仍然较大,但保险公司经营健康险的盈利模式仍值得进一步探究。

从保险公司各险种目前的承保利润来看,寿险利润普遍高过产险,未来大病医保能否让保险公司产生利润,是本次医改的关键。保险公司在开拓市场的初期,往往需要承担较大的费用,形成较大的盈利压力,保险公司的盈利往往并不来自于承保收入,而是来自于保费的投资收入。在目前中国保险公司投资收入普遍无法保证资金成本的时候,继续加大投入将对保险公司形成较大的资本压力。

在国内保险市场上,健康险长期处于规模较小、赔付率较高的状态。加上管理费用等经营成本,健康险基本处于微利或亏损状态。盈利能力不佳让健康险处于困境,据不完全统计,在经营健康险的100多家保险公司中,80%以上的公司赔付率超过80%,其中40%左右的公司赔付率超过100%,个别公司甚至高达200%,加上各种经营成本,这一险种基本处于亏损状态。我国目前有四家专业健康险公司,2011年和2010年普遍亏损。

因此,对受众群体而言,大病医保无疑是重大福利,但在实施过程中,保险公司能否化解经营风险,解决逆向选择和道德风险突出及不合理赔付较高的问题。另外,在市场竞争过程中,保险公司仍将要面临投保人不同选择的问题,由此产生的佣金价格战问题,亦会削弱盈利能力。由此可见,大病医保的启动对保险公司而言存在较大的经营挑战。

(作者系中国上市公司舆情中心特约观察员)



长假免收通行费,小型客车将受惠。高速公路出细则,新政落实有依归。白吃易让人抢食,免费或致车扎堆。好事也要看成效,否则行善不到位。

赵顺清/漫画 孙勇/诗

# 以正价值消化证券服务业过剩产能

熊锦秋

前些年股市红火,证券业招兵买马,但近来随着投资者纷纷逃离股市,市场持续下跌、交易量锐减,新股发行(IPO)数也急剧减少,证券业因此出现裁员潮。笔者认为,证券业同样存在“产能过剩”问题,要解决这个问题,证券服务业既需要进行整合重组、裁员增效,同时更应考虑转型升级服务内容。

据统计,2012年上半年证券行业112家券商代理买卖证券业务净收入273.33亿元,只有去年同期的三分之一。经纪业务营收及利润的双萎缩使得经纪人收入大幅下降,一些经纪人因此选择转行。另外,目前各券商累计拥有投行人员近1万名,股市低迷虽然还没有怎么波及到投行人员利益,但迟早也将受影响。今年前8个月只有140个项目实现IPO,募集资金合计925亿元,同比下降较大,如果股市进一步走弱,不排除IPO将遇到更加艰难环境,投行人员也将受到波及。

笔者认为,之前证券服务业虽然是

股市提供或创造了一定价值,但在为发行人过度包装甚至造假上市的过程中,也制造了负价值、负能量,其发展模式已经难以持续。券商等证券服务业要在新的形势下求生存、求发展,就必须寻求新的发展模式;想从市场获取服务收益、就必须为市场提供或创造更多的正价值、正能量,而这可以从以下两方面着力。

首先,券商营业部工作重点应从开发客户向提高投资者素质转型。若将懵懵懂懂的投资者引入市场,任其自生自灭,这既是对投资者的不负责任,也不利于夯实证券业发展的根基。为此营业部应加强对投资者的培训教育,提高投资者对股市运作原理的理解认知,提高其对股市风险的认识,对于一些缺乏风险承受能力、或抱着纯粹投机目的进入市场的,甚至应该劝其莫入。投机必被捉、没有几个投机者有好下场,炒股变穷只会加深社会对股市的负面认识。理性投资者比例越高,市场也越理性健康,市场良性运转则是证券服务业赖以长久生存的基础。

其次,券商应该为上市公司提供

终身督导。保荐人督导工作主要是确保上市公司履行规范运作、信守承诺和信息披露等义务,但目前法规对上市公司持续督导期规定较短,按《证券发行上市保荐业务管理办法》,首次公开发行股票并在主板上市的,持续督导的期间为证券上市当年剩余时间及其后两个完整会计年度;创业板在此基础上延长一年。英国另类投资市场(AIM)实行终身保荐人制度,据称我国新三板也将推行主办券商终身督导制度。笔者认为,中小板和创业板也应尽快实行保荐机构终身督导制度,甚至将来主板也可引入。借鉴AIM市场经验,可规定如果保荐人缺位,被保荐企业的股票立即停止交易。

目前,按照《关于在部分保荐机构试行持续督导专员制度的通知》,参与试点的保荐机构应为每家上市公司(中小板、创业板)指定一名持续督导专员,专职协助保荐代表人履行持续督导职责,每名专员最多可同时担任十家上市公司的督导专员,笔者认为督导专员负责上市公司数量太多就很难发挥作用,建议由一名甚至几名持续督导专员专门负责一家上市公司,如此才能全身心投入产生最大效果,而且这样即使IPO停

止,相当部分投行人员也可转型谋得新的生计。

在督导上市公司规范运作并取得积极效果同时,保荐机构也理由此获得相应回报;但如果督导专员不负责任,就需为此承担责任。在英国AIM市场,如果保荐人的行为和判断被认为是损害了AIM市场的完整性或声誉,那么将受到取消资格等制裁。如果A股市场建立保荐机构终身督导制度,也要注意严格落实好保荐机构责任。

当前A股市场低迷,与券商一样,公募基金行业也受影响。笔者认为,基金管理公司同样要改变运作模式,要抛弃之前过度寻求市场交易机会的低吸高抛套利模式,转而向上市公司要效益。基金公司集了广大投资者零散资金,持有上市公司家数以百计,为此需要配备一定数量专人,来汇集投资者投票意见、积极参与上市公司治理,通过完善股东对上市公司董监高的监督与约束,提升上市公司价值。总之,在当前股市特殊时期,证券服务业应从“为做大市场服务”向“为做强市场服务”转变,只有每个市场主体都为市场健康发展发挥正面作用,市场财富才会有源头活水。