

中国廉价资本时代即将结束

生产要素价格低估是中国经济增长模式、经济内外失衡和产业结构低级化的症结所在。随着中国要素红利的减少和资源价格等制度性改革的推进，生产要素价格的重估将对中国经济结构进行强制性调整。随着“人口红利”衰竭和“刘易斯拐点”的到来，中国的城镇化进程将会放缓。中国必须通过技术创新、人力资本积累、知识产权保护以及全要素生产率的提高来化解成本上升带来的压力，加快从价值链的低端逐步走向中高端。

张莱楠

2012年中国正处于一个经济发展的大拐点，中国将逐步告别依托于储蓄过剩的廉价资本时代，一直靠低价格补贴全球化红利的中国正走上一条要素价值重估的调整之路。如何应对成本优势不再的经济增长格局将是中国最大的中长期挑战。

基础要素的红利期即将过去

就本质而言，多年来，生产要素价格低估是中国现有经济增长模式以及经济内外失衡和产业结构低级化的症结所在。中国以其低劳动力成本、低土地成本、低环境成本和较好的产业配套体系克服了资本边际收益递减的规律，使得中国成为全球的价值洼地。然而，随着中国要素红利的减少以及资源价格等一系列制度性改革的

推进，不可避免的，生产要素价格的重估将是对中国经济结构的一种强制性调整。

从劳动力、环境和资本全球化等基本要素看，中国享受基础要素的红利期很快就要期满。第一，人口年龄结构变动导致的劳动力供给的变化、由政策和人口结构导致的储蓄率变化，以及由劳动力再配置格局导致的全要素生产率都会出现变化。一直以来“人口红利”都被认为是造就“中国经济增长奇迹”的重要源泉。据世行估计，“人口红利”的结构性优势对中国经济高增长的贡献度达到了30%以上。随着人口结构转变的完成，长期以来支撑中国经济高增长的“人口红利”开始衰减。

首先是总体劳动力人口的下降。最新数据显示，中国劳动人口比重10年来首次下降。2011年，中国劳动年龄人口比重为74.4%，比上年微降0.10个百分点。

其次是“刘易斯拐点”的出现，农村还能再转移出来的剩余劳动力的数量已经不是那么多了。再次，是中国老龄化程度，中国第6次人口普查人口老龄率为8.9%，但至2050年左右大概占30%，中国老龄化的程度开始加强。随着“人口红利”衰竭和“刘易斯拐点”的到来，中国的城镇化进程将会放缓。未来中国的城镇化将由加速阶段转变为减速阶段，预计今后城镇化平均每年提高的速度将保持在0.8-1个百分点左右，很难再现“九五”、“十五”规划期间每年1.35-1.45个百分点的增幅。

其实，“人口红利”从来不是永久性的增长因素。无论是发达国家还是发展中国家，随着人口结构转变的完成，这种特殊的增长因素最终要消失殆尽，从事经济活动的人口不断提高而带来的高生产率与高储蓄率导致较高的资本积累现状将不复存在，但是其他发达国家能够通过技术创新来弥补人口红利下滑带来的冲击，而中国情况却令人忧虑，从现实情况看，技术创新乏力导致劳动生产率等供给因素拉动经济潜在增长水平下移。

资源红利“衰减后面临环境瓶颈

第二，“资源红利”衰减后经济增长面临的资源环境瓶颈。中国特有的“过度工业化、过度出口依赖、过度投资驱动、过度粗放增长”的模式，已经严重威胁到中国的可持续发展的上限，它的上限就是资源供给约束、环境质量约束、生态容量约束、气候变化约束。多年来，廉价的自然资源价格为中国制造业的发展提供了有益的条件，但也由此造就了经济增长中的高能耗、高污染现象。由于资源本身具有难以再生的特性，因此以不断耗竭资源为代价的经济发展模式必将不可持续。许多资源具有生产的投入要素和消费品的双重

属性，环境质量的下降、能源供给和水资源供给的不稳定性、生态环境的恶化将使中国面临长期增长约束。

全球廉价资本时代也将结束

第三，全球廉价资本时代行将结束。从中长期来看，全球资本流动格局正在发生重大改变。金融危机和主权债务危机严重打击了发达国家的支出能力，导致由发达经济体主导的全球总需求出现明显下降，出现了需求不足和供给过剩的结构性冲突。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打破：一方面，受消费需求收缩，信贷规模萎缩、债务重组以及“再工业化”的推动，发达经济体贸易赤字有望减少；与此同时，外部需求疲软，贸易汇率风险、贸易保护主义抬头也降低了新兴经济体的贸易盈余的水平，全球贸易收支开始趋于平衡；另一方面，全球投资回报率、储蓄-投资组合、风险偏好水平等因素的趋势性改变，也将影响全球资金流向，并抑制大规模资本流入中国。

事实上，从要素数量带来的红利转向要素效率带来的红利，是一国发展动力机制的变化，是一国发展方式的进一步升级。当中国低成本优势和廉价资本红利不再的时候，中国必须通过技术创新、人力资本积累、知识产权保护，以及全要素生产率的提高来化解成本上升带来的压力，优化资源要素配置，加快从价值链的低端逐步走向中高端。无论如何，告别经济低效增长的模式将是中国面临的持久性挑战。

（作者系国家信息中心预测部副研究员）

政府银行居民 谁为谁打工

罗克关

在被记者问及政府债务问题的时候，长沙市长张剑飞的回答无疑十分坦白。张剑飞说，中国银行的资产比全世界最高，因此中国的银行全世界效益最好，老百姓在其中存款并没有得益，而银行实际上是得益的，这是以加重地方财政负担为代价的。全国人民都在给银行打工。

“打工论”一出，舆论一片哗然。中国上市公司舆情中心注意到，除了专业人士不忘在微博中调侃张市长“资产比”术语表述失常外，更多的评论则正好将张市长的逻辑来了个颠倒——并不是全国人民为银行打工，银行其实很大程度上也是在给政府打工！

为什么这么说？因为银行本质上是经济运行中将储蓄转化为投资的中介。而在我们能够看到的数据中，当全国人民的储蓄存款经由银行转化为贷款之时，谁分配到的信贷资源最多？毫无疑问，地方政府在过去数年中获取的比例最高。从这个意义上讲，中国的银行系统是在举社会资源以支持地方政府及其公用事业的融资需求。更进一步，则是全国人民的储蓄资金都经由银行向地方政府相关的项目流动。

如果是正常的借贷关系，一个愿存，一个愿借，到期还本付息两不相欠，原本也没有什么疑义。但是看一看银监会与国家审计署此前盘点的地方政府融资平台存量规模，逾10万亿美元的信贷资源中曾经有超过1/3需要事后整改并且补充抵质押物。言下之意，如果监管部门后续不强力

介入要求落实抵质押手续，这些资金投入到了地方政府融资项目上后，从技术上来说是可以收不回来的。

但是平心而论，张市长对于银行的牢骚也可以理解。中国的商业银行在经过商业化改制之后，对于商业原则的尊重也的确会让资金需求者感到压力。不过，这种压力并不涉及谁为谁打工的逻辑。相反，作为有效率的资金中介，银行对于商业原则的重视和恪守恰能够促使储蓄资金有效率地进行分配。近年来国内商业银行对于小微企业信贷迸发的浓厚兴趣，也正说明社会的储蓄资金用得其所。资金需求人为资金使用付出成本，赢得市场；银行因为解决资金供需不对称的缺口，而获得利差收入；存款人则因为让渡资金使用权而拿到存款利息或者理财产品到期收益率。在商业原则的大框架下，资源各安其分、各得其所，这正是商业银行改革启动以来所追求的终极目标。

这种平衡，与商业银行改革启动以前财政金融不分家，各种无效率的投资占有大量低成本资金的状况相比较，可以说已经是天壤之别。也正是因为有了这个前提条件，中国央行今年初才敢于启动直接挤压银行利润的利率市场化改革举措。存贷利差管制慢慢放松后，金融体系内资金价格会进一步向市场应有的平衡过渡。从全球其他国家的经验来看，存款人会拿到更高的利息，而贷款人要支付更高的成本。

如果真到这一天，那又将是谁为谁打工呢？

（作者系中国上市公司舆情中心观察员）

优先股制度应尽快建立

李允峰

9月发布的《金融业发展和改革“十二五”规划》对证券市场的发展作出了安排，其中的亮点是首次提及“探索建立优先股制度”。

金融改革“十二五”规划把建立优先股制度作为重要的内容，这令人眼前一亮，更让投资者期待。毕竟，股市已经低迷很久，一方面是大量中小企业急需融资，另一方面股市却持续低迷，投资者亏损累累，这显然既不利于融资，也不利于投资。目前的股市功能，已经沦为大小限售股的提款机，漫天盖地的限售股一次次冲击着市场有限的存量资金。A股市场，上市公司更在意的是先上市再说，上市之后能够给公司带来更大利益的限售股的减持和再融资。

优先股制度最大的好处就是化解了限售股的上市流通问题，一旦限售股成为优

先股，那么证券市场成为少数人的“造富机器”和多数投资者的“财富绞肉机”这个困扰人们的难题有望得到彻底解决。

所谓优先股，就是指在股利分配和剩余财产分配请求上有比普通股优先的权利，在享有这些优先权利的同时，优先股同时要放弃一些其他的权利，其中最重要的是对公司治理不享有表决权。一般在公司发行优先股时，会在每股优先股上约定固定的股利，每年不论公司经营业绩如何，公司都需要按照此约定的股利向持有优先股的股东派发红利。如果能够建立优先股制度，将大股东持有的限售股全部或者部分转换为优先股，同时把战略投资者的持股转为优先股，显然有利于减轻限售股套现带给市场的冲击和源源不断的伤害。

目前，国内股市尽管进行了股权分置改革，但国内新股发行体制中，限售股比例过高问题一直存在，大股东一股独大问题并没有解决。在新上市的公司中，25%

的股份为流通股，甚至有的公司这个比例只有10%。管理层一直鼓励上市公司分红，但这种股权结构下分红不能起到提升股市吸引力的作用。我们假设上市公司分红1个亿，由于限售股大股东比例过高，75%甚至90%的分红进入了大股东和限售股股东的腰包，这种分红其实是给上市公司“输血”，有助大股东迅速收回成本，而且博得慷慨分红的美誉，再得再融资的绿色通道，难言会提升投资者的信心。

如果建立优先股制度，战略投资者或者长期投资者可以购买优先股，享受公司的分红。在海外市场就是如此，股神巴菲特所持有的股份有很大比例就是优先股。优先股有利于投资者分享上市公司的红利，而且彻底解决了上市流通的冲击问题。不仅如此，许多上市公司急于再融资，也可以通过发行优先股的方式来解决，同样能够为上市公司解决融资难题。

至于上市公司发行的优先股，投资者

担心没有表决权和投票权，会不会造成上市公司大股东对投资者伤害，这个问题不用担忧，海外成熟市场早已经有对策。如果上市公司一定期限内不分红，优先股的投票权和决策权是可以复活的，复活之后投资者可以发起分红议案，召开股东大会，对分红方案进行表决。对优先股的复活期限不少国家规定是1年到3年，国内为了促进上市公司分红，可以采取1年复活的做法。

优先股制度是一项多赢的制度，既能让市场健康牛走，也能促进上市公司融资，还能让A股市场变成投资者的福地。管理层应该尽早修改《公司法》，对优先股的权利内容规则，创设、变更及消灭优先股的程序规则，以及维护优先股的权益内容进行补充，消除推出优先股的法律障碍。应该尽早着手调研、修改《公司法》，将优先股制度正式引入中国。

（作者单位：山东城市建设职业学院）

城投债：绽放的带刺玫瑰

陈伟

今年以来，城投债发行进入快车道，年初至今，城投债发行共401只，规模达到4713.7亿元，已经超过去年全年4257.4亿元的水平。据管理部门透露，为配合各类基建项目的推进，城投债发行的门槛还会逐渐放开，银行交易商协会近期进一步放开了可发债城投公司的类型，发改委也表示将允许非百强县发行城投债，并考虑推出基础设施建设项目的私募债等，这都意味着未来还将有更多资质相对以前较低的城投公司发债融资。这在给投资人带来更多高收益类别城投债的同时，也会进一步增大投资人的选择难度，如何鉴别城投债的投资风险也就成为投资人的必修课。我们试图通过对决定城投债的一些风险特征因素进行剖析，为投资人厘清城投债风险识别的线索。

第四，城投公司所处的行业决定了它获得现金流的质量，从而决定了偿债能力。因此也需要特别关注。如截至2012年9月，共有约580只城投债发行，排名靠前的行业分布为：建筑工程类占比为35.7%，综合类占比为34%，交通基础设施占比为13%，公用事业占比为8.4%，房地产业占比5.3%。我们认为，综合类城投由于市场化高，也易于多渠道获得地方资源，偿还风险不大；公用事业类城投由于现金流一般比较稳定，也比较容易获得市场青睐；交通运输类城投由于建设资金压力和负债率水平高企，偿债压力大，如审计署指出2010年全国高速公路债务的借新还旧率为54.64%，且它的偿债能力还可能受多种负面因素影响，如高速公路收费改革等，因此投资此类城投债需要更谨慎，尤其是那些新建交通运输设施短期难以见效益的经济落后地区的交运类城投公司；房地产与建筑工程类城投，它们的偿债能力大多取决于当地土地收入的情况，今年以来房地产市场已经逐渐复苏，短期它们的债务风险也就不大。

第一，东部地区城投债虽然余额较高，当地城投债余额占财政收入比例也高。但由于这些地区普遍具有重要的政治和经济中心地位，负债与当地经济发展同步性较强，且这些地区的国有资产持有总量处于全国前列，因此它们的债券违约风险是很小的。但对于中西部地区而言，特别是对于那些经济内生增长动力还不强的地区而言，城投债的过度扩张所带来的偿还风险就比较大，如青海省高达1.05，是所有省市最高的；安徽省为0.5，位居第二。此外，若从审计署调查的18个省市的债务检查情况来看，也可以得到部分中西部地区偿债压力较大的结论，如地方债务余额占地方政府收入比例排名靠前的地区有：吉林为3.57，湖北为3.07，广西为2.91。

第二，当地方政府一般预算收入难以覆盖城投公司的本息后，地方政府就必须通过土地收入来偿还债务。而那些拥有较多土地的城投公司的债务偿还也就能得到保证，在城投公司的财报中，由于土地常以存货或无形资产计量，因此可以认为（存货+无形资产）/净资产较大的城投公司对土地的依赖程度高，如若把所有城投公司的该指标按区域平均，则可以发现以下三个地区的城投公司该比例较高，分别是湖南（0.42%）、江西（0.41%）、辽宁（0.39%），但值得注意的是，土地占资产比例过高的风险是，一旦房地产不景气导致土地市场较长时间低迷情况出现，这些城投公司的偿债能力也将会受到考验。

第三，城投公司具体的偿债保障条件也是必须要考虑的风险因素。如城投公司现金流覆盖能力比较弱的话，它未来的偿债也是令人担忧的，现金流覆盖指标的衡量可用（货币资金+经营活动产生的现金流量净额）/（短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债）*（1+0.06）这个比率作为指标，若该指标大于70%，则可以认为基本覆盖。我们统计2011年580家有相关财务数据的城投公司，有118家公司指标现金流覆盖不达标，而其中现金流覆盖能力很差（30%以下）的公司有48家，它们既有分布在东部经济发展较快的地区，如江苏省有10家，也有诸多分布于中西部地区。对于前者，由于东部地区经济实力较强，无须过多担心

级别较高是指行政级别，行政级别较高的城投公司容易获得政府的支持，尤其对于自身偿债能力较差，位于经济比较落后的中西部地区来说，要优先选择省会及重要地级市发行的城投债。对当地经济发展重要程度则可以从更多维度衡量，如若当地只有一家发行债券的城投公司，则地方政府为了今后持续融资的需要，一定会千方百计保债务兑付；若城投公司从事的业务对于当地来说十分重要，涉及国计民生，则地方政府也会努力偿债，具体来说，从事供水、热、电、燃气等公用事业的城投公司优先级最高，从事轨道交通、公交等交通基础设施的城投公司其次，而道路、桥梁、棚户区改造、铁路等其他基础设施的城投公司则靠后。

具有地方战略意义的城投公司则包括：自身持有当地重要的核心资产，如国有股权，地方金融机构股权；承担着当地优势产业整合重任等；位于有关社会稳定的少数民族地区、西部军事战略地位重要的城市等。它们的债务偿付也都有望优先获得政府的保障。

我们认为，实际判断城投债的风险仍会相当复杂，原因在于城投债的多个投资逻辑在实际运用中存在互相冲突，如中西部的基建类城投公司的债务偿还风险表面上较高，但考虑到该公司在区域类的战略地位，它的偿还风险又很低，这就需要投资者采取更为综合的分析方法，更深入细致了解债务偿还保障措施，才能做出更为谨慎的判断。

（作者单位：民族证券）

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；发电子邮箱至pp118@126.com。