

# 欧元的“便宜”不好占

陈东海

塞浦路斯眼下的形势,让其取代希腊成为欧元区链条的最薄弱环节。上周,塞国与欧盟、欧洲央行、国际货币基金“三驾马车”达成救援协议,“三驾马车”答应提供100亿欧元援助,但剩下的58亿资金缺口必须由塞国通过征收存款税的办法自己筹集。但是,塞国议会后来否定了征收存款税的计划,而俄罗斯也拒绝伸出援手,塞国只得再回到欧盟进行磋商。

最新传出的方案是:塞浦路斯将拆分第二大银行,将10万欧元以下的储蓄账户(主要是塞国本国人的账户)转移到新成立的“好银行”,并将“好银行”并入第一大银行;对于超过10万欧元(主要是俄罗斯等国人的)账户,转移至新成立的“坏银

行”并大幅度减记,减记幅度可能达40%,最高70%。而对转到“好银行”的10万欧元以下账户不征税。

目前这一拯救方案还没有最后通过,一旦塞国最终求援无果,其银行体系就会崩溃,并会让债务/GDP比率从87%立马上升到140%。如果发展到这一步,很可能不等“三驾马车”救助到达,塞浦路斯就面临国家破产局面,从而不得不退出欧元区。因此,塞国可能是最接近退出欧元区的国家。虽然塞国经济总量不到欧元区的0.5%,但却是欧元区目前最薄弱的环节,一旦处理不慎产生连锁反应,将严重冲击欧元区的稳定和生存。

塞国今日的窘境直接来自于其银行对于希腊的大量风险敞口。塞国与希腊基本上是同族,联系非常紧密。截止到

2011年6月,塞国银行对希腊的风险敞口达280亿欧元,其中47亿为希腊国债,其他是对希腊的私人贷款。希腊后来的减记、债券回购等,都让塞国银行遭遇重大损失,致使其不良贷款率迅速上升至27%,总计有230亿欧元不良贷款。

但塞国陷入困境的根本原因在于加入欧元区后,丧失了货币政策的主权,以至于在银行出现支付困难以后,塞国的中央银行起不了最后贷款人的角色,无法立即对银行进行救援。如果塞国的中央银行仍然具有发行货币的权力,在这时候通过膨胀信用,是可以起到挽狂澜于既倒作用的。

塞浦路斯是在2008年1月1日加入欧元区的。这些边缘小国加入欧元区与德国、法国加入欧元区动机不一样,法德等大国加入欧元区,可以主导欧元区的方向和大局,边缘小国当时争相加入欧元区,除了想得到欧盟大家庭的保护以外,更多的是出于经济上的小算盘的考虑。他们期望加入欧元区后货币政策和汇率更稳定,在欧元的“大树”下乘凉,信用评级上升、融资成本下降,故而有利于其融资发债福利社会。

这种想贪欧元“小便宜”的做法最终付出了惨重的代价。蔓延到欧洲大部分国家的债务危机和潜在危机,表明过度福利不可持续。其次是,边缘国家加入欧元区后,相对于加入欧元区之前的本国货币,欧元汇率过于坚挺,打击了本国的制造业和旅游业,使得即使接受三驾马车救援,其国内经济也缺乏内生力量,丧失造血能力。所以,只要留在欧元区里,其债务危机很难彻底根除。

不光是塞浦路斯吃了加入欧元区的亏,希腊、西班牙和意大利都是,甚至连法国加入欧元区从长远来看都是弊大于利

的。除了德国以外,几乎所有加入欧元区的国家,在加入后其实体经济和贸易状况都发生了明显的恶化,这些都是竞争力弱的国家加入欧元区弊大于利的证据。欧元汇率,相当于之前各成员国货币汇率按照经济实力的加权平均,德国的汇率相当于低估,所以德国出口和经济在欧元区里一枝独秀;其他国家汇率被高估,经济丧失竞争力,高贸易赤字和高财政赤字招致大危机。例如,希腊在加入欧元区后,一段时期内享受了5%左右的低融资成本,但是在2011年其2年期国债收益率最高超过了100%,国债完全地成为了垃圾,彻底丧失了国内和国际的融资能力。几年前享受的低成本融资好处,不及后来付出代价的十分之一。而且由于增税、减支、裁员等紧缩措施,希腊经济遭受了连年的大幅萎缩,失业率超过了20%,年轻人的失业率超过50%。

总体看,这次欧债危机不但让欧元区成立以来各成员国得到的一些好处完全被抵消,而且各成员国还付出了更大的代价。即使是德国,由于要不断为其他国家出钱输血,已经烦不胜烦,早晚也要超出自己的承受能力。所以,德国也有不少人主张离开欧元区,免得被欧元区拖累和制约。欧元区的债务危机,终于以负面的教训,让“最优货币区”理论破产,让那些打着降低融资成本的主意的成员国看到了失去货币主权的惨痛代价。

(作者单位:东航国际金融公司)

# 地方楼市调控政策应由上级政府制定

冯海宁

广东省人民政府官方网站25日挂出了《广东省人民政府办公厅转发国务院办公厅关于继续做好房地产市场调控工作的通知》(以下简称“粤五条”)。有媒体在报道时析说,这个版本的地方细则与“国五条”对二手房出售计征20%所得税的规定相比,存在不少“漏洞”,同时在其他问题上的限定也相对模糊。

舆论期待的地方版“国五条”,公众终于看到了广东版本。但从舆论反应来看,悲观者多,乐观者少。只有少数几个观察人士认为广东版新五条措词严厉,有不少亮点。更多观察人士则指出,“粤五条”缺乏新意,实质内容不多,关键问题表述模糊;不仅不会对市场造成冲击,而且会让房价下行希望落空。从网上的反应看,网友们的吐槽又“粗”又“戏”。

客观地说,“粤五条”还是有一些亮点的。比方说,明确要求该省住房城乡建设厅、监察厅要加强各地稳定房价以及保障性安居工程政策落实情况的监督检查。监察部门的介入意味着,不严格执行调控政策将被问责。再比如,“粤五条”中规定“广东佛山要严格执行限购,原政策与‘国五条’要求不符的应立即作出调整”,意味着限购范围将比此前扩大。

除了释放一些积极信号,“粤五条”同时也释放出一些不好的信号。比如,应该明确规定的没有明确规定,房贷如何量化,个税如何征收,房产税何时试点等关键性内容,在“粤五条”中都没有出现。可能在一些人看来,“粤五条”没有明确的内容,会在各地级市及以上城市的地方细则中进行明确,但笔者认为,“粤五条”不该如此模糊,这给市场

传递的信号是,省级政府调控房价的决心不大,而且不排除也会影响到广东各城市的调控决心。

显然,国家层面出台的楼市政策,称之为“宏观调控”是比较准确的,而包括省级政府在内的地方政府出台的楼市政策,准确地说是“微观调控”,越精细越好。如果国家政策“宏观”,地方政策也“宏观”,楼市调控必然是空对空,漏洞百出,难以达到理想效果。

警示什么呢?一是每一级政府出台的调控政策或细则,都应该把该明确的内容必须明确,不能推给下一级政府。这是因为,省推给市,市推给县,一级一级向下推的实质就是推卸责任。二是省级政府出台的政策不明确,只能由各个具体城市自己来明确,那么,其结果就是各个城市自己调控自己——“自己割自己肉”自然不忍心下手;三是一级一级向下推,有可能导致政策力度不断减弱。

笔者有一个建议是,每个地方的楼市调控政策都由上级政府部门来制定,例如,由国家部门制定各省市区的房价控制目标,省级政府部门制定各个地级市的调控任务,以此类推。这样操作的好处显而易见,不仅避免了各地“自己调控自己”,有利于实现调控目标;而且,上级政府制定的调控任务更为公正客观,这是因为,上级政府视野更为宽阔,制定调控政策时也没有直接利益冲突。

从可行性上来说,上级政府部门为下级政府制定调控目标与任务,也有可操作性。因为各地的居民收入水平、房价水平、土地出让情况等,这些信息基本上都是公开的,或者说,上级决策部门应该完全掌握。那么,上级决策部门根据已经掌握的数据为下级政府制定操作细则,是完全切实可行的。

## 三公消费年耗数亿元



唐志顺/漫画 孙勇/诗

三公消费数额大,民生开支受挤压。权力寻租谋私利,口号反腐成笑话。江堤蚁穴抢先堵,官场纪律从严抓。简朴政府是愿景,政治改革快出发。

# 让国际化成为银行持续发展的抓手

章玉贵

五大商业银行(工、农、中、建、交)2012年的盈利指标,确实比较好看。五大行的净利润合计超过7500亿元,较上年增长近12%,平均不良贷款率仅为0.99%,拨备覆盖率接近300%。尽管有资产质量风险的警示,但市场对上市银行今年的利润增长持乐观态度。

中国银行体系正处于历史上最好时期,盈利势头让欧美同行艳羡,但银行业盈利的“铁饭碗”还是固定存贷差。各方预计今年新增贷款超过8.5万亿元,新型城镇化建设带来的投资扩张。信贷扩张和固定利差似乎为利润增长打了保票,但银行来自净利息收入的比例在60%以上,很难想象,一旦利率市场化时代来临,银行靠什么获取巨额利润?而一旦经济战略转型,信贷高投放不再,加之地方债风险、房地产信贷风险大面积爆发,中国银行业无疑面临更大的资产质量风险。

在这种环境下,必须切实推动公司治理改革,积极提高国际化,只有这样才能获得持续发展。

目前国有商业银行尚未真正建立有效的公司治理结构和内控制度。尽管银行上

市并将少数股份出售给国外机构稀释了政府的所有权,但得益于监管体系的不断完善,决策层对银行反而拥有更大的控制权,银行高层最终任免权仍掌握在政府而非银行董事会手中。由于有了更大的控制权,使得决策层在经济不景气时候确实拥有较大的回旋余地,从而在经济下滑时可以为扩大内需提供强有力的信贷支持,这是西方市场经济体制所做不到的。但从市场竞争角度看,中国银行业需要加强制度建设,以建立起一种真正的信贷文化,即贷款决策应建立在借款人的信用可靠性以及贷款风险的分析评估上,不能仅靠银行与贷款人的关系或政府的政策。

志在打造世界级银行的中国银行业者,应当切实把目前难得的时间窗口,完善公司治理机制,加强制度文化建设,提高风险管理水平,提升国际化经营能力。力争将自己打造成具备合理的股权结构、有效的激励约束机制的真正适应市场化的世界级金融企业。

相较于美国银行、花旗集团、苏格兰皇家、摩根大通、巴克莱以及德意志银行等全球化商业银行,中国同行迄今在国际方面取得的成绩乏善可陈。

即便中资银行业国际化程度最高,同时也是全球系统重要性银行之一的中国银行,尽管已在中国内地、港澳台以及全球32个国家为客户提供公司金融业务、个人金融业务和金融市场业务等服务,但按照通常意义上的国际基准,这家中资银行仍是一家典型意义上的本土银行。花旗、汇丰等全球性金融集团的国际化收益一般占集团总收入的50%左右,而中国银行去年的这一数字尚未超过27%。

另一个参考指标则是美英等顶尖商业银行的国际化网络与利润在国际各地区的分布相对均衡,例如,汇丰银行的国际网络遍及全球80余个国家和地区,拥有6500个分支机构,且属地化程度极高,其所开设的金融机构均是当地有影响力的主流银行,并藉由极为通畅的信息化服务形成真正的全球经营网络。至于利息净收益的区域分布,近年来汇丰的格局,基本上是北美为40%左右,亚太(含香港)为25%左右,欧洲20%左右,拉美15%左右,与全球总体经济布局基本保持一致。相比之下,中国银行的近千家海外机构,绝大多数集中于港澳和亚洲国家,设在美欧的分支机构较少,且多为代理机构,层级相对较低。海外机构的服务对象以中资企业和华人华侨为主,基

本没有进入所在国的零售业务。即便在对中国企业海外发展提供的匹配性服务上,也与企业的要求相去甚远。

目前,中国银行业推进国际化有两个比较好的条件:一是正在加速推进的人民币国际化;二是中资企业国际化。前者不仅会大大促进中国对外直接投资上升,成为中资银行国际化的最重驱动力,还会促进人民币离岸和在岸两个金融市场的发展,同样有助于中资银行的国际化进程;后者更可为中资银行开展国际化经营提供广阔的空间。只是到目前为止,中资银行在国际网络建设、IT系统建设、产品与企业创新以及风险管控方面较为落后。此外,属地化管理水平也要相应提升。美英等国的大银行在这方面已经建立了一套相当成熟的管理体系,来避免国际化过程中出现的“水土不服”问题。这种看起来似乎十分简单的“本土化”战略真正实施起来却殊为不易,它不仅需要企业建立一套制度化的管理系统,还需要一大批具有跨国家和跨文化管理能力的全球化经理人来实施。而这种国际化的人力资源恰恰是中资银行目前最欠缺的。

(作者系上海外国语大学国际金融贸易学院院长)

## ■舆情时评 | First Response |

# 第一夫人美丽 国货扬眉吐气

刘璐

网上有一则微博如此感慨:“我从来不知道有过‘例外’这个牌子,现在连我都知道了”。这都是拜第一夫人所赐,她惊艳地站在机舱门外,激起第一夫人风潮,漫卷神州。这是个完美的意外。

第一夫人 style 由国货襄理打造,仔细一想,可谓情理之中。当然,究竟出自“例外”、“无用”、还是其它品牌仍有待考证,不过选择国货,显然既不例外,也不无用,而是行胜于言的力挺。对此,国人显然也是心领神会、兴高采烈。

这一选择却也是意料之外。当那端庄大气有气场的服装和手提包刚一露脸,关于它们的猜测便与国外品牌沾边,猜这猜那的都有。当中国设计的答案揭晓时,不知有多少人如笔者般,既欣赏设计出品者的才能,又激动于其国货的身份。

对服装国货的信心和热情,伴随着第一夫人魅力一同蔓延。资本市场闻风而动,大杨创世、朗姿股份等服装股反应热烈。资金追捧服装股,不亚于有重磅行业性利

好政策出台。此举对服装国货形象推广不亚于国际著名品牌的营销活动。

国货还是洋货?伴着哀怨交织的错综心理,哀其不幸,怒其不争。在本月“两会”期间,全国政协经济界委员讨论国货问题时,曾有委员感慨,在场记者们手中的“长枪短炮”,竟没有一个国产品牌。确实,不用说相机,就连手机,也大多是苹果或是三星。不过这位委员还是找到了些欣慰,因为记者们的装备里有不少联想笔记本。

这一套套光彩照人的国货服装,即叫好又叫座,“哀怨交织”之感荡然无存。有内涵、有品相、有品牌,我们要的正是这样的国货。我们所希望的对国货的支持,也已经得到了意外而完美的展示。

旁生的思绪不少。第一夫人服装背后的设计师,一举成名天下知,这是金榜题名式的中国梦吗?真相未明,两品牌争锋隐现,这是国货品牌面临的成长考验吗?这一场中国梦已然隆重起航,身后是深沉的历史,前方是未知的旅途,身处其中的个人、品牌、企业、行业,何以扬帆?

(作者系中国上市公司舆情中心观察员)

# “曲线上市”易藏猫腻

熊锦秋

目前,新股发行(IPO)处于暂停状态,企业难以通过IPO通道进入A股市场,一些企业开始出售给上市公司,从而实现曲线上市。仅今年以来,就有6家A股上市公司收购未上市公司,而这6家中有5家企业的股东中有私募股权机构(PE)的身影。

曲线上市总体来说对企业及股东有利。相比IPO直接上市企业,企业卖给上市公司的估值水平可能会低一点,但也低不到哪里去,有时甚至还挺高。比如某IT上市公司X高溢价收购一家主打平板电脑产品的Y公司,截至2012年12月31日,Y公司资产账面净额为2.42亿元,预估值为13.68亿元,2012年净利润5145万元,收购市盈率高达27倍。显然公司股东获利匪浅。

有分析认为,PE机构将自己投资的公司卖给上市公司,一般回报率可达百分之几十,有些能达到百分之

几百,虽然不及直接上市,但也较为可观。企业如果真有投资价值,PE机构等股东肯定是舍不得卖的,也不会不得人愿下曲线上市,完全可以将来堂堂正正走IPO通道上市。在目前市场上,真正立足于上市公司做大做强企业并购还未成普遍现象,现实中的并购多带有“无利不起早”的色彩。推动并购多是一些市场主体为了短期利益,因此,未上市企业卖给上市公司定价物超所值的现象较为普遍。例如,国有控股以及那些股权高度分散内部人掌控实权的上市公司,他们有推动上市公司收购未上市企业的动力,这些未上市企业往往有上市公司关联人入股,或者上市公司关联人在收购之前突击入股。前述所收购的Y公司,股东就包括大量X公司的关联人,其中有的关联人还是突击

入股。

目前上市公司并购,还容易引发股价炒作。比如当前票土概念很热,涉稀土概念股往往大涨,上市公司针对稀土行业的并购往往引来一阵爆炒。比如上市公司中科英华与成都广地签署关于德昌厚地稀土股权收购框架协议,准备收购成都广地持有的德昌厚地稀土,受此影响,中科英华股价一飞冲天,从低位基本翻了一番。事实上,此前德昌厚地稀土已被炒作一轮,2011年3月15日,西藏发展宣布斥资2亿元与西昌志能等共同设立德昌厚地稀土,西藏发展持有德昌厚地稀土26.67%股权,股价出现暴涨,后又回到原位。

上市公司收购未上市资产,虽然会承诺收益,但一般只承诺3年,假设以10倍市盈率估值水平出售,每年增加1块钱利润,承诺3年、合计补偿3元,却可以多卖出10块钱。这样的承诺看上去很慷慨,但真正赚大头的还是被卖企业的所有人。一般来说,三年之后进入上市公司的那块资产业绩如何,就没有人管了。

目前IPO通道被卡住,但是并购重组却可以成为一些企业实现曲线上市渠道。企业通过IPO上市,发审委的审核更为严格,而通过上市公司并购,一些重大资产重组需要经过证监会并购重组委审核,但这种审核显然比不发审委的审核力度。而且有些并购重组规模不够大,或许还不需要经过并购重组委审核,因此这里面受到监管部门的监管和制约远不到位。另外,虽然上市公司进行重大资产重组,应当提交股东大会批准,但对于国有控股以及股权高度分散的上市公司,内部人控制使得这类议案可以在股东大会上轻易通过,因此,这一层约束制度也常常形同虚设。现实中,一些上市公司并购完全走向了利益输送、制造炒作题材的套路,甚至一个概念实体可以让各个上市公司轮流运作炒上N回,有关部门理应对此予以高度重视,采取切实措施加以扭转。