全球金融与实体背离阻碍经济复苏

陈东海

这一轮全球经济复苏大约已经持续了5年左右的时间，但不同领域不同群体对这轮复苏有着截然不同的感觉。即使是衡量经济复苏的主要经济指标之间，也出现了背离现象，这种背离主要还是经济结构失衡造成的，这种失衡导致了利益分配失衡，并进而可能导致经济复苏中断。

经济复苏的背离现象主要发生在金融市场和实体经济之间。美国经济从2010年出现复苏，2010-2013年国内生产总值(GDP)增速分别是2.5%、1.8%、2.8%、1.9%。虽然这个复苏速度在发达经济体中几乎最快的，但远远比不上新兴经济体的GDP增长速度。然而，美国股市的表现在全球范围看是非常亮眼的，美国股市早于经济复苏而走好，2009年3月道琼斯指数即开始见底反弹，2013年3月成功超越了2007年10月创造的历史最高点，在其后至今的14个月中有9个月刷新了历史新高，2009年至今已经上涨了158%。在复苏后的约5年时间里，美国经济经历了几次探底的风险，最近一个季度GDP仅为0.1%，差不多属于停滞状态，但美国股市却一直艳阳高照，实体经济与股市间存在明显背离。

其它发达经济体也大多存在这种现象。欧元区第一经济体德国近四年来GDP增长分别为4.19%、1.57%、0%、1.28%，复苏状况并非优秀，但一直是欧元区里最好的。德国的DAX股票指数2013年5月创历史新高后，又多次刷新纪录，DAX指数2009年至今已上涨了172.9%。法国、英国也都出现了经济复苏不甚理想、一波三折，但股市表现强劲的情况。

新兴经济体中，中国数据也很有看点。2007-2013年，中国年度GDP一直高速增长，但上证指数却不断走低，6年中有4年是下跌的，从2007年股市创出最高点以后，迄今为止上证指数下跌了66.5%，比“腰斩”还要严重。中国股市根本就没有发挥经济晴雨表的作用，它与GDP数据完全是背离的，只是与发达经济体背离的方向相反。

其实世界各国金融部门与实体经济背离的现象是有原因的。发达经济体在前些年开始搞零利率和量化宽松(QE)政策，意图既防止金融系统崩溃，又压低信贷利率从而促使实体经济部门的投资进而提升经济。但是多年来的事实表明，第一个目的达到了，但是第二个目的没有达到，而前者为表，后者才是根本。只达到了第一个目的而达不到第二个目的，其负面作用是财富更向华尔街等巨擘们手里集中。由于多数人收入增长缓慢，消费无法启动，经济复苏因此乏力。甚至在搞QE后，企业利用手中置换出来的现金收购自身的股票以抬升股价，利于互换股票等并购行为，但对实体经济的推动则十分有限。新兴经济体的问题表现不同，但也与财富分配不均有关，它们的GDP数据虽然高速增长，但是普通人收入不高，导致了内需不振，同时面临海量企业上市圈钱的困扰，因此股市出现明显的与GDP数据背离的现象。

从上述可以看出，全球普遍出现的金融部门与实体经济部门之间的背离现象，实际上是全球经济结构和财富分配出现了问题。发达国家的问题是，刺激政策基本上立足于金融和宏观，而在微观实体经济的具体对待上不能有效惠及，因此刺激政策往往只惠及了金融部门。而新兴经济体的一次分配问题比较突出，广大消费者在收入分配结构中处于不利的地位，因此一方面税收和GDP不断大跃进，但是内需不畅、经济极度依赖投资。这种结构问题如果不能引起重视和解决，全球经济的复苏之路将会继续坎坷，始终无法摆脱刺激药一停经济就将下滑的威胁。

因此，对于发达经济体来说，出台刺激实体经济部门投资的政策是极端重要的，例如，增强工业部门和劳动市场的竞争力，适当扩大基础设施建设等。而对于新兴经济体来说，首要的是改善一次分配的结构，让普通劳动者在收入分配中占据更大的份额并逐渐占据主要份额，这样就要以减税作为突破口，通过减税增强人们的收入和消费能力，进而达到改善经济结构的目的。如果全球治理上能够在这方面取得进展，那么作为一个经济体表象的金融部门与实体经济部门背离的现象也就不会存在。

（作者单位：东航国际金融公司）

焦点评论

央行喊话为何效果不佳

谭浩俊

5月14日，央行副行长刘士余主持召开了有15家商业银行代表参加的住房金融服务专题座谈会。会议的主题是研究落实差别化住房信贷政策、改进住房金融服务，目的就是加大对首套房的信贷支持力度。但时至今日，各商业银行对央行的喊话总体反应并不积极。

业内人士分析，产生这种现象的主要原因，是因为目前商业银行的存贷款利差在余额宝等冲击下大大缩小，如果再按政策优惠发放居民住房贷款，就有可能出现亏损。显然，亏损的买卖，银行是不可能做的。于是就有分析认为，央行对商业银行已经没有了控制力，商业银行也不听央行的话了。从这些天的反应看，确实会让人产生央行权威已受到挑战的想法，毕竟长时间来，商业银行与央行之间都有着特殊的关系。

但笔者认为，在市场经济条件下，商业银行对央行的干预做出自己的选择，不论是积极反应还是消极应对，都是完全可以理解，是符合市场经济规则的。因为商业银行也应当以效益为中心，对不符合市场经济要求的行政干预行为可以不接受，否则，还有何市场化可言呢？正因为如此，此次商业银行对央行喊话的消极对待，从侧面说明商业银行的市场化意识增强了。

从另一面来看，商业银行对央行的喊话不作任何反应，也确实说明央行的权威减弱了。在如何调整和优化信贷结构、防范金融风险方面，从这几年的政策落实情况看，基本可以认为央行已对商业银行失去了约束力。不然，商业银行也不会向政府融资平台、开发企业以及产能严重过剩行业投放那么多贷款与奖金，不会对实体经济、特别是中小企业的支持始终放不到议事日程。

到底是商业银行不听话，还是央行的话根本就不应该听？说实话，近年来商业银行的许多信贷行为都是不合理、不规范的。特别是2009年以来的这几年，商业银行信贷行为更是陷入了一种无序状态，但央行面对这样的现状，似乎找不到处理的办法和措施，问题就这么一直拖着，一些人对央行对商业银行的监管是否得当产生了怀疑。如果央行在如何对商业银行经营行为进行调控与约束方面注入更多市场化元素，中国经济金融发展中的矛盾和问题会少得多、也平和得多。

像房贷政策松动，原本就是商业银行自己的事，央行要想对其进行干预，完全不必通过这样的方式进行。如果央行与银监会一道，通过法规的方式约束和引导商业银行的信贷行为，并对违规行为进行严肃处理，那么商业银行就会协调好各方面的信贷关系，就会按照市场化要求发放贷款，而不是目前的只顾眼前利益和局部利益，不顾长远利益和整体利益。

对此次央行的喊话无用应当引起央行自己的深刻反思，哪怕是例行公事式喊话，也应当从中领悟到问题与不足，从而改善调控和监管。

地方政府救楼市收效存疑

心急火燎为谁忙？市政疑变地产帮。
楼价狂热不浇水，楼价微跌便救场。
房贷适当收敞口，风险不能聚银行。
调控屡成拉偏架，如此做派太荒唐！

郭喜忠/漫画
孙勇/诗

从苏宁免费贴膜看中小企业保护

王石川

商场如战场，没有最激烈，只有更激烈！从5月19日起，苏宁推出“免费为全国人民手机贴膜”活动，消费者不管从哪里买的手机，只要手机下载了苏宁易购客户端APP，到苏宁门店都可享受手机免费贴膜服务。

苏宁此举，是高明的商业营销，尽管投入不少，但足以赢得上亿人信赖，正如其副总裁李斌所称，“这事能让上亿人受益！”苏宁此举可以提升苏宁形象，使其在与同行竞争中占得先机。不过，势必冲击街头数量不小的贴膜大军，这一点李斌没有回避，“如果一个决定将让数以万计的人失去工作，这事该不该做？”但现实是，苏宁并未因此而停步。

在商言商，只要不违反法规，苏宁怎么做他人不宜说三道四，但这一举动可能影响大批底层民众，就不能不慎重对之。几年前，《扬子晚报》报道了这样一则消息，说的是韩国一家大集团总裁的女儿想开一个面包连锁店，结果遭到了政府的拒绝。原来，大集团资金实力雄厚，他们一旦纷纷开起糕点店来，中小企业实在不是对手，最后的结果很可能是关门歇业。一名韩国国会议员曾形象地说，“这就好像英超球队曼联前卫朴智星在后街小巷和业余爱好者对抗。”乍看起来，韩国政府很霸道，权力之手伸得太长，居然连大财团总裁之女开面包连锁店都干涉，也太不符合市场经济原则了。仔细一想，又不无道理，如果大集团垄断了所有的行业，中小企业怎么办？其实，在韩国，中小企业的生存空间简直太优越，受到的保护简直违背了市场公平原则。比如，面包店、咖啡店等通常都被认为是中小企业的固有行业，在豆腐、辣椒酱、玉米油加工、生石灰开采等行业，法律禁止大企业进入。还规定，大商场打烊时间要早一些，比如晚7点半就得关门，原因是，如果大商场很晚关门，留给小商场的生存空间就很小。

从制度设计看，韩国成立了直属韩国总统的机构“共同成长委员会”，并颁布了“中小企业固有行业指导方案”，给中小企业设立“保护区”。如果大企业违反规定，进入被指定为中小企业固有的行业经营，该企业的“共同成长”指数就会被扣，并会称为“不道德企业”。韩国法律还规定，政府机关、地方自治团体要优先采购中小企业物品，保证政府采购中产自中小企业产品的比重不得低于50%。政府还出台其它政策，支持中小企业发展。

韩国的做法未必值得我们全盘复制，但其扶持中小企业的政策背后的逻辑令人深思。一枝独秀不是春，大企业不能事事“染指”，处处涉猎。无论一个地方还是一个国家，不可能全都仰赖大企业，曾有统计显示，韩国中小企业数量已经达到3066484个，占全国企业数的99.90%，创造的价值占GDP的50%。时任韩国总统李明博表示，大企业的“一枝独秀”，很容易造成社会的不稳定，韩国经济未来也不可能实现可持续发展。这种担心是有道理的。

苏宁免费贴膜，影响了街头贴膜大军的生计，苏宁财大气粗有能力推出免费计划，但是那些贴膜大军怎么办？他们不需要同情，他们靠自己的双手吃饭，卑微却有尊严。免费贴膜一推出，或许瞬间就使他们失去生计。以现在的法律和道德标准看，苏宁此举确实不违规不违法，也谈不上不道德，但它客观上造成的影响应该引起我们的反思，让人们调整固有的道德观，进而讨论修订保护中小企业的法律法规的必要性。

有学者说，经济发展必须坚持“两条腿走路”，既要大力发展国有企业，“做大、做强、做优”，还要大力扶植民营企业，“做活、做精、做细”，使“两条腿”都很强壮，使两类企业都能健康成长。现实中，公众常常诟病垄断企业，认为他们背靠大树好乘凉，垄断了资源而轻易赚大钱，他们涉足的领域让民营企业望洋兴叹。无论旧36条还是新36条，都在表达一个主题，就是让民营资本进入更多原来进不去的领域，比如交通运输、金融、能源等等。对待民营企业应扶植，甚至应保护，如今我们也有责任呼吁，对那些小微企业或者连企业都称不上的街头摊点，也应该扶植和保护。那些实力雄厚的大企业，无论民营还是国有，和他们抢饭碗时，应该多一层思考。

■算法经济 Li Bin's Column

注册制改革，你大胆往前走

李斌

注册制快要来了，可是，不少人忧心忡忡，颇以为狼要来了。有的呼吁“慎重”，有的呼吁“逐步过渡”，有的干脆说，注册制“并不是不要审核”，美国的审核“其实更为严格”，等等。换句话说，还是要加上“中国特色”，否则，注册制又将“水土不服”，“酿成灾祸”。为此，笔者认为，我们还是有必要把有关股票发行制度的是是非非作一番梳理。

审批制的弊病究竟是什么？一般认为，它管得过宽，诱发了寻租利益链，等等。笔者认为，现行的发行审批制借助于“审核委员会”这样一个貌似民主和公正的机构，实际上掩护着监管部门长期不受约束地行使超级权力。委员表决制意味着上市的条件绝不限于法律法规明文规定的那几项，而是近乎无限，且可以随意变更，又不必公开说明。这就使得股票发行的当事人无所适从，发行上市变成了一场长跑和高风险事业。发审委所暗中享受的一项超级权力是，它可以调控股票的供应数量与节奏。一些人援引法国等国的审核体制来证明，这种审核并不会对市场造成重大影响。可是，中国的“国情”恰恰是：我们的股票市场是从无到有发展来的，现在正值经济迅猛增长的时期，需要发行上市的企业非常多，而发审委在中间这么一“把关”，其影响怎可小觑？在相对平静的法国市场中，发行活动一年到头也没有多少宗，二者岂可同日而语？

审核制实际上是中国股市中大多数消极现象的一个总根源。经济规模快速膨胀，而审核机构只有一个，这就必然造成发审委门庭若市。新股供应的紧缺是审核官员们刻意要造成的情势。审核官员们绝不会把审核力量扩充到要坐等企业上门的地步，他们一定会让企业排成长队来等他们。与之相适应的是大量资金长期囤积在新股市场。由于借助了国家信用的背书，股民们必然不加选择地扑向对新股的炒作。股票总量的限制以及发行节奏的可预期，鼓励了各类投机者恶炒概念股。由于“通过审核”与“未通过审核”是冰火两重天，企业一旦上市，也就高枕无忧了，就可以一边大发奖金、一边混日子了。在笔者看来，注册制改革是早就应该实施的，拖延至今日，实在已经晚得不能再晚了。

那种认为注册制并不是放弃审核的人可能说对了一半。注册制的确不是放弃审核，而是把企业主要交给投资大众来“审核”；不是对企业一辈子只审一回，而是天天“审核”、时时“审核”，人人都参与“审核”。从这个意义上说，“审核”的确比以前更严格了。就拿美国来说，企业时时刻刻受到各方面法律条文的管辖，受到各种执法与司法力量的约束，面临着各类潜在诉讼的威胁，其生存的确不像中国上市公司那样容易。可是，难道因此就可以忽视两国股票市场体制的巨大差别吗？从这种对比中，我们尤其需要看到政府如何在股票发行中适当地发挥作用。

上市的有限条件与无限条件是一个根本差别。前者是“符合若干条件就可以上市”，后者则是“即使符合所有明文规定的条件也不一定能上市”，这就剥夺了市场主体的自由。为了防止政府暗中控制发行节奏，规定“备案后若干天内如不反馈视为同意”是十分必要的。我认为，这些都是实行注册制的底线；突破了这些底线，就不能视为实行了注册制。“以信息披露为中心进行监管”的思路固然是必须的，但“不得人为阻碍发行节奏”也应当成为发行审查中的一项明确原则，为此，无论监管部门还是交易所，都应当配备足够数量的受理窗口和审核人员，企业随到随审，不得延误。社会各方面也有权监督这些原则的落实情况，并要有地方可以进行投诉。

应当看到，无论事前审查进行得多么严格，对于蓄意实施欺诈上市的企业来说，任何关卡都是可以突破的。由于承销商熟知审核规则，提交给注册机关的材料，绝不会轻易就被抓住把柄。因此，进行事后追究和法律严惩才是保障市场公正有序的根本措施。在股票发行中，政府的核心作用实际上在于其立法和司法职能。要撤除那些妨碍受害人正当行使权利的规定（例如不允许集体诉讼），切实建立健全法治体系。凡是能够由当事人通过自我维权加以解决的问题，政府部门不必越俎代庖，而只需把重点放在“保护维权渠道的畅通”上。监管部门的角色，其实也应当理解为司法性的。例如，在许多情形中，监管部门实际上只是处于公诉人的地位，某些监管权力也是从这个地位衍生而来的。由于中小股民有时候难以组织起来，以及出于经济性的需要，监管部门需要代表中小股民提起诉讼。此外，让市场在自由发行中达到供需平衡，甚至供过于求，才是减少违法犯罪和鼓励良性行为的好方法，这才是“四两拨千斤”的监管。

最后再来探讨一下这样一个问题：近年来的低迷行情，究竟是因为要实行注册制所引起的呢，还是因为迟迟不实行注册制而导致的？

目前的市道非常类似于2005年。当时，因为官方已经宣布要实行股权分置改革若干年了，而相应的改革措施却迟迟未能推出，市场十分低迷。后来的市况发展表明，改革落地之日，也就是行情展开之时。这样的历史经验似乎没有被吸取。目前又重复出现了一种情绪，这就是：把实行注册制视为上刀山下火海，如临大敌一般，似乎注册制一搞，股市就要崩溃了，因而非要来一番“稳妥”、“分步骤”、“输血”不可。这是令人担心的。在这种情绪之下，注册制改革很有可能无法一步到位，而变成一个妥协的、折中的、非驴非马的东西。这就好比当年的股权分置改革，不是通过短痛而换来股市的长期健康发展，而是通过短暂的欢愉而把问题留在了未来。果真如此的话，有志于长期价值投资的人士必定会失望，而一些有更多政策信息的投机分子们又将再次得逞。

笔者不同意“剩下来的改革都是难啃的硬骨头”的说法，例子之一就是注册制改革。注册制改革实际上有百利而无一弊，它既可以使中国股市去除毒瘤，恢复健康肌体，又可以使之步入繁荣，实现长期稳定发展。通过这一改革，可以倒逼司法体制改革。股票的大量发行可以降低债务比率，去除危机隐患，还可以促进经济增长。由于股票发行长期停滞，致使经济增长率损失了多少，真不知道有没有人算过这笔账。至于有人担心的“海量发行将会淹没市场”的问题，我们只需问一句：如今饭馆可以随便开，城市就被餐厅淹没了吗？所以，这种想法纯属扛着竹竿过河——操的是余(鱼)心。

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；发电邮至ppll18@126.com。