

市场思维要跟上中央调控步伐

宣宇

在上周的国务院常务会上, 李克强总理回应了外界有关“强刺激”的言论, 他指出, 我们的货币政策一点没变宽松, 唯一的“刺激”就是强力推进改革。总理对“强刺激”言论的明确回应, 再次表明了中央政府一以贯之的调结构、促改革、惠民生的长期目标和稳增长的目标相统一的基本政策逻辑。

在内外环境已经变化的情况下, 长期看, 只要中国经济转型尚未成功, 经济下行压力就始终存在, 调结构促转型的艰巨性和长期性决定了经济“下行压力”长期性 (经济下行压力与结构调整转型升级相伴相生)。这才是新一届决策层面临的长期课题。

基于对中国长期发展需要和短期紧迫问题的深入理解, 笔者曾提出, 稳增长“双轨制”是创新调控基本内涵。一方面, 加快相关投资力度和资金拨付, 短期形成“稳增长”的强大拉力; 另一方面, 通过持续地简政放权、微观放活, 扩大中小微企业减税等扶持力度和定向支持, 增强

企业和经济内生动能, 培育后劲。投资拉动是短期稳定措施, 放权放活则是长效措施。其中, 通过短期“投资拉动”稳增长的情况下, 依靠投资短期拉动经济增长的迫切性和必要性就大为降低, 而需要创造更多的空间和动力通过“调结构、促改革”来培育经济内生力量来“稳增长” (具有促进经济增长的长效性)。

数据显示, 上半年新增城镇就业 737 万人 (同比多增 12 万), 完成年度目标的 74%, 二季度末城镇登记失业率 4.08% (与一季度持平), 就业总体平稳提高了经济下行容忍度, 拉低了区间管理的下限。7 月工业生产、消费、投资等实体数据全面回调。尤其投资数据, 1-7 月固定资产投资 (不含农户) 增长 17%, 比上年回落 0.3 个百分点, 在 6 月短暂反弹后再次回落 (比去年同期回落 3.1 个百分点, 环比也有所回落)。1-7 月中央项目投资增长 10.8%, 比上年回落 3.8 个百分点 (比去年同期下降 1.6 个百分点), 在连续两个月大幅提高后再次回落 (1-4 月份均呈回落态势)。当前就业

总体良好, 作为政府短期“稳增长”的关键抓手, 投资力度减弱映射出政府对当前“稳增长”迫切性和必要性有所减弱, 政府从投资层面的稳增长力度已经“适可而止”。

另一组数据显示, 7 月小企业景气大幅提高 1.7 个百分点, 自 2012 年一季度以来首次突破临界点至 50.1%。这表明各项小微企业支持政策已取得明显成效, 但需要指出的是, 小企业景气改善是经济内生动力增强的显著标志, 只有可持续改善才具有趋势上的意义。这个趋势性改善不会是短期行为, 在整体经济存在长期性下行压力下, 更需要长期的简政放权和市场培育上的努力。因此, 小企业景气改善的持续性仍需观察。

在分析上半年经济数据时, 笔者曾指出, 未来投资增速持续攀升的可能性较小, 投资承担稳增长边际增量空间可能十分有限。这一判断已获得 7 月数据支持, 笔者对下半年的投资趋势仍维持此判断。在上周常务会上, 针对节能环保、生态环境和养老服务等重大工程建设, 李克强总理强调, “要转变工程建设的观念, 用长远办法来解决社会的深层次矛盾”, 要认真研究经济社会发展的“欠账”和需要补上的“短板”; 他同时强调, “保持定力、有所作为”, 用改革的方式, 推动补短板、调结构、惠民生。可见, 加快相关投资进度, 通过结构性政策安排加强国民经济重点领域和薄弱环节建设, 绝不仅为短期拉动经济增长, 更是调结构、转方式的载体和抓手, 这些投资本身也是简政放权和体制改革的一部分。数据显示, 在经济持续下行压力下, 上半年单位 GDP 能耗同比下降 4.2%, 主要污染物排放持续下降, 节能减排和淘汰落后产能压力只增不减。

现在媒体普遍在倡导理解“新常态”及其政策框架, 但这说起来容易做起来难。新政府执政以来, 投资力度始终远不能满足市场的“胃口”, 客观上说, 市场在

惯性思维下对经济刺激仍有许多期待, 一季度以来降息降准整体宽松的呼声就已很高。但政府始终坚持区间底线, 面对复杂多变的经济运行态势, 保持定力, “不随波逐流”的市场起舞, 不因莫衷一是的声音变调”。只要经济运行处于这个区间, 就着力促改革、调结构, 增强发展内生动力; 同时即使必要的投资项目也尽量与“还欠账”、“补短板”、“惠民生”相结合, 真正回归到经济增长的本质。正如李克强总理所指出的, “不能把今天的垫脚石变成明天的绊脚石”, 其要旨即在形成“简政放权→中小微企业活力增强→就业状况良好→经济下行容忍度提高→经济转型升级空间和力度增强”的正螺旋反馈机制。而这正是新一届政府创新宏观调控框架的鲜明特征。

市场行为往往决定于人们的预期, 尤其在当前情况下, 各级政府、市场主体的预期差异导致经济过分波动的可能加大, 因此, 明确和稳定预期 (也包括各级政府官员预期) 就显得至关重要, 这也正是李克强总理在各不同场合屡次明确阐述和传达中央政策精神的要旨所在。李克强总理再次明确表态, 不啻于给强烈刺激的鼓吹者一剂清醒药。媒体和市场上充斥的大量屡屡被验错的言论不仅给广大投资者 (尤其中小投资者) 造成困扰, 也一定程度上造成市场效率损失。正因如此, 那些切合中国经济实际的、传播研究的正能量才显得如此可贵。

总体上看, 我们认为下半年稳增长的投资力度仍较有限, 宏观整体经济将呈窄幅震荡走势 (不会有强劲表现), 未来关于中小微企业的支持 (放权放活减负) 以及外贸支持政策将更强调落实。在政府放权放活减负的大力支持下, 新的产业能量正在积聚, 在经济结构调整和产业升级孕育重大突破之前, 我们必须适应“新常态”下的中国经济以及“双轨制”稳增长框架。

(作者为财达证券资深宏观分析师)

焦点评论

地方政府为保地价返还出让金



暗通款曲造地王, 政府回馈开发商。竞标流程台面走, 返价猫腻暗箱藏。市场机制成配角, 行政手段演脊梁。产权改革久搁置, 楼市年年生乱象。

郭喜忠/漫画
孙勇/诗

解决银行对中小企借贷或可借助物联网技术

许权胜

为解决中小企业融资难融资现象, 国家先后出台了多项政策, 但效果还是不理想。我们应反思: 原来是否过多地在银行身上兜圈子? 好像银行是问题根源, 为什么不逆向在企业身上另辟蹊径呢?

对银行来说需要考虑资金的安全性、效益性、流动性, 但银行更关心资金的安全性。当前经济下行, 中小企业普遍不景气, 风险引来惜贷, 银行追求“稳”, 即离不开抵押与担保。原先一段时间银行也想打破这种模式, 创新出联保贷款制度, 但在实际运用中凸显出很多问题, 联保“连坐”致使很多优秀企业被拖垮。同时, 出口萎缩、内需不振、资产价格回落等因素都使银行更加保守, 对抵押品的要求也就更为苛刻。7 月份社融和贷款剧烈萎缩, 加上 8 月上半月贷款投放低迷, 都表明这种萎缩在持续, 其中部分原因肯定在于银行惜贷, 但深层次的探究应包括市场的资产价值缩水抵押品也随之缩水, 导致抵押品短缺。

种种情况表明, 市场、银行、宏观经济都存在着不利于中小企业的融资环境, 但剔除这些因素, 我们可以变换一种角度来思考中小企业融资方法的可行性, 中小企业融资难主要是账面不准确、抗风险能力差、缺少抵押品等问题, 所以与银行的融资对接就显得很困难, 但如果像解数学题, 找到共性的东西就很容易破解。譬如中国人民银行在推动社会信用体系建设的同时, 又设立动产融资统一登记平台, 依据《物权法》建成应收账款质押登记公示系统, 这就是很不错的信用理念, 跳出不动产抵押的那

种固有思想。运用中小企业产品普遍具有动产性质, 也就是如果企业的动产可以作抵押, 那么闲置的动产就能起到不动产的作用, 动产就能成为企业和银行的共性关系, 那么融资难问题就可能迎刃而解, 企业对银行来说就不再是信息孤岛。

这个平台实践中要让银行与企业都能接受, 这就要市场提供一个双方能够合作的那种场所, 一种模式是当前建立的应收账款服务模式, 但应收账款只是表示企业在销售过程中被购买单位所占用的资金, 也表明企业的产品已经销售, 但企业的半成品或库存的存量产品怎样来获取银行贷款呢? 这就需要另一种模式, 即对企业库存现场能够远程直接接受银行实时监控, 通过 GPS 定位云端管理, 来实现动产的抵押平台。使银行能通过物联网的货物质押系统, 实现动产的全程无遗漏环节的监管。这种平台突出的是银行对物的监控, 如果银行能掌握中小企业的动产情况, 动产也就成了银行能控制的不动产。所以只要把互联网与物联网嫁接到银行业务中, 利用现代科技, 掌握企业的动产流动方向, 实现虚拟与实体的融合即可。

这种信贷方式可以普遍被银行接受, 因为这可以使贷款事后预警也变成事前预警, 原先银行都是对贷款人的人品、贷款用途、抵押物等进行审核, 工作量很大, 放款时间长, 很多企业因时效性而丧失赚钱的最佳机会。银行自身也难以真正跟踪企业的用款情况, 贷款流向国家明令禁止的行业或如青岛骗贷事件, 表明银行预警能力差, 风险控制不易。如果利用物联网的形式来控制企业, 企业的动产每一步都在银行掌控之中, 银行信贷风险管理就得到根本改善, 就有利于解决惜贷问题。(作者单位: 安徽舒城农合银行)

银行应积极应对坏账上升挑战

莫开伟

16 家上市银行上半年业绩报告显示净利润总额达 6848 亿元, 同比增长 10.7%, 日赚 38 亿元, 利润仍令人惊羡; 但同时不良贷款余额达 5580 亿元, 新增 772 亿元, 不良贷款呈上升趋势, 又不免让人生出些许忧愁。银行要健康发展, 需要有效控制不良贷款。

不良贷款伴随着盈利水平增长而增长, 有客观原因。目前上市银行中间业务得到了飞速发展, 但从利润结构看, 仍主要靠息差收入, 贷款增加不良贷款随之增长就不可避免。银行在信贷主观决策上也难抗拒高回报产业诱惑, 向房地产、政府融资平台、产能过剩行业投放大量信贷, 宏观经济走弱必然引发不良信贷资产反弹。

令人担忧的是, 接下来的不确定经济形势及银行自身应对能力不足, 使得不良贷款问题不乐观。世界经济形势仍未根本好转, 对中国经济传导可能产生的产业下行风险依然没有解除。出口增长乏力局势仍将延续, 一些与外贸有关的行业贷款形成风险的可能性还会提高。同时, 由于近年来平台和房地产通过非信贷融资渠道形成的债务余额和占比明显上升, 不但推高了融资成本, 也使债务信息的透明度越来越低。平台贷款和房地产贷款未来的资产质量面临压力。今年以来楼市成交量持续低迷, 房地产市场将不可避免地进入调整周期, 在很大程度上造成地方政府债务违约压力风险上升, 如

果房地产市场持续低迷, 20 万亿元政府债务就像一把悬在银行头上的“利剑”。

尤为突出的是, 房地产行业的风险已向上下游相关产业开始转移, 向钢铁、水泥等领域波及, 而这些行业大都是银行支持的重点。此外, 目前最大的问题是, 由于各级政府压缩产能过剩产业上存在地方本位主义, 没有痛下决心, 而且银行也对过剩产业“输血”不止, 在产能过剩产业上的信贷资金量也较大, 如此更会造成大面积不良信贷资产反弹。有专家预测上市银行年末不良贷款率可能小幅增长到 1.14%-1.19% 的区间, 这应该是不会有悬念的。

面对信贷坏账增长, 银行应该着力化解: 一是不弄虚作假, 全面真实暴露不良信贷资产总量, 让股东能够全面掌握上市银行经营情况, 增强心理承受能力, 树立长远发展眼光, 支持上市银行减少分红, 提高贷款损失拨备和增加资本金放在更加重要的战略地位, 从而提高上市银行坏账消化能力和整体抗风险水平。二是保持足够警惕, 时刻关注信贷资产质量状况, 并加大信贷结构调整力度, 认真执行国家宏观产业政策, 对产能过剩、政府融资平台等领域贷款该压缩的坚决压缩, 对房地产信贷也应掌握好尺度, 防止房地产业“硬着陆”。三是树立战胜困难的信心。既要防止精神气馁, 觉得遏制坏账依靠银行无能为力的消极心态, 又要防止盲目乐观, 为每年赚这么多利润而沾沾自喜, 认为自己完全有能力消化不良贷款, 对继续增加的坏账显得麻木不仁。(作者单位: 湖南怀化银监分局)

把央企高管薪酬改革这本“经”念好

余丰惠

央企高管薪酬改革, 体现了最高层敢于触动利益进行改革的决心, 得到了民众的支持。现在问题是, 在执行中要把改革落实, 坚决防止把“经”念歪了。

这次央企薪酬制度改革或者限薪的主要对象是主要负责人的偏高、过高薪酬。当然, 牵一发而动全身, 主要负责人薪酬降低后, 也将涉及其他层级的人员的薪酬。目前, 央企包括国有金融企业, 高薪酬主要在两个方面: 一是各级高管人员、中层管理人员, 二是总部员工薪酬普遍高于基层员工一大截。这次央企高管降薪能够“株连”到的, 也就是这两大部分。这就是说, 如果将基层员工也列为降薪的对象, 那么, 这本经就“念”歪了。中央政治局会议明确指出, 形成央企负责人与企业职工之间的合理工资收入分配关系。也就是说, 央企负责人限薪目的之一就是缩小与职工之间的收入差距, 那么, 怎能把职工列入降薪对象呢?

一些人认为, 央企主要负责人及相关层级人员降薪后可能会引起人才离职潮问题。笔者认为, 这个担忧是过虑了。过高薪酬福利长时间吸引了过多人才进入, 导致内部人浮于事, 也使一大批人才无用武之地。真要出现离职一批后, 这部分埋没的人才很快就会迸发出来, 完全可以补充上。最少从目前看, 国企包括国有金融企业最不缺的就是所谓的人才。何惧离职潮呢?

更重要的是, 从整个市场经济良性发展角度看, 人才宁愿被埋没也要挤进央企特别是国有金融企业, 绝对不是好现象。通过把不合理的高薪降下来, 促使

过剩人才进入到民企里, 对整个经济良性发展有益无害。如果降薪能倒逼出现一股离职潮, 绝对是一个好现象。

央企薪酬应参照多个因素制定。由于国企职业稳定性高, 因此薪酬不能超过全社会企业平均薪酬。这方面不妨借鉴发达国家管理央企高管薪酬的经验。德国国企高管收入远低于私企高管收入。21% 的德国国企高管年薪少于 10 万欧元, 62% 的德国国企高管年收入在 10 万至 30 万欧元之间。德国整个国家全职职工平均年薪在 4 万欧元左右, 国企高管是职工平均薪酬的 2.5 倍至 7 倍以内。目前, 中国央企特别是国有金融企业高管薪酬远远高于这个倍数。

芬兰国企高管薪酬主要由 5 部分组成, 分别是基本工资、补贴津贴、利润报酬、鼓励性分红和附加退休金。其中, 核心部分是基本工资。利润报酬不得超过基本工资的 40%, 鼓励性分红不得超过基本工资的 100%, 总收入不得超过基本工资的 240%。如此一来, 国企高管的工资水平基本上符合市场标准, 甚至低于市场标准。笔者查看中国某上市国有大型金融企业年报中的董事长薪酬结构后哑然失笑: 基本年薪 40 万, 绩效年薪 90 万, 福利性收入 28 万。仅仅绩效年薪就是基本年薪的 225%, 总收入是基本年薪的 400%。这种畸形的薪酬结构, 到了不改革不行的地步了。

当前, 第一步也是最为急迫的就是先把央企特别是国有金融企业高管的过高薪酬降下来, 把各种职级过高消费削减下来, 哪怕即使一时存在一刀切的现象。然后, 再具体研究分类指导的具体操作方案。

A股市场并购重组或已误入歧途

熊锦秋

前段证监会公布《上市公司重大资产重组管理办法》征求意见稿, 其中有减少简化并购重组行政许可的意图, 在此背景下, A 股上市公司尤其是中小市值上市公司并购重组如火如荼。据统计, 截至 8 月 22 日, A 股上市公司中总市值低于 25 亿元的 400 家上市公司, 停牌企业有 73 家, 有 30 家企业正在进行并购重组。

剔除除次新股以及目前正在进行并购重组及处于停牌状态的上市企业后, 共计 289 家企业, 而这些企业也由于有较大重组可能而被炒家盯上。

美国著名经济学家斯蒂格勒如此评价美国企业的成长路径: “没有一个美国大公司不是通过某种程度、某种形式的兼并成长起来的, 几乎没有一家公司主要是靠内部扩张成长起来的。”企业做大做强, 离不开并购重组, 但这种并购多是以优势企业为运作主体, 是一种强强联合或以强吞弱, 正是由于运作主体具有

较强的经营整合能力, 才可能产生整合协同效应, 因此现实并购重组案中多是由国际知名公司为主导, 大规模、超大规模的并购重组占比较高。

今年上半年全球并购交易总规模达到 2 万亿美元, 其中超过 100 亿美元交易规模的并购活动占比很大。例如, 美敦力以 429 亿美元收购柯惠医疗, 电信巨头 AT&T 以 485 亿美元收购美国最大卫星电视服务商 DirecTV, 康卡斯特以 450 亿美元收购美国第二大有线电视运营商时代华纳有线等等, 加拿大制药公司瓦兰特 (Valeant) 宣布以 450 亿美元的价格收购抗过敏药保妥适的制造商爱立根。

奇怪的是, 目前 A 股市场并购重组却由中小盘上市公司唱主角, 经营较为稳健的大盘优势上市公司运作并购重组的却较少见。笔者认为, 一些上市公司原控股股东急于将持股脱手, 且由于中小盘上市公司股票盘子小、股价容易操纵, 中小盘上市公司容易成为重组甚至借壳

目标, 由此上市公司越小盘、越垃圾, 就越容易被重组或借壳。但是, 这些资产重组很多是为了股价炒作甚至市场操纵, 如此并购重组所能产生的价值比较有限, 企业重组来重组去也不见做大做强, 总是一个小矮人。这与以优势企业为主导的并购重组有根本区别, 可称之为“非实质性重组”。

这种“非实质性重组”甚至会产生负价值。在并购重组引发的炒作中强势利益主体趋高减持, 然而好景不长, 随着时间推移, 并购后资产收益往往不如当初吹捧的那么好, 股价回跌, 套牢一批投资者, 他们只能等待下一轮重组消息解套。也就是说, 这种所谓重组为强势利益主体抢夺弱势主体创造了机会。

另外, 尽管有些“重组”最终没有兑现, 但并购重组方案一出台, 同样引起股价暴涨, 同样导致财富转移。比如, 某重组专业户近日再次发布资产重组预案, 公司股价连拉涨停, 但这家公司 2006 年借壳上市, 从 2008 年下半年到去年已先