

把握国际资本流动时代的主动权

罗宁

“这是一个最好的时代,也是最好的时代”。用英国作家狄更斯的名言来形容21世纪头十五年的全球经济与国际金融市场恐怕再准确不过。2000年的互联网泡沫为踌躇满志的国际资本创造了难得的盈利机遇。大规模国际资金的强势涌入,引发了欧美及亚洲多个国家的股票市场疯狂炒作的浪潮,科技及新兴互联网相关企业股价急速飙升,使资本利得达到了前所未有的高度。在2007年也是如此。法国经济学家托马斯·凯蒂(Thomas Piketty)在《21世纪资本论》这本炙手可热的著作中指出,在这两个时期,仅资本利得一项就为10%最富的人的收入份额增添了5个百分点。然而,在疯狂的泡沫之后,紧随而来的却是严重的危机。尤其是2008年爆发的全球金融危机,号称百年难遇,让世人从虚幻的繁荣跌落到残酷的衰退现实。

人们总是想当然地认为,经济全球化、金融一体化的发展让国家与国家的界限越来越模糊,“地球村”、“地球居民”等等概念将成为关键词。甚至有不少理想化的学者提出,应弱化国家政府的职能,赋予联合国更强、更广泛的权力,以加快全球人类的统一。但现实与理想的差距,可能比人们预期的还要远。且不论当前此起彼伏的地缘政治危

机,单是在号称“自由流动、公平竞争”的国际金融市场上,资本的逐利游戏就让不同国家走向迥异的命运。尤其是在20世纪八九十年代及本世纪初的几次新兴市场危机中,来自发达国家的资本赚得盆满钵满,而目标市场及其所在国的经济、金融却遭受了严重的冲击,甚至陷入危机难以自拔。

皮凯蒂在《21世纪资本论》中通过大量数据就资本和劳动这两种积累财富的方式展开了详细的对比分析,指出了财富向资本集中的历史趋势,并对其危险性发出了警告。放眼世界,虽然近年来在低端制造业、劳动密集型产业创造了大量国内生产总值(GDP)的新兴市场,在全球经济总量占比不断提升,但发达市场在国际资本市场及产业链高端环节的优势依然稳固。在国际资本流动中的主导地位,让发达市场不仅能分享新兴市场的高增长红利,在危机爆发之后也能通过国际资本流动将损失转移到新兴市场。这就意味着,如果新兴市场不能在国际资本流动中赢得主动,仅仅依靠勤劳是无法实现真正的富强与崛起。

“从人类有经济行为起,大部分时间里,投资回报的增长率都远超出经济增长率”,这样的经验性结论,也许让人沮丧,但也为我们指明了未来发展之路。中国要在世界经济的舞台上获得更大的成

功,国际资本流动是我们无法回避、甚至要主动应对的战场。

“中国经济总量超越日本跃居全球第二”,“购买力平价计算中国GDP即将超过美国”……一个个增长数字似乎在昭告世界中国已经强大起来。但部分数字的增长并不能代表全面崛起,更何况这些增长数字背后所蕴含的质量还值得考究。事实上,根据国际货币基金组织和世界银行的划分标准,中国仍是一个发展中国家。中国在人均国内生产总值、资源禀赋、人口结构、增长基础、发展布局、社会成熟度、保障体系、创新能力、贸易结构等方面和发达国家相比仍有很大差距。

当然,经过35年改革开放,中国经济与国内金融市场取得的成绩举世瞩目。中国经济对外开放的模式也从改革开放初期以引进国外资金和技术为主,转变为“引进来”和“走出去”并重,对外投资的快速发展,国内金融市场进一步融入全球。据联合国贸易和发展会议《世界投资报告》统计预测,2013年中国吸引外资与对外投资分别位居全球第二和第三,2014年将跻身净对外投资国的行列。从资本净流入向资本净流出切换,某种程度上标志着中国从贸易与制造大国向产业与资本强国开始迈进,有助于中国提升对全球资源的配置能力。但对于仍处结构调整期的国内经济而言,资本净流出也可能加剧产业空心化,影响经济持续稳定运行。

如果说过去15年,中国融入全球经济、参与国际资本游戏尚处于“幼儿成长阶段”,在与已经进入“成人阶段”的发达经济体之间展开金融较量时,更多地是要注重这种不公平的“扳

游戏”带来的风险,防范跨境资金大进出对国内经济金融的冲击。那么未来15年或20年,中国要想巩固改革开放的巨大成就并取得更多的突破,就必须加快成长步伐,逐步改变国际资本流动中的被动角色,赢得主导地位 and 话语权。

在这一过程中,中国需要在继续坚持增长方式由粗放式向集约式转变的同时,实施更广泛、更强有力的结构性调整,塑造更为强大、稳固的经济实力,加大金融改革力度,以更开放的态度促进国内外金融市场融合,进一步提升国内金融市场的全球影响力,稳步推进人民币国际化发展步伐,提高人民币在国际货币体系中的地位并成长为主要国际储备货币。本轮金融危机以来,全球及区域贸易投资迎来全新的格局,中国必须在新的规则制定中掌握主动,才能巩固并进一步提升全球化发展的成果。唯有如此,才有可能赢得国际资本流动时代的主导地位。

毫无疑问,21世纪将是国际资本流动的大时代。作为新兴市场的“领头羊”,中国以其幅员辽阔的土地资源、快速提升的人力资本素质以及国家凝聚力、文化感召力而注定要在国际社会经济体系中发挥大国的作用,同时也将在国际资本市场上逐步展现一个大国的影响力。笔者憧憬着国际资本流动的中国时代的来临。

(作者系经济学博士,供职于工行城市金融研究所。此文为作者新著《21世纪资本布局:从资本流动看未来金融趋势和经济格局》的自序。)

“软着陆”更要提振经济效率

毛承之

今年以来,面对错综复杂的国际国内环境,中国经济面临下行压力,但运行总体平稳。上半年国内生产总值增长7.4%,第三季度基本延续这种态势。中国经济运行要保持合理区间,今年增长的预期目标是7.5%左右。只要就业比较充分、物价比较稳定、居民收入同步增长、生态环保取得积极成果,经济增速比7.5%高一点、低一点,都是可以接受的。

中国经济不会出现“硬着陆”,这是因为已经实现了“软着陆”。也就是说,国民经济经过一段过度扩张之后,平稳地回到适度增长区间之内。

要实现中国经济增长7.5%这个目标左右,我们可以用“软着陆”经济增长模型实证得出以下几点科学结论:一是当前宏观通货币市场利率维持在10%左右;二是整个国民经济增长所需要的通货币系数应在0.75左右;三是今年广义货币增长应该维持13.5%左右;四是定向降准后,中央银行事实上的存款准备金率应在18%左右;五是整个生产效率应该低于这些年形成的常数5.35。

正是有这些必要的发展条件,就更加可以确保实现稳增长这个目标。这既能使经济增长控制在适度区间

之内,又能保证就业与收入之间实现一起增长。正如李克强总理所说,今年以来,虽然经济增速有所放缓,但就业不降反增。1-9月,城镇新增就业超过1000万人,与去年同期相比多增了十几万人,31个大城市调查失业率保持在5%左右。

中国经济进入新常态后,经济下行压力较大,其中一个最重要的原因就是生产效率出现了下降趋势。这种发展趋势不仅仅会影响经济增长,而且会影响人民币汇率的走势,因为研究表明生产效率决定汇率变化。化解这些增长下行风险,不仅仅是稳汇率、稳增长,更为重要的是稳生产效率。怎样提高和稳定整个国民经济增长所需要的生产效率呢?最重要的是想办法努力提高制度效率、市场效率以及行政效率。如果这些效率还是老样子,抑制、束缚生产效率的大幅提升,那么中国经济增长就是上一点之后,也会显得无力,会继续下行。

此外,提高和稳定生产效率更应该突出和强化改革效率与技术创新效率。也许有人会说,效率看不见,怎么抓呀?说到底,中国经济增长要稳中求进、稳中有力,这就需要我们紧紧抓住稳定生产效率这个中心,不断完善各种措施,千方百计大幅度提高执行效率。

中欧战略合作关系还需靠贸易与投资维系

王勇

10月9日至17日,国务院总理李克强访问欧洲并出席第十届亚欧首脑会议,凸显中国与欧洲的相互重视、相互依存,以及中国对欧的全方位战略思维。笔者认为,在当今复杂多变的全球经济形势下,中欧战略合作关系仍需靠贸易与投资紧密维系。

如今,中欧都正处于经济发展的新的转折时期。就欧洲而言,尽管今年上半年欧洲经济小幅回升,但经济复苏呈现不均衡状态。爱尔兰、葡萄牙、西班牙等债务危机国家逐步退出国际救助计划,伴随国债融资成本的持续回落,预示欧债危机的企稳迹象,夯实欧元区经济复苏增长基础,出口增长、投资改善以及德法两大经济体稳步增长,有助于增强欧洲经济复苏增长动力。不过,欧债危机国家财政债务负担

未见显著下降制约财政政策空间,部分国家失业率高位运行的状况未见改善,增长缓慢的世界经济也不利于欧元区通过扩大出口实现再平衡。而当前中国经济正处在增速换挡和转变发展方式的阶段,结构调整的阵痛以及调整和改革所激发的活力交织,经济运行呈现出阶段性特点和新常态。

无论中欧战略合作在多大范围和领域内展开,中欧贸易和投资合作必须先行,因为这是维系中欧战略合作关系的两根主线。欧盟已经连续9年是中国最大的贸易伙伴,而中国也连续10年成为欧盟的第二大贸易伙伴。如今,中欧每天成交的贸易额达到15亿美元之多。越来越多的“中国制造”走进了欧洲千家万户,而欧洲的品牌和设计也广受中国消费者的青睐。

然而,相比于如此庞大的贸易规模,中欧在投资领域的合作规模却很

小。根据欧盟方面提供的数据显示,欧盟海外直接投资中仅有2.1%在中国,而中国对外投资中也仅有3%流向欧盟。

所以,未来的中欧战略合作应多措并举:一是双方携手,努力按照去年11月下旬共同制定并发表的《中欧合作2020战略规划》全面推进,进而推动中欧全面战略合作伙伴关系向前发展。二是加强协调与合作,致力于在国际贸易与投资、金融、环境、气候变化、互联网以及新一代无线通信技术等重点领域制订公正、合理、有效的规则,减少和消除贸易摩擦和摩擦,促进中欧贸易更有效开展。还要积极探讨开展自贸区可行性研究,共同支持贸易投资自由化和便利化,反对贸易保护主义,力争到2020年贸易额达到一万亿美元。三是加快中欧投资协定谈判进程。中欧投资协定首轮谈判已在今年1月启动。而如今中国对欧投资已呈现出私营企业买办崛起的

焦点评论

中华医学会8.2亿赞助费去向成谜



有个中华医学会,开会狂收赞助费。总额超过八亿元,去向成谜待追回。公益事业配商业,主次关系却错位。白衣天使涉腐败,监督不力生是非。

赵顺清/图
孙勇/诗

未盈利互联网企业上市的几点思考

蓝博

中国证监会近日发布关于支持深圳资本市场改革创新的15条意见,提出“将积极研究制定方案,推动在深圳证券交易所创业板设立专门的层次,允许符合一定条件尚未盈利的互联网和科技创新企业在全国中小企业股份转让系统挂牌满12个月后到创业板发行上市。”本文以互联网企业为例,对未盈利企业上市的若干问题进行探讨。

未盈利互联网企业该不该上市

是否盈利不应成为互联网企业上市门槛,部分处于战略亏损期的优秀未盈利互联网企业应该上市。这是互联网行业发展模式的特点所决定的。

(一)“用户数与流量优先”的发展模式造成优秀互联网企业战略性亏损

互联网企业的竞争力基础是用户数和流量,它们要有足够大的用户数才能建立盈利的商业模式。在业务初创期,企业持续投入研发和销售,用户数和流量增加,收入上升,净利润从微亏到巨亏;在成长前期,用户数和流量继续增加,流量变现模式初步形成,净利润从巨亏到微亏,并逐步实现盈亏平衡。在成长后期,企业跨过盈亏平衡点之后,收入和净利润爆发式增长,呈现典型的“V”型特征。因行业具有“赢家通吃”的特点,如企业过早收费,或盈亏平衡之后减少投入,很可能被竞争对手抢走用户,丧失长期竞争力。

互联网行业这种“用户数与流量优先”的发展模式造成大量企业选择战略性亏损,在占领稳定市场份额和获得预期用户规模之前,不考虑建立稳定的盈利模式,还要加大投入,继续亏损。即使企业已跨过盈亏平衡点,仍然要大量投入来保持技术领先、扩大市场份额与用户量,这可能会减少利润甚至重新亏损。

境外资本市场认同这种模式,在未盈利时候也给企业较高估值,如在美国上市的优酷土豆、唯品会、欢聚时代、京东商城在报告期最后一年都是亏损的,但优酷土豆、唯品会、欢聚时代上市之后的年收入复合增长率均超过100%。

(二)支持未盈利互联网企业上市能更好发挥资本市场服务实体经济功能

互联网企业的成长路径符合“三阶段非线性成长模型”,该模型将新兴企业成长过程分为竞争优势积累阶段、业绩爆发阶段和业绩调整阶段。新兴企业在“竞争优势积累阶段”早期,技术和市场不确定性较大,更适合创投机构进入;在“竞争优势积累阶段”中后期到“业绩爆发阶段”中后期IPO既会错过企业大规模扩张的资金需求,还可能导致IPO之后企业成长性透支,业绩调整或下滑。

现有境内上市规则要求盈利企业才能上市,导致互联网企业到“业绩爆发”阶段的中后期才能申报,大量处于之前阶段的企业无法获得IPO融资。有些企业为了迎合IPO条件,减少创新投入,提早变现,错过了技术开发和市场开拓的好时机。如果允许符合“三阶段非线性成长”特征、有较强科技创新能力的优秀互联网企业上市,就能够解决现有制度的融资功能时间错配问题,更好地发挥资本市场对实体经济的支持作用。

怎样让优秀未盈利互联网企业更好地上市

要推动优秀的未盈利互联网企业在境内上市,制度设计是关键。具体内容包括未盈利企业上市准入条件,开设单独审核通道和引入市场化审核理念。

(一)未盈利企业设置合理的准入条件

准入条件是设立未盈利企业的核心,我们可以从行业、收入、股东权

益、市值、用户规模等方面考虑这个问题。

在大量盈利企业排队上市的情况下,未盈利板的行业面不宜过宽,刚推出时应限定只有符合“三阶段非线性成长”典型特征的行业才能申报,如互联网行业、生物医药行业和其它科技创新特征强的行业,今后再逐步扩大行业覆盖面。

对于发展早期的互联网企业,收入相比利润更具意义,它能反映客户对企业的认同度和产品的市场潜力。股东权益和市值也是境外创业板重要的上市准入条件。因此,建议结合收入、股东权益、市值、经营年限等指标设置几套并行的未盈利板准入标准。

用户规模是评价互联网企业盈利能力的重要指标,但不同企业因服务对象、商业模式的差异,达到盈亏平衡点的用户规模差别很大。以企业大客户为服务对象,10万左右的用户就可盈利;以个人为服务对象的,用户数超过1000万仍未必盈利;有些新创企业要达到亿万级别的用户规模才具备盈利的基本条件。因此,用户规模适合做为信息披露内容,但不宜做为未盈利板的准入标准。

(二)未盈利板设立单独审核通道

未盈利板设立单独审核通道对于促进互联网企业境内上市具有重要意义,大量优秀互联网企业在发展早期缺乏境内创投的支持,唯有选择美元投资,搭建VIE架构,最后因制度所限只得选择境外上市。设立单独审核通道能加快互联网企业境内上市的进度,鼓励境内创投投资于早期项目,对于促进行业发展,解决VIE架构问题是长久之策。

(三)适应互联网等新兴产业的发展特点,适度调整发行审核理念

1.适度调整审核理念。互联网企业财务审核时需要较多的会计估计和专业判断,比如核心资产确认计量,流量是互联网企业实现收入的基础,其载体往往是客户信息数据库及客户使用频率,但流量无法进入资产负债表。又如,互联网企业在具有显著影响力的时候,可能尚未获取流量变现模式,其收入可以为零,利润则为负数(如微信、阿里巴巴),企业收入和利润可能与其行业地位没有明显相关性。这些就需要在审核过程中更多依赖行业专家和市场判断。

2.提高信息披露有效性。在上市申请材料中,除了要披露收入、利润这些通用指标之外,还要披露一些反映互联网行业特征的指标。建议将以下五类信息做为互联网企业信息披露的内容:一是总用户量、活跃用户量、付费用户量;二是用户量的增长率、用户的黏性,前两类数据通常可以在第三方独立数据调查机构发布的统计信息中得到印证;三是最终用户的转化率及持续性,即用户能否转化为现实的购买、定制,以及用户在网时长是否具有稳定性及持续性;四是产品的本身是否具有未来引导性、技术优势,是否有真实技术壁垒;五是领导人特质、管理团队、企业文化、有无知名创投投入等。

3.信息披露时保护企业商业秘密。为防止互联网企业因申请上市而泄露商业秘密,境外资本市场采取了灵活的做法。如美国市场的招股书披露篇幅较短,仅在200页左右,形式也相对灵活和生动,但对核心指标进行披露。美国市场还允许企业用秘密提交的方式向SEC提交上市申请,Twitter、Facebook都是采取这种方式上市的。建议充分考虑互联网行业的特殊性,允许对部分IPO文件中及反馈答复过程中涉及的商业机密不必在预披露信息中体现,部分涉及商业机密的申报内容可采取秘密提交的方式,或者只对监管机构预先披露,对市场采取事后披露的方式。

(作者单位:特华博士后科研工作站)