

# 亚洲基建需要多元金融合作

张荣楠

从当今全球的经济格局来看,区域一体化的程度越来越高,但基础设施发展水平低及缺乏互联互通问题是制约发展的一大瓶颈,未来亚洲经济可持续发展必须有效解决这一难题。

各国基础设施建设不平衡,中低收入国家的基础设施严重滞后,成为瓶颈。亚洲基础设施建设过程中会面临巨大的资金缺口问题,融资渠道、融资方式、融资主体、融资机制等问题尚有待完善。一些亚洲发展中国家供电能力严重不足,每天只能供电10个小时,有些国家铁路年久失修、高速公路很少、农村公路、电网和通信设施乃至饮水条件都很差,严重影响了发展和民生。中国三十多年的发展经验表明,增加就业、改善民生、发展经济都离不开基础设施互联互通。基础设施投资不仅是亚洲国家、地区增长的新动力,也将是全球经济增长的中长期引擎。

亚洲地区基础设施发展依然落后于经济增长,且无论在质还是量上均低于国际标准,已经对亚洲经济发

展造成了相当严重的制约。根据亚洲开发银行预测,未来10年亚洲基础设施投资需要8.22万亿美元,即每年需要新增投入8200亿美元基础设施资金。而2013年,亚洲除中、日、韩三大经济体的国内生产总值(GDP)总额约为8万亿美元。根据世界银行统计,中低收入国家资本形成率占GDP比重仅为1/4左右,其中用于基础设施投资方面的资金仅为20%左右,约4000亿美元,融资存在巨大缺口。其中,仅印度未来几年的基建就需要1万亿美元,融资存在巨大缺口。为亚洲基础设施建设提供融资的主要机构——亚洲开发银行2013年仅提供210亿美元贷款,即使把世界银行集团、发达国家官方援助(ODA)等都考虑在内,资金缺口依然难以得到弥补。

与之形成对比的是,亚洲储蓄资金丰厚,外汇储备存量巨大。截至今年6月份,亚洲外汇储备总额达到7.47万亿美元,再次创造新纪录。以中国为例,中国外汇储备近4万亿美元,已经成为世界第三大对外投资国,但投资领域和渠道依然比较狭窄。事实上,在过去的数十年里,亚洲的大量储备和

储蓄资金都流至美国或欧洲的国际债券市场,而本地区经济发展、特别是基础设施建设还难以有效满足。由于资本的逐利性,全球私人金融机构的基础设施投资则主要流向发达国家的成熟资产,包括亚洲在内的广大发展中国家和新兴经济体的基础设施建设需求始终难以得到真正填补。

尤其值得一提的是,跨区域互联互通与国家内部的大型建设项目不同,区域或次区域的互联互通项目如讨论多年的“泛亚公路”、“泛亚铁路”等,由于涉及多个国家、投资额巨大,较长时期内看不到回报,一直难以推动,只有在多边开发机构的统筹协调和资金投入下才有实现的可能。

也正是在这样的困境和需求之下,为构筑基础设施所必须的“资金池”,中国积极倡议发起了亚洲基础设施投资银行(AIIB,简称亚投行),将作为一种创新的多边投融资平台而发挥重大作用。近日,随着印尼加入亚洲基础设施银行发起国集团,亚洲基础设施投资银行发起国变成22个,其初期资金500亿美元,法定规模1000亿美元。

亚投行的成立不仅可以为亚洲经济社会发展提供高效而可靠的中长期的金融支持,有利于夯实作为经济增长动力引擎的基础设施建设,还将提高亚洲资本的利用效率,从而促进区域内全方位的互联互通建设。中国倡导亚投行遵循开放的多边主义,并按照先域内后域外的原则,向亚洲以及其他经济板块开放。

未来,需要以亚投行为投融资平台,将通过“杠杆作用”扮演亚洲基础设施建设和互联互通的助推器和催化剂的角色。

从构建多元化的投融资体系框架的发展趋势看,除了中国已有的投资基金可以为基础设施融资发挥更大作用,也可以发行长期债券或设立各种创新融资工具。尤其是应该动员更多的私人部门的资金,积极推进公私合作模式(PPP),增强基础设施项目对于私人部门投资者的吸引力。

事实上,在今年10月22日,APEC财长会议上就已经通过了《APEC区域开发成功的基础设施PPP项目实施路线图》,在这一路线图指引下,各国有望制定基础设施投资计划或重点项目清单,出台PPP项目库,为PPP项目的开展营造更好的环境。多边银行可以进一步推动本币债券的发行和(或)地方债务融资的发展,帮助吸引长期投资者投资于基础设施PPP项目。

此外对一些投资金额大的基础设施项目,可以通过国际金融组织中长期贷款、本国政府财政资金、外国ODA、本国企业及金融机构的“联合融资”方式予以推进。归根结底,就是要将亚洲储蓄用于亚洲建设,促进亚洲发展。

(作者为中国国际经济交流中心副研究员)

# 行情太疯狂 不利于雨露实体经济

李宇嘉

本轮股市上涨行情启动前,机构普遍认为,无风险收益率回落刺激风险偏好,A股估值处于绝对安全边际。五年的熊市积累的做多动能,以大股东为代表的产业资本增持以及11月21日降息,最终触发了本轮牛市。但是,从近几个交易日场外资金疯狂扫货、大手笔轧空的姿态,盘面上表现出来的天价天量、高换手率以及外围虎视眈眈的做多势能来看,毫无疑问,近期股指走势已经脱离了基本面,而是进入了资金推动的“疯牛”行情。

决定股市能否走牛的直接因素就是市场上有多少钱,这些钱愿不愿意投入股市。近日,股市走出一波凌厉的上涨行情,上证综指在10个交易日上涨近20%。在基本面(上市公司盈利、风险溢价)没有出现改观,甚至是下滑的情况下,股市上涨的唯一因素就是钱多了,而之所以进入股市的“钱突然多了起来”,关键就是资金的蓄水池开始更替带来了预期的变化。在股市整体估值较低的情况下,这种资金空前大挪移形成了推动股市上涨的飓风。

今年以来,国家一直希望通过银行间市场净投放、信贷市场定向投放来构建央行可控的长短期利率走廊,从而实现解决实体经济“融资难”和倒逼过剩产能行业“去产能”的双重目标。但是,在货币市场资金供应充足、利率一降再降的情况下,实体经济“融资难”的问题并没有解决,前三季度一般贷款平均利率几乎没有变化,个人房贷利率还小幅上升。根源就在于,受支持的实体经济因经济下滑、库存压力而缩减投资,贷款需求下滑,而受实体经济风险溢价上升的影响,银行也不会按照央行“指哪打哪”来操作放贷,“惜贷”情绪严重。

因此,货币政策宽松的一系列创新的结果是,一方面是银行超额准备金率的上升,资金大量闲置;另一方面是银行继续创设新的影子银行(如融资租赁、股权投资、P2P等),迎合因地方债务融资受限而带来的资金需求,包括年底存量债务偿债压力(今年偿债占比20%)和基建配套资金及前期项目的刚性进度投入等所需要的资金很多需要借助新的影子银行渠道来满足。于是,定向宽松出现了资金梗阻,传统的银行对接旧模式的投融资体系亟待革新。

资金需求端的房地产大周期下滑,成为倒逼传统投融资模式革新的起点。今年以来,国家对于楼市采取短期鼓励的措施并非重回老路,而是必须稳住这个7倍于股市市值的庞然大物,让其缓慢释放泡沫,缓冲经济下滑。无论是6-8月的退出限购、“9·30”松绑限贷,还是10月29日提出的鼓励住房消费,除了重点一、二线城市回暖外,全国楼市下滑的趋势并未改变。本轮房地产下滑不是行业的周期性调整,而是整体供求关系改变的结果,市场对政策刺激的反应变小。因此,房地产这个过去10多年最大的吸金大户开始向外“吐钱”,房地产信托违约案例增多、发行困难。

至于资金供给端的银行,国家对其传导货币政策意图,实现“调结构”、“促转型”越来越失望,

对其借助于国家隐性担保“套政策利、套国家利”的道德风险本质看得一清二楚。11月21日央行不对称降息(缩减银行利率)以及一周后央行发布的《存款保险条例(征求意见稿)》是非常重要的信号,尽管最高赔付50万元将覆盖99%的储户,但赔付仅覆盖存款总规模的50%,近一半的存款不受保护。而这一半的存款绝大多数是借助于通道,投资于理财、信托和保险,对接房地产和政府融资平台,成为信贷紧缩后接济旧发展模式的主力军。

存款保险的实施,一方面可能会倒逼高净值客户将资金投向实体经济。一个社会,最具有投资知识的高净值人群却不愿投资实业,反而谋求成为躺着赚钱的“食利阶层”,科技创新和效率改进一定无望;另一方面逼银行转型。2008-2011年,美国破产了400多家银行,有存款保险,银行体系波动的冲击并不大,但却能够甩掉旧包袱,迎接新经济发展模式。

近几个交易日,动辄近亿的成交量不是占投资者85%的散户能够做到的,肩负改革重任的国家队先行入场的可能性很大。试想,能将大象能够吹起来的飓风,不是小打小闹的散户能够形成的。但是,受资金大挪移的冲击,跟随入市的散户,其疯狂程度是完全没有预料到的。从散户的资金动向来看,融资规模、券商理财、股票类信托、借助伞型信托的个人理财,甚至是杠杆叠加(房产抵押+融资)急剧扩张是近期主要动力。截至12月3日,投资者融资余额达到了8500亿,比6月底增长了一倍多,股指期货持仓增长75%,而满仓踏空(理财没到期)的个人投资者和机构投资者(如险资)还在虎视眈眈。

目前,高净值客户是股市的主力,前期产业资本已经开始增持,近期证监会下发《商业银行理财业务监督管理办法》,后期理财资金、储蓄资金等都有望进入一级市场。这是管理层希望看到的,后期等着IPO的500多家企业也有了盼头,这也为注册制改革顺利推行创造了非常良好的氛围:社会资本直接对接实体经济,不仅融资通道和环节没有了,融资成本下来了,而且以高净值客户为主体的直接投资模式也就有望形成,全社会创新和创业的氛围也可能因此而得到改善。

但是,天价天量、疯牛行情、飓风吹动的市场形态出乎绝大多数人预料,这恰恰反映了我国股市急躁急跌、投机难改的恶习。一方面,储蓄和理财资金重在短期获利,而不乐意长期投资,也不真正关心实业投资。这部分资金借助于杠杆等方式入市,意味着高成本,求短期获利的心态明显,这不是管理层希望看到的;另一方面,过快上涨过程中,股市做庄、操纵股价都会有所抬头,在赚钱效应驱动下又进一步刺激资金从众性入市,投机氛围进一步加重,有钱的“任性”必然在短期内继续推动股指,不可能成为可能。但是,过于快速上涨后,必然存在回调的诉求,而管理层也有必要给股市降降温。资金驱动下的行情不仅不可持续,而且后患无穷,不仅对股市健康发展不利,而且对借助盘活股市来推动投融资模式革新的计划也极为不利。

(作者单位:深圳市房地产研究中心)

# 电力改革 需要破解话语权难题

谭浩俊

按照媒体披露的消息,新一轮电改方案将按照“四放开、一独立、一加强”的思路,改变电网企业集电力输送、电力统购统销、调度交易于一体的格局,让电网企业主要从事电网投资运行和电力传输配送,破除电网“独买独卖”的垄断格局。

显然,公众最关心的是“电网拆分”和“调度独立”,这次还没有触及,也就是说,此次改革仍然是一次不太彻底的改革。不过,本轮改革似乎已经有一些实质性的动作,因为破除“独买独卖”格局,应当说是破除垄断不可忽视的重要方面,还是值得一定的期待。

而对电力行业来说,垄断毫无疑问是最鲜明的特征之一。虽然从上世纪90年代开始,中央就下决心对电力行业进行改革,并提出了很多改革的目标和要求,尤其是进入21世纪以来,更是提出了“厂网分离、主辅分离、输配分开、竞价上网”的改革新思路,并在一些地方和环节进行了试点。但是,从总体上讲改革并没有实现预期目标,很多措施一出台遇到了强大的阻力,不得不退回到原点。

正因为如此,对新一轮的电力改革让社会期待很高。如果在改革过程中,不敢触及电网企业的超级话语权,那么所谓的改革,也就可能会成为一句空话。也就是说,只要电网企业一在独享话语权,市场公平竞争的环境就

一天不能实现,其他企业就会遭到电网企业的利益侵犯。

新的改革方案将对电网企业不再以上网和销售电价价差作为主要收入来源,也不再负责统购统销,而是从事电网投资运行、电力传输配送,按国家规定的输配电价向电网企业支付相应的过网费,应该说,电网企业的话语权就会因此而分割出去一小部分。虽然改革没有提及调度独立问题,但在交易平台相对独立运行的形式下,对解决电网企业将交易业务与其他业务混杂在一起的问题还是有所作用。

就像铁路一样,只要路权和调度权掌握在铁路部门手中,那么,企业和居民等就不可能与铁路部门平等对话,就必须受到铁路部门的制约。电力也是如此,只要电网不拆分,只要社会资本不能参与到电力行业来,只要调度不独立,电网企业就可能对其他企业形成强大的控制力。

事实上,在电力行业现有产能已经接近过剩的情况下,对电力行业进行彻底改革的条件已经成熟。一方面,可以先将调度独立,让调度对电网企业的垄断形成冲击;另一方面,对电网进行拆分,也不太会影响到电力供应,影响市场价格。更重要的,在电力供应还不够平衡的大背景下,如果能够对应电网的拆分和调度的独立,能够更好地引入社会资本,使电网的布局更加科学合理,对电力供应的平衡产生积极影响,使使富电地区的富余电力更好地向缺电地区输送,避免产生浪费。

## 居住证持有人或将享受户籍人口多项权利



改革惠及居住证,希望人权能平等。户籍制度久患病,居住管理很伤魂。歧视源于一张纸,公平关乎十亿人。国民平权是常识,法治先还自由身。

紫蝶/漫画 孙勇/诗

# 期待牛市行情 理性投资股市

吴智钢

最近两周,股市快速上涨。目前,A股市场的市值已经超越日本股市,成为全球第二大市值的股市。

A股市场上周的表现,不仅吸引了国人的高度关注,而且也引起了国际主要媒体的注意力,人们对此有各种各样的说法,议论纷纷。其中,笔者注意到,12月5日《参考消息》刊登的《中国股市飙升创三年新高》一文中转载《华尔街日报》网站一篇《中国股市大涨引发对风险的担忧》的文章,此文引述国内某基金经理的话说“本轮涨势主要是投机行情,受到了流动性的驱动。风险在于可能涨得快跌得也快。”将A股市场本轮涨势说成是“投机行情”的话,笔者绝对不能苟同。如果真有中国的基金经理把A股市场当前的涨势看成是“投机行情”的话,那么,他对A股市场就太不了解,太不专业了。

中国改革开放30多年来,宏观经

济长期保持了高速增长,目前,中国已经成为世界第二大经济体、全球最大的贸易国之一,但中国股市长期未能跟随中国经济的走强而走强,自2008年全球金融危机爆发以来,A股市场更是走出了7年震荡下行的行情。A股市场之所以在很长时间内熊冠全球,主要原因是受制于当初设立股市是“为国企解困”的指导思想和各项制度的不完善。最近几年来,股市管理层大力推行股市改革,强化制度建设,不仅进行了股权分置改革,还完善了新股发行制度、信息披露制度,强化对中介机构的监管等等,最近,管理层还推出了“沪港通”,允许中国内地和香港双向投资,实行资本的双向流动,不仅推动了人民币国际化,也为中国资本市场对外开放走出了重要的一步。尽管目前“沪港通”还有交易层面的制度需要进一步的对接,但A股市场与国际市场的接轨、A股市场的更加开放已经假以时日的事情,值得期待。A股市场的制度建设和初步完善,已经为

A股市场的走强奠定了坚实的基础。

从A股市场的投资价值来看,A股市场也完全具备了上涨的空间。多年来,中国上市公司虽然也面对种种困难,但总体业绩每年依然有所增长,加上A股市场长期走弱,使得A股市场估值严重偏低,成为了全球资本市场的价值洼地。即使经过了今年以来、尤其是经过上周的大幅上涨之后,依然如此。据中国证监会新闻发言人公布的数据,截至12月5日,沪深两市全部A股平均静态市盈率20倍,其中主板市盈率16倍;金融业、采矿业和房地产业市盈率分别为9倍、15倍和17倍。与经过最近5年牛市的欧美股市相比,A股市场的估值依然偏低。

因此,笔者认为,A股市场当前涨势绝对不是什么“投机行情”,而是价值修复、价值回归的行情。而这一轮价值修复的行情,很可能推动经历了多年持续走弱的A股市场爆发新一轮的牛市。

从历史经验来看,一般牛市的发展,都经历过如下的不同阶段:牛市的初期,

可能只是价值的修复;随着行情的发展和中国经济结构调整和经济转型所产生的效应,可能在牛市中后期会出现价值的提升;而在牛市的后期,则有可能出现价值的再发现。

因此,A股市场当前的涨势,不会只是一个短期的波动,目前阶段仍然属于资金流入期,股市在短期内会出现暴跌也很难。但是,如果把一个原本应该需要数年推动的牛市行情,集中在一年内或者更短的时间内爆发式地完成,那也是不科学的、不具备可持续性的、甚至是有害的。

面对股市上涨的行情,客观上存在财富效应,而财富效应推动消费,对推动中国经济结构调整是有帮助的。同样,面对股市上涨行情,被压抑了太久的股市投资热情也许会在短期内出现一个爆发的过程。但是,对于投资者而言,更重要的是需要保持冷静,需要理性的投资。那种“卖房卖车买股票”的舆论,是不可取的。“股市有风险,投资需谨慎”,这句话从来都是有益的提醒。所有的投资行为,都应该在个人的承受能力之内进行。

## 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pp118@126.com。