

# A股具备新兴市场风向标的发展基础

章玉贵

## MSCI暂缓接纳 A股不跌反涨

昨天,第三次闯关MSCI新兴市场指数失败的A股,在如此利空消息面前,不但没有出现预期中的下跌,而是低开高走,收市报收2016.11,涨幅0.5%,成交量上攻强势走高,这让一直处于占优策略地位的MSCI明晟公司多少有点尴尬。不过,明晟公司稍早的相关措辞也为其后续的积极行动留下了空间,其借用国际投资者的相关诉求来说明为何此次不能接纳A股加入的原因,是非常高明的策略应对;其继续保留中国A股在纳入其新兴市场指数的审核名单上的做法,也是进退有方的明智之举。

正如中国证监会发言人所言,MSCI明晟新兴市场指数是一个商业机构的指数,中国证监会对于MSCI明晟公司考虑将A股纳入该指数是同意和支持的,纳入与否是MSCI明晟公司的商业决定。此次MSCI明晟公司延迟纳入的决定,不会影响中国资本市场改革开放的进程和市场化、法治化的方向。按照笔者的理解,中国资本市场监管层的上述表态,在遗憾之余,也对中国A股在全球资本市场上的预期坐标充满信心,A股

# 代工企业再成长 离不开创新商业模式

闻一言

阿里巴巴董事局主席马云日前在投资者大会上表示,传统代工(OEM)厂商目前面临的并不是简单意义上的“假货”问题,而是商业模式问题。

依照经济学家的普遍看法,中国代工企业是在过去三十多年间把“中国制造”发展到比较成功的行业。代工贸易的成功运作,让“中国制造”在短短三十多年间就完成了初步工业化并跻身世界工厂的战略目标。中国代工企业能够生产出达到国际水平的优质产品,因此许多大品牌都选择中国代工企业代工生产。由此,全球对于“中国制造”由代工起步转而向着工业化更高层的转进印象深刻。可是,在经济新常态的语境下,代工企业如何实现转型升级的战略目标?必须在商业模式的探索创新上另辟蹊径,必须借助技术创新和交易体系重构,实现代工企业的再成长。

一些代工企业发现可以通过互联网销售业以形成巨大产能的相关产品,这些代工企业销售的产品与正品质量相当,许多正品和“仿品”绝大多数来自同一个工厂,可最为显著的是其商品价格却远远低于这些大品牌,原因是品牌效应决定了商品尽管产品质量相同,但是价格却存在着巨大的差别,这也是代工企业从帮助别人代工只取少得可怜的加工费,而产品利润的大头都被大牌企业拿走走出的道理。

# 万科股权之争结局猜想

李宇嘉

万科联姻深圳地铁(下简称“深铁”)能否如愿,很大程度上取决于华润、宝能、安邦等几大股东与万科管理层博弈的结果。在股权分散、资本市场“一股独大”,而管理层持股弱势的情况下,万科所能做的,就是要让大家相信,傍上了深铁这个“土财主”,对于各大股东来说,并不是稀释了控制权,而是分享都市圈时代地铁经济的红利,这才是最优选择,或者说“共赢”。

当大家期待6月18日晚最晚复牌日到来,万科股权之争落地,“新剧情”又出现了。6月12日,万科与深铁携手举行“2016轨道交通与城市发展高峰论坛”,随后举行了战略合作备忘录签字仪式,并召开新闻发布会。备忘录没有法律效力,只有深铁将艳美的土地注入才算数,但这要经过万科董事会和股东大会投票

何时加入具有符号意义的指数俱乐部,主要是时间窗口选择的问题。

## MSCI手握A股通行证

作为全球第二大经济体的中国,拥有在全球范围内仅次于美国的第二大股市,这本身就是一个发展成就。显然,仅仅就体量和发展潜力而言,A股注定会成为MSCI新兴市场指数的重要成员。用中国证监会发言人的话来说,A股市场的国际影响力正在逐步提升,任何没有中国A股的国际指数都是不完整的。此次A股未能拿到MSCI门票,相关解读很多,其中代表性的观点是反竞争条款问题。因为中国监管层针对此前MSCI所提出的额度分配程序、资本流动限制、投资收益所有权、公司停牌任意性等,已出台了改进措施并正在逐步解决。但针对“预审查反竞争条款”问题却未做出实质性的表态。此前MSCI明晟相关人士就曾表态说,取消ETF等A股挂钩衍生产品海外上市的预审权对于A股加入MSCI至关重要。但中国监管层之所以不能对明晟方面的相关要求照单全改,盖因中国既看重这张入场券,也不会为了主动适配而被国际投

资者牵着鼻子走。

笔者曾说过,A股若能加入MSCI明晟俱乐部,不仅意味着沪深股市向国际主要投资者发出强烈的买入信号,更广泛的意义在于,这将标志着占到全球股票市值10%的沪深股市,不再是相对封闭的内循环投资格局,而是向国际投资机构展现其可能不确定但一定不乏获利空间的投资价值。显然,如能迈出这一步,其战略意义不亚于去年底人民币加入特别提款权(SDR)篮子。MSCI明晟此番做出了审慎决定,技术与规则层面的理由固然充足,但更深层次的原因恐怕还在于,作为一向翻手为云覆手为雨的国际金融资本的代言工具,MSCI明晟如何评估A股以及何时决定开放A股进入其新兴市场指数,本身就是国际金融资本某种意义上对中国资本市场发展进行战略锁定的一张牌。在获得足够舒服的投资条件之前,任何一个理性的金融资本家都不会轻易向未来的强劲竞争对手发放通行证。

## 内外兼修是A股发展的基本逻辑

从全球资本市场既有主导性规则框架及其背后的隐性控制力量的角度来看,推迟A纳入MSCI的时间表,是非常理性的技术性安排。应当承认,去年发生的大规模股灾以及随后的大规模停牌,的确对有意投资A股的国际机构投资者产生了一定的技术判断不确定与心理影响,国际机构投资者显然不想充当“接盘侠”,他们对A股投资价值的判断基准甚至会比其他新兴经济体的更为严苛。因此,尽管目前沪深两市市值均比其在2015年6月的顶峰低逾40%,似乎看起来已经足够便宜,但投资者对中国市场波动预期的不确定性尚未有足够的

把握,他们更愿意看到当中国经济筑底回升的时间窗口来临时,在相关诉求得到满足之后再进场投资。

笔者早就建议,发展A股市场必须尊重其内在发展逻辑,切不可人为扭曲其发展轨道。其实,无论是当前还是中长期,我国都不缺做大做强A股市场的基本要素。近些年来,A股表现之所以与市场期望和中国经济成长存在这么大的落差,显性的原因在于市场参与主体的良莠不齐与败德行为存在,进一步的原因在于监管的缺位与改革进程中遭遇的各种盘根错节的阻力,深层次原因则是原有市场机制设计不合理,导致A股发展始终未能有效尊重资本市场发展的内在逻辑。回望去年上半年A股市场的狂飙,尽管为当时疲弱的中国经济注入了一些兴奋因子,却再度印证了中国股市难以摆脱的“政策依赖症”。其结果,本质上缺乏宏观经济基本面与微观市场主体业绩改进支撑的中国股市,由于各路资金的疯狂赶集而一度创下惊悚纪录,但随后发生的严重股灾以及为此付出的沉重代价,再度证明:随意扭曲A股的运行轨迹对于锻造强大的资本市场而言,无异于饮鸩止渴。

不过,早已在制造业和贸易领域深度融合入全球市场的中国,迟早要进入作为全球顶层分工领域,即金融价值链的高端。只要A股发展持续尊重市场规律,不断完善交易规则,提高宏观审慎监管水准,在中国经济增长动力向技术进步与人力资本提升的大背景下,是完全有可能发展成为新兴市场风向标的。

(作者系上海外国语大学国际金融贸易学院院长)

## 焦点评论

### MSCI暂不纳入 A股反而大涨



唐志顺漫画 孙勇诗

一个指数掀波澜,A股外恋也犯难。资本引进很诱人,市场开放已扬帆。练好内功是根本,借助外力非灵丹。股票优劣在价值,短期涨跌等闲看。

有把握,刨除成本后,未来拿到市场上卖的房子能赚钱。因此,深铁这个楼市开发的“外行”,要寻找能驾驭市场的房企。毫无疑问,万科具备这种潜质。万科“工厂化”的成本控制能力,快周转的现金保障能力,国内核心城市的先期入主,以及海外市场的拓展等,都意味着深铁与万科合作是强强联手。但是,房地产开发不是技术活儿,正如郁亮所言,深铁也可以和其他房企合作。那么,深铁青睐万科,能否最后转化为“婚姻”,还得仰仗大股东的支持。

同时,万科同步与东莞、重庆地铁投资方签订合作备忘录,并将合作递延至国内轨道交通PPP及“一带一路”,宣告排队到门外。那么,深铁为何要选择万科呢?大家知道,深圳没有地了,90%的房子靠城市更新供应。房价暴涨一年有余,新房均价接近6万元后,拆迁成本高得令人咋舌,没有哪个开发商

润抛出橄榄枝,支持万科引入深铁是共赢。就宝能来讲,其举牌万科的资金中,2/3是靠高现金短期趸交方能融资获得,考虑到偿还压力,复牌后万科股票补跌风险,特别是与深铁联姻将有助于提升万科股票的内在价值,宝能投资支持概率较大。

近期,各地“地王”的70%为“央企造”,据悉近期央企已被国资委约谈。作为共和国长子,在稳增长、促改革中重塑中坚,不能再靠垄断地位、资金优势助推楼市泡沫。2015年,万科每10股分红7.2元,股息支付率达45%,再次赢得上市公司“分红牛”称号。在资产配置荒的当下,持有股票做财务投资者,不打万科主意来做大地产板块,而是分享万科红利,或是华润优选。由此,预计华润投资赞成票的可能性也较大。退一步,若宝能投资赞成票,即便华润反对也白搭。

(作者单位:深圳市房地产研究中心)

# 化解金融风险 要靠市场化改革

周子勋

## L型经济将会持续

中国L型经济趋势将会持续的基本判断正逐步得到印证。国家统计局6月13日公布的数据显示,中国1-5月城镇固定资产投资同比增长9.6%,创2000年5月以来新低,不及预期的10.5%,前值为10.5%。1-5月,民间固定资产投资增速继续滑落,同比增3.9%。民间固定资产投资占全国固定资产投资(不含农户)的比重为62.0%,比去年同期降低3.4个百分点。消费也持续减速,1-5月社会消费品零售总额同比增长10.2%,其中5月社会消费品零售总额同比名义增加10%,不及预期。而5月规模以上工业增加值同比增长6%,与市场预期及4月持平。

虽然目前经济运行总体态势符合预期,但结构性问题仍然突出,总需求低迷和产能过剩,经济下行压力依然存在。如何应对经济政策要考考虑的重要问题。正因如此,日前在上海召开的“2016陆家嘴论坛”备受瞩目。由于“陆家嘴论坛”的主办单位是上海市政府和一行三会,所以这些机构的声音到底隐含了哪些重要的政策走向格外引人注目。笔者注意到,此次论坛讨论比较多的议题主要集中在两点:第一,金融如何服务好实体经济?二是在去产能、去杠杆的背景下,货币政策应该如何发挥效用?

每每论及金融服务实体经济的效率,最普遍的评价是:实体经济若未达到预期增长,就是金融服务没有跟上;实体经济的融资需求若未得到充分满足,就是金融服务低效。这是一种似是而非的简单思维,金融服务实体经济的效率并不完全取决于金融。实体企业的过高期待和金融市场的未成熟形成了结构性矛盾。不是金融服务实体经济的意愿和理念不足,而是金融服务实体经济的能力和水平不高。

## 不应强迫金融进入实体经济

总体上看,我国注入实体经济的资金并不少。2015年末M<sub>2</sub>/GDP已高达206,经济货币化程度远高于其他国家。有人甚至这样说,在国内经济“脱实就虚”的大背景下,金融业理应同煤炭行业、钢铁行业、房地产行业一样,归属于产能过剩的重点行业,未来应当加大力度实施供给侧改革,实现金融去杠杆、去产能,来化解其中的潜在风险。

正因如此,有多位专家表示不应用行政手段强迫金融进入实体经济。比如央行货币政策委员会委员、清华大学经管学院教授白重恩就表示,不应该给货币政策过大的负担,货币政策能解决的问题只是一部分。白重恩认为,金融的目标一是资源配置的效率,用市场规则来实现资源配置的最优化,二是控制风险。全国人大常委会委员、财经委副主任委员吴晓灵也表示,应该明确货币政策的责任是什么。“其实它的责任就是保持稳定的货币条件,让经济有一个可信的价值尺度。”她说,解决货币政策支撑性的问题不在于货币政策的总量,而在于金融结构的调整,金融机制的调整。一个稳健中性的货币政策,在总量可控的条件下才能做结构调整。

从某种意义上说,中国实体经济缺的不是钱,而是效益。“被服务”不等于“被伺候”,再好的金融市场也救不了不善于经营的实体经济。实体经济面对困境,不能习

惯性地从金融领域找原因,不能将金融视为实体经济之力的“替罪羊”,不能全盘否定金融机构在市场上的逐利本能,更不能拔苗助长地催生金融迅速出现推动实体经济发展的效果。在此需要特别指出的是,实体经济从金融市场获取间接融资和直接融资的同时,也需更加注重内源性融资,即企业自身积累。换个角度说,中国经济目前面临很多棘手问题,其中最值得关注也最为紧迫的是债务问题。多年来,忽视内源性融资的严重后果是实体企业杠杆率过高,2015年末,我国非金融企业债务规模达到108万亿,杠杆率高达160%,远高于欧美发达国家。

如何才能更有效预防系统性金融风险呢?监管层已经开始整顿金融系统杠杆。当然,不再是2013年那样专业银行从流动性的正面市场进行压迫性的挤压,挤出钱荒、资产负债表破损等,而是一个迂回方式,通过金融监管的加强升级把一些金融监管盲点和空白全面覆盖,把这些隐患统统掐死。我们看到对非银资本的约束越来越强;对银行系统的同业、理财两个领域的治理整顿已经逐步升级。某种程度讲这实际上是一个逆金融自由化的过程,是一个金融重新回归到简单、朴素,甚至向原始回归的一个过程。某种程度应该代表着目前整个的宏观金融的管理层、监管者的一个集体共识。中国的逆金融自由化,反金融自由化的过程实际上已经开始。它对应的是金融杠杆的压缩,金融资产资产负债表的重新调整、重新配置、重新安排,以及对应的金融资产价格的调整。这个金融压杆的过程,实际上4月份就发生了。资产的重估虽然从价格的调整上表现迟缓,但它会以另外一种方式表达出来,即流动性显著变差,让时间价值去消耗虚高的价格。

## 要靠市场化改革 来去掉无效供给

当然,正如专家所言,防范金融风险关键要靠市场化改革来去掉无效供给,按市场方式来有效配置资源。如果不能除去多余且无效的产能,市场的新生增长点就无法得以成长,这既是资源配置问题,也是社会运行机制问题。推动供给侧改革,完善“市场化”就是要建立一个能够优胜劣汰,企业能够自主决定生死或的制度环境。在这种制度环境下,政府敢于打破刚性兑付,通过市场自然出清的方式,引导企业(包括国企)有序破产,通过企业的破产或者债务重组来消除过剩的债务,进而消除无效的货币,为高效的金融供给提供条件,借此来避免金融资源出现结构性不匹配,提升金融资源使用效率,达到减少无效债务的目的,起到防范金融风险的作用。

事实上,监管层已经认识到,推进供给侧改革的核心就是健全和完善市场化机制。例如,央行副行长张涛近日表示,我国金融业要建立退出机制及一系列配套的制度。对于经营出现风险、经营出现失败的金融机构,要建立有序的处置和退出框架,允许金融机构有序破产。该重组的重组,该关闭的关闭,增强市场的纪律约束。证监会副主任委员吴晓灵也表示,严格依法执行强制退市制度,推进并购重组市场化改革,强化市场的优胜劣汰功能。当然,强调“市场化”并不是把所有防范金融风险的任务,都丢给市场,政府就可以高枕无忧。政府仍然需要提前做好准备,做好预案。推进市场化改革意在强调,在防范系统性金融风险的路上,首先得需要有一个健康的金融体系,还需要以市场化的方式去构建和完善这样一个体系,去清除有金融体系中一些非市场因素,厘清政府和市场的边界,这恰恰也是十八届三中全会决议中所强调的核心理念。

## 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0755-83501640;发邮件至pp118@126.com。