

经济复苏之路仍较复杂

陈 伟

近日，中国物流与采购联合会公布的8月份PMI指数显示，当月为51.7%，高于上月0.5个百分点，一举扭转了前期该指数连续3个月回落的态势。我们认为，这表明近期制造业经济在政策维稳作用下有所反弹，但相比于往年同期，反弹力度仍偏弱，未来几个月，经济继续回落的概率依旧很大。

政策维稳初现成效

推动PMI上行的主要是两类指数，新订单指数和生产指数。

如当月新订单指数为53.1%，比上月上升2.2个百分点。而其中，不仅是外需还是内需的订单都出现了一定的升幅，如当月新出口订单指数为52.2%，扭转了连续3个月回落的态势，比上月上升1.0个百分点。这表明近期外需增长并没有市场预期的那样糟糕，如美国7月份个人支出上升0.4%，创3月份以来最高水平，这有利于未来几个月出口增长的平稳。而内需方面，7月以来由于政府开始担心经济过度下滑而主动集中实施系列保增长措施，如保障房建设，西部大开发等，内需增加产生的订单增长开始显现，贡献了新订单指数增量的1.2个百分点。

需求的增加一方面加速了企业去库存化，另一方面也促进了企业生产。如当月产成品库存指数为46.9%，比上月回落3.0个百分点，降幅也比上月扩大1.6个百分点，有加速下降的趋势，而部分库

尽管8月PMI指数的回升显示二季度以来经济下滑趋势得到初步改善，且未来在出口增速下降可控以及政府今后会审时度势加大保增长政策实施力度的形势下，中国经济出现深度回调的可能性很小，但这并不表明经济复苏可以一帆风顺了。当前还存在制约制造业持续复苏的多种因素。

存水平较低的企业面对需求的增加，已经开始扩大生产，由此也就扭转了近3月生产指数持续下降的趋势，当月生产指数为53.1，比上月上升0.4个百分点。而以上两种情况的出现都有利于实现经济复苏。

但我们认为，8月PMI相关指标的反弹并不表明制造业经济就此复苏，应该看到，8月PMI的上升都有季节因素的作用，如过去5年中，8月PMI指数相对于7月环比上升0.7个百分点，由此看来今年8月PMI环比小幅上升0.5个百分点，且均值比过去5年平均值低0.7个百分点，意味着当月制造业反弹力度并不强。

复苏仍有制约因素

当前还存在制约制造业持续复苏的多种因素。

需求的持续性还有待观察。虽然8月新订单指数的增加超过往年均值，但是许多需求产生的订单仍是不稳定的，如随着主要发达国家都预测下半年经济增速将明显回落，新出口订单指数还有一定的回调空间；内需增长也存在不

确定性，如房地产调控带来的投资增速下滑以及近期加大节能减排力度抑制部分重工业发展都会在相当程度上影响投资增速。此外，在当前地方融资平台清理还没有完全结束，社会通胀预期仍比较强的时期，政府对于地方投资增速的放松也将是比较有限的，这也决定了内需所产生的订单增长持续性并不可靠。

价格水平上升过快是制约制造业复苏的一大障碍。我们注意到，在8月经济需求有所恢复的同时，企业购进价格指数也出现了快速回升，当月购进价格指数为60.5%，比上月上升10.1个百分点，回升幅度已经创出2009年经济反弹以来的新高。我们认为，在需求仅小幅度回升的情况下，价格指数之所以会出现较大的涨幅，这有以下原因：前期企业生产减产力度过大，需求的突然增加使得部分产品供需矛盾，形成价格的上涨；而更重要的是，诸多中间商出于对未来增长的良好预期，借助当前社会流动性仍比较充裕的形势，加大对于相关产品的囤积，由此也造成了价格的过快上涨，而这会造成经济发展的两大负面作用：产品

价格的过快上涨将增大中下游企业的成本压力，整体抑制制造业的复苏；而若下游需求难以最终恢复的话，前期的价格上涨也就会出现回落，由此也会恶化中上游企业的经营环境，而目前已经有这样的征兆，如国内生产资料价格指数在连续8周上升后，近期受需求疲软影响已经开始回落，8月27日指数为134.07，相对于上期小幅回落0.14点。

因此，我们认为尽管8月PMI指数的回升显示二季度以来经济下滑趋势得到初步改善，且未来在出口增速下降可控以及政府今后会审时度势加大保增长政策实施力度的形势下，中国经济出现深度回调的可能性很小，但这并不表明经济复苏可以一帆风顺了。目前的经济反弹只是修正了前期经济增速过快的下滑，它虽然会减轻经济下滑的痛苦，但却无法改变经济下滑趋势，真正经济底部的形成至少要等到外需对中国的冲击更明显以及调控对于经济的负面影响最突出的时候，而这大约是在今年四季度之后，届时通胀水平明显回落，而政府对于上轮经济刺激后遗症的清理也基本到位，此时新一轮由政策激发的“以区域和产业升级”为主导的中国经济复苏周期才可能真正启动。

(作者单位：民族证券)

焦点评论



财经漫画

欢迎民间资本参与企业重组

赵乃育 / 图

实话实说

征缴增值地价法规应尽快落实

李季平

国土资源部8月19日在新闻发布会上曾称，截至今年5月底，全国上报房地产企业违法违规用地3070宗，闲置土地2815宗，闲置土地面积高达16.95万亩，接近1.13亿平方米，多家房企存地够开发10年，坐等土地升值。

对于如此严重的因土地闲置而“造富”现象，我认为上述两点仅是表象，其背后深层因素，是因为我国惩治闲置土地的法律法规长期被闲置，几乎很少发挥作用。如果我们对比惩治土地闲置问题的法律法规略作回顾，就不难发现，国家历来重视打击土地闲置问题，遗憾的是，多少法律法规一直没有认真落实，像闲置土地一样被置于“闲置”状态。

最早的惩治闲置土地的法律是1999年开始实施的《中华人民共和国土地管理法》，该法规定土地闲置期限超过两年的要无偿收回；紧接着，国土资源部印发《闲置土地处置办法》，明确规定闲置一年以上的征收闲置费，闲置两年以上无偿收回。这期间，国家有关部委，凡是出台一次关于房地产市场调控的政策，都会明确或重申一次对闲置土地的

处理措施，国土资源部也不断对如何认定闲置土地等具体细节出台新的措施。国务院于2008年1月，出台了《关于集约节约用地的通知》，对惩治土地闲置问题提出了针对性较强的措施，该《通知》明确规定：首先对闲置土地征收出让价款20%的闲置费，对于闲置的房地产用地征缴增值地价。

征缴增值地价是对开发商囤地、炒地以及以各种借口和理由放缓开发进度以获取高利润的一次“精准打击”。但遗憾的是，直到现在，时间已经过去了3年多，对于闲置土地征缴增值地价的政策一直没有落实，相关政府部门对于为什么没有落实，也没有向社会做过任何解释和说明。

是什么原因让国家已经公布的征缴土地增值地价政策成为一纸空文？仔细分析或许原因非常复杂，但造成闲置的原因多半在于政府机关或有关政府部门，一旦对拿地企业征缴增值地价，最终或许要由政府买单。因此，要使国家关于征缴增值地价的政策落到实处，首先要解决造成土地闲置的责任追究问题。我们的法律和法规，对于政府违规的责任，到了非追究不可的时候了。

财经杂谈

中企海外并购应以鳄鱼为师

李云峥

根据普华永道的数据显示，中国企业海外并购交易的交易量较之去年同期呈现出上涨迹象：2010年上半年公布的海外并购交易量为99宗，延续了自2008年第一季度以来的增长趋势。2010年上半年，中国政府相关部委公布了14宗资源行业领域的海外并购交易，最大一宗是中石化以47亿美元向Conoco Phillips购入加拿大Syncrude公司9%的股份；另外一宗大额海外并购交易是中投公司再次投资加拿大PennWest Energy公司，累计投资额达12亿美元，澳洲仍然是资源行业海外并购交易活动的主要目的地，而非洲大陆也获得了越来越多来自于中国的投资。

中国企业利用海外并购方式“走出去”的过程中已经慢慢成熟并进入成长期，不过，从多年来的实际情况来看，中企海外并购应该向鳄鱼学习并尊崇“鳄鱼法则”，在稳、准、狠上多下功夫，才能在处于诸多经济和非经济因素漩涡中心的海外并购浪潮中，获得游刃有余的有利位势。

“稳”，是鳄鱼捕食出击高成功率的前提。在大方向上，中国企业目前的成功海外并购绝大多数属于资源性和能源类企业，这类企业并购与其他类型企业并购性相比，收购完成之时基本就是并购成功之时，符合中国企业的管理实力和现状。虽然在大方向上中国企业的海外并购是很“稳”的，但是企业在实施并购前，应充分考虑到中国企业较之其他国

家企业在海外并购上可能遭遇更大“非经济”阻力的现实，从而进行更充分的应变准备，甚至对一些成功可能非常小的收购机会主动放弃，也是“稳”字的另外一层含义，毕竟一次不成功的收购在资金损失和负面影响积累两方面是一个必须正视的后续问题。

“准”，是鳄鱼在出击过程中准确拿捏外界环境变化的一个应变体现。因为海外并购涉及到所在国政府的态度、民众的反应、竞争对手的千方百计阻挠、商业利益对立面的不择手段阻击、被收购企业管理层和股东员工各自不同的利益诉求等，不到最终铁板钉钉之时，戏剧性逆转随时可能发生，这是海外并购案中的常见现象，保持灵活性就成了“准”的最基本保证。在五矿集团收购

澳大利亚矿产公司OZ的过程中，澳大利亚政府曾以相关资产涉及澳大利亚国防军事禁区为由否决了收购申请，但是五矿集团剔除收购部分资产的灵活新方案，则成就了“峰回路转”的收购成功。

“狠”，是任何凶猛捕食者必备的素质，也是所有能够成功进行海外并购企业的基本素质。中国企业要想改变目前在部分国家海外收购中出现的“傻蛋+软蛋”窘境，充分认识到对手的“老奸巨猾”和一些西方政府的“口是心非”，是避免被常见的“拖”字诀玩弄的关键。不过这也需要政府和相关部门为企业的海外并购创造一个公平对等的大氛围来配合，毕竟海外收购背后实际也是一场无形的“非经济博弈”。

专家论道

大力发展债券市场 促进企业兼并重组

华中炜 谷小青

国务院办公厅9月6日公布了《国务院关于促进企业兼并重组的意见》(下称《意见》)，首次提到“支持符合条件的企业通过发行股票、债券、可转换债等方式为兼并重组融资”。这是金融支持企业并购重组的一个重要突破，也是对资本市场特别是债券市场功能认识的一个飞跃，即在现有债券市场主要为企业生产经营活动提供融资的格局之下，逐步发展和完善债券市场为其他非生产经营性活动融资的功能。

债券市场历来是企业兼并重组活动的重要融资来源。当企业确定了兼并收购的目标之后，为避免其他公司加入竞争行列，必须在很短时间内完成股权收购程序，因此往往需要在短时间内筹集较大的资金量。关于企业利用债券市场融资来进行收购和重组活动的例子俯拾皆是。例如，近期矿业巨擘必和必拓(BHP Billiton Ltd.)并购加拿大钾肥公司(Potash Corp)时就表示，计划在交易获得批准后通过债券市场为此项交易进行融资。

在西方世界经历的五次并购浪潮中，杠杆收购主导了20世纪80年代的第四次并购浪潮。所谓的杠杆收购是指利用高负债融资购买目标公司的股份，以达到控制、重组该目标公司的目的，并从中获得超过正常收益回报的并购方式。并购基金是PE基金中利用较高财务杠杆实施收购的典型代表。PE基金一般出资20%-30%作为权益投资，其余的收购资金需要债务市场来提供，一般占到总融资额的70%-80%。作为债务市场的细分市场，债券市场为并购融资提供了多样化的金融产品，例如优先级债务中的商业票据以及次级债券中的优先从属债券、可转换债券等，成为PE基金收购资金的主要来源。最早采用杠杆收购模式的是KKR的创始人之一科尔伯格，他于1965年组织了一个投资团体出价950万美元购买了Stern Metals公司大部分股权，实际出资只有50万美元，其余通过借债。1977年，刚成立不久的KKR完成了20世纪70年代最大的LBO交易——3.43亿美元收购Houdaille公司。KKR联系了17个机构来为该收购交易提供债务融资。在3.8亿的交易金额中，优先级票据、优先级从属票据和次级从属票据共占总额的60.9%。

本次出台的《意见》中，专门提及了PE等机构在企业并购重组中的作用，提出“研究债务重组政策措施，支持资产管理公司、创业投资企业、股权投资基金、产业投资基金等机构参与被兼并企业的债务处置”，也为PE通

过债券市场参与企业并购重组预留了巨大空间。

随着中国企业“走出去”步伐的日益加快，考虑与之相适应的金融支持手段亦必须上升到国家战略高度。必须加快发展并购贷款和高收益债券等杠杆融资手段，让国内企业进行跨国并购时能拥有与竞争对手媲美的金融工具与其抗衡。同时在针对跨国企业针对本土企业进行敌意收购时，可以运用相应的杠杆工具进行反收购，也是国内金融市场发展的重要使命。

近些年来，我国债券市场特别是银行间债券市场得到了持续快速发展，在非金融企业发行的债务融资工具方面，目前的市场存量已经达到3万多亿元，但募集资金几乎都是用于生产经营性融资。虽然也存在发行企业债用于收购的案例，但毕竟为数甚少，远未发挥出为企业兼并重组提供重要融资平台的作用。为了加快产业结构优化调整、促进企业兼并重组，一方面，我们要允许企业发行现有的中期票据、短期融资券、企业债等债务融资工具用于企业兼并重组，另一方面，我们也可以积极探索发展我国的高收益债券市场，进一步打开和丰富企业并购融资的来源渠道，实现债券市场为非生产性投资进行融资的一个飞跃。

立足于我国的债券市场，建议在风险可控的原则下探索如何推出和发展以企业并购为目的的高收益债券。首先，采用非公开即私募方式发行。由于并购的不确定性以及往往需要在短时间内获得资金，采用私募方式可以很好地满足这一要求，并有利于风险的控制。第二，债券的设计除传统品种外，可以尝试采用股权联动债券、可转换债券等多种形式。股权联动债券可以分为两类，第一类将债券的利率与股权相关的指标挂钩，第二类是债券的利率以送股的方式派息。可转换债券在一定的情况下可以转换成债券发行企业的股票。通过设计与股权相结合的债券产品，可以更好满足高风险高收益型投资者的需求。第三，继续完善市场激励约束机制。由于高收益债券相对于投资级债券风险较高，需要切实发挥市场化机制的激励约束作用。特别是要完善《破产法》等相关的配套法规，建立有效的破产偿债机制，合法保护债权人、债务人的合法权益。第四，可以探索PE等机构在高收益债券市场上发挥积极作用。近年来，PE在并购市场越来越活跃。从国外的情况来看，PE不仅通过高收益债券市场为并购交易获得融资，也是高收益债券的一类投资者。

(作者单位：中国银行间市场交易商协会研究部)

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；发电邮至ppll18@126.com；或寄信到深圳彩田路5015号证券时报评论版(518026)。