实质性放松政策或难出台

□中国社科院金融重点实验室 刘煜辉

中国一季度经济增速陷入近三年低谷的阴霾尚未散尽，二季度有望探底回升的乐观情绪已开始升温。有人认为，2012年一季度是这次调整的底部，二季度就能回到上升轨道中。由于惯性，市场总是从过去经验的小周期判断，认为经济减速下行，必有放松政策出手相助。依据过去十年的经验，面对今天中国的经济减速，人们很容易产生政府或出台力度较大的刺激政策的预期。2005年、2008-2009年以及2010年中期，我们都看到过如此的场景。但这一次，我们足足等了一年，自去年二季度经济下行趋势明确以来，宏观政策一直保持着少见的连续性和稳定性。尽管文件还不时出现“保在建续建”的字样，也不时有政策微调预调的声音传出，但实际执行非常平稳。

市场对经济数据的解读，反映了看问题的习惯范式。当数据显示经济下行幅度很大时，容易被分析员解读为“给了未来政策进一步放松的空间”；而当数据稍好时，分析员又愿意解读为“中国刺激政策悄然登场”。

数据其实很明确，研究者也心知肚明。从一季度公布的数据看，一季度GDP环比增长1.8%，同比增长8.1%，意味着如果二季度环比不能大幅拉起0.5个百分点，二季度GDP同比增长必破8%，因为去年二季度环比增长是2.3%。但问题是，二季度真有这么大的反弹力度吗？

也许是3月份新增贷款令人惊讶地冲上了1万亿元，为市场壮了胆，所以股市跌破2300点后，又被重新拉起到2400点。但如果仔细分析3月份存贷款结构，这种信贷放量的可持续性令人怀疑。对贷款的细分可以看出，实体经济有效需求很弱。3月贷款中仍然存在着大量票据，在2月新增票据上升1100亿元之后，3月又增了将近1400亿元，显示银行在缺乏有效需求的情况下，冲贴现来占额度。

此外，新增对公贷款仍以短期为主，企业中长期贷款不足1800亿元，比2月还少。整个一季度，中长期公司贷款只增加了5900亿元，而去年同期这项新增贷款将近1.1万亿元。

一季度新增贷款中，短期贷款和票据占比达到67%，这是2009年以来季度最高值，它比危机以来经济最低迷的2009年第一季度还显著高出9个百分点；中长期信贷占比只有33%，显著低于2009年第一季度的40.8%。如果剔除居民户中长期贷款，中长期公司贷款占比只有24%，而去年同期将近50%，这意味着传统贷款大户即大中型国企的需求很弱。今年银监会对平台贷款实行总量控制，确保贷款余额只降不升，平台贷虽有展期的政策，但大幅度增加的可能性几乎是零。

3月的存款激增2.95万亿元，但几乎都是在最后一周赶出来的，工、农、中、建四大行前三个星期一般性存款才增加1000亿元，到月底居然涨到了1.9万亿元。这反映了传统的“冲时点效应”。3月底新增的存款在4月定会大批回流到理财产品中去。事实上4月前两周，四大行存款流失过万亿，4月的新增贷款必然受到极大压力。总之，一季度存贷款情况令人深切感受到需求不足，经济不振。

房地产销售数据低位反弹似乎给了市场信心，但这只是长时间限购积累的刚需存量释放的结果。随着这一轮释放结束，交易量又会重新下落至低点。说到底，支持房价不是涨价预期，而是居民购买力。房地产崩盘却取决于上涨预期落空而转向绝望。

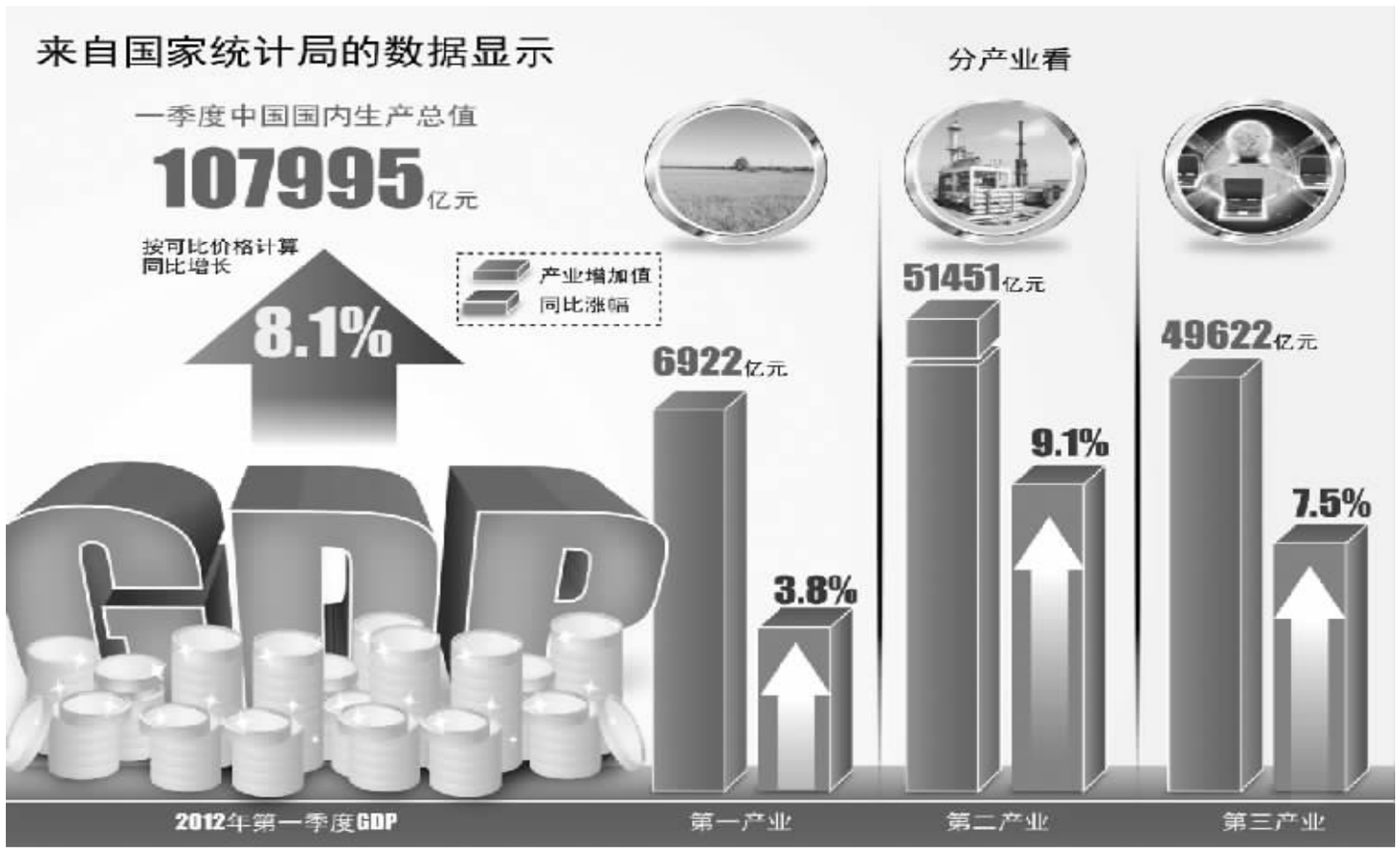
因此，如果对过去经验的小周期讨论得过于仔细，或多或少会干扰我们对中国经济未来宏观趋势的判断。据我对宏观政策层的观察，未来可能并不会实质性地出台放松政策。正如央行货币政策委员会一季度例会公报表述的那样，货币政策委员会对过去一年的政策和工作高度满意，目前的经济下行是完全正常的，是符合预期的，正是宏观政策预想的结果。

如果说政策存在市场希望的“放松”，这也跟过去的内涵差别极大，不是再次把速度拉起来，只是给GDP增长7.5%设置“保险”，这与此前的政策是有本质区别的。

从过去一年多的宏观政策轨迹判断，今天的中国宏观决策者似乎越来越坦然地接受未来五年到十年经济增长中枢下移的事实。最近公布的2012年一季度的数据，中国经济录得过去十年以来最低的季度增长8.1%（除了2008年四季度和2009年一季度由于受次贷危机的外生冲击，经济增长一度下破8%），但宏观层似乎对此没有太多特别的表述。再联系之前《政府工作报告》中首次将2012年度经济增长的目标主动下调至7.5%，都能强烈地感受到中国的最高宏观决策者已经开始重新认识中国经济运行的长期规律。

最近央行大幅扩大人民币汇率浮动的波幅，其真实的政策含义在于认识到中国未来潜在增长中枢下移，人民币单向升值的轨道改变以及外部流动性压力下降是一个长期趋势，而不是短线现象。

我支持这样的观点，政府需要容忍和保护“创造性破坏”的环境在中国建立。没有经济的短线下行，不可能有要素重构发生。只有低效率的部分死掉以后，释放出的资源，才能保证有效率的部分长出。这是基本的市场经济常识。这意味着，对于短线经济下降幅度较大引致的结构调整阵痛，宏观决策层需要大幅增强忍耐能力。我的看法是，或许最快也要等到2012年三季度才有可能出现经济的技术性反弹，但这也未必是一个新上升周期的开始，更多的可能只是一份保证一定增长底线的“保险”。



IC图片

内需萎缩产业要快步“走出去”

□梅新育

在开放经济且国内外经济周期不同步的国家和地区，可贸易品生产企业必须根据市场形势而分别选择重点开拓国内或国外市场。例如，海外经济萧条严重而国内市场相对景气时，将市场开拓重心转向国内市场；国内市场失速或产能扩张速度超过国内市场增长时，将市场开拓重心转向海外市场。今年，由于反危机导向的扩大消费政策纷纷到期终止，以及某些固定资产投资规模急剧缩减，部分产业国内市场萎缩的压力正在急剧放大，开拓海外市场的压力显著上升。由于这些产业此前数年经历了大规模的产能扩张，其经历的上述压力进一步放大，这一点在家电、轨道交通装备等制造业上表现得相当明显。

从1990年代起，中国就已经是世界最大家电生产国和出口国，庞大的国内市场又为中国家电生产企业提供了外部经济环境恶化时的“避风港”。尽管中国骨干家电企业海外收入占其营业收入比重常常在50%甚至70%以上，但前两年次贷危机高潮时，国内经济走势与西方主要经济大国相比强势许多，又受以旧换新、家电下乡等一系列刺激国内消费的政策影响，骨干家电企业纷纷将开拓市场重心转向国内市场，并取得了可观的业绩，产能也在强力投资下显著增长。然而，随着国内经济形势变动以及以旧换新、家电下乡等政策相继到期退出，国内家电市场相对萎缩的压力正日益浮现。

高铁等轨道交通装备堪称中国实施“引进消化吸收突破”战略开展自主创新的骄傲，目前其国内市场萎缩，亟待扩大海外市场的压力更为显著。前几年高铁跨越式发展为国内轨道装备厂商带来了大量订单。2011年，国内铁路系统迭遭变故，投资建设一度全面停顿，当年全国铁路完成固定资产投资比上年锐减2522亿元，降幅高达30%。今年铁路国内投资规模将从2010年高峰时期的7622亿元压缩到4000亿元左右。除非国家对铁路投资政策发生大变动，否则铁路设备投资将从2010年的1339亿元高峰，降至700-800亿元左右。如果高铁产业不能及时开辟海外市场，这个位居世界前列的自主创新战略新兴产业可能会蒙受重创。

对外经贸在中国经济社会发展中占有重要地位。根据《2011年国民经济和社会发展统计公报》，2011年全年国内生产总值初步核算数为471564亿元，按2011年12月平均汇率1美元兑人民币6.3281元折算，全年货物进出口总额36421亿美元折合230475亿元，贸易依存度48.9%；出口18986亿美元，折合120145亿元，出口依存度25.5%。全国在出口部门直接就业人数已逾1亿。假如不是由于近年人民币汇率大幅度升值，中国贸易依存度指标还会更高。

我们需要转变经济增长模式，更多地依靠内需拉动经济增长，但这并不等于我们就该无视甚或放弃出口市场，因为资源禀赋决定了我们未来可行的经济增长模式只能是“价值形态上的中等贸易依存度+物质形态上的高贸易依存度”结合。我国众多制造业占有全球产能和出口额很高比重，进一步加大了我们稳定、开拓出口市场的必要性。我国人口占世界人口比重已经降低到目前的不足1/5，我国的幼儿恐怕只占全世界的1/10，但我国工厂生产了全世界70%以上的玩具，广东一省就占了全世界的一半。假如仅仅依靠国内市场，如何能够消化这样的产能？把自有工业生产能力拱手让人，从而助长自己竞争对手的实力，是不可想像的。因此，要推动实现国际收支平衡，主要应依靠扩大进口和对外投资来实现，而不应靠压缩出口来实现。

对于大多数面临国内市场萎缩而亟待扩大海外市场的产业而言，稳定和进一步开拓国际市场是我们能够做到的。早已跃居世界最大出口来源地的家电等产业自不待言，就是去年受到巨大打击的铁路产业，也早在1970年代就创造了坦赞铁路这样的输出典范。近年来，依靠高质量、低成本的竞争优势，中国铁路产业开拓海外市场更是业绩斐然。

中国铁路产业出口可分为两个层次，第一个层次是轨道交通装备的出口，属于单纯的货物贸易；第二个层次是铁路系统的出口，即不仅仅提供机车、车厢、信号系统等设备，而且铺设整条铁路，属于货物贸易与服务贸易的结合。在轨道交通装备出口层次，中国已经积累了成功经验。在海关合作理事会《商品名称和编码协调制度》（HS）统计体系中，轨道交通装备项目下的出口1994年已达6.3796亿美元，进入新世纪以来更登上了百亿美元的台阶，每年出口都远远大于进口，表明中国制造业在此领域具备竞争优势且持续增强，出口品种包括机车（电力机车、内燃机车）、客车、货车、动车组、地铁、各种配件等铁路产业几乎所有产品。

在一些国家，中国轨道交通装备已经占据了当地市场很大份额，建立了相当稳固的市场信誉；出口也已经在相当程度上成为中国轨道交通装备厂商摆脱国内需求意外波动冲击、保持企业和产业平稳发展的不可缺少的工具。2011年全国铁路完成设备投资比上年减少87亿元左右，但当年轨道装备出口比上年增长302亿元，不仅弥补了国内需求减少的缺口，而且超出了一截，我们完全有可能打开这块市场。因此，力推铁路系统出口，能够将中国在制造业和工程承包两个行业的优势结合起来，铸造更为强大的竞争力，并赢得更高收益。

建立合理油价补贴机制

□新华都商学院 林伯强

目前我国成品油价格机制遵循国际接轨原则，除了其他社会方面的考虑，国内油价基本上由国际油价决定。我国石油对外依存已达56%，国际价格接轨是反映石油成本的基本要求，但不是充分要求。

当前，各国的能源价格水平很不相同，一个国家的能源价格水平，取决于其资源禀赋、发展阶段和政策目标。从经济学角度看，能源价格需要反映成本，这是行业可持续的基本保障。提高能源价格可以促进节能减排，这也没有争议。但经济学也证明了能源消费有助于提高劳动生产率和社会现代化水平。提高能源价格一定会节能，但用不起能源将影响劳动生产率。这就表明，提高能源价格实现的节能必须有“度”。作为发展中国家，目前我国能源价格是在这个“度”以上还是“度”以下，是需要讨论的。

普通消费者消费某种商品，特别是基础性商品如能源，通常会考虑两个因素，价格和收入。假定某种能源产品的价格非常高，但是它在收入中的占比非常低，消费者是不在乎节能的。我国油价与美国相近，但美国人均收入高我们近10倍，我国的油价与收入比相比美国高出很多，也就是说我国普通消费者会比美国消费者节省，这是事实。但油价在收入中占比过高，也要求发展中国家对消费者进行合理和必须的补贴。

另一方面，对于现行的成品油价格机制，最大的考验应是一旦国际油价大幅度上涨，如何实现合理调价。以往调价是实施价格管制，然后对中石油和中石化进行财政补贴，这是无目标补贴，使得成品油定价机制形同虚设。没有定价机制的石油行业，除了投资和运行存在不确定性，还会影响行业的可持续发展，影响成品油供应，增加可持续成本。笔者建议，建立更加合理透明的成品油定价机制，这不仅是为了缓解石油企业的财务负担，解决石油产业链矛盾，更重要的是为石油投资提供一个相对确定的商业环境，为民营和外企参与投资提供可以预期的财务保障。透明的定价机制是赢得消费者理解的关键，也为消费者参与定价留有一席之地的表现。

此外，政府价格管制和财政补贴是无差别价格补贴，即每个消费单位汽柴油量受到相同的补贴，这不利于公平和效率。一般来说，高收入群体耗能多，得到的补贴也多。但无论补贴来源是国有油企的亏损还是直接财政补贴，都来自于国家的财政资源。财政再分配的基本原则是向弱势群体倾斜。无目标补贴往往是低收入补贴高收入群体，有目标补贴应该尽量针对低收入人群，以及与低收入人群相关和公共服务相关的商品的服务。对于高收入群体，比较高的价格才会迫使他们提高效率。

因此，应对国际油价进一步走高的基本原则应该是，尽可能维护定价机制的严肃性和避免油价管制，同时在调价时考虑发展中国家的消费特点和消费者承受能力，进行有目标的能源补贴。

建立转板机制 把新三板建成孵化器和蓄水池

□国信证券 田健湘 哈立新

我国2001年设立的“股权代办转让系统”被称做“老三板”。2006年1月，中关村科技园区非上市股份公司开始进入代办转让系统进行股份报价转让试点，因挂牌企业均为高科技企业，不同于原转让系统内的退市企业，故被称为“新三板”。我国设立“新三板”主旨是，让暂时不符合主板及创业板上市标准的创新型公司通过“新三板”挂牌，可以由原股东和愿意购买公司股票的投资者直接交易，实现最快速的股权流通和融资，推进中小企业的发展壮大和科技进步。由于种种原因，新三板市场目前面临着挂牌区域单一、挂牌企业数量少、缺乏流动性、转板制度不健全等主要问题。新三板市场的发展亟待制定出台一系列合理的扶持政策。

新三板的现状和问题

首先，挂牌区域单一，挂牌企业数量少，融资效应低。新三板市场尚处于试点阶段，唯北京中关村园区具备条件的企业方有资格进入挂牌。试点6年来，挂牌企业家数不足120家，每年平均增加20家。由于挂牌公司数量少，加之股本规模小，企业定向增资金额仅有20亿元，且企业单次融资规模大都在数百万元或2000-3000万元。

其次，市场低迷，成交稀少，流动性差。缺乏流动性是“新三板”最大的缺陷，由于场外市场挂牌公司没有经过公开发行，股本集中度甚高，交易涉及的资金量非常有限，加之参与对象受限、原始股东惜售等原因，市场低迷，成交稀少，缺乏流动性，市场功能难以发挥。据统计，2011年1月1日至今，成交金额仅有7.32亿元，平均换手率3.4%，而同时期场内市场换手率超过230%。从最新数据来看，2012年3月31日，三板仅有14家企业有卖家买家报价，仅有1家成交。市场交投冷清，导致直接融资功能大打折扣。没有交易，不能给企业融资，场外市场功能难以发挥。

再次，个人投资者禁入，股份转让受人数限制。新三板市场推出后，对参与投资对象的身份及数量上的限制十分严格。我国《公司法》、《证券法》均对未上市股份公司的股东人数设200人上限。《证券法》第十条规定向特定对象发行证券累计超过200人的，即达到公开发行的标准，要经过证监会核准。根据《中关村科技园区非上市股份有限公司报价转让试点办法（暂行）》规定，自然人投资者除原始股东和因增资、激励、继承成为股东外，其余自然人全被拒之于新三板市场之外。新三板企业转让如果达到这个极限，便会暂停报价。

第四，公司缺乏挂牌动力，券商利润空间有限。由于新三板挂牌企业仅限于中关村园区企业，区外企业无缘。企业要挂牌，规范的税收成本也很高。同时，新三板公司规模都比较小，对各级政府及国家高新技术园区的补贴有较大依赖，如无政府鼓励，小企业很难有动力“贴”钱挂牌。对于券商来说，在三板挂牌交易挣到的费用只有几十万元，相对于大投行而言，许多券商此项业务入不敷出。

完善相关制度

要大力发展新三板，亟待完善新三板发展的相关制度，制定并出台一系列合理的扶持政策。

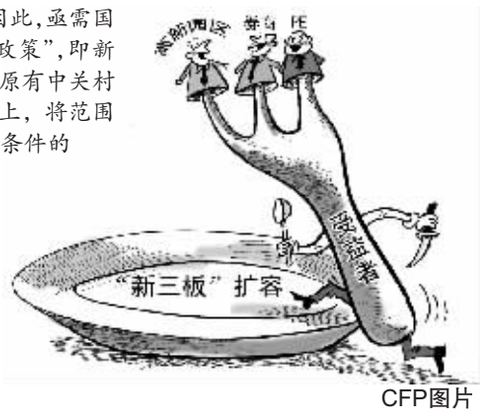
首先，挂牌公司打破地域限制，范围应扩展至全国。新三板市场目前仅服务于中关村科技园区内注册的高新技术企业。中关村科技园区非上市股份有限公司报价转让试点自2006年1月启动，至今已整整6年，其探索、试点的使命业已完成。过于局限的试点范围对新三板以及我国场外交易市场的发展极为不利。因此，亟需国家出台“新三板扩容政策”，即新三板市场挂牌公司在原有中关村科技园区试点的基础上，将范围扩大到全国所有符合条件的股份公司。对于参与的企业制定统一的标准和条件，公平竞争，择优挂牌。把新三板市场建设成全国性、统一标准、高效的资本场外交易市场。

其次，推出做市商制度，合理估值定价，提高流动性。做市商制度不同于竞价交易方式，一般为柜台交易市场所采用，以纳斯达克市场最为著名和完善。做市商最主要的功能是对挂牌公司定价估值，提供流动性。新三板市场为创新企业服务，创新企业未来业绩波动剧烈，上市公司披露的信息很难准确反映其未来，一般投资者没有能力自行直接分析创新公司，只有依靠做市商。在企业挂牌前，应允许做市商持有挂牌公司一定比例（5%-15%）的股份，以保证双向报价和合理的流动性交易。

再次，建立投资者适当性管理制度，放开个人投资者。适当性管理是实施合格投资者制度的基本要求，原因在于新三板市场在制度建设、监管强度力度以及信息披露方面都无法比拟A股市场。显而易见，投资新三板存在着太多的不确定性与风险，保护投资者的利益成为监管部门首先必须面对的问题。自新三板市场启动以来，普通个人投资者能否参与其中一直是市场争论的焦点。境外成熟的市场，都是对公司股东人数设下限。纳斯达克小型资本市场的持续上市标准中，要求股东人数不得少于300人；我国台湾的上柜股票要求持有股份1000-50000股的记名股东人数也不能少于300人。新三板不允许普通个人投资者参与，限制了市场的流动性，具有一定风险承受能力和一定投资经验的个人投资者，完全可以进入新三板市场。在投资者资质上，符合新三板市场投资者适当性管理的个人投资者，可进入新三板市场参与报价转让交易。

第四，发行监管回归证监会，适当突破200人限制。根据《中关村科技园区非上市股份有限公司报价转让试点办法（暂行）》规定，新三板挂牌企业的性质属于非上市公众公司，因此在股份转让过程中，股东人数始终不能突破200人，这也是被市场诟病新三板交易不活跃的主要原因。根据《证券法》规定，经过证券监管机关的核准，企业才能公开发行股份。因此，建议新三板市场的发行（备案）扩容权和监管权收归中国证监会，股权托管至中国证券登记结算中心，而企业在证监会备案后即可公开发行。突破200人限制，将直接有利于新三板市场的活跃和发展，有利于转板机制的建立和完善。

第五，建立转板机制，把新三板建成孵化器和蓄水池。“转板制度”是企业在不同层次的证券市场间流动的制度，是资本市场体系中各个层次资本市场之间的桥梁，是资本市场中不可或缺的重要环节。目前我国并不存在真正的转板制度，三板挂牌企业和非三板企业，都需要通过首次公开发行的程序才能在场内资本市场的相关板块上市。新三板企业仍只能通过IPO的方式首次公开发行并在场内市场上市，且其IPO的条件与其他企业无异。因此，建立规范、灵活的转板机制符合场外市场的特性。在新三板挂牌的公司，一旦达到在主板市场或创业板市场上市的条件，可直接申请转板，不再需要通过发审委IPO的审核程序。这样将大大缩短三板公司在主板上市的步伐，而且将极大地增强三板市场对于高科技中小企业的吸引力。之前曾出现所谓“转板成功”的案例，均是通过增量发行的方式进行的，这和一般公司提出首发申请并没有太大区别，转板通道只是名义上存在而已。我们建议，在转板机制中应推行存量发行，即不发行新股，也不进行融资，而是将原来在新三板上运行的股本“平移”到创业板或者中小企业板块上，此办法将有效防止转板公司股票在二级市场上高溢价圈钱冲击证券市场。



CFP图片