

美联储加息之后的世界经济

国企改革有待细化推进

□中国民生银行 陈德胜
国家信息中心 李洪侠

中共中央、国务院日前印发《关于深化国有企业改革的指导意见》，分八个方面三十条提出了深化国有企业改革的指导意见。意见呈现诸多鲜明特点，同时也有一些关键问题尚待进一步完善和细化。

这是一个全面系统的改革意见。意见涉及国有企业的改革方向、考核侧重点、各级管理人员的进出和薪酬分配、资本和资产管理等微观领域，同时也包括国有资产管理体制改革，发展混合所有制经济，强化外部监管防止国有资产流失，加强和改进党对国有企业的领导，完善国企改革的环境条件等宏观领域，涉及国有企业改革的方方面面，是新一轮国企改革的纲领性文件。

改革意见坚持问题导向，鲜明提出当前国有企业存在的国企改革率低、国有资产流失、党领导作用弱化等亟待解决的矛盾和问题，整个改革意见就是针对这些突出问题，从多个方面提出的系统解决办法。如针对国有企业效率低，意见提出建立现代企业制度、完善法人治理结构、改革企业管理人员选任制度和薪酬分配制度、建立优胜劣汰市场化退出机制等办法。

改革意见还注重突出市场机制作用。不仅在总体要求中强调要坚持社会主义市场经济改革方向，改革目标也要形成更加符合我国基本经济制度和社会主义市场经济发展要求的国有资产管理体制、现代企业制度、市场化经营机制，经营不善的企业也要按照市场化机制退出。不但竞争行业要加强市场机制作用，在关系国家安全、自然垄断甚至公益性行业国企改革的过程中，也要求在公共资源和公共服务配置的部分环节引入市场机制。不仅在企业内部要求引入各种所有制资本优势互补，企业决策实行“一人一票”，企业的选人用人和薪酬分配也要相应引入市场化原则。

改革意见始终强调于法有据。不仅国企改革的指导思想、基本原则和主要目标中都明确提到“依法”、“合法”、“法律法规”和“法定”等。而且，在各项具体改革举措中，强调国有企业要依法自主经营、优胜劣汰，董事会依法行使重大决策、选人用人和薪酬分配等权力，支持企业依法合规通过证券交易、产权交易等以市场公允价格处置企业资产；也要求国有资产监管机构要准确把握依法履行出资人职责的定位，科学界定国有资产出资人监管的边界，建立监管的责任清单和权力清单，企业内外部监督也要依法依规，要明确国有企业党组织在公司法人治理结构中的法定地位；还专门要求加强相关法律法规的立改废释工作，为国企改革创造环境条件。

当然，改革意见的特点固然鲜明，也有一些问题尚不够细化。国有企业改革关键是解决好几大问题：提高国有企业经营效率，确保国有资产保值增值，加强党的领导使国企更好服务和国家事业发展，保证国企与非国企公平竞争。

第一，国企参股企业的考核标准待明确。意见要求，主业是充分竞争行业的国有企业，要实行公司制股份制改革，国有资本可以绝对控股、相对控股，也可以参股。对这类企业，重点考核经营业绩指标、国有资产保值增值和市场竞争能力。国有企业绝对控股和相对控股的情况，政府和出资人易于对其进行考核，可是国资参股的企业本质上已经非常市场化，按照“一人一票”制企业自己决定生产经营决策，市场根据其经营绩效决定其竞争能力和市场地位。政府考核既不合理，也难以设计出客观的考核标准，即使有标准，也远不及市场标准来得及时准确。

第二，公益性国有独资公司考核如何设定标准。意见要求，采取国有独资形式的公益类国有企业，重点考核成本控制、产品服务质量、营运效率和保障能力。问题在于，这种公益性国有独资企业，往往是垄断经营的，缺少竞争压力和对比标准，产品服务如何确定客观评价标准，企业运营效率和保障能力如何界定，都还不够清晰。类似问题在自然垄断行业国企身上同样存在，如果缺乏科学评价标准，很可能考核会流于形式，延续国有企业固有的效率不高、约束不硬等问题。

第三，国企如何保证与非国有企业公平竞争。意见重申两个“毫不动摇”，要推动各种所有制资本取长补短、相互促进、共同发展。这就要求国有资本（企业）与非国有资本（企业）能够公平竞争。意见对这个问题阐述还不够明确。首先是企业内部国有资本和非国有资本如何公平竞争。国企改革要求发展双向混合所有制经济，问题在于国有资本和非国有资本如何在经营中如何处理不同意见，企业经营出现失误甚至亏损时，为实现国有资产保值增值，是否要损害非国有资本利益。其次是企业外部国企和非国企如何公平竞争。产业链条上，部分环节国有企业垄断，部分环节向市场开放，不利于国企和非国企的公平竞争。

此外，还有诸如地方国企是地方全民所有，还是全国全民所有；国有企业自身是否还有行政级别，及其与党委选择干部个人的行政级别之间的关系；政府授权国有资本投资、运营公司履行出资人职责后，公司和国资委之间是什么关系等诸多细节问题，也都有待进一步明确。意见仅是“1+N”体系中的“1”，期待后续“N”能将改革政策进一步细化、明确、可操作。

增长将在2016年放缓，接着在2017年进一步降速。而这一“发射”情境所带来的累计损失要比尽量减少利率变化的“延迟发射”选项在未来几年内造成的任何GDP损失都大十倍。

我们的研究证明，美联储的任何货币紧缩都将对世界其他地区造成影响，但程度会有所不同。那些在“减债恐慌”中受灾最重的新兴市场国家——比如巴西，印尼和土耳其——必将再次受灾。但最大的负面效应将出现在加拿大和墨西哥这类与美国有紧密经济联系的国家，或者是德国、日本和新加坡这类深度整合进全球经济的国家。

换言之，虽然新兴市场国家由于其对资本流的依赖，会在美国货币政策逐渐恢复“常态”后面面临风险，但发达国家也不太可能置身事外。

（马汀·费尔德科舍是奥地利国民银行外国研究部高级经济学家；弗洛里安·胡伯和伊莎贝拉·莫德同为奥地利国民银行外国研究部经济学家。本文版权属于 Project Syndicate）

退出非常规货币政策的讲话在投资者中引发了一个所谓“减债恐慌”，导致全球流动性大减以及对新兴市场的负面情绪。如今问题在于公开市场委员对联邦基金利率（各银行互相拆借自身在美联储存款的隔夜利率）的变更会否存在类似（或者实际上更糟糕）的效应。

为了缩小自身与公众之间对经济的预期差异，美联储公布了每位公开市场委员会成员对未来几年的预期利率范围。一位对美国经济增长存在正面预期的委员将会预计联邦基金利率上升；而持悲观态度的则会让更长期内的利率接近零。

利用美联储在3月公布的信息，我们设想了两个情境：“发射”是基于最大的预期利率，而“延迟发射”则基于最低预期。为了研究对美国之外地区GDP、消费者指数，汇率和利率的影响，我们将这两大情境应用在占全球产出90%的36个新兴市场经济和发达国家身上。

试想如果在2017年联邦基金利率被阶段性调高到4%，那么除拉丁美洲之外的全球经济

联储宣布将逐渐减少其非常规货币政策手段（例如大规模购买有抵押证券）之时，新兴市场立刻爆发了大规模资金外流。换言之，就算美联储只是暗示会在未来的会议中收紧政策，人们也会预期会对世界GDP产生中期负面效应，无论是新兴经济体还是发达工业国都概莫能外。

自从美联储开始收紧其量化宽松政策以来，外界就持续怀疑前者的宽松货币政策将在何时终结。市场参与者中无论是放贷者还是借贷者，都知道这些“快钱”迟早要收回。他们发现在三次大规模资产收购之后，美联储的资产负债表规模已经是2007年的四倍，在2015年达到了4.5万亿美元。

然而在猜度公开市场委员会的意图之时，也一定要记住美联储的任务就是推动美国的国家经济目标。这意味着它不仅要考虑合适的通胀率（目标是每年2%），还得顾及劳动力市场，以及其判断的全球影响。

这也是为何美联储在2013年中关于逐渐

引入熔断机制需理顺三层关系

90%，道琼斯指数跌幅接近千点，但各交易所大盘指数下跌幅度还不足以触发熔断机制，各大交易所原来的指数熔断机制在本次崩盘中明显失效。随后，SEC、纽交所、纳斯达克等美国六大交易所与美国金融业监管局（FINRA）合作制定，并于5月18日宣布试行推出个股熔断制度，以限制单个股票交易的异常波动，该机制率先在标普500和SPX样本股上试点，之后扩展到罗素1000和某些交易所交易基金。

个股熔断制度要求，若股票市场中某交易所的某只股票股价在5分钟内的波动幅度达到10%，则该股票在所有证券市场的交易将被暂停5分钟。5分钟停盘交易能够给市场交易者时间去识别暴涨暴跌背后是否有实质性利好和利空，以免盲目追涨杀跌。最为重要的是停盘交易使得金融机构有机会对大量预先设定的自动交易程序进行调整，避免单笔交易失误引发程序自动交易，加速股市上涨或下跌。与此同时，期货市场对应的个股期货和期权同步暂停交易。个股熔断制度正式启动于2010年6月，并于2012年6月30日到期。此后，SEC对个股的熔断机制进行了修订。在原有的熔断机制下，只要个股价格波动超过一定幅度，交易就会暂停。然而错单操作也可能引发不必要的熔断。

为防止股票在规定的价格区间之外成交，2012年5月31日，SEC决定用“价格上限与下限机制”替代之前的个股熔断机制。价格区间限制为交易前5分钟平均价格上下一定幅度，对于不同类别与价格的股票适用的幅度限制不同。在交易日开盘与收盘期间，价格区间为其他时间的2倍。当股票价格超过价格区间时，如果15秒内价格没有回到区间内，则个股将暂停交易5分钟。个股市场的“上限与下限机制”分两步实行，第一步于2013年4月8日启动，标普500与罗素1000的所有个股以及选定交易所的产品将采用该机制。第二步于2013年10月8日启动，该机制的应用范围将拓展到所有国家市场系统证券（NMS）。

从上面美国股市熔断机制的演化过程来看，

先实行指数熔断机制，直到最近才实行个股熔断机制。在1988年实行指数熔断机制之前，美国个股虽然有交易限制，但没有涨跌停板制度，即当NYSE场内个股做市商发现该股指令一边倒时，如只有卖单没有买单，在场内官员同意的情况下做市商可以延迟开市或暂停交易，但没有价格限制措施。因此，在这种情况下实行指数熔断机制既有利于遏制市场的恐慌情绪，同时保持了个股市场的流动性。2010年发生的“闪崩盘”事件使美国监管机构意识到，随着技术的发展，程序化交易可能会导致个股与指数在瞬间出现巨幅波动，因此在上股上开始推行熔断机制，避免非基本面的信息反应在股市上，诱发投资者的恐慌情绪。如此，股市的波动主要反应了基本面信息的变化，而不是恐慌情绪或错误程序交易导致的过度波动。

需理顺三层关系

美国股市实行熔断机制的主要目的是为了遏制恐慌，给投资者一个冷静期，减小股市过度波动。实际上，除了熔断机制外，涨跌停板制度也是具有这一功效的。20世纪60年代，美国期货市场就实行了涨跌停板制度。美国期货市场的涨跌停板制度也被一些国家或地区在股票市场中运用，如澳大利亚、比利时、法国、希腊、意大利、日本、韩国、马来西亚、墨西哥、新西兰、西班牙、瑞士、中国大陆、中国台湾、泰国等。我国股市已经有了类似于熔断机制功能的涨跌停板制度。如果的确要实行熔断机制，则需要统筹考虑指数熔断机制与个股涨跌停板制度、个股熔断与指数熔断、现货熔断与期货熔断三层关系。

指数熔断机制与个股涨跌停板制度只能两者选一。如果要实行指数熔断机制，则要改革涨跌停板制度，保持市场流动性与遏制恐慌、避免过度波动之间平衡。可以学习、借鉴美国股市经验，在实行全市场指数熔断机制的同时，实行个股熔断机制，取消个股的涨跌停板制度。采取两者相结合的方式，既保持了股市

映其内在价值的准确度。

市值管理对于促进上市公司健康成长具有积极意义。第一，市值管理制度明确了上市公司管理层进行积极市场管理的义务和责任，并且将市值管理效果作为股东大会和董事会考核上市公司管理层的重要指标之一。可以在一定程度上弥补上市公司治理缺陷，让管理层更多关注广大股东持有的公司股票的市场价值，有利于减轻上市公司内部的代理问题。第二，由于市值管理制度客观上具有协调上市公司股东和管理层利益的功能，因此该制度本身就成为上市公司向市场释放的积极信号，从而缓解投资者对上市公司漠视股东权益的担忧。国内外许多研究已经证明，善于进行市值管理的上市公司，其股票市价通常会高于同类型公司，因此建立市值管理制度是提升股权价值的重要手段。第三，市值管理制度的核心目标是提高股票市值反映内在价值的准确度。提高信息披露质量、适时股份回购等市值管理手段，可以有效改善股票定价的信息不对称问题，促使股票价格向其内在价值回归，从而舒缓股票市场炒作气氛，培养投资者理性，促进市场长期健康发展。

及时调整现有策略

针对本轮股市波动，政府和监管机构已经出台了一系列重磅举措稳定市场。其中同上市公司市值管理直接相关的措施包括在一定周期内禁止上市公司高管减持股份，鼓励增持股份，现金和汇金直接进入上市公司以稳定股价等。除此之外，还有相当一部分上市公司在 market 波动剧烈阶段选择暂时停牌，以避免股价进一步下跌，而积极介入央企改革、军工重组、互联网+等题材概念的上市公司股票，则有效吸

引了资金关注。但总而言之，我国上市公司在主动应对本轮股市波动方面体现出一如既往的目标不明确，事前准备不足，措施配套性不强，总体效果不够明显。其根本原因是市值管理制度没能有效建立，前文已有分析，这里不再赘述。笔记认为，如果能够及时调整现有的市值管理策略，实现稳定个股股价甚至稳定市场的目标是完全可以实现的。

首先，上市公司需要明确市值管理目标。市值管理不是为了简单提升股价，而是让股价能够更准确地反映公司内在价值。现在一些上市公司和中介机构所推行的市值管理，已经不限于此，而是将改善公司经营管理和提升投资者预期等内容都纳入市值管理范畴。这不仅使得市值管理工作复杂化，而且让市值管理与股价操纵走得最近，混淆了市场认识，不利于正常的市值管理。在当前市况下，我们认为上市公司需要首先明确市值管理的目标。上市公司市值管理的目标应是努力稳定股价，减少频繁波动，而不是一味追求提升投资者预期，拉抬股价。对于前期股价涨幅较大的上市公司，需要重新评估自身的基本面现状和未来发展趋势，夯实股价信号真实度，允许股价一定程度的回调。

其次，上次公司需要对自身基本面和公司未来经营形势进行深入剖析。我们了解到有些上市公司，尽管也很迫切地要进行市值管理，但实际上这些公司的高管由于知识结构所限、可得信息所限及公司整体质量所限，对于自身在行业内的优势和不足、潜在竞争对手以及重大发展机遇缺乏充分了解；对经济新常态下公司经营模式的调整缺乏有价值的思路；对于公司未来既看不清，也缺少规划。如果大股东和高管都不能够准确判断公司基本面和筹划公

司未来，对于公司内在价值认识不清，这样的上市公司怎么可能做好市值管理？

再次，上市公司需要做好危机时期的投资者关系管理。投资者关系管理的目的是促进投资者与上市公司间相互了解与信任，鼓励投资者长期持股，有利于稳定股价，减少异常波动。我国股市有较好的流动性，流通股持股周期较短，大大提高了上市公司进行投资者关系管理的成本。我们统计，2014年有近1200家上市公司没有主动组织投资者活动，反映出上市公司与投资者关系疏离。在市场波动较大的情况下，上市公司需要更加主动地拉近与投资者的距离，通过业绩说明会，组织现场调研，网上路演等多种互动形式，帮助投资者更多了解公司基本面，增强长期持股信心。

最后，上市公司可以考虑以跨境交叉上市减弱系统性风险冲击。中国股市的本轮波动同境外市场表现有较大差异，可以初步将其界定为局部系统性风险事件。在这种市况下，几乎不可能有上市公司完全消除负面影响，但如果上市公司股票同时在多个市场交易，而且市场间关联性不大，那么上市公司在其他市场的股价有利于稳定其在中国市场的股价。我们发现过去三个月内，A+H股上市公司的A股股票价格跌幅比市场平均水平减少21%，振动幅度低约10%。

在当前市况下，上市公司和股东们像是一辆在颠簸路面行驶的汽车上的乘客，既没有办法左右汽车行驶的方向，更无法决定自己的未来。但根据统计，如果乘客系好安全带，其安全系数可以提高约50%。市值管理就仿佛是上市公司的安全带，尽管它难以让上市公司完全脱离险地，但至少能够为上市公司和股东们增加一层保障。

及时调整现有上市公司市值管理策略

□马汀·费尔德科舍 弗洛里安·胡伯 伊莎贝拉·莫德

美联储是全世界最具影响力的银行之一，而其最内部权势最大的部门则是联邦公开市场委员会，委员会的八名成员每年召开8次会议来决定（主要是通过设定利率的方式）这个全世界最大经济体的货币政策。上次美联储调高利率的时候还是2006年，但随后爆发的全球金融危机导致增长乏力，使其及各国央行只得将实际利率降为零并实施所谓量化宽松政策，将货币注入各发达经济体。

但就在今年，也就是2007年以来首次，全球所有发达经济体都同时出现了增长——包括美国。而这也意味着在资产泡沫的阴影下，联邦公开市场委员会在某个时点决定调高美国的利率。这或许会（或者不会，取决于当时的时机）有益于美国经济，但对世界其他国家来说又意味着什么？

我们的研究发现，为何全球各地尤其是新兴经济体，会对此忐忑不安。在2013年中，当美

□上海财经大学金融学院客座教授 刘文财

9月7日，沪深证交所及中金所联合公布了熔断机制的征求意见稿。监管机构总结反思股市的大幅波动，以改革完善股票现货与股指期货市场的精神值得肯定。美国股市熔断机制也是美国监管机构对1987年股灾总结与反思的成果。美国股市熔断机制经历了怎样的演变，对我国又有哪些启示？

美国股市熔断机制

熔断机制发端于美国股票市场，为了防止再次出现1987年10月“黑色星期一”市场巨幅下挫的情况，美国证券交易委员会（SEC）和商品期货交易管理委员会（CFTC）于1988年10月19日批准了纽约股票交易所（NYSE）和芝加哥期货交易所（CME）关于设置熔断机制（Rule 80B）的申请。最初股票市场熔断机制以道琼斯工业平均指数下跌特定点数为准，设置了二道槛。第一道槛为道指下跌250点，股市将暂定交易1小时；第二道槛为道指下跌400点，股市将暂定交易2小时。但CME的股指期货却推出了不同于股票市场的熔断机制。股票市场是“熔断”，而股指期货是“熔而不断”的制度，即在熔断期内允许在价格限制绝对点位内正常交易。

美国股市熔断机制经过了多次修改与完善。2012年，把基准指数由道指改为标普500指数。三道槛的标准分别为7%、13%与20%。当市场在下午3:25前下跌触发第一道槛或第二道槛，全市场暂停交易15分钟。在3:25后，触发第一道槛或第二道槛时市场不会暂停，除非触及第三道槛。无论任何时候，一旦市场下跌触及第三道槛，市场全天暂停。

推动美国证监会在个股上实行熔断机制是2010年5月6日的“闪电崩盘”事件。闪电崩盘并未触发原先设计的指数熔断机制，因为各大交易所原来的熔断机制是针对大盘指数而非针对个股设定。虽然当天部分个股涨幅超过

□中国社科院金融所 张跃文

自6月中旬以来，我国股市经历了历史罕见的频繁波动。这是典型的强波动市况，众多上市公司尽管基本面并未发生根本性变化，但市场波动不可避免殃及无辜。如何在当前市况下做好市值管理，成为让上市公司股东和高管们头疼的难题。

市值管理的积极作用

我国股票市场创立20多年以来，市场基础设施、审慎监管框架、机构投资者队伍建设等方面实现了长足进步。上市公司数量迅速增加，交易规模不断扩大，活跃投资者数量庞大，各板块市场的层次性渐趋分明。但是同其他方面相比较，我国上市公司总体质量仍然偏低，越来越不适应当前股票市场深化改革与发展的要求。其根本原因在于，相当一部分上市公司不同程度地存在公司治理缺陷，上市公司管理层不能够尽职尽责地为全体股东服务，股东利益与上市公司管理层利益没能协调统一，有的上市公司股东与管理层甚至存在较严重的利益冲突。这使得部分上市公司管理层对于公司股票的市场价值关注度不够，认为市值尽管关系到股东切身利益，但与上市公司财务绩效无关，与管理层薪酬无关，而不愿意投入更多精力和资源管理公司市值。某些管理层侵害股东利益的不当行为，甚至损害了股票市值。在这一大背景下，2014年“新国九条”提出鼓励上市公司建立市值管理制度，希望通过强化外部约束，引导上市公司管理层按照股东利益最大化原则，积极完善公司治理，提升信息披露质量，通过管理层增持和上市公司回购股份等方式主动干预公司股价，从而提高股票市值反