

如果本轮牛市和以往有什么不一样的话,那就是杠杆的运用。去年行情开始时融资规模在3000亿元人民币左右,目前券商两融规模已经超过1.7万亿。理论上讲,如果两融规模接近上限,那么融资规模的增长将放缓,一旦券商风险资金准备要求提高或者券商增发暂停,甚至银行的授信受阻,将意味着增量资金入市开始发生逆转。

A股本轮牛市的与众不同之处

邵宇 东方证券首席经济学家、陆家嘴沙龙理事会秘书长

股市演绎到目前这个状态,有一些基本的共识也在形成。例如在去年年中触发本次牛市(指主板,创业板则两年前就开始牛市了)的引子是“沪港通”,讲的是“八国联军”要来的故事。实践证明海外援暂时没有来,甚至可能在今年4季度有一次流动性的胜利大逃亡,因为美国会进入温和的升息周期。但这个故事在当时确实触发了市场情绪的改善,现在市场仍然对人民币今年纳入SDR(特别提款权)和A股纳入MSCI指数抱有期望,因为这会显著推升对人民币和人民币资产的海外需求,并维持汇率稳定,但目前并非最成熟的时机。

还有另外一个至关重要的宏观触发点,就是去年中期的PSL,即央行定向放款支持国家开发银行的棚户区改造投资,这其实是某种形式的中国式量宽的始作俑者。就是从这个时间点开始,从流动性的角度托举中国经济成为大概率的政策趋势,而流动性对于市场又为最重要的,这就提升了市场的活跃度。再有就是“43号文”阻断了非标资产的再配置空间,而不动产登记以及一系列的后续政策预期,也使得房地产不再成为对中国老百姓最有吸引力的大类资产配置标的,这些都驱使着中国国内居民财富的一次大的配置调整,去向很清晰——股票和海外。因此在一轮猛烈的蓝筹股的估值修复行情后,市场倾向于认为,本轮行情本质上是水牛的概率正在日益增大,尤其是在实体经济修复和改革果敢推进,目前仍然处于无法证伪和事后归因的高度不确定状态下的时候。

如果本轮牛市和以往有什么不一样的话,那就是杠杆的运用。去年行情开始时融资规模在3000亿元人民币左右,目前券商两融



规模已经超过1.7万亿。理论上讲,如果两融规模接近上限,那么融资规模的增长将放缓,一旦券商风险资金准备要求提高或者券商增发暂停,甚至银行的授信受阻,将意味着增量资金入市开始发生逆转。

目前券商的净资本大概在6000亿,根据监管要求,券商净资本与各项风险资本准备之和的比例不得低于100%,因此券商的风险资本金最大价值应该为6000亿。在券商的各类业务中,两融部门按照35%的比例分担的话,它们的风险资本准备金约2100亿。证券公司经营融资融券业务按照规模的10%计算风险资本准备,因此理论上融资融券规模的上限在2.1万亿。要提高这个上限,除非券商在业务安排上提高两融部门的风险资本分担比例,或者选择增发或发债融补充资本金,当然

券商要进一步增强融资规模还可以选择与银行合作,通过银行的授信,不走券商资产负债表提高融资规模。

但证监会已经宣布再对两融业务提出七项要求,特别是券商做两融业务不得开展场外配资、伞形信托等活动,这些都属于必要的广义宏观审慎政策。这里我们必须引用的一个参照系——1927年底美国股票融资资本余额44亿美元,到1929年秋天85亿美元,1929年8月9日,联储调高贴现率到6%,9月3日道琼斯指数创出当时的历史高点386,然后就是大萧条。套用市场上的戏语,一切取决于“宏观婶婶”和“流动性妈妈”。当然还有就是和面的速度,目前水多加面也会日益加快,由每月核发一批次增加到两批次,当然如果注册制在4季度正式上线,则水和面的预期平

衡可能会最终来临。目前这些政策措施改变的仅仅是行情的斜率而不是方向。

如果将中国创业板和美国纳斯达克之间的估值相比较,得出的结论是,创业板泡沫是否合理取决于中国的创新能力。当前创业板的高估值有其存在的背景,关键是这个泡沫能否继续被吹大,还是说这个泡沫会被较快的刺破。因为该泡沫被刺破需要两大利空。一是,美国纳指掉头向下,全球科技股投资偏好改变;二是,国内创新活动放缓。目前美国尚未发生系统性风险,纳指还未到回调阶段。国内风口更是鼓励万众创业,大众创新。

其实水至清则无鱼,资本市场本来就充斥着故事、概念、动物精神和超调甚至非理性繁荣,短期市场就是一个投票机器,创业板、新三板、成长股的高涨就是在这样的投资者心态和流动性供给环境下产生的,存在即合理,只要能够真切切切的把资源输送到实体经济,那最终就是一个性价比(与传统商业银行金融体系的坏账率相比较)的问题。所以创业板前景总体是谨慎乐观的。

大部分蓝筹股则代表传统产能,只有在经济企稳以及投资拉动的大环境下,一般意义上的蓝筹股才会有明显的机会。但是如果传统产能可以同所谓的“五新产业”相结合,即新技术、新产品、新模式、新组织、新业态,则会老树发新芽,这里面特别要提到“一带一路”,这是广义的组织的创新和市场的创新,互联网+即新模式和新业态等创新,混合所有制即新模式对国企国资的创新,PPP也是新模式改造旧产能,总之传统蓝筹只有进行熊彼特式广义创新才能焕发出新的价值光泽,成为市场追逐的热点。

4月份,中国贸易数据再次低于预期,出口下降6.4%,进口增速更是下降16.2%,连续六个月下降。未来中国出口的严峻形势并未

缓解。4月份的价格数据虽较3月份有所改善,却仍然低于预期。根据对CPI未来翘尾因素和农产品价格走势的判断,预计5、6月份CPI的增速分别为1.4%和1.3%。工业品的价格走势也不乐观,预计5、6月份的PPI增速分别为-4.6%和-4.5%,总体来看,当前仍然是准通缩为主。预期未来央行仍然会保持流动性的中性偏宽松。

中国经济最大不确定性还是在房地产上。房地产新开工如果能够企稳,那么经济复苏的势头将好于预期,而房地产如果不能有效改善,那么政策宽松的力道还将加大。我们预期下半年的经济将好于上半年,三四季度GDP的增速约7.0左右。但当实体经济略有起色时,流动性和财政等托底政策的弹性会变小,而部分资金会重新回到实体经济包括房地产,这对股票市场来说并非是一个太好的消息。

股市中长期仍然是经济的晴雨表,当下与其说是反映了经济转型的过程,不如说是反映了经济转型的愿望。新常态下,新供给、新需求和新宏观调控都需要新思路和金融体系的全力支持,特别是多层次资本市场将起到降低经济整体杠杆率,提升资源配置效率,甄别好的企业和企业家等重要作用,大家自然会期望很高。我们相信在未来的中国增长、创新和开放过程中,资本市场将起到决定性的作用,目前还是粗放增长、压力测试和投资者教育的必经阶段,不过良好的宏观审慎政策和严密的事中事后监管体系将优化教学费的过程和负面效果。

投资其实也就是两句话,一是,当风起来的时候,猪都会飞,因此投资者不妨研究上面提示的主题;二是,当潮水退去的时候,千万不要在裸泳,现在音乐还在继续,投资者应享受一下这宝贵的牛哄哄的时光,但密切注意文中的风险提示。

美国和英国的公司治理都存在短视主义的风险,包括对冲基金在内的各类股东会从外部给公司施加压力。而欧洲的公司治理风险则在于壕沟效应,少数几名大权在握的股东进行“积极治理”,影响董事会成员,有时甚至直接任命董事。把太多权力集于几个人之手是危险的。

欧洲公司治理结构的恶果

约翰·加普 英国《金融时报》专栏作家

对欧洲的公司治理来说,3月底的一周可不是有益的一周。在德国的大众汽车和瑞典的IndustriVärden,一个原本旨在鼓励稳定和长期增长的体制反而导致了自我放纵。

在大众汽车,费迪南德·皮耶希试图动摇首席执行官马丁·温特科恩的地位,结果自己反被包括工会代表和政治人士在内的监事会其他成员赶下监事会主席宝座。皮耶希是控制大众汽车的其中一个家族的成员,他曾在2006年对时任大众汽车首席执行官的毕睿德采取过同样的举动。但这一次,他失败了。

在IndustriVärden(该公司连同瓦伦贝里)家族掌控着瑞典股市逾一半的市值,也发生了严重的不良行为。近期,媒体曝光了林业和低纸业集团SCA的高管及家人滥用IndustriVärden公司飞机的丑闻,致使IndustriVärden首席执行官安德斯·尼伦遭免职。

这两家公司都非比寻常,它们的竞争对手对权力的运用要更明智一些。与IndustriVärden相比,瓦伦贝里家族在管理自己的工业帝国时展现出更强的自律能力;而相比于大众汽车,宝马(BMW)在保证家族控股的

同时,允许经理人行使更大的专业自主权。不过,这两个例子都向我们揭示出一点:欧洲的公司治理方式如何能够怂恿企业内部人员从事不当行为。

美国和英国的公司治理都存在短视主义的风险,包括对冲基金在内的各类股东会从外部给公司施加压力。而欧洲的公司治理风险则在于壕沟效应,少数几名大权在握的股东进行“积极治理”,影响董事会成员,有时甚至直接任命董事。把太多权力集于几个人之手是危险的。

好消息是,在IndustriVärden和大众汽车的例子中,媒体曝光解决了这一问题。曾任大众汽车首席执行官的皮耶希因在上世纪90年代拯救了大众汽车而受到好评,私下里则习惯于专横跋扈和制造麻烦,但在接受德国《明镜周刊》的采访时,他却不知收敛,让自己的跋扈性格曝了光。IndustriVärden发生的不当行为也没有逃过《瑞典日报》的曝光。

德国和瑞典的具体情况有所不同。在瑞典,少数几个股东“圈子”通过投资控股公司和双层股权结构(赋予他们较所持股权更大的表决权)来向一系列公司施加影响。他们还在董事会提名委员会中占据一席之地,从而

能够任命公司董事。

在德国,家族(比如创立宝马的匡特家族)既控制着中小企业,也控制着许多大型企业。管理委员会受到包含工人代表的监事会(在大众汽车的例子中,监事会成员还包括下萨克森州州长,该州掌控着20%有表决权的股份)的监督。私人股东被排除在公司治理之外。

但效果却是相似的。比如,瓦伦贝里家族基金会掌控着其工业控股公司银瑞达(Investor)23%的资本,却拥有50%的表决权。银瑞达反过来又对伊莱克斯和ABB等工业企业及瑞典北欧斯安银行(SEB)施加影响力。而在美国经济中,即使是最大的基金管理公司也不拥有这么大的发言权。

在大众汽车,保时捷(Porsche)和皮耶希家族掌握了51%有表决权的股份。外国养老基金和对冲基金掌握了24%的认缴资本,私人股东掌握了另外12.5%,但大多是无表决权的优先股。沃尔夫冈·保时捷和下萨克森州州长斯特凡·魏尔需要联手,才能在监事会投票中胜过皮耶希。

在最好的情况下,由少数股东进行积极治理能够取得成果。“只需看看宝马就会明白



大众集团首席执行官文德恩(左)和大众监事会主席皮耶希(右)

如何能用不同的方式实现这一点——家族所有制也能带来长期的稳定。”咨询公司Hermes Equity Ownership Services的总监汉斯-克里斯托夫·希尔特说。该公司为投资大众汽车等公司的养老基金提供咨询服务。那些无需面临短期压力(比如必须向股东返现、或为保持高利润率放弃投资新产品)的公司可能会从中受益。它不但对家族企业来说是一项竞争优势,对那些由私人股本和风险投资基金控股的公司来说也是如此,它有利于它们把增长摆在首位。它尤其有益于需要在研发上投入大笔投入、在几年内或许都看不到成果的长周期公司,比如高级制造、制药、汽车装配和零部件产业的公司。德国和瑞典在这些产业上做得不错。

但它也让少数人担上了沉重的责任。“这

种体制要求企业的掌门人既负责任又有能力,并对管理抱开明态度。”咨询公司Active Owner Partners的创始人罗尔夫·卡尔松说。

IndustriVärden明显没通过这个考验,而且似乎长期以来一直就没有通过。该公司1月份被迫离职的董事长斯韦克·马丁-洛夫在此之前曾是SCA的董事长兼首席执行官。在热衷于推行长期策略的同时,IndustriVärden也同样热衷于保护一小撮高层内部人士的利益。

皮耶希的失败则不那么明显。他是一名才华横溢的工程师,但缺乏退出管理事务、认识到自身角色已经改变的睿智。他曾为了大众汽车的利益而挥舞权杖,但他最终也被权力蒙蔽了双眼。

落实首都战略定位,疏解非首都功能

北京社科院第1期世界城市论坛举行

陆小成 北京社科院

日前,北京市社会科学院第1期世界城市论坛在院六层会议室举行。本次沙龙的主题是:落实首都战略定位,疏解非首都功能。本次论坛由北京社科院市情调查研究中心、北京世界城市研究基地共同举办,北京市市情中心主任、北京世界城市研究基地秘书长唐鑫进行主题报告,北京市市情中心副主任陆小成博士主持。来自中国科学院大学、北京市社科院市情中心、北京世界城市研究基地、社会学所等单位研究人员参加了本次活动。

北京市社会科学院市情中心主任、北京世界城市研究基地秘书长唐鑫以《首都发展的阶段性特征》为题进行了主题报告,该报告是北京哲学社会科学规划重大课题的重要研究成果之一。唐鑫主任认为,落实首都战略定位,疏解非首都功能,首先需要研究首都发展的阶段性特征,明确首都发展的历史任务,解决当前经济发展、社会进步背景下存在的经济增长乏力、文化话语权缺失、社会转型滞后、生态环境恶化、城市管理粗放等突出问题。首都已经进入后工业化发展阶段的初期。

这个阶段是一个过渡时期,即由具有非首都功能的城市向剥离了非首都功能的城市过渡,由具有“城市病”的特大型城市向国际一流的和谐宜居之都过渡。这个阶段也是一个转变时期,即由城市发展规模扩张向城市发展质量提升转变,由粗放式的城市建设管理向精细化的城市建设管理转变。它既有工业化社会的部分特征,又有后工业化社会的部分特征,比如要素方面既要依靠大量劳动力,导致人口规模膨胀;又在推进科技创新、文化创新,以求产业升级。

唐鑫主任认为,由于存在发展的不平衡性,需要分领域来看待当前首都所处阶段的发展特征,概括起来主要有五个方面:一是首都已进入发达经济初级阶段。经济增长速度放慢,可控制在“新常态”下,但周期性波动难以避免;构成内生动力地的自主创新能力增强,但科技创新质量有待提高。二是首都已进入文化创新与科技创新驱动发展的阶段。文化与科技融合发展,呈现后工业城市的“文化转向”态势,但是融合创新的力度不够、成果不多。三是首都已进入由社会建设中级水平向高级水平迈进阶段。社会建设得到加强,但落

后于经济建设;民生得到改善,但社会事业诸多方面处于中级水平。四是首都已进入生态文明建设由量变到质变的关键阶段。生态环境恶化的态势在不懈治理中得到遏制,但需要由要素治理向系统防控转变。五是首都已进入控制城市建设规模、优化发展空间布局的阶段。新的首都城市战略定位已明确,但疏解非首都功能是新阶段的艰巨任务;城市功能区划不断完善,但边远区县的功能作用未得到充分发挥;人口规模快速扩张得到暂时遏制,但实现人口有序增长、布局优化尚需努力;公共设施的数目和质量总体提高,但公共资源特别是优质医疗、教育资源配置不均等化、便利化的要求还有差距,公共交通体系还有待进一步完善。

中国科学院大学公共管理学院博士、中国航空工业集团公司高级经理顾春光认为,落实首都战略定位,需要加快构建高精尖经济结构。但什么是高精尖,产业如何引进高精尖产业需要进一步深入研究。当前,北京有的科技园区因GDP考核冲动和高端产业引进困难,进入的还是低端的餐饮、服装等产业。有的区县政府部门没有真正转变观念,GDP

绩效考核体系对基层的影响仍然存在。经济与科技脱节,科技创新质量不高,科技投入绩效评价机制缺乏、科技转化率不高等问题存在影响到首都城市战略定位的落实。

北京市社会科学院社会学所刘阳博士后认为,落实首都战略定位,应注意结合北京区域内的区位优势差异,对创新创造和高端制造进行统筹谋划,形成“创新研发在中心城区,部分落地转化在市郊区县”的创新链和产业链链接,为推动首都各区域均衡发展作贡献;同时,各郊区应结合自身功能定位和资源禀赋发展特色性的“高精尖”产业,避免同质化竞争。另外,从疏解北京非首都功能、京津冀一体化发展的角度看,北京和周边区域可能存在“北京先发展起来,然后带动周边区域发展、最后实现错位协同发展”的发展关系,这或许也是审视首都发展阶段性特征的一个维度。

北京市社会科学院市情中心陆小成博士认为,落实首都战略定位,疏解非首都功能是当前北京经济社会持续发展的重大战略,也是破解北京大城市病的关键任务,更是推进京津冀协同发展的基础与前提。中央明确了北京作为“全国政治中心、全国文化中心、科技创新中心、国际交往中心”的首都战略定位,疏解非首都战略定位不相符的非首都功能,但疏解非首都功能不如疏解首都的部分优质资源。北京城市病的重要病因是由于更

多的优质资源如中央机关、央企、国企、教育、医疗等以及服务于这些优质资源的配套服务机构在中心城区(如东城区、西城区、海淀区、朝阳区)的高度集聚,这些区域建设用地多、高层建筑过度密集、生态用地过少,交通设施(包括地铁、公交、停车位)严重不配套,进而导致局部的人口膨胀、交通拥堵、房价(特别是学区房)高企、环境恶化等系列城市病。由于优质资源在中心城区的过度集聚,超过了自身的承载力,进一步发展空间也严重受限,城市病不断恶化,制约了北京建设国际一流的和谐宜居之都进程。疏解非首都功能的关键是应该疏解首都优质资源,以优质资源在北京中心城区之外(如通州、顺义、大兴、房山、平谷等以及河北、天津等部分临近区县)进行重新布局(整体搬迁、部分搬迁或建立分支机构),吸引新的经济要素在新区域集聚,吸引政府投资重点放在中心城区之外的新区域,既能真正有效承接非首都功能转移,又能进入北京中心城区的新人口和产业,进行“截留”,避免中心城区进一步人口膨胀,促进新区域的经济增长,这对于北京自身的经济社会持续发展和京津冀协同发展都是共赢的。中心城区疏解和腾退出来的土地严禁用于产业用地,仅用于生态用地,将东城、西城打造为低建筑密度、公园占主体的绿色低碳、和谐宜居的“中央政务区”。