

Opinion

Observer | 上证观察家

虽然正式入主白宫后的施政纲领和具体措施可能与竞选期间的版本不尽相同,但从奥巴马及其重要辅佐者的言论、偏好和性格来看,奥巴马的大变革,有望争取美国“中产阶级黄金时代”的回归,有望拯救信心,而又不至于将大胆创新演化成“新的冒险”。

# 奥巴马大“变革”可能产生双重效应



程实

从现在起,世人该紧密关注的是,奥巴马的各种可能变革将给脆弱的美国经济带来怎样的深远影响?虽然正式入主白宫后的施政纲领和具体措施可能与竞选期间的版本不尽相同,但从奥巴马个人及其重要辅佐者的言论、偏好和性格来看,奥巴马的变革可能会对美国经济产生双重“拯救”效应。

一方面,奥巴马的变革有望拯救消费。奥巴马给美国社会带来的最明显变革可能就是“中产阶级黄金时代”的回归,为此他曾郑重承诺“为了重塑美国中产阶级,将给予95%的工人及其家庭减税或减免待遇”。对于经济而言,中产阶级财务状况的改善可能会由于“陀螺状”社会结构的存在而成为美国消费引擎继续运转的有力保障。10月30日公布的2008年三季度增长结构数据,已经初步显示了美国消费萎靡的可怕征兆,实际消费增长率从上一季度的1.2%骤降至-3.1%,是1980年二季度以来的最差表现,而历史上这一指标的平均水平为3.26%。纵观美国经济历史数据,长期增长靠消费的结果特征一览无遗,在1975年以来的132个季度里,美国经济增长率平均为3.10%,其中消费的平均贡献高达2.14%,消费不仅构成了美国经济的主引擎,同时也构成了美国经济增长的长期稳定器,但次贷危机的剧烈恶化已经让入不敷出忧心忡忡的美国消费者开始转变消费习惯,这已然构成了美国经济的最大危险,如果这种短期特征长期化,那么经济衰退程度和持续时间可能要超出市场的预期。

消费萎靡的重要原因家庭收支状况的急剧恶化。6月至8月,美国个人可支配收入环比增长率分别为-1.8%、-0.8%和-0.9%,1959年有此统计数据以来首次出现连续三个月负增长。如何让消费重振雄风?最直接的办法就是让绝大多数消费生力军手头更加宽裕,而奥巴马将短期危机救助政策以及长期开源节流的利好,如此“勇敢”的变革让市场可以对奥巴马未来更加聚精会神于应对经济危机保有更大信心;其二,奥巴马决定“负责任地结束伊拉克战争”并可能在金融市场稳定之后上调资本利得税,这对于由于救助政策接连出台而日趋紧张的美国财政状况而言是开源节流的利好,如此“勇敢”的变革让市场可以对奥巴马未来更加聚精会神于应对经济危机保有更大信心;其三,奥巴马身边的沃克尔作为1979年至1987年间的美联储主席享有“冷面杀手”的美誉,其对通货膨胀政策的极度厌恶和对宽松货币本能的较高警惕,可能有助于避免美国货币政策在伯南克接连降息的习惯下重蹈格林斯潘在本世纪初“新的冒险”,这种兼具突破冲力与审慎约束的变革正是稳定军心的希望。实际上,次贷危机山雨欲来风满楼,从某种程度上看就是信心崩溃防线大崩溃的结果。保尔森和伯南克对雷曼兄弟弃之不顾让市场对金融机构失去了信心,越来越多的市场主体开始确信,是资本抵债的长期信用缺失困扰着雷曼兄弟,而不是之前所谓的流动性不足的短期困难,对金融机构的信心崩溃直接导致了华尔街模式的终结以及信贷紧缩的一发不可收拾,而保尔森的7000亿救助法案和伯南克的两次降息也未能有效挽回信心,股票市场在整个10月体验了堪比大萧条时期相比的凛冽寒风。

现在,市场有诸多理由相信奥巴马能够做得更好;其一,奥巴马在坚定支持救助法案的同时,较早地向保尔森指出了救助法案曾经“方式不妥”的弊端,认为改变银行资本

结构远比直接购买不良资产更具有长期效果和正面激励,由此市场可以对奥巴马未来政策更加有的放矢保有更大信心;其二,奥巴马决定“负责任地结束伊拉克战争”并可能在金融市场稳定之后上调资本利得税,这对于由于救助政策接连出台而日趋紧张的美国财政状况而言是开源节流的利好,如此“勇敢”的变革让市场可以对奥巴马未来更加聚精会神于应对经济危机保有更大信心;其三,奥巴马身边的沃克尔作为1979年至1987年间的美联储主席享有“冷面杀手”的美誉,其对通货膨胀政策的极度厌恶和对宽松货币本能的较高警惕,可能有助于避免美国货币政策在伯南克接连降息的习惯下重蹈格林斯潘在本世纪初“新的冒险”,这种兼具突破冲力与审慎约束的变革正是稳定军心的希望。实际上,次贷危机山雨欲来风满楼,从某种程度上看就是信心崩溃防线大崩溃的结果。保尔森和伯南克对雷曼兄弟弃之不顾让市场对金融机构失去了信心,越来越多的市场主体开始确信,是资本抵债的长期信用缺失困扰着雷曼兄弟,而不是之前所谓的流动性不足的短期困难,对金融机构的信心崩溃直接导致了华尔街模式的终结以及信贷紧缩的一发不可收拾,而保尔森的7000亿救助法案和伯南克的两次降息也未能有效挽回信心,股票市场在整个10月体验了堪比大萧条时期相比的凛冽寒风。

现在,市场有诸多理由相信奥巴马能够做得更好;其一,奥巴马在坚定支持救助法案的同时,较早地向保尔森指出了救助法案曾经“方式不妥”的弊端,认为改变银行资本

前瞻性理解较为理性,巴菲特最早看穿华尔街裸泳的事实,沃克尔则很早就点明了放松金融监管的危险,就连以外交政策见长的拜登也曾指出金融市场透明度缺失的不利影响,市场有理由对奥巴马更加有针对性地化解金融市场和实体经济长期风险保有更大信心;其五,奥巴马作为美国第44位总统本身就具有许多“争议性”的亮点,而次贷危机剧烈恶化以来更露出一系列有悖于传统经验和经典理论的新特征,市场有理由对奥巴马借由民主党党占据两多数席位的优势,以前所未有的创新精神应对各种危机中的新鲜要素保有更大信心。

奥巴马的变革可能正当其时,9月14日以来的金融海啸和10月30日以来的美国经济数据深层走弱,已经让市场隐约看到了金融危机和经济危机“双危机重叠”的可怕趋势,而奥巴马变革带来的救赎效

应恰恰指向了双危机的各自核心,即经济领域的消费萎靡和金融领域的信心缺失。

纵观历史,市场也许应该对奥巴马引领美国经济走出危机、走出低谷保有更强的预期,毕竟民主党在经济方面的历史政绩共和和党要好许多,在1930年至2007年的78年里,美国经济增长率平均为3.5%,其中共和党政的38年平均仅为1.842%,而民主党主政的40年平均高达5.075%。继1932年罗斯福取代亨利和1980年里根取代卡特之后,奥巴马成为第三个在危机时刻走进白宫的新总统,罗斯福和里根都最终战胜了危机并赢得了历史的肯定,也许奥巴马也能在变革中写下属于他的传奇。当然,笔者更倾向于认为,里根式的先苦后甜可能才是奥巴马未来的心路历程。

(作者系金融学博士,宏观经济分析师)

《上海证券报》联合央视经济频道“直击华尔街风暴”

## 不必过于担心美国对华政策的两面性



王缙思

对于美国人来说,这次大选是几十年来他们最为关注的一次。奥巴马当选可能代表美国新时代的开始,因为它象征一种民族团结和一种希望,象征着过去保守主义政策,内外政策的否定。美国股民和老百姓都觉得美国应该转变一种观念,转变它在世界上的形象,转变一下国内的经济政策和社会政策,给人一种信心。

美国历史学家施莱辛格说,美国就是三十年河东三十年河西的历史现象,三十年转向保守主义,现在正好美国保守主义上升有将近三十年的时间,美国人说该变一变。

经济政策方面,面对金融危机,奥巴马首先要调整政府宏观政策。比如说救市,在具体原则性的方案和口号通过之后,现在政策还没有真正落实到实处,比如说把钱给了谁,共和党会采取传统的自由企业的政策,至于怎么救市要发挥市场的作用,民主党向来是强调政府的干预要有更多的监管,而且不能只照顾投资者的利益,要照顾广大老百姓利益。对于税收,奥巴马显然比麦凯恩要激进一些,不一定增加税收,要调整政策,同时,在能源环境保护特别是气候变化方面,会有一些大的举措,会增加国家的投资和科学研究。

美国对华政策一直有两面性,对于不是朋友也不是敌人的说法,

我们也不必过于担心,不把中国当成敌人实际上是好事情。美国把政治上和经济上甚至在意识形态文化各方面有很多共性的国家,称为朋友,中国在意识形态社会制度上跟它有差异,但在经济方面它还是把中国作为非常重要的经济伙伴来看待,这就是奥巴马说的跟中国的关系是合作加竞争关系。

在经济上,两个国家总会有竞争。比如说在投资方面,在一些贸易方面,中美就存在一种竞争关系,但合作也非常明显。中美之间合作关系已经扩大了,已经到了无可逆转的程度。因为中美经贸关系密切结合在一起,所以有很多经贸集团相互之间有交叉,很难说像中国向美国出口产品,美国人向中国进口产品,有一些进口商人跟出口商人他们是共同挣钱,挣了钱再去分,这个钱有交叉的,不能先从一个国家来判定。也就是说,这种利益关系已经相互交错,很难把两个国家分开,甚至很难把不同行业分开。

我有一个很好的朋友,他是帮助奥巴马竞选的亚太方面的专家。他跟奥巴马交谈的时候,奥巴马说我也是自由贸易主义者,这不是问大老百姓利益。对于税收,奥巴马显然比麦凯恩要激进一些,不一定增加税收,要调整政策,同时,在能源环境保护特别是气候变化方面,会有一些大的举措,会增加国家的投资和科学研究。

美国对华政策一直有两面性,对于不是朋友也不是敌人的说法,

些,奥巴马上台之后会非常谨慎地处理贸易摩擦。

美国金融危机现在已经影响到国内市场,但是从长远来看,很难说金融危机能持续多长时间,如果持续时间比较短,信心恢复以后,市场还会扩大。问题在于中国向美国出口产品需要升级,需要一个产业升级的过程,不能老生产鞋和袜子这些东西,总要生产一些技术含量高,附加值高的产品,在这方面大有可为。特别是在一些美国急需行业的方面,我们还可以做很多事情。

现在美国对于能源有非常大的需要,他们在提高能源效率,节能和开发多种能源替代油和所谓其他的二氧化碳排放量方面,有很大的潜力。和中国合作开发新的能源产品,同时在气候变化方面,做一些共同的事情,潜力巨大。经历了过去这一段时间的调整,人民币已经升值20%以上。美国是不是得到很多好处呢?实际上中美之间经贸关系发展速度很快,跟汇率之间调整没有太多的关系。而且,美国人因为汇率的调整,中国的投资也没有太大的变化,中国向美国出口的产品没有直接的关系。如果要求人民币继续升值,看不出有什么好处。政治口号上,实际运作施加压力并没有起什么作用。从经济角度来说,没有什么实证调查证明,切蛋糕给美国切得更多一点。

(作者系北京大学国际关系学院院长、教授)

## “银行不可能永远躺在钱上睡觉”

◎桂浩明

“银行不可能永远躺在钱上睡觉”,美国前国务卿基辛格博士最近在上海的一次报告会上,提出了这个很有意思的看法。原来这位老人除了精通外交,也很懂经济。

当时的背景是,美国次贷危机已经发展为全面的金融危机,银行大量资产被减持,资金周转困难,并且出现了申请破产的情况。联邦储备局为解决这一燃眉之急,开始大量向金融机构注入资金,以期缓解其流动性过于紧张的问题。但是,虽然注资在持续进行,基础货币被大量投放,但是整个市场却仍然缺乏资金,而且在联储降息的背景下,同业拆借利率却是在不断走高。反映到股市上,就是救市政策的出台反而导致股指进一步下跌。为什么会这样呢?人们发现,主要问题是出在银行上,银行尽管接受了注资,但是为了应对今后可能的资产减计以及客户挤兑,因此根本就不敢把资金投放到市场上,而是把它们“窖藏”起来,结果市场上资金仍然紧张,特别是生产企业借不到贷款,金融企业间的资金周转失灵,导致整个社会经济活动因此而难以正常进行。面对这种状况,很多人感到十分无奈,也因此更加深了对经济发展、对股市前景的担忧。

不过,在基辛格看来,这一切都是暂时的:银行不可能永远躺在钱上睡觉。毕竟,任何银行吸收资金的容量都是有限的,大量资金在于,固然让它感到更有能力来对付流动性紧缩的挑战,但同时它也因此需要支付不小的代价,因为资金是有成本的。而且,银行长期不参与贷款,不把钱投放出去,它怎么维持生存呢?所以,当联储开始注资时,银行可以先进不出,但是在持续注资以后,在银行的资金容量达到饱和的程度时,情况就会发生变化,银行还得开展正常的经营,从而恢复资金的流转。到这个时候,市场全面绷紧的局面,就会得到改变。事实上,到了10月底,美国金融业渐渐开始正常运作起来,拆借利率也稳步回落,整个市场的流动性紧张状况也开始好转,股市在这段时间也出现了明显的上涨。在这里,人们不能不佩服基辛格的远见。

时下,中国的金融市场仍然很低迷,虽然央行已经采取了一系列的措施来松动银根,但是商业银行依然惜贷,整个社会的资金供应还是比较紧张的,据此也使得不少企业的经营难以正常进行,人们对经济增长速度滑坡的担忧有增无减,股市也因此不断下跌。当然,导致这种状况出现的原因有很多,但是商业银行出于各种目的考虑而“窖藏”资金也是事实。怎样解决这个问题呢?市场化的做法就是继续松动银根,让商业银行被动地具备更多的流动性。而一旦它所拥有的流动性超过了临界点,那么就必然会转而加入到主动的信贷创造行列之中。这个时候,市场状况显然就会不同于现在了,股市的被动局面同样也会开始起变化。从这个角度来说,现在中国最需要的恐怕是继续松动银根,以促成流动性紧张局面的真正改观。最近有研究认为,中国要有效地刺激经济增长,年内还需要降两次息。虽然其作出这个判断是基于另外的依据,但是在通过不断松动银根来推动现状改变这一点上,着力点是一致的。

顺便提一下,沪深股市跌跌不休,让很多投资者一再失望,大家对后市普遍悲观。其实,在已经出台系列救市政策的前提下,股市仍然如此疲弱,很大的一个原因就在于政策的贯彻落实还不够,还没有能够推动市场越过转折的临界点。因此,现在要做的就是坚持并且完善已有的救市政策,等待量变到质变过程的出现。就像银行的秉性决定了它不可能永远躺在钱上睡觉一样,股市也不可能只跌不涨。因此,投资者现在对后市谨慎是需要的,但没有必要悲观。

基辛格在国际金融市场最糟糕时所说的话,应该会让人受到启发。(作者系申银万国证券首席分析师)

## 交通建设投资应向农村倾斜

◎魏文彪

继上个月国务院批准铁道部的2万亿元铁路投资计划后,近日又有消息称,交通运输部正在酝酿一个未来3至5年内投资5万亿元的计划。据悉,这5万亿规模的投资,包括在建项目、已经规划的项目和追加投资,将涉及公路、水路、港口和码头建设等。

当前由于受国际金融危机等多种因素的影响,我国经济发展速度放缓,促进经济增长已经成为头等重要任务。在这种情形下,通过实施铁路与公路等交通建设投资计划,加大基础设施建设,能够一定程度上起到扩大内需,刺激经济增长的效用。但是在实施扩大基础设施建设投资计划时,不能忽视农村与农民对于基础设施建设的需要,加大基础设施建设,甚至应当实行向农村地区倾斜的政策。以笔者的想法,扩大基础设施建设不但不能忽视农村,而且更应当向农村地区倾斜,这首先是因为当前我国农村普遍存在基础设施落后的问题,不要说其他基础设施项目,不少农村地区连像样的公路都没有几条,不少地方的村民依然面临行路难问题,农村交通建设落后现状亟待改变;其次,如果财政不投资建设农村公路,投资建设农村公路的资金就要由农民承担,而向农民集资建设公路,难免要加重原本就不富裕的农民的负担。所以,交通投资建设投资计划向农村倾斜,也是出于减轻农民经济负担目的的需要。

需要看到的是,尽管近些年来我国经济社会已有较大的发展,但是我国依然是一个以农村人口为主的农业国家,庞大的农村人口数量,决定了发展农村对于我国经济社会发展的极端重要性,决定了唯有农村发展了,中国才能发展,唯有农民富裕,中国农民才能真正富裕。要想富,先修路,这句话20多年前就流行了,尽管修路并非发展农村、富裕农民的充要条件,但是发展农村、富裕农民的必要前提条件,所以应当从发展农村、富裕农民出发,高度重视农村包括公路在内的基础设施建设,以在整体上促进国家经济发展与国民富裕水平提升。

国家财政理应急及农村,农民同样应当沐浴公共财政之光。这就要求在基础设施建设与公共福利保障上实行城乡一体化建设,让农民同样享受到优质的公共服务与现代文明。财政投资建设农村基础设施,不是对于农民的施舍与开恩,而是农民固有权利提出的要求,因而理当成为国家与政府不可推卸的责任。从这个意义上说,包括交通建设在内投资计划的实施不可忽视农村,乃至有必要向农村与农民倾斜,是尊重农民权益,国家与政府对农民承担责任与义务的题中之意。

## Column 专栏

“将市场认可度作为央企领导首要评价标准”,表面上看只是个评判标准的转换,但其背后的含义是极其深刻,且符合科学发展观。尽管蓝图的构想与实施尚需时日,但不管怎么说,与去年底同样来自国资委某发言人的“国企考核不以市值为评判标准”的认知,大大进了一步。

# 市场认可度标准终于登堂入室



田立

每天早上起来,第一件事就是打开电脑,希望能从网络上找到一点重树信心的力量,哪怕是一点也好。然而造化弄人,抬眼望去,看似有点新意的东西却总是于理不合,到头来不过是一次又一次的失望。索性干脆暂忘股市,寻找一些对经济有利的事情,即使一点一滴,也总有滴水穿石的时候吧。耐心的等待还击下发《关于征求对中央企业领导人员管理暂行规定》(征求意见稿),明确提出“将市场认可度作为央企领导首要评价标准”,顿时眼睛一亮,尽管蓝图的构想与实施尚需时日,但不管怎么说,能够意识到市场的价值,与去年底同样来自国资委某发言人的“国企考核不以市值为评判标准”的认知,是大大进了一步的。

为什么尊重市场的判断?为什么要看重市场的认可程度?表面上看只是个评判标准的转换,但其背后的含义是极其深刻,且符合科学发展观的。早期的市场派学者们尽管没有穷

尽“相信市场”这句话对企业经营的价值,但他们很清楚盲从利润的危害。就像著名的金融学家史蒂芬·罗斯所说,如果以利润率作为经营者能否拿到奖金的标准,他有一大堆方法能使自己如愿以偿,而根本不顾及这些方法是否损害了所有者的利益,比如不恰当地降低成本,短期内疯狂地提高价格等,而这些都是破坏性的。而以市值判断经营就不一样了,你可以做任何自以为聪明的事,但都逃不过市场的“法眼”,市场会以公正态度来反映经营者的所作所为。有利投资者的事会得到市场认可,市值上升;损害投资者利益的事会得到市场的惩罚,市值下降。于是,市场就成了我们的评判企业经营水平和决策对否的最简单,也是最有效的途径,也是所有者评价经营者最准确的尺寸。

用市场这把尺子丈量经营者业绩,好处有三:一是有利于避免经营者片面追逐个人利益,损害所有者(包括国家和一般投资者)利益,从而造成国有企业经营过程中的代理成本问题(这对保护中小投资者利益尤为重要);二是可以提高经营决策的

正确性,通过市场定价机制反映市场态度,有利于及时纠正决策偏差。像年初的平安保险再融资问题,如果决策层或者董事会能以市场评判为准则,及时更正错误,也不至于为利益集团的一意孤行而造成市值大损;三是有利于决策者评判上市公司经营管理水平,因为市场信息是最客观实在的,而任何诸如“工作勤恳”、“任劳任怨”之类的主观评价往往掩盖着经营者的无能或者失职。

当然,市场准则不只是约束经营者,它同样可以激励经营者,帮助经营者。对经营者来说,手握市场这把尺子不仅是重要的,而且也是不可替代的。经营决策需要大量参数做“导向”,然而参数从何而来?过去,我们习惯了“指标主导”、“定量定额”、“群策群力”之类的主观臆断,往往忽视了这些参数其实在市场中的事实。最近不断有报道说,国内某些企业在套期保值过程中出现亏损(甚至巨亏),虽然这些亏损的具体原因和状况还未公布,但稍有常识的人都知道,所谓套期保值亏损是说不通的,除非保值者弄错了头寸关系,

或者弄错了头寸比例。而头寸关系和头寸比例又如何确定呢?这就得“请教”市场了。

首先是一个要不要套期保值的问题,很多企业管理者盲目运用套期手段进行日常管理,这其实是错误的,因为有些情况下套保不但不能提高企业价值,反而会阻碍企业价值的提升。比如,大型水力发电公司在经济增长期对电价的套保就会抑制市场对其价值的推升。那么,究竟依据什么来决定是否套保呢?市场,是市场对于企业及其所生产的产品“态度”决定了企业是否套期保值。这个过程说起来简单,应用起来却十分复杂。最简单地,当市场追求的恰恰是产品价格的波动性时,生产企业就不应该对产品价格套保,因为这样反而会推升企业的价值,比如黄金公司。稍复杂些,当市场预期企业的波动率较小,而产品价格的波动率较大时,也不应该套保,因为企业有能力将经营“暴露”在风险之中,套保反而会使得产品价格降低从而企业的认可程度。于是就有了一个问题,这些参数从何而来?当然也是在上市场上了,只不过它

们全都“隐藏”在某些市场指标的背后,不易被人发觉而已。就好比β系数隐藏在股价背后,波动率隐含在期权价格背后一样。

其次是如何套保的问题,这其中最关键的是头寸比例问题,因为头寸关系实际上是隐含在头寸比例中的。早期的资本资产定价模型提供了一套静态模式下的头寸比例公式,但显然与实际情况是有差距的。后来莫顿教授运用时间序列理论很好地解决了跨期头寸的比例问题,成为许多大企业操作的工具。但中国的企业又有几个知道这么做的呢?这一方面与我们的企业管理者长期以来重定性轻定量的思维模式有关,另一方面也与管理者不能从市场出发、轻视市场的陋习直接相关。

如今,决策者主动反思,还市场以应有的地位与作用,从宏观角度讲有利于提高经济效率,而从微观角度讲,也恰好为企业转变管理模式提供契机,其意义绝对大于那些效用可疑的流动性救市方案。

(作者系哈尔滨商业大学金融学院副教授)