Observer | 上证观察家

国际货币新秩序面临巨大的不确定性,中国应积极推进“多元化”的国际货币新秩序,加快汇率制度改革,尽快实现人民币可自由兑换。而正确认识衍生品在合理避险过程中的价值,运用期权做空美元,运用期货做多石油和黄金,恐怕是中国在未来一段时间规避国际货币体系动荡简单而有效的方法。

中国该如何应对国际货币新秩序

田 立

尽管出现了“美国经济预期下降而美元币值却逆势走强”的奇怪现象,但不可否认,世界对美元未来的“国际货币本位体”地位已产生了很大分歧,甚至有了更换国际货币本位体系的呼声。欧盟轮值主席、法国总统萨科奇的“建立全新布雷顿森林体系”的言论就是一种有代表性的声音。那么,已经被“自觉”执行了半个多世纪的国际货币美元本位体系是否真的会土崩瓦解呢?中国又应该如何应对当前的国际金融形势呢?

首先,国际货币本位体系的更迭并非理论推理那样简单。回顾世界金融历史,任何一种货币本位地位的确立都不仅仅是纯粹的经济问题,政治、军事、外交等多种因素都扮演着重要角色,通过一场金融危机就要改变美元的国际地位恐怕不很现实。美国佬也不会心甘情愿,要知道,几十年来,美国在制造业持续衰退的情况下依然占据着世界第一经济体地位,相当程度上缘自其“世界结算货币发行国”的特殊身份。欧洲人之所以近30年来不断主张并推进欧元区,很大程度上也是看中了世界结算货币所带来的“超额利益”,建立欧元体系是“表”,抢夺国际货币本位地位才是“本”。这种情况下,谁会轻易交出特殊的权利呢?

但这样讲绝不是说国际货币体系就不应该改了,更不是说不能改。实际上,即使美国政府继续推行其所谓的“强势美元政策”,在其经济不能根本性复苏并获得世界认同的情况下,这种强势美元政策也只能在名义上稳定美元的本位地位。试想,在国际货币体系改革的呼声得不到满足的情况下,世界各国必将采取各种手段以保护本国经济利益,最起码,各国可以通过对美元风险的对冲来保证其美元资产或美元结算的价值,而最有可能的手段就是“做多黄金或石油,做空美元”。一旦这种做法被普遍接受,那么,国际货币体系的实际本位体就不是美元了,而是石油和黄金了。

布雷顿森林体系的瓦解让世人彻底认清了金本位制的不可行性,由此,学者们普遍认为“硬通货”本位制一去不复返,这样的认识在教科书中已经存在数十年,很少有人质疑。但是,如果回顾一下布雷顿森林体系瓦解后这几十年的世界经济发展历史,会发现黄金的本位地位并没有完全消失,否则也就不会存在美元价格与黄金价格的反头寸关系了。不仅如此,石油由于其特殊的地位也在左右着美元走势。特别是近二十年来,随着石油商品属性的逐渐褪色,其资产属性越发突出。至少就目前的储量和开采量来看,石油不会像黄金那样因量的不足而阻碍其本位体的建立,因此实质上已经承担了部分本位体的作用。这样看来,美元本位体系——即使名义上不会改变——实质上早已受到挑战,所以,不管我们愿不愿意接受改革,国际货币体系本质上一定会改变的,只是“大张旗鼓”和“润物无声”的区别而已。

面对悄然变化的国际货币新秩序,中国应该采取怎样的对策呢?盲目加入进攻行列肯定不是明智选择,但也不能因此无所作为,或者僵硬地支持美元地位。笔者以为,中国首先要做的是积极参与国际货币新秩序改革,既不维护美元,也不强挺欧元(或其他国家货币),就像中国领导人反复强调的,要积极推进“多元化”的国际货币新秩序。与此同时,我们还要尽快改善储备结构,避免单一的资产储备在新的秩序体系中的无谓损失。

其次,要加快汇率制度改革,尽快实现人民币可自由兑换。历史经验证明,僵化的汇率体系往往是美元危机的“避难所”或“泄洪区”。尽管眼下这场金融危机暂时还没有危及美元价值,但谁又能保证危机不会危及美元呢?一旦美元危机凸显,国际游资肯定要寻找避风港,而这个避风港的特点就是那些本国货币实际价值很高,却因僵硬的汇率体系而使其名义价值偏低的经济体。以目前的汇率制度和未来的美元预期,中国很有可能成为国际游资理想的避风港。尤其是我们目前还实行着完全的售汇制度和被动的结汇制度,因此国际游资不仅可以前来避风,而且避风的成本几乎为零,这对中国的金融安全非常不利。

此外,学会运用衍生手段规避美元危机风险也是我们必须抓紧的一项工作。金融危机以来,很多学者把批评的矛头对准了金融衍生品,认为是衍生品造就了风险的泛滥并最终导致,这样的观点是不科学的。任何事物都有合理运用和非合理运用之别,再好的药,吃错了还能死人呢,更何况衍生品?不能因为某些服错药的行为就指责药本身的价值和意义。不当运用衍生品有可能就是金融危机的祸根,但不能因此否定衍生品在合理避险过程中的价值。运用期权做空美元,运用期货做多石油和黄金,这恐怕还真是未来一段时期规避国际货币体系动荡的简单而有效的方法。

国际货币新秩序面临巨大的不确定性,早作防范十分必要。

(作者系哈尔滨商业大学金融学院金融工程研究所所长)

美元反弹的物质基础在逐步丧失

程 实

美元指数11月19日走出87.312,较一个月前升值10.59%,这一升值幅度在1967年以来近502个月中能排进涨幅榜的前五位。金融动荡的罪魁祸首却在危机中戴上了最强货币的光环,这究竟是何道理?

细想起来,次贷危机后的美元升值也不能混为一谈地泛泛而论,必须一分为二。9月中下旬之前的美元升值主要归因于美国经济问题“全球化”带来的金融市场的“亲美效应”;9月中下旬之后的美元升值则主要归因于金融动荡中的避险需求激增和预期变化,而美元向均衡汇率的“回归效应”则自始至终构成了美元升值的推动力。

经济决定金融,汇率走势归根结底是由经济基本面对比所决定。对于美元这一现有国际货币体系的核心“世界货币”而言,其真实价值并不单纯取决于美国经济本身,而是取决于美国经济与世界经济的对比。从这个角度审视,10月30日之前的强势美元并非虚有其表,当次贷危机尚未演化为经济危机时,世界经济的同步走弱包容了美国经济的黯淡前景。但10月30日之后,由于最新季度增长结构数据中包含了美国经济大幅下滑和次贷危机进一步演化为“双重危机”的潜在信息,之后的强势美元可能将失去长期持续的基础。

从历史经验看,当世界经济周期突然变化的时候,全球增长放缓往往能够包容美国经济的短期颓势,并通过经济基本面对比奠定美元大幅走强的基础。例如1982年一季度,虽然美国经济增长仅为-6.4%,但同期世界经济正在发生周期逆转,1981年的世界经济增长率和发达国家经济增长率分别为2.178%和1.784%,均大大高于1982年的0.894%和0.136%,这一季度美元升值了9.59%;同样的故事在1991年一季度重演,在美国经济增长率仅为-2%的同时,美元升值了10.70%,而当时世界经济和发达国家经济增长也正从1990年的2.943%和3.034%向1991年的1.459%和1.458%转变。

但10月30日之后,美元走强的基本面基础受到了沉重打击,虽然世界经济增长整体并没有明显变化,但最新的三季度增长结构指标却传递了双重不利于美国实体经济的信息:

一方面,美国经济内需创17年新低。虽然美国从来不是一个靠外需维系长期增长的国家,但三季度贸易依旧为增长贡献了1.13个百分点;虽然库存调整往往不会给增长指标带来过多干扰,但三季度投资项下的库存调整为增长贡献了0.56个百分点;虽然政府支出在过去33年里提供的增长贡献不足0.5%,但三季度政府支出贡献达到了1.15个百分点,创近21个季度以来的新高。如果剔去贸易贡献、库存贡献和政府支出贡献,美国三季度内需增长仅为-3.14%,构成了1991年一季度以来的最差表现,同时也是1975年以来第四差季度增长。在筛去多项意外因素之后,美国经济内需不足的窘境10月30日后骤然突显。

另一方面,美国经济主引擎严重受损。纵观美国经济历史数据,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。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%,但今年三季度,美国实际消费增长率从上一季度的1.2%骤降至-3.1%,而历史上这一指标的平均水平为3.26%。入不敷出和忧心忡忡的美国消费者已经开始转变消费习惯,这对于美国经济而言是最大的危险,如果这种短期征兆长期化,那么衰退程度和持续时间可能要超出市场的预期。

10月30日的结构数据显示,次贷危机可能正在发生一些动摇美元基础的潜在转变。在信贷紧缩依旧困扰金融领域的同时,美国实体经济也已遭遇实质性困难,金融危机和经济危机可能发生“危机重叠”,这无疑将给美国宏观调控者带来极大困难。从目前的救助政策发展看,无论是美国财政部的7000亿,还是美联储的TAF、PDCF、TSLF、MMIFF和CPFF,救助重心都集中于金融领域,政策成本的提高实际上对未来刺激实体经济增长的政策制定和实施形成了资金约束,在金融救助政策可能对经济救助政策产生“挤兑效应”的背景下,奥巴马未来的宏观政策面临着巨大挑战。这些都动摇了美元反弹的基础。

由于美国实体经济受到的次贷危机滞后影响日趋强烈,美元反弹的物质基础正在逐步丧失。预计未来美元汇率将“先扬后抑”,短期内相对强势将继续维持,随后将在长期中重回贬值路径。

笔者这一判断的根据是,短期内金融动荡不会迅速平息,美元资产的避险需求还将继续增加,而美国经济与世界经济基本面对比的恶化将循序渐进地显现,在2008年四季度美国出现“连续两个季度负增长”之前,美国经济的恶化还将处于世界经济的可包容范围之内。但长期内,美国经济在次贷危机演化过程中的受损程度将可能显著高于世界经济,同时由于大量救助政策出台可能导致美国财政赤字未来难以改善,次贷危机的纵深发展可能导致美国金融局势恶化幅度大幅高于其他经济体,而市场信心的缓慢恢复则可能导致国际货币体系多元化重新获得长足发展的机遇。**(作者系金融学博士,宏观经济分析师)**

漫画 刘道伟

上海旗忠村分红 每户28万

有“华东第一村”之称的上海旗忠村,近年又以大师杯网球赛所在地而闻名。那些被征用建球场、盖秋馆的农用地,在村民们看来已经累积出极大的价值。在这个“寒冬”来临之前,旗忠村拿出了一亿元分给了村民。

Column | 专栏

任何事物的最佳发展状况都是“均衡”,美国式“乐观”到达了极限,以至“过犹不及”,这也是危机过后美国最应当反思的地方。而要让中国人增加一点乐观主义,则有必要仔细思考,我们该有怎样的真正给国人带来乐观主义的长期制度基础。

金融危机与美国式乐观主义

杨 涛

华尔街风暴的精彩段落似乎已陆续谢幕,金融巨头倒闭、资本国有化浪潮,一系列超乎预期的事件已经使人们的神经逐渐麻木。

当然,关于次贷危机究竟是否见底,人们都有截然不同的看法。在悲观主义者的眼中,危机正在向美国信用卡市场、地方政府债券市场蔓延,更多的“重磅炸弹”还在后面。而在乐观主义者的眼里,本次危机对实体经济的冲击远没有上世纪那样强烈,美国经济的良好弹性将使其很快走出阴影。

应该说,次贷危机虽然名为“次贷”,但现在已经与次贷没什么关系了,早就成为一场全面的信用危机,通俗地讲,即为金融市场上信心的丧失。

我们知道,金融市场上信用的本质,在于人们对于交易对手的人品和能力存在信心,而在次贷问题引发信心萎缩的“多米诺骨牌”之后,所有的人都愈发担心交易对手有隐藏的风险,因此市场交易急剧减少,流动性链条不断绷紧。这有点像当年我国遭遇“非典”时的情形,当所有人都担心别人可能感染了非典病毒时,就会减少自己的公共活动,于是我们就看到空旷的街道和公共场合,这正如萧条的金融市场一样。

这场危机会发生在当今世界上经济金融最发达的美国,透过那些众说纷纭的解释,笔者认为,最为根本的,还是因为美国人超乎寻常的“乐观主义”精神。

事实上,所有金融创新的实质,某种程度都可以归为对某种未来资产现金流的整合,换句话说,就是把某些未来“或许”会存在的金融收益,转换为当前的消费或者实在的“金融收入”,而这个“或许”预期概率的大小,直接决定了当前人们的消费和收入能力。对乐观主义者来说,这个“或许”的概率当然要大一些,但是一旦过分乐观,则会造成“寅吃卯粮”的状况,不断持续下去,终有一天,可能突然就会有人担心未来如果变坏,现在的“好日子”就会结束了,因此开始“收敛”一些,这种担忧逐渐蔓延下去,最终泡沫破灭、一切就会打回原形。

追根溯源,美国人的乐观主义精神根深蒂固。在欧洲清教徒刚踏上北美洲大陆时,面对热带丛林的毒蛇猛兽、以及土著居民的敌意,如果没有乐观精神,恐怕是难以支撑下来的。

正是在乐观主义的推动下,美国逐渐走向超级大国的地位。在未来美好的金融憧憬下,各种令人眼花缭乱的金融产品被开发出来,保证大多数美国人都能够通过寅吃卯粮来过上“富足”的日子。

然而,美国人却忘记了,当前支撑美国式“乐观主义”的基本要素已经变了。美元地位虽然短期内仍难以动摇,但是美国人利用滥发美元肆意获取全球资源的好日子却难以为继了。靠借钱过日子虽然还能暂时保持“欠债有理”,但长远来看毕竟不够体面,而且逐渐在各方面受制于人。在美国贸易与财政双赤字的背景下,加上美国国内储蓄率接近于零,从技术意义上说美国政府已经濒临破产,不得不靠各种国外资金来弥补国内的需求。次贷危机的爆发终于使美国人认识到,风水轮流转,过度负债终究会把美国经济拖入泥潭。最后,随着能源资源的供应日趋紧张,及其价格波动逐渐超出各国可控范畴,美国人也不再能够任意浪费全球能源资源了。

美国式“乐观”到达了极限,以至于“过犹不及”,这也是危机过后美国最应当反思的地方。

反过来看,与美国人的乐观形成鲜明对照的,是中国人的悲观主义精神。在中华传统文化中,我们看到的始终是“未雨绸缪”、“节约是美德”,其背后必然是对未来的某种悲观主义判断,即把未来产生“或许”收益的概率估计得很小,因此当下就要更“节衣缩食”“以收定支”。这大概也是中国居民消费不足、金融创新落后的根源所在。

当然,这种悲观主义并非民族特性,笔者认为,这是特定环境所造成的。从远处来看,几千年动荡不安的社会变迁,使国人对未来的乐观主义态度不断遭受挫折。从近处讲,社会分配的不公、金融制度落后的制约、社会保障制度的缺少,都会导致经济金融上的悲观主义色彩。

近期,中央刺激内需的政策已经全面铺开,积极财政政策再次担当主角。然而,在国家发改委门前突然“门庭若市”,并且各界都由此增加了对未来经济走势信心的同时,我们还有必要仔细思考,如何才能真正给国人带来乐观主义的长期制度基础。例如,若是政府仅为了保障短期投资的资金需要,而事实上减少对消费的支持,包括增加居民收入等直接支持,以及增加社会保障支出等间接支持,那么必然会阻碍居民消费升级与社会福利改善的现代化改革,而这样的政府“大手笔”并不能真正使普通人乐观起来。

任何事物的最佳发展状况都是“均衡”,过度的美国式“乐观”是一把“双刃剑”,而中国式的“悲观”在促成稳定的高储蓄率同时,还造成金融发展落后、居民福利提升有限。为了让中国人增加一点乐观主义,体会一些“寅吃卯粮”的快乐,需要政府切实创造各种“外部条件”。

■《上海证券报》联合央视经济频道“坚定信心促发展”

我们建立了一套中小企业评级模式

⊙赵世刚

中国银行目前在国内来说是国际化程度最高、多元化程度最强的商业银行。前一段时间我们有选择地加强了私人银行的业务服务,比如说在瑞士,在法国,都有相应的兼并活动。下一步会根据国际经济形势的变化、行业变化的特点,有选择地加强在海外的扩展。

现在对中国的金融机构来说,我认为是一个可以购买外资银行的时机,但还不能作出最佳时机的判断,主要是因为现在国际金融危机带来的影响并没有完全消失,而且越来越向深度、广度发展,另外金融危机对实体经济的影响日益显现。

我觉得,不管是在经济环境好的情况下,还是在遇到经济困难的时候,银行都要坚持效益风险平衡、资产质量和业务发展速度平衡,审慎经营、持续发展。所以我们在风险控制的审批过程中,针对具体环节、具体项目、具体客户等等,都有我们风险的评判。

在支持中小企业方面,中国银行借鉴了国外的成熟经验,结合了中国的实际情况,摸索了一套特殊的工厂化、流程化的新模式。它改变了单纯地看企业财务数字、财务报表的方法,而是根据比如说企业管理者的能力、企业现金流的情况、企业产品在市场的情况、企业的品牌等等这些方面的信息汇总,给企业评级,建立了一个系统。通过这套评级模式,我们大大地缩短了中小企业审批的流程和时间,提高了工作效率,得到了中小企业一致的赞同和认可。民间资本和民间金融方面,现在正在讨论、酝酿的方案有开放民间的借贷等,但是这些方面还需要采取积极的谨慎的态度来对待。

中小企业有两个关键的问题,一个是自身要不断地提升管理水平和诚信程度。从银行的角度来说也应该不断地改善对中小企业的评价体系,对中小企业的审批流程。确切地讲,中小企业的融资比较难,因为中小企业的财务报表、财务数字相对国有大企业还是处于劣势的,所以银行如果从整个评价体系来看,中小企业还是比较低的。从另外一个角度来看,中小企业的诚信度还需要进一步提升。泉州的中小企业复信鞋业就是采用新的审批和评价模式从中国银行取得了600万贷款的。新的评价模式不单单是强调对企业财务数据的分析,更重要的是联系到企业的其他重要经营情况、产品情况、前景的预测。此外,要在一个地区、一个城市锁定中小企业,现场采访客户经理,根据综合因素去判断。

现在出口企业收款难的问题主要是由于世界的经济危机引起的,特别是美国的金融危机发生以后,像在美国的市场上过去收款还是相对比较好的,最近一段时间,金融危机爆发以后也出现了一些情况。针对这种情况,中国银行也采取了新的支持企业、帮助企业克服困难的办法,比如开发了保底产品,就是出口信用保险,买断企业的应收账款,在这方面我们也在与商业部一起,在国内的一些企业进行很好的尝试,我们会在这个基础上进一步扩大在这个产品上支持企业的力度,很好地解决出口企业的收费难问题。

本土银行和外资银行既有竞争,也有合作。世界经济陷入了衰退,外资银行在西欧、美国都受到很大影响,但是他们在中国的分行都发展得比较好,比较稳健,这主要得益于中国的宏观经济政策保持了连续性、稳定性,GDP的增长在全世界是最好的。另外,银监会也加强了对外资银行监管的要求。所以总的来看,外资银行在中国,无论是批发业务还是零售业务都有很好的发展前景。

我并不担心外资银行和本土银行的竞争。在中国市场现有的经济条件下,随着中国经济越来越开放,外资银行和中资银行会形成共赢的局面,中资银行正在加紧努力改善对基础客户的服务,相信会有很好的收获。

(作者系中国银行公司金融业务部总裁)

为“钱”尽其用 尚需深挖法制“沟渠”

⊙李季先

为了促使4万亿保增长资金,有关各方尤其是国家职能部门应做些什么呢?全程审计投放保增长的资金吗?当然必要。但审计主要系事后行为,当发现问题后已经有点晚了,更何况审计也需要有相关的法律制度依据或法制“沟渠”,而如此大规模的保增长资金的投放还是一个新事务,现有类似法制“沟渠”能不能起到相应作用还是个未知数。强化行政监管和公众监督呢,似乎也是个好的办法,可与审计所可能遭遇的制度困境一样,也没有明确法律制度依据或法制“沟渠”,相关监管和公众监督很可能会因此如雾中看花。于是,深挖保增长资金投放的法制“沟渠”,并以此打破制度的某些瓶颈,推动保增长资金投放的审计控制、行政监管和公众监督,其背后的查漏补缺开挖、深挖保增长资金投放法制沟渠制度,显得十分重要。

根据国际通例,在经济特殊困难时期一般会有专门的救市法例出台,譬如美国30年代的证券等经济立法。循此,中国有关各界可以讨论要不要制定一部专门的《保增长资金投放使用法》或规制类似资金投放的特别法律,不过考虑到中国立法的特殊性,因而可以考虑在既有相关国家资金投放监管法律法规的基础上,通过颁布出台一些通知、办法、实施细则类的规范性文件先把保增长资金投放的法制“沟渠”挖出来,然后再在以后的资金投放实践中继续深挖这些既有的法律制度“沟渠”,并择机完善之。

至于这个深挖后的法制“沟渠”核心内容,相关法律法规规章至少应规定:保增长资金应重点用于关系国计民生、有利于扩大内需的实业领域,严禁向实业之外容易导致投机的行业直接或间接投资,严禁进入期市或进行除为稳定金融市场直接购买金融机构股份外的任何其他形式的股票二级市场操作;各级财政、信贷部门及其委托投资主体不得挪用、私自截留或进入国家相关政策、法律法规及规范性文件禁止该项资金进入的行业或产业部门,违者允许并鼓励一般公众、社会组织团体、国家职能监督部门提起控告。同时,作为深挖保障保增长资金安全法制“沟渠”的一部分或一个辅助措施,建议在立法之外,由国家发改委、财政部、监察部组成联合工作组或在中央另设一个专门的部门以统筹、监督该笔保增长引导资金的使用,并直接对国务院负责、受其监督。

(作者系万商天勤律师事务所合伙人)

开个股东大会 居然“兵临城下”

⊙赵 禹

由于S*ST北亚此前的一次股东大会,出现过少数股东情绪失控的情况,为确保本月18日股东大会暨股改相关股东会议如期举行,当地政府动用了相当的警力:不少于10辆警车停在会场周围,还有一辆指挥车,更有一辆消防车。会场第一排中间16个座位全部是身着特别制服装备到位的警察,两边各有5个特警,其中2个一直站立守候在主席台两侧。参加会议的股东要进大会现场,必须经过两道程序。

为了一个常规的股东大会如此“兵临城下”,如此“如临大敌”,其警力资源是否构成浪费姑且不论,但出警理由仅仅是“少数股东出现过情绪失控”的情况,似乎是滥用警力了。毕竟,情绪失控不是犯罪,且在少数,更何况是公司有愧于股东。

笔者以为,股东大会本来就是广大股东行使权力的地方,更是一个广大股东与管理层很好的沟通平台,不管最终是否能够达成共识,都是在权利平等机制与状态下的股东内部矛盾。不能够因为仅仅有少数股东情绪曾经失控过,就将内部矛盾社会化,把平等对话对立化,更不能借用公权力来弹压民意,视持不同意见的股东为敌。

应该说,非流通股股东为S*ST北亚的破产重组作出了相当的让步,希望公司能够尽快恢复上市,对于股改方案被否决,非流通股股东有些气愤,觉得不可思议。可是,却没有静下心来想一想,小股东们不满情绪从何而来?为什么公司为了重组作出很大让步的方案,却不被小股东认可并被否决?这是需要公司特别是大股东深思的。公司方面为什么不能拿出善意的姿态来争取多赢呢?