

Opinion

Observer
上证观察家

综合历史沿革,国际货币体系的未来发展将是循序渐进的,短期内,美元将继续作为唯一核心货币支撑起单极体系;中期内,欧元等主流货币将日益分担世界货币的责任,国际货币体系将向简单的多极缓慢发展;长期内,具有内在约束力和外部协调性的多层次“多元”国际货币体系将逐渐建立起来。

单极还是多极? 多极还是多元?

——国际货币体系未来发展之路

关于国际货币体系的未来发展,有三个循序渐进的选择:“全本位还是货币本位?”、“单极还是多极?”、“多极还是多元?”。笔者在上篇文章(2008年12月19日《回归全本位已失去客观条件》)中,初步回答了第一个问题。今天来谈谈剩下的两个问题,未来的国际货币体系需要怎样的核心?一个,还是多个?

在布雷顿森林体系和牙买加体系之中,美元都是货币体系的核心,而次贷危机深刻动摇了美元的货币基础,很多市场人士认为欧元、英镑或是崛起的新兴市场货币将取代美元成为新的唯一核心。实际上,就国际货币体系的未来发展而言,欧元或其他币种能否承担唯一核心的职责并非关键,最重要的是,一个有且仅有一个核心的国际货币体系是否适应经济、金融发展变化的需要,单极体系是否具有稳定性?

支撑单极体系的是霸权稳定论,是美国麻省理工学院自由派经济学家查尔斯·金德尔伯格1971年在其名著《霸权与世界经济,1929-1939》中首次提出的。金德尔伯格认为,世界经济必须有一个超级霸权大国作为稳定者,为全世界范围内的剩余产品提供一个市场,保证资本充分流动,并在银行面临危机的紧要关头发挥救助作用,他更提出,不但危机时期需要一个稳定者,在正常时期也同样需要:“历史经验表明,没有一个占主导地位的自由强国,国际经济合作很难实现或维持,冲突将成为司空见惯的现象。”

随着时代的变迁和次贷危机的爆发,霸权稳定论在经济领域的应用已经不合时宜,未来国际货币体系的长期发展方向将不可能是单极体系。原因有三:其一,世界经济结构在长期发展中日趋多元化,据IMF的数据,新兴市场经济体和发达经济体在影响力和重要性上的差距日益缩小,在1980至2007年的28年间,新兴市场经济体GDP占世界GDP的比重经历了“U”字型变化,从1980年的30.9%到1992年16.5%,再到2007年的28%,新兴市场占比先减后增;而从增速看,新兴市场经济体近十年来大幅超越世界平均水平,28年间新兴市场经济体的平均经济增长率为4.22%,其中前20年平均增长率为3.37%,后8年为6.36%,增速不断加快;而发达经济体同期平均经济增长率为2.74%,其中前20年为2.82%,后8年为2.52%,增速不断放缓。

其二,霸权国能够提供稀缺的国际社会公共产品,引导政策博弈趋向协作,并化解局部金融风险的一个重要前提是霸权国尚有余力顾及全球,并在追求个体利益最大化的同时实现整体利益优化。但一旦金融危机和经济危机爆发于霸权国,那么霸权国难以担负起维系体系运转的责任,而且此时其个体利益体现在通过霸权来向外分散风险,这与国际金融危机和世界全局稳定的整体利益存在巨大冲突。金德尔伯格始终强调“霸权国本身必须恪守自由主义的市场理念”,而任何一个市场经济体都不可能避免经济周期的起伏,这就意味着霸权国的经济基础是极不稳定的,其个体利益与整体利益的协调也是偶然的、间歇性的,坚守同一个霸权并不能保证体系运行的长期有效。此外,霸权的阶段性更替则不仅无法回避经济周期带来的影响,还可能带来更多的动荡,并引致更大的成本。

其三,单极体系的稳定作用并非不可替代。改变博弈结构并非只有引入强权这一种方法,通过建立协调机制加强个体间交流与谈判,或者建立一些有实际效力的个体约束机制,博弈均衡也有可能发生优化。此外,在提供国际经济社会的公共产品方面,依靠能力国际化的机构比依靠霸权力量更为有效,且带来的负面影响可能更小。在多极体系中加入强制约束机制并增强国际性机构的影响力,国际金融和世界经济依旧能够实现长期稳定。

无论如何,多极将构成未来国际货币体系的长期发展方向。那么,这将是怎样的多极?答案还是非此即彼的两个:简单的多极或是复杂的多极。简单的多极意指无秩序、无层次的多极,即各经济体在多种核心货币间随机取舍。复杂的多极则代表一种有序、有层次的多极,即各经济体根据地理位置、经济开放程度、经济规模、进出口贸易的商品结构和地域分布、国内金融市场的发达程度及其与国际金融体系的一体程度和相对通货膨胀率结成几个不同的区域货币同盟甚至成立统一货币区,而每一个特定货币区内的区域统一货币则构成了多极体系中的一极。

这种复杂的多极与蒙代尔的“金融稳定三岛”具有较大相似之处。蒙代尔近年来一直提倡美元、欧元和亚元分别承

担起区域货币的职责并共同构成多极货币体系。但这种复杂的多极并不仅仅意味着多个统一货币区的并立,实际上,每个货币区就像是货币体系中的一个单位“元”,而这些单位“元”的核心,也就是各个区域货币本身又形成一个更高层次的“元”,这个高层次“元”也有一个核心,即一种类似于多极货币基金的世界性货币,就像是IMF特别提款权的加强优化版本。每个层次的每个“元”内部不仅固定汇率,生产要素顺畅流动,并能够实现宏观政策的协调。理想状态是,各个统一货币区内政策较为统一,而高层次“元”又能通过国际性机构的制约实现各区域政策的整体协调。多层次的多极货币则能够满足各区域和全世界的各种货币需求。从这种意义上看,这种存在多层次内部制约和外部协调机制的复杂的多极可能就是国际货币体系的长期发展方向,即“多元”。

从以美元为核心的单极信用体系向多元化发展,国际货币体系的未来发展路径可能分为两种风格:激进型或是渐进型。综合历史沿革、次贷现状和未来要素,国际货币体系的未来发展不可能是激进型,而将是循序渐进的,短期内,美元将继续作为唯一核心货币支撑起单极体系;中期内,欧元等主流货币将日益分担世界货币的责任,国际货币体系将向简单的多极缓慢发展;长期内,伴随着各个货币区建设的长远进步和国际性机构的强化,具有内在约束力和外部协调性的多层次“多元”国际货币体系将逐渐建立起来。

(作者系金融学博士,宏观经济分析师)

让制度“逼迫”“大非”承担企业使命和责任

◎李允峰

国资委监事会主席季晓南近日表示,对于国有企业在A股市场上的增持、减持行为,市场显得十分敏感。国资委已经加强了对国有控股上市公司股权转让的动态监管。而在对待“大非”这一问题,国资委绝对会维护资本市场大局出发,加强监管。加强监管的态度值得提倡,而监管措施可以更为有效与具体一些,不妨借鉴一下国外市场的做法。

国际成熟市场上对所有大的股东市场行为都是有限的,哪怕在股市中抛售一股股票,都要事先公告,而不是事后公告。我们期待“大非”如果选择卖,一定要事先公告,当然,在海外成熟市场,上市公司大股东一般不会通过二级市场卖出股票来套利,而是将股票作为并购手段,通过换股等方式实现收购兼并,从而做大做强企业。即使上市公司大股东要退出,一般也是通过大宗交易转让给其他大股东或中介机构,很少直接在二级市场卖给普通投资者。因为,如果大股东直接在二级市场抛售股票,将会产生很大冲击,造成股价大跌。这样做不仅卖不了好价钱,甚至有可能卖不出去。

从海外这些市场制度设计中可以看出,制度“逼迫”大股东当“好人”,要想卖股票,先公告,先告诉中小投资者,如

果卖得多,一是价格会很底,二是可能卖不出去。大股东若是为了眼前利益而抛售,很可能遭遇市场的惩罚,而如果承担起责任,多考虑长远发展和市场投资者的利益,则无论是回购还是收购兼并,则会获得市场的奖励,让公司市值增加,从而正面影响公司的价值,让大股东、证券市场和小投资者三方获得利益。

要想让“大非”选择多承担社会责任,还要引入上市公司市值管理。市值管理这个概念在成熟市场已是企业自觉行为,因为市值是企业的重要评估价格,是市场对企业的定价。上市公司大股东在认为股票二级市场价格被低估时,往往会增持公司股票,或者上市公司回购自己的股票。上市公司大股东对维护公司股价有很大动力,因为如果公司股票市值过低,就有被收购兼并的风险。比如,在招商银行收购香港永隆银行,收购价格高达每股156.5港元,这就是以其二级市场股价为定价基础的。

当然,国内一些优秀上市公司在“大非”问题上已经选择了为责任而战。比如,三一重工、美的电器等等。《基业长青》的作者柯林斯曾这样概括德鲁克:企业的成败得失都可以从德鲁克的管理论中找到答案。而对这个问题的最根本和直接的答案,就是企业的使命和责任。当我们的“大非”选择了为企业的使命和责任而战的时候,就已与胜利之神为伴了。

理财知易行难

◎沈若愚

2008年的市场走势让专家的眼镜掉了一地。但是作为普通人,不相信专家,还能相信谁呢?我们照着专家的指导操作之后,损失惨重,所以特别想知道,专家有没有照着你自己说的去做?结果又怎么样?

《华尔街日报》日前刊登了一篇有趣的文章,爆出猛料:原来不少顶级投资专家也没有时刻遵循自己的专业意见。

1990年诺贝尔经济学奖的得主哈里·马克维茨是运用数学方法探索风险与收益之间关系的专家。按理说,他自己在配置股票基金和债券基金组合时,应该历史均值作一番复杂计算,在风险和回报之间找到最优平衡点。但是他的实际操作是一半对一半。原因是这样股市暴涨暴跌都不会过于遗憾。

世界第二大基金公司先锋基金的创始人约翰·博格主张投资者应定期调整投资组合的平衡,卖出一部分涨幅最大或买进部分跌幅最大的头寸。但是自2000年3月以来,他从来没有调整自己的资产配置。

晨星公司董事总经理菲利普斯曾建议将亏损效果差的资产配置到退休账户中,但菲利普斯从未在自己的退休账户中配置通货膨胀国债和房地产投资信托。原因是他认为自己的退休资产是为了实现长期目标,而不

愿将股票之外的品种纳入其中。普林斯顿大学经济学家伯顿·马尔基尔作为指数基金的学术教父之一,坚信指数基金就是一种不劳投资者选择的低成本自动投资组合。但他仍把四分之一到三分之一的钱投到了个股和积极管理型基金上。原因是他认为买进一些个股和积极管理型基金“很有趣”。

这些投资专家都没有坚持自己的研究结果,也就是说,他们通过数学推导以及其他的复杂算法,得出了一定的结论,并出书撰文,上电视宣扬,在各地演讲,希望影响世人的投资理财理念,但是到了最该自己实践的时候,他们却没有坚持,没能知行合一。原因虽然看上去五花八门,但是仔细一琢磨都是类似的,不是认为自己的直觉更高明,就是发现自己的现实目标并不是自己在文章中,在工作中另立了其他的假设和目标。

那么,普通投资者究竟应该如何操作呢?是相信这些投资专家的话,还是该学习投资专家的做法,或者是干脆对这些所谓的专家的说和做置之不理?自己说的话都不相信的投资专家,也许说的对,但是看上去总有那么不靠谱。

也许唯一能够相信的就是那些说和做相一致的,沃伦·巴菲特算一个,也许还有其他人,但是出名的不多。无怪乎真正的股神只有一个。

或现结构性滞胀 筹谋更有效对策

当“负增长”突然降临,GDP以出乎意料的速度滑向低谷时,判断经济将滞,并按过去经验出台刺激政策,都不是难事。但准确分析各微观主体和各种经济结构的变化轨迹,并提出适时有效的对策,甚至预料未来可能出现的不确定性冲击,并事先做出应对安排,就比较困难了。

当前真正检验政策优劣的标准,笔者以为应当是政策的微观基础和政策的时滞性。首先是时滞性问题。中国经济的投资、出口、消费和技术进步四大动力,后者长期较弱,出口已“负增长”,企业投资意愿明显下降,因此,未来几个月,对民间投资、消费和出口的刺激需要尽快出效果,也即政策的时滞期越短越好。其次是微观基础问题,即宏观政策必须对微观行为产生实质性作用,也就是说调控政策必须随微观主体和经济结构的变化而适时变化,否则不是起不到效果,时滞期会被拉得更长。

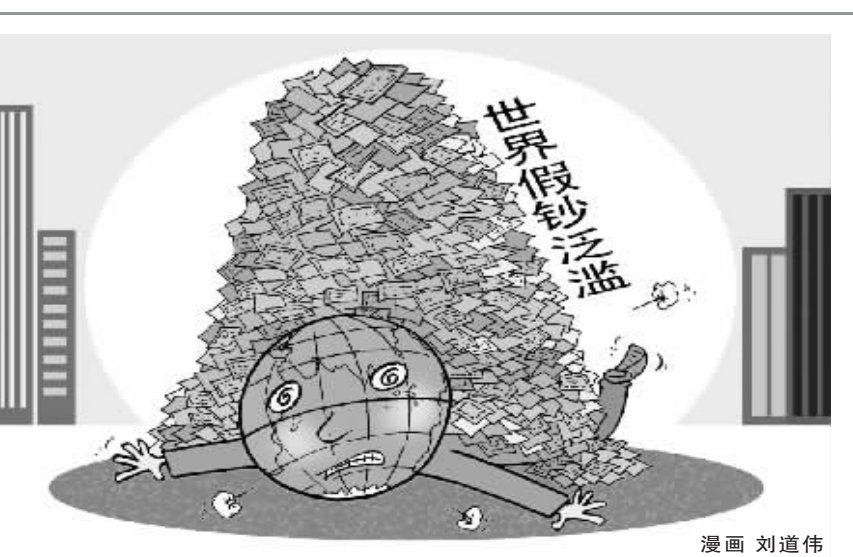
在投资方面,当前投资增长主要寄希望于公共基础设施投资、房地产投资和企业投资。基础设施投资由政府庞大的支出计划主导,但与十年前相比,其对经济增长的带动作用已下降,因为十年前的大规模基础设施建设还带动了一系列相关产业的新增投资和扩建,但这些年相关产业在后来基础设施建设放缓后已出现大量产能过剩。现在基础设施建设的大规模重启,也基本上是在消化过剩产能,再带动相关产业新增投资的可能性已经很小了。这也就意味着,仍把拉动经济增长的希望寄托于基础设施建设上,已不再可靠。这同时也给其他方面的刺激政策提出了更高要求。实际上,房地产投资也存在类似情况,即使在成交量很大的前提下,房地产建设的拉动效应也不如以前。更何况,当前由于大部分地方政府的售楼和托房价政策,使房地产市场很难走出价格博弈的焦灼状态,也就人为地拉长了政策的时滞期。

在消费方面,增加转移支付和增加部分群体收入,并以此刺激消费增长,是当前的主要思路。但负面影响仍然很多,如失业人数在增多,企业员工收入增长停止甚至绝对下降,经济的不确定性等等,都在抵消增加转移支付和刺激消费增长的努力。近期储蓄一直保持较快增长就

是一个明显信号。因此,为了使中国经济在未来几个月尽快摆脱下滑趋势,我们得去继续寻找更有效对策,或者改进现有对策。其中重要一点就是,需要仔细分析和预测未来几个月是否存在有利因素和转机,并能合理利用。同时,还必须分析和预测可能存在的利因素和不确定冲击,并事先做出对策安排予以化解。

目前,最大的不确定在于春节对刺激消费和经济增长将产生怎样的影响。一方面,春节是中国人食品、服装和日用品的消费旺季,加上扩张性的财政转移支付和货币宽松等使购买力增加,可能会消化大部分工业品库存,但同时助推食品价格上涨,如果考虑今年冬季偏冷和其他可能的不确定自然因素使食品供给偏紧,那么由食品价格上涨所带动的结构性通胀将可能再次出现。另一方面,春节后往往形成消费低谷,尤其在服装和日用品方面,而对食品的刚性需求却不会下降,因此,很可能节后形成工业品库存增加和食品供不应求的结构性紧缩和通胀并存的局面。这种并存局面最容易打击投资者和消费者的信心。如果现在不事先采取对策,到时匆忙以更大力度的需求管理和政策扩张来应对,很可能反而加剧通胀,使滞胀进一步恶化。

笔者判断,为尽可能避免结构性滞胀,除了采取扩大基础设施建设、稳定出口、增加收入、大力促进科技创新和技术进步等措施之外,还需要采取以下几项对策:一是争取在最短时间内使房价下降至合理水平,然后释放“房价已处于合理水平并不会有较大波动”的信号,从而尽快释放大量成交,使巨大的刚性需求转变为现实消费。二是在春节前就准备和组织蔬菜种植和家禽养殖,以备节后供应和满足需求。三是在二月的节后消费低谷期发放日用品或耐用消费品(不包括食品)的购物券,以此为大量制造企业提供一个全年生产经营的初始市场动力,并把有限财政资金用在最有效环节。四是可考虑补贴城乡居民的家庭装修,既包括新房装修也包括旧房装修。装修业涉及众多行业,带动性很强,也是一项改善民生的工程,收入效应较小,启动较快,可以作为年初刺激消费需求增长的重要措施之一。(作者单位:江苏省社会科学院经济研究所)



漫画 刘道伟
根据印度情报机构和印度央行的数字,目前在印度流通的卢比假钞占到了大约市场货币总量的25%。美国国土安全部联邦特勤处官员称,目前市场上美元假钞出现的频率达到了5年来的新高,而欧洲各国每月没收的假欧元多达4万张,以保加利亚和立陶宛为首的东欧各国成为欧元造假最猖獗的地区。

Column 专栏

危机管理要义,首先在于敢于承认危机,进而介入危机,化解危机,然后才谈得上通过有效的制度建设巩固和扩大将危机转变为契机的成果。近年来,我国将危机管理引入一些特发性事件和特大自然灾害的处置,进步是明显的。但在解决股市大小非问题上已错失了危机管理的最佳介入时机。

股市维稳是一项危机管理工程

在金融危机火烧连营的情况下,“保持资本市场的稳定健康发展”无疑应该是一项主题鲜明的危机管理工程。然而,恕我直言,目前的一些情况让人迷糊,似乎危机管理与我们资本市场无关。其实,危机管理要义,首先在于敢于承认危机,进而介入危机,化解危机,然后才谈得上通过有效的制度建设巩固和扩大将危机转变为契机的成果。

在危机来临时,不愿意痛快快地承认危机,乃是缺乏危机管理意识者所最容易犯的通病。非常令人遗憾的是,就危机意识是中华民族的传统美德,但是,当危机意识变为恐惧的时候,它却没有成为我们直面危机的勇气和化“危”为“机”的智慧,老子所主张的“太上,不知有之;其次,亲而誉之;其次,畏之;其次,侮之”,至今犹自在大小非问题上阴魂不散,挥之不去。

不久前,投资大众就被“大股东增持”超过了“大小非减持”的统计所忽悠。原来,所谓的大股东增持40亿,统计的只是自2008年9月至12月所发生的数字,而所谓的“增持超过减持”却是发生在9、10月,并没有覆盖11月至12月这段期间的所有的减持。正是由于这样一个不应发生的常识性统计缺省,一个发生

在11月26日至12月25日的“48亿”大小非减持数字就轻而易举地颠覆了所谓“大股东增持超过大小非减持”的结论,甚至在某种程度上还反而成了“大股东增持最终超过大小非减持”的证明。

上世纪30年代美国大萧条时,罗斯福总统就说过一句至今就是振聋发聩的名言:“我们最大的恐惧是恐惧本身”。现在看来,大小非本身如果真的并不值得恐惧,那么,也就更没有必要刻意回避。大小非问题宜疏不宜堵。即使是对于消除了人们对大小非的恐惧心理,避免引起市场信心波动,也应当还市场以一个真实的大小非,而绝没有理由以任何不利于大家进行正确和全面分析的缺省数据和带有主观倾向性的片面结论去误导市场。

国内外危机管理的理论、原则和公共策略,林林总总,归纳起来,都是介入法,而不是规避法。不管是什么形式的危机,一般来说如果不能尽早地让它结束,都将是一场噩梦。正确的方法除了承认危机,正视危机,直面危机,别无他法。介入,是危机管理在相当多的企业危机、品牌危机、质量危机中各显神通,化险为夷,显示了化腐朽为神奇之魅力的真谛所在,对公共危机的处置也具有普遍的普适性。

近年来,我国将危机管理引入一些特发性事件和特大自然灾害的处置,进步也是明显的。

去年4月证监会发布的《上市公司解除限售存量股份转让指导意见》虽然限制力度不足和缺乏必要的制约性措施,不过,笔者以为,倒是通过解决大小非问题来救市而且进而还可以变为推进二次股改的大好机会。可惜,有关方面用鼓励大股东增持来代替对大小非减持的必要限制和规范,以致错过了危机管理的最好介入时机,当然也就更谈不上救市或稳市的最佳效应或累积效应了。

鼓励增持的政策,在一定程度上具有间接表达大股东持股信心的意思。不过,无论从危机管理的角度还是实际的市场影响来看,间接法的效果不如直接法。在笔者看来,解决大小非问题,至少有以下几项措施可供选择:一、国资委作为最大的国有控股股东应当有明确承诺,既然主要央企国有股即使限售期满也不会减持,不如明确承诺三到五年也不减持,或明确规定那些国有股必须在多少年内保持一定控股比例不得随意减持,那些需要有一个重组或整体规划得到批准并公示之后才能进入转让或减持;二、发挥社保基金作为长期投资者的作用,所有需要减持的国有股(包括新股发行所形成的非股改限售股)在进入减持前按照规定的比例划拨给社保基金,也即要先减持后划拨为划拨后减持;三、建立平准基金,其主要任务就是

根据对市场影响的程度承接一些冲击力特别大的大小非,平抑股价,待市场基本稳定之后,平准基金不仅仍然可以继续持有一部分具有长期投资价值的权重重仓,而且还可以将一部分所持股票用适当的方法逐步分配转让给投资者,取之于民,还利于民;四、增持的对象主要是已解禁或待解禁的股份,在这方面,增持有的可以转为回购,有的如果承诺增持后若干年不减持,不妨另开政策口子,也可以允许暂不转为回购;五、在完善大宗交易和二次发售机制的基础上,适时推出融资融券、股指期货,发挥券商、基金在集合理财和市值管理方面的作用,引导大小非减持以有利有利有节的市场化方式合理减持。

任何危机管理,最终都需要落实到制度建设上。很多时候,发现问题之后的解决问题通常都是跟制度建设的紧紧跟上分不开的。特别是由于制度建设方面的缺陷引发的问题,必须及时通过加强制度建设来加以纠正。大小非问题连着发行制度,发行制度的根子则在于市场定位。换言之,中国股市的问题是一个全局性的公共危机。在这个意义上,消灭股市危机的制度建设是以笔者一再强调的“救市也即纠错”为前提的,其当务之急是遏制大小非,最终解决转危为机的关键则非落实到改革新股发行制度不可。