

Opinion

Observer
上证观察家

第一大“底”是，完全清理与次贷相关的证券产品之日，就是金融市场稳定之时，第二大“底”是，房地产市场调整到位，第三大“底”是，国有化成为拯救金融体系的底牌。在这次危机中，金融体系几近全面瘫痪，市场机制完全失灵，市场体系不可能拯救危机，政府不得不充当金融危机最后救助者，成为最后拯救金融危机的救命稻草。

全球金融海啸隐显三个大“底”



左晓蕾

这场让全球金融市场和全球经济风云变色的金融危机的底究竟在哪里?如何才能走出危机?笔者认为,近期以花旗银行带领美国和欧洲银行股的反弹, 隐隐揭示了金融危机底层的三个大“底”,20国峰会和各国政府应该搞“底”,并采取断然措施,一次性“兜底”,彻底“解决”问题。

第一大“底”是,必须尽快彻底清除金融机构的“毒垃圾”——次贷以及次贷衍生品证券。虚拟经济的膨胀已经使金融机构资产负债表有相当规模的所谓管理的“证券资产”,大部分是次贷衍生品证券。除了美国政府和美联储,眼下几乎没有投资者会接手这些“垃圾级别”的资产。如果没有市场,这些“证券资产”的价值就等于零。金融机构已实质性破产。雷曼公司破产前的资产负债表是“资产”6300多亿美元,“负债”6100多亿美元。从账面上看并没有资不抵债,可实际上所谓“资产”其实已不是“资产”了。雷曼在破产之前,就已资不抵债!

规模巨大的“毒垃圾”,像定时炸弹一样,遍布全球金融市场之中:先在债券市场、货币市场、场外交易市场,近来蔓延到汽车消费市场、信用卡市场上,不断在不同的时点爆炸。为“毒垃圾”保险的保险公司正在遍布定时炸弹的战场上“垂死挣扎”;全球金融市场因此胆战心惊地等待一次“定时炸弹”。

也正是清除“毒垃圾”,总算让花旗银行逃过一劫。花旗银行稍早作出重大决定,出售其经纪部门。实际上是到到期就要爆炸的定时炸弹一刀子清除,彻底割掉一个毒瘤,防止了癌细胞蔓延。相信这是花旗银行1.2月盈利的秘诀之一。

这些,应该使我们非常清楚地看见了金融危机的这一个“底”,完全清理与次贷相关的证券产品之日,就是金融市场稳定之时。

第二大“底”是,必须稳定房地产市场。稍早时候,因为花旗银行和美国银行可能被国有化,引起对第二波金融海啸的恐惧。花旗的麻烦出在次贷房屋抵押贷款上。随着房价不断下跌,最大的房屋抵押贷款银行花旗再次面对大

面积的“坏账”危机;收购了最大抵押贷款投行美林的美国银行也遭受了“无妄之灾”。

次优抵押贷款大约1.3万亿,估计大约一半会出问题。花旗银行近期的盈利,并不说明全部抵押贷款的问题已解决。如果房地产市场稳定不下来,花旗和美国银行的资产会继续恶化,房屋抵押贷款的违约率可能继续提高,甚至向优质贷款蔓延。所以,房地产市场调整到位,应该是金融危机的另一个底部指标。

第三大“底”是,国有化成为拯救金融体系的底牌。

最近由于AIG第四次向政府求助,汇丰银行大幅亏损,引发全球金融市场再次大幅震荡。但是这次普遍没有以雷曼兄弟破产为标志的事件的第一波金融海啸时那样惊心动魄的感觉。因为大家非常清楚,奥巴马政府绝不会让雷曼破产清算的事件重演。政府成为稳定市场的定海神针。

曾经有强烈的批评声音,认为各国政府不该救助金融机构,金融机构不能自我调整,就应该破产倒闭。事实上,雷曼公司也曾试图出售400亿“资产”,但是最终失败。除了整体市场存在流动性紧缩的情况以外,被出售的“资产”本身已是烫手山芋,有谁敢接?

那些与雷曼公司同类的、已转为银行控股的公司,并不是他们自己救了自己。由于美联储不断允许用这些毫无价值的“证券资产”抵押,获得央行的流动性支持应对赎回,也获取了央行对未到期限证券资产的担保,暂时保持了账面价值。否则,若以雷曼资产负债表破产前后的演变观之,这些公司早已资不抵债,实质性破产了。

但是,对于那些为这些名存实亡的“证券资产”保险的机构而言,那些暂时保持了面值的“毒垃圾”,就成了到期必须面对巨额的赔付的定时炸弹。危机只不过被转嫁了而已。

白宫去年9月紧急救助AIG,缓解AIG赔付危机,寄望AIG出售旗下资产来筹措偿付资金。但是AIG的出售计划频频受挫。除了核心的传统保险业务资产以外,任何与证券资产相关的部分,都无法找到买家。AIG最近公布2008年第四季度财报称,该季共亏损617亿美元,相信是其为证券资产担保的巨额赔付中

的一部分。虽然政府已三次注资救助,AIG仍不可能自我走出次贷衍生品保险的泥潭。到了赔付期限,不论伯南克多么愤怒,政府还是不得不第四次出手救助,而且必须新一轮一轮没完没了地救助。否则,这个“Too big to fail”的庞然大物,就会成为一个引发新一轮一轮的危机的火药桶。

笔者认为,这次由资产价格泡沫破灭引发的经济危机,不完全是传统意义上的、实体经济的市场自身进行存贷调整,产品升级换代,增加有效需求,完成经济周期的转换的方式走出危机。在这次危机中,金融体系几近全面瘫痪,市场机制完全失灵,市场体系不可能拯救危机。

表面上看,第一波金融海啸,投资银行全线崩溃。拯救方式有两种,第一由商业银行收购倒闭的投资银行。比如贝尔斯登被JP摩根收购。第二,改头换面变身商业银行。比如,高盛和摩根斯坦利摇身一变,成为银行控股公司。从形式上看,这两种方式都保留了私人资本为

主体的股权结构,似乎是市场化的拯救方式。实际上,市场非常明白,美国政府和美联储已经从债务担保,直接和间接注资,不断启动最后贷款人职能,等等方式,全力支持收购方和被收购方。投行变身商业银行,也是为了可以直接得到美联储的资金救助,免除破产和被收购的命运。没有美国政府的支持,市场不可能完成这些转变,而且马上就会发生全球金融市场的大乱。

现在连花旗、美国银行等等商业银行也气息奄奄了。比投资银行更不幸,它们连被收购的退路都没有。所以哪怕花旗股价降到退市边缘,也没有私人资本敢于铤而走险,接下这个烫手山芋。

百年不遇的危机冲破了所有底线,市场修复能力彻底被摧毁。政府不得不充当金融危机最后救助者,成为最后拯救金融危机的救命稻草。如果政府不插手,全球金融体系可能彻底崩溃。国有化因此成为起死回生的“灵丹妙药”。

(作者系银海证券首席经济学家)



漫画 刘道伟

此前受到美国政府救助的保险业巨头AIG,准备发放4.5亿美元奖金给设在伦敦的金融产品部门主管,而AIG蒙羞遭难即被归咎于该部门。此举因此被奥巴马的首席经济顾问痛批,称“令人愤慨”。可是,受到契约法限制,政府施展空间有限,实在无奈。

资本市场需要“M”型改革路线图



王晓国

本届两会财经领域的议案提案,论及资本市场的有《关于建立股市平准基金法律制度稳定股市的提案》、《关于将证券期货市场监管的违法所得和罚款退还受害人的提案》、《关于积极应对金融危机挑战加快多层次资本市场体系建设的提案》、《推出三大改革,完善资本市场功能》、《关于新股发行制度改革建设的提案》、《完善我国金融监管体制,建立金融风险预警机制》和发展B股市场等,都直接反映了社会各界对资本市场的利益诉求和热点难点。对此稍加整理并分析一下,不难发现当前资本市场上投资者普遍关注的一些问题。

从表面上看,这些提案涉及平准基金、投资者保护、推出创业板、开展股指期货、重启IPO、成立金融监管局和做大B股市场等7个问题。来源于全国证券期货界内外的两会代表,似乎没有什么内在的必然联系和轻重缓急。如果把这些提案归纳推理一下,脉络就比较清楚了:这些提案站在投资者角度,分别反映了普通投资者稳定市场、中小

企业解决融资困难、机构投资者对冲风险、龙头企业结构转型和宏观经济预警系统风险的要求,展现了各类型投资者、融资方和管理层的核利益;所呼吁的政策,均属于资本市场的制度机制,要求落实自身利益的长效机制;从市场全局看,处于市场体系的各个层次、不同层级和微观结构,关系资本市场的功能升级;所有这些,可以说是全方位、宽领域、深层次地揭示了,“制度升级”将是下一步的工作重点。

这样的发展趋势,有着深刻的现实背景和历史渊源。今年是进入新世纪以来我国经济发展最为困难的一年,国际金融危机仍未见底,通过金融市场和商品市场还在全世界蔓延,对出口导向型的中国经济带来较大冲击,经济增速持续下滑已成为影响当前全局的主要矛盾。目前,资本市场基本涵盖了各行业的龙头企业,与国民经济的关联度日益提高,国民经济保增长的压力不断在股市得到显现,资本市场面对的挑战明显增加。

环视世界,美国正在并将继续改变过度消费、储蓄不足的发展模式,通过“去资产

化”、“去全球化”修正消费者、企业和国家的三张资产负债表,实现国民经济的“去杠杆化”,由此导致总需求萎缩,全球通货因此紧缩,国际市场需求骤减,贸易保护主义抬头,世界经济衰退形势更加严峻。对我国来说,保增长、扩内需、调结构的任务更加艰巨,历史形成的低储蓄、低消费的发展模式,已成为当前矛盾的主要方面。服务国民经济的资本市场的总量变化和结构调整,将因经济发模式和消费习惯重塑而延长调整期,增加不确定性,资产价格稳定、投资者资产保值面临前所未有的困难,“稳定压倒一切”必将成为今后一个时期的工作总目标。

把资本市场稳定摆在更加突出的位置,确保资产价格稳定,要求重要改革措施,监管制度安排、创新业务和产品的推出服从和服务于这个大局,是今年资本市场的工作基调。改革存在风险,不改革不发展风险更大,所以需要“通过深化改革破解发展难题”,“推进资本市场改革,维护股票市场稳定”,以改革促发展,实现更高水平的稳定,这就是今年《政府工作报告》确定的资本市场发展路径。

这样的发展路径,要求资本市场改革的目标、原则、路径与发展水平相适应,注重改革力度、发展速度与市场可承受程度相统一,按照近期有利于维护和提振市场信心,远期有利于形成内在稳定机制的原则出台政策措施,先量变后质变,在资产价格稳定情况下启动市场机制改革;要求以帕累托改进为原则,先上移需求曲线,后外推供给曲线,形成循环往复的“M”型改革路线图;依次推动证券投资基金、社保基金、保险资金、企业年金、QFII的入市规模和比例,建立合格投资者制度,最大限度扩大资本市场的有序需求;有序安排公司债券、资产注入、并购重组、IPO重启和创业板推出,理直气壮引导差异化供给规模和节奏;择机开展股指期货和融资融券试点,建立对冲平衡机制,连通资本市场与货币市场,夯实市场内在稳定机制;健全市场压力测试机制,加强跨境资本流动监测和管理,维护资本市场的稳定和安全。

(作者系中国证券业协会发展战略工作委员会委员、经济学博士)

Column 专栏

美国口口声声承诺,在当前全球经济不利的形势下不采取新的贸易保护主义措施,但又通过“购买美国货”条款,这不是自相矛盾还能是什么? “买美国货”条款不仅会危及脆弱的全球贸易体系,破坏美国想要在全球金融危机中扮演领导者的努力,实施的结果还会使美国人失去的工作岗位要比原先想“保护”的工作岗位还要多。

“购买美国货”条款:病急乱投医



张鑫

在国内外众多的反对声中,奥巴马政府还是通过了经济刺激方案中的“购买美国货”条款。这种既幼稚又愚蠢的做法只能说明,一些美国人还没有从伊拉克战争中吸取教训,还在犯重复性的错误,只怕是到头来结果仍然一样:搬起石头砸自己的脚。

说一些美国人幼稚是因为,“购买美国货”条款首先犯了常识性错误。随着经济全球化的发展,生产国际化和资本国际化的加剧,各国经济联系越来越紧密,已经是你中有我,我中有你,很少有纯由本国生产的商品。在这种情况下,除了品牌具有国家属性外,到哪里去所谓的“国货”?比如,美国福特公司生产的福特牌福特汽车,其零部件来自15个国家;总部设在俄勒冈州的全球著名体育用品制造商耐克公司根本就不从事生产,自身没有一家工厂,甚至连一台制造机器也没有,但它通过“以世界为工厂,以各国为车间”,在全球建立起了庞大的运动产品营销帝国。还有肯德基、麦当劳、

戴尔等美国公司也都是在全世界遍地开花,但这些产品能说是纯美国货吗?

对此,美国著名智库布鲁金斯学会国际经济研究所两位知名经济学家霍夫鲍尔和斯考特在“购买美国货:不利就业、有损声誉”中,用大量有说服力的数据分析说明,“买美国货”条款不仅会危及脆弱的全球贸易体系,破坏美国想要在全球金融危机中扮演领导者的努力,实施的结果还会使失去的工作岗位要比原先想“保护”的工作岗位还要多。因为权衡“买美国货”的“积极效果”时,必须考虑美国贸易伙伴可能采取的报复性措施带来的“消极后果”。

经济全球化带来的另一个结果是,各国的市场日益趋向国际化,市场竞争不断加剧,知识、技术、品牌等无形资产成为企业参与国际国内市场竞争的重要而有效的工具。美国经济发展的优势和竞争力,主要体现在知识、技术、品牌等方面,而不是在钢铁等制造业产品上。自建国以来,美国一直是制造业依靠刺激科学技术进步来推动经济发展和增强产业竞争力的国家。20世纪80年代,

在产业竞争力急剧下降的情况下,正是里根政府以及克林顿政府制定了大量鼓励技术研究与开发的政策,进一步加强对知识产权的保护,从而使美国的产业国际竞争力很快超越了日本,继续保持世界领先地位。可见,美国要战胜目前的金融危机,关键仍然在于发挥其科技创新的优势,把超前部署和发展战略技术及其产业作为带动经济发展的关键措施。就像最近奥巴马签署行政命令放行胚胎干细胞研究一样,这才是振兴经济的明智之举。

奥巴马政府为应对暂时的金融危机通过“购买美国货”条款,大搞贸易保护主义,肯定会伤害到其他国家的利益,遭到其他国家相应的抵制。因为热爱国货、倡导购买国货的想法,全世界各国的老百姓都有。中国老百姓以前的表现,韩国民众踊跃购买国产小汽车的热情就能说明问题。如果美国真正实施“购买美国货”条款,只会激发各国人民支持发展民族产业的这一热情,使国际贸易秩序陷入混乱局面。在这一点上,美国一些人就是看不到他们与世界其他国家在经济与

贸易上相互依赖的关系,以为实施“购买美国货”条款就能创造大量就业,就能战胜金融危机。这只能说明这些人不是别有用心,就是愚蠢之极。更重要的是,通过“购买美国货”条款,美国出口声声承诺,在当前全球经济不利的形势下不采取新的贸易保护主义措施,但又通过“购买美国货”条款,这不是自相矛盾还能是什么?

中国在这次全球金融危机中,实体经济也受到损害。但素有爱国热情和光荣传统的中国老百姓并没有出现抵制外国货的言行。面对全球贸易保护主义的抬头,中国政府更是采取了十分负责任的态度,积极加强与推进与各国之间的经济贸易合作。前不久,中国政府还公开对外宣称,只要有需求,不管是国内还是国外的商品,我们都一视同仁。温家宝总理去欧洲访问时,不仅与欧盟一些国家敲定了一些重大的经贸合作项目,还承诺加快向相关国家派出采购团。中国的言行在世界上赢得了许多国家的尊重。中国人民和中国政府都相信,战胜全球性金融危机,需要全世界各国的共同努力,而只有强化各国之间的合作,才能凝聚起战胜困难的强大力量。

(作者系同济大学经济与管理学院副教授)

为建设国际板市场建言

皮海洲

央行在日前公布的《2008年国际金融市场报告》中表示,将进一步研究红筹企业回归A股市场以及推进国际板建设的相关问题,以增强中国证券市场的影响力和辐射力,提升中国资本市场的国际竞争力。这是时隔半年之后,高层再次谈论国际板建设问题。

早在2007年6月,面对当时火爆的国内股市行情,管理层就在积极酝酿“国际板”,引外企业A股上市。当年10月,从上交所传来的消息称“上交所正在酝酿‘国际板’”,目前在技术上的研究已基本没有问题,只待监管层的“开闸”。“随后的日子里,关于包括汇丰控股、恒生银行、东亚银行、俄罗斯天然气和恒基兆业地产等外企冲刺国际板的消息纷至沓来。只是到了后来,由于沪深股市行情的走低,国际板一事也慢慢冷淡,直到去年8月证监会人士表示,国内A股国际板的推出尚无时间表。这次,央行在《2008年国际金融市场报告》中再度提到国际板建设的课题,自然引人关注。

其实,从中国股市的长远发展来看,从中国股市的对外开放来看,国际板的建设必不可少,而且国际板的建设也不应过多地受到行情的影响。

但如何建设国际板,却是一件必须细细琢磨的事情。虽然有人主张把A股打造成国际板,即让国外企业来A股上市,把A股做大做强。不过,笔者有意为国际板市场建设支一招,把国际板建在B股市场,这样更加有利于中国资本市场的发展。

这首先有利于解决B股市场的去向问题。这是最近几年来困扰中国资本市场的一个重要问题。是关闭还是发展,管理层并无明确意见,以至两种不同的观点长期并存。即便是在刚刚闭幕的“两会”上,全国政协委员李生玉在接受媒体采访时表示“B股与A股并轨是较为妥当的路径”,而全国政协委员、荣丰控股董事长王征则表示,B股不但不应取消,还应力求做大做强。因此,如果能够把国际板建在B股市场,这不仅解决了B股市场的定位问题,而且还有利于B股市场的发展壮大。毕竟开办一个市场并不容易,创业板经过了10年的筹备,目前还在等待推出的时机。而B股市场却是与中国股市一起走过了17年的风风雨雨。

更加重要的是,把国际板建在B股市场,可以满足境内投资者的外币投资需求,同时也有利于减缓外汇储备增长的压力。我国有着高达2万亿美元的外汇储备。为缓解外汇增长过快的压力,我国政府近年来不断加大开发QDII产品,而且还有想把国内居民也引向境外投资(如2007年8月拟开通港股直通车试点)。然而,QDII产品近年来在境外市场惨败的事实表明,境外市场投资风险莫测。而如果把国际板建在B股市场,让国内居民用自有外汇或境外投资境内的B股市场,这远比把财富输送到世界各地要安全便利得多。

此外,把国际板建在B股市场,有利于保护国内投资者利益。如果把外企安排在A股上市,不仅增加了A股市场融资的压力,而且由于A股市场股价偏高的原因,很容易形成外企上市的圈钱效应,造成国民资产的流失。并且,同样一家外国公司,在国外的股票发行价低于在中国的发行价,这对于我国的投资者来说是不公平的。如果外企在B股上市,不仅可以减轻A股市场的融资压力,而且由于B股市场股票价格相对合理,也可以减少外企发债的圈钱嫌疑,对于保护国内投资者的利益具有积极意义。更何况B股市场是以美元为结算单位(沪市B股),这也更方便外企上市在资金上的结算,可以省去美元与人民币兑换的相关手续。

瑞银保密制度坚冰开始融化

肖玉航

坚如磐石的瑞士银行保密制度终于也开始松动了。

迫于国际社会的压力,瑞士政府13日宣布,决定接受经济合作与发展组织税收协定范本第26条有关要求提供银行信息的规定,从而根据其他国家“合理、具体”的要求逐条交换银行信息。此前,瑞士以维护银行保密制度为由一直拒绝提供银行信息。此次瑞士以维护银行保密制度为由一直拒绝提供银行信息,对于维护国际税收协定的权威,对于维护国际投资者和投资者的利益,无疑具有积极意义。更何况B股市场是以美元为结算单位(沪市B股),这也更方便外企上市在资金上的结算,可以省去美元与人民币兑换的相关手续。

想来,此次松动银行保密制度,是瑞士政府“丢卒保车”的策略,为的是避免被列入“避税天堂”黑名单。而从世界银行体系保密区域来看,瑞士银行此举对世界金融秩序的健康发展是有利的。

瑞士银行的保密制度产生于1713年,已沿用近3个世纪。75年前,瑞士银行保护法开始施行,这项严格保护客户隐私的法律,使瑞士银行得以吸收世界各地的巨额资产,也使瑞士成为世界上吸收离岸财富最多的国家。类似瑞士这种典型的国际避税港早在古希腊时期就已见雏形。漫长的历史演进过程中,这一制度在瑞士、列支敦士登、卢森堡、英属维尔京群岛等43个国家和地区逐步繁荣壮大起来,形成被多国称谓的全球化“避税天堂”。

国际上的银行金融保密或保护,总体上对国际金融市场、金融秩序的健康发展是不利的,危害性明显。三个非常突出的问题是:助富人逃匿纳税,不回来配合洗钱、疯狂吸纳全球金融资产。由于保密制度严密,使得问题资金或贪赃枉法的官员往往会选择瑞士银行,这在很大程度上实际上是造成了世界银行的不公平竞争格局。统计显示,在全球避税“天堂”里,至今还沉睡着10万亿美元的金融资产,相当于法国国内生产总值的5倍。国际货币基金组织表示,50%的国际贸易活动通过避税地中转,后者对这些贸易完全开放。同时,国际避税地拥有4000家银行,占全球总数三分之二之多的对冲基金公司以及200万家“基地公司”(纳税人为避税而在低税或免税国家和地区设立的公司)。

针对上述问题,长久以来,美、德、法、英等国都因瑞士吸纳本国避税客户而对瑞士银行保密法提出过严厉批评,甚至呼吁把瑞士列入“不合作的避税天堂”黑名单,一直难以找到切实有效对付办法。德国早在去年2月就针对列支敦士登掀起“查账风暴”,查出流失税款10亿欧元。英国皇家税收和海关当局也已列出3万人的“黑名单”。在强迫国内银行申报其客户的离岸账户后,爱尔兰政府目前已收回了10亿欧元资金。这一措施能帮助政府追回大量资金,也正在被法国所效仿。而市场分析认为,美国如果出台一项关于禁止利用避税“天堂”避税的新法案,或许将从根本上动摇避税“天堂”的根基。此次瑞银保密制度的松动也是在很大层面而为了避免“避税天堂”恶名,以至成为未来各国众矢之的无奈之举,但这一松动如能真正落实,那将大大有利于打击贪官洗钱、富人避税和全球金融资产的合理流动。

总体来看,在金融危机的艰难时刻以及世界主要国家对洗钱、避税和不公平吸纳金融资产的反声中,瑞士坚持了如此之久的保密制度固然不能立刻改变,但作为最为重要的代表世界银行的态度出现松动,说明随着相关法律法规的出台或完善,加上世界主要国家的反对,或许会使这一情况有质的改变。

(作者系九鼎鼎盛首席证券分析师)