

Opinion

Observer

上证观察家

央行行长周小川提出了一个富有创造性的、结合了现有的国际货币体制框架的解决方案,这个强烈信号,引发各国广泛关注,就连一些西方人士也注意到其中的建设性。当然,走向新的世界货币格局,恐怕还有很长的路。但政治经济多元化特征日益凸显的时代,就需要一个新的框架来容纳新生力量。这个方案,有望成为切实的起点。

倾听中国声音对救助全球危机不无助益



傅勇

市场上充斥着复杂难辨的信息。一部分人能从众多指标中找到触底反弹信号,但其可持续性仍受到一部分人的怀疑。国际货币基金组织的最新分析报告预计,今年全球产出将萎缩0.5%至1%,发达国家经济将会萎缩3%至3.5%。毫无疑问,这是自上世纪30年代以来最为严重的全球经济危机。在这一背景下,如果年底经济出现复苏,很可能也只是局部的、程度也是微弱的。

迄今为止,全球为应对衰退在作巨大努力。但英国FT的首席经济评论员马丁·沃尔夫周四叹息说,“看不到美国救市的希望”,因为在出台刺激需求和拯救银行系统的方案时,没有把可怕的背景,比如国际货币基金组织的预测考虑进去。经济学家奉朝朝则及时地提供了另一种可怕背景,这是一场严重的资产负债表衰退,与1930年代大萧条和日本“失去的十年”如出一辙。在这种情况下,企业在正常经营期的利润最大化目标被危机时的债务最小化目标所取代。资产负债表衰退的原因是资产价格泡沫的破灭,造成社会财富的蒸发;资产负债表衰退的后果是货币政策的失灵,即便是利率降到零,企业仍会选择还债而不是去借债。

尽管面临种种困难,中国处于一个半世纪以来最佳状态,将是保持经济正增长的很少几个国家之一,其经济和贸易总量在全球的地位将得到进一步提升。世界应该倾听中国的声音。这是全球最大债权国应有的权利。

首先,经济刺激政策应发挥最大效果。就应对危机而言,任何国家都为财力所限,都该考虑刺激效果的最大化。中国的经济刺激方案更多强调了投资的重要性,对短期稳定经济而言,政府直接支出至关重要。并且,在投资领域的选择上,中国也尽量向民生和灾后重建领域倾斜。增加投资在一定程度上,也能做大保增长和改善民生的统一。

反观美国,在接近8000亿美元的刺激总额中,只有四成左右的资金用在了基础设施建设等投资上,除了大规模减税之外,还有大量

资金被用在了转移支付、公共卫生与社会救济以及信息技术等方面。减税旨在恢复美国家庭消费的活力,但这是在试图维持美国鼓励消费的经济模式,从长期来看是有问题的。而在转移支付中的大量开支,则是为了确保这个方案能顺利通过。而为了赢得选票,最初方案中用于投资的规模和范围一再缩小,这当然抑制了刺激方案本来应该发挥的效力。投资对经济的拉动效力总是大于减税和转移支付。在美国,家庭消费率很高,这意味着投资乘数会相当大,增加投资和公共工程的投入应该才是美国刺激方面的重点。实际上,同中国相比,美国可以更不必通过鼓励过度消费来重启经济。

其次,货币政策扩张应有节制。以美联储为首的主要央行已化身为印钞机,通过购买国债、按揭抵押债券、公司债甚至股票,来向市场注入新货币。这种政策旨在在低不受央行直接控制的中长期市场利率。问题在于,如果市场缺乏借贷意愿,这样做只能把牛拉回水边,但却不能强迫它饮水。此外,过多的注水行动势必引发通胀担忧,对国际货币体系的稳定构成严峻挑战。对此,中国对在美资产价值的表示担忧是必然的。

中国坚定执行的适度宽松的货币政策,适度宽松并非一个可有可无的定义。同西方相比,中国的货币政策有两个明显特征。其一,拒绝零利率。这意味着中国的货币政策还没有被迫走到执行数量放松的死胡同。这对于稳定市场预期是重要的。其二,拒绝了大量向市场注入新货币。迄今为止,我们的货币政策限于常规工具。常规的货币政策旨在鼓励更多的现有银行资金进入实体经济,这种鼓励主要是通过降低借贷成本和增加银行资金可得性实现的,而不是通过新增货币实现的。并且,这些政策收到了明显的效果。银行新增贷款维持在高位运行,极大地提升了市场人气。

看上去,经济刺激整合和宽松货币政策在中国都发挥了更积极的作用,这并不是偶然。中国之所以存在大量贷款需求,一个重要原因是政府创造了广阔的投资空间。

最后,应倡导一个长期的根本性的危机解

决方案。当前我们正站在历史的转折点上。大危机摧毁了金本位制,缔造了以美元为中心的布雷顿森林体系,70年来的运行表明,这一安排已经显示出越来越大的局限性。美元作为全球最主要的储备货币、资源品计划交易货币,就不能不被置于一个国际收支逆差地位,否则全球经济体就缺乏足够的美元。廉价货币也就需要回流到美国,这被认为是推升全球泡沫的一个原因。然而,当一货币被赋予这种特殊功能后,就不得不受到国内政策的影响,同时也不得不面临道德风险。

现在中国央行行长周小川提出了一个富有创造性的、源于凯恩斯未尽构想的解决方案,设想结合了现有的国际货币体制框架。这

个强烈信号,引发了各国广泛关注,也得到了部分国家尤其是新兴市场国家的支持,就连一些西方人士也注意到了其中的建设性。有人回应说,这在短期很难实现,尤其是在下周的20国首脑峰会上得到充分讨论。布雷顿森林体系的建立并不是在会议上讨论决定的,实际上它只是一个追认的会议,相关共识已经在会前达成。从这个意义上,走向新的世界货币格局,的确还有很长的路。但就建立新国际货币体系而言,这是个有益的建议,从长期来看,有望成为切实的起点。在政治经济多元化特征日益凸显的时代,就需要一个新的框架来容纳新生力量。

(作者系经济学博士,财经专栏作者)

别忽略了完善资本输出功能——上海国际金融中心建设的逆向视角

◎王大贤

上海建设国际金融中心,目前的讨论大多强调吸引资金,对资本输出同国际金融中心形成与发展的关系却少有涉及。其实,资本输出与资本流入作为同一经济运动的不同方向,对金融中心建设起着同样的重要作用。这是经济发展和对外开放发展到一个新阶段后必然出现的趋势,培育资本输出功能,将成为推进上海国际金融中心建设的新机遇和新动力。

对于上海这样一个在地域上接近东京、新加坡、香港等国际金融中心的城市,完全依靠集聚来推动国际金融中心建设是不现实的。要通过吸引境外资本来加快自身金融中心的建设无疑是困难的,或者说竞争激烈的。对于上海而言,突出的国内金融中心地位是成为国际金融中心的基础,只有凭借其良好的金融基础,特别是国内其他地区无法比拟的金融体系,实现国内金融业务和国际金融业务的交互融合,实现资本流动的畅通,特别是输出功能的进一步增强,国内其他地方都会向上海寻求融资支持,才能凸显上海国际金融中心的辐射作用和枢纽地位,从而支撑起国际金融中心建设的大业。

当前,上海金融中心的种类日趋齐备,集聚效应逐步显现,客观上已经为资本输出创造了条件。上海应抓住有利时机,为资本输出的实现争取国内强大的金融支持,并通过资本输出完善资本运动的整个循环。

具体说来,首先要加大金融机构走出去的力度。在巨额储蓄、庞大外汇储备、人民币升值预期推动下,中国的资本输出将迎来较快发展阶段,无论是直接投资还是间接投资,都迫切需要金融机构“走出去”。发达国家的成功案例显示,跨国公司的业务开展到哪里,其国内的金融机构几乎就会在相应的东道国就地提供金融服务支持,良好的互动关系促使本国金融业和跨国公司都获得了很好的国际市场发展机遇。因此,和单纯地促进金融机构走出去不同的是,要立足于金融中心建设的实际,把金融机构的走出去和企业跨国经营结合起来,真正促进资本输出和推动金融机构走出去落到实处。

其次要充分发挥跨国公司的主体作用。跨国公司的地区总部作为大部分金融服务的提供方,在金融中心建设中的作用极其重要。一

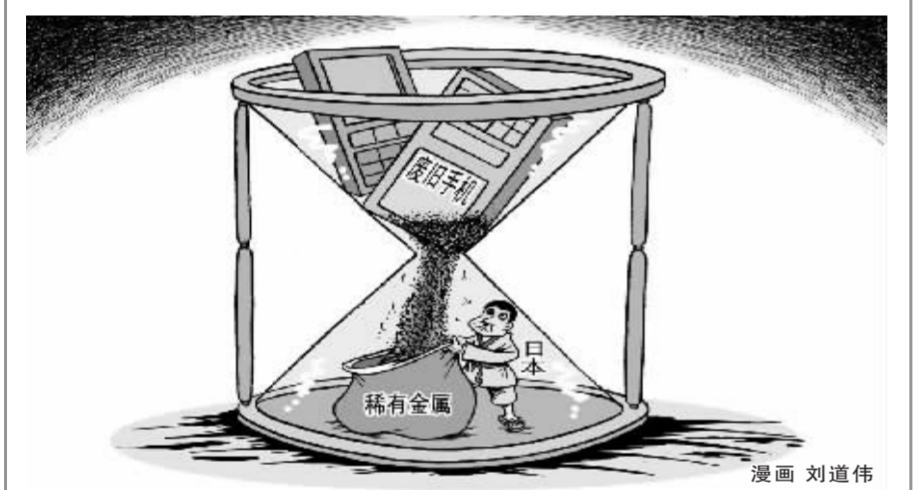
方面,地区总部所形成的总部经济可通过不断地拉动金融需求来进一步促进上海国际金融中心建设,强化其地位;另一方面,发达的金融中心也是吸引更多的中外跨国公司在此设立地区总部的诱因。早日为跨国公司地区总部的资本运作创造良好的政策环境,使其对内能通过地区总部来调剂内部资金的余缺,对外则能发挥资金的集中和辐射作用,从而围绕跨国公司实现资本运动的完整循环。

还有,需要逐步培育非居民群体的作用。所谓非居民群体,是国际金融中心活动中主体的重要组成部分,是金融服务的需求方,从需求拉动供给的角度出发,培育非居民这一主体能够促进资本输出的发展。由于目前国内资本项目管制,所以对非居民这一主体的培育工作或多或少被忽视,但即使在目前的状况下,还是可以有所作为的。比如可以在条件允许的情况下,鼓励境外机构在上海发行人民币或外币债券,实现非居民在境内市场的融资,从而推动资本的输出。又如可以让非居民机构在境内设立投资基金,满足其借助国内资本市场投融资再投资的目的等等。

再有就是推动离岸金融业务发展。历史经验表明,离岸金融的发展和在岸金融业务的开放,共同构成了当代金融全球化的两大基石。部分金融中心的建成主要就基于离岸金融市场的发展和壮大,通过为国际资金流动活动提供中介服务,将金融服务的辐射层面更广。对上海来说,更为重要的是,在人民币自由兑换前,建立离岸市场是迅速形成国际金融中心战略突破口。

目前,上海获准开办的离岸金融业务仅限于离岸银行业务,且采取严格分离型的发展模式。这固然有助于规避风险,但在当今国际市场上混业经营已成主流趋势,以及周边地区已存在多个离岸金融中心的情况下,严格分离型的离岸银行业务发展空间和前景将相当有限。因此,在依托特殊经济区域的贸易、物流发展和总部经济的推动下,上海要顺应需求,积极启动离岸金融市场这一基础设施的建设。在争取让更多的金融机构包括外资金融机构开展离岸业务、让有迫切需求和符合条件的企业设立离岸账户的同时,建议在原有基础上适时推出离岸渗透型的离岸金融业务。

(作者系山西省社会科学院研究员)



日本从废旧手机中挖掘财运和商机

手机中含有金、铜、钨等多种稀有金属。根据日本将于下月上旬正式决定的信息技术发展规划,今后三年日本将废旧手机回收量从2007年度的约644万部提高到1亿部,以促进今后可能会成为稀缺资源的稀有金属的回收利用。据信,回收事业还将创造15000个工作岗位。

国企股权激励应慎之又慎

◎崔宇

经济不景气上市公司股价暴跌和不愿分红已经让投资者叫苦不迭,上市公司高管却逆市加薪更是让投资者的心“被凉透凉”了。最近,有国资背景的某家电企业就被推上了风口浪尖,其董事长以4000万元的天价薪酬,成了2008年A股上市公司高管薪酬冠军,其总裁以3988万元位居亚军。

尽管该公司称“这不是年薪而是股权激励”,但这恰恰暴露了股权激励在上市公司特别是国有上市公司中的滥用和过度激励。股权激励这个在西方国家也仅仅只有10多年历史的公司治理手段,正被中国和高“念歪了经”,且不说其本身也是漏洞百出的经。

据中欧国际工商管理学院朱天教授统计,由于大量运用股权激励,2002年美国CEO平均薪酬与生产一线工人的平均薪酬之比为接近300倍;在英国这个比例是26,法国是16,德国是11,日本是10。可见,美国大量用股权激励是个例外,而不是所谓的国际惯例。

股权激励的效果取决于公司治理结构的完善和资本市场的效率,而即使在制度相对完善的美国,股权激励也往往被滥用而成为管理层输送利益的工具。美国的David Aboody和Ron Kasnik教授做过一项实证研究,他们查阅了1264家美国公司在1992年至1996年实施的4426项股票期权的授予日,发现公司管理层在股票期权授予日之后披露利好消息,而在授予日前披露利空消息。上述公司股价在CEO股票期权授予日前后通常会发生有规律的波动:在授予日之后的30天之内普

遍上扬,在授予日之前30日内股价普遍下跌。在中国也不乏这样的例子。

笔者以为,在所有者缺位的国有和国有控股上市公司实施股权激励计划则应慎之又慎,甚至应该禁止。首先,国有企业的长期绩效与管理层的努力和决策弱相关,特别是对于那些国有资源垄断企业来说,其高额利润主要来自垄断高价带来的超额利润和资源要素低价带来的垄断租金,而且,受到国家宏观调控的影响,垄断企业还存在政策性亏损的可能,这些因素都给管理层的定价带来了难题。

其次,国有企业高管行政任命和市场化股权激励存在矛盾。股权激励作为长期激励在于鼓励高管任期的长期化,但行政任命却是短期的和不确定的,这不仅让股权激励失去了长期激励的本意,而且让高管在体制内牟取了行政激励,又在体制外牟取了高额的市场激励。

最后,行政限制下的股权激励矛盾重重。国资委的这一系列禁令,表明了国资委在股权激励方面的左右为难,既害怕缺乏硬约束的过度激励又害怕过低的收入封顶导致激励不够。

而且,由于国有企业内部还有许多市场化招聘的高管,如果对股权激励的收入封顶,也会产生诸多矛盾。事实上,许多海外上市国有企业的股权激励计划到了行权期时,行政程序内的高管有的就由于国资委限制不取行权,也招致许多职业经理人和境外投资者的疑虑和矛盾。

对于国有企业来说,只有在弥补了所有者缺位和实行市场化的人才选拔机制后,才能逐步实施市场化的股权激励办法。

(作者系财经评论员)

发行主体能否在市场监管制度约束下充分地披露信息,是市场认不认可其IPO行为的最重要因素。从这个意义上讲,监管层在决定具体的IPO名单前,应该以合理的“金融实验”的方式“听取”市场意见,对于市场不认可的申请者,应果断叫停,这样才能保证股市的健康发展,才能保证市场信心不受损害,也才符合市场管理的客观规律。

市场认不认可,就看信息披露过不过硬



田立

重启IPO和创业板已是大势所趋了,关于这两者,市场上普遍的感受是一喜一忧,喜的是创业板的创立可以为更多的中小企业提供资金融通便利,忧的是重启IPO可能会冲击当前的资本市场,扼杀刚刚有点复苏的市场信心。

这样的判断,是典型的经济学术语。关于创业板,很多人认为这将是某些中小企业起死回生的救命仙丹。但是,为什么非要某些中小企业起死回生呢?我相信,期盼政府救助中小企业的声音——更多地——源自一种感情色彩,毕竟中小企业在中国经济发展过程中是不容忽视的重要贡献者,如今“大难临头”,政府没理由见死不救。但是,如果从理性的角度来看,中小企业同样是有寿命周期的,一旦某些行业的周期已过,还非要延续其生命,这只能使整个经济体付出更大的代价,最终还是于事无补。

关于创业板,米歇尔在总结上世纪90年代日本经济陷入危机的教训时,曾说过:“允许破产也是鼓励发展”。米歇尔教授始终从效率角度看,认为产业结构调整应以效率为准则。日本当初的教训恰恰在于没有考虑到救助对象的效率对整个经济的影响。

今天的中国也正在面临同样的境地,真以大局为重,就该允许一部分中小企业破产,同时鼓励一些代表着未来经济发展方向的新中小企业的生长,这才符合国民经济大局的利益。

没错,鼓励并催生新兴企业恰好需要创业板,但问

题是,如何保证进入创业板的企业就是我们需要的“好”企业呢?

根本性的解决办法,还是要靠市场来判断企业的优劣,并据此配置资源。这里的一个关键因素就是信息永远或者更通俗些,就是信息透明,市场对资产的定价永远靠信息支撑,没有充分有效的信息,市场就不可能给出准确有效的定价,而缺乏有效定价体系的市场,资源配置不可能有效率。所以,那些指望创业板带动中国经济并由此刺激股市的观点有点盲目乐观,在一个缺乏充分有效的信息披露的市场中,任何简单交易行为都不能保证资源的有效配置,当然也就不能保证股市的健康发展和价值的有效提升。

创业板是这样,IPO也一样。现在很多人总抱着某种疑虑看待IPO,其实很没必要。尽管中国资本市场的职能长期以来存在扭曲,人们更多把它当成融资场所,这确实有问题。但不能因此就把所有IPO都视为单纯的圈钱,更不能把所有的IPO都看成冲毁股市价值的洪水猛兽。从科学的角度讲,合理的IPO非但不会冲击股市,甚至有益于股市价值的提升,这取决于一件事,发行主体的市场资本化水平,也就是收益率(或者盈利水平)。如果新发主体的盈利水平高于市场现有平均水平,或者高于同类主体的市场认可水平,那么,它的出现就可以推升股市价值。只有当新发主体的盈利水平低于前述指标时,IPO才会冲击股市。请注意,这与股票供给量没有关系。

那我们如何得知新发主体的盈利水平呢?关键还是信息披露,发行主体能否在市场监管制度约束下充分有

投行模式选择:集团化还是公司化?

——国际金融危机及其应对系列之七

◎主笔:吴晓求 执笔:应展宇

轮回可能是历史发展进程的一种无法摆脱的宿命。如果说1929年的股票市场崩溃以及随之而来的大萧条直接导致美国实行了以《格拉斯-斯蒂格尔法案》为代表的持续近70年的以“断裂和分割”为特征的金融行业监管政策,进而创造出一种现代意义上的独立投资银行体系的话,那么在2008年9月次贷危机愈演愈烈的大背景下,伴随着美国5大投资银行的集体迷失,曾经风光无限的华尔街投资银行神话走向破灭。随之,投资银行行业的未来变革,尤其是其组织及业务制度模式的重构重新成为公众和学界关注的焦点。

从功能视角考察,投资银行存在和发展的根源在于通过其信息与流动性网络的维护以及长期维系的市场声誉,创造一个“超越法律”的信息市场和使用合约以及相应的合约“自我实施”机制(往往通过以声誉担保,业务退出威胁为核心),为经济主体提供与信息高敏感度证券资产相关的各种服务。历史地看,曾经在美国有150余年历史,以强大激励功能与无限风险责任相匹配为核心的合伙制是早期投资银行所选择的较为理想的组织模式。

尽管合伙制投资银行模式具有非常显著的优点,但从实践来看,其最大的问题就是面临着合伙人数量的上限,无法在筹集足够规模的资本金的同时吸引交易需求,构建日益高效的业务支撑体系。计算机电子技术的飞速发展,触发了自1970年代开始的投资银行渐进组织模式转型,公开上市的股份制模式逐渐成为美国最为重要的投资银行组织模式。

不过,虽然银行/金融控股公司已成美国投资银行的主导组织模式,但考虑到集团化模式下银证业务的合并可能会产生的诸多缺陷,因此,断言出现模式趋同,进而集团化模式主导未来的投资银行行业的演变,恐怕言之尚早。

首先,一般来说,当金融机构提供更多金融产品,导致客户群不断增加时,潜在利益冲突的可能性将日益凸显。在银行控股公司模式下,由于所有的业务都在公司自身或在集团的股东拥有的分支机构、附属机构中进行,尽管内部不同机构之间潜在冲突恶化的风险并不大,但却可能使金融中介以牺牲外部人(尤其是缺乏有力经济法律保障的小投资者、小存款人和小企业客户)利益为代价获取自身利益的可能性被放大。

其次,以混业经营为核心的银行控股公司客观上为业务种类极为庞杂、资产规模极为庞大的“巨无霸”式金融机构的出现提供了可能。但从金融系统的安全与稳健性角度看,这种机构的存在却并非好事,不仅可能引发信息披露的失真,强化其道德风险和逆向选择活动,而且在“防火墙”设计以及“太大以致不能破产”等约束下,提供或强化了大银行承担额外风险的社会,更为重要的是使大机构组织相对于小机构获得了竞争优势,危及社会公平与稳定。

第三,混业经营的全能银行模式可能弱化、抑制金融创新能力。这一点,尽管当前在美国还未出现,但来自德国、日本和其他国家的历史与现实已证实了这个怀疑。一旦金融创新的步伐减缓,金融运行效率可能会遭受致命打击。

第四,从现实来看,尽管信息通讯及金融理论技术的进步,已经使大量的原先“隐性”的技能日益代码化,变得可以通过课堂教育方式完成知识的传承,但客观地说,作为一类具有高度实践性和专业性的领域,投资银行业到目前为止还是一个以人力资本为基础的特殊行业,其拥有的客户网络和声誉管理能力仍是投资银行家最核心的竞争力所在,而这种能力的培养可能需要名师的长期指点以及实践经验的积累,很难完全通过课堂完成投资银行家的培养。如果这种判断正确的话,那么当某一投资银行无论是选择公众化还是集团化模式之后,这些机构必然会受到由于一部分专业技能无法有效传承导致的效率损失。

或许正是上述银行/金融控股公司业务模式缺陷的存在,我们可以发现,美国在《金融服务现代化法》颁布之后的8年间,除了花旗、摩根大通等少数大型金融控股公司之外,混业经营的热潮并没有如事前预期那样出现。如果不是由于次贷危机对美国投资银行行业的冲击过于强烈,从根本上危及原有大投资银行的经济基础,银行控股公司这种机构模式很难在如此短的时期内占据美国投资银行的主导地位,并从根本上改变美国金融控股产业的格局。

在我们看来,不管次贷危机进而全球性的金融危机的影响有多么强烈,可以预见,随着经济复苏和市场信心的恢复,危机之于金融机构组织模式选择的冲击效应终将逐渐消退,以功能适应性为导向的内在市场规律,仍将是推动投资银行组织模式转型的主导力量。而如果从功能适应性的视角着眼,随着信息通讯技术变革的加速以及金融理论及技术的不断成熟,未来投资银行的组织模式转型不但不会趋同,而且将呈现较为明显的两极分化趋势:一极是通过兼并收购等重组形成的以银行/金融控股公司作为机构载体的提供全能服务(一站式)的,规模庞大的金融超级公司,另一极则是专注于某一特定服务领域的合伙制企业。

(作者单位:中国人民大学金融与证券研究所)