

Opinion

Observer
上证观察家

虽然美国债务负担与美元资产长期价值不构成直接因果关系,但至少是至关重要的影响因素。为稳定债权人的长期信心,笔者希望美国政府为债权人提供一个期权,即在一定期限内如果美国长期国债低于约定价格,允许债权人以指定价格购买美国储备的黄金。为此,中国可以努力展开多边外交,联合多国,在本周的G20峰会上,对美国施加足够的压力。

稳定对美元资产的长期信心尚需良策

对于中国在内的债权人来说,美联储将直接购买国债等于说美联储将启动印钞机加印美元了,意味着通货膨胀和美元贬值的双重风险,即使按照斯蒂格利茨的建议去购买通胀指数化债券,汇率风险似仍难以避免。那么,外国投资者应如何评估投资风险?让我们回到历史中去寻找可能的答案。美联储这次开闸买国债,与美国十九世纪六十年代内战时停止金本位开印“绿币”的做法“好有一比”。内战前棉花是美国主要的出口产品,大概占到出口价值的一半,南方种植园经济就是靠出口棉花得到贸易盈余,而北方经济对国外是贸易赤字。内战爆发后南北经济隔离,北方无法从南方取得盈余,但其进口需求并未缩减,因此立足北方的林肯政府顿时财力吃紧,不得不终止金本位制,发行“绿币”融资,印钞机就此开动。

而现在的美国政府,为拯救正在加速崩溃的银行体系,不得不动用财政资金救市。市场普遍认为,今年美国国债的发行将超过2万亿美元,由于国内储蓄极低,如果不能吸引外国投资者购买,则唯一的办法就是由美联储直接购买,也就是赤字货币化。那么内战时期加印“绿币”是否造成了通货膨胀和货币的对外贬值呢?在弗里德曼《美国货币史》找到的数据是,以Warren-Pearson批发物价指数衡量的美国价格水平在1864年8至9月达到顶峰,是1861年内战爆发时平均价格水平的25倍,至1865年战争结束前夕,物价已略有下降,但仍是1861年水平的2倍。至于货币对外贬值可以用黄金升水来衡量,数据表明,黄金的绿币价格指数以1861年为100,在1864年顶峰时期约为200,但随着内战结束升水快速下降,至1879年恢复金本位,整个内战时期黄金价格指数是收敛的,平均为124.57。也就是说“绿币”时期,美元对外并没有大幅贬值。虽然“一战”以前的学者普遍认为,美国内战时期因发行“绿币”导致通货膨胀是“可耻”的,但是与“一次”、“二次”世界大战时期以及世界其他地区的恶性通胀经历相比,内战“绿币”时期的通胀是温和的。弗里德曼认为,资本的流入在其中起了很大作用:“如果人们预期黄金的绿币价格继续上涨,人们就会把手中的绿币换成黄金或外汇,以便在将来的升值中获利。另一方面,如果人们预期黄金的绿币价格上升之后会回归到之前的水平,人们就会把手中的黄金和外汇换成绿币,以便从将来的黄金低价格中获利。看起来人们的预期更倾向于后者。”

弗里德曼这个判断显然得到了实证的支持,而有关资本流入的数据更是直接证据,“早在1863年2月荷兰银行就开始小规模购买美国证券”,1864年联邦政府在战争中的节节胜利“看起来预示了战争的迅速结束和北方的彻底胜利,这在一定程度上刺激了广大投资者去持有绿币资产,尽管当年黄金升水的上涨速度很快”,“这些事情对于恢复美国对英国投资者的吸引力十分重要”。也就是说,美国内战时期开动印钞机并没有带来太过严重的通货膨胀和美元大幅贬值,主要是因为外国投资者对购买美国国债有信心。这个结论显然对于今天的伯南克与美联储有重要意义。如果中国等外国投资者对购买外债信心尽失,美联储不得不加印货币来承接外国投资者抛售的债券,那样就会限于恶性循环,推动美联储将赤字货币化和大量投放货币,进而造成对内通货膨胀和对外美元贬值,美元的长期贬值进一步压低投资者信心,更进一步抛售债券……那么现在有没有造成投资者信心的动摇呢?从美联储宣布这一消息开始,3月18日美元指数收盘于84.595,较前一个交易日的最大单日跌幅,3月19日美元再度下跌1.73%,周一继续下跌至82附近。然而这种贬值如果只是短期的,可能反而会吸引外国投资者。美国国债此后大幅走高,收益率创下1987年后最大的单日跌幅,表明投资者短期信心反而增强,这应该是美联储乐于看到的。

然而关键还在于投资者是否长期看好美元资产投资价值。由于美国整个国家负债比例太大,美元资产的长期价值非常令人怀疑。奥巴马2月宣布的2010财年预算财政赤字是17500亿,高达GDP的12%,总支出达3.6万亿美元,也就是联邦政府每天一块钱就有五毛是借来的。而且美国不像日本,后者虽然同样赤字高悬,但日本的企业和国民却是有钱的,政府借的是内债而非外债。而去年底美国未清偿债券余额已达10.7万亿美元,加上地方政府债、企业债、金融债、私人债,美国总债务达到53万亿美元,已是一个债务深重的国家。虽然美国债务负担与美元资产长期价值不构成直接因果关系,但至少是至关重要的影响因素。因此毫不夸张地说,伯南克正

走在巨大风险的刀锋之上,他宣布美联储开闸购买3000亿美元长期国债,可能短期内有助于避免投资者陷入抛售美国国债的“羊群效应”,但要稳定债权人的长期信心尚需良策。笔者希望美国政府最好为债权人提供一个期权,即在一定期限内如果美国长期国债低于约定价格,允许债权人以指定价格购买美国储备的黄金,如果美元资产有了这个“黄金”担保,笔者确信会避免陷入前述的因长期信心受损引起的恶性循环。而美国能否愿意承担这个“黄金”保证,则需要中国努力展开多边外交,联合日本、沙特等债权国,联合新兴市场经济体和发展中国家,联合欧洲德法等主张“监管主义者”,在本周的G20峰会上,对美国施加足够的压力。(作者系国家开发银行高级经济师、金融学博士)

而现在的美国政府,为拯救正在加速崩溃的银行体系,不得不动用财政资金救市。市场普遍认为,今年美国国债的发行将超过2万亿美元,由于国内储蓄极低,如果不能吸引外国投资者购买,则唯一的办法就是由美联储直接购买,也就是赤字货币化。那么内战时期加印“绿币”是否造成了通货膨胀和货币的对外贬值呢?在弗里德曼《美国货币史》找到的数据是,以Warren-Pearson批发物价指数衡量的美国价格水平在1864年8至9月达到顶峰,是1861年内战爆发时平均价格水平的25倍,至1865年战争结束前夕,物价已略有下降,但仍是1861年水平的2倍。至于货币对外贬值可以用黄金升水来衡量,数据表明,黄金的绿币价格指数以1861年为100,在1864年顶峰时期约为200,但随着内战结束升水快速下降,至1879年恢复金本位,整个内战时期黄金价格指数是收敛的,平均为124.57。也就是说“绿币”时期,美元对外并没有大幅贬值。虽然“一战”以前的学者普遍认为,美国内战时期因发行“绿币”导致通货膨胀是“可耻”的,但是与“一次”、“二次”世界大战时期以及世界其他地区的恶性通胀经历相比,内战“绿币”时期的通胀是温和的。弗里德曼认为,资本的流入在其中起了很大作用:“如果人们预期黄金的绿币价格继续上涨,人们就会把手中的绿币换成黄金或外汇,以便在将来的升值中获利。另一方面,如果人们预期黄金的绿币价格上升之后会回归到之前的水平,人们就会把手中的黄金和外汇换成绿币,以便从将来的黄金低价格中获利。看起来人们的预期更倾向于后者。”



智利总统巴切莱特在与到访的英国首相布朗的新闻发布会上,连连称赞智利在经济景气时期留出备用金的做法明智,殊不知这正是英国最大反对党保守党极力推行而布朗没有采纳的经济政策,弄得布朗真窘。

投行江湖时代将随新股市场化发行终结

证监会酝酿推出的新股发行制度改革,始因围绕市场化的发展主题。从目前获得的信息看,新股发行制度的市场化改革包括保荐市场化、审核市场化、发行时机市场化、发行价格市场化、发行价格和配售制度市场化。保荐市场化指放宽保荐代表人的签字数量限制,允许其自由保荐企业上市,同时加大保荐机构和保荐代表人的违规责任追究和大幅提高成本;审核市场化指提高审核方式,提倡行业分类预审,完善和优化发审会制度;发行时机市场化指发行人在规定的期限内可以自行选择发行时间窗口;发行价格市场化指发行人可以选择存量发行、增量发行等方式;发行价格和配售市场化指取消发行市盈率的窗口指导,由发行人和承销商自行决定发行价格;配售制度市场化指发行人和承销商有权自由选择配售对象,强化配售的市场公平。我们认为,作为我国资本市场上市公司

的准入制度,新股发行制度的市场化改革,不但对发行人和投资者的行为决策将产生重大深远影响,推动中国股市的健康稳定发展,而且将彻底重构我国投资银行的竞争格局,终结中国投行的江湖时代。首先,新股发行制度的市场化改革将促使保荐业务和承销业务分离,鼓励优势资源和承销业务向大券商集中,改变目前券商投行业务小而全的局面。发行价格和配售制度的市场化,将使具有定价权的券商有优势获得更多的承销业务,而定价权的获得,取决于券商的研究实力和配售能力,承销制度和市值管理要求承销商具有足够的资本实力,维护上市公司所发行证券的市值稳定,保荐市场化将降低券商的固定人工成本(主要为保荐代表人的薪酬),有利于优秀保荐代表人和业务骨干向优势券商的聚集。因此,未来承销业务将加快行业集中度,逐步实现保荐和承销市场强者恒强的竞争格局。部分以某个行业的保荐和承销见长的精品投行也将出现,它们通过差异化和专业化的竞争策

略在市场里分一杯羹。投资银行业务的经营策略将从目前的交易驱动型转向未来的客户驱动型,客户的承揽和关系的维系已不能依赖权力寻租或者私人交际,公司平台和团队合作将愈发重要。中国投行将产生行业巨头,而大部分券商将因为资本、人才、研究等竞争要素的缺乏而放弃投行业务,专注经纪、资产管理等细分领域。其次,新股发行制度的市场化改革将改变保荐代表人的执业模式和素质要求。保荐市场化将终结目前很多保荐代表人享受的制度红利(签字数量限制导致的高薪酬)和资格优越感,保荐代表人队伍将分化,优秀者将在行业中脱颖而出,工作角色将从个体户向专业户转变,即从传统的单打独斗的项目专员向更加依赖保荐机构团队的力量(如研究、内核和资本市场部),从施工队向系统集成商转变,即从传统的申报材料大色大掘到更加细致的专业分工,充分调动专业机构如律师的力量参与招股说明书的编制。对保荐代表人和其他投行从业人员的素质要求也

会与时俱进,除具备应对合规性审核必备的财务和法律知识外,市场化的改革将促使投行人员更多掌握对发行人所处的行业的理解、证券估值与定价、市值管理等相关知识。随着我国经济结构的优化调整和行业集中度提高的趋势,并购重组等“非通道”业务将蓬勃发展,真正具备交易撮合能力和并购技术的投行将脱颖而出,并在市场竞争中胜出。因此,我们认为:作为基础性的制度建设,我国新股发行制度改革可谓“牵一发而动全身”,它将进一步加快我国证券市场的市场化进程,促进投资银行业资源的优化配置,更加透明和更具效率的监管政策,更加严厉和更具效力的违规成本,更加灵敏和更具效果的市场化改革举措,将促使我国投资银行以客户为导向的服务理念进一步深化,鼓励一流人才向一流平台聚集,鼓励一流的方式开创一流业务,从而堵塞我国投行制度寻租的路径依赖,进而在大国崛起的时代背景下催生出一批真正专业化、市场化和国际化的投行,为国家的资本战略和企业的发展壮大服务。(作者分别为中信证券执行总经理、华泰证券执行董事)

Column 专栏

伦敦峰会能让布朗声望止跌回升吗

再过三天,世界20国集团首脑将齐聚伦敦举行金融峰会。先不说伦敦会议能不能成为1944年布雷顿森林会议后的又一里程碑,至少对英国首相布朗来说,这是重新赢回低落的声望的一个再好不过的机会。英国《金融时报》此前报道说,东道主英国已为参加峰会的20国集团分为三类,中国被列入“第一梯队”,成为英国政府公关的首要目标。布朗已表示,在会议举行前,他将与温家宝“私谈”。英国《经济学家》杂志撰文称,首相布朗就建立国际金融监管共同制度、防范高风险贷款和未来金融危机方面勾勒蓝图,但目前首先要做的是如何拯救世界经济和贸易。文章说:“当房子要被烧为平地时,首先要做的是灭火,而不是预防火灾。”对中国来说,“这把火”是美英等西方国家过度借贷和消费烧起来的,如今则房子烧坏了,要让中国出“保险费”,显然有些不情愿。不情愿归不情愿,但中国也知道,邻家着火了,火势强了也会殃及自身,自当予以牵制,所以必须一起灭火。布朗在出任英国首相前,曾担任财政大臣10年有余,是英国现代史上任期最长的财

相,他的政治资本很大程度上建立在其财政政绩之上。不过,金融危机的汹涌浪潮让他的声望一落千丈。哪里跌倒,从哪里爬起,布朗准备在伦敦金融峰会造出猛拳,不仅应该好好讨论刺激经济、抵制贸易保护主义,增加国际金融机构的资源,改革国际金融监管体系,而且需要深入探讨建立预警机制、关闭“避税天堂”、约束盲目追求短期利润等。但是,这么多的议题可能在一天的会议里全部消化吗?且不说,如何平衡唐宁街与英格兰银行的经济调整观点,就是摆在布朗面前的首要一课。上周,英格兰银行行长默文·金在回答议会财政委员会质询时,考虑到最近采取的刺激经济手段造成的巨额财政赤字,政府在继续扩大开支时必须小心谨慎。但是他说,未来仍然可能在经济的某些领域采取进一步的“有目标和有选择的手段”。就在这位行长发表上述谈话之际,英国统计部门公布的最新数据显示,零售物价指数出现了出人意料的增长。在进口商品价格增长的带动下,通货膨胀率从1月的3%上升到了2月的3.2%。此时,布朗正在欧洲议会,向高峰会议做准备。他在斯特拉斯堡向欧洲议会发表讲话说,他支持英国提出的各国政府采取协

调行动刺激经济的计划。保守党影子财政大臣奥斯本说,央行行长发出的信息非常明确,那就是,英国不能靠借债走出困境。不过,英国财政部国务部长库珀说,政府和央行之间在经济政策问题上没有分歧。但是,据英国国家统计局数据,英国2月对外举债90亿英镑,使2008至2009财政年度的整体举债增加至752亿英镑。一国之所以会出现财政赤字,有许多原因。有的是为了刺激经济发展而降低税率或增加政府支出,有的则为政府管理不当,引起大量的浪费或过分浪费。当一个国家财政赤字累积过高时,就好像一间公司背负的债务过多一样,对国家的长期经济发展而言,并不是一件好事,对于该国货币亦属长期的利空,且日后为了要解决财政赤字只有靠减少政府支出或增加税收,这两项措施,对于经济或社会的稳定都有不良的影响。一国财政赤字若加大,该国货币币值就会下跌,反之,若财政赤字缩小,表示该国经济良好,该国货币币值会上扬。这也是为何英镑最近比较低迷的原因之一。此外,英国安永会计师事务所旗下的统计俱乐部(I TEM Club)预测,英国在下一个税务年度将要举债1800亿英镑,远高于财

政大臣达林去年11月在预算案前报告所做的预测。统计俱乐部采用跟英国财政部相似的几率推测,得出的结果是,英国在未来5年的举债将要比原来估计的高出2700亿英镑。俱乐部表示,英国的公共财政正以“惊人的速度”恶化,消费开支下滑加上失业率飙升导致税收减少,财相的预测未能符合当前事态的发展。他们预测,英国外债将达到GDP的126%,并在未来10年持续出现赤字。从现在的舆论看,大家希望财政大臣提供可靠的公共财政预测,并透过提出毫不含糊的中期计划,来把公共财政扶回正轨。而俱乐部则呼吁政府暂时削减国民保险的供款额,从而鼓励企业增聘人手,同时也促请政府采取措施扶助英国的制造业。不过,对于如何正确衡量财政赤字,经济学家并没有达成共识。一些学者认为,目前通常意义上的财政赤字,并不是财政政策的一个好指标。这就是说,他们认为按照目前公认的方法衡量的财政赤字既不能准确地衡量财政政策对目前经济的影响,又不能准确地衡量给后代纳税人造成的负担。只是在现实中,政府经常需要大量的财富解决大批的问题,这就使得财政赤字不可避免。虽然在一定期限内,财政赤字可以刺激经济增长。但在居民消费不增的情况下,通过政府加大投资拉动经济增长,终究不是长久之计。(作者系英中工商联盟理事长)

■外论一瞥

《纽约时报》3月26日文章 保护主义借尸还魂:伦敦峰会空前考验

当G20领导人4月2日在伦敦会晤时,除了金融市场稳定和管制改革外,他们还将讨论刺激本国需求和消费的措施。当然,这对所有国家都是好事,并且全球经济还需要从这些措施中提振。然而,这些复兴举措却具有保护主义的高风险,因为它们阻碍了国际贸易的健康发展,激起了世界范围内采取国际贸易义务远远不够,他们还应当谴责贸易保护主义或提高投资壁垒的行为,不管他们是违反了WTO的承诺。不过,在全球面对金融危机的这个时候,事实上G20不能仅仅停留在谴责保护主义上,相反G20应当走得更高,采取更加坚定的措施——为全球贸易自由化而斗争。为此,有两个方面共识特别重要:一、领导人应当同意世界银行在

全球经济复兴中扮演更加重要的角色。二、G20应当同意,在G20峰会3个月之后重启之前对清洁能源产品和服务贸易的关税和其他贸易壁垒的谈判。因此,G20峰会如果通过这些具体的措施,将会给世界发出一个积极的信号——显示各国对贸易和低碳经济所持的严肃的意图。事实上,这种意图并不仅仅停留在言辞上,而是给人一种希望——它预示着一个雄心勃勃的WTO多哈回合谈判将很快地完成。正是在这种意义上,这次G20峰会寄托着世人强烈的期盼和愿望,人们迫切需要峰会能够传递出来“关于打击保护主义”方面的好消息。然而,愿意怎样和事实是怎样却并不是一回事——那意味着G20峰会面临的考验将是空前的。(作者为美国前总统布什负责国际经济事务的特别助理丹尼尔·普瑞斯 张金翠 编译)

《国际先驱论坛报》3月26日社论 世界需要一场大妥协

尽管各国领导人对“以邻为壑”政策的谬误都心知肚明,但为了给国内麻烦找到一个“替罪羊”,还是倾向于实行保护主义。人们还清楚地记得“一切都需要抵制保护主义”——这于去年11月在华盛顿举行的G20峰会上通过的决议。然而,墨迹未干,这一决议事实上已被至少17个国家(据世界银行统计)所违反,他们都实施了某种程度的保护主义政策——从提高出口关税到为本国产品提供高额补贴等等,不一而足。本周,新一轮G20峰会又将如约而至,他们必须要避免“走上过去的老路”。因此,需要协同承诺,进而寻求集体行动来一场世界性的大妥协。对此,与会国必须拿出切实可行的对策来。然而,会议却极易陷入分歧。对此,人们应该有足够的清醒认识。据国际货币基金组织(IMF)预测,欧元区的衰退可能会比美国更加严重。因此,对欧洲长期潜在的财政赤字和货币贬值,就显得有些“理所当然”了——所以当美国说欧洲要负起更多责任时,现任欧盟轮值主席国的捷克总理就直言不讳地说——“让美国人见鬼去吧”。更为迫切的是,还需要有更多帮助穷国的措施。世界银行已经要求富国将它刺激计划的0.7%用作对穷国的援助,以及尽快增加穷国在IMF的特别提款权。这些努力显然能够避免贫穷世界的风险,但似乎发达国家却有些不太乐意。(张金翠 编译)

《日本经济新闻》3月26日社论 美国收购“有毒资产”:别过早乐观

美国政府开始收购金融机构的“有毒资产”。此举切中危机的要害,令人期待。但是欲消除金融动荡尚需克服诸多困难,不应该放松警惕。此次收购在两点上颇下功夫:第一,尽量使收购价格带有客观性。价格将依投资方的投标情况决定。政府为了减少纳税者的负担希望低价买进,但是金融机构一方却希望高价卖出。增加价格的透明性和客观性将便于双方方向纳税者和股东作出说明,进而达到双方的平衡。第二,为了鼓励投资方参与,政府当局为基金提供融资和融资保证。投资方以较少的资金便可以完成大规模的投资,日后资产高价卖出后将获得

高收益率。政府希望以此激活民间业已冻结的资金。然而,人们不可以过早乐观。首先,全球金融机构的“有毒资产”有20万亿美元左右,大多为美国金融机构所持有,相比之下,此次一万亿美金的收购规模显然还不够大。其次,金融机构出售“有毒资产”将遭受巨额损失,因此在资产出售上出不情愿。投资方由于业绩恶化,投资能力也在不断下降。交易价格越低,金融机构的损失越大,越容易犹豫不决。最后,为了弥补金融机构由于资产出售造成的损失,政府有必要注入公共资金,但是之前接受政府援助的AIG公司高薪事件,已成为政府向金融机构注资的障碍。(梁宝卫 编译)

《独立报》3月27日社论 危机提供了全球变革契机

G20峰会的伦敦视角不可避免地会将英国和首相布朗置于中心。但在那些短暂地围绕英国的国家中,中国和美国则近乎通过他们自己来号令世界的未来。近来已有充分证据表明,他们之间有互生摩擦的潜力。分歧的直接源头是:中国热切呼吁建立一个新的全球储备货币的提议。这一建议最初被俄罗斯在俄高级会议上讨论,但中国对此建议表达了官方支持后,则给了它生命以及从未有过的顺理成章。这一要求反映了世界范围内的观点,美元作为首要的储备货币带给美国诸多有利条件,这在新的多极世界中是不恰当,不公平的。不难看出,一个新的全球储备货币将提供怎样的另一条路。确实,这一想法如此富有诱惑力,以至于美国财

政部长盖特纳最初看上去都要欣然接受这一可能性——促成美元的下落,然后急速转变。失策的美国回应,为中国未来的业绩暗示了一个缺口。然而,储备货币争论的重新浮现总与其他涉及实力角逐的重要领域配合出现。不久前,美国五角大楼公布的一份报告描绘了中国在军事现代化方面的快速进步,并对中国如何使用其扩张的军事力量表示担心。不过,现在谈论金融危机预先了美国最终的衰落和中国崛起的加速,还为时过早。预测这一力量对比所形成的矛盾也未免夸张。但是由此瞥见中国最终将呈现的经济、军事实力挑战是可能的,这挑战将带来史诗般的转折。(贺艳燕 编译)

《泰晤士报》3月27日专栏文章 不能因为害怕而被引入无理性时代

美国爱荷华州参议员查克·格拉斯利上周说,接受救援的保险巨头美国国际集团的银行家应该“辞职或自杀”。这种论调现在很流行,人们都很容易地将谴责的矛头对准银行高管。然而,新麦卡锡主义是双重危险的。首先,它威胁了西方经济建立的法律。其次,它将把我们倒入一个英格兰银行和美国财政部试图避免的泥淖中。面对苛刻的追溯税收,美国银行开始合计怎样尽快付清政府的钱。如果他们这样做,这将是场灾难。如果他们为了遵守合同而归还原金,这就令有可能养活自己的公司止损。国会的政治迫害也威胁着盖特纳的计划。奥巴马政府的1万亿试图用来重新恢复消费者的借贷,清理银行的资产负债表。私人投资者担心如果

他们获利将面临报复性的税收。受到美联储的鼓励,参议员已经模糊了税收提议的底线。当人们看到辛苦赚来的钱被扔进毁灭整个经济的机构,看到由于银行不愿借贷而使许多有前途的生意陷入绝境,发现银行家们可耻地掘金时,愤怒并不奇怪,但这不会令事情更好。怒气冲冲地叫嚷比释放救援简单得多,用新的道路和医院控制公众的想象要比谈论货币政策简单得多。1950年,英勇地站出来反对参议员约瑟夫·麦卡锡的电视主持人埃德·默罗说过:“我们不会因为害怕而被引入无理性的时代。”但当领导我们的人失去理性时,那确实值得忧虑。(作者为《泰晤士报》主笔及专栏作家卡米拉·卡文迪什 贺艳燕 编译)