

Opinion

Observer
上证观察家

■关注陆家嘴论坛之四

上海建设国际金融中心,与东亚国家和地区有很多金融合作的空间,比如,建立由东亚各国政府出资的外汇储备所构成的亚洲共同基金,以作为上海国际金融中心主要的流动性来源;开展美元离岸业务,形成和美元在岸市场良性竞争的格局等等。在人民币国际化方面,现阶段应紧紧和实体经济捆绑在一起,应该让我们的合作者真切地感受到,新模式的金融合作会带来更多的双赢。

金融中心实质就是货币主导权



孙立坚

从周小川行长提出的超主权储备货币构想,到王岐山对IMF体制改革问题所提出的权利和义务的对等要求;从外交部发言人提出的对美元启动印钞机的忧虑到国务院批准上海国际金融中心建设方案,都在表明中国和亚洲已开始重视货币主导权问题。这是一个“质”的飞跃。因为亚洲这样一个世界活跃的经济区域,至今没有一个能够在世界经济舞台上发挥举足轻重作用的“国际货币”和全球级别的国际金融中心;北美有纽约和美元,欧洲有伦敦和欧元,但香港和新加坡以及日元等与之相比差距甚大!

所以,今天上海国际金融中心建设不是一个空洞的口号,而是刻不容缓要启动的问题。拖一天,我们承担全球化环境下市场风险的程度和可能性就会增加一点。可喜的是,上海国际金融中心的细则中,已经作出了一些“人民币国际化”(输出人民币)密切关联的“金融创新”方案;比如,人民币结算,人民币股权投资,人民币债券融资,人民币产品保险等。

把上海国际金融中心建设放在“货币主导权”战略的大背景下,我的解读是,从战略上讲,推进美元、人民币国际化或上海国际金融中心建设并非眼下中国经济发展和亚洲金融崛起的“比较优势”,但从战术上讲,如果忽视货币主导权,那么,中国甚至亚洲的经济合作在整个世界经济产业链上会处于非常被动的地位,无法“对冲”外部危机对中国和亚洲实体经济的渗透作用,更不用说让分享到中国和亚洲经济发展丰厚收益的外部经济体也来承担经济发展过程中所产生的各类风险,常常会造成“收益别人拿得多,风险自己兜着走”的被动结果。所以,尽管美元、人民币国际化和上海国际金融中心建设任重道远,但为中国和亚洲在世界舞台上形成有利于自身财富保值、“货币主导权”,我们应该从现在开始通过一个新的合作模式的开拓,去努力构建一个做强亚洲金融所需要的良好的金融生态环境。

今天的亚洲各国都意识到了,金融发展不仅是提高自己国家对财富价值的定价权,而且更有利于促进本国产业升级、产品结构转型以及产品和服务向全球舞台,争夺金融主导权的竞争因此正变得如此白热化。东京、首尔、新加坡、孟买都有打造成亚洲区域国际金融中心宏伟计划。在这种环境下,亚洲的金融合作模式如果不顺应市场的需求,还是在清迈协议的双边货币互换合作框架下推行,那么

它的重要性和有效性会日趋降低。

在国际货币体系中发挥更为积极的作用,中国政府采取了主动应对的方法,这是因为中国政府意识到,顺应世界的呼声做强人民币,比被动接受人民币升值和资本账户开放的压力要好得多。当然,我们必须清醒,在实际推动过程中,一定要“量力而行”,重视与东亚各国的“合作”而不要强调“竞争”,否则,过于冲动,反而效果适得其反。1997年,在完全没有亚洲金融合作保障网的情况下,泰国建立了离岸市场,结果打开了国际资本投机的缺口,将自己辛辛苦苦创造的实体经济的成果白白地赠送在东亚金融危机的风暴中。

中国和亚洲很多国家的成长模式,是靠发展制造业和强化出口能力来维持的,这就使东亚国家应对外部冲击的能力非常脆弱。所以,在产业结构没有充分优化和调整完毕的情况下,急于推进人民币或人民币汇率的市场化以及开放人民币资本账户,将是十分危险和不切合实际的。这给上海国际金融建设的业务开展带来了制度性的障碍,再加上我们尚缺乏保证国际业务健康发展所需要的一整套成熟的法律、会计、监管和税收体系,要想把上海打造成具有像伦敦、纽约、新加坡和香港那样的国际金融中心,我们走的路还很长。

美元主导的货币体系之所以在危机中也能表现出强势,关键就是美国的核心竞争力没有出现过本质上的动摇。美国依然拥有世界一流的科技、品牌、技术以及超强的标准制定和研发能力,甚至没有遭到重创的金融风险管理能力(美国金融风暴形成的原因是滥用金融创新问题,是金融机构道德风险恶化的结果)吸引着国际资本,并没有出现市场用脚投票所带来的美元超跌的状况。从这个意义上讲,如果亚洲尤其是中国不能加快产业结构的升级和转变,固定投资、出口依赖(尤其是中国还处于加工贸易的低端)和就业保障目标客观上依然是维持亚洲和中国经济增长和社会和谐不能摆脱的“重中之重”,那么,做强金融的各种方案就不可能有实质性推进。

纽约、伦敦作为全球的国际金融中心,有一套成熟的运作机制,虽然金融大危机,而且更有利于促进本国产业升级、产品结构转型以及产品和服务向全球舞台,争夺金融主导权的竞争因此正变得如此白热化。东京、首尔、新加坡、孟买都有打造成亚洲区域国际金融中心宏伟计划。在这种环境下,亚洲的金融合作模式如果不顺应市场的需求,还是在清迈协议的双边货币互换合作框架下推行,那么

新和“金融文化”三位一体”所构成的“金融生态环境”,以此来充分发挥一个全球性的国际金融中心(支撑美元或人民币成为国际货币的重要舞台)所应具备的实现金融资源有效配置的六大基本功能,一句话,“神似”比“形似”更重要。

我特别想强调的是,上海建设国际金融中心,与东亚国家和地区有很多金融合作的空间,比如,建立由东亚各国政府出资的外汇储备所构成的亚洲共同基金,以作为上海国际金融中心主要的流动性来源;开展美元离岸业务,形成和美元在岸市场良性竞争的格局,从而达到提高美元财富的管理效率。另外,在人民币国际化方面,现阶段上海国际金融中心建设应紧紧和实体经济捆绑在一起,围绕实现航运中心目标等实体经济部门发展过程中所需要的人民币结算和保险等业务,即做财富创造过程中的后台金融服务,即所谓连接第二产业和第三产业之间的金融服务。应该让我们的合作者真切地感受到,新模式的金融合作会给大家带来更多双赢的结果。

(作者系复旦大学经济学院副院长、金融学教授)



漫画 刘道伟

IMF对穷国抬高门槛

自金融危机加剧以来,国际货币基金组织已收到16项贷款申请,总额约460亿美元。虽然IMF实际“弹药充足”,但对贫困借款国却提出了更为苛刻的条件。土耳其、拉脱维亚、巴基斯坦正为此而发愁。

眼下上海宜在利益和共同发展中取得平衡



田立

“国际金融中心建设”注定是今年春夏间上海一系列论坛的最突出主题,不管与什么“佐料”搭配,这套大餐的“主料”,是不会变的。而从一开始研究建立上海国际金融中心方案时,就有个问题为所有人所回避的:如何处理上海和香港的关系。

我比较赞同上海社科院王荣华院长的观点:沪港之间绝不是竞争,而应该是共赢。先不说如何实现,仅从逻辑上讲这就必须是个前提。试想,如果上海国际金融中心建设是建立在做空香港金融地位的基础上,那么对于整个国家的经济价值又有何好处呢?除非我们有足够的理由证明,香港的金融效率低到了必须置换的程度,并且还得满足“进口”欧美的金融人才、金融产品和工具,甚至包括他们在使用的市场运作架构等,也不要简单地模仿他们社会整体偏好风险的态度和应对风险的做法。更为关键的,我觉得还在于由人才、金融创

头寸中却在许多当时绝对是市场公认的“好”产业。最后,这些交易员们用金融工程手段证明了当时美国政府经济决策的失效性。

这个例子告诉我们,在做多一些头寸的同时,如果必须以做空另一些头寸为代价的话,矢量头寸的“代数和”(也就是对冲结果)才是我们决策的依据,如果我们做不出最终头寸的对冲结果(实际就是不能证明决策的有效性),那么尽量同时做多这些头寸,即使单一效果不如原先,这样的次优方案也要比没有任何依据的、仅凭想象的最优方案要好得多。

从国外现有的研究成果看,金融中心地位与机构集聚的相关性是很小的,而与市场发展程度的相关性才是最重要的。也就是说,一个城市能否成为金融中心,与能吸引多少金融机构进驻关系不大,反倒是与金融市场的建设,尤其是与市场制度建设息息相关。在这方面,沪、港有足够的理由和机会凭借各自优势互补,而不是所谓竞争有资源。尤其是在网络通信如此发达的今天,远隔大洋的纽约股市和上海股市都在研究跨时区交易,相对而言,“近在咫尺”的沪港是不是在“一体化协同”上能多做些文章呢?

不过,这还只是“内部矛盾”,对外,上海还要面对东京、迪拜、新加坡等多个城市的竞争。国外学者发现做多的头寸(主要是基础设施)当时并不能证明是效率高的(事后也不能作出这样的证明),而做空的心甘情愿的。一位来自法兰克福的

德国学者就挑战了这层窗户纸:我倒要看看你们是怎么在利益和竞争中取得平衡的。

前驻法大使吴建民先生有句语切中要害:“不要总带着要当老大的思想和人家谈合作,那样人家是不会支持你的。”吴大使的语绝不是空穴来风,在早些天的“上海亚洲金融合作论坛”期间,有媒体的新闻稿中就有“与会者就人民币国际化与上海国际金融中心建设展开了广泛讨论”这样的话,但就我所亲历的整个过程来看,没有一个国外学者是就我们所说的“人民币国际化”来发言的,谈得比较集中的是他们的货币与人民币互换问题。我去年在上证报上写过一篇文章,重点阐述了货币互换不可能换来人民币国际地位的内在逻辑。实际上,货币互换和我们翼望的人民币国际化是两个概念,前者是权利和义务的对等,后者则是主导国际金融体系。现在你要人家和你坐下来谈由你来主导人家的事,人家怎么可能那么心诚服呢?

从这个意义上讲,我以为,近期内与上海国际金融中心建设和人民币国际化挂钩,不如把前者和亚洲金融合作结合起来,让上海国际金融中心建设建立在服务于亚洲实体经济这块基石上,或许,这样我们的工作会比现在要扎实,至少比现在被普遍备要好多。

(作者系哈尔滨商业大学金融学院金融金融工程研究所所长)

上海的四大“软肋”



张鑫

根据金融学理论以及各国实践经验,建设国际金融中心需要一些基本条件,仔细分析,这些条件恰好是上海目前还不具备的,因而可喻为上海构建国际金融中心的“软肋”。

构建国际金融中心最基本的条件是周边甚至更广阔的区域对金融产品和金融服务有较大的需求,这取决于本地及其腹地经济总量与增长、国际资本的流动等。目前上海的GDP总值不大,仅为香港的36%,新加坡的65%。按人均GDP来衡量,上海即使持续保持快于香港、新加坡4倍以上的经济增速,至少到20年才能赶上,而上海可利用的“三少三角”等经济腹地主要还是制造业基地,对国际金融产品和金融服务的需求有限,加上中国在很长一段时间内还不会成为较大的资本输出国,上海国际金融中心也就不能给其他国家提供有意义的融资服务。这些制约了金融产品和金融服务需求的扩大。

上海目前虽然拥有840多家金融机构,其中外资银行营业性机构近100家,但金融机构尤其是外资金融机构数量和资产规模仍然偏小,外资金融机构资产占全市金融机构总资产不到20%。上海已集中了近20万金融人才,但无论在数量上还是在整体素质上都远远不能满足国际金融中心的要求。不但网络金融、投资银行、资产证券化、宏观金融分析等方面人才,以及法律、咨询评估、市场化经营、交易中介、国际会计等领域的高级专业人才非常紧缺,而且国际化的金融人才,特别是既懂国内金融又懂国际金融规范运作的银行家、金融家更是稀缺。

构建国际金融中心的第三个基本的条件是要有完善发达的中介服务机构和信息服务体系,为各类金融交易提供方便、自由的交易平台,这样才能降低交易成本,提高交易效率,扩大交易量。但由于我国的中央决策机构、监管机构以及中国最大的公司都集中在北京,因而北京才是

最重要、最高端的信息产生地,比较起来,缺乏信息就成为上海的劣势。同时,金融中心是建立在中介服务的基础上的,中介服务的条件是信用,而信用环境和信用利用的不完善对上海国际金融中心建设存在明显的制约作用。

构建国际金融中心的第四个基本的条件是要有很好的金融制度、法律制度、产权制度来保障,这些制度必须是透明的、自由的、公平的,公司在这里不会受到任何不正当的限制和歧视,这样才能保护金融市场参与者的合法权益,确保金融交易的安全、高效。在这方面我国还存在着金融对外开放水平偏低,对资本流动管制较严格,人民币不能自由兑换,环境法律体系、司法环境、法律服务水平、法制透明度、公众法律意识等方面还亟待优化;现行法律还存在操作性差、立法漏洞较多、适用关系复杂、金融立法差异大等问题,成为制约上海国际金融中心建设的又一大瓶颈。

在上述制约上海国际金融中心建设的“瓶颈”中,有的是靠自身努力能够克服的,如加快经济增长速度,提高经济增长质量,扩大经济辐射面,培育金融中介机构和金融人才等;有的则需要国家继续推进改革开放,在政策、法律等方面实现突破,如金融企业跨地区、跨领域金融活动与金融资源的跨地区流动的政策、体制限制,与兑换等金融制度等,而这些需要相当长一段时间。因此,上海一定要从实际出发来推动国际金融中心的建设。一方面,要充分认清自身的优势,增强建立国际金融中心决心和信心。另一方面,要看到当前我国金融业还处在地域分割和相对落后的状态,在战略定位和战略步骤调整上,定位要高,起点要低,工作要扎实,避免跨越式发展。

可以说,我国金融市场越开放、越国际化,上海就越受益,建设国际金融中心步伐就越快。

(作者系上海同济大学经济与管理学院经济与金融系副教授)

Column 专栏

特里谢一句正确的废话却回味无穷



程实

春去夏至,希望萤火的跳动也变得缤纷活跃起来。奥巴马说“美国经济出现希望的曙光”,伯南克说“已看到初步迹象,经济活动急剧衰退的趋势可能正在减缓”,萨默斯说“自由落体的感觉将会告终”,盖特纳说“金融体系开始愈合”。最新鲜且最让人回味无穷的一句话,则是欧洲央行行长特里谢的:

“青梅煮酒论拐点”之前,一个显得有些业余,又有点不合时宜的尴尬问题在笔者的脑海里急不可耐地打转:“拐点”什么拐点?“倒不是因为这个词太过于生涩复杂而发人深省,实际上这个词似乎太过于简单以至于高端专业人士都不屑于用只言片语去解释。经常能够看到与之如影随形时不时彼此替代的几个流行修饰语,还有“触底反弹”,“最坏的时刻已经过去”,“冰释回暖”和“反弹复苏”等等。专业人士们信手拈来之时,好像从没有确切说明过这些词汇到底包含怎样的具体内涵,以及它们之间是否存在寓意上的重叠或是表达的差别。

维基百科对拐点的定义是:“在数学上,一个反曲点或拐点是—条可微曲线改变凸性

我们总是在靠近“拐点”,而“拐点”本身是客观存在且不会变动的,变动的仅仅是人们对其所处位置的预估。很多时候,人们感觉产生“远离拐点”的错觉,仅仅是因为在预估上出现了偏差,而预估出现偏差,往往又是因为在阅读经济世界的时候,对一些基础性的数据区分和形势判断缺少追根寻底、谨慎理解的精神。

点,或者等价地说,是使切线穿越曲线的点。笔者不想继续在数学上纠缠不清,还是直截了当地用类比来解释这个“凸性”拐弯吧。与之相近的市场语言包括“触底”、“反弹”、“回暖”和“复苏”。这几个耳熟能详的词汇看上去很像亲兄弟,实际上却有着天壤之别。笔者更倾向于认为,这几个词汇是由轻及重、由小及大、由点及面、由前及后的一组概念。

区别这一组似是而非的概念,需要一个切入点,在符号经济时代,术语背后的数据内涵就是这样—个值得信赖的切入点。为了科学和具体地表示经济的各种状态,各种官方或非官方的权威机构制造并公布了一系列统计数据,这些数据共同构成了层次分明的体系。我们总是习惯于将宏观经济的总体形势分成经济增长、物价稳定、充分就业和国际收支平衡四个维度,这四大维度的状态又由一组组泾渭分明的数据来表示。

受经济周期起伏和不确定性共生的影响,这张数据网也处于风雨飘摇的变化之中,特别是在危机时代,经常能够看到匪夷所思的景象,同一个大维度下的不同经济指标显现出截然不同的运动特征。例如,同样是表征美国楼市状态的变量,近段时间以来现房销售、新房销售和建筑开工的环比增长

看来美国银行业果真“压力过度宽松”

◎陆志明

借市场回暖之际,重新IPO以舒缓在金融危机之下的资金运转困境是每个上市公司的愿望,更何况是依赖美国政府救助,且同时深受美国政府监管限制的各大银行巨头们。仅在5月11日一天,美国就有多家银行宣布了总额逾70亿美元的股票增发计划。不少银行都把最早归还政府注资以重获“自由身”作为增发股票的理由。

然而金融市场显然并不认同美国银行业的做法,周一与周二两天银行股均现大幅下滑趋势。周一当天,美国银行股全线暴跌,一些当天宣布增发消息的银行跌幅接近两位数,花旗和富国等行业巨头也大幅走低5%左右;周二银行类股再度令市场受压,美国银行跌68美分,至12.26美元,跌幅5.3%;纽约银行也下跌1.12美元,至28.43美元,跌幅3.8%。

虽然美国金融市场在最近几个月以来涨幅已经超过30%,而美国银行类股在上一季度盈利超预期的催动之下也表现出强劲的走势。但是综合各方面的因素来看,宏观经济仍处于下滑放缓、尚未触及最低点之际。虽然部分经济数据出现好转,如消费数据上行2.2%,房地产开工数据超预期,但表征整个宏观经济走势的数据仍然处于较大降幅态势,如美国GDP一季度增幅下行6%以上。

目前金融市场出现较大幅度的反弹,除了宏观经济回暖以外,恐怕在更大程度上与市场自身的超跌反弹要求有关。如果金融市场过于萧条,那么无论是投资者还是投资银行均会面临巨大的亏损困局,再加上前期金融市场快速下跌积累的技术回调冲动,金融市场出现反弹也在情理之中。但是这样的反弹幅度究竟多少是适度的,这恐怕是要随着经济基本面与金融市场本身的变化而随时调整的。

也就是说,如果在反弹过程中,经济基本面大幅好转,金融市场得到充分呵护,那么反弹就会继续持续,并随着经济的彻底好转而反转;如果经济基本面未能如期出现大幅好转,而金融市场却因相关机构的操作出现打压态势,那么反弹就可能难以维持,甚至出现掉头下行的趋势。由此可见,金融市场的反弹,并不是按照既定的趋势一成不变,而是受到各方面因素的综合影响。

美国银行业在此前一季度的超预期盈利,实际上主要来自于直接或间接的政府援助,其实际盈利增长点——个人消费信贷与企业信贷并未出现明显的回升迹象。从这个角度来看,近期银行股的大幅走强,不过更多体现了市场投机力量的作用而已,并不具备真正长期稳健的增值空间。曾言准确预测银行行业巨亏闻名的分析师特尼就表示,银行股目前处于高位状态,所以不少银行第一季度的业绩好于外界预期,是要归功于政府的援助。

更何况,从目前美国银行业的经营现状来看,复苏徒具其表,真正好转的迹象并不显著。此前应景性质的压力测试结果,被多方媒体指责为“压力过度宽松”,如《华尔街日报》撰文称,美国政府的银行压力测试应该做B-,其对银行组合贷款风险和房地产信贷资产的预测过于乐观。事实上,如果银行压力测试是基于比较乐观的前景预期,那么压力测试的意义何在?就压力测试本身而言,主要考量的是在极端恶劣情况下,美国银行业所要面临的困难的前景分析。

再说,美国银行业增发的理由也殊为可笑:增发融资以向美国政府“赎身”,从而获得自由派发高薪的空间。如果在美国政府监管如此严密之下,美国银行业依然不能坚持职业操守,为当前最大股东和债权人——美国政府利益服务,尽早摆脱次贷危机的阴霾,那么金融市场投资者也不难推测,其再度增发融资之后会将所得资金实现高薪派发,以及公司内部管理层的内部分配行为。

换个角度来看,美国金融市场虽然有所回暖,但是反弹的根基未稳,此时尤其需要金融市场参与各方的共同呵护。如果相关监管机构不能就美国银行业的密集增发融资进行合理的规范和监督,那么金融市场可能会再次出现大动荡,这对美国金融市场本身,乃至宏观经济的复苏,均有着难以估量的负面效应。

(作者系金融学博士、财经评论员)

形容就较为贴切。而持续“回暖”后的状态则是“复苏”,以核心数据和低频数据的大范围反弹为特征,当然,“复苏”并非总是“回暖”的下一站,如果先行指标的一系列反弹难以持续,“震荡”和“寻底”将变成“回暖”的伴生物。

最模糊两可的状态就是“触底”了,这个词可以用于局部也可以用于整体,可以用于一个瞬间也可以用于一段时间,对于经济整体而言,“触底”更像是一个过程,伴随着各种数据“反弹”和阶段性“回暖”,如果说整个衰退阶段都是所谓的底,那么在核心指标大范围出现反弹之前,整个经济都处于波动触底的状态。

说到这里,可以和“凸性”拐弯类比的,笔者以为只有“复苏”,这说明了经济周期的根本转变,而非经济形势的短期波动。最后回到特里谢的名言:“全球经济拐点即将到来——但是现在”。在笔者看来,没有比这句话更有趣的判断了。本质上讲,这完全是“正确的废话”。非常值得强调的是,我们总是在靠近“拐点”,“拐点”本身是客观存在且不会变动的,变动的仅仅是人们对其所处位置的预估。很多时候,人们感觉产生“远离拐点”的错觉,仅仅是因为在预估上出现了偏差,而预估出现偏差,往往又是因为在阅读经济世界的时候,对一些基础性的数据区分和形势判断缺少追根寻底、谨慎理解的精神。

(作者系金融学博士)