

Opinion

Observer
上证观察家

眼下,资本项目管制已越来越难以有效实施,货币政策在很大程度上疲于对冲外汇占款变动。国际经验显示,与货币政策独立性的部分丧失所导致的困难相比,大国经济体通常更应该选择货币国际化来释放出货币政策的空间,提升政策效力。人民币国际化能够大大提升货币政策的效力,并使得相关政策能够更加专注于内部均衡。这从根本上有助于我国实现经济的内外动态平衡。

人民币国际化有望成化解内外失衡钥匙

傅勇

人民币国际化已经作为一项战略提上了日程。这可能是一条并不平坦,但风景却很好的路。庞大的中国经济面临着严重的内外失衡,这些失衡仍在加剧,并将在相当长时期内制约中国经济的成长;人民币国际化很可能成为一条根本性的解决途径。

现实地看,只要一国开放了经常项目的可兑换,或多或少地会涉及资本项目的可兑换。并且,自2002年试行QFII制度以来,我国事实上已经放开了除短期流动资金之外的各项资本项目的可兑换。只不过对这些资本项目实行审批制。审批制是审慎的,但效率较低,也留下了很多可供资本流入和外逃的漏洞和渠道。

人民币国际化问题还在很大程度上与东亚问题联系在一起。一方面,货币国际化是东亚各国经济发展进程的一个组成部分。很多发达国家的货币一开始就是国际化的,可以自由兑换,汇率几乎每天都在波动。与此相比,以东亚为代表的新兴市场国家,长期存在着金融压抑,而外汇管制和汇率干预乃是金融压抑的一部分。当经济金融发展到一定阶段,货币的国际化就提上了日程。在日本、新加坡以及我国的香港等早期经验的基础上,包括印度在内的亚洲国家在上世纪90年代,加快了放开对资本项目管制的步伐,但努力盯住美元的汇率制度而丧失了缓冲调节能力,最终导致内外失衡加剧,这些国家或地区货币国际化也遭受挫折。

另一方面,货币的国际化对亚洲国家还是一个战略选择。亚洲金融危机之后,固定汇率制度瓦解,国际货币基金组织得出的结论是,因为这些开放的小国经济此前将本币盯住美元,在一定条件下,吸引了大量外国资本流入本国,短期债务过重,为危机埋下了祸根。但是令人惊讶的是,在金融危机平息之后,这些国家又不约而同地回归某种形式的固定汇率制度。从规避外汇市场风险的角度来看,钉住美元就是让出口商和进口商对冲他们的风险。

发展中国家中得出的教训在于,一定要积累起自己的外汇储备,以抵御国际收支风险,并摆脱国际组织的不合理干预。由此形成了所谓“布雷顿森林体系II”,也就是亚洲国家通过鼓励出口积累大量国际盈余,而这些盈余主要是以美元形式持有的,并流回到美国金融市场,相当于借钱给美国。这种模式被认为部分解

释了美国长期利率在较长期保持低位,以及美国消费者可以长期有钱过度消费,并显示出不可持续性。中国是布雷顿森林体系II最重要的参与者。自上世纪90年代末期以来,中国外汇储备加速积累,其中60%以上是美元形式持有的,这给予了中国巨大的信心优势,但同时也面临着很多问题。巨额国际收支盈余意味着人民币面临着难以回避的升值压力,这不仅是经济意义上的,也是政治意义上的。但如果人民币对美元大幅升值,则外汇储备将会随之显著贬值,更不用说,会严重削弱中国商品的国际竞争力。从长期来看,这些汇率升值带来的美元资产还会受到美元贬值和通货膨胀的侵蚀。鉴于美国已启动了印钞机救市,这两个风险很可能都会发生。

人民币国际化为上述错综复杂的局面提供了一个可能的解决方案,并有可能超越日元经验成为一个更对巨额的美元压力,日元加快了国际化进程,同时伴随着日元升值。虽然日元的国际化进程因“失去的十年”而充满争议,但“失去的十年”在很大程度上应归结为日元国际化本身还没有定论。当时的日本骄傲自满心理膨胀;在初期为压制日元升值,但在后期却又加快升值;在国内股市尤其房地产市场出现明显泡沫的情况下,国内政策却迟迟未能紧缩;还可以提到的是日本老龄化时代的到来,这些因素都有可能是导致日本失去十年的原因。从这个意义上说,日元不太成功的国际化进程,还不推还人民币国际化进程的理由。

相反,人民币国际化有望成为解决当前中国的内外失衡问题的关键。首先,人民币国际化能够大大提升货币政策的效力,并使得相关政策能够更加专注于内部均衡。资本项目管制已越来越难以有效实施,货币政策在很大程度上疲于对冲外汇占款变动。国际经验显示,与货币政策独立性的部分丧失所导致的困难相比,大国经济体通常更应该选择货币国际化来释放出货币政策的空间,提升政策效力。这从根本上有助于我国经济的内外平衡的动态实现。

其次,从增量上看,人民币国际化能够避免发展外向型经济与外汇储备高企的悖论。在商品、服务以及投资能够用人民币结算之后,中国顺差中的一部分就不再以外汇的形式出现,这意味着外部失衡的压力也会得到缓解,外汇储备继续增加的压力也会下降。

再次,从存量意义上,人民币国际

化将有望从根本上降低中国对外汇储备的需要。中国巨大的外汇储备固然与中国的出口模式有关,但这种出口模式,与出口创汇、积累外汇储备等理念不无关系。这一理念其实是亚洲金融危机过后的共识。随着人民币的国际化,以及人民币的国际认可和接受度的增加,就没有必要保持这么多的外汇储备。当前,美国和欧盟基本上没有或只有很少的外汇储备,他们的国家储备主要是黄金。人民币国际化意味着中国能够直接从人民币对外支付;此外,我们还能以人民币形式发行国债,向外国政府和投机者借债。这些都能大大提升我国国际收支的偿付能力和安全系数。

最后,人民币国际化会在一定程度上对冲掉外汇储备缩水的风险。货币国际化的进程,通常伴有货币的升值。人民币升值一方面会造成美元贬值进而有外汇储备缩水的压力,但另一方面,也意味着人民币海外吸引力的增加和人民币单位国际铸币税的增加。(作者系经济学博士 财经专栏作者)



盖特纳豪宅贱卖不成改出租
美国财长盖特纳看来有以60.2亿美元买入的豪宅如今售价仅157.5万仍卖不出去,只好改为以每月7500美元出租。据报,这个租金可能还赶不上盖特纳的月供。

信息披露越充分 市场操纵余地就越小

桂浩明

上海证券交易所日前对某个人投资者的股票账户实行了限制交易一个月的纪律处分。今年以来,该投资者的账户反复发生不以成交为目的、频繁申报和频繁撤销申报的涉嫌短线操纵行为,交易所对此多次提出警告而均无效果,因此最终作出了处罚。人们记得,在一年前,交易所也对发生在另一个股票上的此类违规行为进行了限制相关账户交易的处罚。

所谓的不以成交为目的的频繁申报与撤销申报行为,是指在某个股票的交易过程中,突然出现大量买单或者卖单,但是当其所申报的价格接近实际成交价时,又突然被撤销,而且这种行为反复出现。现在,一般的交易系统都能够揭示至少各五个价位的买卖盘申报情况,当有大单出现时,很容易引起相关投资者的注意,从而影响其投资决策。而如果这种大单反复出现,而在临近成交时又被撤销,这就存在向市场传递虚假信息的行为故意,客观上会给投资者带来误导,诱发跟风行为。因此,这是被列于市场操纵行为而受到禁止的。交易所对此处罚,合理合法,也是完全必要的。

不过,从实践来看,这种虚构买单与卖单的行为,在市场上也确实并不少见。尤其是在股票快速拉升,冲击涨停

板的时候,虚构大买单的状况更是经常出现。而由于此类事情发生面较广,而且对于什么叫“频繁”申报与撤销申报,也缺乏严格的界定,因此在多数情况下,这种违规行为很难得到一一查处。从去年6月到今年6月,上海证券交易所也就查处了两个此类案件,而且这二次在实施处罚前还作了多次警告,由此可见查处之不易。调查显示,对于广大中小投资者来说,市场操作中最容易受到的误导,第一个就是来自所谓内幕消息,第二个就是来自虚假买卖盘。因此,打击此类违规行为,已成为保护投资者利益的重要一环。

但是,显而易见,只是依靠这种事后限制交易一个月的处罚,恐怕很难对打击此类违规行为产生足够的威慑作用,而且这样的处罚也缺乏应有的防范效果。怎么办?办法是有的,笔者以为就是强化交易信息的披露。譬如说,在交易系统揭示买卖盘的同时,也同步显示该买卖盘来自什么交易席位或者委托的券商,这就能够在相当程度上抑制虚构买卖盘的行为。因为当投资者看到某个股票的买盘或卖盘上反复出现来自某一个席位或券商的申报,但最后又都不成交,必然会怀疑这种申报的真实性,从而提高警惕,免受其影响。

那么,这样做是否会导致对交易信息的过度披露呢?也许这是一个可能引起争议的问题,但以我国香港地区的实践来看,港交所交易系统一直在显示

申报买单与卖单的经纪商名单,多年来并没有因为此类信息的披露而出现任何问题。另外,我国现在对当天交易中涨跌幅最大的前几个股票都有披露,内容除了成交数量以外,还包括成交量最大的前五个券商名字,这实际上与在盘中揭示申报买卖盘的券商名字,并没有本质上的区别。而对这种交易信息披露的实践表明,其效果也是好的。所以,人们无须担心交易信息因此而过度披露。

由此,也可以很自然地联想到,要解决现在市场上“内幕消息”满天飞的问题,最根本的出路也不是事后打击散布虚假信息或者是利用信息炒作的人,而是强化信息披露。事实上,信息披露越充分(这里当然也包括对虚假信息的澄清),那么所谓的“内幕消息”就越没有生存的空间,而利用“内幕消息”炒作股票这种行为也就越缺乏施展的余地。当然,要真正做到这一点,并不那么容易,但我国上市公司对信息披露的积极性和主动性,要求生产其他颜色的车时,福特的回答是:要是黑色的,不要就拉倒!不过福特后来还是在市场压力下低下了头。通用可能比福特更固执些。可是,通用的傲慢,并不代表美国普通老百姓的偏好,更不代表世界的趋势。节能车,成为主流的趋势,不是通用的固执阻碍了。就是美国的普通老百姓,还是希望开上新潮、省油的,特别是年轻人。

金融危机后,美国家庭资产负债恶化,通用过时的理念暴露无遗。通用的下场再次证明,没有倒不了的企业,不管自认为多了不起。只要你漠视市场变化,拒绝变革,必将遭到市场的抛弃。

第二,人工成本过高。车不好,价格低也会有市场,可是,通用汽车的价格下不来,很简单,成本太高,特别是人工成本。长期以来,通用为其员工提供

注意国际热线 正重返新兴市场

赵中伟

国际金融危机正在步入新阶段,国家财政风险以及由此产生的通胀压力成为市场关注的重点,尤其是美国、日本和欧元区近期发生通胀的可能性大增。最近一段时间以来,美元走势疲软,美元指数更跌至去年底以来的低点,显示美元作为强势货币在金融危机中发挥避险作用的可能性已经过去,美元资产的长期安全性已经上升为投资者担忧的主要问题。出于回避风险和投机动机,国际热钱正在重返新兴市场国家,并进入大宗商品市场。

种种迹象说明,国际热钱驰援母国救急的任务已经完成,现在需要寻找新的出口。金融危机爆发以来,国际金融机构遭受严重重创,不断实施资产减记。为了弥补流动资产和资本金的不足,在新兴市场和大宗商品市场持有仓位对冲基金等金融机构被迫平仓,将资金转回国内救急。金融危机发展到当前阶段,美国房地产市场进一步下行的幅度有限,次贷相关产品市场初现企稳迹象,金融市场流动性短缺状况渐渐缓解。在金融机构层面,受惠于自身回笼现金和政府大规模注资,各机构的资产减记大幅减缓,大规模的减记风潮似已过去。一些机构在一季度已经盈利,同时有一些机构开始归还政府的贷款。现阶段金融机构间的借贷依然低迷,并不能理解为流动性短缺,而应理解为金融市场上不确定性依然浓郁,交易对手间违约的风险依然很高。

主要国际货币贬值的风险和低利率环境为利差交易的活跃提供了温床。从各国的经济基本面、货币政策和金融市场等方面来看,美国、欧元区和日本等主要经济体货币在短期内将相对于其他国家和地区的货币集体贬值;美元、欧元和日元之间的汇率将持续波动。日元在过去的零利率时代被广泛作为利差交易中的融资货币,目前美元、日元和欧元已经接近于零利率水平,规避汇率风险和套利的双重动机促使利差交易趋于活跃。

新兴市场和大宗商品市场具有套利的空间和丰富的炒作题材。金融危机中,远大于一些新兴市场国家的股票市场上跌幅远远大于美、欧、日,反弹空间自然也大于后者。目前,新兴市场国家的利率水平高于美、欧、日。原油等大宗商品价格在金融危机爆发前居于高位,在需求下降和投机资本撤走的影响下,价格大幅回落。随着全球经济的企稳和逐步复苏,需求将上升。在大宗商品市场,近几季一直不乏投机资本炒作的题材。近期可供炒作的题材更是不少,作为计价货币的美元贬值;美国与主要产油国的政治关系趋于紧张;欧佩克限制原油产量;生物能源产业的发展等。这些题材都有助于在投机气氛浓厚的市场中推高商品价格。

主要国际货币的贬值和趋于活跃的利差交易,将对国际金融市场、新兴国家市场和大宗商品市场产生影响。为了规避汇率风险和从中套利,国际投资者将美元、欧元或日元资产转换为高收益的货币资产,从而带动新兴市场国家的汇率,促使这些国家的货币升值,抑制出口。对杠杆融资工具的使用,将极大地扩大此类交易的规模。高利率国家的资本流入将加剧,新兴市场国家的股票以及房地产价格将先于实体经济复苏上升,原油、黄金、有色金属等大宗商品价格快速反弹。近期,原油、有色金属等大宗商品价格以及一些国家的股票指数上涨,在一定程度上可以归结为投机资本套利交易的结果。上述价格上涨将抑制全球经济复苏,并为新兴市场国家带来输入型通胀,对此,我们必须高度重视。

(作者系中国社科院世界经济与政治所博士)

世界五强! 在A股却最不值钱?

李允峰

在英国《金融时报》最新公布的2009年度全球500强企业排行榜上,埃克森美孚和中国石油分别蝉联冠亚军。世界前五强中,中国企业占据三席。除蝉联冠军的中国石油外,中国工商银行和中国移动分别第四、第五位。

作为“世界五强”之一的中国工商银行,目前在上海证券交易所上市的844只股票中,其股票价格为4.44元左右。当“世界五强”在A股市场却在“最不值钱50名”之列,的确有点不大不小的尴尬,但尴尬之余,我们却不得不反思,这其中的原因是什么?这种现象究竟对于我们的证券市场建设又意味着什么?

与工商银行相反,那些资不抵债、连续亏损的公司股票价格却高高在上,成为沪深证券市场上的“不死鸟”。*ST中辽在暂停5年上市之后,将于6月5日重新登陆深圳A股,只不过名称已经改成万方地产。亏损股总大有故事可讲,往往情节曲折动人,而且多数结尾是乌鸡变凤凰。这种市场现象导致了国内A股的投机氛围浓厚。工商银行能有什么故事可讲呢?

实事求是地讲,无论是业绩还是分红,工商银行都属于不错的蓝筹股,2008年每股收益0.33元,每10股派人民币1.65元,分红率达到3.7%左右,超过同期银行储蓄利率,而且工商银行曾荣获“最佳公司治理”等奖。这样的公司位居“A股最不值钱50名”之列,从一个侧面说明了当前沪深市场缺乏理性投资的现状。

始终无法实行退市的市场化,我以为是缺乏理性投资的主要原因。亏损股亏而不死,死而不僵,退市效率低下,这导致了国内资本市场“但见新人来,不见旧人去”的违反市场规律的现象。所以,尽早把好退市关,让该退市的亏损公司迅速退市,是还原证券市场真实的市场定价机制的前提。

目前,对上市公司退市,国际上主要有两种模式,一是直接摘牌或破产清算,上市公司彻底退出市场,另外一种模式是先从交易市场转到场外柜台市场,也就是OTC市场,在OTC市场交易直到无人购买该公司股份为止。笔者比较赞同第一种退市,证券市场也要讲究新陈代谢,有新生有死亡,过分地仁慈,等于对所有公司的不仁慈,最终市场价值混乱导致更大的困难甚至是灾难。当然,采用OTC市场退市也比目前的退市效率高。

笔者以为,证券市场的改革当然首先要针对新股发行市场化有所动作,管理层已经准确而及时地采取措施,但仅仅抓住这个市场的入口还不够,还要抓市场的出口,让早已不符合上市条件的公司尽早退市。把优秀的公司吸引进来,还要让优秀的公司有创造业绩的动力,如果市场充斥着讲故事的垃圾股,还有谁乐意把心思放在经营上,大不为了亏干净了再重组。

总之,退市市场化和新股发行市场化一样,两者都非常重要。只有如此,“世界五强”遭遇“A股最不值钱50名”的尴尬才不会再次出现。(作者系山东大学教师)

Column 专栏

王福重

有两个原因,造成了通用今日的难堪局面,第一,拒绝变革。通用曾经彪炳史册,被认为是美国的标志之一。按照我们的说法,通用具有悠久的历史 and 光荣的传统。要是我们这里,肯定受到政府的亲切关怀,获得一大堆的奖状、锦旗什么的。

传统越是深厚,变革就越艰难,通用也未能摆脱这个窠臼。通用在早期执美国汽车业之牛耳,占据美国市场的半壁江山,所以很容易“被胜利冲昏了头脑”,骄傲、飘飘然起来。看下一通用的历史就知道,它过去是有很强的创新能力的。问题是,为什么今天的通用不再去创新,主动适应市场,适应消费者了呢?要知道,通用不是垄断企业,消费者也是它的上帝。

在通用人看来,通用就是汽车,汽车就是通用。这个根深蒂固的偏见,通用人至今恋恋不舍。当日本、德国,以及后来的中国,谦虚地学习美国人,生产出质量绝不亚于美国质量的汽车时,通用不为所动,不觉得有任何威胁,而仍旧固执地认为,汽车业发展的方向盘,仍然稳稳地操控在他们手里。

当年田,生产出更节油、更环保的汽车时,通用人的傲慢还是一点没减,理由似乎很充分:美国人用得起来!对于这一汽车业意义

大致可以说,美国人开发高新技术的能力是最强的,可是,所有的高新技术,经过一段时间之后,都会变为一般技术,相应的产业也会变成劳动密集型产业。汽车业的发展,也是这个模式。在这个时候,美国的高人工成本,就足以让它失去当初的比较优势。所以,美国彻底放弃汽车业,并非不可想像,没有了汽车业的美国,也许更强大。

新通用:道路曲折,前途却未必光明

高水平的社保和医疗保险福利,工资加上保险,通用工人的每小时成本高达70美元。

创新需要大笔投入。当通用的市场份额不断萎缩,公司已经开始赔钱了,要想创新,生产市场需要的汽车,只能削减人工成本。可是,所有创新举动,都要得到工会的首肯,因为工会是公司的大股东之一(新通用也是如此)。想要降低工人的待遇来开发新产品,单自己的命,何其困难!除非让工人下岗。但加上经销商等上下游企业,通用的员工有400万。在金融危机后美国失业率急剧攀升的时候,再让这么多人失业,是美国政府无法承受之重。换句话说,通用绑架了奥巴马政府。政府没有办法,只得给通用注资,被迫成为大股东。

即使通过破产保护程序,重组瘦身成功,也不能说从此就高枕无忧。首先取决于通用能否生产出有竞争力的新汽车,重新夺回市场。

除了能否真的改变一贯的傲慢,放下身价,是个未知数外,通用,甚至整个美国汽车业,是否还具备当初那么高的创新能力,也值得怀疑。通用20年来,不能说美国人在汽车领域的创新能力,跟日本、欧洲比,还有任何优势。所以,似乎也没有理由认定,资产重组之后的新通用,像变戏法似的,立即就长出这个本事。比如,新能源汽车的较量中,美国汽车业就没有过人之处。

成功还取决于,人工成本能否降下来。这一点,至为关键,可是照样不能肯定。

美国人发明了电视和笔记本,而且能生产世界上最好的电视和笔记本,这是他们的“民族产品”,现在却完全放弃了,原因就是失去了比较优势。这种放弃是主动的放弃,因为美国人用新的、更具有比较优势的产业,如服务业,特别是金融业替代了电视和笔记本产业。换个角度,也可以说,正是因为没有了电视,才有了后来的辉瑞制药和微软公司,毕竟一个国家的资源,包括人力资源都是有限的。

大致可以说,美国人开发高新技术的能力是最强的,可是,所有的高新技术,经过一段时间之后,都会变为一般技术,相应的产业,也会变成劳动密集型产业。汽车业的发展,也是这个模式。在这个时候,美国的高人工成本,就足以让它失去当初的比较优势。所以,美国彻底放弃汽车业,并非不可想像,没有了汽车业的美国,也许更强大。

在这个意义上,奥巴马也好,通用的债权人也好,都在进行一场赌博。新通用依然命运未卜,纳粹的钱可能会打水漂。一切都得走着瞧。(作者系北京航空航天大学金融研究中心常务副主任)