

Opinion

Forum

上证论坛

中国是未来低碳产业链上最有潜力的供给方,目前提供的碳减排量已占到全球市场的三分之一左右,但却仍不是定价方。中国应抓紧培育碳交易多层次市场体系,开展低碳掉期交易、低碳证券、低碳期货、低碳基金等各种低碳金融衍生品的金融创新,争取尽早改变在全球碳市场价值链中的低端位置,获取国家最大的战略权益。

中国理应在全球低碳产业链中占据高端



张凯楠

除短期的金融危机外,能源危机和环境危机是人类长期发展必须共同面对的两个更为严重的危机。金融危机可以靠短期的经济刺激得以平复和修正,但是由于大量碳基能源的消耗,而引发的温室效应、环境恶化和全球生态系统的持续性退化,则不能通过政策刺激来消除,人类走出危机必须转变经济发展方式。因此,发展既能实现经济增长与碳基能源消耗脱钩,又能实现绿色复苏的低碳经济就成为当前的全球性共识,而碳金融正在推动低碳经济时代加速到来。

近年来,在2005年《京都议定书》框架机制的推动下,全球碳交易的配额市场和项目市场逐步形成,并出现了爆炸性增长。2004年仅为377亿欧元,2005年即上升至94亿欧元,2007年全球碳交易市场价值即达400亿欧元,比2006年的220亿欧元上升了81.8%,2008年即使在美国次贷危机引发全球性衰退和金融危机的情况下,全球碳交易市场依然保持爆炸性增长态势,全年交易额达910亿欧元。据测算,全球碳交易在2008年至2012年间,市场规模每年可达500亿欧元,2012年全球碳交易市场容量为1400亿欧元(约合1900亿美元),有望超过石油市场成为世界第一大市场。特别是在上届意大利拉奎那的G8峰会上,发达国家承诺愿与其他国家一起到2050年将全球温室气体排放量至少减半,并且发达国家排放总量应减少80%。如果发达国家能恪守承诺,

那未来5年将是全球碳交易市场真正蓬勃发展的开端。

对于中国而言,碳交易及其衍生的市场发展前景广阔。中国拥有巨大的碳排放量,联合国的开发计划署的统计显示,目前中国提供的碳减排量已占到全球市场的三分之一左右,居全球第二。据世界银行测算,全球二氧化碳交易需求量超过2亿吨,发达国家在2012年要完成50亿吨温室气体的减排目标,其中一半要以清洁发展机制(CDM)的形式实现。因此,CDM市场潜力巨大。预计到2012年,中国将占联合国全部排放指标的41%,而CDM项目,中国占到2010年世界总CDM潜力的35%至45%,相当于拉美、非洲和中东的潜力总和。

不过,尽管中国是未来低碳产业链上最有潜力的供给方,却仍不是定价方。由于碳排放权的“准金融属性”已日益突显,并成为继石油等大宗商品之后又一新的价值符号。随着碳交易市场规模的扩大,碳货币化程度越来越高,碳排放权进一步衍生为具有投资价值和流动性的金融资产。因此,发达国家围绕碳减排,已经形成了碳交易货币,以及包括直接投资融资、银行贷款、碳指标交易、碳期权期货等一系列金融工具为支撑的碳金融体系。碳金融大推动了全球碳交易市场的价值链分工。

目前全球碳交易所共有四个,包括欧盟的排放权交易制(EUETS)、英国的排放权交易制(ETG)、美国的芝加哥气候交易所(CCX)以及澳洲的澳洲国家信托(NSW),全为老牌发达国家所主导。虽然中国2008年以来已

陆续成立了三家环境交易所,即上海环境能源交易所、北京环境交易所和天津排放权交易所,但目前这三家交易所都还仅限于节能环保技术的转让交易,距离推出二氧化碳排放权交易还有一段距离。

低碳经济的发展,是巨大的机遇,也是巨大的挑战。中国应在提高对碳资源价值的认识,使人民币成为碳交易计价的主要结算货币,培育碳交易多层次市场体系,开展低碳掉期交易、低碳证券、低碳期货、低碳基金等各种低碳金融衍生品的金融创新,改变中国在全球碳市场价值链中的低端位置,获取国家最大的战略权益。

首先,把发展碳金融纳入到发展低碳经济的战略框架内。碳排放权在碳交易机制下被赋予了资产价值,但由于我国的CDM项目分散、中介程序复杂、审核周期长,市场交易机制不完善,降低了碳资产的价值转化效率。未来需要建立和完善碳风险评估标准,提高我国在国际碳交易中的定价权,为碳金融发展创造稳定的制度环境。

其次,积极推进人民币国际化进程,使人民币成为碳交易计价的主要结算货币,以及包括直接投资融资、银行贷款、碳指标交易、碳期权期货等一系列金融工具为支撑的碳金融体系。碳金融大推动了全球碳交易市场的价值链分工。目前看来,在碳交易计价结算货币的问题上,欧元远远领先。2007年全球碳基金已达58个,资金规模达到70亿欧元。其中来自政府投资者的资金93.3%是欧元,混合购买者的资金84.7%为欧元,私人投资者的资金60.19%为欧元。而美国也正在积极使美元成为碳交易主要货币,力图再度主导全球新经济的制高点。此外,日元、英镑、澳元、加元等都设法提升空间,伴随各国在碳交易市场的参与度提高,将有越来越多的国家搭乘碳交易快车,提升本币在国际货币体系中的地位,加速走向世界主导国际货币的行列。中国必须抓紧这一机遇,将人民币与碳排放权绑定,推进碳交易人民币计价的国际化进程。

再者,积极研究国际碳交易和定价的规律,借鉴国际上的碳交易机制,研究探索交易制度,建设多元化、多层次

的碳交易平台,并且依托上海国际金融中心的定位,加快构建中国碳排放权交易市场。

还有,加紧开展碳掉期交易、碳证券、碳期货、碳基金等各种低碳金融衍生品的金融创新。目前世界银行已经设立了总额达10亿美元的8个碳基金。此外,挪威碳点公司、欧洲碳基金也非常活跃。中国要借鉴国际经验,着手设立中国CDM基金,同时加快开发各类支持低碳经济发展的碳金融衍生工具,加强与全球碳金融的监管与合作。

(作者单位:国家信息中心经济预测部)



漫画:刘道伟

灾难性的能源困境正逼近全球

国际能源署的首席经济学家法提赫·比罗尔在接受英国《独立报》专访时警告说,由于世界上大部分主要的石油产区已过了生产高峰期,石油供应将停滞不前甚至下降,5年内即将到来的“能源困境”会危及世界经济复苏的进程。

产能过剩并不能阻止通胀



范德军

在经济社会和公众对渐行渐近的通胀深感担忧的当下,有一种观点颇为流行,即认为我国目前存在的产能过剩对物价有向下拉动的作用,因而其能够阻止通胀。

产能过剩真的能够显著减缓通胀压力,有效阻止通胀吗?回答是否定的。

笔者强调产能过剩不能阻止通胀,并非否定产能过剩对物价向下的作用。在上一轮通胀中,PPI持续走高但CPI却没有相应上涨,PPI向CPI的传导过程受阻,就是产能过剩的原因所致,即下游行业的产品由于规模购买长期囤积,以及美国政府国内产能过剩的财政赤字,会导致美元超量投放;美国信贷市场逐步恢复活力,货币乘数有望在短期内由“低谷”转向正常的水平,也会推动美元扩张;美元贬值可以实现财富有利于美国而有

害于他国甚至导致整个世界的财富再分配符合美国的政治与经济利益,因而美国政府对弱势美元政策偏好。这些因素叠加在一起,美元继续贬值是一个必然趋势。此外,一些经济数据表明,美国经济已经走出谷底,企稳态势明显,今年三季度后有望恢复正常增长。同时,日本经济也有向好迹象。美、日等主要经济体对大宗商品的需求显著回升,将拉动物价上涨。这必将使我国目前的通胀预期转变为现实的通胀。

应该看到,随着我国经济对外开放的扩大,我国经济与国际经济的融合度越来越高,国际大宗商品价格上涨已经成为我国通胀经常性的、重要的策源地,而这种通胀生成机制与国内产能过剩毫无关联。国内产能过剩的程度再高,都不会影响输入型通胀的生成。

企业生产成本上升,是引发通胀的又一持续性、长期性因素。我国劳动者工资收入增长长期落后于

GDP的增长,成为消费增长放缓的重要原因。提高企业人力成本,使劳动者工资收入随着经济增长和物价上升明显提高,是不可逆转的趋势。而由于处于过剩状态的产品并非引起企业成本上升的产品,因而产能过剩对成本推进型通胀亦无抑制作用。

客观分析和评价产能过剩对物价总体水平的影响,还必须分析CPI的结构。在CPI中所占权重最大的农产品价格,产能过剩的产品价格对CPI的影响相对较小。尽管我国农业持续5年增产,但如今我国粮食供求仍处于“紧平衡”状态,粮价上涨的压力始终存在。从国际农产品市场看,全球粮食储备处于30年来的最低水平。如果再考虑美元贬值因素,未来国际农产品价格仍会上升,从而将拉动国内农产品价格上涨。由于农产品和产能过剩的产品在CPI中所

处地位不同,所以,产能过剩产品的价格下行,并不能改变物价变动的方向和趋势。

必须看到,随着我国商品总量的日益丰富和经济开放程度的逐步提高,物价的影响因素已经愈来愈多样化和复杂化。国际因素和国内因素、现实因素和潜在因素、经济因素和非经济因素等诸多因素交织在一起,使得判断物价变动趋势和变动程度的难度相应增加。传统金融教科书中建立在封闭经济条件下货币与商品对应关系基础上的需求理论,已难以科学、全面地解释今天开放的中国经济。受纷繁复杂因素影响而导致的物价波动现象,认为产能过剩可以显著消减通胀压力,延缓通胀发生的进程,实在是大过天荒的想法,其不仅不利于物价变动的实际,而且容易使人们低估现实的通胀压力并模糊政策决策者的调控视线。

(作者系中国银河证券高级经济学家)

必须看到,随着我国商品总量的日益丰富和经济开放程度的逐步提高,物价的影响因素已经愈来愈多样化和复杂化。国际因素和国内因素、现实因素和潜在因素、经济因素和非经济因素等诸多因素交织在一起,使得判断物价变动趋势和变动程度的难度相应增加。传统金融教科书中建立在封闭经济条件下货币与商品对应关系基础上的需求理论,已难以科学、全面地解释今天开放的中国经济。受纷繁复杂因素影响而导致的物价波动现象,认为产能过剩可以显著消减通胀压力,延缓通胀发生的进程,实在是大过天荒的想法,其不仅不利于物价变动的实际,而且容易使人们低估现实的通胀压力并模糊政策决策者的调控视线。

(作者系中国银河证券高级经济学家)

Column

专栏

在金融危机的紧急状态下,没有“极端”的救市手段,何以挽狂澜于既倒?危急关头,美国动辄千百亿的资金救银行、救金融机构,针对的是美国的国情,中国投资4万亿元于基础设施建设,适合的是中国的需要。凭什么美国动辄千百亿的资金救银行、救金融机构就不叫“极端”,而中国投资4万亿元于基础设施建设就“极端”化了?

罗奇先生何必“叶公好龙”



黄湘源

摩根士丹利亚洲主席史蒂芬·罗奇自称一向坚定看好中国,但近日在为《金融时报》撰写的“我开始担心中国经济”,却未能免俗地讲了一个“叶公好龙”的故事。

为什么“中国的经济增长在2009年春季的急剧加速”反而令“一向坚定看好中国”的史蒂芬·罗奇不喜反忧?按照他在文章中的解释,虽然增长可以算是好消息,但增长代价高昂则是坏消息。而让他所以为然的“增长代价”,是“中国决策者在制定宏观战略时选择了数量胜过质量的战略”。直言之,也就是指的4万亿元。

史蒂芬·罗奇先生并不是不知道,“发展中国家总是需要更多的基础设施”,可是,为什么中国的4万亿元投资在他的眼中就成了“走向了极端的”“令人担忧的失衡”?对此,罗奇先生的文章虽然没有具体说明自

己的经济学观点,不过,不难看出,他的担忧跟当前国内某些经济学家中甚为普遍的“叶公好龙”式的恐惧如出一辙,并无什么太大不同。

何谓“极端”?古人云:事急用其权。在金融危机的紧急状态下,没有“极端”的救市手段,何以挽狂澜于既倒?危急关头,如果并没有什么比美国的动辄千百亿资金救银行救金融机构和中国的一举投资4万亿更显得高明一等的非极端化的救市良策,如今又有什么资格来充当说三道四的事后诸葛亮呢?邓小平有句名言:“不管白猫黑猫,逮得住老鼠的就是好猫”。美国动辄千百亿的资金救银行、救金融机构,针对的是美国的国情,中国投资4万亿元于基础设施建设,适合的是中国的需要。凭什么美国动辄千百亿的资金救银行、救金融机构就不叫“极端”,而中国投资4万亿元于基础设施建设就“极端”化了?

诚如罗奇先生所言,2008年底和2009年初的中国经济所面临的情况是“何等的糟糕”。“由于发达国家

同时出现衰退,外部需求骤降,摧毁了出口导向的中国增长机器。”如何应对危局?有人主张4万亿投资基本建设不如发消费券,更有甚者,还提出不如干脆把国有股全给分了。对4万亿投资基本建设持有异议的罗奇先生或许也是宁可赞同此观点的。在他看来:“中国必须让经济增长转向国内私人消费,这可能需要在增长速度上做出妥协。但鉴于这方面做出短期的牺牲还是非常值得的。”这话表面上似乎很有道理,可是,罗奇先生的主张如果付诸实施会有什么结果呢?东莞的例子就是最好的说明。率先发消费券的东莞,不仅在当地闹得轰轰烈烈,而且还把消费券热热闹闹地派发了到武汉。可是,轰轰烈烈、热热闹闹的消费券挽救了东莞急剧衰退的出口没有?没有。今年上半年,东莞的GDP增长率在广东倒数第一。

我不知道史蒂芬·罗奇先生所说的“令人担忧的失衡”具体指的是什么,

如果是指“在中国近期实施的4万亿元人民币经济刺激方案中,基础设施支出(包括四川地震重建支出)占据了72%的份额”,那么,应该说,这并没有什么不好。4万亿不仅带来了今年上半年依然增长了7.1%的GDP,而且,今年1至5月有关的统计数据也显示,无论是CPI还是PPI,都是在逐月下降的。然而,这与其说是通胀,还不如说是通缩。

罗奇先生的失衡担忧,让我们想起国内经济学家的资产价格泡沫担忧,或者说通货膨胀担忧。同史蒂芬·罗奇先生一样,支持他们这一系列担忧的不仅是4万亿的基建建设投资,而且还有7.4万亿的银行信贷。似乎问题不仅是4万亿+7.4万亿是不是必然流向房市、股市,问题还在于4万亿+7.4万亿是不是等于鼓励资产价格泡沫和通货膨胀?

美国的金融危机引起人们对资产价格泡沫的警惕,对于银行信贷流入房地产市场和股市,我们的监管政策历来说的是“不”。不过,对于房地产市场和资本市场的繁荣,应该一分为二。不能动不动就斥之为泡沫。房价上涨,既有一定的投机性炒作的成分,但在很大的程度上也反映了老百

姓改善居住条件和资产保值的需求,不能一概而论。再说,房地产对国民建设的拉动作用也是不能忽略的。股市的问题,更需要理性分析。一方面,沪综指上升到3400点,相对于去年最低的1664点来说虽然上涨了一倍,但是,相对于前年发生暴跌的转折点6124点来说则刚刚反弹了一半多一点。另一方面,IPO刚刚重启,市场资源供不应求的格局还远没有得到改善。资本市场融资功能的恢复,不仅对经济复苏是有力支持,而且也使得投资者有了一个大目前来说风险还不是太大的投资场所。

当前,房地产市场和资本市场资产价格的上涨,在笔者看来,不仅不值得大惊小怪,而且有助于推动国民经济走出低谷,克服通缩预期。根据发改委价格监测中心分析预测处专家的预测分析,三季度居民消费价格降幅仍将在1.0%以上,尽管四季度居民消费价格有可能下降,但幅度将十分有限。如果不出意外,今年价格运行的主要特征是下降,不会出现通货膨胀。

现实的通胀和预期的通胀毕竟是两回事。对通胀可以做好应对准备,但不能依据这一形同影子的预期来改变政策。

证券公司新的发展空间在哪里?

◎郑松山

传统的投行业务主要包括证券发行的推荐、承销,资产重组、股权并购及其他融资活动的财务顾问。随着资本市场的逐步发展,投行业务的范围也不断变化,资产证券化、资产管理、私募股权投资也纳入了投行的范畴。随着金融混业经营的日趋明朗,各家商业银行纷纷加快进入投资银行领域的步伐,业务增长让人侧目。商业银行争抢投行业务,让证券公司倍感压力重重。那么,证券公司新的发展空间又在哪里?

由于全球金融危机、股市大跌、监管部门对新股发行节奏的调控等原因,去年证券公司新股保荐和承销业务骤减。据WIND资讯统计,2008年证券公司累计保荐、承销A股IPO 81只,融资金额1451.31亿元,保荐和承销费29.49亿元,而2007年这三项数据分别是136家、9743.34亿元和148.54亿元。

近几年,商业银行纷纷利用其与地方政府的良好关系以及资金优势,与政府和企业签订财务顾问协议,收取高额的财务顾问费,财务顾问收入也成为商业银行投行业务最主要的一部分。与此同时,证券公司的财务顾问仍局限于改制和重组上,去年因为资本市场低迷,财务顾问业务步履艰难。债券承销是商业银行和证券公司竞争最为激烈的领域,随着越来越多的银行取得短融券和中期票据的承销资格,商业银行债券承销发展速度惊人,证券公司已完全处于劣势。

目前,IPO重启,创业板越走越近,市场人士认为是证券公司翻身的大好机会。但按正常情况,2009年A股IPO融资额要达到2007年的水平几乎是不可能的,证券公司新股保荐和承销收入,取决于证券监管部门调控的节奏和规模,所以这块业务收入存在较多不确定因素,证券公司将翻身的机会全部寄托在IPO重启和创业板上是不现实的。

但随着经济逐渐复苏和资本市场日趋活跃,上市公司重组、并购行为将逐步增加。尽管商业银行2008年财务顾问收入惊人,但这并不是其真实能力的表现。据了解,部分商业银行为为了改变利息收入下降的局面,提高中间业务收入比例,与贷款企业达成默契,将应收利息切出一部分,列入财务顾问收入。商业银行最大的优势是资金,突出的短板是缺乏优秀投行专业人才。因此,证券公司若能充分利用其在并购、重组上的人才和经验优势,大力拓展财务顾问业务;进行必要的创新,巩固企业债、公司债承销的优势,才有望逐步扭转劣势。

在本次世界金融风暴中,华尔街五大投行机构受到极大的冲击。在我国,银行业在金融业中的强势地位也进一步得到巩固。尽管中国的证券公司受到金融危机的冲击不大,但事实也证明,具有银行背景的证券公司日子过得相对轻松,如中信国际、中信证券等。随着金融混业经营的日趋明朗,各家金融机构获取金融业全牌照的热情也越来越高,我国一些金融控股公司,如中信集团、平安集团、招商集团已具备混业经营的条件。工行、建行为为了谋求证券牌照,已向财政部报送了收购华融资产和参股信达资产的方案。证券公司务必正视目前的状况,一些实力较弱的证券公司应做好被商业银行收购的准备。今后,一旦政策许可,实力雄厚的商业银行对证券公司的收购、参股将日趋频繁;而实力雄厚的商业银行,尤其是地方性银行,也会想方设法与证券公司展开合作,或是相互持股,或是资源共享,共同开展投行业务,这其实也是证券公司的机会之一。

(作者单位:中国证监会福建监管局)

约束高市盈率发行 试试新股认沽权证如何

◎李允峰

光大证券股份有限公司首次公开发行A股股价上限为每股21.08元,对应的市盈率58.56倍。统计显示,这个发行市盈率是6月重启IPO以来最高的,同时也是沪深A股历史上第五高的发行市盈率。

事实上,对高市盈率、高价格发行,一味地质疑解决不了问题。市场所有问题的形成都有其历史原因,现在的高发行市盈率,既有国内宽松货币环境下的政策原因,也有上市公司对高价发行可以保证公司的控制权等直接利益的驱动影响。笔者建议,不妨采取一些市场化的措施,比如可以用新股认沽权证的方法来约束新股的高市盈率发行。

发行新股认沽权证,是针对某些上市公司高价发行不担心新股上市之后跌破发行价格采取的市场化措施。拿光大证券来说,之后跌破21.08元的发行价格上市当天大跌,对于上市公司来说是没有任何利益损害的,这意味着对上市公司来说,发行价格再高,对自己只有好处没有坏处,更没有任何风险。如果在发行新股的同时,以新股发行价格作为认沽权证的行权价格,一旦新股跌破发行价,则投资者可用权证来行权,按发行价格将股票卖给权证的发行人。这样,至少可以让上市公司承担一部分新股发行价格过高带来的风险,也可以说是以市场化的手段来约束上市公司对高市盈率和高价发行的需求。

笔者以为,采用新股认沽权证的手段,能够在一定程度上增强上市公司、大股东以及新股发行的保荐机构的责任感,从而保护中小投资者不被过高的发行价格伤害,能进一步提高新股发行定价的市场化程度。中国石油的发行价格是16.80元,那些中签的投资者如果持有到现在还是亏损的,倘若有了新股认沽权证,这些投资者就完全可以按发行价格卖给上市公司。从这一点来看,如果要实行新股认沽权证,其权证的存续期限要稍微长一些,至少也要在两年以上,最好能够把未来公司限售流通股逾期包括进来。

除了以发行新股认沽权证的方法来约束新股的高价、高市盈率发行外,还可以采取全流通发行的方式来改革定价方式,也就是说,可以让大股东与公众发行价格基本一致,公众股的发行价格可由大股东与承销商及询价机构协商而定,大小非股份按照发行价格缩股,而不是目前大股东的成本是每股1元,而流通股却按市场价。很清楚,只有在成本基本相同的条件下,大股东利益才会与公众股东利益保持一致。

近日,中国证监会主席尚福林表示,为落实新股发行体制的改革措施,将择机推出后续改革措施。以笔者之见,推出发行新股认沽权证的市场化措施,约束新股高价、高市盈率发行正当其时。而全流通发行新股,可以组织专家和市场人士论证,广泛征求意见,在条件成熟时推出。

(作者系山东高校教师)