

Opinion · column

Forum

上 证 论 坛

如何提高发展质量和建立实体经济与金融体系匹配的增长模式,已成中国在世界经济舞台争取权力和义务匹配的“话语权”,减少日益频繁的外贸和投资摩擦、缓解就业压力、以及降低沉重的增长代价所无法回避的严峻挑战。尤其加快和强化以前并不擅长的“金融创新”和“金融开放”的力度,将是中国在“后危机时代”转型过程中的最严峻考验。

中国金融创新开放将经受严峻考验



孙立坚

G20 财长和央行行长伦敦会议,对之前引人关注的“是否涉及刺激经济政策退出”的议题达成如下共识:金融市场正恢复稳定,全球经济正在改善,但各国仍对经济增长和就业前景持谨慎态度,并特别关注危机对许多低收入国家造成的影响。

因为这次会议是为本月底在美国匹兹堡召开的首脑峰会做的前期准备,所以,释放的信息在很大程度上将代表国际政策合作的方向,与世界未来变化的趋势。因此,笔者想从三个方面来分析。

第一,政策“退出”尚早,但需创造良好的环境。当前世界经济最先面临的课题是如何稳固由政府“输血”所带来的经济复苏格局,再齐心协力去抵御大量输入给今后宏观经济所埋下的严重的通胀风险,而发达国家和新市场国家面临的挑战各不一样。

欧美国家主要是因为各国政府不能及时拿出流动性输入机制的“关闭”(退出)方式(比如,要使政府成功退出关键取决于国有化资产能否在市场上卖出一个“好价格”等),从而导致通货膨胀高企的局面,逼得货币政策采取强硬的 180 度掉头的状态,这对刚复苏的经济会产生非常严重的负面影响。有些经济复苏慢的国家就会面临政策左右为难的“滞胀”状态,这种状况在经济全球化的今天如果持续不能得以遏制,那么,一定会波及到其他经济已经复苏的发达国家中。

新兴市场和发展中国家由于生产能力和增长的空间较大,一定程度上吸收了货币流动性的市场泛滥压力,但是,大宗商品价格因为投机资本的猖獗而再次高企不下的

可能性依然不小,所以,输入性通胀同样会困扰这些国家的经济增长和宏观经济稳定。对那些外向依赖性大,而目前经济复苏程度低的国家而言,打击尤其巨大,由此也会收窄世界经济发展的空间。

第二,发展中国家所面临的挑战变得更为严峻。

发展中国家目前最急迫的是继续发挥比较优势,利用经济一体化的外部环境,推动贸易和投资活动有序健康地发展。但现在的困难在于,世界经济失衡下的外部市场不但不能增加反而在缩小,而各国政府都意识到在“后危机时代”,以前长期赖以生存的美元价值体系会不断恶化,目前取代美元或欧元体系能够平衡发展的另一个国际货币体系也没有准备好,所以,发展中国家双边之间都在加大合作力度以突破货币体系扭曲所带来的增长制约。他们还更需要国际组织给予更多“关怀”,需要发达国家为他们创造实现财富增长的“机会”。

第三,中国的“话语权”不靠“金钱”,而要靠“实力”。

目前,如何提高发展质量和建立实体经济与金融体系匹配的增长模式,已成为中国在世界经济舞台上争取权力和义务匹配的“话语权”,减少日益频繁的外部贸易和投资摩擦、缓解国内巨大就业压力、以及降低沉重的增长代价所无法回避的严峻挑战。

笔者以为,中国可以从以下两个方面来反映建立在世界各国共识基础上的中国的“努力”和“姿态”。

从供给面上讲,中国应努力改变在产业链上处于低端(中游)的不利格局,通过自主创新,建立标准等方法来挑战美国创新大国(上游产业)的地位,同时,通过沿海有条件的部分地区产业结构升级和转型,力图

获得产品价格的定价权和产品服务所创造的更高的附加值,尤其是强化金融体系的战略来管理好财富和扶持创新的努力,更有利于提高中国的国际形象,将上海国际金融中心建设提升到国家战略层面就是这一大国发展战略的一个缩影。

但在今天,不切合实际的过分强调大国战略反而会适得其反。现在我们没必要刻意去强化“内需”来挽救急速下滑的“外需”,从这个意义上讲,政府看到区域差距给中国经济留下的发展空间——用新的投资扩张战略来解决旧的产能过剩——为大国战略的有效实施赢得宝贵的时间,无可厚非。不过,如何克服政府主导的经济刺激计划中所暴露出来的较为严重的金融资源的“流向”问题、企业“国进民退”的现象,将直接影响到转型的成本和社会和谐的程度。

从需求面上讲,要保证中国经济可持续发展,人民币财富稳定增长,市场培育和内需增长是必不可少。中国贫富差距和区域差距也在某种程度上抑制了上述产业政策和刺激内需的计划,收入再分配制度的合理化和高效化,正是政府目前在努力探讨和尝试的方向。因此,只有将上述“供给”和“需求”的要素有机结合,“相辅相成”,才能形成经济发展所需要的“良性循环”机制。

所以,今天我们谈得很多的关于“自主创新、人民币国际化、内需主导”等概念,都是出于我们想从被动的出口导向的低附加价值的增长模式转变成主动的创新、标准值的

定导向的高附加值增长模式所致。这充分反映出“后危机时代”中国政府在发展战略上的重大调整。

但中国的大胆转型任重道远,因为产业结构调整需要时间,而相关的汇率和利率还无法完全市场化,但为了尽快站上产业链的高端,不断在加快和强化以前并不擅长的“金融创新”和“金融开放”的力度,这将是中国在“后危机时代”转型过程中所将面临的最严峻考验。因为,就连日本和韩国,至今也没能摸索出一个与制造业匹配的具有竞争力的金融体系运行模式。1997 年的东南亚危机和日本上个世纪金融泡沫的崩溃,都说明了他们尝试发展金融来支撑制造业强盛的战略的重大挫折。直到今天日本还担心放弃“零利率政策”会导致汇率增值压力过大而使产业在国际市场上失去竞争力。美国则干脆把大部分的制造业都移到了海外适合标准化生产的国家和地方,而努力保持自身创新和金融共同发展的匹配增长模式。最近美国三大汽车企业相继破产,新能源发展战略受到了前所未有的重视,这说明美国政府也在全力弥补增长模式上的“漏洞”。

那么,我们在金融创新、金融开放上的努力,会不会因为抗风险能力欠缺而遭受像 1997 年东南亚那样的国际投机资本的冲击呢?这其实是需要决策部门、监管部门、金融机构及相关各方抓紧时间,共同探讨的大问题。(作者系复旦大学经济学院副院长、金融学教授)

新股破发有利完善定价机制

◎姜山

光大证券上周三盘中跌至上市后低点,一度离市场十分遥远的新股破发再度成为市场关注点。有分析人士认为,破发更意味着融资功能的丧失,然而这一观点事实上有所偏颇。以新股发行制度改革后的定价和市场表现状况看,新股破发并不意味着融资功能丧失,反而则更多标志着新股定价机制将逐步完善,市场化发行的成果将更为显著。

新股之所以濒临破发,主要因素还是在于机构投资者发行定价时报价偏高,没有充分考虑市场风险对于股价可能产生的影响。一旦在机构锁定的三个月禁售期内新股出现破发,无疑将会使询价机构充分认识到市场存在的巨大风险,更加理性的分析待发行公司的资产质量,不再盲目于承销商给出的定价区间,减少盲目攀比报价的现象,从而使新股能够真正合理定价,减少其上市后的冲击效应。

如果以 25 倍左右的 2008 年摊薄市盈率给新股进行发行定价,那么无论是中国建筑还是光大证券,距离破发都将是遥远的

事,这一点从目前上市后表现最为出色的四川成渝身上就可见一斑。虽然在首日遭遇爆炒后一度大幅下跌,但其股价在 7 元附近已企稳,目前的价格相较发行定价仍有一倍的空间,而形成这一现象的主要原因就是四川成渝的发行定价较低。摊薄后的 2008 年市盈率是 20 倍。虽然不能就此认为四川成渝发行市盈率就是大盘股应有的水平,但毋庸置疑,只要发行价格合理,即便市场出现短期大幅下挫,新股破发也并不一定会变成十分普遍的现象。

把新股破发和融资功能丧失联系在一起,还是源于旧有的扩容即等于下跌的观念,误认为只有新股不败才能帮助市场恢复融资功能,而忽视了新股发行本身是应该合理定价的基本概念。回顾过去十余年的新股发行和其后的走势,不难发现那些凡是在市场狂热之时高价发行的个股尽管融资目的轻松达成,但其后带给投资者的更是累累伤痕,而那些在市场低迷之时发行,上市当日就逼近乃至跌破发行价的个股,相比之下更能为投资者带来长期收益,也更能体现出长期投资的价值。(作者系东航金融注册金融分析师)

■外论一瞥

《朝日新闻》9月4日社论 鸠山新政权财政之路荆棘密布

作为责任政党,民主党上台后的财政政策必须为未来负责。不仅要考虑修改财政支出上下工夫,还必须着眼大局,制定整体的改革计划,重新讨论消费税增税等课题。

首先,为了实现政权公约中的承诺,民主党必须着眼大局制定整体的改革计划。尽管鸠山之前一再表示将努力减少国债发行,然而下一年度预算如果继续维持目前的规模,届时发行大量国债无可回避。此外,建构长期的财政制度必须拥有持久的财源。仅仅依靠靠支出改革还远远不够,必须制定包含岁入即制在在内的财政结构改革计划。即将成为财政问题指挥机构的“国家战略局”等部门,必须研讨中长期财政重建目标。

《金融时报》9月3日文章 全球共识开始破裂

今年春天,最大经济体的领导者声称要挽救世界,现在他们还会再一次振臂而呼吗?领导人上次见面时,他们看到的是全球金融危机可能触发 20 世纪 30 年代式衰退的风险。但现在最大的风险已经过去。他们所关心的重点问题,已从全球视野转移到自己国家的利益上。

将于匹兹堡举行的国际性对话,将是关于如何管理自我支持增长的过渡期。其中,华盛顿和北京如何避免巨大经济不平衡的重现,也将是重要话题。紧接着的挑战来自渐近的联合国气候变化峰会。如果参加匹兹堡峰会的富裕国家和新兴国家不能勾画出一个关于共担减少碳排放量成本的解决办法,

短期内很难得以兑现,因此在具体落实时应当具备灵活性,必要时也可以考虑修改政权公约中所承诺的部分方针。例如,废除汽油税等暂定税率以及高速公路免费等政策均与应对全球变暖的相关对策相矛盾。这些政策的实施势必会为国际带来高额负担,这显然有悖民意。

最后,民主党不应回避讨论消费税问题。以目前的形势来看,摆脱经济危机后,以消费税率的提高为核心的增税措施已无法避免。提高高国民生活水平和提高消费税之间的矛盾等问题,是一个为子孙后代负责的政府所应承担的义务。

日本各政党如果执迷于选举竞争,而不考虑切实解决财政等实际问题的话,子孙后代势必会一直背负巨额债务。(梁宝卫 编译)

在哥本哈根的代表团就难以达成协议。

但现在缺乏灾难临近的紧迫感,国家政策和偏见将会重新彰显自己。典型的是在 G20 内部的争论,这些争论围绕气候变化、核利用和一系列其他议题比全球经济。这一局面激化了国际两组力量的紧张。一方面,诸如中国、印度力量正在创造一个更具竞争性、多极的系统。另一方面,更近的互相依赖剥夺了美国有效、独立行动的能力。结果在多极系统固有的离心力和相互依赖的向心力之间出现了竞争,但未来是竞争胜过合作,还是合作胜过竞争,仍充满悬念。

(作者:《金融时报》专栏作者非利普·斯蒂芬斯 贺艳燕 编译)

《经济学家》9月3日评论 地区贸易协定不能替代多哈协议

随着世贸组织多哈回合谈判的日益衰落,亚洲贸易国家开始行动起来,签订双边和地区自由贸易协定。2001 年亚洲仅有 49 个这样的协定,而现在达到了 167,且有继续增长之势。地区贸易协定并非多哈协议的替代品,作为一种趋势,它们意味着对全球繁荣所依赖的多边贸易协定体系的危险的侵蚀。

首先,双边协定在贸易上占用如此多的文书工作和政府机构,以至于许多国家很少利用这些条款。当双边协定对公司有吸引力时,通常是由错误的理由引起的。许多双边贸易协定为来自某个国家的一些公司提供优待,而这是以损害世界其他地方的所有企业作为代价的。

其次,越来越多的双边和区域贸易协定带来复杂性,每一个协定都有自己的规则和行政要求,导致优惠协定像意大利面一样让人匪夷所思,而不是像

多哈协定所承诺的那种可预测性。因此,总体来看,双边协定把政府从多边进程中转移出来,为政治家没能推进多边进程提供了一块遮羞布。一些双边主义的捍卫者承认这一点,但他们坚持一个视为绑定的观点——双边协定至少是可能的,而达成多哈回合谈判的机会似乎更渺茫了。基于这种比较,他们认为,这不是基于地区协定与全球协定之间,而是地区协定和根本没有协定之间。

不过,这种论调忽视了过去的教训。多边贸易体系的历史是由争吵、间断、失望、绝望以及突然的成功交织而成的。即使是现在,在对结束多哈回合的浓厚悲观主义情绪下,印度政府举行了贸易部长会议,希望重启谈判。如果真希望多哈回合谈判成功的话,双边主义者首先需要承认,他们的协定在湮灭多哈成功的机会。(张金翠 编译)



快来买彩票!谁中奖谁就业!

为帮助失业者,意大利蒂格罗斯公司旗下 59 家连锁超市推出工作彩票,中奖者将获得一份超市工作机会,月薪最高可达 1200 欧元(约合 1711 美元)。预计工作彩票将发出 70 万张,公司计划拿出 10 个工作机会。 漫画 刘道伟

■专栏·主持 沈飞昊

怎样算踏准了适度宽松的节拍



郭田勇

围绕着信贷增速问题,近期各方对货币政策方向的争论一直没有停歇过。

继 7 月信贷增量大幅回落至 3559 亿之后,综合各方信息,8 月新增信贷仍将处在低位徘徊,预计在 3000 亿左右。与上半年 737 亿相比,信贷增幅的巨大反差,被诸多市场人士解读为适度宽松的货币政策已发生转向,这也成为 8 月沪深股市出现大幅波动的一个重要原因。

事实上,由于上半年信贷增量达 737 亿,主流观点认为货币政策已不是适度宽松,而是过于宽松,甚至扩张;现在信贷增速的高低来衡量货币政策的松紧,这本身就是值得商榷的。或者说,关键点不是信贷增速的高低,而是它是否能够满足实体经济的需要。客观来看,今年上半年大规模的信贷投放,不但为宏观经济走出低谷奠定了良好的资金环境,同时在很大程度上打掉了通缩预期。回想一下,半年前,社会各界通缩预期愈来愈强,而眼下,尽管 CPI 仍为负值,但通缩预期却渐渐消退,这当然是得益于宏观经济政策的及时转变。

须知,在经济低谷时期,由于经济增长前景不明,市场风险水平高企,商业信贷严重萎缩,而商业银行出于防范风险的考虑,往往大幅压缩信贷规模,从而造成市场环境中的企业普遍面临着流动资金短缺、融资困难的窘境,这就不能不使企业在投资甚至正常资金支付方面更加趋于保守,从而造成市场经济活动日趋低

迷。如此恶性循环,最终导致通货紧缩的形成。因此,在通缩预期尚未形成之际,利用各种政策工具迅速扭转预期,就成了中央银行宏观调控的重中之重。通过对上半年政策的及时调整,我国宏观经济当中的通缩预期已在很大程度上得到扭转,经济领域也正在出现越来越多的回暖现象。从这个角度来看,我国央行适度宽松的货币政策已取得了阶段性的成效。

再说,上半年信贷增速偏高,也不能完全归因于货币政策的过火。因为,在经济复苏时期,货币供给呈现很强的内生性。换言之,地方政府项目的融资冲动,商业银行派生货币的能力,使得中央银行难以通过调控基础货币进而完全控制广义货币的增量。

同样,对于近期的银行信贷大幅回落,也不能简单理解为政策的急速转向,更无需因此而惊慌失措。首先,下半年政府投资项目的数量将明显少于上半年,由此引发的信贷需求自然会回落。其次,年初银行为了冲规模而推出的大量票据融资,目前正纷纷到期,这本身就会带来银行信贷增速的大幅回落,而银行将其置换为中长期贷款或流动资金贷款之后,不仅能维持合理的信贷增速,也会改善银行未来的经营业绩。最后,上半年大量信贷资金未流入实体经济,他受各方诟病,近期监管部门专门为此出台了固定资产、流动资金等方面贷款的一系列管理办法,以加强全流程的信贷监控,提高银行信贷对实体经济的“命中率”。这意味着相对较少的信贷投放,同样可以达到满足实体经济需要的效果。

可见,下半年的货币政策基本面不会发生根本变化,尽管信贷回落,但依然在适度宽松的范畴之内。因此,对于沪深股市的投资者来说,根本无需惊慌。因为在宏观基本面不发生改

的前提下,沪深股市未来将经历一个“以时间换空间”的过程,随着宏观经济不断向好以及上市公司业绩不断改善,前期由流动性和通胀预期支撑“非典型牛市”就有可能逐渐向以业绩支撑的真正牛市的转变。循此推断,房地产市场前期在通胀预期支持下的上涨行情将不具有可持续性,未来极有可能进入回落和调整期。

对于中国这样一个发展中的大国,保持一定的经济增长率是必要的,也是必须的。同时,由于当前经济向好之势并不稳固,因此未来需要继续坚持积极的财政政策和适度宽松的货币政策,政策退出为时尚早。与此同时,未来应在宏观政策取向不变的前提下,加大结构调整的力度,为此,央行、银监会等管理部门应积极引导信贷资金流入有利于结构调整的行业当中。如果将信贷资金更多地引导到提升经济增长质量和结构优化的行业当中,就能从根本上为经济的长期均衡增长奠定更加坚实的基础,同时也能在更大程度上保证银行信贷资金的安全和收益。而要做到这一点,不仅需要政府出台更加有利于高新技术产业、现代服务业以及中小企业发展的政策措施,同时也需要监管部门、商业银行和相关市场主体的共同努力。而从前来看,加强政策支持与监管部门的引导,无疑显得更加重要。

根据以上的推论,笔者认为,下半年的宏观经济政策思路很清晰:货币政策取向应在继续落实适度宽松的基调上,适当运用市场化手段,引导信贷增长,促使银行信贷在适度均衡增长的基础上投向与扩大内需、提升经济增长质量和结构优化相关的产业和行业当中,为我国经济实现长期、可持续发展奠定基础。(作者系中央财经大学中国银行业研究中心主任、教授)

美国联邦教育部捅了篓子



袁晓明

也许在许多国家,如果国家元首首先要专门对全国小学生发表讲话,鼓励孩子们好好学习、天天向上,小学生们会激动万分,孩子们的家长也会为孩子们高兴。但在美国却并非如此。

明天,美国总统奥巴马要对全美的小学生发表网上讲话。本来,那该是件好事,但许多家长对此却有极大意见,甚至表示说不出的愤怒。此外,美国联邦教育部向全美所有学区发了通知,期望各小学配合,组织小学生接受总统的“训话”,但许多学区居然给小学下达指示,不用非得组织小学生去听奥巴马的讲话。

更有意思的是,在我居住地附近三个学区有不同的做法,达拉斯学区把权力下放给老师,让老师决定是否要学生们听奥巴马讲话,而布兰诺学区则通知学校不要组织学生听总统的讲话,艾伦学区认为总统讲话与学校设置的自主学习课程有关,让该课的老师组织学生收听奥巴马的讲话,把总统的讲话作为社会学习的一部分。三个学区的不同做法,反映出学区的自主权,还反映出学区董事会看待此事的不同态度,因此学区的决定也受当地选民的影响。艾伦学区原定让学生在课内听

奥巴马的讲话,后来又改变了决定,不组织学生收看,而是在 9 月 9 日让学生收看录像,如果有家长不愿意孩子听奥巴马的讲话,可以给学校写纸条,学校可以给孩子安排其他活动。艾伦学区对收看总统讲话推迟一天,明显是为了给家长一个机会先了解奥巴马讲话内容,然后再作决定。可以想像得到的是,艾伦学区改变做法,与当地居民的反应有关,一定有许多的家长对艾伦学区最先的决定有看法,并且把意见送到了学区那里,学区就改变了最初的决定。

按照美国的教育体系,地方学区几乎是完全独立于联邦政府以及州政府,学区大部分开支都是由当地的地产税承担,学区被称为 ISD,“I”就是“独立”一词的第一个字母,学区在地方是极为重要的机构,当地的市长年薪 7 万美元,而学区一把手却能赚到 20 万美元。在早期的美国,联邦政府根本就没有教育部,至今许多美国选民仍然相信联邦政府不应有教育部,教育应是地方的事。此外,美国没有统一的小学教材,学校自身有权力决定使用什么教材。但这些年来,有趋势显示联邦与州一级的政府试图在教材的选择上影响学校。

事实上,作为总统给小学生讲话,奥巴马并非第一人,里根以及老布什都曾给小学生有过专门的讲话,这次奥巴马要给小学生讲话引发的争议,有其特殊背景。前几天,在下次奥巴马讲话通知

时,联邦教育部同时提供了一份学习大纲,教育部居然建议学生根据奥巴马的讲话给自己写一封信,向自己提问几个问题,其中包括奥巴马总统的讲话得到了什么激励,如何去帮助奥巴马总统,就是这个“如何帮助奥巴马总统”的问题成了引发争议的焦点。在上世纪六十年代,肯尼迪总统曾对年轻人说过一句名言:“不要问国家为你做什么,而要问自己为国家做什么。”当年,这句话激励了许多年轻人。如果那句话换成“不要问总统为你做什么,而要问自己为总统做什么”,那味道就全变了。总统的理念和政策并非能得到所有人的支持,也不代表所有人的利益,总统更多地是在执行自己的政治理念。联邦教育确实不应该借总统的名号和权威去影响未成年人的思想。

显而易见,教育部的这份学习大纲,教育部也不得不做改正,事后重新发了一个学习通知,删去了“如何能够帮助总统”的说法,但教育部那份学习大纲的负面影响已难以挽回。作为一位美国小学生的家长,我并非反对奥巴马鼓励小学生“好好学习,天天向上”,但即便奥巴马是美国总统,也无权从政治上影响小学生的思想,我的孩子正好在艾伦学区,我事先要先检查奥巴马的讲话,再决定是否让我的孩子去收看奥巴马的讲话。

(作者系资深管理咨询顾问,现居美国达拉斯市)