

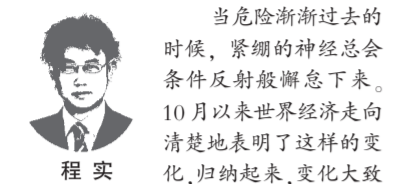
# Opinion · column

## Forum

### 上 证 论 坛

全球经济复苏超预期正相应衍生出一系列变化,而在传统规则陆续被颠覆后,市场充满疑窦,致使未来演化充满了不确定性。现在,各国宏观政策如何兼顾经济周期的“透支风险”、通胀在明年第一季度很可能会变成显性风险、全球经济的“结构风险”,并实现博弈环境日趋复杂背景下的全球政策协调,将是未来经济复苏路径最终确定的关键所在。

# 直面超预期复苏带来的三种新风险



程实

当危险渐渐过去的时候,紧绷的神经总会条件反射般懈怠下来。10月以来世界经济走向清楚地表明了这样的变化,归纳起来,变化大致有五种。第一种是经济复苏的力度超出之前的想象,IMF在10月最新的世界经济展望中普遍上调了大部分经济体的增长预期;美国第二季度经济增长率又向上修正;欧美楼市的“寻底”过程从量的恢复发展到价的回升,PMI指数、先行指数等一系列反映未来趋势走向的指标大范围走强;道指激情过万,黄金逼近每盎司1070美元。纵向看,经济增长的实际轨迹已连续高于预期轨迹,横向看,不仅美国经济的韧性超出预期,欧洲经济和日本经济的复苏也不像之前想象的那样要滞后很多。

复苏超预期相应衍生出另外两个变化:通货膨胀预期正在自我实现,CPI环比增幅由负转正体现了来自物价上涨的压力,更重要的是,资产价格的近期回升并未体现在这些“常规”数据之中,虽然目前看来,通缩阴影尚未彻底清除,但现实的通胀压力已经小荷初露尖尖角,过往的历史表明,略微的放纵都将放大后续的通胀治理成本。随之而来的变化是政策退出开始启动,以色列先行加息,G20中的澳大利亚随后加息,与澳大利亚类似的资源型国家则跃跃欲试,更重要的是,欧美的政策取向也日益鹰派特征,不仅伯南克和特里谢的言论显露出更高的通胀关注度,而且从货币政策会议记录和政策决议投票结果看,欧美政策层也已经有所松

动,内部博弈从清一色的支持宽松向宽松紧缩两种声音并存悄然发展。

如果仅有上述三种变化,那么复苏超预期可能一定程度上具有较大可信度。但遗憾的是,在复苏超预期的同时,另外两种新变化给未来留下了一个大大的问号:第四个变化是金融市场乱象纷呈,传统规则陆续被颠覆,市场充满疑窦。作为金融体系和实体经济各类矛盾的核心和连接点,美元汇率震荡下行,美元指数甚至开始挑战75点的标志性关口,与此同时,金价连续上行并不断创下新高,油价震荡上行却并未形成突破。种种异动之下,诸多理论性和经验性的市场相关规则被抛弃,汇率不再是经济基本面的货币倒影,美国经济复苏力度越强,美元汇率下行的深度反而越大,金价和美元从数量上突破了传统关系,美元贬值的幅度已不足以通过定价方式来解释金价的上涨幅度;黄金和“黑金”的价格走向也不同以往,大宗商品市场内部出现分化。尤其是,尚没有人能够从经济、金融全局角度,兼顾美元、黄金、石油、国债等等敏感指标,给出一个全局性的系统解释,这种主逻辑的缺失让未来演化充满了不确定性。

第五个变化是摩擦系数悄然加大,一方面,贸易保护主义有所抬头,G20匹兹堡峰会上的豪言壮语空洞无力,反倾销、反补贴案例在发达经济体内部、发达经济体和新兴经济体之间以及新兴经济体内部此起彼伏,报复和反报复的你来我往让大萧条“以邻为壑”的阴影悄然闪现,另一方面,金融摩擦也不断增加,美元贬值带来的外部效应,让诸多亚洲新

兴市场经济体不得不实行市场性的汇率干预,以保护自身汇率制度稳定和出口贸易增长;与此同时,全球格局的再平衡也不同程度的遭到阻击,资源类跨国并购的失败概率潜在加大。

透过这五层新变化,一个似是而非的问题油然而生:超预期的经济复苏是否意味着“扎诺维茨”经验法则的再度验证?根据“扎诺维茨”法则,一个深度衰退的后面往往跟随着一个力度较大的复苏周期。事实上,透过五大变化看未来,笔者更倾向于认为,超预期复苏营造的更像是一个“扎诺维茨”幻觉,即可能会带来短暂的喜悦,但总是会很快破灭,回归一个更尴尬的现实。

在笔者看来,新变化带来了三种新风险,其一为周期的“透支风险”,一个超常高速增长如果没有实质性、可持续性的力量支撑,将透支未来的增长动力,并将随后的经济运行轨迹拖出均衡线下。今年第三和第四季度超出预期的增长不仅源自难以持续的政策刺激,还源自市场从走出经济灾难中迸发出来的狂喜,超调因素的存在,意味着未来增速可能将回落以反映透支后的虚脱。IMF最新的研究显示,过往的金融危机会让产出水平在几年时间内低于危机前水平近10%,本次百年难遇的金融危机所造成的短中期伤害显然会更大。考虑到经济走势将围绕均衡水平上下起伏,现在的超预期复苏,很可能将引致明年第一季度一个意料之外的增速回落。

其二为通胀在明年第一季度,很可能将变成显性风险。从货币主义的角度看,前期超常货币政策的必然会产生滞后的价格影响,而弱势美元作为符合美国短期利益的战略也将重燃全球流动性过剩的花火;从实体经济周期角度看,由于金融危机对短期自然率产生了实质性冲击,投资增长在填补GDP缺口之余产生的通胀影响会相应更大,与此同时,劳动生产率的有效维持一直是本次危机有别于其他危机的重要特征,综合这两点,伴随着复苏进程的推进,真实通缩压力向通胀

压力的转变可能要快于预期。

其三是全球的“结构风险”。相比之下,各大经济体基本面的差距不断缩小,复苏时序变得愈加模糊,除了新兴市场率先复苏较为确定之外,美国、欧洲和日本复苏先后顺序充满不确定性。澳大利亚的加息,已经让我们看到了“搭便车”的痕迹,在享受全球性宽松政策环境的溢出影响之余,本国的适度紧缩可能将有利于实现长期增长与物价稳定的匹配。今年第四季度和明年第一季度,世界经济将迎来不同经济体经济周期大牙交错的时期,未来的摩擦风险可能将进一步放大。

因此,宏观政策如何兼顾这三大风险,实现“有进有退有协调”,即在有序退出超常政策的同时,跟进促使增长引擎转变的中期政策和结构调整的长期政策,并实现博弈环境日趋复杂背景下全球政策的协调,将是未来经济复苏路径最终确定的关键所在。

(作者系金融学博士,宏观经济分析师)

期待信贷结构更多向中小企业倾斜

◎姜山

央行周三下午公布的9月份信贷数据显示,宏观经济活动正在逐步加强,实体经济复苏的趋势更为稳固。当月人民币新增贷款达到5167亿元,较8月高出1000余亿元,信贷增量出现回升和结构上的变化。金融机构人民币贷款余额同比增长3.4%,环比增长1.6%,当月新增正常类人民币贷款8600余亿元,相较8月的6800余亿元有明显上升,由于票据贴现贷款的到期和银行以信贷取代票据贴现贷款,当月这一贷款的数额下降3516亿元。贷款结构上的变化,体现出投机性资金需求减弱和实体经济对于资金需求在增强,整体信贷状况向好的方面转变,合理的银行信贷规模也将继续为正常的宏观经济运行提供强有力的支持,避免因信贷投放的暴落引发到市场的预期,干扰未来经济的正常运行。市场此前对于新增贷款总量估计偏低,主要因素是月初报道的四大国有商业银行的贷款数量大幅下降,而依据最新数据,当月国有四大行的新增贷款仅增加1105亿元,占全部新增贷款的21%,相较前几个月大幅下降,股份制商业银行新增贷款下降速度更快,当月仅新增154亿元,市场份额由之前的17%下降至3%,相比之下,其他金融机构特别是城市商业银行和农信社的放贷力度加大,市场份额在当月突增至75.6%,这种结构上的巨大变化,是市场始料未及的。

从目前看,出现这种变化的主要因素可能包括以下几个方面:首先,由于四大行大量压缩票据融资规模,当月票据贷款到期后多数由中长期贷款替代,因此尽管四大行企业的新增贷款相较上月没有明显变化,但最终新增贷款数值却大幅下降,应当说,这体现出更多的积极信号。其次,股份制商业银行贷款大规模下降,很大程度上是受限于监管的要求,特别是部分资本充足率不达标的银行当月压缩贷款规模的力度加大,由于银行业按照新的监管要求补充资本金需要较长时间,这一下降趋势短期内难以得到改变。最后,其他金融机构的市场份额增长,主要来自于政府地方性的配套项目推动,由于这批金融机构上半年的放贷规模相对较小,下半年仍具有较为充沛的放贷能力,因此在国有大型商业银行和股份制银行向上半年项目储备不足的中小地方性金融机构转让信贷资产上有一定联系。

9月信贷数据的另一亮点,在于M2和M1数据上,当月M2余额为5854万亿元,同比增长29.31%;M1余额为2017万亿元,同比增长29.51%。M2增速目前已连续3个月维持在25%以上,是1995年以来的历史峰值,而M2和M1增速之差在本月出现负值,这是今年9月这两者增速之差达到历史峰值后的反转,也是去年5月以来首次出现的状况。鉴于M1增速更多体现出企业经营活跃,资金使用比较频繁,货币流动频率较高,这种增速的快速提升,显然有利于经济进一步企稳回升。不过,再仔细研判月末数据,或许是受长假影响,居民活期储蓄余额未激增也是导致9月M1较快增长的另一因素,因此,尚不能因为M1的快速增长就判定微观个体经济已充分活跃,经济复苏仍旧存在反复的可能。

不管怎样,9月信贷数据更多是朝有利于实体经济长期发展的角度在转变,这将会更有力促进企业和生产进一步复苏。如果未来的信贷结构调整能更好地向中小企业倾斜,在贷款的结构比例上能更趋于合理,那么即便新增贷款总量下降,整体经济活动也仍然会向好的方向继续发展。

(作者系东航金融注册金融分析师)



### 央企明目张胆非法排污

某央企下属的两家在河北省武安市的国有铁矿,在尾矿库尚未验收、更未取得安全生产许可证之际,非法排放尾矿浆,严重污染河滩农田,在当地造成十分恶劣影响。因为是企业,当地政府奈何不得,非常尴尬。

漫画 刘道伟

## “市场经济地位”:从个案中发现契机

◎马红漫

欧美对中国“市场经济地位”的一味否定态度,正在逐步松动。欧洲法院日前作出终审裁定,认定欧盟委员会在2007年4月的对中国反倾销案终审裁定中,拒绝给予中国广东一家企业市场经济待遇,并征收18.1%的反倾销税的做法属于违法。此次判决结果,让国内企业看到了在国际贸易中享受公平待遇的曙光。

所谓“市场经济地位”的认定,最早出现在美国(1930年贸易法)中,是当时西方国家在贸易倾销问题上对社会主义国家采取的歧视性做法。当前,即使是我国经历了30年的市场化改革,经济体制有了质的突破,但仍摆脱不了西方国家“非市场经济”歧视认定。1999年11月底,我国在入世谈判中为打破僵局,同意美国将来碰到反倾销个案时可以对视中国为非市场经济国家,而无须遭遇法律挑战,该条款在中国入世后15年内有效。由此,虽然我国出口贸易如火如荼,但却长期遭受不公平待遇。

根据西方国家的定义,当被调查商品的出口国被认定为“非市场经济”国家时,将引用与出口国经济水平大致相当的市场经济国家(即“替代国”)的成本数据来计算所谓的正常价值来确定倾销幅度,而不使用出口国的原始数据。这一披着“市场经济公平交易”外衣的规定,本身就隐藏着巨大的“不公平”,经济发展水平相当,并不意味着某种出

口商品生产成本相当。就以反倾销案来说,2006年2月,应三家欧盟成员国企业的申请,欧盟委员会立案调查中国反倾销案。次年4月作出终审裁定,拒绝认定广州新新日用制品有限公司市场经济地位,继而决定以美国作为计算该公司正常价值的替代国。世人皆知,中美之间经济发展水平存在着巨大差距,两者间的生产成本相差甚远,如果以美国标准计算反倾销,中国厂家的出口价格必然符合倾销的定义。这种由起诉方自编“罪状”证据的做法着实让人无法接受,中国厂家据此提出严正交涉,欧洲法院现在的终审结果,当为一个相对客观的评判。

中国此次在反倾销案中的胜诉,虽仅是个案,但足以令业界欣慰,也增强了国内贸易企业反倾销的信心。应该看到的是,随着我国经济影响力的日渐强大,中国“市场经济地位”被广泛认可仅是时间的问题,因为中国物美价廉的商品提升了发达国家福利水平,西方的一味抵制最终只能是“两败俱伤”。美国人萨拉曾在其《离开中国制造的一年》一书中,记录了全家人尝试在一年中没有“中国产品”的生活,4岁的孩子不得不拥有标价68美元昂贵的“意大利”鞋,厨房的抽油烟机坏了,却找不到工具修理……现实生活成本的高企与不便利让他们一家在一年后迫不及待地将“中国制造”重修旧好。而中国反倾销案本身也是一个良好例证。欧盟三家企业在最初提起诉讼时,均要求保密

名称,因为在欧盟成员国中,只有德国、意大利、瑞典、波兰、土耳其等国拥有反倾销工厂并有可能从诉讼中得利,其他国家的零售企业、零售企业工会及消费者利益都有可能因此而受损。由此可见,中国企业应对贸易争端的诉讼技巧对于胜诉影响非常巨大。

但从总体看,个案的胜诉并不能够扭转中国被“反倾销”的困境,我国应当尽早摆脱“入世15年”后“非市场经济地位”的贸易枷锁。这其中,让世界深入认识中国市场经济发展的现状有利于消除误解。同时,我国在面临具体的贸易争端时,也应充分利用欧美有关政策,培育企业应诉的能力与准备。

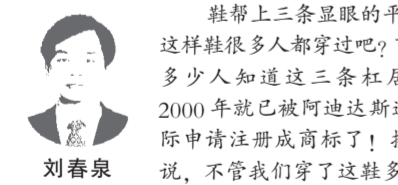
任何事物都具有两面性。西方国家对我国市场经济地位的质疑,也能从反面督促我们更好地完善市场经济改革。外方在提起反倾销诉讼时,往往拿“中国出口商的成本与价格受到政府的严重影响”来说事。虽然这样的指责在许多案例中均属于虚乌有,但客观而言,国内诸如中石油、中石化等一些大型国有企业享受财政巨额补贴和政策优惠的情形确实存在,民营经济屡遭政策“玻璃门”屏蔽的问题也时有发生。对此,决策部门也应当予以重点关注。此外,在货币兑换、资源要素流动等方面,我国也应当设法完善,以期能够更好地符合世贸组织的要求。这些领域市场体制改革的深化,将十分有助于我国应诉企业在个案审查中有力地提出市场经济地位的抗辩。

(作者系经济学博士)

## ■ 专栏·主持 沈飞翼

# “阿迪达斯的三条杠霸业”

——上市公司知识产权讨论系列之五



刘清泉

鞋帮上三条显眼的平行杠,这样鞋很多人都穿过吧?可是有多少人知道这三条杠居然在2000年就被阿迪达斯通过国际申请注册成商标了!换句话说,不管我们穿了这鞋多少年,自2000年起,谁再生产这样的鞋就涉嫌侵权行为了!笔者也是近日受邀就阿迪达斯诉上海某企业侵犯其商标专用权纠纷案进行点评时才了解的。

笔者当时第一反应是,没有任何艺术处理的三条杠缺乏显著性,不符合商标注册的条件。如果鞋帮上三条杠能注册成商标,那袖子上三条杠也注册成商标的话,我们是不是有朝一日可能连条纹的衣服都穿不成了?

惊讶之余,再上网搜索才知道,这三条杠的商标在欧洲注册也曾引起轩然大波,但反对的舆论归舆论,欧盟已有法院判决两条杠、四条杠都和这个三条杠的商标类似,非经阿迪达斯许可都不能用。也就是说,在鞋帮这个方寸之地,无论是其他厂商想设计两条杠、三条杠还是四条杠,都会涉嫌侵权!小小一双鞋,容纳商标和装饰设计的能有多少地方?位置最佳的鞋帮被这三条杠一注册,其他人即不得染指,这是多么精巧的法律“阳谋”!阿迪达斯不愧是跨国公司大佬,运用商标游戏规则的技巧可谓炉火纯青,难怪媒体称之为“阿迪达斯的三条杠霸业”!

中国现有世界最大的制鞋企业群体,境内外已上市和正在策划上市的不胜枚举,所有商标注册都是公开的,为什么这么多企业就没有人对阿迪达斯的商标在公开时就提出异议或者在之后请求宣告其无效呢?笔者到一些鞋类企业网站上去粗略看了看,相当多都有鞋帮两条

杠、三条杠或者类似设计的产品。如果严格按照商标法来说,商标相同或者类似的使用均可构成侵权。理论上说,只要阿迪达斯起诉,这些企业就很可能被判决侵权。

有细心的读者也许会问,既然2000年就公告注册,为什么阿迪达斯到今天才维权?这可不是偶然或者疏漏,内中大有讲究。除了驰名商标外,现行商标法对于可能涉及利害关系人提出异议的有五年期限规定,在五年之后,商标权利状态就相对来说比较稳定了,不容易被推翻。这是很多像阿迪达斯这样的商标注册人耐心“囤积肥猪”,等着五年期满了,侵权人也做大了,他们再来起诉维权的重要原因,这也是一种前瞻性地规避风险追求利益最大化的商标法律策略。

在知识产权界的大力呼吁下,现在媒体和企业对于专利领域一些诸如高通这样的跨国公司申请专利的“跑马圈地”有了一些初步的认识,虽然目前中国企业还远远没有改变核心专利、基础性专利基本上都牢牢掌控在跨国巨头手里的局面。所幸的是以华为、联想、中兴为代表的中国民营企业,虽然并没有拿到中国科研经费的多少支持,却已逐步开始在研发和专利申请数量上初露锋芒。

其实,专利固然是知识产权的最重要的一个方面,但是在知识产权的其他领域,一些像阿迪达斯这样的跨国公司的“跑马圈地”行为同样值得值得我们警惕!

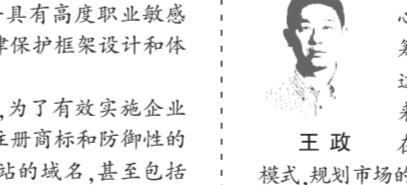
除了著作权依照通行的国际游戏规则大多数国家都是以产生即为权利的形成(软件需要注册,但也主要是保护版权提供证据,且登记也只是初步证据),不需要注册以外,其他的知识产权不仅要有企业自身的研发、设计等创造性劳动,

同时还需要精通知识产权并具有高度职业敏感度的律师去申请注册,完成法律保护框架设计和体系维护。

具体来说,在商标领域,为了有效实施企业的品牌战略,必须未雨绸缪注册商标和防御性的商标,以及相关的互联网网站的域名,甚至包括短信地址等其他一些最新的信息网络服务的权利标识,为企业的品牌设立法律屏障。这方面成功的例子与失败的例子都不胜枚举。在外观设计方面,企业生产经营的所有环节凡是涉及到的,都应该考虑申请外观设计。可口可乐公司就有板条箱、瓶盖这样的专利,生产、转运各个环节无一遗漏。

记得几年前媒体曾报道,第98届广交会期间,一个由专家、企业负责人组成的十人抗辩团,请求投诉站受理“马、牛、羊、鹿、狗、蛇”等外观设计专利侵权投诉时要谨慎,他们提出,“马、牛、羊、鹿、狗、蛇”等玩具产品牵涉到60多个展团上百个企业几十万员工的生存,如果不加分辨地保护这些“垃圾专利”,等于是鼓励相关行业的恶性竞争,最终将不利于整个经济的发展。这条新闻乍一看似乎挺有道理,却经不起深入思考。对外观设计有争议,专利法是有完整救济程序规定的,放着专利法规定的程序不走,几十个人到投诉站去抱怨一番就能解决问题了吗?如果真是这样,法律还有什么用?类似“抗辩团”或者“上书”这样的事情,虽然颇受媒体关注,却不该是法治社会的常态。保护知识产权,企业是第一责任人,应聘请专业律师或者培养专业法务人员,不能寄于领导关注、政府协调或者专家和律师们的公益呼吁,否则就是舍本逐末。(作者系北京市广盛律师事务所上海分所律师)

# 上海国际板的经济学



王政

在国务院确立了上海建设国际金融中心的目标之后,上海证券交易所正紧锣密鼓筹备国际板,创建国际性证券交易市场。在这个时候,从经济学角度寻找推动海外企业来国际板上市的积极因素,有目的地发掘潜在的上市公司,对于确定市场的监管和运作模式,规划市场的长期发展将大有裨益。

虽然经济学家尚未对解释企业在其所属辖区之外上市现象的原因取得一致,但对影响企业上市地点的主要因素已有了一定的了解。其中,市场所在地的监管体系,市场溢价水平和企业本身的一些经营特征等,都会影响企业对上市地点的选择。显然,如果这些因素的组合使企业通过海外上市获得的收益超过由此而产生的成本,企业就会选择收益与成本之差最大的市场上。顺着这条思路,我们基本上可以对哪些企业会上国际板有个大致了解了。

我国市场股票溢价水平普遍比欧美市场高,因而,同样的公司在国际板上所募集的资金会比在欧美市场多。但我监管市场对上市公司的审查较严,时间较长,上市过程不确定性较大,上市后国外公司也缺少相应的文化背景与监管部门沟通,造成直接或间接融资成本上升。因而,最能降低融资成本并把握住国际板溢价优势的,应该是在香港上市的中资公司、中资在海外的独资子公司或合资公司,以及对我国证券监管非常熟悉,并有广泛各界人脉的公司,而后者往往是港澳的公司。所以,李嘉诚的和记黄埔、中石化在苏沪的合资公司登陆国际板,以及红筹股回归国际板都在情理之中。

即使国外公司因监管成本太高而抵消了国际板的溢价收益,但如果上市可以带来其他收益,他们也会选择上国际板。这类收益中,最直接的是上市带来的广告效应。因而那些已在我国开展业务,或已把我到列为业务发展重点的公司应考虑国际板。这类公司中,最有可能的是已在欧美上市并建立了自己品牌知名度的公司。因为这种公司可以通过在欧美市场建立的品牌效应在国际板获取更

高的发行溢价,增加对监管成本的补偿。如果一个公司尚未在欧美市场上,则更要把在欧美市场上市放在优先地位,除非该公司的业务主要针对我国市场。如果要取得最佳的广告效应,这类公司提供的产品与服务应该有较广泛的用户群体。因而,银行金融业中零售业务为主的公司等,食品医药公司、家用电器公司,如汇丰、三星、辉瑞制药等等,都有可能选择登陆国际板,以扩大其在我国市场的占有率。

此外,一些来自欠发达国家和地区的优质公司也可能希望借助国际板融资。这类公司往往缺乏在欧美等市场的融资渠道,但他们或与美国有密切的政治经济合作关系,或因我们对这些国家和地区的了解胜于欧美金融机构,或因监管机构需平衡非拉各区域的上市公司数量而容易获准上市国际板。这类公司选择国际板,与我国一些公司早期选择赴海外上市的原因基本一样。他们只是想尽快寻求一条融资渠道,并不排除成功上市国际板后回归本土或转移至其他市场的可能。

争夺优质公司的竞争一直非常激烈,伦敦交易所为此创建了另类投资板,以方便国外公司上市,从而使伦敦近几年的上市公司总量超过了纽交所。纽交所则对国外公司放低要求以吸引上市公司。但世界交易所联盟的统计数据表明,香港、东京两地在吸引海外上市公司方面的进展远落后于纽约和伦敦。由于内地证券市场的不少做法借鉴了我国香港的经验,假如以香港地区的海外上市公司数量为参照,则上市所在争取海外上市公司方面还需大量工作。

当然,监管机构可以借鉴欧美两大交易所的做法,针对我国的具体情况,对国际板上市公司制订专门的审批和监管规则。但发达市场的机构投资者比重较大,降低上市门槛带来的额外风险可由机构的专业人员分析处理,而我国众多的个人投资者则难以对同一市场上的两类不同风险水平的公司做出评判。因此,这无形中增加了上市后的市场监管和投资者教育的难度。(作者系美国加州大学博士,现任国泰君安证券风险监控部总经理,2008年回国前任于美国摩根大通)