

# Opinion · column

Forum

上 证 论 坛

从美国将对华贸易争端推向新高峰的现实来看,美国的帝国思维根深蒂固,美国统治阶层不愿意让奥巴马以有求于人的姿势来到中国,而是希望尽可能维持对中国咄咄逼人的姿态。因此,要想建立更为平等互利的中美关系,走出“山姆施压—中国应对”的泥潭,我们就必须主动向他提出我们关心的政治、经贸和军事议题。尤其是切实落实遏制贸易保护主义势头蔓延的共识。

## 奥巴马来了,我们该提哪些经贸要求



梅新育

美国总统奥巴马就要开始他以总统身份的首次中国之行了。当今之世,中美关系和两国元首互访的重要性,早已无可争议,令人争议的是中美关系应当以何种方式磨合,“山姆施压—中国应对”的方式是否应当继续,能否真正改变。

“山姆施压—中国应对”的方式得以形成,既有客观的国力差距因素,也有主观原因。150多年来,中美双边关系一直是不平等的,美国综合国力遥遥领先于中国;随着双边经贸和政治、军事关系的深化,就总体而言,美国所求于中国者少,而中国有求于美国者多。即使是在美国有求于中国之际,如二战之中需要中国牵制日军,冷战时期需要中国牵制苏联,美国本土也从未面临直接的、生死攸关的威胁。由于双方实力确实存在差异,更由于我国社会盲目崇美之风盛行,中美之间的所谓“对话”,往往不过是美方对中方“训话”,美方所作所为不过是带着一张长长的要求清单递交给中方,而中方所做的不过是被动地讨价还价。然而,数十年来,依靠我国国民持之以恒的勤奋劳作,中美综合国力对比日复一日地向有利于中国的方向渐变,

时至今日,变化已不算少;缘起美国的全球性经济金融危机,更有可能推动中美关系发生剧变,因为这场危机不仅极大地削弱了美国的硬实力而相对提升了中国的硬实力,更极大地削弱了美国在某些中国人中一度“神话般的软性影响力”。

然而,“可能”并不能自然而然成为现实。经过这场危机,美国面临正常经济思维和帝国思维之间的选择,两者都承认美国软硬实力因危机而受损、中国软硬实力相对上升的现实,但前者因此而认为需要更慎重地处理对华关系,后者则因此更强烈地主张遏制、打击、削弱中国,以免中国成为其竞争对手。从美国危机后挑起对华贸易摩擦激增,特别是奥巴马访华前夕美方言而无信将对华贸易争端推向新高峰的现实来看,美国的帝国思维根深蒂固,尽管尚未过去的危机已使美国在对其本土生死攸关的问题上有所求于中国,但美国统治阶层不愿意让奥巴马以有求于人的姿势来到中国,而是希望尽可能维持对中国咄咄逼人的姿态,希望他表现得像债务人见到债主,而是相反。因此,要建立更为平等互利的中美关系,走出“山姆施压—中国应对”的泥潭,我们就必须主动向他提出我们关心的政治、经贸和军事议题。

由于中美两国都是大国,两国举动的影响必然溢出国际;更由于中国作为一个新兴大国需要向世界展示提出世界新格局构想并付诸实施的“世界治理能力”,我们希望奥巴马此次访华在经贸领域达成的共识,既包括单纯的双边问题,也包括区域和多边问题。

——切实落实遏制贸易保护主义,特别是美国贸易保护主义蔓延的共识。之所以如此,首先是因为美国经济和贸易规模居世界榜首,因此无论是奉行开放贸易还是奉行保护主义,其示范效应都是全世界最大。其次是因为美国的制度决定了这个国家具有强烈得多的内在的保护主义倾向,西方代议制民主政体本身就更易使贸易保护主义势力取得与其实际经济实力量不相称的政治能量,美国宪法将对外贸易政策决策权授予国会,使得美国主张贸易保护主义或贸易问题政治化的利益集团比在行政主导的国家更易左右国家贸易政策走向。第三,唯一超级大国的地位更刺激美国贸易保护主义道德风险恶

性膨胀。第四,奥巴马本来就是靠众多人的天真期望当选美国总统的,他上台后支持率直线下降实属理所当然,而随着连任运动的光环消失,随着他的政治支持流失到一定程度,他寻求贸易保护主义势力支持的内在冲动已在大大增强。无论是为了中国的国家利益还是为了国际社会的公益,我们都需要遏制奥巴马的此种道德风险,以免美国重蹈1930年代大萧条时期(斯穆特—霍利关税法)之覆辙而害人害己。

——保护中国直接投资在美国市场获得安全和公平的准入机会。此举对中国的意义不言而喻;对于美国而言,这是让中国贸易顺差回流的最好方式。奥巴马访华之前不是造势要向中国提出人民币汇率问题吗?那么美国人就必须明白,人民币升值带来的不仅仅有他们所期望的效应,也有他们很多人不甚喜欢的效应,包括刺激中国加快产业升级和对直接投资,中国投资者在美国市场的攻城略地都将明显加速。中美已在去年年底的战略经济对话中就谈判新

的投资保护协定达成共识,我希望他的来访能够加快推动此项工作。

——就反危机政策的协调和未来退出事宜达成共识。这是世界经济当前的大事,中美两大国在是负责还是不作为,这个议题本属老生常谈,但鉴于美

方而无信的前科累累,我们不得不一再、再而三地重复。

——停止美国在第三国对中国贸易和投资的干扰,给中国企业和东道国一个稳定、可预期的商业环境,也把美国企业的精力集中到提高自身效率和竞争力上。

——就推动世贸组织多哈回合及其重要议题进展达成共识。

——就推动国际货币体系改革取得进展。

面对这些问题,奥巴马先生,閣下的团队为您准备好答案了吗?

(作者系商务部国际贸易经济合作研究院副研究员)

## 相关风险因素化解后才可推行存量发行

◎ 姜山

中国证监会副主席姚刚日前表示,针对创业板首批挂牌企业普遍存在的资金“超募”现象,证监会今后将考虑借鉴国外存量发行的方式,即发行一部分新股,同时卖掉一部分老股,以解决这一问题。而上述说法引起市场广泛关注,在此前有国际板上市规则的多项方案的讨论中,存量发行也被认为是国际板上市企业较为合理的选项。

作为成熟市场通行的一种新股发行方式,存量发行多数公司在海外各种市场IPO时所采用。这种发行方式最大的好处是,可以使上市后的原始股东尽早分享公司运作上市后的成果,是对创业精神的鼓励,同时也有助于部分本身不缺乏资金,但希望通过上市完善公司治理结构的优质企业上市,使市场的上市资源能够更加丰富。在全流通时代,存量发行是发展方向,这一点毋庸置疑,从市场长远发展的角度看,推进存量发行有其现实意义。但要保证这种国际通行的发行方式最终在沪深股市取得实际成效,却必须依据我国的现实国情,在配套措施完善,充分考虑到相关的风险因素并妥善解决之后才能推

出,一旦在实际运行中发现问题,也需要及时修正,以尽可能避免好心却未必办成好事的尴尬。

事实上,类似的事与愿违的情况在A股的历史上并不少见。比如市场化定价发行,其初衷是为了减少一二级市场之间的价格鸿沟,减少“摇号族”的收益,使大部分的资金进入二级市场而非留在一级市场无风险套利。但从今年以来发行的实际情况看,发行价格和市盈率确实大幅抬高,但一二级市场间的价格鸿沟和无风险套利的收益,并没有因此而消失。近期上市的新股涨幅超过100%的屡见不鲜,由此造成的结果就是,二级市场的市盈率节节攀升,而一级市场的攀比式定价层出不穷,新股发行价格和市盈率越抬越高,从而为未来的市场走势埋下重大隐患。

存量发行首先涉及如何确定存量发售比例的问题,如果单纯为了解决超募而推行存量发行,那势必会根据最终定价后的实际募资情况和拟募资金之间的差额才能敲定增量和存量之间的相关比例,而这样做,存在着较大的技术性难题需要解决,比如原始股东之间如何分配可发行的存量股份数量,毕竟此后原始股东尚面临限售期的问题,

需要对首次出让数量达成相对一致的意见,而如果在发行前即确定相关的增量和存量之间的比例,则并

无助于解决超募现象。

其次,需要格外小心的是,存量发行可能会诱发更为严重的公司在上市前伪造业绩,以图高价发行的现象,同时也会进一步增加其高溢价进入二级市场的动力。由于存量发行能使原始股东在上市时完成套现,在A股市场高市盈率发行的现状下,哪怕发售10%的存量股,就可以完全收回其原始投资成本,故而对于一些经营存在较大不确定性的公司,其原始股东设法业绩造假的动力恐怕会显著增强,也会刺激其抬高初次发行价格,以谋取更多发售存量股的机会。对此,非要有相应的限制手段不可,以切实保障流通股股东的利益。一方面,这需要加强上市发行时的审核和相关的监管,另一方面,对于发现上市前造假的公司,仅仅处以退市作为处罚是远远不够的,必须追究其原始股东的连带责任,施以高额罚款以弥补其给投资者所造成的损失,同时,对相关涉案人员也需进一步追究其刑事责任,起到阻遏的作用。

(作者系东航金融注册金融分析师)

## 别光盯着信贷数据

◎ 陈波神

每逢央行发布经济数据,信贷数据总是备受关注。传统意义上,通常会把信贷投放等同于市场流动性,因此很容易把信贷数据作为市场的风向标。信贷投放激增,意味着市场资金面相对宽松,市场向好的概率就自然大一些。这一点可以从年初以来的信贷投放数据得到验证,仅上半年累计新增人民币贷款就高达7.37万亿元,对应的上证综指也较年初上涨了62.53%。

但事实上,信贷数据是担不起市场风向标这个重任的。

央行刚公布的10月信贷数据很能说明这一点。就在市场预期全年信贷投放将首次超越10万亿元之际,10月人民币贷款仅新增了2530亿元,不仅为年内以来的最低点,较9月也环比下降了2640亿元。市场对此一时难以理解,甚至将此看成货币政策即将转向的信号。毕竟外国经济体已经开始在考虑量化宽松货币政策的退出问题了,澳大利亚央行甚至连续两次加息累计达50个基点。

对此,我们究竟该如何理解呢?首先,不能忽视季节性因素。统计数据显示,每季度首月的贷款投放通常偏低。比如,三季度首月信贷投放3560亿元,为季度内最小值,二季度首月人民币贷款也仅新增5920亿元,同样低于8、9月的增量。10月为四季度首月,新增贷款低于预期自然不奇怪。当我们在分析9月进出数据超预期的时候,就发现了9月因为中秋假期的原因,较去年同期多了两个工作日。因此之中,在审视10月信贷数据之时,还不能忽略“十一”长假的因素。

其次,信贷数据不应只看数量而忽视结构。分部门情况看,居民人民币贷款增加了1576亿元,非金融性公司及其他部门贷款增加954亿元。表面来看,信贷投放流入企业的并不多,大部分为居民户增加的贷款。这一点比较容易理解,10月楼市、车市异常火爆,于是居民户短期贷款增加190亿元;中长期贷款增加1386亿元。企业新增的954亿元贷款中,剔除掉票据融资减少的2039亿元,实际中长期贷款增加2725亿元,两者合计新增中长期贷款约4110亿元,对实体经济的支持力度显然并未减弱。

最后,M1与M2剪刀差的继续扩大,也不能简单理解为资金活化趋势的延续。10月末狭义货币供应量(M1)余额为20.75万亿元,同比增长32.03%,实际较上月末增加了5800亿元,不仅为近年来之最,而且考虑到非金融性公司及其他部门贷款仅增加954亿元,M1的高增长显然是直接来源于贷款投放,比较合理的解释,是企业效益得到了显著改善,这也可以从统计局数据中得到验证。10月,规模以上工业增加值同比增长16.1%,环比增长0.8%,这应该对M1的高增长构成了有效支撑。而10月M2仅增加800亿元,比M1的增量少很多,主要原因就在于居民户存款减少2500亿元。存款的搬家很显然是冲着打新股,或者直接转化为证券账户保证金余额。

不能把信贷数据作为市场风向标,还有一个重要原因,那就是就反映市场流动性的资金面指标,除了贷款外,还应该包括外汇占款。在上轮景气周期中,虽然央行不断通过加息或者上调存款准备金率回收流动性,但外汇占款却因人民币升值预期大幅增加,即便央行对商业银行信贷实行窗口指导,流动性仍然支撑了A股上涨至6124点的高位。目前,人民币因长期盯住美元,积累了大量的升值动能,一旦按照市场预期释放,那么必将带来超越信贷投放的市场流动性注入。因此,即便是10月2530亿元的信贷投放,也足以支撑市场的向好。

(作者系中国银行私人银行(深圳)投资顾问)



### 请问,您与明星同名吗?

徐帆、邓婕两位影视界明星持股浙江东方的传言刚刚平息,股吧里又贴出了求租“张艺谋”、“章子怡”等明星同名账户的帖子,年租金开价5万元。律师提醒投资者,出借账户给别人使用为法规所禁止,千万警惕!

漫画 刘道伟

■ 专栏·主持 沈飞翼

## 美国经济周期“三弧相切”的寓意



程实

危机已经过去,但世人对美国走向的分歧却并没有消失,10月底至11月初一系列强弱分化极其明显的数字,更是让局势变得愈发扑朔迷离起来;3.5%的第三季度增长数据大幅超预期;9月负0.5%的个人支出增幅则犹如棒喝,降至50点的PMI指数更是雪上加霜;攀升的ISM制造业指数和现房销量又再次让人看到了复苏的星光;10.2%的失业数据又让人心存忧虑;消费者信心的持续走强再次点燃了增长引擎强劲复苏的火光。点点滴滴,此间市场情绪的跌宕起伏一言难尽。笔者以为,既不能把超预期反弹视作美国梦的重启,也不能把随后的自然回落视作美国时代的终结,辩证看美国经济,一个新鲜的视角就是从金融危机对美国经济周期的深远影响切入。

那么,美国经济现在处于短、中、长周期的哪个阶段呢?

笔者先根据二阶段划分法来判定,截至今年10月,金融危机引发的本次经济收缩已持续了22个月,不仅超过了1973年至1975年、1981年至1982年两次收缩阶段最高的16个月,更大幅超过了大萧条以来近80年平均的12.9个月。因此,从美国经济收缩阶段持续时间的角度分析,本次金融危机已成为大萧条以来最严重的危机。更进一步,在1854年至2009年这155年中的33个经济周期中,仅有6个收缩阶段的持续时间不小于24个月,除了最近的第33次周期,其余5次均出现在大萧条之前及期间,由此可见,本次金融危机甚至让美国经济出现通常在“萌芽时期”才显现出的不稳定性。

笔者再试着用四阶段划分法来判定美国经济所处的中周期,采用HP滤波法处理美国

季度实际GDP同比增长率。选择样本区间为1947年第二季度至2009年第二季度,总计249个数据样本。结果显示,美国在249个季度中经历了6个周期,2002年进入第六个经济周期,即便考虑到末端数据可能异常的特殊情况,经历了非常短的扩张阶段和一段时期的回落阶段后,2007年第四季度的趋势项已降至0.24的绝对低位,表明金融危机已将美国经济完全拖入经济周期收缩阶段中的衰退阶段。去年第四季度起,趋势项的恶化已跌至前所未有的负1以下。

最后,笔者用年度数据来处理来判定美国经济所处长周期的情况。为避免异常数据的干扰,选择的样本区间为1947年至2008年。HP滤波处理后的结果显示,美国在62年中经历了2个周期,自1980年开始进入第二个经济周期,即便考虑到末端数据可能异常的特殊情况,2007年趋势项已经降至2以下,表明金融危机已将美国经济完全拖入样本区内最深的衰退阶段。

在周期划分过程中,笔者发现了一个很有意思,可能也很有意义的地方:金融危机改变了美国经济周期的演化特征。二战以来,美国经济周期演化呈现出“稳定性增强”的核心特征。曾经担任美国总统经济顾问和美国联储主席的伯恩斯(Arthur F.Burns,1960)较早发现了这一特征并对此进行了开创性的解释。20世纪末至21世纪初,美国学术界的一系列研究进一步验证了这一特征。笔者利用计量方法对较长时期序列上的美国周期稳定性进行了测算,并将其与本次危机造成的冲击进行比较。结果表明,本次金融危机改变了美国经济周期演化的核心特征,2007年开始的最近一次衰退打破了周期“稳定性增强”的趋势规律。

笔者利用1949年至2009年的季度数据测算了不同区间美国实际GDP季环比增长年

率、同比增长率与实际投资季环比增长率的波动性。结果表明,美国经济波动性持续降低的趋势在最近一次衰退中发生了明显转变;近60年来,美国实际GDP季环比增长年率的标准差为4.11%,近50年、近40年、近30年和近20年的标准差分别为3.59%、3.54%、3.1%和2.59%,波动性逐次下降,而2007年第四季度本次危机爆发以来,该指标标准差上升至3.01%。实际GDP同比增长率与实际投资增长率的演化趋势也是一样。

综合历史实证研究的结果,金融危机对美国实体经济运行产生了深远影响,美国经济已经处于1854年以来第33个短周期的收缩阶段、1947年以来第6个中周期和第2个长周期的衰退阶段,三条周期弧线出现“相切”现象。与此同时,本次金融危机改变了美国经济周期“稳定性增强”的长期演化特征,使其处于一个波动明显、深度较大和持续时间相对较长的收缩阶段。综合分析,笔者认为,金融危机可能将导致美国在检验并跨越最新经济低谷之后,同时进入一个新的短周期、中周期和长周期。也就是说,金融危机对美国实体经济的影响并不局限于短期,美国中长期经济增长的周期也可能同时发生了改变。结合结构变化和经济周期,笔者以为,由于消费引擎的均衡回归、经济增长模式的转型和行业结构的调整需要较长时间,且在全球博弈日趋激烈的背景下,贸易引擎的作用提升具有较大不确定性,美国经济短周期中的复苏将具有力度较弱和波动较大的特征,甚至可能出现超预期反弹后的“二次回落”。而由于透支式增长有望回归均衡、消费和贸易引擎协力促进增长、微观行业的国际竞争力有望提升,美国中长期周期中的复苏可能将更趋稳健和强劲,这也是在经济全球化背景下,美国经济有望继续引领发达市场乃至全球经济增长的根本原因。

(金融学博士,宏观经济分析师)

## APEC首脑在新加坡谈什么



王勇

分析人士普遍认为,明天开幕的APEC第十七次领导人非正式会议将主要讨论经济复苏、多哈回合谈判重启、地区经济整合等议题。而上述一系列问题实际上可以整合为一个问题,即全球经济复苏与增长。

目前,在以中国为首的亚洲经济体的带动下,世界经济已步入全面复苏的轨道,其主要标志是,几乎所有国家的采购经理人指数(PMI)均已突破预示经济扩张的50点临界线,各国政府3万多亿美元的经济刺激计划已开始奏效,并将在今后几个月产生最大效果。不过,喜中忧的是,经济复苏主要是靠公共投资推动,而全球经济真正复苏的标志,除了上述条件出现起色之外,还应该有失业率明显下降、全球经济实现了再平衡以及原有的经济增长模式发生改变,出现了新的主导产业或者大规模的技术革命,比如新能源、生物工程等等。但现在还没有看到这样的趋势。正像美国财长盖特纳所说,美国经济距离真正的复苏仍有很长一段路。欧洲也是如此,11月9日,欧洲央行行长特里谢在巴塞罗那召开的国际清算银行经济会议上表示,欧元区就业形势将会继续恶化,明年失业率将达10.7%,而2011年的失业率将继续上升至10.9%。

危机的产生,根本原因是全球失衡,而危机本身应该作为经济失衡后的剧烈调整。在美国债务消费积累的“债务”获得显著减少之前,我们还不能说全球经济出现了再平衡。而在全球经济再平衡之前,我们也不能说经济出现了完全复苏。所以,在笔者看来,这次APEC领导人非正式会议应着力推动全球经济复苏与增长作为会议的主要议题,并且围绕这个主要议题作如下努力:

首先,合理有效解决经济发展中的不平衡性问题。一年来,各国政府和央行前所未有的干预,避免了世界经济出现更严重的衰退或者萧条。在危机后的复苏之路上,各国最应该关注的还是如何真正实现可持续增长,当前关键要解决经济发展中的不平衡性问题。但是,从当前情况来看,美国对华贸易摩擦战火,其意图清晰地表现在由其

推动的“可持续及均衡增长的框架”协议中。美国政府认为,全球经济的失衡与危机的发生有一定的因果关系,这种不平衡必须打破,而美国将不惜采用贸易保护主义的手段来表达这种再平衡的政治决心。实际上,全球经济的失衡充其量只是这次危机的外因,而美国经济增长中的问题、其金融体系中的系统性风险和监管的滞后才是危机形成的内因,所以,希望美国能够正视自身存在的问题,旗帜鲜明地反对贸易保护主义。

其次,期待将能降低技术和绿色经济作为全球新的经济增长点。可以说,现在是实施“绿色救助计划”的时候了。经济危机提供了历史性机会,那就是将泡沫经济和过度消费转向一个可持续发展的道路上来。从全球来看,美国奥巴马政府上台之后,提出的绿色经济复兴计划,宣告了美国能源战略转型的开始,由高耗能的传统能源战略向环保、节能的新型绿色经济转变。华盛顿已经陆续出台了高效能、可更新能源、控制废气排放等多个计划,并希望以此为契机启动新一轮的经济增长。因此,眼下全球的经济、社会发展模式正面临着巨大的改变机遇,开发新的绿色技术,进行绿色生产过程,建立绿色商业和社会发展的模式决定了经济未来的未来。世人当然期待着这次APEC领导人非正式会议能促使将低碳技术和绿色经济作为全球新的经济增长点的进程。

再次,积极推动多哈回合谈判重启。多哈回合贸易谈判是世贸组织成员之间的多边贸易谈判,但真正谈判主角是美国、欧盟以及由发展中国家组成的“20国协调组”。8年来,多哈回合贸易谈判可谓一波三折,一再节外生枝,仅在2008年就遭受两次重创。在9月3日于印度首都新德里举行的世界贸易组织小型部长级会议上,与会各方一致同意应在2010年结束以发展为核心的多哈回合谈判,并确定各谈判方的谈判代表和官员于今年9月14日开始在日内瓦召开会议,拟定此后谈判的程序及行动议程。如此看来,世人合理对APEC会议能支持多哈回合谈判顺利重启,并在锁定现有成果基础上早日取得全面、平衡的成果寄予厚望。

(作者系中国人民银行郑州培训学院教授,经济学博士)