

Opinion · column

Forum

上证论坛

未来一两年将是美国国内贸易保护主义的高发期,中美贸易前景将更加坎坷曲折。针对美国政府开出的政策清单,中国政府自然要礼尚往来。对节能减排,中美都有动力,但要求将中国与发达国家一视同仁、履行相同标准的量化减排责任,显然不合理,甚至可能损害中国经济的持续增长。因此,无论是与美国的双边摊派还是在国际多边舞台上,中国都会据理力争。

在汇率与气候问题上很难形成重大共识

——奥巴马访华两大看点



张明

美国总统奥巴马从昨天开始的首次中国之旅,是他此次东亚之行的重中之重。预计中美政府会谈最吸引眼球的两大看点,莫过于人民币汇率与气候变化问题。虽然各方对奥巴马此行期许甚高,但笔者认为,双方形成重大共识的可能性并不大。

人民币汇率问题与贸易保护主义以及全球气候问题紧密交织在一起。从今年第二季度开始的美国贸易逆差反弹,能否持续还存在较大不确定性。在私人部门消费和投资尚未反弹之际,华盛顿迫切需要改善净出口(降低贸易逆差)来推动经济增长。这就不难理解,为什么从第三季度起,奥巴马政府相继对中国出口的轮胎、铜板纸与无缝钢管采取贸易制裁措

施或者启动反倾销调查。预计未来一两年将是美国国内贸易保护主义的高发期,中美贸易前景将更加坎坷曲折。

对中国具体的出口产品实施贸易制裁,自然不如要求人民币大幅升值那样事半功倍。因此,与贸易保护主义勃兴交织在一起的,是美国要求人民币升值的压力卷土重来。尽管美国财政部在最近一期报告中仍未将中国列为“汇率操纵国”,但奥巴马总统明确表示,将在北京与中国政府讨论人民币汇率。

白宫的逻辑是,由于中国政府通过持续干预外汇市场使得人民币对美元长期低估,形成中国出口商品在美国市场上不正当的竞争优势,使美国贸易逆差不断扩大,这一方面加剧了全球贸易失衡,另一方面中国外汇储备的累积也加剧了全球流动性过剩,从而间接造成了美国的房地产泡

沫。因此美国政府会敦促中国政府采取两方面的措施:第一,降低对外汇市场的干预,让人民币对美元汇率显著升值;第二,刺激国内居民消费,降低储蓄率,从而降低经常账户顺差。

对于美国政府的指责,中国政府将给予针锋相对的回应:首先,人民币升值未必能够改善美国的贸易逆差。从根本上而言,美国经常账户逆差是由美国居民过度消费所致,以目前的状况,人民币升值无非是把中美贸易逆差部分转变为美国对其他发展中国家(例如墨西哥、印度或越南)的贸易逆差;其次,中国贸易顺差与美国贸易逆差在很大程度上是由目前的全球分工格局所致。中国的贸易顺差一半以上是由“两头在外”的加工贸易形成,而且中国加工贸易行业占主导地位的是外资企业;再次,中美贸易逆差在一定程度上也是华盛顿限制对华出口高技术产品所致。

针对美国政府开出的政策清单,中国政府自然要礼尚往来。其一,中国目前依然是美国政府的最大国际债权人。而目前中国的美元资产面临美国国债贬值与美元贬值的三重风险。中国政府会敦促美国政府采取更负责任的财政与美元汇率政策,以保护中国作为债权人的利益不受损害。这是中国政府可以用来与美国政府要求人民币升值来讨价还价的。其二,敦促美国政府进一步放开中国企业在美国的股权投资,因为这有助于降低中国的国际收支顺差,降低外汇储备;其三,会要求美国政府取消各种贸易保护主义措施,并承诺反对各种形式的贸易与投资保护主义。

在本次奥巴马访华的另一场重头戏——气候变化问题上,中美既有共同利益也有重大分歧。一方面,中美可能在全球范围内被视为两个在气候变化领域的“落后国家”。尽管这两国是全

股市总市值与GDP没有可比性

◎田立

如果向关心中国经济的人发一份问卷,问一问今年中国经济最让他们感到惊讶的事情有哪些,我估计最有可能的答案有两个:一是宏观经济的稳定复苏,尤其是GDP年初一片悲观,如今相当多的机构和学者对于全年GDP数据预期则已今非昔比的乐观;二是沪深股市反转,尽管怀疑的声音从未间断,但无论如何都承认今年的行情是典型的牛市了。

有趣的是,如果询问对宏观经济向好的看法,相信没有多少人怀疑,但如果问及对当下牛市的看法,就有很多人坚信股市发疯了。理由主要有两点:一是市盈率,一些人认为上市公司市盈率普遍偏高是股市泡沫的最好证明。对于这种观点,自上半年以来我已多次批判过;二是市值与GDP之比,有人提出沪深股市的市值已超过20万亿,而我国GDP总量不过30万亿,这样的比例说明股市就是个泡沫。

尽管这第二种观点甚至比起第一种观点还要缺乏说服力得多,但却更容易迷惑公众,因而就更有必要澄清一下了。

先得搞清楚一个基本概念:股市的市值到底反映的是什么?是实体经济的历史数据,抑或是当前数据?都不是,股市市值应该是市场对于实体经济未来预期水平的反映,也就是说,市值与实体经济的过去和现在没有直接关系,如果说有一点联系的话,那也已反映在当前的市值中了。因此,用GDP的历史数据和股市的当前市值做比较,没有意义。

但仍有人坚信,即便股市反映的是市场对未来的预期,但股市市值增长快于实体经济也是不合理的。有人甚至为此做了一道算术题:过去50年,全世界资产价格增长速度每年高出名义GDP1.3%,照这个速度算,50年资产价格刚好超出名义GDP价值100%,或者说,资产价格刚好高出理论价值一倍。由此得出结论:不要说中国,就是把全世界都考虑进去,当前的虚拟经济也是个严重的泡沫!

姑且假设上述计算的数据和结果都正确,但结论却是荒唐的,原因仍在于得出这个结论的人根本没有弄清股市价值的实质是什么。股市的价值是投资者交易的结果,是一个资本化的过程,因此我们没有理由要求资本化的结果——市值——一定要与实体经济相等,即使虚拟市值超过实体经济也是正常的。

为了说明问题,不妨先研究的对象从宏观拉回到微观,看看一个企业的市值是如何确定的。根据资产定价理论,一个企业的市值应该是其未来单位时间内预期收益与相应资本化率的比值。也就是说,企业市值除了取决于未来预期收益外,还要取决于它的资本化率。比如一个企业未来预期收益是每年1000元,资本化率是10%,那它当前的市值就是10000元。而两个企业,即便预期收益相等了,当前市值也不一定相同,比如另有一家企业预期收益也是1000元,但资本化率是20%,那它当前的市值也就只有5000元了。那么,又是什么决定了资本化率呢?

决定因素有很多,比如企业未来可能面临的不确定性,以及对这些不确定性的能力等,而资本化率恰恰是市场对这些错综复杂因素的综合反映,或者说隐含在市场对企业市值当前的定价中。企业应对不确定性的能力越强,市场“给出”的资本化率就越低,企业的市值就越大,反之亦反之。

再把问题拉回到宏观经济领域,尽管微观原理不一定可以直接用于宏观问题,而且宏观经济也不可以交易,但是从价值形成的本质来说,运用上述方法说明虚拟价值与实体价值的关系——在本质上——应该是一致的。如果我们把股市市值看作是市场对宏观经济的一个定价过程的话,那么任何一个经济体客观上是否存在一个资本化率的(尽管在实践中很难准确描述这个资本化率),当市场认为整个经济体应对不确定性的能力是比较强的时候,就会给出一个相对较低的资本化率,此时股市市值就会上升;而如果相反的话,资本化率就会升高,股市市值就会下降。在这个过程中,股市市值的增长率与GDP当前的增长率没有直接关系,而只与市场预期经济应对不确定性的能力有关。所以说,拿股市增长率与GDP增长率比较来说明股市泡沫是不具有科学性的。(其实这也解释了为什么过去30年我国GDP以两位数增长,而股市却是牛短熊长)。

既然股市市值增长率与GDP增长率之间不具有可比性,因而,依据所谓“资产价格增长率每年高出名义GDP1.3%”,就得出“50年后资产价格高出理论价值一倍”的结论,也就不具有什么科学价值了。实际上,这仍然是一个如何正确看待市场能力的问题,或者说,是如何摆正自我与市场位置的问题。试想,如果资产价格增长率与名义GDP增长率之间确有相关性,且资产价格始终高于所谓的理论价值的话,那么整整50年,市场会发现不了?如果市场的“傻”到这个份上的话,市场经济还会存在吗?

还是让“活跃”的思维回归到科学和理性上来吧。
(作者系哈尔滨商业大学金融学院金融工程研究所所长)

不宜过度关注中美贸易争端



梅新育

由于美国是与中国经济摩擦最多、最激烈的国家;由于美方近日密集推出对华经贸争端措施,而且再次高调提出人民币汇率问题;由于中国是全世界外贸依存度最高的大国,由于此起彼伏的贸易争端虽然直接影响的贸易份额并不算大,却不成比例地放大了中国出口商和投资者的不确定性;由于美国是对全球贸易和贸易规则影响最大的国家,其举措具有无可比拟的示范效应,所以,在奥巴马首次访华时,经贸争端议题理所当然地吸引了众多国人的注意力。相信中方也必定会在此次国际活动中就贸易争端议题着力向美方交涉。

青红皂白地一律封杀中国商品进口了。即使不考虑转口,按中方统计的对美出口额,在2008年也已达到了2523亿美元,今年前9个月为1573亿美元;在某些商品市场上,“中国制造”所占份额高达百分之八九十。由此,美方在某一、两种商品上对“中国制造”发难是可行的,要对中国商品大面积发难,甚至全面封杀,结果只能让美国人的日常生活陷入混乱,令主张限制中国商品者声誉扫地,随后便不得不以更大力度向“中国制造”开放。

前几年,纽约州民主党参议员查尔斯·舒默和南卡罗来纳州共和党参议员林赛·格雷厄姆牵头发起的《舒默-格雷厄姆修正案》就威胁中国,如果不提高人民币汇率,就对中国出口至美国的所有商品一律加征27.5%的关税。这个被视为“核武器”级的保护主义议案受到广泛关注,某些保护主义者一度以为卡住了中国的脖子而得意洋洋。但也正因为上述风险,虽然舒默和格雷厄姆等人从2003年9月就开始兜售这份议案,并于2005年4月在参议院的程序投票中以67:33的压倒性优势外通过而成为可以付诸表决的正式议案。但在随后几年里,此案一次又一次推迟表决,最终未之高阁。这当然不仅是因为当时美国政府行政部门和商界普遍呼吁推迟或取消该议案,更不是因为中国邀请这几位牵头的议员老眷到中国走了一圈,更重要的是这几位议员也明白,该议案假如真的通过并付诸实施,那么实施之日多半也就是他们自身政治生命走向终结之时。

在更长跨度的时间看,中国经济增长快于其他所有主要经济体的现实,已经并将继续引起国际经济利益分配格局调整,而这样的分配格局调整必然伴生国际经贸争端。因此,只要中国不打算采用昔日西方帝国主义列强的手段,国际贸易保护主义的骚扰恐怕将伴随我们“和平崛起”的全程。我们不应不切实际地追求不受这种骚扰的目标,并为此付出不应付出的代价。我们所需要的应当是,引导各方将注意力集中于对方有求于我们的方面;至于我们有求于对方的方面,则以合适的方式让对方充分意识到我们的实力和维持自身权益的意志,并明确对方批评工具效力的有限性。

(作者系商务部国际贸易经济合作研究院副研究员)

全球温室气体的最大排放国,但以发展中国家的身份拒绝承担量化减排责任,而美国则是迄今为止唯一一个没有加入《京都议定书》的发达国家。在节能减排技术上,中国固然显著落后于美国,而美国又显著落后于欧元区国家。欧元区国家在全球节能减排的问题上现在占据了主导地位,在使得中美似有同处一条战壕内的意思。但另一方面,美国自然希望敦促中国按照发达国家的标准承担应有的量化减排指标,而中国政府也会指责美国作为全球减排发达国家没有履行在节能减排方面的公共责任。

更为有趣的是,9月,胡锦涛主席在联合国气候峰会上代表中国提出了包括争取到2020年单位国内生产总值二氧化碳排放比2005年有显著下降等四项节能减排承诺,受到了国际社会的广泛好评,并转变为对美国在气候变化领域行动迟缓的压力。有些欧盟官员甚至开始批评美国在节能减排的进展显著落后于中国。

无疑,中美都有进一步推动节能减排的动力。但要求将中国与发达国家一视同仁,履行相同标准的量化减排责任,显然不合理,甚至可能损害中国经济的持续增长。因此,无论是与美国的双边摊派还是在国际多边舞台上,中国都会据理力争。而美国的问题则主要来自参众两院的压力。一方面,美国国会更多从美国国内利益出发考虑问题,加入京都议定书自然会对美国之前的粗放性能耗模式产生显著冲击;另一方面,美国国会也指出,如果以中国为代表的新兴市场大国不给出实质性承诺,美国方面签署协议解决全球气候变化问题也没有实质性意义。这无疑将给年底哥本哈根会议带来新的不确定性。

(作者为中国社科院世经所国际金融危机室副主任)

谨防要素价格上涨抑制了经济复苏

◎张志鹏

在经济迈向复苏,CPI处于低位的背景下,油价、电价和水价顺势而行,已经或者正在酝酿上调方案。

人人都要消费,最终只能通过压缩其他消费需求来获取,这意味着减少一些非生活必需品的支出。

其次,加速形成涨价预期,或许埋下了连锁式通货膨胀的隐患。虽然相关部门的人员一再声明,水、电、油价的上涨不会引起通货膨胀,其理由是为发改委将严格控制成品油调价连锁反应,保持市场物价基本稳定。然而,历史经验证明,控制价格连锁反应的效果,往往难如人意。且不说其他产品可以采取降低质量、增加附加费用等变相涨价方法来回避管制,即使价格管制非常有效,当相关产品无法消化要素成本上涨所导致的费用问题时,总可以采取减少供给的对策。在市场供小于求的情况下,价格还是会借助黑市或“关系户”的方式上涨。更让人忧心的是,油、水、电价格上涨,已向公众披露了一个信号,使理性的人们作出新一轮涨价的预期。单纯的物价上涨不等于通货膨胀,但如果形成了通胀预期,则会加速这一进程。

在这一系列的涨价过程中,将要为此买单的公众在定价上几乎没有发言权。笔者暂不评价定价机制的合理与否,讨论听证会的效果如何,仅简要地分析一下油、水、电价上涨所持有的预期目标,并推测一下涨价后可能的连锁反应。

油、水、电价的上涨理由集中在两个方面,一是为了消除企业亏损,二是为了合理引导社会消费,促进节能减排,提高节能意识。然而,油、水、电企业的亏损无非是管理效率低下或者原材料涨价所致,在原材料价格并没有显著增加的情况下,应该更多地反思管理效率。再者,用价格引导社会合理消费,也难以达到预期目的。因为经济不景气,就业困难和收入下降已大大制约了中低收入群体的消费行为,至于高收入阶层,几分或几角的价格上涨,哪能改变消费习惯。用节能减排、消除浪费作为涨价的理由就有些牵强了。

而仅从油、水、电价格上涨的后果来看,似存在着多方面的潜在风险,可能会直接或间接地抑制刚刚有点起色的经济态势。

首先,油、水、电价格上涨直接减少人们的可支配收入,进一步抑制了消费需求。去年冬天以来,政府出台了多项刺激消费的措施,但效果始终不显著,推动经济复苏主要还是靠投资。说到底,中国人能用于消费的可支配收入太少,而不是因为消费观念滞后。而对房价如脱缰野马般的涨势,国人只得一再压缩当期消费。油、水、电价的上涨幅度虽然比不上房价,但却是生活必需品,每天每个

人都要消费,最终只能通过压缩其他消费需求来获取,这意味着减少一些非生活必需品的支出。

其次,加速形成涨价预期,或许埋下了连锁式通货膨胀的隐患。虽然相关部门的人员一再声明,水、电、油价的上涨不会引起通货膨胀,其理由是为发改委将严格控制成品油调价连锁反应,保持市场物价基本稳定。然而,历史经验证明,控制价格连锁反应的效果,往往难如人意。且不说其他产品可以采取降低质量、增加附加费用等变相涨价方法来回避管制,即使价格管制非常有效,当相关产品无法消化要素成本上涨所导致的费用问题时,总可以采取减少供给的对策。在市场供小于求的情况下,价格还是会借助黑市或“关系户”的方式上涨。更让人忧心的是,油、水、电价格上涨,已向公众披露了一个信号,使理性的人们作出新一轮涨价的预期。单纯的物价上涨不等于通货膨胀,但如果形成了通胀预期,则会加速这一进程。

最后,油、水、电价格上涨直接增加了企业生产成本,降低了市场竞争力,在一定程度上消解了经济增长的微观动力。深入来看,油、水、电价格上涨是“拆东墙补西墙”,通过向其他企业提价来弥补油、水、电和企业的利润不足。不同的是,这一年多来的经济环境,对那些在市场中持续竞争的民营企业来说几乎是“屋漏偏逢连夜雨”,要素价格的全面上涨将会给处于不利竞争地位的民企“雪上加霜”。即使油、水、电这些生产要素的小幅上涨,也令他们难以“消化”。有一位企业家甚至说,民企再怎么提高管理水平,都无法与国企竞争。毋庸置疑,民企是推动经济复苏、增加就业机会、提高收入水平的重要力量,但当这些微观主体的市场竞争力日渐丧失时,经济增长的前景就很难乐观。

(作者为广州景基投资有限公司投资总监)

桐浩顾问有限公司

2010年全球经济市场展望论坛

诚邀您参加桐浩顾问有限公司2010年全球市场展望论坛,由桐浩顾问有限公司、六家世界投资银行及中介人公司主办。

危机未退,2010年即将到来,面对全球经济的不确定性,专家讲者为您剖析未来的核心挑战和关键机遇。

主题

- 金融海啸后,各国政府对银行业的规管,对金融业的经营有何深远影响?
- 全球银行业在金融危机下,如何调整结构。危机后,如何重拾发展?
- 环球股票市场的平均市盈率是否需要一个新的定位以及反映时及将来发展的经济步伐?
- 黄金会否取代现有货币系统,重掌货币功能?
- 从G3到G20,全球经济体系控制权是否已由西方转移到东方国家的手上?

赞助商: Apex, 财经人生理财顾问

举办地点: 上海外滩茂悦大酒店/中国上海黄浦区199号 详情敬请关注http://www.pmfglobal.com

举办时间: 2009年11月28日上午9:00-下午1:00 电邮地址: cs@pmfglobal.com

查询电话: 021-6120 2875 内线8008 杨小姐

方正证券股权拍卖招商公告

受长沙银行委托,我公司将于近期对其持有的方正证券有限责任公司3000万股股权(占总股本的1.814%)进行公开拍卖。

方正证券前身为浙江省证券公司。1994年,浙江省证券公司改制为有限责任公司,2003年变更为方正证券有限责任公司。2007年,方正证券联合方正集团,注资8.65亿元收购泰阳证券。经整合,2008年,中国证监会正式批准方正证券以吸收合并方式完成对泰阳证券的重组。新公司注册资本16.53亿元,注册地为长沙市。公司现有股东50名,北方方正集团有限公司为公司控股股东。此次受托拍卖转让的是方正证券第七大股东长沙银行持有的3000万股,持股比例为1.814%。

招商期间在本公司和委托人处对标的进行展示,并提供资料,接受相关咨询,拍卖具体安排另见拍卖公告。

竞买人的资格和行为应符合《证券法》、《拍卖法》等相关法律、法规、规章的规定。

联系人:

湖南永达拍卖有限公司	张女士	13507311530	0731-82827770
湖南城星拍卖有限公司	钟女士	13808482794	0731-84522270
湖南省银剑拍卖有限公司	金先生	15074992168	0731-84411166
湖南高盛拍卖有限公司	魏女士	13908479699	0731-85504588