

Opinion · column

Forum

上 证 论 坛

眼见中国制造与美国消费无法脱钩,美国正拉拢一些亚洲国家提出建立“符合经济基本面的汇率市场定价机制”倡议,其针对中国的意图非常明显。或许我们不必理会这些国家的态度,但我们必须有危机意识:除了汇率优势,我们究竟还有什么可称得上是核心竞争力?在中国制造还没有占据高端市场之前,非尽早调整战略结构不可,这必须成为企业内生的迫切需求。

中国制造真正的挑战或将来自亚洲内部



刘涛

美国媒体说,奥巴马在访问新加坡和中国时,将传达如下信息:为促进世界经济“恢复平衡”,亚洲不能再依靠美国消费来维持增长了。他特别敦促中国调整经济政策以刺激内需,同时倡导美国减少消费、增加储蓄和提出出口。

理论上,要让亚洲出口和美国消费脱钩,并非不可能之任务。事实上,只要做到两点即可,一是以中国百姓为代表的亚洲居民多花钱,二是美国人学会存钱。而要实现上述两点,足够的外部冲击是个前提。次贷危机及其引发的全球经济衰退,恰好提供了这么一种可能。

时间倒退回三年前,人们似乎有充足理由相信,这场号称二战后最为严重的全球经济衰退最终将深刻改变一切,无论是亚洲还是美国,都必须做好准备迎接转型期阵痛。亚洲国家今年上半年出口普遍遭受沉重打击,经济增长的动力不得不更多依赖于国内消费需求。以中国为例,上半年出口同比下降21.8%,跌幅为多年罕见,其中对美出口数量下降14.1%,而社会消费品零售总额却同比增长了15.0%,最终消费对经济增长的贡献率更是高达53.4%,显著高于去年全年45.7%的水平。而美国个人储蓄率出现难得一见的强劲增长。从2008年8月的0.8%升至2009年5月的6.9%,为过去15年来最高水平。许多人深信,危机已教会了美国人储蓄,美国可以依靠自身储蓄为本国投资融

资,而无须仰赖来自亚洲、特别是中国的资本。曾成功预言到次贷危机的纽约大学教授普比尼甚至称,美国个人储蓄率最终将达到10%至11%。根据开放宏观经济学的一般原理,储蓄减去投资即等于净出口,美国甚至有可能转而成为一个贸易出口大国,最低限度也足以大大降低来自中国及其他亚洲国家的进口。

然而,到了第三季度,情况又发生了微妙变化,足以颠覆此前人们的种种幻觉:随着全球经济逐步企稳,中国出口降幅明显收窄,而美国个人储蓄率经历短暂回升后重新滑落,7、8、9月分别降至4.0%、2.8%和3.3%,似乎正朝危机前的水平收敛。当然,一些人可以辩称,美国经济只是“无就业的复苏”——失业率仍在攀升,这不可能不对美国居民形成巨大压力,迫使其捂紧口袋,增加储蓄,10月美国消费信心指数再度下滑便是明证。但问题是,在全球经济复苏越来越强烈的预期支配下,美国居民未来消费信心必将随之坚定起来。一般预计,失业率将在明年上半年见顶,届时,美国个人储蓄率还将进一步下滑。此外,全球经济复苏阶段,原油价格的飙升也将压缩美国居民实际可支配收入和储蓄空间。如果上述趋势成立,美国迟早将回到透支消费时代,而中国和其他发展中国家在未来相当长一段时间内依然可以恢复甚至扩大对美出口。

显然,导致这种戏剧般变化的重要原因在于,这场危机持续的时间和破坏性都被大大高估了。笔者同意,经过80年的锤炼,大萧条留下的若干惨痛教训及其催生出的现代宏观经济学方法,早已深深印刻在各国经济政策制定者心中,时刻警示他们避免犯下低级错误。当然,更为直接的原因在于,过去一年来无论是中国消费的增长,还是美国储蓄率的回升,背后的支撑力量都是暂时的,一旦经济刺激手段后劲乏力,消费和储蓄的表面繁荣都会迅速退潮。

从中国的立场来看,短期内离开美国这个最重要的消费市场并不现实。一方面,中国庞大的产能,仅靠内需是远远无法吸收的;另一方面,虽然出口市场可以多元化,但其他新兴市场国家和发展中国家尚无能力取代美国。更何况,相当一部分发展中国家本来就与中国在出口产品上存在某种同质性和竞争关系。

若想改变美国人的消费习惯,釜底抽薪的办法是美国通过立法对金融创新做出某种限制,约束居民借贷消费的便利。不过,这种反市场的举措在美国能获得多少支持令人怀疑。既然此路不通,要想缩减对华贸易逆差,就只剩反倾销、反补贴等非常规手段,以及通过政治压力迫使人民币升值等招数了。但以往的经验证明,这并不能让中国做出实质让步。

笔者认为,中国制造真正的挑战或来自亚洲内部。此次APEC峰会前后,美国开始在汇率问题上分化亚洲国家,拉拢一些国家提出建立“符合经济基本面的汇率市场定价机制”倡议,其针对中国的意图非常明显。印度、韩国及一些东盟国家对于中国人民币钉住美元的负面情绪之所以越来越高,说到底,还是近

些国家货币相对于美元都在升值,而人民币由于牢牢钉住美元,在对美出口方面占据了优势。

或许我们不必理会这些国家的态度,但有一点必须意识到:在印度等国人口红利逐步上升的同时,中国却面临着老龄化加速和年轻人口比例降低的威胁,这一点在劳动力密集型制造领域的传统优势。除了汇率优势外,我们究竟还有什么可称得上是核心竞争力的?这一升一降之间,或将危及中国作为“世界工厂”的地位。在中国制造业还没有占据高端市场之前,必须有危机意识,尽快调整战略结构,这种转变决不应只是政府的一厢情愿,而必须成为企业内生的迫切需求。

(作者为宏观经济分析师)

来这些国家货币相对于美元都在升值,而人民币由于牢牢钉住美元,在对美出口方面占据了优势。

或许我们不必理会这些国家的态度,但有一点必须意识到:在印度等国人口红利逐步上升的同时,中国却面临着老龄化加速和年轻人口比例降低的威胁,这一点在劳动力密集型制造领域的传统优势。除了汇率优势外,我们究竟还有什么可称得上是核心竞争力的?这一升一降之间,或将危及中国作为“世界工厂”的地位。在中国制造业还没有占据高端市场之前,必须有危机意识,尽快调整战略结构,这种转变决不应只是政府的一厢情愿,而必须成为企业内生的迫切需求。

(作者为宏观经济分析师)

创业板通过率大降 不应是偶然现象

姜山

在经历了首批31家IPO 29家过会的集体盛宴之后,在近期的创业板发审会议上,相关的待审核公司感到了丝丝凉意。在上周五山西恒天高新和芜湖安得物流双双被否之后,本周二,天津三类焊业也未能通过发审会审核。至此,在10月重启创业板发审会后的10家创业板公司中,已有5家被否决。相比9月首批发审核重启以来88%以上的通过率,近期创业板发审的审核之严,可见一斑。

虽说从10家通过5家的数据,我们尚不能完全确定未来的创业板通过率是否会大幅下降,仅从防范创业板风险的角度上看,毫无疑问,在发审会上严把关,降低问题公司过会的几率,从而为投资者提供更好的投资标的,是创业板发审应当坚持的正确方向。

不走寻常路的创业板上市公司,经营风险大,股权结构欠规范,大股东输送利益的可能,都是会影响到发审通过的重要因素,尽管其利润增长速度快于常规公司,但未来能否保持高速增长,存在着极大的不确定性。在目前创业板一级市场发行定价动辄高于50、60倍市盈率,上市后涨幅近乎100%的财富效应刺激下,紧赶慢赶想要挤入创业板上市公司行列,谋求分得一杯羹的企业自然大幅增加,而相应的公关手段也会层出不穷。只是创业板立足未稳,市场信心尚未充分建立,倘若带病公司大量出现,对市场信心的打击将会非常之大,更会影响到创业板未来的市场发展和定位,而在发审中加大相关问题的审核力度,确保过关公司不存在明显的瑕疵,也是保护投资者利益的一个重要体现。

从创业板启动发审以来被否公司的理由看,主要集中在以下几个方面,其一,业绩波动性大、高成长性体现不足,这一点是奇想化工作最终能否被否的重要原因。恒天高新也有类似的现象,奇想化工2008年营收增长仅3.16%,营业利润大幅下滑,这样的企业很难让人对其未来的业绩大幅增长抱有期望。其二,利润来源于控股股东的输送,自身的造血能力令人怀疑,警能电力被否主要原因就在于此,这家公司第一年的销售收入和利润主要来自于控股股东,尽管其后有所改善,但依然令人对其独立的市场运作能力感到担忧,类似这样的企业,还必须通过时间来证明自身是否充分应对市场竞争,否则很难说服投资者相信其未来的发展前景。其三,股权结构过于复杂,历史上股权转让过于频繁,这一点在同济同捷和福星晓程两家公司上都有体现,这类公司一是可能存在经营控制权上的不稳定性,一旦出现控制权的争夺,将会导致企业未来的经营发展没有充分的保障,二是有可能有私下的利益输送嫌疑,如果不能明确说明其过去的历史转让原因和受让方背景,很难让人不联想到此前市场盛传的种种内幕,而这种情况一旦在上市后被证实,也将会直接影响到投资者的切身利益。

从创业板上市公司的自身发展状况看,与经营业绩和客户群体已逐步趋于稳定发展的中小板和主板上市公司相比,不确定性更大,相关风险也更高,因此在发审中会遇到各种各样的问题,被否的比例大幅增加当在意料之中,这种高否决的频率也是相关监管机构对创业板投资者负责的一种体现。除此以外,在目前这种发行价格尚有效手段加以控制以减低二级市场风险的背景下,在发审阶段严把关的意义就显得更为重要。

笔者深切希望,近期的创业板通过率大幅下降并非偶然现象,而是能体现出一种趋势,唯有如此,才能确保创业板有更美好的前景。

(作者系东航金融注册金融分析师)

固定汇率或许是短期有效防御选择



左晓蕾

在美元本位的国际货币体系短期内不能改变的现状下,要摆脱资本大规模流入带来的包括人民币升值压力在内的一系列困境,采取有效的防御性的措施应是必然的选择。

长期来看,鉴于人民币国际化进程不可能快速推进,笔者认为,人民币汇率应选择以SDR(IMF的特别提款权)作为锚,也就是以SDR的4种货币作为人民币汇率的形成基础。相比人民币钉住美元的汇率体系,国际资本仅根据美元汇率变化套利人民币,就增加了很大的难度。而挂钩SDR也就是要挂钩全球主要储备货币,有利于推进人民币作为国际储备货币的进程。

短期防御性措施的主要内容,笔者以为,首先应该是防御资本大规模流入,其次是如何管理流入的资本,避免结汇造成被动的流动性过剩,抵消货币政策的作用,制造通胀的货币环境带来经济风险。

短期措施归纳起来是三方面,固定汇率,遏制热钱,完全对冲。

从防御自身危机的角度,中国应排除万难,短期内有必要坚定不移地实施固定汇率。如此,就使任何人民币升值的政策预期落空。这一点非常重要。事实上,全世界在短期内都形成相对固定的汇率,对稳定国际贸易的形势是有利的。东南亚各国在亚洲金融危机时被迫浮动汇率,很快又恢复到对美元的固定汇率,否则双边贸易的汇率风险太大,不利于稳定贸易走出危机恢复经济。

不过要充分认识到,美元反对推动固定汇率的机制是非常明确的。在美元本位的国际货币体系下,汇率是转嫁危

机的重要手段。主权货币储备国家从来都是利用储备货币的优势,比如利用汇率维护自身利益,引发其他国家和地区危机也在所不惜。日元上世纪80年代被迫升值,南美频繁债务危机,亚洲金融危机,都与汇率转嫁风险的大起大落有关。这就是主权储备货币的最大弊端。

另外,对非贸易、非直接投资资本流入采取管制措施。

有计算显示,不能被解释的资本流入的规模超过贸易和直接投资资本。一般来说,不能被解释的资本流入包括,跨国公司把资本项下的资金转化为贸易项下的资金;中国公司海外部分与国内部分的虚假贸易;借直接投资资本注入改变资本用途;股权投资资本严格说来是介于直接投资资本与证券投资资本之间的一类资金,最容易以直接投资资本方式名正言顺流入,然后改变用途。

要把这些资本拦住,首先得界定这类资金。经历了多次资本大进出以后,今天海关和外贸局、商务部等部门应该积累了如何识别这类资本的经验,若不能识别这类资本的真面目,或者识别以后网开一面,“禁令”就毫无意义了。还有,中国企业的海外各种机构上万,资金规模很大,国内大型企业无疑是主体,如果能让海外企业的外汇资产留在海外,会减少外汇积累快速上升的压力。

具体可能的操作思路,第一步,让大型企业国内和海外公司在会计上并表计算。海外公司对财政上缴的税收和分红不用汇回国内,国内公司用国内部分的利润代缴。第二步,成立类似新加坡“淡马锡公司”那样的机构管理国企海外资产。淡马锡公司以市场化的方式,代表财政部行使对新加坡国有企业的股东权利。按照市场变化,调整对国有企业的战略投资和发展战略;按照股东权益承接

国有企业的分红和利润。淡马锡公司对国企的利润和分红进行海外投资的增值管理。投资收入一部分成为财政收入,增加财政收入一部分成为将来在需要的时候对国企的战略性的资金来源。

中国成立一个类似的公司管理国企海外资产,不仅短期内能缓解外汇储备快速增加的压力,从中长期来说,对于规范国企外汇资产的管理,使中国国企海外投资,并得到更大的发展应该有非常积极和重要的作用。

当然,我们还要借助所有双边或多边国际平台,针锋相对地回应人民币升值低估是中国贸易失衡主要原因的观点,使中国理直气壮地选择和实施固定汇率的政策。

再说如何管理流入的资本。其一,对于正常的贸易顺差和直接投资的外汇流入,通过商业行兑换以后,可以尝试通过财政部对银行发债的方式,购买一部分商业行因为兑换积累的外汇,减少商业行向央行结汇形成外汇占款的规模,减少央行结汇操作带来的基础货币发行的压力。财政部所购外汇,可以交由类似淡马锡公司管理。

其二,商业行通过央行结汇而产生的所谓外汇占款发行的基础货币,央行一定要通过票据发行或公开市场操作全部对冲。

其三,央行的资产负债表管理也可从账面上降低外汇储备快速增长的压力。比如,财政部通过发行特别国债从央行购买2000亿外汇储备资产以后,银行资产负债表中的外汇资产和负债都随之改变。如果外汇资产的投融资渠道能进一步多元化,比如通过合适的方式,扩大中国进出口银行在非洲和东南亚的投资规模,也能降低央行外汇储备的账面规模。(作者系银河证券首席经济学家)



美制药商医改前狂涨价

奥巴马力推的医改方案已获美国众议院通过,制药商们虽承诺未来10年内提供价值800亿美元的处方药折扣,却趁医改尚未实施之际疯狂涨价,最常用的品牌药品均价过去一年上涨了9.3%。今年药品开支总额直逼3000亿美元。

漫画 刘道伟

专栏·主持 沈飞翼

悄悄地退,还是慢慢地转



黄湘源

在经济刺激政策的“退出”问题上,经济学家似乎比政府着急,不少学者讲起经济复苏来忧大于喜,而讲起“退出”来却比谁都更迫不及待。在他们看来,目前国内可以看到的经济复苏,是扩张性财政政策和扩张性货币政策的结果,如果这样的政策再持续下去,三五年之后中国银行业体系将出现大量坏账。换言之,人们喜闻乐见的经济复苏,在那些经济学家看来,是通货膨胀或资产价格泡沫。有经济学家更是危言耸听,说如果不能未雨绸缪,尽早退出,势将重蹈日本经济泡沫破裂覆辙。

只要稍稍找出此类预言的逻辑混乱之处,就不难明白,这些杞人忧天的预言,根本就不足采信。

首先,如果没有财政政策和货币政策的积极有为,不要说美国,就是中国也不可能出现好于全世界经济复苏水平的GDP增长趋势。尽管此次金融危机的一些深层次潜在危机也许尚未充分表现出来,但是,如果没有积极的救市措施,发达危危的美国金融和经济局势将是不可想象的,这一点,谁也不能否定。同样的道理,如果没有4万亿投资,没有差不多8万亿的信贷扩张,中国经济也不可能在出口受阻的情况下依然保持8%以上的增长率。把原本就已存在的结构性产业过剩说成是实施积极财政政策和宽松货币政策的结果,并以此而否定积极的财政政策和宽松的货币政策,太不实事求是,把经济复苏的初步实现说得比走不出金融危机的阴影还可怕,那就更是不可思议的荒唐之论了。

其次,理论上的通胀预期和现实的通胀是两回事。尽管不能不看到,大量的货币发行必然会带来通胀的压力,即便目前在消费品方面还没有发生严重的通货膨胀,也并不意味着未来就没有压力,更不意味着我国没有资产价格上涨的压力,但至少眼下,通缩而不是通胀,才是真正需要引起高度重视的中国特殊国情。在我国的国民消费水平还不高的情况下,从科学发展角度来说,要转变过度依赖出口和投资的模式,就必须使得消费成为国民经济增长最重要的拉动力,千方百计拓展新的经济增长空间。在这方面,政策应成为积极引导消费,走出出现实通缩的导向,而不能一味地充当影子通胀的尾巴。

此外,对于市场化过程中产生的资产价格泡沫,也需要有个辩证的态度。美国的那位格林斯潘,虽曾被称为“反通胀斗士”,但对于泡沫却一直有着他的独特看法。他不仅认为人类还没有找到对付泡沫的灵丹妙药,而且还主张不应主动刺破泡沫,而且只需要限制泡沫破灭对宏观经济的损害做好充分准备,格老因此又被视为“泡沫先生”。笔者在此决无任何为格老“泡沫论”辩护的意思,不过,他所指出的主动刺破泡沫对宏观经济的损害,在日本倒是有过验证的。可惜,现在世人谈论日本教训时,常常有意无意地忽略了这个问题。大多数观察家认为,过度宽松的货币政策是日本经济泡沫的根源。野村证券经济学家木下智夫则认为,一些转型政策,比如急速调整日元汇率,深化债券市场以及利率自由化等,才是泡沫破裂背后的基本原因。日本盛衰的种子,其实在1985年广场协议决定日元升值的那一刻就埋下了。正所谓“一着不慎,满盘皆输”,伴随着日元的大幅波动,日本

楼市先暴涨,后暴跌,最终令日本经济滑入“失去的10年”、“失去的20年”。由此可见,刺破泡沫也许是件很容易的事,而限制和弥补泡沫破灭对宏观经济的损害,却很难。

历史常常有着惊人的相似。现下的中国不仅被一些经济学家认定正在重蹈日本极度宽松的货币政策导致泡沫破灭覆辙的覆辙,而且他们所设计的所谓“退出战略”的切入点,无巧不巧地正好也是人民币汇率。央行最近关于汇率形成机制的表述出现了微妙变化,“按照主动性、可控性和渐进性原则,结合国际资本流动和主要货币走势变化,完善人民币汇率形成机制”的提法,被广泛理解为人民币将主动升值的暗示。如果这意味着人民币汇率稳定作为用于非常时期的“非常手段”的退出,那么,大规模的经济刺激计划等其他非常措施,岂不一样也需要有周全的退出策略?

当前,全球复苏的态势很不平衡,我国经济企稳的趋势正在逐渐明朗,但不仅外部需求不断萎缩的局面尚未有根本性改观,而且深层次问题也还没有得到根本性解决。在这种情况下,操之过急的退出战略,不但很不合时宜,而且很容易引发新矛盾、新问题。中国经济好比一列高速行驶的列车,就是需要转弯也得转个大弯,而不能“急转弯”,急退就更不要说了。

稍早时候的APEC财长会议提出,在目前复苏基础尚不稳固的情况下,要避免过早地退出非常规的财政和货币政策。温家宝总理最近也表示,中国将继续实行积极的财政政策和适度宽松的货币政策,显然,积极的财政政策和宽松的货币政策回归常态的过程,必然是而且也只能是一个理性的调整和缓慢的转向过程。

美国出口推动型增长可期吗



赵中伟

由于美国现有的负债推动型模式已不再适用于推动经济的长期繁荣,奥巴马把希望寄托在找到新的可持续的增长模式上。他因而向经济顾问委员会发出询问,“有没有机制可以落实到位,从而使美国实现曾经拥有的出口推动的经济增长和制造业增长?”回答这一问题,我们需要了解美国出口面临的挑战、改革的方向和制造业的潜在竞争优势。

贸易逆差不能完全以美国产业的竞争力落后解释。美国的储蓄率是产生贸易逆差的最根本原因。长期以来,美国经济增长中存在着投资率高于储蓄率的结构矛盾,相应地,经常账户赤字自然就产生了。此外,相对于其他贸易伙伴的强劲经济增长,美元的国际本位货币地位、低通胀环境等因素都有助于美国贸易逆差的持续存在。

美国出口的困境主要表现为制造业,相反,服务贸易出口保持着全球领先的地位,旅游、商务与专业技术服务、特许权使用和许可、运输、金融、客运、教育、影视、保险和电信等产业在国际市场具有很强的竞争优势。而且,美国政府相信,由于受到许多国家在服务贸易壁垒方面的限制,美国服务产品的优势并未能达到其应有的程度,随着服务贸易自由化的深入,美国服务产品的国际市场占有将进一步提高。

就美国制造业本身而言,其具有很强的技术创新能力并由此获得了显著的生产率收益。在过去的30年中,美国制造业部门生产率的增长高于整体经济,且两者的喇叭口持续扩大;制造业的劳动生产率提高了约两倍,并依然处在增长过程中。无论从每小时生产率还是人均生产率来看,美国制造业的生产率都领先于德国、法国、英国等主要贸易伙伴,从而使美国能够在支付工人高工资和高福利的条件下维持其劳动力成本优势。美国制造业部门不断增长的生产率主要来自于技术创新。美国制造业部门在研发投入、人力资源、技术储备等方面已建立起其他国家不可比拟的优势。

美国制造业的困境,主要是来自于外部施加的成本压力侵蚀了竞争能力。美国的制造业者认为,立法、行政和司法机构在

决策时没有考虑这些决策施加给制造部门的多重负担,从而使制造业蒙受了不受保证的非经济成本。快速攀升的医保成本,巨额的侵权索赔,过重的监管成本,持续增加的能源成本等不受企业控制的成本的快速递增,大大削弱了美国制造业的竞争优势。

另外,全球制造业所处的竞争环境正在发生结构性变革,迫使美国制造商转而采用外包生产组织方式。在过去的20年中,三种趋势正在重新塑造全球制造部门。首先,计算机、通信和运输技术的巨大改进在全世界范围内提高了制造部门的生产效率,降低了成本。各国政府已意识到技术在经济发展中的作用,纷纷加大研发力度。第二种趋势是全球范围内的贸易壁垒大幅减少,促进了全球贸易规模的不断扩大。第三种趋势是中国等新兴市场国家在国际市场的份额快速增长,国际市场的全球化程度不断深化。上述三种趋势迫使美国制造商寻求全球外包以降低成本,并且全球外包生产组织方式已成了美国制造商获取竞争优势的重要手段。而全球外包方式一旦实施,就不会逆转,这意味着美国本土制造部门的生产规模和就业岗位在相对甚至绝对下降,也意味着美国出口份额的相对甚至绝对下降。

由此观之,实现曾经拥有的出口推动的经济增长和制造业增长,美国需要在以下方面做出努力,比如降低制造业的成本,包括监管、能源、法律、医保和年金成本等。奥巴马政府正在大力推动的医保改革,其实是其中的关键一环,诸如此类类的改革结果,取决于美国各方政治力量能否达成妥协。再比如加大技术创新领域的投入,巩固美国制造业的传统优势。这包括将研发基金集中于创新和生产效率增强技术,确定未来联邦政府支持的优先领域,强化发明专利保护,促进制造技术在国内的扩散、积极参与地区和全球技术标准的制定等。当然还有培育新的经济增长点,通过新产业创造就业,扩大出口。清洁能源产业作为奥巴马政府着力培育的新兴产业将对全球生产带来革命性的前景。清洁能源技术的发展能够在国内分散、积极参与地区和全球技术标准的制定,大幅提高美国的出口,稳定本国能源供应,推动全球的温室气体减排行动。(作者系中国社科院世界经济与政治所博士)