

Opinion · column

Forum

上证论坛

虽然希腊紧跟着迪拜也出了大麻烦,但从主权信用危机、银行业危机、信心危机和经济危机四个维度去分析,迪拜危机目前尚属综合影响较为有限且具有可控性的区域性危机,不足以再掀“金融海啸”。不过现在值得强调的是,迪拜蝴蝶效应并不可怕,真正值得警惕的是全球经济潜藏的一系列风险。保持适度谨慎是防患于未然的理性选择。

迪拜蝴蝶警示全球经济潜藏六大风险



程实

迪拜债务危机的爆发让世界重新审视危机的到来,而新危机果真接踵而至,12月8日,惠誉(Fitch)将希腊主权信用评级调降至BBB+,尽管对局内人而言这并不出乎意料,但市场还是不依不饶地将其视为迪拜蝴蝶扇动翅膀的连锁反应。于是乎,对危机升级的担忧再度风生水起,美元大幅反弹,股市全面下跌,油价金价蹿升回落。

在笔者看来,若从主权信用危机、银行业危机、信心危机和经济危机四个维度去分析,迪拜危机目前尚属综合影响较为有限且具有可控性的区域性危机,不足以再掀“金融海啸”。但值得强调的是,迪拜蝴蝶让我们隐约看到未来的一系列潜在风险,如果置之罔闻,那么全球经济的复苏之路将更曲折,甚至会有意料之外的无谓反复。

第一种风险是新兴市场再爆区域经济和金融危机。回顾历史,起源于美国的次贷危机似乎让市场淡忘了一点:新兴市场近十余年来始终是金融危机频发的危险区域,并呈现出新特征:国际资本的大幅流入流出构成金融危机爆发的导火索;发展中国家过快的金融开放度常常是构成危机失控的重要原因之一;不完善的汇率制度成为国际投机势力的攻击对象;“重增长,轻通胀”的政策取向埋下危机隐患;经济增长快但波动明显,通胀率高的经济体往往更容易爆发危机;危机往往给银行体系带来巨大

冲击,恢复旷日持久。展望未来,新兴市场金融风险积聚和爆发的可能性不容小视,原因在于:新兴市场经济体在前期经济高速增长过程中堆积了大量资产市场泡沫,新兴市场经济体尚处于经济金融转轨阶段,制度变化过程中各类金融风险易滋生;而新兴市场经济体货币调控和金融监管经验匮乏;部分新兴市场经济体金融市场波动剧烈,较易成为国际投机势力的冲击对象。

第二种风险是欧美金融体系恢复缓慢。虽然迪拜危机并未深度波及欧美市场,但国际评级机构在下调迪拜和希腊评级的同时,还特别强调了欧美信贷市场的残余风险。受去杠杆化趋势影响,欧美金融稳定仍然面临较大压力,公司债、信用卡等信贷市场风险较为突出。今年7月,美国公司债市场高收益债券违约率高达11.5%,预计今年末至明年年初违约率将达到峰值。欧元区高收益债券违约率约为4.6%,但疲软的经济可能导致债券市场未来出现较大损失。受不断攀升的失业率影响,消费信贷市场的情况更为严重。今年9月,美国各机构信用卡逾期还款率均值为5.6%,远高于2008年9月的4.4%,较2009年初及第2季度末的5.5%也有所上升;英国各机构信用卡逾期还款率均值为7%,高于2009年初的6.7%和2008年9月的5.9%。

第三种是超预期反弹蕴藏的透支风险。国际货币基金组织今年10月

《世界经济展望》的研究结果显示,就大部分经济体而言,危机过去7年后的产出水平依然低于危机前10%左右。2009年下半年“超预期”的经济反弹将实体经济推高至长期均衡水平之上,进而带来了未来增长率“二次回落”的透支风险。

第四种风险是差异性复苏引发的结构风险。在未来新的复苏周期,全球经济结构的差异性开始显现,表现为:其一,不同经济体进入复苏周期的时点存在较大差异,在危机中受到冲击相对较小的新兴市场经济体和在危机后受益于大宗商品价格回升的资源型经济体将率先复苏,而随后美欧可能将先于日本复苏;其二,不同经济体的复苏路径和复苏力度存在较大差异,基本面较好、资源配置较为合理、劳动生产率相对较高的经济体将走进更趋强劲和稳定的复苏周期;其三,不同经济体在退出政策时点和退出方式选择上存在较大差异;其四,经

济增长模式不同的经济体在跟进政策的选择和未来政策的风格上存在较大差异。差异性复苏可能将给全球经济的未来发展带来结构风险:一是贸易保护主义可能将持续抬头;二是金融市场的政府干预行为可能将有所增加;三是跨境资本流动可能将更趋频繁,国际投机势力将更趋活跃;四是全球金融市场的波动性可能将大幅增加;五是全球范围内的宏观政策冲突可能将更趋激烈。

第五种风险是高额财政赤字引发的主权风险。金融危机爆发以来,各国政府实施了强有力的公共干预措施和财政刺激政策。在经济企稳的同时,各经济体,特别是发达经济体的财政赤字日益凸显。国际货币基金组织公布的数据显示,财政赤字永久性增长1%,长期利率将上升10至60个基点,利率上升将抑制投资,进而拖累经济增长,降低政府未来偿还债务的能力。

第六种风险是通胀风险从隐性风险渐变为显性风险。通缩风险与通胀风险并存是全球经济今年下半年的重要特征,10月以来,市场对通胀的担忧相对加大。笔者认为,未来一段时期,通胀风险将从隐性风险渐变为显性风险。Niemira对1945年至1992年间美国经济周期的研究表明,物价形势的转折点往往出现在增长周期转折点之后的5个月。那样,明年首季可能将成实际通缩向实际通胀转折的重要时点和通胀风险渐变为显性的时段。在这段渐变时期,通胀压力会不断加大。

也许,迪拜危机的所谓蝴蝶效应并不可怕,真正值得警惕的是全球经济潜藏的一系列风险。也许,关注现在而不沉迷于现在,期待未来而不醉心于未来,保留适度谨慎才是防患于未然的理性选择。(作者系金融学博士,宏观经济分析师)

居民收入增长的稳定预期从哪里来

胡晓鹏

增强居民收入是一项系统工程,是中国经济持续健康发展的保障。因此,需要把它作为一项长期的工作来抓,而不是全球金融危机背景下的应急之举。

据统计,进入2009年以来,我国包括投资和消费在内的全部内需对国民经济拉动了近11个百分点,可问题是,最终消费仍然不足,主要原因是居民收入或低收入的人群获得更高的收入,而收入增长速度低于经济增长速度,根本上是因为我们一直在运用劳动密集型的发展模式,在资本和劳动力的关系上,劳动力一直处于劣势。因此,我们要切切实实调整经济结构,使劳动者获得更好的市场回报;坚持推进深化改革的力度,坚决破除一切危害市场活力的因素。正如学者谈到的那样,把发展中小企业和居民创业作为重点工作来抓,彻底改革目前的工商注册登记制度,在融资和政策方面给予更多的制度化扶持措施。

第二个重点,提高社会保障的水平,确保工资性收入维持在一个相对动态化的增长速度之上。自上世纪90年代中期启动住房市场化、医疗、教育等方面的改革以后,中国居民的收入水平就显示出被刚性支出锁定的基本特性。人们出于防备疾病、子女教育、未来养老等方面的考虑,不得不抓紧储蓄,这笔储蓄资金平均占据了居民收入总量的60%。而且,这几年随着医疗、住房、教育等刚性产品价格的不断上

涨,这一比例还有提高之势,结果造成了所谓的收入“被增长”迷局。可以想象,如果不把这种影响居民收入的刚性消费比例降下来,即便工资提高了,也只能收一时之效。长期来看,“被增长”迷局仍然无法打破。为此,笔者认为,政府一方面要加强对社会的保障性投入,在包括经济适用房、平价医院、教育收费等方面给予更多关注;另一方面,要确立合理的、动态的工资性收入上涨速度。那么,要达到这一目标所需要的钱从哪里来呢?应当让渡一定比例的国有企业经营性利润。

第三个重点,在高收入阶层和低收入阶层之间建立一种来自于市场机制的收入转移通道。切实增加居民收入,说到底还在于最大程度提高居民的就业率。以今年的情况为例,全年需要就业的人数达2000多万,但实际可提供就业的岗位大致在1300万。面对这一不小的缺口,政府需要关注整体经济的恢复,可以考虑发展一些有利于高收入群体消费的机会。事实上,我国一些高端娱乐消费产业的发展严重滞后,许多潜在的高端消费需求被压抑了下来。如果能够能够在政府的指导下被推出,将会创造多方面的就业机会;更为关键的是,这类高端娱乐行业可以被定为有政府经营的公益性行业,这不仅能促进高收入群体的收入向低收入群体合理转移,而且所得收入可用于公益事业,还能极大地促进社会公平。

(作者系上海社会科学院部门经济研究所研究员,经济学博士)



新主权债务危机阴云密布

真是祸不单行,希腊主权信用评级被降引发了全球投资者避险偏好,欧洲公共赤字超标国家或成最脆弱环节,已现危机的经济体可能面临危机加深的威胁。穆迪警告说,如果公共债务水平不降低,美国或许在2013年失去AAA信用评级。 漫画 刘道伟

控股了国外铁矿石公司之后



田立

从今年年初开始,国内包括钢铁企业在内的多家大型国企或投资公司纷纷开始收购国外铁矿石公司股份,到目前为止已包括鞍钢、武钢、宝钢以及民营的沙钢等多家钢企基本完成对国外铁矿石公司的投资或控股谈判,另有多家仍在洽谈中。当然,还有一些类似的控股谈判由于种种原因搁浅,或已失败。但不管怎么说,收购国外铁矿石企业股份,是国内钢铁企业应对国际铁矿石价格波动风险的正确选择。

回想2006年铁矿石价格暴涨严重影响国内钢铁企业正常经营时,我们的做法是希望通过谈判来争取铁矿石的定价权,以为可以用需求来影响价格,但几轮谈判下来,我们逐渐明白,所谓争定价权的想法恐怕是一厢情愿了。也正是从那时起,我多次在上证撰文,呼吁放弃争夺定价权的幻想,转而以控股国外铁矿石企业,以建立属于我们自己的风险对冲体系的方式,来应对国际铁矿石价格的波动。

然而问题并不是这样简单,有利的风险和不利风险,不是两枚截然相反的硬币,想扔哪个就扔哪个,它们是同一枚硬币的两面,留下面一面,另一方面也必然如影随形,这就意味着当我们排斥不利风险时,可能给我们带来更大价值的机会也被一同排斥掉了。在现有的风险管理产品中,期权似乎解决了这对矛盾,但由于期权本身是有代价的,它的代价实际上已包含了你所希望排斥掉的风险的价值。于是,如何在保留有利的那一面的同时,自如地应对不利的另一面就成了企业管理者必须面对并且解决的问题了。

解决之道在于风险的自然对冲体系,即不付出额外代价,即可创立一套期权体系,收购铁矿石企业股份的构想,就是建立在这样的理论基础之上。假如宝钢集团控股澳大利亚莱钢铁矿集团,对于宝钢来说相当于买入看涨期权(注意,这里说买方期权并不需要宝钢付出额外代价),可以从铁矿石价格上涨中获得价值。与此同时,原来宝钢集团的那些高炉就此变成了卖方期权,可以从铁矿石价格的下跌中获得价值。这样的风险对冲路径,当然就是企业的价值提升之路。因此,对于时时面对铁矿石涨价威胁的国内钢企来说,控股铁矿石企业比没有替代选择条件下的谈判不知要有效多少倍。

但这条路肯定不会一帆风顺,国内多家企业收购澳大利亚铁矿石企业遇阻就是很好的证明。抛开政治、外交因素不谈,科学不是哪些人独有的,你明白的道理人家也一样明白。年初以来,来自澳大利亚政府甚至矿方的反对声音说明,人家是很明白我们的用意的。那么,假如接下来类似控股的难度进一步加大,国内钢企又如何应对?已经控

股的钢企是否已万事大吉了呢?

首先,对于尚未实现控股铁矿石企业目标的国内钢企,不必气馁,继续努力的同时,也应考虑以其他途径完善自身条件,比较可行的路有两条:一是通过现有金融市场工具来复制想要得到的股份,至少在理论上是可以成立的,比如用铁矿石企业股票的期权头寸加上一定比例的所在国国债头寸,或者用铁矿石期货加上与铁矿石企业股权收益相关的工业指数基金头寸等办法实现复制的目的;二是投资到其他与铁矿石价格风险相关的资产头寸中,比如海运费等金融产品,甚至直接控股海运公司,同样可以达到类似效果。

其次,对已成功控股海外铁矿石企业的国内钢企来说,控股不是风险自然对冲体系的全部,更不是企业价值管理的尽头,20%左右的控股比例似乎足以抵御明年33.3%的铁矿石涨价幅度,但从更长远来看,钢铁企业的价值之路漫长而艰辛。根本哈根会议也许还会通过以打压高排放产业的协议,加上个别国家已开始征收碳关税或实施贸易保护措施,这些都在制约着高能耗、高排放的钢铁企业的未来。除了国家从宏观层面上推进的企业整合外,企业还需在微观层面上未雨绸缪;下一步的价值管理战略应向低碳产业投资转化,一面在节能减排技术的研发上加大投入力度,一面继续寻求控股海外外减排技术企业和机构,构建更大范围的风险自然对冲体系,以确保在企业短期难以转型、国际协议随时可能发生的不利局势下,企业价值能稳定发展。(作者系哈尔滨商业大学金融学院金融工程研究所所长)

楼市风险有增无减



章剑锋

短暂回调之后,房地产市场又“生肌”再现。更为狂热的这一波态势,连一些房地产巨头都开始感到坐立不安。有房地产大佬最近就公开警告,危险正在逼近。救市当然没有错。楼市一垮,经济不保。于是,信贷优惠、财政补助、税收减免,就短期而言,这是在救经济,但后遗症也很明显。要稳住楼市,就一定要借助炒资的力量,投机者的力量,托住整个下滑趋势。但与此同时,实体经济极易在泡沫中越陷越深。

这一次楼市的“复苏”,当然是在多种有形力量的抬杠之下实现的。在这些力量共同作用下,一部分普通消费者也抱着侥幸心理卷入其中。很多人对此叫好,认为我们的市场是抗跌的。这其中几种诱人的看法起了作用。一种认为,只要官方拿出魄力斥巨资救市,市场一定就是不可破的;另一种认为,中国市场与美国不同,他们是为证券化和在虚拟经济道路上走得太远了,导致次债危机。中国市场没有这些,所以是安全的。更有甚者以为,中国将出现不少于超级城市,人口不断扩充,房价只会成倍上涨,卖到几十万一平米没有问题。

这些见识,一方面迅速催“肥”了市场,为各种势力借助救市时机泥沙俱下找到了合适的逻辑,同时也将整个经济推向更为不确定的境地。太过于相信有形之手的能量,总认为市场可以像玩弄于股掌,这是不敬畏市场规律的一种十分局限性的自我感觉。其实呢,眼下主导楼市的资金,来自官方的占主要份额,此外就是富人俱乐部和海外资本玩家的。这些资金,量多,势大,但表现在购买力上,都不是有效的、真实的需求。

我们大家都知道,资本的运作,就是炒卖与套现,这种市场是极不稳定的,官方层面的资金供应再多,如果总是喂给这种形态的市场,就很难想象它的效率和公平性。维持这样一种没有任何根基的市场,也只能是水中月、镜中花,在供需关系、供给结构未得到根本性调整的时候,就算我们倾尽所有去救市,必有一天要“尘归尘、土归土”。此种危险性必须清楚。

至于说到次债危机只是美国的因与果,中国没有此类风险,这是对当前问题胎生的现实视而不见。中国的住房买卖,虽然远远没有步入证券化、债券化等虚拟交易的高发达阶段,但中国却面临一个不同于“美国式危机”、“日本式危机”的“中国式困境”。我们的银行,根本就无法从市场上脱身,这种局面大致从市场化那一天开始,持续了10年以上。相应的风险敞口具体是一个什么规模,谁也说不清楚。在此背景下,开发商、炒买者一旦破产,不是再多的国有银行都要跟着陷入债务危机的循环链条么?有人还提出我们有“超级城市”这一法宝,理论误导是这样的:城市总人口的增加会带来大量需求,市场只会在购买者的追逐中向好。但这一论说忽略了一个现实问题——城市总人口是一种什么构成?收入水平是否会持续增长而不削减?就业是充分还是欠充分?如果届时城市总人口都是中产阶层,人人都享有充分的就业和福利,那也许不会有问题。如果不都是这样,那就是个伪概念。社会的复杂性就在于,很多问题并不能一概而论,要条分缕析才行。可以预见的是,并不是所有人都会来到城市,也并非所有来到城市里的人都会买房,甚至投身一变成成为投资家,因为有着太多的因素影响着他们。

有鉴于上述分析,依靠房地产这架大吸盘来推动经济向好,到头来也许只是竹篮打水一场空,我们失去的,也许是更多。这架大吸盘启动起来,就很难以人的意志为转移,它将吸尽一切社会积累,致使这些财富在类似赌场的一个市场内往复传递,尔后流入少数资本玩家的腰包。

如果我们维持的只是这样一个局面,那就看不出这种救市有什么意义可言。我们的巨额资金,最终不过是补贴给某些个人的“财富”。现在的情况就是这样,我们的一线城市早已陷入投机资本的繁荣景象中了,二三线城市本来可以在本轮危机中早早得到一次教训,但过快的救市行动不足以使教训实现,促使他们放弃房地产这一单一发展模式,改而向实业上市道路迈进。这些城市本来是一条腿在楼市泥坑中,现在则是两腿全部跨入了。

但是又不能不承认,要改变这一切有多么艰难和费力。我们毕竟已经搭乘在房地产这班过山车10多年了,我们差不多就要成为这班过山车的一部分。改革从来就不是容易的事情。何况这种改革涉及的是根本性的产业转向和国民经济通胀问题。房地产这艘还没有来得及搁浅修整的巨舰,在这汹涌澎湃的力量作用下,又重新被推向深不可测的风浪之中。我们不知道它的最终方向在哪里。(作者系房地产事务专栏作家,现居北京)

专栏·主持 沈飞昊