

# 中国海外直接投资:一个影响深远的故事

□徐刚

钢铁行情与中非论坛同步,这其中隐含着一个个重大的投资主题,它将颠覆投资者对中国周期性股票的传统认识。

宝钢三季度业绩出乎预料的增长,引发了A股投资者“大炼钢铁”的热情。然而,按过去几年的惯性思维,只要钢铁股仍然被看作周期性股票,宝钢出乎预期的业绩增长不过是“昙花一现”的偶然性事件罢了。但我们认为,在钢铁业绩爆发性增长的偶然性背后,却隐藏了一个必然性的逻辑,这一必然性的逻辑有可能会彻底颠覆我们对周期性股票的传统认识。

三季度钢铁公司业绩爆增的原因是什么?钢铁行业的分析师普遍认为,出人意料钢铁出口份额扩大是根本原因。而且业绩增幅越大的公司,钢铁出口量也越大。也就是说,钢铁公司额外的利润增长主要来自于海外。正是在这一点上,使我们把A股大盘蓝筹中周期性股票与美国蓝筹股票联系到了一起。

10月份,美国道指指数连创新高,并最终突破12000点的心理关口。而推动道指上扬的力量也是来自于道指样本公司三季度业绩出人意料地增长,10月份公布的美国蓝筹公司三季度业绩纷纷超出了分析师预期。更为重要的是,大多数蓝筹公司超出预期之外的那部分利润主要来自于海外市场。据报道,这些蓝筹公司中有三分之一利润来自于海外尤其是新兴市场。

当然,我国钢铁公司的海外利润



徐刚,中信证券研究部执行总经理,中信证券股票销售交易部执行总经理,中国证券业协会分析师委员会副主任委员,中信清华金融工程开放实验室副主任,中信标普指数服务公司(筹)副董事长。

来源主要是出口增长,而道指蓝筹公司的海外利润则更多来自于其对外直接投资(FDI)收益。但是,种种迹象表明,中国制造业中高端产品出口已不再是简单的贸易品流通,而是与中国的海外直接投资发展密切相关。

中国改革开放近三十年,我们一直是FDI的接受国,大量的外资流入推动了中国经济增长,也为跨国公司创造了巨大的海外利润,道指蓝筹公司所取得的海外业绩也有相当部分来自于中国。但是,这种情况正在逐渐发生变化。因为,中国正在逐步从一个FDI的接受国,转变为FDI的输出国。中国的海外直接投资(Overseas Direct Investment)正如蛟龙出海,一泻千里,引发中国经济和全球经济一次更大程度上的重新洗牌。

从日本的经验看,广场协议之后,日元的大幅度升值引发了日本大规模的海外投资。这也是国际贸易和国际资本流动的经典解释,本币升值导致本币主要要素价格上升,推动了本币升值国的对外直接投资。

中国海外直接投资将掀起一股新的浪潮,由此也将改变我们对钢铁、机械等周期性行业公司股票的传统认识。人民币升值将加速中国一些制造业如钢铁和机械等行业的海外直接投资步伐和速度,由此将释放这些行业的海外产能,并缓解这些行业因中国经济波动周期及投资导致这些行业产能过剩等压力和影响,这些行业的公司利润有可能会更多来自于海外。这为我们观察近期钢铁行业公司股票之所以会上涨,提供了新的观察视角。

目前,中国已拥有高达一万亿亿美元的外汇储备,但这些外汇储备只是被廉价地投资于美国国债。中国政府已意识到,与其被困于美国国债,还不如利用这些外汇投资于全球市场,以获取更多的资源,占领更多的市场,消化更多的国内产能。日前,国务院已经下文,要进一步推动中国的海外直接投资。虽然目前我们的海外直接投资起点还非常低,2004年中国的海外直接投资额约为60多亿美元,2005年约为100多亿美元。但是,海外直接投资增长率是以指数化的速度在扩张。例如,今年上半年非金融的海外直接投资额就达到了60多亿美元,同比增长200%。今年11月初,近50个非洲国家元首参加中非论坛,中非双方签署了一系列有助于推动中国海外直接投资的合作协议,这标志着中国对非洲的海外直接投资将进入一个迅猛发展的阶段。

以对外直接投资来带动出口,其意义将超越于一般意义上的贸易出

口。因为,单纯的贸易品出口是争夺发达国家的存量需求,而海外直接投资带动的出口则是通过对外投资创造出一些新的增量需求。相比之下,前者的竞争环境已日趋严峻,但后者的发展空间却潜力无限。

长久以来,中国的出口都是以贸易品出口为主,实际上是通过出口中低端产品来弥补发达市场中劳动密集型产品短缺的空白。我们认为,尽管中国是一个制造业大国,但我们出口的产品更多地局限于箱包、鞋和帽等低端制造业产品,挣得更多的是血汗钱。但是,如果以对外投资带动出口,那么将逐步推动中国高端制造业的海外扩张。我们对新兴市场海外工程承包和矿产资源的投资已经带动了我国机械行业高速增长。例如,工程机械重型卡车、商用车等行业公司已逐步摆脱国内周期性股票属性,并成为投资者关注的主流品种之一。

同样,钢铁行业也必将成为下一个由中国海外直接投资带动出口的重要行业。虽然目前中国钢铁行业的出

口规模还不小,但钢铁行业的出口增速却是相当惊人的。数据显示,2004年钢产品出口规模为1000万吨,2005年为2000万吨,预计2006年将达到4000万吨。这表明,中国钢铁行业的钢产品出口几乎以100%年增速在增长。如果2007年钢铁业也保持相同的出口增速,那意味着将出口8000万吨钢产品,这部分规模要占到中国钢铁产能的20%比重。另外,虽然目前中国钢铁业的出口对象主要还是以美日欧等发达市场为主,但我们相信,伴随着中国的海外直接投资步伐加快,针对新兴市场的钢铁出口有望成为消化国内钢铁产能的主要渠道。与机械行业一样,钢铁行业也将逐步摆脱中国经济周期波动的不利影响,实现其业绩的平稳快速增长。

事实上,钢铁行业和机械行业仅仅是中国推进海外直接投资发展初期阶段中受益最直接的两个典型案例。而未来海外直接投资对中国经济和全球经济的影响将更为深远。

对中国而言,一方面,推进海

外直接投资将有助于缓解长期以来高居不下的国内投资率,对海外(尤其是新兴市场)的投资,将有助于降低投资在中国GDP中比重,并增强消费和出口比重,出口结构也将得到改善和提升,由此将真正确立中国作为制造业大国的地位。另一方面,推进海外直接投资将能逐渐摆脱因固定资产投资引发的中国经济周期性波动。以钢铁和机械行业为例,由于海外产能释放,将逐渐减弱这些行业的周期性特征。同样,伴随着中国海外直接投资增长,也可能引发钢铁和机械等周期性行业转变成全球性高速增长行业。

对全球经济而言,中国的海外直接投资将推动全球经济从不平衡逐步走向平衡。欧美和日本发达市场将不再是全球经济的唯一出路。中国一万亿亿美元储备所引发的海外直接投资潮流,必然会推动新兴市场国家的经济增长。由此,由中国的海外直接投资创造出来的新兴市场国家的新需求,将与国内地的总需求一起构成中国经济的潜在总供给。从历史的角度看,发达国家的FDI推动了中国经济持续30年的高速增长,发达国家的跨国公司也从中国经济增长中受益匪浅。同样,中国的海外直接投资也必将推动新兴市场国家经济的持续增长,中国企业也将从新兴市场国家经济增长中获得更多的受益。

也许,中国的海外直接投资,将是一个比“金砖四国”影响更为深远的投资故事!

## 从五方面强化房地产市场长效调控机制

□张望

房地产市场发展与调控是近年来各界持续关注焦点问题之一。因为这不仅涉及到相关产业的发展,对国民经济发展具有至关重要的影响,而且直接关系到广大百姓的切身利益。虽然近年来有关部门出台了一系列调控政策,重点加强住房供应结构调整,加大土地供应调控力度,加大税收和信贷政策调节力度,规范投资行为,抑制投机炒作,加大房屋拆迁的管理力度,加大房地产市场秩序的整治力度,加大房地产市场监测力度等等,但目前尚未达到预期效果。房地产市场诸多问题依然较为突出,如部分地区价格过高上涨幅度过快、结构失衡、开发商暴利、拆迁矛盾等等。鉴于房地产市场在经济社会稳定具有重要影响和作用,我国应着力构建房地产市场长效调控机制,使房地产市场能保持长期和谐健康发展。为此,有关制度设计和政策研究需重视五个方面。

### 一、要有明确的中长期调控原则和目标,以增强政策措施的针对性和持续性

我国房地产市场目前已基本进入市场化发展状态,虽然一些地方存在政府一定程度的干预行为,但房地产业的资源配置已主要由市场决定。由于房地产对于经济社会具有重要意义和影响,应该通过经济、法律和行政手段对房地产市场进行长期调控。而要实现房地产市场长期有效的调控机制,首先应按照市场规律,按照公平和效率兼顾的总体原则,结合我国居民对住房消费的偏好和经济发展状况,确立一些房地产市场调控中应该把握的原则和目标,使有关政策制定具有明确的方向、针对性和持续性。

一是要坚持市场化和政策化相结合原则。一方面通过经济和法律手段,发挥市场自发力量对房地产的调控作用;一方面通过行政手段加强政策调控,弥补有关市场缺陷和不足。特别是对低收入群体,要加强政策支持力度。市场化和政策化相结合的原则,实际是贯彻公平和效率兼顾原则的一种有效方式。

二是统一性和区域性相结合的原则。全国性的调控政策应该把握总体方向和原则,减少量化指标,应给区域调控留有一定的弹性空间。而区域性政策可以具体细化,应结合区域性经济发展特点,有针对性的制定中长期调控目标。不同地区经济发展存在差别,消费能力和住房需求结构有所不同,应允许各地区房地产市场总量和结构性存在差别,避免“一刀切”。

三是根据消费能力的不同,坚持不同消费群体住房成本差别化调控原则。这是针对目前收入差距、贫富差距扩大的实际情况下重点把握的调控原则。富裕群体应该相应增加住房成本,中低收入群体应努力降低其住房成本,这也符合公平和效率兼顾的原则。

四是坚持个人合法利益得到充分保护原则。前几年开发热和大量的旧区改造中,存在大量土地违法交易与粗暴拆迁,一些城镇甚至存在“动迁化贫民”状况,动迁居民自身合法利益受到侵害,隐含了大量不安定因素。所以,有关调控政策制定,一定要切实考虑个人合法利益的保护问题,这是影响和谐社会的一个重要因素。

五是稳定和发展相结合的原则。有关调控政策既要促进市场发展,发挥市场资源配置作用,带动相关产业发展,使房地产业与其他产业和金融业协调发展。又要维护市场稳定,把稳定作为一项长期任务来抓。避免市场大起大落,产生行业和金融风险。

中长期调控的基本目标应该是市场结构比较合理,多种需求得到有效满足;住房消费和投资比较理性,实现投资和消费的良好循环;价格结构变化和居民需求结构增长相吻合,总体价格上涨应与地区居民可支配收入相吻合,广大群众能逐步改善住房;市场投机成分能有效控制,市场泡沫较少;行业利润率比较合理,不应存在长期行业暴利,房地产业与地方其他产业协调发展,保持各类资本对其他产业特别是高技术产业的吸引力。

### 二、应完善有关立法,增强法律调控和管理市场的力量,逐渐淡化行政调控手段

市场经济中也有计划和调控,这是公共管理的常识。特别是事关民生的公共管理,行政手段更不可缺位。但行政手段属于弥补市场缺陷的辅助手段,具有阶段性调控的特征。长效调控机制必须健全有关法制,逐渐淡化行政手段,以避免政府公共权力运行中“越位”、“缺位”现象。

在最近一轮宏观调控中,货币政策和财税政策介入调解的作用已经加大。我国建立和发展社会主义市场经济体制,一个重要的改革目标,就是从过去国家习惯于用行政手段直接管理经济,向主要运用法律、经济的手段宏观调控经济转变。如税收作为宏观调控的重要手段,通过制定税法,以法律的形式确定国家与纳税人之间的利益分配关系,调节社会成员的收入水平,调整产业结构和社会资源的优化配置,使之符合国



张望,上海银监局副研究员,博士,先后在人民银行上海分行政策研究室和上海银监局政策处工作,主要研究方向为金融中心建设、金融改革、宏观经济金融、货币政策、金融市场等。

●鉴于房地产市场在经济社会发展和社会稳定具有重要影响和作用,我国应着力构建房地产市场长效调控机制,使房地产市场能保持长期和谐健康发展。为此,有关制度设计和政策研究需重视五个方面:有明确的中长期调控原则和目标;完善有关立法,增强法律调控和管理市场的力量;建立配套政策和环境来确保调控政策的长期有效实施;保持房地产业与金融良性互动,使房地产贷款规模和风险能得到有效控制和他管理;加强对房地产市场规律性和前瞻性的研究。

●房地产市场中长期调控的基本目标应该是市场结构比较合理,多种需求得到有效满足;住房消费和投资比较理性,实现投资和消费的良好循环;价格结构变化和居民需求结构增长相吻合,总体价格上涨应与地区居民可支配收入相吻合,广大群众能逐步改善住房;市场投机成分能有效控制,市场泡沫较少;行业利润率比较合理,不应存在长期行业暴利,房地产业与地方其他产业协调发展,保持各类资本对其他产业特别是高技术产业的吸引力。

家的宏观经济政策;同时,以法律的平等原则,公平经营单位和个人的税收负担,鼓励平等竞争,为市场经济的发展创造了良好的条件。

房地产市场涉及到许多方面的利益,涉及到许多方面的工作,行政手段已难以长期担当重任。在房地产市场化管理程度不断提高的情况下,行政调控手段只能是一种辅助的手段,以弥补市场的失效和不足。否则,不仅难以达到预期目标,可能还会带来政策性风险,使市场强行硬着陆。所以,加快完善有关房地产市场调控的法律法规,通过完善行政法规和地方法规,使对房地产市场调控具备制度性保证,以避免有关政策随意性,保持政策的连续性、可操作性和较强的执行力,保持各部门政策配套协调的重要保证,真正发挥调控政策在维护市场健康发展的作用,这是长效调控

机制的根本保障。

我国部分地区一些开发商与地方政府行为不规范,是房地产市场扭曲的主要原因。如在一些地方出现的囤地现象与大宗土地违法案件中,大多数违法主体是地方政府。部分地区城市规划管理部门自由裁量权过大,规划超编,用地透支屡禁不止。而规范政府行为,必须依靠完善的法律法规。立法重点明确政府在市场中的行为,如土地管理、商品房建设规划、交易制度、税收制度、行政处罚、动迁制度、市场信息披露制度等等管理职责,并将针对低收入群体的廉租住房制度纳入地方立法范畴,通过法律制度建立对低收入住房的保障机制。还要特别重视建立专门的房地产消费者保护机制,这是健康和谐的重要标志。要设立和明确专门的机构,建立专门的程序,高效处理房地产市场中消费

者的投诉,切实维护广大群众的利益。

### 三、要建立配套政策和环境来确保调控政策的长期有效实施,使有关措施在实践中具备可操作性

目前房地产市场调控面临的一个主要问题,是有些政策虽然目的很好,但缺乏操作性,或在实际操作中具有随意性。原因之一是市场经济是动态的经济,越是细化的调控指标,越是需要一定的基础性和前提条件。目前,当务之急是要完善个人联合征信体系。完善的个人征信体系,是有效保证调控政策具有可操作性的前提条件,比如界定多套住房,界定中低收入群体等等,这不仅对于控制房地产投资、抑制投机具有实效,而且对防范个人住房信贷风险具有积极作用。其次,是建立透明诚信的市场信息发布机制。使社会各界对房地产市场走势具有可靠判断依据,正确引导市场投资,引导房地产投资和消费。特别是要比较准确地披露房地产开放行业的投资利润率,使政府管理部门、银行和广大居民能及时有效了解整个行业发展状况和风险状况。良好信息披露机制实际具有市场监督的功能,使房地产市场能及时有效接受市场舆论和各界的监督。第三,要建立政府部门和金融管理部门相互之间的长期沟通协调机制,按照职责边界,加强有关问题的磋商协调,统一认识,形成政策合力。四是要着重教育和培育房地产市场理性消费行为,避免超前和超负荷消费对房地产市场过热的推波助澜作用。这是增强房地产市场调控实效的一项重要的基础性工作,也是容易忽视的方面。改善住房是目前广大百姓迫切需要,但住房改善也要一个过程。目前房地产市场过热的一个突出表现,不仅表现在开发投资热,而且还表现在需求过热,特别是一些潜在的需求过早和超前的变为现实需求,一定程度上助推了市场过热发展。所以,在坚决打击投机、炒房的过程中,有关部门要引导居民住房消费的健康发展。要树立多元住房和梯度消费理念,根据实际消费能力,选择买房和租房,逐步实现改善住房愿望。要正确客观看待级差地租、消费结构差距、价格结构差距和总体价格上涨等问题。

### 四、保持房地产业与金融良性互动,使房地产贷款规模和风险能得到有效控制和他管理

由于我国融资资格的特点所决定,房地产开发资金主要来自银行。业内判断,房地产开发企业投资的70%左右依赖于银行。国际经验和教训表明,房地

产市场波动对银行体系具有较大影响。

为此,长效的调控机制必须考虑房地产与房地产金融的良性互动及银行信贷资金的安全问题。房地产市场的调控将分别影响到投资和消费,进而对经济增长和金融稳定产生负面影响。当前房地产市场前景尚不明朗,房地产贷款占比较高,在当前国内资产证券化等金融产品缺乏的情况下,房价下跌可能使房地产市场波动风险高度向银行体系传递。在相当大的自住需求尚未得到满足,相当数量的商品房投资及投机需求将继续存在的情况下,商业银行和监管部门要重视建立和完善房地产风险管理和监管长效机制。

商业银行要建立房地产市场风险的预警机制,加强对宏观调控政策和市场走向的预判。要对房地产市场保持理性的认识,结合当地实际和自身发展优势,科学制定和把握房地产贷款规模和节奏。要按照银监会有关房地产风险管理指引要求,完善各项内控制度,改进业务和风险管理流程,加强各项制度的落实执行,保持较强的房地产风险管理能力。监管部门要鼓励商业银行根据宏观调控要求,结合自身发展优势,加强创新,实现房地产业务的差异化发展。同时,应加强房地产风险信息管理系统建设,特别是一些中心城市的监管机构,应将房地产作为持续跟踪的领域,及时对商业银行提供风险提示。商业银行和监管部门都应不断积累房地产案例,不断丰富风险管理和监管经验,努力维护房地产市场和金融业长期良性发展。

### 五、要加强对房地产市场规律性和前瞻性的研究,为完善长效调控机制提供支持

我国房地产业市场发展时间不长,许多规律和问题还未有效认识和把握,特别是房地产业不仅是经济和金融问题,更是涉及广大群众利益的政治问题。所以,有关部门对房地产市场在我国运行规律和特点还要深入进行研究分析。现阶段除了分析现实问题,研究一些操作性措施外,要创新发展思路,重点研究符合我国国情的政策性房地产与市场化房地产结合的问题。政策性房地产体系不是简单的多造一些经济适用房,多造一些廉租屋,而是作为一项长期性制度,在房地产市场化发展情况下,建立一条能有效解决低收入群体住房的渠道,包括政策性住房支持的对象、住房的流通、住房的规模、融资渠道、住房成本和价格、开发商效益等等,使政策性房地产成为我国住房制度的创新,为和谐社会贡献应有的力量。