

watch | 上证观察家

香港发行人民币债券战略意图何在



□曹红辉

中央政府前不久同意并允许内地金融机构在香港发行以人民币计值的债券，其意义非常深远。这看似是债券市场和人民币业务发展迈出的一小步，却是推动内地资本市场国际化的一大步，因为这是进一步开放内地资本市场的第一步。

与股票不同，债券具有固定收益和风险较低等特点，因而债券作为储备资产的作用也显得更为明显。而且，在人民币升值压力下，如果以港币计值的债券为主导，这样的债券市场恐怕很难担此重任。同样，如果以美元计值的债券为主导，这对希望改变货币错配、吸引内地及区域内的其他经济体的发行主体显然是于事无补的。于是乎，发行以人民币计值的债券便成为一种必然的选择。

然而，这将受到以下几方面的制约：一是目前人民币尚未实

现自由兑换，资本项目还存在着管制。虽然通过“合格的机构投资者”或发行人，资本可以有条件地实现跨境流动，但毕竟内地发行主体还需经过批准方可在香港发行证券融资，内地资本也只有兑换为外汇后才能流入香港，还不能完全自由地在内地和香港之间进行投资或融资活动。

二是香港与内地市场之间存在着明显的利差现象，两地间的套利活动将对内地金融机构和金融市场造成一定的冲击，尤其是对内地商业银行经营与风险管理会产生影响。事实上，外资流入对内地金融市场的影响已经反映在流动性过剩及资产价格定价权上。这与内地的债券发行利率的浮动区间不够，以及没有实现市场化和币值上升预期强化等因素都密切相关。

三是在人民币在香港地区的流

量虽将持续上升态势，但存量却并非如某些人估计的那样大。虽

流入，这将有助于香港地区孕育人民币业务的离岸中心。

五是内地和香港之间的利差及发行成本等因素将直接影响内地发行主体到香港选择发债，短期内恐怕还局限于银行等金融机构，内地工商企业等发行主体恐怕还难以选择这一发行方式和途径。但随着人民币逐步趋于自由兑换，不排除境外其他发行主体将选择以这种方式发行人民币债券，出于管理人民币升值的风险，又会派生出对人民币衍生品的市场需求。这些因素对人民币汇率本身及内地金融市场都将产生重大影响。

六是内地和香港之间的监管协调还存在着一定的落差，反映在缺乏制度化的协调机制、风险预警机制与应急反应机制等方面，目前的政策协调还停留在一事一议上。

由此可见，短期内我们对香港地区发行人民币债券不可持有过高预期，但也不要忽略其影响。所以，我们要提前充分研究各种正反影响，尤其是要预先重视香港人民币债券市场的潜在风险，并将其纳入到中国金融开放的整体战略之中。

（作者系中国社科院金融所金融市场研究室主任、副研究员、博士）

公共财政： 愿意买的单要多买

□陈锐

央视《对话》节目最近播出了对财政部长金人庆的访谈，金人庆说，公共财政的阳光要照到全国十三亿每一个人的身上。我现在想买的单就是能够解决老百姓民生问题的，比如说办教育、义务教育、公共卫生、社会保障、科学技术、加强国防，这种单我愿意买，只要有钱我很痛快。有些单我就不太想买。

西方财政理论认为，所有社会产品可划分为三大类：私人产品、公共产品（包括基础教育、环境保护、科学研究等）和准公共产品（包括高等教育、文化卫生、基础设施等社会效益）。其中私人产品具有效用的可分割性、消费的竞争性、受益的排他性，市场能有效提供。而公共产品则不能通过市场有效提供，必须由政府通过无偿征税、通过公共财政来提供。

我国现在所面临的问题是，财政部部长最想买的恰恰是目前提供尚不充足的公共产品，比如广为诟病的基础教育等等，而财政部部长最不想买的恰恰是增长最快的部门。比如行政费用开支，1978年至2003年的25年间，我国行政管理费用增长了87倍，从1978年的4.71%，上升到2003年的19.03%，而日本这一比重仅为2.38%。至于招待费用、公车、公款出国等浪费现象，更是以千亿来计量。

公共产品和准公共产品的供应不足，在我的表现更为明显，原因在于，我国在国民收入分配中是向政府倾斜的，国民所占比例最小。而在日美等国人均GDP1000美元至3000美元的阶段，居民在国民收入分配中所占的比例是政府的五倍。这就意味着，即便在同样的条件下，我国居民对公共产品和准公共产品提供不足的痛苦感受会远远强于日美等国，相应的，我国居民对公共产品的渴求也更加强烈。倘若财政再被一些“不想买”的领域浪费，必然进一步压缩为国民提供公共产品的资金，导致公共产品的进一步缺位。这正是眼下我国在财政支出方面所面临的首要问题。

导致这一现象的根源在于财政资源分配过程中的透明度和民主性不够，财政的公共特性无法充分体现出来。目前，各级政府和相关权力部门在财政分配中的影响力比较大，而国民的利益诉求无法完整体现出来，这造成政府财权和自由裁量权过大，而民生问题极容易被忽略。要想让公共财政向民生领域倾斜，让公共财政照亮民生领域，就必须提高公共财政的透明度和使用效率，真正做到愿意买的单多买，这既可以加快民生问题的解决，也可以有效防止目前十分突出的政府浪费现象。

坚持正确投资理念真的不容易

□徐洪才

针对当前我国股市行情和基金业出现的变化，中国证监会及时善意地提醒广大基金投资者，要防止三种错误观点：一是把基金当储蓄；二是把理财当发财；三是把投机当投资。一言以蔽之，就是证券市场的投资者应该坚持正确的理念。

世界证券市场发展只有几百年历史，我国证券市场更只有10多年的短暂时光，但是人们在总结正确投资理念方面，确实已经积累了数不胜数的经验与教训，把它们综合起来，就成了今天人们的借鉴。

但是，知易行难啊！

近日里，笔者翻阅了大摩前首席战略官巴顿·比格斯的新著《对冲基金风云录》，听他娓娓道来美国华尔街和对冲基金幕后的一些奇闻轶事，结合最近几个月我国证券市场发生的引起全球关注的轰轰烈烈的事情，使我越来越感到坚持正确的投资理念真的不容易。

不久前某些金融股的价格已经明明白白地严重偏离其内在价值，而承诺价值投资理念、

充当理性投资代言人的一些基金经理们，却成了坚决做多的急先锋。看来，当多数人都失去理性的时候，敢于站出来讲真话，确实需要相当的勇气。想当年，闽东电力88倍PE发行价不正是某些“理性的”机构所为吗？如今中国人寿100倍PE时还敢往上炒的也不仍然是一些“理性的”机构吗？专业机构们尚且如此缺乏定力，中小散户们岂不是更难把持住自己了？这愈加证明了一——坚持正确的理念真的不容易。

常言道，证券市场里没有“专家”，只有“输家”和“赢家”。投资大师们经常教导我们，应该坚持“价值投资”的理念，一般来说这是“正确”的；但有的时候又是“严重错误”的。当“众人皆醉，唯君独醒”时，价格虽然已被高估，而市场仍然气势如虹，这个时候你空仓，那你一定赚不到钱，你还要因此遭人耻笑。但是笔者相信，不管多高的价格终究是要回归到它内在价值的，这是一条颠扑不破的真理。

有一位著名的对冲基金经理，在一个大级别的牛市的中后

期曾经彻夜难眠。他千百次地问自己：该不该放弃价值投资理念呢？终于有一天，抵挡不住诱惑了，他安慰自己说：现在只是第八个回合，杀进去吧。结果，市场却在第九个回合就“功德圆满”了，这位倒霉的家伙从此销声匿迹了！“胜者为王，败者为寇”，也许这家伙真的是活该。比格斯说，对冲基金经理每一个“麻雀变凤凰”的故事，都有至少两三个“麻雀死亡”或“麻雀变凤凰再变麻雀”的故事。看看我国的情况，一年多来的牛市行情造就了一批年轻的明星基金经理，他们是何等的风光！年关将近，一些基金经理凭着自己的业绩向老板开起了价，一时之间跳槽成风，忙得不亦乐乎。但依笔者愚见，这固然反映了目前我国基金管理公司已在考评机制和激励机制上确实存在着某些问题，然而也不能不说从另一个侧面反映了这些年轻的基金经理们在理念上还并不十分成熟。

由此，笔者还联想到不久前出现的基金销售热潮，现在又出现了基金赎回潮。相隔时间是如此之短，两者景象是何等的不

同，又是何等的相似。这充分反映了这些“基民”们还很不成熟的心态。前一阵子，更有勇敢者通过典当融资和住房抵押贷款进入股市的。俗话说：不要轻易卖出手里的东西，否则不是归还，就是进班房。比格斯认为，市场通常缺乏效率，原因之一就是做空者较少，空头往往承受着更大的压力，与做多者相比，做空者更经常地处于不安和紧张之中。我觉得，比格斯的精辟分析对于下一步我国证券投资者参与融资融券和股指期货交易都有一定的启发性。

市场一跌，就发牢骚、就骂娘，甚至指名道姓地指责不同看法的人。笔者认为这这不是一个理性投资者应有的表现。实践是最好的老师。笔者相信，这一次的市场调整不仅不会改变我国证券市场的基本走向，相反还有利于夯实市场长期走牛的基础；更为重要的是，我国第四代证券投资者队伍将会因此逐步成熟起来，这无疑是大家都愿意看到的最大成果。

（作者系首都经济贸易大学证券期货研究中心主任、金融学教授）

民族中药之困需要政府帮助解决

□王平

近日，2006年度中国医药最具影响力十大事件正式揭晓，天津天士力诉东莞万成“养血清脑颗粒”发明专利侵权案胜诉入选其中。

2005年3月，天士力公司发现东莞万成制药有限公司上市了同名的养血清脑颗粒药，不仅同名，同组方，配比也完全相同，遂将其告上法庭。2006年12月18日，北京高级人民法院终审判决：东莞万成公司自判决之日起立即停止假销售行为，至此，这一长达19个月的知识产权诉讼以天士力的终审胜诉而结束。

专家认为，这是我国中药产业领域知识产权侵权案首例由法院判决原告胜诉，它标志着我国中药知识产权保护取得了新进展，同时也说明中国企业的知识产权意识正在与时俱进。

但是，仿制依然是中国制药企业挥之不去的梦魇，缺少创新与核心专利的中国制药企业，正面临着来自国外越来越大的知识产权压力。与此同时，我国医药专利申请依然滞后，甚至就连起源于我国，并在我

国发展成熟起来的中药，在专利方面也被国外抢先。国家知识产权局此前公布的数字显示，目前中草药国际市场上，日本和韩国已经成了绝对的赢家，品种占80%~90%，其次是美国和德国，而中国的制剂在国际市场仅占3%~5%，在中药专利方面，我国的空间实际上正在被外国蚕食。

这里面有几个重要原因。其一，我国对专利权的保护力度还不够强大。以天士力诉东莞万成的案件为例，在一审判决中，天士力败诉。原因在于，被告万成公司认为自己的组方属于公知技术，不构成对原告专利权的侵犯，而天士力当时又无足够证据证明两者的差异，从而导致败诉。

随后，原告天士力特意邀请北京中医药大学的权威专家组成员组成专家组在小动物身上进行对比研究试验，证明原告专利技术对压力所致疼痛的镇痛作用显著强于公知技术，最终取得胜诉。这说明，我们相关企业的维权成本太高，而且，维权结果的不确定性太大，我们在知识产权保护方面需要进行完

善，确保专利企业的知识产权不被侵害，从而鼓励我国企业积极创新，申请自己的专利。

其二，我国对中药的扶持力度还不够。近年来，中药在我国受到的重视不够，有边缘化倾向，甚至不断有人提出要废除中医，这成为制约我国中药业发展的一个重要原因。而日本的中药之所以发展迅速，与政府的扶持密切相关。

以韩国为例，1951年10月，韩国政府颁布国民医药法令，规定东医（即我国中医）和西医享受同等待遇。1994年8月韩国政府资助建立东医研究所。1998~2010年期间，韩国政府斥资1.6亿美元用于中药药品的研究与开发。1998年5月1日起，韩国全面开展中医标准化研究。

对中药的标准化要求，使韩国中药在质和量两个方面都得到了提升，相同等级的药品经标准化以后，售价是我国同类产品的数倍，像参类产品韩国的单价达到了中国的25倍。标准化同样也加快了韩国中药专利申请步伐，远远走在了我国前面，而我国作为中药的发

源地，中药产品出口只能以食品、营养品、食品添加剂等身份出口，制约了我国中药产业在国际市场上的影响力。

其三，我国企业自身的专利意识淡薄，尚未走出仿制的局限。我国制药业很长一个时期靠仿制发展，但在知识产权保护日益强化的今天，仿制已经死胡同。由于中药专利申请需要弄清具体的化学结构，费用也比较高昂，我国企业在这一方面的积极性不足。相关数据显示，2002年，中药领域的国际申请仅占国内中药申请总量的0.6%，国内99.4%的中药没有申请国际专利，这等于将需求量越来越大的国际市场拱手让出，就连美国这样的没有中药传统的国家，在专利申请方面如今也排到了世界第三，其中的差距值得我们企业反思。

中药曾经使我们这个民族深深受益，无论从医学的发展前景还是从中药产业的发展前景来看，政府都应该采取有效措施，扶持中药业的发展，使民族中药和与之相伴的我国传统文化，能在世界上产生更大的影响力。

voice | 上证名记者

风险提醒何以导致股市大跌



漫画 刘道伟

□时寒冰

最近，股市连续几天的狂跌，使沪深两市的市值在一周缩水了1万亿元。2007年1月开户的许多新股民和新基民在被套的同时，真切地感受到了资本市场的风险到来时的突然和冷酷。

许多被套新股民和新基民把怨言撒在了此前认为中国股市存在严重泡沫的谢国忠、罗杰斯等人身上，因为这次调整所造成的实际损失令他们隐隐作痛。那么，此次股市下跌果真是罗杰斯等“乌鸦嘴”的惹的祸吗？

由于宣告风险导致股市暴跌的例子早已有之。1929年，美国股市处于疯狂上涨状态，人们蜂拥入市。9月5日，罗杰·巴布森在一个午餐集会上说：“或早或晚，一场股市的崩盘将会来临。”他因为这句话名垂青史。美国股市“飞流直下三千尺”，到1932年9月5日那天跌到了历史最高点下跌了整整89%。有人把罗杰·巴布森称为史上最强的“乌鸦嘴”，有人称他为大预言家。

同样的一幕在2000年重演。1999年底至2000年初，美国股市牛气冲天，到2000年3月其市盈率已达45倍。当人们由于狂热忽略风险的时候，美国耶鲁大学的经济学家罗伯特·希勒教授出版了《非理性繁荣》一书，指出美国股市存在泡沫。两个月后，美国股市大跌，有人当然不忘把“乌鸦嘴”的桂冠戴在他头上。

“乌鸦嘴”真的可以打翻股市吗？不然。罗杰·巴布森在股市崩盘之前的两年中，一直在不断重复他的预言，但直到1929年9月5日那次才开始真正发挥作用。

市场一跌，就发牢骚、就骂娘，甚至指名道姓地指责不同看法的人。笔者认为这这不是一个理性投资者应有的表现。实践是最好的老师。笔者相信，这一次的市场调整不仅不会改变我国证券市场的基本走向，相反还有利于夯实市场长期走牛的基础；更为重要的是，我国第四代证券投资者队伍将会因此逐步成熟起来，这无疑是大家愿意看到的最大成果。

（作者系首都经济贸易大学证券期货研究中心主任、金融学教授）

□贾国文

最近一段时间，市场几乎众口一词地认为人民币升值将导致银行股和地产股大幅升值，因而对银行股和地产股大肆炒作。若不是央行提高存款准备金率以加大流动性的调控力度和国务院出台清算土地增值税的规定，银行股和地产股的炒作还不知要到何时才能结束。然而，笔者一直未搞明白人民币升值是怎么导致银行股和地产股大幅升值的，尤其令人失望的是笔者始终没有看到任何令人信服的合理推理。

从短期看，在人民币升值的大背景下，由于进口所需支付的外汇数量下降和出口由于以前的合同还在执行等原因，将导致国家外汇储备比以前增长得更快，经济活动增加，人们的收入也随之增加，银行的坏账下降，因此，人民币升值在短期内对银行股和地产股的影响是正面的、积极的。

而从长期来看，结果则大不相同。大家都知道，人民币升值将使我国国内的产品价格在转换为外币标价后价格提高，它直接降低了我国产品在国际上的竞争力，其必然导致出口下降，国内的经济活动也会随之收缩，其结果必然是人们收入减少，银行坏账会增加，银行股和地产股的价值将会大打折扣。所以，人民币升值对银行股和地产股的长期影响将是负面的、消极的。

这就是倒过来的有名的“J”效应。另外，出口下降在我国还有以下几个诱因，一是我国对美国的贸易顺差过大，出口不再降下来将使两国贸易摩擦升级，甚至导致贸易战；二是

（作者为中国民族证券公司研发中心CFA）