

■乱弹



◎周洛华
国泰君安投资管理股份有限公司
并购部副总经理
上海大学金融学副教授

世界各国股市从发展到成熟都经历了3个阶段,这三个阶段分别是:正股的多空交易,正股的对冲交易,权证的对冲交易。我国沪深股市目前处于第一阶段向第二阶段过渡的过程中,最近的巨大波动就是这个阶段的显著特征。

具体来说,在第一阶段的股市上,投资机构纷纷出台报告预测某个股票要涨,投资人据此买入某个股票,持股待涨。而当所有的股票都已经被充分发掘价值之后,股市已经对上市公司给出了

楫至中流转道难

——我看当前沪深股市

至少是合理的定价,这样的操作就不能给投资人带来收益了。在第二阶段,投资人面对已经充分估值的股票应该怎样操作呢?举例来看,投资人认为宝钢比武钢更有竞争力,但是无法确定宝钢和武钢现在的价格是否被低估,那么投资人就做做空宝钢,做多宝钢,形成一个对冲。如果未来股市上涨,宝钢涨幅超过武钢,投资人就盈利;如果未来股市下跌,宝钢跌幅小于武钢,投资人也盈利。这就是对冲交易策略。在第三阶段的股市上,正股对冲的交易策略也不能实现盈利了。投资人只能通过权证对冲来盈利。举例来看,宝钢和武钢预计涨幅差不多,没有对冲正股的可能,但是,如果投资人预测宝钢股价将大幅度波动,而武钢则保持将平稳,就可以

做空宝钢的权证,做多宝钢的权证,即便到期日宝钢和武钢股价涨幅或者跌幅相同,仍然可以赚取股票的波动幅度差。从赚取正股涨幅,到赚取正股涨幅差,最后到赚取涨幅波动差,这是世界各国股市走过的路。我国股市也不会例外,我们正由第一阶段向第二阶段过渡,而美国股市则处于第三阶段。他们的衍生交易很发达,而正股交易则很平稳,因为正股已经稳定在合理定价水平上了。沪深股市最近的大震荡,根本原因是没有各种衍生金融工具,正股的风险无法通过权证和期货等工具在日常交易中释放,只能一次性地用矫正过正的方法来纠错。

工具已经不能体现如此庞大公司的真实价值了。我们需要一个多维的,立体的估值体系,其中包括正股,正股期货,融资融券,一系列行权价格不同的、连续到期的做多或者做空的权证,以这样一组金融工具来表达其真实的价值。一个消息传来,可能正股股价没有变动,只能影响某一款三月到期认沽权证的价格,这时,正股的价格就稳定了。因此,我们需要更多的交易工具,防止所有的消息都由正股来表达,这样就不会出现暴涨和暴跌的行情了。

沪深股市本轮行情从1000点起步升至3000点附近,已经不存在明显的投资性机会,而只存在交易性机会。我不能预测中国牛市会持续多久,我只能预测中国资本市场将沿着这条道路

继续发展和前进。所不同的是,我们不能再简单地依赖宽松的资金和优惠的政策来赚钱了,应该相应改变投资策略,逐步从投资性的交易策略转向为对冲型的交易策略。

我曾经做过这样一个实验,在做空华能的同时做多长江电力,这个对冲组合在过去一年里,除了华能股改那一周外,都产生了盈利。如果沪深300指数期货,同时按照指数的权重配比,买入各个板块的龙头公司,

总计做多招商银行(以招商银行替代整个沪深300指数中的银行板块)等8个股票,这个策略从2007年初至今,已经有40%的盈利。这个对冲的核心思想就是做空沪深股市的差公司,同时做多好公司,这样我们就不用关心中国股市的涨跌,转而关心具体公司的经营情况了。

市场发育到一定阶段,一定会按照自身的规律前进。我们不能改变市场发展的轨迹,只能相应调整自己的交易策略以适应新变化。

■彼岸

开启伊拉克重建之门的新法案



◎袁晓明
管理咨询顾问,专栏作者
现居美国达拉斯市

伊拉克政府内阁2月26日终于就《石油和天然气法》达成了协议,并将此法案送交伊拉克的议会审阅。在议会通过后,该法案将成为新伊拉克的石油和天然气利益的分配法律。伊拉克总理说,这个法律是国家重建过程中的一个里程碑,它将让所有的伊拉克人享受到公平的石油和天然气利益分配。原本按布什政府的意思,伊拉克政府去年就应该提交这份法案,可利益相争以及持续不断的暴力事件导致了这个法案的难产。

伊拉克是一个由什叶派、逊尼派、库克族人组成的国家,什叶派在伊拉克占60%的人口,逊尼派占20%,库克族占20%。萨达姆时期,逊尼派占上风是因为萨达姆以专制手段统治伊拉克,萨达姆被推翻后,在民主选举产生的伊拉克政府中,什叶派占据优势,在新法规和政策的制定上,什叶派自然得到更有利的条件,这就是为什么《石油和天然气法》难产的主要原因之一,也表现出一些暴力事件背后有利益之争的动机。当今逊尼派在选票上不占优势,并由优势派转为劣势派,一些逊尼派人士便希望通过暴力来抑制什叶派政府的权力,但从另一方面来讲,伊拉克政府需要保障所有的伊拉克人的权力和利益,粉碎经济利益纠纷作为暴力动机的借口,以借此表明可以通过民主程序争取平等的权益。此次提交交人头分利的石油法案,无疑显示了伊拉克政府在石油利润分配上要达到公平的决心。

白宫之所以一直在施压,逼着伊拉克政府尽快出台《石油和天然气法》,就是因美国人知道,不管美国派出多少军队,不可能在伊拉克取得长期的稳定与和平,只有伊拉克人自己选择和平,并取得伊拉克下的民主制度。对于有几千万人的伊拉克来讲,每天爆炸一颗炸弹是不容易,美国有多少军队也控制不住,除非再回到萨达姆的独裁、高压制度,但那是伊拉克人不愿意的。只有当伊拉克的各派觉得自己的利益会得到相对公平的保障,暴力事件定会减少,这是什叶派为主的伊拉克政府所面临的挑战,他们必须对所有伊拉克人显示公平。最新的民意调查显示,尽管当前仍然充满暴力事件,但大多数伊拉克人支持推翻萨达姆政权。据《纽约时报》报道,对于此次伊拉克各派就《石油和天然气法》达成协议,美国驻伊拉克大使做出了很大的贡献,尤其是如果没有美国大使的说服,库克族难以接受这样的方案。

可以预见,如果《石油和天然气法》能够尽快获得通过并能顺利执行,伊拉克的局势更有可能趋于稳定。因为无论如何,对于千千万万的伊拉克家庭来说,最根本的是,他们需要一个好的生活,希望从石油这样的国家资源上得到公平的分配。除了石油和天然气分配,如果伊拉克政府能通过民主的程序,在其他方面也能出台公平的政策和法规,一个和平、民主的伊拉克就并非奢望。不管伊拉克人对美国的人侵有什么样的看法,有一项相对公平的石油利润分配法律,也要归功于推翻萨达姆那派的独裁政府。萨达姆统治的时期,所有的石油收益都是属于萨达姆和他的党派,他本人就侵吞了数百亿美元的石油收入,当时的伊拉克人不可能得到对石油收入有相对公平分配的权力。

年初,布什在宣布向伊拉克增兵时就说,除了用武力打击恐怖活动外,美国政府更需要在政治和管理上帮助伊拉克政府,派出一些文官前往伊拉克工作。世人希望在美国帮助下出台的《石油和天然气分配法》是一个好的开端,今后可以有更多经济上的政策、法规让伊拉克人看到一个和平共处的目标,同时,伊拉克的石油资源也能为世界经济做出贡献。另据报道,按伊拉克《石油和天然气法》,外国石油公司与伊拉克合作开发,目前就有来自美国、中国、俄罗斯的石油公司对伊拉克石油合作开发和加工表示了合作意向。因此,伊拉克的《石油和天然气法》,也将进一步打开国际合作的大门,也为伊拉克人增加财富。



■直言

低工资陷阱

工资的高低本来是劳动市场供求双方自主决策的事,似乎不应该在此指手画脚。标准经济学理论给出的画卷似乎很美好、很和谐:企业追求利润最大化,劳动者追求效用最大化。双方在劳动市场上交易,最后实现均衡工资水平。在这个工资水平下,交易双方达成了目标,也就意味着社会达成了最优化目标。这便是亚当·斯密“看不见的手”的思想的再现,工资作为一种劳动市场的价格机制把劳动要素配置到最有效的地方。

如果一个经济体中出现了普遍的相对低工资现象,有问题吗?当然没有。因为只要劳动市场是充分竞争的,低工资就是有效的结果。导致低工资的原因可能是劳动市场上供大于求,供给方的竞争导致工资水平的下降;劳动要素自身的质量和现有的低工资水平相匹配,等等。文章写到这,看起来可以结尾了。且慢,我还是要问,为什么会低工资?

低工资这一说法本身会引起歧异。什么才算低?理论上只有均衡工资和偏离均衡的工资,没有高和低的说法。我在这儿用低工资一词,只不过是借助这个词来说明一个事实:相对于我国经济增长速度来说,我国劳动者的工资水平上升太慢,导致宏观上看,相对于财富总量的增长来说,工资水平偏低。这算是在这里给低工资一词的临时定义吧。当然,还是存在一个争议,即宏观上相对偏低的工资水平可能是和劳动对经济增长的贡献相一致,低贡献低收入。这一观点有很多理论和证据支持。樊纲和王小鲁等人以前就研究过,发现我国的经济增长主要来自资本的贡献,劳动的贡献比较小,人力资本的贡献就更小。可见,活该资本所有者有钱,谁叫他们对增长的贡献大呢?

然而,这种结果是不正常的!国外的经济学家通过对发达市场经济的经验研究发现,对经济增长带来主要贡献的不是资本,而是劳动(含人力资本)和相关联的技术。这问题就来了,为什么会低工资?实际上等于在问:为什么我国经济增长中劳动及其相关因素的贡献较小?一些经济学家总是津津乐道于比较优势说,把中国的未来经济增长继续押在低要素价格这个宝上,以为低廉的劳动力和资源能够把中国变成一个经济巨人。实际上这不过是一厢情愿。恰与许多地方政府招商引资的心态一样,以为给足优惠政策,就能吸引来凤凰。殊不知还有那么一句俗语:便宜没好货啊!只有金贵的梧桐树,才能引来金凤凰。

最近一些学者已经发现低工资的诸多问题。世界银行最近发表了一份报告,认为造成中国消费长期低迷的症结不是老百姓热衷储蓄“不愿花钱”,而是工资水平跟不上经济发展速度。该报告显示,对中国而言,把工资水平作为衡量居民收入的指标,其在经济指标中的比重呈现持续下降态势,已经从9年前的53%下降到去年的41.4%,远远低于美国57%的水平。另有研究文章指,和印度相比,我国的

◎周业安

中国人民大学经济学院教授、博导

工资增长速度远低于GDP的增长速度,工资在GDP中的比例呈明显的下降趋势:1980年时为17.1%,1998年时为11.7%,到2003年的时候下降到12%。最近几年,始终在12%处徘徊,没有达到13%。

低工资绝对不是仅仅影响内需。在我看来,低工资实际上为未来的中国经济成长挖了一个陷阱,在这个陷阱中,貌似繁荣的经济可能缺乏跳出陷阱的动力。果真那样,持续的衰退将不可避免。这是一个非常悲观的预测,而实现这个预测的正是我们自己。我想要说的是,做出这个预测决不是胡言乱语,而是基于这样一个事实:低工资的经济实际上是低质量的经济,也是很容易被模仿和复制的经济。一旦参与这种经济模式的经济体增多,那么经济体之间竞争的日趋激烈就会不断稀释原先就不丰厚的利润,直至无利可图。从最近几年看,周边国家和地区以及其他一些欠发达经济体都开始复制中国的发展模式,激烈竞争的最突出恶果就是资源枯竭,一旦资源危机加剧,这个经济体也就失去了活力。过去的教科书总是说我国地大物博,现在恐怕没几个人敢这样说了。

低工资的通俗说法就是劳动力不值钱。而劳动力不值钱的直接后果就是给未来经济增长设置了巨大的障碍。资本对我国经济增长的巨大贡献说明什么?只有一个合理的答案,那就是用资源铺路。通常的说法就是粗放型增长或者外延型增长。说白了,就是败家子经济。以人力资本和技术为主导的经济和以实物资本为主导的区别就在于此。前者注重自身能力的提升,以此来不断创造价值;后者则是把家传的宝物拿去典当,直到身无分文。

不同的经济模式和工资水平有关系吗?当然有,道理很简单,在人力资本和技术主导的经济下,工资水平肯定相对较高,这不仅在于劳动力对增长的贡献大了,更重要的是劳动力能够获得额外的租金了。低工资模式是无法实现这种增长的。原因在于工资背后的激励。工资水平偏低,一方面劳动力无法更多地对自身投入,也就无法通过更多的学习来实现知识积累,这就相应的降低了新知识创造的可能性。因此,在低工资经济中,创新总是薄弱的。另一方面,低工资会给劳动力造成不合理的预期,认为人力资本投入是不划算的,这就直接导致现有的劳动力不愿意为后代更多地投资,比如现在大学生起薪低的直接后果,是导致农村劳动力对后代上大学投资的弱化。结果,低工资会引导整个经济步入缺乏知识积累和创新的路径中。

低工资经济正好反映了我国企业的现状:不依赖创新来创造价值,更多地还是通过实物资本来获得发展动力。但随着竞争的深入,这种发展模式最终会掉进死胡同。

■买房者说

经济适用房在拷问谁?

一味怂恿租房居住有欠妥当,虽然商品房供需矛盾因此略会缓和,却好比将千万人往一条死胡同里引,房屋租赁市场届时租金大涨,价格灾难再次显现,租房人又会不堪重负,讨不到一丁点儿便宜。至于推行经济适用房建设,似乎也非明智之举——有识之士说了,穷人从来没有获得过经济房,住在里面的都是些富人或有产者。

单就这一条,自有理由否定经济适用房的扶贫济困功能。经济学家因此耿耿于怀,每每呼吁改革该项制度。一些与开发商关系密切的学者则来得更加干脆,三天两头跑到报社、电视上去大声挞伐、大做文章,炮轰了不知几多回,建议予以废止,由“补砖头”改为“补人头”,政府按人头发放补助款,让大家都去开发商那里买房。

鉴于上期本栏已谈到诱导人们租房居住的不妥,这里进一步谈谈经济适用房建设。如果说改革经济适用房建设有几道道理,鼓吹废止则和诱导人们租房一样,依我看,这提议本身包含某种不为人知的阴谋。须知,政府就算不计财力发放现金补助,也不可能补得足足的,让大家都能全额付款毫不吃力地一口气买房子,往往在首付之外还需向银行大笔借钱,或四处举债。其结局呢?开发商的市场越来越壮大,利润越来越丰厚,房子不愁卖,钱袋填不满。一些学者爱走极端,赞许之事必极力拥护,反之则往往毁谤过甚。因之出现废止经济房的意见。看到穷人住不上,就认为要不

◎章剑锋

厦门大学
不动产金融研究中心研究员
香港财经文摘杂志高级记者

得,一旁干着急,出来发议论也很是感情用事。岂不知如此一来会造成更糟糕后果:把市场全部变成商品房的天下,给开发商控制市场提供强有力的支撑和帮助。

草率倡议废除一种保障制度要不得。主张废止经济房的人在发起之前,就已经弄错了批判对象,误以为是经济适用房制度出了问题误了事。打开国务院自上世纪八十年代以来的任何一本关于推进住房体制改革的文件,建设以“经济适用房为主的多层次城镇住房供应体系”被写得明明白白,经济房建设成本构成、开发企业利润上限都被明确界定,务使经济适用房价格与中低收入家庭的承受能力相适应。怎么不问为何这样一项用意良好的制度会产生那么多矛盾和疏弊?

再好的制度也需要人去主持,人是重点,是人决定了制度的优与劣,有用与否。一项好的制度交给缺乏公益心的人去办,再好的制度也会被弄得面目全非一塌糊涂,这怎么行呢?反之,一项再不好的制度交给好人去做,也会被修正得井井有

■杂拌儿



◎张晓晖
中银国际证券金融分析师
现居天津

有个故事说,一个老人要考几个儿子的智慧,便让他们各自找一些尽可能便宜的东西,把一间房子装满,大儿子用谷子装满了一间屋,二儿子用棉花包填满了一间屋,小儿子则划了一根火柴,一下子黑暗的房子亮了起来,光明充满了整个房间。小儿子无疑是智慧的,有时候缺少的仅仅是一根火柴而已。

最近媒体报道了对浙江泰隆商业银行的故事,称其为中国版的“穷人银行”。泰隆专做小额贷款,100万以下的贷款业务占到90%以上,不鼓励员工做500万以上的贷款业务,节奏“短频快”,很能为小工商户解燃眉之急。目前运作得很好,贷得出去,收得回来。

有时候只需要一根火柴

泰隆做“小”成功,是因为找到了市场需求,同时良好地运用了个人信用。由于贷款额不大,有效防止了一些人恶意骗贷的风险。当金钱的重量不超过脸面的时候,人就会选择遵守游戏规则,由于泰隆在一个低风险区玩儿游戏,与企业大额贷款相比,个人信用反而更可靠一些。毕竟,企业的脸面是法人的,不是法人代表,法人代表则有可能会滥用这张脸,来实现个人的利益诉求。

小而言之,泰隆在市场上找到了空隙,据此构建了独特的生存模式和盈利模式,避开大银行抢大客户的红海,找到了一片适合自己生存、发展、壮大的蓝海;同时,为小工商户提供了支持,实现了双赢,这应该称得上物质文明精神文明双丰收吧。

大而言之,我国贷款的格局存在着明显的失衡,好企业不需要贷款,差企业银行不敢给贷款;有些大客户拿了巨额贷款就成了爷,敢贷款敢不还,抓人的时候银行还嘀咕,怕人进去了,贷款就成了死账,小客户需要钱却

拿不到贷款,想做孙子都不可得;穷人多,个体工商户五年减少810万,虽然原因很多,但对草根经济的金融忽视是一个重要原因。尤其是对穷人来说,救济绝不是扶贫的好办法,因为救济吃不完一抹嘴,就完了,而贷款则意味着责任与义务、压力与动力,给人带来活力与生命力。

记得国外曾有一个调查,问“你最想得到什么”。出乎意料的是,大部分人的答案不是财富,而是公平。给人以公平的发展机会,是一个社会获得发展效率的基础。奇怪的是,我们这边经常有一些论调把公平和效率对立起来,似乎要效率就不能要公平。实际上,没有公平的效率不可能健康,也无法持久。

泰隆的成功尝试很大程度上源于地域的优势,江浙一带草根经济原本就相对发达,而个人信用也比较健全,这为泰隆的实践提供了良好的土壤。这种模式能不能推而广之?能否放之四海而皆准?同样是一根火柴,不是还有一个“卖火柴

不好,喜欢把作物种植到自认为良好的和有价值的山地或滩涂上去,以此来改良生产,这种尝试同样会因为农民自身的懒惰和不务正业而宣告失败。

那些主张废止经济房的人,不从执行制度的人那里找原因,反而怀疑和责怪起推行了20来年始终不改初衷的经济适用房制度,这何其要命?如果认为废止经济房就能使人们居有其屋,那不妨改行现金补助制度好了。可是,这会让大家希望看到的公平结果吗?把经济适用房制度从那些具体办理人手中拿掉,再将现金补助制度送入这些人手中,这种做法明显透着傻气。要问,如果像直接供给低收入者的现房一样,这些现金最终又流入富有者或掌权者的腰包,或者被生生截留,怎么办?那时候是不是又要考虑换另一套制度来取代?

可以预见,如果《石油和天然气法》能够尽快获得通过并能顺利执行,伊拉克的局势更有可能趋于稳定。因为无论如何,对于千千万万的伊拉克家庭来说,最根本的是,他们需要一个好的生活,希望从石油这样的国家资源上得到公平的分配。除了石油和天然气分配,如果伊拉克政府能通过民主的程序,在其他方面也能出台公平的政策和法规,一个和平、民主的伊拉克就并非奢望。不管伊拉克人对美国的人侵有什么样的看法,有一项相对公平的石油利润分配法律,也要归功于推翻萨达姆那派的独裁政府。萨达姆统治的时期,所有的石油收益都是属于萨达姆和他的党派,他本人就侵吞了数百亿美元的石油收入,当时的伊拉克人不可能得到对石油收入有相对公平分配的权力。

年初,布什在宣布向伊拉克增兵时就说,除了用武力打击恐怖活动外,美国政府更需要在政治和管理上帮助伊拉克政府,派出一些文官前往伊拉克工作。世人希望在美国帮助下出台的《石油和天然气分配法》是一个好的开端,今后可以有更多经济上的政策、法规让伊拉克人看到一个和平共处的目标,同时,伊拉克的石油资源也能为世界经济做出贡献。另据报道,按伊拉克《石油和天然气法》,外国石油公司与伊拉克合作开发,目前就有来自美国、中国、俄罗斯的石油公司对伊拉克石油合作开发和加工表示了合作意向。因此,伊拉克的《石油和天然气法》,也将进一步打开国际合作的大门,也为伊拉克人增加财富。

卖火柴的小女孩划着了一根又一根的火柴,点燃了一个又一个的美丽幻想,但太阳升起的时候,她冻死了。如果泰隆做大了,会怎样呢?草根金融如何正常地发展?如何避免孙大午的事件再演?倒是值得深思的问题。

在民间信用不尽健全的地方,能不能发展草根金融?究竟是民间信用催生了草根金融,还是草根金融健全了民间信用?这种因果循环就像这样一个思辨逻辑,究竟是气候保护了森林,还是森林改变了气候?

当针对优质客户的竞争白热化之后,其他银行会不会发现民间小额这一片蓝海?小工商户是不是另一种意义上的优质客户?草根金融是不是一片值得精耕细作的土地?阿基米德说过,给我一根杠杆,我能够撬动地球,草根金融不是一根撬动经济发展的杠杆吗?如果点燃了这根火柴,会带来几许光明?泰隆带来的启示可能很多。