

# 专栏 Column

责任编辑:沈飞 美编:蒋玉磊 2007.4.6 星期五  
邮箱:flyhow@ssnews.com.cn 电话:021-38967626

■ 内外

## 全球瞪大眼睛看 中国外汇投资公司亮相

自中国宣布组建国家外汇投资公司的消息传出后,全球市场的各方投资者都伸长了脖子在等候下文,并为之而躁动不安、喜忧参半。喜的是中国国家外汇投资公司在运营初期必然会以多头的形式出现,2000亿美元的投资规模将带来整个市场向好;忧的是如果该公司秘密调整资产组合,一旦投资者不能跑在该公司之前行动,那么自身很可能遭受损失。在国际上,也有人担心中国政府可能利用国家投资公司来实现政治目的。国家外汇投资公司是杀伤力十足的“虎鲸”还是性情温和的“蓝鲸”,是仍在封闭的游泳池中戏水还是已经悄悄潜入深海,这在全球范围内引发了广泛争论。

张明  
中国社科院  
世界经济与政治研究所博士

为国家外汇投资公司进行股权投资非常必要,原因在于:第一,持有股权投资可以帮助中国政府对冲很多类型的风险。例如,通过购买埃克森-美孚、BP、壳牌等公司的股票,有助于对冲国际原油价格上涨的风险;再通过购买房地产信托投资基金(REITs)的股票,有助于对冲大量持有股票和债券的风险;第二,国家外汇投资公司的股票投资是长期持有而非短线炒作,只要股市处于上升周期,这种投资策略能够在很大程度上避免损失。

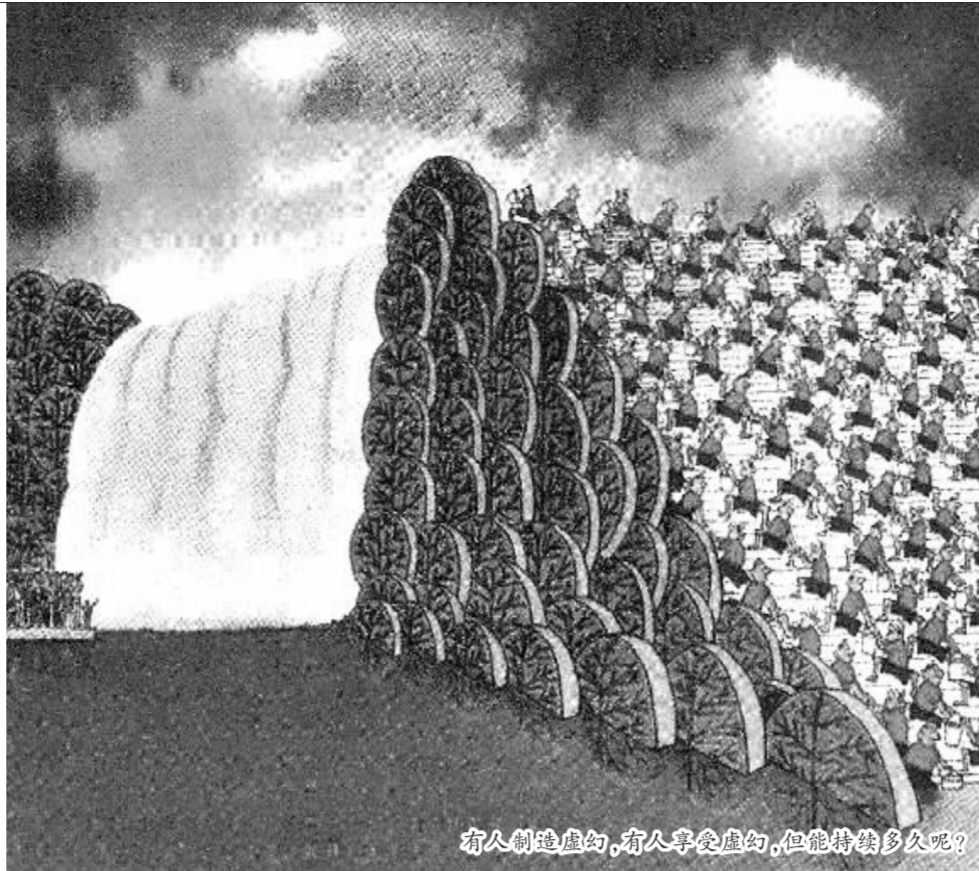
温家宝总理在政府工作报告中直言中国的对外投资太少,财政部部长金人庆把国家外汇投资公司解读为中国的淡马锡,这表明中国政府希望通过国家外汇投资公司来增加对外直接投资,尤其是对外国企业的股权投资。从淡马锡参与中国建设银行和中国银行的海外上市过程而赚得盘满钵满可以看出,战略投资行业的回报率是非常高的。而且鉴于中国国家外汇投资公司的独特背景,它作为战略投资对象的深入了解和对未来行情的准确判断,对于国家外汇投资公司这样的新进入者而言,需要较长时间来熟悉市场和培养挑选企业的眼光;其二,正是由于国家外汇投资公司独特的政府背景,对发达国家某些战略性行业股权投资时必然会遭遇很大阻力。

中国是一个需要源源不断地进口初级产品和能源的发展中大国,因此全球初级产品和能源价格上涨将会显著恶化中国的贸易条件。通过国家外汇投资公司的投资来削弱或对冲价格上涨造成的福利损失,也是国家外汇投资公司成立的目标函数之一。对此笔者的建议是,在尚无法准确判断国际初级产品和能源市场的未来行情时,直接购买或参股供应商(矿藏或油井)的做法优于建立战略性储备。因为在高价基础上建立战略性储备非常不明智。

综上所述,至少在成立初期,国家外汇投资公司的投资策略必然是稳健和谨慎的,其行为更多的为顺势而为而非逆势炒作,因此不会给国际金融市场造成严重冲击。除了因为缺乏投资经验的新进入者外,还因为作为一个韬光养晦且平平稳稳的发展中大国,中国政府是不会让国家外汇投资公司去扮演“量子基金”、“老虎基金”之类金融巨鳄的角色。

除国债之外,国家外汇投资公司在固定收益证券方面的选择还包括机构债和企业债,其中尤其值得考虑的是美国国内的住房抵押贷款支持证券(MBS)。目前MBS已经成为美国债券市场上最重要的投资品种,是机构投资者分散投资组合风险的重要选择。购买信用评级为AAA的机构债和企业债,能够在不显著提高违约风险的前提下拓宽国家外汇投资公司的资产组合。

国家外汇投资公司进入外国股市,必然会显著改变那里的多空力量对比并加剧股价波动。由于缺乏投资经验,公司投资初期的行为很可能为投机者所利用。但是笔者认



有人制造幻觉,有人享受幻觉,但能持续多久呢?

■ 人在基金

## 警惕:基金多重“幻觉”

经济活动中常有各种各样的“幻觉”,最有名的应该是“货币幻觉”了。美国经济学家欧文·费雪于1928年提出的这个概念,是指人们只是对货币名义价值作出反应,却忽视其实际购买力变化的一种心理错觉。它告诉人们,理财的时候不应只把眼睛盯在商品价格的升降上,而应更多去把握“钱”的购买力、“钱”的潜在价值上。如今,发展中国家一而再、再而三地以高利率吸引外资,则大半是因为有了“起飞幻觉”;以高利率吸引外资,不仅微观上银行或企业获得了大量资金,而且宏观上国家取得了极高的GDP增长率和央行外汇储备的大量增加。

高利率举债为什么可行呢?那是因为发展中国家在经济起飞初期,由于劳动力和土地价格较低,所以其利润可能较高,因而承受得了高利率。但是,到了起飞后期,对比已经提高的成本和降低了的利润率,过高的利率就变成了自定的高利贷。显然,这个“幻觉”也持续不了多久。

想想看,我们一些地区吸引外资、外地资金的优惠政策,是否也存在与此异曲同工的地方?

其实在投资于基金的经济活动中也存在类似的“幻觉”。这种“幻觉”使得大众投资基金时会产生一些认识和实践中的偏差。

去年我国证券投资基金业有史以来最大面积的优秀业绩所引发的财富效应,迄今仍未消退。基金发行100亿封顶、限时限购“比例配售”等措施上不难看出非理性炒作的热情。在滚滚热浪中,应该说很多人对基金的认识有偏差或者出于“幻觉”。比如说,一般投资者总认为基金的风险比股票小,没有意识到基金的组合投资当然比投资于单个股票的风险相对小,还有,不少

人往往将基金产品的表面特征误成了风险小。比如说,基金原始面值一元,这种低价金融产品正是一般投资者最喜欢的,但这种低价很容易模糊了对风险的感觉。一只20元的股票在当前算中价股吧,跌3%就损失了六毛钱,一些投资者会感觉跌了不少;但一只一元钱的基金跌同样比例是损失三分钱,只是前者绝对下跌金额的二十分之一,人们通常就没有很强烈的感觉了。其实,在同等总额的投资中,两者损失的绝对金额是同等的。

基金的这种特征,确实容易使投资者放大追求利益的冲动而忽略风险。还有“幻觉”则来自投资于基金的发利利益驱动和氛围,加之一些个人精英主义的宣传,更造成了大众把基金经理放大为“股神”的“幻觉”,而不知或不能很冷静地看,除了其所谓投资水平、能力等因素以外,去年的出色业绩所造更多是基金制度的力量所造就的。比如说基金的“双十”规定就限定了基金必须组合投资,而正是组合投资降低了风险,使基金更多分享了牛市中诸多优质上市公司的成长回报;又如基金合同对投资比例的限定,使得基金经理哪怕在看空市场时也保留了大量股票仓位,进而很好分享了牛市的整个过程。还有,许多对成本敏感的投资者在被基金高于市场平均收益的回报所眩目或者所吸引之后,往往就忽略基金毕竟是代人理财,基金管理费、基金托管费甚至购买手续费、赎回费等成本费用,在基金业绩好的时候容易忽略,但一旦业绩差强人意或者市场不太景气时可能这个成本就成了问题了,当然这是投资者享受了理财服务应该支付的成本,就像我们平时“打车”的费用也包含了对雇佣司机的“犒赏”。笔者的意思是说,要准确、真实看待基金

的回报是需要剔除理财成本的,否则业绩的“幻觉”显然容易放大。在基金理财业绩的参照物上,笔者认为也存在一种“投资幻觉”。尽管一般投资者个人买到“牛股”的现实可能性概率极低,但他还是会拿整个上涨幅度大的股票去和基金业绩比较,而忽略大盘或其他个股的下跌,这岂有不失望的。须知即便是去年这么难得的基金整体业绩,最好的单只基金增长率也没有超过两倍的,而涨幅超过两倍的股票则比比皆是。而在股市“熊市”时,却置基金亏损率一般低于大盘跌幅度的实绩而不顾、只拿市场涨幅居前的股票去和基金品种相比。还有比这更错误的“幻觉”吗?

夸大基金能耐的“幻觉”要不得,对基金稳健投资视而不见的“幻觉”同样也要不得。而特别需要注意的是,“幻觉”的形成也有基金自身的原因。比如,断章取义夸奖自己的业绩,市场推荐时只选取业绩拿得出手的所谓“旗舰基金”而避而不谈所管理的全部基金业绩情况,选取有利于自己基金业绩的起止时间段,大肆宣扬个别优秀基金经理而不是群体等,都容易勾起一般投资者不切实际的幻想。

消除“幻觉”,需要投资大众加强对基金的学习和了解,另一方面也需要基金管理公司加强自律,提升对客户的责任感、诚信度。

基金里的“幻觉”,和其他经济领域一样,还是越少越好。



刘传变  
宝盈基金首席经济师  
博士 高级经济师

■ 世话实录

## 反全球化逆袭突如其来

正如莎士比亚所言:“历史时而令人发笑,时而令人发抖”,全球化和反全球化在历史洪流中的纠缠也是叫人欲说还休。也许不久之前,我们还在对“西雅图人士”黑黑网站、搞搞游行、发发牢骚之类的反全球化活动嗤之以鼻,嘲笑其有些小题大做、有些不识时务、又有些不自量力。但当前目下布什政府悄无声息地在贸易保护主义引领下靠近这群“乌合之众”之际,我们是不是有些茫然无措、有些瞠目结舌、又有些莫名惶恐呢?

3月30日,布什政府有些不可思议地在对华贸易保护政策菜单中加入了“反补贴”这一威力惊人的“面杀伤”武器;4月1日,由于美国拒不让步,过往志存高远、随后命运多舛的多哈回合谈判终于在日内瓦寿终正寝。那个曾经被我们视作不可逆转、势在必然的全球化,就在一瞬间似乎又变成了虚无缥缈的乌托邦。反全球化突如其来,不无讽刺地印证了全球化标签Addidas享誉全球的广告词:“Impossible is nothing”。

看来,我们是在“一体化”、“地球村”、“双赢”、“资源全球配置”之类的流行俗语中迷失了自己,轻而易举地相信了或是别有用心、或是不求甚解的全球化论调。

李嘉图简单明了地告诉我们,比较优势会让我们所有人从每一次自由贸易中获益,而亚当·斯密也神乎其神地宣称,市场这只“看不见的手”会在资源全球配置中促成这种“双赢”。这一切在全球化欣欣向荣时是如此深入人心,进而使得任何怀疑都显得狂妄自大和不可理喻。而现在,多边贸易谈判倒退,中美经贸关系紧张却在暗示我们,理论和现实的短暂耦合也许仅仅是一种意味深远的偶然,这种偶然不是被人利用,不再重要,关键是,全球化并非我们过往想象的那么简单。

美国左翼学者麦克斯切尼曾经引用弗里德曼的名言说道:“如果没有一个看不见的拳头,市场这只看不见的手永远也不会奏效”。反全球化的远景用事实告诉我们,“看不见的拳头”比起“看不见的手”更能左右全球化的方向,这个“看不见的拳头”就是凌驾于市场之上的霸权主义力量。

我们已习惯性地吧全球化看作“自由市场的自由扩张”,实际上,这仅仅是霸权主义推销全球概念、撮取全球化利益的口号。从过往的发现新大陆、贩卖奴隶、工业革命、鸦片战争,到现在的经济合作和经济融合,全球化的历史演进很大一部分不能不说是“霸权主义者效用最大化”的过程。

在赤裸裸的强取豪夺的时代,美国作为新生的经济霸权主义者不仅需要贸易伙伴提供源源不断的原材料、价廉物美的制成品和数额庞大的

资本支持,还需要从输出高附加值商品和服务中牟取高额利润。这使不遗余力地推进全球化在很长时间里成为其毋庸置疑的不二之选。但随着全球化的恩泽遍及于世,由此而来的结构化风险愈发成为威胁美国经济安全的潜在梦魇,美国经济逐渐踏上了“双赤字”的不归路,而全球化带来的信息共享和技术同步,也让美国独占贸易利益链高端变得愈发困难,全球化给美国经济带来的潜在收益无形中大大降低了。与此同时,中国、印度、日本和欧盟的经济相对影响力在增强,美国霸权地位受到的威胁与日俱增。

在此背景之下,以反全球化为武器抑制竞争对手的成长潜力,便成了维持霸权主义力量的大胆尝试。虽然美国的“绝对利益”在反全球化“蛋糕整体缩小效应”中会受到些许伤害,但“相对利益”却可能在“蛋糕份额扩大效应”中得到维系和提升。

英国《金融时报》著名专栏作家巴恩斯4月2日发表文章,潜在传递了美国转向反全球化的此种思绪:“全球化之所以发生,是因为一个国家有意愿和耐心充当主导者,19世纪的时候,这个国家是英国,二战后一直是美国,以后会是中国吗?商人的本能就是尽可能使竞争最小化,必须始终防范自由贸易的内部威胁”。而当全球化已威胁到美国经济长远利益的时候,“自由贸易的解体将不可避免”。

如此说来,自由贸易还有希望吗?全球化还会前行吗?答案也许并没有前文暗示的那么悲观。正像反全球化旗手卡斯特罗所言:“全球化不是某人的创造发明,而是人类历史阶段正在发生的最重要和最具有决定意义的问题之一,是让人又爱又恨的复杂问题”。霸权主义是影响全球化方向的重要力量,但不是唯一力量,人类在融合中寻求自由、平等和互利的希望和努力,将向霸权主义的肆意妄为发起强力挑战。

美国著名左翼思想家乔姆斯基很久之前就一针见血地说过:“美国是现代全球化的主要推动者,从某种意义上讲,还是全球化方向和速度的规定者,自由主义并不自由,自由的背后是强权、乃至霸权”。目下反全球化的逆袭正是美国对“自由”又一次的公然亵渎,处在风口浪尖的中国,据理力争正当其时,而且,可以相信,“我们不是一个人在战斗”。

## 娃哈哈与碧桂园:保身总相宜 姿态大不同

丁亥清明前后,娃哈哈集团掌门人宗庆后、碧桂园掌门人杨国强几乎同时站在了风口浪尖上。前者称“娃哈哈遭遇达能低价强行并购”并感到郁闷,后者因碧桂园将于4月20日在香港联交所正式挂牌而备受关注,其女杨惠妍甚至被传媒提前贴上了“中国新首富”的标签。虽说两人素来低调,这回的反应迥然不同,杨国强回应称不愿炒作什么概念,低调姿态依旧,宗庆后却扯起了保卫民族品牌的大旗,以至于达能甚为“反感”地反驳:“商场上没有‘活雷锋’”。

在中国经济深入转型的特殊时期,不少民营企业家视“低调”为处世法宝。万通董事局主席冯仑曾言,企业家与政治家的关系最佳选择有两条:一是要“择高处立”;二是要“同心同德,予而不

取”,“非以其无私耶是以成其私”。对碧桂园上市事宜的解读,同样遵循这一法则。

一来,行政力量是碧桂园上市不可轻视的推力。在顺德等地,招商引资仍为各级政府部门所极力推崇,笔者看到的一份去年出台的“顺德区招商引资奖励试用办法”,明确写明了各层次的奖励标准及奖金返还标准。而去年9月,碧桂园已上报广州地税局,实施内资企业向外资企业的转制。

二来,碧桂园并没有人们想象中的那么风光。八年前碧桂园进入广州时,七十多幢楼同时开工,气势磅礴,然而曾乐此不疲的物美价廉招牌,正成为碧桂园的软肋之一,2002年5月,时任碧桂园凤凰城市场总监的龙尔纲对记者说了句话:“多卖没

赚”。原来碧桂园的“低价”牌已出得差不多了。碧桂园强力扩张的欲望路人皆知,然而尽管杨国强信誓旦旦称在广东外的其它项目拿地较早,成本较低,“土地成本不到楼房售价的10%”,但远不足以满足其胃口,并且在广州搞一体化的经营模式绝不可能复制过去,加上房地产市场宏观调态势今非昔比,碧桂园必须有足够的资金流做支撑,上市已成必然选择。

从某种意义上讲,碧桂园承销商瑞士银行们越是用研究报告呈现碧桂园的高成长性,香港富豪如李兆基、郑裕彤、郭鹤年们越是“热烈”参与认购,碧桂园的短足就暴露得越明显。特别是在房地产这个不完全竞争性的市场上,行政助推下的资本运作无疑是有欠妥的。

这种时候,杨国强以“低调”明哲保身自然是上策。可从前也是低调型浙商代表的宗庆后怎么近来突然频频献“声”呢?比如率先“空袭”达能,称早已给娃哈哈设好了“套”。这会不会是宗庆后欲擒故纵的“阳谋”,或者说宗庆后在达能设“套”呢?

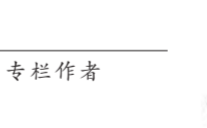
现在达能在其它国家的“蟹脚”正在收拢,核心业务放在了中国。1996年与娃哈哈的合作之后,又展开了一系列资本运作,全资拥有益力公司,增持光明乳业股份至20.01%,获得乐百氏富豪李兆基、人股汇源等等。但达能的优势仍然在资本并购,而不在于实际运营,并购乐百氏就是最为鲜活的例子。达能与娃哈哈合作,但达能从未能染指娃哈哈的实际运营,而宗庆

后彪悍、果敢、多虑的个人性格,也使得娃哈哈在市场拓展和利润增长等方面独树一帜。

也许问题就出在这里:达能今天的在华策略重点,已由单纯并购为主,向实际运营层面转移。达能董事长、首席执行官弗兰克·李布已经对媒体明说了,“股份多而业务不成功,不会是好事,股份少而业务成功,则将可能还有机会。”在这种情形下,娃哈哈与达能的对垒显然劫数不小,特别是,娃哈哈的股权结构比较复杂(本栏上篇曾有详细剖析),杭州市政府仍然持有不少股份,更为娃哈哈的命运蒙上了阴影。

所以有趣的现象就出现了,向来以“少说多做”为座右铭的宗庆后,近一两年来频频主动出击,并动辄拿“民族感情”为招

■ 患者千虑  
财经评论员 专栏作者  
现居广州



牌,这一次也不例外。令人费解的是,与佛山市政府一样,杭州市政府不久前确定发展地方资本市场的整体思路为“鼓励企业多渠道上市,建立区域性产权交易市场,构筑多层次资本市场”,娃哈哈不上市的原因真如宗庆后所言“钱放在银行更放心”那样简单吗,显然不是,而是杭州市国资委、娃哈哈、达能等利益纠葛未果使然。

杨国强与宗庆后都在盘打自己的小九九。“地道”的民企碧桂园春风得意怕折枝,“多元”的娃哈哈欲擒故纵为避嫌。杨国强比娃哈哈要幸运得多。宗庆后能以保卫民族品牌为名唤得各方判定达能“垄断性并购”,但自己可能逃不出当初娃哈哈掌门人李经纬的宿命。

6年前,三水市政府意欲将

娃哈哈100%的股份卖给新加坡第一食品公司,而由于“媒体的提前参与”(当时三水政府一官员语),“中国第一民族品牌旗帜被砍”等舆论和强烈民族抗议使得交易流产。三水政府苦思冥想新买主,最后选中了娃哈哈,宗庆后当时虽有所心动,但被李经纬苦劝功止。可惜,李经纬到不了还是只留下一声叹息。更为“凄巧”的是,现在宗庆后对达能,一打出“感情牌”,首先招来的恰恰是现在的娃哈哈掌门人叶红汉,后者表示强力支援。

不过明白人都清楚,无论是杨国强,李经纬,还是宗庆后,虽金戈铁马,但许多时候自己的命运并不完全能由自己掌控得了的。就像那琴音的悦耳与否,是由听者而不是弹者说了算的。