

Column

■内外

态势严峻 但酿成全球危机可能性不大

——透视美国次级债危机系列之四

◎张明
中国社科院
世界经济与政治研究所博士

论及本轮美国次级债危机的前景，目前国际经济学界和投资银行界存在两种截然对立的观点。一种认为本轮危机没有得到基本面因素的支撑，因此很难形成资本市场全面危机；另一种则认为本轮危机的规模将继续升级，最后将会导致美国经济陷入中期衰退。

来自投资银行的经济学家大多持有第一种观点。他们认为，目前美国和欧洲的经济增长都很强劲，增长率超过了历史趋势线。国内公司的盈利能力有所增强，资产负债表非常健康，整体资产负债水平甚至有所下降。在这种情况下，公司没有去债券市场融资的强烈需要。因此，只要次级债危机没有削弱良好的基本面，本次危机就很难演变为资本市场全面危机，对发达国家和全球经济的负面影响也很有限。甚至有观点认为，全球 MBS 市场不久即会反弹，目前投资于 MBS 和 CDO 甚至有抄底的机会。

第二种观点以美国经济学家 Roubini 和前摩根士丹利亚太区首席经济学家谢国忠为代表。Roubini 认为，目前的次级债危机要比 1998 年长期资本管理公司危机更为严重。因为后者从本质上而言仅是一场流动性危机，通过中央银行注入流动性的办法就可以解决。但是目前的次级债危机从本质上而言是一场债务危机 (Insolvency Crisis)。危机的源头是头脑发热的购房者从非审慎的金融机构处举借了自己不可能偿还的贷款，因此仅仅由最后贷款人注入流动性的办法并不能解决危机。注资只能推迟危机的到来，并且使最终的危机变得更加深重。因为在债务危机中，政府提供流动性的承诺将会使得投资者形成一旦投资失败将能得到援助的预期，从而导致道德风险。谢国忠认为，本轮次级债危机首先将会蔓延到公司债市场，造成债券市场息差的重新扩大，其效应相当于美联储将联邦基金利率提高 200 个基点。同时，通胀压力的存在限制了美联储大幅降低联邦基金利率的空间。因此，美国经济很可能在明年因为资金价格上涨而陷入衰退。

笔者认为，美国次级债危机的前景目前看来扑朔迷离，存在相当大的不确定性。因为机构投资者并未披露各自持有次级债产品的规模，所以难以估算次级债违约率上升对机构投资者造成的损失。此外，危机的信心驱动本质使得危机走向带有相当大的不确定性。这段时期内的任何政策信号或者其他突发性事件都可能影响危机的走向。不过以上因素不影响我们对危机走向作出一个初步判断：危机在今年下半年和明年可能会持续下去，有更多的对冲基金或其他高杠杆性金融机构可能破产。但是危机演变成全球金融危机的可能性不大，因为一旦美联储降低利率，将会有效遏制危机的升级。

美国次级债危机的源头在于违约率上升，而违约率上升的根源在于还款利率的上升和房地产价格的下降。如前所述，由于很多次级债借款人申请了可调整利率抵押贷款 (ARM)。一旦贷款利率重新设定，在基准利率上升周期内贷款利率一定会显著上涨。目前的违约率上升正是因为 2006 年大约 4000 亿美元的次级债贷款重新设定了利率。由于今年大约有 1 万亿美元的 ARM 将重新设定，因此可以判断在未来一年时间内次级贷款和 Alt-A 贷款的违约率可能进一步上升，构筑在这些贷款基础上的 MBS 和 CDO 的价值将会继续缩水，大量购买以上金融产品的对冲基金或其他高杠杆性金融机构破产的案例很可能继续发生。美国金融市场的动荡可能造成大量短期资本流出美国，进而对美国平衡国际收支形成压力，造成美元贬值。美元贬值可能造成东亚国家和石油输出国在国际资本市场上减持美国国债，这将会造成美国国内长期利率上升，对中长期经济增长产生不利影响；另一方面会弱化美元在国际货币体系中的影响力。此外，美元贬值和外国投资者集体减持美元资产的行为将会加剧全球金融市场动荡，甚至酿成全球性金融危机。

但是，笔者认为以上情景演化成现实的可能性不大。第一，任何缺乏基本面因素支持的危机都注定不会持久。美国房地产市场的下滑只是一个局部问题，宏观经济基本面是比较健康的，GDP 增长率高于趋势值，通货膨胀率处于可控范围内，全要素生产率近年来有较大提高。美国经济的隐忧在于持续的经常账户赤字和财政赤字最终可能导致美元贬值和长期利率上升，但是国际收支调整和财政政策调整与房地产市场行情相关性较弱；第二，美联储还有一定的降息空间。由于次级债贷款利率与基准利率挂钩，因此调低联邦基金利率可以有效地降低违约率，从源头上缓解危机；第三，即使美联储在通胀压力下不能大幅下调联邦基金利率，美国政府还有其他方法来应付次级债危机。例如批准吉利美和房利美等政府性抵押贷款机构购买次级债或者为次级债提供担保，对即将重新设定贷款利率的抵押贷款进行展期等等。

■另眼相看

可爱的罗杰斯 可疑的罗杰斯

罗杰斯近来的表现虽然很像是一个股评家，但他的真正身份是一个具有国际影响力的对冲基金的掌门人。罗杰斯对中国股市的言论，与一个没有利益背景的思想者和评论家是有根本区别的。明确了这个原则性的区别，有时候人们就不难从中听到一些对我们来讲可能十分有用的真话，同时也不难琢磨出一些别有深意的玄机。

◎黄湘源
独立撰稿人，现居深圳

远隔重洋的罗杰斯对中国股市泡沫的直言不讳似乎格外的显得有点可爱，但也依然无法不无可疑。

曾经因为脱口而出的泡沫论而一度遭到中国股民心口之灾的罗杰斯，虽然不改美国人直言直说的秉性，此次在说“泡沫已经形成”之前却先对“泡沫”二字加了“初期”这个限制词，应该不无几分机智的成分。在泡沫还没有找到确切的经济学定义的情况下，罗杰斯的“泡沫形成”论和“初期泡沫”论虽然未知定性说还是定量说，但从心理学的角度来看，近期专注于研究中国的罗杰斯在研究中国股民心理上大概颇有成就。同样说泡沫，他在刻意加上一字渐进式的限制词的时候，也许充分考虑到了人们的可接受程度。

确实，近来凡是批评中国股市泡沫的人，大多处境不太妙。自称甘做“乌鸦嘴”经济学家的左小蕾博士，近日在接受记者采访时也不得不要求“别说股市”。相形之下，罗杰斯的“吃一堑长一智”也是可以理解的。

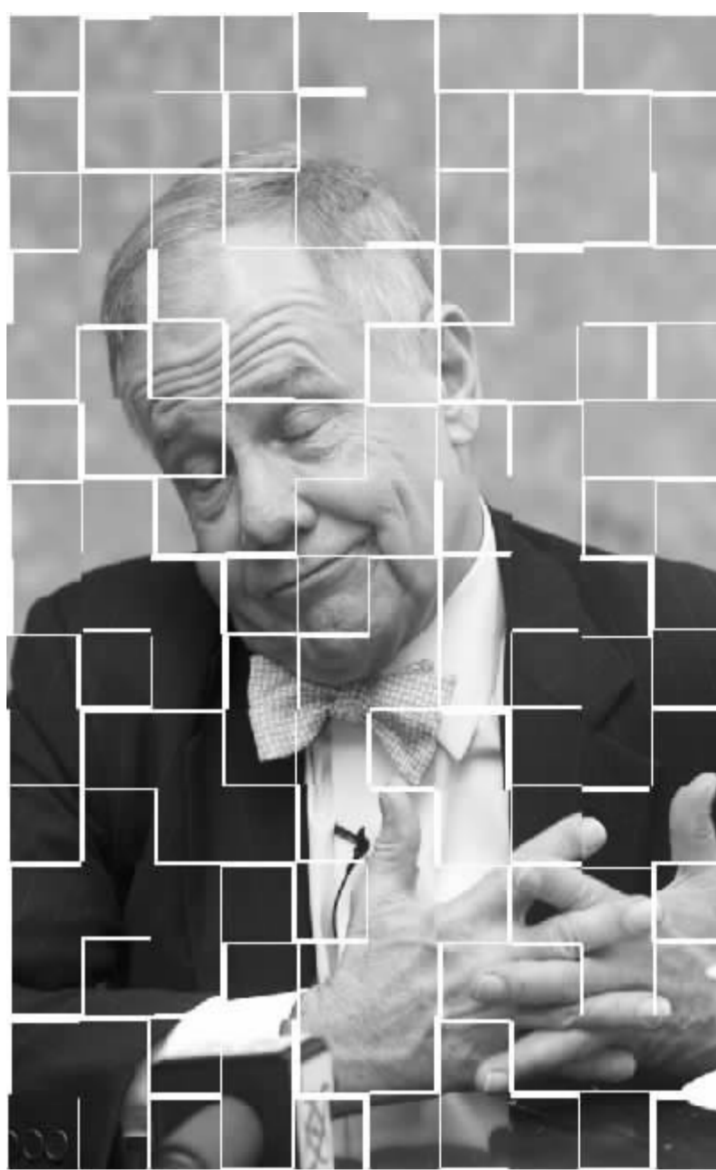
即使是最不忌讳说泡沫的言者，在大盘走势一再的出人意料的情况下，也难免感到尴尬。反思本应该是一个言者负责任的表现。只是有人反思让人有点奇怪，好像不是在“反思”而是在“请功”似的。备受“测不准”诟病的左小蕾博士也是这样。她说，认为她的“泡沫”论是主空的人根本没领会她说的什么。涨才有泡沫，说泡沫怎么就成了主张做空呢？应该说，左小蕾博士的

法也不是没有一点道理。不久前，笔者发表《蓝筹泡沫也是泡沫》一文，博客上也有人评论认为笔者也成了空头。

不过，笔者一向不以预测和评论指数走势为己任。虽然在大盘上升 3335 点的时候，笔者就说过“下一步就是 4000 点、5000 点了”，并且还在进入 8 月之前就认为“对于发展中的中国股市来说，不要说 5000 点，就是 10000 点也不过是个时间问题”，但笔者并不认为猜测指数有什么了不起，更不主张老是拿国际经验说事。笔者曾经在公开发表的文章中阐明了自己的观点，认为财经评论界在指数预测上去抢人家证券分析师的风头，不免有误导或忽悠投资者之嫌。

在笔者看来，正直的评论作者不仅不应该以哗众取宠为荣，更应该具有反潮流的勇气。在市场过于激进的时候提示风险，在泡沫还没有破裂的时候警示危机，只是为了不误导市场，谈不上什么“空头”不“空头”。这里面一个很重要的原则就在于，这是作为一个有思想的言者的一种义务和责任，而并不存在任何个人的利益背景。

罗杰斯则不同。罗杰斯近来的表现虽然很像是一个股评家，但他的真正身份是一个具有国际影响力的对冲基金的掌门人。罗杰斯对中国股市的言论，与一个没有利益背景的思想者和评论家是有根本区别的。明确了这个原则性的区别，有时候人们就不难从中听到一些对我们来讲可能十分有用的真话，同时也不难琢磨出一些别有深意的玄机。



就拿这次罗杰斯的“初期泡沫”论来说，无非说明了目前沪深股市的泡沫非但不令罗杰斯这样的国际金融大鳄感到害怕，相反，他们还更为感到欣喜。最近，一些国际投行的发言人正是这样说的，他们甚至不惜闭着眼睛说中国股市的泡沫还没有形成。这也许有一个道理可以解释，那就是中国泡沫泛起之时，正是国际投机资金有可能浑水摸鱼的大好时机。尽管罗杰斯本人言辞上的坦率似乎比某些惯于“王顾左右

■德鲁克在中国

普尔特公司 这样细分目标客户群——市场营销的本质是什么

◎黄建东
北京光华管理研修中心

上世纪八十年代初，当中国城市体制改革开始的时候，企业开始采用承包责任制。一批企业尝试着用市场经济的方式生产产品和提供服务，取得了骄人的成绩。当时马胜利的纸制品在市场上一炮走红，成了很多企业羡慕的对象。而后不少企业打破计划经济的框框，不断探索在市场中推出新的产品。当时，几乎是每一个新产品的推出，都会收到消费者的追捧。因为这是一种前所未有的产品，而中国的市场容量太大了。用马胜利的话来说，只要中国每人都来用一次我的产品，我的工厂就是全力生产，也供应不上。

时过境迁，这种企业的黄金时代现在只能留在我们的记忆中了。现在企业面临的是产品供大于求，企业间的竞争越来越激烈的局面。从竞争角度看，市场从八十年代的基本无竞争，经过了九十年代的单要素竞争，已经到了现在的全面竞争。市场几乎没有什么空白。而消费者在这个过程中也变得越来越理性，对企业提供的产品和服务越来越挑剔。

因此，随着市场环境的变化，竞争的变化，企业逐渐回归理性，重新考虑那些关乎企业兴旺发达、甚至生死存亡的根本问题也是顺理成章的事情了。

一个企业要生存和发展，也不管它处于哪一个行业，它的规模是大还是小，是属于哪种类型的企业，都有两个最基本的职能：市场营销和创新。

不过，德鲁克所说的“市场营销”，并不是传统意义上的市场营销。传统的市场营销所说的 4P，大都是围绕企业内部的运作进行的。但是现在的市场早就不是 4P 理论所产生那个年代的市场了。传统的营销理论受到了很大的挑战，连被称为营销之父的科特勒也在不断地修订他的教科书。

那么，市场营销从什么地方开始，企业以及企业的市场营销人员又应该问什么样的“正确”的问题呢？当然不是从销售产品开始，并不是等待产品生产出来后再去想办法把他们推销出去。这不能够称为“市场营销”，而只能被称为“销售”。

真正的市场营销始于客户——客户的构成、客户的现实、客户的需求、和客户所认可的价值。因为是客户决定了企业是什么。而客户购买的东西和客户所认为的价值，绝不仅仅是一种产品，而总是一种用途，即这种产品或服务对他的某种用途。

这个观点现在正在被越来越多的企业所认识和接受。

如果我们看看美国最大的房地产公司普尔特，就可以知道对客户了解有多么重要了。1950 年，18 岁的比尔·普尔特和他的几个伙伴在底特律东郊搭建了一个有 5 个卧室的房子，房子竣工后带来了更多的生意。普尔特琢磨着怎样才能使以后建的房子更容易卖。从那以后，对客户的研究成了他工作的一部分。而且这种传统也一直传到了 2003 年新接掌公司的道格拉斯身上。

道格拉斯就任 CEO 的第一件事就是将市场营销提升到市场营销策略的中心，大大增加了市场预算。他招来了一批高级市场经理人才，成立了一个全新的部门。这个部门深入研究了 50 多万名顾客的相关数据，将整个美国市场划分为 11 个目标客户群，分为“初次购房者”、“再购房者”、“不断攀升社会阶层的流动式家庭”、“退休家庭/独立家庭”等等。这些详细的数据和分类开始在公司成为决策的重要依据。

有一块处于纽约和费城之间的地皮，曾经布满了医院建筑群，一直就没有受到开发商的青睐。但是普尔特公司通过调查和研究发现，这里如果建房的话，将与 55 岁左右“婴儿潮”一代人的需求极其匹配。于是当机立断买下了这块地皮。后来的事实证明了这块地皮确实有很多吸引人的地方：交通便利，文化生活丰富，还有美不胜收的海滩美景。这块地皮的投资回报率超过了 20%。

这样的投资是普尔特公司收入的中流砥柱，每年针对这些老年人开发的房地产为公司带来了公司三分之一的销售收入，2005 年上半年，普尔特公司的利润增加了 63%，公司股价比 2003 年翻了四番。

这种从客户出发设计并生产产品的做法正是德鲁克所主张的“市场营销”。现在不少企业，不论是否有意还是无意，实际上都在开始这样做，而且已经有企业取得了相当不错的成功。本栏目今年 5 月份曾经介绍过的海尔在巴基斯坦销售洗衣机的故事以及海尔冰箱打入美国市场的故事都说明了，如果企业想要把产品卖给客户，最可靠的办法只有一个：深入了解客户需求，而切忌自以为是的认为自己已经了解了客户的需求。

让我们记住德鲁克的话吧：“营销并不是问，我们想要卖什么？营销是要问，客户想要买什么？”“营销不是问，这是我们的产品能够做到的，营销是说，这是客户在寻找的满意度，客户认可的价值，客户所需要的东西。”

■新垦地

按西方价值观反恐，韩国这回破了例

◎梁强
中国社会科学院俄罗斯东欧中亚所博士
俄罗斯问题独立评论人

人质劫持还有挽回的余地，因为恐怖分子们同样有所求，这就给了军事以外的其他手段施展的空间。不幸的是，现在对付恐怖主义的价值标准或者说是“规则”，仍然是西方列强一贯的枪炮外交和以牙还牙的逻辑。这样做的结果就是，一方面西方社会因此享有新的国际正义和道德基准，从而能够为其军事优势的另一轮施展提供道义支撑；另一方面，却迫使恐怖主义毒瘤裂变，开始蔓延到人类社会的其他肌体，并成为地区动荡的新根源。

西方先进工业国家创造出来的现代文明，不应该只包含有高科技升级版机器杀戮，也应该包含有包容性的力量。尽管恐怖主义分子都抱有必死的信念，但这个世界最能打动人心的还是利益，而不是死亡。恐怖主义政治背后的主要支撑是原教旨主义，其梦想是政教合一，是农业社会静止、循环价值观的一种表现，因而它看上去往往与西方文明所代表的工业社会前进的、上升的、直线式的价值格格不入。但政教合一的意识形态，其实早在它出现的最早期，就已经被另一种更温和、更强大、更有穿透性的力量所击败，那就是世俗的力量。面包、牛奶、更加畅通、快捷、方便、舒适的生活方式和物质享受，以及最普遍的常人的家庭和亲友温情。这两者都是所有人与生俱来的不可剥夺的本能。所以人类历史上，只出现过清教徒的政治家，但却从来没有出现过哪个国家或民族是清教徒国家或清教徒民族。

现在发达国家每年研制武器只要恐怖主义问题不解决，自杀性袭击和人质劫持事件就不会止息。现在面临的问题是，要么一劳永逸从根本上去解决，这需要根除恐怖主义及其所代表的仇恨；要么就是积极从每个案例中汲取教训，并作出更好的研判和准备，以便下次再有同样事件发生时，求得在不可能有绝对赢家的情况下，人人都是赢家的结局。事实上，我们身处一个恐怖主义无法从根本上消除的时代，前一种可能性已经没有了。

只要恐怖主义问题不解决，自杀性袭击和人质劫持事件就不会止息。现在面临的问题是，要么一劳永逸从根本上去解决，这需要根除恐怖主义及其所代表的仇恨；要么就是积极从每个案例中汲取教训，并作出更好的研判和准备，以便下次再有同样事件发生时，求得在不可能有绝对赢家的情况下，人人都是赢家的结局。事实上，我们身处一个恐怖主义无法从根本上消除的时代，前一种可能性已经没有了。

西方先进工业国家创造出来的现代文明，不应该只包含有高科技升级版机器杀戮，也应该包含有包容性的力量。尽管恐怖主义分子都抱有必死的信念，但这个世界最能打动人心的还是利益，而不是死亡。恐怖主义政治背后的主要支撑是原教旨主义，其梦想是政教合一，是农业社会静止、循环价值观的一种表现，因而它看上去往往与西方文明所代表的工业社会前进的、上升的、直线式的价值格格不入。但政教合一的意识形态，其实早在它出现的最早期，就已经被另一种更温和、更强大、更有穿透性的力量所击败，那就是世俗的力量。面包、牛奶、更加畅通、快捷、方便、舒适的生活方式和物质享受，以及最普遍的常人的家庭和亲友温情。这两者都是所有人与生俱来的不可剥夺的本能。所以人类历史上，只出现过清教徒的政治家，但却从来没有出现过哪个国家或民族是清教徒国家或清教徒民族。

现在发达国家每年研制武器只要恐怖主义问题不解决，自杀性袭击和人质劫持事件就不会止息。现在面临的问题是，要么一劳永逸从根本上去解决，这需要根除恐怖主义及其所代表的仇恨；要么就是积极从每个案例中汲取教训，并作出更好的研判和准备，以便下次再有同样事件发生时，求得在不可能有绝对赢家的情况下，人人都是赢家的结局。事实上，我们身处一个恐怖主义无法从根本上消除的时代，前一种可能性已经没有了。