

■ 内外

## 银行独担信用风险,太险了

——透视美国次级债危机系列之五

◎张明  
中国社科院  
世界经济与政治研究所博士

至少从目前来看,由于中国目前仍然存在较严格的资本账户管制,中国机构投资者的海外投资仍然奉行比较谨慎的投资原则,美国次级债危机对中国的传染效应是有限的。

据美国财政部的一项研究,截至2006年6月底,中国机构投资者购入抵押贷款证券急升516亿美元,从559亿美元剧增至1075亿美元,并高占同期亚洲投资抵押贷款证券2260亿元的47.6%。业内人士估计,其中相当部分为高风险的次级投资。但是据国际投行的估计以及中国国有商业银行的披露,中行、工行和建行各自投资于次级抵押贷款证券的规模均为数十亿美元,且信用评级都在AA级以上。第一,次级债违约率上升目前尚未影响到高信用评级的抵押贷款证券的偿付;第二,即使中国商业银行持有的这些证券的市场价值显著缩水,由于次级债投资规模相对于三大行的海外总投资规模或者总资产而言比率很低,对三大行整体运营并不构成显著影响。黑石集团和巴克莱银行的股票价格下跌,造成了国家外汇投资公司和国家开发银行股权投资的面面俱到,但是短期价格波动不会对长期投资的最终收益产生根本性影响。

但是这并不意味着我们可以对美国次级债危机的演变掉以轻心。如果危机进一步扩散,引发固定收益证券市场和股票市场的全面危机,那就可能造成国际短期资本撤离美国市场(尤其是来自日元套利交易的资金撤回日本),美元大幅贬值,美国国内长期利率上扬,美国经济陷入中期衰退的后果。危机升级对中国造成的负面影响将是多方面的。

从短期看,如果美国次级债危机引起全球对冲基金调整自身资产组合,增加流动性资金的比例,那么可能造成国际短期资本从中国股市和房地产市场撤离。由于外国短期资本通过各种渠道进入中国资本市场的规模实际上远远超出政府统计口径内的规模,如果外国短期资本发生大规模抽逃,可能导致中国股市和房地产市场价格的下跌。如果严重的话,可能刺破沪深股市和房地产市场的泡沫,资本市场全面下跌引发的财富效应可能抑制国内总消费,从而影响经济增长。

从中长期看,由于中国经济和人民币汇率相对于美国经济和美元汇率存在一定的独立性。一旦美元大幅贬值,美国经济陷入中期衰退,那么相对坚挺的人民币和相对健康的中国经济,将会吸引大量的短期资本重新进入中国境内。中国资本市场在经历了短期内外外国资本撤出导致的调整后,很可能重新被流入的短期外国资本推高,甚至引发更大程度的投机泡沫,为中国经济的持续稳定发展埋下隐患。

大量日元套利资金从美国回流日本,可能造成全球主要货币汇率大幅调整(美元贬值和日元升值)。这一方面会影响到人民币实际有效汇率的稳定,另一方面会引发以美元资产为主的中国外汇储备资产的实际购买力下降。

美国经济陷入衰退,还会导致美国市场对中国出口商品的需求下降。经济衰退引发的美国国内经济矛盾的增加,以及进入总统选举年的影响,将会加剧中美贸易摩擦问题,美国政府逼人民币升值的压力可能显著加大。

如果美联储通过连续调低联邦基金利率来避免次级债危机的扩散和升级,也会对人民币汇率和利率政策的实施空间造成掣肘。美元和人民币利差进一步缩小,一方面引发更多热钱流入中国,另一方面将会进一步限制中国运用加息手段来调控国内通货膨胀的能力,凸显人民币的升值压力。

本次美国次级债危机至少给我们提供了以下借鉴和启示:

首先,中国商业银行应充分重视住房抵押贷款背后隐藏的风险。目前房地产抵押贷款在中国商业银行的资产中占有相当大比重,也是贷款收入的主要来源之一。根据新巴塞尔资本协议,商业银行为房地产抵押贷款计提的风险拨备是较低的。然而一旦房地产市场普遍下降和抵押贷款利率上升的局面同时出现,购房者还款违约率将会大幅上升,拍卖后的房地产价值可能低于抵押贷款的本息总额甚至本金,这将导致商业银行的坏账比率显著上升,对商业银行的盈利性和资本充足率造成冲击。

其次,可以考虑通过住房抵押贷款的证券化来促使机构投资者和商业银行共担信用风险。由于美国国内抵押贷款证券化市场已经非常发达,本次次级债危机并没有导致发放次级债的房地产金融机构的全面破产,因为次级债供应商已经通过证券化把部分贷款的信用风险转移给机构投资者。然而在中国国内商业银行还没有实行贷款证券化的条件,一旦大规模违约,商业银行将承受所有信用风险。考虑到商业银行在中国金融体系中举足轻重的地位,那可能引发中国金融体系的系统性危机。因此,应尽快开展中国商业银行住房抵押贷款证券化的全面试点和推广。

再次,本次美国次级债危机的源头就是美国房地产金融机构在市场繁荣时期放松了贷款条件和推出了前松后紧的贷款产品。中国商业银行应该充分重视这个教训,第一应该严格保证首付政策的执行,适度提高贷款首付的比率,杜绝出现零首付的现象;第二应该采取严格的贷前信用审核,避免出现虚假按揭的现象。

最后,房地产行业对国计民生影响重大,同时又对其他行业拉动性极强。一旦房地产行业陷入衰退,一方面可能引发信用危机,银行清偿力危机甚至社会动荡,另一方面可能通过连锁反应导致经济增长率下降甚至陷入衰退。因此,政府应该对房地产行业指标保持密切关注,前瞻性判断房地产市场走势,提前采取货币政策等宏观调控手段甚至行政调控手段来避免或缓解房价大幅下跌的不利影响。

■ 相望江湖

## GDP总值位居世界第三之后

——“漫走早稻田”之后

◎陈宇峰  
浙江工商大学经济学院副教授  
日本早稻田大学21COE-GLOPE研究中心国际研究员,经济学博士

虽然近些年国内对GDP这个宏观经济指标已有了微妙变化,大多数官方机构已经认识这些指标存在某些“双失”的不合理现象,但他们仍然希望通过GDP的跨国对比来显示发展政绩。7月底,国家统计局公布2006年以及2007年上半年的经济运行指标。根据他们修正过的数据,2006年的中国GDP达到人民币21.087万亿元,约合2.70万亿美元,与目前世界第三的德国GDP仅一步之遥。2006年,德国GDP总量为2.30万亿欧元(约合2.86万亿美元)。同时,他们也估算了今年上半年中国GDP增幅应该在11.1%至11.5%之间,而德国GDP增长率,较乐观的估计也仅为2.8%。如果全年均保持上述增长势头,今考虑到目前强劲的人民币升值态势,今年中国GDP总量将有可能超过德国。

看看德国媒体就知道,德国人似乎并不在乎这些,“虽然欧元汇率强势有可能推迟中国GDP总量赶超德国,但德国从心理上可以同和世界第三告别了。但从经济角度来看,这种告别没有多少意义”。德国最重要报纸《世界报》发表社论说,“因为国民经济带来的福利比经济总量更重要,尽管中国经济一直在赶超,但就人均GDP来看,中国还远远落后于工业国家,德国的人均GDP是中国的16倍”。他们不但有这种自信,反而认为中国在今后的经济追赶过程中应该更加谨慎。过热的经济增长很有可能带来长期的经济衰退,这是得不偿失的经济增长,中国应该从世界各国的经验中吸取各种教训。

国内民众尽管不懂经济学家的那般计算与预测,但他们心里比谁都清楚,目前的高通胀率、高房价以及与各阶层之间的收入悬殊差距,他们关心的是政府能稳定经济,提高工资收入水平,解决他们眼前的住房困难等生存问题。

我在去年的专栏文章中讲到,俄罗斯5300美元的人均收入与主观的幸福程度并不存在绝对的关联,而这些也同样可以解释目前中国改革过程中出现的一些新问题。比如,国内已经富起来的现在他们关注的不是如何投资,而是如何规避政策性风险,以防范现有资产的流失。这一点,我们从去年以来沪深股市的高换手率所反映出的急躁心理可以看得很清楚,而这种基本面的投资信心丧失也是产生目前中国流动性过剩的重要原因之一。

■ MBA眼光

## 不确定性越大 越讲究多元

——从知识产品特征看高校合并

◎刘贤方  
美国理工大学(NYIT)商学院院长,终身教授,并兼任中美一些公司的顾问

中国在上世纪90年代初开始推行高校体制改革,积极促进高校的重组合并。据不完全统计,自1990年1月至2006年3月,1083所大专院校被合并为431所,产生了一批规模巨型,研究型、综合型的高校。

如此规模的改革,涉及面又是这么广,出现争议也就不意外。因为这样的改革,无法像科学实验那样,把不同结果相比较。美国电力业十多年前也曾改革,25多个州通过立法,以市场定价取代政府管制价格,统计数据表明,那些州的电价上涨幅度普遍超过未立法的州,一年要多收费480亿美元。改革显然失败,这引发了重归价格管制的呼声。而中国教育改革没有此类参照物,故将来也难有确定性结论。

高校合并的目标很明确:要提高规模效益,优化配置教育资源,改善教育质量和办学效益,从而提高科研竞争力,建设世界一流的大学。那就让我们通过因果关系的分析,来探索一下高校改革目标实现的有效性究竟怎样。

依阿尔文·托夫勒的“第三次浪潮”理论,在工业化时代,投入与生产过程的劳动要素包括土地、资本、劳动力,所要克服的瓶颈是资源有限性。所以,生产组织以规模效益为基础——通过大机器的运用,标准化的产品,批量性的产出,从而得到最低的单位成本,最经济的资源使用。那个时代的代表是机械化、生产流水线、铁路和公路,以及统一性的消费需求。那个时代最盛期,产生了社会主义计划经济,它曾经显示出巨大生命力,但到上世纪后期就每况愈下了。托夫勒的解释是,问题不在体制本身,而是因为人类社会已进入了一个历史新纪元,即第三次浪潮。它以知识主导,信息技术为主要推动力,呈现出反大众化(Demassification)特征。

知识产品的创造往往投入巨大,但成本主要发生在首个产品,之后的复制或再生产成本则极低。因为生产不消耗或者几乎不消

要在这个以“赢者通吃”为游戏规则的世界体系中获得稳定的国家地位,摆脱“竟次”的厄运,就必须放弃原有的落后生产方式。改变现在的收入差距格局,构建一个和谐的、有序的社会结构,让大家都有一个相对稳定的未来发展预期

按理说,当大家都在关注于短期投资的时候,长期投资的利润空间就会变得相对比较充裕,那些具有长期投资潜力的企业家大有用武之地,可以把更多的剩余资金投入这些长期投资回报高、但与高风险同时并存的创新性生产投资行为中。但实际上并非如此,这些早期靠廉价劳动力优势的富翁们虽然获得了GDP蛋糕的大部分,出于规避投资风险考虑,他们往往也就放弃了那些高回报的长期投资行为,把剩余的大量资本投入房地产、股市等短平快的投资项目中,而这些人也恰恰成为了除房地产商之外炒作房价和中国股市的第二股重要力量,同样也成为中央政府调控高房价的最大阻碍者。为什么有大量剩余资本的企业家不愿意去做有良好的投资收益预期的长期投资呢?原因很简单,那是因为这些一夜暴富的企业家得“第一桶金”实在太容易了。说得直白一点,那就是用最简单、最原始的生产交易模式在中国仍然能赚到大钱。既然如此,又何必冒险去做长期的创新投资呢?

这是一个很简单的逻辑。更何况,他们对中国经济发展的宏观预期并不怎么样。因此,与其投资高收益、高风险行业,倒不如固守现状的经营方式,紧紧抓住一切在能抓住的资产和收益,那么所谓的慈善事业就更不用谈了。用现代经济学的专业术语表述,那就是“高贴现率”,如此的社会财富结构和发展环境,反使得那些未来具有良好经济收益的长期投资往往沦于破产的境地,而那些短平快的项目很快就达到“饱和”状态,甚至重复建设“拥挤”状态,剩下的只能是炒作那些眼花缭乱的观念和题材。

由此,我们可大致看到在财富分配严重失衡下的中国GDP增长是如何一番景致!目前国内的有识之士已经开始认识到,中国目前这样的经济发展战略是“竟次”(race to the bottom)的策略,是达到生存底线的竞争战略,而不是“竟优”的经济发展战略。这种维



蒋玉磊 制图

持生计为主的发展战略也自然决定了中国目前在世界格局中的二流地位,而不是我们所向往的正在崛起的大国地位。

大家都知道,在竞争赛道中,二流地位是最不稳定的。一流国家从来不会盯住三、四流国家,打压威胁具有竞争超越潜能的二流国家,是一流国家的最佳战略。从频发的中美贸易摩擦,到人民币升值,再到知识产权保护,都是我们在二流地位上的不稳定因素。中国在未来的强国之路上遇到最大的阻力,正是来自于美国、日本等老牌强国的压力。其目的也是非常明显,一方面可以巩固其老大的地位,另一方面也可以从中国谋求到更多的经济利益。

要在这个以“赢者通吃”(Winners take all)为游戏规则的世界体系中获得稳定的国家地位,要想摆脱“竟次”的厄运,就必须放弃原有的落后生产方式。而要改变生产方式,就得改变现在的收入差距格局,构建一个和谐的、有序的社会结构,让大家都有一个相对稳定的未来发展预期,使更多的富裕资本流入那些以未来良好投资收益的创新投资行为之中,同时也让那些以牺牲国人的廉价劳动力和破坏自然生态环境为基础的生产行为变得异常困难,以堵塞那些已从这里攫得第一桶金的再固守低端的生产模式,而吸引更多的社会资本以长期的眼光进入更高端的产业链生产中。

苹果在乔布斯重新执政后,同样通过并购有创新能力的小公司而获得宝贵的软件技术人才。同时凭借乔布斯对于网络虚拟化组织力量的深刻理解,靠着令人惊奇的产品创新和设计,向各行业一流公司科技精英广发英雄帖,组成强大的研发虚拟企业,联合攻关。结果使得技术研发投入不多的公司,却成为技术创新的典范。

今日之社会充斥昨日规划之产品;昨日之产品未必符合今日和未来的需求。能洞悉社会的变化与需求,善用适当的新技术与管理,是一流公司保鲜的秘诀。现实地看,新联想集团的全球布局有四个环节:IBM PC扭亏为盈,电脑商用业务成功,消费类电脑空白填补以及消费类电子的长期布局,而相对于最后一项,前三项相对容易,这是已经熟悉的产品和运作的外推,虽然有风险,但是可以在掌控范围以内。但是向新产品、新技术和服务推进,显然是联想至关重要的战略选项,却也需要冒更大风险,也需要更大的视野和勇气。

先前一直认为,完成这个蜕变的领军人物,一定得是个技术背景的人。现在看来,并不尽然。乔布斯不懂技术,却能成为最具创新力的CEO,能走在时代科技前沿。IBM前CEO郭士纳,惠普前CEO马克·赫德,都不是IT行业的技术标兵,却能使巨型公司焕发创新活力。同样,深刻影响着美国整个高科技产业创新的杰弗里·摩尔,却是英国文艺复兴文学博士,还当过4年英语文学教授。可见,关键不是技术背景深浅,而是对客户现实的和潜在的需求把握是否准确,是否有对完美事物追求的强烈企图心,是否有创新冲动。

学习能力一直很强的杨元庆,于今年4月份直接兼任消费类PC的总经理,几个月下来,应该对行业有了很深的体认。据新近透露的信息,起初对于IBM PC的收购,在联想集团的内部会议上,杨元庆几乎是唯一对收购投赞成票的人。这回杨元庆又主动发起收购Packard Bell,看上去有那么一股往前冲的劲头。这种企图心是最重要的。

乔布斯当年开发McIntosh时,他把开发团队封闭在一个独立的办公楼中,将他们命名为“海盗”,以此塑造与公司其他“正规海军”对立的情绪,最终开发出一款与当时苹果的开发思路截然不同的产品。当时,联想也需要一支海盗,需要像乔布斯那样打造一支海盗船。这艘技术上的海盗船可能产生在美国,更可能产生在生机勃勃的中国。

既然微软、英特尔、IBM、惠普等等都把研发挪到了中国大陆,为什么陈冠鹏不能在中国扯起研发大旗?联想中国为什么不能成为开发中国智慧的平台,而任凭微软去搜罗社会技术精英?联想中国为什么就不能以打造出联想集团的技术“海盗船”来?

从这样的视角看联想与宏基时下的竞购迷局,就有了一种超然的判断。能够最后以合理的价格并购成功,可以稳固联想集团的底盘,以利于蹲好马步再行出拳;如果价格离谱可以坦然放弃并购,转而选择并购从技术上抢得先机的目标公司。一旦创新力量能够较之惯性取得优势,或许可以出现中国的“惠普”和“IBM”。联想具备了冲击与征服世界级企业的平台、团队和视野,值得国人期待。

■ 排沙简金

## 期待联想突破惯性思维

◎王育理  
管理专家,首钢发展研究院企业所所长

宏基强行收购Gateway,并且剑指联想势在必得的Packard Bell,一下子把联想置于很被动的位置。其实,联想可以按一下暂停按钮,跳出迷局照看一下清明的理性。杰弗里·摩尔发现,创新和惯性始终是缠绕着成熟企业的两股力量,联想集团不幸被惯性左右,无论是两年前并购IBM PC,还是现在与宏基竞购Packard Bell,都不过是一种惯性使然。

消费类电子的灵魂是新产品和新技术。强大的客户服务,有可能成为更新换代的重要契机,也有可能形成技术进步的重要推力。然而,无论是在新产品还是在新技术或软件领域,与惠普、IBM和苹果相比,联想有着明显的短板,并没有改变电脑组装商的定位。联想收购IBMPC两年之后,才开始有规模地并购,偏于保守。一流公司通常通过并购跨越规模和资产组合鸿沟。一个公司的成长,在资本策略、选择优势成长领域和经营管理上,需要有一个平衡和相互推进。惠普前CEO马克·赫德上任两年,已经收购了14个公司或项目,而且多数集中于软件和技术。在技术体系已经相对完备的条件下,惠普毫不犹豫地向着科技含量高的领域迈进,提供了不少有价值的判断。

苹果在乔布斯重新执政后,同样通过并购有创新能力的小公司而获得宝贵的软件技术人才。同时凭借乔布斯对于网络虚拟化组织力量的深刻理解,靠着令人惊奇的产品创新和设计,向各行业一流公司科技精英广发英雄帖,组成强大的研发虚拟企业,联合攻关。结果使得技术研发投入不多的公司,却成为技术创新的典范。

今日之社会充斥昨日规划之产品;昨日之产品未必符合今日和未来的需求。能洞悉社会的变化与需求,善用适当的新技术与管理,是一流公司保鲜的秘诀。现实地看,新联想集团的全球布局有四个环节:IBM PC扭亏为盈,电脑商用业务成功,消费类电脑空白填补以及消费类电子的长期布局,而相对于最后一项,前三项相对容易,这是已经熟悉的产品和运作的外推,虽然有风险,但是可以在掌控范围以内。但是向新产品、新技术和服务推进,显然是联想至关重要的战略选项,却也需要冒更大风险,也需要更大的视野和勇气。

先前一直认为,完成这个蜕变的领军人物,一定得是个技术背景的人。现在看来,并不尽然。乔布斯不懂技术,却能成为最具创新力的CEO,能走在时代科技前沿。IBM前CEO郭士纳,惠普前CEO马克·赫德,都不是IT行业的技术标兵,却能使巨型公司焕发创新活力。同样,深刻影响着美国整个高科技产业创新的杰弗里·摩尔,却是英国文艺复兴文学博士,还当过4年英语文学教授。可见,关键不是技术背景深浅,而是对客户现实的和潜在的需求把握是否准确,是否有对完美事物追求的强烈企图心,是否有创新冲动。

学习能力一直很强的杨元庆,于今年4月份直接兼任消费类PC的总经理,几个月下来,应该对行业有了很深的体认。据新近透露的信息,起初对于IBM PC的收购,在联想集团的内部会议上,杨元庆几乎是唯一对收购投赞成票的人。这回杨元庆又主动发起收购Packard Bell,看上去有那么一股往前冲的劲头。这种企图心是最重要的。

乔布斯当年开发McIntosh时,他把开发团队封闭在一个独立的办公楼中,将他们命名为“海盗”,以此塑造与公司其他“正规海军”对立的情绪,最终开发出一款与当时苹果的开发思路截然不同的产品。当时,联想也需要一支海盗,需要像乔布斯那样打造一支海盗船。这艘技术上的海盗船可能产生在美国,更可能产生在生机勃勃的中国。

既然微软、英特尔、IBM、惠普等等都把研发挪到了中国大陆,为什么陈冠鹏不能在中国扯起研发大旗?联想中国为什么不能成为开发中国智慧的平台,而任凭微软去搜罗社会技术精英?联想中国为什么就不能以打造出联想集团的技术“海盗船”来?

从这样的视角看联想与宏基时下的竞购迷局,就有了一种超然的判断。能够最后以合理的价格并购成功,可以稳固联想集团的底盘,以利于蹲好马步再行出拳;如果价格离谱可以坦然放弃并购,转而选择并购从技术上抢得先机的目标公司。一旦创新力量能够较之惯性取得优势,或许可以出现中国的“惠普”和“IBM”。联想具备了冲击与征服世界级企业的平台、团队和视野,值得国人期待。