

Opinion

■上証觀察家

新兴经济体不是全球资本的避风港

美联储此次降息行动之“紧急”昭示次级债危机的严重性,美国金融市场的流动性正进一步逆转,金融市场上不断强化的负面预期或将传导至中国市场,这将增加2008年中国证券市场的不确定性。解除全球性经济金融阵痛需待美国经济企稳。

◎陈勇

1月22日,美国联邦储备委员会决定紧急降息0.75个百分点,将联邦基金利率即商业银行隔夜拆借利率从4.25%降至3.5%。

美联储此次降息行动之“紧急”昭示次级债危机的严重性,美国经济正面临衰退风险。

从几个方面可以看出此次降息行动紧急的程度:第一,这是美联储自1980年代以来降息幅度最大的一次;第二,这是美联储自9·11事件以来首次在召开正常货币政策会议时间之外变更联邦基准利率;第三,这是美国自去年九月份以后四个月内的第四次降息;第四,此次行动距离美联储1月29日的例会仅一周时间。

显然,这样的行动旨在避免金融

市场崩盘以及经济衰退。因为如果只是为了防止长期经济衰退,联储似乎没必要在仅仅距离例会一周以前紧急降息;如果只是为了避免市场崩盘,在降息和注资之外,两天前的布什政府和国会商讨的刺激经济方案不会如此密集地被推出。

联储的联邦公开市场委员会表示,“虽然短期融资市场的压力有所缓和,但金融市场状况继续恶化,对于一些企业以及个人来说,贷款变得更为困难。而且,新的信息反映出住宅市场更加低迷,而劳工市场出现疲软迹象……委员会决定降息的原因是由于美国经济前景恶化,而经济成长向下的风险增强。”

房地产市场和金融市场的表现显示美国的资产价格缩水,这对负债率很高的美国居民的消费具有明显的紧缩效应,而金融市场的动荡使得

债券利率上升,增加了企业的筹资成本,导致投资下降。上周公布的就业数据和零售数据显示,美国次级债危机已经对美国实体经济造成了实质性的负面影响,这种负面影响也导致了金融市场上的预期发生逆转,并有自我强化趋势。

实体经济正遭受打击,导致动荡的金融市场上预期加速恶化,美联储正是在这种形势下展开紧急行动的。

应该认识到,通胀压力下,次级债危机无单一解决方案,解除全球性经济金融阵痛需待美国经济企稳。但是,从美联储四次降息时的公告可以看出,其政策取向已经日益远离在经济下行和通货膨胀之间的权衡,形势的发展使得美国日益靠近衰退的边缘,迫使联储专注于扩张性政策以避免衰退。正如美联储主席伯南克所公开声明的,“美联储将继续保持充分的警觉与灵活性”,并时刻准备着“根据需要采取必要的能够刺激经济成长的措施”。

然而无论如何,对于房地产和房地产市场金融市场的疯狂,美国经济终需付出代价,这些代价可能包括:第一,在房地产市场领域,美国的房地产市场正经历1933年大萧条以来最严重的一次调整,这可能导致数百

万的房产丧失抵押品赎回权,并使得以住房抵押贷款的系列金融衍生品急剧收缩;第二,在金融市场中,次级抵押贷款的证券化产品,及其衍生品的所有者将蒙受损失,金融市场已经开始并将继续洗牌;第三,在实体经济领域,如我们深度报告中分析的渠道,消费和投资将面临下滑风险,美国经济衰退风险正逐渐增加。

当第三个损失开始兑现,美联储将不得不“随时准备采取必要措施以刺激经济成长”。但扩张性政策的效果将被全球性通胀形势所对冲。鉴于美国在全球经济中的主导地位,美国的扩张政策将对加剧全球通货膨胀有不可忽视的影响。上个世纪70年代西方世界的滞胀曾经令各界头疼不已,同样,通胀压力下次级债危机也难以找到单一解决方案。

周一和周二的全球股市表明,对于美国的经济金融动荡,那种认为“新兴经济可以成为全球资本避风港”的观点显得有些天真。在全球资本的大本营里,主要国家的金融市场正面临流动性收缩(也正因为如此,主要国家央行多次向市场注资)。全球资本更有可能面临的是一次战略收缩,而不是战略重点的调整。认为中国等新兴经济体将成

为全球资本避风港的观点显得过于乐观。

不仅如此,按2006年汇率折算,美国消费规模是印度的约14倍,中国的6.8倍、德国的4.5倍、日本的2.9倍,如此巨大的消费规模使得新兴经济体无法弥补美国消费疲软留下的缺口,如果全球主要经济体受美国拖累,因美元走软刺激的美国出口增长能到何种程度,也是有疑问的。因此,完全消除全球性的经济金融阵痛,仍需等待美国经济企稳。

对于两个汇率具有紧密联系的大国,中国和美国正处在几乎完全不同的周期点位。美国正面临停滞和通胀,中国在防止过热和通胀。美国的经济趋冷将对中国出口具有天然冷却作用。中国和美国的经济联系并不具有对称性,中国处于被动的一方,中国不仅将进口美国宽松的货币政策,而且将向美国出口通胀压力。给定其他因素,这种经济联系将加剧中美两国的通胀形势。鉴于美国经济的领导地位,美国金融市场的流动性正进一步逆转,金融市场上不断强化的负面预期或将传导至中国市场,这将增加2008年中国证券市场的不确定性。

(作者系海通证券宏观分析师)

世行输出中国经验?

◎邓聿文

中国学者林毅夫将出任世界银行首席经济学家的消息披露后,舆论对此极为关注。的确,此事值得我们好好去咀嚼。

作为全球两大主要金融机构之一,世行自创立始,就把在全球扶贫作为自己的职责。改革开放以来,中国是世行主要的受援国,中国的扶贫成就也得到了世行的高度赞扬。比如,世行前行行长沃尔芬森就认为中国的绝对贫困人口从改革前的2亿多减少至目前的2000多万,是世界扶贫事业中取得的伟大成就。由这样一个国家的学者出任世行的首席经济学家,参与世行的决策,无疑将使世行在推动全球的扶贫事业中分享更多的中国经验。

但是,世行要实现借重中国经验推进世界扶贫和发展的意图,不仅取决于林毅夫对中国经验的解释能力,更取决于世行如何把这一经验转化为政策和行动,否则,生搬硬套中国经验可能在其他发展中国家造成水土不服的情况。

对于中国改革和发展的经验,不同的人可能看法不一。比如,曾提出“北京共识”的美国高盛公司高级顾问雷默认为,建立在“北京共识”基础上的中国经验具有普世价值,不少可供其他发展中国家参考。在雷默看来,“北京共识”的灵魂是不断创新、大胆实验、坚决捍卫国家利益,同时循序渐进,积聚能量。这对那些正苦苦寻找不仅发展自身,而且还要在融入国际秩序的同时又真正保持独立和保护自己生活方式和政治选择出路的国家来讲,提供了新路。林毅夫去年在英国剑桥大学演讲谈到中国及越南经济改革的经验时表示,以渐进方式推动改革和经济转型可以兼顾稳定和快速增长,并顺利向市场经济体制转型。

中国的发展是否真正形成了一套成熟的模式可资总结并具有普世推广价值?我认为还没有。因为中国正处于转型发展过程中,并和改革紧紧地联系在一起。尽管中国在减贫和经济增长方面取得了足以傲世的成就,但在社会公正与高质增长上,还存在不足。像分配领域的两极化现象、高能耗问题、环保问题等等,都昭示着我们离一个公正与高质增长的社会还有很长一段差距,我们需要在发展中不断得到解决。

所以,中国的发展经验充其量是一个阶段的经验,中国在取得减贫成绩后如何建立一个公正与高质增长的社会,自己还在继续探索。对此,曾担任世行首席经济学家的斯蒂格利茨看得很清楚,他在谈及中国的未来发展时提出过三点要求:一是要让市场经济来实现一个可持续发展的目标;二是经济政策必须保证政治稳定和社会稳定;三是社会的公平发展。我认为这几条符合中国国情。

当然,不管怎么说,世行任命林毅夫为首席经济学家,是对中国减贫和发展成就的肯定与尊重。世界的减贫事业和艰巨的发展任务需要来自中国的经验,以中国之大也需要在国际组织中发挥话语权,但我们千万因此膨胀心态,向全球输出经验。说到底,任何国家的发展道路都是本国国情的产物,中国的经验对其他发展中国家如果还有价值的话,也在于实事求是。正如林毅夫在上述演讲时所表示的,中国的政策未必适用于其他国家,应透过实践逐步探索出适合本国的经济发展之路,不应套用现成模式。

(作者系中央党校《学习时报》副编审)

花旗在中国逆势扩张说明了什么?

◎魏也

谁都知道,美国最大银行花旗银行最近非常缺资金。1月15日,花旗银行公布2007年第四季度财报,净亏损达到惊人的98.3亿美元,为花旗200年来最大季度亏损,超过此前市场最悲观的预期。花旗不得不采取了两个对策:一是裁员。花旗计划裁减4200人以削减开支。有消息人士称,花旗还将裁减1.7万人到2.4万人左右。二是四处引资。为了填补资金缺口,花旗银行宣布的第二轮融资计划总融资额高达145亿美元。

但就在花旗银行为筹集资金犯愁的时候,它突然一反常态地加大了对中国的投资力度。1月22日,花旗银行大进分行开业(这是花旗银行在中国开设的第八家分行),花旗中国首席执行官施瑞德在开业典礼上表示:“次贷危机对花旗中国的业务扩张计划没有影响。中国经济基础雄厚,发展强劲,花旗在中国发展的投资战略不会改变。”接着,又传出消息,花旗银行控股的日本日兴集团国际战略投资已于近日向“开心人”注入1亿元人民币,未来两年内注资将累计达到3000万—5000万美元。同时,花旗银行也盯住了我国农村信贷市场,它出资100万美元打包给10多家小额信贷机构,让他们在农村放款。

花旗银行在中国的自救之路,充分显示出它对中国的投资机会和投资前



漫画 刘道伟

景预期的乐观,否则,在亟需资金的情况下,花旗银行对待风险大的投资一定会是保守和谨慎的。事实上,不仅花旗如此,美国一些巨头也在如此动作。汇丰银行在中国开设了首家外资农村金融机构——湖北随州曾都汇丰村镇银行,2008年,还将在我国农村地区开设6至10家分支机构,两至三年内要达到30家左右;美国最大的私募股权基金黑石集团也从人股蓝星开始了在中国的融资之路。

相当一部分经济学家预计,今年美国将出现经济衰退,现在暴露出来的危机也许只是一小部分,更大的危机还没有到来。在这种情况下,众多美国公司开始在国外寻求投资机会以摆脱困境,而花旗等美国企业巨头积极投资中国,也显现

出他们对中国投资前景非常看好。以在中国农村投资开设金融机构为例。中国的金融机构对农村信贷并不看好,因此,纷纷撤出,为外资银行企业的进入腾出了一个非常大的空间。清华大学一份研究报告显示,中国农村目前有1.2亿农民有贷款需求,每年资金缺口约为1万亿元人民币,现只能满足60%,农村小企业贷款的满足率仅50%。农民难以从正规金融机构获得贷款,只能通过非正规金融组织或活动进行融资——商业银行只占农村贷款市场5%的份额。那么,这是否意味着巨大的机会?至少,无论汇丰银行还是花旗银行,既然他们选择“下乡”,就一定作了详细的评估。

在国际巨头们不断加大对中

国投资力度的时候,我们也不断向外投资,但投资的结果往往并不理想。据统计,2007年,我国花费292亿美元收购海外公司,远远超过了收购中国公司的海外资金(215亿美元)。但几根大的投资交易到目前为浮亏甚巨。2007年5月20日,正在筹建中的中国投资有限责任公司斥资30亿美元,在每股29.605美元的高点购买美国最大的私募股权基金黑石集团不到10%的股份,目前账面浮亏已高达31%,令“中国主权财富基金的第一次”广受诟病。值得深思的是,黑石基金在得到中国的投资以后,仍然转面向中国投资,既然如此,我们何不直接投资国内?国际知名企业每进行一项投资,往往要经过深思熟虑,经过充分而翔实的可行性调查,而中投向外投资时竟然还处在筹建当中。

次级债危机的继续蔓延,浮现出一些难得的投资机会。但是,没有谁知道次级债影响何时结束,任何抄底行动都可能面临被套牢风险。当熟谙美国经济状况的花旗银行等国际知名巨头将资金投向中国,我们应该认真审视这一现象,投资国内或许是最安全、收益最丰厚的选择。如果当花旗银行等外资银行在中国农村走出一片天地,中国的金融机构重新返回是否被动?

有时候,最好的投资机会往往就在身边,只是这种机会太容易被忽略。

■专栏

抑制通胀要谨防挫伤股市

我们对市场的理解往往是静态的,对于市场本身的弹性认识不足。当人为因素非要逆市场而行时,市场不一定表现出坚定的反抗力量,有时它可以包容人为的错误,但在一段时间以后,它会以一种“柔弱胜刚强”的方式重新将本应该反映出的状态反映出来。现在最担心的是,越走越高的商业银行准备金率没能把通胀势头抑制住,反倒使股市一再受挫。

◎田立

沪深股市在短短6天时间内急泻近千点,这使不光心理承受能力稍差点的投资人被震懵了,那些向来在琢磨技术指标的人也在怀疑:牛市是否结束了?导致前两天两市巨阴线的直接原因,当然是美国次级债危机又一波的发作,但这轮跌势的开始,是在央行元月16日再次宣布提高准备金率之时。从2007年以来,央行提高准备金率有时会带来短暂的股市下跌,因此单就就跌而言,这样的市场走势应该是司空见惯而已。但这次情况显然有些不同,新一年的紧缩性货币政策这样快就出手了,而且伴随着年内央行还会继续提高准备金率的预期,一些投资者开始担心:持续提高准备金率会不会把资金面收得过紧而严重影响股市?

对这种担心,我们该怎么看呢?

先要承认,这种担心不是没有道理的。从紧的货币政策是冲着通胀趋势去

的,它的本意非常明确,指向很准,但问题是,运用准备金率这一政策手段在抑制通胀方面的效果没有马上显现出来,倒是股市反应强烈。照此趋势,一旦高准备金率经过量变积累后达到质变临界时,这种反应的后果就不能忽视了。

通过提高银行存款准备金率来抑制货币的发行量,进而抑制由于货币发行过度所造成的通胀之势,这个调控思路是对的。但这里面牵涉两个值得深度探讨的问题:到底是什么原因造成的货币过度发行?高准备金率对于抑制当前的通胀势头究竟有多大效应?

关于人民币发行过度问题,我曾经在本刊谈过自己的观点。我认为,由于人民币目前实行的是与美元挂钩的汇率政策,因此人民币的发行受到国际资本的控制。也就是说,凡有多少美元进来,央行就得根据盯住式的汇率制度相应地发行多少人民币,这客观上造成了人民币的发行不能体现中国经济实际发展状况

的局面,在美元一再贬值的情况下,很容易出现人民币的过度发行。所以,我曾呼吁建立独立自主的人民币发行机制。今天我依然坚持这样的判断,即人民币过度发行的根本原因是现有汇率制度的拖累,而银行的信贷规模膨胀只是一个表面现象。不从根本上解决人民币发行机制问题,只是靠提高准备金率来抑制货币发行,效果恐怕很难乐观。我们看到,2007年一连十次上调银行准备金率,可是CPI却在持续走高。显然,不是上调的力度不够,是治病没治在根上。

通胀势头没有立刻压住,相应的负效应却越来越明显——股市感冒了。一些人认为,通胀的直接表现是物价上涨,而物价上涨的原因是货币过多。但却忽视了另外一个方面,这就是总供给与总需求之间的关系。当一个经济体整体生产能力不足时,即使没有货币过剩,物价也会上涨,最终同样会反映为通胀。

提高准备金率本身对于抑制通胀存

在着负效应,对这一点,我们不可不小心。高准备金率意味着银行减少了可贷资金,而减少可贷资金直接影响企业的生产和投资,当企业的投资与生产都不足时,其供给能力就会下降,即使需求不增长,也会造成更严重的物价上涨。不仅如此,随着企业投资与生产能力的下降,市场对于企业的增长预期就会下降,当这种现象普遍存在于宏观经济中时,股市整体下滑就是不可避免的。

当然,任何政策都是双刃剑,一项经济政策存在一定的负效应很正常,可怕的是一旦这种负效应恰恰出现在一个顺循环的环境中“负效应”就很有可能演变成不可逆的结果了。去年12月,事实上也有过在在市场没有吸纳足够充分的利好信息的情况下,给它不断注入诸如提高存款准备金率之类的消息,无疑会使股市雪上加霜的提醒。但这种声音很快就在12月中旬后沪深股市一片飘红的气氛中湮灭了。但是,任何一个市场都不可能得不到有力支撑的情况下无缘无故地上涨,即使有,也只能是短暂的,并且最终会被市场调整回来的。一周来的沪深股市行情不是很能说明问题了吗?

过去我们对市场的理解往往是静态的,对于市场本身的弹性认识不足。

拉闸限电的症结何在

◎杨薇

据昨天的《人民日报》,目前,由于电煤供应不足,已经有13个省级电网出现不同程度的拉闸限电。此次拉闸限电具有一些自然方面的原因。

其一,干旱。这一点对于那些只要靠水力发电的地方影响非常大。以湖北为例,该省坐拥三峡、葛洲坝电厂等全国发电大户,属于电力资源丰富、电力供应充足的省份,但是,目前正值冬季枯水季,水电发电量明显下降,而该省火电不足,难以弥补缺口,从而导致缺电。而在我国西南地区,今年遭遇了一场大面积干旱,造成大型水电站电力骤减。

其二,电煤库存严重不足。近年来国家大力打击非法开采的小煤窑,严格实行安全准入制度,由此关闭产能约66亿吨。但是,在关闭小煤窑的同时,大型煤炭集团的产量未能得到同步提升,在供需之间留下了一个缺口。并且,自去年入冬以来,用电负荷持续快速增长。屋漏又逢连夜雨,近日强雨雪天气又增加了运煤的难度。目前,全国电煤库存2032万吨,每日电煤缺口达33万吨,相当数量机组存煤低于警戒线。

这些因素基本上是人尽皆知的,另外一些隐性因素的影响可能更为重要。比如,电煤库存问题,除了供应方面的原因,还有火电企业自身的原因。那就是市场化的煤炭价格的不断上涨与行政管控下的电价的相对停滞,对火电企业增加电煤库存的积极性构成了挫伤。不然,在煤炭供应紧缺并不太大的情况下,电煤库存量下降到如此程度是令人难以想象的。

我国在2004年年底推出煤电联动政策,但是,从2005年到2007年,有两次在达到煤电联动条件的情况下电价未能同步调整。主要原因是有关部门担心电价上涨涨幅过快的CPI雪上加霜,加剧通货膨胀压力,而在有关部门给出的理由中,竟然也包括“电力企业通过努力自行消化掉一部分成本压力”。这等于给电力企业传导了这样一种信号:自行消化成本反而成了实现煤电联动的阻碍!于是,在去年年底电煤企业签订供煤合同时,火电企业一改过去与煤炭企业激烈讨价还价的传统,反常地一口答应煤炭企业开出的煤炭供应价格。这种“顺其自然”的心态明显是在把压力引向有关部门——这其实已经为今天的拉闸限电埋下了伏笔。

煤电联动政策推出后的两次不联动,在客观上加大了火电企业的成本。在我国的电力供应构成中,水力发电占13%,核电占23%,其余主要是火力发电。一旦火力发电企业痛感压力之重而停产,就很容易造成局部“电荒”。并且,在煤炭成本不断上升的情况下,火电企业自身有通过减产来表达自身“痛苦”的冲动,以让有关部门“体察”他们所承担的成本压力。

如果说这仅仅是主观因素,那么,我国油企通过“停产检修”制造成品油供应紧张局面屡屡达到提价目的的“经验”,无疑为火电企业提供了想象空间——当然,这在很大程度上也是无奈。煤电联动规则未能得到认真遵守给火电企业带来了很大的不确定性,这同时也影响了投资者的积极性。2007年,基金重仓股中电力股数量由三季度末的12支下降到四季度末的8支。

在CPI居高不下的情况下,对电价上涨的制约是出于大局的考虑,但是,考虑到由此给火电企业带来的成本压力和积极性的挫伤,是否应照财政补贴炼油企业亏损的做法,给予火电企业一定的财政补贴?毕竟,在拉闸限电现象扩散的当下,未雨绸缪比临时抱佛脚更为有益。当然,更大的问题还在于市场化的煤与电定价的机制,煤电之间的平衡问题,如果煤电联动不能作为一种规则被严格遵守,我们是否重新设计一种新的规则替代它,或者,通过逐步实现电价的市场化让它与市场化的煤炭之间,通过市场这一平台保持平衡?

不管怎样,在电力缺口有拉大迹象的今天,尽快激发发电企业的积极性已是迫在眉睫。

欢迎惠赐稿件

本版欢迎紧扣热点、观点独到、文风独特的财经时评。优秀稿件,稿费从优。来稿请寄:plb@ssnews.com.cn,请勿一稿两投。

有效市场理论认为,股市走势应该在第一时间反映出股市现有状态;行为金融理论则对此坚决予以否定。很显然,两者都忽略了市场的包容性,当人为因素非要逆市场而行时,市场不一定表现出坚定的反抗力量,有时它可以包容人为的错误,但在一段时间以后,如果市场没有出新信息的话,它会以一种“柔弱胜刚强”的方式重新将本应该反映出的状态反映出来。就像沪深两市岁末年初的飘红,可以飘一阵子,但最终还是要回归本真的。就像上涨时没有足够的理由一样,回调也没有明显的外因,但却有深层次内因。

所以,我想在此强调,从一般均衡看,引领股市的核心力量是市场预期,离开这一根本分析的妙论,无论如何只能是本末倒置的。

那么,今后一段时间我们对沪深股市有好的预期吗?有一些,如中国宏观经济持续向好,上市公司赢利能力增强,股权分置改革利好等等,但最终还是没看到更多。不利于股市的预期也积累了不少。我最担心的是,越走越高的商业银行准备金率(有估计说要达到18%)没能把通胀势头抑制住,反倒使股市一再受挫。

(作者系哈尔滨商业大学金融学院副教授)