

# Opinion

■上海国际金融中心建设系列谈之二

## 发展上海国际金融中心需“软硬兼施”

努力把上海发展成为国际金融中心,是一项系统性战略,需要“软硬兼施”——既要有直观的“硬指标”,也要有隐性的“软环境”。这是我国实现金融深化与金融现代化、摆脱金融弱势形象的必由之路。

◎杨涛

上世纪中后期以来,国际金融中心在经济全球化过程中起到了难以替代的重要作用,它们不仅能实现金融资源在全球范围内更有效的整合,而且可以提升东道国经济实力与国际竞争地位。

应该说,当前国际金融中心的发展,逐渐呈现出多极化特征,除了纽约和伦敦等传统中心之外,许多新兴市场经济体也拥有了具备区域话语权的金融中心。不可否认,金融中心的出现,是与东道国经济发展密切相关。作为21世纪最具活力、规模最大的发展中经济体,中国有必要尽快弥补金融“短板”,其核心内容之一便是打造国际金融中心。对此,已经走上金融中心发展之路的上海,自然应该成为该项国家战略的首选。一个城市之所以能被称为国际金融中心,既有直观的“硬指标”,也有隐性的“软环境”。上海在资本市场建设、引入外资金融机构等方面虽已成为国内中心,但在“软硬”两方面距离真正的国际中心还有很多差距,这应

是未来发展战略中的改革重点。

首先,要发展国际金融中心,必须努力完善几方面“硬指标”:

一是不断提高货币自由化程度。早期国际金融中心往往呈现从货币交易中心到资本流动中心的发展轨迹,货币自由化程度愈高,就越吸引本土和离岸金融业务的蓬勃兴起。对此,一方面应继续推进人民币汇率改革,稳步推动资本项目可兑换,促使人民币实现国际化,这是建设国际金融中心难以逾越的前提。另一方面,外汇交易规模反映了金融中心的“自由程度”,也是重要的评价指标,这就要求我国外汇管理体制改革的不断深化。当然,在不违背金融开放次序的情况下,也可以考虑在上海展开相关改革试点。

二是不断推进金融产品创新。金融产品是金融交易的载体和对象,在各个国际金融中心,通常都有令人眼花缭乱的金融产品,把金融资源的效率发挥到极限。在上海推进的金融产品创新,应遵循两个原则。一方面,同步促进基础金融产品与结构化产品的创新。另一方面,上海在抓住资本市场

产品创新这一具有传统优势的线索同时,也应该促进基于银行资产负债表的金融产品创新,以首先满足作为国内金融中心的需要。另外,当务之急是推进人民币产品的创新,掌握本土产品的定价权,这才是金融中心的立足之本。

三是不断促进金融机构创新。国内外银行、保险公司、基金等多种金融机构聚集在一起,是金融中心特有的一道风景,也是在金融中心“唱戏”的主角。在混业经营的大趋势下,当前国内金融机构创新正处于加速时期,对此,可考虑把上海作为一块“试验田”,一方面放宽市场准入,引进更多的国外银行和非银行金融机构,另一方面使之成为本土金融机构创新的温床,如金融控股公司、房地产投资信托、私募基金等。

四是不断实现金融市场创新。国际金融中心理应拥有多层次金融市场,以满足不同层次的货币、股权、债权等交易需求。金融市场的不完善,是国际金融中心的重要制约因素,如债券市场落后,就是香港走向全球金融中心的主要障碍之一。对于上海,多层次金融市场意味着在直接金融

和间接金融、场内和场外等多个维度上,构造健全的市场体系。作为有比较优势的突破点,则是在资本市场发展上下功夫,真正建立公开、公正、透明、理性的市场形象。

其次,要使上海逐步迈向国际金融中心,还需要一系列“软环境”建设。一是保持经济与金融稳定。在国际金融活动中,“信心”是影响交易行为的基本因素。作为国际金融中心,必然能够给参与者带来稳定的信心。这既需要中国经济发展避免大起大落,也需要使人增强对上海发展环境的信心,真正树立地方政府作为市场“守夜人”的公正形象。

二是构造健全的法律环境。从现代金融中心的发展历程看,一套健全而不失灵活的法律制度,以及独立有效的司法体系,都是国际金融中心最坚实的制度保障,这对于长期资本流动来说尤其重要。否则,在法律缺失背景下的“拔苗助长”,难以真正形成能承受经济周期考验、被国际资本认可的金融中心,这也是我们最迫切需要解决的。

三是改善监管与税收环境。近年来,这也成为各国公认的影响金融中心地位的主要因素。在监管方面,既要改善一行三会层面上的监管协调机制,也应完善中央与地方之间、上海政府部门之间的监管协调,最终建立一套适应金融中心发展的、与国际接轨的监管规则。在税收方面,则应

借鉴国外经验,设立一套能吸引金融资源、技术、机构、激励金融交易活跃程度的税收优惠体系。

四是完善会计与信息环境。与国际接轨的会计制度、透明的信息公平和披露机制,这是现代金融体系的基本原则,却也是我国金融发展中的弱项。在打造金融中心的过程中,更应从此方面着手,提高金融市场的公平与效率。

五是完善金融基础设施。交易成本的高低,也是金融机构是否认可一个城市作为金融中心的原则之一,而金融基础设施则是决定成本的重要因素。对此,无论是交通、通讯、清算、结算、中介组织等物质要素,还是社会信用环境等无形要素,都是需要发展的金融基础设施重点。

六是优化人力资源环境。人才是金融中心发展之本,只有创新人才政策、改善人才环境,既吸引外部金融人才的流入,又建立培养本土人才的持续有效机制,才能增强发展金融中心的可行性。

总之,努力把上海发展成为国际金融中心,是一项系统性战略,需要中央与上海政府的政策协调、上海与其他地方政府的竞争与合作、政府和金融机构的多赢性配合等,这也是我国实现金融深化与金融现代化,摆脱金融弱势形象的必由之路。(作者系中国社科院金融所副主任)

## 看巴菲特主持的股东大会

◎郭凤霞

最近比较吸引眼球的事件之一是,上周六,有3.1万人从世界各地赶往美国中西部的一个小镇奥巴哈,参加“股神”沃伦·巴菲特主持的伯克希尔-哈撒韦公司股东大会。更令人吃惊的是,这个小镇上的股东大会,几乎吸引了全球财经媒体的密切关注,会上讨论到的每一个问题都被记者们津津乐道。这也许是世界上最具人气的股东大会了,与目前许多气氛紧张或寡淡无味的股东大会截然不同。

从中,我们可以知道,除了人们对巴菲特的仰慕和尊敬之外,一定还有其他更重要的精神纽带,把公司的管理层和投资者牵到了一起。吸引力在哪里呢?

当然首先是伯克希尔公司本身的实力。巴菲特于1965年买下一家陷入困境的纺织公司,创立伯克希尔。从1965年到2007年,长达42年中,伯克希尔公司的年增长率都超过了美国标准普尔指数,除个别特殊年份外。也就是说,当初投入1000美元,现在已经增长为2800万美元。这不是神话,而是巴菲特创造的真实业绩,为股东们带来了实实在在的收益。

但笔者以为,更重要的是,巴菲特对公司股东的那份真诚的态度,甚至比他的财富和声名,更让大大小小的股东们愿意无条件地追随他。仅举一件小事,巴菲特和他的长期搭档查理·芒格,在每年的股东大会上,要花五个小时来回答股东提问,任何问题他都会认真一一作答,并尽可能的把他的金融理念和投资决策用一种非常简单的方式表达出来,甚至对于一个12岁孩子的问题,他都不会忽略。这种对待股东平等平视的态度,一下子拉近了台上台下的距离。

此外,还有对投资负责的那种精神。这种负责表现为稳健的投资收益,而不是一味迎合投资人贪婪的心理。巴菲特认为,很多人把他们的几乎所有身家都投入了伯克希尔,包括我们自己,如果把这笔投资都置于风险之中,我们都不会感到舒服。因而宁可放弃回报率较高的99%的机会,甚至99.9%的机会,也要确保1%的投资安全。巴菲特非常形象地比喻道,经理人需要是那些DNA里都有御风险概念的人,“有人天生就能够判断什么是重大风险。”也正是由于这种高度警觉的风险意识和高超的投资智慧,才使伯克希尔在每次金融危机来临之际,都能安然渡过。

此外,在个人精神品格方面,巴菲特更是树立了一个良好的榜样。巴菲特本人拥有伯克希尔公司1/3的股份,作为世界首富,至今仍住在美国奥巴哈小镇上,一套50年前花3万多美元购买的房子里面,并且每年坚持只拿10万美元的薪水,而不是“天价薪酬”。前不久他还指出了370亿美元,也就是他所拥有财富的绝大部分给比尔·盖茨基金会。这正是让所有去那里参加股东大会的中小股东们最为感动的地方,也是伯克希尔公司股东大会从1979年只有25人参加发展到3.1万人蜂拥而至的魅力所在。

最近正是股东大会频繁召开的时节。虽然是年年岁岁花相似,但每年一到这个时候,所有上市公司都在忙碌着,要在这一天里总结过去,展望未来,不仅要向股东们作好几汇报,还要决定一年中若干重大事项。股东大会作为公司治理中一种有效的组织形式,正在被越来越多的普通投资者所接受,并且身体力行地积极参与。从过去乏人问津到如今门庭若市,股东大会在经济生活中的重要性也开始凸显出来。一般来说,公司经营业绩下滑、股价大跌、分配不足等,都会成为引发股东与管理层不满的主要矛盾,在股东大会上容易发生针锋相对的情况,责难、非议,甚至上演“全武行”都有可能。由于每个投资者的目的需求不同,要使股东大会开得其融融,上下同心,还真不容易。但伯克希尔-哈撒韦公司股东大会却做到了。

我们这儿的股东大会,与其相比,似乎还差若干个等级。也许有人会说,这是投资者素质不高引起的。笔者以为,最好还是对比一下巴菲特,从大股东自己身上找找原因。

## “守信之约”凸显农村行业协会的重要性

◎陈家林

据新华社报道,在新疆最重要的奶源地乌鲁木齐、昌吉地区,今年2月,旺旺集团新疆总厂、新疆盛和乳业、新疆德泰春乳业有限公司、新疆维维乳业、乌鲁木齐伊利乳业、金牛公司盖瑞乳业等6家乳品企业,签订“守信之约”,将2007年10月以来企业原奶每斤29元—33元的收购价,降至每斤28元,“下不保底”,导致奶农利益受损,一些奶农开始变卖奶牛。

在当前奶制品价格已大幅上涨,奶源供应仍然紧张的情况下,乳品企业“抱团”压价,利用自身强势地位扩大利润,转嫁风险,近乎一种挟持行为。这种所谓的“守信之约”,类似于常见的“价格联盟”,本身就涉嫌违法。《中华人民共和国价格法》第14条明确规定,经营者不得“相互串通,操纵市场价格,损害其他经营者或者消费者的合法权益”。

当然,从维权的角度来看,单个的奶农如果与强势的利益集团博弈,面临着非常大的成本和数不清的难题,这或许是相关企业联手伤农,追逐自身利益最大化的底气所在。但是,这种做法本身是短视且危险的,在奶源供应本身就十分紧张的情况下,企业本应与奶农一起分享奶制品涨价的利润,激发他们养奶牛的积极性和信心。但是,有关企业却采取了通过“守信之约”,进一步压缩奶农收益,以实现利润扩张的目的。当奶农在受伤之余纷纷变卖奶牛,奶源供应紧缺,相关企业还能维持正常的生产吗?显然,一旦奶源中断,最终损害的还是企业的利益。

遗憾的是,我们不能通过教育的方式让企业觉悟,也不能依靠企业的自觉让出部分利润给奶农——事实证明,这只是一种奢望。强者天然有掠夺弱者的冲动,直到弱者本身变得强大起来,这正是自然的法则。奶农为什么弱?弱在他们是分散的,单个的,不能形成合力,这凸显了行业协会的缺位。

发达国家的经验表明,行业协会是农民自我保护的强大后盾。在美国、欧洲各国和日本等国,农业生产和流通领域中都有代表农民利益、为农民服务的农产品行业协会,其发展已有100多年的历史,对农村经济的发展、农民实现自我利益最大化,发挥了不可替代的作用。

以畜牧业为例,在德国,95%的畜牧养殖户是德国畜牧协会的会员,协会的作用是多方面的,强化价格话语权只是其中的一个方面,假如“守信之约”的事情发生在德国会怎样?最可能的结果是,畜牧协会发起对相关企业的制裁行动,要求所有会员停止向其供应奶源,最终,迫使相关企业提高收购价格。事实上,没有任何企业胆敢作出诸如“守信之约”这样的挑衅奶农利益的行为。除此之外,协会还提供各种信息和技术指导,以帮助会员更好地提高生产效率。

在我国,由于广大农村地区行业协会缺位,使得相关企业联合损害农民利益几乎成为常态,甚至引发上访等群体性事件。在这种情况下,我们可以借鉴西方发达国家的经验,鼓励农民通过组建行业协会,改变自己的弱势地位,强化在价格谈判中的话语权。同时,通过信息的共享机制,提高生产效率,获得更大的收益。这不仅有利于减少屡禁不绝的侵权侵权行为,也有利于广大农村地区的经济发展。

## 对大小非减持的规范日趋严格

◎吕青

在证监会发布了《上市公司解除限售存量股份转让指导意见》的相关规定后,先后发生了宏达股份两股东、冠福家用一股东,开开实业一股东违规减持事件。由此,引发了市场对于大小非减持可能失控的担忧。

但是,面对违规减持事件,有关部门迅疾作出了反应。先是中国证监会宣布,四川宏达股份有限公司两股东涉嫌违法违规,已被证监会立案稽查。接着,上海证券交易所和深圳证券交易所分别出台了《上海证券交易所会员客户证券交易行为管理实施细则》和《深圳证券交易所限制交易实施细则》,严管大小非减持。

这两个操作细则对大小非减持的规范,不仅更为严厉,也具有了更强的可操作性。

其一,对“一个月”的认定更为严厉。此前,《上市公司解除限售存量股份转让指导意见》第三条规定:“持有解除限售存量股份的股东预计未来一个月内公开出售解除限售存量股份的数量超过该公司股份总数1%的,应当通过证券交易所大宗交易系统转让所持股份。”那么,一个月如何界定,实际上存在着一个可钻的空子。比如,有人在5月31日减持0.99%的股份,在6月1



漫画 刘道伟

日再减持0.99%的股份,两个交易日内总共减持了1.98%,却是在两个月内完成的,而不少小非的持仓比例可能还不到1.98%。因此,对于“一个月”该如何界定,将直接关系到相关规范制度的刚性和效果。

很显然,交易所已经认识到了这一点,并对“一个月”的界定进行了明确。如,4月21日—5月7日,中国石油化工股份有限公司上海石油零售分公司通过上海证券交易所竞价交易系统累计卖出开开实业1.55%解除限售存量股份,而上海证券交易所立即对该违规账户进行限制交易处罚,限制账户在三个月内不得买卖在上交所挂牌交易的所有证券,并记入诚信档案。这说明,上

海证券交易所对“一个月”的界定并非单纯根据公历月份的划分,而是根据解禁减持的日期来界定。这使得减持规定变得更为严格。

其二,禁止交易时间延长。去年颁布的限制交易细则,对于违规交易客户的限制交易时间不超过15天,而这次上海和深圳两大证券交易所,将时间延长为三个月,较之以往的规定,更能加大违规者的时间成本。

其三,弥补了大市值股的比例漏洞。如果仅仅以1%的比例做限制,那些大市值股就会占便宜,比如中国石化,其1%的减持就相当于减持掉几个小盘股,比例限制对于它显然过于宽松。为了堵住这个漏洞,

上海证券交易所规定,“预计在未来一个月内公开出售解除限售存量股份的数量虽未达到上市公司总股本1%,但达到或超过150万股的,鼓励在大宗交易市场转让”。加上一个“超过150万股”的限制,就堵住了减持规范中的一个漏洞,更能减轻市场的减持压力。

并且,有关部门正在继续加大对大小非减持的规范和惩处力度。据《上海证券报》报道,上海证券交易所正在研究的措施包括:重申违规上市公司董事任职资格,建议冻结资金账户、限期回购超减持股份、违规收益上缴上市公司等等,这些措施倘若出台,大小非的违规减持成本无疑将进一步增加。

值得一提的是,有关部门为了让减持对市场的负面影响降低到最低限度,只是对减持的节奏进行了规范,并非终止大小非减持,因而,有些人认为规范减持是改变原有游戏规则的说法是缺乏说服力的。实际上,这种对减持节奏的规范本身、对大小非也是有好处的。道理很简单,当市场对大小非减持的担忧减小,信心重新树立起来,股市保持稳定发展,大小非减持价位可能会更理想。从这个角度来看,对大小非减持的规范乃是多赢之举,对大小非减持的规范乃是多赢之举,既有利于市场,也有利于大小非及广大投资者,每个人都有义务爱护这个市场。

## 只要油价接轨 房价必定暴跌



有关房价何时下跌的问题现在已转为了国内油价何时放开的问题。对国内房地产价格,我总结成一句话:“油价接轨,房价暴跌”。高油价击溃了美国经济原有的运行模式,引爆了次级债危机,欧盟在《京都议定书》的约束下,提前适应了高油价的挑战,因此经济总体保持了健康运行。而中国经济还很难适应高油价,这就是为什么一季度以来全国闹油荒最严重的广东房价下跌最猛的原因。

按照我上述的理论,美元贬值时美国房价不是该上涨吗?对此,我必须做个全面的分析,来答复这位细心的朋友。

从2001年起,美元进入贬值通道。一开始,美国房地产市场确实出现了繁荣,一切看上去都是那么完美、那么符合金融学的规范:当一国货币贬值幅度高于其国内利率时,该国出现通货膨胀的压力。但是,好景不长,石油价格的上涨击溃了美国的地产繁荣,导致了次级债危机的爆发。

在我看来,货币就如同一把尺子,用来度量房价时,如果尺子缩短了,那么房价该就上涨;如果尺子拉长了,那么房价该就下跌。但是,近日有朋友指出我的这个分析存在缺陷。美国房价在急速下跌,而美元同时也在贬

值。按照我上述的理论,美元贬值时美国房价不是该上涨吗?对此,我必须做个全面的分析,来答复这位细心的朋友。

从2001年起,美元进入贬值通道。一开始,美国房地产市场确实出现了繁荣,一切看上去都是那么完美、那么符合金融学的规范:当一国货币贬值幅度高于其国内利率时,该国出现通货膨胀的压力。但是,好景不长,石油价格的上涨击溃了美国的地产繁荣,导致了次级债危机的爆发。

冲交易策略(具体的交易利润取决于道琼斯和石油之间的对冲比例)。

因此,道琼斯虽然有小幅度下跌,而石油却从每桶不到30美元涨过了每桶120美元。高油价击溃了美国原有的运行模式,美国其他经济单位无法通过提高劳动生产率来克服高油价,其投资回报率下降,资本开支减少。在这两者相互作用下,房价下跌,次级债危机爆发。我可能是国内最早提出油价上涨与供求关系无关,与中东局势无关的人。2004年初我接受一家周刊的采访时就说:石油背后的黑手是对冲基金。

为什么欧洲没有受到高油价的冲击呢?欧盟自动实施减排二氧化碳义务将近10年之久,这使得这个区域内的经济运行以降低排放和减少能源消耗为重点不断在调整,欧盟经济因此在《京都议定书》的约束下,提前适应了高油价的挑战,经济总体保持了健康的运行。所以,在油价上涨的阶段,欧元能连续上行。

回过头来看我国,在渐进性汇改的原则下,人民币未来在相当时间内仍将保持对美元升值而对其他货币贬值的趋势。所以,如果要触发房价下跌,就要看国家发改委什么时候放开成品油价,使之与国际水平接轨。我相信,今天的中国经济也依赖于低油价。低油价将促进国内的汽车生产和消费,将保持国内的物流成本占总销售额的低比例。弄清这一点,我们就可以理解为什么一季度以来,

比较明显的房价下跌的区域恰恰是全国闹油荒最严重的广东。用传统的供求关系和资金成本等经济学理论都无法解释这个现象。

有人说,我们现在不能放开油价,因为油价已经太高了。但是,海外对冲基金可不这样想,他们不会满足于现有的战利品。记得油价在每桶26美元时,曾有实施燃油税改革的提议,结果被否决,理由是油价太高,难道现在我们反而能够实施了吗?这些年在我们等待和观察油价下跌的时候,对冲基金已经把油价炒上120美元了。我猜想,多头石油的对冲基金已经打垮了美国,可能正在寻找下一个目标。国际上那些对冲基金不会轻易放掉石油的多头,让我们手里的上万亿美元买到更多的石油。他们也许会一直把油价做高,直到中国放开油价为止。

这样,房价何时下跌的问题就转为了国内油价何时放开的问题。如果我们的油价和国际接轨,其结果就是国内房地产价格暴跌。因为就是现有的经济运行效率而得出的高房价基础将完全丧失。我们不可能看到另外一幅由国内著名经济学家们描述的情景:油价上涨带动房价继续上涨,因为原材料价格上涨是普遍的通货膨胀,而通货膨胀压力将促进房价上涨。如果那样,依据相同的逻辑就可以得出通货膨胀长期期房价暴涨的结论了。而有关通胀无牛市的论证,我已在本栏连续发表了7篇文章,不再赘述。