

■上海国际金融中心建设系列谈之四

# 资本市场多层次国际化平台 上海得天独厚

建设国际金融中心,上海不能只追求高端而忽视基础,忽视金融对贸易、航运和基础性、区域性经济活动的系统联系。上海应当扬长避短,主要依靠机制、市场规律,在紧密结合东部地区经济实体运作、市场供求自发作用基础上,促成金融市场资源的高效、有效、大规模流动与优化配置,吸引趋利至上的内外金融机构市场主体把上海作为最佳市场高地、最优运作平台来定位。

◎郑毅

甫入“红五月”,国内金融界一南一北两件大事引人注目:上海召开首届国际性高层次“陆家嘴金融论坛”;北京市正式确立将建成我国“具有国际影响力的金融中心”战略目标。正如中国社科院学者牛凤瑞所说,中国自此进入了南、北、东多个金融中心城市并存竞争的格局。

笔者对牛先生的判断深表认同。基于客观真实的立场,可以说得更直白清楚一些。根据新闻报道所引述的2007年三季度数据:北京在法人金融机构数、金融业增加值比重、金融资产总量、金融对经济拉动系数、单一行业对国税贡献率和金融企业所得税等6项重要指标上,位居全国第一,绝非他地可比。而法人机构多层最高等级的内地全资总部或外资中国区总部,更有内地支撑了北京已成中国金融中心“客观”判断。只是碍于上海先补充赋予了“国际金融中心”的国家使命,北

京不能不在话语上有所自敛而已。其实不必。不仅如此,本人以为北京作为中国这一世界第二大经济体的金融决策中心、管理中心、信息中心和服务中心,作为拥有世界最多美元外汇储备的国家的决策中心,已经对国际的世界经济乃至社会拥有相当大的影响力,直言之,北京事实上已是“具有国际影响力的金融中心城市”,无人能否认,所以也不必讳言。

当然,如果北京的定位和目标不止于此,而是真如媒体报道所指,是要“冲击国际金融中心”,那么,北京为促进首都金融业发展而制定的总体布局以及为此争取的举措,的确是高举、实打、可行而能见效的高招。高举,是基于北京的高起点,实打,是所有举措均有实体依托和基础支撑,因为合乎国情和民情,所以必可行,从而能见效,这是水到渠成的必然之理之势。这样的高招,旁人学不来;要想一争高下,需要另寻蹊径。这就是摆在上海面前的任务了:上海该如何动作才能不负国家赋予

的使命呢?

首先,上海不能再依恋于上世纪三十年代作为远东金融中心的绮丽历史而不能自拔。时代不同了。基于半殖民地租界被迫建立的上海自由港、自由金融、自由市场制度一去不复返了;我国的社会主义市场经济制度决定国家对关系主权安全的金融业实施高度管控,外汇管制一招就把国内所有城市尝试金融国际化、自由化的构想变成了愿景。在这一点上,国内所有城市的国际化努力的极限都是相同的:质言之,在中国内地,现今尚无无条件建立完全意义上的国际金融中心。于是起点也会是相同的:只要金融开放,上海所得的开放度不会落于人后。当下的任务,是要抬头看清方向,更要低头寻好路径,首先把精力放在夯实金融中心的基础之上。从这一点出发,值得上海深度思考的至少有二点:

第一,建设国际金融中心,上海不能追求高端而忽视基础,忽视金融对贸易、航运和基础性、区域性经济活动的

系统联系和扩大服务,未重视和充分利用自处东部发达地区的雄厚经济基础、市场基础优势,不适当卷入与左邻右舍争资源的比赛,未免又可能陷于聪明不高明的老套。

第二,上海至今未建立起相应量的统一推进体系;认识、领导统一之下行动力、执行力必有实效;据报,仅过去两年北京就兑现金融机构高管奖励近4亿元。这是严守流程、规则的上海行政风格所难承担的。

当然,北京有长处强处,但也有弱处,主要是北京市域经济基础的宽厚度和辐射面域的发展度先天弱于长三角和珠三角,从而市场发育程度、开放度、活跃程度和能量相对较弱。它之所以成为中国金融业中心和有国际影响力的中心,说白了,与中国的行政中心至今主控金融资源配置的特色有关。严格地说,这个中心更多带有行政和行政趋附的色彩。这是令各中外大机构不能不趋向群聚北京以致蔚成金融中心气象的特殊原因。

上海应当扬长避短。首先,非常明确,上海只能主要依靠机制、市场规律,在紧密结合东部地区经济实体运作、市场供求自发作用基础上,促成金融市场资源的高效、有效、大规模流动与优化配置,吸引趋利至上的内外金融机构市场主体把上海作为最佳市场高地、最优

运作平台来定位,让上海成为金融市场的中心或金融的中心市场,以此与北京的中心相区别、互补角色,共同打造中国金融业在全球的适当角色。在此前提下,上海应当埋头发展经济,当前尤其是服务业和其中的大贸易、大流动,以此带动航运、物流的当量与规模,由此放大对金融业内服务与境外服务的需求,为上海建立国际金融中心打造国际化的市场、经济环境——根据国际经验,从当年的威尼斯、阿姆斯特丹到今日的纽约、伦敦,凡金融中心基本上都由贸易、航运的国际枢纽城市演化而来。另外,在金融市场体系建设方面,虽然上海既无天津“柜台市场”的特许,也无北京“代办转让系统”的既存设施,但是,上海有全国最大、交易品种最多、国内公认的行业领头羊——上海产权交易所,去年又经国家有关部门和联合国协议确认为联合国“全球技术产权交易所”在中国的唯一执行机构,该机构又向外延伸至土耳其、巴基斯坦等国和联合国工业发展组织等国际组织建立了11个国际工作站,初具了国际化技术、资本转移服务的功能,上海为什么不能因势利导,借势发展成为上海特有的资本市场多层次、国际化平台之一呢?

(作者系上海政协委员、上海市发展改革研究院研究员)

## 面对灾难,资本市场首先要讲社会责任

◎王学

2008年5月12日,当全国许多地方感受到大地震的震撼时,一场灾难已经到来。据民政部统计,截至13日下午,四川汶川地震已造成四川、甘肃、陕西、重庆、云南、山西、贵州、湖北8省共11921人死亡,倒塌房屋50余万间。

地震发生后,政府立即组织救援活动,解放军奔赴灾区,大批救援物资也向灾区运送。面对这场灾难,我们的上市公司和投资者也不能袖手旁观,要勇于承担社会责任。

资本市场是与公众联系最密切的市场,上市公司也是真正意义上的公众公司,其一举一动影响着公众对资本市场和企业形象的认识。过去,由于认识不到这一点,一些企业在国家发生自然灾害后,迟迟不见行动,一度引发民众的质疑。

一个有着社会责任感的公司,才能赢得公众的尊敬,赢得市场的信赖。在这次地震灾害发生后,我们的上市公司行动迅速,引领了中国企业危难时刻认真履行社会责任感的潮流。他们捐款捐物,参加救援;建设银行捐款2000万,中国人寿捐款1500万,工商银行、交通银行各捐助1200万,中国银行、中国石化、泛海控股、民生银行、南航等等,各捐赠1000万元……

如果对照一下以往的情况就会发现,这次地震灾害发生后,上市公司的行动是最迅速的,他们以实际行动赢得了投资者和公众的称赞。如果从塑造企业形象的角度来看,这是比任何广告都有效果的赢得民心的方式。

面对灾难,许多投资者也积极行动起来,他们向灾区捐助,为灾区人民祈福,这种爱心的表现令人感动。一个有爱心的投资者队伍,是资本市场之福。但是,我也注意到一些漠然置之的现象。在地震发生后,一些股票分析师在电视台做节目时,仍然在滔滔不绝地分析地震带来的投资机遇,并推荐医疗(救助伤者)、钢材水泥(灾后重建)等等板块,认为地震对这些板块是利好,建议投资者善于抓住机会。

我认为,作为公众平台,电视在这种时候请股评家分析所谓“利好”和“机会”是非常不合时宜的。在人们为灾区的民众感到难过,积极救援的时候,这种在灾难中抓“机会”的态度只会让人想到两个字——“冷血”,因而也是非常容易遭到人们唾弃的。在举国抗灾的大背景下,资本市场的任何一分子要抓的是表达爱心的机会,是奉献的机会,而不是所谓的投资机会。

我知道,在西方发达国家,投资者尤其是机构投资者,一般都会注意社会责任原则。也就是说,对于那些危害环境、危害人类健康与和平的上市公司,自觉进行抵制,不买其股票。如军火类、烟草类、高污染类上市公司等等,都是他们抵制的对象。通过这种抵制,促使相关企业觉醒,通过实际行动促使上市公司社会责任感的回归的做法,取得了良好的效果,它使得资本市场新增了一个促进企业上进的功能。

社会责任在资本市场无处不在。资本市场的作用不仅是融资,不仅是发现价格,还应该是传递爱心。一个充满爱心的市场,才能够成为高质量、并赢得世界尊敬的市場。面对地震灾害,资本市场的每一分子都应积极承担社会责任。

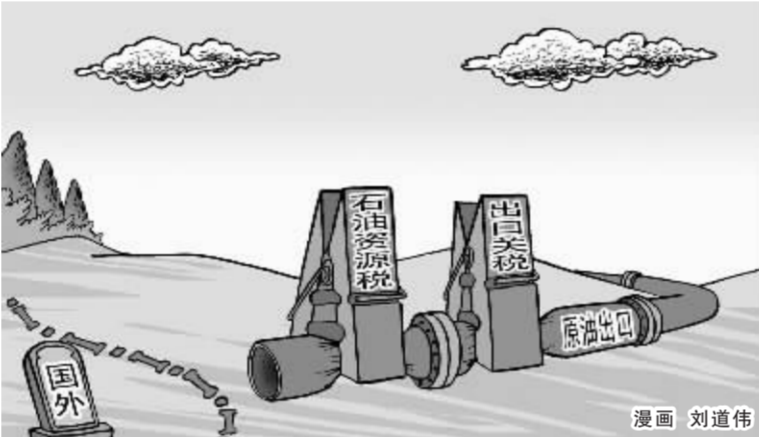
## 非常时期,应严格限制原油出口

◎姜义云

国际油价自突破120美元关口以后,犹如脱缰的野马,一路狂奔,连续刷新最高纪录,一举拿下125美元大关,并直逼130美元大关,对比去年年初,油价涨幅已高达一倍多。油价暴涨令世界忧心忡忡。但就是在这种情况下,我国原油出口却大幅增长。根据广州海关提供的数据,2008年1月—4月,经广东口岸出口的原油大幅增长89.8%。而进口原油则在下降,单月进口量自去年2月份以来已下降35.5%,进入4月份后,原油进口量进一步萎缩。

此消息一出,引起一片质疑之声。在一些地方排队才能加到油的情况下,原油出口激增可能导致严重后果。值得注意的是,我国出口的原油价格远低于进口价格。自去年以来,原油进口价格不断上涨,继2007年12月进口均价首次突破600美元/吨后,今年4月进口均价达725.9美元/吨。而我国现在出口的原油平均价格为663.7美元/吨。这意味着,我们的企业在高价进口原油,而低价出口原油。

这种现象奇怪吗?不奇怪。为什么企业愿意低价出口原油?因为我国石油资源税和石油出口关税太低了,前者使得原油的获取成本非常低,后者则使得原油的出口成本非常低。



漫画 刘道伟

以资源税为例,我国的石油资源税一直很低,只有30元/吨,而美国石油资源税每吨超过130美元,俄罗斯更是超过180美元。我国的石油资源税不及美国的3%,不及俄罗斯的2.3%。过低的资源税使得我国的原油更具竞争力,而由此产生的利润都流入了原油开采企业与中间商手中。

我国的原油出口关税同样非常低。从2006年11月1日起,我国对原油出口开始实施5%的新关税。国家想以此减弱原油出口的动力。但是,这一关税水平与世界其他国家相比,也已显得非常之低。不妨与我们周边的几个国家作一下比较。越南政府最近决定将原油出口关税提高到8%,并有可能进一步提高;哈萨克斯坦则在每吨原油的出口关

税为109.91美元/吨,并且,有可能根据俄罗斯的关税变化作出调整。哈萨克斯坦政府负责人明确表示:“当我们的石油产品比较便宜时,他们会流入俄罗斯,有头脑的人会赚取差价。”而这不正是我国原油出口增长加整的原因所在吗?

就周边国家而言,对原油出口关税调整最频繁、调整幅度最大的是俄罗斯。2007年10月1日起,俄罗斯将原油出口关税上调至每吨250.3美元,随后又调整到每吨333.8美元。2008年4月1日起,再次上调至每吨340.1美元。5月5日,俄罗斯政府再次决定,从今年6月1日起俄罗斯石油出口关税将增加57美元,达到每吨398.1美元。

俄罗斯国内原油价格低于国际市场价格,政府通过上调石油出口

税,防止石油大量出口,保障国内成品油价格的相对稳定。同时,此举还有一个重要目的——提升俄罗斯的石油加工能力。因为在原油价格调高以后,原油开采企业无论是将原油出口还是卖给国内的炼油厂,都相差无几,这使得俄罗斯的炼油厂得到了充分的原油供应。

那么,我国企业为什么愿意高价进口原油呢?非常简单。进口原油是国家维护石油安全的需要,而国家对油企给予了巨额的财政补贴。中国目前原油对外依存度已达40%,随着经济高速发展,原油不足的问题将日益突出,对外原油的依存度将越来越高。尽管我国从2004年开始,就对原油出口采取限制政策,但是,随着国家油价的飞速上涨,拉大了国内原油与国际原油的价差,使得原油出口的动力大大增强,而原油进口的动力逐渐减弱。倘若这种状况不及时进行解决,有可能给我国的石油安全带来巨大危害。

在目前,必须尽快对原油出口采取更为严厉的限制措施,当务之急是提高石油资源税税率和原油出口关税税率,以此减小我国原油与国际原油之间的价差,从根源上消除原油出口的动力。同时,在我国原油不足的情况下,原油的低价出口、高价进口,实际上在损害我国的国家利益和石油安全,必要的时候,应当该机关果断叫停。

(作者系资源学硕士、工程师)

■专栏

## “大飞机公司”挂牌的真正意义

目前国际上最前沿的研究成果认为,正确的项目评估方法应以实物期权理论为核心,通过对项目各种权利及其价值的分析来确定项目的价值,并以此决策项目。“大飞机公司”包含了从研发、制造和试验等一系列资产,如果这些资产能分阶段打包上市的话,就可以给整个大飞机项目的评估提供最客观的决策依据。这也许才是这些“大”字头项目组建公司的最大意义所在。

◎田立

中国商用飞机公司(俗称“大飞机公司”)5月11日正式挂牌成立了,其意义可不同于一般的公司成立,因为以往像这样涉及重大民生和国家安全的项目,从来都是国家直接拨款、秘密研究、运行的。而现在情况变了,过去属于高度机密的运载火箭项目都要成立公司面向市场了。中国航天集团今年3月就曾宣布,拟将长征5号运载火箭(俗称“大火箭”)相关资产组成公司并登陆A股市场。这一方面反映了政府行为的透明性,有着重要的社会意义,另一方面也给决策者今后重大经济决策创造了市场基础,经济意义更加重大。

自从去年国产支线飞机下线,各种“大”字头项目即将上马的信息陆续披露以来,我就一直在琢磨这样一个问

题:这些项目是怎么决策的呢?按照一般的项目决策理论,项目除了要在技术、场地、原材料等方面可行之外,财务评价的结果是决定性的,也就是说,项目如果不具有盈利的财务特征,其他方面再可行,也是不行的。但这一准则似乎不适用于涉及国家安全的项目,比如我国第一颗原子弹的研制,按照当时的经济水平,这个项目的财务可行性几乎不存在,但后来的国际形势证明,原子弹项目“实在太必要了”。于是,久而久之,国人就形成了这样的认识:只要是国家的重大项目,就不需要财务评价了,只要符合国家性推演的国民经济评价利益或者国家安全利益就行了,其实这是个错误认识。除了“绝密”的重大项目的确不易披露之外,国家的其他重大项目(尤其是经济项目)的决策,还是应该以经济利益的定量分析为核心,需从财务角度衡量项目是否可行。但这就有了

一个问题,有些国家重大项目(非绝密级的),若用财务评价的办法肯定不可行,比如载人航天,这样,我们的财务评价还有什么意义呢?

其实,这不是财务评价本身的错误,而是现有项目评估理论和方法的错误。根据现有项目评估理论,任何项目都必须满足净现值法则要求(即净现值大于等于零)才算可行。而这个净现值的基础是对未来现金流的明确,也就是说净现值法则的基础是建立在确定性基础上的。但现实世界却不会如你想象的那么简单一成不变,而是一个不确定性要素的集合,在这种情况下,你非要用主观判断的确定性数据来评判一个项目是否可行,当然就不对了。

目前国际上最前沿的研究成果认为,以净现值法则为基础的项目评估理论是错误的,正确的方法是以实物期权理论为核心,通过对项目各种权利及其价值的分析来确定项目的价值,并以此决策项目。就拿现在的“大飞机”项目来说,除了一些的可以明确的现金流(比如初期投资等)之外,它还包含了诸如扩充期权(以追加成本为执行价格购买)一定比例的规模扩大的“卖方期权”、收缩期权(节省下来的费用为执行价格卖出一定经营规模的“卖方期权”),以及日后转换为它用的期权(以现

行技术或产品为代价购买)其他项目的“买方期权”)等等一系列权利的组合,这些权利不仅体现了“大飞机公司”的资产价值,还体现了它的战略价值和竞争优势价值,只有把这些因素都考虑进去,才能对“大飞机”项目做出较为科学合理的判断和决策。

不过一个新的问题又出现了,那就是这些权利的价值如何确定呢?这是一个技术性非常强,同时也是个很容易掺进主观色彩的问题,但现有理论是可以解决的(因其专业性不细述)。抛开复杂的理论问题不论,其实还有另外一种更简单、更客观的方法来进行项目决策,那就是让市场帮你决策。金融市场有个很重要的功能——反映功能,当资产价格下降时,就说明市场对资产的预期是下降的,相反,当资产价格上升时,则说明市场对这项资产的前景是看好的。所谓让市场帮你决策,其实就是运用了市场的这个功能。

比如大飞机公司成立之前,可以先成立一家专门的飞机研制及制造公司,先从飞机的研发开始,分阶段发行股票或者债券,并标以具体的融资目的。比如开始阶段先研发支线客机,就以这个项目为融资目标增发股票或债券,如果市场对公司的融资行为认可(如推高股价),就说明市场对这个项目的预期是

## 人民币还会快速升值吗?

◎冯玉明

2007年下半年开始,人民币对美元升值速度开始加快。有分析认为,今年人民币对美元升值的幅度会超过15%甚至更多。但我们的看法是,人民币对美元升值的速度主要取决于美元对其它主要货币的走势,最近随着美元的反弹,人民币远期汇率也出现了一定的贬值。而且,从长远发展的角度看,人民币升值速度不宜过快,特别是对一揽子货币。

2007年下半年以来人民币对美元升值速度加快有一个重要背景就是美元对其它主要货币在以更快速度贬值,而人民币对美元的快速升值可能只是就美元对其它货币的快速贬值作出的正常反应。

从美元对其它主要货币未来的走势看,虽然在美国经济放缓的压力下,美元对欧元等货币一段时间内仍可能走弱,但下半年里则可能发生逆转。在下半年美元走势稳定后,人民币升值的压力将减轻,对美元的升值速度也将趋缓。

尤其是,对于人民币汇率,我们认为其升值速度不宜过快。其理由有三点:

一是人民币升值的压力主要来源于过大的贸易顺差规模,但对抑制顺差过快增长而言,政府还可以有另外的选择,包括提高资源品价格、提高环境成本、进行收入分配制度改革和取消出口退税,这些政策都可以起到和汇率变动相同的作用,在某种程度上可以看作升值的“替代政策”。这些政策能够缓解升值压力,但升值却不能反过来成为这些政策的替代。同时,这些政策也是中国经济发展和改革的必然趋势。因此,我们认为,采取这些“替代政策”是汇率快速升值

的更佳选择。

二是人民币升值对解决目前通胀压力上升等问题的作用并不会很显著。目前一些专家学者主张人民币快速升值的一个重要理由是它能够抑制通胀、促进消费和阻止热钱的进一步流入。但我们认为,人民币快速升值能否起到预期的效果是值得怀疑的。一方面,中国进口的主要是大宗原材料以及投资品,正如我们在一季度进出口数据中看到的,大宗商品价格上涨的幅度要远高于汇率升值的幅度,因为部分大宗商品价格有相当的垄断性;总体进口价格指数上升的速度也快于人民币升值的速度。另一方面,从一季度利用外资规模的迅速扩大以及外汇储备的快速增加可以发现,人民币升值速度加快并没有降低热钱关于人民币升值的预期,除非人民币一次性大幅度升值。但如我们下面谈到的,一次性大幅升值对中国经济长远发展的后果可能是非常严重的。

三是从长远看,汇率过快升值将可能放慢甚至阻碍中国产业升级的步伐。我们认为,中国过去三十年的经济发展基本遵循了日、韩等亚洲经济体走过的结构变革、产业升级的标准发展模式。从产业升级看,与日、韩等经济体相同,中国在全球经济中具有相对竞争优势的产品也经历了从一开始的劳动密集型的Heckscher-Ohlin产业(以纺织业为代表),再到资本密集、规模驱动无差异的Smithian产业(以钢铁、石化为代表),目前正处于最为关键的Differentiated Smithian产业(装备制造)追赶阶段。与劳动密集型产业和资金密集型产业追赶不同,装备制造产业层级的完成要依赖完全的自主创新,而自主创新是需要一定时间的,如韩国现代汽车与外国技术公司合作开发自己的发动机花费了7年时间。该产业追赶完成的标志是完全自主知识产权的产品能够走出国门,在国际市场具备了竞争力,同时,作为后进者,这些产品的竞争力一定是来自于价格优势。显然,目前我国该层级的产业追赶并未完成,该领域许多核心部件或技术没有自主知识产权;即使假设现在在我们拥有这些产品的知识产权,如果人民币像某些观点所称的一次性升值20%以上,恐怕我们的产品在国际市场上也没有竞争力。作为后进者如果连最初的价格竞争优势都没有,那该层级的产业追赶就面临中断的风险,因为后进者是不可能有技术优势的。当然,人民币也可以先升值再贬值,正如80年代中期以后的韩元一样。但是,在中国特有的国情下,这样做的代价恐怕也是很大的。

因此我们判断,人民币快速升值将随着美元的反弹,即将告一段落。

(作者系东方证券研究所宏观经济首席分析师)