



COLUMN | 周洛华专栏

请大家不要因为金融危机和那些大机构的倒闭而嘲笑那些研究模型的人们,他们的努力是值得的。我们不能通过模型来实现无风险的收益,但更精确的模型能使我们对资产的定价更加合理,而这将有助于我们更好地配置和调度市场资源。整体经济运行需要金融学体现出科学的一面,而个人投资者的财富命运则完全由其本人的投资艺术决定。

投资,就是在科学和艺术之间飞翔

无论是10年前的长期资本管理公司被清算,还是数月前的贝尔斯登公司由于次级债违约被闪电收购,总有一个困扰大家的问题徘徊于每一位爱好金融学的朋友心中。那就是:难道构建模型不是徒劳的,而且还是有害的吗?

长期资本管理公司拥有罗伯特·默顿和麦伦·斯科尔思这样顶级的金融学家,在他们提出并推广的布莱克——舒尔茨期权定价公式刚刚获得诺贝尔经济学奖时,为了把自己获奖的模型运用到实践中去,就投身长期资本管理公司,以期产生更大的成功,哪里料到结果居然是导致了包括他们本人在内的基金持有人数十亿美元的损失。贝尔斯登的情况也差不多,他们也雇用了一批顶级科学家在构建房地产抵押贷款模型,却仍然没有摆脱厄运。这就难免让一大批其实不太懂得金融学,更不知道如何下手构建模型的门外汉们一阵窃笑:“模型是没有用的。”

我们今天究竟是否还需要模型?模型究竟会带来什么?为什么巴菲特从来不依靠模型来赚钱?这些问题在我们心中挥之不去。从表面来看,就是这个获奖模型最终毁了长期资本管理公司,因为根据模型,市场不应该出现如此巨大的利差,他们据此做空了短债,做多了长债;同时还放大了他们的美国国债空头和新兴市场债券多头。这场危机之后,人们才发现原来他们的模型有问题,波动率并非如获奖公式那样是水平的,而是存在着“偏移”和“微笑”两个无法解释的现象。

现在在理由猜测,可能在该公式所描述的六个变量之外,还有第七个变量在发生作用,而我们对此一无所知。贝尔斯登的倒闭强化了我们在这方面猜测的证据。今天的金融学就如同开普勒时代的天文学一样,当时最好的天文学模型告诉我们太阳系是由6颗行星组成的。但是,实际观测到的轨道却和模型的预测相差很大,这就暗示我们有可能存在着第七颗行星,这第七颗行星影响了其他六颗行星的运行轨道。尽管我们承认,即便进一步地揭示了真理,我们的生活和财富还是不会发生任何实质性的变化,我们仍然认为寻找第七个变量或者第七颗行星是人类对科学探索的天然兴趣。

其实,金融学比科学更多一层无奈。每当市场的某些规律被揭示出来之后,市场会立即以暴跌和危机的方式改变其原有的运行方式,使人们每一次试图预测市场走势的努力都化作徒劳。这真让人感叹:无论科学手段多么先进,我们仍然无法改变“赚钱是艺术”的至理名言。这一点上,我要说,天文学家是幸运的,行星不会因为被你发现而改变运行轨道。

就如同我们可以知道轰击原子核所需要的能量一样,我们可以计算出对冲的比例,但是,却无法用科学手段告诉大家,最近究竟应该如何设置对冲的头寸,就如同我们即便轰开了原子核之后不得不对新的未知世界一样。

说到这里,我想起了塔克商学院的肯尼斯教授,他曾经是高盛的高管,提前退休到塔克当了教授。他的模型总是很花哨。然而,他说:“模型就是市场上大多数人都相信的交易策略,并相应

一致行动。你自己可以继续做模型,但是不要去死板地相信模型,模型是用来服务客户交易的,你只赚取交易佣金。”讲解完令人头痛的模型之后,他重重地合上讲义,告诫我们:要保持机会主义的立场。据说肯尼斯教授在2005年进入过诺贝尔经济学奖最后的候选名单。

“我们从来不论市场是否理性,从来不是。那是社会学家们讨论的问题。我们只讨论市场是否有效。”那个发胖以前长得像肖恩·康纳利的斯蒂格里茨教授说,“有效市场上,你和白痴炒股的收益率是一样的。你是否理性是你自己个人的风险偏好问题,不是市场定价的问题。我们只关心市场是否被操纵,是否公平,是否有信息掩盖。”他拿到了诺贝尔奖。

“派对结束了。你不要最后一个离开晚会,那样的话,你就要负责收拾桌子。”巴菲特抛股票就这么简单的一句话,“艺术,投资不是火箭物理学,是一门艺术。”巴菲特从来没有得到诺贝尔奖。

肯尼斯是机会主义者,斯蒂格里茨是科学家,巴菲特是艺术家。他们三个人的财富大致上是如何排列的呢?我猜测,巴菲特肯定第一名,肯尼斯第二,斯蒂格里茨最后。也就是说,在资本市场上,收益排名分别是艺术家,机会主义者,科学家。

我现在经常收到券商研究员的各类分析报告,也可能是我不再年轻了,看到一大堆数据分析就头疼,再也没有了渴望。我相信,人们探索未知市场规律的努力不会停滞,请大家不要因为金融危机

和那些大机构的倒闭而嘲笑那些研究模型的人们,他们的努力是值得的。只不过金融市场本身不可能创造出一台类似永动机的合法印钞机,我们不能通过模型来实现无风险的收益。但是,更精确的模型能使我们对资产的定价更加合理,而更合理的资产定价将有助于我们更好地配置和调度市场资源。从这个意义上讲,整体经济运行需要金融学体现出科学的一面;而个人投资者的财富命运则完全由其本人的投资艺术决定。

投资是艺术,买入时间和卖出时间的把握更是绝对的艺术,而选择什么品种,设置多少对冲的比例则是绝对的科学。于是,在大多数交易时间里,我们在科学和艺术之间飞翔。

(作者系上海大学房地产学院副院长)

多层次监督将善款损耗降至最低

◎ 陈家林

四川汶川大地震,让中华民族空前团结,这种万众一心的救援场面,令国际社会感慨不已。最新统计数据显:截至6月1日12时,全国共接受国内外社会各界捐赠款物总计415.38亿元,实际到账款物376.22亿元(其中到账捐款318.51亿元,物资折价57.71亿元),已向灾区拨付捐赠款物合计115.22亿元。

现在,所有献过爱心的人都在关注捐赠钱款与物资的使用情况,而网络作为一个新兴的监督工具,发挥了强大的作用。在此期间,有两件事情不能不提:

第一件是管理费事件。不久前,三业红十字会副会长王疆,对招募志愿者态度恶劣并提出收取5%捐款管理费的视频在网上被曝光。在举国上下帮助四川抗震救灾时,这个视频引发网民的普遍不满。但经三业书记、审计等多个部门组成的工作组调查,该视频与此次救灾无关,而是今年3月志愿者为肾衰竭的小姑娘姜婷婷募捐集医疗费时的画面,当时事实上并未收取5%手续费,所募款项全部用于姜婷婷的救治。王疆事件的恶劣影响,因此才渐渐平息。

第二件是天价帐篷事件。地震发生几天后,有人在网上质疑,红十字会向灾区送去1000多顶价值1300多万元的帐篷,平均下来,每顶帐篷1万多元。这一说法被记者在新闻发布会提出,中国红十字会常务副会长江亦勇进行了澄清:中国红十字会总会从库存的物资中和采取紧急采购的帐篷一共是18510顶,价值2175万元人民币。从未采购过1万元一顶的帐篷。

这两件事情反映出两个问题:一是民众对捐赠钱款与物资使用的透明度,有着非常强烈的知情要求。二是捐赠钱款与物资使用情况的信息倘若不能及时发布,会给谣言的散播造成可乘之机。

应该认识到,这次救灾不仅仅是



一次与自然灾难的抗衡,更是对民族团结互助精神的一次检验。民众在奉献爱心后,对善款、物资的透明使用有着强烈的知情要求,其目的其实只有一个,即最大限度地减少善款的损耗。在这一问题上,有一个逐渐走向透明与公开的过程,而舆论的监督正是强大的推动力。

有关中国红十字会的管理费问题,5月24日,中国红十字会总会应急办主任、新闻发言人王平是这样解答的:项目支持费是在资金项目过程中为了保证项目的顺利实施所发生的一些费用……在这次抗震救灾工作中,中国红十字会规定,项目支持费不会超过6.5%,以确保捐款的使用效率。”

在三业红十字会因管理费问题引来公众的质疑后,中国红十字会进一步明确了在管理费方面的态度。5月30日下午,国务院新闻办召开新闻发布会,中国红十字会负责人明确承诺,所有的捐赠款物必须专款专用,严禁以转入救灾基金的名义,扣留、挪用、截留或用做其他事项。各级红十字会不得在5·12地震灾害中提取管理费。今后遇到这样的灾难,

对于公众捐款也同样不提管理费。据国际惯例,红十字会的项目支持费不超过总捐款额的6.5%。而根据此前中国红十字会的规定,接受捐款的单位可将其中的3%—5%作为项目支持费用。在此情况下,中国红十字会不提取管理费的决定引来民众的赞赏。项目支持费用零提取,意味着救灾款物更以最小的损耗发放到灾民手中。中国红十字会作出如此承诺,不仅是对爱心的最大鼓励,也表现出一种强烈的责任感。与西方国家的慈善机构不同,我国的慈善机构是在政府支持下建立和发展起来的,相关费用有财政支持,不计提费用为将捐赠钱款、物资的损耗降低到最小提供了保障。

近日,中纪委监察部又出台了《抗震救灾款物管理使用违法违规行为处分规定》——救灾款物管理11条军规,中纪委强调,对违反《规定》的,发现一起,查处一起,严肃处理,绝不姑息。这种内部监督机制与法律、网络等监督机制构成多层次的监督机制,有利于促使捐赠的透明和低成本、高效率的使用,有利于促使民众更积极地奉献爱心。

没有任何一届政府像布什总统那样与某一个行业(指石油行业)的关系如此密切。”2007年12月,美国总统布什批准了新能源法案,而该法案是在剔除对石油公司不利的条款后才获得通过的。油价上涨美国石油企业是直接受益者。美国的几家石油公司都是世界上规模最大的,控制着美国国内产量的77%,同时也控制着世界近70%的石油资源,石油价格越高,他们赚的钱就越多。埃克森美孚公司2002年的石油利润为115亿美元,到2007年已经上升到406亿美元。

但是,随着新一届总统大选的临近,布什政府面临着艰难的抉择。在民众对高油价怨声载道的情况下,如果继续听任油价上涨,可能使共和党在选举中处于极其被动的地位。

目前,美国民主党掌握着参众两院的控制权,共和党已经处在劣势。高油价有可能成为压垮共和党的最重的一根稻草,在这一关键时刻,布什政府不敢不讲政治。实际上,民主党已经开始发飙。今年4月,当每桶油价达到98美元的时候,国会议员把石油老板们召集到国会兴师问罪。议员们大声质问:你们公司的良心到哪里去了?!再这样涨下去,人们因为油价太

短期内通胀率难以形成趋势性回落

◎ 刘煜辉

由于翘尾因素的存在,市场始终都在憧憬着中国的通胀率能在下半年有一个实质性的回落。

客观上讲,从今年1季度开始,这轮通胀的实质性因素才开始真正显现,特别是4月份,PPI开始接近CPI,同时,结合原材料、燃料、动力购进价格的上涨,成本因素渐成推动价格的主导力量。也许我们很难将需求拉动与成本推动严格割裂开来,但从今年前4个月的经济数据看,外需、货币、实际消费和投资都已经放缓,物价却不见回落。这意味着,以需求拉动型为主的通胀正在向成本推动型转化。

对外看,成本推动型通胀意味着中国通胀已经成为全球通胀的其中一环。中国通胀率何时回落与美元何时转强成了极为密切的相关话题。美国短期内可能会放弃弱势美元政策吗?

尽管随着国际油价的飞涨突破130美元,联储最近开始不断释放出关注通胀信息,但其未来的行为(转向加息)仍然是一个极小概率事件。

试想,去年8月次贷危机爆发以来,如果没有美元加速贬值撑着美国的出口大增,美国哪里能依然维持两个季度的微弱增长?因为次贷导致信贷紧缩,企业融资成本急剧上升,投资不行了。房价加速下跌,财富效应消失,消费需求萎缩,唯有靠弱美元刺激美国出口大增,尽可能拖住美国经济衰退的步伐。

尽管弱美元导致全球能源等大宗商品市场暴涨,美国通胀的压力上升,但与弱美元所获得的现实好处来说,显然是两害相权取其轻:一是由于近二十年来技术进步和产业结构的调整,当下美国产业对能源的依赖程度早已远远低于上世纪70年代石油危机时了,对油价敏感程度下降。二是出口大增,延缓衰退,改善双赤,反过来又支持了美元,不至于如某些经济学家所预测的崩溃的结果。这就是美元自身的自我修复机制,最终被拖垮的只能是美国以外的世界,由他们来

房价仍有较大下跌空间

◎ 陈波神

房价何时会见底?市场众说纷纭,比较有代表性的有三种观点。开发商和房地产中介认为房价早已见底,甚至还会继续上涨,只是涨幅会低于2007年的水平。投机客和银行则比较矛盾,但更倾向于房价即将见底,房价不再下跌了,投机客就可以从容出手,银行也不用担心资产质量的问题。唯有潜在的自住需求者,在苦苦等待房价的底部出现。

底部在哪里呢?很明显是开发商的预期与购房者的预期比较接近的时候,市场均衡的房价才会出现,即本理性价值回归的终点。如果开发商预期房价会上涨,哪怕是拆借地下资金,也会拿地扩大储备,毕竟丰厚的利润就摆在眼前。如果购房者预期房价会上涨,无论是自住需求还是投资需求,都会想方设法从市场上得到满足。可实际情况是什么样的呢?土地频频流拍,成交持续低迷,以至于银行消费贷款余额出现负增长。房价怎么可能还会涨呢?

笔者看来,房价见底至少需要三个条件。首先,地价要先见底。众所周知,在房价泡沫的末期,地价的高点,自然决定了地价的顶点。开发商敢于高价拿地,绝对是对房价的高度抱有幻想。同样道理,在房价下跌的末期,地价的低点,也就决定了房价的底部。开发商的成本与市场价格逐渐趋同,房价的底部也就出现了。

其次,泡沫要适度。没有房价泡沫的市场,显然是不可能存在的。道理很简单,房地产市场历来存在自住需求与投资需求,在自住需求占据主导地位的市场环境下,我们认为泡沫是适度的。相反,如果投资需求为主,就会使房价偏离供求关系的轨道。如何判断

承担美国经济调整的成本。

房地产触底回升或许可以成为美元走强的观测指标,所谓缘起缘灭,房价止跌,衰退才有转势的条件,美联储也才有条件结束弱美元,回归重视国内通胀,因为届时内需重新回头,开始一个新的扩张周期。但从美国历史楼市调整周期和幅度判断,美国楼市见底企稳似乎还是一个比较远期的事件。

美元真正趋势性的转强,新的产业“亮点”出现是吸引美元回流的不可或缺的条件,如同当年里根克林顿时代的美国新经济革命,但至今还看不到这样的迹象。近二十年来美国已经从美元本位的货币体系中吸吮了太多的利益,以致于大多数人都怀疑再次产生这种全球性产业结构调整变革的动力。

当然,还有一种可能就是在全球美元游戏中,游戏的另一方(美国以外的世界)提前出局,当其他经济体最终抵御不了通胀的压力,经济硬着陆,全球商品市场平结,美元顺势而强,那时不光美国通胀问题也解决了,全世界的通胀问题都解决,因为其他国家买了单。

对内看,中国正在为煤、电、油、运、气、水、土地等要素的长期价格管制和扭曲付出沉重的代价,大量资源消耗型产业向中国转移,使得短期内中国制造业急剧膨胀,国内初级产品对外依存度急速上升。中国经济要想最终摆脱美元(可能是全球最不稳定的货币)的纠缠,理顺要素价格机制,逐步释放通胀压力的改革成为不可避免的任务。这是一项长期性和艰巨性任务,涉及到很多利益关系的调节,特别是垄断部门的改革,这需要二次价格闯关的勇气,时机选择非常关键,以避免造成经济过大的波动。

总之,无论哪方面,短期内讨论中国通胀率的回落毫无意义,即便有回落,也不构成趋势性。某种程度上讲,高通胀率也意味着中国过去靠低要素价格支撑的高投入的经济增长方式已经到了难以为继的尽头,而新的增长方式的确立需要时间。(作者系中国社会科学院金融研究所中国经济评价中心主任)

房价仍有较大下跌空间

泡沫是否适度呢?观察一手房与二手房成交的数量关系就知道了,如果一手房成交面积与二手房比较接近,我们认为房价泡沫是轻微或适度的,如果二手房成交面积两倍于一手房,意味着房价泡沫已十分严重。

最后,成交必须要放大。无论是一手房还是二手房成交,都表明了一种市场态度,即需求方对供给方的价格认可程度。成交低迷只能说明需求方认为价格不合理,市场观望氛围较重,房价自然还会下跌。成交放大之后,房价获得支撑,下跌的空间及可能性均十分有限。

房价见底的三个条件中,条件一和条件二是必要条件,条件三是充分条件。也就是说,即便是地价创下新低,二手房成交与一手房基本持平,也不能判断房价就见底了。房价的底部确认还需要一个过程,即成交的缓慢放大,直至单月成交达到前12个月的平均水平。

综上所述,房价见底是一个缓慢的过程。根本原因是预期的形成和改变,需要较长的时间周期。首先,国家对房地产行业的宏观调控措施,不可能在短期内松动。根据国家发改委、国家统计局的调查,4月份全国70个大中城市房屋销售价格同比上涨10.1%,环比上涨0.2%,房价依然呈缓慢上升趋势,调控目标显然没有完全实现。其次,领涨全国的深圳房价尚未见底。根据深圳市国土资源和房产管理局公布的数据,1月—4月份,深圳共挂牌出让居住性用地9宗,成交仅3宗(含限价用地)。其中一块地以底价成交,开发商拿地成本仅为2836元/平方米,地价低点基本出现。即便如此,算上1年—2年的开发周期,房价见底最快也要等到明年。因此,除了耐心等待,我们还能做什么呢?

■ 上证观察家

美国“讲政治”或促使油价回落

油价上涨正给布什政府带来越来越大的压力,共和党的不干预态度正被越来越多的人视为不作为。除非共和党根本就不打算在新一轮总统选举中胜出,否则,它就必须讲政治并采取行动。在油价因持续飙升已经远远超出消费者实际承受力的情况下,美国发动的规模庞大的商品市场彻查行动,将促使油价回落。

◎ 姜义云

面对以原油为代表的大宗商品市场空前的暴涨,美国相关监管部门开始重拳出击。5月29日,美国商品期货交易委员会CFTC宣布,正在对原油期货市场发展全面调查,以搞清油价是否存在被操纵的现象。一般情况下,类似的调查还在进行之中时当局不会对外披露,这次之所以破例,CFTC称,是迫于当前商品市场史无前例”的火爆市况。知情人士透露,CFTC此次行动可能远不止调查原油市场这么简单,而更可能是一场规模庞大的商品市场彻查。CFTC执行部主任莫切克

表示,该机构目前已在多个商品市场启动了约60起调查。

有关油价持续暴涨到底是需求推动还是投机推动的争论,一直呈白热化状态。在此以前,欧佩克一直强调油价是投机推动。而美国则一直强调,是供应不足因素而非投机因素导致了油价的上涨。这种争执并非毫无意义的“打嘴仗”,而是牵涉到利益。如果美国的说法成立,那么,欧佩克就应该增加石油供给。事实上,欧佩克过去也的确迫于美国的压力这样做,但屡屡遭受巨大损失。最典型的教训是1998年,亚洲金融危机发生后,欧佩克根据美国的要求增加了石油产

量,但结果油价跌到了每桶10美元。所谓“吃一堑长一智”,更何况这些年来欧佩克一直吃了“很多堑”,这让它不得不聪明起来。

美国不愿意承认投机推动油价上涨,主要有两个原因所导致。第一,它是石油投机的直接受益者。诚如业内专家所言:统计表明,油价上涨过后,其产生的溢价约有10%为石油输出国获得,而将近90%被美国人收入囊中。所以,高油价弱美元表面上看似乎是投机力量在借题发挥,其实背后真正的操控者就是美国政府和经济调控当局。”美国总审计局去年秋天发布的一份报告称,对冲基金和大型机构投资者参与的原油交易量,在2006年比2003年增长了1倍多。这可作为石油投机泛滥的一个佐证。

第二,现任共和党执政的布什政府,背后有庞大的石油企业的支持。布什家族与石油业源远流长,布什当过与连任总统,都得到了石油大亨们的鼎力相助。美国媒体曾经这样评论布什:美国历史上

贵无法上班。我们代表的选民正在受到伤害,你们代表的公司却在牟取暴利。”有议员更是直接发出威胁:你们的好朋友布什很快就要离开白宫了”。5月22日,美国参议院司法委员会再次举行听证会,民主党议员们把矛头再次指向5大石油公司的老板。

油价上涨正给布什政府带来越来越大的压力,共和党的不干预态度正被越来越多的人视为不作为。除非共和党根本就不打算在新一轮总统选举中胜出,否则,它就必须采取行动。美国商品期货交易委员会发动的规模庞大的商品市场彻查,无疑将给投机者带来巨大心理压力,同时也将带来巨大的不确定性风险。在油价因持续飙升已经远远超出消费者实际承受力的情况下,油价的应声回落几乎是唯一的方向。

而且,美国对高油价的消化能力远不如欧洲和日本,高油价对美国实体经济造成的损害更大,并且,有可能因此增加美国的通货膨胀压力。据瑞银估计,油价每涨10美元,美国通胀率就会升高0.38个百分点,欧洲及日本的增幅则分别为0.30及0.13个百分点。在大选的脚步日益临近的时候,通胀压力增大对执政党意味着什

么,是布什政府不得不考虑的问题,在目前,他必须讲政治。

同时,另外一个因素也迫使美国政府不得不尽快采取措施,抑制投机,遏制油价的飙升。美元不可匹敌的世界货币地位,是美国随意操纵世界经济,左右国际间财富分配各界的一大利器。由于伴随着油价持续上涨的是美元的持续贬值,美元正在给那些偏爱它的国家带来越来越大的不安全感,许多国家为了分散风险,不断调整外汇储备结构,降低美元所占的比例,一旦形成多米诺骨牌效应,美国的经济霸主地位有可能动摇,对美国而言,这是一个不堪设想的严重后果。

从这个角度来看,美国政府彻查投机行为,也是维护美元强势霸主地位的必然选择。实际上,此前已经有迹象表明美国政府将对高油价采取行动,那就是上周“美国原油库存意外大幅下降”,当投机者将此当成重大利好继续推高油价的时候,殊不知一个“堡垒”已经打好。持续暴涨的油价,已经导致了需求的持续下降,这本身就有利于油价的回落。美国彻查投机,无疑给投机热再浇一盆冷水,油价想不回落都难。(作者系能源学硕士,工程师)