

Opinion

Observer | 上证观察家

困扰世界经济稳定与发展的金融、能源和粮食等三大危机都和美国脱不了干系。而美国之所以嚣张到让世界各国为它的金融烂账埋单,频频携美元以令诸侯,既是因为全球缺乏一个建立在制度化和持续性基础上的沟通与协调机制,更在于各国在美国的霸权逻辑下主动放弃了经济政策的独立性。

世界经济:被美国绑架还是主动陪绑?

◎章玉贵

在“两房”危机将美国次贷危机拖入更为严重的下半场时,一本烂账的美国一方面声称要把恢复金融市场的稳定列为首要任务,另一方面继续要求他国购买更多房贷债券,为其不负责任的货币政策埋单。看来世界经济真的被美国彻底绑架了。而在所谓一荣俱荣,一损俱损的经济全球化逻辑安排下,各国(其中主要是外汇储备较多的经济体)依然要随美国起舞,善于转嫁风险的美国将再次向他国成功分摊经济成本。

不仅如此,困扰世界经济稳定与发展的三大危机——金融、能源和粮食,其实都与美国脱不了干系。这场空前的经济地震,尽管已使美国信誉大损并有可能会动摇其世界经济体系中的地位,但实际损失最大的却是包括中国在内的广大发展中国家。很难说美国是否有意引爆这场危机,但是经由这场危机无疑促成了全球财富的重新分配,而持有近万亿美元美国证券的中国显然不是赢家。

美国之所以能让别国为它的金融烂账埋单,就是吃准了各国对美元支付体系的依赖。众所周知,由于力量使用过度,美国在独掌世界金融秩序多年之后,不得不将一小部分经济话语权让给他国,而随着欧元崛起,中国、俄罗斯和印度等新兴经济体的实力攀升以及因之而生的话语诉求,国际金融格局似乎正酝酿新一轮洗牌。但是由短期美元危机的爆发缺少时间和制度性机制的制约,所以没有哪个国家敢于轻易抛弃美元,美联储依然充当着世界中央银行。甚至,美元背后可以没有黄金的支持,美国发行债券也不需要国内储蓄的支持。于是,在这种“铸币税特权”架构内,美国可以绑架各国经济而不必承担多少后果,而其他各国却必须承担美国经济波动的成本。某种意义上,次贷危机以及高油价都与现存的美元支付体系以及美国蜜糖的经济政策密切相关。

小布什政府上台后,为缓解战争对美国构成的压力,采取了一系列减税、减息等提振经济的措施,在使美国财政赤字和贸易赤字长期处于高位的同时,也为次贷危机埋下了伏笔。在这种情况下,美国一方面对外大量举债,将本国发展的风险转嫁给日本、中国等债权国;另一方面,对国内大肆信贷扩张,将风险巨大的本土各类按揭贷款打包为CDO方式售卖给外国银行,提前将房产和金融泡沫的风险转嫁、

释放。而次贷危机爆发后,美联储为了防止经济衰退,挽救美国金融体系,采取了非常宽松的货币政策,注入了大量流动资金。这种有意为之的美元贬值就是为了对外辐射周期性风险,在全球范围内分摊次贷成本。而近来石油大涨也是以美元为中心的支付体系风险性的一种表达。油价由美元标价,美元的贬值自然造成油价上涨。在其他石油消费国深受高油价煎熬时,美国却可以通过印制美元换取石油。而石油出口国尽管大赚了一把,但这些“石油美元”同样要流进美国金融市场,寻求保值增值,某种意义上又在为美国贸易赤字和财政买单。另一方面,服务业在美国经济中比重很大,而能耗大的制造业又有相当一部分转移到了其他国家,油价再高,也不会对美国构成实质性影响。

美国绑架各国经济的下一个招数可能是:在各国呼吁美国采取强势美元的情势下,“果断”地升值美元,结果缓解了世界通胀,却再一次变相剥夺他国。其路径安排是:持续的美元贬值使得新兴经济体难以控制通胀,加上次贷危机的蔓延,新兴经济体资产泡沫破灭的机会越来越大,使其被迫采取经济硬着陆,结果导致需求大大萎缩,资金撤出大宗商品市场,美元顺势走强,资金回流美国,在加强美国金融机构的稳定度同时,却导致新兴经济体外汇储备大幅下降,证券市场价格大幅度缩水,股市暴跌。而作为拥有世界石油和黄金最高储备的美国,可选择在高位卖出石油和黄金,回笼美元,继续结算世界经济。

应当承认,在布雷顿森林体系建立之初,美元与黄金的挂钩的确使美国担负起了维系世界经济稳定的责任大国的角色,但当该体系瓦解,美元与黄金脱钩,世界经济开始失衡时,本应是各国着手重建国际金融秩序,培育能够平衡美元影响的国际货币的最佳时机。但当时的欧洲主要经济大国以及经济腾飞的日本都错过了这个机会。到了20世纪80年代,当日本的经济规模达到美国的三分之二,开始对美国说“不”的时候,日本却沉溺于资产价格极度膨胀的表面繁荣之中,最终被美国一纸“广场协议”轻易戳破资产泡沫,开始步入失落的十年,彻底失去了平衡美元影响力的机会。此后,欧洲在蒙代尔的最优货币区理论的指引下加快了货币一体化进程,并于世纪之交推出了欧元。但是各将房产和金融泡沫的风险转嫁、

拖欧元后腿的角色,加上英镑迟不肯招安以及美国通过发动科索沃战争打击欧元的信心,欧元表现与人们的期望甚远。尽管币值走强的欧元在全球外汇储备中的份额已从1999年刚诞生时的18.1%上升到目前的接近30%。但是“强势欧元”实际上并非反映欧元区经济基本面状况,而是美元有意贬值的副产品。而包括日本、中国和印度在内的经济大国并未做好接纳欧元的充分准备。

可以说,今天的美国,之所以嚣张到让世界各国为自己的金融烂账

埋单,之所以频频携美元以令诸侯,既是因为全球缺乏一个建立在制度化和持续性基础上的沟通与协调机制,更在于各国在美国的霸权逻辑下主动放弃了经济政策的独立性。

(作者系上海外国语大学东方管理研究中心副主任)

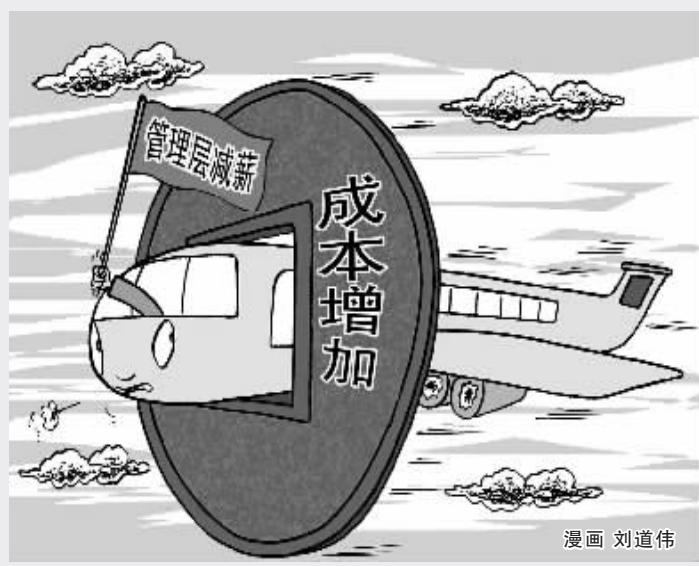
CEO薪酬:监督、制约机制在哪?

◎陈家林

两则有关薪水的新闻近日引起热议。鉴于国际经济衰退,油价走高,南方航空公司宣布,该公司预计今年将压缩运营成本13亿元,以应对价格不断高企的航油带来的成本压力。南航决定从下半年开始,基层以上全体管理人员每月减薪10%。福布斯中文版公布了2008中国(非国有)30位“中国上市公司最贵老板”,平安董事长兼首席执行官马明哲以6616万年薪蝉联“最贵老板”。对于公众的质疑,马明哲回应说,中国平安高管的薪酬都是聘请独立的薪酬公司制定出来的,并经薪酬委员会、股东大会、董事会批准,平安整个薪酬制度是合法合规的。

而且,中国平安海外投资浮亏加大。7月16日,富通集团股价报收于8.85欧元。根据这一收盘价和最新10.76的联系汇率计算,平安4.18%的初始投资共计亏损122亿元人民币左右,0.81%的后续投资共计亏损16亿元人民币左右,两项合计亏损138亿元人民币。中国平安7月4日已公告称不计提损失准备金,而是把浮亏计入资本公积,但资本公积被大幅冲减后,中国平安送股和转增股的几率将大为降低,进而影响投资者本来可能拥有的权益。

面对这样的结果,作为CEO该道歉还是自我评判高薪的合理性?在公众看来,当企业业绩滑坡时,高官该减薪才显得合理。降薪是对投资者负责的表现。思科系统公司的总裁兼首席执行官钱伯斯,在企业处于困境时,从2002年起至2003年,只



领取1美元的工资,没有任何奖金,他甚至拒绝领取另外200万股的股票期权。这种自我降薪之举鼓舞了企业士气,而钱伯斯使思科公司的年收入从上任伊始的12亿美元增长到了2004财年的220亿美元。

按照马明哲的回应,中国平安高管的薪酬都是聘请独立的薪酬公司制定出来的,哪个被聘请的薪酬公司不投其所好,不往高处计?而且,一些上市公司违反《公司法》及公司章程,自行决定薪酬,导致天价薪酬不断出现,甚至企业越亏损高管薪水越上涨的现象也常常见。这说明,上市公司高管的薪酬制定及监督、制约机制尚且存在疏漏,只要这些漏洞无法堵住,脱离业绩支撑的天价高薪就会层出不穷。

无论对于公众还是投资者而言,以业绩定薪水,在业绩下滑时减薪,在业绩增长时加薪才算得上是真正合理。南航高管减薪成为新闻本身就说明,减薪在我们这个市场是多么稀少!因此,我们亟须建立一种制约机制。不妨把这作为下一步努力的方向,而中国平安CEO的“自夸”让人感到建立了这种机制的紧迫感。

中国发展新模式在痛苦中孕育

◎吴志峰

新科诺奖得主马科斯被问及150美元的油价,他的回答是“可能还不够高”,其理由是在高油价时代,人们才会努力寻找替代能源。

同样记得年初南方基金推介投资策略时,投资总监王宏运力推农产品时代,他有一句让我印象深刻:“上百年来形成廉价农产品食品已经一去不复返了。”

时间再远一点,2003年除夕之夜,我家乡湖南一个小山村的夜空整晚都绽放着“煤老板”放的烟花,昔日高考落第的伙伴早已腰缠万贯,即使“入地三尺”挖煤做苦力者也挣了几倍于昔日的工钱。对照这几年煤炭业上市公司的股价,你会发现,昔日没人看得上眼的“煤黑子”已经开始闪光了。

凡此种种,都表明基础产品,资源都已踏上价格攀升之道。其背后的逻辑又是什么呢?国际上共同的反应将之归结为中国、印度等发展中大国经济与生活水平的提高。想想也是,不提“金砖四国”再加南非墨西哥,单以中国加印度,人口就占世界三分之一强,如果人们普遍像欧美一样开上汽车,汽油会多烧多少?钢铁会增加几倍?而即使每人能吃上肉,又得多养多少头猪?而这还不算非洲那几亿仍然没走出贫困泥沼的黑皮肤兄弟。就是说,欧美过去去低价享受的资源是建立在中印人民穷苦基础上的。

看看中国改革开放后的成长道路或许更清楚。打开国门后,以土地、税收、低廉的人工将境外资本吸引进来,渐渐发展成全球制造车间,其间中国最突出的竞争优势就是要素成本的低廉,尤其是成千上万从内地赶来竞争竞聘的农民工,似乎取之不尽用之不竭。然而“刘易斯拐点”出现了,农民工也有不够用的时候,人工成本开始攀升的不可复归之路,所有基础资源和产品,包括土地、能源、人工、食品在这一点汇集起来,使迄今尚存的中国模式:即资本与廉价要素简单结合模式变得不可持续。

模式之变已不可避免,然而新模式还在孕育之中,因而对于新的发展模式,我们无法给出一个全面的描述,但新模式一定有这样的内涵,基础产品和要素价格将不再便宜,他们将与资本一道参与对经济成果的分享。指望农民、工人、矿工等普罗大众辛勤劳作但收入微薄苦度日,资本和政府独享利润的日子已经一去不复返了。在新的模式下,一定是要素价格高企,而制造利润微薄的时代,企业要获得更多收益,必得努力创新!

因此,期望油价降价后,工人薪酬降下来,大豆玉米稻谷价格降下来不再现实,他们攀升之后一定会在高位驻扎下来,对于简单制造的沿海出口业,靠低估人民币或退税已经解决不了问题,财政支持他们创新图强,进行产业升级才是正道。房地产业既有的模式只是将土地拿来后,由低廉的农民工圈地砌砖垒瓦,然后自己坐享暴利。现在房市萧条正是因为房地产商(或许还要加上地方政府)作为一个整体将全社会压榨的结果,它不可能再继续下去了。因此对于房市,简单放松信贷来救它,不但会鼓励这个不可持续的模式,而且也不仁道。

联想一下科学发展观的提出更加意味深长。对于模式之变,中央早已洞悉,因此才有科学发展观的提出。而当前“从紧货币政策+扩张财政政策”的宏观调控正是促进科学发展的必由之路,“没有无痛苦的紧缩”,在痛苦中调整自己,创新发展模式,正是经济社会的成长之道。如果这时政府过于“父爱主义”,将调控腰斩,则是为了部分企业的一时之乐而舍中国经济万世之福了。

(国家开发银行高级经济师,金融学博士)

疯狂油价谢幕?

◎倪小林

笔者前不久写有评论,题目为“油价问题何以成一地鸡毛”,意指油价高企原因混乱如麻。如今世界上很多事情已经变得很难理解,今天人们吃惊地看到,在数日之内国际油价从高位回落,跌了18美元之多。有一点很肯定,全世界的油价可能在数日之内大幅减少对石油的需求,导致石油价格迅速回落。更滑稽的是,几乎就在全球一片高油价难以回落的叹息声中,油价暴涨戛然而止。

困局没有答案,新的疑惑又上升,又是谁引发了这次石油价格的迅速下跌?后一个价格暴涨该谁?年初时,纽约华尔街的首个交易日让油价冲破了100美元,随后油价的涨势就开始逐步逼近200美元的价格。早在今年5月7日,高盛分析师阿尔琼·穆尔蒂预测,未来两年中,原油价格可能飙升至每桶200美元。据资料记载,这位分析师也曾在3年前预测到油价将出现“超级飙升”,升至每桶100美元以上。华尔街之所以深信200亿美元之说,是因为这位交易员的成功预言过石油价格的趋势和价格。

而且资料记载穆尔蒂发出上述警告当时,油价从55美元攀升,很快创下了每桶122美元以上的新高。如果从时间上判断,当时的华尔街资本已经开始了阵线转移大腾挪,这一点与美国次贷危机发生的时间基本吻合。美元持续贬值为其提供了机遇。早在亚洲金融危机发生不久,美国的财经专栏作家就断言,美国经济政策取向是随着石油管道走向而定。本次全球高油价最大获益者显然还是美国,国内社科院专家刘煜辉就撰文认为,油价暴涨完全符合美国的经济利益。这一点从资本市场也可以找到佐证。

从资本市场的内在运行逻辑看,当次贷危机起来的时候,华尔街的资本收益必然受到打击,但是资本固有的升值欲望不可能不把投资锁定到另外的目标,从一个看似偶然的事件,一位交易员的说法——石油要涨到100美元,油价变成了脱缰的野马,足可见资本对于石油的力量何等强大!笔者记得在2007年达沃斯经济论坛上,不少国家对于资本介入实体经济而不受到制约十分反感,企图利用那次年会能够对于对冲基金一类的衍生品达成加强管制共识,结果美国对此置之不理,最终这一话题落空。

现在回头看来,全球各国对与衍生品难以达成共识的原因是,大宗商品金融化已经不可避免。有资料显示,美国商品交易委员会对外公布投机交易已占美国原油期货合约交易的70%。而且去年的原油期货回报率高达178%,原油期货成为资本增值最好的场所,押注者必然越来越多,最后高达2500亿美元涌进了原油期货市,让油价居高不下。

以至于到后来,认为高油价将维持不变的判断并不止华尔街人士认为,在4月份欧佩克主席沙基卜·克利勒也警告称,油价可能升至每桶200美元。因为他也看到自今年年初以来,押注油价在12月份触及每桶200美元原油期货合约增长了四倍。也就是说,当时人们对于资本对决策商品的力量完全丧失了信心,因为哪怕权威机构的分析也认为即使消费需求增长,2007年上半年仅增长两三成,而价格几乎是打着滚向上涨,完全失去理性。

如今石油价格突然转向,掉头向下依然与实物市场不相干,此刻世界的目光恐怕不是从惊恐变为平静,很有可能更加疑惑不安,那些在美元持续贬值生成的流动性,将会冲向哪里?谁又是价格暴涨的新目标?

疯狂油价真的谢幕了吗?人们拭目以待。



Column | 周洛华专栏

五论油价决定房价

每一次失败或者成功的实践都是我们认识资本市场规律的进步。去年下半年起我的关于股市的“通胀无牛市”以及2004年关于楼市的“加息推高房价”的判断,无一不是违背经济学教科书的观点,但这些“谬论”都经受了实践的考验。今天,我也愿意进一步就油价决定房价的判断接受实践的考验。

因为大半年来国际油价涨幅惊人,而房价又深深牵动着大家的切身利益,我有义务就油价决定房价的研判越来越受到关注,不同观点的交锋也越来越激烈。今天我想就此问题进一步展开讨论。

那些反对我观点的人强调如今建房成本水涨船高,相信房地产的成本都上去了,但是,我们不能就此得出大家都会在本成本以上抛售的结论。在资本市场上,割肉出货的例子比比皆是。其次,住房也不是由供求决定的,供求关系认为房价涨了就会有人抛,跌下去就有人买,只要有刚性需求,房价就不会下跌。

有人以为,中国的城市化和结婚生育人口的增加是刚性需求的重要支持,因此,房价不会下跌。我提醒大家看看,涨的时候有多少人惜售,跌的时候又有多少人割肉。看涨杀跌历来就是资本市场的特征,而与供求关系没有多少联系。关键在于,住房如今更多的特性表现在资产上,而资产是有其固有特性的,不是经济学家从供求关系上去分析就可以解释的。我现在终于明白了我的那本金融学随笔《经济学家是我的敌人》为什么叫好却不叫座,看来现今大多数人还是习惯在用经济学思维方式思考问题。此外,还有人杜撰说我认为从紧货币政策中的加息将导致房价下跌,这个,请有兴趣去看看我从2004年央行第一次加息就提出的“加息推高房价”的观点。

下面我用简单的金融学原理来谈谈油价和房价的关系。

各位还记得“2·27”吗?那次暴跌的原因最后查清楚了,是因为日元加息,导致进行跨期交易(Carry Trade)的投资者平仓出货。一面是多头A股,一面是融日本的国债,这是对冲交易中的一种策略。实际操作可能更复杂,融日本国债,投机海外市场的股市的波动率(无关涨跌判断)。这样的操作方法如果进一步用到我们今天的房地产上,也许大家就会把问题看得更明白了些。

如果投资人不是用日元和A股做对冲交易的标的物,而是用石油和房产做标的物,情况又会怎么样呢?假如我们把石油和房产看成是国内通货膨胀的两个指标,我们的交易策略就相应调整为:应该做空房地产而做多石油。这样能够在回避通货膨胀风险的情况下,捕捉交易利润。

我国当前的通货膨胀完全是因为国际原材料涨价而导致的,属于输入型通胀。我国政府抑制通货膨胀的决心是很大的,从M2的投放来看,其增速远低于CPI的涨幅,这就意味着国内并没有出现所谓的流动性泛滥的局面。事实上,过快上涨的国际油价和紧缩的国内货币政策已经吸

收了流动性,其结果就是房地产的成交缩小。很快,我们就会发现房地产不得不接受一个流动性折扣,以更低的价格换取流动性。如果我们不紧缩货币是否可以导致油价和房价一起上升呢?不行。要是那样的话,将导致国内出现10%以上的通货膨胀,并引发其他领域的矛盾。我国政府打压通货膨胀的决心不仅是坚定的而且是正确的。而且,即使政府放松货币政策,其结果是油价涨得更厉害,涨幅一定是超过房价的。

所以,在上述虚拟的对冲交易策略中,我们的正确选择是做空房地产,做多石油。用做空房地产来给多头石油融资,因此,我们可以这样看:地产的上涨收益其实就是我做多石油的融资成本,而我之曾在本栏说过:“波动率和利率是同一个女人的上半身和下半身”。在这个交易策略中,我们要追求的是石油的向上波动,我们愿意承受的是房地产的做空利率。现在在房地产的成交非常低,说明市场分歧严重,预示着房地产的波动率在增加;我们在石油多头上有多少信心,我们在房地产空头上就有多少决心。

我国政府对油价的管制恰恰给了这样的对冲交易策略一个更安全