Observer | 上证观察家

经济一体化和全球化的潮流任何力量也阻挡不了,现在最急切的现实问题就是,怎样防范“美国经济打喷嚏”的不利影响,把它控制在最小程度,尽可能减少经济波动。为了尽早发现问题,尽早采取措施,只有通过建立科学的预警指标体系,建立风险预警和防范机制,正确评估国家经济风险和经济走势,提高投资策略的可预见性。

如何不让美国的麻烦成为我们的麻烦

陆前进

全球经济出现了不小的麻烦,它的发源地是美国。

随着经济全球化的加快,各国之间的经济联系变得更加紧密,一国经济形势的变化会通过贸易渠道、投资渠道和金融市场等渠道影响其他国家经济,这是一国经济变动的溢出效应,但是这种溢出效应存在不对称性。一些国家的经济变动和宏观经济政策对其他国家经济影响甚大;另一些国家经济的变动对其他国家经济的影响甚小,如美国的次贷危机对其他国家乃至世界经济的影响都比较大,因为美国经济风险向世界其他国家扩散强度较大。目前欧元区、日本和英国等经济体都面临滞涨的风险,此乃“美国经济打喷嚏,世界经济会感冒”的现象。

美国金融市场比较发达,流动性和规模都居世界之首,美国经济出现问题往往会导致全球经济增长变缓。美国经济风险传播渠道主要体现在以下几个方面:

首先是通过贸易渠道的传导。美国是消费大国,美国的个人消费开支约占GDP的三分之二,对美国经济增长的贡献率最高。一旦美国经济出现问题,美国的消费开支势必会迅速下降,美国的进口也会相应下降,其他国家的出口就会减少,必然会影响对美国出口较大国家的经济增长。

其次是通过投资渠道的影响。美国既是资本输出的大国,也是资本吸收的大国。一旦经济陷入困境,美国国内金融机构和企业就会面临流动性短缺问题,他们会减少或撤回对海外的投资,东道国的经济必然会受到影响。同时美国的经济规模较大,金融市场比较发达,很多国家在美国的直接投资和证券投资规模都较大,必然会给这些投资国带来巨大的投资损失。

第三是利率渠道。由于美国经济在全球经济中占据重要位置,美国货币政策的取向决定了其他国家货币政策的走势。美国利率下调,全球流动性过剩加剧,全球通货膨胀便呈上升趋势,为了抑制通货膨胀,其他国家会上调利率,经济可能面临紧缩。目前利率政策在全球宏观经济失衡的调节中存在不对称性,美国利率政策有更多的自主性,制约着其他国家的货币政策实施,其他国家的利率政策受美国利率政策的影响,处于被动的地位。

第四是汇率渠道。一旦美国经济面临问题,美国会采取扩张性的宏观经济政策,美元就会贬值,而美元贬值,以美元计价的国际大宗商品价格将上涨,企业的原材料价格和生产成本将上升,企业生存会面临更多的困境;同时由于美元贬值,这些国家货币对美元就会升值,其出口也会减少,经济水平可能会下降。

第五是市场预期渠道。美国经济问题必然会影响到投资者对经济前景的市场预期,会更多地影响与美国经济密切联系的国家和地区,他们会更加担忧本国经济是否会出现类似美国经济的问题。一旦投资者预期经济可能会恶化,就会减少投资和消费,金融资产的价格下跌,会加剧金融市场的动荡,经济增长也会下滑。

美国作为全世界最重要的经济体,和其他国家经济变动存在一定的时滞,欧元区、日本和英国经济的周期变动是滞后于美国的,通常滞后期为一年左右。美国发生次贷危机,这些国家的经济先后出现了疲软,这主要是由于这些国家的金融机构面临次贷危机的直接经济损失,同时美国经济疲软,内需下降,以及这些国家货币又对美元升值,必然会影响到这些国家的出口。另外,这些国家利率上调,企业的融资成本上升,企业的利润空间受到挤压,生产水平也会受到一定的影响。

现在最急切的现实问题就是,怎样防范“美国经济打喷嚏”的不利影响,怎样把这种不利影响控制在最小程度,怎样尽可能减少经济的波动。

笔者认为,我们可以采取的对策有:

提升本国经济实力,扩大内需刺激经济增长。提升本国经济实力,增强自身的免疫力,经济增长更多地依赖国内需求,将有助于防范不利冲击。如果主要依赖于外需,则本国经济的增长将更多地受其他国家经济和汇率波动等因素的影响。

加强国际经济的协调。为了保持世界经济稳定健康的运行,需要加强各国宏观经济政策的协调,各国之间的经济合作和利率政策协调将有利于提高经济效率,促进全球经济增长。如美国利率政策在全球货币政策中占据主导地位,美国利率政策的制定不仅应该考虑自身经济的改善,也要考虑对全球其他国家的影响,要加强和其他经济体国家的利率政策的协调,尤其应该包括一些新兴市场经济国家和发展中国家。同时国际货币基金组织和世界银行应该在国际经济协调中发挥更大的作用。

投资多元化。国家之间的投资也应该像股票投资一样,不要把鸡蛋押在同一个篮子里,不能把投资过度集中在某一国家,应该分散投资在不同的国家和不同的金融市场上。一旦国内外经济形势发生变化,应及时调整投资策略和投资组合。

加强对本国经济的宏观调控。宏观经济调控是保持一国经济平稳运行的重要手段,应该充分发挥货币政策、财政政策和汇率政策的调节作用,进行政策手段的科学搭配,减少外国经济对本国经济的不利冲击,促进本国经济平稳健康地运行。

建立风险预警和防范机制。经济一体化和全球化是时代的潮流,是任何力量也阻挡不了的,我们不可能完全隔绝外部经济的冲击,只能通过建立科学的预警指标体系,建立风险预警和防范机制,正确评估国家经济风险和经济走势,提高投资策略的可预见性,以便尽早发现问题,尽早采取措施。

(作者系复旦大学国际金融系副教授)

耶鲁学者献计“万亿退税方案”

当摩根大通“千亿经济刺激方案”引发的热议还未消退,耶鲁大学管理学院金融学终身教授陈志武提出了一份更为诱人的万亿退税方案:政府在对企业减税的同时,可以直接向月收入低于5000元的中低收入者每人派发1000元退税刺激消费。他认为这将至少拉动经济5个百分点。

Column | 专栏

能够影响市场资源配置效率的根本力量是制度建设,而非技术手段。沪深股市配置职能的低下是市场制度缺失所致,与资金量没有关系。制度安排不完善,制度建设不推进,再多的资金和再多的政策也不能从根本上提高资源配置效率。市场所反映的市值高低不能成为资源配置的决定力量,你往股市里投再多的钱又有什么用呢?

平准基金既不能救股市也不能救经济

田 立

随着4000亿刺激经济传闻的流布,关于平准基金的讨论也在沉寂了一段时间以后再度热闹起来。一些人甚至推测,如果刺激经济方案属实,那将至少有2000亿资金是用来建立一支平准基金的。支持建立平准基金的观点大致可以归纳为两个大的方面:一是对股市的意义,一些人认为,眼下维稳的关键是重拾投资者信心,而一味的舆论呼吁不起作用,政府应该动真格的,拿出一部分资金去直接干预股市可以重树市场信心;二是从宏观经济层面看,股市不仅是经济的晴雨表,它反过来也会影响经济,重树股市信心的同时也会重振经济。

对于这样的观点,我不能认同。

首先,平准基金救不了股市。无论从哪个角度看,指望平准基金救市的逻辑起点是“资金供求关系影响股价”的认知,以此推断,一旦基金进入股市便可以“纠正”股市“不正常”的低位。如果这个逻辑是正确的话,那么“通胀推升股市”的结论也是成立的,因为通胀(从表象上看)意味着货币过多,而过多的货币必有一部分进入股市,引起股市流动性过剩,而过剩的资金供给一定会推高股价,这不就是“通胀造牛市”的逻辑吗?如果这样的逻辑可以成立的话,还用得着这么费劲去救市吗,国家只要猛印钞票不就完了吗。历史已经一再证明这是个荒唐的命题,而其荒唐的实质就是上述逻辑的错误,这是已经被大多人认可了的,实在无需什么学术解析了。但是,以同样的逻辑得出的所谓“平准基金救市论”怎么会得到这么多人的支持呢?这只能说明两点:对于某些评论家来说,他们的思考缺乏连贯性;而对于某些学者来说,则是“自我理论”的混乱造就的逻辑思维不清。

所谓“自我理论”,就是某些学者在既没有经过实证检验也没有经过规范推演的情况下,仅凭自我为中心的想象得出的所谓的理论,这些人在分析沪深股市时,总要加上一个“不成熟”、“不发达”或者“不纯粹”之类的修饰,以此来拒绝已经被实践证明了的市场理论。支持“平准基金救市论”的人最根本的理由在于对中国股市纯粹化的怀疑,他们总是说:我们的市场还只能算是政策市,还达不到发达国家的市场化程度,所以不能听任市场,等等。听起来很有道理,细分析一下就会发现漏洞百出且自相矛盾:既然政策市是不符合历史发展规律的,是落后的,那我们就应该尽力摒弃,怎么还呼吁要用政策手段来拯救市场呢?这岂不是越救越成政策市了吗?到头来是个恶性循环,这样的“自我理论”不是逻辑混乱又是什么呢?

而“不纯粹说”更是反映出某些学者的狭隘,对之,我想问一句:谁能告诉我纯粹的标准是什么?标志又是什么?所谓不纯粹的市场是否就不是市场,进而不存在市场规律了呢?如果要是那样的话,整个中国的市场经济也不是纯粹的市场经济,“按市场经济规律办事”就应该是一个伪命题,中国的经济岂不应该倒退回计划经济时代吗?这显然不成立。

实践和理论必将证明:市场一般均衡力量对市场规律的作用力与市场的发展阶段以及成熟程度无关。我们既然实行市场经济了,就不要总拿着“不成熟”、“不纯粹”这样的幌子逃避市场规律,对于美国市场起作用的一般均衡力量对中国也一样有用,就如同“物竞天择,适者生存”对所有生命群体有着同样的作用一样。

市场的一般均衡力量不会袒护中国的股市,片面强调局部均衡不能从根本上拯救股市,平准基金从逻辑上是为纠正市场局部失灵而生的,但前提一定是市场确实存在明显的偏离。反观当前中国的股市,大的趋势并不违反一般规律,经济前景不看好是大前提,股市的反应不出大格。这种情况下强推平准基金,并不能从根本上改变股市的大趋势,更不能改变经济运行的大趋势,反而鼓励了某些机构投资者借机套利的投机行为,与市场的健康发展无益。

现在,越来越多的学者开始意识到这一点,转而加入了呼吁拯救经济的阵营里来,这是可喜的。但也有人借此论证“平准基金可以拯救经济”的观点,那就又不合逻辑了。这种观点认为,平准基金虽不能改变股市的大方向,但可以暂时地改善股市的低迷运行,进而提高股市资源配置职能的效率,从而改善经济的运行环境,刺激经济的健康发展。我之所以不认同这样的观点,是因为这个命题的起点就是错的。

能够影响市场资源配置效率的根本力量是制度建设,而非技术手段。沪深股市配置职能的低下是我们的市场制度缺失所致,和资金量没有关系。制度安排不完善,制度建设不推进,再多的资金和再多的政策也不能从根本上提高资源配置效率。比如我们还没有“恶意抢购”制度,市场所反映的市值高低不能成为资源配置的决定力量,这样既不能使优质经营基因掌握更多资源,也不能使劣质基因失去资源,你往股市里投再多的钱又有什么用呢?

(作者系哈尔滨商业大学金融学院副教授)

长期投资之经是怎样被念歪的

⊙辛 曌

无论是主动还是被动的,“长期投资”这个词如今正在被越来越多的国内投资者所接受,似乎已成用来说服投资者继续留在变化莫测的市场中的最佳理由。不过,充斥市场的“坚定看好某某股票”、“长期持有,股价迟早能回来”等等豪言壮语,又无不反映出对长期投资理念的一知半解,甚至是不求甚解,也由此产生出许多认识误区。

不考虑一个国家或者地区的经济基本面而盲目地长期持有,这是长期投资的一大误区。如果一家公司所处国家或地区经济基本面出现不利局面,“覆巢之下,岂有完卵”,整个市场的系统性风险将侵蚀掉绝大多数投资者的投资收益。

看看台湾地区和日本市场给投资者带来的惨痛教训吧。台湾地区和日本上世纪90年代的股灾已过去近20年了,但至今两个市场的指数仍然没有回到前期高点,尤其是日本,目前的市场指数仍然只相当于当年泡沫高点的三分之一。日经指数需用多少年才能回到1990年的高点?相信目前几乎无人敢言。

我们为什么要长期投资?当然是希望一定时期内企业能够不断成长,并分享到财富增长的成果,但很多投资者却把捂着基本面没有改善希望的垃圾股也算做长期投资,这是极大的谬误。其实这类题材股、垃圾股往往都会编造出一个个美丽故事,但与那些基本面发生了临时性恶化的公司有着根本的不同,题材股、垃圾股股价高高在上,却没有任何看得清楚的业绩支撑,随时都有一切财富成空的风险。就算十个题材股、垃圾股会出现一个重组成功从而投资获利,那也不是长期投资,而完全是投机赌博。

企业成长过程中的各种宏观环境约束会不断变化,企业在竞争中可能犯种种的战略错误,企业也不可避免地有其特定生命周期规律,这些都决定了常盛不衰的企业是极为少见的。道琼斯工业指数自1896年设立以来,至今只有GE是唯一没有变更的成分公司。美国如此,中国在目前发展变化极快的市场背景下更是如此。今天的绩优股很有可能变成明天的垃圾股,千万别以为选择了一只好股票,一劳永逸地持有下去就是长期投资。

长期投资的前提是持有那些长期价值低估而且具有竞争优势的好公司;如果股价已经充分反映甚至透支了合理价值,就不值得长期投资了。中石油当然是个好公司,是亚洲最赚钱的公司,巴菲特在1元多买入,平均不到13元退出,4年赚了40亿美金的高额利润,巴菲特十几元左右的价格退出了,国内的投资者却在40多元附近蜂拥入市,试想40多元的高价成本又何时能产生长期投资收益呢?

罗马不是一天建成的,而微软也不是一天就成功的,因此,长期投资要求买入并长期持有那些价值被低估并且有竞争优势的公司。换言之,好公司也需要时间的发酵,这正是需要长期投资的根本原因。

任何一种具体投资策略都有其适用范围和适用阶段,并不是万能的。而且我们应该坚决摒弃盲目被动的长期投资,而提倡积极主动的长期投资。长期投资的道理看起来非常简单,但知易行难,在投资实践中如何具体操作绝不是一件轻松的事情。毕竟巴菲特只有一个,对于一般的投资者而言,树立正确的长期投资理念只是第一步,接下来还有很多事情需要去做。

首先也是最重要的,一定要随时确保你买的东西的确值得长期投资。哪怕是投资高手,也需要随时跟踪所投资公司的动态,观察其是否发生了一些根本性变化,或者股价是否透支了合理价值。

其次,要降低长期投资的收益预期,不能神化长期投资的平均收益。股指从6000点跌到目前的2400点附近,应该说已极大降低了投资者的投资收益预期,但如果要说每年10%至20%的预期收益已是较高水平,大多数人可能会很失望。在美国和我国香港地区股市曾经经历过的黄金岁月中,股指同样出现惊人涨幅,但年均复合增长其实也并不高。整个20世纪,道琼斯指数从66点涨到11,497点,看上去增长很大,但换算成每年的复合增长,不过5.3%。在1964年到1997年的33年中,港股从100点上升至最高接近17000点,但年均复合增长也只接近17%。反观A股,从1990年底的100点到目前的2400点附近,近18年的年均复合增长大约为20%。2400点相比6000点高点已经下跌了60%,竟然还有年均复合20%的收益,也难怪国内投资者真的有点被宠坏了。

最后,合理规划投资期限和投入资金。只要是企业发展长期趋势是好的,时间就可以熨平股价的短期波动,但最终时机可能是10年,也可能是20年甚至更长。未来是不确定和难以预测的,而投资却有相对固定的目标期限,因此,我们应尽量避免一次性把所有的钱都用于长期投资,更不能采用高杠杆去长期投资。

前台“新冷战” 后台能源博弈

⊙陆志明

从推倒“柏林墙”到“新冷战”的隐约可见,时隔不到20年。这一切与以往两次世界大战一样,均起源于对全球经济政治霸权的争夺。俄罗斯对于其周边邻国的政治经济控制力被削弱深怀忧虑,从而最终引发了此次俄格军事冲突。而随着武装冲突和外交干预的升级,随着俄承认南奥赛梯和阿布哈兹的独立,这一事件对未来全球经济的冲击将极为深远。

从前苏联解体到若干加盟共和国纷纷倒戈欧盟北约,俄罗斯虽然军事力量并未衰退,但其对周边邻近区域的经济政治干预实力却大不如前。不难看出,俄格之争与此前的俄乌之争颇有共同之处。首先,由于同样的历史路径,格鲁吉亚与乌克兰长期依赖俄罗斯的能源供给,而俄罗斯在不断提高能源价格的同时也寻求通过能源武器加强对周边邻国的实质影响力,因此近年来俄罗斯与乌克兰在天然气管道归属权和能源供给方面出现多次争端。

其次,格鲁吉亚与乌克兰在脱离了前苏联体系之后,为了在政治、经济与军事摆脱俄罗斯的阴影,寻求更大的国家发展空间,均出现明显的“亲西方”倾向。虽然短期内仍然需要依靠俄罗斯的能源供给,但同时已经出现显著的能源供给多元化方向,如格鲁吉亚从2006年宣布购买部分俄罗斯油气资源;2007年宣布建设核电项目以求能源保障等等。这客观上就对俄罗斯的能源输出政治提出了巨大挑战。

一旦上述两国对俄罗斯的能源供给依赖大大降低,则除了俄罗斯对其控制力下降之外,他们对俄罗斯的叫板能力也大大增强。最为显著的是“输油管道之争”,2006年主要由格鲁吉亚和阿塞拜疆,以及西方石油公司投建的巴库——第比利斯——杰伊汉(BTC)输油管道就是打破俄罗斯对西方国家能源输出垄断的主要手段。该管道目前的输送能力能达到全球总输送量的1.4%,俄罗斯在里海地区的石油输出控制地位不再唯一。

事实上,虽然目前西欧的能源供给40%来自俄罗斯,但是随着西欧能源供给多元化趋势的进一步加强,外高加索地区与里海地区丰富的油气资源越来越受到西欧国家的重视,甚至将其视为日益动荡的中东地区与俄罗斯能源的替代品。原本希望通过国有化垄断油气资源,一手掌握向西方出口能源专属权的俄罗斯遭遇前所未有的冲击。同样富含油气资源的阿塞拜疆现在无需通过俄罗斯的输油管道即可向西欧与亚太国家出口能源。

而能源输出优势的削弱,无论是在政治、经济还是军事牵制上,对俄罗斯都是致命的。过去数年间西欧国家之所以在乌克兰问题上对莫斯科让步,甚至德国不断对克里姆林宫示好,都是基于对俄能源的依赖。如果未来俄罗斯在能源经济霸权上趋于下风,那么欧盟与北约对于俄罗斯的压制将大大增强。在土耳其枪击事件之后不久,巴库——第比利斯——杰伊汉(BTC)输油管道即陷于瘫痪,俄罗斯对于这一管道的潜在担忧也不难看出。

此外,该次俄罗斯与格鲁吉亚军事冲突爆发之后,格官方即指责俄蓄意轰炸在格境内部分的BTC输油管道。虽然该管道附近的英国石油(BP)随即否认了轰炸行动和可能的损失。但是从这一事件中我们不难发现俄罗斯、格鲁吉亚与北约之间的相互依赖、相互牵制的互动关系。俄罗斯需要向北约国家,包括西欧和美国输出石油来换取资金、技术与政治上的利益诉求;而格鲁吉亚则希望通过能源输出来靠近北约,甚至直接加入欧盟与北约组织,以此换取经济和政治上对俄罗斯的独立;而北约既需要俄罗斯这样对手的存在以维系自身的生存,同时也不希望与俄罗斯过于对立带来经济和政治上的损失,因而并不会过于袒护格鲁吉亚。

当今世界各国竞争的是以经济为基础的综合国力,军事极端行动只会暂时性地被运用于少数时刻,最终各方都离不开其他方的支持和协作。

房价万万降不得的地产商逻辑

⊙马涤明

中房集团董事长孟晓苏日前在“中国地产30年成果展”上演讲时,直截了当地亮出了自己的观点:什么价格都可以降,只有房价万万降不得,无论自住还是投资,现在都该出手了!

曾有一种“哲理”说,医生盼人多病,军火商盼战争,粮商盼天下饥荒……,如果说这种“哲理”是以戏说方式揭示人的本性,那么地产商说“什么都可以降,只有房价万万降不得”就毫不奇怪;反之,地产商如果说“什么都不能降,只有房价最该降”,那才奇怪了。

当然,作为国企或央企的经营者,孟晓苏这么说似乎也并非完全出于地产业自身利益考虑,而是站在了宏观经济大局,以及社会民生的高度。比如他讲到,房价上涨的原因就是供不应求;面对因为供不应求而造成的房价上涨,有关部门出的主意却是少建房,即抑制需求,反过来打压需求,请问13亿人的需求你抑制得住吗?宏观调控力度不断加大,势必损害产业发展,损害经济发展,特别是抑制需求,不符合今年年初政府工作报告提出的要依靠消费拉动经济的政策……

不错,供求关系决定价格是不变的市场法则,然而价格却未必总是真实反映供求关系,所以经济学中有“价格扭曲”、“价格脱离价值”等概念。中国这几年的房价亦是如此。真正有住房需求的中低收入者、贫困阶层只能望楼兴叹,穷尽一生的收入也未必买得起房,谈何供不应求?

所谓“少建房,抑制需求”,实际上是一个并不存在的问题。国务院明确要求,地方政府土地出让金收益的10%用于廉租房建设;70%的住宅用地用于廉租房与经适房建设,这怎么是“少建房,抑制需求”呢?这里,孟晓苏可能稍有些不够冷静,因此错把全中国人的住房问题与地产商经营的楼市都联系在一起了。为了论证某一问题、强调某一观点正确而强化某些数据论据是可以理解的,但孟晓苏这一论据显然站不住脚——中国有数亿农民一定时期内不大可能加入楼市消费的行列中;已有住房人中再购房需求估计只占很小比例,如果孟晓苏提供的数据准确——有房产的人占绝大多数,没房住的人只占2%,那么“13亿人的需求”从何而来呢?

关于“宏观调控损害经济发展”之说,只能说站在某个侧面有一定道理:这些年中国地产业确实拉动了经济增长。但一国若长期依赖地产业拉动经济增长,很难说经济处在良性增长的轨道上。把“依靠消费拉动经济的政策”简单地理解为“房地产消费”显然是片面的,是一种“地产商式的理解”。再者,在以人为本与和谐社会语境下,地产行业的民生特征、公益属性与经济营利属性要逐步分割天下才是其健康发展的趋势。世界上很多国家和地区都把住房作为人的一种基本权利与政府的基本责任;这个问题上,国企或央企地产企业应承担更多的社会责任,而不能一味强调利润而希望“房价万万降不得”。

如果说,立场不同,观点不同;角度不同,结论不同;利益不同,价值不同;那么即使是国企或央企地产经营者,分析问题或也难免“地产商式”的逻辑色彩。比如,关于胡锦涛最近关于“房地产市场要健康稳定发展”的两次讲话,孟晓苏认为是“对购房居民的一次信心喊话”,我只能说,这又是一种“地产商式的理解”。