

# Opinion

Observer | 上证观察家

在全球金融体系有可能因为雷曼的倒下而走向崩溃的关键时刻,美国亟须拿出有效药方,先把这场百年一遇的金融危机控制住,然后彻底整治已成世界经济动荡推手的投资银行,真正从世界经济的长远发展考虑,会同其他国家,改革现有的国际金融体系。

## 全球既有金融体系或许在今年崩溃



章玉贵

次贷危机终于彻底打破了华尔街神话,继贝尔斯登中弹倒下之后,有着158年悠久历史的全美第四大投资银行雷曼兄弟也奄奄一息,无论是破产还是被接管,曾经声名显赫的雷曼落到今日这步田地,在战后金融史上绝对是具有标志意义的事件。因为这不是个案,而是系统性风险的大爆发。尽管美国银行已经出手拯救美林证券,但随着次贷危机的进一步发酵,谁敢保证华尔街下一步不会有爆炸性的事件发生?2008年,或许是全球既有金融体系走向崩溃的一年,对有责任感的国家和国际组织来说,重建国际金融秩序比以往任何时候都显得更加迫切。

战后以来的经济与金融发展史表明,把全球金融体系的安危系于美国一身既是历史赋予美国的机遇,也是历史对美国国际责任的考验,更是一种危险的游戏。尽管由于力量使用过度,在上世纪70年代美国不得不把一小部分权力让给盟国,但自成功收拾了雄心勃勃的日本,发动科索沃战争打击了欧元之后,美国在全球金融领域里的影响几乎到了独孤求败的程度。即便这一时期美国经济已经严重失衡,天文数字的国债和持续增加的外贸逆差使得经济学家担心美国政府会否因此破产,但在美元支付体系和金融话语霸权的支撑下,美国屡屡通过金融创新成功拯救濒危于既倒。

但是,美国并没有足够的胸怀将人类的经济发展引领到一个安全与可持续发展的制度环境里,而是为了维护自身在国际经济格局中的独一无二地位,不断祭出类似“无影剑”这样强化本国经济的表面繁荣实则伤害世界的金融杀招,在饮鸩止渴的同时也把世界经济给绑架了;另一方面,由于全球欠缺一个建立在制度化和持续性基础上的沟通与协调机制,近十年来被美国和欧盟控制的世贸三大经济组织在维护世界经济与金融稳定方

面碌碌无为,某些时候甚至充当了干涉别国经济主权的工具。于是,国际金融秩序越来越走入一个死胡同;世界经济的不确定性与金融风险上升,要求美国与有美国国际组织不断检讨现有金融政策与金融体系的弊端,推出负责任的前瞻性的经济措施;而美国为维护既得利益越来越没有兴趣改革国际金融体系,其他国家尽管有心但是无力。

现在,美国亟须拿出有效药方,先把这场百年一遇的金融危机控制住,然后及早回收已被证明为损人并不长期利己的经济政策,彻底整治已成世界经济动荡推手的投资银行,真正从世界经济的长远发展考虑,会同其他国家,改革现有的国际金融体系。

首先,在收拾次贷危机造成的金融烂账的同时,美国必须切实加强金融机构投资金融衍生产品的监管。美国亟须整合国内金融力量,通过接管或者收购将受累于次贷危机的金融机构国有化或者破产清算后重新私有化,而不要指望自己一手造成的烂账由其他国家买单。这不仅是因为全球市场上很难找到可以收容美国烂账的避难所,更因为美国若不能正视自身问题将会加剧次贷危机的恶化。美国已经借了15万亿美元的外债来运行金融市场,如果这些资产贬值10%乃至更多,则美国花费上百年建立的相对公正和有效的金融系统将彻底崩溃。而如果上百万亿美元金融衍生产品大厦彻底倒塌,则全球金融体系也会全面失控,最终的结局将是没有赢家的全球皆输。而在稳住金融机构的同时,美国必须切实加强金融机构投资金融衍生产品的监管。次贷危机表明,代表金融学前发展方向的金融衍生产品和工具尽管可以成为赚钱利器,同样也可以成为导致金融机构自杀身亡的内生毒药。给贝尔斯登和雷曼兄弟等金融巨头带来灭顶之灾的正是美国金融机构在上世纪90年代设计的金融衍生工具——次级按揭贷款。尽管当初设计该产品的主导者对其可能产生的风险有过一定评估,但正如诺贝尔奖得主费尔普斯指出的,由于新的金融产品已经达到了相关机构风险评估的极限,一些评估机构对于新的、复杂的金融产品没

有经验,也不知道该怎么办。次贷危机给金融机构造成巨大损失被发现的很晚,酿成了金融难以收拾的局面。

其次,美国必须彻底整治已成为世界经济动荡推手的投资银行。近十多年来,在金融创新的号角下,高盛、大摩、美林、雷曼兄弟等国际大投行通过期货操纵初级产品定价权,通过对金融信息的垄断,操纵金融话语权,在发展中国制造业恐慌甚至金融危机,通过无休止的金融创新,吹出了美国房地产的巨大泡沫。美国理应及时采取行动加强监管,然而,美国出于自身利益考虑,乐见其金融资本控制世界经济。即使由于这些跨国巨头玩过了火,造成世界经济剧烈动荡,美国也没有太多担心,以为在美元支付体系下,美国作为拥有占优策略的庄家,可以稳赚不赔。直到华

尔街迎来了20年来最为恐慌的时刻,美国政府才开始帮助这些投行清理伤口。

当然,为了彻底拯救全球金融体系,美国应该真正从世界经济的长远发展考虑,会同其他国家和国际经济组织,改革现有的国际金融体系。次贷危机表明,在日益联动的国际金融体系中,金融市场间的传导效应使得各国经济越来越容易被处于金融主导地位国家的金融政策所绑架。因此,面对日渐失控的国际金融体系,各国以及国际经济组织应该行动起来,从国际金融体系运行机制入手,构建新的国际金融体系,赋予国际金融机构更大的责任,增加决策的透明度,针对金融危机拿出前瞻性的应对预案。

(作者系上海外国语大学东方管理研究中心副主任、经济学博士)



漫画 刘道伟

### 格林斯潘忧虑重重

美联储前主席艾伦·格林斯潘14日在接受美国全国广播公司采访时说,美国正陷于“百年一遇”的金融危机中,这场危机引发经济衰退的可能性正在增大,将对实体经济造成重创,会有更多大型金融机构在这场危机中倒下。

外论一瞥

### 9月12日英国《泰晤士报》 假如美国对自由市场丧失了信念

自从上世纪90年代以来,“历史的终结”和“我们都是资本主义者”的说法便成为世界的一个清楚的信仰。就连利比亚、古巴和朝鲜这样的国家,现在似乎也倾向于承认市场、竞争和私人企业乃是组织经济生活的理性方式。然而,现在这种全球资本主义的体制却突然一下子倒塌了。

上周末,美国政府宣布对房地美(Fannie Mae)与房地美(Freddie Mac)实行国有化,这标志着资本主义历史上最有创新精神和竞争意识的两家企业遭遇了“滑铁卢”。以至于失败是如此的明显!

至于失败的理由,说起来颇有些讽刺意味——那就是管理层、政治家和金融家们对“市场总是好的”这个教条的盲目信仰。可以说,在一定程度上,人们对“市场力量”这个观念已经幻灭。

虽然国有化可以在未来几月内稳定美国的经济和住房市场,但对世界金融体系的影响却还是个未知数。不过,它的影响却注定将是深远的。可是,这种措施有助于加强市场资本主义(market capitalism)吗?一定程度上,也许适得其反,因为这些举措将注定是失败的。

张金翠 编译

### 9月11日英国《卫报》 欧佩克处境不妙

石油输出国组织(OPEC)能够维持原油100美元每桶的价格吗?在结束了9月10日在维也纳的会议后,这一卡特组织似乎发出了它想去尝试这样做的一个强烈信号。不过,每天削减50万桶的产量尽管数量不大(大约只占到了总产量的0.6%),但是会议公报的语气却是出人意料地强硬:公报认为原油市场已经供过于求。如果价格持续下跌,欧佩克将通过正式的限制机制进一步减少产量。

然而,布伦特原油期货每桶的价格基本上没有什么变化,直到下午才复归100美元一桶。显然,市场在怀疑原油价格从7月份每桶147美元的价格巅峰上滑落——欧佩克能否有设置最低价格的能力?同时,美国原油消费量在夏天过后则急剧回落。事实上,秋天是传统的原油消费淡季。更为严峻的是,作为全球能源需求大户的亚洲——经济的冬天也似乎正在来临。因此,也许欧佩克实际的立场并没有其表现出来的强硬——毕竟原油配额缩减的重担到目前尚未有鸣。

其实,预测原油市场是一件出力不讨好(不易成功)的事情。一年以前,原油价格会很快涨到147美元一桶的想法看起来非常可笑。同样可能的是,原油价格也有可能继续超过前面的数字——特别是欧佩克公开宣布它对全球经济衰退将会破坏需求表示担心这一点上,人们看得很清楚,那绝不是显示力量的姿态,不过是虚张声势罢了。

张金翠 编译

### 《日本经济新闻》9月7日社论 新兴国家工资上涨 正成世界经济新动力

以亚洲为主的新兴国家工资在持续高速增长。包括日本在内的世界经济得以持续“无通胀增长”的前提之一似乎开始动摇。但同时应该看到,新兴国家的国民收入增加也在成为世界经济增长新的动力。

据报道,广东省制定了“工资倍增计划”,今后5年每年工资递增14%,2012年工资水平达到2007年的两倍。不仅广东省,工资上涨的趋势在全国亦然。有人认为中国正迎来“路易斯拐点”。其他亚洲新兴国家的工资上涨同样引人注目,在印度、越南和印尼,2006年,2007年工资上涨率均为两位数。

世界经济在克服1997年亚洲货币危机后得以实现“无通胀增长”的一个原因,在于中国等亚洲新兴国家充分利用低廉的劳动力提供了大量质优价廉的产品和服务。发达国家通过增加进口低价产品稳定了物价,同时抑制了工资的上漲。但是近来新兴国家工资不断上涨,产品价格持续上升,给世界经济的“无通胀增长”带来了挑战。

当然,新兴国家国民收入增加对发达国家而言也是机遇。无论作为高附加值的产品和服务市场,还是作为投资目标,新兴国家的吸引力均在增加。

在新兴国家,通胀管理成为重大课题。工资上涨将加速物价上升,结果导致实际工资停滞不前。日本经济共同社称,上世纪70年代石油危机的经验值得新兴国家参考。另外,产业结构升级极为重要。据报道,广东省劳动密集型加工出口企业不断关闭,政府已经高度重视扶持高科技产业和高端服务业。前景如何,让我们拭目以待。

梁宝卫 编译

### 9月10日英国《泰晤士报》 新市场意味着新规则

上星期芬兰人宣布暂停高速扩展市场的计划时,在诺基亚的每个人都嗅到了危险的味道。这家手机制造商说它已经放弃追逐销量,并宣布它的市场份额会暂时性下滑。作为一家大众市场消费品生产商,诺基亚要面对的是西方电子消费市场正在从轨道开始一路跌跌撞撞地走向尽头。

数月以来,投资者一直因为“苹果”而人心惶惶,担心新一代iPod的上市到12月份仍吸引不到足够的购买者。每年12月,苹果、索尼还有诺基亚都要盘点存货目录,屏息凝神,期望这些令人兴奋的、集合最新科技的、拥有新样式、更多颜色的或仅仅是更好包装的产品,能对消费者产生吸引力,提高销量。

在远东地区,巨大的“剪刀”将削减芯片加工厂亿万利润,而其中的原因是芯片加工厂过剩的生产能力以及相对缓慢的销售使计算机存储器的价格下滑。安插在数码相机中的1GB闪存芯片的价格已经从8美元降到3美元,这使国际企业评级机构穆迪(Moody)在上周针对亚洲半导体部门提出了不容乐观的警告。

电子消费品需要为这场剧变而重新设置。它的未来不是价值200美元的iPhone,而是以20美元的价格卖给尼日利亚消费者的手机。这不仅导致利润收缩,产业结构性的调整,还要和远东地区无商标制造商展开激烈竞争。这些无商标制造商不仅生产手机,还赋予其个性化设计。他们将通过提供自产低价产品,不费力气地在这个产业赢得一席之地。

问题是,这样的发展趋势将会把大牌的科技领军企业带往何方呢?目前似乎无人能够给出回答。

贺艳燕 编译

### Column | 专栏

加息无助于控制房价,减息也无助于提升房价。房地产的价格是由该资产所隐含的预期收益和风险所决定的,并不是由房地产的融资成本所决定的。在资本市场上,是预期风险和收益决定了融资成本,而不是融资成本决定了预期收益和风险。

## 降息将挤压房价



周洛华

央行降息了。昨晚央行宣布将从今天起下调一年期人民币贷款基准利率0.27个百分点,此外还有下调部分商业银行存款准备金率的通知。这是我发现诺言的时候了,我曾经在今年5月发表过一篇反对央行加息对付通胀的文章,当时我说,如果央行选择降息,我将发表一篇“降息将挤压房价”的文章交给上海证券报发表。

读者可能比较熟悉我最近有关房价和房价关系的系列专栏,其实,我的有关利率和房价的文章最早发表于2004年10月的“加息推高房价”。在那篇文章中,我提出,用加息的手段来控制房地产价格,其实是火上浇油,将导致房地产价格迅速上涨。之后三年多楼市的走向证明了这个判断。

当然,现在央行宣布降息也许未必是针对房地产市场的。但是,我作为上海大学房地产学院的副院长,有责任为地产业的投资者预测一下降息的政策效果并做一些基于个人理解的解读。

首先,加息无助于控制房价,减息也无助于提升房价。房地产的价格是由该资产所隐含的预期收益和风险所决定的,并不是由房地产的融资成本所决定的。在资本市场上,是预期风险和收益决定了融资成本,而不是融资成本决定了预期收益和风险。这个朴素的道理我讲了将近10年。美国之所以爆发了次级债危机(详见我在2007年12月26日《上海证券报》上的“次贷风暴启示录”),是因为美国的各大机构在房地产这项资产本身无法做空,无法在“全过程、全对冲”体系的要求下表现出波动率的情况下,用传统的模型来判断房地产贷款利率的水平。这个做法从一开始就是错的,同时,这个错误再次证明了房地产不是商品,而是资产,我们不能用经济学的供求关系去解释房地产的价格变动。我们只能从金融学的基本原理来分析其内在规律。人为地提高或者降低房地产贷款的利率并不能使得房地产的价格发生变动。这是美国次级债危机告诉大家的确切而惨痛的真理。

其次,降息将挤压房价。房地产既然是一项资产,就必然存在着衡量性失寸,这就是针对人民币购买力的空头。只要人民币继续贬值,或者购买力缩水,房地产的价格就会继续上涨,因为我们可以把房产看作一项针对物价上涨的看涨期权,只要同期无风险利率上升了,期权价格就上升,房

价就涨了。同样的逻辑,我们现在的同期无风险利率下降了,那么,捆绑在房地产上面的看涨期权的价值也会相应缩水,房价就会下降。因此,当其他情况不变的时候,利率升高将提升房价,而利率下降将挤压房价。这是传统经济学中有关边际成本上升导致边际收益下降的理论所不能理解的。遗憾的是,我国央行的政策制定者似乎更倾向于把利率作为边际成本,以为提升资金的边际成本就会挤压房价,而降低资金成本就会挽救房价,他们就像是穿着高跟鞋过草地的人,必然陷入经济学的泥潭之中。我估计,此次降低了贷款利率之后,可能还会在今后进一步降低存款利率,到时候读者可以有更多时间来验证我的判断。

第三,降息伴随升值将使房地产遭受双重打击。央行降息这个动作本身就说明了我国的人民币购买力下降的风险不再如以前那么高了(如果是降低存款利率的话,这个政策

效果就更加明显)。因此,原来捆绑在房地产上的人民币购买力空头头寸必须马上平仓,否则就会有更大的损失。投资人不是经济学家,当然也就不会是傻子。如果你对未来人民币购买力的预期由下降改为上升,你不应该把钱花出去换成实物资产,而是应该把钱拿在手中,趁着央行还没有降低存款利率,立即把房产变现,转换为固定收益品种。降息对市场建立新的预期方面尤其重要,就如同加息会让市场预期人民币购买力将缩水,或者通货膨胀将加速一样。

读者可能还记得我讲的卖冰棍的小女孩的故事,天气非常热的时候,她会给买冰棍的客户更多的补偿,这个效果类似于加息;天冷的时候,她不会给你补偿,因为在你回去的路上,冰棍融化的风险非常低,这就是降息的含义。因此,降息会给人一种通货膨胀减速的预期,导致房地产价格的回落,失去价值的投资价值。如同

加息将给市场传递通货膨胀加速的预期,导致房地产价格飙升。

回国7年了,我一直在苦苦思索,我国的货币发行机制到底是什么?我国的汇率机制到底是什么?整个国家的汇率政策经过3年改革,仍然未见清晰轮廓。对于这些困惑,至今无法找到过令人满意的答案。我请教了很多人(主要是经济学家),大都不知所云。我看看这篇累牍的美国次级债报道,想着我们自己的房地产市场其实存在着同样的安全隐患,不禁感叹“素怀孟尝国心,无奈阮籍途穷”。如果2004年不是选择加息而是本币升值,结果可能就不会这么被动。而现在的减息,怎么看似乎过晚了。以为供求关系能够决定资产价格,是对现代金融学彻头彻尾的误解。我们今天的许多问题其实不能从供求关系的角度去理解,只能从现代金融学有关预期的思想出发去解决。

## 从来宝进入中国看汇源并购

倪小林

全球经济低迷最终会留下大批估值失真的企业,并购市场在经济低潮的时候将呈现最为惨烈的态势。有人说是遍地黄金,有人说好企业唾手可得。总之,机会永远给有准备的人,我们是否有所准备了呢?

从纯商业角度去解读,可口可乐收购汇源,是一次经典的并购:买卖双方各取所需,可口可乐得到了长期现成的市场,对于用179.2亿港元买下现成的市场和销售渠道,而汇源老总坐收74亿港元,账面看非常值得。

不过,这个案例引发风波早已超出了“市场的眼睛”,成为道义的要害。这一点同样不值得奇怪。

在我们30年的对外开放过程中,确曾有过令人痛苦的记忆。外资品牌从家电、轻工业进入中国市场,而我们的品牌一个不剩,如今所剩无几。眼看大众熟悉的汇源可能隶属国际商业巨头可口可乐,过去的记忆不免强化。不过我们必须清楚一点,此商业并购与彼商业并购有着本质差别。这一点,从几年前来宝进入中国市场的故事,略可见一斑。

来宝进入中国食用油市场是在2004年,当时国内大豆压榨企业的利润暴跌。每

榨1吨大豆要亏损800元人民币,430家工厂因此倒闭,政府选择了将长期受到保护的这一领域向外国投资者开放的政策。来宝经过和国际上其他品牌的较量,在重庆、山东、广西以及江苏南通等地寻找几乎破产的压榨厂。南通压榨厂就是他们在南通破产法院购买到手的。后因大都压榨行业利润暴涨,对于外资进入不得不收紧口子。已经进入中国的来宝目前占中国大豆压榨量的10%。

来宝只是当时进入中国市场众多外资公司的一个企业,笔者之所以选择来宝为例,是因为来宝的进入具有很强的代表性。这宗交易基本是以强弱典型的案例,中国的其他名牌消亡路径与这些无名压榨企业的命运完全类似,他们都是那个赢家通吃时代的出局者。

我们现在要问的是汇源会吗?很明显,汇源收购案前景有两个:一是汇源会成为众多出局品牌的后来者,因为假如是属于可口可乐系列,外资会不会采取惯用的“品牌冷冻法”,让汇源自生自灭,目前是个未知数,假如可口可乐对市场有着更大的野心,汇源的前景很难看好。二是,汇源将保持下去,成为可口可乐公司旗下品牌,而且将借势走向全世界。不过这种可能性需要汇源付出更加艰辛的智力成本,与可口可乐共舞。目前多数国人更寄希望汇源的并购事

件因触及反垄断法的高压线而流产。这显然不是解决问题最好的办法,此汇源案路线,未必今后外资并购就能照搬。况且《反垄断法》不是对外资的禁令,目的是维护市场公平竞争。对于汇源的在商言商,老总的自我顺应并购形势,如果不触及国家安全问题,不触及反垄断法的条款,是很难让坚持道义者获胜的。

笔者记得从来宝进入中国的时代,国内产业资本已经呈现积极发展态势,金融业的改革也进入实质阶段。当时就有人呼吁对内对外开放要并举,让国内企业形成强强联合之势。这样的声音在我们加入WTO前后就没有停止。来宝的进入有其时代的局限,应该说在2004年如果对内向外民间产业资本开放更多市场,两个开放实实在在并举,也许我们发展的机会将更加充分。

来宝进入中国的历程已经成了历史,它是中国对外开放过程的一个阶段性结果,汇源并购案显然在国际经济背景和中国经济环境下与之前有很大差异。如今学界大声疾呼走出去,让企业走向世界,寻找发展的机会,在资本重新洗牌的时候,中国的外汇储备能否用到刀刃上,非常关键。与其争论可口可乐的行动是否合规,不如积极“放虎归山”,让我们的产业资本也具有和外资品牌一样的“狼性”。