

Opinion

Observer | 上证观察家

我们辛辛苦苦创造的财富,由于内需的不足,只能让透支消费的美国去消化的模式得好好反思了。中国资本走出去既要谨慎也要抓住机会,尤其是对资源型以及拥有核心技术的企业和金融机构的股权投资,应该给予更大关注。人民币要抓住时机“国际化”,可以考虑在与中国贸易和投资往来较多的国家和地区发行人民币债券。

思痛录:我们该有怎样的财富管理模式



◎ 孙立坚

世界经济的“失衡”终于在当个贸易逆差和资本流入的第一大国爆发了百年一遇的金融风暴,而在金融全球化的环境中,这场风暴很容易席卷到贸易顺差和资本流出的亚洲国家。仅仅半年,美国不仅失去了前五大投资银行中的三家,只剩摩根士丹利和摩根大通,而且,让世界外汇储备资产最丰富的国家和地区的“托管”资产严重缩水,更导致这些国家不能健全的金融市场震荡不已。

在笔者看来,引发这场风暴最主要的责任在于那些被世界“过剩的流动性”“惯坏”了的华尔街精英们,是他们刻意掩盖风险真相,贪婪地运用金融创新的能力,吸纳可能得到任何一点流动性,以求得他们高收入的目标和转嫁风险后的快感,却造成了今天连美国监管当局也不得不承认的“认知”风险——至今为止还没有能够测到风暴所形成的黑洞究竟有多深!

另一方面,美国监管部门和决策部门为了追求当时经济向上的政绩,或满足于标准化的监管模式,而默认或忽视华尔街的创新业务,由此种下了造成华尔街创新业务越来越滋长“道德风险”的毒瘤。如何加强对人的监管,提升风险和收益匹配的激励机制,就是留给全世界监管部门的艰巨任务。虽然,这场金融海啸也让一大批华尔街的精英们暂时无家可归,可是,全球金融市场的财富管理机会随时都在等待着他们去继续施展难以被他人替代的才能!新加坡政府目前就在大批高薪引进来自华尔街的金融人才,所以,从这个意义上讲,他们并没有受到严厉的惩罚。

美国的消费者和投资者都因债权打了水漂而创巨痛深,但他们在经济繁荣阶段不理性的透支买房和过度的消费行为,也为房地产市场非理性的繁荣提供了物质基础。可以说,是美国家庭消费者对华尔街的过度自信和他们根深蒂固的“透支”消费文化,让他们不知不觉走上了不归路。他们甚至还认为集体投资行为的失败,一定会得到政府事后的保障,所以在,在华尔街的“安排”下,大众的资金参与规模和群体范围变得越来越大,直接威胁到整个社会经济和金融体系的稳定。事实上,华尔街绑架了监管部门,而在金融全球化的环境下,华尔街也绑架了各国央行!全球救市就是这一“道德风险”行为的最好佐证。

如果有透支消费文化,只有华尔街“非凡”的投资才能,在美国日益标准化的监管环境下,很难让泡沫无限吹大。正是有了大量的外资流入,增强了美国金融市场的流动性(甚至达到泛滥的地步),为金融创新业务的蓬勃发展提供了必不可少的“粮食”。由于境外资本对华尔街的运行存在严重的“信息不对称”和“理财能力的不对称”,再加上美国监管部门的监管模式的落后,迫使美国金融创新业务的扭曲发展,畸形繁荣,以至于事后的金融震荡震撼了全球每一个角落。

为美国金融市场提供源源不断的流动性的主要是东亚国家,因为自身金融体系的脆弱性(甚至为了发展制造业,保持出口竞争的优势,有意的控制金融要

素价格,比如利率和汇率等,以至影响企业、个人和金融机构控制金融风险的能力),管理外汇财富能力的有限,他们大多数都采取间接投资的“保守”方法,岂知本以为“低收益”的资产风险会最小,结果却承担了资不抵债的高信用风险和市场的猛烈冲击。两房债券的巨额损失,国家主权基金的投资迷茫,在雷曼等投行托管业务上风险敞口的放大等等——东亚国家卷入这些风险状态的程度非同小可,为处理事后的危机所付出的救助力度也不可小视。现在东亚各国都在痛苦反思,辛辛苦苦创造的财富,由于内需的不足,只能让透支消费的美国去消化,结果在这场风暴中,直接和间接的造成了不可估量的损失。

痛定思痛,东亚国家今后必须要考虑内需支撑的增长模式和培育发展亚洲美元离岸金融市场。

而对中国而言,应对美国金融风暴正有三个紧迫课题:

首先,保证金融体系的稳定。目前最关键的是要确保消费者对金融体系稳定的信心,坚决避免不必要的挤兑风潮导致本来完全能够维持的金融机构不得不倒闭。必要时,可以向一些影响较大的金融机构注入资金,以避免美国金融危机对我国金融体系的负面传染效应。当然,迫不得已的话,也可以学习美国对问题机构导入有效的破产和重组方式。

其次,中国资本走出去既要谨慎也要抓住机会,虽然,前一个阶段,海外投资的业绩十分糟糕,那是因为我们经验不足和对美国金融危机的管理能力欠缺,但不能因此产生畏缩心理,而要看成是一次宝贵的投资机会,尤其是对资源型以及拥有核心技术的企业和金融机构的股权投资,应该给予更大关注。对此无须与美国监管部门巧妙周旋,如果只是因为现在美国流动性短缺,不得已容许我们进场救市(比如,工商银行纽约分行的成立等),而到市场企稳后他们却又拿出出资背景的理由阻碍我们扩大收益的再投资行为的话,我们真的只是在为美国不负责任的金融创新业务的损失而单纯地买单!

还有,人民币要抓住时机“国际化”,在“纸币本位”的时代,国际货币地位的债务比没有国际货币地位的债权国更为有利,这是美国次贷风暴给我们上的最深刻的一课!当然,我们要考虑国情,不能急于求成,可以先考虑发展美元的高薪业务。亚洲拥有全世界三分之二的汇兑储备,这么庞大的美元资产如果能够重新起灶,在中国投资保值增值,那对我们迅速将绣球抛给了美林证券,接下来将产生无可估量的作用。中国经济的规模在不断壮大,与中国的贸易和投资往来的国家和地区越来越多,随着人民币的不断国际化,这些伙伴国家的经济主体越来越愿意持有人民币和用人民币作为储备资产来保值,因此,中国政府如能在这些地区发行人民币债券,对人民币走向国际化将发挥极为重要的作用。最后,当时机成熟,再来让人民币汇率完全走向市场化,让人民币成为完全自由兑换的货币,真正完成人民币走向国际化的所有义务和环境建设。那时,中国人的经济命运就能真正掌握在自己的手中。

(作者系复旦大学经济学院副院长、金融教授)



华尔街金融面临失业大潮

美国纽约州州长帕特森16日说,受投资银行雷曼兄弟公司等一批金融机构相继出现危机的影响,华尔街眼下正经历最糟糕时期,大约4万名员工面临失业。

从“面杀伤”转而“点杀伤”



◎ 程实

“Oh, my life is changing everyday, in every possible way(每一天,生活都在变化,以每一种可能的方式)”

眼下世界经济和国际金融的现状,或许用Cranberries(小红莓)乐队这首脍炙人口的歌曲来概括再贴切不过。如火流星般的变化遍布各个市场、各个层次、各个维度,让人应接不暇,才刚刚有所感悟,就被接踵而至的数据或是新闻惊得目瞪口呆。而细细品味,纷至沓来的变化并非无序可循,在万千变化中抓住主流、把握趋势,次贷危机的阶段演化和政策调控的天平倾斜隐约可见,而这似乎为辨明未来方向提供了些许光亮。

这个早秋,华尔街充分感受到了“月有阴晴圆缺”的道理,在这个看上去有点像是“清算”时分的阶段,风光无限的金融巨子转瞬就变成了苟延残喘的病人。就在雷曼兄弟风险暴露之际,市场本以为这个158年老店会像6个月前的贝尔斯登一样获得政府救助,但很快保尔森就义正辞严地断绝了这种痴想,于是乎本来觊觎雷曼的美国银行迅速将绣球抛给了美林证券,接下来市场理所应当地为AIG有可能变成下一个不幸的“雷曼”,但很快美联储就闪电般地给AIG送去了850亿美元的两年期贷款,而貌似已经无人问津的雷曼又神奇地被巴克莱购买了其投资银行业务和纽约总部,局势变化之快,个中千秋之微妙实在一言难尽。

抛弃雷曼兄弟却向AIG伸出橄榄枝,美国政策当局向市场传递了这样一种信息:免费馅饼并非人人有份。那么,政策救助的这种由“普度众生”向“差别救助”的转变究竟又有怎样的隐藏尺度呢?在笔者看来,保尔森和伯南克

们“有所为有所不为”的选择依据可能在于金融机构的核心竞争力、中长期风险偏好和短期自救表现。但这些差别并非根本原因。归根结底,美国政策救助转向“有所取舍”,还是因为政策救助本身面临供不应求的资金约束。

无论是美联储还是美国财政部,都不是取之不尽用之不竭的提款机,伯南克逐渐披露的资产负债表和保尔森难以持续翻滚的财政赤字注定了拯救计划的方式转变。这种转变的一个好处就是避免已显形的经济衰退在未来由于政策透支而变成美国社会的不可承受之重。

事实上,这种政策转变迫在眉睫,因为从实体经济的角度看,美国经济现下正面临着由“放缓”向真正“衰退”的潜在转变。最近几天的新数据显示,美国8月除汽车外商品零售额增长已经从7月的0.4%骤降至-0.7%,9月纽约州制造业调查指数从8月的2.8骤降至-7.4,8月工业产值增长从7月的0.2%骤降至-1.1%,一系列短期数据表明二季度美国经济的相对强势难以以为继,美国经济下半年的转向,特别是四季度衰退征兆事实都愈加清晰。这种实体经济相对强弱的转变不仅逼迫政策救助有所取舍,还导致了美联储货币政策目标重心的潜在变化。

9月17日凌晨,美联储宣布维持2%的基准利率不变,这与市场的降息预期大为不同。实际上,伯南克在利率上按兵不动仅仅是因为美联储已在其他领域提供了一系列扩张性政策支持,主要风格是对流动性注入工具的进一步松弛化。在16日晚间公布的8月5.4%的CPI增幅有所放缓并低于预期,而前几

幅也有所下降,这意味着美国通胀压力在减小,与此同时,16日晚间公布的7月美国净资本流入也由前一个月的净流入599亿美元骤然变成净流出748亿美元,外部金融压力的显著减弱进一步加重了尽免于其他短期数据中的增长阴霾,美联储货币政策主要目标由维持物价稳定向刺激经济增长的倾向势必必然。美联储在没有降息的情况下,如果下半年经济增长数据如期超预期大幅走强,且流动性注入工具缓解信贷紧缩的功效不足,那么美联储现在的政策重心转变有可能兑现为未来的降息。

危机救助政策、货币政策以及实体经济的重要变化实际上标志着次贷危机的阶段演进发生了重大变化:一方面,次贷危机对金融领域的影响已经从“面杀伤”转变为“点杀伤”,在雷曼、美林倒下之际,摩根士丹利和高盛最新的第三季度盈利却好于预期,金融领域的风险已经在大范围扩散向小范围集中发展,微观企业风险已逐渐趋上并超过行业风险,华尔街的清算、重组和分化正在悄然进行,实际上这很好地解释了雷曼遭弃而贝尔斯登获救的原因,毕竟面杀伤阶段放弃一个金融机构就可能就会导致全面的信心崩溃,而点杀伤阶段救助全部受困金融机构则有些得不偿失;另一方面,次贷危机的影响重心即从金融领域向实体经济转移,点杀伤之后金融领域的重组搭配指日可待,而虽然扩张性政策搭配延缓了美国短期衰退的到来,但实体经济在下半年的恶化已初见端倪。从这种阶段演化来看,次贷危机似乎已经过了三分之二,也许现在经历的,正是黎明前最黑暗的一段时光。

(作者系金融学博士,宏观经济分析师)

美国经济“一个时代终结”

◎ 哈继铭 沈建光

美国由金融市场带领的辉煌时代将告终结。美联储与财政部于9月14日推出一系列措施以紧急应对雷曼兄弟破产及其它大型金融机构资金链断裂对市场的冲击,以缓解市场流动性危机,保护参与者脆弱的市场信心。但9月16日美联储并未如市场预期的那样加息,而是维持利率水平2%不变。此前我们一直认为美联储既不会加息也没有必要加息。“不会加息”体现在雷曼兄弟清盘引起金融市场大震荡之时,美联储已首选向市场注入流动性而非紧急加息。“没有必要加息”一方面是由于通胀风险依然不能小觑,尤其是通胀由PPI向CPI传导,由总体通胀向核心通胀传导的风险;另一方面在信贷紧缩时,加息的效果是大打折扣的,而有针对性地向市场提供流动性则更加对症。

笔者一直认为,美国次贷危机根源在于房地产价格的调整,在房价完成调整前,美国金融系统的坏消息还将接踵而至,继续为美国以及全球金融市场带来波动,而近日走强的美元亦将因疲软的经济和金融动荡在短期内反复。早在今年3月美国拯救贝尔斯登事件之际,很多人认为美国次贷危机已近尾声,我们曾提出本轮美国房地产价格要从高点下降30%至35%,期间坏消息将不断。前周,美国政府终于宣布将“两房”接管,对它们各做出上限为1000亿美元的注资,以确保其能偿还债务和维持正资产值。接管“两房”保证了美国按揭市场继续运作及挽救市场对房市暗淡的预期,按揭利率有望回落,对住房市场和投资气氛产生一定的正面作用。然而,这并不能改变房价下降的周期,上周使陆续有金融机构因涉及住房投资业务出现严重亏损而需要出清资产甚至申请破产保护,再度燃起市场对信贷危机和美国经济前景的担忧。此外,美元对主要货币应声下跌,印证了我们稍早时候的估计。

所有这一切对于中国经济的影响,我们认为主要体现在以下几方面:美元将进一步贬值,促使人民币短期内对美元升值;在本轮全球经济再平衡的过程中,美国市场犹如海洋,中国犹如漂流在海上的树叶扁舟,自身政策变化无法改变浪潮方向;美国房地产市场调整引发的金融危机至少将对中国经济与金融产生心理层面的冲击。

紧接着美国周末发生的金融动荡,中国央行于9月15日宣布降低贷款利率0.27个百分点,降低中小金融机构存款准备金率1个百分点,印证了政策“先抑后扬”,但具体时点早于市场预期,原因在于国际金融市场动荡升级,雷曼、美林两大投资银行或申请破产或被收购,使得中国政府认为外部环境恶化超过预期,对于中国经济增速下滑过快以及房价下跌带来的风险格外担心。

我们认为,降息的影响不可高估,美联储在过去一年中多次大幅降息也未改变其房价下跌的趋势,而中国房价泡沫程度较美国更大,银行面对房价下跌已加强了风险控制,对于房地产相关贷款趋于谨慎,因此利率的下调对房地产市场推动作用有限。未来利率尤其是存款准备金率还有进一步下调空间,降息的空间取决于通胀走势。鉴于国际大宗商品价格回落,我们下调今年CPI预测至6.5%,下调明年CPI预测至4%至5%,但如果目前中国局势恶化使得美元贬值并重新推动大宗商品价格,则将制约国内的降息空间。

尽管最近一些新兴经济体通胀压力有缓和迹象,但大多数央行均不敢掉以轻心,仍在继续维持从紧货币政策。继此前泰国、菲律宾和印尼央行分别加息25个基点后,巴西上周亦大幅上调Selic利率75个基点至13.75%。另一方面,新西兰上周调低了央行利率50个基点。央行迥然不同的货币政策取向主要源于它们对经济下滑和通胀上升的预期各异。在通胀高企、货币政策难以放松的情况下,政府财政支出削减的经济体纷纷以扩张性财政政策以缓解通胀的影响和刺激内需。继韩国于月初宣布了一项减税和行政改革计划后,台湾地区亦于上周推出刺激经济方案。这些财政政策将有助于部分抵消外需放缓对经济的影响,但亦可能增加通胀上行风险,这是值得关注的。

(作者单位:中金公司)

企业社会责任 应尽快实现“全覆盖”

◎ 陈才

日前在厦门向部分跨国企业、研究机构和学者公布的《外商投资企业履行企业社会责任指引(草案)》,为外企在中国履行社会责任设立了底线标准,包括但不限于26项中国法律法规和19项国际公约。

如果笔者没有记错,那么《指引》应该是中国政府首次出台引导外企履行社会责任规定。我们有理由相信,《指引》将更有利于外企在创造利润、对股东负责的同时,承担起对劳动者、消费者、环境、社区等利益相关方的责任。特别是对于那些原本就在社会责任履行方面有所欠缺的外企,《指引》将起到指导和监督的作用,利于其更好地改善自己的行为。

在对外企进行社会责任规范的同时,我们也要看到,内资企业(包括国有和民营企业)在履行社会责任方面,也还存在相当差距。据“2006年中国企业社会责任调查报告”,总体上,当前中国企业对其所应承担的社会公益责任认知度最高,达到了75.2%,其次是对经济责任的认知,为66.5%,但在其应承担的法律责任、环境责任,以及企业文化责任上认知偏低,仅在35%左右。可见国内大部分企业对社会责任的认知还有很多不足,这需要相关部门、研究机构以及企业行业协会,进一步加强研究,形成共识,制订、出台相关法律法规,使企业履行社会责任步入法治化的轨道。

尤其值得一提的是,国内垄断企业在履行企业社会责任方面,虽然近年来有所改观,但总体上表现仍不尽如人意。美国《财富》杂志公布的“企业社会责任评估”排名,是对世界级的财富领先企业在管理和承担社会责任方面表现的一次综合考量,在2006年度的榜单中,几家中国企业的排名靠后,表现最好的中石化集团名列第57位,而中石油及国家电网公司,则在榜单中位居倒数前两名,这与在世界500强中的排名实在不匹配。在现实中我们也常常看到,一些垄断企业拿着国家补贴,边领补贴,“利润不减工资涨”,这也引起了百姓对垄断企业缺乏社会责任感的强烈不满。一项网络调查结果显示,公众认为最应该限制履行社会责任的企业,首先就是垄断企业。

当然,履行社会责任,任何企业都不能置身事外。我国大部分民营企业,由于底子薄、起步较晚,经营方式粗放,发展空间常常受限,因此履行企业社会责任意识还相当薄弱。在法律和环境保护方面意识比较低,这些都亟待相关部门引导和规范。

我国《公司法》第五条规定:公司从事经营活动,必须遵守法律、行政法规,遵守社会公德、商业道德,诚实守信,接受政府和社会公众的监督,承担社会责任。这一规定,已经成为企业承担强制性社会责任的法律依据。在21世纪的今天,履行社会责任不仅是“企业公民”的应尽之责,更是企业走向全球化的一张通行证。因此我们期待着,企业社会责任的相关法律法规,能尽快在我国实现“全覆盖”。

Column | 专栏

汇源不过是果汁而已



◎ 王福重

可口可乐公司以129亿美元全资收购汇源果汁的消息,引发了国内激烈的争论,多数网民表示反对,这在国内是意料之中的。

引起争议是因为两点:其一,由一家外国公司收购中国公司可能有害经济安全;其二,又一个民族品牌将被消灭,感情上受不了。倘若连果啤都被外国民生,那就没有不关系国计民生的产品,所有产品的生产都应该由政府垄断起来。

似乎很难说服持第二个理由的反对者,这是感情和观念的问题。所谓民族品牌,其中蕴藉着国人一个半世纪以来的某种情结。当初,在封闭状态下,于内忧外患的夹缝中挣扎求存的近代工业何其艰难,真是与民族的兴衰共命运。也因此,国人热爱本土的品牌和产品,购买国货视为爱国行为。但是,沧海桑田,在全球化时代固守过

去某些观念,势必成为继续前行的阻碍。

果汁并非民族产品,而“民族品牌”并不是个科学概念。按照拥趸者的意思,民族品牌是没有他族因子的,是“这个”民族的原创。而果汁无论就生产还是工艺、包装乃至广告创意,都非汇源公司原创,而是全部来自国外,汇源不过是模仿得非常成功而已。

并购也不意味着汇源品牌从此就消失,只要可口可乐不想放弃中国这个最大的原料产地和最大的饮料市场,它一定会考虑到中国消费者的偏爱,把汇源品牌保留下去。当然这种喜欢必须是真喜欢。如果中国消费者有一天不再喜欢汇源,这个品牌就会消失。问题是,即使将来有一天,汇源品牌消失了,也没什么了不起,汇源的替代品牌很多,相似的牌子不下十几个,质量和价格都没有明显差别,而作为一种饮料的果汁的替代品牌就更多,矿泉水就可以在相当大程度上替代它,直接吃水果也有几乎同等的

功效。另外,民族品牌并不等于好品质,三鹿奶粉就是明证。

汇源品牌卖与不卖,权力完全在所有者,与别人的感情无关。汇源不是慈善企业,也非国企,不过是一个追求自己利益的小小民营企业,而汇源的董事长朱新礼能把汇源做大,说明他是个精明的企业家,如果他认为做了一笔划算的买卖,我们还有什么好担心的呢。任何一笔交易,只要没有外在的强力干预,其结果一定双赢。

汇源所以愿意出售,最根本的原因,是没有信心保持已有的市场地位,以及利润的持续增长。对汇源来说,如果卖果汁赚钱就卖果汁,果汁不行了,就可以卖品牌赚钱。而可口可乐愿意出售溢价购买汇源品牌的原因是,在可口可乐手里,汇源可以再上一个新台阶,实现快速增长。一项资产在不同人手里创造的价值,是有重大差异的,这是所有资产并购发生的原因。可口可乐能够在120多年,是因为其不断

变革,与时俱进。而汇源却不见得有这个能力。从朱新礼先生的回应言论中,我们可以体会到这一点,汇源正处于瓶颈之中,前景未必乐观。

有人担心,如果全是外国品牌的饮料,它们会不会集体行动,合谋提价,中国消费者喝不起饮料?这个担心是多余的,有不少国家的饮料市场上就是只有几大外国品牌,但是价格也未见就高。因为这些外国品牌之间也是相互竞争的,并不是一个利益共同体,合谋不过是一场因徒的困境。而另一方面,如果价格太高,新的国产品牌就会再现,生产饮料并不需要高技术。

如前所述,民族品牌和民族产品意识,有一定的历史必然性和推动产业发展的作用,但是,在全球化的时代,再强调民族品牌,就不合时宜。民族品牌者所在意的,其实是纯洁性,而全球化恰恰是打破了纯洁性,要想在这个时代活得好,就不能在乎纯洁性,不违时,这个产品到底是个民族的。这就是改革和开放的含义。比如,

波音公司在100多个国家生产,其垂直尾翼和水平尾翼等就是在中国制造的,空客即将在天津总装集成,波音和空客到底是个国家或者民族的产品,很难说。现在中国大街上跑的车,几乎没有国产品牌,可是,与外国品牌合资,正是中国人迅速开上汽车的最佳办法,如果总是想坐上完全民族品牌的车,那不知要等到何年何月,消费者等等不起。

大家都说拥护开放,而开放不但有初级形式的商品的进出口,也有高级形式的企业并购、品牌收购,而不管什么形式,都是为了优化配置自己的资源,为消费者创造更大的福利。只有更开放的心态、更宽松的环境,才有利于创新,有利于打造更多的汇源这样的品牌,更有利于像汇源这样的品牌渡过瓶颈,成为百年品牌。动不动就把正常商业行为指责为卖国,恰恰会扼杀创新。今后,类似于汇源的并购还有很多,让我们以平常心对待之。