

Observer | 上证观察家

上海证券报联手央视经济频道直击华尔街风暴

投资银行：明天到底往哪里去

刘二飞

这些我天都郁闷，因为昨天我们这些投资银行的人还是市场上的英雄，今天不仅成为“狗熊”，还被称为全球金融危机始作俑者，罪魁祸首。今天就想把我20多年的从业经验，以及我对投行的看法和体会跟大家分享一下，希望大家帮我做个判断，共同展望一下投资银行的明天，看看究竟是辉煌还是暗淡？

投资银行实际上是从19世纪的欧洲开始的，他们当时叫商人银行。到20世纪初开始在美国有了投资银行，当时投资银行和商业银行是混在一起的，就是所谓混业经营，也有的投资银行规模小，只专做投资银行的业务，但是它在法律上可以做商业银行业务。美国投资银行突然兴起，原来默默无闻的一些人，突然变得在国际经济和国际贸易市场举足轻重，主要原因是美国作为一个经济大国的兴起。

从上世纪80年代开始，美国投资银行发展迅猛，2006年、2007年，到了鼎盛时期，原来一家投资银行有几百人，几千人，这时候已经发展到几万人，还有的将近十万人。从

地域上来讲，原来的投资银行都是美国区域性的银行，现在变成了在全球主要金融市场、几十个国家和地区都有分公司的银行。到2007年次贷危机爆发之前，大的主要投资银行每年的盈利能力已经达到了50亿至100亿美元。再从形态上讲，1984年时除了美林以外，其他银行都不是上市公司，后来为了逐渐扩大规模，都成了上市公司。

从产品上来讲，投行原来的产品非常简单，就是上市，企业的发股、发债，兼上一点财务顾问。现在它的产品就非常多元化，光债券就有几十种。投资银行的影响力也大大地加强了。90年代以后，投行一把子往住往离休之后到美国政府去，还有没有退休就到美国政府去的，华尔街的声音在华盛顿影响越来越大，同时华盛顿越来越依靠华尔街，特别是在每四年的总统竞选的时候，华尔街的声音，以及华尔街的捐款，都在美国总统竞选中起了非常大的作用。

在辉煌鼎盛的背后，实际上隐藏着很多风险，这个风险产生的最大原因就是业务模型的变化，原来投资银行不投资，不贷款，也不吸收存款，等到2006年的时候，投资银行

既投资也贷款，也吸收存款，它的业务模型就是由一个中介变成了一个当事人。为了满足新的增长点新的盈利点，就会用不断地金融创新等方式来创新的业务，比如次贷。

巴菲特在2002年就说过，房贷创造出来的衍生工具就是大规模的金融杀伤武器，相当于原子弹一样，在金融市场上，早晚一天会爆发，一旦爆发后果很严重。

实际上在投行内部，在最鼎盛时，总约有一种感觉，这样的业务模型是不是可以持续，是不是冒太大的风险？但是，投资银行所有历史数据的计算机的财务模型都讲，大地加强了。90年代以后，投行一把子往住往离休之后到美国政府去，还有没有退休就到美国政府去的，华尔街的声音在华盛顿影响越来越大，同时华盛顿越来越依靠华尔街，特别是在每四年的总统竞选的时候，华尔街的声音，以及华尔街的捐款，都在美国总统竞选中起了非常大的作用。

今天，美国基本上已经没有投资银行商业银行的区分了，就是整体的银行，大银行，都基本上半国有化了，在美林、高盛工作的人都是美国国企的职工。

实际上投行最不愿意被商业监管，整个投行的行业都希望自律，但是由于政府、国会，老百姓都

觉得这次金融危机是缺少监管造成的，而且由于高盛和摩根已经得到所有商业银行该得到的好处，所以所有商业银行都去顺应了形势，转变成商业银行。

投资银行这个功能是经济上必要的，现有的投行，高盛、摩根、美林，会不会还有昔日的辉煌，我觉得很难说。但是金融的行业辉煌还是有的。

通过这次金融危机之后，肯定要反思，就是我自己要重新看看自己的历史数据和财务模型，在突发性系统实现的时候，是不是杠杆比例太高了，是不是整个风险控制出问题。雷曼兄弟的福尔德说，这是系统的风险，他一点责任没有，我不同意他的这种观点，投资银行肯定有责任，这次一定要从中吸取教训，把自己的风险控制好。我估计，资产负债要萎缩，杠杆比例要降低，同时高管的工资回报可能要降下来。

职业道德问题往往是跟薪酬机制联系起来的，美国国会质询雷曼总经理，把公司做倒闭了，你赚了五亿美金，觉得公平吗？投资银行确实工资比较高，而且赚钱时，大家分，赔钱算股东的。唯一不是这样

的，是巴菲特，他非常不喜欢这种模式，永远不会投资这些公司。比尔·盖茨也是。但是这些毕竟是少数。能要求所有美国的投资银行都像巴菲特和比尔·盖茨这样吗？所以，投资银行的薪酬机制确实需要改变，让它的利益和业绩进一步挂钩。全球统一协调，限制他们工资，这是有可能性的，关键是利益形成一致。

洛希尔在英国曾是一个非常有名的银行家族，今天在欧洲兼并市场还有很多他们的财务顾问，但已经不能跟美林、高盛、花旗这些银行齐名而提了。为什么？因为19世纪末他们觉得美国成不了气候，没有进军美国，结果被历史边缘化了。今天在美国，在华尔街都渐渐有了一个共识，如果美国华尔街的银行不进入中国的话，50年以后，或者若干年以后，这些银行就会像洛希尔一样，不再是世界第一流的银行。现在金融危机爆发得这么厉害，可无论摩根还是高盛，对于中国还是非常有信心。的，哪怕是砸锅卖铁，从别的市场退出来，他们也要进入中国这个市场。

或许，在中国创造出一个世界一流的投资银行的时代已经不远了。（作者系美林亚太有限公司中国区主席、董事总经理）

房地产市场平民化时代正在到来

郭田勇 蒋敏龙

此次我国房地产业的调整并非房价的简单回归，而是房地产市场一个时代转变的标志——将步入平民化时代，即是房地产市场暴利终结以及绝大部分中产阶级都有能力买房的时代。

目前，我国社会平均利润率大约在8%左右，房地产行业则超过30%。同时，房地产又是一个进入门槛相对较低的市场，因此，在高利润率的刺激下，社会上大部分资源都涌入这一市场，这就造就了我国房地产企业超过3万家、商品房空置面积达1.3亿平方米的市场现状。因此，经过社会资源分配的调整，目前中国房地产市场平均利润率正处于向社会平均利润率接近的阶段。

当前房地产市场的投资(机)需求基本处于停滞，而真正能够形成需求的则绝大部分是自住需求。而在自住需求中又可以分为换房需求和新增需求。众所周知，我国房地产市场高涨行情从2003年开始，而房地产需求也正是从这一时期开始回暖。一般来说，房地产与汽车不同，前者的“换新潮”周期要远比后者长。因此，从2003年开始购买住房的居民很难在未来的几年内形成“换房潮”，而在此之前所购买房地产所形成的“换房潮”，基本在前一阶段已经“消耗殆尽”。而对于房地产新增需求来说，形势也不容乐观，能够形成未来几年内新增需求的人群是未来新增的中产阶层人群，而当前这一阶层的成长率已经远远低于商品房供给率，加上经济的“收入效应”和股市的“财富效应”在未来的几年内很难显现，这些因素均表明未来房地产新增需求数量将大大下降。

还须看到，我国人均GDP水平仍然较低，地域差距、城乡差距以及贫富差距有逐步加大的趋势。同时，教育、医疗卫生等领域仍然需要大量的社会资源投入，而房地产市场作为资金密集型产业，其过度的膨胀也将引发更多的社会资源流入该领域，最终也会导致“贫者更贫、富者更富”的局面。从各国经济发展阶段来看，房地产业的发展往往是一个国家进入后工业社会以后所发生的现象。而中国目前仍然处于一个工业化时期，正处于产业升级阶段，而科技投入和产业研发正是产业升级的主要推动力，房地产市场的泡沫不仅打击了企业研发的积极性，更是分流了企业科技投入所需的资金。长此以往，将会危害我国创新型国家建设之大计，“中国创造”战略也将无法真正实现。因此，我国房地产市场在经过此前的非理性暴涨之后，理应调整，笔者认为，中央政府应该利用这一次调整，降低未来房地产市场对我国经济的贡献度。

内需不足一直以来都是中国经济发展过程中的软肋，尤其是在目前国际市场恶化的背景下。提高居民消费能力的途径是提高居民收入，但笔者认为更应该关注居民的支配收入。不可否认，房地产的需求也是构成社会需求的一部分，但是在房地产价格高企的背景下，用于其他消费的支配收入将大大下降。久而久之，只会导致更多的社会资源向房地产市场靠拢，进而导致其他领域出现供给不足，从而造成居民的实际消费出现下降。因此，中央政府对房地产市场的调控，使得房地产市场释放过度集中的社会资源，进而更好地发展社会其他领域。也只有这样，才能够使社会消费真正处于一个良性、健康的发展阶段。

事实上，从短期来看，房地产市场步入下行周期也是难以避免。此前，我国房地产业的暴涨与银行信贷的大力支持有着莫大的关系，而目前银根的紧缩无疑也使暴涨行情难以维持。另外，此前高速增长的经济也将回落，人口红利也将在劳动力成本不断上升的情况下逐渐消失，“刘易斯拐点”的到来也将为未来是否还有大量低成本农村剩余劳动力的供给带来了不确定性。在全球化的今天，各主要经济体无论是经济增长还是房地产市场均出现了放缓或衰退的情况。而作为全球经济的一个重要成员，中国经济在此次全球经济增长放缓的背景下出现调整是难以避免的，而作为目前中国经济支柱之一的房地产市场在此轮经济调整中现出下行也是经济周期所致。

因此，我国房地产市场“平民化时代”的到来是对此前中国过早透支社会资源发展房地产市场的一个检讨。中央政府的宏观经济调控，应该适时调整房地产市场发展战略，切忌急于救市而丧失了对房地产市场调整的大好时机。（作者单位：中央财经大学中国银行业研究中心）

农村土地改革的财政金融视角

杨涛

允许农民以多种形式流转土地承包经营权，这不仅标志着我国城市和农村土地权利统一的改革进入实质性阶段，也意味着农村经济社会开始逐渐突破“坚冰”的掣肘。

许多研究表明，自2002年起，农村财政纠纷已经从税费问题逐渐转为土地纠纷，其背后的原因，是在高速城市化的背景下，地方政府的财力渴望与农民土地权利共同作用的结果。应该说，新土地政策明确了近年来许多地方进行的改革尝试，也为解决土地纠纷提供了方向。但是，要从根本上解决农村土地财政关系中的矛盾，还需要一系列配套改革。

首先，必须落实土地征用收益分配、土地经营利益共享的具体机制。长期以来，土地纠纷的核心就是征地收益分配不合理，以及征地补偿标准低、征地补偿费的测算方法不科学等。新政策强调按照同地同价原则及时足额给农村集体组织和农民合理补偿、允许农民依法通过多种方式参与特定土地的开发经营，这些都需要在地方财政制度、政策方面真正具体落实，才能缓解土地纠纷的升级。

其次，可以预计，随着土地经营权流转的加快，失地农民的社会保障问题就变得更加重要。虽然当前对地方政府的“土地换社保”政策存在很多争议，但如果今后更多农民离开土地这最后的保障，而又无法转为产业工人实现就业，则相关社会保障则成为防止失地农民转化为不稳定因素、保障农村社会稳定、政策方面真正具体落实，才能缓解土地纠纷的升级。

再次，可以预计，随着土地经营权流转的加快，失地农民的社会保障问题就变得更加重要。虽然当前对地方政府的“土地换社保”政策存在很多争议，但如果今后更多农民离开土地这最后的保障，而又无法转为产业工人实现就业，则相关社会保障则成为防止失地农民转化为不稳定因素、保障农村社会稳定、政策方面真正具体落实，才能缓解土地纠纷的升级。

并非短期内能够完成，原因之一就是农民普遍缺乏再就业的技术。这就需要政府增加相关财政投入，为农民迅速获得新的职业而提供教育、培训等支持。

最后，是必须加快中央和地方财政管理体制变革。众所周知，由于地方政府财权与事权的偏离，“土地财政”成为其重要的收入模式。农村土地改革不能只是简单地剥夺地方政府的土地收入，而是应该通过推进分税制改革、地方税收体系完善、市政债券创新等，为地方政府创造依靠“卖地冲动”之外的财源，才能使本轮土地改革实现利益平衡。

从农村金融的角度来看，长期以来在农村，农民“贷款难”的很大原因就是没有合格的抵押物。因为我国《土地法》和《担保法》明确规定，包括农业用地和宅基地在内的与农村居民联系最为紧密的生产资料不能作为进行抵押或者转让，近年来诸多文件也禁止城里人到农村购买宅基地。这些都使得可持续的商业金融模式在农村难以建立起来，银行的农村金融业务逐渐萎缩。新政策虽然明确了土地经营权可转让、依法保障农村宅基地用益物权等，但同样还需要相关配套改革，才能使土地改革成为农村金融发展的“催化剂”。

比如，要尽快推动农村土地权益的权证化流转，为发展农村商业信贷模式奠定基础。这不仅需要推动土地确权证的普遍化、明确其财产权地位，还需要解决抵押品的估值以及流转细则，包括什么机构能够为土地抵押进行估值等。从而真正实现土地要素在农村金融市场的流通，为商业银行在农村创新商业模式提供条件。

又如，在推动土地经营权抵押贷款模式发展的同时，仍然不能忽视农村合作金融、政策性金融、小额信贷组织的作用。由各国经验来看，农业和农村的特殊性，决定了在农村金融中必须存在特定的非抵押信用支持和政策性支持。否则，在农业生产面临较大风险的情况下，土地经营权抵押信贷所造成的结果，很可能就是加剧土地过度集中与两极分化。

另外，应推动农村金融产品创新，以支持土地改革。如试点土地证券化产品、农产品期货等。

当然，还应发展与农村土地相关的农业政策性保险。为了避免自然灾害影响，使得土地流转和产业经营顺利推进，农业政策性保险必不可少。同时，应该探索农村社会与农村土地交易，在时机成熟时转为城乡统一的交易所。

另外，推动土地经营权流转的目的之一，就是促进农业产业化，这与城镇化是结合在一起的。当更多农民选择离开土地之后，就会纳入城镇就业体系中。可以说，这一过程



Column 专栏
金融创新如果不能鉴别、评估及控制风险，那么，即使是看起来非常急需的时髦产品也不应当仓促投入市场。在这个意义上，我们显然不必急于推出那些人有我无的金融创新产品。

金融创新当务之急是研究美国教训

黄湘源

美国金融危机的风险还没有过去，一种标新立异的逆向思维却有抬头之势，把美国金融创新的危机当成我国金融创新的契机。这个主张真的会像听起来那么动人吗？

美国金融危机对我国影响不大，很大程度上得益于我国的金融机构参与国际金融市场的程度不高，仍处于起步阶段，并不表明我们在推进金融创新或控制金融创新风险方面有什么能够比别国做得更好的本事。相反，正因为金融创新在我国还是新生事物，对于证券化及其衍生产品之所以成为国际金融危机事件的祸首的教训，才更需要格外引起高度的重视和警惕。

相比于市场规模大、金融工具多、产品链条长、资金能量强的美国金融市场，我国金融市场不仅市场规模小、实体经济弱，而且金融工具太少，结构也很不合理。多年来存在的企业融资难、投资渠道狭窄等困境状况呼唤通过接轨和借鉴国际成功经验推动金融创新的加快，可每一次金融创新却最终总是断送在利益输送和利益交换机制的手里。13年前的“327”国债期货事件和最近的南航诉讼权证事件都是非常具有代表性的。

如果金融创新意味着金融机构的趋利化、金融活动的自由化和金融业务的杠杆化，那么，美国金融市场的失败于过度发展对于我们更是前车之鉴。美国的自由金融主义借金融创新的名义不恰当地放松对金融衍生产品的监管，信贷过度增长，引发了楼市的泡沫，并触发金融体系内大量坏账和流动性危机。无

论布什政府现在的救市最终能在多大程度上缓解危机、减轻痛苦，金融危机造成的伤害都已经深刻而且将持续地存在。这对于盲目信奉市场主义、特别是那些相信“月亮也是西方圆”的人们，难道不是一个刻骨铭心的教训？

中国1.9万亿美元外汇储备的60%到70%是美国国债、机构债券和企业债券，由于美国政府的救市，如果不计中国平安及其他金融机构动辄数十上百亿美元的投资损失，即使作为主权投资基金的中投公司在推进金融创新或控制金融创新风险方面有什么能够比别国做得更好的本事。相反，正因为金融创新在我国还是新生事物，对于证券化及其衍生产品之所以成为国际金融危机事件的祸首的教训，才更需要格外引起高度的重视和警惕。

相比于市场规模大、金融工具多、产品链条长、资金能量强的美国金融市场，我国金融市场不仅市场规模小、实体经济弱，而且金融工具太少，结构也很不合理。多年来存在的企业融资难、投资渠道狭窄等困境状况呼唤通过接轨和借鉴国际成功经验推动金融创新的加快，可每一次金融创新却最终总是断送在利益输送和利益交换机制的手里。13年前的“327”国债期货事件和最近的南航诉讼权证事件都是非常具有代表性的。

如果金融创新意味着金融机构的趋利化、金融活动的自由化和金融业务的杠杆化，那么，美国金融市场的失败于过度发展对于我们更是前车之鉴。美国的自由金融主义借金融创新的名义不恰当地放松对金融衍生产品的监管，信贷过度增长，引发了楼市的泡沫，并触发金融体系内大量坏账和流动性危机。无

生的这次金融危机，人们还在把国外的金融创新一概当成成功的先进经验，不仅没有注意到它所潜在的风险因子，更没有想到金融创新的过度发展也有可能引发金融危机。

尽管我们并不主张因噎废食，也从反对审慎地推进金融创新，但是，没有理由认为在美国金融危机还在继续扩大的情况下我国可以独善其身，也没有理由认为金融创新对于高度发展的美国金融市场是风险对于尚未高度发展的我国金融市场就不是风险，更没有理由认为在美国人看来防不胜防的金融创新风险在我国就不是问题。在当前情况下，对我们来说尤为重要的是，在持续密切关注美国次贷危机对国际经济的影响的同时，得冷静仔细地分析研究美国金融创新引发金融危机的原因以及值得我们借鉴的教训。美国发生的次贷危机给全世界也给我们提供了难得的借鉴和机会。金融创新是改革开放的推进器，同时也是把双刃剑，它在为改革开放带来突破性进展的同时，也总是会带来令人防不胜防的风险。循序渐进才能控制风险，过度发展就有重蹈美国覆辙的危险。

金融创新是当前继续推进改革开放的需要，但任何事情，都需要未雨绸缪先防失败。金融创新如果不能鉴别、评估及控制风险，那么，即使是看起来非常急需的时髦产品也不应当仓促投入市场。研究和防止失败就是控制金融创新风险的前提或必要条件。在这个意义上，我们的当务之急显然不是急于推出那些人有我无的金融创新产品，而是深度研究美国金融危机引燃金融危机的教训，否则，何异于饮鸩止渴！

扩大内需，政策还有较大潜力和弹性

唐建伟

虽然有出口增长前景不乐观、房地产投资下降将拉低GDP增速、消费持续增长动力不足等不利因素，但笔者并不认为中国经济增长会“硬着陆”，理由如下：

其一，我国经济增长仍是内需主导的，过去几年，内需对GDP的贡献基本都在9%以上，即使外需下降，通过拉动内需能够部分弥补其不利影响；其二，虽然出口增速将持续下滑，但我国出口固有的成本优势仍在，出口出现负增长的可能性很小；其三，虽然房地产投资增速下降可能拉低投资增速，但一旦政府启动灾后重建、扩大对城市基础设施投资的投入，加大对农村基础设施建设的投入，支持等措施，投资增长的空间仍然很大；其四，由于消费的刚性，虽然持续增长动力不足，但也不可能出现大幅回落；最后，政府已经意识到经济增长下降的风险，保增长的政策将持续出台。

由此，笔者预计，今年中国经济仍将保持10%左右的速度增长，明年的增速估计仍能保持在9%左右。

今年以来，面对国内外经济金融环境的变化，政府宏观调控部门的政策基调已经作了多次调整：调控目标从年初的防经济过热、防通货膨胀的“两防”转为7月的“一保一控”，即保增长和控制通胀，而在近期央行一个月之内连续两次“双率齐动”之后，宏观调控政策基调无疑已经开始转向“保增长”这一目标。

笔者认为，未来政府可以通过放松信贷和扩大财政支出的政策来刺激内需的增长，这方面应该还有较大的潜力和弹性；

首先，放松货币政策重在放松信贷规模控制。目前经济下行趋势已经进一步得到确认，应考虑再次放松和淡化信贷总量控制。因为相比而言，在经济出现一定程度下滑的情况下，适度放松信贷闸门是比较有效的政策工具。几种工具交替配合使用，才能达到更好的政策效果。我们的实证研究也表明，即使今年经济增速和物价涨幅均有所回落，贷款需要增长15%-16%才能满足实体经济的需要。因此，目前的信贷总量控制依然是偏紧的，有必要适度放松，使其回到与实体经济的需要相适应的水平。

其次，以积极的财政政策来刺激国内有效需求，为有效避免经济增速大幅回落，还应搭配使用积极的财政政策来刺激消费和投资。我国去年财政实现了盈余，政府负债占GDP的比例不到20%，这些都为政府实施积极的财政政策提供了空间。政府可以通过增值税转型(降低企业税负)和提高个人所得税起征点(减轻个人税负)等措施来刺激企业投资和个人消费。其次，除继续增加地震灾区灾后重建等方面的投入外，还应贯彻落实十七届三中全会关于促进农村发展的精神，从农村着手通过有效增加农民可支配收入来刺激农民消费，同时加大农村基础设施投资。（作者系交通银行研究部高级宏观分析师）