

Observer | 上证观察家

非金融企业现金流发生困难、个人消费和企业投资进一步收缩、实体经济部门的活跃度减弱、内需不足恶化、财政政策和货币政策同步大幅放松将带来双赤字恶化、透支模式深化等因素正在对美国实体经济造成深入打击。明年美国经济可能出现零增长或负增长。

# 美国离经济危机还有多远?



程实

美国从金融危机到经济危机究竟还有多远?数据海洋中的拾贝也许能够带来不失理性的可能答案。首先必须肯定,美国二季度2.8%的增长指标一定程度上掩盖了经济内需萎缩的趋势,去年三季度至今年二季度,扣去贸易贡献后的美国经济增长率分别为-1.4%、0.13%和-0.13%,大大低于1975年以来近131个季度平均的3.28%,而上一次该指标出现负值还是“9.11”事件发生的2001年三季度。可见,美国经济的内需不足其实早有端倪。

由于扩张性政策搭配的政策效果已提前透支,次贷危机滞后影响不断显现,三季度美国经济面临衰退,个人消费、企业生产、批发零售、家庭就业和房地产市场均不同程度的大幅恶化。

美国名义消费7月8月同比增长4.9%和4.6%,不仅低于6月5.2%,还低于次贷危机爆发前13个月平均的5.18%和1991年以来近212个月平均的5.58%;实际消费同比增长0.4%和0.1%,不仅低于6月1.1%,还低于次贷危机爆发前13个月平均的1.73%和1991年以来近212个月平均的3.21%。消费增长放缓的原因有三:其一,个人可支配收入下降,6至8月,美国个人可支配收入环比增长率分别为-1.8%、-0.8%和-0.9%,1959年有统计数据以来首次出现连续三个月负增长;其二,消费模式潜在转变,7月和8月,美国消费者信贷同比增长率分别为4.9%和3.8%,不仅次贷危机爆发以来首次跌破5%,还大大低于1943年至今近

787个月平均的9.98%;其三,消费信心受挫,7至9月,世界大企业联合会消费者现状指数为658.65和588,大大低于二季度和次贷危机前的平均水平。

美国工业产值7至9月分别环比增长率为0%、-1%和-2.8%,远低于1920年至今近1066个月平均的0.29%,其中,9月的-2.8%不仅创1974年12月以来最差表现,还在近88年1066个月中排在最差月份的第44位。在产量下降的同时,美国企业还在减少生产能力的利用,7至9月,美国设备利用率分别为79.6%、78.7%和76.4%,不仅低于二季度末的79.7%,还大大低于1967年至今近502个月平均的81.38%,其中,9月的76.4%创下2003年10月以来的新低。

美国商品零售环比增长率7至9月分别为-0.6%、-0.4%和-1.2%,不仅1992年以来首次连续三个月负增长,还低于二季度末的0.1%和1992年以来近200个月平均的0.41%,其中,9月的-1.2%创2005年8月以来新低。2008年9月,美国汽车销售环比下降8.7%,8月,工厂订单和制造业销售分别环比下降4%和1.8%;7月和8月,批发销售则分别环比下降0.8%和1%,批发零售各项指标均在三季度发生趋势逆转,进入负增长状态。

美国失业率7至9月分别为5.7%、6.1%和6.1%,高于二季度末的5.5%和1948年以来近729个月平均的5.59%,8月和9月的6.1%,创2003年9月以来的新高。平均失业率为17.1、17.4和18.4周,高于1948年以来近729个月平均的13.52周,9月的18.4周为2005年8月以来新高。截至9月,美国非农就业人口连续9个月负增

长,累计减少76万人,其中三季度减少29.9万人。金融保险地产业行业减少2.9万人,服务业减少11.1万人,服务业就业6至9月连续4个月下降,表明美国就业压力已经从金融领域向其他行业扩散。

美国现房销售7月和8月同比增长率分别为-12.8%和-10.7%,连续31个月负增长;新房销售同比增长率分别为-34.7%和-34.5%,连续33个月负增长;建筑开支同比增长率均为-5.9%,连续22个月负增长;7至9月,建筑开工同比增长率分别为-32.2%、-35.7%和-29.5%,连续31个月负增长。

需要强调的是,由于经济指标公布较为滞后,9月中下旬次贷危机剧烈演化对实体经济产生的影响尚未能体现在以上数据之中,最新金融市场动荡及事态变化则可能将通过非金融企业现金流发生困难、个人消费和企业投资进一步收缩、

实体经济部门的活跃度减弱、内需不足恶化、财政政策和货币政策同步大幅放松将带来双赤字恶化、透支模式深化等因素正在对美国实体经济造成进一步深入打击。

次贷危机剧烈恶化对实体经济的可能冲击已经部分体现在先行指标中:10月,密执安大学消费者现状指数从9月的70.3大幅降至57.5,预期指数从9月67.2大幅降至56.7,表明市场信心急速下滑;10月20日当周,ABC国民经指数较9月2月中旬的-66大幅下滑至-84,创1992年2月以来的新低,在1987年以来近1187周中排第44位,表明市场对美国经济的预期大幅调低;10月,费城联



美国楼市泡沫破裂,负资产家庭数从2006年的300万暴增至今年的1200万,即平均每名业主,便有1人濒临断供,甚至破产,将随时引发新一轮断供和破产潮。据估计,到明年9月,负资产人数将逼近1460万。

储商业前景指数从9月的38大幅下滑至-37.5,创1990年10月以来的新低,在1968年至今近486个月中排第86位,表明商业前景十分黯淡;9月,美国采购经理指数从8月的49.9大幅降至43.5,创2001年10月以来新低,领先指标则降至100.6,同比下降29.9%,表明经济活动趋向收缩。

从目前的事态发展来看,虽然不能排除大萧条重现的可能性,但在全球政策联动的救助下,生产率在危机期间并未下降且长期增长极具韧性的美国经济有较大几率避免大萧条式的经济崩溃。但是,程度稍温和的经济衰退依旧不可避免,预计三季度美国经济增长率将降至1%以下,四季度将进一步降至-0.5%左右并可能成为NBER(美国国民经研究局)判定衰退的重要依据,次贷危机剧烈恶化的滞后影响则很可能让明年美国经济出现零增长或负增长。

(作者系金融学博士,宏观经济分析师)

《上海证券报》联合央视经济频道“直击华尔街风暴”

## 永远不要想去驾驭市场



许小年

从美国金融危机中,我们到底能够吸取什么样的教训呢?

人类认识经济体系的能力和影响经济体系的能力是非常有限的,拿人类所能控制的第一个自然力量——火来说吧,自从人类学会了用火之后,人类就火不断,到今天都无法杜绝。今天我们可以把人送上月球,但是仍然无法杜绝地球上的火灾。为什么呢?我觉得这是我们的思维方式有问题,我们的问题不应该是科技如此发达的今天,为什么这些大的灾难我们无法避免?其实应该问我们在今天应该有什么样的思维方式?应该明白,即使科技如此发达,人类认识世界、影响世界的能力依然是十分有限的,因此这些灾难是不可避免的。人类的医学这么发达,比如克隆技术,说实在的,如果法律允许,克隆人都行,但是各种疾病照样流行。所以,在市场面前,在自然面前,我们必须认识到,人的能力是有限的,不要想去驾驭市场,不要想去改造自然,工业革命之后,人类掌握了从未有过的这么大的物质能量,掌握了蒸汽机、发电机,掌握了核动力,因此觉得现在可以成为世界的主宰了,可以成为宇宙的主宰了。不,不是的,人永远不可能成为世界的主宰,不管科技如何发达,不管人类掌握的物理力量有多大,这个世界上永远有一些力量是超出人所及的。因此,我们发展市场经济,在市场面前要有敬畏之心,不要动不动就想去驾驭市场,改造市场,设计市场,这都是些非常愚蠢的想法。

过去我们常说,人类认识自然的目的不是为了改造自然,今天我们说这样的话吗?不说了,为什么?因为人类在改造自然的过程中犯了无数的愚蠢错误,遭到大自然的严厉惩罚,今天我们终于明白,我们认识自然的目的不是为了改造自然,保护自然,所以我们在提的口号是保护自然,保护生态,休养生息,人与自然的和谐共处。而人和经济之间的关系是一样的,不要幻想你能驾驭市场,不,市场不可驾驭,谁想驾驭市场,结果都是要被市场惩罚的。我们在这儿研究就是要认识市场的规律,以便顺应它。

自由市场不是完美的,但是自由市场是这个世界中资源配置最合理的机制。自由市场一定是问题不断,但不能因为出了危机就说自由市场制度不灵,任何资源配置的体系都有它自身的问题,要看是不是能够克服还是无法克服,自由市场经济内部出现的一些问题我认为是可以克服的。我们不要幻想一种完美的经济体系,没有的,不存在的。

(作者系中欧国际工商学院经济学与金融学教授)

## 转换思路 考虑回购国企海外资产



桂浩明

过去,西方发达国家财大气粗,一直是他们对中国投资。一轮金融海啸使得这一切颠倒了过来,现在,西方国家要中国出钱来帮助他们渡过危机了。这种转变,极大地满足了国人的自豪感。时下也就有不少人在呼吁政府,拿钱出去去购买美国等国的债券与股权,而且是越快越好,越多越好。

当然了,中国现在拥有世界上最多的外汇储备,长期以来也一直受困于因为外汇流入过多所导致的大量外汇占款以及由此引发的流动性过剩。现在,国际市场缺乏资金,这正好为我们更好地使用外汇提供了机会,而且世界如果能够较快地渡过金融危机,对于中国来说也是件好事。但问题在于,我们现在是否已经具备了到海外大量投资的条件?有多少人仔细想过,中国资金出海买什么呢?

美国人最希望中国去买它的债券,这实际上也就是让中国来分担救市的重任。其实,很长一段时间以来,中国就已经是美国国债的最大海外买家,以及持有人之一。但是,现在美国政府为了化解金融危机,大量地向市场注入流动性,这在某种程度上是为今后大规模的通胀以及货币贬值埋下伏笔。在这种情况下,继续大量地购买美国国债,就不承担未来可能性极大的货币贬值压力。

也有人提到,可以购买美国金融机构的股票。那些股票过去动辄每股上百美元,历史上给股东的回报也很丰厚。以前美国人很便宜地买了中国的金融股,狠狠地赚了一大笔。现在,我们把外汇换成了美国金融机构的股权,不是一举多得,皆大欢喜吗?这个设想很美妙,但是忽视了一个最基本的现实,西方的金融机构,特别是他们的投资银行,其核心竞争力是他们多年积累下来的文化,这种文化,

也只有在特定的条件下才能够生存,表现出活力。同时,它又是难以被复制,并且也难以被收购的。20多年前,日本人携日元升值所积累的财富,到美国大肆收购,其中也不乏金融机构,最后不全都被收购而归么?这两年,中国的一些金融企业也在设法出海投资,也收购了海外一些金融机构的股权,成为它们的大股东。在金融危机袭来后,这些投资基本上都失败了。总结原因,大都说是时机选择不佳,其实细究起来问题要复杂得多。这种收购,不经历漫长的曲折过程是不可能的。而现在,我们显然不具备条件。有人提出,不妨购买海外的实物资产以及技术,或者是一些重要的生产与资源型企业的股权。只是大量我们想买的这类资产,人家并不愿意卖。

直接购买海外金融机构股权也并不太可行,另外购买海外的实业资产的机会也不多,那不妨调一下角度。利用我们的优势,考虑购买中国在海外的资产,譬如说回购一些优势的中国企业在海外发行的股票。这些企业的不确定性很小,现在股价又很低,与其让它在海外市场被低估,让外资享受其不落的红利回报,不如现在就用国家外汇买回来。中石油集团最近增持了中石油A股,还增持了价格更低的H股,这就很有战略眼光。还有中国移动这样盈利能力很强的公司,哪怕将H股收购回来再转为A股,也可以视为很成功的资本运作。还有,现在一些持有中国企业股权的外资大投行自顾不暇了,正准备撤出。另外有的外资投行已经倒闭了,这部分股权也要被处理掉,这不正是中国资金的用武之地吗?相比去风急浪高的海外市场冒险,不如先守好自己的家园——其实现在增持在海外上市的中资企业股权以及收购外资投行持有的中国内地企业股权,有很多事情可做,而且效果会很突出。

再融资对投资者利益的影响与上市公司分红的水平无关,而只与再融资所要投资的新项目的预期收益水平相关。只要新项目的预期收益率小于公司原收益率水平,再高的现金分红水平都无法挽回因每股现金流入的减少所造成的股价缩水给投资者带来的损失。

## 现金分红还不是保护中小投资者的关键



田立

最近,大家的注意力大多集中在各国央行动辄几千亿甚至上万亿欧元救市这样的“大手笔”上,对证监会在10月9日最新出台的《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》反而反应冷淡,这与当初呼吁强制分红时的声势浩大形成了鲜明对比。我特意搜索了一下,相关评论也少得可伶,主要有两类观点:叫好的与质疑的,后者认为缺少配套制度。在此,我仅想从保护中小投资者的利益的角度谈点理解。

的确,强制现金分红能够对上市公司净资产的融资计划起到一定的制约作用,因此不失为一种理想的制度选择。但问题是,实行了强制分红就能从根本上杜绝此类事件发生,进而保护中小投资者利益了吗?不一定!不妨举个例子,假设某上市公司完全符合新规定的条件,即“最近3年以现金或股票方式累计分配的利润不少于最近3年实现的年均可分配利润的30%”,有权利通过发行新股的方式再融资了。假如这家公司此前年收益为100元,客观的市场折现率为10%(假设不变,同时请记住这个10%也就是该企业所属的生产部门的平均的年收益率),

那么,根据永续年金的运算规则,这家企业当前的市值就应该为1000元。再假设该企业没有负债,全部是权益资本(即使有负债也不影响下面结论的成立),而且发行的股份数是100股,于是当前的股价就应该是每股100元。现在这家企业就以100元的价格增发再融资投资于某新项目,增发数量也是100(即增发新股的总数量为10000元),但所投资的新项目的年收益率只有5%,那么增发后的股价会有什么变化呢?

先看该企业市值有什么变化吧,再融资后企业的年收益是原来的1000元加上新投资项目带来的500元(10000乘以5%),共是1500元。按照客观市场折现率10%来折现,现在该企业的市值是15000元,除以总股数200,现在股价就变成每股75元了,比原来降低了整整25元。有人会说,我还可以从现金分红中得到补偿呢。千万别这么算,因为别说三年分红,就是年年分红也都已经包含在原来100元的股价之中了,也就是说不分红都不会影响每股财富量从100元减少到75元的现实,投资者的利益一定是损失的。

也许有人会说,既然每股财富量都损失了,那大股东的利益岂不是也要损失吗?他们怎么还会再融资呢?我也希望是这样,但实际情况却非如此,大股东们可以通过自定年薪或者暗箱规则,在不为大众所知的情况下增加其财富量,而且融得的资金越多,这些暗箱操作可以为其谋得的财富就越多。因此,这些人才不关心什么预期收益水平之类的科学依据呢,也不会关心再融资给每股财富量造成的损失,他们只关心一件事,那就是圈钱,这才是中国资本市场的再融资的症结所在。

所以说,要从根本上杜绝这种现象,现金分红并不是要点所在,根本问题在于要建立公平有效的恶意收购制度。在这样的制度安排下,你如果不关心中小投资者利益,可以不关心错误的再融资造成的股价下跌,但是,当市场

对你的估值低到一定水平时,你就会失去对企业的控制权和所有权,因为你的企业已经在别人的收购能力范围之内了。到那时,别说什么高薪高分红,就连起码的地位和权力都没有了,那还会像以前那样随意地决策而不顾其他投资者的利益了吗?当然不会了,只有到了这个时候,上市公司的大股东们在每股一件事情时才会反复地思考这样一个严肃的问题:我的行为究竟是提升我的市值呢还是有损市值?一旦上市公司把追求市值作为自己的首要目标了,中小投资者的利益才会从本质上得到保护,才不会成为大股东们追求自身利益过程中的牺牲品。

当然,这样分析的结论不是说现金分红就一点意义也没有了,毕竟上市公司有义务成为投资者产奶的奶牛。过去是不管奶牛产不产奶,中小投资者是喝不到的。现在,通过一定的强制手段让更多的人喝到奶,终究是件好事,是有利于市场健康发展的。但与此同时,我们更要认识到这样一个问题:让奶牛的所有投资者喝到奶是必要的,但更重要的是不能让属于全体投资者的奶牛变小了。否则,不要说喝不上了,就连牛都保不住了,那岂不悲夫吗?

(作者系哈尔滨商业大学金融学院副教授)

## 诱人合约 风险巨大

刘忠勋

深南电10月21日公告了其与美国高盛集团旗下全资子公司杰润签订的期权合约。粗略浏览后,竟然发现有似曾相识之感。记忆中,2004年高盛曾拿着类似的“空头买权”期权合约,打着利率互换的幌子准备和广东的一家电厂交易。幸运的是,那份看似完美的合约,最终被该电厂财务顾问力排众议后否决了,从而避免了将产生的1246万美元的巨亏。而此次深南电签署的第一份合约确认书已于3月1日开始执行。该合约看似完美而又充满着诱惑,事实上不仅存在巨大风险,而且一开始就以风险与收益极端不匹配的方式进行着。

合约确认书由三个期权合约构成。有效期为2008年3月31日至12月31日,当浮动价(每个决定期限内纽约商品交易所当月轻质原油期货合约的收市结算价的算术平均数)高于每桶63.5美元时,公司每月可获30万美金的收益;浮动价低于每桶63.5美元,高于每桶62美元时,公司每月可得(浮动价-62美元/桶)×20万桶的收益;浮动价低于每桶62美元时,公司每月需向杰润公司支付与(62美元/桶-浮动价)×40万桶等额的美元。

表面上来看,只要浮动价在12月31日高于每桶62美元,深南电就能盈利;若浮动价高于每桶63.5美元,则深南电获得最大盈利为300万美元。而在2月底,原油期货价格就已突破每桶100美元,同时,各大投行都积极做多石油,高盛更是宣称:年内原油价格将冲上每桶200美元。在这一点上,可以想见,深南电签署该合约的冲动会有多强,这正是该合约充满诱惑的地方。难道世界上真有无风险套利的机会?而且这样的机会还是对方主动送上门来的?

天上不会掉馅饼。以期权的思维重新解读合约,我们会发现,该合约虽然由三个期权合约组成,但其本质是一份包含两个“空头买权”的协议,即深南电卖出的是两个看跌期权。第一个看跌期权的标的物是20万桶的原油,有效期为10个月,合约签署时原油期货价格为每桶100.75美元,执行价格为每桶63.5美元,油价波动率为110.73%,该期权的期权费即为深南电的最高收入300万美元,它表示深南电向杰润出售了一项权利,杰润可以在12月31日以每桶63.5美元的价格向深南电出售20万桶原油。第二个看跌期权的标的物也是20万桶的原油,有效期为10个月,与第一个看跌期权不同的是其执行价格为每桶62美元,油价波动率为110.73%,根据布莱克舒尔茨公式去测算一下,该看跌期权的价格为285.44万美元。(本文假定该期权定价合理,逆推出第二个期权的价格,数字上或许会有少许出入)

因此,深南电与杰润签署的这份合约,实质是向对方出售了两个市场价值为585.44万美元的看跌期权,深南电只收取了第一个看跌期权的期权费300万美元,而让对方免费获得了第二个看跌期权,即285.44万美元。合约设计简单而又巧妙,杰润在设计该合约时,当浮动价低于每桶62美元时,其标的物为40万桶,而不是浮动价高于每桶62美元时的20万桶。这就是这个合约完美的地方,不愧是国际顶尖专业人才,在最容易忽视的地方,变更一个简单数字,彻底改变了整个合约的性质。如果当浮动价低于每桶62美元时,其标的物也为20万桶,那么该合约就仅仅等同于上述的第一个看跌期权,深南电只是以合理的定价出售了一个看跌期权,承担了300万美元期权费相应的市场风险而已。而当把20万桶改成40万桶后,杰润在这场交易中就免费得到了上述分析中的第二个看跌期权,实现了传说中的无风险套利。杰润只要在海外市场出售一个同样的合约,就把该期权完全对冲掉了,而且可以轻松地赚取285.44万美元的期权费差价。

可见,这份合约的核心与实质就是让深南电去承担原油价格的波动风险,而杰润免费赚取利润。业内投行在发售期权时,一般都会进行对冲,把头寸的风险规避掉。杰润在这场交易中,看似在和深南电对赌原油未来的价格,实际上已经通过海外市场对风险进行了对冲。不管未来原油价格如何,杰润的利润已经锁定。而深南电处境就比较尴尬,不仅交易一开始就损失了几百万美元应得的期权费收入,还要承受未来原油价格下跌带来的可能亏损。事实上,油价在经历过狂飙突进后,近日已跌落至70美元左右,深南电在此次交易中,巨额亏损也许不可避免。

(作者系申万巴黎基金公司金融工程部研究员)

## “保民生”、“保就业”更重要

彭兴庭

不少分析人士说,当前中国经济增速的回落,既是主动调控的结果,也是外部经济环境变化的结果。在新的形势下,保经济增长应该成为宏观政策的主要着眼点。在我看来,比“保增长”更重要的是“保民生”、“保就业”。“十六大”报告指出,就业是民生之本,扩大就业是我国当前和今后长期重大而艰巨的任务。因此,如果发展是硬道理的话,那么,就业就是硬道理中的硬道理。

尽管GDP增长与促进就业具有同一性,但是,保持增长的宏观经济政策并不必然意味着保持就业。1998年,中央实施新一轮扩张性的财政政策和货币政策,旨在刺激消费和投资需求,以推动经济增长。然而,这些措施并没有产生显著的推动就业效果。当时,政府主导的投资行业主要是农林水利、交通通信、环境保护、城市公益事业等,而这些投资领域恰恰是吸纳就业能力较弱的行业。

正如有人所言,目前的高失业率,有很大的部分是自然失业率,主要是由劳动力市场不健全、产业结构调整和种种不利于就业扩大的机制而产生。自20世纪90年代以来,我国的就业增长主要是通过中小企业、民营经济以及非正规经济,通过逐渐发育起来的劳动力市场机制所创造的。当前,人民币升值,信贷紧缩,又发生了全球性的金融危机,许多中小企业面临着巨大的生存压力,中小企业破产的消息不时传出。从“保民生”、“保就业”的角度出发,宏观经济政策首先要挽救的,正是中小企业,他们才是国民经济基础,事关民生,也是社会稳定的根本所在。

为避免重新走入“逆就业”调控陷阱,我们的宏观调控政策要全面反思。具体地说,就是重点在引导投资时,应充分考虑行业的就业吸纳能力来确定重点投资领域的优先顺序,国家的信贷政策也应充分重视中小企业的诉求。