

Opinion

Observer | 上证观察家

就短期来看,2007年以来肆虐亚洲的高通胀可能死灰复燃,贸易保护主义可能抬头,货币危机可能回归。而亚洲国家拿出的市场救援方案还停留在各自为战的地步,或多或少都存在一定的负外部性。当这种负外部性累积到一定程度,最终可能让所有人的利益都受损。

亚洲经济前景存在三个不确定性



刘涛

鉴于新兴市场国家在抗金融风险能力、法律制度环境和国际政策协调机制等方面都落后于发达国家,华尔街金融危机迅速向全球蔓延后,这些新兴市场国家能否安全渡过危机引人关注。特别是亚洲,在1997年金融危机中遭受重创,最近十年又重新崛起并成为全球经济增长的重要引擎。因此,其经济前景如何,直接关系到全球经济稳定和增长的预期。

如果说从虚拟经济扩散到实体经济是美国式危机传导模式,那么由于实体经济不景气拖累本国金融部门,则很可能是亚洲国家所面临的危机演化路径。事实上,亚洲经济并不如人们想象中的那般强健。除股市暴跌和出口疲弱这些普遍症状外,各国还陷入了各式各样的麻烦:一些国家,如印度和越南,一边背负着两位数的通胀率,一边却不得不考虑追随其他国家降息,无异于在“滞胀”泥潭边缘嬉戏的孩童;另一些国家,如韩国和泰国,再次面临本币急剧贬值和外资出逃的压力,而巴基斯坦已处于“国家破产”的边缘。

从亚洲国家拿出的市场救援方案看,救市措施还停留在各自为战的地步,且或多或少都存在一定的负外部性。当这种负外部性累积到一定程度,特别是当它以乘数效应不断放大冲击后果时,最终可能让

所有人的利益都受到损害。

综合各方情况,笔者认为,亚洲经济或许将面临三个不确定性:

首先,就短期来看,2007年以来肆虐亚洲的高通胀可能死灰复燃。原因是,在经济增速放缓、信贷供给不足和通胀压力减轻的情况下,各国很自然地倾向于选择“松财政”和“松货币”的政策搭配,其结果就是在经济复苏的同时伴随着通胀的回升。从近日中国中央和地方出台的一些“促发展”措施来看,既包括庞大的财政补贴和固定资产投资,也包括鼓励金融机构对企业和购房者放松信贷。无疑,在刺激产出急剧扩张的同时,物价水平也将水涨船高。

“两松”政策搭配是有两个隐含前提的:国际油价将不断下跌与美元强势将成常态。从前者来看,这显然不符合石油输出国的利益,势必会强化其扭转当前的供求关系的努力,最终令油价确定在一个双方都能接受的合理位置;从后者来看,随着美国双赤字的不扩大和市场对美国经济陷入长期衰退的担心,美元的下滑将带动以美元计价的石油及其他大宗商品价格发生波动。

而从一个较长时期视角来看,若危机影响持续数年,严重依赖出口的亚洲经济不得不将过剩的产能集中转向内销市场,由于供过于求,消费品和工业品价格将一路走低。由此,通胀可能最终转化为通货紧缩。

其次,贸易保护主义可能在亚洲抬头。回顾历史,人们不难发现,上世纪30年代大萧条前期,由于美

国实行《斯莫特-霍利关税法案》,将2万多种进口产品的关税大幅提高,引发各国群起效仿。每个国家都试图将自己与外部危机隔绝开来,结果反而加剧了危机在全球迅速蔓延的速度和程度。也就是说,这种错误的做法使1929年发生的一场普通金融危机最终演变为破坏性巨大的世界性经济长期衰退。

一些令人不安的因素目前正在亚洲隐约浮现:由于担心明年经济涨幅可能不足4%,泰国正考虑将泰铢贬值5%以支撑其出口;中国近日也宣布将再次调高纺织品、服装和机电产品的出口退税率。由于亚洲国家在出口结构和出口市场等方面都存在较大同质性,在跟风效应驱使下,预料其他国家也很快会有类似刺激措施出台。从单个国家角度看,通过促进出口拉动经济增长是

理性的做法,本无可厚非,但如果着眼于整个地区的共同利益,则各国竞相采取货币贬值或出口补贴的措施来刺激出口,很可能引发本地区某种形式的贸易战或竞赛。从本质上看,这就是“以邻为壑”的贸易保护主义,结果无非是亚洲国家彼此之间玩了一场零和游戏,以更加廉价的商品补贴发达国家,使其坐收渔人之利。

最后,亚洲货币危机可能回归。1997年的亚洲金融危机,就其本质看是一场货币危机。危机爆发前,包括中国在内的东亚各国大都将本国货币以某种频率钉住美元,因而本地区实际上存在一个“东亚美元本位”,这是东亚经济长期稳定、繁荣的重要原因。如果此事

先引入更加灵活的汇率制度,通过货币的适度贬值,或许可以避免这次货币危机。

在危机结束十年后,亚洲各国虽然对国内金融体系做了一些修补,外汇储备绝对规模也有不同程度增加,东亚货币金融合作也取得一定进展,然而,许多国家其实迄今依然没能从根本上摆脱货币危机的阴影。一方面,美元本位依然存在,经济对出口的依赖没有本质变化,除中国等少数国家外,贸易逆差、外汇储备不足(相对于国际资本日益扩大的流动规模)、热钱大量进出等问题仍困扰着许多亚洲国家;另一方面,随着危机的逐渐远去,各国风险意识及合作意愿都在下降。凡此种种,都不能不引起亚洲国家的警惕和反思。

(作者单位:上海国际问题研究所)

《上海证券报》联合央视经济频道“直击华尔街风暴”

凡事从长计议 对通胀仍需高度警惕



梅建平

我在美国生活了差不多18年,我认为美国的核心竞争力有四大方面,一个是金融,这次出了大问题,但是另外三个核心竞争力,医药、媒体、高科技,特别是硅谷的创新机制并没有受到最根本的影响。因此,当美国整个市场的经济周期经过了比较自然的调整以后,美国的创新机制还会使经济恢复发展。

当然,短期内企业的盈利肯定受影响,现在市场的持续下跌是恐慌情绪的持续反应,因为大家还在预期可能还有坏消息。但我认为这一波下跌已经跌破了不少企业的价值,甚至有个别企业跌破的市值加起来还不及其所持有的现金。

伯南克先生是在普林斯顿所有授课老师当中最敬佩的一个,他分析问题非常有条理,又非常低调。这次美联储的救市很果敢又很坚决,是他学术风格的反映。打一个比方来说,美国现在像一个心脏病病人突发心脏病,而他正好是心脏病专家,他做联储主席,是理所当然。

虽然救市计划出台之后,全球资本市场连续下跌,但如果要我给伯南克打分,我会给很高的分,可能是B+或者是A-。伯南克不能给出最好的答案,是因为环境的因素。即使美联储有足够的独立性,但也不能不考虑很多政治因素。评

判救市计划到底是不是成功,不能只看一两个星期或者三个星期,应该看长远。要知道,这次美国犯了非常重的病,用最好的药,而且用得很多,也需要很长时间让这个药发挥作用。想让中风病人第二天爬起来,除非有仙丹。

我认为现在是我们的油价与国际接轨比较好的时机。原来如果调整的话,担心可能会对通货膨胀产生负面影响,现在看通货膨胀已经下来了。而长期和国际油价背离,对国内消费的长期发展是不利的。应该鼓励新能源。如果长期把价格限制在实际价格以下,就是变相鼓励不应该的消费。

目前国际的经济形势对很多企业产生很大压力,盈利受到很大的挑战,因此,企业从本身的利益来说,对油价接轨肯定会有怨言。但为了中国的长远战略发展,我认为我们还是要比较坚决,可能无法一步到位,但还是应该逐步到位。

我在跟很多来自江浙,或者是广东一带实体经济的学生沟通中,感觉到他们目前承受着相当大的压力。从周期性来看,国内的出口在过去几年里过了一段好日子,那时全球所有经济增长的发动机都在开动,而现在,除了中国和印度在缓慢增长,很多发动机都熄火了,很多同学看到订单减少了。有个广东同学是做皮鞋的,原来低档、中档、高档的鞋都做,现在只能做中档和低档的鞋,基本上出口价廉物美的产

品,这样就使企业的盈利受到很大影响。

我认为他们应该赶快转型,从服务海外市场转移到服务国内市场上,而且我认为目前这次全球大规模的金融危机,以及可能要发生的经济危机,正好是中国实现转型的很好历史机遇。政府应该通过各种各样的财政政策鼓励出口企业由对外服务转向对内服务。最近出台了给出口企业提高退税的政策,这暂时可以帮助出口企业渡过难关,但是长期来说,应该把这些资源用来补贴农民兄弟,中产阶层。

以我的理解,周小川提出用“灵活审慎”四个字来形容资本市场,是说要使整个国家的货币政策有足够的灵活性,在需要时放出很大的流动性,以冲销国际金融危机以及经济危机的负面影响。但是要审慎,因为从长远来说,如果对通货膨胀不提高警惕,一味地放很多的流动性,没有充分的警惕性,那让通货膨胀这只老虎从笼子里放出来再关进去就很难。所以审慎是必要的。

为了给世界市场提供流动性,为了缓解危机,全世界的央行给世界资本市场提供了四五万亿的流动性,这个流动性在正常的时候远远大于实体经济所需要的,因此这些流动性在两三年以后,当经济恢复时就会变成通货膨胀的老虎反过来咬我们。所以,现在对此要有足够的警惕。

(作者系长江商学院教授)

农民办银行 一年净赚一个亿

由农民出钱办起来的温州龙湾农村合作银行正式成立于2005年6月,出资入股的4639名股东中有近4000名是农民。去年这家银行共办理贷款约40亿元,其中60%以上投向农村,并实现了利润1.12亿元。

Column | 专栏

美国对市值计价的反思,在一定程度上触及了公允价值计价的痛点。但美国现在之所以暂停实行按市值计价的会计准则,却并不是为了从根本上消除金融泡沫,而只是为了掩盖泡沫退潮时所留下的过于令人难堪的垃圾。要是公允价值反而因此成为任人揉捏的橡皮泥,显然将是更为令人担忧的事。

公允价值缘何从香饽饽变成烫手山芋



黄湘源

美国暂停按市值计价的会计准则,引起国际会计准则的连锁反应,不仅引起美国企业和消费者的不安,也使得全球开始与新国际会计准则接轨的所有国家都不免无所适从。

公允价值运用于金融工具首次现身,是在美国财务会计准则委员会(FASB)1984年发布的SFAS 80《远期合同会计》中。1998年6月,美国财务会计准则第133号在美国发布。随后,国际会计准则委员会(IASC)发布第39号国际会计准则。这些准则要求所有持有待交易或可供出售的衍生产品、债券、股票等使用公允价值计量,而贷款、存款、持有到期的证券仍使用账面价值。IASC于2005年全面推行新修订的国际会计准则,将完全实施公允价值会计列为今后国际会计准则理事会的工作目标。2006年底和2007年初,美国FASB先后发布财务会计公告第157号《公允价值计量》和第159号《金融资产和金融负债的公允价值选择》,强制美国公司尤其是银行和金融机

构使用公允价值计量特定的金融资

产和负债。次贷危机爆发以后,一些银行家、金融人士和国会议员对要求金融资产按照公允价值计量的新会计准则提出质疑,认为在市场失灵的情况下,公允价值计量导致金融机构对资产按市价过份减值,造成亏损和资本充足率下降,进而促使金融机构加大资产抛售力度,对加重金融危机推波助澜。60名国会议员联名写信给美国SEC,要求暂停使用公允价值计量。

不过,美国消费者组织对此持反对态度。他们认为,允许企业欺骗投资者又欺骗自己并不是解决问题的办法,这本身就是一个问题。这会让银行和其他金融机构“按幻想定价”,肆意虚定高价。包括四大会计师事务所所在在内的会计公司也担心这种变化会误导投资者评估问题贷款和抵押贷款支持资产的价值。

美国SEC和FASB左右为难。根据SEC今年8月提出的一项两步走的计划,将允许一些大型跨国公司(估计至少将有110家)从2010年起,按照国际会计准则发布业绩,2014年起,所有美国公司将采用国际财

务报告准则。不过,该方案拟将提交公众讨论60天以后再行敲定。SEC和FASB在9月30日发表声明,对要求公司在估算证券价值时按市价计算的会计规则作了“澄清”。针对非活跃与非理性市场情况下采用公允价值的会计处理方式所发布的指导意见,仍然坚持了第157号准则的原则,并未暂停公允价值的使用,但是要求企业在为资产确定其公允价值时,如果该资产缺乏活跃的公开市场交易,则可以通过内部定价,包括合理的主观判断来确定其公允价值。10月13日,国际会计准则委员会IASC亦表示,将考虑调整会计准则,以降低银行对一些资产重组的难度,将更多金融工具按成本而非按被压低的市价价值定价。

如果说,将次贷、商业性抵押贷款、信用违约掉期之类的金融资产捆绑起来作为证券化产品销售出去堪称华尔街的一大发明,那么,公允价值计量则不啻为对冲为虚的金融泡沫发生器。公允价值计量(估计至少将有110家)从2010年起,按照国际会计准则发布业绩,2014年起,所有美国公司将采用国际财

务报告准则。不过,该方案拟将提交公众讨论60天以后再行敲定。SEC和FASB在9月30日发表声明,对要求公司在估算证券价值时按市价计算的会计规则作了“澄清”。针对非活跃与非理性市场情况下采用公允价值的会计处理方式所发布的指导意见,仍然坚持了第157号准则的原则,并未暂停公允价值的使用,但是要求企业在为资产确定其公允价值时,如果该资产缺乏活跃的公开市场交易,则可以通过内部定价,包括合理的主观判断来确定其公允价值。10月13日,国际会计准则委员会IASC亦表示,将考虑调整会计准则,以降低银行对一些资产重组的难度,将更多金融工具按成本而非按被压低的市价价值定价。

按照原来的美国证券监管规定,金融机构所持有大量的次级债金融产品及其他较低等级住房抵押贷款金融产品,每天都得根据市场价值来确定其资产负债表上相关资产的账面价值。次贷危机发生后,次级债金融产品的信用评级和市场价格直线下降,从而使得这些公司持有的次级债证券化产品的市场价值迅速下跌。在这种情况下,一旦没有及时注资来补充资本金,那些公司很快就将陷入资不抵债的困境。

应该说,美国对市值计价的反思,在一定程度上触及了公允价值的痛点。无论是过度金融创新的高杠杆率,还是金融高管不合理的高

薪高福利,都是跟按市值计价的公允价值挂钩的结果。在某种意义上,这样的公允价值不啻金融泡沫发生器。但美国政府现在之所以暂停实行按市值计价的会计准则,却并不是为了从根本上消除金融泡沫,而只是为了掩盖泡沫退潮时所留下的过于令人难堪的垃圾现象。即使银行业不再按市值计价,不再冲销其价值数十亿美元没有买家的抵押贷款相关证券,或者限制了被救援金融企业高管获得“黄金降落伞”的条件,骨子里其实是信用危机的信贷危机不是就会自动消退呢?显然值得怀疑。对此,90天之后,美国SEC将究竟如何通过其国会向民众做出回答,人们不妨拭目以待。

公允价值按英文Fair Value的字面原义,是公平价值的意,但现在它甚至连真实与否、合理与否也回答不了,又何以谈得上保证公平?美国暂停了按市值计价的公允价值之后,并没找到能反映公平价值的公允价值,公允价值反而因此而有成为任人揉捏的橡皮泥的风险。这显然将是更为令人担忧的事。

房地产市场亟待价值体系重估

◎倪金节

在中国经济下行风险加剧之际,维持占据固定资产投资大头的房地产行业稳定的意义不言而喻。有人说,短期内在找不出第二个启动内需增长点的情况下,救楼市实质就是在救经济。

但是,反思过去的十年中国经济所经历的一系列经验和教训,本来很多可以避免的“非受迫性”失误(指在正常情况下,能力所及能够回击的球出现失误),最终成为阻碍中国经济健康成长的致命性顽痛。因此,当前中国绝不能够像十年前那样,再次创造极为优良的房地产生存环境,让房地产行业快速膨胀。

尽管住房制度的市场化改革,最终被实践证明是能够有效拉动中国经济快速增长的马车。在当时的历史背景之下,房地产市场的爆发式增长一定程度上确实保证了中国经济的“高增长、低失业”的黄金组合。然而,当前房地产业扶持中国经济已成为不争的事实。自从2002年中国经济进入新一轮增长的上升期以后,房地产业成为大多数企业最容易获得暴利的行业,成了各个地方短期内业绩大见成效的耀眼明珠。同时,房地产的发展又带动相关产业的大力发展,目前政府大力整顿的钢铁、水泥、电解铝、建材等哪一个不与国内房地产有关?目前经济上的瓶颈能源、电力、运输、水等哪一个不与房地产有关?

中国的房地产市场在固定资产投资中所占比例巨大(已达四分之一左右),不少城市的GDP增长有30%以上,固定资产投资有50%以上来自房地产,上下游共涉及50多个行业。

以房地产为核心的固定资产投资增速的居高不下,对中国银行业的信贷造成巨大的压力。这些年银行信贷闸门屡屡失控,最近5年基本都是只需9个月就能完成央行年初确定的全年信贷额度。可以说,只要以房地产为核心的固定资产投资回落不下来,银行的信贷纪录将会继续被打破。而暴增的信贷为银行的深入改革和治理设置了“拦路虎”,更为金融稳定带来了严重的隐患,房地产商更是直言“银行先死房地产后死”。房地产业的畸形发展危害巨大,还在于腐败的滋生以及社会两极分化的加剧,使和谐社会建设面对巨大的政治难题。

在笔者看来,楼市如果要救,其关键不在于通过放松货币环境和降低交易成本,更为重要的在于通过供求关系的内在调整,让全国房地产市场进行一次审慎而严肃的价值体系重估,让投资者和地产商最终找到各自的利益平衡点,并在这个过程中淘汰一批竞争力不强,并且有碍房地产行业健康发展的地产商。

经过这轮博弈,让70%的城市资源和财政资源集中在保障性住宅方面,而30%留给商品房市场。中国的房地产行业要想真正走向健康,大多数民众都能安居乐业,就不得不经历那样残酷的现实。

法律缘何管不了国企高管薪酬

◎樊艳兵

面对全国人大常委会委员们对国企高管薪酬的持续追问,全国人大常委会主任委员胡康生表示,按照激励与约束相结合的要求,合理确定企业管理者的薪酬标准,有必要,但这个问题的复杂性,需要综合考虑企业的运营业绩、所在行业和企业平均工资、资本企业的平均工资等多种因素,难以在法律中做出具体规定。

听了这番话,笔者才明白,为何规范国企薪酬的全国性法律迟迟无法出台,国企高管薪酬的制定为何缺乏全国性标准。不久前,全国人大常委会、中国人民大学教授成功成在参与审议企业国有资产法草案时称,央企高管的年收入,与职工差距高达几百万。“建立公平的央企薪酬体系,势在必行。”而这种体系的最终建立,无非是要靠“两只手”,要么是市场经济和公司治理的“有形之手”,要么是体制、机制和法律的“无形之手”。而现今,由于“这个问题很复杂”,以至于“难以在法律中做出具体规定”,相关问题无疑只能通过市场经济和完善公司治理结构来解决。

但目前最大的悖论就在于,国企高管却并不单纯是市场选择的结果,他们更多是行政决策和政治任命的产物。拥有体制内官员的身份,却要按市场方式拿高薪,国企所享有的政策优惠乃至垄断地位所产生的“效益”,统统被作为高管的“经营绩效”,成为他们获取高薪的理由。

由于国企高管基本上全都具有国家行政序列中的特定身份,并非职业经理人市场中流通的“人力资源”。他们的市值究竟是多少,市场机制无法判断,信息占有量极为有限的国有资产监管者难以控制。这样一来,在企业管理者的薪酬安排上,作为代理人的代理人,国企高管们虽然本应“瓜田不纳履,李下不整冠”,但由于“天时、地利、人和”样样俱全,在薪酬制定和安排上,高管们想“清静”都是很困难的。

因此,只有打破国企高管的“两栖身份”,公平的央企薪酬体系才能真正建立起来。

谁会是下一个冰岛

◎崔宇

一个缺乏实体经济支撑和合意金融监管的弹丸之地成为国际金融中心的梦想破灭了。

自从2003年以来,大规模的能源投资特别是以外国直接投资为主的铝项目刺激了冰岛国内需求的膨胀,同时恶化了经常项目赤字,目前赤字已占GDP的20%。尽管失业率降到了1%左右,但通货膨胀率的高企让冰岛央行被迫提高基准利率,在今年3月和4月分别提高到了惊人的15%和15.5%,这在全球金融危机的大背景下无异于玩火自焚。

为了抑制通货膨胀,冰岛政府还高估本币接近20%的水平,在利率达到全球之冠的背景下,这无疑会催生大量利差交易,同时也催生了资产泡沫,2004年以来,冰岛股市已上涨了300%。同时,国内企业和居民也举债更便宜,欧元和美元来购买国内资产,导致了冰岛巨额的债务规模,其中商业银行资金有三分之二来自国外。目前,冰岛外债是其GDP的9倍,而冰岛中央银行所能动用的流动资产仅有50亿美元,任何风吹草动都会让冰岛陷入东南亚国家那样的国际收支危机。

当出现流动性危机,国外短期信贷渠道关闭时,商业银行向冰岛央行提出短期贷款要求遭到了拒绝,冰岛央行依照惩罚条款对三大银行强制施行国有化,这放大了国外债权人的恐慌。而冰岛政府准备冻结英国储户在冰岛资产的举动也导致了其与英国政府“自相残杀”。

此外,冰岛央行曾宣布采取盯住汇率机制,企图挽救摇摇欲坠的冰岛克朗,但由于盯住汇率远远高于市场水平,在缺乏足够外汇储备的情况下,这一举措无异于以卵击石,一天后即宣告破产,除了损失仅有的外汇储备外于事无补,现在冰岛的外汇交易几近中断,对欧元汇率累计已暴跌80%。

亚洲经济体在这场金融海啸中的相对稳定得益于亚洲金融风暴后银行资本充足、风险管理改善、监管制度合理和外汇储备充足。尽管韩国对海外短期批发融资的依赖度较高,但由于韩国的海外资产能够覆盖负债,重蹈覆辙的可能性微乎其微。