

海外观察

## 2016年的中国与1916年的美国

□金改改

新世纪开始十几年后，人们言必谈及大洋彼岸这个新兴国家，话语中既有兴奋又不失担忧。此刻，究竟该投资这个新兴经济体还是静待天时？”近期出现在美国《福布斯》杂志上的这段话，说的不是2016年的中国，而是1916年的美国。

20世纪属于美国，21世纪属于中国。”美国高盛集团首席执行官劳尔德·贝兰克梵曾两次在专访中对笔者如此表示。不过，20世纪属于美国，并不意味着美国赢下了该世纪的每一年。事实上，美国在这个世纪遭遇过多场经济危机。

1901年交易所危机、1907年银行业危机、1920—1921年经济衰退、1929—1939年“大萧条”、1970年代石油危机和经济滞胀、1981—1982年经济衰退、1987年股灾“黑色星期一”、1986—1995年储债危机……

每一次危机都伴随大量企业倒闭、工人失业、投资者破产……但经历一个世纪的断断续续的种种危机之后，美国无论在经济规模、成熟度、宏观调控能力等各方面都逐步成为全球最强。

所以，贝兰克梵反复对笔者强调，虽然他相信21世纪属于中国，但并不意味着中国会赢下这个世纪的每一年。对中国来说，应当有信心坦然面对种种“成长的烦恼”。

对当下的中国经济转型和深化改革来说，就像100年前的全球投资者对美国经济既感到兴奋又怀有担忧一样，今天人们对中国经济有所期待或抱有疑虑，也同样无需大惊小怪。

处于转型期的中国经济正经历“风凰涅槃”，风险和机遇实则是一体之两面，谨慎者警示风险，而勇敢者则看到机遇。这是一个好与坏、成功与失败、性格与机遇共存的时代，做空与看多均可找到各自认为“确凿”的证据。

如果看东莞、天津这些地方，会发现经济增速的确是在下降；但如果看看湖南、宁夏这些地方，你会发现仍处在快速发展期。”美国卡内基国际和平基金会副会长、著名中国问题专家包道格如此认为。

如果看中国的股票市场，投资者可能被传染悲观情绪；但刚在中国完成考察的英国安本资产管理公司首席执行官马丁·吉贝尔认为，对很多外国企业和投资基金来说，中国经济仍充满机遇。

如果观察国际资本流动，做空者可能会紧盯资本流出数据；但《华尔街日报》的报道也观察到，世界上最聪明的一些投资者正与之背道而驰，他们纷纷涌入中国。去年，中国吸引了多达370亿美元的风投资金。”这一数字不仅多于美国，更是欧洲的数倍。

如果只看中国出口行业和出口总额，人们或许会感到担忧，毕竟去年中国的出口额下滑1.8%；但知名跨国律师事务所贝克·麦坚时的最新报告显示，去年中国向欧洲和北美市场投资400亿美元，创下历史新高。

如果去问巴西的铁矿石生产商或者印度尼西亚的煤矿主，他们对中国经济的直观感受一定不乐观；但英国老牌《经济学家》杂志认为，提供服务的会计师和餐馆较重工业消耗更少能源和矿石，但他们对整个国家的意义比建造高速公路和摩天大楼更重要。”

哪一个才是真实的中国？如何看待所有这些矛盾的经济现象？行驶在中国经济慢车道上的是产能过剩的钢铁、水泥、煤炭等传统行业，而在快车道上飞驰的是蓬勃发展的创新、服务、消费类企业。这种“双速经济”是复杂中国经济现象的根源所在，也是深化改革的指向所在。

美国诺贝尔经济学奖得主迈克尔·斯宾塞在近期发表的一篇文章中总结说：尽管存在种种挑战，但现实是，中国向更富创意、消费驱动经济的转型正在顺利推进。”从历史经验来看，转型从来不是“无痛”的，而在这种阵痛中，往往孕育着新希望。

500家，这是星巴克首席执行官霍华德·舒尔茨计划今年在中国新开咖啡店的数量，而到2019年中国星巴克门店数将达3400家。中国将成为星巴克仅次于美国的全球第二大市场。

50%，这是IMAX公司进入中国市场后的票房收入年度复合增长率，总裁理查德·葛尔方说，中国将在两年内超越美国，成为全球最大电影市场。

361.26万辆，这是美国汽车巨头通用汽车及其中国合资厂商去年在中国市场的销量。通用总裁丹·阿曼说，中国是通用的全球最大销售市场。

10%，这是空客公司首席执行官法布里斯·布利叶对未来五年中国市场对空客飞机需求量增速的预测。去年空客向中国交付的飞机数量已连续6年超过100架。

115家，这是美国零售业巨头沃尔玛计划三年内在华新开门店的数量。沃尔玛亚洲区首席执行官斯科特·普赖斯预计，未来二十年，世界零售市场超过一半份额将由中国消费者驱动。

随着中国中产阶级的日益壮大，中国向着消费驱动型经济的转型正在顺利推进。从2011年以来，消费占国内生产总值的比重增加了2到3个百分点，消费对经济增长的贡献率升高到66.4%。

1916年的美国，道琼斯指数刚刚破百，曼哈顿地产每平方英尺仅10美元左右。而如今，道琼斯指数站上17000点，曼哈顿地产每平方英尺价格超过1000美元。在2016年看中国经济，和在1916年看美国经济一样，没有理由不做一个“理性乐观派”。

海外聚焦

## Valeant遭血洗 对冲基金面临巨亏

□本报记者 杨博

全球仿制药巨头、加拿大Valeant制药公司（纽交所股票代码：VRX）股价在过去八个月内暴跌90%，市值蒸发近800亿美元。这场因做空机构突袭导致的危机不但让Valeant损失惨重，也让重仓这只股票的多个华尔街对冲基金遭遇重创，特别是知名对冲基金经理阿克曼在Valeant暴跌之际不断增持，深陷巨亏泥潭。

### 药业巨头风光尽失

去年10月，做空机构香橼发布了一份针对Valeant的报告，质疑后者存在虚报销售数据，利用会计手段抬高营收等问题，指其为“制药业的安然”。Valeant在第一时间强力反击，指责香橼的研究是“谬论”，其误导性的言论旨在操纵市场，打压股价。

尽管竭力澄清，Valeant股价仍遭遇重挫。从去年8月初到现在，Valeant股价暴跌近90%，仅今年内的跌幅就接近70%。此前，Valeant一直颇受成长型投资者青睐，堪称最受华尔街欢迎的制药企业。去年8月初，该公司股价创下每股263美元的历史新高，此前三年的涨幅超过400%，市值最高时达到900亿美元。而目前，Valeant股价跌至31美元，市值缩水至106亿美元。

资料显示，Valeant此前主要研发、生产和销售皮肤病学、神经病学和品牌仿制药领域的各种药品，拥有广泛的药品组合。但近年来，Valeant改变原有商业模式，开始通过收购扩张业务，并在加强销售队伍的同时大幅缩减研发投入。这一新的商业模式令其在财务报表上实现可观的高利润，但也埋下了本轮危机的种子。

美国财经媒体指出，Valeant的商业模式本身就存在问题，其研发投入仅占销售收入的3%左右，远低于同业15—20%的水平，而其牟利的主要途径就是通过收购市场现有药品，抬高价格。事实上，Valeant收购的很多药品

### 华尔街夜话

## 谁推动了美国页岩气革命

□本报记者 郑启航 华盛顿报道

24日，美国能源信息局按惯例公布了上一周美国天然气的库存总量，约2.49万亿立方英尺，较过去5年的平均水平高出约8460亿立方英尺。2009年以来，美国天然气库存长期处于高位，而美国也稳居全球最大天然气生产国的地位，这背后，页岩气资源的大规模商业化开采是主要原因。

页岩气是一种储藏在页岩层中的非常规天然气资源，19世纪末已被人类发现，但由于技术原因，一直无法实现大规模商业化开采，直到上世纪90年代，随着水平钻井和水力压裂技术的突破和大范围使用，大规模开采页岩气得以在美国率先实现。随后美国天然气产量迅猛增长，于2009年取代俄罗斯成为全世界第一大天然气生产国。2014年，美国页岩气总产量达13万亿立方英尺，占美国天然气总产量的43.3%，而2007年这一比例仅为8%。

这场“页岩气革命”使美国天然气价格长期低于欧洲和亚洲，为美国经济复苏提供大量廉价能源。而这场能源革命的出现离不开政府的大力推动和大量中小企业的直接参与。

相关资料显示，上世纪70年代，美国联

### 金融城传真

## 北爱见闻：如何保护自然文化遗产

□本报记者 邓茜 伦敦报道

英国文化的传统性很重要一点体现在对古宅古堡的保护上。在北爱尔兰的几日，记者有幸在北爱旅游局和欧洲华人旅游业联合总会等组织的协调下，参观了具有数百年历史的沃德城堡和斯图尔特山庄。这两座古宅体现了英国传统的建筑、园艺之美，保留了很多珍贵文物，徜徉其中还能让人切身感受到当时英国人的生活方式。

沃德城堡占地820英亩，由沃德家族于1722年左右建成，是北爱现存最为完整的围墙领地之一。这座古堡坐落于一斯特兰福德湖畔，城堡内的草坪沿着地势高低起伏，一直延伸到这座18世纪老宅子的门前。这座城堡最有特色的是，在修建过程中，第一任班戈伯爵夫妇在建筑风格上意见不一，最终城堡的前部和周边按照子爵伯纳德·沃德喜好的古典风格建造，而后部则按照其夫人喜好的哥特式风格建造。室内也同样融合了两种风格，在同类建筑中较为少见。

斯图尔特庄园被认为是欧洲最美丽的花园之一，是伦敦德里家族从1744年开始



CFP 图片

并非专利药，这意味着竞争对手能以较低价格提供相同产品，但Valeant的制胜点在于，受监管等多重因素影响，其竞争对手不会很快进入市场。

然而随着医药价格飙升引发的不满日益高涨，美国医疗保险商开始打击价格操纵，美国药品连锁店CVS也表示，会让一些买不起Valeant药品的消费者尝试使用同类的非专利药品。此外包括希拉里在内的华盛顿政客也纷纷表示，要解决Valeant等药企“价格欺诈”的问题。

在经历会计欺诈丑闻、刻意抬高药价、轻视新药研发等一系列问题和多次调查的冲击后，Valeant股价一直呈走低趋势。此前该公司通常利用其高估值的股票来推动能实现增值的收购，并通过负债为业务提供资金，市场分析师认为，由于股价大幅下跌，Valeant可能失去赢得投资者青睐的法宝。

### 谁推动了美国页岩气革命

## 谁推动了美国页岩气革命

邦政府就开始支持位于得克萨斯州的阿巴拉契亚盆地页岩气资源的评估和技术示范，该盆地在上世纪90年代成为美国最早实现页岩气商业化开采的地区。如今，尽管企业已成为页岩气开采技术革新的主力，但联邦政府依然维持对页岩气开发的科研投入，研究重点则放在进一步提高页岩气井的生产效率和降低开采页岩气对周边环境的影响上。除了科研支持，1980年到2002年，美国联邦政府还为进入页岩气行业的企业提供约为当时天然气市场价格20%至60%的税收补贴。

美国“页岩气革命”的另一大特点是中小公司唱主角。例如，曾经在页岩气开采关键技术突破和优化方面发挥重要作用的米切尔能源公司就是一家不起眼的油气企业，该公司2002年被美国德文能源公司收购时，收购价仅为35亿美元，而当年埃克森美孚的资产总值约为1400多亿美元，营业收入约1900亿美元。西弗吉尼亚是美国六大页岩气生产州，仅该州就有页岩气开采公司200多家，且都是小公司。

中小企业能够抓住这场能源变革机会要归功于美国良好的市场环境。首先，美国任何企业都可以进入油气勘探开发领域。上

世纪80年代，美国逐步取消对天然气的价格管制，生产商可以按市场价格出售天然气。随后天然气价格不断上涨，吸引大量企业和风险投资进入该领域。

其次，美国大量土地归私人所有，在私人土地上，采矿权通常属于土地所有者且可以通过合同转让，无须获得政府批准，中小企业可以很方便地从私人土地所有者手中购买到页岩气资源的开采权。同时，美国与页岩气开采相关的基础设施非常完善，保证中小企业生产的天然气能够顺利进入市场。

再次，美国矿藏资源信息非常全面且对社会公开。2014年美国地质调查局用于能源、矿藏调查和全国地质地图制作方面的资金近1亿美元。美国各州也有法律要求油气公司无偿向社会披露天然气和石油开发的钻井日志和生产数据，各州还会将这些信息汇报给美国地质调查局，汇总后对外公布。资源信息的全面公开，让那些有意进入页岩气领域的企业能够预先了解相关开发区域的资源情况，对未来收益进行较为准确的评估，降低投资风险。这对于资金实力并不强大的中小企业而言尤为重要，整个产业也因此形成了一个信息更加透明、交易更加公平、企业更愿意参与的良性循环。

国家信托运营如此大的家当，必然需要巨大财力，其经费主要来源于400万名会员的会费以及捐赠、遗赠、信托基金等。成为国家信托会员可以享受超过500处景点的门票免费，对于英国景点动辄十几英镑的门票来说性价比还是很高的。

这个组织最大的贡献除了保护自然与历史之外，还唤醒英国人去关注历史，重视自然，并参与到保护当中。该组织在其官网上自豪地宣布，他们所拥有400万会员是所有英国主要政党总人数的六倍。国家信托的成功不仅在于本身的运营能力，还来源于国家支持。第一个国家信托法案于1907年在英国议会通过，随后的一系列法案也对国家信托的运营予以支持，确保其能够有效管理不肖初衷。

目前国家信托拥有超过6万名志愿者，

### 对冲基金现巨额浮亏

此前在新的商业模式吸引下，包括“对冲基金之王”鲍尔森、孤松资本、维京环球投资者等不少知名投资机构都大量买入Valeant股票，但Valeant的暴跌给重仓这只“绩优股”的对冲基金造成重创。

知名对冲基金大鳄比尔·阿克曼执掌的潘兴广场资本是本轮Valeant股灾中受创最深的投资者。采取越跌越买策略的阿克曼，在香橼发布做空报告的当天就大举增持200万股Valeant股票。最新公布的数据显示，潘兴广场目前持有3070万股Valeant股份，占后者流通股本的9%。

2014年，潘兴广场全年回报率高达40.4%，在全美规模10亿美元以上的对冲基金中排名第一。直到去年8月底，潘兴广场的年内回报率还是正值，

### 对冲基金现巨额浮亏

## 对冲基金现巨额浮亏

但受累于重仓股Valeant的股价暴跌，该基金在去年第三季度以后亏损急速扩大，去年全年亏损20.5%。据该公司本周三发布的公告，截至3月15日，该公司年内亏损已高达26.4%。

据FactSet的数据，去年潘兴广场首次披露在Valeant的持仓时，后者股价接近200美元，当时阿克曼的持仓市值达到40亿美元。而按目前31美元的最新价格计算，阿克曼所持Valeant市值已经不到10亿美元。

本月中旬，潘兴广场宣布抛售2000万股休闲食品生产商Mondelez国际的股票，套现超过8亿美元。业内人士认为，阿克曼此举主要是为缓解因Valeant股价暴跌而造成的短期流动性紧张的局面。

国际信用评级机构标准普尔日前将潘兴广场的评级展望下调为“负面”，这意味着其可能下调该基金公司

但受累于重仓股Valeant的股价暴跌，该基金在去年第三季度以后亏损急速扩大，去年全年亏损20.5%。据该公司本周三发布的公告，截至3月15日，该公司年内亏损已高达26.4%。

据FactSet的数据，去年潘兴广场首次披露在Valeant的持仓时，后者股价接近200美元，当时阿克曼的持仓市值达到40亿美元。而按目前31美元的最新价格计算，阿克曼所持Valeant市值已经不到10亿美元。

本月中旬，潘兴广场宣布抛售2000万股休闲食品生产商Mondelez国际的股票，套现超过8亿美元。业内人士认为，阿克曼此举主要是为缓解因Valeant股价暴跌而造成的短期流动性紧张的局面。

国际信用评级机构标准普尔日前将潘兴广场的评级展望下调为“负面”，这意味着其可能下调该基金公司

但受累于重仓股Valeant的股价暴跌，该基金在去年第三季度以后亏损急速扩大，去年全年亏损20.5%。据该公司本周三发布的公告，截至3月15日，该公司年内亏损已高达26.4%。

但受累于重仓股Valeant的股价暴跌，该基金在去年第三季度以后亏损急速扩大，去年全年亏损20.5%。据该公司本周三发布的公告，截至3月15日，该公司年内亏损已高达26.4%。

据FactSet的数据，去年潘兴广场首次披露在Valeant的持仓时，后者股价接近200美元，当时阿克曼的持仓市值达到40亿美元。而按目前31美元的最新价格计算，阿克曼所持Valeant市值已经不到10亿美元。

本月中旬，潘兴广场宣布抛售2000万股休闲食品生产商Mondelez国际的股票，套现超过8亿美元。业内人士认为，阿克曼此举主要是为缓解因Valeant股价暴跌而造成的短期流动性紧张的局面。

国际信用评级机构标准普尔日前将潘兴广场的评级展望下调为“负面”，这意味着其可能下调该基金公司

### 海外选粹

## 企业的文化改造

一个组织一旦遭遇重大问题，人们首先想到的良策往往是改造该组织文化，这也正是通用汽车公司在2014年度召回厄机后，在大多数企业认为其理所当然需要进行的调整。而通用汽车首席执行官玛丽·巴拉多年来一直致力于打造“适宜的文化环境”，以求促进公司问责制并避免灾难再临。业内专家也往往热衷于采取同样的改造办法缓解组织内部危机，文化改造因而成为一种可行的

然而，哈佛商业评论》杂志认为，通过对《哈佛商业评论》数家企业的现任CEO或前任首席执行官采访得知，这些曾成功引导企业文化改造的领袖人物并不看好文化的“修补”作用。相反，根据他们的经验，文化改造是在采取新的程序或架构应对严峻业务挑战（如改造过时的战略或业务模型）后，企业所得到的成果。换言之，企业文化在这一艰难的转型历程中发生了演变，因此企业文化的改造并非主动，而是结果。

各个组织往往系统结构复杂且呈涟漪效应，进行企业文化改造将不可避免引领一些新的价值观和行为，雇员因此有可能开始对自身贡献刮目相看，比如，在艺康公司，正是由于首席执行官道格·贝克尔决定加强一线员工与客户联系，才令员工对于自身价值有了全新认识。有些企业的文化改造则缓解了员工对于高管的敌对情

BBB的评级。另一评级机构穆迪已经将Valeant的评级由Ba3降至B1，并表示还在观察是否会进一步降级。

### Valeant困局难解

在股价暴跌的同时，投资者对Valeant偿还债务的能力也越来越担心。目前Valeant共有300亿美元长期债务，几乎是其市值的三倍。分析人士表示，一旦公司触发债务违约，其债权人会要求Valeant以更快的速度偿还欠款，Valeant获得更多资金的能力也将受限。

本月15日，Valeant宣布将2016财年营收预期从此前的125亿—127亿美元减少至110亿—112亿美元，降幅达12%。该公司同时表示因董事会在审查会计事务，可能推迟向监管机构递交年报的时间，且2014和2015年度的财务报告也要重新修改。

上述消息引发市场担忧，Valeant债券价格15日创下单日历史最大跌幅，成交最活跃品种的收益率首次突破10%，其股价15日在美股常规交易时段暴跌51.5%。

随后，标准普尔和巴克莱双双下调Valeant债券的前景展望。瑞穗证券将Valeant股票投资评级从“中性”下调至“跑输大市”，并将目标价从70美元大幅调低至18美元，较当前股价低40%以上。

面对内忧外患，Valeant不得不采取更激进的反击策略。本周初宣布进行董事会和管理层改组，现任首席执行官皮尔森将离任，但在找到新的继任者之前将继续担任CEO一职，而为公司最大股东之一的阿克曼将入主公司董事会。Valeant还指控前财务高管存在不当行为，但其前首席财务官否认任何指控。

分析人士认为，Valenat管理层“换血”后仍将面临诸多难题，比如其核心药品并没有专利保护，且在价格受限的情况下很难实现原来的高盈利，该公司的商业模式可能需要彻底转变。在此之前，其股价想要翻身难度很大。

### 海外选粹

## 企业的文化改造

一个组织一旦遭遇重大问题，人们首先想到的良策往往是改造该组织文化，这也正是通用汽车公司在2014年度召回厄机后，在大多数企业认为其理所当然需要进行的调整。而通用汽车首席执行官玛丽·巴拉多年来一直致力于打造“适宜的文化环境”，以求促进公司问责制并避免灾难再临。业内专家也往往热衷于采取同样的改造办法缓解组织内部危机，文化改造因而成为一种可行的

然而，哈佛商业评论》杂志认为，通过对《哈佛商业评论》数家企业的现任CEO或前任首席执行官采访得知，这些曾成功引导企业文化改造的领袖人物并不看好文化的“修补”作用。相反，根据他们的经验，文化改造是在采取新的程序或架构应对严峻业务挑战（如改造过时的战略或业务模型）后，企业所得到的成果。换言之，企业文化在这一艰难的转型历程中发生了演变，因此企业文化的改造并非主动，而是结果。

各个组织往往系统结构复杂且呈涟漪效应，进行企业文化改造将不可避免引领一些新的价值观和行为，雇员因此有可能开始对自身贡献刮目相看，比如，在艺康公司，正是由于首席执行官道格·贝克尔决定加强一线员工与客户联系，才令员工对于自身价值有了全新认识。有些企业的文化改造则缓解了员工对于高管的敌对情

绪，比如达美航空公司首席执行官理查森·安德森每天都要登机了解员工的日常需求，因而赢得员工认同。各组织领导者为寻求不同目标而手法各异，回顾其文化改造经验会令人们对于文化在企业转型中的作用有更深刻理解。

前述艺康公司首席执行官贝克尔于2004年接掌该公司，仅用十年时间就将公司收入翻三倍，同时他还帮助公司成功完成50桩收购交易。谈及成功过往，贝克尔坦言，初入艺康时，面临的挑战就是如何成倍增加客户量。其采用的方法是鼓励更多的一线决策并建立更趋精英化的奖励制度。这一企业转型行为最终使得艺康公司的企业文化由传统的“老大说了算”演变成为更趋合作和独立精神。

而身为达美航空首席执行官，安德森于2008年曾亲历达美收购西北航空并因此跃升为世界最大航空公司，同时员工人数激增至约7万名。与此同时，两大航空公司开始脱离破产保护并经受空中旅行业务量大幅下滑的挑战。而与贝克尔不急于推动并购后的企业整合不同，安德森认为，对于西北航空的收购要追求速度和力度，而平等合并更是重中之重。他通过在新整合公司共享行政权力、与员工建立更直接联系并满足其根本需求等行为，在短时间内成功将两大航空公司合二为一，并使得公司文化由管理层和员工颇为对立演变成两者建立颇相互忠诚和信任的合作关系。（石璐）

