

## ■ 首席观察 | Observation

## 谁来拯救危机

本报记者 朱茵

全球金融危机的救赎何在?全球都在等待的“戈多”在哪里?

正处金融危机的时候,申银万国刚在英国伦敦举办了一次论坛,伦敦的几十家机构投资人参与了此次论坛,申万研究所的所长陈晓升也走访了伦敦和爱丁堡的10家投资机构。由于其中多家投资机构直接投资于H股,这些机构对中国经济高度关注,提出了很多具体的投资问题。

“相比今年六七月份我们在加拿大和巴西所看到的资源国分析师和上市公司对中国需求的无以复加的推崇,这次又看到英国投资人对中国拯救全球经济的期待。”陈晓升的感受十分明显。而让人觉得有意思的是,与今年六月底七月初他所见到的加拿大和巴西的分析师以及上市公司一样,投资者认为衰退之所以是“温和”的原因是强劲的经济增长。似乎看到全球的投资者在等待中国拯救世界。就好像一些国家要求中国拿出最大的外汇储备拯救全球金融危机一样。

无论是有意或是无意,记者所接触的一些外国投资者也都很自然地认为中国的内需相当强劲。其中对中国市场不熟悉的投资者给出的理由是:中国有庞大的人口和巨大的基础设施建设需求。对中国市场比较熟悉的投资者给出的理由是:中国地区差距很大,这给了内需广阔的发展空间;中国的财政状况良好,政府有能力扩张财政。

但所见的,中国需求问题正面临严酷的现实:一批大型企业在过去一周宣布减产。先是铝业宣布将减产18%;接着国内钢铁龙头宝钢也将产量下调,在12月份进入限产大军;中国最大的镍生产商金川集团表示,将把今年的生产目标下调17%,过去两周,中国规模最大的几家铜冶炼厂已大幅减产……此外,由于房价下跌,与此相关的公司还面临着建筑企业订单减少的问题。其他行业——从化工到煤炭贸易,到工程机械,最近的需求也非常低迷。所带来的影响,超过或者削减了资源类原材料价格下降的好处,甚至已经在不少上市公司的三季度报告中显示。

“与英国的投资者相反,国内的投资者把中国的经济复苏寄希望于世界经济,尤其是发达国家经济。”陈晓升坦言。目前国内一些机构投资者的理解是:只有发达国家经济好转,中国的出口才能好转,或许也只有这样,中国的经济转型才能进行。就国内需求而言,由于房地产市场萎靡不振,股票市场低迷,国内投资需求也开始调整,而且幅度应该不小。实际上,目前很多国内投资者对内需的担忧超过对外需的担忧!

面对此次危机的根源是在于中国最大的出口需求方美国,而不是中国自身,同时,外需疲弱背景下内需能否被有效释放也是当前的棘手问题。如此而言,中国也不是戈多。到底谁来拯救危机?

毋庸置疑的是,此次危机之后,全球新的经济增长模式和经济推动力必会诞生。发达国家在经历经济衰退之后,在全球经济增长中的贡献度逐渐下降,发展中国家,尤其是那些资源品国家在这一轮大宗商品牛市中获得了发展的启动财富,具备了进入城市化高速发展的条件。而中国仍处在从周期性、出口导向型经济向更为持久、国内需求拉动型经济转变的早期阶段。城市化进程带来的结构性需求提升、以及大幕刚刚拉开的农村改革或许将在今后成为中国经济的主要增长引擎。

就这场金融危机来说,谁来拯救危机?或许就要看谁能先找到推动经济增长的新动力了。

## ■ 观点速递 | Opinion

## 应改革外资并购审批制度

当前,完全废除外资并购审批制度绝不可行,但减少部门立法,从程序上减少审批及缺乏监督的弊端,设计一些常识性的制衡机制,从而最终堵塞权力寻租的空间则完全可能。比如,在关键审批岗位定期轮岗,特别是在法律文件里增设更多的可操作性的程序条款从立法技术而言绝非难事,亦是目前最行之有效的堵住漏洞之道。

(马光远/南方都市报)

## 民生保障投资三大方向

政府应增加具有民生保障的公共投资。首先要加大廉租房建设;其次应建设更多的社区医院、农村(乡镇)医院、专业医院并允许民间资本参与医院建设运营;其三,通过公共支出并以优惠政策吸引民间资本参与养老服务的建设,中国城市化与老龄化趋势明显,养老体系严重落后,政府必须未雨绸缪。

(张立伟/21世纪经济报道)

(陈听雨/整理)

## ■ 财经时评 | Finance Commentary

## “我看金融危机”专家笔谈之六

## 必须控制房地产价格上涨速度

□尹中立 许雄斌

2008年9月7日注定是一个非常重要的日子,因为这一天美国政府宣布接管房利美和房地美(简称“两房”)。美国财长保尔森强调,政府采取行动,是因为房利美与房地美对金融体系影响巨大,任何一家倒闭都会导致美国国内与全球的金融市场大动荡。这两家公司倒闭,也会影响美国人取得房贷、车贷与其它信用的能力。

如今,美国次贷危机引发的金融风暴席卷世界,全球经济也开始不可避免地走向衰退。笔者认为,作为此次百年一遇的金融危机中的一个重要节点,“两房”几十年的发展历程值得关注。“两房”从一个挽救住房金融危机的机构变成被挽救的对象的过程,更值得我们深思。

## “两房”本是反危机产物

“两房”本来是美国政府反住房金融危机的产物,起源于20世纪30年代的大萧条。

对于美国银行业而言,住房抵押贷款举足轻重。在20世纪80年代之前,银行业及储蓄贷款机构50%左右的资产是住房抵押贷款,而在影响住房抵押贷款收益率的因素中,利率的变动最重要。在上世纪30年代大萧条后,美国银行业受到“Q条款”的约束,存款利率受到限制。因为住房抵押贷款期限长,且以固定利率为主,如果让利率任意浮动将面临巨大的利率风险。例如,上世纪50年代的住房抵押贷款利率只有5%左右,而到上世纪70年代高通货膨胀时期存款利率曾经超过

15%,银行在50年代发放的住房抵押贷款到70年代将面临负收益。

但控制存款利率并没有使银行摆脱危机,在上世纪70年代,美国国债收益率超过了10%,远远高于“Q准则”规定的存款利率上限,其结果是银行存款流向债券市场,资本市场繁荣而银行萎缩,这就是所谓的“脱媒”现象。资金的大量流失使银行和储蓄机构无法可贷并出现流动性危机。

因此,大萧条后为增加住房金融市场的流动性,房利美、房地美诞生了。它们从商业银行或其他金融机构购买住房抵押贷款,然后发行债券融资,由于它有政府的信用作支撑,它发行的债券等级仅次于国债,融资成本很低,并通过购买其他金融机构的住房抵押贷款的方式为住房金融市场提供流动性,实际上充当着美国房地产金融市场的“中央银行”角色。

这个机制在它创立之后的半个多世纪里一直运行良好,历经了60年代金融“脱媒”的考验、70年代美国经济滞胀和80年代储贷危机的洗礼。但遗憾的是,这个精巧的设计却没有能够经得起次贷危机的冲击。

## 房价暴涨引发次贷危机

任何房地产金融设计上的技巧所起的作用都是有限的,真正确保房地

产金融稳定的良方只有一个,那就是努力控制房地产价格的上涨速度。

次贷危机的根源就是房价的下跌,但房价下跌的起因是房价大幅度上涨,因此没有房价大幅度上涨就没有次贷危机。要防止房地产金融危机发生,最重要的是防止房地产价格快速上涨。

这些道理并不复杂,其难点在于政策制定者的短期行为如何克服。2001年后美联储一定知道将利率降到1%的后果,但还是这样做了,为什么?说白了就是为了克服当时眼前的经济下滑的风险,是为了自己短期的政绩。如果没有利率的大幅度降低,就不会有房地产市场的繁荣,也不会有现在的次贷危机。所以,将次贷危机的责任算在格林斯潘的头上是有道理的。

我国的房地产价格同样存在过快上涨的隐患,2004年后很多城市的房价出现了翻番上涨,这样的上涨是不正常的。尤其值得关注的是,很多地方政府出于短期政绩的考虑,喜欢推高地价、房价,为我国的房地产金融风险埋下隐患。要知道,任何事情的发展都有一个度,将房价推得越高,下跌的风险就越大,后果就越严重。

## 房地产与金融是孪生兄弟

从美国金融发展历史及次贷危机

的发展过程中,我们看到了房地产与金融之间日益密切的联系,房地产与金融业已经成为“一损俱损,一荣俱荣”。

一方面,大公司的融资越来越依靠资本市场,房地产成为银行及其它金融机构的主要业务领域,结果是美国的银行业高度依赖住房按揭贷款;另一方面,房地产业在GDP中的地位非常重要,在美国的GDP构成中房地产业超过制造业,占14%左右,房地产领域的风吹草动自然会引起经济的巨大波动,进而导致金融市场的不安。

需要指出的是,2001年以来,美国房地产市场的投机之风太盛,在金融产品创新的美丽光环之下美国金融市场出现了很多专门为房地产投机者设计的产品,“次贷”就是最典型的代表。既然是投机者,他们对价格的变动当然十分敏感,当房地产价格出现下跌,越来越多的借款者选择了违约。于是整个信用体系出现了崩溃,使得次贷危机引发了百年一遇的全球金融风暴。

我国商业银行与房地产行业的关系同样越来越密切。1998年,我国住房抵押贷款只有400亿元。到2007年底,住房抵押贷款余额增加到3万多元亿元,还有2万多亿的房地产开发贷款和土地开发贷款,与房地产直接

相关的银行资产就有5万多亿,还有无数小公司的贷款是以不动产作为抵押物的。因此,我国房地产行业的兴衰成败直接影响到金融业,房地产行业的波动风险会直接演变为金融风险。因此,我国银行业对于住房金融的风险一定要有足够的重视。

## 警惕金融过度发展的风险

从金融发展的规律看,新的金融产品和市场的产生一般缘于分散或规避风险的需要,但金融的过度发展可能会增加金融的系统风险,尤其是金融衍生产品的发展。

道理也并不复杂,因为金融的任何环节都以信用作为前提,而信用在利益面前是脆弱的,尤其在暴利面前。因此,当市场出现暴利机会时,维持市场正常运转的每个环节的信用都会被动摇。在现代金融市场中,金融产品创新层出不穷,但信息的不对称为信用的丧失披了一层美丽的外衣。例如,在次贷产品打包出售过程中,有一个环节是信用评级,评级公司给出评级是以市场对评级公司的信用为基础的,但出于巨大的商业利益的考虑,评级公司放松了对这些产品风险的估计。这只是众多环节中的一个,每个环节都有可能出现信用丧失,系统风险必然日积月累。

从总体上看,我国的金融发展滞后,但同样也要注意金融过度发展的风险。比如,在目前国内金融发展过程中不少人不顾国情地求“新”求“洋”,而这其中多少都有为自己的小集团和小圈子争利益的因素在起作用。

## ■ 学人随笔 | Writing

## 我国资源布局面临“机会窗口”

□程默

加拿大等国试图在澳大利亚资源版图上扩充自己的实力。

毫无疑问,巨量的外汇储备和庞大的国内市场决定了中国是澳大利亚矿业收购战中最有力的竞争者。与投资浮亏连连的黑石、摩根士丹利等股权或者不知去向的美国国债相比,投资资源类的实业,更适合中国当下和未来一段时间的需要。以铀矿为例,即使按照目前

保守的2020年国内核电装机容量达到4000万千瓦估计,中国潜在的铀矿需求也占全球产量的1/10左右,澳洲储量丰富的铀矿便可以为中国发展核电提供稳定和持续的原料供应。更重要的是,中国在未来很长一段时间,经济还是要靠制造业,中国在全球的角色,也是“世界工厂”。收购矿业资源与中国企业的产业结构和经济结构相匹配。在这一点上,日本已经为我们提供了成功的先例。

二战以后,日本通过组建“石油公团”、“金属矿业事业团”等促进性机构,制定和执行鼓励政策,全力支持日本公司的跨国矿业经营以及通过财团参股矿产资源勘查开发的战略。30年来,日本钢铁企业通过各种方式,直接或间接地参股巴西、澳大利亚、加拿大、智利

乃至印度的铁矿。在澳大利亚24个主要铁矿中,8家有日本公司作为重要股东,其余16家铁矿也都有日资参股。日本通过几十年的苦心经营,既为国内制造业提供了坚实的后盾,也在此后的全球商品牛市行情中赚得盆满钵满。

由金融海啸引发的全球经济低迷和需求放缓,正在让资源性商品价格变得“离奇的便宜”,作为重灾区的澳洲和巴西等地,正在凸显其资源收购的价值,中国在此刻出手,不仅比投资不知去向的美国国债实用,更有利于国内制造业的稳定发展。日本过去几十年在在全球进行资源、能源投资的布局,留给中国的空间已经越来越窄,目前至少有中国、印度、日本和

## ■ 观潮心语 | Voice

## 一方水土养一方股票

□应健中

近期港股在7天时间内涨了34%,让内地股市的投资者羡慕,不要说在7天之内涨34%,就是一年的股市涨幅达34%,也牛气冲天哪!

面对A股的跌跌不休,又面对港股的井喷飙升,A股投资者难免有点抱怨,这市场怎么人家不跌,咱跌;人家涨了,咱不涨,其实,这种抱怨大可不必。每个市场有各自的特点,甚至于每个股票都有自己的脾气,俗话说“三十年河东、三十年河西”,现在生活节奏快了,恐怕一年就河东、河西轮流转了。就像两年前谁都没想到上证指数从998点涨到6124点一样。

在10多年股市历史中,同一家上市公司在沪港两地挂牌的A、H股价格之比,始终是“两股道上跑的车、走的不是一条路”。

这种比价差异既说得清楚、又不完全说得清楚;既有理、也并不完全有理,每隔一段时间,分析人士总喜欢拿这个比价效应来叙事,但两地的A、H股走势依然我行我素。

俗话说:一方水土养一方人。一方股市养一方个股。从目前A、H股比价来看,价位差的悬殊高达8倍左右。在笔者行文之时,有两

只股票A股价格低于H股,海螺水泥和中国平安,中国平安A股价格为23元左右,而H股价格为31港元左右,考虑到目前0.88元人民币可兑换1港元的汇率因素,中国平安H股价格高出A股17%,同样是上市公司出现亏损,其他的亏损股在H股上的命运迥异,仅征化纤的A股价格2.90元左右,而H股价格只有0.48港元,两者的比价效应高达1:0.15。

以往,内地股市的一些个人大户和机构,看到这样悬殊的比价,本着股票同股同权的理念冲到港股中去捞底,结果还是越买越套,如果放大杠杆做衍生产品,最后几乎都折戟沉沙在港股上。那些大户们就搞不懂了,有些亏损股走势依然坚挺,而有些亏损股根本就没人碰,你看有些股票价格便宜、盘子也不大,可一买,货真价实,根本就发不出去。

当下一个现实的问题是,央企如果要回购自己的股票,就有一个在A股和H股的市场选择问题。央企不是短炒的主,要回购自己的股票可以说A、H股手心手背都是自己的肉,如果要考虑回购成本,理所当然H股更具有吸引力,以中国石油为例,A股价格10元左右,而H股价格则为5港元左右,考虑汇率因素,两者比价则为1:

4.8左右,上市公司大股东在回购的利益

考虑上,花同样的钱可以多买一倍股票,这与炒股票考虑的角度是不同的。

同一家上市公司两地挂牌的价格差异也许在相当长的时间内还会存在下去,若干年后这种价位差可能还会成为评论的话题,从这种现象中我们似乎可以悟出点东西:第一,股票是跟着趋势走的,趋势既成,其他因素可能就成了次要因素了,在一个趋势之中,涨的股票还会涨、跌的股票还会跌;第二,股票是有性格和脾气的,所谓股性指的就是这个意思,如果您做熟了一个股票就会对这种股性了如指掌,所以如果将股市作为一个长期参与的博弈场所的话,熟悉股票的股性是很重要的;第三,做自己熟悉的市场,一方水土养一方股票,每个市场的行为方式是不一样的,这是造成同一家公司两地挂牌成不一样价格的根本原因,所以,做自己熟悉的股市、做自己熟悉的股票乃明智之举;第四,跌过头的市场一旦止跌转势,其势也猛,我们在短短的7天时间中领教了港股暴涨34%的惊人一幕,我们不必忌妒、更不必对A股市场耿耿于怀,也许就在大伙儿对市场唉声叹气之时,机会正在悄悄降临呢。

当一个现实的问题是,央企如果要回购自己的股票,就有一个在A股和H股的市场选择问题。央企不是短炒的主,要回购自己的股票可以说A、H股手心手背都是自己的肉,如果要考虑回购成本,理所当然H股更具有吸引力,以中国石油为例,A股价格10元左右,而H股价格则为5港元左右,考虑汇率因素,两者比价则为1:

4.8左右,上市公司大股东在回购的利益

考虑上,花同样的钱可以多买一倍股票,这与炒股票考虑的角度是不同的。

同一家上市公司两地挂牌的价格差异也许在相当长的时间内还会存在下去,若干年后这种价位差可能还会成为评论的话题,从这种现象中我们似乎可以悟出点东西:第一,股票是跟着趋势走的,趋势既成,其他因素可能就成了次要因素了,在一个趋势之中,涨的股票还会涨、跌的股票还会跌;第二,股票是有性格和脾气的,所谓股性指的就是这个意思,如果您做熟了一个股票就会对这种股性了如指掌,所以如果将股市作为一个长期参与的博弈场所的话,熟悉股票的股性是很重要的;第三,做自己熟悉的市场,一方水土养一方股票,每个市场的行为方式是不一样的,这是造成同一家公司两地挂牌成不一样价格的根本原因,所以,做自己熟悉的股市、做自己熟悉的股票乃明智之举;第四,跌过头的市场一旦止跌转势,其势也猛,我们在短短的7天时间中领教了港股暴涨34%的惊人一幕,我们不必忌妒、更不必对A股市场耿耿于怀,也许就在大伙儿对市场唉声叹气之时,机会正在悄悄降临呢。

当一个现实的问题是,央企如果要回购自己的股票,就有一个在A股和H股的市场选择问题。央企不是短炒的主,要回购自己的股票可以说A、H股手心手背都是自己的肉,如果要考虑回购成本,理所当然H股更具有吸引力,以中国石油为例,A股价格10元左右,而H股价格则为5港元左右,考虑汇率因素,两者比价则为1:

4.8左右,上市公司大股东在回购的利益

考虑上,花同样的钱可以多买一倍股票,这与炒股票考虑的角度是不同的。

同一家上市公司两地挂牌的价格差异也许在相当长的时间内还会存在下去,若干年后这种价位差可能还会成为评论的话题,从这种现象中我们似乎可以悟出点东西:第一,股票是跟着趋势走的,趋势既成,其他因素可能就成了次要因素了,在一个趋势之中,涨的股票还会涨、跌的股票还会跌;第二,股票是有性格和脾气的,所谓股性指的就是这个意思,如果您做熟了一个股票就会对这种股性了如指掌,所以如果将股市作为一个长期参与的博弈场所的话,熟悉股票的股性是很重要的;第三,做自己熟悉的市场,一方水土养一方股票,每个市场的行为方式是不一样的,这是造成同一家公司两地挂牌成不一样价格的根本原因,所以,做自己熟悉的股市、做自己熟悉的股票乃明智之举;第四,跌过头的市场一旦止跌转势,其势也猛,我们在短短的7天时间中领教了港股暴涨34%的惊人一幕,我们不必忌妒、更不必对A股市场耿耿于怀,也许就在大伙儿对市场唉声叹气之时,机会正在悄悄降临呢。

当一个现实的问题是,央企如果要回购自己的股票,就有一个在A股和H股的市场选择问题。央企不是短炒的主,要回购自己的股票可以说A、H股手心手背都是自己的肉,如果要考虑回购成本,理所当然H股更具有吸引力,以中国石油为例,A股价格10元左右,而H股价格则为5港元左右,考虑汇率因素,两者比价则为1:

4.8左右,上市公司大股东在回购的利益

考虑上,花同样的钱可以多买一倍股票,这与炒股票考虑的角度是不同的。

同一家上市公司两地挂牌的价格差异也许在相当长的时间内还会存在下去,若干年后这种价位差可能还会成为评论的话题,从这种现象中我们似乎可以悟出点东西:第一,股票是跟着趋势走的,趋势既成,其他因素可能就成了次要因素了,在一个趋势之中,涨的股票还会涨、跌的股票还会跌;第二,股票是有性格和脾气的,所谓股性指的就是这个意思,如果您做熟了一个股票就会对这种股性了如指掌,所以如果将股市作为一个长期参与的博弈场所的话,熟悉股票的股性是很重要的;第三,做自己熟悉的市场,一方水土养一方股票,每个市场的行为方式是不一样的,这是造成同一家公司两地挂牌成不一样价格的根本原因,所以,做自己熟悉的股市、做自己熟悉的股票乃明智之举;第四,跌过头的市场一旦止跌转势,其势也猛,我们在短短的7天时间中领教了港股暴涨34%的惊人一幕,我们不必忌妒、更不必对A股市场耿耿于怀,也许就在大伙儿对市场唉声叹气之时,机会正在悄悄降临呢。

当一个现实的问题是,央企如果要回购自己的股票,就有一个在A股和H股的市场选择问题。央企不是短炒的