

■ 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”的原因是中国经济强劲的经济增长。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。

但我们所见的,中国需求问题正面临严酷的现实:一批大型工业企业在过去一周宣布减产。先是中国铝业宣布将减产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。

由于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以后,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有可能。比如,在关键岗位定期轮岗,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设施的建设,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)

(陈昕雨/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

■ 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天之内的涨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股投资者难免有抱抱怨,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说事,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

■ 记者手记 | **Reporter's Observation**

“破净股”回购是把双刃剑

□本报记者 徐晓璇

A股市场经过近一年绵绵跌势,“破净股”(股价跌破净资产)已达200余家,数量已远超2005年沪综指最低998点时的176家。然而跌破净资产却并不意味着个股跌势见底。在证监会发布回购新规后,中国人民银行又于10月6日允许上市公司发行中期票据回购股份。除中期票据之外,公司债也可作为上市公司回购股份提供融资支持。然而,上市公司回购股票仍然面临“叫好不叫座”的尴尬。截至目前在A股市场也只有天音控股及海马股份两家公司宣布回购自家股票。

受制于回购股票要予以注销的限制,与香港等其他市场几乎习以为常的“回购”情况相比,A股市场的股票回购可谓“凤毛麟角”。主要是因为国外成熟资本市场允许上市公司将已发行在外的股票以一定价格购买回来作为库藏股,可以用于替代派发现金股利以及防止敌意收购。而我国公司法明确要求上市公司回购社会公众股份必须自回

以“两房”为主的美国住房金融体系的精巧设计,曾经令无数研究房地产金融的学者赞叹不已。该体系的巧妙之处在于,通过“两房”这个中介使美国房地产金融的风险分散到全球投资者头上。

“两房”这个精巧的设计未能经得起次贷危机冲击所带来的警示是: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;房地产与金融是一对孪生兄弟;金融的过度发展会增加金融体系的风险。

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钱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轮番上涨,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

0.48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。

股期。股价的惨跌使预期中的债转股不能顺利进行。公司不得不两次下调转股价格。因此,海马股份选择在股东大会决议前宣布回购不可不谓“用心良苦”。

在市场因上市公司的回购而追涨的同时,我们要清醒地看到股票回购是一柄“双刃剑”。在股价“破净”后,公司回购并注销股份,会导致总股本缩小,有利于提升每股盈利及净资产。然而,在经济低迷、预期利润下滑的情况下,企业大量采取现金回购方式,可能造成回购后公司资金短缺,财务风险加大,每股收益将出现更大的波动,从而令其股价变化也面临很大的不确定性。

此外,由于公司的回购需在回购前予以公告,一般都会促使股价回升到净资产值附近。因此,公司进行股份回购既可能是为了稳定股价,也可能是为了炒作自己股票,操纵二级市场的股价。

二者虽然主观目的不同,但客观上都达到了推动股价上涨的效果。当公司回购股份的价格高于实际价值时,未被回购股东的股份价值就相应地被稀释,此时回购就是一桩折本的买卖。上市公司回购股份的承诺兑现期均横跨数月,在这过程中还充满了诸多变数。很多回购方案往往由于股价的上升最终没有实施,许多上市公司也就“说说而已”。

■ 学人随笔 | **Writing**

我国资源布局面临“机会窗口”

□程默

尽管中信泰富、中国中铁等大型公司因“澳元门”带来的巨额损失承受舆论指责,但与此同时,资源性国家的汇率大幅贬值(如澳元、巴西雷亚尔)和全球大宗商品价格的雪崩,为庞大而又苦于没有出路的中国资金提供了一个现实的选择。

2006年以来,全球大宗商品市场进入一轮前所未有的“牛市”行情,澳大利亚、巴西等资源性国家货币汇率也节节攀升,今年7月15日,澳元兑美元汇率达到近8年来顶点——0.9848;从2003年巴西总统卢拉上台到今年6月,巴西雷亚尔兑美元暴涨117%、兑欧元劲升44%、兑日元也大涨91%。但好景不长,美国华尔街带来的一场金融海啸让这些好日子顷刻间化为泡影。持续多年的大宗商品资产价格泡沫破裂,自5月份以来,大宗商品和矿业类股票价格出现暴跌,其中金属铜的价格已经跌了一半。全球矿业分类指数下跌了70%。不到三个月的时间,澳元兑美元汇率已大幅下挫超过30%,自7月以来美元兑巴西雷亚尔则已经累计上达接近31%。

这些国家的资源行业也是伤痕累累。以澳大利亚为例,一则来自英国《金融时报》的消息称,目前澳大利亚小型矿业公司处境艰难。一些专门研究澳大利亚微型市值上市企业分析人士指出,澳大利亚主要银行的贷款政策已经变得很保守,如果那些小型上市公司不能从经营上获得现金流,那么其短期甚至中期的融资都会遇到麻烦——它们可能将被迫降价出售股份来争取投资者。在现在的市场环境下澳大利亚中小上市公司获得资金的主要渠道不会是银行,而主要是增发股票给现有股东(比如中国的钢铁公司);或者是把资产出售给拥有现金的大型企业,大公司们也可以乘机捡到很多便宜货。目前至少有中国、印度、日本和

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的问题。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。

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。与投资浮亏连年的黑石、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。以铜矿为例,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,中国潜在的铜矿需求也占全球产量的1/10左右,澳洲储量丰富的铜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,也还是“世界工厂”。收购矿业资源与中国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中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,目前的金融危机正在向中国提供这样一个“机会窗口”。