

## 第 3 章

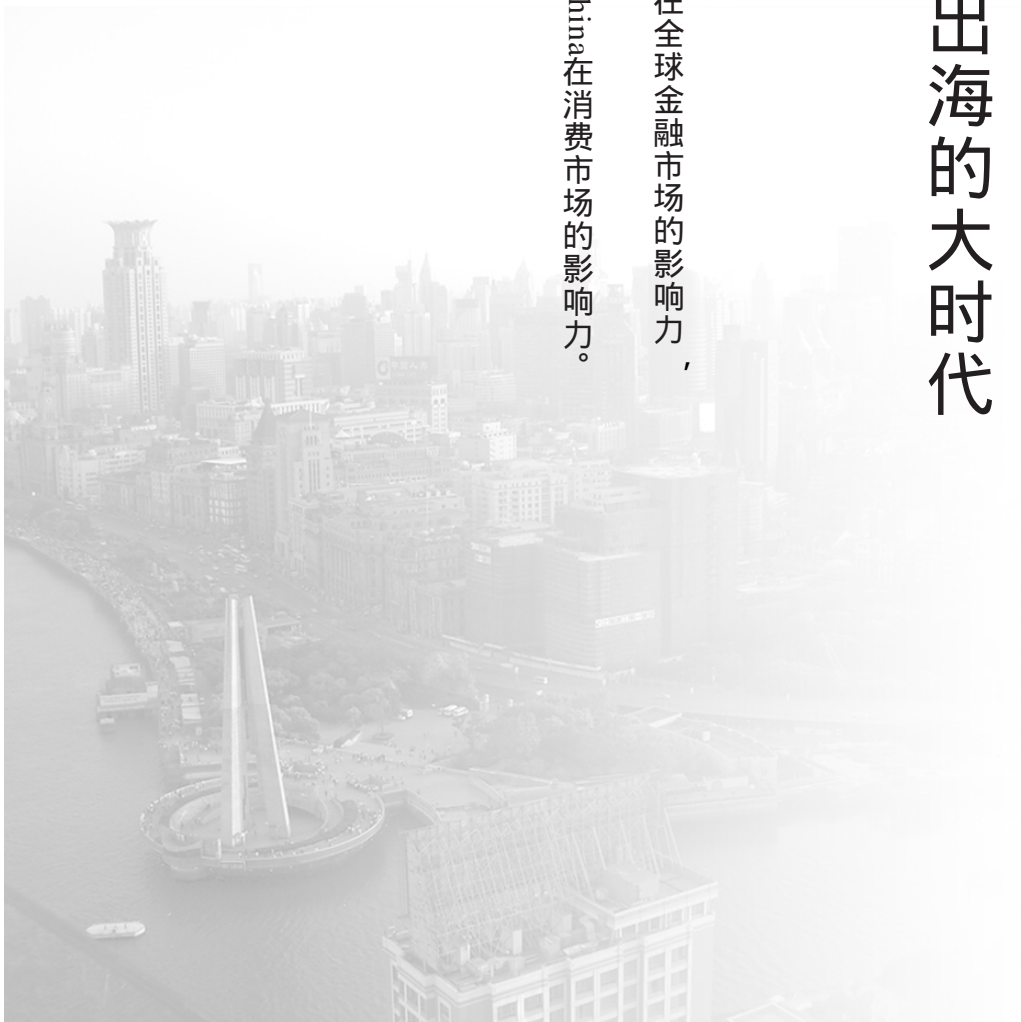
# 资金出海的大时代

十年后

中国资金在全球金融市场的影响力

未必小过

Made in China 在消费市场的影响力。



## 在中国资金出海的大时代

“革命不是请客吃饭”，海外投资也不是！中国资本管制这个大坝上，QDII的闸门正在隆隆打开。这是改革开放历史上划时代的一刻，也是令人担心的一刻。

中国国家投资公司投资美国百仕通（BlackStone），国家开发银行入股英国巴克莱银行，先后遭遇巨额账面亏损，可谓人算不及天算。这两项投资均注重于战略布局和协同效应，因此一时的股价损益，并非评估项目成功与否的合适方法。不过有一点是肯定的，海外投资对国内精英来说，并非羽扇纶巾、指点江山那么容易。

QDII资金杀入港股，势如破竹，恒生指数在短短两个半月内上升40%，恒生国企指数更飙升57%。部分国内投资者被胜利冲昏了头脑，俨然以股神自居。其实国内资金强力买入，只是故事的一半，海外机构投资者暂时不卖，才是故事的另一半。

果然，以某巨型公司A股上市为契机（加上美国次贷危机扩散），H股在之后的两个星期中急跌18%。

当某中国石油公司的市值超过俄罗斯GDP时，当某中国煤炭公司的市值超过世界矿业三巨头之一的力拓矿业集团（Rio Tinto）时，市场出现调整是必然的、必要的、健康的。除去运输成本，中国石油、中国煤炭与俄罗斯石油、巴西煤

炭并无差别，估值上也没有理由存在如此大的差异。同时也必须清醒地看到，美国的次贷危机，对美国房地产的前景和金融企业的盈利大有影响，但对绝大多数中国企业并无大碍。当中国的基本面被掩埋在美国次贷危机的市场恐慌中时，投资机会便在其中。

H股动态PE为25倍，远低于A股估值，以国际标准看不算便宜，也不算太贵。换言之，香港H股目前算不上泡沫，可以为国内资金提供一个分享中国经济发展成果、分散风险的市场平台。香港市场拥有很多国内资金所熟悉的中国企业，又在语言及基础设施上与内地多有对接。选择香港作出海口，颇为合适。

然而，香港的另一端连接着全世界的股市、债市、利率、汇率、衍生、对冲，那里是国际金融市场的一部分。A股与H股之间的差别，在笔者看来近似湖泊与大海之间的差别。香港可以风平浪静，也可以风高浪急，海平面下有没有闻所未闻的怪物也是未知数。

香港股民中有疯狂炒股的投机客，但大部分属于长期投资者。不过资金的主力是基金，其中既有视价值投资为圭臬的传统基金，也有快进快出、杠杆运作的对冲基金。对冲基金可以一口气沽空几十亿元，通过期指、利率、汇率连环轰炸，还有令人眼花缭乱的衍生工具、结构产品助

阵。如果股价与价值严重背离，传统基金的沽售浪潮同样可以具有震撼力。

H股、A股价格趋同，是国内资金投资H股的一大题材。的确，随着两地资金的对流，H股与A股之间的互动性日益明显，股价上的差异势必有所缩小。但是同质同权的同一家公司，两地的股票价格却未必一致（除非H股全部由国内资金持有）。两个市场的资金来源不同，对估值的评判标准也不同。香港机构投资者的估值标杆必须向其他市场看齐，当H股价格大幅度偏离价值时，他们会沽出，转向其他市场，留下国内资金高位站岗。

香港是资本市场的深水区，一夜之间可能冒出各种各样的衍生工具，一旦有事政府也救不了国内股民。

香港政府对内地资金又爱又怕。大量内地资金涌入，对香港经济转型、对巩固香港的国际金融中心的地位十分有利。不过如果内地资金炒作作风不改，则可能在相当时期内影响香港股市的行为。当港股“修女也疯狂”时，不仅有损香港形象，也可能影响当地的金融稳定。近来香港窝轮（认股权证）交易激增，反映出市场的投机色彩，长远看来对香港、对在香港上市的中国企业并非好事。

20世纪90年代中期掀起的红筹狂潮，不仅带来了经济泡沫化，也暴露出香港市场的破绽。对冲基金乘虚而入，既

造成巨额中国国有资金的损失，更几乎将香港经济推向崩溃的边缘。

笔者认为，资金平稳出海、价值投资，是衡量这次资本项目开放尝试的重要标志。

其实，资金出海的意义绝不止于投资港股，赚几个小钱。这是中国资本项目逐步开放过程中的重要一步，是中国经济发展到一定程度后的必然趋势。

中国经济在全球化下崛起，企业发展势必走向世界。资金、市场、资源、技术、品牌，均需要在全局战略中重新布局。目前的资本管制已经无法适应经济和商业的发展要求，对资金流动的种种限制已经开始影响企业行动的效率。同时随着国人、企业财富的积累，资金在全球范围内投资，分散风险、提高回报的呼声越来越高。香港是国内资金出海的第一站，具有“试水”意义。就像中国产品那样，中国资金早晚也会进入各国，走遍天下。

必须看到，在长期的资本市场锁国政策下，机构投资者中精通海外投资的人才奇缺，机构内部相应的风险控制能力和奖励机制更是空白。国内居民中对海外市场的了解程度偏低，投资渠道不畅，投资信息缺乏，理念上“炒股”多过“投资”。

这无疑加大了投资失败的机会。以国内惯用的炒作手

法，在国际市场上可能得手几次，但早晚会输得很惨。刘其兵单边炒作伦敦期铜，造成巨额亏损便是一例。笔者最大的担心是美国纽约的洛克菲勒中心（日本人20世纪80年代以13亿美元买入，1996年清盘后以3亿美元卖出），可能以更高的价格卖给中国人。

当国内媒体和股民将注意力聚焦于港股直通车缓行时，笔者认为人们低估了中国资金出海的历史意义。2007年是中国资金出海的投资元年，有远见的国际投资者已开始探讨此项政策的长远影响了。一位笔者熟悉并十分尊重的美国CIO（投资总监）指出，中国资金的出海会带来一支投资风格不同的生力军，这可能改写国际金融市场的生态环境。笔者估计，10年之内在海外市场游弋的中国资金，应该接近同类的日本资金，其动向备受市场瞩目。

受结汇政策限制，过去中国资金投资海外，基本上以国家（主要是外管局的外汇储备）运作为主要模式，投资策略、手法和品种相当简单，变化少，回报也不高。最近一系列政策变化之后，投资主体开始多元化，国家、机构、企业、个人以各自的风险承受能力，选择不同的投资策略和金融产品。国家行为开始向商业行为转型（国家投资中也有一部分移往国家外汇投资公司），提高回报成为重要议题。

笔者认为，资本项目开放速度的明显加快意味着：

(1) 国内流动性泛滥已到了不得不采取更积极措施的地步；  
(2) 中国经济在金融开放上离准备就绪已经不远了。中国的金融开放（包括外资准入和内资出海），未必有一个时段可以称之为原点，但是开放的形式似乎在由“小步慢走”转为“小步快走”，海内外市场接轨的步伐远超过任何市场人士一年前的想象。笔者相信，中国资本项目开放的速度会快过人们的预期，人民币实现自由兑换的时间也会快过人们的预期。人民币成为国际硬通货的日子，不会太远。

风物长宜放眼量，中国资金走向世界是新事物，是大故事、大趋势，但又是一个学习、适应的过程。

奉劝出海前的国内资金，放低身段，降低（回报）预期，提高警觉，努力学习。赠言国际金融市场，中国资金来也。

（本文作于2007年11月，原刊于《21世纪经济报道》）

## 现在逼人民币升值是三流经济学家的蠢主意

人民币汇率烽烟再起，西方大国在近期国际会议上演出了一场场逼宫闹剧，市场上关于人民币一次过升值的传言兴起。

预期人民币升值，有一定的道理。自2005年7月汇率改革以来，人民币兑美元升值约20%，但过去一年升值步伐几

乎完全停顿。相反，由于美元的贬值，人民币兑一篮子货币在金融危机中反而贬值8%。中国的银行体系在危机中较美欧同行的损害轻许多，中国经济更在各主要经济大国中率先复苏，人民币没有理由随同丧失国际信用的美元一起贬值。

压人民币升值，又有其不合理的一面。美欧相继陷入大萧条以来最严重的经济衰退，就业问题严重。将矛头指向海外，是政客转移视线的惯用伎俩。于是，中国成了制造全球经济不均衡的源头，人民币升值成了均衡贸易、增加需求的特效药。

笔者认为，人民币有一定升值的空间，但是希冀通过逼人民币升值而实现贸易均衡，拉动世界经济，乃三流经济学家的蠢主意。在流动性泛滥、热钱肆虐的今天，人民币突然升值，势必造成升值预期，导致热钱涌入中国，加剧国内的流动性失控，加速人民币资产价格的上升，引诱更多的热钱流入。这种形势必然令已经处于两难中的宏观环境更趋复杂化，一旦资产价格进一步上扬，迫使中国政府采取更果断、更严厉的调控政策，中国经济两次探底的风险便可能大增。

在这场罕见的全球危机中，中国的最大贡献就是稳定。中国经济的稳定，带来了亚洲经济的稳定，带来了商品市场的稳定，也避免了美国国债市场以及其他金融市场的进一步波动。中国是世界避免重蹈1929年式萧条的几个重要原因之



一。一旦中国不稳，全球经济出现“W形”二次探底的可能性就会大升。

中国必须为全球抗衰退、创增长做出自己的贡献。不过中国的主要贡献应该在制造新的内部需求，而不是汇率大幅上扬。个别国家力逼人民币升值，是损人不利己的行为。

长远来看，笔者判断人民币一定会升值，甚至不排除大升，但是这个过程应该出自中国自身利益的需要和自主的决策。今后10年，中国的内需在经济中所占的比重会越来越大，出口的地位应该不断下降。当经济结构发生变化后，政府对人民币升值的态度也会改变。人民币升值，不利于出口竞争力，但是会增加消费者对进口产品、外来服务的购买力。总有一天，消费购买力会压倒出口竞争力，成为中国经济中的最大诉求，随之而来的是汇率的一次强劲升值。

日本政府在过去的20年中，一直人为地压制日元汇率，以保证出口。可是当本届新政府上台后，政府便表示日本人口老化严重，老年消费者需要更强的购买力，于是日元一夜间进入了长期升值的轨道。笔者相信中国也会有这一天，而且几年后也许就会出现。

中国的汇率政策其实在悄悄地变化着，相信2010年人民币汇率就会反映美元及其他主要货币的走势。随着出口形势的改善，笔者估计人民币在2010年会兑美元升值5%。不过

更重要的是，预计至2020年，中国的资本项目可能达到90%~95%的自由兑换。3~5年后随着内需的起步，人民币升值应该可以明显加速。

（本文作于2009年11月，原刊于《经济通》）

## 外汇储备的尴尬

“男怕入错行，女怕嫁错郎”。中国的外汇管理局，对此一定深有体会。

中国坐拥2万亿美元的外汇储备，但是遇人不淑，所托非人，一不小心嫁给了美元郎。不仅嫁了出去，而且已经产子生根。市场估计2万亿美元外储中，至少60%为美元资产，其中主要是美国国债或政府担保的机构债券。

当美元老公行为不轨时，外储怨妇的愤恨和郁闷可想而知，然而出走又是一个不可能的选择。只要中国抛售几百亿美元的国债，随时都可能触发美国国债市场的震荡。美国国债崩溃，到头来身陷其中的上万亿美元的中国储备同样遭到重创，中国的外汇储备和美国的国债市场早已坐在同一艘艇上，根本难以全身而退。

再说，和美元先生的日子过不下去了，隔壁的欧元先生以及马路对面的日元先生，看上去也不是好东西。外储太太

能做的，不过是高调地发几句牢骚、抛几天美国国债，这其实同夫妻打架时，太太砸个盘子或扬言出走区别不大。走，又能走到哪里去呢？

于是外储太太开始寻求精神寄托，与幻想中的情人拍拖。亚元和IMF的SDR（特别提款权）便成了热门话题。亚元作为亚洲资本输出国的货币代表，理论上同美元、欧元分庭抗礼的本钱，但是实际上却必然难产。亚元的主推者是日本以及深受日本影响的亚洲开发银行（ADB），这就决定了与日本在国际舞台上明争暗斗的中国的态度。如果中日两国不能像当年德法推欧元那样齐心协力，亚元根本没有希望出生。亚洲各国的政治形态、经济发展、宗教文化的差异性极大，历史上的纠葛仍留下不少难以逾越的鸿沟。的确亚洲如今很有钱，而且在美元危机中很受伤，但是笔者看不到它们全心全意推动亚元的动力和政治意愿。

欧元从20世纪50年代开始议论到1999年正式发行，欧洲花费了40多年的时间。当时美国是一个资本净输出国，无须惧怕一个新兴的货币竞争对手。如今美国却是失去信用的借贷大国，必然为扼杀萌芽中的亚元无所不用其极。

IMF的SDR，比起亚元至少已经是一个现实的存在，不过它具有虚拟货币的一切缺点。SDR只是一个货币提款机，并无任何资产作为支持。财富不仅要有货币形式，更要有储

蓄载体才能生存。换言之，外汇储备购买的不仅是美元，而且是（也必须是）美国债券、股票、房地产等资产。另外，现实货币如美元，被作为交易货币不停地在民间流动交换着。民间商业活动中的需求，乃是现实货币的灵魂。虚拟货币如SDR，不过是央行的筹码，平时没有流动性，危机时央行又多进行同方向操作，难有对手盘。

亚元、SDR等虚拟货币，好似世界语（Esperanto），美丽但无根，合理却未必能够存在。虚拟货币，可以独立于主权意识之外，不受国家财政状况、货币政策的影响。但是，抽离了历史渊源、社会认知、商业交易，虚拟货币不过是水中月而已。

外储太太与虚拟货币之间的情缘，相信不过是一相情愿的精神恋爱，顶替不了现实中的美元先生。无论是亚元还是SDR，笔者认为只能是一时之话题，而无法成为有足够容量的、全球范围流通的新储蓄载体。

嫁错郎的中国外储，手中所持的牌其实有限，短期能做的不外乎一哭、二闹、三上吊，威胁一下而已。从温家宝总理的“有些担心”，到金砖四国声称分散投资，再至中国4月净卖出美国国债，不过是发泄了不满，表明了立场。然而，这并不代表外储以后可以不再买美国国债，也不代表它们打算全面抛售现存的国债仓位。

随着市场回稳和风险意识的改善，笔者相信中国会从新增外汇储备中拿出更多的资金来购买资源和技术。不过这种投资一年最多几百亿美元，并不能完全支撑每年2000亿美元新增外汇的投资需求。而且入主公司、矿藏，不可避免地会遭遇当地的政治阻力，一个项目可能被拖延数年。

至于将投资分散到美元以外的资产，同样受到制约。欧洲、日本根本就没有那么多的主权债券发行可供认购。强行购买只能炒高这些金融资产价格，为自己制造新的泡沫陷阱。笔者相信在可预见的未来，中国的大多数外汇储备，还是不得不流向美国国债。

外汇储备的长期出路有两个：(1)刺激内需，减少顺差，钱与其被美国人骗掉，不如自己花掉；(2)加速推动人民币国际化，将自己的货币打造成具有信用的储蓄载体。人民币的自主、开放和崛起，是解决中国外汇储备投资难题的根本办法。

不过，人民币国际化仍需要假以时日，并非可以一蹴而就的。全球通货膨胀，则颇有山雨欲来之势。外汇储备如何自保？

这轮可能兴起的通货膨胀，笔者估计有以下几个明显的特征。

1. 全球性：全世界的央行同时犯规，为拯救经济而联手

制造过度流动性，说不清楚哪个国家和货币可以置身事外；

2. 政策风险：由于同时面临通货紧缩与通货膨胀压力，而且经济数据好坏参差，央行在回收流动性上行动过迟的风险很大；

3. 同步反应：央行政策变得同步，市场走势变得同步，美元走势造成商品和农产品价格的全球反应，热钱更是无国界地流窜，资本的全球化带来通货膨胀的同步化；

4. 资产泡沫：因为就业市场低迷，CPI通货膨胀会在低位维持一段时间，但是史无前例的过度流动性势必先行拉高金融资产价格；

5. 大幅加息：一旦通货膨胀危机明朗，加息幅度可能远超出人们的预期。央行既要先将利率水平正常化，又要再收紧银根以适应通货膨胀的形势。

以目前的失业形势和产能过剩观察，实体经济不会马上见到通货膨胀，但是这为央行推迟回收流动性提供了借口，令过度流动性继续存在下去。不过金融资产价格上升势头已成，泡沫隐现。更值得注意的是，银行的资本金已通过最近的集资得到明显改善。一旦银行重启金融中介功能，资金可能迅速流向实体经济，货币的乘数效果骤增，通货膨胀也许会在短时间内变得不可收拾。

笔者认为，当下一轮通货膨胀来临时，资金很可能会涌

入商品市场，而不是某一种货币。因为所有央行同时失去信用，世界上根本没有一个货币可作避险天堂。商品不受央行操纵，其独立性和保值性在通货膨胀中大放光彩。同时商品不像房地产那样高杠杆，受大幅加息的影响相对较小（当然如果经济不景气，商品需求必然也会下降）。

长远的话，笔者看好人民币。等人民币走出美元的豪门，自立门户，相信裙下一定有许多追求者。

（本文作于2009年7月，原刊于中国台湾《财讯月刊》）

## 人民币兑美元十年内见1 5

### 人民币汇率机制变化符合中国的根本利益

在中国经济史上，会有一笔记录2005年7月21日。在这一天，中国宣布调整人民币汇率形成机制，由盯住美元转向以参考一篮子货币为基础的、有管理的浮动汇率。人民币兑美元汇率仅小升2%，但这却是自1994年取消汇率双轨制以来中国最为重要的汇率事件。它意味着一个新时代的开始，其重要性也许要再等十年才能看清楚。

对人民币汇率机制进行调整，首先是由于中国自身的需要。与十年前相比，中国经济大了近2倍，在入世的刺激下

与国际大幅接轨。出口量是1998年的3.2倍，引进外资为1.3倍，外汇储备更暴增4.2倍。一个更强大、更国际化的经济，需要与之相适应的汇率机制。

然而，盯住美元的汇率机制，却缺少必要的弹性，弊端渐显。美元因美国的经济问题，汇率出现过山车般的起落。人民币并不存在类似的基本面因素，却被绑在美元过山车上一起受罪。中国经济的周期性起落明显有别于美国的周期，但是利率政策和货币政策却受美国货币政策的干扰，失去了政策的自主性。热钱的大量流入，迫使央行出手干预汇率，导致货币发行失控，是近两年过度投资的重要源头。总之，盯住美元造成政策受掣肘、资源遭错配，维持现状的成本越来越高。

当然在人民币问题上，部分西方国家一直说三道四，对中国施压。不少投机资金也借机兴风作浪，以图谋利。但是笔者认为，人民币汇率机制上的变化，符合中国的根本利益，有助于改善经济的效率和货币政策的有效性，也使人民分享到改革和发展的成果。这样做得益最大的是中国经济和中国人民。值得称道的是，这次政策举措在时机选择、力度把握上，完全是中国政府说了算，符合自主、可控和渐进的原则。



## 今明两年还各有一两次升值

虽然人民币汇率机制的调整，长远来看对经济结构有重大的正面影响，但是笔者认为对经济的短期影响可能不大。2005年以来，美元升值11%（人民币也随之对其他货币升值），石油价格上升30%，这些对经济的影响远比人民币升值2%更大。由于人民币已多年未动，稍有升值便上了海内外所有报纸的头版。其实，各主要工业国的货币平均每年上下波动13%，所以对人民币汇率出现的些微浮动，根本不值得大惊小怪。

7月人民币的升值，相信只是一个开头，今后汇率还会上调，不过每次浮动的幅度一定不大。以中国制造业的竞争力和适应性，笔者估计人民币升值20%也可以承受。这不意味着出口商利润不会因此受压，也不意味着出口增幅不会有短暂的回落，但是多数出口企业都有极强的调整适应能力。近一轮石油、原材料价格急涨，而中国出口仍能增长30%以上，便是一个佐证。但是，中国的农业在世界范围内却不具多少竞争力。由于人均耕地面积小，生产出来的产品多被农民自己消费掉，中国多数农产品的商业化程度不高，竞争力也不强。人民币大幅升值，会使进口农产品的人民币价格更低，势必对农业造成冲击。中国人口中的60%仍在农村，从农民收入、社会稳定和国家安全等各个角度看，国家都不会

贸然大幅升值，何况中国的银行体系尚未成功改制。笔者认为，2005年和2006年，还会各有一两次升值，每次升值幅度可能与7月相若。

人民币短期只有小涨，不过长期必有大涨，随着中国经济的市场化和基础设施的改善，生产力在飞速地提高着。人民的收入水平呈快速增长，中产阶级日渐崛起，市场容量和购买能力不断提高。这些可能在国内感受不深，一旦放到海外参照物下观察，中国的工业化进程、社会进步和收入的提高便显得十分突出。这种与世界其他国家之间的相对变化，必然会反映在汇率的长期趋势上。以十年为期，人民币汇率一定会大升。

## 十年内人民币兑美元可见1 5

至于人民币在完全自由兑换、交易情况下的正常汇率水平，有不同的计算方法。笔者倾向于使用“工资均衡法”或“购买力平价法”。“工资均衡法”并不常为经济学家所用，但是对中国可能特别有关联。中国对于世界的最大冲击在于大量的廉价劳动力。全球化生产和自身的改革开放，使中国成为世界的加工厂。大量释放的农民工将制造业工资压得很低，即使近来民工工资有所上升，但放在过去十年的工资增长曲线上看，或者世界其他国家的非熟练工人工资水平上看，

中国制造业的工资都是超低的。这种超低工资正通过中国的出口产品影响着其他国家的劳工市场。近几年无论是美国、欧洲还是巴西、马来西亚，制造业工资增幅都明显放缓，相信与中国有关。长远来讲，这种工资上的重大落差，必然需要得到纠正——要么通过中国工资水平的上升，要么通过人民币汇率升值。我们的计算表明，人民币需要升至兑美元1 : 4.6，才能大致与世界劳工市场的整体水平达成均衡状态。

另一种计算方法是“购买力平价法”。由于汇率上的扭曲，同一样经济活动所产生的价值在各国大不相同。中国消费一杯可口可乐的价值，只有在法国的一半；中国种一个土豆的价值，只有在日本的1/4。通过一篮子同等质量的产品/服务在世界各地的不同价格，可以计算出人民币兑其他货币的过低估值程度。我们以平价方法测算，以2005年1月1日的世界汇率计算，人民币估值大约低了一半，即人民币兑美元的正常汇率应该为1 : 4.1。

笔者认为，人民币兑美元的长期正常价位，大体应在1 : 4 ~ 1 : 5之间。但是这只是一个理论上的数值，并未考虑政治、经济、社会的许多其他因素，最终能否实现仍属未知。至少短期内，政府无意让汇率急速上扬。无论从社会/就业压力还是从日本的前车之鉴来看，这种做法都是理性的、合理的。不过长期来看，政府干预却未必有效。笔者认为，人民

币兑美元十年内见1:5。前5年通过实际汇率 (real exchange rate), 即通过资产升值、工资上扬、通货膨胀取得。后5年通过名义汇率 (nominal exchange rate), 即我们平时讲的“升值”达成。7月21日汇率形成机制的调整, 开启了中国济史新的一章。

(本文作于2005年8月, 原刊于《新财富》)

## 中国企业的海外并购热

在从香港飞往欧洲的飞机的头等舱和公务舱里, 讲普通话的乘客越来越多。除了招商引资或出访的官员外, 近来又多了一批喜欢搞并购的中国企业家。笔者认为2004年是中国企业家走出国门、大搞海外并购的投资元年, 无论从国家还是从企业角度来看, 这都是一个新趋势。

由于外汇管制以及资本项目的不可兑换性, 中国企业甚少涉足海外并购市场。为数不多的几个油田收购项目也需要国务院特批。但是从2003年下半年起, 国家政策似乎有了一个微妙的变化。人民币在经常项目和资本项目双顺差下, 面临巨大的升值压力。政府不希望人民币升值 (至少不希望大升), 就必须将急速上升的外汇储备转一部分到海外, 以平衡国际收支, 减轻人民币升值压力。对此, 国家外汇管理局

表明鼓励中国企业走出国门，向海外进军。有关的管理细节仍在修订、审批中，但是不少企业已经行动起来。从TCL进军欧洲电视机业到宝钢涉足巴西钢铁业，一个中国企业活跃于国际并购市场的时代正在开启。

估计中国企业的海外并购，主要围绕着两个主旋律——资源和品牌展开。中国是一个相对资源贫乏的国家，而其成为世界制造业中心又加大了资源需求与供给之间的缺口。同时，世界经济的全球化趋势造就了一批新兴国家/市场，其中以中国、印度为代表，这批国家的特点是资源不足而劳动力便宜。由于中国的介入，制造业产品的价格会越来越便宜；由于印度的兴起，可通过IT转移的服务业的价格也会越来越低。从一次产品、二次产品和服务业的相对价格来看，今后中国所缺少的是初级产品。从这个意义上讲，未雨绸缪进军资源产业是一步好棋。

购买海外品牌也是一个很有意义的尝试。中国的出口产品中来料加工所占的比重过大，贴牌的比重过大，一部中国制造的电脑如果能拥有像Gateway这样的品牌，在美国的销售利润率至少比“白牌”或“贴牌”高一倍。同时可以直接利用Gateway的销售网络。再比如，日本的松下电器因产品的转型而弃用“松下”品牌，专注“Panasonic”。如果中国电器厂家能收购“松下”品牌，对其日本市场以至全球市场

的战略将大有裨益。

尽管从理论上讲海外并购大有可为，笔者对整个趋势仍持审慎的态度。日本在20世纪80年代大举购买夏威夷，入主洛克菲勒中心的前车之鉴不可不提。当年日本人是在制造业信心爆满、国内游资泛滥的情形下，做出了一系列自不量力的错误决策。海外并购应该是企业全球布局战略的一部分。管理层必须对可能出现的企业文化上的冲突，技术/市场上的差异，法规（尤其是《劳工法》）上的限制有充分的准备。这种准备不仅是心理上的准备，也必须是人才上的准备以及应急方案上的准备。

与笔者交往的一家民营企业，正在洽购一个法国消费品牌。其立意及全球战略无可厚非，相信该企业也有并购的财力，不过拟议中赴法接管的管理层却是民营企业老板从未在海外生活过的小舅子领队，核心层无一会说流利的法语。

应该说日本人擅长在海外设厂、制造，但不擅长企业兼并，欧洲人在海外并购上拿手，但海外生产制造则不在行。以目前的水平、经验和能力，我们中国人无论在海外制造或海外并购上坦白地说都是门外汉。在过去的100年海外并购案例中，每100个中有60个以失败告终，而真正成功的不超过10个。在一片全新的海洋中游泳，既需要勇气，也要准备充分。

（本文作于2004年3月，原刊于《新财富》）

## 现在是收购海外金融机构的好时机

国家开发银行（简称国开行）于2007年7月23日宣布，斥资22亿欧元认购巴克莱银行3.1%的股权（2.01亿股），协助其收购另一家欧洲银行——荷兰银行；巴克莱银行并购成功后，国开行将再投76亿欧元，将持有巴克莱银行的股权比例提升到5%以上。10月5日，巴克莱银行宣布放弃竞购荷兰银行。8月14日国开行入股时巴克莱股价为7.2英镑/股，3个月后股价跌至5.3英镑/股，国开行的账面损失相当于其2006年利润（280亿元）的10%。

国开行出海收购金融资产，一定有其战略考虑和长远布局。短期账面上的得失，并不应该成为衡量此项交易成败的主要标准。不过收购时机不尽合理，恐怕也是不争的事实。在银行业周期的顶峰，在全球并购周期的顶峰，在欧元汇率的高位，以毫无优惠的价格，当一个小股东，这种做法值得商榷。

与此形成对照的是，美洲银行最近表示，其入股建设银行的30亿美元已获得300亿美元利润，将于2007年第四季度入账。在中国金融资产上的收益，成为美洲银行在次贷危机惊涛骇浪中的救命稻草。金融资产投资，时机至关重要。当年海外投资者在中国金融机构生病时乘虚而入，而国开行却

在巴克莱银行最风光时送上银子。

风水轮流转！今天中国金融机构财大气粗，欧美金融机构却受次贷危机影响而焦头烂额。

花旗银行在3个星期内，两次冲减资产132亿美元。这个CDO（债务抵押证券，次贷的一种衍生产品）结构产品的最大发行商，竟然在自营账户上自留了430亿美元CDO。尽管多数自留CDO的信用评级较高，在资金断流的环境下仍无法得到合理的价值评估，面临评级下调。花旗银行在过去几年已经动用了巨额资本金大肆收购扩张，现在又遇上近十几年来罕见的信贷危机，必须做出巨额资产冲减。它的资本充足率很可能滑到6%以下，急需新资金助阵压场。

屋漏偏逢连夜雨。美国于11月15日开始实施新会计准则，所有无法厘定市场价格的资产，必须遵循“Level 3”方法评估。这意味着大批结构产品的估值需要大幅下调，更加重了花旗银行的财政压力以及吸收新资本的迫切性。

面临冲减压力的，何止花旗银行一家。整个投资银行业均遭受着估值下调、盈利骤减的逆境。零售银行的处境也基本相似。保险公司手头也压着大量结构产品。对冲基金更拥有超过45%的CDO。美国情况危急，欧洲金融机构同样不妙。1500亿~2000亿美元的CDO可能将一批欧美金融机构压得透不过气来。



这是中国资金出海、收购欧美金融机构的良好时机。目前金融机构的股价大多十分低廉，而且很难有其他机构出来竞购。此时入主欧美公司的政治阻力也应该比较小。

购买海外金融资产有没有风险？当然有，在市场风高浪急的今天更是如此。但是，目前金融机构的价格十分便宜，不怕长期持有。而且大金融机构多为国计民生的核心，牵连甚广，很少有银行真正倒闭的。最重要的是，今天银行的盈利能力、创新能力较过去有明显改善。尽管在与次贷相关的资产上栽了跟头，需要大量冲减资产，它们在其他领域的盈利前景依然良好。人才还在，网点还在，品牌还在，盈利模式还在，竞争力还在。一旦次贷阴霾消失后，这些资产的价格一定不是现在的数目。这些金融机构不过遭遇到暂时性的资金枯竭，需要为过去的愚蠢和疯狂买单赎身。

当然，收购只是进军海外的第一步。收购后机构间的整合、战略上的协调、企业文化上的交融、管理层的磨合，都是更严峻的挑战，也是交易最终成败的关键。不过出手时机和价位越好，下面的操作越容易。

中国资金出海的第一个大机会，就在眼前。

（本文作于2007年12月，原刊于《新财富》）

## 中投，该出手时就出手

可惜！当美国投资银行以跳楼价卖身时，中国资金决定做旁观者。巴菲特出手了，连日本的三菱UFJ和野村也出手了，中国却没有人敢拍板。在国际并购最狂热的时候，在银行估值见顶的时候，在欧元汇率创出新高的时候，中国资金有信心大手笔入巴克莱银行一点小股（这笔资金在今天足够买下高盛20%的股权）。决策者当时豪气冲天，不以一时股价波动为意，号称要进行长期的投资、战略的投资。然而，当真正的长期、战略投资机会出现时，当美国最好的金融机构以超优惠价格和条件邀请中国资金作第一大股东时，我们却退缩了。面对争取到现代资本主义的核心竞争力的机会，我们竟选择了退缩！难道我们就只有做鞋子和玩具的命吗？

人类历史已经进入了后工业社会，生产和流通已不再是利润的主要源泉，资本或劳工也不再是获取超额利润的利器。今天的全球经济，掌控在少数超级资本手上。超级资本数量不大，而且已经从生产过程中剥离出来，但它附着在经济生活的关键制高点上，通过无形的资产对经济活动“雁过拔毛”，享受着超高的利润率，享受着在世界各地政治、经济上的特权。

金融企业，便是这种超级资本中的精英。尽管数量上它

们仅占美国上市企业不到5%，却拥有上市公司40%的盈利。世界前20家金融企业2007年的业务量，是中国一年GDP的1倍；一家大金融企业一年的盈利，相当于一个不太小国家全年的GDP。做金融的高盛一年的利润，是制造业的联想利润（包括收购IBM手提电脑那部分）的24倍。由于不参与生产，资本占用量小，银行的ROE为14%，投资银行更高达30%（即3年多一点便可回本）。

但是，人类历史上最大的一次金融创新，酿造出人类历史上最大的一场金融浩劫。次贷危机以及随之而来的并发症，对金融市场造成一次又一次震荡，重创了许多美欧金融机构。华尔街上五家投资银行，已有三家倒下，剩下的两家仍在资金断流、客户挤提的困境中求生存。对于这些投资银行，目前是20世纪30年代以来最大的生存危机，但是对于手中握有现金的资本来说，这又可能是百年一遇的机会。

投资银行目前其实面临着两个彼此关联，但处不同层面上的困境。第一个是因次贷投资失误而带来的资本损失，补充资本金是它们恢复正常运作的根本必要条件。第二个是因信用受损、银行惜贷而出现的流动性危机。流动性断流是燃眉之急，也是联储注资、保尔森救急方案想解决的。未走出这个困境前，投资银行随时有倒闭风险。

两家幸存的投资银行转为金融控股公司，主要是想获取

稳定的低成本的储蓄资金，这一转型有利于舒缓流动性危机，但也不得不降低借贷杠杆的比率，利润率势必受影响。资本市场前景短期也难有改善，投资银行的盈利前景难比过去几年。这些都是负面因素，不过笔者相信这些也早已在低残的股价中反映出来。同时必须看到资本市场还在，资本需求还在，竞争对手却减少了。投资银行业务中大部分仍是赚钱的，人才仍在，品牌仍在，网络仍在。

在市场动荡、风声鹤唳的时候，今天投资困境中的金融企业，不敢说明天股价会不会跌掉一半，但是投资组合十年后的回报肯定高。市场稳定后这些金融公司的价格，一定与今天大不相同，而市场不可能一直动荡下去，许多金融企业也大到不能倒下的地步。

巴菲特入股高盛的手法颇为精明。他先以债权的形式进入一家“大到不能倒下”的公司，坐享每年10%的利息。当形势稳定后，再以目前的低价转成股权。这些是永久优先股，即形势不妙时，巴菲特的50亿美元投资，可以优先从高盛的500亿美元股东权益金中拿钱走人。这叫既有战略眼光，又不失审慎精明的大手笔。问题不是该不该投资，而是应该怎么投资。

入股美国投资银行的战略价值、无形利益，可能远远超出投资获利。中国资金通过企业、基金、主权、个人等渠道，

以不同形式投资海外是大趋势，有一流的、全球性的投资银行协助，可以缩短学习过程，减少不必要的损失。中国国内的资本市场仍在探索成长期，金融产品的设计、推广刚刚开始，有一流的海外投资银行的倾力支持，过程会更加顺利。同时投资银行在美国有颇强的政治影响力，对中国今后的公关活动有益。

不过以目前中国的经验和体制，很难管理好华尔街上的投资银行。投资银行的价值中，人才和制度是关键，人才留不住，投资银行不过是空壳，南橘便成为北枳。笔者认为，中资入股海外金融机构，要有战略投资的思维，但在实际操作时必须做被动投资者。华尔街投资银行是由职业管理者运作的，它们对市场、对员工、对产品最了解，并有一条龙的管理团队。它们手中握有大量公司股票和认股权，它们财富中的相当一部分与公司股价相挂钩。中国资金入主华尔街，在日常运作上必须依赖这批职业高管，同时通过董事会和花红对他们加以控制。

有人担心中资入主后，人才会一哄而散。这种担心有道理，并购从来不是容易之事，何况中间还掺有东西文化的差异。但是，人才流失未必一定像想象中的那样大。留住人才一直是华尔街的重要课题，优秀员工手上都拥有本公司的股票或认股证，其中相当一部分会因辞职而失效，人才出走的

个人财务成本其实很高。再者，以目前的市况，一般很难以同样条件找到另一份工作。同时新资金入主，为挽留人才往往会开出一两年保障花红。铁打的营盘流水的兵，只要员工不在短期内同时出走，只要高管层还是维持过去的运作模式，挽留人才并不是无法完成的任务。

另一种看法认为投资银行是一种空壳，投资价值有限。空壳与无形资产之间有着本质的不同，无形资产是超级资本赖以取得超高利润的工具。如果只知投资于砖头和机器，中国便难以进化到更高层次。当然投资和管理无形资产，需要更高的技巧和不同的理念，但是这是历史发展的必需，中国早晚会走上此路。

金融企业，是现代资本主义皇冠上的明珠，是美国的核心竞争力，平时外资很难染指这种企业。个别金融企业一旦有事，美国政府也往往安排本国龙头企业进行并购。但是目前美国金融业面临着百年一遇的浩劫，整个行业都面临流动性危机，多数金融企业都面临资本金严重受损的问题。美国政府本来已面临巨额财赤，现在又要一次次地救援，财力上捉襟见肘，精力上疲于奔命。国会已意识到如不拯救困境中的金融机构，整个市场和金融体系可能崩溃，并对实体经济构成重大打击。因此美国政客目前对外资收购，表现出罕见的宽容。如此的政治环境极少出现，更非有钱便可以买到的。

这种政治上的“零阻力”窗口机会，值得珍惜。

笔者认为，中国资金应以不同身份（避开垄断指责）入股多家美国银行、投资银行和保险公司，但每家所持有股份上限不超过25%。投资纯粹为商业投资目的，不含政治企图。重用职业高管，避免干预日常运作。条件比照巴菲特入股高盛的合约，并要求美国政府剥离或部分担保“有毒”资产。

一场金融海啸正在席卷全球，这是中国资金百年一遇的机会。美欧金融企业的震荡还会持续，而且可能进一步恶化，因此入股这些金融企业的投资机会今后还会有，但是对于中国资金来说，决心必须预先下定。巴菲特入股高盛的时机，不是中资进军华尔街的唯一窗口机会，甚至未必是最好的机会。美欧金融机构同时面对流动性危机和资本金受损两个难题。流动性危机逼出跳楼价甩卖，不过在金融业资产修复完成前，危机不会就此结束，机会还会一次次出现。不过跳楼减价集资往往来得很急，中国的决策机制决定了一项重大投资很难在24小时内做出，这是国家的决定、集体的决定，因此大框架和大原则宜早定。同时有意愿的中资要与可能出现困难的金融企业保持沟通，平时多留意、多了解可以加快决策速度，减少投资误判。笔者认为，这种巨额投资平时受市场流动性和政治干扰的影响，机会一旦出现中资不应该太拘泥是否一定抄在底部（事实上无人事先知道），有顾虑可

以在并购价格、方式和条件上作调整，时机不宜错过。

有人指责中资入股美国金融企业，是为美国的疯狂买单。这样做客观上的确有稳定美国金融市场的效果，但本质上是一种财务投资。是资产就有价格，价格合适便有交易。三年前外资趁中国银行业困难，入股上市前的中国银行、建设银行，想必大家仍记得。趁美国今天的困境，中国应该拿出几千亿美元外汇储备，投资于超低价的美国金融企业。而且这种做法要制度化，预留部分资金专在行业危机（如酒店、航空、IT、机械）爆发时，作长线股权投资。巴菲特的大手笔多是在行业危机时低价切入，当较大的股东但极少参与日常运作。

中国不是没有钱，而是钱多为患。拿出几个星期买美国国债的资金，便可以让姓高的和姓摩的投资银行全部改姓中。这样做当然有风险，不过事实证明投资房利美、房地美债券同样有风险，甚至投资美国国债也有风险。美国金融业垮下来，美国国债和美元一定出事。危机中金融股的风险回报率，长远来看远比投资美国国债要大。

资本主义经济有周期性变化，市场也难免潮起潮落。当经济不景气、市场暴跌时，将陷于财困企业的债权转为股权，其实在周期的底部经常发生。笔者所在的瑞士信贷第一波士顿，就是这种债转股模式的结果。第一波士顿无法偿还瑞士



信贷的债务，最终股权易手成为瑞士信贷的子公司。本文所谈的不过是将公司之间的关系，置换到国家层面上。经济好时美国过度消费，中国借贷给它。经济差时，部分债务出现问题，股价变得更具吸引力，于是股权投资成为资本流入的主要载体。笔者看来，在金融业烽火不断、美国政府潜在财政负担激增的今天，以目前的价格买入美国国债与其风险回报根本不成比例。

当风暴平息之后，金融企业投资组合（不排除个别企业破产）的价值一定比现在高许多。但是缓过气来的华盛顿，相信很难忍受自己的大量核心竞争力掌握在中国人手中，监管、立法上的刁难可能出现。中国可以运用法律武器回应，不过择机高价卖出可能更现实、更爽快，所得刚好用在国内的社保开支上。

独生子女政策下，老龄化问题会在十年内开始冲击中国社会。以目前中国的资源很难强化社会保障和医疗保险体系，但是那又是和谐社会的基石。利用目前海外的金融危机和现有的外汇储备，做一轮组合交易是一个可行的选择，也许是必要的选择。

善用外汇储备，为国家的长治久安打下基础，需要大智慧、大勇气。必须打破目前决策机制中“无过便是功”的惰性，必须有无视媒体每天帮忙算浮亏的气度，说到底必须有

对国家和民族的高度责任心。最高层的决策和执行层的努力，缺一不可。在工业革命之后的历史上，中国是一个落后者；在金融市场领域里，中国也是一个落后者。今天，几千亿美元可能换来一个后发优势，可能重新界定中国在国际社会中的地位，但是幸运只青睐懂得抓住机遇的民族。

巴菲特曾将投资比喻为在一群青蛙中找到被巫术变成青蛙的王子。“我们有时能成功地以青蛙的价钱，买入可以轻易识别出来的王子的一部分。”巴菲特以青蛙价，买了一只叫高盛的青蛙王子。

（本文作于2008年10月）