

# 基本面决定美元中长期弱势

亚军

美国现在实行的是扩张的财政政策和极其宽松的货币政策。但积极财政政策带来的需求增长却转化为进口增长,根据美国商务部今年10月14日公布的报告显示,美国8月贸易逆差进一步扩大,其中与最大贸易伙伴中国之间的贸易逆差扩大至280.4亿美元,创历史新高。在国内刺激乏力的情景下,美国政府为了赢得中期政治选举的需要,开始把国内民众的注意力转移到汇率上。

## 汇率战将冲击各国经济

汇率战将使全球经济步入更深的失衡状态。一种情况是,随着全球货币供给量的泛滥,资产价格泡沫和大宗商品价格上涨无法避免,在资产价格和消费者物价上升的冲击下,美国受的冲击是最小的,这是因为其目前通缩威胁的经济局面决定的。而国内已经出现通胀局面的新兴发展中国家,比如中国、印度和巴西,资产泡沫将加剧其经济过热。第二种途径是,通过相对汇率的改变。那些依靠贸易顺差走出危机的发达国家比如德国和日本,则直接受到经济增速再次被拖慢的威胁。同样除美国之外其他国家汇率的升值也将带来更多的资本流入冲击,带动汇率自动进入升值阶段。

货币政策在美国和日本的作用已经大大减弱。美国和日本的基础利率已经非常低,但由于经济中的个人和企业负债率均较高,他们的信用成本较高,严重抑制了货币传导作用。德国目前正在努力控制财政预算,减少政府支出,欧元上半年贬值给其一个喘息的机会,并且利率下降和欧元贬值是德国走向长期国内外平衡的正确途径。现在欧元出现升值压力,持续的欧元

升值必会拖着欧元区进入萧条的经济状况中,引发一系列不良后果。中国施行的是固定汇率制与资本管制,把汇率风险完全集中到了国家政府身上,当然在国内经济稳定和发展保障的前提下外汇储备资产价值的变动可以不予重视。目前中国经济面临顺差和通货膨胀威胁的境况,而由于施行的资本管制,贸易顺差很难通过资本净流出平衡,那么只有通过升值或者改变贸易条件来实现。

从上一轮的货币战争——广场协议来看,效果非常差。日元对美元名义汇率从1985年2月至1988年11月升值111%,但此期间日本对美国的顺差却没有减少,反倒是给日本带来了很大的通缩压力。为了维持国内经济景气,日本大幅降低利率,之后几年出现了大量过剩的资金,刺激了资产泡沫的出现。直到1989年日本政府开始紧缩货币政策,刺破泡沫并进入漫长的停滞泥潭中。

由此可见,汇率在平衡国际收支平衡中并不是起决定性的角色。以此衡量本次货币战争的结果,依然无法给出明确的结论。

## 美国经济形势决定美元弱势

更深层次的国际再平衡,是指美国提高居民储蓄率,减少公共债务,而中国提高居民消费率,依靠内需增长经济。美国改变国际收支赤字局面,走向外部均衡的路径只有紧缩财政支出。而达到平衡目标的政策是什么呢?根据经济理论,紧缩的财政政策和宽松的货币政策是最佳组合。在浮动汇率制下,紧缩财政政策,会减少国内需求,价格下降,有利于贸易条件的改善,增加净出口;宽松的货币政策,会降低汇率,增加净出口和资本流出;但是这种政策短期内会加大失业压力,导致消费者负债率增高,市场通缩。

但如果美国不注重其财政赤字问题,那么未来美国的风险会转移到主权

债务上。到那时美元地位会受到严重侵蚀,通缩风险比目前更为严重。同样如果美国继续维持扩张的财政政策和宽松的货币政策,在去杠杆化结束之后双赤字趋势将延续下去。

未来美元的整体趋势是保持弱势的,这里可以分三个阶段来分析未来美国经济的走势。第一阶段,通过美元贬值来促进出口,等待消费者和投资者的信心恢复,等待居民负债率的下降,直到银行继续放贷,企业开始增加投资。第二阶段,国内需求恢复,政府开始实行宽松的

货币政策和相对紧缩的财政政策,增加税收,财政赤字减少,紧缩的财政政策并没有消退国内需求,美元反弹,但很快达到新的平衡。第三阶段,通胀高企,美国开始转向全面的紧缩,包括紧缩的货币政策和财政政策。如果只是为了控制通胀预期或预防通胀,那么这些紧缩政策都只是适度的,不会妨碍经济增速;如果是恶性通胀,那么紧缩力度会大于经济自身的力量。这时的美元取决于美国与国际之间的利差,美国利差低,美元贬值,美国利差高,美元继续升值。

基金重仓消费股

白酒 乳业 医药 食品饮料

基金

赵乃育/图

财经漫画

基金重仓消费股

基金重仓消费股

基金重仓消费股

基金重仓消费股

基金重仓消费股

## 写在山西证券上市之际(二)

# 山西金融第一股演绎“转承启合”大戏

诚信、稳健、规范、创新、高效——这十个字,是山西证券多年来一直坚持的经营宗旨。正是在这样的理念之下,山西证券近年来演绎的“转、承、启、合”四幕大戏备受业界瞩目。

从2001年仅有两项业务资格,到现在经纪业务、自营业务、投资银行业务、资产管理业务和创新业务全线出击,山西证券正向全国一流券商行列迈进。

翻开山西证券的成长手册,2001年到2006年的发展历程格外引人注目。这5年,可以说是山西证券超常规发展的5年。

2001年底,虽然完成了重组工作,但公司的财务状况不容乐观。数据显示,当时山西证券的实际资本只有8亿多元,其中现金资产不到2亿元。另外,重组初期公司还必须面对一系列由于制度不统一、不健全带来的问题。面对百业待兴的局面,从2001年开始,山西证券开始了图强、改革和发展之路。

5年间,通过一系列努力,山西证券的财务状况明显得到改善,资产质量也不断优化,各项业务有条不紊地展开,盈利能力也在不断加强。

山西证券蛰伏图强的5年,正处中国资本市场最漫长的5年熊市。借综合治理东风,在进行了一系列遗留问题的清理后,2007年7月20日,山西证券在创新类券商中拥有了一席之地,由此开启了新的发展篇章。

成功的背后一定有规范性与创新性的企业管理制度作保障。5年间,山西证券进行了一系列的制度变革,持续优化法人治理结构、建立健全公司章程制度,同时,全面风险管理控制体系也随之建立,为公司“稳健”发展的主旋律打下了基础。

承——各项业务次第推进

经纪业务步入快速发展通道。目前

国内券商的收入构成中,经纪业务仍占据半壁以上的江山,因此业内一直有“经济业务是券商口粮田”的说法。从山西证券2009年度营业收入构成来看,经纪业务收入占到82.57%,2010年上半年由于投行业务的爆发增长,这一比例下降至71.11%,但经纪业务仍是支撑公司业绩的支柱。

2009年10月末,证监会放宽了券商设立营业部的资格条件,带动了全国范围内券商的“跑马圈地”。为进一步提高公司经纪业务市场占有率水平,山西证券也相应调整了营业部布局进行了调整。

目前,山西证券共拥有55家营业网点,其中38家位于山西省内,2007-2009年间,其一直保持省内40%以上的市场占有率。在稳固省内份额的同时,山西证券近年来也在积极向外扩展。目前山西省外证券营业部数量达到17家(其中2家新设营业部已取得设立批复,正在筹建中),均位于我国经济相对发达的地区。经过初步的规划,目前山西证券营业部布局合理,经纪业务市场份额逐步提高。

自营业务追求稳定回报。中国资本市场即将走过20年,这些年股市风云变幻,犹如雾里看花。由于自营业务受证券市场波动的影响最为显著,因而越是跌宕起伏、牛熊交替,越能考验券商自营业务的智慧和含金量。

经过多年的实践,山西证券自营业务在规模控制、资产配置、止盈止损控制等方面形成了一整套规范化运营模式。在稳健的操作原则下,公司自营业务取得了不俗的成绩:即使身处2001年—2005年最漫长的大熊市,行业普遍亏损的情况下,山西证券依然保持了4年盈利。2008年,金融危机开始在全球范围内肆虐,山西证券及时调整了权益类投资规模,很大程度上规避了系统性风险。在当年全国券商自营业务普遍亏损的情况下,山西证券依然实现盈利。2010年上半年,市场进入深度回调,上证综指下跌27%。山西证券再次适时对自营仓位进行了调整,加大了对固定收益类产品的

投资规模,上半年逆市实现投资收益3300万元。

研究业务成长迅速。近几年,公司研究所大力培养、引进专业人才,在基础研究、课题研究、业务支持、研究销售拓展、投研平台建设等方面取得长足进步,煤炭、电力等传统行业的优势地位持续巩固,石油化工、农业和餐饮旅游等行业的市场影响力提升明显。

资管业务实现突破。2010年5月,山西证券第一支集合理财计划“汇通启富1号”启动,标志着山西证券的资产管理业务翻开了崭新的篇章。依托自主开发的基金评价系统,“汇通启富1号”在同期可比的同类产品中,单位收益率始终稳居前三甲。“开门红”的业绩为山西证券资产管理业务奠定了好的开端。

期货业务稳中求进。2007年,公司完成收购重庆大华期货的战略布局。经三年多的融合拓展,大华期货在网点建设、合规管理、内控水平、业务拓展、团队建设等方面均取得显著进步。截至目前,大华期货拥有中金所交易结算会员资格,上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所全权会员资格;网点建设已基本形成全国性战略布局,建立营业部12家;代理交易额、交易量及经纪业务收入逐年递增,增幅远高于行业平均水平,2010年上半年,股指期货成交量达到21.54万手,占中金所份额的0.99%,进

行业前30名。

创新业务富有潜力。山西证券一直注重创新业务的发展,2007年取得创新类券商资格后,进一步加强人员配置、业务研究、制度制定、系统测试及业务培育的投入力度。直投业务资格正在申请之中,代办股份转让签约项目达23个,储备项目近70个,已与中关村、张江、苏州、长沙、沈阳、长春等高新区建立了密切的合作关系。随着国家代办股份转让试点园区的扩大,公司代办股份转让业务有着良好预期。本次募集资金到位后,将全面加快融资融券业务的开展进度。

各项业务稳健推进,公司综合实力大大提高,山西证券进入高速发展通道。

启——投行业务异军突起

2007年10月,山西证券与德意志银行签署了《设立合资证券公司谅解备忘录》,投行业务翻开了新的篇章。随后,经过监管部门审批,2009年7月中德证券正式开业,宣告中国市场上一个新的合资券商诞生。

这个“混血儿”从呱呱坠地开始就显示出非凡的能力。数据显示,从2009年8月取得保荐资格到2010年6月末,不到一年的时间里,中德证券已作为主承销商完成6个IPO项目和3个联席承销债券项目,股票总承销家数列国内合资券

商之首。2010年9月,中德证券投行业务进入高速发展通道,仅9月单月,作为主承销商独立财务顾问,中德证券就已实现5单项目成功过会,预计所有项目今年年内全部发行完毕。

作为国内八家合资券商之一,良好的股东资质使中德证券具有得天独厚的优势。德意志银行是最早进入中国的外资投行之一,拥有丰富的中国市场IPO的经验。借助德意志银行的实力,中德证券在大项目承销方面异军突起。截至目前,在华夏银行次级债、中石油集团企业债、中国工商银行可转债、铁道部债券等大型融资项目中,均担当重要角色。同时在中小型项目承销方面,更是积累了丰富的经验。作为国内投行领域的“新兵”,中德证券在承销中小项目的选择上一直坚持“高质量、高成长型公司”的方针,这使中德证券成为2009年至今承销IPO无破发项目最多的券商,在资本市场上树立了良好的口碑。

在冲刺承销项目的同时,山西证券也在积极推动财务顾问等新兴业务的发展。2007年以来,山西证券财务顾问业务取得突飞猛进的增长,2009年,山西证券为28家客户提供改制、收购兼并、重大资产重组等财务顾问业务,实现收入6310.9万元。

合——竞争优势形成合力

作为一家集经纪业务、投行业务、资产管理业务、期货等业务于一身的证券控股集团,经过不断探索,山西证券已初步形成丰富多元的业务结构和稳健的经营模式。2005年至2009年,公司净利润的复合增长率为123.24%,2007年、2008年、2009年净利润增长率排名均位于行业中等水平之上。

稳健经营是山西证券一直坚持的经营原则,在2008年、2010年上半年全行业自营业务普遍亏损的情况下,公司自营业务以“稳求胜”,逆市实现盈利。

依托区位优势,山西证券经纪业务也在稳步推进中。2007—2009年三年间,山西

证券经纪业务在省内市场占有率稳居山西省第一位。不仅如此,近几年来山西证券已将经纪业务的触角伸向全国其他地区。

在中国经济转型的关键时期,资本市场在资源配置过程中起到重要作用。伴随创业板的推出,我国多层次资本市场体系逐渐建立,未来将有越来越多的高成长性公司将通过不同途径陆续登陆资本市场。目前在中小IPO项目上成绩斐然的中德证券,将会充分发挥优势,有更大作为。同时值得期待的是,国际一流投行的品牌效应将有利于提升中德证券的大型客户开发能力,增强了中德证券在未来获得大项目的能力。另外,中德证券财务顾问业务的优势也会在未来并购重组活跃的市场上发挥作用,拓宽投行业务的收入范围。

在保持“稳健”风格的同时,山西证券也在积极进取,大力发展创新业务,具备良好的成长性、广阔的发展空间。

“转、承、启、合”奏响华丽乐章。稳健的经营风格、良好的成长性、富有竞争力的投资银行业务、显著的成本控制能力以及审慎并持续优化的风险管理体系这五大优势“保驾护航”,山西证券发展前景一片大好。

山西证券近年来在高成长中各种荣誉纷至沓来:2000年被山西省人民政府授予“优秀中介机构”称号,2004年荣获“中国二十家最受尊敬的证券公司”称号,2007年荣获深交所颁发的“2007年度中小企业板优秀保荐机构”称号,2008年荣获证监会颁发的“账户规范工作先进集体”称号,2007年、2008年和2009年连续三年荣获“中国证券市场年会高成长性证券公司”金钥匙奖,2009年荣获“年度最快进步证券经纪奖”和2009年新财富最具潜力研究机构第二名,2010年“汇通启富”荣获中国最佳经纪业务服务品牌新星。

可以预见,即将梦圆“山西金融第一股”的山西证券必将再铸辉煌。

(撰稿:吴婷婷) (企业形象)

经济时评

## 社会保险立法应凸显“公平”

刘英团

十一届全国人大常委会第十七次会议25日第四次审议社会保险法草案。草案规定:社会保险基金不得违规投资运营,不得用于平衡其他政府预算,不得用于兴建、改建办公场所和支付人员经费、运营费用、管理费用,或者违反法律、行政法规规定挪作其他用途。

社会保险法草案进入四审,标志着我国的社会保险制度建设进入制度定型阶段。应该说,社会保险是国家干预社会分配活动的产物,不同的社会保障系统或者项目承担着不同的社会保障责任,解决的是不同的民生与社会问题。实践证明,与国情和民意相悖的社会保障制度,必然解决不好其应当解决的社会问题。

让每个公民都沐浴在社保的阳光之下,这是理性政府的必然追求,也是实现社会公平正义的客观需要。社会保险法的立法宗旨是维护劳动者的社会保障权益,解除劳动者的后顾之忧,促进社会公平、正义与和谐。换言之,社会保险法的实质是劳动者的权益法和福利法。中国人民大学刘俊海教授认为,社会保障立法中最重要的理念的问题,而社会保障立法的重要任务即在于在调整利益关系中实现社会公正”。笔者以为,社会保险立法应该凸显政府责任,着力解决社保的“公平”和“普惠”问题。维护个人在发展过程中的公平,强调打破各种身份限制,公平地对待每个劳动者并保证其实现相应的社会保障权益,避免因职业、身份、地区的不同而导致社会保险待遇差距

过大。惟有如此,公民的社会保险权益才能够真正实现。

从功能上来说,社会保险制度被还称为经济发展的“减震器”和“助推器”。而且,任何社会保障制度,都天然地追求社会公平。但由不公平到公平还是必须要有一个过程,尤其是在我们这个发展不平衡的大国。虽然缩小城乡差距、群体差距,通过制度的整合来逐渐消除不公平性,消除身份差异是一个渐进的过程,但笔者期望这个过程尽可能缩短一些。而且,根据社会保险的“多数法则”,参加社会保险的人数越多,统筹层次越高,保障效率越高,分散基金风险的能力越强。因此,从公平的角度来看,要着力解决公务员与企业职工退休金“双轨制”问题;从普惠的角度来看,当前社保领域存在的平等、不均衡问题,特别是社保覆盖面过窄以及城乡保障水平差距过大问题。最终实现整个社会保障体系的公平的普惠。

全国人大常委会委员、中国人民大学教授郑功成曾经指出,“调节劳资双方的利益关系,解除劳动者的后顾之忧,增进劳动者的福利,让劳动者老有所养、病有所医、工伤有补偿、失业有救助,需要建立完善的社会保障制度”。笔者以为,《社会保险法》是劳动者的保护伞,不能指望它是完美的、万能的,但我们应以科学的眼光从理性的角度设计制度,使法律确实具有可行性,避免法律成为简单的摆设甚至起到阻碍劳动者利益实现的相反效果。

刘英团

刘英团

刘英团

刘英团

刘英团

刘英团

刘英团

刘英团

刘英团

刘英团

刘英团

刘英团

刘英团

刘英团

刘英团

刘英团

刘英团

刘英团