

你看、你看，
资本的脸

齐 平

9月10日，苹果公司发布了新一代手机产品5s和5c。据说“c”的意思，不是cheap（廉价），而是color（色彩）。原本是想给广大果粉点儿“color”看看，结果反倒让资本市场给了点颜色瞧——发布会后，美银、瑞银、瑞信等3家投行齐齐下调苹果公司评级，苹果市值两天之内就蒸发了350多亿美元，还连累中国股市上几只“苹果概念股”跟着惨跌。

这事儿怪不着别人。无论是与正在努力研发数字眼镜、智能手表的小伙伴们相比，还是与以往那个“我们重新定义了手机”的自己相比，苹果这次用“换马甲戏法”展示的，与其说是创新的作品，不如说是创新的缺位。就连刚刚贱卖核心业务而有点灰头土脸的诺基亚也忍不住扑哧一笑：“谢谢苹果，模仿是最好的恭维。”

眼下人们担心的，倒不是苹果有没有抄袭诺基亚的炫丽外壳，而是苹果会不会复制诺基亚的黯淡景况，是所有的创新者能不能逃脱终归平庸的魔咒。

近年来，科技行业的增长越来越体现出破坏性创新驱动的特点，靠一两个产品爆发，又在另一个新产品的冲击下溃败，已是科技公司经常上演的剧情。在这个过程中，商品市场的朝三暮四已属无情，资本市场的喜怒无常更是残酷。作为前任手机界老大，诺基亚市值一度高达1100亿欧元，而如今用50多亿欧元的白菜价把设备与服务部门卖给微软，市场人士依然刻薄地评价：“两只火鸡拼凑成一只雄鹰”的想象空间实在太有限了。

资本市场不缺乏想象力，只是从来不会滥加施舍。和人们看惯的苹果手机一样，资本市场的脸色基本上非黑即白，爱憎分明，中间没什么过渡。在它的评判体系中，一家公司的核心竞争力可能瞬间就变成核心软肋。诺基亚一直勤勉经营，努力在既有产品线上提高效率、控制成本，却被断定为“正确地做事，做已经不正确的事”；当苹果公司收敛了以往激进的颠覆者形象，试图靠稳妥的升级和改进取悦更多用户，也向投资人商业利益靠拢，遭到的依然是市场的当头棒喝。

除了投融资的功能，资本市场更大的用处在于价值发现和风险定价。给出足以覆盖风险的溢价，是资本市场鼓励创新者的独有方式。因此可以理解，营收不过几十亿元的facebook（“脸谱”），可以维持百倍以上的市盈率；而那些在“红海”里挣扎的苦命孩子，个位数的市盈率还有下行空间。和“创新引领者”光环一起失去的，是市场的宽容，一年之内苹果股价从高点的700多美元滑落到不足500美元，以往不成为问题的市场定位、营销方式等等，都成了挑剔的对象。

价值发现是资本市场的最大魅力所在，也是对创业创新的最好回报。纳斯达克市场从鸡犬升天到泡沫破灭、再到真正优秀的公司脱颖而出的大浪淘沙，体现的正是市场在钟摆运动里寻找价值中枢的过程。美国多个新兴产业均能执世界牛耳，离不开有效的资本市场的强大激励。

2013夏季达沃斯论坛将主题设定为“创新，势在必行”。正如国务院总理李克强此前撰文指出，“这指的不仅是技术创新，更重要的是制度创新，坚持改革就是创新”。只有不断推进自身的制度创新，资本市场才能释放应有的改革红利，在助推创新型国家建设中发挥作用。

美量化宽松潮退

谁会被晾在沙滩上

漆 鑫

“若未来经济数据符合预期，将在年内减少购债力度”，伯南克为量化宽松（QE）退出设定了时间表。全球金融市场立刻作出反应，美元走强，而新兴市场股市、债市、汇市则纷纷下挫。此后，随着美国经济复苏力度持续增强，QE退出预期更是不断升温，新兴经济体金融市场跌幅进一步扩大。截至8月底，印度、南非、印尼、巴西等新兴市场国家的股市跌幅基本在10%至20%，货币贬值幅度则在8%至20%。

★以史为鉴 历次美国货币潮水退去都曾引发新兴市场危机

纵观历史，自布雷顿森林体系崩溃，国际货币体系逐步由金本位向美元本位过渡，美元逐步成为最主要的国际储备货币，以及世界流动性的最终来源之后，美国货币政策周期与新兴市场金融动荡的联系就变得愈发紧密。当美国国内经济疲软，美联储推行宽松货币政策之时，美国国内利率的降低促使资金由美国流向收入率相对较高的新兴市场，并催生新兴市场资产泡沫和信贷繁荣；而当美国国内经济复苏，美联储逐步退出宽松货币政策之后，美国国内利率开始抬升，

资金由新兴市场回流美国，新兴市场资产泡沫和信贷繁荣破灭，金融市场动荡和经济衰退随之而来。

上世纪70年代，美联储为应对石油危机对国内经济造成的冲击，一度大幅降息，并促使美元资金大量流向拉美等新兴市场国家，催生了拉美国家的债务泡沫。当美联储随后因国内严重的通货膨胀连续大幅加息之后，拉美债务危机在上世纪80年代初被引爆。而为应对90年代初的经济衰退，美联储再次连续降息，促使资金大量流向当时发展

前景被普遍看好的亚洲新兴经济体，催生了亚洲新兴经济体国内资产价格飙升和信贷繁荣。当美国经济在新经济革命推动下强劲回升，美联储随即提高美国国内利率，之后亚洲金融危机在1997年爆发。

那么，以史为鉴，此次在美国为应对次贷危机连续推出QE，并持续将基准利率压低在接近于零水平长达数年之久后，美联储退出QE预期的不断升温，以及未来货币政策政策的逐步回归常态，会给新兴市场带来新一轮危机吗？

★QE退潮大势所趋 退出节奏和方式会相对缓和

此次美国货币政策转向，是否会造成新兴市场新一轮危机，取决于两方面因素，一方面因素在于美国货币政策转向的节奏与方式。如果美国货币政策快速转向，并且迅速由削减QE购买量过渡到提升基准利率，全球资金将迅速由新兴市场回流美国，新兴市场将面临严峻的流动性冲击；如果美国货币政策转向较慢，新兴市场面临的流动性冲击将相对较小，并且有较充裕的时间进行应对。而美国货币政策转向的节奏与方式，则主要由美国经济复苏力度所决定。

此次国际金融危机之后的复苏过程中，美国经济在发达经济体中可谓一枝独秀，近期更是呈现加速回暖的态势。美国经济稳步复苏，得益于量化宽松、结构调整以及技术革命三方面因素的共同推动，通过改善经济需求面、重构经济供给面，为美国经济稳定复苏奠定了坚实的基础。

从需求面来看，量化宽松、结构调整以及技术革命通过收入效应（就业改善促使居

民可支配收入提升）、财富效应（股票市场上涨、房地产市场企稳回升对家庭财富的正向溢出效应）以及杠杆效应（居民部门去杠杆对其资产负债表的修复）等途径，有效修复并改善了美国居民部门资产负债表，并使得长期以来作为美国经济增长第一支柱的居民消费重现增长活力。

从供给面来看，页岩气的大规模开发与使用，大幅降低了美国能源成本。同时，移动互联、3D打印等新技术的不断推陈出新，推动美国劳动生产率逐步提升，两相结合大幅提升了美国制造业竞争力。美国过往产业空心化严重，经济增长过于依靠虚拟经济发展的局面有望得到实质性改善。

不过，美国经济依然面临一些问题的困扰。首先，美国去杠杆进程并未全部完成。美国居民部门、金融部门和企业部门通过危机后的持续去杠杆，资产负债状况已基本处于合理水平，但是政府债务却在危机救助过程中不断积累，目前已处于历史最高水平。其次，就业恢复依然较为疲弱，失业率仍然

维持在较高水平。未来，就业问题依然会对美国货币政策立场形成牵绊。

在多重因素共同推动下，美国经济未来稳步复苏将是大概率事件。在此背景下，美联储逐步退出已持续数年的货币宽松政策已是大势所趋。然而，考虑到美国当前依然面临政府部门去杠杆，以及失业率依然处于高位等两大问题，美联储在退出宽松货币政策的时点选择上应该会相对谨慎。量化宽松货币政策的退出时点，取决于美国经济复苏状况，尤其是就业市场改善状况。

由于按照美国经济当前的复苏节奏和失业率水平，美国失业率降至6.5%以下水平至少要在2014年年中之后，因此，按照“在失业率降至6.5%以下之前，联邦基金利率仍将长期维持在零至0.25%的低位”的要求，从美联储宣布退出QE，到其开始上调联邦基准利率之间，应会存在1年左右的缓冲期。因此，从总体上看，此次美联储退出宽松货币政策的过程会相对缓和，相应地也给新兴经济体留下更多的调整应对时间。

★新兴市场整体抗冲击能力增强

仍存在局部风险

决定此次美国货币政策转向是否会造成长期新一轮危机的另一方面因素则在于，新兴市场经济体经济金融体系内在缺陷导致的货币错配、期限错配与资产价格泡沫等经济金融体系结构扭曲的严重程度。亚洲金融危机之前，泰国外债余额/国民总收入（GNI）超过200%，其中短期债务占比超过50%，同时股票、房地产等资产价格在大量海外资金流入的推动下大幅上涨，资产价格泡沫明显。亚洲金融危机到来后，泰国成为损失最为惨重的国家。这充分说明了新兴市场内在经济金融体系结构与机制是否稳健合理，对于其在面临外部危机冲击时，是否具

有足够的抗冲击能力，是否能够尽量减少自身损失，具有至关重要的作用。

总体而言，与此前数次新兴市场金融危机爆发时相比，当前多数新兴市场经济体通过借鉴过往经验教训，并采取大力积累外汇储备，降低外债尤其是短期外债比重，转固定汇率制度为浮动汇率制度，以及加强资本管制等多种经济结构调整和金融制度改革措施，其抵抗跨境资本流动冲击的能力已经大大提升。不过，部分新兴市场国家，比如当前受美国退出QE影响较为严重的印度、印尼等国，在2008年至今的全球流动性宽松期间，满足于流动性宽松推动的经济增长成

绩，并未对国内存在的经济结构性问题进行有效调整。经常账户逆差不断增长、信贷繁荣和资产泡沫浮现等易于引发金融风险的结构性问题在这些国家又再度出现。

所以，在此次宽松货币政策退出节奏相对以往会更为缓和，同时多数新兴市场积极吸取此前数次金融危机教训，通过调整经济发展方式，改善国内金融制度等多种途径，有效降低了其外债风险，提升了其金融体系抵御外部冲击能力的背景下，美国退出QE引发如亚洲金融危机般的全局性新兴市场危机的可能性较小，但在部分内部结构性问题较为严重的新兴市场国家仍存在爆发局部危机的风险。

★QE退出对我国经济金融有冲击

但影响有限

由于我国当前经济增长仍保持平稳，并且拥有全球最高的外汇储备和严格的资本管制措施，美国退出QE并不会造成我国金融体系大的风险。但是，在当前全球经济金融高度一体化的大格局下，我国要完全规避美国退出QE对我国宏观经济和金融市场的负面影响也几无可能。

在宏观经济方面，美国退出QE可以通过两个渠道影响我国。其一为流动性渠道。美国退出QE将引发全球资本流向逆转，过往一直支持我国流动性宽松的全球货币环境将不复存在。其二为汇率渠道。美国退出

QE将导致美元升值，而其他新兴经济体货币贬值，在人民币汇率相对缺乏弹性的情况下，将相对降低我国出口部门竞争力。虽然当前在稳增长措施的作用下，我国宏观经济显露出企稳回升之势，但美国退出QE造成负面影响，可能会对我国当前经济企稳回升的稳固性。

在金融市场方面，美国退出QE的负面冲击主要体现在以下几个方面。第一，美国退出QE对我国宏观经济整体形势的负面影响，将使得企业经营和盈利状况承压，企业盈利能力难以出现有效改善，甚至不排除部

分对外依赖程度较高的行业经营状况继续恶化；第二，美国退出QE引发的全球流动性扭转，将改变我国长期以来流动性持续宽松的货币环境，推升无风险利率水平；第三，美国退出QE，将使得投资者风险偏好降低，资金将由高风险市场回流低风险市场。在美国退出QE带来的上述负面冲击下，股票市场由于同时受制于企业盈利能力弱化、无风险利率水平上升和投资者风险偏好降低，受QE退出的冲击最大。与股票市场相比，债券市场主要受到流动性紧张的影响，受QE退出的冲击相对较小。