



简报系列

序列号：BR20071114CH 总第 8 期

全球资本市场的主旋律及其风险

【前言】：2007 年是全球资本市场动荡的一年。美国次贷危机的全面爆发引致全球信贷紧缩，美元持续走软助推石油价格逼近百元大关，美国经济持续放缓给世界经济增长以沉重打击。相形之下，“金砖四国”等新兴经济体仍保持快速增长，特别是中国和印度的强势崛起给世界经济注入了新的增长活力。国际资本也在美元疲软和美国经济放缓的影响下转而大量流向亚洲、南美及东欧等地区。然而由农产品和石油价格上升推动的全球通货膨胀也开始波及并威胁着这些新兴市场。以中国为例，其消费价格指数已经连续三个季度持续上涨，10 月份 CPI 指数更上升到 6.5% 的新高水平。在如此纷繁复杂的宏观环境下，面临众多不确定性因素，全球宏观经济及资本市场未来将走向何方？为此，清华 - 布鲁金斯公共政策研究中心邀请到美国高盛公司合伙人、负责美国投资的首席战略分析师 Abby Joseph Cohen 女士以其对美国现状的研究为主体发表了关于短期内全球资本市场的主旋律及风险的主题演讲。同时受邀的中国投资公司资产配置与战略研究部主管赵海英女士对 Abby 女士的演讲进行了精彩点评。

讲座主题：全球资本市场的主旋律及其风险

主办单位：清华-布鲁金斯公共政策研究中心

时间、地点：2007 年 11 月 14 日，清华大学

主持人：肖耿，清华 - 布鲁金斯公共政策研究中心主任

主讲人：Abby Joseph Cohen，美国高盛公司合伙人

评论人：赵海英，中国投资公司资产配置与战略研究部主管



清华-布鲁金斯公共政策研究中心
BROOKINGS-TSINGHUA CENTER FOR PUBLIC POLICY



BRIEFINGS

SN : BR20071114CH VOLUME8

Themes and Risks for the Global Capital Markets

【Preface】 : Subprime crisis burst out across the board and led to the current global credit squeeze, the weakening US currency boosted the international crude oil price to get close to 100 dollar per barrel, and the slowdown of US economy heavily impacted the global growth, all these amounted to a violent year-2007 of global capital markets. On the other side, the “BRICs”, especially China and India, kept running on a fast growing path, which injected much fresh power into the global growth and absorbed a large part of international investments. However, the inflation pushed by the rise of agricultural products and oil prices has begun to spread to those emerging economies. For instance, China’s CPI has experienced a continuous growth during last three quarters and arrived at a new high level of 6.5% in October. Under such complex economic and financial context, where would the global markets head in future? On invitation of the Brookings-Tsinghua Center for Public Policy, Abby Joseph Cohen, partner of Goldman Sachs, delivered a speech upon the themes and risks for global capital markets in short run mainly based on her study in the present American situation. Meanwhile, Mrs. Haiying ZHAO, head of the Department of Asset Allocation and Strategic Research (DAASR) in China Investment Corporation, gave out an enlightening review on her speech.

TOPIC: “Themes and Risks for the Global Capital Markets”

ORGANIZER: Brookings-Tsinghua Center for Public Policy

TIME & PLACE: November 19, 2007; Tsinghua University, Beijing, China

MODERATOR: Geng XIAO, Director, Brookings-Tsinghua Center for Public Policy

SPEAKER: Abby Joseph Cohen, Chief US investment strategist, Goldman Sachs

REVIEWER: Haiying ZHAO, Head of the DAASR, China Investment Corporation

在动荡的 2007 年年末，展望全球资本市场未来走向是一个充满不确定性的巨大挑战。美国次贷危机的全面爆发将对全球资本市场造成多么深远的影响？美国经济减缓将多大程度上影响全球经济增长？弱势美元政策又将如何影响全球宏观经济基本面？另一方面，“金砖四国”是否能继续维持高速增长以支撑世界经济？世界范围内的新兴资本市场的繁荣又将如何改变全球金融市场版图？

面对众多种种疑问，高盛公司合伙人、负责美国投资的首席战略分析师 Abby Joseph Cohen 女士从其对美国经济和资本市场的研究出发概括了全球市场未来短期内的七个重要主题。同时，来自中国投资公司的资产配置与战略研究部主管赵海英女士对 Abby 的演讲做了精彩点评。

一、美国经济放缓，但不会出现衰退

截止目前，在经过通货膨胀调整之后，美国经济 2007 年的增长速度大约为 4%。虽然与中国等新兴经济体的增速相差甚远，但这已经两倍于日本和欧洲经济增长。然而受次贷危机影响，作为美国经济支柱产业的美国家住房市场现状却令人担忧。根据数据，美国住房市场固定投资额在 2005 年底达到峰值，在 2006 年转为负增长，而预计今明两年的新增住房投资会更会以 15%-16% 的速度下降。加之美国个人消费市场的疲软，与业界普遍观点一样，Abby 女士相信美国的经济增长速度正在放缓，美国 GDP 增长速度在未来几个月内很可能降至 2%。

但 Abby 女士同时认为美国经济增长的来源也在发生改变，美国经济不会出现衰退。

首先，美国出口的强劲增长将抵消住房市场疲软的影响。美国的出口贸易自 2004 年开始出现持续快速增长，在 2006 年增长率达 8.4%，今年仍然维持在 8% 以上。在弱势美元政策的支持下，Abby 女士相信美国的出口在 2008 年将继续保持强劲增长，这将很大程度上缓解住房市场持续低迷对美国整体增长造成的负面影响。

其次，非住房建设支出已经超过住房建设支出并在快速增长。虽然新增住房投资在 2005 年第四季度达到峰值后开始不断下降，但非住房建设支出一直保持着快速增长。非住房建设包括的范围很广，例如各企业为建设工厂、办公楼等，以及政府修建学校、公路等基础设施。自 2003 年以来，美国非住房建设支出以每年 15% 的速度快速增长，目前已经超过住房建设支出。

再次，电脑、通信及半导体设备等高科技行业相对传统工业生产快速增长。根据相关数据可以看出，从 2003 年到目前为止，不包含高科技行业在内的传统工业生产指数基本保持不变，然而电脑、通信及半导体设备生产指数却实现了快速增长，这也为美国能以两倍于欧洲和日本的速度快速增长提供重要来源。

因此，总体来看，Abby女士虽然同意美国经济正在减缓的现状，但同时相信新的增长源泉的出现将继续维持美国经济的增长态势。对于Abby女士关于美国经济的积极看法，赵海英女士也表示欢迎，但在美国经济依赖出口增长方面也表示担忧。赵海英女士认为，美国经济向出口导向型的转变意味着世界其它经济体需要为美国经济提供出口市场，加之美元贬值的影响，世界其他地区的经济增长将很有可能受到冲击。

二、美国通货膨胀长期内将保持一个比较稳定的水平

与中国目前面临的通货膨胀形势不同，美国通货膨胀长期以来都维持并将依旧维持在一个较低水平。Abby女士主要从三方面对此进行了说明。

作为美国商业成本中最为重要的部分，劳动力成本近期已经开始攀升。在制造业，劳动力成本今年年初由降转升，目前增幅接近4%；非金融公司劳动力成本更是从2005年开始上升，到目前为止，年均增幅达3%左右。在美国目前低失业率的背景下，这无疑将刺激美国的商品价格上升。但另一方面Abby女士认为美国劳动生产力近年来的不断提高足以抵消工资和薪酬的增长，相反医疗福利成本的上升才是影响美国和其它发达国家生产成本的关键。最近的经验也表明美国雇主正以适当的速度在提升雇员的医疗等福利水平。

另一方面，虽然很多商品价格，特别是能源和工业原料，不可否认地明年将继续上涨。但与其它发达经济体相似，美国的单位GDP的商品用量（强度）显著低于金砖四国等发展中经济体。与这些国家相比，美国通货膨胀受这些商品价格变动的影响较小。以能源和工业金属价格为例，他们占企业运营总成本的比例在很多其它国家可达20%，甚至40%，而在美国却不到10%。即便二者按预期分别以15%和12%的速度增长，Abby女士仍然认为这对美国商品价格的影响相当有限。

第三，美元持续贬值是否会对美国通货膨胀构成压力呢？理论上，美元贬值必将导致美国进口商品的价格上升，进而对美国消费品价格形成向上的压力。但Abby女士认为，考虑到目前国际市场对美国进口份额的竞争愈发激烈的情况，例如中国生产者正受到来自越南等东南亚地区生产者的挑战，这将很大程度上缓解美元贬值带来的进口商品价格上涨的压力。因此，总体上来说，美国的通货膨胀水平不会受到太大影响，将在长期内保持一个比较稳定的水平。

三、美国公司财务运营绩效显著，劳动生产率大幅上升

通过采用更加保守的会计政策，大部分美国公司近年来都有非常好的财务状况表现，公司运营绩效显著。股本回报率的数据可以给我们一个简单而清晰的认识。美国现在的股本回报率是20%，是日本股本回报率的两倍（日本的回报率为10.2%，这在日本已经是很高的水平，十年前日本的股本回报率还不到4%），也超过包括中国这样的快速增长的新

兴经济体在内的亚洲（除日本）的 15.6%和欧洲地区的 17.2%。除此之外，基于标准普尔 500 指数的公司运营利润自 2002 年以来翻一番、每股股息持续增长、现金余额保持高位等等都昭示着美国公司近年来优秀的运营绩效。

另一方面，各公司对现金余额的愈发合理的运用也给予市场积极信号。数据表明，现金余额正在从支付养老金负债等防御性用途转向投资于公司未来，其中建设新的工厂、聘用新的工人以及为工人配备更先进的设备等成为主要现金流向，同时跨境资本输出、兼并收购和创投等都成为新的流向。

与此同时，从劳动生产率方面来看，整个经济体的增长效率近年来也得到大幅提升。美国在过去的一年里，工人的劳动生产率增长了 4%，这意味着在单个工人生产每小时的产量比原来增加了 4%，这是两倍于欧洲和日本的增长水平。即使考虑到今年美国 2% 的通货膨胀水平的影响，这 4% 的劳动生产率的上升依旧意味着美国的家庭部门会比过去更加富裕。这也符合一般经济学的直觉，即如果一个国家的劳动生产率显著增长，该国的国民收入也将呈现较快增长，人民生活水平也将得到提升。

Abby 女士还简要提到了退休人员医疗问题。在美国，昂贵的医疗费用使退休人员的医疗问题比养老金显得更为突出。而这在有工会成立的公司显得更为严重，仅通用和福特公司就占到全美退休医疗缴费不足的 25%。另一方面，公共部门的退休医疗资金缺口又远高于私营部门。可见，退休人员医疗问题将是一个长期存在的问题，不仅需要公司积极面对，同时对政府来说也是非常紧迫的。

四、美国股市健康运行，其它地区市场也普遍看好

回到股票市场，我们可以发现美国市场从上世纪 90 年代开始到现在已经经历了一个完整的周期。以标准普尔 500 指数为例。

标准普尔 500 指数从 90 年代开始不断走高，在 2000 年早期达到高峰，之后进入了近两年的市场调整期。期间，受“9.11”恐怖袭击、安然公司破产事件及伊拉克战争的爆发的影响，标准普尔 500 指数最低到达 800 点左右。从 2003 年开始，市场逐步从衰退中恢复过来。到目前为止，标准普尔 500 指数已经回到 2000 年时高峰期的水平。

有人认为现在的市场又一次陷入泡沫之中，认为现在的股价过高，但 Abby 女士显然不同意这种看法。

Abby 女士认为美国经济从 2001 年开始发生了很多积极的变化，这至少表现在两个方面。第一，美国经济自 2000 年开始取得了极大规模的增长，美国经济总量现在比原来要高出 25% 至 30%。基于标准普尔 500 指数，市场每股收益相对 1999 年增长了 83.5%，每股现金余额的增长幅度更是达到 120%。第二，目前市场的市盈率处于相对较低的水平。截至昨晚闭市时，市场平均市盈率不到 15 倍，而根据以往的数据，当通货膨胀低于 2.5%

的时候，市场平均市盈率为 18.6%。可见现在的股票市场定价是相对过低的，当然这里隐含假设了美国不会出现衰退。

事实上，在前面谈到的美国经济近期不会出现衰退、劳动生产率大幅上升对美国经济长期的利好还有今年来公司在财务绩效方面的优秀表现的背景下，高盛公司利用风险调整的折现现金流模型对标准普尔 500 指数进行估值后，认为标准普尔 500 指数目前的公允价值应为 1600 点，高出现在实际市场价格 100 点。

对于全球主要地区股市在未来 12 个月内的表现，Abby 女士也简要介绍了高盛公司的看法。根据高盛的预测，美国标准普尔 500 指数 12 月内的远期回报率为 8.4%，而日本东证一部指数的远期回报率将高达 19.1%，相反，摩根士丹利综合除日本外亚洲指数却会有 7.8% 的亏损。

五、全球市场度过平静期，市场由风险忍耐向风险规避转变

Abby 女士认为，在对未来市场有一个基本的判断之后，投资者还必须充分考虑市场波动性的情况。

在过去三、四年间，美国市场表现得异常平静，市场波动性大多数时候维持在 6% 至 10% 之间，而过去几十年当中都在 16% 至 20% 的水平。这种平静不仅局限于美国，全球市场都有类似表现。数据表明截至 2005 年时，美国等发达国家市场仍比同期发展中国家市场表现得更为稳定，然而在 2006 年底至今年 3 月期间，市场波动性情况却出现了有趣的变化，各国市场的波动性都变得非常接近，发展中国家市场也与发达国家市场一样处于一个很低的波动率水平。这说明这段时间里的投资主体认为在世界各国投资都不会有太大的风险差异。同样的情况也不仅仅局限于股票市场，全球债券市场显得异常镇定。

然而，最近市场波动性又急转而上，大约在 25% 至 30% 之间，这甚至超过过去几年间的一般水平。那么这种市场波动性的突然转变意味着什么呢？

市场波动性反映了投资者的紧张程度。当波动率较高时，表明投资者心里处于紧张状态，对市场的未来走向存在众多分歧。此时，投资者更倾向于采取风险规避的态度，除非低质量公司或低评级债券会带来足够高的回报，否则投资者不会愿意冒险。相反，当波动性较低的时候，表明投资者心里是非常镇定的。此时，他们往往会采取风险忍耐的态度而愿意以高价购买一些低质量公司的股票或低评级的公司债券。这与美国市场近年来的实证经验是吻合的。受美国经济衰退、恐怖袭击以及“安然事件”的影响，2001 年的美国债券市场表现非常紧张，公司债与国债利差也大幅上升。而从 2006 年开始，美国债券市场表现异常平静，甚至连众多垃圾债券都享有与国债相同的收益率。抵押债券市场也是如此。由于市场对众多按揭的定价没有充分考虑风险而使之拥有非常不合理的价格，这也正是目前次贷危机问题的源泉所在。

因此，目前市场波动性突然上升体现的是投资者目前对难以把握市场未来走向的焦急情绪，也表明市场主体正在改变从前几年的风险忍耐态度，而转为明显的风险规避。

六、全球资本与商品流动现状

Abby 女士指出，对于企业或投资者来说，在全球经济联系日益密切的今天，了解全球投资环境的现状是做出正确决策的先决条件。美国作为全球最重要的经济体，多年来一直吸引了大量的资本流入。依托美国发达的金融市场，美国成为全球最重要的资金集散地。因此，以美国为枢纽的资本和商品流动情况也成为全球资本及商品流动的缩影。

在资本流动方面，数据表明欧洲一直是美国资本流动的主要对象。2006 年，美国资本境外流动保持了往年一贯的强劲态势，资本流出总额达 2166 亿美元。虽然欧洲仍然是资本流出的主要目的地，但资本流向也出现新的变化，亚太地区已经成为仅次于欧洲的美国境外直接投资对象。资本流入方面，2006 年美国引进直接投资达 1754 亿美元，欧洲仍然作最大的资本提供者为其提供了 1222 亿美元，占近 70%。

再从境外资本在美国投资的资产结构看，境外资本则主要选择了债券投资。根据 2007 年第二季度的数据，在股票方面，美国国内投资者持有了绝大部分，外国仅持有 12.6%，但在公司债和国债方面，外国持有量则分别达 29.1% 和 44.6%。究其原因，主要受高利率及美元坚挺所吸引。若继续细分境外资本对美国国债的投资情况可以发现，日本一直是美国国债的债权人，持有美国国债的 26% 多。而由中美贸易顺差多年积累的巨额美元资产使中国牢牢占据美国国债第二大持有人的位置，持有份额达 17.9%。与此同时，受养老金与“油元”挂钩政策推动，英国对美国国债的投资参与程度也不断提高，以 10.9% 的份额成为第三大持有人。

在商品流动，即国际贸易方面，美国最重要的贸易伙伴仍然是北美和欧盟，分别占美国进口的 26.8% 和 18.1%，占美国出口的 33.6% 和 21.3%。与欧盟进出口贸易情况基本保持稳定增长，美国对欧盟的出口也在 2000 年出现首次增长，并且对欧盟贸易逆差在过去的 12 个月里有所下降。而与中国贸易则表现为进口激增、出口平稳，这导致美国对中国贸易逆差也逐年拉大。最近的 12 个月，美中贸易逆差已经攀升到 2531 亿美元。有趣的是，这些高额逆差实际上最终又重新被投资于美国以美元计价的资产，例如美国国债。

七、企业和投资者的环保意识日益增强

环境问题已经成为一个不可回避的全球性问题，不仅仅从人类生存角度，也从投资决策角度。Abby 女士认为，环保意识已经达到影响金融市场的临界水平。

气候风险投资者网络（Investor Network on Climate Risk, INCR）由一些非常在乎环境保护的投资者组成。截止 2003 年，这些投资者所控制的总资产达 6000 亿美元，虽然相

对整个金融市场的规模，这只是沧海一粟，但到 2008 年该网络再次召开会议之时，其控制的资产预计将会远远超过 4 万亿美元。这种投资群体的壮大无非说明越来越多的投资者希望公司在进行生产的同时必须注重环境保护。

在美国，越来越多的公司也感受到这方面的压力，并纷纷做出正面回应。虽然美国不签署《京都议定书》给全球以美国只顾经济发展而不重视环境问题的印象，但实际上任何一家美国公司，无论在全世界哪个地方进行运营，都接受并遵守《京都议定书》的规定。在美国，已经有 50 个州通过了自己的环境保护法律、法规，其中有很多甚至比《京都议定书》还要严格。各行业的公司也开始主动向投资者传递它们关注环境问题的信息，即使美国的证交所现在并不要求上市公司披露环境相关内容，但一半以上的美国公司都会提供这方面的信息，尤其是在那些被认为会产生严重污染的行业。像炼油、发电或是化工行业，65%-70%的企业都会主动披露与环境相关的信息，它们希望他们的股东知道它们都在为环境保护做出努力。

这种环保意识的增强也蕴藏着企业发展的大好前景，意味着更好的商机。那些能够提供救助环境或者扭转环境污染的技术或产品的企业将受到大量投资者的青睐，有着巨大的成长空间。另一方面，致力于开发新能源的企业，以及由此衍生出的能够利用新能源生产产品的企业也将逐步获得市场地位，具有广阔的投资前景。

但值得指出的是，与发达国家不同，发展中国家在环境保护方面更多时候面临的是挑战，赵海英女士对此补充到。众所周之，发展中国家在能源利用效率方面是远落后于发达国家的。以中国为例，根据 2005 年的数据，中国的能源强度（单位 GDP 消耗的能源）是美国的 4 倍左右，超过日本的 7 倍。这虽然说明中国在能源利用效率方面亟待改善，但同时也表明中国目前的经济发展高度依赖能源供给。而目前这种国际油价不断攀升的情况势必给未来中国经济的稳定发展形成巨大威胁。因此，环保概念的普及对美国等发达国家意味着广阔的投资前景，但以能源、气候等为首的环境问题对中国等新兴经济体经济来说很可能构成成长障碍，甚至是发展瓶颈。

(本文由饶松松编辑整理，肖华、李金迎审校)