

# Opinion

Observer  
上证观察家

中国人需要美国人购买中国进口的廉价制品,而美国人却需要中国人购买美国人将源源不断发出的“海量”国债。这一点,奥巴马新内阁当然一清二楚。而奥巴马新内阁更该清楚的是,政策力量的偶尔拉紧或者放松,如果不是为了对选民的某些声音不得已做出的反应,也就罢了,要是还有想借此从对方手里赚得更多便宜的想法,那就大错特错了。

## 危机彰显中国负责任大国形象

陈宇峰 郑景昕

判断一个国家承不担责任,看看其在全球各种危机中的表现就知道了。

全球金融危机肆虐之际,尽管中国的金融体系由于国内金融机构涉外投资不深所以其受到的直接影响不大,但是国外需求的骤减却已经让对外依存度(进出口总额占GDP的百分比)约为70%的中国实体经济切实感受到了寒意。中国政府经济处于危机过程中时,各国欲通过本国货币的贬值来实现国内产品的国际竞争力是徒劳的”这一历史总结深有体会,所以极少有学者是建议

政府以人民币贬值的方式来保证中国对外贸易的平稳增长。中国政府在国际舞台上也正扮演着抵御贸易保护主义的坚定旗手角色。

只是,中国的“深明大义”并没有让美国的新政府有所体悟,刚上任的奥巴马总统在中美关系问题上是个新手,而新手会在其步入正轨之前,由于政治上的需要也好,或者由于其缺乏经验也罢,极有可能先驶入一个“频繁试错”的轨道。这条奥巴马可能走向的道路,正是克林顿和布希曾经走过,萨科齐正在正在走的路。

国际货币体系的不平等,让华盛顿得以不管是在口头谴责上还是在实际国家利益上占尽便宜。凭借美元的霸权地位,美国早已习惯了在国际金融体系上将自己视为皇帝,对其他国家的汇率政策发号施令。实际上,奥巴马政府之所以“热衷”于创造一个“汇率操纵国”这样的词汇,恰恰是其仗着自身实力超群,在试图通过政治、外交等手段操纵其他国家汇率的表现。

全球化是一种将“世界经济福利蛋糕”做大,但它同时也是加剧全球贫富差距扩大的方式。各自以国家利益最大化为出发点,各国注重的可能不是如何将“世界经济福利蛋糕”做大,而是倾向于如何通过各种手段对现有的“世界经济福利蛋糕”予以瓜分。

全球化情境下,国家与国家之间可以选择对抗也可以选择合作。对抗不利于全球经济从深谷中走出来,不仅如此,各国在经济形势上的恶化极有可能会导致经济领域的延伸到其他领域上的纷争。只有相互合作协调,才能通过把“世界经济福利蛋糕”做大的方式,让各国经济重新繁荣。

互相谴责不是经济学而是政治学,但是在危机中,处于主导地位的是应该是理性、公正的经济学思想,而不是政治上的权力较量与利益计较。不过,世上之事,从来说易行难,哪怕是每一个国家政府都懂得这个道理,我们也不能纯真地期望整个

世界在危机来临时会“凤凰涅槃”似的进入到相互友爱合作的乌托邦里,各国政府在国际舞台上的角色既取决于其国家实力在国际舞台上的地位,也受制于其国内各政治力量的势力均衡点。

显然,各国政府的领导人可以通过从现有“世界经济福利蛋糕”上为本国谋取较大份额的方式来厚其在国内的政治资本。而通过将全球福利蛋糕做大的努力,却非理性、公正的国民而难为也。中国为表现对贸易全球化不遗余力的支持,需要保持汇率不贬值,此举会伤害到中国国内各对外贸易部门的利益,却却是从整个国家大局出发的正确决策。

哈佛大学博士毕业的奥巴马构建了一个不乏诺贝尔奖获得者在内的精英政府内阁,但是内閣权力基础不是精英分子而是普通国民。美国工会和制造业部门是促使奥巴马政府跃跃欲试政治化经济议题操纵人民币汇率的主要政治力量。而这股力量也是推送奥巴马登上白宫权力之巔的主要力量之一。奥巴马政府需要为这力量说话以实现他在竞选期间作出的承诺。但是做承诺容易,履行起来何其难哉!

奥巴马政府不可能不懂得在此经济危机肆虐之际将中国定性为“汇率操纵国”的严重后果。没有中国的参与,美国怎么为其2009年预计额度将近2万亿美元政府赤字融资呢?中国政府在面临国内出口增速下

降造成的经济困境时没有采取贬值人民币的政策就足以体现中国政府对于全球合作解决全球金融危机问题的诚意。

中国高效率的决策体制使得中国政府在应对危机时面临的国内掣肘相对较少,从而无意中在某些必要的经济政策上占得先机。中国政府在此次危机中的果断表现确实可视为是此次全球金融危机下政府作为一个“大手笔”。

事实上,对雄心勃勃的政治家来说,危机正是上帝送给他们建功立业的最好礼物。看看法国总统萨科齐在金融危机后的亢奋表现;英国首相布朗在众议院回答保守党提问时直呼“拯救世界”,我们不难觉察到,作为一个没有历史包袱的美国新总统,奥巴马不可能不将此次危机作为其所宣扬的欲让美国重新领导世界的第一步。

但是,这个步骤不能没有中国的帮助。中国人需要美国人购买从中国进口的廉价制品,而美国人却需要中国人购买美国人将源源不断发出的“海量”国债。这一点,奥巴马新内阁当然是一清二楚的。这是一场势均力敌的比赛,而奥巴马新内阁更应该清楚的是,政策力量的偶尔拉紧或者放松,如果只是为了对选民的某些声音不得已做出的反应,也就罢了,要是还有想借此从对方手里赚得更多便宜的想法,那就大错特错了。

(作者单位:浙江工商大学经济学院)

## 对降息不能有太大预期



桂浩明

不久前,降息潮再度席卷欧美,并且波及了澳洲。这样一来,使得西方主要经济大国基本上都已经实行了超低利率乃至零利率的政策。与此同时,我国国内有关降息的呼声也再度高涨,越来越多的人开始期待在春节之后,央行会再度降息。

的确,我国作为基准利率的一年期存款利率目前是2.25%,这与美国的0-0.25%相比,应该说还是比较高的。另外,我国去年12月的CPI已经回落至1.2%,这也从一个侧面表明降息仍然是有空间的。无疑,如果在今年,特别是在上半年,我国的银行利率继续有所下调是合理的。但是,值得指出的是,降息的空间不可能很大,中国的基准利率也不会与现在欧美国家的水平接轨,人们不能对中国央行实行超低利率抱有太大的预期。同样的,在市场化操作,也应该充分考虑到降息虽然可能,但是空间有限这一点。

突出。与此同时,我国经济能够在世界金融危机中显得相对稳定,并且保持在各大经济体中的最高发展速度,一个很大的原因就在于有着较高的储蓄率,从而在很大程度上为金融体系的稳定创造了条件。显然,高储蓄率既是广大居民的选择,也是经济平稳的基础,同时还是一个最基本的国情。基于这样的实际,继续大幅度压低银行储蓄利率显然是不可取的。一旦实行零利率,现有的经济体系可能会面临极大的冲击,这是难以承受的风险。

另外,从中国经济的运行特点来看,利率作为调控手段,其作用恐怕未必像那些欧美国家那样大。去年一年,CPI从高位急剧回落,严重通胀演变为通缩,这期间并没有提高利率。因此,如果是从着眼于扩大消费的角度来降低利率,效果将是非常有限的。而反过来,中国的企业历来就有投资“饥渴症”,在超低利率的情况下,由于少了成本约束,会极大地助长企业盲目扩张的势头,这也不是我们现在所希望看到的现象。在理论上,利率是资金的成本,超低利率并不能准确地反映资金的真实成本。这种价格的扭曲现象,应该是要竭力予以避免的。

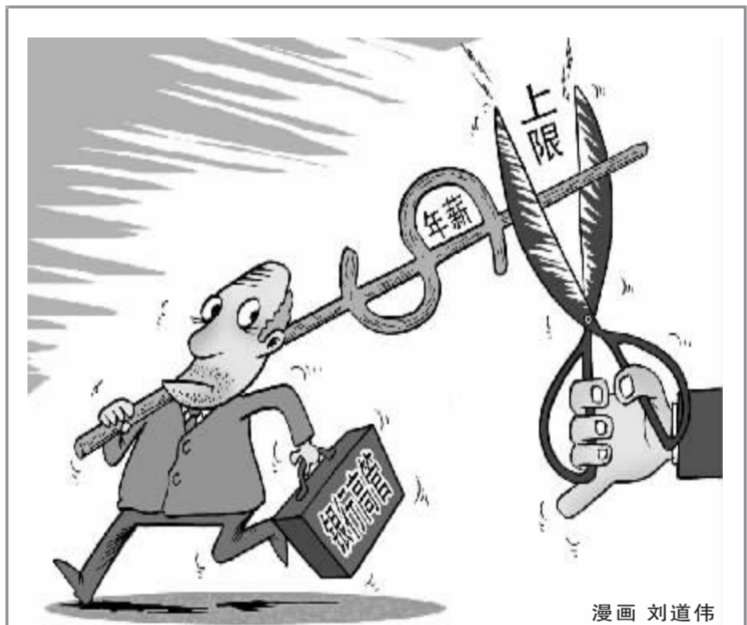
实际上,欧美国家现在实行超低利率乃至零利率政策,多少也是不得已的,是为了挽救其迫在眉睫的金融危机。而真正通过实行这种政策成功地刺激了经济增长的案例,实际上也是非常的有限。日本实行了十年之久的零利率,但是并没有对其经济产生预期中的积极作用。所以,如果从

实际效果评估,中国现在并不需要实行超低利率乃至零利率政策。

这里还需要提出的是,各个国家的基准利率标准是不一样的。前面提到我国是一年期银行储蓄利率,而美国则是银行间的隔夜拆借利率,而其商业银行的存贷款利率都是市场化的,现在一般居民的大额定期储蓄利率在2%左右,这和中国的水平差不多。而如果以中国国内一般打了7折以后的房贷利率来衡量,美国的普通房贷利率实际上比中国要高。所以,在充分考虑具体的国情以后,人们自然也可以发现,中国的基准利率实际上并不存在很大的下调空间。在上一次降息周期中,中国的基准利率曾经下调到1.98%。一般估计,今年降息以后,利率多半也就在这个水平,最多再低0.27个百分点,再往下基本上没有什么空间了。从这个角度而言,笔者认为,现在如果指望不久后央行会再度降息1.08个百分点左右,甚至认为基准利率会下降到0.9%以下,应该说是很不现实的。

毋庸讳言,现在是有不少人预期央行会大幅度降息,不但媒体上有大量这方面的报告,并且在市场操作上也已经把把这个预期体现了出来,在债券市场上反映得尤其强烈。无疑,这是风险很大的事情。一旦降息没有达到预期的水平,那些已经大大透支未来收益的债券必然会面临价值重估。同样地,人们在开展其他方面的投资活动时,对此要有清醒的认识。

(作者系银华万国证券首席分析师)



漫画 刘道伟

## 美国高管薪资限制起步

奥巴马将为接受政府注资的银行和其他企业高管设定今后年薪的上限,旨在维持这些公司的稳定。而美国银行界将面对黄金降落伞的限制,且需提高费用透明度。此外,奥巴马还呼吁所有公共金融机构长期披露高层薪资安排。

Column  
专栏

养老保险改革的第一步,也是改革的切入点,是建立覆盖全社会的,包括9亿多农民的养老保险体系。中央财政的养老保险,要保证所有人享受同等的基本养老保险。养老保险改革的困境表明,某些制度性歧视,已经到了非得彻底改革不可的时候了,克服时艰,信心最重要,而唯有公平才能提供持久的信心。

## 改革养老保险不能降低福利水平



王福重

人社部日前出台事业单位养老保险改革的规定,一石激起千层浪,社会反响强烈。尽管人们解读的角度不同,不过在支持改革这一点上高度一致。有人说,这个改革来得正是时候,我的看法是太迟了,而且切入点也有问题。

社会保障最大的特点有两个,一是强制性。它不同于自愿性的商业保险,企业和个人必须参加;二是普遍性。社会保障是全覆盖的,不允许有漏洞。中国养老保险制度存在的问题,是苦乐不均。

保险制度是分层的,首先不包括农民,其次,机关和事业单位的养老保险完全由财政承担,保障水平较高,虽然其中也不平等,比如地区差距和层级差距都非常显著,但与农民有天壤之别,比企业也好很多。机关和事业单位以外的企业,包括国有企业的职工养老保险,国家财政不再负责,而由企业和个人承担,原则是“社会统筹和个人账户相结合”。

眼下金融危机对中国实体经济

的影响日益显现,最近的消息说有2000多万农民工受经济下滑拖累失业返乡,这些人本来是各自家庭主要的收入来源,他们失业返乡,这些家庭的基本生活可能都将出现困难。人社部官员说,今年的中国就业问题将特别突出。这些问题让隐蔽和拖延已久的社会保障问题显性化了,养老保险是其中之一,这对财政提出了要求。

而此时财政的首要问题是扩大支出,刺激经济增长,问题在于,财政为了由于增长放缓而明显下降,为了避开刺激经济导致过多的赤字,需要清理压缩财政支出。

事业单位的养老保险改革就是在这个财政压力下背景下出台的。据说全国的事业单位120多万个,3000多万人,财政80%的养老保险支出,就是给这3000多万人的。如果能把这部分人的养老保险水平降低一点,对整个财政收支运行的状态改善,无疑是有帮助的。但这个美好的初衷只能只是一厢情愿。

事业单位,为中国所独有。它不是政府部门,却履行着部分政府部门的

的职责,它也不是纯粹的企业,但却有收入渠道,而且改革以来,事业单位员工的工资水平还与单位的创收同涨落。正是因为事业单位是准政府机关,在社会保障上,采取就高不就低,跟机关看齐的做法,由财政完全承担养老保险的支出。

根据试点办法,要统一企业和事业单位的养老制度,一般的估计是,事业单位的养老保险水平,将明显下降,因为目前的企业的养老保险要比事业单位和机关差一大截。

企业的养老保险水平低,一方面是企业没有按规定及时足额上交资金。多年存在的养老保险个人账户的空账,也就是个人账户里没有钱,如果马上就取,根本取不出钱来,因为个人交的钱早就取走。支付给现在已经退休的人了。

这部分欠账和空账的弥补,只能算在财政头上。所以,正确的做法是,财政先补充企业养老保险的空账,解决个人账户的空账,现在正在上班的职工退休,在社保制度保障期内,这是靠征收统一的社会保险费解决的,随着出生高峰期的人退休,问题

滚雪球似的,将越来越严重,后果殊难料想。而且,社保资金已经积累了大量资金,号称保值增值能力很强,在股市上表现就很抢眼,补充养老保险金,完全有可能。

所以,一些专家要反问,凭什么要降低事业单位的养老水平,跟低水平看齐,为什么不能反过来说,企业要按规矩办事,把养老金提高到事业单位的水平呢?让几千万福利下降的改革,能叫真正的改革吗?经济增长的目的不是满足不断增长的物质生活水平吗?

改革是必要的,但是,养老保险改革的第一步,也是改革的切入点,是建立覆盖全社会的,包括9亿多农民的养老保险体系。这个任务属于中央财政,中央财政的养老保险,要保证所有人享受同等的基本养老保险。区分企业、机关和事业单位,实行不同的养老保险制度,是不公平的。养老是个公平的底线,不管你原来的工作待遇如何,最后要获得同样的基本养老金。在社保制度保障期内,这是靠征收统一的社会保险费解决的,相当于我国企业和个人交纳的费用。

既然大家都是纳税人,为什么不能享有同等的养老待遇?

养老保险制度改革,涉及多个政府部门,也许动机关的奶酪难度太大,而拿自己开刀也很不习惯,所以,就从事业单位着手,毕竟,它不是正儿八经的机关,虽则人多,但是势单力薄,阻力小,除了广东的一些大学教授嚷嚷着要提前退休,不见有什么大动静。

其实,既解决财政压力,又解决养老保险资金来源的办法很简单。第一,压缩诸如“三公”之类的开支,可以省出几千亿;第二,把没有政府职能但享受财政拨款的单位,比如各种学会、协会、招待所、文体部门、文化出版、机关高校的后勤部门等,它们不履行公共服务职能,也应该可以完全市场化,财政的这大笔冤枉钱,也可以用于养老保险等社保支出。

改革三十年,很多政策开始出现边际效用递减效应,养老保险改革的困境表明,某些制度性歧视,已经到了非彻底改革不可的时候了。克服时艰,信心最重要,而唯有公平才能提供持久的信心。

■争鸣

## 优先股方案难获大小非支持

◎皮海洲

熊锦秋君2月3日上《上海证券报》刊发了一篇题为《用优先股化解大小非难题大有可为》的文章,称将大小非转化为优先股是可行思路。

平心而论,笔者是非常赞成“用优先股化解大小非”的思路的。如果真能将大小非转化为优先股,那么困扰A股市场的大小非问题就迎刃而解了。不仅如此,正如熊文所述的那样,如果将一些公司的大非全部或部分转化为优先股,使国有持股在公司普通股分布格局中只占从属地位,将有利于上市公司建立真正意义上的公司治理架构,也将最大限度铲除内部人的滋生土壤。

但问题是,“用优先股化解大小非”的思路很难获得大小非的支持,如果得不到大小非的支持,那么,熊君的这个思路就不能得到采纳与实施。只要大小非不同意,根本就没有任何力量可以强制将大小非转化为优先股。更何况,这里还涉及股改契约问题。自2005年以来,沪深股市进行了全面的股改,大小非向流通股股东支付了相应的对价,因此而获得了大小非上市流通的权利。如果要将大小非转化为优先股,此举不仅有违当初的股改契约,而且股改时大小非向流通股股东支付的对价该如何善后又成了一个无解问题。

“用优先股化解大小非”的思路之所以很难获得大小非的支持,首先涉及一个利益问题。尽管优先股具有收益稳定、股息分派优先、剩余资产分配优先、投资风险小等优势,是稳健型大额投资者理想的投资品种,但它却未必是大小非们青睐的投资对象。因为优先股的收益主要来自股息,尽管优先股的股息率通常都不低,有的甚至达到了10%。但对于大小非来说,这样的收益水平是没有任何吸引力的,因为大小非持股成本低廉的缘故,一旦大小非上市流通,少则可以获取几倍的收益,多则可以获取几十倍甚至上百倍的收益。这样的收益水平,相当于优先股持股几十年,甚至上百年的水平。换一句话说,持有优先股,投资者只是获得一个具有投资价值的投资品种而已;而持有大小非,投资者则有有望获得暴利。面对如此悬殊的利益差距,大小非怎么会愿意转化为优先股?大小非如果真愿意转化为优先股,那还不如股改时同意多向公众投资者支付一些对价呢,即便是将大小非股份转让一半给公众投资者,那也强过把大小非转为优先股。

其次,“用优先股化解大小非”的思路之所以很难获得大小非的支持,还存在着一个上市公司的控股权问题。回想上市公司股改之时,一些大股东尤其是国有控股股东,之所以不愿意向流通股股东支付更多的对价,其中一个很重要的理由就是要保持对上市公司的控股权。而如果将大小非转化为优先股,根据规定,优先股是没有表决权的——除非涉及优先股赎回等特别议案。没有了表决权,就不能在上市公司里说了算,这是控股股东一万个、一万个都不会答应的。

正是基于上述分析,笔者估计,用优先股来化解大小非的思路是行不通的,解决大小非问题还必须寻找另外的途径。当然,这并不意味着优先股的推出毫无价值可言。实际上,从投资的角度来看,优先股还是很适合那些不愿意承担太多风险,也不需要行使表决权,但却能够获得稳定收益的投资者。因此,在新股发行的时候,如果能够发行一部分优先股供投资者来选择,这可以更好地满足不同层次投资者的需要,这也正是优先股发行的意义所在,在满足上市公司融资要求的同时,也为投资者提供一个收益稳定的投资品种。

## 保护主义将是经济复苏的重大障碍

◎周子勤

自由贸易与保护主义之争,几乎延续了人类的整个贸易历史,但相关的争论仍然历久弥新。过去,中国总是不断被指责市场开放与自由化不够,即使在中国加入WTO,大幅开放市场之后,这种指责也一直未曾停止过。

然而,现在情况正在发生变化。当中国的经济规模发展到一定程度,开始大规模走向国际市场时,却发现不得不面临一种新的保护主义,而这新一轮保护主义的主要推动者正是发达的工业化国家。

笔者观察到,此轮全球低迷和国际贸易衰退正在引发新的贸易保护主义。1月28日,美国众议院通过的经济刺激计划的一项附加条款规定,部分救援资金只能“购买美国货”,任何基础设施项目要获得刺激的资金支持,所使用钢铁产品必须为美国生产。此言一出,全球哗然,欧洲、加拿大等国已做出强烈回应,表示要以牙还牙,墨西哥则威胁要禁止从美国进口部分肉类制品。俄罗斯也提高汽车进口关税,印尼要求衣物、鞋类和电器产品的进口须取得特殊许可……自1986年乌拉圭回合谈判启动以来,经过20多年的努力,世界平均关税水平已从26%降至2007年的8.8%。但如果顶不住这一次危机的压力,各国政府以邻为壑,那么全世界多年来的集体努力可能付诸东流。国际粮食政策研究所(IFPRI)的一份报告指出,若主要经济体将目前实际执行的关税水平升至WTO允许的约束水平,则全球贸易额将锐减7.7%。如果一直作为全球经济增长引擎的国际贸易巨幅萎缩,全球经济的复苏恐将遥遥无期。

值得注意的是,保护主义并不仅仅在贸易领域兴风作浪。《香港文汇报》的消息称,法国、希腊和冰岛等欧洲国家针对经济问题的示威蔓延至英国,法资石油公司道达尔(TOTAL)与意大利IREM公司达成价值2亿欧元扩建英国一炼油厂的协议,引入来自意大利和葡萄牙的约100名劳工,英国工人认为被抢饭碗,约千名当地工人厂房外聚集抗议,高举“英国的工作是属于英国工人”的标语。英国多地有超过19间炼油厂和发电站的人员响应该工。有工党议员警告,可能爆发大规模的劳资纠纷,造成社会动荡。除英国外,欧洲多国近日有连串示威,法国民众要求政府应该尽力保障工人饭碗,对此法国财长拉加德说:“我们面临两大危机,一是社会动荡,二是保护主义危机。”

金融保护主义也成了全球经济复苏的最新隐忧。政府官员和商界领袖纷纷警告,全球衰退可能导致跨国借贷大幅减少,何况各国还可以通过经济刺激计划,为本国企业提供更多补贴。《华尔街日报》说,当前最显著的例证是,今年流向新兴市场的私人资本投资,预计比2007年锐减82%。国际金融研究一项调查显示,在中、东欧新兴国家,今年的私人资本流入,预计仅得300亿美元,较去年下降2540亿美元。英国《金融时报》称,受资本流动不断下降影响最大的是欧洲新兴地区。2007年,仅这一地区就将占到了新兴世界外债需求总额的近50%。更糟糕的是,其中差不多半数外债来自于西方银行,而如今这些银行自身也问题重重。仅此一点,就说明该地区今年将很难吸引到所需的1170亿美元资金。该地区大部分国家曾由援助保护全球化。而如今,它们正体味到国际资本流动是何等的薄情寡义。

这些现象反映了中国必须面临的一种新挑战——当中国刚刚开始大规模“走出去”的时候,全球正在酝酿新一轮保护主义格局!这个问题看似平常,但对于中国发展的国际环境,影响颇大。对此,中国应提早做好准备。