

# Opinion · column

## Forum

### 上证论坛

“债转股”，非但不是中国所持美国国债的避险与增值出路，反而很可能使我国面临更大损失，进而陷入另一种困境。面临巨额外汇储备，中国要做的，还是致力于调整经济增长结构，适时购进战略物资，坚持人民币国际化进程，以逐步缓解中美结构性矛盾，并谋求建立具体可行的补偿机制，以保证我国投资美国国债的安全，使持有美国国债成为中美关系的“稳定器”。

# 究竟靠什么化解中国所持美债风险

◎郭田勇 乔吉娜

在穆迪公司对美、英国债评级发出面临下调风险的警告之后，增持美国国债的风险越来越大。而有关美国国债的消化方式的热议也随之热了起来。其实，早在今年6月，国内已有“债转股”的动议，并将之视作化解美国国债危机的良策。近期，这项建议得到了美国前总统克林顿的热烈响应，并愿意由旗下的“总统基金”具体实施，使得这一事件引起国内外各方瞩目。不过，笔者认为，尽管继续增持美国国债未必符合我国的切身利益，但这并不意味着可以对存量美国国债进行“债转股”，或者说，“债转股”绝非中国所持美国国债的避险与增值出路。

首先，自《2007年外国投资和国家安全法》开始，美国投资保护主义势头大盛。起初，外资机构并购美国公司股权时，并购股权比例超过10%，需提交美国外国投资委员会审查。而在新规定中，外国投资美国敏感资产如果涉及“控制权变更”，不管股份比例多少，该委员会便可启动国家安全调查，从而给美国外国投资委员会预留“过多的解释空间”和“过大的权限”。因此，即便“债转股”，我们恐怕也只能让美国牵着鼻子走，投资一些无科技含量、无发展前景、不具优势的产业，会有“双赢”么？

其次，“债转股”本身就存在着不可忽略的巨大风险。避开美国对外国入境投资准入的高门槛不谈，与债权尚有约

定的收益保障不同，股权既没有到期日，收益亦无保障。如果入股公司破产清偿，中国不但无利可获，更将从债权人变成债务人，承担连带责任；即便日后美国股市上涨，中国政府被准许出售股票收回美元，巨量股票抛售引起的股市大跌，不仅可能令中国政府成为众矢之的，大跌后的股票更有可能使中国政府血本无归，反而使美国免除偿债义务，坐收渔利。因此，在金融危机与美元贬值的双重挤压下，中国应该做的，应是要求美国政府对所持美国国债提供担保，保障中国债权的受偿额度，切不可主动放弃对债务的要求权。

此外，外汇储备投资方向始终应基于安全性和流动性的考虑，投资美国国债，实因并未找到更安全、更适宜外国投资的品种。若中美“债转股”，将直接指向我国美元外汇储备的安全性与流动性，从而使外汇储备既不能对冲资本全球化的风险，也不能用来购买我国经济发展所必需的各种资源，这对中国的长期发展极其不利。

我国购买并持有美国国债，并不是因为国债是最好的保值手段，而是为了保持相当的安全性及流动性。为了保出口，保经济增长。而巨额的贸易顺差，也是源于美国对高科技产品出口的限制。可见，高额外汇储备与美国国债主要源于中美结构性矛盾。如果此时顾左右而言其他，一味“债转股”，只能使中国陷入另一种困境。因此，面临美国国债，我们还应致力于调整中国经济增长结

构，适时购进战略物资，坚持人民币国际化进程，以逐步缓解中美结构性矛盾，并要求建立一个具体可行的补偿机制以保证我国投资美国国债的安全，使持有美国国债成为中美关系的“稳定器”。

其一，旧国债的解套不应操之过急。急剧减持美国国债并非中国的最佳选择，在经济上唇齿相依的中美两国，在某种意义上也是一损俱损。从这一层面来看，我国所持有的巨额美国国债和机构债券非但不能轻动，在必要的时候，还需要对其施以援手，促使全球经济早日走出衰退的泥潭，从而也为自己争取更好的外部发展环境。所以，我国外汇储备在存量上变动的空间不大，只能在增量和结构上稍作调整，如减少外汇储备

增量，基于风险考虑减持短债长债，将美元资产转换成欧元、日元与英镑等外币资产。

其二，扩大内需仍是我国缓解中美结构性矛盾的发力点。长期以来，我国消费、投资和出口的结构关系极不平衡，这也是造成我国大量外汇储备的原因之一。无论从控制高额外汇储备来看，抑或从调整中国经济增长结构而言，刺激内需对于我国都至关重要。对此，收入分配机制、社会保障体系等多方面的配合，居相对收入提高、消费环境的建设、农村消费市场的开发与完善都应为长期扩大消费的着力点。

其三，缓解外汇储备规模过大的境况，还应逐步推进人民币国际化进程。推

进人民币国际化，鼓励人民币流出，既能缓解人民币升值压力，又可减少中国对美元等其他国际储备货币的需求，从而有助于缓解高额外汇储备的压力。笔者以为，当前应着力完善金融体系，提高监管水平，建立有效的风险防范机制，以稳定的宏观环境和强大的经济实力作为一。无论从控制高额外汇储备来看，抑或从调整中国经济增长结构而言，刺激内需对于我国都至关重要。对此，收入分配机制、社会保障体系等多方面的配合，居相对收入提高、消费环境的建设、农村消费市场的开发与完善都应为长期扩大消费的着力点。

其三，缓解外汇储备规模过大的境况，还应逐步推进人民币国际化进程。推

## “中国模式”包含了些什么？

◎胡飞雪

成功的“中国道路”和“发展模式”是什么？30年来中国经济持续增长的根本原因是什么？不同的人有不同的定义、表述和解释，仔细揣摩，大多数人，包括中国一流的经济学家，都没有说到点子上，有些外行的侃侃而谈甚至流于肤浅、失于蛮诞，故有必要讨论一下。

回顾中国近代史，尤其新中国成立六十年来演变史以及最近30年的发展史，笔者只能得出如下的结论：中国近现代史，就是在“三千年未有之大变局”下，被动或主动地，错误或正确地融入全球化进程的历史，融入得不好，与国际社会尤其是世界发达国家的关系就会在低位徘徊，经济就会在潜在增长率之下运行，或陷于缓滞状态，甚或倒退负增长；融入得好，与国际社会尤其是发达国家的关系处于良好正常状态，中国就会赢得大好发展机遇，就能充分地利用全球资源，经济就会处于向上通道。

上世纪50年代，中国虽然遭受西方封锁，但因与苏联处于蜜月期，得到了前苏联大手笔援助，故第一个五年计划仍能取得相当不错的成绩；1979年中美建交，与中国经济走上牛市长途，发生在同一年，这不是巧合偶然，两者存在因果关系。30年来一系列的史实反复证明，成功的“中国道路”和有效的“发展模式”，与中外关系行情的向上攀升存在着至为密切的关系；1982年，中国人口达到700万，这与大唐开元盛世时的水平相当；1980年代前半段，中国纺织品出口逐年大幅增长，这促使中国进一步融入世界，1986年，中国正式申请恢复进入关税及贸易总协定，2001年，中国成为WTO正式成员后，中国外贸出口连续六年保持大幅增长，今天中国逾两万亿美元的外汇储备大多是在中国加入WTO后赚得的。

在表述“中国道路”、解读30年来之“发展模式”的时候，国人应该实事求是，尊重历史，正视现实。笔者以为当年梁启超先生之“三个中国论”仍有必要重温一下。在全球化的大背景下，梁先生之“世界之中国”似应被置于最高位，由此摆定“亚洲之中国”、“中国之中国”、“世界之中国”的关系。中国人应该多多强调自己是国际社会之一员，强调中国道路就是走全球化之路，中国的发展模式就是与世界合作，与世界自由贸易，公平买卖，与世界和平相处，与世界和谐发展。万物皆备于我，天地与我为一，世界资源（包括物质资源和文化思想科学资源）远比中国本土丰富，国人不必拘泥，凝滞于那些可用的资源原存、原创于哪里，只要它于我有利，我们就大方地拿来为我所用，不必去刻意追求“中国式话语体系”，也不要苛求是不是“中国文化本有的概念”。

笔者认为当年梁启超先生之“三个中国论”仍有必要重温一下。在全球化的大背景下，梁先生之“世界之中国”似应被置于最高位，由此摆定“亚洲之中国”、“中国之中国”、“世界之中国”的关系。中国人应该多多强调自己是国际社会之一员，强调中国道路就是走全球化之路，中国的发展模式就是与世界合作，与世界自由贸易，公平买卖，与世界和平相处，与世界和谐发展。万物皆备于我，天地与我为一，世界资源（包括物质资源和文化思想科学资源）远比中国本土丰富，国人不必拘泥，凝滞于那些可用的资源原存、原创于哪里，只要它于我有利，我们就大方地拿来为我所用，不必去刻意追求“中国式话语体系”，也不要苛求是不是“中国文化本有的概念”。

笔者认为当年梁启超先生之“三个中国论”仍有必要重温一下。在全球化的大背景下，梁先生之“世界之中国”似应被置于最高位，由此摆定“亚洲之中国”、“中国之中国”、“世界之中国”的关系。中国人应该多多强调自己是国际社会之一员，强调中国道路就是走全球化之路，中国的发展模式就是与世界合作，与世界自由贸易，公平买卖，与世界和平相处，与世界和谐发展。万物皆备于我，天地与我为一，世界资源（包括物质资源和文化思想科学资源）远比中国本土丰富，国人不必拘泥，凝滞于那些可用的资源原存、原创于哪里，只要它于我有利，我们就大方地拿来为我所用，不必去刻意追求“中国式话语体系”，也不要苛求是不是“中国文化本有的概念”。



## 股市骗子竟收“诚信金”

凡是股民，几乎都接到过推荐涨停股票的短信或者建议你入会的电话，不胜其烦。现在，非法证券咨询也在“与时俱进”，交了会员费后还不够，还要缴纳“诚信保证金”，以保证他们所提供的内幕消息不被泄露。只要谁有侥幸心理，就难逃其骗了。 漫画 刘道伟

■专栏·主持 沈飞雪

## 真正的危险在于财富路径扭曲



在这个财富喧嚣、快钱意识泛滥的时代，传统工业由于边际利润率日益递减越来越成为市场的弃儿；曾经的工业新宠——高科技产业，也由于其高投入高风险而使部分工业资本家逐渐对其失去兴趣；甚至作为战略性新兴产业的新能源等，也由于金融资本的深度介入而面临自身价值链的扭曲。放眼全球，无论是财经领袖、厂商还是普通市场主体，其思想意识普遍弥漫着对财富的渴望。

就迪拜危机的标本意义来看，这场发生在新经济体的金融危机，本质上是财富模式与财富观念的危机。自从300余年前，威廉·配第提出“土地是财富之母，劳动是财富之父”以来，财富观念和财富模式一直为欧美所定义。在工业化初期，80%的财富来源于劳动和土地，劳动和自然物质共同构成使用价值的源泉；而劳动者的劳动是创造价值的唯一源泉。资本的重要性在于为劳动创造条件。工业革命不仅改变了生产方式，而且带来了财富模式与财富观念的革命。资本运作日益成为创造财富的主要形式。大约80%的财富来源于市场主体所控制的资产溢价。于是流动性大小成为衡量财富增值水平的重要指标。尤其到了上世纪九十年代，当虚拟经济大行其道时，世界财富观念更演变成对金融资产追逐。实体经济和货币、股票以及债券共同构成了财富的四大生态。金融作为现代经济的核心，在财富增值中的作用被无限放大。不过，金融投资终究只是为劳动创造条件，本身并不创造价值。但在唯利是图的某些市场主体眼里，这却成为创造市场价值

的最优和最快的方式。难怪西方学者阿尔贝尔一针见血地警告：“资本主义越是成为短期财富的创造者，就越会成为长期社会价值的破坏者”。回顾30年来美国经济发展历史，在以美元为中心的支付体系和无休止的金融创新的羽翼与支撑下，极度繁荣的美国金融业在缔造了令人瞠目结舌的财富繁殖速度的同时，也把本应是经济发展最扎实根基的实体经济挤到了一边。以至于华尔街的金融寡头和美国政府的经济高官认为，仅靠金融资本就足以统领全球经济。特别是在金融自由化的号角下，以高盛、摩根士丹利、花旗为代表的金融机构不断扩充实力，金融衍生产品层出不穷。全球衍生金融产品的市值一度高达600万亿美元，为全球年GDP的12倍。虚拟经济的极度膨胀不仅是诱发全球性经济与金融危机的“堰塞湖”，而且大大扭曲了整个世界的财富路径。

迪拜就是深受美欧财富观念与财富模式影响的中东样本。迪拜本身不像阿布扎比拥有雄厚的石油产业，但雄心勃勃的迪拜决策。但是，只要是泡沫，迟早要破灭。20年前不可一世的日本，其泡沫经济破灭的教训，理应值得中国时时引以为镜鉴。“失去的十年”、“失去的二十年”这样的高昂代价，我们无论如何是担负不起的。

笔者一点也不怀疑金融与产业革命结合所产生的巨大财富效应。只是金融一旦手段了实体经济，投机便成为致富的主要手段，社会财富结构势必严重失衡，整个国家也将处于系统性风险爆发的临界点。因此，作为负有“守夜人”职责的政府，任何时候都不能忽视实体经济的发展。

（作者系上海外国语大学东方管理研究中心副主任、经济学博士）

的是以“金砖四国”为代表的新经济体的财富观念和财富模式，也不同程度发生了扭曲。本来，在这些国家的财富结构中，实体经济比重较大，但近十年来，随着资本市场的快速发展，财富生态发生了巨变。以股市和楼市为代表的资产价格迅速膨胀，经济发展步履维艰的迹象越来越明显。在中国，建立强大的资本市场固然是经济全面崛起的题中之意，房地产的蓬勃发展也构成了经济繁荣的重要支点。但作为一个尚未完成工业化的新兴经济体，如果在实体经济基础不很巩固的情况下就将经济发展的着力点放在服务经济层面上，将更多的经济资源与要素投入到易受国际市场影响与国际资本控制的金融与其他服务产业中，尽管会带来短期财富快速增长的表象繁荣，但潜藏的系统性金融风险，一点也不能忽视。如今，在投机盛行的房地产行业，市场秩序已被破坏，部分既得利益者在攫取巨额财富后正利用政府对房地产泡沫可能破灭的顾虑直接或间接绑架政府决策。但是，只要是泡沫，迟早要破灭。20年前不可一世的日本，其泡沫经济破灭的教训，理应值得中国时时引以为镜鉴。“失去的十年”、“失去的二十年”这样的高昂代价，我们无论如何是担负不起的。

笔者一点也不怀疑金融与产业革命结合所产生的巨大财富效应。只是金融一旦手段了实体经济，投机便成为致富的主要手段，社会财富结构势必严重失衡，整个国家也将处于系统性风险爆发的临界点。因此，作为负有“守夜人”职责的政府，任何时候都不能忽视实体经济的发展。

（作者系上海外国语大学东方管理研究中心副主任、经济学博士）

## 消费潮流善变、多变、快变溯源

——经济学的心理学传统之十



早些年北京市面上的饮食很贫乏，除了一些老北京小吃，就是东北菜和鲁菜，一些其他地方的菜系大多只能在各地驻京办或者一些特定饭店才能品尝到。按照凯恩斯的消费理论，因为北京居民多为北方人，其饮食偏好取决于北方人的习性，不容易改变，所以产生了那时的饭馆格局。随着北京人的收入上升，无论是出于凯恩斯的当期收入上升，还是出于弗里德曼的持久收入上升，北京人的饮食收入仅仅体现在消费水平上，而不体现在消费口味的变化上。凯恩斯强调消费口味的社会性，相对比较稳定。而弗里德曼就不考虑消费口味问题。可是如果两位大师看到这些年北京饮食市场的变化，怕要大跌眼镜了。老北京人的口味越来越趋绿色化，鲁菜似乎也小众化，满大街流行的居然是川菜和湘菜！

如果是在北京的南方人好吃辣，情有可原。问题在于，饭馆里地道的北京人，甚至老北京人，也在挥汗如雨地辣并快乐着，还真是奇观了。不仅如此，什么麻辣小龙虾、烤鱼、变态辣烤翅之类的也一波接一波地流行。这大概是在挑战凯恩斯的了：谁说消费习惯和消费不能改变？看看北京人的饮食流行色，变得多快啊。显然，即使以凯恩斯、弗里德曼的睿智和远见，也不见得真正准确理解了人们的消费行为。

当然并不是说就没有其他经济学家认识到消费行为的一些特殊性。凡勃伦在其名著《有闲阶级论》中，就提到了“炫耀性消费”的理论，很多人消费某些物品，无非是向其他人炫耀而已。这种炫耀动机受他人影响，并且会经常变化。奢侈品领域尤其如此，名车的性能未必就比一般的汽车好，但有些人就喜欢买辆奔驰、宝马或者法拉利来显示自己的地位。我们也经常看到一些人喜欢脖子上挂一根很粗的金项链，弄个金属棍在脸上，这舒服么？无非是炫耀一下而已。并不是有钱人才会炫耀，很多工薪阶层也喜欢炫耀，甚至炫耀更多。一只手五个手指，都恨不能戴六个戒指；花几个月薪水弄一身名牌还舍不得换，如此等等。整个消费

模式和经济学中理性经济人的预测完全不一致。可能有人会说，炫耀性消费也是满足效用最大化目标的呀？如果仔细分析，其实不对。炫耀性消费的人，只是自认为自己的炫耀得到别人认可了，而实际上别人要么直接忽略，要么鄙视和不屑，说白了谁也没把这当回事。那么炫耀有何效用增进？只有在炫耀时，周围的人表示羡慕，这时你的虚荣心才会得到实在的满足，效用才会有实在的增加。所以，看似炫耀性消费似乎也能带来满足，但那大多是画饼充饥而已。这就意味着炫耀性消费并不符合理性经济人的消费决策。

那么如何理解这种炫耀性消费的普遍性？有一位经济学家后来提出了一种理论，可以很好地解释这种消费行为。哈佛大学经济学教授、并曾任哈佛经济系主任的杜森贝里，实在缺乏名气，甚至在标准的教科书中，他的贡献还经常被遗忘。但他提出的消费相对论，实际上是对早期消费理论的巨大发展，而且还是正确的发展。杜森贝里的消费理论告诉我们，一个人的消费其实受到其他人消费的影响！这是消费相对论的核心，也是理解现实消费行为的钥匙。

让我们用这个理论来理解北京的饮食市场吧。当一些年轻人开始尝试新鲜事物，无论是寿司刺激还是图新鲜，川菜逐步走进其饮食的选择范围。品尝之下，感觉很美，于是开始交口称赞。周围的人一看，川菜可以吃得如此high，便也开始尝试，于是川菜就渐渐流行起来。这种消费者之间的相互影响是导致消费习惯改变的关键。而凯恩斯和弗里德曼等大师都忽视了这种相互影响。

由此我们可以进一步联想到每个时期的消费潮流，无不是在人们的相互影响中不断变化的。炫耀性消费其实就是攀比的心理，通过消费品的比较，来间接比较自己的地位。即使这种比较未必真实，可是出于攀比的考虑，人们还是不停地比较着。这就是个体心理在作怪，都知道自寻烦恼不好，可人们还是乐此不疲。善变一词，体现在我们的消费中，实在太正确了。（作者系中国人民大学经济学院教授、博士生导师）