

# Opinion · column

## Forum

### 上证论坛

在新世纪走进第二个十年时，“中国—东盟自贸区—东亚经济一体化—东亚共同体”的发展脉络正渐渐清晰起来。可以预期，未来全球力量格局很可能向快速增长的国家和经济体转移，世人对于下一轮增长的强大驱动力将来自于中国等东亚新兴经济体国家这一点，抱有充分信心。一个更加均衡、更加富有活力的国际经济新格局正呼之欲出。

# 世界最大自由贸易区将构筑全球新格局

中国—东盟自贸区将于2010年1月1日全面启动。至此，一个拥有19亿人口、接近6万亿美元国内生产总值、约4.5万亿美元贸易总量、由发展中国家组成的世界最大自贸区框架雏形已渐渐清晰起来。它的最突出的意义是，将推动上世纪80年代以来由发达国家贸易集团主导全球贸易的格局，迎来世界新的贸易融合和均衡发展契机。

自2008年秋天爆发全球性金融危机以来，去全球化、全球贸易及资本流动的萎缩现象日趋严重，在这样的大背景下，中国逆全球贸易保护主义风潮而上，积极推进区域贸易自由化、一体化进程，不仅是在外贸形势极其严峻的形势下，为摆脱外需持续低迷千方百计寻找新的增长动力，创造更大的外需弹性，更是向世界传递中国始终如一地坚持贸易投资自由化方向、坚决反对贸易投资保护的决心。

中国—东盟自贸区，是当今世界经济增长速度最快、人口最多的地区。在中国与东盟从1991年建立对话关系至今的18年中，大体经历了三个阶段，即1991年至1996年建立全面对话框架、1997年至2002年走向睦邻互信、2003年至今年确立战略合作伙伴关系。2000年到2008年间，中国东盟贸易增长迅速，东盟和中国双边贸易以26.7%的年增长率增长。2008年，虽然受到全球金融危机的

影响，但中国与东盟贸易总额达2311.2亿美元，同比增长13.9%，东盟继续保持中国第四大贸易伙伴和第三大进口来源地的地位。预计到2010年，中国—东盟自贸区有望在进出口总额上超过北美自由贸易区，到2020年在GDP总量上超过欧盟自由贸易区。如果那样，中国—东盟自由贸易区就将与北美、欧盟自由贸易区并驾齐驱，成为全球三大贸易支柱。

中国—东盟合作潜力巨大，无论是在产业、投资还是货币金融合作方面都有着非常巨大的发展空间。

中国与东盟各方的工业化水平、产业结构及资源禀赋等差异不小，可以在平等互利的基础上形成不同的产业协作层面。按照人均GDP、科技发展状况、工业化水平和贸易模式，中国—东盟的经济发展水平大致可以分为四个层次：第一层次是属于高收入国家和地区的新加坡、文莱，具有高科技和知识密集型产业优势；第二层次是马来西亚，属于中上等收入水平，具有中等技术及资金密集型产业优势；第三层次是中国和东盟的泰国、菲律宾、印尼，大抵属于中下等收入层次，具有自然资源和劳动密集型产业优势；第四层次是东盟北部的柬埔寨、老挝、越南、缅甸，属于低收入国家和地区，具有廉价劳动力和自然资源优势。如果能够实现贸易自由化和经济一体化，中国市场规模将在世界上各个区域性经济组织中具有很强的竞争力，而区域内多层次的多层次分工体系，将会在贸易上对发达国家构

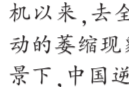
成有力制衡。

自2002年11月正式启动建立中国—东盟自由贸易区进程以来，中国与东盟相互投资不断扩大。截至2008年年底，东盟国家对华实际投资520亿美元，占中国吸引外资总额的6%。2008年中国对东盟直接投资增速大大加快，同比增长125%。已有越来越多的中国企业把东盟国家作为其海外拓展战略的目的地；同时，中国积极实施“走出去”战略，对东盟的投资也出现快速增长态势。2008年中国对东盟直接投资达218亿美元，比上年增长125%。随着《投资协议》的签署和实施，一体化的实现和贸易、投资壁垒的降低，产业转移障碍将大大减少，必然能吸引大量资本向区内转移。

至于自由贸易区内的货币和金融战略合作，具体而言，包括四个方面。首先，推动扩大与东盟十国双边货币互换的规模。中国当然应积极推动与更多东盟国

家签署更大规模的货币互换协议，并努力在近几年内将双边机制扩大为区域多边机制，建立起一个完整的区内货币互换框架；其次，推动人民币在自贸区内部结算规模的扩大。东盟是我国第四大贸易伙伴，也是跨境人民币结算试点工作的境外区域之一。2008年，双方贸易额达到2311.2亿美元。这个金额如果以人民币结算，超过1万亿美元的规模。双边货币互换可以改善本地区对美元的过度依赖局面；再次，推动建立与东盟国家的汇率协调及联动机制，降低美元汇率波动的负面影响，鼓励一些国家实行与人民币挂钩的汇率机制；最后，在《清迈协议》基础上积极促进区域金融合作，建立机构化的区域危机救助机制，培育包括亚洲货币市场基金、外汇储备基金在内的区域金融市场，为构建由“10+3”成员国13种货币组成货币联盟和亚洲汇率联动机制做好制度性准备。

然而，中国—东盟合作的战略意图绝不仅仅限于此，虽然困难重重，各方价值观念不乏冲突之处，但东亚经济一体化进程仍在加速推进。后危机时代，“中国—东盟自贸区—东亚经济一体化—东亚共同体”的发展战略依稀可见。目前，以“东亚共同体”为核心，以东盟10+1合作机制（东盟加中国）为第一外围，以东盟10+3（东盟加中日韩）合作机制为第二外围，以东亚峰会为代表的“10+6”（再加上澳大利亚、新西兰和印度）合作机制为第三外围的“同心圆”战略正在构筑。可以预期，未来全球力量格局很可能向快速增长的国家和经济体转移，而世人对于下一轮增长的强大驱动力将来自于中国等东亚新兴经济体国家这一点，抱有充分信心。在新世纪走进第二个十年时，一个更加均衡、更加富有活力的国际经济新格局正呼之欲出。（作者系国家信息中心经济预测部世界经济研究室副研究员）



张梅强

## 尽早准备:中外将现流动性“位差”

◎胡月晓

2010年，全球的货币政策都会有所调整。由于各国政策调整的次序、重心、传导机制、体制和市场差异，货币政策变化对各国流动性的影响也存在很大差异。影响各国货币政策调整的因素不一样，相对于2008年各国一致的放松行动，未来各国收紧货币政策的举措是非同步的。

鉴于中美流动性政策影响因素的差异，即使经济走上正轨，未来中美之间也会实行不同的流动性调控政策。当前，美国的流动性已恢复到了危机爆发前的充裕状态。在“去杠杆化”过程结束前，美国的流动性状态将保持不变。为保持对国际资本的吸引力，美国将逐步加息。美联储日前已推出提案，将向银行推出一种支付利息的“定期存款”，吸引银行把资金存入美联储，而不是使之回流到经济当中，以防止通货膨胀压力抬头。这应该是美联储继对银行短期贷款救助措施退出后的又一项明显的退出措施。

各国金融市场环境不同，相同货币政策对市场的影响也就不一样。加息对美元流动性影响较小。在美国金融市场上，信贷利率具有典型的“魏克塞尔”特征；实物借贷资本下的均衡利率，是新增资本的预期收益率；自然利率决定货币市场利率，货币市场利率表现相对稳定。未来美国将以提高国债利率水平的方式收紧货币政策，国债利率水平提高保证了美国对国际资本的吸引力，使得美国金融市场上流动性的充裕状态得以继续维持。

持。

在欧美等发达国家金融市场上，“影子”信贷市场（欧洲常又称为“平行市场”）的规模和影响力，要大于传统金融市场。在美国，影子市场对美元流动性起了重要作用，当前金融市场企稳，只是传统金融市场流动性的恢复，影子市场仍然处在低迷状态。美国经济和金融恢复正常后，随着金融衍生品市场的恢复，影子市场投放的主要渠道这一特性，决定了准备金调整在我国货币政策调控工具中的优先性。我国的准备金调整通常先于利率政策被使用。我国货币政策直接调控的是市场利率，而不是类似西方国家货币一级市场上的国债利率或联邦基金利率。经济一好转，美国的货币市场利率上升，虽然联邦基金利率受政策影响仍然在低位。但在中国，利率政策直接针对货币二级市场上的市场利率。对实体经济运行的影响而言，货币二级市场上的市场利率，显然比货币一级市场上的国债利率更重要，所受影响也更直接。美国等西方国家加息行为的一个与中国显著不

同影响是，减少了货币一、二级市场上的利差，降低了金融机构的收益水平，从而影响了金融机构的经营行为。而我国的加息行为，直接影响的是实体经济企业的经营行为。

我国自今年二季度以来，经济持续回暖，对流动性需求随之回升，导致货币需求利率上升。由货币政策动态微调而来的流动性充裕程度略降，基本上是货币供给利率和货币需求利率共同上升的结果。当经济运行进入全面好转阶段后，对流动性的需求会进一步增加，货币需求利率也进一步上升。在商品市场上，需求在上下游间传递时，下游的变动强度往往要强于中上游的反应力度。货币市场也是如此。因此，随着经济形势走好，按不同层次货币市场利率衡量的流动性充裕程度将下降。当前经济回升基本上是政府影响投资或资产泡沫带来的局部复苏结果，经济回升仍然没有体现为全面复苏，随着未来经济进入全面复苏阶段，即使货币政策没有进一步收紧，由于对货币需求的增加，流动性充裕程度也会回落。

中美流动性政策影响因素的差异说明，即使经济走上正轨，未来中美之间也会实行不同的流动性调控政策。比较中美之间货币政策收紧对流动性的影响，虽然美国货币政策收紧不会改变美元流动性充裕状态，而中国货币政策收紧将直接导致流动性下降。

所以，笔者的结论是，明年将出现中外流动性的位差。这是我们从观察宏观经济趋势时不能忽视的。（作者系上海证券研究所首席宏观分析师）



## 北京欠税榜:房地产商占八成

北京市地税局日前发布欠税“黑榜”，35家上榜企业每家累计欠税800万元以上。房地产及相关行业公司占比约为八成，其中北京中原地产公司欠税高达1.44亿元。再说房地产开发周期长、前期预算不准等理由，是不是太牵强了些？

漫画 刘道伟

■专栏·主持 沈飞翼

## 2009充满意外 2010会如何

年初的时候，普通投资者对2009年的中国股市，可以说是非常有信心的。机构投资者和专家，也一边倒地看空。而实际情况，恰恰相反，沪深股市的表现可称上佳，令投资者惊喜。岁尾年头，2010年的股市将会如何，又成了投资者关心的焦点。

影响股市的因素，无所不包，所以，预测股市，是非常困难的，甚至是不可能的。我们只能大致估计一下几个重要的影响因素。

首先是国内经济增长。如果说2009年中国经济8%的增长成果，是在诸多不确定中实现的，是各方力保的结果，那么，2010年中国经济实现8%甚至更高速增长，几乎没有悬念。

2009年拉动经济增长的首要力量是投资，尤其是财政刺激计划的资金。2010年，扩张性的财政政策将持续，以完成后续以及新开工的项目，其力度不会低于2009年。适度宽松的货币政策，也将保持，虽然会有一定程度的调整，暂时的紧缩不可避免，但是总体上的流动性充裕是可以保证的。即使考虑到通胀压力，央行可能加息，但幅度毕竟有限，对股市的整体走势不会发生大的影响。

问题是消费的作用。消费对2009年经济增长的贡献究竟多大，是个颇有争议的问题，主要是各方统计口径不一。2010年，除非我们在收入分配上，进行结构性调整，否则，在居民收入，尤其是中低收入层收入没有明显增长情况下，消费对经济有多少拉动作用是值得怀疑的。消费的贡献度不会超过2009年，因为2009年消费的拉动作用是正数，而且是逐年增加的，消费要在2010年有更大贡献，恐怕只能是个奢望。

2009年中国经济表现最差的是出口，对经济增长的贡献是负的，这是发达经济体表现大幅萎缩的结果。现在，以美国为代表的发达经济体已触底回升，虽然尚有诸多不确定性，可能会反复，但是，低增长而非衰退的态势已十分明朗。这对中国的出口是好兆头。不可否认，贸易摩擦的“闹剧”还将上演，美国人的消费率也不会恢复到危机前的水平，而储蓄率将不可避免地上升，但是，美国毕竟是奉行自由贸易的国家，不可能再捡起早已放弃的众多“劳动密集型”产品。所以，中国的出口将在今年两位数增长的基础上增加，实现两位数的正增长。金融危机之后，“消失”了的出口作用，有望再现。

投资、消费、出口“三驾马车”加起来，2010年中国的经济增长，是有保证的。

其次是通胀预期。笔者曾反复论证过，综合考虑产能全面过剩，资本市场吸纳流动性的能力，美元和大宗商品价格的稳定性，央行收紧流动性的手段，2010年中国经济只会出现温和，即3%左右的通胀。这对经济增长是无害且有“小补”的，对于股市，这当然也是一粒“定心丸”。只要通胀温和，即使由于担心资产价格膨胀，央行收紧信贷闸门，力度也将是有限的。

第三，资金面。股市繁荣的最后的决定因素，是资金的净流入。一个是国际游资。因为发达经济体只能维持低增长，国际游资将继续流向新兴市场，特别是近年全球经济增长火车头的中国。游资的规模，至今没有确切统计，往往被夸大。但是，游资进入，对于中国经济增长，特别是对于中国资本市场的繁荣，却是好事。游资的特征是来去不定，但是，就2010年的情势而言，国际游资“别无他路”，净流入是可以肯定的。另一个是国内的产业资金。在金融危机和“国进民退”中退出市场的民营企业的大

量资金，短期内不会回流到实体经济，而将沉淀在股市和房地产市场，因而房地产的风险，明年远大于股市。因此，预计有更多的此类资金会转而进入股市。

第四，股市的热点。没有热点和炒作由头的股市，不会火爆。而2010年可供炒作的“概念股”多多。据WIND最新统计，2010年全年涉及限售股解禁的上市公司共有683家，合计解禁股数为3829.9亿股，为2009年的54.12%；合计解禁额度为57480.24亿元，比2009年增加16.77%，占A股总市值的25.62%。到明年底，沪深股市将基本实现全流通。“大小非”解禁对投资者的心理影响，应该已被消化得差不多了，也许不再是一个利空因素，而变成了某种程度的利好。

2010年创业板市场将继续壮大队伍，随着规模的扩大，投资创业板的风险变得越来越大，作为市场的“新贵”，创业板是市场的活跃因子，可以继续吸引新的投资者入市。

股指期货，也可能成为2010年的炒作由头，如果能顺利推出，将是中国股市2010年最大的事件。股指期货，对市场的作用是双重的，虽然有可能加剧市场的震荡，但是毕竟为投资者提供了避险的工具。同时，中国股市机构的最后一个大组成部分“国际板”，也在热议中，对于逢新必炒，“大起大落”（相对成熟的欧美市场）才过瘾的中国股民，国际板的概念和推出势必引起热捧。

同时，上海世博会、低碳经济、智能电网、节能建筑等，也正在预热，股市想平静，也难矣。

2010年的沪深股市，不乏利好因素，而无重大的利空。所以，我们可以谨慎地对来年的市场保持乐观。（作者系北京航空航天大学金融研究中心常务副主任）

## “经济年度人物”的符号隐喻

2009央视中国经济年度人物颁给了沈文荣、谭跃、曹国伟、俞敏洪、李书福、董文标、靳海清、徐留平、刘积仁、梁朝晖等十人。财经圈的盛会每每让人亢奋。这一年尤为如此，在现场，除了个别获奖者的谦逊说辞，你几乎感受不到一点经济危机的气息。但如果你说中国经济已复苏，多数人又会异口同声：“NO”。

看到沈文荣的名字，相信好多记者想问他的两个问题是，沙钢借壳ST张钢的马拉松跑得怎么样了，你对钢铁业的“国进民退”现象怎么看。他自然不会理会，而只是会以标志性的微笑，并把话锋转到“感谢改革开放给我们的机会”的句式上。而看到谭跃的名字，不少人会想起他为今年4月底凤凰出版传媒的江苏人民出版社和北京共和联动成立合资公司揭牌时的微笑，有人评论说，图书出版行业政策的松动竟然是被民资收购的开始，他则笑而不语。

“经济年度人物”，如今真是越来越模糊的符号——它所收纳的是当年中国财经界有重要影响的十位人物，然而将这些人的名字一字排开，将颁奖辞一口气读完，却很难从中嗅出多少今年国内财经大势的气息。从这一点来说，这一评选虽说比胡润福布斯富豪榜上的前十位富豪的符号隐喻要“平易近人”，但在另一方面却多了掌控的难度。

当然也不该吹毛求疵。中国有富豪榜十年了，央视的经济年度人物也办了十届。回望2000年，当中国人第一次看到《文版》的“中国50富豪榜”时，诧异中更多带着艳羡。当时，一篇《向所有靠勤劳和智慧合法致富的人致敬》的文章这样写道：“从一个计划经济体向市场经济经济体转型，是我们这个国家最有前途的事业，而富豪的诞生，正是这项事业的标志性景观之一”。记得那年8月，经济学家张军在《经济研究》上发表论文称，尽管不是所有的企业都适合改制，但改制的大方向没错儿。当大众的财富观还处在混沌状态时，2000年央视经济年度人物自然是柳传志、张瑞敏、王石、吴敬琏等“老面孔”，这些人的名字在随后几年中频频出现。原因大体有二，一是“资源”原本匮乏，二是是一些争议人物不便入选，三是譬如2002年民间一份中国富豪榜报告让企业界风声鹤唳（这一年的年度人物

## 以市场化手段有效抑制超募

◎桂浩明

据不完全统计，今年沪深股市重启IPO以后，所有IPO的企业都出现了超募，其中超募50%还算少的。有的拟在创业板上市的企业，居然超募2至3倍。所以有人说，这些公司发了一笔横财。

企业原来准备发行股票募集2亿资金，并且按照这个口径作了募集资金的使用安排。但由于在询价过程中，机构投资者不断抬高申购价，最后形成的发行价远远超出预期。而根据有关政策，企业首次公开发行股票，必须达到占总股本的一定比例才能够符合上市条件，因此它就不可能因为发行价高了而减少发行数量，结果就是“被高价”发行，募集资金大大超过当初预期。

不过，严格地讲，在IPO中出现超募，特别是大比例的超募，并不是什么好事情。第一，由于所募集的资金远远超过了企业的实际需要，因此必然造成资金被闲置，使用效率明显下降。而这反映在财务上，就会对企业的净资产收益率指标带来不利的影响；其次，由于超募，企业实力突然变大了，同时也面临一个尽快将资金用出去的问题。在约束机制尚不完备的情况下，这就有可能导致放松对新项目审核的要求，盲目扩张，乃至降低募集资金的投放质量。很多企业都有这样的体验：钱多了，特别是又来得很容易，对其企业发展并没有什么好处。毕竟，企业的发展是有规律的，一夜之间膨胀起来，实际上对经营管理都是一个很大的挑战，不少企业就是在这种挑战面前倒下来的。第三，超募并不能实现资金的最优化配置，相反还是以人为的手段使得扩容的压力变得更加突出，对整个股市的供求平衡带来了冲击，并且是向二级市场发出了某种扭曲的价格信号。因此，IPO中的过度超募现象，不能任其自流，要正视其负面作用，并且着手必要的调控。

当然，超募本身是市场选择的产物，它实际上是各种因素在特定市场环境条件下相互博弈的结果。不能设想，让管理层用行政手段重新在IPO中对新股发行价设限，谁都明白，那是对市场的不当干预。那么，有什么办法呢？笔者的意见，可以考虑通过市场化的手段，适当改变目前某种市场化程度不够的环境条件，形成对超募的有效抑制。譬如说，现在上市公司原有的中小股东，其股票只能在IPO一年以后才能够流通，这样固然有其合理性，但是毕竟也给二级市场带来“炒新一族”留出了相应的操作空间，而这又是某些机构投资者敢于以高价申购新股的依据所在。如果将那些非控股股东的限售期适当缩短一些，是否会从IPO中的盲目高位询价产生相应的抑制作用呢？还有，海外股市有“存量发行”制度，如果企业在IPO时买方需求强烈，那么在保持原有的增量发行规模的同时，还可以让老股东将部分持股以“存量发行”的形式提供给买方，这样也就是通过调节供求关系的方式，对化解超募现象起到一定作用，而且客观上也能减轻今后“大小限”解禁的压力。值得一提的是，“存量发行”在海外是比较常见的股票发行方式，今年在讨论改革IPO制度时，多次被专业人士所提及，也有相关部门出于对各种因素的考虑，没有在今年实施的IPO新政中采纳。作为一种比较特殊的发行方式，对其持谨慎态度是必要的，但这并不妨碍我们去探讨与尝试。特别是“存量发行”客观上还能在解决超募问题时发挥一些作用，就更值得人们去认真研究并实践了。

今年IPO制度改革，提高了市场化的程度，在半年左右，就完成了超过2000亿元的融资，足以说明改革是有效能的。但是，还有很多不完善之处，而超募问题就是比较突出的，这就要求我们去积极改进，而这种改进只能以市场化的手段来推进。毕竟，只要实现了充分的市场化，就能够理性地化解这些问题。站在这个角度，我们对尽快解决IPO过程中的超募问题，还是非常有信心的。（作者系申银万国证券首席分析师）



王福重



东方愚

多为李毅中等官员或谢企华等国企掌门人)。

回头看来，最成功的一届经济年度人物评选，笔者认为应当是2006年。那年，张茵、沈南鹏、施耐德、刘永好等人入选。笔者在《胡润百富榜：中国富豪这十年》中将那一年不恰当地称为“后现代图景”。并不仅仅是因为那年民营企业上榜比例为历年之最，而是站在今天——2009年将结束的一个时间点回头看，这些无论处在“经济寒冬”还是经济危机抑或复苏过程中，都能以一种平和而非激进方式变革与发展的企业掌门人，尤为难能可贵。

有人可能会说这是“马后炮”的思维，未来不可预料，这些牛人们有犯错误的权利——影作义还在成为2000经济年度人物不久后下海游泳不幸去世吧。这种说法听起来不无道理，但你想把每年一届的经济人物评选做成“中国经济界的奥斯卡”而不是“经济界的春晚”，就必须在选择种子人物上下功夫——衡量其影响力的每一指标，从财富品质到公信力，以及可持续性的预判，都要再三掂量。如果一边是对影响力的粗糙评定，一边又不剔除争议人物，一场盛会便会成为少数人的游戏——这次评出的“10年商业领袖奖”中，只有马化腾一位是“70后”，其实已让人感叹，中国领袖级的年轻企业家为何那么稀缺？

十年间，年度经济人物评选的一个明显进步，是不断试着将“小人物”拉到舞台中央，无论是重庆农民熊德明获2003年的“特别奖”，还是2009年董文标在主题演讲中提及的“明年为10万小企业发万亿红包”小人物受重视，是年末人们每每谈及恩格尔系数高企时的一丝慰藉。

回到文章伊始的话题，如果说10年前不将争议人物列入候选名单是出于某种特殊考虑的话，现在试着将一些争议人物拉进来，应该可以少点顾虑了。比如，央视未尝不可将陈发树列为2009年的候选人。同为捐赠，陈发树从套现到入股再到捐赠的“三步走”扑朔迷离。如果让陈发树和他的福建老乡曹德旺一起作为候选而非后者唱独角戏，说不定央视也就开启了一扇多视角审视“年度人物”这一关键性的窗口呢！

（作者系财经专栏作者，著有《胡润百富榜：中国富豪这十年》）