

# Opinion · column

## 财富观,定兴衰



袁东

欧洲真正在世界上露出头角,始于葡萄牙和西班牙15世纪末的大规模远洋航海。两国先后在大西洋、印度洋,以及非洲、南亚、东南亚、美洲,建立了各自的殖民地,攫取了巨额财富。然而,这两个曾经不可一世的帝国,称雄不到一百年,便衰落了。直至今日,两国仍是西方世界中的落后者。这是为什么?

无疑,这两个国家的兴衰起落,值得研究。由好奇心以及对新思想的宽容所激起的学习热情,以及坚定的性格,积极的进取精神,对新技术的学习和运用能力,财富获取的实用主义世俗价值观,都是他们首先冲出地中海和西欧沿海而远洋冒险,从而兴起的决定因素。

曾经源源不断从美洲与非洲运回的白银和黄金,让西班牙一度成了世上最多的金银拥有者。但这些金银是掠夺和掠夺的结果,是在他们摧毁玛雅文明和印加文明,贩运大量非洲奴隶到加勒比海群岛种植园以及南美洲矿山的掠夺中获取的。对于西欧伊比利亚半岛上的贵族来说,这些整船整船运来的金银、香料、蔗糖,似乎是自然的、外来的横财。

钱财的充裕,使得西班牙人可以随心所欲地轻易购到所需要的东西,比如伦敦生产的纤维,荷兰生产的条纹布,米兰生产的织锦,意大利和弗兰德生产的亚麻布,佛罗伦萨生产的衣服,等等。既然金钱只是用来消费的,而消费所需可以随时轻易通过花钱购得,那么,拥有似乎花不完金钱的西班牙还需要什么农业和制造业工业呢?西班牙的财富,也就不是生产和制造的体现,“唯一可以证明的是,所有的国家都在为马德里训练熟练工人,而且马德里是所有议会的女王,整个世界服侍她,而她无需为任何人服务。”财富更使西班牙日益变得自给自足、武断和不可一世,谁不服气,或者谁不顺眼,便通过战争来征服甚至消灭之。

西班牙哈布斯堡王朝对北欧低地国家和地区的连续战争,正是这种财富价值观的体现,而战争,更是一种纯粹财富消费甚至消耗,其结果也只是毁灭。

随后而随之而去的财富,把西班牙和葡萄牙引入挥霍大把花钱奢华消费的同时,也摧毁了最初使其兴起的那种对世界的好奇心,学习的热情与能力,对异教徒以及敢于持有异议者的宽容都相继消散,进而变得专制、封闭和蛮横起来。西班牙从1492年开始强迫犹太人皈依基督教,或者驱逐犹太人,里斯本于1506年开始血腥屠杀异教徒犹太人,大量犹太人被迫陆续逃离。而随他们一起离开的,还有知识和才干,而知识尤其是科

学知识,恰恰是经济增长和社会发展的驱动器。16世纪初,他们先后成立了历史上臭名昭著的宗教裁判所,压制与清洗任何被视为异端的思想人士。1559年,西班牙颁布了《禁书目录》,禁止一切被看作危险的书籍和异端人士的作品出版印刷。他们限制甚至禁止青年人到国外留学,以避免染上异端学说。

精神生活和科学技术停滞与衰落,帝国短暂辉煌也就落幕了。到16世纪中期,大批金条和银块流进了,曾经富甲天下的西班牙王室债台高筑,经历了1557年、1575年和1597年的多次破产,从此步入了长期衰落。

这两个西欧国家的兴衰故事,至少使我们不应忽视以下启示:

其一,如果财富仅仅用于消费,纵然再雄厚,也会被快速消耗殆尽。钱财并不一定意味着真正的富有和长久。如果“富得只剩下钱了”,那就只能“坐吃山空”。

其二,非劳动所得的意外横财,来得容易,去得也快,对人有百害而无一利。一个受幻想支配的社会,必然是一个思想专制、知识贫乏的社会。正如一位史学家所总结的:“短期暴富将导致立即发生畸变,以后更会悔恨不已。”真正的富裕来自劳动所得。如果一味为了追求富裕生活,生活将变得乏味和枯竭。从这个意义上讲,如果生活是为了工作,生活将更加充实和长久。

其三,资本的货币表现一定是金钱,但金钱未必一定是资本。资本肯定是经济增长的重要因素,但金钱未必是。资本者,能产生新增现金流和收入也。如果金钱未被用于储蓄和投资,就不会产生收入,就不是资本,不但不能促进经济增长,反而金钱拥有量越多,越会促使产业空心化的因素,进而阻碍经济增长。因此,如果金钱不能转化成资本,持有者就会成为“败家子”,人们也就跳不出“富贵不过三代”的魔咒。

其四,巨额财富积累并不一定意味着新思维、新方式、新制度和新时代。如果财富仅仅用于追求奢华享受和社会地位,则只能是庸俗和倒退,延续甚至强化旧方式、旧思想和旧制度。后来的荷兰和英国,尤其是英国,因为秉持了不同的财富观,才有了截然不同的结果。海外新财富的注入,并没有使英国停止劳作,反而使他们抓住了机会,继续保持好奇进取、热情学习、宽容异议、理性有序、诚信节约、严肃认真的良好习惯,用新思维和新方式看待处理新事务。财富被用来储蓄和投资的观念与行为,意味着新制度和新时代的开始,终于使英国推进并抓住了技术进步的机会,首先开启了工业革命。

(作者系中央财经大学教授)

## Forum 上证论坛

中国宏观经济已经在全球范围内率先复苏并出现局部过热苗头,这要求在宏观政策的考量上提升本国的独立性。事实上,中国今天已不再是全球宏观政策的接受者了。既然中国经济在赶日超美,那必然就不完全受制于其他主要经济体的经济周期。况且,如果一些关键性的政策工具不作相应调整,许多结构调整也就失去了价格信号的指导。

# 宏观政策理应更多考量本国特殊性



傅勇

在瑞士小镇达沃斯出席第40届世界经济论坛年会的各界领袖们共同描绘了一幅暗淡的全球前景。他们普遍认为,衰退尚未被击退,未来有可能出现新一轮衰退,至少不会出现强劲复苏。这些观点并非仅仅因为今冬北半球罕见的严寒天气,有很多证据支持这类判断。

中国是这幅暗淡前景中少有的几个亮点之一。在成功保住了8%的增长之后,宏观调控的最大挑战,曾被认为是保增长与控通胀之间的平衡。然而,这两个政策目标间并不存在严重冲突。去年四季度,中国经济增长率急升至两位数,而12月的物价也出现回升。未来一两个季度,可能继续显示经济的强劲增长和物价较为明显的回升。这种趋势表明,中国宏观经济的风险点,正在向局部过热一端倾斜,这在一些发达国家已暴露无遗,而政府推动投资的激情依然高涨。值得注意的是,这些过热的产能,主要是经济下滑造成的既有产能的开工不足,而是在新一轮大规模投资计划实施中最新形成的。此外,国际货币基金组织(IMF)在其最新版的《全球金融稳定报告》中强调,资金快速流入新兴市场或引发资产价格过热风险,对此,决策者不能轻视。

在一定程度上,可以说,一年多来的大规模刺激放松政策的负面效应已经显现。产生上述现象的部分原因在于,货币信贷环境以及项目审批过于宽松,这样的政策导向不利于资源向有竞争力的领域配置,对当前和未来一段时间的经济运行,也是不必要的。经济运行的正常化,要求宏观经济政策的正常化。这意味着一年多来用以用于宽松来定义的宏观政策需要进入退出周期。鉴于中国经济周期领先西方各主要经济体,政策退出也就应该走在前面。实际上,不少国家早已陆续在试着政策退出了。

综合来看,现在政策面的主要任务是

如何应对后危机,这具体体现在,如何限制大规模刺激计划负面效应的继续扩大,这需要有某些政策的陆续退出,还至少需要对传统的经济模式作出局部改革。

可以预计,在未来一段时间,还会出台一些趋于收紧的政策,预计政策退出策略将具有提前或渐进式的特征。其实,政策面在去年8月就提出了货币政策要动态优化的主张,当然直到最近一个月才开始真正体现到政策步骤上。目前中国政府正从四个方面逐步退出宽松政策:一是通过多种手段控制信贷增速尤其是今年第一季度的信贷增速;二是抑制房地产领域的过热和通胀投机;三是加大股市扩容,控制股市膨胀;四是加强与公众沟通,管理好通胀预期。显然,这些政策的微调动态化,需要在欧、美、日等主要经济体尚未启动退出进程的背景下完成。前些天,美联储和央行均决定保持零利率水平,所谓数量型货币政策工具规模也未见缩小。而国际宏观经济周期以及由此而来的宏观经济政策周期的不协调,会大大增加中国后危机时期事务的政策难度。

当前,我们主要依赖行政性和数量型政策工具来完成率先退出的任务。这些政策工具一方面有着立竿见影的效果,也是政策面驾轻就熟的措施;另一方面,行政性和数量型政策工具也能将全球宏观经济政策失调效应的负面影响降到最小。很久以来,众多学者对率先启动加息总是持排斥态度,认为这会加剧中国经济的外部失衡,加剧国内资本市场泡沫化的压力。尽管这一论调缺乏严格的数据支持,但从之者甚众。此外,在敏感的人民币汇率问题上,中国正面临越来越大的压力。在这次的达沃斯论坛上,我们势必还将听到欧美方面更多要求人民币升值的呼声。然而,全球经济复苏进程的参差不齐,使得中国经济的强劲复苏主要依赖于投资,而在出口未能确定取得平稳较快增长之前,人民币重新启动新一轮升值的意愿就不会强烈。2007年“汇改”的重要背景,是中国出口规模空前膨胀,以至于甚至都感觉到大约20%左右的汇率升值所带来的影响。而当前这个背景已不复存在。

“蝴蝶效应”是大家所熟悉的:一只蝴蝶在加勒比海轻轻地扇动翅膀,却不料过后来在大洋彼岸引起了一场滔天巨浪。神奇吗?在世界经济一体化的今天,“蝴蝶效应”已成一种常态。发生在美国的次贷风波,最终导致了全球爆发金融危机,就是不久前一个典型例证。当然了,出现“蝴蝶效应”也是有条件的,一般来说,都是相对强势地区向相对弱势地区传递,而反向传递则较为少见。譬如,反映在实体经济中,往往总是从美国影响其他国家,反过来,其他国家影响美国的比例则较小。

可是,最近发生的事,却在相当程度上打破了这一“惯例”。中国央行在本月15日提高了商业银行存款准备金率,根据央行的表述,此举是为了促进境内商业银行信贷的更有效运行,做到均衡投放,防止大起大落。事实也的确如此,有关数据显示,在今年1月第一周,五大行信贷便达1800亿,如果保持这样的速度,那今年全年的信贷指标在这一季度就会用完。虽说年初信贷投放相对比较较多一点,也有其合理性,但是如此快速的信贷投放,毕竟是不大正常了。而要对此调控,提高准备金率应该说是最为温和的选项。换个角度也可以说,央行此举主要还是为了强化对商业银行的信贷约束,这与传统意义上的实施紧缩政策,还是有所区别的。

尽管如此,中国央行这一措施仍然产生了“蝴蝶效应”,在世界范围引发了很大反响。近期,海外股市以及商品期货市场全面下跌,资金再度大量流向美元等避险资产。对此,不少海外舆论认为,这也是西方经济界担心中国率先实施紧缩政策,从而对世界经济复苏带来冲击。以他们的逻辑,现在中国已是世界经济增长量的主要提供者,来自中国的需求,对世界经济复苏的作用非常大。一旦中国开始紧缩银根,经济增长放缓,那么对大宗原材料的需求就会减少,对先进技术装备的采购也会下降,这必然会对世界经济产生不利的影响。应该说,这种推论未必很客观,事实上,以中国经济目前

的实力,实在还负担不起担当世界经济火车头的重任。但问题在于,中国央行提高准备金率以后,世界金融市场的确出现了动荡,这其中的因果关系,可能一时很难讲清楚,要作出相对完整而准确的解释,并不容易。换个角度而言,可以说,在这里,世人的确又看到了“蝴蝶效应”,只是这次的蝴蝶是在中国扇动翅膀。

笔者无意进一步探讨这次中国央行提高商业银行存款准备金率对世界经济的影响,但是准备金率提高所产生的影响与作用,的确不可忽视。也许,至少有这样几点是值得认真关注的:

虽然世界经济还不能说真正复苏,但由于各个国家以及经济体的情况差异很大,要想在较长的时期采取近乎一致的经济政策,是不现实的。因此,过多从世界的角度思考中国经济问题,恐怕要陷入误区。毕竟,现在中国经济增长正逐步恢复到接近金融危机前的水平,这样,在危机时所采取的某些政策就有调整的必要性。而一旦调整出现(哪怕只是为提高政策的针对性与灵活性而采取的一些措施),其影响就不小可看。客观上,这很可能是“蝴蝶效应”向外传递的开始。

过去人们普遍估计,中国不会在美国升息之前升息,退出机制的实施也会晚于美国。之所以会这样估计,就是基于“蝴蝶效应”往往是从美国传递开来的认知。不料,今天的世界经济格局已发生了变化,中国从本国经济实际出发,完全可以独立采取调整措施而不必顾虑美国的脸色。那种认为中国宏观经济政策改变具有被动性的观点,已经完全不符合实际了。顺便再提一下,不少人之所以会对今年1月的沪深股市调整缺乏警惕,其中一个重要的原因,就是还不认为中国会主动调整政策,而美国又还没有到可以实施退出机制的时候。显然,这是一种误判。

这次,蝴蝶在中国扇动翅膀,可以说表明了,中国影响力在提升,但不仅仅局限于这一点。这还提示人们,在当今世界经济一体化的大背景下,关注差异的存在也是必要的,而这尤其更应该成为人们研究经济现象(当然也包括股市)的重要出发点。

(作者系经济学博士 宏观经济观察人士)

## 这次,蝴蝶在中国扇动翅膀

◎桂浩明

## 日本国债几成“定时炸弹”



陈辉

日本政府债务居高不下,处于危机水平,这是尽人皆知的事实。近年来,随着日本经济的持续低迷,其财政已越来越接近破产边缘。国债这块“定时炸弹”随时都可能引爆,这并非耸人听闻。可是长期以来,仰仗其高储蓄率并位居世界第一的国民个人资产,日本政府却始终“居危思安”,对此不以为然。

日本政府对这一问题漫不经心的理由是,日本国债93%是销给国内的金融机构和个人的,因此外债的炒作掀不起什么风浪。其实,对国际金融危机来说,其攻击目标从来没有偏离,他们始终对日本的国债市场虎视眈眈,一直在窥测时机。去年年底以来,他们已开始做空日本国债。他们这么做的理由是:日本财政状况岌岌可危,债务规模不断膨胀,再加上经济复苏进程缓慢,这使得日本与破产前夕的雷曼兄弟公司极为相似。这帮在雷曼公司的倒闭过程中赚得钵满盆满的“饕餮之徒”,正等着日本国债这块“肥肉”来大快朵颐呢。

去年9月鸠山内阁上台后,国际投机商确认,日本的财政拮据状况将无法得以改善,于是开始抛售其持有的日本国债,致使日本国债利率上扬。在对冲基金这类投资机构看来,日本就是“衰退国家”的新代表,即便他们并不持有日本国债,只要通过抛售期货,同样能够从中获利。

确实,扣除债务后,目前日本国民的个人资产总值为1065万亿日元,而中央和地方政府的债务为825万亿日元,眼下显然不会有太大的问题。但政府债务的雪球每年都在滚大,而个人资产却增长乏力,几年内后者势必会超过前者。更令日本财政专家忐忑不安的是,日本的储蓄率在持续下降。20世纪80年代日本储蓄率曾高达18%,直到90年代末还维持在两位数,但2007年已降至1.7%的新低。因为日本老龄化势头迅猛,几年之内,日本储蓄率由正转负之势已无可扭转。

不知怎么,这些年日本与津巴布韦似乎结下了什么不解之缘。本来也就是这两国的国土面积分别列全球第63位和第64位,其他也没什么关联了。但前儿年因为日本的国债评级受到打压,被降低到与津巴布韦同样的级别,使得日本人都闷了许久。岂料眼下在国际金融界,日本又被与津巴布韦相提并论。因为津巴布韦的恶性通货膨胀在全国是最突出的,而日本却处于对角,即日本的通货紧

缩在全球是最典型的,以致一些国家的金融决策人面临着这样的困境:如何避免重蹈日本覆辙,也不至成为津巴布韦第二。据美国中央情报局2008年对全世界124个国家的统计,政府债务占GDP比重最高的是津巴布韦,高达265.6%。接下来就是日本,高达172.1%,估计今年将上升至181%。日本很不幸地与津巴布韦紧紧地粘在一起,想甩也甩不掉。而按照国际货币基金组织的统计,日本的政府债务在2007年已是其GDP的187.7%,2014年将攀升至245.6%!

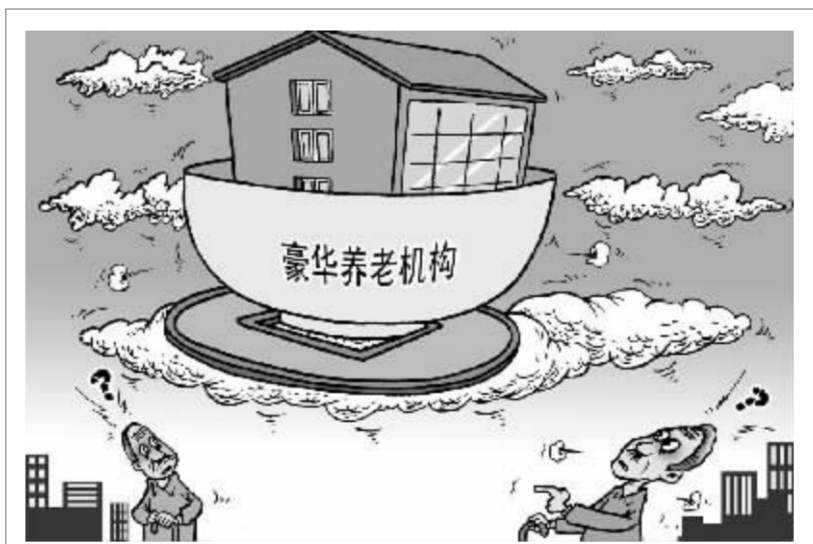
如果日本国债的持有者觉得风险在增加,那当然就要抛售。而日本政府为避免出现这一不利局面,就只有提高国债利率,这就会大幅度增加政府的财政负担,日本已难以承受的财政更加拮据。如果不想提高国债利率,那就只有让日本央行吃进,或是向国外投机商销售。而外国投机商是唯利是图的,其贪婪程度远在日本的投机者之上。假如外国投机商持有日本国债的比重明显提高,则日本国债的稳定性堪虞。

让日本银行承销国债,也是有利有弊。迄今为止日本主要是通过这一手法防止国债利率上扬的,但若这一政策手段使用过度超出可控程度,就可能造成通货膨胀或利率攀升。在第二次世界大战期间日本就有过这样的教训。当时日本为了筹集军费推行侵略战争,不断发行国债,导致其批发物价从1944年之后的6年内狂涨了124倍。虽然目前日本面临的突出问题是通货紧缩,但通货膨胀始终不是其可行的选项。因为一旦放虎归山,那是非常可怕的。

目前日本10年期国债的利率仅为1.2%左右,如果上扬至与美国同样的3.6%的话,则今后日本即便不再新发国债,每年仅利息就要猛增12万亿日元。届时每年仅偿还到期国债和支付利息就要占到财政支出的22%,日本财政会面临怎样的困境是不言而喻的。一旦利率大幅度上升,企业当然就不会增加设备投资,对经济运行的负面影响是显而易见的。

看来唯一可行的办法只有健全财政。但目前日本的当务之急是走出衰退,为此正在频频出台刺激措施。这恰与健全财政完全是反向操作的。也就是说,在现阶段实施健全财政的政策,显然不现实。

头顶着国债这颗定时炸弹的“定时炸弹”,鸠山政府真是进退不得,左右难行。(作者系上海国际问题研究院信息研究所所长)



## 养老设施岂是“面子工程”

已进入老龄化社会的上海,近年在市中心建设了一些老年人日间照料中心,很受老人欢迎。不过,一些日间照料中心布点还不尽合理,更有“豪华化”的倾向。人大、政协代表为此在市“两会”上呼吁,养老设施不能成为“面子工程”。

漫画 刘道伟

## 新股发行改革之本:遏制抬高报价冲动

◎姜山

改革新股发行定价机制,市场上始终有多种声音和建议。在此前媒体披露的向券商征求意见的过程中,就有存量发行、绿鞋机制等多种方案被提出,但就目前国内的股权结构和机制看,推出这两者的时机恐怕尚未成熟。笔者不否认,这两者在成熟市场中的确有着积极的作用,但在相关的配套机制和监管措施未能有效建立之前,此类做法的实际效果,恐怕只会进一步激化目前市场中的矛盾。

没错,存量发行的确是解决超募的重要手段,但如果缺乏配套的监管机制,对主承销商和发行人的诚信给予有效的事后监督,并辅之以严厉的惩罚措施,那就很容易诱发发行人和券商进一步抬高发行价格的冲动,而主承销商和发行人合谋通过推介报告和控网下有效申购百分比,抬高发行价格,本身就是目前新股发行制度一个比较严重的问题。至于绿鞋机制,除了为主承销商提供更多的市场操作空间,增加超募比例之外,对于降低发行价格并无裨益。

也有市场人士建议全民参与新股定价,不过仔细分析一下,目前的网上超额认购倍数,在全国的市场环境下,全民参与新股定价结果只会是进一步推高新

股定价水平,而即便是成熟市场中,也不存在类似的做法。因为信息匮乏的普通投资者很难在短时间内判断新股的实际价值,在市场博弈行为中,其最终的选择必定是报出一个远高于其真实价值的价格来博取中签,最终这只会抬高新股定价。事实上,这也是目前网下询价机构存在的普遍现象。当然,畸高的新股定价造成的破发,会迫使新股定价趋于理性,但从A股市场的历史看,这种教训的有效期通常非常短暂,一旦市场好转,新股中购收益率走高,则新资金仍会再度推高发行定价。

要形成一个成熟有效的市场化发行机制,以笔者之见,至少应该符合以下几个方面要求:首先,对于主承销商和发行人的抬高报价冲动要有管控措施,目前主承销商的报价报告是询价机构定价的主要依据,而从历史经验看,主承销商的报价报告往往有忽视潜在风险、抬高未来收益的冲动,这会对市场形成真实有效的发行定价形成干扰,在国内外成熟市场,大型投行须以本公司的信誉作为担保,其报告掺杂的水分相对较低,这也就国内尚不存在这种信用约束机制,而这正是监管机构担负起责任,对报价报告不仅要

在发行阶段予以严格审核,还要通过事后核查的方式,让那些为了迎合自身和发行人利益,而做出严重偏离基本事实的报价报告,付出曝光,并通过严厉的惩戒措施使后来者引以为戒。其次,尽力扭转询价机构为了中签而盲目抬高报价的现象,减少搭便车行为所造成

的不利影响,以真正实现个股优质优价的定价原则。在这一点上,笔者建议对申购者延长禁售期,限定最低的网下申购有效百分比,通过微调发行机制而非直接的行政干预手段,完成市场化定价操作。最后,发行定价既应体现个股的真实价值水平,也应为市场的各方参与者都留出合理的盈利空间。在存在网下申购新股限售期和远高于国际市场的超额认购水平的前提下,将一二级市场间的差价完全消除的想法是不现实的,那只会使市场丧失新股发行的能力,加大市场的不稳定性。

据媒体报道,近期证监会和沪深两个交易所将召开新股发行体制改革研讨会,而眼下市场殷切期待的是,能否在解决既有问题的同时,不让新的不利因素困扰市场。笔者以为,这正是完善发行价格形成机制和股票承销制度能否有所斩获的关键所在。

(作者系东航金融注册金融分析师)