

■直言

# 没有谁能比市场更聪明



◎周业安  
中国人民大学  
经济学院教授、博导

现在股市的泡沫说和繁荣说争论得不亦乐乎,罗杰斯对中国股市真实价值的看法引发了股指一阵波动,国内一些有影响力的学者也发表了不同的看法。一些人承认,现在沪深股市已经出现泡沫,因为A股上市公司的基本素质没有多大变化,没有理由认为股市资质发生了根本变化,所以缺乏支撑高估的货真价实的材料。而另一些人则把股指以后的市场看作是已脱胎换骨的市场,支撑高估的正是这种制度性的变化。两种观点的争论近期也给股市带来极大的动荡。

其实在我看来,股指的变化取决于多数人对未来的预期,至于是否正确并不重要。如果多数人乐观,预期股指会上,那么股指就肯定会向上,和基本面关系不大。想想看,一盆兰花能卖到几万甚至几十万,何况一家上市公司的股票?经济学家经常会杞人忧天,一旦觉得股价偏离基本面,就害怕起来,仿佛泡沫马上会爆裂,从而引起整个经济的地震。可是

经济学家总会发现,投资者并不领情,文人就是爱多管闲事!

以前学者们总是相信,通过科学的方法能够对公司的真实价值做出正确的估计,通过对比实际的股价和公司的公平价值,就能判断股市是否正常。如果股价严重偏离公司真实价值,说明股市病得不轻,需要治疗。但是,真实价值真的能够准确估计吗?诺奖得主卡尼曼是个心理学家,他才不相信那些经济学家的鬼话呢。卡尼曼和特维斯基等人合作研究了人的决策问题,发现人们并不像经济学家所设想的那样能够对未来做出准确的计划,实际上人们总是依靠经验和直觉决策。而且后来的研究给出了更有趣的发现:很多时候直觉比经过深思熟虑后的决定还要好。直觉会导致人们的决策错误,但深思熟虑后的决定错误也不小,甚至会更大。你看,经济学家并不比谁更高明嘛!

鉴于未来的不确定性和我们身处环境的复杂性,对任何人来说,准确估计出公司的真实价值是不可能的。决策的偏差带来的多元化研判,才是股市生存的根本。试想,如果真存在一种方法,能够估计出公司的真实价值,那么股价应该准确定位在该价值上,这样的话,只要外在环境条件不变,股价怎么会变动呢?再进一步看,如果经济学家真的那么神,那么就抢先买入那些被低估的股票,并且从来不买被高估的股票,

那么他们就个个都成超级巴菲特了。可惜,即使如费雪这样顶尖的金融学家,当面临美国股市危机的时候,还自以为是一个短暂调整,费雪所看到的繁荣是通过其严谨的推断的,但把危机当成了繁荣却是对学者们的莫大讽刺。当然这怪不得费雪,在他的时代,绝大多数经济学家都判断错了。

费雪如此,何况一般的角色!我不清楚那些学者在判断沪深股市冲3000点、4000点或者5000点的时候,到底依靠的是勇气,还是他们掌握的所谓理论?恐怕更多的是依靠前者的所谓勇气。当然,这些学者会说,是投资者把他们的话理解错了。因为这种高估位的判断并不是指今年,也不是指明年,而是指出现的那一年。一旦经济学家开始说废话,就会变得无坚不摧。

那么股市到底是否存在泡沫?说有也行,说没有也行。如果多数投资者都坚持乐观的态度,相信三奔四说,那么股指一定能升到3000、4000点,我说过,这和基本面关系不大。米卢的名言嘛,态度决定一切!当学者们不断宣扬中国股市的大牛市时,投资者的跟风就真的会实现这种大牛市,从而这些学者会更加相信自己的判断力。这就是所谓“自我实现的预言”,那些传销人所采取的不就是这一套数吗?另一方面,如果多数投资者相信股市存在泡沫,那么股价就会回落,调整到所谓真实价值。同样,坚持泡沫论的学者也会有“自我实现的预言”。至于哪种情况会出现,既取决于两边学者的身份、级别、名气等等,又取决于投资者自身的心里素质。但我敢说,肯定和两边学者的理论水平无关。

无论持有哪一种观点,学者们似乎应该有自知之明才是,如果学者们做不到这一点,监管机构是否能够做到?可以肯定的是,监管机构未必有市场聪明。既然如此,采取何种监管

策略就非常关键。如果监管机构把自己当成一个非常高明的医生,要经常给股市把脉看病,那么弄不好股市的健康没有恢复,病反倒更严重了。监管机构当心超三奔四引发大泡沫,说明心态上非常冷静。但如果走向另一个极端,试图通过一些措施来控制股价,也是徒劳的。聪明的监管者不会去直接关心股价的异常变动,而是关心这种变动的诱因。对中国的股市而言,两方面的工作最为关键,一是给上市公司和市场交易立规,并有效执行;二是教育投资者,通过各种渠道让投资者学会辨识和承担风险。而这两项关键措施正是史美伦前两年花大力气提倡的。

对中国的股市来说,建立依规则行事的习惯非常重要。监管部门通过建立各种规则,并自己率先遵守这些规则,那么就能够起到稳定市场预期,同时,通过投资者教育来引导投资者遵守规则,那么整个市场就会变得有序。一个有序的市场是不怕股价波动的。反之,如果监管部门常常受一些学者意见或者多数投资者意愿的左右,试图对市场采取相机管理的积极策略,那么很可能羊肉没吃到,反惹了一身骚。

■兼听则明

# 存款保险制度最大的难点



◎孙立坚  
复旦大学经济学院副院长  
金融学教授

存款保险制度在中国正渐行渐近。

中国银行业所处环境翻天覆地的变化,让越来越多的人明白:加强对银行业的监管和提高银行业的竞争力的另一面,是银行存款再不能被看成是绝对安全的资产运作方式了。

这是中国金融业发展和开放的必然结果。首先,根据加入WTO的承诺,中国金融业进入一个全面开放的阶段。长期受到保护的银行业必须学会在一个公平竞争的环境中生存和成长,如果不及早引入存款保险制度,中国银行业的盈利能力和抗风险能力将会受到极大制约。比如,银行业因为没有充分的保险机制,储户就没有动力去支持银行业开拓收益较高的风险也相对较大的中间业务,这将导致中国银行业在竞争中失去市场的亲和力而面临瘫痪的系统风险。其次,资本市场的崛起将撼动银行垄断金融资源的地位,一旦资本市场的良性发展导致“脱媒”,有效率的银行业会被储户的流失而“挤兑”掉,正常的企业生产就会受到损害,如果还是按照以前政府买单的做法,那么财政负担会大大增加,政府就会设法通过宏观调控的手段抑制资本市场的发展来保全银行业的稳定。要是银行业和资本市场就是一种互为替代的工具,那对经济可持续发展和人民福利水平的提高将是十分有害的。

更主要的是,如果没有规范的存款保险制度,同等国民待遇会增加外资银行的道德风险行为。比如,一旦进入中国市场的申请审批通过,外资银行也会和中国银行过去的经营方式一样,只管自己的项目收益,不管项目的风险,最终只是增加了竞争激烈程度,而恰恰降低了项目投资的质量,系统风险因为开放也会进一步增加。从这个意义上讲,及时推出存款保险制度,可以使央行货币政策不受到银行经营好坏的干扰。

当然,和任何事物的发展一样,存款保险制度也要辩证地去看。它的启动,有可能使储户对银行经营优劣的关心程度下降,或者银行因为额外保费的投入会更有冲动去抢高收益的项目而降低对资金运行状况的管理,如果这种现象很普遍的话,则存款保

险制度非但不能提高银行体系的稳定性,反而会增加银行项目违约的风险,甚至还会将保险机构也拖进危机的泥潭。所以,在导入存款保险制度的同时,更应该加强银行体系的监管。

因为存款保险制度适用所有的银行机构,所以存款保险机构如何针对银行的经营质量来设定合理的保费就十分关键了。可惜,银行业的项目信息和管理能力往往只有银行自己清楚,尤其当存款保险机构刚刚开始运行时,缺乏经验,很有可能由于信息不对称而使保险机构保费设定不合理,那么,一旦银行发生问题,就有可能使保险机构无法正常运行,最终也正是因为保险机制不充分,银行业的稳定还是会受到很大的影响。

请设想,如果存款保险制度能做到怎样的阶段。长期受到保护的银行业必须学会在一个公平竞争的环境中生存和成长,如果不及早引入存款保险制度,中国银行业的盈利能力和抗风险能力将会受到极大制约。比如,银行业因为没有充分的保险机制,储户就没有动力去支持银行业开拓收益较高的风险也相对较大的中间业务,这将导致中国银行业在竞争中失去市场的亲和力而面临瘫痪的系统风险。其次,资本市场的崛起将撼动银行垄断金融资源的地位,一旦资本市场的良性发展导致“脱媒”,有效率的银行业会被储户的流失而“挤兑”掉,正常的企业生产就会受到损害,如果还是按照以前政府买单的做法,那么财政负担会大大增加,政府就会设法通过宏观调控的手段抑制资本市场的发展来保全银行业的稳定。要是银行业和资本市场就是一种互为替代的工具,那对经济可持续发展和人民福利水平的提高将是十分有害的。

无论如何,在中国金融业的改革和开放都进入了一个新阶段的时候,推出存款保险制度应该是利大于弊。但就目前而言,估计操作层面上上还有一些问题。比如,是采取强制性保险机制还是自愿性保险机制?如果是自愿性,可能大银行就没有动力加入,因为“大而不倒”的自信在银行业界,不管是国内还是国外都普遍存在。如果是强制性,那么储户的风险意识会淡薄,从而增加保险机构的压力。

笔者推測,以中国金融业眼下的格局,很有可能采取强制性保险机制。无它,就因为这对于中小银行的健康发展,也有利于减少大银行的道德风险。

至于保险的程度,倒真是非常棘手。国外成熟市场的做法要么是保90%,要么是保人均GDP的两倍。至于前者,中国老百姓的金融资源目前都集中在银行,而这么大的保险范围超出了保险机构所能承受的限度。所以,事实上还是在央行在起最后保险人的作用,这在开放环境中是十分不利的。至于后者,中国老百姓的人均收入还很低,两倍的额度明显不足。怎么办呢?或许试着将保险范围从100%开始逐步下调,可避免引起市场的不安心理?

■一言难尽

# 资源性产品价格放开之后……



◎傅勇  
复旦大学  
中国经济研究中心博士

频频出台的政策举措表明,我国资源价格市场化改革的路线图即已形成。历史地看,资源市场化无异于价格的第二次“闯关”,将极大地推动市场经济体制的进一步完善,资源市场化是完善市场经济体制的必由之路;从短期看,在当前价格总体低位运行之际启动这一改革,也是恰逢其时。

对老百姓而言,最为揪心的是上述改革会不会使资源产品价格像脱了缰的野马,一“涨”而不可收拾。而水、电、煤、气、石油等五大资源的供给仍然控制在极少数的垄断部门手中的市场结构,让人有理由担心价格上涨会不断持续下去。笔者以为,随着政府指导价的放开,资源产品价格出现一定幅度的上升是必然的;但是,资源改革必须夯实市场化的基础,通过适当的反垄断和财税调节措施可以缓解家庭负担之苦,资源改革不能忽视劳动力这一最重要的要素并让其承担市场化改革的成本。

国家发改委不久前发布的《2006年生产资料价格运行情况及2007年价格走势预测》报告显示,我国流通环节生产资料价格去年同比上涨3.5%,涨幅较上年提高0.6个百分点。石油、有色金属、钢材价格变化主导了去年以来我国生产资料价格的基本走势。报告认为有三大因素将支撑资源价格近几年继续在高位运行:除了国内外供求基本面以外,特别提到了国内资源性

产品的价格改革这一诱因。然而,资源品的特殊之处在于,它们既是生产要素,又是老百姓生活必需品。由此带来的悖论是:改革必然导致价格的一定幅度上涨,而上涨是又会影响到每个家庭的生活水平。对于低收入者的工薪阶层甚至农村居民来说,这些价格“边际上升”对生活质量的绝对影响不容忽视。从这个角度看,我们不让涨价成为资源改革的主旋律。

更重要的是,我们通常说的资源还忽视了其中的最重要的一种:劳动力。中国劳动力资源丰富为中国带来了持久不息的比较优势。可是,在中国劳动力市场上,没有多少人力资本的一般劳动力大量过剩,近乎无限供给。在这个背景下,中国民工工资几十年“纹丝不动”,这在世界经济史中也是极为罕见的。

关于资源的这两方面情况加在一起,不能不让人更为普通民众的民生担忧:市场化改革本来是一件好事,可是,却在威胁着中国社会中相当一部分阶层的福利,而这些阶层的福利本来更应该受到特别关注。前一段时间,有经济学家称中国的工资不能上涨,否则会危及中国的低成本优势。可这只是故事的一个方面,故事的另一方面是,工资是低收入阶层的主要收入来源。仅仅从资源价格放开这个角度论,如果其他资源价格上升,即便劳动力的价格保持在较低水平,中国的低成本优势还是会不可避免地受到影响。按照不能伤害中国低成本优势的逻辑,我们岂不是同样不能让工资资源价格上升吗?

虽然,由于一般劳动力市场供求的原因,工资在相当长的时期内很难有大幅上升可能,但是政府有必要在其他资源价格上升的

条件下,为低收入者提供更多的帮助,以缓冲在资源市场化改革中的劣势地位。

应该承认,中国劳动力要素的市场化步伐已远远落后于其他资源改革的步伐。现阶段,我们存在着双重的二元劳动力市场,一个是城乡劳动力市场的分割,一个是城市内部劳动力市场的分割。前者使得农村劳动者难以和城市工人享受同等的就业机会,而后者使得一些体制内的尤其是垄断部门的工作岗位并没有很好地开放。这些是劳动力这种资源市场化改革的着力点。如果说资源市场化改革的话,这些都不应该是被忽视的“死角”。

显然,劳动力的市场化流动有利于拉平城乡间和地区间的过大差距,这也是调整收入分配结构的题中之意。从资源改革这个个案来看,通过反垄断和财税对这一领域手术将使资源垄断部门的高收入得到遏制;而随着包含劳动力的“大资源”改革的推行,更多人会从市场化改革中受益:

其一,在资源领域引入竞争能够阻止价格的不合理上涨。在合理确立市场化边界之后,就需要打破垄断了,谁能够提供价廉质优的产品和服务谁就能够进入这些网络。这也就是我们常说的网电(运)分离、竞价上网。

其二,政府应充分利用税收杠杆调节收入分配。在当前的中国,许多社会成本并没有包含在资源的价格中。因为企业和消费者不需要承担对他人和社会造成的成本,致使资源被过度开采和利用,环境遭到破坏。所以,在资源价格市场化之前或者同时,政府应该通过征收“资源税”的方式使资源供给成本合理化。而当价格过度高企时,借鉴国外通行的“特别收益金”或“暴利税”就很有必要。

■官商之间

# 仅仅自利 就没有自由



◎高群群  
中国社会科学院经济研究所  
中国经济史学者

自从近代企业在中国产生以来,企业家阶层就在政治上是非常软弱的。他们曾经长期被讥讽为两面派,如果把这种两面性理解为对革命事业的不忠诚,那肯定不是他们所能接受的。因为他们而言,革命事业所指向的前景并不是他们希望拥有的,无论是三民主义,或者社会主义。所以在被彻底改造以前,他们在革命的中国里找不到自己的位置。因而他们对于革命事业无所谓忠诚的问题。他们用“在商言商”来保护自己,假借革命是一件与自己无关的事情。如同盗铃之晋人,但“钟况然有音”,“恶人闻之,可也;恶己自闻之,悻矣。”“悻”虽“悻”,却无所谓忠诚不忠诚。但是,如果把这种两面性理解为企业家对他们自己所希望的

未来社会既没有明确的目标,也缺乏坚定的态度,则大致是恰当的。他们深刻地感觉到企业在中国存在的正当性不够,但作为一个阶层,他们并没有为自己的正当性做出多少努力。对当时大多数企业家来说,他们只是顺着潮流混日子,即便是发财致富了,也只是把日子混闹罢了,财富对于他们的人生成就没有什么意义。因为无法摆脱社会的指责,乃至蔑视,他们只能锦衣夜行。就此而言,他们是一个懒惰的、投机、阶层,是一个没有自主意识的阶层。

企业原本是契约论的产物,是以自由的人自愿签订契约为前提的。在这个前提之下,企业家的成就自然可以视为个人能力、勇气的象征,可以证明自己的人生价值,成为人们羡慕、崇拜的对象。庞大的企业、巨额的财富就是他们的丰碑。正是有这样的自信,洛克菲勒、卡耐基在众人的指责面前才毫无惧色。但是,在中国历史上,社会和国家得以成立的前提并不是社会契约,自由的人从没有出现过。

不过,令人惊喜的是,中国近代个别的企业家们也曾经做过值得尊敬的努力。除了本栏以前说过的,以民族主义的方式突围以外,他们还尝试过其他的办法。比如继承中国的士绅传统,他们试图在企业中确立一种类似士绅在乡村社会中的权威。荣德生自述:“故余以为创办工业,积德胜于善举。慈善机关周恤贫困,尚是消极救济,不如积极办厂兴业。一人进厂,则举家可无冻馁;一地有厂,

则各业皆兴旺”。卢作孚在企业中建立了强大的训练和教育制度,成功地造就了一个守纪律、敢负责、敬业乐群的团体。为了企业的合法性,企业家放弃了把企业视为自己个人成就的观念,而且主动担当教育和引导民众的职责。他们的企业就成为在内患外侮打击下的近代中国实现自我整合的一个强有力的堡垒。虽然他们的努力最终没有强大到足以建立他们所希望的社会和国家,但是他们的努力成为中国企业家确立自己正当性的最有价值的资源。

改革开放以后,新的企业家出现了。但是他们与中国近代的企业家所面临的境况大大不同了。随着文化大革命的结果,人们不再相信任何乌托邦,道德也只具有工具性的意义。这不仅是一个新生的开始,而且也是一个瓦解的过程。人们开始彻底地为自己打算,企业家们就是走在最前头的人。自由的人可以自利,但仅仅自利的人绝不是自由的人。因为自利的人绝不以为损害别人的利益是不道德的。新的企业家或许勇敢,或许节俭,或许精明,他们为中国创造了巨大的财富。但是,他们依然无法因为自己的财富而自豪。人们羡慕他们的财富,恐惧他们的势力,但绝不敬仰他们的成就。在他们财富的背后,常常是经不得认真检视的灰色。也正因此,浮华世家内里的龌龊是街谈巷议乐此不疲的谈资。他们自己也不敢回首,甚至不敢面对自己的财富。他们的经济成就还不能成为自由的坚强基础。对他们而言,或许是对整个中国而言,这已经是一个迫切的难题。

新的企业家们在传统价值被颠覆的年代钻政策空子起家发达的过程找到了的最强有力的正当性根据就是:这是一个痛苦的、但必须的过程,是中国必须付出的代价。或许这是对的,对于处境艰难的中国人来说,没有什么轻松的道路可走。但是,我们不要忘记,只要没有自由相伴,人们就有理由把自己的痛苦归罪于别人的作恶。这时候反抗就不仅仅是利益的博弈,而是隐含着偿还的呐喊。

■排沙简金

# 世间至难是自知



◎王育理  
首钢发展研究院企业研究所所长  
管理专家

本栏的山姆·沃尔顿系列,试着从多个层面去感受这个商业巨子。沃尔玛不是我们所理解的一家折扣店,而是长期高居世界500强前三甲。沃尔玛自行设计商品并组织生产,形成很强的品牌效应,已占了它对外销售额的30%以上。沃尔玛因此更是一个巨大的敏捷供应链的链主,有众多供应商参与进来,形成了一个虚拟大企业,满足特定社区的客户需求。沃尔玛的实践,验证了一个千百次撞击着我们的道理:现代竞争不是简单的产品和服务的竞争,甚至也不是单体企业整体解决方案的竞争,而是敏捷供应链之间的竞争。从街头拐角的折扣店,发展到全球最具影响力和竞争力的敏捷供应链,沃尔玛的真经其实还远远没有被挖掘出来。

新近到石家庄主持“强者高峰论坛”,石家庄的企业家会上会下都提出了不少问题,有三个看上去不搭界的提问,都可以在沃尔玛案例中找到解答:没有多少本钱,该怎样去创业?公司做得有点规模了,该怎样去做大?河北要打造强势经济,对河北企业家有什么忠告?没有钱可以开一家杂货铺,所有商品都要想法最便宜;最便宜的商品好卖了,就要快速大范围复制;如果河北企业家都能像山姆·沃尔顿那样释放自知,守住自己的专业和一招鲜,河北就自然会成为强省。

自知,是强势企业一个重要的思维品质。卢梭在《忏悔录》中开宗明义就说:“深知自己,也知世人”。他所以敢于大抖隐私而傲立于世,因为他深深把握住了自己,由此判断那些道貌岸然的人,跟他一样都有许多见不得阳光的东西,甚至远不如他。在卢梭之前约2340年,中国哲学家老子,则提出了更为直接的判断:“知人者智,自知者明;胜人者有力,自胜者强”。近代大儒梁漱溟也说,“人类不是渺小,是悲惨;悲惨在于受制于他自己。深深地进入了解自己,而对自己有办法,才得避免和超出了不智与不等等。这是最深邃的学问,最高明最伟大的能力或本领。”在先哲们那里,认识自己是最难的事。常人最习惯的语句却是,“我难道还不了解自己吗?”

哎,一般人还真不了解自己!因为

他们从来没有对自己全然觉察。我在对强势企业家的研究中发现,那些在世界上建立了自己坐标的企业家,大多达到了很深的自知。他们知道事物是怎么回事,知道哪些事情不能做,知道哪些事情能做。

一般的认识是,远见卓识的民营企业铸造强势,目光短浅的人只能成就家庭作坊;而在现实中,远见卓识、开阔视野却往往造就了真正的弱势,而“目光短浅”或“鼠目寸光”,只看眼下一点点地短处,却能铸成真正的强势。不可思议,但却是现实。自知是其中很重要的一个节点。我们见识过那些智囊、意气风发的能人,如牟其中、仰融、唐万新、顾雏军等等,他们几乎接近了千古一人的思维境界和强势,可是,他们却很快被时代大潮湮灭了。因为他们虽然具有了远见卓识,却脱离了为自己的理智与情感,超出了自己的生命与情感所能把握的程度,因此而不能正视当下的事物,不能辨明身边事物的道理,不能把握自己,反倒被身边的事情淹没。

相反,那些基于自己的理智和情感,把一点点事理扣住不放,关闭自己的视野,专注于当下的事理,并把事理快速复制的企业家,最终能成为真正的强者。传统经济的代表人物山姆·沃尔顿、盛田昭夫、黄光裕、张瑞敏、柳传志等是这样,新经济的代表人物比尔·盖茨、塞吉·布林、马云、李彦宏、江南春、戴尔也是如此。他们看上去并没有什么了不起的远见卓识,而仅仅是因为他们发现了一点点商业秘密,就以超乎寻常的速度快速复制。

这个看上去其貌不扬的结论,却是在我对比中外企业家时的一个带有统计规律的现象。强者不是无所不能,而是始终守得住自己,能够把自己最熟练的成功做法,以一种超乎寻常的速度去复制。

山姆·沃尔顿当然是诠释这个定律的典型。