

# 该怎么理解流动性过剩?

从经济学家的眼光来看,说一个经济体出现了流动性泛滥,更多地是针对国际跨境投资者的投机套利行为而言的。把中国经济增长强劲看作是流动性过剩的原因,在逻辑上是有问题的。在境外游资或投资者眼里,中国经济未来最大的变数就在人民币的估值上。上一次,大量境外资金流入了中国沿海火热的楼市,而现在,更大规模的境外资金瞄准并进入了沪深股市。

我发表了关于中国股市与流动性的文章之后,有不少读者在我的博客上留言表示不同意我的看法。他们认为,中国经济的流动性过剩与境外资金关系不大,应该主要是国内资金过剩造成的。比如,有人给我留言说:流动性问题的出现在于我国长期的经济高速增长,财富的大量积累。至于投机热钱等,并非是影响流动性的主要因素。流动性的泛滥并不在于人民币数量的多寡,而在于积累财富的多寡。其实,这位朋友忘记了一点,经济学家谈论市场上流动性过剩的时候,并不是谈论这个经济中到底有多大的财富存量,也不是谈论银行里老百姓的储蓄存款有多少。这些都是存量。我们谈流动性过剩,主要是指货币(人民币)的供应增长过快。而货币的供应增长过快,是因为某些不正常的原因造成了对货币的需求增长过快。那么,这些超常的原因是什么呢?

很多人说,原因是中国经济的强劲增长。这个说法并不正确。因为,经济增长并不必然导致过多的流动性,或者并不必然使流动性成为一个严重问题。任何一个国家央行的重要职责都是管理流动性。一国的货币政策也是针对流动性的。因此,当我们说一个经济体的流动性过剩,那一定是说这个国家的货币政策或对流动性的管理出了什么问题。

表面看,流动性过快增长说明人们手中有越来越多的没有资产化的资金。这些资金可以表现为放在银行里的活期储蓄存款的增长,也可能是那些很容易变成现金的定期存款的增长。这些存款既可能是人民币,还可能是外汇。实际上,流动性泛滥的真正含义是,以上这些流动着的资金不再听从央行货币政策(比如利率政策)的指挥了。不仅经济中的货币增加越来越快了,而且人们越来越想把资产变成货币而不是相反。这说明,市场上有更有力的东西支配着这些资金的流向而不是货币政策。而这种情况似乎只能在投机套利预期特别强的时候才可能出现。

所以,尽管以上这些都是流动性增加的表现,但更重要的是,从经济朋友忘了一点,经济学家谈论市场上流动性过剩的时候,并不是谈论这个经济中到底有多大的财富存量,也不是谈论银行里老百姓的储蓄存款有多少。这些都是存量。我们谈流动性过剩,主要是指货币(人民币)的供应增长过快。而货币的供应增长过快,是因为某些不正常的原因造成了对货币的需求增长过快。那么,这些超常的原因是什么呢?

我认为回答这个问题的关键在于,要认识到,这与中国的国际收支不平衡恶化以及在那个时候国际上兴起的关于人民币升值的预期有直接的因果关系。中国经济从2000年就进入了一个新的阶段。这个阶段的特征与日本上世纪七八十年代很相似。简单地讲,最突出的特征就是,本国货币的升值预期在加速形成。

为什么在经济发展到这个阶段国际上会加速形成本国货币的升值预期呢?这是因为经济增长是在一个“扭曲的”环境里发生的。这是“东亚奇迹”的一个重要的源泉。与日本一样,中国的经济增长依赖



复旦大学中国经济研究中心主任  
经济学院教授、博导

着出口的强劲增长和汇率的固定化。国际收支的不平衡越来越严重,外汇盈余累积的规模越来越大。而外汇的超常增长意味着外汇占款的超常增长。所谓外汇占款是由于外部对人民币的需求越来越大,中国的货币当局不得不换出越来越多的人民币。人家为什么需要越来越多的人民币呢?形象地说是因为他们需要人民币来购买中国持续扩大的出口产品;他们需要人民币来中国投资办厂;需要人民币来中国购买资产;也越来越需要人民币实现人民币“升值”的“套利”。而人家需要的人民币越多,我们政府被换进来的“外汇”也就越多。

所以,照我的理解,还是我说过的那句话,5年来,在境外游资或投资者看来,中国经济未来最大的变数就在人民币的估值上。在国际上,人民币升值早已被视为理所当然的,其预期与日俱增。我认为掀起这次股市大牛乃至疯狂狂潮的主要原因就是境外资金的流入与投机。这些年来,中国“经常项目”余额的爆炸性增长,让很多经济学家难以理解,让人们想到了在发展中国家中经常出现的过多报关的现象。但一般的情况是,人们过多报关,是为了规避关税而多报进口,但在中国,人们是为了豪赌人民币而选择了多报出口,以达到把大量资金带入中国的目的。上一次,大量的境外资金流入了中国沿海火热的楼市。而现在,更大规模的境外资金瞄准并进入了沪深股市。这成了刺激中国资本市场出口,以达到把大量资金带入中国



经常出现的过多报关的现象。但一般的情况是,人们过多报关,是为了规避关税而多报进口,但在中国,人们是为了豪赌人民币而选择了多报出口,以达到把大量资金带入中国

的目的。上一次,大量的境外资金流入了中国沿海火热的楼市。而现在,更大规模的境外资金瞄准并进入了沪深股市。这成了刺激中国资本市场出口,以达到把大量资金带入中国

## 德鲁克在中国

# 为了不确定的未来 今天就得准备

说到企业战略规划,企业的管理者和决策者必须尽快从一些误区中走出来。

根据德鲁克的研究,企业的管理者,特别是企业的高层管理者和决策者,都必须知道:

- 1、战略规划不是一组把戏,也不是一套技术;战略规划是分析思维,是把资源投入行动的一种承诺。
- 2、战略规划不是预测;战略规划并不是要预测未来。
- 3、战略规划并不是对未来的决策;它涉及的是有关未来的现在的决策,是今天制定决策创造明天的理想结果。

今天的成果是昨天的决策带来的,你想要在明天取得预期的结果,需要在今天决策,并采取相应的行动。决策只存在于目前。战略决策者所面临的问题不是他的组织明天应该做什么,而是“我们今天必须为不确定的未来做些什么准备工作?”

4、战略规划并不是试图消除风险。

经济活动,按其定义来说,就是把目前的资源投入到不确定的未来。经济活动的本质就是承担风险。因此,成功的战略规划的最后结果应该是使企业有能力承受更大的风险。

战略规划的第一步是对任何活动、产品、流程或市场做如下思考:“如果我们现在不放弃它,未来有可能因而获益吗?”如果答案是否定的,那么就应该思考:“我们该如何快速放弃它?”通用电气前CEO杰克·韦尔奇说,他的数一数二的思路就来自德鲁克的这两个非常尖锐的问题。

为了使企业取得预期的结果,我们必须做的第一件事是有系统、有计划地放弃昨天。大多数战略规划只关心必须做的新任务以及更多的事,例如新产品、新流程、新市场等,但是,真正能够使企业在未来做出不同的关键在于,放弃一切不再具有生产力、即将过时、已经过时的事情。

接下来应该思考的是“我们必须做哪些新的事情?什么时候去做?”

德鲁克认为,战略思考的重点是:第一,有系统、有目的地规划必须执行的目标;第二,战略规划应该从有计划地放弃昨天开始;第三,应该寻找新的、不同的方法以达到未来,而不要相信已经做的事情上做多就足够了;第四,我们应该谨慎地思考:必须在什么时候开始努力,才能在需要的时候获得成果?



黄建东  
北京光华管理研修中心

战略规划是一种思考的工具。战略规划是一种持续的流程,有系统地做现在的企业家决策,知道这些决策的未来前途;有系统地配置资源以执行这些决策;并通过有组织、有系统地反馈系统以评估这些决策的执行是否符合期望。

战略决策需要回答一系列的问题:我们的企业处在一个什么样的环境中?我们的市场如何?我们的销售渠道畅通吗?行业中的技术发展我们跟得上吗?我们的客户是谁?我们的客户在哪里?我们的产品是如何定位的?我们的客户需要什么样的价值?我们能够为客户提供什么样的价值?我们的竞争对手是谁?我们的企业有什么地方比人家有优势?什么地方我们做得比别人好,付出却比别人少?我们的竞争力体现在什么地方?我们的企业要往什么方向发展?发展的道路上有什么障碍需要克服?现在的企业环境中有哪些有利因素?有那些不利因素?我们的长处在哪里?怎样把我们的长处转化为持续的竞争能力?等等。

当德鲁克在1964年出版他的《成果管理》一书时,他本来是要把书起名为“企业战略”的,但是出版商对他说,战略只是军事家或政治家所关心的事情,德鲁克于是把书名改了,但是,这本书讲的却是企业的战略问题。这是管理学中第一本真正意义上的关于企业战略研究的专著。

1974年,德鲁克在被称为管理学的百科全书的巨著《管理:任务、责任、实践》中,进一步阐述了他对企业战略方面的观点。到了1994年,他又对一个企业(包括企业以外的其他任意一个组织)为什么成功,又为什么有那么多的企业(组织)失败的原因进行了更为深入的分析,并把经过不断提炼、高度概括出来的结论收进了他发表在《哈佛商业评论》的论文《事业理论》中。

这些专著、论文,以及其他相关的著作,奠定了德鲁克在企业战略领域的研究中无可替代的地位。德鲁克对于企业战略的论述为越来越多的企业家所接受,并且将之作为领导企业发展的指导思想。

## 眼观四处

# 四个轮子在驱动 中国资本市场

——“新行为金融”考察之五

流动性泛滥论和业绩增长论,是各方分析当前及未来中国资本市场行情发展原因时谈得最多的两个方面。而笔者的看法是,若从历史的时空来



李国旺  
银华基金管理公司市场总监

探家,真正认识行情发展的内在逻辑,我们不妨将眼光放远些,从世界资本市场历史时空来考察,看中国资本市场究竟能走多远,从中国经济体制改革的历史时空来分析当前的资本市场的繁荣情况及未来的发展方向。

首先,本币升值是形成当前资本市场繁荣的必要的外部条件。本币升值,意味着以人民币为标价的核心资产价值重估,中国可以用国际资本重造国民经济的。从历史时空看,无论是日本、韩国还是我国台湾地区,在本币升值过程中,都吸引了大把外国资金特别是海外资金的渗透介入,从而形成本币升值预期—资产价格重估—海外资金介入—本币升值—更大预期的循环,其结果是土地、上市的证券等以本币标价的资产升值加速。

至少在目前以及今后一段时间,造成人民币升值的历史因素继续存在。当第三世界国家将辛苦挣来的美元存款买入美国国债时,华盛顿却利用美元贬值政策转移矛盾,通过多种手段要求中国等国家通过本币升值来自我消耗在付出高成本条件下所积累的巨额外汇储备。只要中国的出口增长强势不变,中美贸易逆差不变,美国逼人民币升值的高压也不会变。当然,近几年,除了美元,人民币实际上对欧元及日元都存在贬值倾向。另外,人民币对外升值可能伴随对内贬值,因为城市化及基本农业用地的逐渐缩小,CPI上升周期已经来到。2007年后,由于太阳黑子爆发周期已经来临,农业出现减产的几率大增。而农业减产必然导致CPI上升。如果央行不加息,肯定出现负利率,如果加息,又会加重对外升值的压力。因此,可以预期,在出口不断增长、外汇储备持续上升的条件下,除非外汇用于购买国际相对便宜的资产(如矿产),否则,实在无法减轻其对流动性泛滥起的作用。所以,只要人民币升值没有结束,供应股市的资金就不会撤出,造成股市繁荣的外部必要条件将继续存在。

其二,30年来,中国经历了农业、工业和金融体制三大历史性改革,农业体制改革使中国农民生活进入温饱阶段,为社会稳定提供了物质保证,工业体制改革使中国告别了“短缺经济”,城市居民生活向小康发展,这在世界社会主义实践中史无前例,金融体制改革使实体经济与虚拟经济相互交融,使中国的国民经济走上了“证券化”的道路。金融体制改革,使得国家利益、管理层利益、投资者利益达成了理论上的一致,从而调动了全社会力量投资证券的积极性,全社会沉淀于银行的资金开始通过资本市场为中国经济的产业升级及形成世界性竞争力的企业集团提供了充分条件。

第三,整体上市成为行情持续发展的动力,使中国30年改革成果可以证券化,直接提升了整个市场的资产质量。有人分析说,虽然还是那个股票代码,但是代码符号后面的内容因整体上市、购并重组和资产注入而已经大大“变质”,从而大大提高了上市公司的体质,为其产生更多更好的业绩提供了经济基础。因为整体上市的主力是国有控股集团,它获得了流通权,可以在市场上实现其本身资产多倍的“估价”并可以控制更多的社会资本,从而真正实现提高国有资产的社会控制力的政策目标,因此,整体上市与国家的战略目标是相一致的。还有,整体上市后的公司资质由于其减少了内部交易和利润溢出的可能,有利于业绩的提高,而业绩提高又是行情发展的主轴,百年不遇的本币升值导致的流动性泛滥,可以为整体上市提供源源不断的资金,国有控股集团整体上市,不会因为社会资金不足而无法实现。而在本币升值的背景下,整体上市还可以充分利用海外渗透进来的资金为企业改革服务。这样,整体上市不仅可以整合集团内部资源,还可以迅速融合国内外上下游关联企业,从而为培养国际竞争力的企业集团创造了条件。

第四,上述三大因素成就了上市企业业绩的大幅度持续提升,由此催生出一个行情发展的核心轮子;因金融业的投资价值与业绩随着人民币升值而不断升值所引来的大众理财新需求。无疑,大金融行业的银行、保险、证券将会是人民币升值的大赢家。大金融外,地产、航空、资源、商业、垄断性企业以及有核心竞争力的上市企业都将受惠于人民币升值带来的资产重估和成本下降或者利润上升。因此,老百姓在吃穿住行用等生存需要外产生了通讯、理财等新需要,金融体制改革不仅排除了原来的政策障碍,也为百姓投资理财提供了越来越多的理财产品。对投资者,这是理财需求的唤醒,对国家来说,这却是金融风险从间接融资向银行向直接融资于资本市场转移,并促使资金向核心企业和产业升级需要的地方集中。这些核心企业的规范管理和竞争力的提升过程,也是回报社会理财大众的过程。

由上述分析可以推论,正是本币升值、金融体制改革、整体上市、理财新需求四个轮子在驱动当前的中国资本市场,沪深股市的牛市行情是世界经济发展与中国经济体制改革必然结果。我们只有充分理解、自觉掌握和运用科学发展观,争取在世界市场上取得无论是人民币还是具体产品真正的定价权,才能推动中国资本市场的持续发展。

结论是,当前我们尤其需要正确运用“政治”经济学,而不能单纯地运用数量模型来“科学”分析中国资本市场的今天和未来。

## 官商之间

# 蜜月短暂 怨恨无期

——民国时期的政商关系

一个有平等信念,却不是法治的社会,如果不幸贫富差距又很悬殊,那么人们会自然而然地认为政府只是有钱人的工具。因为人们每天都能感到财富对他们的羞辱,对平等的伤害。显然,这可能只是一个误解,但对政府而言,这个误解比任何有形的反对力量都更可怕,因为它时时刻刻都在动摇统治的基础。在中国历史上,或许最典型的例子就是国民党的统治。时至今日,虽然还有很多在民国时期生活过的人健在,但人们普遍认为国民党政权只是代表大资产阶级利益的,而且,认为这是它垮台的根本原因。越来越多的研究证明,其实事实可能并非完全如此。

从1927年南京国民政府建立统治开始,国民党政权和商人之间只有很短的蜜月时期。直到1949年,他们之间的缠斗从来没有停止过。其间,最激烈的时候,国民党甚至多次公然采用暴力手段对付资本家,绑架他们,向他们勒索钱财。更不用说国民党始终在想方设法把商人的资产搞到手。三十年代初的税收政策,大大加重了实业家们的窘困。美国人帕克斯·M·斯科布在《江浙财阀与国民政府(1927-1937)》中,就专门叙述过南京政府如何压制上海的资本家,强迫他们认购公债,为内战筹措军费细节。同时,国民党也一直在努力把他们的信仰强加给商人,或者改造商人的组织。但是,商人也的确在民国时期有着特殊地位,他们和高官们有亲密的私交,在各种委员会中发挥重要作用,在社会中,他们也常常借助金钱的能量压制欺凌穷人。到底如何看待这种似乎矛盾的现象呢?

要弄清楚民国时期的官商关系,也许得做更进一步考察。我的意思是说,还需要把官商关系再细化成商关系和政商关系来讨论。(在国民党时代其实还有军人和商人的关系,不过,这种关系对社会的影响不大,我们暂不讨论。)学界对国民党和商人的关系似乎关注不多。自认为是一个代表全民实行统治的国民党,要求扫荡社会中一切自行组织起来的机构和力量。因此,民国时代的商人和他们的组织就成为对国民党的一个重大挑战,商人们的经济力量使他们对社会有重大影响,他们常常凭借商会来抗衡国民党“党部”的专横,并能够发出很强大的呼声。正是因为这个原因,取缔和改造旧商会就成为1927年后,国民党的一个重要工作。到了1929年,曾经按照民族资产阶级意志独立自主活动,搬演过无数叱咤风云精彩历史场面的上海总商会,就因近似恐怖的统治而突然结束了。也正是因为这个原因,商人们的抗争角色也中有一些大资本家担任重要角色,但这并不改变国民党的基本路线。国民党的三民主义中,民生主义的最重要的内容,就是实现经济平等,节制资本,这一点可能现在在连台湾的国民党也不记得了。

所谓政商关系,就是政府与商人的关系。虽然民国时期的大部分时间,国民党都在训政,但因为国民党的控制力量并不那么强大,政府还是有自己独立的系统和意志。民国的政府更在意的是建立规矩和秩序,如何缓解财政的压力,以及如何发展经济。他们也不像国民党那样对财富本身就充满敌意,所



高超群  
中国社会科学院经济研究所  
中国经济史学者

以他们并不试图改造或者领导商人,也不打算消灭这个阶级,他们只需要商人服从法律和政令。而且,要建立秩序,他们往往觉得商人的支持比其他团体的支持更重要,因为商人更有力量。即使在政府和商人发生冲突的时候,政府也倾向于谈判、沟通、协商,而不是斗争。商人们正是通过这个途径来构造自己的特殊地位,获取众多特权,并腐败着国民党政权。

显然,区别了党商关系与官商关系,才能准确理解国民党时代商人和政权的关系。商人天然地善于与政沟通、亲近,他们有很多办法可以摆平官员,但很难摆平厉害的国民党人。国民党试图控制、领导、改造、代表商人,而商人只愿意在行政的、法律的原则下服从政治。从根本上来说,国民党与商人的关系是敌对的,不可调和的。而政商关系则容易调和,以至于他们常常勾结在一起。

对于商人而言,如何处理与政治的关系,从近代以来,始终是一个棘手的问题,如果不说是使他们最痛苦的问题的话。梳理史料可以看出,也许他们应当在党商关系中要求自由,这样他们可以得到更多的支持;在政商关系中,应当坚持法律,这样他们就可以得到更多的保护,也许还可以化解民众对他们的敌意,因为他们会觉得商人是民众的一部分,而不是特权的一部分。