

Column

■ 困学记

政策制定有规可依 市场预期才能稳定

——金融发展新思考之六



◎ 周业安

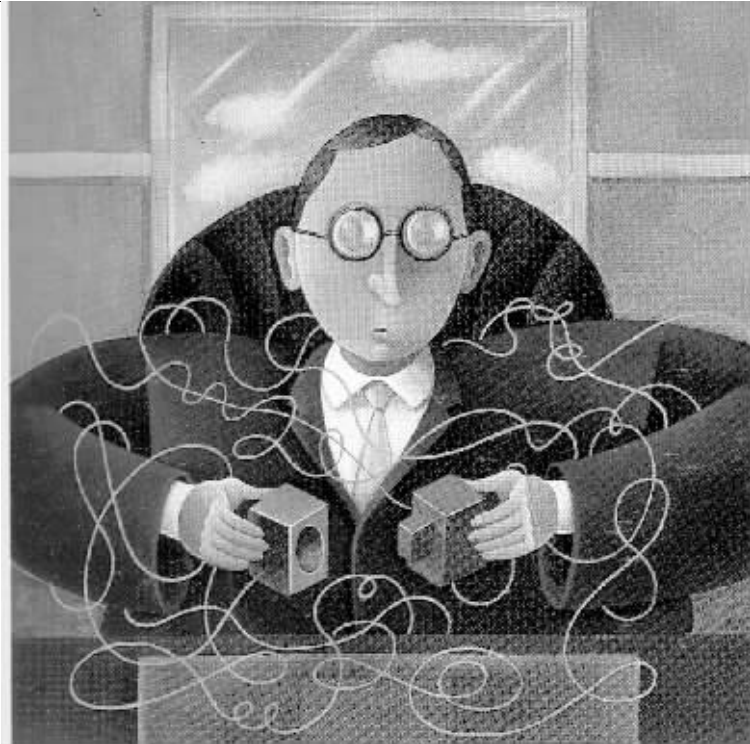
中国人民大学经济学院教授、博士生导师

金融市场的风险,有些是系统性的,有些是非系统性的。系统性风险可以来自自然界或者社会经济体系偶然事件的冲击,比如自然灾害、社会群体性事件、技术发明等等,这类不确定的偶发事件,很难通过资产组合来化解,只能通常市场的自我修复能力去慢慢解决。另一类系统性的风险来自政府行为。由于政府宏观经济政策的变化所产生的冲击也是全局性的,市场参与者都会感受到,因此不光难以通过资产组合来化解,市场很多时候无能为力,因为这种政策变化不是一次性的,而是持续的。假如政府的某次调控带来了对市场负面冲击,接着就可能出台一些政策来修复,即采取相反的调控政策。这一系列的相机调控政策会使得市场无所适从。

政府宏观政策所产生的系统性风险来自政策可能的滞后性、政策的时间不一致性等方面。所谓滞后性,是指任何政策的出台的依据都是历

如果市场参与人的预期经常随政策变动,表面上看来似乎政府的政策非常有效,但实际上这恰恰是政府政策失灵的体现。如果市场参与人仅仅关注政策变动,而忽略市场基本要素的变动,这个市场就变成了所谓的政策市,价值投资策略就根本无法实施。

史数据,并且假定历史会以某种规律的形式延续,而政策就是要防止这种重演。实际上,证券分析中的所谓技术派也就是从这个假设出发来建立



预测模型的。但是,市场瞬息万变,等按照过去的经验制定好的政策开始实施,环境条件已经变化。在这种滞后性的影响下,政府调控举措就变成了用一个错误掩盖另一个错误。不断的错误调控造成市场的异常波动,从而产生无法化解的系统性风险。所谓政策的时间不一致性假定说的是,即使市场没有发生本质变化,政府也可能改变原先的政策承诺。比如如果政府曾经承诺三个月内不加息,结果在宏观面没有发生变化时,不到三个月政府就宣布加息了。政策的时间不一致性导致了政府政策缺乏信誉,它多半来自政府对某些私人利益的考虑。

但无论如何,化解政策性系统风险还是相对简单的。经济学家已经指出,宏观政策尽可能采取固定规则方式。比如说加息,政府应该在年初就宣布,CPI上涨某个百分点,政府就加息若干点;否则就不加息。如果政府在此后一年里一直恪守这

个政策,那么不仅政府在政策制定上可以保持良好声誉,金融市场参与者也能保持预期的稳定,这样政策变动所带来的系统性风险自然就消除了。市场参与者的预期稳定是市场稳定发展的关键。如果参与人的预期经常变动,尤其是随政策变动,表面上看起来似乎政府的政策非常有效,但实际上这恰恰是政府政策失灵的体现。如果市场参与人仅仅关注政策变动,而忽略市场基本要素的变动,这个市场就变成了所谓的政策市,价值投资策略就根本无法实施。

政策市必然是投机盛行,这个结论听起来有点奇怪。政府相机政策调控的力度越大,频度越高,市场上的投资行为也就越少,投机越会盛行。其中的逻辑在哪儿?就在前面刚刚讲到的政策信誉和参与人预期稳定这两个要素。

现代经济学反复证明,政府无法准确跟踪市场的变化,也无法适

时推出相应的调控政策,因为任何政策制定都要经过决策程序,并且都会涉及某些利益集团的利益,政策制定过程都是利益集团讨价还价的过程,相机政策调控几乎是不可能的。所以,任何政策的出台都要花费很多时间,并且政策制定的交易成本很大。滞后性、时间不一致,使得调控政策经常文不对题,同时又因为政策对整个市场的影响极大,金融市场的参与人就不得不把精力花在琢磨政策的变动上,而不是琢磨市场的基本面。对于大的机构来说,可以通过各种渠道来影响政策的执行,从而预先利用政策来投资并获利。而对于中小投资者来说,就只能猜测、盲从了。

可能有人会说,政府可以按照理性预期的方式来决策。假定政府和投资者都是理性预期的,可是卢卡斯等人早就证明,只要政策能被预期到,就没有效果。影响实际产出的都是没有被预期到的政策。比如前段时间,加息政策被预期,对市场影响就很小;而提高印花税率市场没有预期到,所以影响就很大。但是,如何才能使政策不被预期到呢?或许就是类似提高印花税率那样的出其不意的方式。但这种方式恰恰印证了政府政策制定缺乏可信承诺,政策声誉大受损害,表面上看起到效果了,但潜在的负面影响巨大。因为缺乏可信承诺的政策会导致政策后果无法预期,从而助长市场的投机情绪。

所以,从政府的角度讲,稳定市场的关键在于采取固定规则的调控政策,放弃相机行事的政策制定方式。如果政策制定依规则行事,政府政策也就有了声誉,参与者的预期也就稳定下来。只要市场参与人仅仅需要关注市场自身的变化,价值投资理念就能够得到实现。

■ 一言难尽

调节收入分配: 向前看,向后看?

◎ 傅勇

复旦大学中国经济研究中心博士



以增量特征的中国经济改革曾被称为“没有输者的改革(Reform without Losers)”。然而,走到今天,即便是不少经济学家强调各阶层生活绝对水平都得以空前提升的事实,也不能不承认相对差距扩大已到了令人担忧的程度。改革收入分配体制是必然的举措。与此同时,相关问题尚待澄清。

理论上,调节收入分配的手段有两种:或着力于事后调节和存量调节,或立足于事前调节和增量调节。前者是针对居民收入不平等的结果,利用财税手段和政府转移支付手段将高收入阶层的一部分收入转移给低收入阶层。后者则强调起点公平和机会公平的重要性,充分依赖市场机制。前者仅涉及蛋糕如何分配,后者更强调在做大蛋糕的基础上实现合理分配,所以也可以说两者存在向前看和向后看的区别。

当前收入体制改革给作者的整体印象是存量调节,而非增量调节。比如,呼声强烈的改革个人所得税,增收遗产税,增加向农村地区的转移支付等等。这些固然可以对提高低收入人群的收入起到立竿见影的功效,但终究只是治标之策。相反,正是考虑到存量调节会影响经济增长积极性,一些国家已经陆续废除了长期实行的遗产税。中国香港是最近的例子。

当然,笔者强调增量调节并不否定存量调节的重要性。事实上,两者的关系应正确理解为互补而不是替代关系;只有两者相互配合,一个合理的分配体制才得以建立。一般来说,发达国家由于市场体制已臻完善,市场调节过程已经相对合理,而只有结果上的不平等,因而存量调节是主要的。而我国的收入分配问题则更多地存在于初次调节上的不合理。

拿城乡差距来说,2003年和2004年,中国城乡居民收入之比均超过3.2:1,处于历史高位;如果将住房、社会保障等隐性福利考虑在内,中国的城乡差距无疑是世界之最。城市工人的收入是农民收入的3倍以上这个事实,符合市场机制的原则吗?答案显然是否定的。说到底,城市工人比农民收入高得多并不是因为工人比农民具有更高的创造GDP的禀赋,而是因为农村劳动力不能享有同等的就业权利。

地区差距和部门差距也是如此。西部居民收入远远低于东部沿海居

民,一个至关重要的原因是他们没有受良好教育和自由迁移的机会。同样,垄断部门的高收入正是因为其垄断地位。

就收入差距过大而言,这些非均衡现象才是不公平的主要成因。要理顺分配关系,首先得消除这些人为的不合理,在此基础上再调节存量。在市场机制的充分作用下,要素的自由流动会保证同等质量的要素获得同等报酬,这将在相当大的程度上消除上述城乡之间、地区之间和部门之间的收入分配差距。

与此同时,要素和商品市场由非均衡走向均衡的过程也是经济持续增长的过程。资源配置的改善实际上提高了全要素生产率,也就是说,数量一定的劳动力可以创造更多的价值,这也就是大规模劳动力流动对中国经济增长功不可没的原因。另外,给低收入者更多创造财富的机会和空间,“授人以渔”,要远远强于“授人以鱼”。退一步说,随着蛋糕增大,既使政府要收入再分配也容易的多了。这就是在增长发展中实现收入分配公平的要义所在。

说到经济增长中收入差距的变动,发展经济学中有一个著名的倒U假说,亦称库兹涅茨效应(Kuznets Effect);随着经济阶段由低级向高级发展,收入分配不平等程度有先扩大后缩小的趋势。在工业化初期,城乡居民收入呈持续扩大之势;在工业化中期,城乡居民收入差距将保持相对稳定;在工业化后期,城乡居民收入差距呈缩小之势,工业化结束时一般可实现初步的城乡一体化。在整个工业化发展的过程当中,城乡居民收入差距呈现为倒写的U字曲线。

在经济增长与收入分配的巨大权衡中,世界各国的经验基本验证了上述假说,并且,倒U曲线的拐点通常在人均GDP 1000美元至3000美元之间出现。中国人均GDP已经向2000美元逼近(2005年为1703美元),随着经济的进一步发展,收入差距有望呈下降通道。

从这个角度来说,当前收入差距过大在更大程度上是以市场为导向的改革不到位的结果,而不是改革方向上的偏差。毕竟这些是改革和发展中的问题,在吃“大锅饭”的年代不可能出现,解决这些矛盾的根本出路仍然在于改革和发展。意识到这一点,我们就不应固守于存量收入调节,而应该加大力度在深化改革加速经济增长的过程中实现收入分配的合理化。

■ 江户物语

◎ 陈鸿斌

上海国际问题研究所编辑室主任



安倍面对 年金“烫山芋”

本来就陷于支持率不断走低困境中的日本首相安倍晋三,如今又面对更棘手的“烫山芋”,即在日本被炒得越来越热的年金问题,这无疑已成为下月参议院选举的重头戏。安倍能否化险为夷,还真悬得很。

日本媒体从上月开始爆料,在由社会保险厅负责管理的年金中,居然出现了5000万例只有缴纳年金数额而没有缴纳人的记载,媒体称之为“不着边际的缴款”。日前又发现早在1987年就有1430万例年金缴纳没有输入到电脑中去。这可不是小数目,目前日本全国的年金缴纳者也就1亿左右啊。公众对此怎能不义愤填膺!

日本的年金分为两类。一类为国民年金,这是20至60岁的私营业者缴纳的,不论收入高低,每人每月1.41万日元(私营业者的配偶也须同额缴纳)。而企业员工缴纳的是厚生年金,缴纳额为薪金的14.64%,企业和个人各出一半。1997年日本开始实行基础年金帐户制度,也就是原先一人多帐户归并到统一的帐户中。由于工作面广量大,仅靠社会保险厅的工作人员忙不过来,于是就聘用了许多临时工,扯漏就出现在这一环节上。

20世纪70年代以后,日本年金缴纳逐步开始输入电脑。原先的人工记载缴纳人姓名均为汉字,而输入电脑则必须通过日文的片假名,也就是必须搞清缴纳人姓名的准确读音。日本的人名同中国一样,许多人读音很独特,不询问本人往往无法确认。但由于工作量过大,那些没有经过专门培训的临时工为赶时间,便按照自己

的理解输入,这就使电脑年金缴纳记载面目全非。在5000万例“不着边际的缴款”中,约有30万例连缴纳人的出生年月都没有。这不是在开玩笑吗?

本来,如果在统一一账号的过程中能把工作做得细一点,对那些不明的记载向公司员工的所在企业询问、核对一下,都是不难解决的,但就是谁也不愿揽这份“闲心”。如今再要解决,所需付出的成本要远远高于当时。距目前初步估计,日本政府至少要花费1000亿日元。至于解决问题的时间,日本政府日前做出的保证是:在明年5月前完成对所有年金缴纳人记载情况的核对。保证的根据是什么,没有令人信服的解释。几乎无人对这一保证当回事。

由于直接涉及每个人的切身利益,许多人不惜放下手头的工作,前往社会保险厅办事处了解自己的缴纳情况。各地社会保险厅的办事处人满为患,查阅一下账号要排队几个小时,这自然又使得年金缴纳人怒不可遏。日本的年金缴纳采取的是“不问不告知”做法,只要缴纳人不去询问,社会保险厅的办事处一般不会主动来核实相关情况。年金缴纳人对这种异常愤怒:“这不就是在等我们死,让我们白缴年金吗?”

如果在今后的核对过程中,出现缴纳人的姓名、出生年月和性别这三项基本条件不一致的情况,将被视为“无记载”。缴纳人如欲证明过去的缴纳情况,必须出具缴纳收据。问题是有多少人能几十年一直完好地保存这些收据?日本政府也觉得这一要求很难被接受,于是决定成立一个第三方机构来做相应的裁决。但裁决以什么为标准呢?日本政府对此又只能语焉不详。

日本的社会保险厅是厚生劳动省的下属机构,厚生省对此当然也难辞其咎,日本各在野党已为此在追究过去好几任厚生大臣的责任,这其中包括前首相小泉纯一郎。甚至对安倍内阁的不信任议案也在酝酿中。对在野党来说,在参议院选举前夕爆出这样的猛料,当然是喜出望外。就此加大对执政党的发难力度,与国民的利益完全一致,当然会受到国民的支持。

日本人素以工作态度严谨、认真著称,似乎所有的工作机器都在严丝合缝地运行,这俨然已成为神话。如今居然出现了如此匪夷所思的“低级失误”,仅用社会保险厅员工工作粗枝大叶、态度敷衍来解释是说不通的,从根子上说还是与制度有关。日本的年金制度本来就漏洞多多,出乱子在所难免。

■ 金银岛

央行如何从“蒙代尔三角”突围

◎ 倪金节

财经评论员 媒体专栏作者



也相当普遍。但是自从上世纪80年代末期开始,“民工潮”一浪高过一浪,大量的农村劳动力转向城市,不少农民放弃农业生产。笔者分析,猪肉涨价除了不少农民放弃养猪造成供给减少之外,另外一个核心原因是农民自己亦成了猪肉的需求者,其他农产品的供求结构也都有着类似的变化,只要到像安徽这样的农业大省实地看看,就能深刻感受到这点。

再者,始于世纪初的大宗商品牛市远没有结束。以石油、有色金属等为代表的大宗商品价格相当长一段时间还将攀升。国内,国内大部分企业“期货保值”的本领还很稚嫩,极有可能造成企业的制造成本继续增长。当下,商品市场正处于经历了去年高位后的回调整阶段,大宗商品并没有出现去年夏天的那般疯涨,这在很大程度上缓解了今年CPI的暴涨压力。如果今年农产品价格上涨和去年的大宗商品暴涨相重叠,那这次CPI数据将真的更烫手了。因此,国内企业必须加紧做好应对生产成本上升的准备,不至于重演去年夏天

■ 一叶知秋

合作创新机制 最是稀缺

◎ 高明华

北京师范大学公司治理与企业发展研究中心主任教授,博导



中国的专利申请量2000年迄今以年均20%以上的速度增长,去年跃居世界第一,着实让国人为之骄傲了一番。然而,另有资料却表明,中国的“问题专利”和“垃圾专利”占了所有授权专利的80%以上,这又着实给国人头上泼了一盆冷水。

巨额投入却创造出堆积如山的“垃圾专利”,不能不令人痛心。说起来原因很多,笔者在本栏要强调的则是:合作创新机制的缺失是产生“垃圾专利”最重要的因素,而合作创新恰恰正是企业创新的重中之重。

“创新”(innovation)一词是熊彼特提出的概念,在各种各样的创新中,组织创新是近些年人们特别看重的创新形式,而合作创新又是组织创新的一种重要形式。它主要包括研发合作(R&D Cooperation)、合作研究(Cooperative Research)和技术合作(Technology Cooperation)等。

自1980年以来,全球企业界的合作创新呈现迅猛发展势头,全球企业间技术联盟的数量以平均每年10%以上的速度增长,远远超过了同期企业研究开发费用的增长速度。可以说,企业间合作创新已经成为企业技术创新和发展的重要组织模式。

以OECD国家为例,一方面,合作创新成果在技术创新成果中的比重稳步提高。20世纪90年代以来,专利的跨国界所有权,即申请人(所有者)与发明者居住在不同国家的情况大约占了3%以上。另一方面,基于技术创新的国际和区域战略联盟数量不断增加,R&D战略联盟数量从不200家增加到上万家。其中,信息技术和生物技术方面的R&D战略联盟数量增长尤为显著,在区域内和区域间,这种战略联盟均达到了1000家以上。

按照新制度经济学的观点,企业合作组织(如战略联盟)是介于市场和企业层级组织之间的一种制度安排,兼具垂直一体化企业与市场交易关系两者的优势,进而能够在激烈的全球竞争中始终保持强势。

具体而言,合作创新有助于企业缩短创新时间,提高创新速度。例如,30年前,由于不能及时推出适应市场需要的车型,克莱斯勒曾陷入经营困境。为此,克莱斯勒及时调整战略,与其零部件供应商建立战略联盟,让一些零部件供应商参与新型车设计过程,并逐渐形成了长期合约关系。同时,克莱斯勒还投资10亿美元建立技术中心供它自己和其零部件供应商共同使用。战略联盟大大缩短了开发和推出新款汽车所需的时间,使克莱斯勒从濒临破产一跃成为当时美国汽车业三巨头中成本最低的一个。

合作创新还有助企业分摊创新成本,降低创新风险。资料显示,大约88%的独立创新是失败的。而当企业采取合作创新形式时,成本由合作成员共同承担,就大大降低了单个企业的创新成本;同时,合作可以降低创新风险。例如加利福利亚燃料电池合作伙伴(CFCP),其成员包括汽车生产商、燃料提供商、一个燃料电池公司和加州政府机构。该联盟的目的是发展一种燃料电池电动汽车,他们在加利福利亚建立了必要的基础设施包括燃料站,与此有关的费用由联盟成员分摊,获得了很大的成功。

目前,中国绝大多数企业所需的关键技术的开发和应用能力严重不足,实施合作创新,充分发挥其分摊费用、分散风险、资源共享的优势,当是加快科技创新速度、提高创新效率的必然选择。为使合作创新发挥更大作用,笔者在此提请注意三点:

其一是处理好合作创新与自主创新的关系,不能因为合作创新而忽视了企业的自主创新,否则,可能陷入对合作伙伴的技术依赖。有研究证明,尽管外国直接投资带来了技术上的转移,但它对中国的创新能力并没有产生显著的影响。其二,努力培育产学研合作的机制是当务之急。针对中国企业R&D人员奇缺的现实,借助高校和科研院所的科研力量就是一条重要途径。笔者在某重点大学的国家重点实验室调研时发现,该实验室科研力量非常雄厚,每年产生大量的应用性科研成果和专利,但绝大部分都停留在实验室里,没有转化为生产力,最终成为“垃圾专利”。其三,要培育尊重创新人才的文化,关键是承认创新人才对创新收益具有平等的所有权。过于强调劳动力低成本的优势,对于创新是不利的,国外创新人才的收益大大高于国内创新人才,只会严重挫伤国内技术人才的积极性。

的“尴尬”。

还有,全球性流动性泛滥在可预期的时间段内仍看不到消化迹象。这是造成全球都可能陷入“通胀困境”的元凶,中国的通胀与流动性的过剩密切相关。流动性过剩也使得央行的政策陷入了“蒙代尔三角”的困境:央行一方面要考虑货币政策的独立性,同时必须关注汇率的相对稳定和资本流动性问题,以至于贻误了不少货币环境正常化的时机。现在看来,这将严重影响着货币政策对通胀的遏制力度。

农产品供求关系的变化,大宗商品价格可能开始新的上升周期以及流动性泛滥的继续存在,这三大因素将成为未来左右CPI的核心力量,我们在警惕之余,必须细心思索应对之道。当前,我们面临着通胀压力陡增、人民币升值、流动性过剩、楼市泡沫和股市泡沫高企、外贸顺差居高不下等诸多棘手的问题,每一个解决起来都十分不易。如果不能在繁乱的“丝路”中理出应对思路,日本病可能在中国发生,这是谁也不愿意看到的。