

Opinion

■财经时评

从历史制高点看：中国正在进入资本时代

◎韩志国

资本时代是资产变资本、技术变资本、资金变资本、资信变资本的时代，是市场机制重置、市场理念重塑、市场功能重建的时代。中国进入资本时代，意味着经济体制与机制的全面转变。

社会经济发展进入资本时代，其最主要与最核心的标志是资本的意志得到充分体现，资本的能量得到充分释放，资本的潜质得到充分发掘，资本的机制得到充分发展。这是一个成长模式重大转型的时代。制度维护资本的边界，资本推动经济的运行与发展——社会经济就这样在资本与市场、市场与制度的共振中走向良性循环。

资本时代是全民投资的时代。全民投资、全民创业、全民致富成为资本时代的主流，整个社会的金融意识也将在发展中得到空前提升。此时，社会资本的主要表现形态将不都是实物而是价值，资产证券化的过程将使社会资本的运动得到加速。资金变资本、技术变资本、资产变资本、资信变资本的过程既是社会经济高度市场化的过程，也是社会发展高度文明化的过程。中国经济能不能从大国经济走向强国经济，很大程度上将取决于中国的资本时代能不能加速到来。

资本时代是发展升级的时代。在资本时代，投资意识、投机意识、利率意识、风险意识与信用意识汇合起来的资本意识将成为社会发展的主导意识；资本的生成机制、组合机制、竞争机制与增值机制融合而成的资本机制，将成为社会经济运行的主导机制。企业的成长将经历从“行政宠儿”到“市场宠儿”再到“资本宠儿”的转变过程。企业竞争将经历从产品竞争到市场竞争再到资本竞争的蜕变过程。企业创新将经历从技术创新到市场创新再到资本创新的升华过程。资本市场将以前所未有的

编者：两个月前，本栏目曾有文章提出了资本时代的概念，韩志国先生对此也发表了他的见解。在今日这篇文章中，韩先生就中国进入资本时代这个命题又作了深入阐述。他认为，21世纪的中国注定要进入一个经济空前发展、体制全面转型、国家和平崛起的新时代。

资本的潮流波翻浪涌：人民币升值、股权分置改革、经济高速增长等多重因素汇合，催生了中国股市这一轮空前绝后的大牛市。牛市的发展不仅引发了巨大的财富效应，而且更为重要的是，还催生了中国经济史上一个全新的时代——资本时代。

凝聚力、辐射力、扩张力与驱动力承载起整个社会的资源配置功能，并且有效地引导整个社会的资金流向、流量、流速与流程。

中国正在进入的资本时代就是这样一个个经济与社会良性互动并给经济发展注入巨大活力与动力的时代，是人民群众的资本意识与金融意识空前觉醒并且以投资方式参与国家发展与财富创造的时代，是整个社会的资源配置从凑合、组合走向整合并且全面提高社会资源配置效率的时代，是让最广大的人民群众分享国家改革与发展的社会成果与财富效应并促进经济发展从投资拉动转向需求拉动的时代。让无产者拥有一切，让有产者获得发展——这一重大而又崭新的命题将在这样的发展与演进中成为21世纪中国资本时代的发展主题。

资本时代将从微观到宏观改变中国经济。从银行作为资金分配的主渠道与资源配置的主机制转向资本市场，是中国经济体制与机制的质变。资本时代的到来既是千载良机也是重大挑战。

全面进入资本时代不是局部与表层的变化，而是从理念到发展机制的深层变革。

中国进入资本时代将从根本上改变整个社会的资源配置机制。在中国股市的股权分置改革从主体上解决了中国企业的产权关系以后，银行制度

的变革就成为整个社会资源配置的重点与焦点。实践已经证明并且还在继续证明，由商业银行作为资金分配主渠道与资源配置的主机制不利于中国经济市场化进程的推进与发展，也不能有效地实现资源配置机制的根本转换，而由资本市场来取代商业银行作为资金分配的主渠道与资源配置的主机制，其效率与效用是商业银行无法比拟的。

从这个意义上说，银行储蓄向股市的大规模转移是资本市场资源配置优势的必然反应，是社会资源与资金资本化的必然取向，也是顺应市场发展的必然趋势。因此，我们不仅要乐见这样的资金大转移，而且更要促进并且推动这个过程的更快发展。这是解决中国经济中流动性过剩的根本途径，也是实现中国经济良性循环的必要条件。

中国进入资本时代将从根本上改变行政机构的行政理念。服从于市场的权威是资本与资本机制的主要特点。资本时代的到来会在市场中内在地形成对行政命令的抗拒机制，这就会反过来促进行政机制的自我收缩与行为转变。现阶段政府对社会经济的管理与控制，主要通过两条渠道：一是行政层面上的掌握经济资源，二是商业银行的信贷规模。正是由于商业银行所掌握的巨额信贷资金，才使得政府的行政意志能够不断地得以体现并且迟迟不能转换管理机制与行政理念。而商业银行的行为机制与行为理念不改变，资本市场的

资源配置功能与资源配置机制不健全，政府对社会经济的支配能力就不会被挤缩，社会经济运行的客观评价机制与市场发展的内在运行机制就难以形成并有效运转。而在资本时代，这种局面将会彻底改变。

解决中国现实经济中的问题实际上有两种视角：一是把股市的发展视为国民经济运行中的消极因素，以此为依据的宏观经济政策必然会出现失误走偏；二是把股市的发展视为化解中国经济内在矛盾、引导中国经济走向更高阶段的重机遇，以此为依据的宏观经济政策才能巧用市场力量实现经济良性运转。站在这样的制高点上来把握中国股市，就没有理由不欢迎中国资本时代的到来。

大牛市的生成与演绎不但形成了中国制度转型与发展转型的最好时机，而且还形成了这种转型的内部成本与外部成本最低、代价最小的最佳时点。

中国股市本轮牛市所激活的积极因素与所唤醒的金融意识是现阶段中国社会发展的宝贵财富，是中国全面走向现代市场经济、实现更有质量的发展与更有效率的跨越的有利条件。社会各方都应该珍惜这一得之不易的大好局面，顺势而为地推动中国经济更快、更好地发展。

站在时代的制高点上来把握市场的整体脉动，是中国进入资本时代的第

一个要求。本轮牛市所改变的不仅是中国经济，而且也影响整个中国经济。市场经济进行资源配置的前提，是市场不受干预地演进与酣畅淋漓地运行，只有在这样的演进与运行中，市场才能找到价格的均衡点与市场的均衡点，也才能形成有效的资源配置机制与适宜的资源配置环境。在一个需要投资者经常揣摩政策变化与政策走势的股票市场上，不但科学与正确的价值理念与发展信念都无法建立，而且市场本身也很难产生顺畅的运行与应有的效率。

站在时代的制高点上来提升市场的战略空间，是中国进入资本时代的第二个要求。发展资本市场不但要成为国家战略，而且要成为国家主导战略之一。在现代市场经济中，资本市场是市场形态的核心，资本流动是市场流动的核心，中国经济的每一个层面与每一个侧面都无不与资本与资本市场直接有关。在经济市场化与全球化的大背景下，一个国家的强大必须依赖于发达的资本市场，一个民族的兴盛必须依托强大的资本时代。作为中国最优质资产蓄水池与最有效资源增长点中国股市发展得越健康，中国经济的整体运行就会越顺畅，中国经济发展的后劲与能力也就越强。

站在时代的制高点上来制定市场的主导政策，是中国进入资本时代的第三个要求。中国股市发展的当务之急，是健全机制与完善制度，是全方位的制度创新与机制变革。中国股市对经济增长的贡献与机制变革，中国股市的资源配置能力有多强，不但取决于中国股市制度创新与发展创新的深度与广度，而且还取决于政府与管理层对股市发展与制度变迁的认知程度与把握程度。在全世界都在大幅降低股票交易成本的大背景下，中国的资本市场要在国际竞争中取得先机，就必须对现行的股市政策进行全面反思，为形成良好的市场环境有效的市场机制打下坚实基础。

加大惩罚性赔偿才能有效保护消费者



◎魏也

上海市质量技术监督局8月27日公布的抽查结果显示，本市生产销售的衬衫、T恤衫合格率均在八成以上，不合格产品主要问题是pH值超标和纤维含量名实不符，如某种品牌T恤衫注棉65%，但实测全部是化纤成分，根本没有棉成分。“毕加索”、“莱盈斯凯”等5种质量问题严重的衬衫、T恤衫被曝光。

我国产品质量问题一直是消费者心中的痛。这一问题的根源在于我国法律惩处机制的疲弱，召回制度的不健全与赔偿金额过低。所谓惩罚性赔偿，就是通过损害赔偿的补偿性和惩罚性功能有机结合，实现对受害人的完全补偿和对加害人进行经济上的惩罚。这种制度并非由外国引入，事实上，在我国古代就有了。《周礼·秋官·司历注》中提到：“杀伤人所用兵器，盗贼赃，加责没入其官。”所谓加责，就是在原来责任的基础上再加一倍。在唐、宋时代则有“倍备”制度，即在原来损失全部赔偿的基础上，再加一倍的赔偿。

可见，我国自古就有惩罚性赔偿的传统。《消费者权益保护法》沿袭了这种传统思维，该法第49条规定：“经营者提供商品或服务有欺诈行为的，应当按照消费者的要求增加赔偿其受到的损失，增加赔偿的金额为消费者购买商品的价格或者接受服务的费用的一倍。”

但是，这种惩罚性赔偿的力度太弱；即使消费者所购买的商品存在质量问题，最多也只能得到一倍的赔偿。对于衬衫、T恤衫这样的普通商品，消费者维护需要支付的成本可能远远高

于最终得到的赔偿，这实际上在一定程度上化解了惩罚性赔偿的威慑力，不仅使商家可以肆无忌惮地把低劣的产品供应到市场中去，也使得消费者维权的动力不足。而在美国，类似的惩罚性赔偿高的甚至可以达到数百亿美元，巨额惩罚性赔偿让商家不得不小心翼翼，严把质量关。以我国目前惩罚性赔偿的力度，就无法形成这种威慑力。

因此，要确保消费者的权益，必须重新对消法进行完善，加大惩罚性赔偿的力度，使这一制度真正能令生产厂家心有余悸，促使他们认真对待质量，避免消费者遭受劣质产品的侵害。

另外一个重要原因就是召回制度的不健全乃至缺失。目前，世界上发达国家几乎都建立了产品召回的法律制度，这种制度有利于保护消费者的人身财产安全，有利于促进企业把产品质量作为其所追求的第一目标。但我国至今没有产品召回法。虽然有关部门曾经作出一些类似规定，但作用非常有限，其中一个原因就是处罚偏轻。如《汽车产品召回管理规定（草案）》，最高可对制造商罚款3万元。这意味着，企业拒不召回接受受戒的成本，比召回的成本要小得多。企业还有什么动力主动去召回呢？

我国消费者屡屡遭受不合格产品的困扰，根源就在于企业违规、违法成本过低。假如发现一定比例的质量问题，企业必须依法召回所售商品并给于消费者巨额赔偿，生产厂家无论如何都会主动把质量问题放在第一位，最终实现消费者与生产厂家的双赢。否则，目前这种双输的局面就可能持续下去。

挤一下A股“蓝色泡沫”又何妨

◎乐嘉春

在上证综指跨越5000点之时，有两个数据值得关注：一是目前基金投资者开户数已超过新开A股账户近四成；二是近基金申购金额不断创下新高，如安策略优选基金申购金额超过700亿元。那么，上千亿新基金规模形成后会投向哪里？这是一个值得关注的市场问题。

近期基金之所以会受到个人投资者如此追捧，是由于基金业的第二季度业绩大突破了。今年5月30日是A股市场的一个转折点，在监管部门刻意引导和关照下，市场资金来源不断地向大盘蓝筹股集中，导致大盘蓝筹股股价持续上升，而大盘蓝筹股恰恰是目前基金集中持有的筹码，在客观上快速提高了基金的业绩增长。

当资金来源不断流入基金及A股市场缺乏新上市的大盘蓝筹股投资时，新基金又会选择怎样的投资策略呢？从目前相关规定来看，新基金建仓只有三个月期限，

它们可能依然会采取以下两种方式仓促建仓：一是继续将资金砸向老基金的集中持股对象——大盘蓝筹股；二是围绕着基金公司的股票池中备选股票进行建仓。

由此可见，新基金并不会畏惧A股指数迭创新高，还会继续投资大盘蓝筹股，并且会向二线蓝筹股方面进行渗透。

这种资金结构与市场格局，决定了A股上涨的内在市场动力仍然是非常强劲的，也决定了由基金控制的大盘蓝筹股将继续主导A股市场，A股指数还将继续上涨。

但是，我们也注意到，目前大部分大盘蓝筹股的估值水平已明显偏高，撬动大盘蓝筹股上涨的核心动力是资产重估，这是大量资金流入该板块的最大投资依据。不过，当市盈率（PE）的估值体系被机构投资者（尤其是基金）逐渐漠视时，也预示了A股大盘蓝筹股的泡沫已经产生，

这就是目前A股市场所面临的短期性交易风险。基金与大盘蓝筹股的亲密接触，资金的不断流入正在并将持续放大这

一“蓝色泡沫”。

也许，当基金已成为未来A股市场走向的决定者时，这本身就是一种市场风险；尤其是当市场逐渐淡化了由基金的投资行为已形成的“蓝色泡沫”风险时，如今A股市场的“一枝独秀”却仍无法遮掩住A股的周期性交易风险。

由于目前的A股市场缺乏化解“蓝色泡沫”风险的内在动力，来自A股市场的外部因素，如近日开放境内个人投资者可以投资境外证券、美国次级债危机的继续蔓延与商业银行对股市发展与制度变迁的认知程度与把握程度。在全世界都在大幅降低股票交易成本的大背景下，中国的资本市场要在国际竞争中取得先机，就必须对现行的股市政策进行全面反思，为形成良好的市场环境有效的市场机制打下坚实基础。

挤一下A股“蓝色泡沫”又何妨？这将有利于A股市场的长远健康发展。

■上证观察家

只有创新才能规避资本市场潜在风险

◎叶檀

信心一致，头部到达。股市涨也罢，跌也罢，如何提供合适的手段，应对潜在的风险迫在眉睫。

如果我们的金融创新步伐跟不上货币与资本市场的开放步伐，中国的资本市场将会重演上世纪80年代末、90年代初日本股市被击垮的一幕——日本投资者由于对泡沫说之以鼻，同时又缺乏看空期权等避险手段，导致日本投资者成为全球投资者享用的美餐。

每次股市长期上涨，都有一种奇特的信心充斥于股市之中，这固然由经济上涨催生而来，也因为成长型市场对于股市风险的天然隔膜。

上世纪80年代的日本资本市场就是如此。高盛著名金融工程专家伊曼纽尔·德曼描述了当时以美国为首的投行对于风险机会的把握。1989年最后一个交易日，日经指数达到38915.50点，日本国内投资者对于泡沫说之以鼻。对经济的信心在日本国内催生出令人匪夷所思的融资形态，日本公司在资本市场向投资者借贷，双方约定，如果贷款到期日经指数下跌，企业将支付给投资者更多的利

息，以换取借款时的利息。

这些公司相当于把日经指数的看跌期权推销给了债券投资者，而这些投资者留下债权，转手把看跌期权卖给了对此感兴趣的国际投资者。事实上，这样的对赌协议之所以能够出台，是因为企业与投资者都相信日经指数不会下跌，因此把看跌期权当作烫手山芋，廉价甩卖给高盛等国际大投行。

没有只涨不跌的股市，当时高盛等公司已经瞄准了日经指数下跌后的收益机会，那些从物理学家、数学家变为期权、债券模型建立者的金融工程专家们，正在加紧测算日本市场金融衍生品的收益率。高盛推出了资本市场上著名的“丹麦王国日经指数认沽权证”，高盛将主要从日本保险业中买到股指期货期权卖给丹麦王国，而丹麦王国将其转售给其他权证购买者，日经指数稍有下跌苗头，认沽权证大卖。

金融衍生品市场在监管之外如野草蔓延。1990年初，“日经指数认沽权证”推出不到一个月，日本股市毫无抵抗力的掉头向下。以高盛为首的国际投行在此役中大获全胜，日本股市的下跌成全了他们。摆在明处的风险叫挑战，来自暗处

的无法掌控的风险叫风险。

高盛之所以能够推出认沽权证，原因就在于，他们掌握了避险工具，并且能够通过国际一流的金融分析师对冲日元贬值等风险，成为投资者乐于接受的业务。这种金融创新就是从避险工具中获利。

目前投资者对于人民币升值的信心已经到达某种高度，国外投行甚至已经推出企业与当时日本企业融资相似的产品，即企业融资时，只要人民币升值超过一定幅度就不用还利息，而贬值则必须加赔汇率。

这样的产品之所以有人接手，说明大家都在打一个赌，那就是人民币只会涨不会跌。可以想像，为了对冲如此巨大的对赌风险，精于计算的国外投行们一定已经在酝酿类似于沪深300认沽期权之类的产品。谁能保证中国资本市场在两年后仍然上升，人民币升值到永久？精于计算的国外投行在等待中国资本市场过去去的100只白天鹅之后的那第101只黑天鹅，只要出现一只黑天鹅，他们就赢了。这一情形与日本当年的情形何其相似！

目前我国资本市场创新工具仍处于原始的蛮荒阶段，投资者只能从组合交易的单边做多中赢利，即便是QFII也只能从不同企业的股票购买中，体现原始

■看法

理性看待国内住房按揭贷款市场风险

◎葛兆强

美国次级房贷市场危机爆发以来，社会各界对国内住房按揭贷款市场给予了高度关注。学术界和研究机构的悲观倾向较浓，有学者认为我国房贷也有美国次级贷款风险特征，蕴含着较大的风险。笔者认为，我们必须以理性的态度来评价国内住房按揭贷款市场的风险，既不能低估，更不能就一些表象而推演高估。整体上看，市场发展积极健康，贷款风险在可容忍的范围内，未来一段时期内不会发生类似美国的住房危机。

首先，国内住房按揭贷款市场具有良好的市场基础。房地产市场健康发展是住房按揭贷款市场稳健运行的市场基础，国内房地产市场最近二、三年在发展过程中的确暴露出一些需要高度警惕的问题，但市场的基本面还是积极正向的。在投资拉动型的宏观经济增长模式下，房地产投资对我国经济增长具有举足轻重的作用。同时，基于城市化、工业化和住房体制改革进程的不断加快，再加上国内房地产市场的发展长期以来受到抑制，所以，在一段时期内保持较快发展是合理的。

其次，国内住房按揭贷款市场具有良好的制度基础。相对于美国次级贷款市场，国内住房按揭贷款市场的运作规则比较规范、健全。我国银行对住房按揭贷款制定的条件比较严格，制度安排在利率上升期容易引发还款危机。

第三，国内住房按揭贷款市场具有良好的技术基础。一般认为，与发达国家的先进银行相比，国内商业银行的风险意识、风险管理体制、风险管理方法、风险管理技术都存在较大差距。应当承认，这是不争事实。但是，也应当看到，近些年来，国内商业银行在风险管理特别是信用风险管理的理念和能力方面都有了较大提升，信用风险管理和控制的体制、方法和技术已逐渐成熟。

以上三个方面确保了我国住房按揭市场目前的总体运行是健康良好的，使住房按揭贷款成为银行的优质资产。迄今为止，全国银行类金融机构住房按揭贷款的不良率始终保持在低于2%水平。当然，这并不是说我国的住房按揭贷款市场没有风险。

在流动性过剩、部分地区房地产价格持续上涨的现实下，我们必须客观理性地审视我国住房按揭贷款市场的风险。历史事实反复证明，任何一次的繁荣都会埋下紧随其后的衰退的种子，美国次级贷款危机的爆发为我们敲响了警钟，政府部门、金融监管部门和商业银行都必须对这个问题高度重视。政府部门一方面要从制度和政策方面努力为房地产市场的健康运行创造条件，另一方面应该不遗余力地帮助中低收入者置业，严控房价非理性暴涨。金融监管部门除了要加强商业银行住房按揭贷款的控制和监管外，更要加强对房地产信贷市场运行的预警和指导。对于商业银行来讲，必须密切关注宏观经济与金融市场变化，强化宏观风险研究，准确判断房地产走势；积极对待房贷证券化；严格把握住房按揭贷款条件，坚决杜绝零首付。

（作者系招商银行总行战略发展部副总经理，经济学博士）