

# Opinion

■财经时评

## 谁在触发中国信贷扩张与资产泡沫?

一边是紧缩,一边是各项指标不断创新高,这就是目前中国宏观经济中的一个怪现象。那么,谁在给中国经济制造麻烦?研究表明,美国因素是导致中国信贷扩张与资产泡沫的重要原因之一。

◎彭兴韵

前几天,央行行长周小川发出了对未来通胀感到担忧的感慨,这种担忧并不是没有道理的。今年这9个月,央行已连续7次提高法定存款准备金比率和5次提高利率。从回收流动性的规模来看,无疑可居于全球之最。一边是猛烈的紧缩,一边是各项指标不断创新高,这就是目前中国宏观经济中的一个怪现象。

那么,到底是谁在给中国的货币调控,或者更准确地说,是谁在给中国经济发展制造麻烦?我们认为,美国因素是导致中国信贷扩张与正在形成的资产泡沫的重要原因之一。

近几年来,美国的货币政策与信贷增长率发生了变化。在2001年“9.11”事件之后,美联储大幅度降低联邦基金利率,中国信贷增长率正是从那时起开始回升的。2003年,西方国家对人民币施加升值压力,中国信贷再次出现加速增长。

格林斯潘大幅降低美国联邦基金利率的结果是,促使了美国信贷增长率的回升,并在2003年底和2004年初出现了一些通胀迹象,市场普遍预期格林斯潘将提高利率。不出所料,从2004年6月开始,美联储开始了连续17次加息。

与此相似,中国信贷增长率在2003年底和2004年初也开始回落,在美联储连续加息的两年时间里,中国信贷增长进入一段平静期。然而,到2006年初,随着市场预期美联储加息逐渐进入尾声,中国信贷增长率的反向变化说明,中国货币政策在很大程度与美国货币政策存在着微妙的联系,而资本全球化与国际

储备货币的美元本位便利又强化了美国的这种优势。

美联储之所以能牵制中国货币政策的直接因素有两个:一是中国正在成为全球经济增长关注的中心,这一变化使得中国成了全球资本向往的热土,大量资本涌向中国便是自然而然的结果。二是美国宏观经济与金融体系发生了新的变化,美国可以通过货币政策手段,强化其全球经济中心地位。当美国国内经济趋缓、通货膨胀预期减弱或冲击,金融市场受到暂时的流动性冲击时,美国总会利用这样的有利时机启动美元机器,向海外输出大量的流动性,其主要目的地就是中国。

2006年,美国终于停止了连续加息步伐,美国经济增长开始趋缓,这直接改变了资本在美国与中国之间的收益对比。在此情况下,大量原本可能流向或停留于美国的私人资本转而涌向了美国。这无疑也是2006年下半年以来中国的外汇储备迅猛增加的主要原因。

首先曾有学者指出,亚洲金融危机的主要根源在日本,日本的低利率政策促使了日元的套利交易。现在,美联储在制造同样的问题。在美国次级债危机爆发后,美联储于8月17日降低再贴现率50个基点。

美联储降低再贴现率,实际上是想要达到一箭双雕的效果:既可以增强美国投资者对其金融体系的信心,化解美国次级债危机对美国经济增长的不利冲击,又可以制造过多的美元,将泛滥的美元输送到中国等国家。美联储以向其金融机构注入流动性为名,实际上是向其他国家包括中国输入泛滥的美元,可以说,也传达了这样一种战略意图:要么中国按照美国的意图接受人民币大幅度升值或实行浮动汇率制,要么接受美元的涌入,并倒逼人民币投放的大量增加及中国国内信贷扩张,最后演变成资产泡沫和潜在的金融危机。

几年来,美国在人民币汇率问题上一直纠缠不休,尽管中国做了多方积极努力来促进外汇市场的发展和改革汇率机制,但总是难以满足美国越来越大的胃口。过去的经验表明,金融危机总是迫使各国政府转向浮动汇率的最好手段。当然,汇率问

题也不过是一个工具而已,所谓“中美贸易失衡”也不过是一个借口,美国人真正关心的问题或许并不只是美国的贸易逆差、美国政府的大量财政赤字和美国的失业,当然更关心中国的崛起对美国在全球经济与地缘政治方面的影响。由此看来,美国的货币政策并非是单纯的反经济周期工具,而是实现美国地缘政治、经济关系及迫使其他国家接受美国意图的一种有力武器。

在此情况下,仅仅着眼于国内调控和经济结构与体制改革,是无法应对越来越复杂的国际经济形势对中国宏观经济冲击的。在两种货币之间对决策力量悬殊时,强势货币国家总会利用国际政策协调的巧妙手段来干涉弱势货币国家,显然美国是不会顺应中国的要求而提高利率的。而中国金融开放又为资本涌入打开了方便之门,如果对资本流入“听之任之”,那么中国无疑会在未来吞下苦果。

在目前人民币尚处于较弱势地位时,中国需要狙击资本流入。现阶段,除了开征较高比例的外汇交易税和外资的资本利得税外,似乎没有更好的办法。

(作者单位:中国社科院金融所)

■看法

## 国企分红着重用于民生才是三赢选择

◎王杰

众所瞩目的国企收益之争,终于落下帷幕。按照规定,国有资本经营预算除了用于国有经济布局结构调整,支付国企改革成本等之外,“必要时,可部分用于社会保障等支出”。

国有企业属于全民所有,民众理应分享红利。其原理是,根据公司治理机制,凡不用于投资的利润都应作为分红分给股东。这一点被世界许多国家作为国有企业分红制度的基本原则。但是,自1994年以来,我国国有企业由于处在改制的关键阶段,收益不稳定,从未向财政部、国资委或者其他任何中央政府部门上缴过利润。如今,一些国企已经做大做强,利润已经比较丰厚。根据财政部数据,2006年,全国国有企业实现利润1.1万亿元,财政部研究机构估算,2007年国企利润将超过1.2万亿元。在这种情况下,国企分红已经是水到渠成。

从另一个角度来看,国企之所以能够走到今天,很大程度上是民众支持的结果,民众承担了国企改制的绝大部分成本。另外,民众利益某种程度上被垄断国企的挤压,也是国企获取丰厚利润的原因之一。比如,高居不下的垄断性商品价格,就屡屡引起民众的批评。国企分红可以给予这些利益受损者一定的补偿。

现在的关键问题是如何分红?用到哪里?从现存制度设计来看,国企上缴的利润,主要用于国有经济布局结构调整,支付国企改革成本等之外,“必要时,可部分用于社会保障等支出”,“必要时”、“可”、“部分”等三个修饰语,实际上削弱了社会保障等支出支出的重要性,意味着国企分红可能仍以国企内自我消化为主。

这样做的弊端显而易见。如果大量红利仍在国企内部消化,有可能影响到资金的使用效果和效率,因为红利在企业内部的配置无法像从金融部门获得融资那样受到严格的审核监督,投资效率受到影响几乎是可以肯定的。全国人大代表柳传志曾指出,“国家每年要有300个亿左右的资金对企业的挖潜投入,但从预算和决算中都看不见,这些钱投了以后得到了什么样的回报。这个问题是值得关注的。”如果挖潜投入的效率都无法保障,红利在国企内部消化的效率更是可想而知。

国企红利内部消化不仅效率低下,还可能产生一系列的负面影响。比如,国企留存利润过多,很容易导致企业投资规模的扩张,从而使国家抑制投资过热的效率受到制约。至于铺张浪费,将利润转化为本系统工资、奖金和福利的做法更是非常普遍,屡遭公众质疑。

北大中国经济研究中心教授宋国青认为:“国企分红最重要的是必须让钱分到个人手里,将这部分红利通过‘减税’等途径惠及民众,让普通百姓分享到国企分红成果。”这一分红模式实际上已经被目前世界上许多国家所采用。法国、德国、英国等等发达国家,无不如此。

我国但凡利润最丰厚的国企,基本上都是占据资源优势的企业,这类企业更应当让民众从中分享红利。1968年,美国阿拉斯加州发现了丰富的石油和天然气资源,州政府由此获取的收益建立了一个“永久基金”,向所有的阿拉斯加州居民发放等额现金分红。1982年,全州40多万居民每人都收到了第一张价值1000美元支票的社会分红。截至2005年,阿拉斯加州已经连续24年给每个公民分红。

当然,在现阶段,向每个居民分红未必是我国国企分红的最佳选择,因为我们还有大量的公共设施和公共服务无法满足实际需求,国企分红应该主要用于这些方面。世界银行指出,如果中国国有企业派息50%,中国政府每年的卫生和教育支出可以增加85%。这无疑是值得期待的。

国企分红用于公益事业,乃是国企分红的终极目的,它不仅充分体现了国企的内涵所在,也有利于推动公益事业的发展,减少民众因政府公共投入不足导致的被动支出,这有利于解除民众的后顾之忧,促进消费、拉动内需,而消费的激活又能为国企的发展提供更大的市场需求支持。同时,这也更有利于扭转我国经济发展过于依赖出口和投资的被动局面。从这个角度来看,国企分红用于民生,乃是利国、利民、利企业的三赢选择。

## 直面市场难题 改革顺势而为

◎倪小林

近期,资本市场改革可谓步伐不小,黄金期货交易推出,多层次资本市场正在完善,资产证券化改革试点,海外上市蓝筹股回归,内地居民可购港股,立法治堵体制漏洞……总之,资本市场内生变革的动力非常明显。而中国银行研究员谭雅玲把黄金期货市场的推出,称之为“必然选择”,也是对资本市场变革状态的一种客观描述。

为何认为是“必然”而为,笔者以为这与我们目前遇到的一些市场难题有着直接的关系,譬如物价不断上涨,譬如股市房市价格推高节节攀升,而这些难题与以往我们所遇难题的诱因完全不同。近日,北京大学教授魏杰在谈到资产价格上升问题时则认为,是流动性过剩带来的必然现象。而且他的研究表明,我国流动性过剩已经存在多年,而在近一年多时间市场才出现如此巨大的变化,一是因为外部环境变化,更主要是因为中国经济发展到现阶段,社会财富不断增加,金融资产也随之增加,引起我国经济结构和资产结构重大变化。

按照经济发展的规律,一国经济发展财富积累到一定程度,会出现金融爆发发展的时期,它的特征表现为:资金充裕、国家和社会收入持续增长(尽管分配制度有待深化改革),同时伴随着物价、资产价格、投资品价格的变化。目前我国资本市场正处于这样一个发展环境之中,回顾从股权分置改革取得成效之后,除最为惹眼的股市从2000点上涨到5000点,其他相关改革也进入了最为丰富和最具有创新活力的阶段。最近,一些知名度很高的温州中小企业也踏入资本市场,探寻海外上市之路,实施脱胎家族企业为现代企业的变革,这说明我国民间改革的自主动力也在增强。

有学者提出对于近期的市场难题,可以在疏导流动性过剩的同时也为我所用,如调整经济结构,运用资本市场的力量进行有效的资源配置,从以上的变革可以看出这正是前一阶段相关部门的顺势作为。应该说,资本市场发展的过程也就是我们对其从概念到实际操作认识和不断深化的过程。最近,市场对于加快发展期货市场的呼声很高,原因也是由于人们意识到物价波动,期货市场特有的规避风险和发现价格功能,在遏制CPI涨势中大有作为。”可见,我们正在不断发现和利用资本市场对经济发展的重要作用 and 规律。

历来在解决市场难题上都有不同的方法,“顺势”是解决发展中难题的最好选择,“顺势”也就是遵循市场规律,顺着“市场机理”去引导和化解风险。虽然期间有的调控方法思路有可商榷之处,但是从目前资本市场的发展态势来看,改革和发展依然是主导趋势,监管部门干预市场也更多采用了市场化手段,正如胡锦涛主席近期所言:近几年中国资本市场保持了较好的发展势头,但市场基础还比较薄弱,防范和化解风险的自我调节机制还没有完全形成,随着市场环境的变化,股市不可避免地会出现一些波动,这些都需要在改革和发展中逐步完善。

## 最大“地主”背后或是渎职和法律的虚置

◎陈随有

国务院发展研究中心于9月16日发布的《中国房地产企业竞争力研究报告》披露,房地产企业不断进行融资渠道创新,资本规模急剧扩张,土地购置面积也越来越大。全国最大的“地主”是碧桂园,今年7月末,该公司总土地储备量已经达到惊人的4500万平方米。其土地储备量超过土地储备量第二的房地产企业近一倍。

4500万平方米土地是个什么概念呢?笔者特地查阅了相关资料,根据北京市公布的“十一五”期间住宅建设规划,“十一五”期间北京将新增商品住房建筑面积约9250万平方米,约90万套,4500万平方米土地即是建筑面积,也已经相当于北京市“十一五”期间住宅建设规划的近一半!4500万平方米土地如果是平面面积,假设容积率为2.5,其建筑面积总和则已超过北京市“十一五”期间新增商品住房建筑面积总和!

如此之多的土地囤积在一个公司之手,将会导致什么样的后果是不难想象的。大面囤积的土地囤积在开发商手中,政府手中可供供应的土地面积越来越少,就意味着开发商对土地定价能力的增强,而开发商追逐利益最大化的必然结果是抬高地价,进而抬高房价,把相关成本转嫁到购房者身上。这是导致我国近年来房价持续上涨的根本原因之一。

市场经济发展到今天,有一个特征是得到世界公认的,即市场经济首先是法制经济。世界市场经济发展的实践证明,一个比较成熟的市场经济,必然具有比较完备的法制。法制所确立的刚性的规则体系,是确保市场经济健康、公平运行的重要前提。

因此,任何与法律相抵触的行为都是对市场经济肌体的蚕食和破坏。而中国最大“地主”的诞生,不能不令我们深感忧虑。土地是宝贵的资源,为了确保土地得到高效的利用,我国早在1994年7月公布的《城市房地产管理法》就规定,以出让方式取得土地使用权进行房地产开发的,



超过出让合同约定的动工开发满一年未动工开发的,可以征收相当于土地使用权出让金20%以下的土地闲置费;满两年未动工开发的,可以无偿收回土地使用权。

但是,这些法律仍有漏洞可钻。一些开发商在取得土地以后,只象征性地开发一小部分,剩下的绝大部分留待以后开发,这实际上是以规避法律为目的的变相囤积土地。针对这一问题,国土资源部和国家工商行政管理总局又联合发布了《国有土地使用权出让合同补充协议》示范文本(试行),自2006年7月1日起试行。补充协议约定,受让人按照合同约定日期动工建设,但已开发建设面积占建设总面积比例不足1/3或已投资额

占总投资额不足25%,且未经批准中止开发建设连续满一年的,即视为土地闲置,出让人有权向受让人征收土地闲置费。

显然,我国在遏制土地囤积方面,已经具备完备的法律、法规体系,是有法可依的。但是,法律、法规仍被虚置。最大“地主”的出现即是一个最佳证明。法律、法规被虚置的背后,往往隐藏着权力寻租、渎职等腐败行为。囤积土地不仅需要大量资金作为依托,更需要由地方政府的支持,否则,仅法律风险和政策风险,就足以令开发商对囤地心存畏惧,开发商争相大肆囤积土地本身,意味着法律风险和政策的规避,而有能力帮助开发商规避这一风险的,只有手握权力的地方政府和有关部门。

开发商囤积土地的危害并不仅限于助推房价的持续上涨,更大的危害在于对法制的破坏。中国最大“地主”的出现,给人透露出来的一个不良信号是,法律、法规是软性的而非刚性的,倘若其他行业也进行效法,通过金钱等工具寻找相关突破口,我们辛辛苦苦建立起来的市场经济规则就可能遭到破坏。因此,对肆意囤积土地的行为必须进行调查,逾期不开发的土地必须依法收回,同时,必须对庇护开发商囤地的渎职官员予以严厉惩处,才能重塑市场经济规则体系。

■上证观察家

## 警惕居民收入差距“马太效应”日益显现

由收入差距形成的社会不公问题是影响社会安定的一个重要因素。目前在一定程度上存在“马太效应”,与建设和谐社会是不相容的。收入的过分悬殊,会对社会凝聚力、民族凝聚力带来一定影响,须引起各方面的高度关注。

◎梁达

近来,人们将眼光主要聚焦在CPI的上升幅度,而对居民收入差距不断扩大的关注似有盲点。其实,居民收入差距的扩大对社会经济带来的影响,要大于居民消费价格指数的上扬。

数据显示,近几年在我国居民收入分配领域,马太效应进一步显现,对经济的协调发展和社会的和谐进步产生一定影响。所谓马太效应(Matthew Effect)是指好的愈好,坏的愈坏,多的愈多,少的愈少的一种现象。

据统计,今年上半年,全国城镇居民人均可支配收入与农民人均现金收入的差距由去年同期的4200元扩大到4941元,全国城镇国有经济单位与其他经济类型单位平均工资的差距由去年同期的631元扩大到今年的1209元,其他经济类型单位与集体经济单位平均工资的差距由去年同期的3599元扩大到今年的

4029元。

按照国际通行标准,基尼系数在0.2-0.3之间属于比较平均,0.3-0.4之间为差距合理,0.4-0.5之间为差距过大,0.5以上为差距悬殊。自2000年以来,我国基尼系数连续几年上升,已在0.4的国际警戒线徘徊。2005年,10%的城镇最高收入户人均可支配收入为28773元,比上年增长13.4%,是全国平均收入的2.7倍,10%的最低收入户家庭人均可支配收入为3135元,比上年增长9.5%,仅为全国平均收入的29.9%,最高10%与最低10%收入户的人均收入之比由上年的8.9倍扩大到9.2倍,差距呈扩大态势。

在收入差距不断扩大的同时,不同收入等级人群之间的流动性在下降。低收入人群进入高收入组、高收入人群沦为低收入组的可能性越来越小。收入分配格局越来越固化,低收入人群的收入增长更为困难。2000年-2005年,城镇收入水平最低的20%人群的年均收入增长

率为5%;而收入水平最高的20%人群的年均收入增长率为15%。收入差距的动态演化格局不利于低收入者。

当前,垄断行业工资收入水平过高问题依然存在,与其他行业职工工资收入差距仍有扩大趋势。2000年最高行业人均工资水平是最低行业的2.63倍,而到了2005年扩大到4.88倍,而且绝对差距也从8436元扩大到32249元。

必须清醒地看到,收入差距还呈逐渐拉大的趋势,我们有必要对居民收入差距扩大所导致的一系列问题保持警惕。

消费差距的扩大既有历史发展和资源制约等客观因素的影响,也有经济增长快慢等因素的影响。因此,缩小消费差距的任务仍十分艰巨,需要坚持不懈地努力,对此必须有足够的思想准备。

收入差距的拉大,必然会带来不少负效应。尤其是作为一个低收入的发展中国家,收入差距的过度拉大,会降低居民的消费倾向。近年来,居民消费倾向呈下降趋势,如2006年城镇居民10%最高收入户平均消费倾向由2000年的72%下降到2006年的67.1%,分别低于全国城镇居民平均水平7.6和6.9个百分点。

由收入差距形成的社会不公问题是影响社会安定的一个重要因素。目前在一定程度上存在“马太效应”,这与我们

要建设的和谐社会是不相容的。收入的过分悬殊,会对社会凝聚力、民族凝聚力带来一定影响。对于收入分配失衡问题,如果不采取有力措施加以解决,将对构建和谐社会产生不利影响,须引起各方面的高度关注,政府应进一步加大收入分配政策调控力度,使居民收入差距控制在较为合理的范围。

目前,一部分垄断行业工资水平过高、工资增长过快已成为社会关注的一个突出问题。解决垄断行业收入差距问题,一方面要通过采取措施促进非垄断行业的企业职工工资收入逐步提高;另一方面要对垄断行业的高收入采取措施,加以有效调控。要调整国家和企业的分配关系,建立和完善对垄断企业的特别收益金制度和上缴利润制度。

必须坚持按劳分配为主体、多种分配方式并存,效率优先、注重公平,实现共同富裕,建立社会主义市场经济体制相适应的公平合理的分配机制,“十一五”期间,要着力提高低收入者收入水平,逐步扩大中等收入者比重,有效调节过高收入,规范个人收入分配秩序,努力缓解地区之间和部分社会成员收入分配差距扩大的趋势。一是要充分发挥政府在调节收入分配上的有效功能,提高政府为民服务意识,发挥税收和转移支付两种手段的作用,税收的主要对象是高

收入群体,转移支付的主要对象是低收入群体。政府通过这两个手段进行收入再分配,发挥缩小收入差距的功能,起到“抽肥补瘦”的作用。二是加强法制建设,健全和完善市场体系,促进收入分配公正。三是加快完善社会保障体系,维护低收入群体的合法权益。四是积极推进调节社会收入的第三次分配,进一步动用社会力量促进社会和谐高效发展。

改变收入分配的结构是一个比较漫长和长期的过程。因为收入分配的改革是一个利益的调整,可能会触动很多人既有的利益,所以在实际的操作过程中,还有很多新的矛盾和利益分析的协商、对话和最后的妥协,这都是可能发生的。所以说不可能是一个很快的过程。从长期看,居民收入差距将是一个逐渐缩小的过程。

目前,尤其要密切关注经济快速增长阶段和社会转型时期,居民的社会心态的变化。近年来,在经济高速增长的同时,居民生活必需品尤其是食品的价格大幅度上涨,直接影响了低收入群体的生活。日益扩大的贫富差距,将在不同程度上影响他们对社会的态度和信心。在快速变化和转型时期,要特别注意对民众满意度、信心指数、价值观念变化、行为取向的监测和研究,并做好相应的工作。