

Column

■ 说言晓论

流动性用好了能收一石多鸟之效



赵晓
北京科技大学管理学院教授

国企改革,仅仅看保值增值,只考虑经济效益是不够的,更重要的还在于提高整个社会的效益、实现全社会的和谐。国有企业加快上市并适度减持,所得资金用于社会保障,实际上是为中国下一步发展赢得最大空间,既最大程度地利用了流动性过剩的宏观环境,又大大推动了国企改革以及中国的社会变革。

当前宏观经济环境的一大特点是所谓的“三过”(投资增长过高、外贸顺差过大、货币投放过多),而“三过”背后是“严重的流动性过剩”。从政府现在的解决手段来看,无非是两个方向,一个是把流动性重新“装”回去,就像童话中的渔夫把魔鬼装回瓶中一样,即通过大规模短期对冲(提高存款准备金率、提升利率、发行特种国债等)的办法来降低流动性。第二个是把流动性推出去,如通过 QDII 等向境外输出流动性。这两个主要的方向都面临一些问题,甚至可能会掉入陷阱:短期对冲最大的麻烦是,它实际上无法解决长期问题,反而带来新的问题,同时必然造成对银行赢利的压力;输出流

动性的做法可能带来严重的海外投资风险,使中国陷入另外的陷阱。

很多人都认定是泡沫危机导致了日本经济的低迷,其实日本上个世纪90年代的经济失败有三大原因:泡沫危机、对美投资失败、对东南亚投资的失败。当年日元升值以后,日本也是面临流动性过剩,结果对美大举投资,最终损失达8000亿美元之多,几乎相当于上个世纪80年代日本对美贸易顺差之和。东南亚金融危机表面上看,是那几个东南亚国家出了问题,背后却是日本投资的失败。

中国现在要防备泡沫,防备流动性过剩造成“三过”,同时避免出现当年日本泡沫的危机,这一思路的方向是对的,然而要非常当心对外投资的风险。日本对外投资结果很差,我们对对外投资的成果也非常值得怀疑。

说起来,流动性过剩及其疏导这样一个大的宏观问题,跟国企改革非常有关系。因为现在资本市场的股价上涨很快,原因是流动性过剩导致了大量旺盛的需求进而产生了泡沫,而对付流动性过剩的泡沫,较好的办法

是大量增加国有企业上市,通过供给增长来缓和供需矛盾,抑制泡沫增长。但这还不够,国企上市是不够的,还必须要有进一步的动作,特别是与进一步的改革联系起来。2003年国资委成立之后,国有企业改革和发展、保值增值、布局调整都有了很大的进步。但是也出现了一些重大问题,最大的就是国家资本主义的趋势在强化,再一个是垄断国企工资比较高,引发了社会矛盾,与和谐社会的构建相背。

无论是宏观调控还是国企改革实际上都应该有个总体新构想,聚集点是资金在社会保障建设上的筹集和动用。一个正确的战略方向应该是抓住流动性过剩的宏观环境,大力推进国有企业改革。以前国有企业改革主要是内部人主导,如 MBO,改来改去国有资产改革到了内部人手中;这几年是国资委作为出资人代表在主导,但是出资人主导主要是实现保值增值,这就不形成国家资本主义以及垄断国企工资上超越社会平均水平。稍微关注一下,就会看到国有企业保值增值做得越好,利润越多,社会的批评反而越多。所以整合国有资产的大方向,不仅要考虑经济发展指标,同时还要考虑社会发展指标,比如社会和谐的目标。这一点,我在前几年就提出过,要由现阶段出资人主导推动的改革,逐渐走上社会参与型与社会分享型的改革。

从这个角度再进一步思考,会发

现中国过去二十年在经济增长方面做得最好,但政府公共产品、公共服务供应做得很差。做得最差的,就是社会保障。现在政府意识到要大力发展社会保障,但手里没有钱,结果是政府试图让市场来买单,如房地产社会保障的建设,但这样的办法很难行得通。

所以,现在我们可以看到,中国有一个宏观的矛盾流动性过剩,有一个微观的矛盾社会保障没有做好,还有一个微观的矛盾国企改革也还没有到位。有没有可能在宏观矛盾、中观矛盾、微观矛盾中寻求一个共同的解决办法呢?有的,答案就是加大国企上市力度,加大国有股减持速度,并将所获资金用于社会保障建设。

这样做在宏观战略上的一个重要方向是不需要把资金往外引,而是更多地想办法用于中国的发展与改革所需。这里面的合理基础是当前中国跟当年的日本不同。当年日本人均收入已经达到一万多美元,过剩的流动性日本人没有办法用,只能直接导致泡沫,但中国现在人均收入才两千多美元,仍有很多事情需要做,所以不必像日本那样把钱过度往外引,而要想法用好流动性。如果中国尝试解决一些基本的经济结构和社会发展问题,把结构调整好了,社会保障做好了,并且守住了银行资金不致卷入泡沫的底线,那么即使出现了泡沫并且泡沫破灭,问题也不会太大,像美国互联网泡沫并没有导致大

的经济问题。

当然,这样做也要求国企改革适当调整方向和动力机制,仅仅为了保值增值,只考虑经济效益恐怕是不够的,更重要的还是要通过国企来提高整个社会的效益、实现全社会的和谐。国有企业加大上市并适度减持,所得资金用于社会保障,就等于将本来就是全国人民的钱服务于全国人民,实际上是为中国下一步发展赢得最大空间。

假如按市盈率40倍计,今年上市国企1万亿利润,应该有40万亿的国有资产相对应。也就是说,现在股票涨了,国有资产比过去多出30万亿,可以用于社会保障,这是多么好的一件事情!这意味着我们在股价很高时,卖了最好的价,能让全国人民都受益,这可是过去二十年来本要做但一直没有做好的事情啊。

虽然还会产生流动性过剩的问题,但由于经济结构得到了调整,社会结构进步了,最需要做的事情做成了,泡沫实际上不会带来大的问题。现在很多人一讲泡沫,就把所有的泡沫都看成是日类型泡沫,其实泡沫就像人的感冒一样,一百个人有一百种情况。中国的泡沫可能是日本型泡沫,也可能是美国型泡沫,还有可能是中国型感冒。如果我们按上述方式做,我们就有可能一石多鸟,最大程度地利用流动性过剩的宏观环境,既推动国企改革,又推动中国的社会变革。

■ 眼观八方

“非对称”开放战略的着眼点



李国庆
资深证券研究人士,专栏作者

国家外汇管理局23日发布公告称,基金类ODII(合格境内机构投资者)投资额度达到195亿美元,各类ODII总额度达到353亿美元。自8月以来,外管局已累计批准各类ODII额度203亿美元,超过去年全年的总和。ODII额度迅速上升并超越OFII额度,说明我国在资本项目上采用了非对称开放政策。从理论上讲,以ODII形式将国内资金逐步转移到海外市场,将有助于实现我国资产价格的降温。

中国资本项目对外开放的程度与时间表,一直是海外资本最为关心的。第二次中美战略经济对话达成共识,中国将把合格境外机构投资者(QFII)的投资总规模从100亿美元提高至300亿美元。作为应对资本项目开放的反动作,中国完全有条件在ODII上大规模动作,将过集中于美元形式的国家储备分散到全球各类资产上。虽然股市行情火爆已经促使部分存款转移到了股市,但仍大量资金滞留在银行。随着A股市场行情的不断上升,寻求理想收益和相对安全的理财渠道已成居民的迫切需要。直接去海外投资、港股直通车等从理论上说都是可能的选择,但现实操作性上还存在一些问题。在《证券法》还没有修改前,银行体系直接代理证券买卖,还有法律障碍。因此,前期一度火爆炒作的港股直通车已被顺延。

鉴于理财的需要和安全的考虑,以ODII形式分流居民理财投资方向,在居民可以购买外汇的条件下,以人民币理财形式将过多集中于国内的美元重新转移海外,将实现对冲阳光进入我国的QFII额度的作用。如果ODII的额度大大超过了OFII的增长速度,则有利于对冲脱媒形式渗透到我国的海外资金对外汇储备增长的压力。

要实现这种非对称的资本项目开放战略目标,需要两个条件:

一是ODII的投资收益是否有保障。假如ODII投资收益与国内发行的基金相比没有明显优势甚至还要低,就可能使“非对称”资本项目开放的战略功亏一篑。提出这样的忧虑,不是怀疑相关管理机构的管理能力,而是根据对中国投资者期望值的推断。2006年以来平均年收益率在100%以上的股票型开放式基金,已经让几千亿银行储蓄搬家了。如果ODII年收益率达不到国内股票型基金的三分之一,居民投资ODII的积极性可能会大大抑制。

二是ODII的额度是否可以抵消公开的和隐藏的海外资本的渗

透。如果全球经济处于继续繁荣之中,ODII的投资收益理想,笔者毫不怀疑ODII额度将迅速上升到1000亿美元。问题是,作为新力量,国际资本会这样让利于中国迅速增长的对海外资本市场的投资吗?我们以市盈率高低来衡量一个市场的风险是有道理的,但如果过于迷信市盈率与市场风险之间的关系,则可能又是迷信了。如果一国的GDP增长率乘以5算是合理的市盈率,则G8国家的市盈率在15倍左右是合理的,我国按GDP年增长12%左右计算,市盈率可以在60倍左右是合理的,即从风险角度看可能形成这样一个公式15=60。GDP能否持续增长,在于企业能否保持合理的或者理想的盈利水平,而企业的盈利水平,却是股票是否具有投资价值内在因素。当中国企业平均年收益率达到50%以上时,中国GDP的增长率在11%至12%当属正常而非过热。如今,中国经济并没有出现要素紧张局面,而是上游垄断资源和资产的价格上升。基于全球眼光作全球配置的OFII一再争取额度,并不是因为中国A股市场风险太大,来帮助我们承担风险,而是基于对中国市场的深度研究:尽力分享正处于快速上升期的中国经济发展的成果;同时通过汇率改革赚取人民币升值利益。因此,海外资本不可能因为中国目前暂时的市盈率率高企就停止战略性进入中国的计划。笔者估计,在人民币升值预期加强的条件下,海外资本进入中国的速度总体加快。

非对称的资本项目开放对A股市场必然产生重大影响:

首先,它平抑了美元倾销对A股市场的过度刺激。无论是否能够全面对冲海外资本对中国A股市场的扰动,ODII的启动并快速发展,本身就是个积极信号,即中国是世界的中国,世界的资源中国当然也有权去投资。当中国投资者以世界公民的心态看待自己掌握的资产时,将会自觉不自觉地将自己的部分资产作全球化配置,无论是ODII形式还是自己投资,从而有效形成资本的全球循环,使中国的资本输出地位更为完整地出现在国际市场上。

其次,全球配置与全球投资将改变居民的投资行为,会有越来越多的长线投资、专家理财、风险控制等去取代短线操作、从众行为。

再者,有利于平抑国内的财富效应。当中国向居民开放对外投资时,居民的财富效应观念也将逐步国际化,这将有效化解近年来投资集中于股市和房地产的压力。



■ 骨鲠在喉

建立土地转让权市场时机渐渐成熟



田惠
农业部工程建设服务中心

中国改革与开放发轫于农业生产领域,而最先改革的则是农村土地制度。随着人民公社体制的解体,中国农业生产的经营主体代之而起的是以平均土地使用权为核心,以家庭取代人民公社成为最基本的生产单位为主要特点,以赋予家庭剩余索取权为激励机制的家庭联产承包责任制。自此,在近三十年中,家庭联产承包责任制成为我国农村最基本的土地制度。在这一制度安排之下,农地的所有权归集体所有,但是使用权却为私人所有。

但是,由于中国各地的经济发展水平以及地理环境的差异极大,因而各地在具体实施家庭联产承包责任制时,所采用的具体方式却又有所差别,概而观之,大约有“大稳定,小调整”、“两田制”、“生不增,死不减”、最基本的生产单位不再是农户而是大大小小集体的苏南模式、更依赖市场的温州模式、土地股份制这样六种类型。无论哪种类型,只要是农村户口并隶属于某一集体,农民获得一定面积农地的基本权利是得到保障的。这种所有权集体所有,使用权私人所有,即所有权与使用权分离的农地制度,在中国历史上并不鲜见。家庭联产承包责任制与历史上的永佃制就极其相似。

永佃制最早出现在明末清初。在这一制度的安排下,农户向地主付出一定的租金,从而取得了对于某一地块的使用权。不经过农户允许,地主不能随便收回土地;同时,对于这一地块的使用权,农户可转让,可出售,也可遗传。永佃制主要出现在江南这些人口比例较高的地区,直到民国,依然存在。费孝通在他的《江村经济》中对这一经济现象有详细描述。永佃制发展到晚期,农地被分为上下两层,即田面和田底。根据对田面和田底的占有形式不同,农地的利益相关者可以分为两种承租者和两种地主。仅占有并且只暂时占有田面的,称为承租者;仅占有但永久占有田面的,称为佃户;占有田底但不占有田面的地主称为不在地

地主;只有同时占有田底和田面的地主才是完全的所有者。田面和田底都可以作为财产被继承和转让。费孝通发现,永佃制在一定程度上保护了农民耕种土地的权力,因为拥有田底的地主不能随便将田地用作非农业用途,而且即便有时发生佃农不能交纳租金的情形,由于乡村存在排斥外人的现象,地主也不能将佃农随便赶走,另找佃农。

从孙中山在“民生主义”中的“民生主义”提出“平均地权”的口号以来,迄今为止,中国农村的土地制度就像《三国演义》中开头说的那样:分久必合,合久必分。清王朝的覆灭和中华民国的建立与此前历代王朝更替不一样,可以说是一场不流血的革命,因此,人口并未大幅度下降,而“康乾盛世”开始就出现的紧张的人地关系并未得到缓和。同时,由于从鸦片战争开始的历次战争的赔款和殖民主义的压榨,中国的资本积累无从谈起,新兴工业并未产生,因而也不能大量吸纳农村剩余的劳动力。由此,孙中山“平均地权”的要求仅仅是一种理想主义的口号,可以想见的是,平均地权的结局是“均贫”而不是“均富”。

1949年以后,整个农村实行平均地权。但是,为了应付险恶的国际环境,小规模农业生产显然无法提供足够的剩余,求得资本积累,从而完成从农业大国进入工业化,城市化和现代化的发展目标,于是,从合作化运动进到人民公社,被平均分配了农地又被集中起来。人民公社这一半军事化的生产组织形式虽然完成了积累资本的任务,有助于民族工业体系的建设,但农业生产随之出现了严峻的问题。上个世纪70年代末,家庭联产承包责任制在农村推行,分田到户,集体化生产的人民公社宣告结束。家庭联产承包责任制为随后的农业生产的增长、农民收入水平的增加作出了贡献,但从上个世纪90年代中期开始,农民收入增长的幅度趋缓,城乡差距

持续扩大,甚至超过了改革开放之前的水平。随着我国加入WTO,面临国际市场的激烈竞争,家庭联产承包责任制下的农业生产越来越达不到市场竞争的要求——很早就开始的农民卖粮难、增产不增收等等,都是这一瓶颈的表现。

家庭联产承包责任制成为我国最基本的农地制度,有个渐进完善的历程。最初的承包期为15年,从1993年开始第二轮承包,期限延长为30年。张三把产权细分为三种权利:资源排他性使用权、通过使用资源而获得资金的获益权、通过出售或其他方式转让资源给他人的转让权,就这两阶段而言,农民仅仅获得了使用权和获益权,由于农地属于集体所有,农户并不具有转让权,所以农民对农地拥有残缺的产权。但是,2003年3月1日开始实施的《中华人民共和国农村土地承包法》将与产权有关的第三种权利中最为关键的转让权赋予了农民,即对于农地的转让权属于“承包方”(即“农户”),而不属于“发包方”(即“集体”)。这样,农民就完全具有了与产权相关的所有三种权利,因而在某种意义上而言,农民对农地完全拥有了产权。

在现有的城乡人口结构和法律制度前提下,妄谈土地私有化并不科学企业发达,从事农业生产的机会成本变高,农村劳动力已经大量转移到二三产业的生产活动中,具有了土地转让权的农户,在市场机制之下,凭着自愿有偿不受任何组织及个人强迫的前提下,在平等协商的基础之上,加以国家政策的合理辅导和相关法规的确立和支持,建立土地转让权市场,不失为一种集中土地、扩大生产规模,以应对国内外市场激烈竞争的有效及可行的方法。当然,土地使用权转让的期限不能过短,否则获得转让权的农户就不愿对土地投资,同时,这个期限又必须低于农户从集体承包土地的期限,否则,土地集体所有就成为空话。只有在这一前提之下,农户对土地的使用权、获益权和转让权的保障才得到体现,工业化和城市化的压力才不过大,稳定的社会形势才有保证,改革才能有条不紊地循序渐进。

■ 排沙简金

毫不恐惧面对最坏结果



王育琨
管理专家
首钢发展研究院企业所所长

企业家,尤其是那些成功企业家,曾经影响了数不胜数的事件,他们艰难攀登上了众人向往的无限风光的峰顶。他们似乎在公众眼里无所不能,内心深处却生成了令人窒息的紧张与焦虑。他们中的许多人不得不终生面对挫折、恐惧或永远无法克服的缺陷。在那诸事不如意的可怕时刻,有些人急流勇退,选择了放弃和消沉;有些人远走他乡,选择了逃避去做寓公;有些人甚至不给家庭和世人留下一字片语,而贸然结束生命;当然,更多的人拒绝让自己的目标和梦想为情绪所操控,勇敢选择了从悲痛、内疚以及愤怒等诸种情绪中复原,坚持从失败中找到生命意义和负重前行的动力。

乔布斯的生母是一名年轻的未婚妈妈。一对工薪夫妇收养了乔布斯。被弃养的烙印,深深地触动了乔布斯的灵魂深处。让他从小开始追问:我是谁?我有什么价值?我来这个世界干什么?17岁那年,记得什么书上的段落对他产生了致命的诱惑:“如果你把每一天都当作生命的最后一天过,总有一天你的假设会成为现实”。乔布斯被震撼了并记住了这句话。从那时起,他每天早晨都扪心自问:假如今天是我生命中的最后一天,我还会去今天要做的事吗?这件事真值得我去为它投掷激情吗?

在这样不懈的追问中,乔布斯很早就得以逃脱了人生的一个最大未知。现代网络社会信息量极大丰富,同时也使人们陷入极度忙乱之中。人们往往只知外求,不知内求。一个人,不能观察自己,认知自己,就无法自觉,当然更无法知道自己的能量和智慧。

在那次对斯坦福大学毕业生的著名演讲中,乔布斯深情地说:谁都不愿意死。即使是那些想进天堂的人也不会愿意为了进天堂而死去。然而,死亡是我们共同的归宿,没人能摆脱。我们注定会死,因为死亡很可能是生命最好的一项发明。它推进生命的新陈代谢。现在,你们就是新的,但在不久的将来,你们也会逐渐成为旧的,也会被淘汰。”

确实,当你从一个死者的角度来看你深陷的事物和人际关系时,你才可能发现自己真正在意的人和东西。这是一种切忍的思考方式,但是吊诡的是,你会从中意识到哪些人或事比较重要,从而意识到该如何分配时间和精力。谁真正懂得了失去生命不是件坏事,谁就能坦然对待生活中的任何事。我们通常惧怕死亡,每前进一步都会惶惶不安。而乔布斯则经历了对死亡的熟思而完成了对自由的熟思。恰如蒙田所说,谁学会了死亡,谁就不再有被奴役的心灵,就能无视一切束缚与强制。”

不能按照别人的生活方式浪费生命,不让其他人的噪音淹没你自己的心声。乔布斯早期的这种自觉,无疑是他有勇气跟着自己的心意和直觉走的重要原因。退学后,没了宿舍,他就睡在朋友房间的地板上,平时靠回收可降解食物吃,每个星期日晚上徒步穿过小镇七里,到印度教的神庙去吃一顿大餐。他追随着自己的好奇心和直觉,对一种新颖的艺术形式——书法着迷。十年后,当他设计麦塔电脑时,心中再度燃起对优美字体的热爱。如果没有学过那门课,个人电脑就不会有如此棒的排印功能了。

苹果公司成了规模上市公司后,乔布斯面对投资者和监管机构要求规范的压力,厌倦了。于是不惜让位于请来的CEO高士。可是高士带来了官僚体制,最后引发了一场宫廷政变,乔布斯居然被自己新创的公司炒了鱿鱼。经历了短暂的痛苦折磨,爽朗而自由的天性解放了他。没有了重压和拘束,带着丰富的嗅觉和执着,他重新投入了“小物件”的创造事业中。而离开乔布斯的苹果随后却步入泥沼。不得不收购乔布斯新创的Next公司和皮克斯公司,以求新生。苹果抓住了稻草,乔布斯抓住了契机。1997年7月,在连续第五个季度亏损后,苹果公司董事会罢免了CEO,乔布斯临危受命。他大刀阔斧改组奄奄一息的苹果公司,砍掉没有起色的产品线,推出新产品,终于使苹果恢复了元气。

乔布斯深知自己,也知世人。惊奇是人类的本能。消费者不购买平台,不购买标准,也不购买战略,只购买自己所醉心的产品。当巨头们聚在一起创立标准的时候,乔布斯则在一阵酷刑研究他的“小物件”。

或许正是这样的视角,使他曾经夸大地宣称微软和英特尔是“邪恶”的,因为他们偏离了承载意义的“物件”。乔布斯和苹果则创造了一系列改变IT和世界格局的“小物件”。苹果I和苹果II开辟了个人电脑新时代,iMac搅动了电脑互联网,iPod形成了音乐新潮流和生活新主题,iPhone则撼动了所有的显规则或潜规则,把竞争对手引导到改善人类生活品质、提升人类福祉的竞赛之中。