

■ 学人素描

华生：亲历中国改革让人生灼灼闪光



◎ 本报记者 卢晓平 倪小林

在北京北四环路边的一座大厦，我们见到了华生博士。这次采访从年初的动议到今天成行，已经过去了大半年时间。原本在股市冲高时候采访华生是想听听他对市场趋势的看法，眼下市场风云变幻出现了很多新的情况，当华生如约接受采访时，我们却把注意力从市场移出，更多想去了解他的人生和他作为一个学者的研究。

交谈中一个海外学子对于国家经济发展的关注，社会进步匹夫有责的情结，不时从华生严谨缜密的思维和逻辑严谨的叙述中流露出来，形成无数思维的火花精辟的点睛之语。此时，我们发现他的人生和他对我国经济改革以及资本市场的思考和研究完全无法分出彼此。

“学者”情结挥之不去

华生如今的身份是燕京华侨大学校长，但听说他把硕大的企业集团交给老同学们去打理也不过是最近的事。由此看来，华生从1997年开始就为股权分置改革鼓与呼，相继撰写了数十万字的研究报告和建议几乎都是“业余”研究的成果。

我们采访那天，正好是中国石油回归A股市场领跌的第二天，我们的谈话很自然就从业内讨论最多的蓝筹股泡沫开始了。怎么看待这一问题？华生此时用了哲学的表述方式：我认为主要是看问题的角度。

这与当年股权分置改革初期很相似，有很多人没有看到海外上市公司回归对于市场持久影响的重大意义。”华生很平静地表述着他的观点，“我在中石油上市之前接受记者采访时就谈过回归会产生高估和下跌，理由是它这样小比例上A股市场，2%的上市比例相比H股11.79%而言太多了。上市后必然引发资金追捧下的定价不合理，出现A+H巨大的价差。如果市场参与者都有10%以上比例上市的大蓝筹回归预期，市场供求关系还会导致蓝筹泡沫出现吗？”

华生是在反问我们，其实我们看得出来那是一个肯定的答案。他认为是因为在第一家海外上市公司回归A股就形成了一种潜在预期，比例很小，因此定价一定偏高。如果说市场是感性多变的，那么学者的目光一定是落在引发变化的诱因上。他说“我从预测个股”，那是因为学者对世界的感知是通过无

董辅初先生曾经评价华生：经商与做学术研究相比，他更适合做学术研究。借用这句话来说，华生更适合对市场进行宏观把握和研究。

华生身上有很深的时代印记，他先后提出了中国价格改革双轨制、国有资产经营责任制和试点及股权分置改革，不倦学习，使他能以持久不懈的精力研究我国改革最前沿和最具挑战性的经济理论和实践问题。

数个案例，借助由学识的积累而产生的洞察力来观察其规律，对于学者研究来说个股只是数据不是结论。当然这也是学者和股评家的分水岭。

董辅初先生曾经评价华生：经商与做学术研究相比，他更适合做学术研究。借用这句话来说，华生更适合对市场进行宏观把握和研究。

此时，华生谈兴更浓了，他给我们讲起了一个他在英国留学时亲历的故事。1980年代的英国首相撒切尔夫人推进国有企业民营化改革，华生作为一名留学生正在英国念书，那他也是可以与当地公民一样通过购买股票参与其中，也就是说在人人可以买那些国有企业上市股票。不过撒切尔政府在国有企业上市时采取了一个均购原则，一旦新股认购数超过发行量，首先按小额申购者需要平均分配，为的是让公众能够切实分享国有财产，而那些投入大额资金的申购者的申购则作废。最终，只要参加购买国有企业股票的普通公众，都能获得一定数量的股权，避免了按资本实力分享国有资产的弊端。这也是他90年代回国给中国证券市场提的第一个建议。

20世纪80至90年代英国的经济变革，给华生的研究产生了很大影响，他在英国牛津大学学习，以及在剑桥教书的那些日子，形成了他观察资本市场制度建设独特的视角。多年来他的研究几乎都集中在资本市场制度建设上，他反复强调：有什么样的市场制度，就会产生什么样的投资人，产生什么样的社会投资心理！

我坚持：改革是一个历史时代

和华生交谈中国经济改革，有几件大事是绕不开的。一是中国价格改革双轨制的提出，一是国有资产经营责任制的提出和试点的推进，一是股权分置改革。我们知道这三件事情在我国经济改革30年中都具有非常重大的影响。

对于第一件事情他回忆说，那是1984年他在社科院念研究生，他参加了当时的一次征文活动并入选了。他后来才知道这不是简单的征文活动，是当时政府想借助青年学者的热情和智慧及创新能力，获得新的改革思路和启发。那次征文活动之后，入选文章都参加了改革历程中十分重要的一次“中青年理论研讨会”，也就是被社会俗称的“莫干山会议”。当时，城市经济改革已经开始，城市改革遇到最棘手的问题就是僵化的价格体制。对于价格体制是放还是调，争论异常激烈。当时和他其他几个青年在会议期间提出了一个观点叫“放调结合的双轨制”。所谓的价格双轨

制就是，计划内调整计划外放开，最终实现价格的平稳接轨。

他们提出的方案受到了关注。后来，价格体制改革形成了一个总报告后边有两个附件，一份讲调价思路，另一份是华生主笔——用自觉双轨制平稳地实现价格改革。中央领导很快就批准了，价格改革从此开始了双轨并行的历史。

华生搞研究几乎是不间断的，1985年下半年城市经济体制改革进入了企业承包经营改革阶段，此时他和同伴们研究的有关国有资产经营责任制问题论文，于1986年发表在《经济研究》上，文章明确提出为什么要专门成立独立的国有资产管理委员会，为什么要有人来实现国有资产保值增值，还明确提出了要对国有资产经营进行评估、考核和收益分享等等。

华生等人提出的思路最后经过批准，开始在沈阳、重庆、南京、武汉等进行试点，他一直奔走在几个城市协助国有资产改革试点工作。在2003年国有资产管理委员会正式成立后，一直对资产经营兴趣很大的华生认为，由于现在政资不分产生的垄断，虽然给国有资产带来了收益也带来了不少问题，引起了各界的批评。因此这也是我下一步要关注研究的问题”。

第三件事情是股权分置改革。当时我是从英国回来，重点研究了中国股市的股权结构和制度建设问题。1997年我写了1万多字的《中国股市经济学思考》，在文章中第一次提出A股含权和股权分置改革问题。”其后，华生乐此不疲地为推进此项改革建言献策，总计写有数十万字的报告和建议。

华生是幸运的，这是他们那一代知识分子的幸运。中国经济改革中那些骄人的成绩在农村改革后主要是从价格改革开始，海外经济学界曾经评价，那是世界经济发展史上的奇迹，后来美国一些知名大学已将价格双轨制作为经济平衡过渡的重要案例搬上了讲台。

中国改革的持续进行带给华生的思考是严肃的，以至于我们说到，现在该如何来看待改革成果时，华生很不客气地“回敬”我们：我坚持说改革是一个历史时代，它太深刻的，无法用简单的成就和结论来给它定性。中国的改革之所以深刻，就因为它引起的变革是从经济到文化乃至政治和社会方方面面。”听着华生“无法定性”的解释，我们看到的是一个从青年学者成长为中年学者对于这段刻骨铭心历史的珍视！

回报——也是我人生的座右铭

快要结束采访的时候，华生告诉

我们：我的兴趣在研究。我们近两个小时采访的在不断感觉到他的理性和睿智，和他交谈的话题一直很沉重。当我们问及他下一步还有什么课题时，他毫无保留地说目前要研究的问题是A股国际化、整体上市和发行制度改革。他认为这些问题不解决，资本市场就不可能真正健康持久稳定发展。

我们理解这是一个知识分子自觉意识到的一种社会责任。

面对一个倾心搞研究工作的学子我们有些不解，他既然心系经济研究，何苦还要去办学？那毕竟要花费很多精力处理日常事务性工作。他沉思了一阵，简单说了一句“不为什么。”很明显他没有准备好怎样回答我们这个突如其来的问题。

但是很快地他调整了一下思路，反问我们：你们知道清华大学的校训是什么吗？我们当然只能摇头：不知道。

他说：我提出来就两个字：回报。他解释说，因为华侨大学是海外华侨捐资办起来的，这是海外学子对于祖国母亲的一种回报方式，另外我以为国内很多人是没有条件出国留学的，我们在国内开办一所全英语教学的大学，让在这里学习的学生能够获得一种与留学学习一

样的感受，也是我们海外学子为社会力所能及的。再一方面，我要让在这里学习的学子懂得报恩，将来回报社会，回报家庭，回报那些资助助学的华侨们。”

当然，“回报”也是我自己的座右铭！华生很自信地说。

我把回报作为校训后，一次南下浙江发现了一幅很有意义的对联，立即抄回来写在校训的两侧：上联是：世上几百年旧家无非积德，下联是：天下第一件好事还是读书。”

我们面前的华生显然已经退去了评说资本市场的敏锐风格，完全沉浸在对人生思索的遐思之中。我们在交谈中了解到，他已经过完的人生几乎是与书结伴而行的。他告诉我们早在1978年他就写出了自己的第一篇文章《应当实行资金利润率》发表在《南京大学学报》1979年第一期上。

华生身上有很深的时代印记，他之所以能以持久不懈的精力研究我国改革最前沿和最具挑战性的经济理论和实践问题，读书帮了他很大的忙，他实践了一个人们长久传颂的真理：“书籍是人类进步的阶梯”。不倦学习也使他具有了回报社会的资本。

■ 本期人物话语



央行首先要注重防治通胀

周小川(人民银行行长)日前表示，中央银行首先要注重通货膨胀的防治，保持币值稳定；其次在宏观调控和制定货币政策时要考虑促进就业；此外还要大力发展金融服务，为消费者提供更好的服务。

■ 多声道

中国经济强大对全球经济繁荣有利

保尔森(美国财政部长)11月8日在纽约召开的第四届中美财经社企业家高峰论坛”上发表主旨演讲时说，中国经济强大对中国人民有利，对美国人民有利，对全球经济的繁荣有利。我们不怕一个经济更加强盛和一个更具有竞争力的中国。在未来几十年当中，美国与中国在确保世界经济强劲发展等方面将发挥独特的作用。另外，美中之间的经济战略对话机制，能够让两国政府在最高层次上就一些长期和具有战略意义的重大问题进行沟通，以确保两国经济的稳定与繁荣。

四项措施缓解流动性过剩

成思危(人大常委、副委员长)11月7日在北京国际金融论坛第四届全球年会表示，流动性过剩仍然是当前中国经济中的主要困难，解决这个问题应该多管齐下、标本兼治。针对当前股市，可以增加有效供应，鼓励境外绩优股回归，同时加快国内优质企业上市，并根据股权分置改革的约定逐步解禁非流通股。关于房地产市场，在增加廉租房和经济适用房基础上，应该尽量增加中等规模和中等价位商品房的供给。另外，缓解流动性过剩可以调整外汇储备，以及提高引进外资的质量。流动性过剩是市场部分失灵的表现，应该改善宏观调控，引导企业及投资者改变预期，进而改变投资行为。

流动性偏多尚未造成明显通胀压力和泡沫

李东荣(国家外汇管理局副局长)11月7日在北京国际金融论坛第四届全球年会表示，当前中国存在一定程度的流动性偏多问题，尚未造成明显的通胀压力和泡沫，但对金融体系的影响不容忽视。中国长期的出口导向型政策和吸引外资的政策带来外汇储备的持续大幅增长。中国的流动性偏多问题是外生的。当前宏观经济中的固定资产投资偏快，银行信贷投放偏多都与这种外生的流动性有关。当前国际收支失衡增加了宏观调控难度，流动性偏多导致股市和房地产价格增长过快，贸易顺差的大幅增加加大了人民币升值压力。

规范国有股股东行为

李伟(国资委副主任)11月8日在北京由中国证监会、国务院国资委主办的央企控股上市公司规范与发展大会上指出，针对当前部分中央企业上市公司在涉及股份转让、改制上市、重大资产重组等相关工作中存在信息披露不规范、程序意识和保密意识不强等一系列问题，国资委将抓紧研究制定国有股股东行为规范文件，确保上市公司控股股东行为依法合规进行。继续鼓励符合条件的中央企业，按照市场化的原则选择适当时机选择适当方式实现整体上市，但并不是所有央企都要整体上市。未来国资监管的重点将向央企上市公司转移。国有股权转让必须以二级市场为基础进行定价，不能以每股净资产为基础进行一对一的协议定价。

■ 经济学术思潮追踪

行为金融学：科学与人性的有机结合

◎ 梁怡

在传统经济学里，一个问题之所以会成为“经济学问题”，它首先必须是“理性选择”问题。但人类的情感和心理是如此之复杂，以至于人类的行为动因也纷繁难辨，在人类多姿多彩的行为集里面，理性行为只是一个微不足道的小子集。2001年诺贝尔经济学奖获得者之一加州大学伯克利分校经济学教授乔治·阿克洛夫曾极力倡导，经济学家应当懂得行为学，并尝试将行为学假设引入到经济学分析框架中。在实践中，行为学架构的引入已经推动了经济学各领域的极大发展。

就金融学本质来看，它就是一门关于决策的科学。凯恩斯曾认为，人们在获得收入之后面临两类决策，即决定当期消费在收入中所应占比例的决策，或决定采用何种方式将本期未消费的收入带到下一期的决策，即广义金融学所研究范畴。在金融研究领域，从以完全理性假设和有效市场假说为核心的传统金融学到“行为金融学”的发展，便是行为学影响力的最佳例证之一。自1990年以来，行为金融学取得了长足发展，究其原因主要是与普林斯顿大学教授、心理学家卡尼曼和特维斯基所提出的期望理论(Prospect Theory，也有学者译为前景理论)有关。

传统金融理论赖以建立的基点之一是完全理性假设，而完全理性假设的核心理论便是“预期效用理论”。效用”这一概念最早是由瑞士学者贝努利在1738年提出的，他认为人们对其钱财的真实价值的考虑与他的钱所拥有的数量之间存在着对数关系；在风险型决策中，效用被用来衡量人们对风险的态度。数学家冯·诺依曼和经济学家莫根斯坦在1944年提出的预期效用理论(Expected Utility, EU)理论中认为，假如决策者选择风险决策备选方案的过程符合效用公理，那么他一定是选择预期效用值最大的那项备选方案。

在预期效用理论的基础上，美国统计学家和经济学家萨维奇于1954年提出了主观预期效用(Subjective Expected Utility, SEU)，认为自然状况的概率分布是行为主体的主观判断，但可以通过行为主体所做出的选择而被揭示出来；决策备选方案的选择遵循主观效用最大化原则。

既然传统金融理论是以完全理性为基石，那么其弊端也自然不难理解了。因为，人并不是纯粹的理性人，人的决策还会受到其复杂的心理机制和情感的影响。因此，预期效用理论对人的风险决策的描述就当然值得怀疑了。例如，预期效用理论难以解释阿莱悖论、埃尔斯伯格悖论等现象，也不能解释偏好的不一致性、非传递性、不可代换性等，实际生活中的决策者对效用函数的估计也违背预期效用理论的效用函数。

行为金融学(Behavioral Finance, BF)正式兴起于20世纪80年代，是一种研究金融市场的崭新方法，至少部分地以对传统范面临的困难做出反应的面貌出现的，可以更好地理解某些金融现象。行为金融学最大的成功之一是研究证明，在理性交易者和非理性交易者相互影响的经济体中，非理性对价格的影响是实质性的和长期性的。

卡尼曼和特维斯基将违反传统预期效用理论的现象用确定性效应(Certainty Effect)、反射效应(Reflection Effect)和分离效应(Isolation Effect)三个效应来说明。他们所谓的“期望(prospect)”是各种风险结果，在他们看来，期望选择所遵循的是特殊的心理过程和规律，而不是预期效用理论所假设的各种公理。期望理论认为，人们做出行动决策的依据是行动可能结果 prospect 带给人们的心理感受，而行动的后果被表述为对赋值为零的中性参考点的偏离，这种偏离可正可负(即收益或损失)；在评价心理感受之前，决策者要对决策问题进行初步分析，刻画出有效行动，选择自认为适当的参考点，并预计可能的后果；评价心理感受的依据是行为主体的价值函数(value function)和赋权函数(weights function)。

期望理论的价值标准形式上与预期效用理论相似，但本质上这种心理价值函数同效用函数根本不同：预期效用函数以严格凹函数来表现投资者的风险厌恶，其自变量是决策可能产生的实际结果，而心理价值函数则是以参考点为拐点，在损失部分是凸函数，在收益部分是凹函数，函数的形态呈“S”形，其自变量则是经过参考点处理后的决策结果。

受期望理论推动的行为金融学发展表明，贴近人类本性的新的金融学范式正在形成。但由于人们心理和情感的复杂性可能会使得这种新的金融学分析范式难以建立起以简洁的假设为支撑的规范体系，因此，就目前而言，新的金融学研究还只处在描述性阶段，规范的理论研究还有待于新的研究工具的产生。

■ 来自日内瓦

瑞士自主购房热潮渐起

◎ 徐千惠

在瑞士，过去许多居民更习惯于选择租房，房租往往是几十年都不大会变动的。例如，我的一位瑞士同学现住位于日内瓦市中心、面朝青山的一套3室2厅房子，租金才1500瑞郎。这一租约从他祖母那时就开始了，但租金在几十年里才涨了几百元，这简直“不可思议”。现在，1500瑞郎租金在市中心附近只能租到一套1室1厅房子，当然更不可能有湖景房子了。

正因为如此，近年来全球房地产市场的快速发展对瑞士的影响并没有对美国和中国那样来得大。然而，影响毕竟还是有的。与10年前相比，现在的瑞士房地产市场更为活跃了，居民购房需求也越来越大了。

人口老龄化对瑞士人倾向于购买住房有很大的影响。在瑞士，年轻人通常更偏好于租房。因为，大学毕

业时已24和25岁，除非得到父母的帮助，否则他们是没有能力购房的。同样，年轻人更喜欢住在市中心，上下班方便，娱乐也方便。因此，在25岁到33岁之间的年龄群是不会考虑购房的。大约在34岁到45岁之间的年龄群才会开始认真考虑购房问题。因为，三口之家或许会考虑购房事宜了，包括考虑孩子以后上学方便等。而50岁以上的人群更倾向于房屋居住。在过去10年中，瑞士的老龄化问题逐渐突出，越来越多的人开始选择购买自住房了。

当然，目前瑞士的利率水平较低，这一因素也是促使瑞士人更倾向于投资购房。从目前来看，瑞士经济增长约为1.6%，5年期房贷固定利率在4至4.5%水平之间。与中国和美国房贷利率相比，这的确不算高。值得一提的是，瑞士的房贷还款方式安排是很特殊的，其实这是在变相鼓励当地居民进行房地产投资。

现在，瑞士人在购房时越来越喜欢购买郊外房子。例如，日内瓦市中心的一套2房2厅住房售价约在80-90万瑞士法郎。如果在日内瓦市郊，同类型的住房售价约在50-60万瑞士法郎。如果在其他城市(如距日内瓦市1.5个小时车程的瓦雷州)，这样的住房就要便宜了。

当读者看到瑞士居民的购房需求在增长时，会提出这样一个问题：最近，美国次级债危机已导致全球金融市场动荡，这一市场风险还在延伸，且目前美国房价仍在下跌，是否会影响其他国家(包括瑞士)房价下跌？或者说，在瑞士进行房地产投资是否仍有前景呢？

在笔者看来，由于瑞士的经济增长比较稳定、利率水平也较低，尤其是当瑞士人由习惯于租房向自主购房转变成为一种新趋势时，居民购房需求上升，在瑞士进行房地产投资仍不失为一项长期投资的理智选择。