■多纬度

“流动性过剩”也带来机遇

◎孙立行
上海社会科学院世界经济研究所国际金融研究室副主任
经济学博士

按照科学的发展观，不仅应该看到“流动性过剩”对国民经济的负面效应这一面，更应该认识到“流动性过剩”也具有推进社会主义市场经济发展的积极作用的另一面。因为发展社会主义市场经济就是要发挥市场在资源配置中的基础性作用，这就离不开资本市场的发展和金融创新，而“流动性过剩”恰为资本市场的发展和金融创新创造了一定的条件。所以，我们既要通过宏观调控手段来抑制“流动性过剩”对国民经济的负面效应，又要利用“流动性过剩”，为经济体制转型提供充裕的资金，让资本市场的繁荣来促进国民经济又好又快发展。

我们既要通过宏观调控手段来抑制“流动性过剩”对国民经济的负面效应，又要利用“流动性过剩”，为经济体制转型提供充裕的资金，让资本市场的繁荣来促进国民经济又好又快发展。如果我们能紧紧抓住时机利用好当前的流动性，优化资本市场结构，多渠道扩大直接融资，加快金融创新，就能推进资本市场的健康、稳定发展。

目前我国的资本市场无论是层次结构、品种结构还是机构结构都还很不完善，成长的空间十分广阔。在这方面，“流动性过剩”正好为资本市场的发展提供了资金上的保证。我们应紧紧抓住时机利用好当前的流动性，优化资本市场结构，多渠道扩大直接融资，积极推进资本市场的改革开放和稳定发展。

现在从管理层到市场各方都在谈论建立多层次市场体系，以满足不同层次投资者的直接融资需求，保障国民经济的可持续发展。在笔者看来，建立多层次的资本市场体系，就是要针对不同的上市公司和投资者群体的需求，开辟多层次的交易市场体系。具体而言，首先，借鉴伦敦和纽约国际股市的经验，除主板市场以外，分别设立面向风险投资中的中小企业上市的创业板市场，及面向创新型科技企业上市的科技板市场。其次，逐步放开外资企业在国内股市上市交易的限制，建立面向国际股票的交易及信息系统，形成与国内主板市场相平行的国际股票市场。再次，发展规范的场外市场，使其可以承接从主板退市的上市公司的股票，成为上市公司必要的缓冲地带。还有，发展包括公司债、可转换债券、国债在内的场外债券市场，使其为企业债券的流通提供广阔的空间。最后，不断扩大包括一级半市场、柜台交易市场及产权交易市场在内的场外市场规模，使其与包括正在筹建中的创业板市场在内的场内交易市场共同构成多层次的证券交易市场体系。

金融业的繁荣是国民经济可持续发展的基础，这在很大程度上取决于金融创新能力。“流动性过剩”是我国内外经济结构失衡的产物，也是当前金融体系不健全和金融系统效率低下的突出表现。尤其是商业银行高度依赖存贷利差收入的盈利模式很大程度地降低了其资源配置效率。然而，充足的流动性为商业银行改革赢得了时机，如果商业银行能抓住这个大好机遇，设法利用好充裕的资金，就能在推动银行业务向多元化发展上闯出一条新路。比如，积极开展境内外理财托管等投行、中间业务，不断推出各种资产证券化、结构性存款等金融衍生产品，改进银行体系的经营模式，以适应金融业向业务综合化，产品多样化及服务个性化发展的新趋势等等。

就产品创新而言，主要涉及以下两个方面：其一，大力发展资产证券化，资产证券化的发展程度可以用来衡量社会主义市场经济体系的成熟度。它不仅可以减少银行的信贷融资规模，降低银行贷款长期化与存款短期化之间的期限错配风险，促进银行传统经营模式的转变，而且可以扩大直接融资比重，促进储蓄向投资高效转化，从而推动金融市场的结构改善，提高金融市场的融资效率。同时，推行资产证券化，把证券化产品出售给养老基金和保险基金等资本市场最重要的长期机构投资者，以此来吸收过剩的流动性，也有助于资本市场的健康发展。其二，大力发展以债券、利率为基础的金融衍生工具，进一步提高金融市场产品的多样性和金融机构投资组合的多样性；进一步完善公司债券的利率互换、利率期货、债指期货，发展公司债券的利率期权、债指期权等衍生产品。同时，伴随着人民币汇率生成机制改革的进程，加快推出和完善规避汇率风险的人民币衍生产品，如人民币远期、人民币掉期、以及人民币期权、人民币结构性票据和人民币结构性存款等。

几乎所有的金融创新都涉及跨行业、跨部门。从这个意义上讲，国内目前的分业经营和分业管理已无法适应金融创新的要求。这就需要我们去积极探索国内金融业综合经营的有效方式。鉴于国内金融监管制度及法规的不健全，就现阶段而言，进一步放宽对银行业、保险业、证券业、信托业之间业务的交叉和渗透的限制，并同时建立和完善以银行为主体的金融控股集团应该是可行的。如果尝试以资本为纽带，通过兼并收购或新设等方式，将基金公司、保险公司、信托公司、金融租赁公司等非银行业务单元作为独立的法人，与原有的银行业务单元相互独立、相互依存，则既可实现以银行为核心的金融资源的整合和优化，又可以做到业务分开、人员分开、机构分开和账目分开，形成良好的内部“风险防火墙”制度。

此外，为保障金融创新产品的顺利推出，还需要健全银监会、保监会、证监会以及人民银行之间的协调机制，以逐步改变当前的政府主导和分散管理的创新模式，并最终使之转变为市场主导和集中管理的创新模式。

■新垦地

俄罗斯向西之路又一次封冻

◎梁 强
中国社会科学院俄罗斯东欧中亚所博士
俄罗斯问题独立评论人

民族团结日在俄罗斯本来并不算特别重大的节日，但今年 11 月 4 日，普京却亲自率领青年学生到红场庆祝，并发表了明显是针对美国的措辞强硬的讲话，这已是俄总统两周内第二次公开对美国表达不满。10 月下旬俄美在反导问题上的谈判破裂后，普京曾指责美国的行为是要发动第二次古巴导弹危机。俄美关系面临“新冷战”的同时，俄与其他西方国家的关系也好不到哪里去。英俄由于年初的间谍风波和最近频繁上演的军机侦查而大打嘴仗，默克尔执掌德国政权后，普京一度设想的俄德轴心关系迅速坍塌。整个 2007 年俄欧、俄美关系都出现了前所未有的冷冻迹象，双边关系已达到俄罗斯立国后的最低点。

与西方对立，这是俄国历史发展进程中最显著的外部特征。尽管俄国人数百年来从未放弃过介入欧洲事务以及汲取西方文明，但在俄国独特的文明中，欧洲和西方世界却始终被视为“异己”——从罗曼罗夫王朝时期与基督教罗马对立的东正教和“第三罗马”思想，到苏联时代的“资本主义包围圈”和“世界革命”意识形态，再到现在俄国特有的斯拉夫民族主义思潮。俄国国内亲西方的自由主义虽然也曾在国家发展的几次大改革关头有过蓬勃发展，但最后却都在当权者国家安全的大旗下消失。反过来，西方主流文化也一直将俄国视为“异端”，沙皇被西方认为是欧洲守旧势力的最后堡垒和镇压民主运动的宪兵，苏联则被里根和撒切尔攻击为“邪恶帝国”，普京领导下的俄罗斯则又被认为是冲击欧美经济秩序的“能源新沙皇”。

尽管如此，从长远的发展路向来看，俄罗斯最终加入西方世界、乃至西方文明共同体仍然是一个既定的趋势。从文化上讲，俄罗斯和西方国家都是基督教国家，尽管存在着东正教和天主教、新教的区别；从语言上，俄语虽属西立尔文而非拉丁文，但和西方国家的语言一样同属印欧语系；历史上，俄罗斯不仅从未与西方完全隔绝过，而且很多时候还积极参与到西方世界的发展进程中。俄国历史上介入西方发展进程的两个顶点都是因为战争。第一次是拿破仑战争，俄军击败横扫欧洲大陆的法军后，成了欧洲传统军事体系的拯救者；第二次是二战，苏联红军对纳粹军队的决定性胜利，让整个欧洲乃至全世界免于法西斯的统治。

冷战的结束为俄罗斯提供了一个融入西方的新的历史性契机，无论从内政还是外交，新俄罗斯与西方的联系程度都可说是近两百年来最为紧密的。此外，新俄罗斯与帝俄和苏联还有三个重大区别，这也确保了俄国这一次的西化之路上将少了许多也许是根本无法克服的障碍：一是甩掉了帝国包袱。沙俄曾被称为是“各民族的监狱”，苏联时期尽管在宪法上确立了各民族平等原则，但 15 个代表着不同民族主体的加盟共和国却被牢牢掌控在莫斯科的统治下。经过苏联解体后的新政治分割后，新俄罗斯境内 85%的居民都是俄罗斯人，俄罗斯的民族国家化有了全新的政治载体。二是以孤立主义为标志的意识形态的消退。沙俄和苏联时代克里姆林宫尽管都鼓吹过莫斯科应该成为世界新秩序的领导者，但从实际政策来看，却视外部世界为洪水猛兽，采取一切措施封锁本国国民与外部世界的联系和交往。但如今，无论官方民间，俄罗斯主导的价值观都是政治民主和经济开放为导向的现代化，俄国对外部世界的开放也达到了历史上从未有过的程度。第三，苏联解体后俄国的西部和南部边疆大幅收缩，只相当于沙俄鼎盛时期和苏联时代的三分之二；庞大的军队以及一度占国民经济三分之一强的军事重工业也已大幅削弱，尽管普京在强军梦想的支配下强化了军队建设，但在国民迫切希望加入世贸的大氛围以及经济全球化的大背景下，克里姆林宫已很难再重现昔日庞大的备战式经济体制和军事战略。

但俄国加入西方却并不是一厢情愿的事，西方也必须显示出接纳的意愿和决心，但冷战后欧美却并未表现出这样的意图。北约和欧盟的双重东扩尽管动机并非就一定是反俄，但这样的举措其结果最终是反俄的。对莫斯科来说，北约和欧盟东扩后的边界显然就是西方世界给俄罗斯划出的一条分界线，戈尔巴乔夫所梦想的从乌拉尔到多瑙河的“大欧洲”就这样被再一次割裂。实事求是地讲，现在的美俄、欧俄关系，都不再像冷战时期那样充满原则性的敌对和仇视，但华盛顿和伦敦却并没有发展出一种让俄国人感到能够得到实在好处的新的对俄政策。这是俄国在上世纪 90 年代初以及“9·11”后两度出现的西化思潮最终都无法在实际的国家战略和对外政策中找到立足点的根本原因。

从全球史的角度看，俄罗斯的西化之路与土耳其有异曲同工之处。同样都是多民族帝国的继承者，也同样都是原来的主体民族在世界上唯一的国家。凯末尔从一开始就为新的土耳其确定了两个大战略方针：走世俗的民族国家道路和努力向欧洲靠拢，成为西方世界的一员。凯末尔的这一梦想经过了整整一个世纪才刚刚实现——直到现在土耳其还仍只是欧盟的准成员国。相比之下，俄罗斯则只是在十几年前由叶利钦提出了和凯末尔同样的方针，时间短不说，俄罗斯毕竟一直都是欧洲乃至世界的强权之一，不仅在疆域上与土耳其不可同日而语，其民族抱负也不是同样作为欧亚文明连接者的土耳其所能想象的，其西化之路崎岖难行，可以想见。

■世话实说

港元之“锚”：无奈与尴尬

——后 WTO 时代金融演义系列之五

◎程 实
金融学博士、供职于 ICBC 总行

金融巨鳄索罗斯曾经说过：“没有无懈可击的汇率制度，这就是国际投机势力存在即合理的原因”。机制设计理论告诉我们，在特定假设、特定时期的约束下，可能有最优机制，但不可能有完美机制，这是每一个机制设计者不得不直面的尴尬问题。现在，这个问题就摆在香港金融决策者面前，将港币与美元通过联系汇率制度拴在一起曾是看上去很美的“稳定器”，但在次级债风波冲击之下，在伯南克表现得越来越比格林斯潘还格林斯潘的背景中，维系这种货币联姻似乎愈发艰难。为了守卫 7.750 的强方兑换保证，香港金融管理局（Hong Kong Monetary Authority)迫不得已地在最近直接进入市场多次买入美元、沽出港币。对于一个崇尚市场自由的国际金融中心而言，这种非央行的“央行式”干预并不多见，至少在 2005 年联系汇率制度修补之后，市场是第一次感受这种杀手锏。

说是杀手锏并不夸张，如果连直接入市都无法顶住市场多头对 7.750 底限的冲击，那么港币几乎无从自我修复。在瞬息万变的国际金融市场，没有什么是不可能发生的，感谢政策制订者的先知先觉，联系汇率制度在 2005 年 5 月 18 日作了三项优化，如果没有当初推出的强方兑换保证，港元堤坝很可能早就被人民币升值预期引致的投机浪潮冲垮。但这种机制改进的防火墙能否承载更大冲击目前还很不容乐观。期货价格走势显示，市场认为香港在未来三个月修正 7.75 至 7.85 这一浮动区间的可能性是 57%。在如今这样一个人心浮动的风口浪尖，联系汇率制度顶住则已，稍有松动就有可能会放大而非中和或缩小外部冲击，在亡羊补牢式的恶性循环中，旨在增强稳定性的制度修补很容易一连串地引发信心缺失和制度崩盘。

可能多少有些杞人忧天的意味，但历史告诉我们，制度演化是市场自由选择、自我优化的客观结果，香港汇率制度长久以来在物是人非之中不断重复并验证着这一市场规律。东方之珠作为一个典型的开放小型经济体就像是世界经济海洋中的一叶小舟，行驶在风高浪急的金融深海，借助汇率这个金融纽带将自己拴在外部稳定物上无疑是避免过度起伏的最优选择。当然，在国际货币体系发展的不同阶段，这个外部稳定物也不尽相同，从银到英镑再到美元，贵金属和信用货币先后在港元币值稳定乃至香港经济稳定中起过中流砥柱般的“锚”作用。每次稳定物的转移无不伴随着世界经济的危机爆发和国际货币体系的深层紊乱，大萧条和英镑危机是前两次香港汇率制度核心“锚”变化的诱因，而现在看来像瘟疫般跨境传染的次级债风波和以“三金（美金、黄金、黑金）异动”为标志的国际货币体系动荡似乎也具有再次改朝换代的潜在威力。

至少我们现在可以很有逻辑地将港元汇率困境与“锚”恶化紧密相连。美国经济受到楼市深层调整、经济周期滞后回归的影响步入低谷，2007 年二、三季度 3.8%和 3.9%增长速度更像是最后的晚宴，次级债风波对实体经济超乎预期的负面震动预计将把 2007 和 2008GDP 增长下拉至 2%左右，并把美国拽下世界经济领袖的圣坛。而美元币值在经济增长预期看淡、美联储连续降息、美元资产减持风潮的作用下已经完全失去了硬货币的国际形象，其世界货币的地位日渐式微。所以，香港联系汇率制度现在面临的问题不是单纯的内部问题，而是复杂的外部问题。在世界经济和国际金融远离美国中心、进入多元格局的后 WTO 金融时代，港元继续将“锚”核心定位于美元似乎有些不合时宜，一个自身都有欠稳定的货币，怎么能够成为另一个经济体仰仗的稳定依靠？

分手似乎是合乎逻辑的必然选择。但是我们必须重新思量香港经济的特殊性，1974 年 11 月 26 日至 1983 年 11 月 14 日那段完全浮动的生涯于香港经济至今还是一场难以忘记的惨痛经历，利率、汇率等金融指示器在纷杂扰乱的外部冲击中完全失去了稳定定价的能力，市场信心消失殆尽、港元危机骤然爆发、银行危机接踵而至，失去稳定参照物的香港就像失去依靠和方向的孤舟，经济金融岌岌可危，在 1983 年 11 月 15 日与美元牵手后才重新恢复生机。

所以，对于离不开“锚”依赖的香港汇率制度而言，“一段伟大爱情的结束必须要以另一段伟大爱情的开始为标志”。尴尬的是，在如今这样一个多头并起的战国时代，除了美元，似乎找不到一个可以让港元托付终生的国际货币。欧元虽然风头正劲，可也是哑巴吃黄连，有苦说不出，其币值非典型走强某种程度上可以说是借了弱势美元的光，缺乏经济基本面全面调整、内部博弈均衡有效改善带来的长期经济强势支撑。人民币似乎是另一个呼声很高的选择，实际上却比欧元更不具有“锚”潜力，一个自身在资本管制下没有完全实现市场化浮动的货币无论多么强势、多么具有“匹配性”，也无法承担起稳定参照物的外部作用。至于盯住一篮子货币，则更不切实际，多币种参照只能放大而不是控制市场波动。

如此看来，与美元继续将就下去似乎是无可奈何的唯一选择，出于市场稳定的核心考虑，少作修改或不作修改地维系和修复两者联姻也许会帮助面对游资冲击的港元最大程度地规避可能的更大损失。风风雨雨 24 年，港元和美元的联姻经历了 1987 年股灾、1995 年墨西哥金融危机、1997 东南亚金融危机和 2001 年阿根廷金融危机的接连考验，次级债风波也许并不是迈不过的那道坎。

对于香港经济而言，这种将就可能会加重夹缝中的尴尬：在经济周期与内地更为同频的同时，其货币政策却受制于美联储；在维系固定汇率稳定的同时，却增加了游资大幅进入的激励；在需要保障联系汇率制度财政基础的同时，却存在持续扩大财政支出的冲动。如何应对如此尴尬，似乎又是一个“剪不断，理还乱”的货币问题。

■德鲁克在中国

并不仅仅是压缩成本那么简单

◎黄建东
彼得·德鲁克管理学院

你听说过航空公司“两高两低两单两减”的发展模式吗？

所谓的“两高两低两单两减”即高客座率，高飞机利用率；低营销费用，低管理费用；单一机型，单一舱位；减少非必要成本，减少日常费用。这是春秋航空于 2004 年为还在筹划中的中国民营航空公司定下的发展模式。

说到低成本经营美国西南航空公司有着多项创新，比如只采用波音 737 一种机型，飞机备件利用率高，机舱布局统一，电脑系统易于开发和维护，不设头等舱，不提供餐饮服务，登机不对号入座，以此满足乘客急于上机的心理，缩减等候乘客的误点率等。在美国航空界运力过剩和燃油价格飙升的今天，美西南航空公司仍然保持着连续 30 年以上的赢利——这在航空历史上是前无古人的记录，也使该公司被奉为成本优势战略的典范。

春秋航空的一招一式尤其业绩，现在已经可以与美国西南航空相媲美了。

春秋航空的目标客户定位在三个层面：旅游客户、自掏腰包的商务旅客——这部分群体对价格敏感、年轻的都市白领——他们上网购买机票的能力很强。凭借春秋国旅年组团 200 万人次的庞大客源网络，旅游客户每年可以为春秋航空贡献 40%的旅客量；余下的 60%则依靠春秋廉价的机票政策和优质的服务。

德鲁克在谈到企业创新时说，“对于企业而言，仅仅去提供经济产品和服务是不够的，它必须提供更好的和更经济的产品和服务。”一个企业，如果能够给客户提供更好、更经济的产品和服务，那么，客户选择这个公司的产品也就不足为奇了。

据春秋航空董事长王正华透露，他们飞机上每个与众不同的细节都瞄准了同一个目标，能省则省：航班为旅客免费提供的仅仅是一小瓶矿泉水，没有了一般航空公司的餐食；空乘人员自己打扫机舱；在航班上推销各种小吃和公司的各种纪念品；他们的服装一套大概不到千元，（而在去年，南方航空就曾为 6000 名空姐定做了每套价格近 7000 元的服装）；航班上是清一色的经济型座位，并没有头等舱（这使同样一架飞机能够多载 10%的顾客）……就凭这，在刚性成本占到 80%的中国民航，春秋开航两年多，机票价格比市场平均水平低了 36%！

另外，公司采取空客 A320 单一机型；大量选择非主流的二类机场，减少机场设备的使用（每年能够节约 5000 万元左右）；缩短机场停靠时间；航空公司租用办公楼；董事长的办公室面积只有 12 平米；夏天每次乘客下了飞机，哪怕机舱里达到 50 度，机长也会关掉给空调供电的发动机；采取各种节油措施（每年省下来的油钱就有 3000 多万元）；提高飞机利用率；采用自己开发的系统，不进入中国民航信息网络有限公司的销售系统（光此一项就能省下票面价值的 5%左右，通过网上和电话预订，则又能够在销售费用上节省 5%）……

低成本、低价格，使这个民营的航空公司达到国内单机赢利的最高水平。两年来，春秋机队规模增至 8 架空客 320，开飞厦门、广州、珠海、重庆、哈尔滨、沈阳、大连、郑州、昆明、海口、三亚等近 30 条航线，航班的上座率达到了 95%，远远高于 70%的行业水平。总营业收入 15.2 亿元，上缴国家税收 4782 万元，实现企业利润 6700 万元。在由国际著名航空业调查机构 Skytrax 举办的 2006 年至 2007 年度世界航空公司乘客调查中，春秋航空公司名列北亚地区最佳低成本航空公司第二名。

压缩成本并不是以安全为代价的。虽然春秋航空想尽各种办法节省成本，但在保证安全上的成本却从不“吝啬”。比如最新租赁的 3 架新飞机，他们每个月都要多付出四五万美元的代价。两个多月前，由中国民用航空总局 27 名专家组成 8 个专项小组，对春秋航空公司的综合安全管理、飞行运行管理、客舱安全管理、维修管理、航务管理、旅客运输管理、货物运输管理、危险品运输管理、航空卫生管理等 9 个方面作了地毯式的安全检查。初步结果很好，很有说服力地回应了那些将低成本等同于低安全的观点。

中国民众需要廉价而优质的航空服务。可是很多人却又认定，像美国西南航空那样“飞机速度、汽车价格”的低成本模式在欧美能成功，在中国行不通：因为国内旅客中商务旅客占的比例很大，他们对价格不敏感；而且国内航空业成本一直居高不下。春秋航空的尝试证明，这种“定论”站不住脚。中国 2006 年的客运量 1.6 亿，这是一个很大的数字。但是，如果从另外一个角度看，中国还有十多亿的民众没有机会坐飞机。这是一个多么巨大的市场，多么大的一个需求！如果我们的民航企业，真能够为广大的旅客创造出一种有着“飞机速度，汽车价格”廉价而优质的航空运输服务，那么他们就能够从激烈竞争的“红海”中跳出来，开辟一片属于自己企业的“蓝海”。