

# Financing life



目前,国有土地加国有企业的总价值大约为78万亿元。按13亿人口算,人均国有资产财富是6万元。假如这些资产的价值每年照GDP的速度增长,那么每个中国人的年收入就多6千元。也就是说,假如每户五人,那么每个家庭年收入就多了3万元!而如果再将这些资产全部均分到个人,并让其全部资本化流动起来,按照美国在2002-2007年间产权的增速大约是GDP增速的3倍来计算,那么每个中国家庭仅财富收入就能年增9万元。

◎陈志武  
美国耶鲁大学管理学院金融学终身教授,北京大学光华管理学院特聘教授

过去这些年,中国的发展模式是两头在外:资本不够靠引进外资,产品制造好了靠出口卖。之所以发展要靠外资,是因为直到最近几年国内资本化的能力有限,死财富在中国早就有,不动产也历来到处都是,只不过难以将这些死财富转换成可以再投资、再配置的资本;而之所以主要靠出口市场增长,是因为内需不足。当然13亿人口的国家按理需求很容易有,甚至是要多少可以有多少,只不过在未来没有安全保障的前提下,即使有钱也不敢花,更何况人们还没有很强的富有感。

这两者看似不相关,但实际上息息相关。为什么呢?别的不说,两者背后的原因之一在于土地的公有以及矿产和生产资料的国有(国有企业),因为在国有制之下土地权不能交易或抵押,生产资料权也不能自由交易。这不仅使这些在任何国家都是最主要的资本化对象的东西难以产生出资产,而且这些财富只放在国家账上而不是在个人家庭账上,所以,其增值无法被转换成个人与家庭的财富效应,不能转化成民间消费。国有土地、国有资产再增值,社会不能感觉到任何财富效应,内需自然无法增长。

说具体点,这是什么意思呢?先看土地。大约在2000年国家有关部门曾公布,全国国有土地资产总价值为

# 如果“死财富”变成了“活资本”



25万亿元。假如这些土地价值每年按GDP同样的速度在增长(每年10%),那么,到今年则为49万亿元。国有企业呢?国资委主任李荣融在2007年8月《求是》杂志上刊登的《国有企业改革在新的起点上稳步推进》谈到,到2006年底,全国有11.9万家国有企业,平均每家资产为2.4亿元,所有国企资产加在一起值29万亿元。

这样,国有土地加国有企业的总价值为78万亿元。按13亿人口算,人均国有资产财富是6万元。假如这些资产的价值每年照GDP的速度增长,一年会增7.8万亿元,这部分财富增值如果分到个人头上,那么每个中国人的年收入就多6千元,小孩、老年人等所有中国公民都算在内了。也就是说,假如每家都有夫妻、老年父母以及独生子女,每户五人,那么,这些财富增值算到家庭的层面上,每家每年的收入就多了3万元!

当然,由于这些土地和企业都是国有,老百姓是分享不到的。这些增值再多,再高,也进入不了任何个人或家庭的消费预算中,自然对内需没有积极影响。经济再增长,国有土地、国有资产再增值,对中国内需的增长难有太多贡献,所以中国经济对出口的依赖度照样难以下降,内生增长的机器难以启动。

国有体系对经济和个人财富的抑制作用远不止这些。以前我们讲过,资本是流动了的产权,资本化的过程无非由两步完成:第一步是将产权的范围划清,将其所有者明确,并提供相配的保护产权的制度架构;第

第二步是把明晰了的产权流动起来,让它成为可以广泛交易转让的流动金融契约。就这样,原来是死的、不能动的财富就转变成了可以再生更多价值的资本,就成了活钱,活钱能更好地生钱!

在土地国有不能交易、生产资料国有不能交易的情况下,踩在脚下的土地财富,藏在国库里的资产财富都不能被资本化,加上中国金融本身也是国有垄断,这些都使中国自己的资本化能力很难发展,虽然死财富不少,但无法最大化地在本国产生出资产,迫使中国为了发展只能依靠引进外资。国有制不仅限制了中国人自己的资本能力,而且压抑了人们收入与财富的增长速度。

房地产行业的发展就是一个极好的例子。在1998年住房市场化之前,中国有住房,也当然有土地,但这些并没有从根本上带动中国的经济增长,没有成为支柱产业。1998年的住房市场化改革从根本上释放了土地的部分价值。也就是说,通过把土地所有权所包含的使用权剥离出来,然后允许房产产权的自由交易,以此实现土地财富“死而复生”了,于是土地使用权就能被资本化了。1998年开启的住房按揭贷款就是让土地使用权、让个人未来收入流资本化的一种具体手段。解放了并被流动起来的土地使用权就成了极有价值的资本,其资本价值远远超出土地在国有制之下仅作为财富的价值。这些年因房地产以及相关行业的发展所带来的经济增长、土地使

用权的大步升值、人们普遍感受到的财富效应,这些都是具体的见证。原来,让财富产权化、让产权流动起来还能有这么好、这么大的效果!

为什么呢?第一,流动起来的产权比没有明晰化、没有流动起来的产权更值钱,增值速度也更快。这就像没有上市的公司价值可能只等于它的净资产,或者只是其收入的两倍、三倍,而在公司股权上市交易之后,也就是被流动起来之后,公司的市值变成了其净资产的6倍、10倍,是其净利润的40倍、50倍!2007年7月24日,长沙新河三角洲38万亩土地的使用权,以92亿元的价格成交,创下了我国土地公开出让市场上单宗土地的最高价。如果没有土地使用权的可流动性,如果不是1998年的住房市场化改革,长沙的土地怎么可能这么值钱?或者说,那块土地的使用权怎么可能变成钱或资本?

在2002年时,美国房地产总值约为13万亿美元,股市总值大约是10万亿美元,到今天两者加在一起值41万亿美元,5年累计增值78.3%。而同一期间,美国GDP累计增长26.9%。也就是,正因为美国的土地权、房地产以及公司股权都能自由交易,都已充分流动,这些产权的增值速度大约是GDP增长速度的3倍。

如果是这样,假如在中国也将土地和国有企业的产权全部均分到个人,并让这些私有了的产权全部流动起来,每个中国家庭仅财富收入就能每年多增加9万元(8万元×3)。

这恰恰是第二个资本化效果所

在,当土地权、国有资产分到个人、分到家庭并被流动之后,这些产权的增值部分每年、每天能直接进入个人和家庭的消费预算、投资预算之中,财富效应能具体化到个人、家庭的层面上,让财富效应能立即转换成内需的增长,由此进一步带动内生的经济增长。结果,这又反过来使中国资产的价值更进一步上升。换句话说,在土地国有、资产国有不能交易的情况下,一方面因为没有交易价格,所以无法知道这些资产的升值,无法知道是否有财富增值;另一方面,即使有增值,这种财富增值也没有能够去认领的主人,有增值但没有主人,财富增长对内需的推动效应自然不容易有。

第三,流动起来的产权大大降低资源配置成本,使同样的财富价值能更轻松地去配置到回报更高的投资项目上,放大财富的“用钱生钱”效果,增加资源的配置效率。

按照这一思路想下去,我们发现,过去这么多年将土地、生产资料都锁在国库中,让财富无法成为资本流动起来,让财富不能增值,其代价是多么高呀!或许我们会说,不是有很多私有制国家的经济增长慢,而且也难以以内生资本吗?土地以及生产资料的私有并可以被产权化流动起来是资本化的前提条件,但不是充分条件,其它的配套法治还必须到位,否则没有几个人会信那些流动起来的产权价值。换言之,在中国面对这么好的发展机遇之时,如果产权制度上没有什么抑制资本化、压制内需增长的因素,岂不是让经济增长得更快、更好吗?

# 万历十五年的盐

◎李开周

手头有一张房契,写的是万历十五年七月初四,安徽黄山某居民许先生,在当地买到一别墅,该别墅占地5亩,建有楼房3间,平房28间,连房带地,花去纹银106两。

明代一亩约有638平方米,5亩就是3190平方米。每间房子约有15平方米,3间楼房加28间平房,就是465平方米。像这样一处别墅,放到今天的北京或上海,没几千万大概买不到吧?即便在黄山,售价也得在300万以上不是?可人家许先生只花了纹银106两。

106两银子是多少钱呢?还记得万历十五年夏天,安徽米价上涨,每斗米卖到纹银二钱。当时十钱为一两,每斗卖二钱,说明一两银子能买五斗米。而明代一斗约有10.7公升,每公升大米重约1.8斤,所以每斗大米有20斤重,按每斤1.6元的市价,需要花32元购买,买5斗米则需要160元。综上所述,在万历十五年的黄山,一两银子相当于今天160元,106两银子也就是人民币17万左右。放在今天,这点钱再想买别墅,买别墅里一间厕所都不够。

我曾经怀疑这位许先生是恶霸地主之流,一贯擅长强买强卖,才能以这么低的价格买到那么大的别墅。后来发现,他也就是一个平头百姓,压根儿不具备强买强卖的资格。另外房契上写得明白:三面约定,时值价银一百陆两整。”说明除了买卖双方,还有中间

人帮着估价,而且是按“时值”,也就是市场价格。

由此我想得出第一个结论:万历年间的房价很便宜。

同样在万历十五年,同样在安徽黄山,人们买一斤盐,却要花三钱银子,按每钱银子折合人民币16元计算,当时每斤盐售价是48元。而今天的加碘食用盐,每斤只卖一块钱。明代的“斤”虽然比今天稍大,但也只有596克,重量相差无几,价格上却差几十倍,明显是涨不过去。所以有人感慨道:虽有孝子贤孙,少求薄卤以奉其亲,不能得也。”意思是说穷老百姓吃不起盐,有时想给多娘饭菜里放一点盐调味,却尽不起这个孝心。

由此我要得出第二个结论:万历年间的盐很贵。

对于万历年间的房价,我们留待后面再讲,现在不妨探讨一下当时食盐为什么贵的问题。

据《明史》食货志记载,当时官方向“灶户”专门负责制盐的农户收购食盐,每400斤仅支付大米一石。明代一石大米重约190斤,按每斤1.6元计算,一石也就是304元。官方用304元就能买到400斤盐,说明“灶户”生产每斤盐的成本决不会超过一块钱。可是市面上的盐价怎能暴涨到48元一斤呢?

有必要补充的是,上述程序不但麻烦,而且耗时,不但耗时,而且还要花不少钱。因为明朝公务员待遇奇差,相关部门的福利都不高,就等着从别处捞回报了。你主动送上门去,他们自然要用拖着不办的方式提醒你,直到你主动把白花花的银子送进他们的腰包。据说在万历初年,盐商每进一腰包,至少需要两年时间,长的甚至需要五六年。这期间会有多少或明或暗的支出,正史上没有记载,咱们只有展开想象的翅膀。

- 第一,买下一批粮食,运到边疆军营,从军官手里拿到证明,再回到产盐区,把证明交给盐运司;
- 第二,盐运司收到的证明足够多时,会向南京户部申请一批空白“盐引”,也就是经销食盐的许可证;
- 第三,盐运司在盐引上填写名字,盖上大印,发到你手里;
- 第四,你拿着盐引去盐场支盐,然后带着盐车去找盐课司接受检查;
- 第五,盐课司检查完毕,告诉你可以在哪个地方销售;
- 第六,你去指定的地点卖盐;
- 第七,卖完了盐,还要把盐引交给当地政府。

由此可见,食盐的生产成本虽然很低,附加在运输和销售环节的成本却是非常惊人的,那些卖盐的老板们吃了这么大的哑巴亏,岂能不将盐价连翻几十个跟头?

有朋友会说,那时候的老百姓也真够笨的,既然盐商把盐价定得很高,干嘛不用开盐商,直接去找灶户呢?灶



户生产食盐一斤一块钱,咱就给两块,这样灶户赚了,咱也能吃到便宜盐。这主意不错,可惜不现实,因为明朝实行非常严格的食盐专卖制度,除了持有许可证的盐商,其他人是不能找灶户买盐的,谁敢触犯这一条,轻则充军,重则砍头,不但砍买家的头,还要砍灶户的头。您要问为什么,明朝的官员会解释道:从盐商那儿买的盐叫官盐,从灶户那儿买的盐叫私盐。官盐贵,却合法;私盐便宜,却不合法。我们怎能做不合法的事儿呢?如果你接着问:为啥官盐合法,私盐就不合法?我猜那些领导会赏你两巴掌。

其实合法不合法是表面问题,经济利益才是核心所在。在万历后期,明朝国库(太常库)平均每年进账209万两,其中来自食盐专卖的直接收入就占100万两以上。换言之,正是因为人们买了合法的盐,才给国家贡献了将

近一半的财政收入。所以国家当然提倡大家买合法的盐,虽然它比较贵;杜绝大家买非法的盐,虽然它比较便宜。不过这种话不宜明讲。

适合明讲的是这些话:官盐是受法律保护,如果吃后出了问题,国家会给你补偿;私盐则不受法律保护,不具备转让、处分和收益的权利,也不能办理过户手续,所以购买风险很大……如果你还左右摇摆,试图冲向盐场去买灶户的便宜盐,那么户部和各地转运使司就会发出通告,将官盐定性为商品盐,将私盐定性为小产权盐,然后警告或者禁止你跟小产权盐打交道,尽管它是那么便宜,而且在质量上和商品盐也没有任何区别。

现在可以说说万历十五年房价为什么便宜了。原因很简单:那时候的房子全是小产权,而小产权房总是很便宜,一如小产权房总是很便宜。

## ■财富漫谈

# 在全流通的底片上成像

◎张晓晖

5000点附近剧烈震荡的市场在未来会怎么走呢?如果错过了招行、万科、茅台这样伟大的企业,还有机会拿到么?

有好多种说法,比如黄金十年,要走很多年,要上两万吨、四万吨,很正常。

明年奥运会前见顶,正好运行三年,借着奥运会的东风在市场的狂热中见顶,也可能。

未来怎么走,谁也不知道。因为我们不知道很多东西。如果我们能够预测空气的阻力、股子的摩擦力、手动手法的大小,我们就可以在赌场里押大小赚钱了——控制股子的点数,就像周润发演的赌神那么威风,三个骰子每个都是六点上,了不得了!

可是我们不知道那么多的因素,所以谁也无法控制股子的点数。股市里的因素也很多,虽然我们在揣测,可是我们不知道这些东西怎样起作用,也不知道还有什么意想不到的因素会起作用。按系统工程的术语来说,扰动因子实在太多了。

人民币升值到哪里?怎样升值?节奏如何?石油涨到多少?欧佩克是否会增加产量?甘蔗玉米会制造出多少生物能源?生物能源的产生会不会刺激农产品价格大涨?煤炭油能变出多少?煤炭要是变了油,煤炭价格怎么涨?石油要是到了150美元,全世界的工业增长会不会趴下?

国有股怎样减持?划不划归社保?社保坚持还是减持?

整体上市上多少?上什么?怎么上?个别操作有没有猫腻?资产是否都能做到实打实?

不知道,我们什么都不知道。别说我们,就是金字塔尖上的管理者可能和我们差不多,都是在雾里看花。

台湾股市几年时间从800点涨到12000点,然后八个月跌到2600点以下,蹦极!日经指数从1989年的40000点跌到2003年4月的7600点,80%没有了,好大一只能!

但笔者真正担心的事情是全流通。股改似乎是毕业了,可是股改的学费还没有交。俗话说,出水才看两腿泥——等大量非流通股浮出水面的时候,会怎样呢?

比如中石化,大股东持股75.84%,净资产3.27元,前期涨到29元的时候,该不该减持?需要持股75.84%么?按说51%就能控股了,67%就绝对控制表决权了吧?如果减持,那么以此类推,哪个航母的筹码都少不了;如果不减持,那国有资产如何保值增值呢?不充分利用市场来运作国有资产,肯定是不合理的。除非对市场不敏感,不知道自己的股票值多少钱。

反过来,如果29元减持中石化,跌下来再增持,那可就厉害了。当然,这个市场也就太可怕了,别说中小投资者,就是基金、私募恐怕都会成为砧板上的鱼肉!

至于民营企业的老板就不用顾虑许多了,如果市值超过了企业资产的十倍百倍,不减持才怪!至少要卖一点折腾一下吧?资本市场上赚钱毕竟比生产利润来得快多了,何况刀把子还在自己手里?

所以,这个道理说不清楚,预期也不确定。不能轻易拿我们与日本、韩国去比较,别人没有国有股减持。好比如说,我们炒炒期货吧。市场上有100只蝴蝶儿,紫头长腿无敌大将军最火,炒到20万了,怎么炒都行,可如果哪位说了,我们家后墙根儿还有上千的蝴蝶儿……大伙儿听了能不肝儿颤?因为人家的蝴蝶儿是直接捉来的,成本几乎为零!咱们还傻炒什么呢?

说来说去,笔者并不是不看好未来的市场,而是说,没有几个大规模的换手,没有一个市场成本的整体抬高,那就没有连续登高的能力。市场的上涨不仅来自企业的发展,也来自市场成本的抬高。

这一点让我们的市场与众不同!

一个朋友曾经问我,如何用菜刀而不会割手?我的答案是:永远把手从刀背向刀刃滑动,反过来必然受伤。所以说,做股票也要顺着趋势运动,这话一点儿不假。可是,如果手持握着刀把,是不是永远不会受伤?没错!

所以,别以为股指期货推出会如何如何,实际上谁也翻不起多大的风浪,谁敢疯狂做多?大量的非流通股等着呢,您敢狂拉指数,不是有点发烧吧?好,一瓢凉水浇下来,看您还找得着北!疯狂做空?有的是钞票,顶上去!让做空者在股价暴涨中血本无归!

有好多因素不确定,也没有一个预期,这样的市场就需要付出时间来消化。所以,股市是否见顶与奥运会无关,因为中国股市的奥运会还没集合呢——所有持有者的成本不在一个起跑线上,有的上百,有的不到一块钱,有的成本在6000点,有的在60点——等着大伙儿集合了,成本相差太大了,好了,发令枪一响,中国股市的华彩乐章才真正开始!

您说这个集合的时间要多长?怎么着也要两年吧。两年?那是起步价!除非大量地减持,让足够的空间来置换时间。这个问题不容忽视,可是没有人去想,也可能是个不愿意。

在这之前做什么?有人说可以选择非流通股少的,减持压力小的,这样比较抗跌。没错,是个办法。但真要减持,那市场价值中枢就跌下来了,平均市盈率要是到了十几倍甚至几倍,难道减持压力小的能在几十上百倍的市盈率上面呆着?从这个角度看,也很值得庆幸:将来必定还有机会买入茅台、万科、招行这类伟大的企业。伟大的企业就像伟人一样,其发展道路也是充满崎岖与坎坷的,要经历三起三落的。伯克希尔·哈撒韦不也曾从80000美元跌到40800美元么?只是到那个时候,我们是不是还有两样东西?一个是钱,一个是信心。