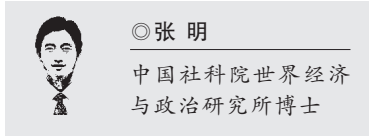


高储备高风险:美元资产越来越烫手了

——我看中投公司之二



张明
中国社科院世界经济与政治研究所博士

既然全球主权财富基金的建立都围绕着提高外汇储备收益率这一直接目的,中投公司当然也概莫能外。组建中投公司的首要目的,就是为了积极管理外汇储备,提高外汇储备运营的收益率。

外汇储备对经济全球化背景下的主权国家而言是非常重要的,国家需要利用外汇储备来支付进口商品和服务、偿还到期外债的本息、干预外汇市场以维持本国货币的稳定,抵御外国投资资本对本国货币发动的投机性攻击等。东南亚金融危机惨痛经历表明,外汇储备的耗竭往往是货币危机爆发的导火线。痛定思痛,东亚国家在危机之后,都纷纷通过经常账户顺差和吸引FDI流入,维持本币对美元的相对低估等手段积累了大量的外汇储备。当前全球外汇储备规模约为5.6万亿美元,其中东亚国家的外汇储备约占60%以上。国际收支危机和货币危机的阴影似乎已不复存在。

中国虽然并未直接经历东南亚危机侵袭,却也成了积累外汇储备的急先锋。截至2007年9月,中国外汇储备达到1.43万亿美元,约占全球外汇储备的四分之一。仅在2007年前三季度,中国外汇储备就新增了3700亿美元!

然而,外汇储备并非是非韩信将兵,多多益善。作为一种金融资产,持有外汇储备意味着面临特定的机会成本和风险。所谓持有外汇储备的机会成本,是指用相应的资金投资于其他产品可能获得的最高收益。用持有外汇储备资产的收益与其机会成本相比较,就能计算持有外汇储备是否存在效率收益还是效率损失。尽管中国政府并未披露外汇储备的资产结构,但是市场普遍估计,从维护外汇

储备的流动性、安全性和投资品种的丰富程度出发,发达国家国债,尤其是美国国债,是中国外汇储备资产中最重要的资产持有形式。当前美国十年期国债的收益率仅为5%左右。那么中国持有美元国债的收益率是多少呢?中国虽然从理论上而言是一个资本输出国(因为存在经常账户顺差),但是同时也是一个资本输入国(因为存在资本账户顺差)。因此,可以用FDI的收益率作为中国持有外汇储备的机会成本。根据世界银行的一份调查,外资在华FDI的平均年收益率约为22%;而根据麦肯锡的一份调查,美国资本在华FDI的平均年收益率高达33%。这就意味着中国持有外汇储备的机会成本是极其高昂的。实质上,中国一方面输出收益率仅为5%的债权,另一方面却输入收益率高达20%以上的股权。这种以债权还股权的格局持续时间越长,对中国整体福利的损害就越大。

虽然中国政府并未公布外汇储备的币种构成,但是一般估计其中美元资产的币种约为60%至70%。这就意味着,只要美元汇率贬值,中国外汇储备的国际购买力就将缩水。目前美元汇率进入了一个漫长的下降通道,美元对欧元、英镑和人民币的汇率都迭创新高。在经常账户赤字和财政赤字的“双赤字”格局没有根本扭转,新近爆发的次级债危机又对美国金融机构和房地产市场造成严重冲击的形势下,美元面临大幅贬值风险。这对中国非常不利。假定中国当前1.43万亿美元的外汇储备中,美元资产占70%,那么一旦美元贬值20%,中国外汇储备以人民币计算的资产损失就将高达2000亿美元。换句话说,等于损失了一个中投公司的全部资本金!

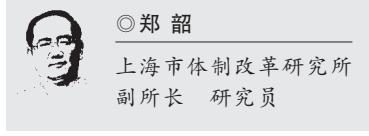
事实上,美元贬值造成外汇储备价值缩水的风险,已经影响了中国政府的政策选择。如果中国政府为了降低汇率风险,在国际金融市场上大幅减持美元,那必然引起其他东亚国家的效仿,造成美元超幅贬值,中国外

汇储备价值加速缩水。也就是说,目前中国持有的外汇储备,已经成为中国政府扣押在美国政府手中的“人质”。保持现状则机会成本和汇率风险继续累计,改变现状则价值进一步加快缩水,真是进退两难。

问题还不止于此。外汇储备飙升还是目前中国国内出现流动性过剩和资产价格泡沫的罪魁祸首。央行通过公开市场操作积累外汇储备的过程,同时也是向金融体系注入基础货币的过程。尽管中国政府已经通过提高法定存款准备金率、发行央行票据和定向票据、利用特别国债实施回购操作、与商业银行互换货币等方式进行了冲销,但是由于冲销的成本不断上升,终将变得难以维系。当前中国国内的货币和信贷增速都超过了央行年初提出的目标。在流动性过剩的背景下,以股市和房地产市场为代表的资产价格不断攀升。从2005年7月的低点到2007年10月的高点,上海A股市场指数在短短两年多时间内上涨了650%。北京、上海、深圳等中国城市的住宅价格更是连续多个季度涨幅同比超过10%。资产价格泡沫化的特征已经非常明显。而一旦资产价格泡沫破裂,资本盛宴曲终人散,其对实体经济、金融体系和居民福利的打击将是非常惨烈的。

与美国、日本相比,中国眼下的处境实在是冤:尽管存在持续的经常账户顺差,但是投资收益却持续为负,仅在2005年和2006年才有很小的正值。这意味着中国一方面借钱给发达国家,另一方面还在向发达国家支付利息!相比之下,美国恰好是中国的镜像:经常账户逆差持续为负(向其他国家借钱),而投资收益却持续为正(向其他国家收取利息)。日本虽然也存在经常账户顺差,但投资收益在顺差中占有很大一部分。日本海外金融资产的投资收益已经成为该国对抗人口老龄化的重要利息。而对于中国而言,要改变当前“债权还股权”的不利境地,我们的动作其实已经有些迟了。

基础远未夯实 务请“重心下移”



郑韶
上海市体制改革研究所副所长 研究员

自然万物中,何种形态最稳固?曰大山。人工世界中,何种结构能历千年沧桑而岿然不动?曰金字塔。两者出自不同造化而都能屹立不倒,无他,缘于其拥有共同的下宽厚而上尖窄的稳定性结构。聪明的人类向自然、向历史学习,与时俱进创造优化社会架构。如教育体系:由小学、中学、大学依次升级直至研究生院,个人知识进阶而攀升,而机构与人数的量则由多而渐少,俨然一个制度金字塔。

由此联想到经济结构如资本市场的历史演进轨迹:举凡欧美的先发展市场,无一不是由量少到量多,由分散而集中,由低级到高级,由地方而区域而全国直至全球形成市场网络。在美国,有OTCBB等区域性、低层证券市场,还有OTC市场的集合体如NASDAQ,还有全国性主板市场如NYSE、AMEX。在日本,同样存在作为主板市场、二板市场基础与预备队的东京、大阪、名古屋等多个区域性OTC市场,其总市值已与东证所二板市场相当。

从以上种种视角审视中国资本市场,问题特色立现:沪、深两交易所市场的上市公司市值已与全国GDP相当,年交易量可达数十万亿之巨,但市场大结构仅此一层。其余如深圳中小板和代办转让系统,其当量及影响力,与主板市场相比,只是大象巨大身躯后面一条渺小的尾巴,两者根本不成比例。政府看到了这种畸形市场结构的不合理性,数年前就提出了建设多层次资本市场的目标和任务。目前的动作取向已很明确:以主板市场为中介向上两端延伸:向下,推进建设中小板或创业板,做大代办转让系统,培育市场底部基础;向上,酝酿推出衍生品市场如股指期货等高端市场。这一发展的思路和趋势显然富有中国特色:先由政府渐次增选公司上市作为支柱,撑起一个主板平台;待其成熟、“完善”,然后向上向下延伸扩建

不把基础性低层市场的培育建设放在现阶段优先重要位置上的思路,阻碍了市场结构优化和多层化市场建设的进展,对现行基础市场的薄弱和主板市场的畸形坐大和风险累积负有责任。

相关层次市场,争取完善结构,逐步建设立足于中国市场经济基础上的一座多层次资本市场大厦。

在实体经济界,这可能是一种高楼施工法的创新之举。但是,市场发展应当而且必须以市场规律、市场机制为基础、为轴心、为准则。由此观之,上述的思路或过程便显露出了若干问题:

其一,资源配置过度向主板集中。政府的政策资源、管理资源、财力资源、优质公司资源乃至社会服务资源,均以主板市场的需求为中心集中配置而少及、乃至不及其余。上之所好,下必从之。国内外的市场资源均以政府导向为取向,日夜不休,蜂拥而至,快速推高了主板的股价、股指和市盈率,市场的规模和泡沫化程度急剧扩大,达到了令专家和政府不安的程度。

其二,向上发展构想脱离现实市场基础。中国的金融市场结构未齐备,资本市场层次单一,金融产品品种稀少,尚未形成金融衍生品市场赖以生长的结构基础和需求规模。先推一个股指期货尚属勉强——如要对冲做多才能赚钱的单边效应,还不如先推融资融券机制应更有实效。更有性急之举,在衍生品一个都没有“衍生”之际,就先建起金融衍生品的市场或交易所,这种脱离中国国情、没有市场基础的空中楼阁所以能在中国早产,想来无非是金融圈套太多,金融玩家太能感人的缘故罢了!但愿它不会沦为金融贵族的投机玩具,枉费了不明就里的百姓贡献的税金,辜负了不谙此行的官员的殷望!

其三,向下培育低层市场基础的认识,举措失当。首先是认识偏向。主

事者重大轻小、迷高轻低。不以满足广大中小企业的融资需求为本,不把基础性低层市场的培育建设放在现阶段优先重要位置上。从而主事者应对市场结构的优化和多层化未有进展,对现行基础市场的薄弱和主板市场的畸形坐大和风险累积负有责任。其次是路径失当。一说构建中小板或三板或柜台市场,就一定要做成全国统一大市场而不可行与否。不论是中央部门,或地方政府有志于此“板”主者,都陷入这种路径迷信,忘记了中国之大差异之巨,立刻一统天下何等繁难;没想到中小企业既缺钱又缺能力又及不规范,无力担当在全国市场范围内及时、准确、经常披露信息的成本和责任。一旦买家因信息不对称而上当受损,谁负责?而要加强对规范管理,中小企业和交易平台有能力承担相关成本吗?其三是管理失当,管控集权过度。自己管不了那么多难事,又预设门槛,绝对排斥其他主体参与分任发展之责,在地方性、区域性基层市场的发展路上尤其突出。这对市场不公,对地方不公,对尚无条件进入主板、二板而急需直接融资的广大中小企业不公。

科学发展,以人为本。在资本市场,应以企业为本,尤应以事关人民财产收入增长的中小企业、及其尚未改善的资本资金需求为本。因为其背后实质是人的发展需求。科学发展,方法是统筹兼顾。不仅要继续优化主板市场,要探索衍生品等高端市场,更要统筹建设地方性、区域性OTC市场,去拓宽、增厚底层资本市场的基础、深度和强度,完善市场的整体布局。这就需要资本市场相关的政府、企业、投资人、中介者和学者等各方,共同来一个工作“重心下移”运动:视角下移、资源下移、管理下移、服务下移、市场建设重点下移,放手让有条件的地区发展区域性柜台市场,为上层的“三板市场”、“创业板”市场以至主板、衍生品市场,构筑雄厚深广的底座,在此基础上构筑坚固的金字塔式多层次资本市场大厦。此乃市场之福、民众之福、企业之福,大家有利,何乐而不为呢?!



“富于想象的理性”

——兼谈普及经济研究的根本意义



袁东
中央财经大学教授

我们每天都在想象与理性中度过。每个人在每天以至一生中,都有无数个想象。只不过,有些想象是在无意识中进行的,有些则是有意为之。每个人做过的梦是前者的典型,五花八门、离奇古怪的梦境,都是无意识,顶多是潜意识下的想象。

一个有激情与活力的人,必然富于想象。但如果没有理性的约束,那些富于想象的人只能是悬在半空的幻想者,难以成为脚踏实地的社会合作者。那么,接受理性约束的富于想象者又会怎样呢?也就是,将想象与理性组合为“富于想象的理性”,将会产生何种效果?对此,我的回答是,富于想象的理性”对人类文明的进步太重要了,因为这正是现代科学的源头。

为什么是欧洲人成为了现代科学的先行者?为什么又是在欧洲,最早开始了工业革命?并使欧洲人成为纵横世界的“先富”者?原因当然很多,但我认为,“富于想象的理性”是其中最重要的因素。诚如那位英国19世纪著名诗人、社会批评家马太·阿诺德早就总结过的:现代欧洲精神生活的主要成份,现代欧洲精神,既不是知觉与理性,也不是心灵与想象,它是一种富于想象的理性。”

进一步讲,有意识的想象肯定是一种主动思考。富于想象的理性”,就是富于思考的理性,或者是擅长理性思考。如果按现代奥地利经济学派灵魂人物米塞斯的观点——科学是思考的产物,行动是意志的产物”,则具备“富于想象的理性”,谁就自然是各种科学的奠基者与发展者。既然现代欧洲精神的核心是“富于想象的理性”,现代科学多半在那儿发端,也就没什么可奇怪的了。

然而,如果将“富于想象的理性”发挥过了头,特别是,当过了头的“富于想象的理性”被用于人文社会活动,并给予无限崇拜时,结果往往会被宗教化!因为,那些本来就具有强烈情感和丰富想象力的性格特殊者,如果再以理性为工具,在不断深入思考和探究人文社会活动规范与法则的过程中,就会出现那位“文化怪杰”辜鸿铭先生在上个世纪初就总结过的结果:他们不知不觉地把道德规范塑造造成一个人格化的、全能的、超自然之物。这个存在于想象之中的人格化的、全能的、超自然的道德法则,被称为“上帝。”辜鸿铭所讲的“道德规范”,从属于我这里所说的“人文社会活动规范与法则”。

回头来看人类的丰富活动,自然是人文社会活动的一部分。这一部分的规范与法则,显然不完全从属于“道德规范”。探讨这一世俗的规范与法则,是经济学的研究任务。不可否认,富于想象的理性”当然也是经济学的源泉,因为经济学是理性思考的产物。正因如此,作为理论科学的目的,不是让大家都成为经济学家,它的目的是为公民在共同体生活中履行其公民职责提供装备。”也正是在

这个意义上,经济学作为一门科学,相对于人类行为的终极目标而言,是中立的。”

然而,作为人们“有意识想象”结果的“社会目标”,其确定是一回事,而其实现与否又是另一回事。不管最终能否实现,人类一旦确定社会目标,总要依靠各种手段,去朝着目标而努力。针对某一社会目标,应当选择什么样的手段,各种手段的优劣是什么,相互间如何配合,则是人类每天都在思考与实践着的。其中的最高指导原则,是看哪种手段对实现目标最有效率,而效率的标准则是看是否成本最低、收益最大。这正是经济学研究的任务。所以,尽管经济学在社会目标的确立上无能为力,是中立的,但为实现目标的手段选择,则始终离不开经济学的源头。

为达到既定社会目标所采用的手段而言,则是另一回事。经济学是这里唯一可靠的行动指南。假如人们想在追求任何社会目标时取得成功,他们必须使自己的行动符合经济学的结论。”

从中,我们似可得出结论,经济学首先是“富于想象的理性”的结果,也就是理性思考的结果;其次,经济学是研究手段而非目标学问;再次,正因不是琢磨社会目标的理性思考,所以,针对经济学的创始人,还是多么富有创见的经济学家,永远都不可能获得宗教创始人或者后继教主所拥有的那种来自教徒的“狂热的、无限的个人崇拜”。

另一方面,相对于永无止境贪欲,物质财富对人类而言永远不可能达到极大化的情况,决定着经济行为是每个人都离不开也不会被忽视的行为,每个人每天都在进行着经济思考,因而经济学研究本身就具有普及的基础。

更为重要的是,即便是作为人类集合体的社会,就其实现福利最大化目标所需要的手段选择而言,普及经济研究,将有助于作为个体的每个人,将何种手段是最合适的,从而有利于在意向与行为上愿意接受何种手段,拒绝哪种手段。

当前在某些社会领域里,对中国人而言,仍有一个如何判断和选择行政手段与市场手段的问题,特别是如何提供一种帮助人们针对某些领域某些事宜为什么要坚决抵制与拒绝行政手段的强有力理由,并在整个社会范围内形成一种令某些自负自私而武断的公权力掌握者畏惧的广泛而无法阻挡的制约力量,还是一个重要而迫切的任务。为此,经济研究的普及就更具特殊意义。

正是基于以上分析,我提醒大家注重米塞斯下述观点对当前中国的意义:普及经济研究的目的,不是让大家都成为经济学家,它的目的是为公民在共同体生活中履行其公民职责提供装备。”

日本“猛烈社员”早八晚九

——“漫走早稻田”之十三



陈宇峰
浙江工商大学经济学院副教授,日本早稻田大学政治经济学部、21COE-GLOPE研究中心国际研究员,经济学博士

日本人的加班(日本人自己称为“残業”)和死板,在世界上估计和富士山一样有名,已成为日本人的标志性特征。一直以旁观、冷静的笔调观察日本的美国《华盛顿邮报》记者弗雷德·阿伊哈特,趾高气扬地来到日本,最后在离开东京的前夕,曾留下这么一段话来描写他眼中的日本:“的确,有时候日本社会的变化会让美国人大吃一惊。总而言之,这里的人还是勤奋的,学生努力学习,路上也没有乞丐。”傲慢和由衷的敬佩并存。

世界上大多数国家的人都为了生活而工作,而唯独日本人是为了工作而生活。2000年,日本首相小渊惠三突然昏迷不醒,继而不治身亡。试想,哪个国家的首脑还会有如此工作的“待遇”?后来,大家发现小渊生前每天超负荷工作15个小时,而且连着几个月中间都没休息日。白木教授和我在浙大的王老师素有交往,正在江浙地区做一些国际劳资关系的实地调研。我也正好是土生土长的浙江人,所以无论是在研究工作,还是日本人所重视的人际关系上,他都会约我去他办公室交谈几句。有次闲聊,偶尔提起我老师的勤奋程度:年纪快六十,精神抖擞,每天工作到凌晨一、两点才休息,早上七点就来工作,一天也就睡五六个小时的睡觉时间,甚是敬佩。没想到,白木教授微笑着对我说,和他一样,他每天也就睡四五个小时,而且也知道早大有很多这样勤奋的教授。当时虽然很不好意思夸了他们几句,但心里仍是不太服气:人怎么可能在如此工作强度下生活呢?后来,我也问了办公室秘书Suzuki小姐和Wajima博士,这才确信白木所说非虚。

据说,日本人偏好加班有几个原因:一个是因为如果早回家,会被家里人瞧不起,认为他不被领导重视或者和同事关系不太好。再者,也是因为家里的空间非常狭小,回家了和成天在家的老婆也没啥好聊的,还不如呆在办公室或者去酒馆喝上两杯。其次,日本人平常除了工作还是工作,没有什么爱好,与其待在家里无聊,还不如待在公司做点工作。最后,加班不仅能得到额外的加班费,而且还能得到勤奋工作的好名声。听说一般日本人每月加班时间通常超过了40小时,他们收入的相当一部分是来自加班费,而且这部分钱一般不会被老婆没收管的。有的日本人为了拿到加班费,甚至拒绝提升到经理的职位上,因为一旦提升到经理职位上,即使加了班也不再加班费。尽管这些也是对日本人加班的一些解释,但仍都是一些蜻蜓点水式的见解而已,没有触及最主要的直接原因。我觉得,日本人偏好加班,关键还在于他们对待工作的态度。尽管日本这个国家有非常崇尚强者的社会文化,但是在工作中看重的也不仅仅是结果,对于中下层的职员来说,更重要的还是工作的态度。这一社会惯例大大激发了普通日本人的工作热情。就拿日立公司为例,以前员工的考评体系,主要依据的就是员工的工作态度而不是业绩,而加班恰恰是工作态度的一个明显体现。最近几年,日立公司史无前例地大刀阔斧变革员工考评制度,尽管考核员工改成了60%看态度,40%看业绩,但仍然可见态度是评判一个员工称职与否的关键因素之一。

根据日本联合会2002年6月的调查,日本有将近半数的工薪阶级经常为公司“无偿”加班,而每人每月无偿加班的时间高达29.6小时,比1998年高出4.6小时。日本社会经济生产性本部和日本经济青年协议会在2003年联合做了一个调查调研报告,他们调研了74家公司,3700名高中毕业以上的新进职员,在被问到要在“加班”与“约会”间做一选择时,有78.5%的人选择加班,创该调查有史以来的最高纪录。难怪日本社会学家岩间夏树教授要说,如今用“勤奋”两字已是低估日本人的工作状况,日语中的“猛烈社员”,才是形容日本上班族戮力从公的恰当字眼。

当然,如此超负荷的工作强度也导致日本经常性出现“过劳死”和自杀现象。日本是当今世界毫无争议的自杀冠军。为了制止日本人普遍的过劳死和自杀问题,许多日本企业为此真是想尽一切可能的办法。比如,到下班一小时后,会用公司的广播“亲切”地提醒大家,加班已经一小时了,该是关电脑和收拾回家的时候了。派往海外的工作人员必须把血压控制在一定范围,超过范围就会“遣送回国”。海外工作人员必须每天上午10点和下午3点量两次血压,并记录下来传真给日本的公司总部。日本方面据此来决定是否把他调回国内。有些公司甚至把降低员工加班时间写入经理的岗位要求之中,如果所在科室的员工每月平均加班时间超过30个小时,科长必须想办法来降低,否则将被扣发奖金。不过,有些员工为了降低经理的压力,故意“少报加班时间”。所以这些措施并没有削减日本人的工作热情,因加班加点导致的过劳死和自杀率依然居高不下,并有上升趋势。

最近,日本政府为了降低自杀率,甚至制定了具体的对策和量化标准,计划在未来的10年内把日本的自杀人数减少四分之一。除此之外,日本政府又准备通过修改《劳工安全法》,以法律形式强迫日本企业将每个员工加班时间超过100个小时的员工送往医院,接受全面的心理和生理诊断治疗。