

■ 专栏

# 流动性过剩:从货币“窖藏”到金融“窖藏”

应该用流动性取代货币概念,因为在大量非银行金融机构存在的现代金融体系中,传统的货币概念已不足于涵盖整个金融部门。流动性过剩应该将资产价格包括在内,而不能仅仅将资产价格看作是流动性过剩的结果。

◎ 傅勇

在刚刚过去的一年里,我在“流动性过剩”问题上花了不少时间琢磨。除了其本身的重要性之外,部分原因在于它构成了我新工作的主要内容之一。可以预言,流动性过剩还将是今年最热门的经济词汇之一。今天借这个专栏,我想与各位读者分享我对此的一点心得。

首先,流动性过剩必须从更宽广的意义上理解。几乎所有人都会说,流动性代表各类资产变现的难易程度,但即便如此,它仍是个十分模糊的术语,没有一个公认的数量标准。从学术的角度看,1959年英国财政部牵头发布的“拉德克利夫报告”首次引发外界对流动性的关注。那份报告提出,应该用流动性取代货币概念,因为在大量非银行金融机构存在的现代金融体系中,传统的货币概念已不足于涵盖整个金融部门。

这种提法虽然赢得广泛认同,但

在中国一直未能真正付诸实践。当前中国的货币政策主要盯住的是广义货币供应量M2。M2包括流通的货币、银行活期存款、定期存款、储蓄存款,以及非银行金融机构持有的客户保证金(2001年开始纳入M2)。可是,如果仅仅从广义货币供应量M2来看,中国的流动性并没有显著的跳跃。1998年至2006年间,M2的增长速度依次为,14.8%、14.7%、12.3%、17.6%、16.9%、19.6%、14.9%、17.9%、17.6%和15.8%。从这个角度说,最近有学者提出应将货币政策目标从M2转向M3是富有洞见的。M3货币供应量是指M2加上非银行金融机构的存款(非客户保证金的部分)以及金融机构发行的证券。

因而,流动性过剩应该将资产价格包括在内,而不能仅仅将资产价格看作是流动性过剩的结果。虽然,是否应该将资产价格纳入到货币政策调控的视野中去,历来充满争议,当资产价格在极端通道中运行时,货币

政策不可能不为所动,因为资产价格的泡沫化迟早将作用于实体经济,而货币政策不应等到损害真正发生时才去亡羊补牢。很明显,如果将股价、房价考虑在内,中国的流动性过剩的确令人担忧,而仅仅关注银行部门是得不出这一主流结论的。

还有,输入型流动性并不是流动性过剩的直接原因。央行在外汇市场上购入外汇的同时,也放出等值的基础货币。中国拥有1.5万亿美元外汇储备,这构成了将近11万亿元人民币的外汇占款。很多人都注意到了,外汇占款实际上成为近年中国基础货币的最主要的投放渠道。从规模上看,外汇占款的确创造了充沛的流动性。

但问题是,央行通过各种手段回收了外汇占款所带来的流动性。比如2007年上半年,通过发行央行票据、提高存款准备金率等措施共收回流动性约1.9万亿元。由于对中外汇储备增加,央行投放的货币119122亿,由外汇储备增加导致的基础货币投放,

基本上通过对冲操作收回。因此,流动性过剩的根本原因不在于外部的“双顺差”,而在于内部的储蓄盈余;不在于增量的扩张,而在于存量的活跃化。实际上,中国长年拥有庞大的居民储蓄,但是在近十年的通货紧缩时期,它并没有出来兴风作浪。

最后,资产部门膨胀源自“窖藏”的转变。与此相关的一个有趣问题是所谓中国之谜。越来越多的研究和事实表明,进入20世纪80年代中后期以来,中国货币供应量与物价变动呈现反向关系。令很多人记忆犹新的是,自1998年下半年开始的通货紧缩周期里,低利率和充沛的货币供应在很长一段时间里,未能扭转物价走低的态势。从这个角度看,出现一定程度的通胀压力或许说是货币经济学家松了口气。按照货币学派的经典表述,物价上涨无论何时都是一个货币现象,总是过多的货币追逐过少的商品所致。可是,中国长期扩张性的货币投放却没有出现应有的涨价反映。

对这个中国之谜的一种解释是,货币供应被“窖藏”了起来,具体而言是被老百姓以储蓄存款的方式放在了银行,变成了储蓄而不是消费,所以并没有转化成有效需求。银行系

统的流动性过剩只是账面上的。

当存银行不再是明智选择的时候,老百姓就转变了窖藏的对象,从以前“货币窖藏”,变成了现在的“金融窖藏”:当前的过剩流动性主要依附在资产价格上以求实现保值增值。于是,长期累积的过剩流动性终于喷薄而出,在银行存款、股市和楼市间左顾右盼,正在制造自日本“广场协议”以来规模最大的资产价格膨胀。

当我们用更宽广的视角打量流动性过剩时,可以发现其实它并不陌生。至少从定义而言,流动性过剩在中国是长期存在的。所不同的只是流动性过剩的表现方式:以前是储蓄存款的堆积和银行的借贷,而现在是在资产价格的上涨。前者对应的是通货紧缩,而后者对应的是结构性通货膨胀。

针对应采用更广的货币供应指标以便更加关注资产价格的建议,有关部门认为时机尚不成熟,这显然不是对这一方向的否定。就货币政策而言,为控制房价高涨,央行联手银监会出台并落实二套房贷新政就是一个明证。

(作者系经济学博士 财经专栏作者)

## 洋“带头大哥”也应该引起重视

◎ 冯玉国

1月9日,长春市绿园区人民法院开庭审理“带头大哥”王秀杰案。法庭上,长春市绿园区人民检察院指控“带头大哥”王秀杰涉嫌非法经营罪,法院将择日宣判。

“带头大哥”王秀杰的沉浮被写入了《2007中国法治蓝皮书》,并且名列第六位,此案对中国资本市场的影响由此可见一斑。然而,在我们把目光对准王秀杰时,切不可忽略了洋“带头大哥”的影响与危害。

1月3日,美国司法部宣布,洋“带头大哥”密歇根州男子艾伦·拉尔斯凯等11人因涉嫌违反美国有关垃圾邮件的法律,近年来利用垃圾邮件操纵中国上市公司股价遭起诉。据悉,仅2005年夏,拉尔斯凯等人就利用非法垃圾邮件操纵股价获利300万美元。拉尔斯凯等人面临多项指控。

中国的“带头大哥”王秀杰与美国的“带头大哥”艾伦·拉尔斯凯都有一个共同特点,在未经证券监管部门许可的情况下,违反相关法律规定,通过网络这一媒介散布虚假信息,影响人们的投资决策,从中牟取暴利。但前者将受到我国法律的惩处,而后者则几乎从未被我们发觉。最起码,截至目前我们还不知道洋“带头大哥”通过垃圾邮件影响和操纵的是哪家中国公司的股票,这或许是最值得担忧之处。

股票投资最重要的信息,对股票的选择和对买进、卖出时机的选择,都需要借助相关信息才能作出正确判断,如果信息获取的时间滞后或者获取的信息虚假,就有可能招致亏损。而信息不对称恰恰是资本市场最普遍的弊端。由此,便为“带头大哥”的出现提供了良机,而网络的普及又为“带头大哥”传播信息提供了便捷的平台。相比之下,洋“带头大哥”的行动更具有隐蔽性,他们不像中国的“带头大哥”那样张扬,而是在建仓完毕后悄悄把荐股信息发送到人们的电子信箱中去,吸引人购买,拉抬股价以赚取差价。

如果说“带头大哥”王秀杰的做法由于过于暴露还比较容易纳入监管部门法眼的活,那么,在网络犯罪日益严重的今天,我们如何及时发现洋“带头大哥”们操纵股价的蛛丝马迹,以防止投资者上当受骗呢?目前,最高人民法院、最高人民检察院、公安部、证监会四部门正在联手严厉打击非法证券活动。但我们除了面对目标较为明确的像“带头大哥”王秀杰那样的非法行为,也面对着来自国外的洋“带头大哥”的非法行为。尤其是随着中国资本市场的日渐开放,中国资本市场与国外的联系日趋紧密,跨国、跨市场违法活动将越来越频繁。这需要中国与国外的证券监管机构紧密接触,建立起信息共享机制,以共同打击这种违法犯罪行为。

应该认识到,在网络已经非常普及的今天,一些违法犯罪手段正在快速被模仿。比如,以垃圾邮件方式影响股价的做法在国内也已经开始被采用。如果不及时对相关违法犯罪行为进行严厉打击,隐蔽性更深的超级“带头大哥”就有可能出现。

“带头大哥”是2007年中国股市的一个符号,但我们决不能仅仅将其看作一个符号——打击非法证券活动不能忽略日益猖獗的网络违法犯罪现象,也不能忽略洋“带头大哥”们的危害性。

## 股权划转争夺战:法律和投资者是输家

◎ 吕青

南京斯威特集团和上海电气对S\*ST中纺控股权的争夺战,最终变成了两地法院迥异的判决的冲突,而当这种冲突体现在执行阶段的时候,S\*ST中纺广大投资者便成为真正的利益受损者。

从表面上来看,苏沪两地法院分别审理的案件不同,一个是合同纠纷案,一个是侵权纠纷案,但是,落实到最终判决结果上却具有重叠性,即涉及S\*ST中纺股权转让,而两地完全对立的判决所导致的股权转让结果也是截然不同的。由此给S\*ST中纺的广大投资者带来了诸多不确定性风险:

其一,S\*ST中纺的股权不再围绕投资者所熟悉的业绩等因素展开,而是随两地法院的判决与执行起舞,这种不确定性风险对于投资者而言既是难以预料也是很难规避的。其二,两地法院完全对立的判决和完全相反的判决(比如对于其中部分股权的冻结),使得股权转让继续拖延,不仅公司经营受到严重影响,其股改方案在股东大会通过半年多之后仍然无法启动。这同样会给投资者带来损失。

两地法院的判决都有法律依据,我们尚难断定孰对孰错。但是,判决决然截然不同,但执行结果却只能符合其中一方的判决,也即,只能有一个地方法院的判决结果得到执行。在这种情况下,两地法院原本



漫画 刘道伟

有两种妥善解决方法:一是互相协调,找到一个折中的解决方案。但从双方作出完全对立的判决起,这种协调的大门似乎就已经关上,更像在和时间赛跑,争取尽快把生米做成熟饭。第二种情况是由最高人民

法院裁定,然后根据其裁决结果执行。后者或许是唯一可行的选择。然而,两地法院却采取了先下手为强,继续对立的方式,广大投资者的利益再次被置之度外。上海二中院在受理了太平洋机电的《强制执行申请书》后,就下达了受理通知,时隔一天之后,动作迅速的太平洋机电已经完成划转手续。按照二中院判决,剩余8000万股股权也将依法划转。S\*ST中纺的纠纷似乎已

尘埃落定,股票当即涨停。

但是,司法混战并未结束。1月9日,南京中院“火速出击”,冻结了尚未过户的7200万股S\*ST中纺股份,以免上海二中院强制将江苏南大高科技风险投资有限公司所持S\*ST中纺29%股权全部划转给太平洋机电(集团)有限公司。”S\*ST中纺股价随即下跌。

从两地公司的对立,到两地司法的混战,不仅广大投资者的利益受到了损害,法律的尊严在某种程度上也受到了伤害。因为法律的适用范围是中华人民共和国,一切判决所应遵循的首要原则就是法律面前人人平等,当两地四个法院就同一起纠纷(从利益角度来看)作出相

反判决时,就伤害了法律的统一性,将令胜利无所适从,无论谁最终取得了胜利,法律都将是输家。

笔者查阅资料发现,两地法院同时作出截然相反判决的案例早已有之,判决结果也有一个值得重视的现象,即本地法院的判决结果往往对本地的公司或个人有利,在经济类纠纷中这一点表现得尤为明显。我们知道,我国司法系统的独立性不足,其人事(地方党委组织部和政府人事部门对法院主要领导干部有推荐权和指派权,法院一般干部则属法院人事部门直接管理)、财政(人民法院的经费由同级财政负担)等方面往往与地方联系密切,这也在某种程度上使得本地司法机构与当地利益因素联系起来,党政部门运用行政权力干预司法工作的现象普遍存在,法院的审判活动也常常屈从于地方利益,很难真正做到独立行使审判权——这即使不是两地法院判决结果对立的根本原因,但最起码也是一个不能忽略的原因。

当然,笔者并非认为苏沪两地法院的判决存在问题,事实上,两地的法院判决都有明确的法律依据,笔者只是强调,当法院判决结果对本地有利这一现象成为普遍现象时,就非常值得注意了,至少,认真研究这一现象产生的根源可以帮助我们更好地避免这种弊端,确保司法的独立性,这对我国的法制化建设无疑是非常有益和重要的。

■ 上证观察家

## 新医改:财政应该是买单主角

如果药价降下来之后,又用医疗服务收费的上涨来冲抵这种下降,保证医生和医院的收入,而照样由患者承担大部分医疗费的话,这样的改革是没有意义的,并不能解决看病贵、看病难的问题。只有在政府成为买单的主角后,医疗收费的价格才有可能做到“适当”。

◎ 王福重

1月7日,2008年全国卫生工作会议召开,此次会议之后,新医改将正式进入试点实施阶段。卫生部长最近对全国人大的报告,透露了即将进行的新医改主要的内容:公立医院将逐步取消“以药补医”机制,降低药品价格;医疗服务价格将“适当上涨”,基本医疗由“政府主导”,公共卫生机构要维护公益性质等。

现在新医改强调增加财政补助,在补需方还是补供方、保大病还是保小病上激烈争论,但是对于明确谁应该承担医疗费的大头,谁是买单主角这个核心问题的态度仍然是模糊的。显然,我个人认为这个主角应该是财政。

由财政负担主要的医疗费用支出,是国际通行的做法。比如美国的医疗费用开支中,联邦、州和地方财政支出占

一半,保险公司投入约35%,个人只需要负担剩下的15%左右;英国全民公费医疗体系(NHS),对国民实施几乎完全免费的医疗照顾;印度在经济并不宽裕的情况下,靠着较为发达的制药业和低廉的药品价格,也实行了全民免费医疗制度;日本现在的个人医疗费支付比例大约是20%,同时对70岁以上的老人实行免费医疗制度。所以,目前我国由个人承担了过多医疗份额,财政负担比例明显偏低。

财政应该成为买单主角的原因之一,是大多数疾病都具有外部性。大家想必记得2003年的SARS流行期间,政府采取了强制病人住院治疗的有效措施,而且所有治疗费用由政府财政买单。这是非常正确的决策。如果因为政府不采取免费治疗的措施,SARS病人如果担心看不起病而继续在公众场合流动,将给整个社会带来多么巨大的危害!事实

上,多数的疾病都有类似于SARS的传染性,也就是经济学上的外部性。外部性的特征是一个人对他施加了有害的影响,而对方却无法索偿。当事情具有外部性的时候,市场往往趋于无效,价格机制通常失灵。必须靠有形的政府之手,通过财政手段加以克服。

财政应该成为买单主角的原因之二是医疗保健涉及社会公平。经验和研究都证明,较之富裕阶层,生活水平低的贫困人群更容易罹患各种疾病,一旦不幸染病,自己负担不起,个人和家庭就要付出沉重的代价。近些年来,部分刚刚解决温饱问题的农民和城市的部分低收入家庭,常由于疾病而返贫。困窘,是维护社会公平的重要方面。对此,财政负有重要的责任。在美国,低于给定收入水平以下的人,可以得到完全免费的医疗照顾。

不可否认,在传统的公费医疗制度下,财政成为医疗费用支付的主角,也存在诸多的问题。比如,医疗需求将会过度膨胀,医疗服务供应规模不恰当的扩大,产生资源浪费现象。但是,只要政府买单的范围限定在必要的基本医疗服务范围内,理性的人们没有必要消费过多的医疗服务,医疗服务毕竟不同于一般的消

费品,过度消费将对健康造成损害。何况,还可以采取限额的办法进行限制等。更重要的是,我们宁可付出一些效率上的损失以求得社会的公平,也比为了增进一点效率而丧失更多公平要好得多。毕竟,财政在本质上就是为了矫正市场缺陷,维护社会公平而存在的。

只要确立了政府财政的买单主角后,其他大家关心和忧虑的问题,就容易解决了。

现在药品的价格居高不下,在于从药品的审批到医生开处方各个环节,都存在一些这样那样的不规范之处。中国具有自主知识产权的新药并不多,药品生产成本也不高,如果各个环节规范运作,完全可以大幅度降低药价。可以理解,当财政成为买单主角后,这个规范化的进程会大大加快。

新医改在承诺降低药价的同时,提出要提高医疗服务的收费水平。从透露的新医改措施中,我们可以大略知道,高价药是医务人员高收入的重要因素。在药价降下来之后,医生的收入受到影响,为了维护医院和医生的利益,不得不提高医疗收费水平。但是,这也不正说明,医生在某种程度上侵害了患者的利益,是高价药的始作俑者之一么?如果药价降下来之后,又用医疗服务收费

## “保护”和“教育”并重

◎ 诸葛立早

题目很像是在讲大道理的派头。其实不然。完整的意思是:“进一步落实对投资者财产性收入的保护”和“以风险教育为主的投资者教育”并重。

这个意思不是我的发明。它是中国证券业协会会长黄湘平在“2008年《物权法》与证券市场投资者权益保护高层论坛”上阐释的观点。他是这么说的,证监会将设立专门的投资者教育部门,做好投资者权益保护和投资者教育工作。怎么做?内容很多,有两条不可偏废。一条是,要完善投资者保护的法律制度体系,进一步落实对投资者财产性收入的保护。另一条是,把投资者教育引向深入,建立投资者权益保护的长效机制。我以为,其间透露的信息,值得我们去细细品味。

或曰:“创造条件让更多群众拥有财产性收入”,已经写在十七大报告中,新意何在?依我之见,写在党的代表大会文件上的内容,至关重要;把它落实在国人的“腰包”里,更需付出艰巨的努力。何况,在“财产性收入”这个问题上,持异议者亦有所闻。日前,就看到有一篇文章说,这项政策严重影响劳动创造的积极性,从而使社会发展停滞。其理由是:现在中国贫富差距加大的根本原因是近年来财产性收入增加过快,而劳动性收入增长过慢。如果继续加大财产性收入,是火上浇油。我认为这是以偏概全。

何以见得?其一,不能把财产性收入与劳动性收入的关系看成是增减关系,即在国民收入一定时,财产性收入增加的数量,就是劳动性收入减少的数量。这种看法是计划经济时期的陈旧观念。在计划经济时期,社会上普遍的观点认为,劳动所得是正当收入,按资(财产)分配是剥削。现在,老百姓手中的动产和不动产通过资本市场和其它要素市场的流动,既可以产生新的增量,又可以使老百姓的财产实现保值增值,财产性收入已经成为老百姓一个重要的收入形式。提出让更多群众拥有财产性收入,是保护群众财产,也是鼓励老百姓拥有更多财产性收入,富有积极意义。

按劳分配一直是社会主义的基本分配原则,随着社会的发展进步,群众的劳动收入在增长,财富也在劳动中不断增长。如何让财富成为资本、成为收入的重要来源,已经是一个全新的课题。当然,时下能够拥有财产性收入的人还比较少,拥有财产性收入的人的比例还比较低,增加财产性收入的途径还比较窄,正是如此,需要我们在资本市场完善投资者保护的法律制度体系,进一步落实对投资者财产性收入的保护,落实“创造条件让更多群众拥有财产性收入”全新要求。以偏概全是不足取的。

其二,不能把老百姓特别是股市投资者的财产性收入与“暴利”挂起钩来。这几年,股市红火,于是乎,不少人便把股市投资与“印钞机”划上等号。这种说法是一种误导。因为,这种收入在很大程度上属于一种“体制性收益”,就是说,股权分置改革与中国市场经济体制改革为股市投资者的“发财”提供了基础性条件。实际上,随着市场的平稳发展和“体制性收益”的趋淡,“财产性收入”的上升曲线将日趋平缓。在发达国家,现在已经很难见到动辄百分之几百的收益率了。最近美国晨星2007年度基金经理奖揭晓,富达反向基金榜上有名。但在以往十年,这家基金的基金经理人获得的实际收益虽然高于该基金发布的总回报率,也不过只有11.5%。这个实例,或许是我们以后的缩影。一方面,人们不要把财产性收入与“暴利”划等号;另一方面,投资者也不要奢望通过投资活动“一个筋斗,就可以抱个金娃娃”。高收益与高风险同在,历来如此。风险意识的警钟,要常敲常鸣。

从这个意义上说,投资者教育,是“进一步落实对投资者财产性收入的保护”和“以风险教育为主的投资者教育”二者的并重。这是高明之举。

欢迎惠赐稿件

本版欢迎紧扣热点、观点独到、文风独特的财经时评。优秀稿件,稿费从优。来稿请寄:plb@ssnews.com.cn,请勿一稿两投。

(作者系北京航空航天大学金融研究中心常务副主任)