Observer | 上证观察家

中国崛起最大的特点是什么？是把经济增长与大家分享，这个过程，东南亚邻国已经感受到了。他们在与中国的贸易中得到了好处。中国今天也是拉动澳大利亚经济的关键因素。中国人讲“要想富先修路”，现在大家在考虑建设把亚洲国家高速公路都连起来的泛亚公路，这个思路不仅惠及中国，也惠及全世界。

世界经济中的中国责任

吴建民

温家宝总理年初说今年是最困难的一年，索罗斯则对我说，正在开始的危机，可能是1929到1933年世界大萧条之后最严重的。我1月去瑞士达沃斯参加主题为金融危机的世界经济论坛，大家的看法相当一致，认为今年非常困难，而且危机正在蔓延，明年也不太好。国内有人认为困难一个季度就过去了，我不赞成这个看法。经济调整有个过程，我们宁可估计长一点，有备无患。

为什么对危机估计得非常严峻呢？因为这个危机是由美国次贷危机引起的，而次贷危机说到底是美国房地产危机。美国老百姓的财产，75%是房地产，房地产泡沫破灭，就会对经济有很大影响，与此相连的还有高油价。油价高了就带动各种能源价格都上升，带来通货膨胀。一吨大米的价格，今年一夜之间从330美元涨到1000美元，米价涨，小麦也涨，玉米也上涨。所以八国首脑会议上有人说现在有金融、高油价、高粮价三大冲击。

其实，美国经济走向衰退，欧洲经济放慢，已是明显的事实，日本经济的预期增长率也在下调。在这样的情况下，我突出地感觉到，欧盟对于亚洲的重视程度在上升。我长期从事外交，30年前，在欧洲看不到中国消息。改革开放初期，西方主流媒体有了一点关于中国的消息，现在天天有，因为中国的经济如何，对亚洲、对整个世界的经济都会有影响。

那么对中国经济又是个什么估计呢？很多经济学家估计大概今后还可以保持比较长时间的经济快速增长。世界银行副行长兼首席经济学家林毅夫去美国之前，曾与我聊天，他估计中国经济还可以在今后15年到20年内保持快速增长，增速大概8%左右或者更高。

在严峻的国际环境下能保持经济的平稳发展，得益于中国在粮食问题上采取了非常正确的方针：为了保证13亿人的需要，粮食主要得靠自己，这让我们避免了国际高粮价的冲击。

但出口导向的企业正在受到双重挤压。一方面钢材、能源等原材料价格大幅度上涨，另一面，出口产品因人民币升值价格也在上升，再加国际上贸易保护主义抬头，对我们反倾销，增加关税，使得我们的出口困难比过去大大增加了。我们是个正在蓬勃发展的大国，能源需求很大，能源价格劲升，CPI指数今年前五个月便到8%了。金融市场的动荡对我们影响也很大。现在全世界五万多亿美元外汇储备，大半在东亚，东盟加上日本、韩国、中国，外汇储备大概3.5万亿美元。有人统计，美元贬值，使得我们手中的美元资产损失了4000亿。

最近3年人民币累计大概升值了20%，现在国际上很多人说人民币还要继续升值。我刚从夏威夷参加一次会议回来，那里的人跟我说，人民币还要快速升值，升30%到50%。我就说，目前中国维持人民币逐步升值的政策，对中国有利、对世界有利。因为人们最害怕金融市场动荡，大起大落对金融市场伤害很大。

一种货币升值总有利有弊。升值之后，出口困难增多了，但另外一方面进口东西就便宜点了，大家到国外去旅游，能换的外币就可以多点了。一个国家的老百姓怎么富起来，看看过去其他发达国家的经历，我看是大致有三条途径，一个首先经济增长，第二个是钱能生钱，投资的渠道要增多，还有就是货币升值。你看日本，当年360:1，现在102:1，比较起来，你说它的钱是不是增加了？所以，人民币升值是个必然趋势。但是像美国所要求的一样，大幅度快速升值，那会对中国经济，也会对世界经济带来巨大的冲击，对大家都没有好处。

中国崛起最大的特点是什么？不是把经济增长成果留在家里独自享受。中国人是把经济增长与大家分享的，这个过程，东南亚邻国已经感受到了。东南亚国家的人讲，他们在与中国的贸易中得到了好处。不仅是东南亚，我这次在夏威夷开会，遇到了一个澳大利亚专家，他说澳大利亚的经济很好，中国是关键因素，因为澳大利亚大量的东西向中国出口，特别是铁矿砂，拉动了这个地区经济的增长。

10年前，那场亚洲金融危机来的时候，东南亚国家还有韩国都受到极大打击。这些国家的货币纷纷大幅度贬值，人民币随之受到极大的贬值压力。当时中国的措施非常明智：人民币不贬值。我们现在到东南亚去，那里的人都说当年人民币不贬值，是做了一件大好事，如果人民币贬值了，那他们更不堪设想了。不仅亚洲国家，我在法国当了五年大使，直到2001年，法国人还在感谢中国在亚洲金融危机时坚持人民币不贬值，对世界经济的发展和稳定做出了贡献。

有人测算，全国居民大概握有5万多亿美元，这些钱投入到什么地方去好呢？东亚人口多，潜力大，是全世界经济最具活力的地方，很有后劲，我们非常需要资源，而这些资源在这些国家几乎都有，但因为没有高速公路，没有铁路，不能开发出来，所以现在大家在考虑建设泛亚公路。中国人讲“要想富先修路”，把亚洲国家的高速公路都连起来这个思路，可以把我们的钱用得更好，让钱能生更多的钱，不仅惠及中国人，也惠及全世界。

有法国人跟我说，中国发展清洁能源汽车，有后发优势。我认为要重视这个方兴未艾的新能源革命趋势。这可能是一场能源革命，可能带来产业革命，带来人们的生产方式、生活方式巨大的变化。我还碰到一个从事太阳能的企业家，他告诉我上海正在酝酿一个在十万居民屋顶发电的计划，它有太阳能板子，是清洁能源，不造成任何污染。如果企业家能早得先机，就会从中把握住新的经济增长点。

(作者系前中国驻法国大使、原全国政协副秘书长、新闻发言人。本文根据作者在中央电视台经济频道“经济热点面对面”节目中的谈话整理而成)

Column | 专栏

差异化烦恼

程实

“幸福的家庭都是相似的，不幸的家庭则各有各的不幸”，对于海纳百川的地球村而言，烦恼的表象可能是相似的，但不同家庭烦恼产生的根源却总是不尽相同。对于发达国家和新兴市场经济体这两者而言，增长放缓、通胀加剧、风险骤增和市场黯淡都是“才下眉头、又上心头”：7月24日，越南最新通胀数据出炉，7月CPI27.04%，同比增幅连续第4个月超过20%，而此前数日公布的美国CPI增幅也高达5%，创1991年5月以来的最高纪录；自年初至7月24日，道琼斯、标准普尔、纳斯达克、富时100、法国CAC40、德国DAX和日经225等指数分别下跌了12.31%、12.68%、12.31%、16.23%、21.9%、19.33%和11.13%，新兴市场经济体的股市呢，孟买SENSEX30、阿根廷MERVAL、菲律宾综合指数、越南证交所指数和泰国证交所指数分别下跌了27.55%、9.81%、29.98%、52.99%和19.56%。

但发达国家和新兴市场国家的“阿喀琉斯之踵”却有较大差异。在笔者看来，次贷危机及其衍生动荡毫无疑问是发达国家最新烦恼的根源所在。在国际货币体系紊乱、欧美信贷市场紧缩、货币政策两难和房产市场深度萎靡的“次贷”冲击下，以美国为代表的发达国家面临着透支式增长模式的均衡调整带来的诸多短期困难。而就新兴市场经济体而言，直接影响较小的次贷危机可能只是一个导火索，长期中的“波动性”特征才是引致现在或者未来增长瓶颈的根源所在。

新兴市场经济体由于经济增长模式处于转型阶段，基础结构尚不完善，无论是实体经济还是金融市场都具有较大波动性，主要体现在：GDP增长波动较大、物价波动较大、股票市场波动较大、房地产市场波动较大和汇率波动较大。通过分析国际清算银行6月30日发布的最新年度报告中的数据，可以发现，2008年新兴市场经济体的经济波动性可能将继续加大：国际清算银行的最新统计和预测显示，2008年全部新兴市场经济体的实际GDP增长率将为6.7%左右，大大低于2007年的7.7%以及2003~2006年平均的7.0%，一年波幅高达13%；2008年全部新兴市场经济体的消费物价指数增幅将为7.0%左右，大大高于2007年的5.5%以及2003~2006年平均的5.4%，一年波幅高达27%。

新兴市场经济体的经济波动性主要源自其经济脆弱性：首先，国际清算银行统计和计算的新兴市场经济体脆弱性指标表明，他们大多面临着较为严峻的外部失衡问题，拉丁美洲、欧洲和非洲的新兴市场经济体大多有较大比例的经常项目赤字，净FDI往往不足以弥补其赤字，而亚洲新兴市场经济体大多有较大比例的经常项目盈余，国际收支两种方向的不平衡不仅给新兴市场经济体维持长期汇率稳定带来较大困难，还加大了未来不平衡突然纠正带来经济、金融震荡的可能。其次，大部分新兴市场经济体积累了大量外债，其外汇储备规模往往不到外债的50%，如果外部债权人突然要求大规模偿债或者拒绝继续提供债务便利，那么这些新兴市场经济体将面临经济增长外部助力下降和金融风险剧增的双重困难。从债务指标看，欧洲、拉丁美洲和非洲的新兴市场经济体相比亚洲遭遇债务危机的可能性更大一些。再次，许多新兴市场经济体跨境债权与国内信用之比较高，在次贷危机减小国际市场投资收益、加大对外投资风险的背景下，新兴市场经济体对外投资的安全性、流动性和赢利性有所下降，而且受到资金外流的负面影响，新兴市场经济体内需的持续增长动力可能有所不足。最后，许多新兴市场经济体前些年靠资源禀赋收获了高增长，而随着全球资源价格的上涨、人口红利的减小和环境保护意识的增强，这些新兴市场经济体过于依赖资源禀赋的增长模式难以长期维持。

新兴市场经济体的金融波动性体现在资本市场的大幅波动和跨境资金可能的快速流动：摩根斯坦利新兴市场股市指数2007年全年上涨39.5%，而今年上半年就下跌了13%。而根据国际清算银行的最新研究，新兴市场经济体的净资金流入、资金流入和资金流出在次贷危机后均大幅增加。从净资金流入占GDP的比例看，去年亚洲、拉丁美洲、欧洲新兴市场经济体分别为3.5%、2.9%和9%，分别较2006年上升了2、2.75和0.75个百分点，表明在发达国家受困次贷危机的背景下，国际资金加大了对新兴市场的投资。从资金流入占GDP的比例看，亚洲新兴市场经济体已达15%，接近东南亚金融危机时的水平，拉丁美洲新兴市场经济体为6%，也接近20世纪90年代初的历史峰值，中欧和东欧新兴市场经济体达到20%，为新兴市场经济体有史以来的最高水平。与此同时，各个区域新兴市场经济体的资金流出也相应大幅增加。

值得注意的是，未来一段时间，流向新兴市场经济体的国际资金流动速度可能加快，原因有四：一是发达国家经济基本面在次贷危机后的好转可能将吸引国际资金向发达国家投资；二是美国及欧元区的升息政策可能将吸引国际资金回流欧美金融市场；三是原油和粮食价格的持续上涨可能将吸引国际资金流向国际商品市场；四是新兴市场经济体的波动性特征可能将导致投资性资金流向更加稳定的成熟市场，而投机性资金比例的加大意味着资金在新兴市场的停留时间较短，根据国际清算银行的严谨估算，难以解释的“其他类”资金流入占新兴市场全部资金流入的比例已经从2002年的0上升为2007年的40%左右。对于亚洲和拉丁美洲的新兴市场经济体而言，这种短期资金流动加快的可能性相对更大，因为国际资金已显现出对其他新兴市场的更大兴趣。

经济、金融波动性是新兴市场经济体难以回避的增长难题，唯有对此保有未雨绸缪的审慎姿态才是防患于未然的审慎抉择。

(金融学博士，财经专栏作者)

漫画 刘道伟

中小企业融资困局破解之道

⊙陈波翀

中小企业正陷于内外夹击处境中。PPI持续高企，劳动力成本上升，价格管制下成本难以有效转嫁，均压缩了中小企业的盈利空间。次贷危机导致外部需求下降，原油、铁矿石、粮食等大宗商品价格疯涨，人民币加速升值削弱了产品的市场竞争力，生存环境进一步恶化。

无奈之下，中小企业纷纷外迁，或被迫减产、停产，甚至部分已濒临倒闭边缘。有观点认为，中小企业的生存危机责任在银行，融资瓶颈才是中小企业最大的生存威胁。

客观来讲，在紧缩的货币政策下，央行对贷款投放实行额度控制，有限的贷款资源向大企业集中的趋势十分明显。此外，大部分银行已成为公众持股的上市公司，股东追求回报的经营压力，也迫使银行关注贷款投放的综合收益率，银行弃中小企业而保大企业的经营策略，自然也无可厚非。

而直接融资，中小企业更难以占优。大部分中小企业处于成长初期，市场前景具有较大的不确定性，公司治理结构也可能存在缺陷，这就决定了只有极少数中小企业能成为资本市场的幸运儿。至于说发行企业债融资，过高的负债率及过小的经营规模，既难以满足监管要求，也难以获得投资者的认同。

面对融资无门的困境，中小企业被迫转向地下钱庄，忍受高达70%以上的年息盘剥，无异饮鸩止渴。笔者以为，要破解中小企业融资困局，还得从银行入手，最根本的还是要改变银行的风险收益预期。具体而言，可以从以下几个方面考虑：

第一，引入选择权贷款。中小企业普遍经营风险较大，但成长性好。除了对流动资金的需求外，中小企业还对中长期贷款具有相当渴求。而银行出于风险管理的考虑，往往不愿意发放中长期贷款。因此，可以考虑在中长期贷款中引入选择权，赋予银行在一定期限内可自由选择债权转股权的选择权，即达到一定行权条件后，可立即执行的期权。上述安排不仅可以让银行获得分享企业高速成长的机会，也给银行提前退出预留了空间和自由度。

第二，在中小企业信用记录普遍缺失，抵押物十分有限的情况下，大力发展信用评级公司、担保公司等中介机构就显得很有必要。信用评级公司可以帮助银行建立中小企业标准化的识别及准入、退出机制，降低银行风险管理的成本，并提高贷款投放效率。担保公司可以弥补中小企业抵押物不足的缺陷，帮助银行分担一部分市场风险，提高风险与收益的匹配水平。

第三，切分中小企业贷款专用额度。央行应对商业银行进行必要的窗口指导，从3.6万亿元的总贷款额度中，切分出专用于中小企业贷款的额度，并要求不得转移用途。不足部分，可以考虑引入委托贷款机制。由银行作为受托人，负责把社会的富余资金，委托投放至符合贷款条件的中小企业，并对委托贷款利率上限作统一规定，尽可能降低中小企业的融资成本。

第四，发挥政府的积极作用。一方面，政府可以推动建立诸如中小企业贷款促进会的融资平台，对创新能力强、产品有竞争力、市场前景好，以及符合节能减排和国家产业发展方向的中小企业，实施一定程度的税收减免和对贷款部分贴息，鼓励企业做大做强。另一方面，政府可有选择地加速放行中小板IPO，探索中小企业资产证券化、发行中小企业集合债券等创新方式。

值得关注的是，部分商业银行和监管机构已开始行动了。上半年工行即向中小企业投放贷款1649亿元，中小企业融资余额较年初增长300亿元。上海银监局则要求重点支持有市场、有效益和产品技术含量较高的中小企业，运用好包括担保、信托在内的各种支持平台，合理满足中小企业的流动资金和中长期信贷需求。

只要我们正视中小企业融资难题，从制度、创新、监管方面为之松绑，破解困局或许已为期不远。

一手紧箍咒 一手杨柳水

⊙黄湘源

很显然，不对称才是目前中国经济形势真实的基本面。“当头炮，马来跳”的单边紧缩或一味紧缩，是否对付得了“不对称”，成了一个无法不令人关注的问题。

银行存款准备金率在不到三年的时间里上调了18次，其中今年的上半年就上调了5次，最后一次甚至一下子就上调1%，相当于一次调了两次的分量。如此猛烈的调控力度，银监会认为，已经伤害银行业偿还债务的能力，或弊大于利。

对付物价上涨或通货膨胀，央行的另一手段是加息。今年6月调高国内成品油价格后，周小川表示：“能源价格上涨给消费者物价指数带来一定压力，因此我们可能采取更为强硬的政策以对抗通胀。”当时舆论普遍认为，加息这柄达摩克利斯之剑随时有落下的可能。而此后CPI和GDP数字均回落，至少在短期内加息的积极意义已不大。

当前我国出现的物价上涨，与其说是一种典型的通胀，不如说是非典型的。这不仅是因为很多物资的价格上涨，尤其是食品，在很大程度上是与连续发生的罕见特大自然灾害联系在一起的。针对这种非常时期的非典型通胀，如果继续实施紧缩的货币政策，如果由于资金不足所引起的供应链紧张造成供需矛盾激化，反而有可能刺激物价进一步上涨。

即使就目前物价上涨所明显具有的输入通胀的性质来说，同样也具有非典型的或不对称的特征。国际油价的上涨，期货投机炒作其实是一个更重要的因素。据报道，押在石油期货上的2600亿美元用对敲手法制造了瞒天过海的涨价理由，向全世界尤其是发展中国家转嫁了美国次贷危机。而中国政府在较长时间人为压低了国内油价以及其他相应的能源价格，反而为国际期货炒家添加了难得的赌注。

流通性过剩也不是工资上涨过快所造成的，而相当程度上是银行货币发行过多放贷失控的结果，同时也与国际热钱的蜂拥而来分不开。紧缩的货币政策连累房市、股市的投资者成了替罪羊，令众多的中小企业尤其是外贸出口企业替国际热钱埋单。这不仅不可能从根本上解决流动性过剩，反而按下葫芦浮起瓢，掩盖了对国际热钱兴风作浪下的金融风险的应有关注。

我们并不反对以反通胀为主旨的货币政策，也不主张简单地反对货币政策从紧。不过，若是从紧政策打错了板子，其作用也就不免事与愿违。目前的通胀既然并不是由于财政赤字太多或投资过热、需求旺盛及经常性项目的逆差过高等传统因素所造成，那么，简单地把通胀当成紧缩的理由，甚至CPI和GDP增速出现放缓迹象，还要提前量调控，并随时准备出手“更强硬的政策”，未免有点不可思议。

调控并不是程咬金的三斧头，也不是黑旋风的两把板斧，那么，是不是可以看作布袋和尚的那个无所不包的如意布袋呢？布袋和尚的布袋即使什么都包得住，但如果没有布袋和尚的本领也没人能背得动，袋口扎得再紧，不给透气也不行。

与其把紧缩当成刀剑斧钺或如意布袋，还不如把它当成《西游记》里的紧箍咒。观世音给唐僧的紧箍咒，一是用来对付的只是难以驯服的孙悟空，不对付别人；二是孙悟空太不听话时才用，而不是一不听话就用；三是平时套而不紧，惩罚一有效就马上放松。孙悟空的本领通天彻地，但一遇上紧箍咒就没辙，只好听从于手无寸铁的唐僧。在这方面，紧箍咒对于紧缩政策不失为有益的启示。

不过，动用紧箍咒只能令孙悟空无用武之地，懂得普洒杨柳水的观世音不仅懂得紧箍咒可以令孙悟空别太撒野，更懂得让孙悟空扬长避短是唐僧西天取经所必不可少的护法之道。在某种意义上，孙悟空服的主要也是观世音以柔克刚的杨柳水，而不只是到了唐僧那里的紧箍咒。

在笔者想来，一手紧箍咒，一手杨柳水，才是从紧的货币政策跟稳健的财政政策相辅相成的真谛。

对“两房危机”最大的担忧

⊙李铁石 于慧超

美国第一和第二大房贷公司房利美和房地美（以下称两房）近日因房价下跌而险象环生，国人对我国持有的两房债券可能产生的直接账面损失非常担忧。我们认为，市场紧张情绪可能被严重夸大，债券毕竟不同于股票，债券持有人具有优先获偿权。

两房危机对我国来说实际包含两种损失，即直接损失和间接损失，直接损失是在两种假设情境下发生，即两房公司破产与不破产。当两房公司破产时，我们遭受的直接损失实际上最主要的部分是非ABS或MBS部分即其他债券或公司债部分，因为，ABS或MBS是单独打包有独立抵押资产支撑，损失只是一个零头（单一债券透过发行过程中的层层信用增强，最终的损失很难超过10%）。

当两房公司不破产时，其他债券风险降低为零，而2060亿美元的ABS或MBS的可能损失成为主要风险，但只要公司不破产，就意味着公司在ABS发行时承担的信用增强就继续支付，两房公司承担的信用增强有效使债券持有人的损失进一步降低，例如，据权威机构提供的数据显示，两家机构逾期90天以上未能偿还本息的单个家庭比例仅0.77%，信贷成本仅占0.116%，姑且按照0.2%的违约率计，两公司5.3万亿美元房贷相关资产总规模中风险贷款规模总和为106亿美元，该风险规模如果将5%的损失传递到债券持有者手中，则债券持有者的账面损失不超过6亿美元（不含利息）。

在间接损失方面，我们持有公司债或者ABS与其他美元资产的损失基本是完全一致的，即美元的贬值，这是一个来自美国金融系统风险或全球金融风险方面的损失，在这个风险层面上，作为全球最大美元储备国，中国固然承担最大的外部损失，但美国自身的代价会更高，美元贬值的账面风险转移对应的隐性成本是美元信用的丧失和美国国际储备地位的严重受损，由此，美国将不惜一切代价避免这一风险的发生，而实际上，两房公司的破产就实质性地意味着这一风险的发生，所以，两房公司破产带来的直接损失风险，实际隐含在间接损失之下，是美国政府不允许发生的小概率事件。

我们认为，全球市场对两房危机的担忧实际上更主要是对次级衍生品——信用违约掉期市场崩溃的担忧，在高风险和美联储疏于管理条件下，房地产价格下跌引发房贷按揭违约率上升，可能引发次级衍生品–信用违约掉期市场的剧烈连锁反应，这才是市场担心的海啸。

在第一波次贷危机爆发后，美联储及美国政府所采取的利用两房公司来过渡流动性不足短期风险，导致次债风险集中于两房公司，这意味着两房危机的解决意味着次债危机的基本平息，同时，因为房屋按揭贷款风险本身具有随时间的推移而风险显著下降的属性，这种过渡包括为部分还款人提供低息贷款使次贷按揭风险的总规模大大下降，这在某种意义上是将房贷风险转嫁于房屋贷款者，降低了贷款发放者及其后一系列衍生投资者的风险。这也将大大降低次级衍生品–信用违约掉期市场的中短期风险，使全球金融市场的系统性风险大大降低。我们认为，随着次贷危机的平息，美联储或将修补对次级衍生品–信用违约掉期市场管理的漏洞。

总之，我国持有的两房公司的相关债券在ABS或MBS上的损失更容易出现，间接损失包括持有两房其他债券的损失随着两房危机的平息而逐渐解除，这种损失实际是中国美元外汇储备的整体风险，而不具备特异性。