

# 中国经济在后奥运的转型与升级



如果说中国经济是一列飞驰的列车，那么奥运会对中国经济来说，实际上是加了个推进器，使它能够进一步增速。

要说中国经济的快速发展跟奥运到底有多大关联性，我觉得更重要的是它内在的动力。过去7年北京的经济总量几乎翻了一倍，年均增长速度达到了12.4%。从全国来看，2001年到2007年，国内生产总值年均增长率是10.5%，比过去30年平均9.8%的增长率明显要高。美国有个诺贝尔奖获得者对全世界持续25年GDP增速高于7%的11个国家和地区做了一个分析。现在这11个国家和地区当中，只有中国还在延续高速增长的局面。

奥运会后，各个国家的情况不一样，有的国家确实出现了经济波动，有的是非常积极的。韩国举办汉城奥运会以后，国际形象大大提升，总的经济面貌发生了根本变化，随后很快成为OECD成员。巴塞罗那举办奥运会后，城市面貌发生了很大变化，基础设施有了根本改善。悉尼举办奥运会之后，很多人给它起了一个名字叫“绿色之都”，说它的生态环境改造取得了很大进展。也有带来负面的因素比较多的，比如蒙特利尔，由于欠了

很多债务，不得不征收奥运特别税来偿还历史债务。还有雅典，奥运会后，也由于它欠账很多，影响了经济后续发展动力。

中国经济奥运后会不会步入衰退，进入低谷？我个人认为不会。因为支撑中国经济发展的基本动力没有发生根本变化，内需依然是我们支撑经济发展的主要方面，尽管由于国际环境的变化，外贸出口的下降，外需这部分贡献归零，甚至还会出现负的贡献，但是我们积极扩大内需，储蓄率依然很高，投资率依然很高，基础设施的规模依然非常大。东部一些城市都在筹划修城际高速专线，在产业领域，正在研制大飞机工程，这种新兴产业领域投资空间也很大。

中国是个大国，奥运建设投资的消失，或者说消费增量的递减或者消失，对整体经济影响应该说不大。我国还处在工业化中期，工业化、城市化任务远远没有完成，人均GDP去年也就2500美元，离发达国家人均GDP水平距离实在还太远，很多地区还很落后，农村还很落后，推进城市化所需要的投资规模也是巨大的。政府已经采取了一系列保持经济稳定、较快发展的措施，特别是最近政府出台了包括调高出口退税率，适当地增加信贷对企业的支持，进一步加大基础设施投资规模等措施，能够保持中国

经济延续过去几年的发展势头。

中国在去年年末开始出现经济调整迹象，奥运会结束以后，正好也是进入经济调整的年份，这个调整期的长短取决于全球经济环境的变化，也取决于我们解决这种矛盾和问题的能力。奥运后，中国经济面临的最大挑战，就是要成功地完成经济的转型。

转型面临哪些任务？有许多方面可以去讨论。比如外部需求下降，我们要进一步扩大国内需求，特别是消费对经济增长的拉动作用，增加公共服务领域的投资，激励民众的消费热情。在产业领域要提高服务业和高附加值制造业的比重。我们要进一步完善教育体制，来加强我们人力资源的开发，来增加我们人力资本的企业，要发展服务业，要提高高端产业的比重。我们要提高自主创新能力，增加在全球产业链上高附加值生产环节的比重。我们要进一步提高环境标准，进一步改善生态环境。

在工业化还没有完成的同时，就面临发达国家以知识为基础的经济竞争压力；在科技进步还不占有主导因素的情况下，就要面临生产要素成本提高的压力；在收入水平离发达国家还很远的情况下，就要解决发达国家在工业后期才遇到的人口老龄化、环境治理等问题，这些都是我们必须面对的特殊

挑战。北京奥运会的三大口号叫绿色奥运、科技奥运、人文奥运，这恰恰是我们转型中最需要的理念。

我们应好好运用这笔北京奥运会留下的精神财富，要用绿色奥运的理念去推进资源、环境领域的改革和发展。我们要进一步通过理顺资源价格，提高环境治理水平，在推进工业化的同时，能够保持住我们良好的生态环境。我们可以利用科技奥运的理念去进一步推动创新性国家的建设，增强创新能力。我们也要利用人文奥运的理念去进一步利用我们的人文资源，提高生活品质，加强对人精神财富积累的重视，这些都是奥运后我们可以利用奥运理念来推进这种转型的。

经济转型最最关键的是产业转型，怎么样由低端向高端，由制造向服务推进，这是最大的课题。现在全球分工实际上已经发生了很大的变化，过去我们常说国际分工是发达国家生产制成品，从发展中国家进口原料、农产品，出口到发达国家。中国是最大的制成品出口国，但是没有自主技术，没有品牌。提高我们的产业分工，核心就是要向两端延伸。一端向研发、设计、技术、服务这个上游环节延伸，一端向营销、物流、品牌、市场网络这个下游方向延伸。从我国的国情看，我个人认

为我们可以很好地去拓展服务空间。很多人以前提出叫中国创造的理念，我觉得我们也应该提倡中国服务的理念。

服务创造价值，特别是生产型服务业，真正创造价值的是这个环节。服务空间最需要的是人力资本，所以产业转型最最关键的也是人的转型，最需要优质的劳动力资源。这将是个艰难的过程，也是一个痛苦的过程。这种转型对现有的金融制度，对市场配置都提出了新的要求，我们要做好长期努力奋斗的准备。

最近国际上开了一次诺贝尔经济学奖获得者的大会，我看了大会的报告，大部分诺贝尔奖得主都对中国经济发展的前景抱非常乐观的态度，最主要的因素就是中国经济发展的基本动力依然在，发展潜力也非常大。我觉得未来7年，可以乐观地期待。现在很多人都担心经济增长率会回落到什么程度，我觉得低于9%的可能性不大。经过这一轮调整，可能在一个新的平台上持续又出现新一轮上升期，它对整个经济上一个台阶会起到非常重要的作用。

(作者系国家发改委宏观经济研究院副院长，本文根据作者在中央电视台经济频道“经济热点面对面”节目的访谈整理而成。节目9月6日22:03首播。)

## Column | 专栏

科学发展观集中体现了当代金融学的思想精华，落实好科学发展观能让企业提升其投资价值，从而奠定牛市的微观估值基础。学好科学发展观又是股民选准投资对象的根本前提，在科学发展观指导下建立一个保护中小投资者的市场制度，是促进股市健康发展的宏观制度保障。

# 再论“科学发展观”是大牛市基础



广大投资人必须意识到，构成我国资本市场的主体是国有控股上市公司，而资本市场制度建设的进程又完全取决于政府各相关部门。我们要想迎来新一轮波澜壮阔的大牛市，就必须让这些国有企业和各级政府把科学发展落到实处企业的日常经营和市场的制度建设中去。今天我想就此进一步展开论述，并提出相应建议。

## 一、科学发展观集中体现了当代金融学的思想精华

科学发展观集中体现了当代金融学的思想精华。我们可以从当前流行的对冲理论来理解这其中共同的理论基础，先看对冲理论的观点：我们不关心某个股票的所谓合理估值究竟是多少，只关心它相对于其他股票是否高估和低估。这也是对冲交易中统计套利的基础之一。

“全过程全对冲，持有误差项”是对冲理论的基本理念。把上市公司所拥有的可以交易资产经过对冲之后，如果仍然还有一个误差项，就应该多做这个公司；反之做空。那些可交易资产是容易评估的，唯一需要关心的则是误差项。现在金融学认为，那些具有自主创新、高效组织生产、劳动生产率高于行业平均水平的企业具有正误差项，是我们很多的对象；反之，那些具有负误差项的企业，即使它们拥有大量可供交易的优质资产，依然会沦为做空的标的物。由此，我们就可以理解科学发展观是以先进生产力为基础的，而具备先进生产力的企业也就一定具有正误差项。

今年6月，在中央集中调研基层企业期间，胡锦涛总书记在谈到通胀问题时说，克服通胀的关键是要提高劳动生产率。我曾经在本栏的《通胀无牛市》系列文章中多次论证，通胀膨胀不是货币过剩现象，而是生产力不足现象。从我国现在各个行业面临缺乏资金、股市缺乏流动性的情况来看，胡锦涛同志的这个结论是正确的。并不是货币泛滥导致了通货膨胀，而是劳动生产率不足导致了物价上涨。

由此看来，从微观的企业估值问题到宏观的金融问题，科学发展观都集中体现了当代金融学的最新理念。

## 二、投资者应学好科学发展观

传统的股票定价理论认为，股价是对未来预测现金流的贴现值。我反对这个观点。如果我们能够准

确预测未来现金流的话，其实就可以利用市场上不同期限的国债和相应的国债回购方法复制出任何一只股票。不需要任何股票交易，这个结论显然是不成立的。这个方法还有一个致命问题，那就是无法确定各期限的贴现因子，尽管这是一个市场上分析师们普遍采用的股票估值方法，但究其实质，无非就是让人醉心于对未来最好的主观猜测。

在新的定价体系和机制中，我们应该选择那些具有正误差项的企业，而不是关注这些企业在现在的产能、拥有多少房地产或者限售流通股。股市上有一个现象大家可能已经注意到了，那些不断进入高附加值市场、不断提示毛利率的企业都获得了更高的估值。即使这些企业的当前每股收益并不高，或者市场份额并不大，股价却远远跑赢了指数。因此，学好科学发展观是股民选准投资对象的根本前提。

“全过程全对冲，持有误差项”是对冲理论的基本理念。把上市公司所拥有的可以交易资产经过对冲之后，如果仍然还有一个误差项，就应该多做这个公司；反之做空。那些可交易资产是容易评估的，唯一需要关心的则是误差项。现在金融学认为，那些具有自主创新、高效组织生产、劳动生产率高于行业平均水平的企业具有正误差项，是我们很多的对象；反之，那些具有负误差项的企业，即使它们拥有大量可供交易的优质资产，依然会沦为做空的标的物。由此，我们就可以理解科学发展观是以先进生产力为基础的，而具备先进生产力的企业也就一定具有正误差项。

今年6月，在中央集中调研基层企业期间，胡锦涛总书记在谈到通胀问题时说，克服通胀的关键是要提高劳动生产率。我曾经在本栏的《通胀无牛市》系列文章中多次论证，通胀膨胀不是货币过剩现象，而是生产力不足现象。从我国现在各个行业面临缺乏资金、股市缺乏流动性的情况来看，胡锦涛同志的这个结论是正确的。并不是货币泛滥导致了通货膨胀，而是劳动生产率不足导致了物价上涨。

由此看来，从微观的企业估值问题到宏观的金融问题，科学发展观都集中体现了当代金融学的最新理念。

三、上市公司落实科学发展观是当务之急

多年来，我们不断听到某上市公司要融资扩充产能，资本市场无非就是给这些企业买单的工具，为其承担新建项目资本金的风险。这样的企业是不能持续发展的，也不符合科学发展观的要求。公司上市的根本目的不是要从资本市场获得更多的现金，而是要用一套新的激励机制来创造新的经营模式，提升劳动生产率。

我们在很少看到上市公司出售现有成熟的生产线，除非是关联交易。而国外的企业则经常把现有的产品线出售，获得现金之后，避免了再融资，以此作为企业向新领域进军的基础。我们的上市公司往往贪图更大规模，占领更大的山头而不是提高劳动生产率。

此外，企业还应该落实好以人为本的科学发展观，我认为其中包含了两个重要因素，一是以投资人

为重的经营理念，二是建立环境友好型的生产方式。曾经看到过麻省理工斯隆管理学院的一篇研究报告，那些环境友好型企业的估值普遍较高，即使他们在环保上的投资尚无现实回报。究其原因，是因为这些企业用更高的环保条件来约束自己的生产方式，并由此提高了劳动生产率，建立了更先进的生产方式，反而获得了市场的认同。

因此，落实好科学发展观就能够让企业提升其投资价值，从而奠定牛市的微观估值基础。

四、政府应该用科学发展观指导资本市场制度建设

动不动就是融资、再融资、动不动就是注入资产、实物认购。多年来，我们看到的中国资本市场就是这个现状。各地的国资委现在热衷于整体上市，其目的无非是将原来难以交易的资产，换成了随时可以变现的股票，这个过程中并没有创造出新的生产力。

因此，在科学发展观指导下建立一个保护中小投资者的市场制度是促进股市上涨的宏观制度保障。

# 未来五年：中外资本博弈关键期



随着经济实力的提升，中国必然要求提高其在国际经济事务中的话语权。美国在十分不情愿的情况下已将中国在IMF中的投票权从2.94%提升至3.80%。另一方面，中国正不动声色地扩大自己在区域乃至全球范围内的经济影响力。同时，中国还利用难以抗拒的市场魅力，辅之以日渐成熟的经济外交，寻求双边和多边共赢，亚洲经济领袖气质业已显现。此外，中国还致力于成为世界经济规则的主要制定者与修订者之一，并正在尝试通过制定自己的技术标准以及开设铜、石油期货等一系列动作来扩大在世界经济领域的发言权。

中国的发展“破坏”了西方主导制定的“丛林法则”，因为中国正一步步进入原来由西方强国所控制的势力范围，甚至还可能提出改写现存的国际经济规则，即由西方把持的话语权和凌驾于国际通行准则之上的美国标准。从国家利益角度来说，这当然是西方大国不愿看到的，但是他们也知道中国崛起的大趋势看来很难改变，所以他们就想方设法利用他们所操控的国际经济秩序对中国施加各种压力和干扰，或者利用现有的规则尽可

能地压缩中国的上升空间。以商业银行和投行为代表的国际资本就是成了他们意图蚕食中国经济主导权的重要工具。

其实，作为母国利益的代表，国际资本早已布局中国的银行、股市以及房地产等重要经济领域，近年来又向农业延伸。在这样能够闻到火药味的中外资本对决中，我们明显处于下风。中国既缺乏花旗、汇丰这样的全球顶级商业银行，也没有高盛、摩根士丹利在某种意义上能够左右国际金融市场的投资银行。中国的金融资本，尽管近年来实力上升明显，例如中国工商银行市值已经超过花旗，并成为今年上半年全球最赚钱银行；但是中国工商银行的市值坐大并非反映资产规模以及经营实力，而是基于股价估值过高所致。花旗利润的下降只是因为暂时受次贷危机拖累，其长期竞争优势绝非工行所能及。至于中国数目众多的本土投行，无论是运营实力还是市场影响力与国际大投行相比均是小巫见大巫。不少本土投行还扮演着串谋国外投行抄底沪深股市的角色。

可以说，这是一场实力悬殊的博弈。从目前情况来看，中外金融资本之间的博弈，焦点在于“定制”上的竞争，主场则是银行和股市。所谓定制即定规则、定产品、定价

格，而关键的是定人才和定风险。

国际资本凭借其专业人才与资源优势，在制定产品时，就已定下了市场风险，如美国在上世纪90年代股市泡沫破灭后设计的次级按揭贷款，从其入市那天起，设计组合产品的主导者对其可能产生的风险就心知肚明。遗憾的是，一向缺乏风险意识与防范机制的中国金融资本，在金融创新与衍生品层出不穷的今天，大多时候只能亦步亦趋，主动或被动地替别人买单。

更令人担忧的是，形势正朝着不利于中国的方向发展。人们看到，去年10月以来，中国在资本市场的连遭重挫，不仅打击了中国建设金融强国的雄心，也在一定程度上拖累了实体经济的发展。

银行改制与上市并没有使疾病缠身的国有银行的竞争力发生脱胎换骨的变化。外资正用不断的资本，以先进的管理经验为诱饵，图谋掌控中国经济命脉。而被动升值的人民币将逐步实现资本项目下的可兑换，届时跨境的资本流动将变得相当自由，国内金融市场受国际资本的冲击将越来越大，倘若国家金融安全体系不够健全，银行抗波动能力弱，则国内一旦发生债务危机或其他社会危机，存款必将发生大规模转移，由此引发国内银行业支付危机，进而引发大规模金融

金融危机的可能性将大大增加。

至于防守能力薄弱的沪深股市，屡屡被国际资本通过左手唱空，右手收购，左手唱多拉高，右手出售暴赚的手段所操弄，而当估值中枢轰然崩塌之后，好不容易坚守了两年的中国资产的定价权顷刻间拱手让人。至于摩根大通的一纸报告就足以在中国资本市场掀起巨浪，凸显出面对国际金融资本的强势进攻，我们已陷入了怎样的被动之中。

依笔者的判断，未来五年，将是中外资本博弈的关键时期。国际资本的目标很明确，就是通过控制中国金融，将中国纳入由华尔街主导的世界金融秩序中，并通过控制金融产业来削弱中国实体经济的竞争，进而左右中国经济的发展。中国一定要尽早设置能够抵御外部冲击的金融防火墙。中国的金融资本决不能满足于在国内及周边市场的浅滩作业，迫切需要积极拓展国际一流的金融人才建立攻防战略。

中国金融资本必须尽早到国际金融深水区历练，积累全球实战经验，唯有如此，才能洞悉国际金融资本的内情，在中外资本博弈中坚决捍卫国家的金融安全。

(作者系上海外国语大学东方管理研究中心副主任、经济学博士)



## 艰难时世 航空折翅

◎倪小林

对石油依存度最高的航空业，在今年上半年油价高涨中面临生死考验。国际航协透露，全球已有20多家航空公司上半年宣告破产。而多家欧美航空公司发布的报告显示，全球航空业今年有可能出现超过61亿美元的亏损。

这三条理由也暴露出股市制度安排上的重大缺陷。目前除证券监管部门再三强调分红外，其他相关部门对于公司的考核则强调千方百计维护大股东利益，“上什么山唱什么歌”也无可指责，而且保障大股东利益是硬杠杠，否则不但经营者收入不保，“帽子”也难以再戴下去，中小股东毕竟没有大股东影响大，能够影响企业负责人的去留。不然为什么市场一再呼吁股东不分大小都应该同股同权就这么困难？而众所周知，只有做到这一点，分红才有可能一元兑付。

这样看来，国人把稳定的法宝压在企业分红上，显然是有问题的。

而且，尽管证监会已经再三强调企业分红问题，但显然这不是证监会一家监管机构就能够解决的。记得前不久，国资委一位负责人公开表述过，他是“世界上最好的老板”，还以老板的身份说明所管辖的企业老总收入的合理性。但是这番话不能细琢磨。因为，这个观点的本身已经点出了体制上的弊端，假如上市公司进入市场竞争与参与竞争，效益与收入是否合理应当由市场评判，投资人收益如何也应当是重要的考察指标。如果管理机构甘当企业婆婆，仅仅站在大股东利益上说话，企业很难自觉去维护公众投资者的利益。只有管理机构在企业微观操作上淡出，才是市场真正的福音。

体制转轨比技术性改变要困难得多，上市公司不分红或者不愿意分红，绝不是单纯的技术问题，而是受到体制制约。就像对股价高低，大多数公司都无动于衷一样，迄今证监会对于公司回购已经不断放松管制，但是股价再怎么跌，企业还是没有什么积极性去赎回自家股票，原因和企业分红无积极性是一样的。因此，上市公司分红难，依然呈现的是体制性障碍。解决的办法也只有继续深化体制改革，实现企业制度创新。否则只有资金紧张时才想到投资人，公众投资人对股市的兴趣必然大打折扣。

## 如此看来《审计法》得尽快修订了

◎张轶水

所谓“一前一后”，即审计关口前移。任何对屡审屡犯“老大难”问题的公布和处理，都已是“马后炮”。鉴于此，新修订的审计法似应新增“审计预警”的相关条款。比如，一处大型项目，一个大的工程，动手之前，必须告之审计部门，并在相关新闻媒体上“挂出”，以便接受广泛的监督，以“防患于未然”。对此，不妨考虑设立“举报奖励”，一旦接到有的单位私设“小金库”、乱收费、挪用资金等举报，审计部门即可及时查处，力争将经济损失降至最低限度；同时，对于举报者按一定比例给予物质奖励。

所谓“一后一”，即加大审计后对“一把手”的处罚力度。凡大凡审计出的经济问题，单位“一把手”有着不可推卸的责任。那些屡审屡犯的“老大难”问题，大多是一种“集体腐败”。而“集体腐败”，最大的受益者是“一把手”。譬如说小金库的贪污，单位“一把手”同大家一样“见财分亨”。且小金库的钱并非完全用来“平均分”，更多的时候是由单位一把手支配；这其中，如果是打着集体的名义给上级领导行贿，或者用资金等进行“一把手”，才会使审计法真正产生威慑力。通常情况下的“退还款”将被“率先垂范”，遗憾的是省、市、县三级审计部门这方面的“公布”严重滞后。所以笔者建议，修订后的审计法应该对省、市、县三级审计部门向社会公布审计结果做出明确而具体的规定，不可“愿公就公，不愿公就不公”。

所谓“进一步”，即进一步扩大审计结果的公布范围。现行审计法第三十六条规定，审计机关可以向政府有关部门通报或者向社会公布审计结果。目前，在这方面，国家审计署已经“率先垂范”，遗憾的是省、市、县三级审计部门这方面的“公布”严重滞后。所以笔者建议，修订后的审计法应该对省、市、县三级审计部门向社会公布审计结果做出明确而具体的规定，不可“愿公就公，不愿公就不公”。之所以“退还款”，令其不敢再“屡审屡犯”。