

# Column

■知无不言

## 货币稳定高于一切

在现代货币领域里,不存在完全自由竞争的市场原则。没有哪个当代国家货币是纯市场化的产物,利用非市场化的政府手段维持币值对内对外稳定,天经地义。为此,在现阶段必须坚持资本管制政策,利用一切可以利用的手段控制“热钱”,与此同时,应完全放开国内市场自主购汇并对外投资的限制,积极鼓励并帮助企业和个人扩大境外产业投资。



袁东  
中央财经大学教授

温故而不知新则死,知新而能好故则生。”这句话这对眼下讨论中国货币问题很有启发。

近几年来,国际社会,特别是那些已经完成工业化的发达国家,指责中国“重商主义”、“人民币严重低估”的声音不绝于耳,随声附和的中国人也不少。

且不说“重商主义”在历史上对那些以此作为政策的国家有过积极作用,仅就“重商主义”本身而言,也有其特定的严格历史条件限定——国际金本位制。在贵金属特别是黄金充当货币时,货币是真实的财富,只有在这种历史条件下,鼓励出口限制进口,追求贵金属货币积累的行为,才谓之“重商主义”。当今任何一个发达国家,从最早的荷兰、英国,到后来的美国、德国、法国、日本等,无一不是得益于国际金本位制或准金本位制,并同时在执行严格的包括关税和非关税壁垒等高度贸易保护政策的过程中,快速推进并完成了自身的工业化的。

现在,终于轮到中国奋起而快速直追了。但是,国际货币制度和环境已完全变了。在群雄逐鹿的完全纸币本位制下,中国压根儿就没有遵循“重商主义”的基础。如果硬要说中国耗尽心力,为的是追求一堆没有内在价值的纸币,而非黄金,这无论如何都是说者对自己更是对他人智商的侮辱。

中国的外汇储备从千年之交的1655亿美元,可能增长到2008年底的2万亿美元,8年里扩大了10多倍。外汇占款从2003年的34846亿元人民币,增长到2007年底的128377亿元。中央银行也开始了更大规模的货币市场干预。不算中央银行通过国债回购的操作,仅就专门为了对冲外汇占款而发行的央行票据余额看,从2003年底的3376亿元急剧扩张到2007年底的34900亿元。即使如此大规模对冲,但对冲后的外汇占款占每年基础货币投放额的比例,也从2003年的60%扩大到2007年的92%。这恐怕是导致过去几年人民币对外升值对内贬值的原因之一。

对此,太多的国内外声音将这种难以以为继的情况,归咎于过去几年人民币升值过迟,升值幅度过小,从而呼吁进一步大幅度升值。果真如此吗?大幅度升值人民币,就能有效控制通胀,减少对外贸易摩擦吗?从日本例子看,大幅升值本币,不见减少贸易摩擦的效果,抑制通胀的效果倒是,但却一下子跌入了长期“通缩”的泥坑和“流动性陷阱”之中。即使当前全球通胀已如火如荼,日本也没有摆脱“通缩”的阴影,最多也只是“通缩和通缩共存”,更大的代价则是进入了战后历史最长的“平成萧条”,政治也变得

■乱弹

## 我们都是漂浮的种子

——市场人物速描系列之朱富贵

这丫绝对是北大经济系毕业的!”电话那头斩钉截铁的声音来自朱富贵。我刚刚打电话给他讨论有关某个机构投资者在黄金投机上建仓的新闻。他们用主力期货合约和现货对冲,指望锁定每盎司2至3美元的差价,其实忘记了一个核心的问题:两个品种不是同时到期的,需要再买入一份黄金波动率合约,对冲时间差,等主力期货合约到期之日,同时平掉黄金期货多头和波动率的多头”。对冲时间是金融学最大的挑战——这句话又把我带回了7年前在塔克商学院的日子。我记得这句话,用代表涨跌空间范围的波动率来对冲交易时间是那个肯尼诺贝尔经济学奖直到头发掉光的肯尼诺教授说的,他还说,唯一的困难在于如何确定对冲比例。我们都暗暗为肯尼诺教授叫屈,却又私下嘲讽他的头发是被时间对冲掉的。对冲比例是百分之一。这是你的猜测,新闻媒体上可不是这样报道的”,我心里感觉朱富贵可能是对的,嘴上却不愿意承认,那帮记者绝对是复旦新闻系毕业的,懂什么金融学”,听筒里传来更加自信的判断。

朱富贵是个极具金融学天赋的人,毕业于芝加哥大学,和我差不多在同一时间回到国内。他才华横溢又充满激情,和他

比以往任何时候都更加动荡。

从中国过去三年来的情况看,累计21.3%的人民币升值,也并没有换来贸易摩擦的减少,反而更多;更没有换来发达国家对“人民币低估”指责的减少,反而更强烈,要求人民币升值的欲望更大;国内通胀也没有因此而像有些学者预测的那样下降。更不用说,自从去年以来美联储大幅度贬值美元,以求抑制其日渐衰退的经济。这不仅陡然大幅缩减了中国外汇储备的价值,加大了人民币的压力,也给那些主张大幅升值人民币的中国学者以极大的警醒,更揭示了美国朝野那种通过迫使人民币大幅升值而理顺和维护国际货币经济秩序言论的虚伪性。

但中国主要以纸质外币计价的外汇储备过快增长,并大量挤出基础货币,以及中央银行被迫使用成本率为4%至5%的对冲手段,而又集中大部分外汇储备投资到利率不足5%的美元资产也的确是个问题。且不说这其中几乎没有利差,即使有,投资收益也可能被人民币的实际升值所全部侵蚀。

问题的症结,不在人民币升值不够,而在外汇储备中存在过多的“热钱”,以及中国外汇的使用体制。未建立在真实贸易基础上的“热钱”虚增了中国贸易顺差,虚增了外汇储备的增长幅度和规模,更虚增了人民币升值的压力,可说是有百害而无一利。“热钱”不断增加的原因,在于人民币升值的预期。而产生并不断强化这一预期的原因,在于中国政府对坚定维持人民币币值稳定信心的不足,汇率政策对外来政治压力的过于妥协,对“热钱”流入疏于监控,甚至出现了纵容之势。将几乎全部是产业资本换回的外汇,集中由中央政府统一对外投资金融资产——几乎全部是债券性资产。这尽管已使中国成为最大资本输出国,但这种对外投资体制,不仅迫使中央银行被动放出基础货币购汇,形成大量外汇占款,并被迫大规模高成本对冲,而且导致对外投资渠道单一,效率低下,风险高度集中。在当今国际金融市场完全由发达国家操纵的情况下,这种外汇使用体制焉有不吃亏之理?

由此,解决之道也就首先在于树立并不断增强坚定维持人民币币值稳定的信心,并制定和不断改进贯彻这一信念的政策,而所有信念和政策都应是:以维持本国经济增长和民众福利为根本宗旨。其次,在

现阶段必须坚持资本管制政策,利用一切可以利用的手段杜绝“热钱”流入。这两项措施,足可在稳定外界对人民币币值预期的同时,大幅度抑制“热钱”流入。与此同时,应当完全放开国内市场自主购汇并对外投资的限制,积极鼓励并帮助企业和个人扩大境外产业投资,这不仅有利于外汇进出的平衡,减少国家外汇储备的增幅,降低中央银行外汇占款和对冲的压力,大大降低外汇投资和外汇资产的风险,也有利于中国产业界更好地开拓国际市场,在全球竞争中争取主动,更好支撑中国经济的可持续发展。现在看来,这方面的已有进展非常有限,关键在于大外汇金融资产持有额,直接对外产业投资几乎可以忽略不计,因而空间也就非常有限。

总之,在没有了国际金本位制的情况下,对于高速推进工业化而顶多处于中期阶段的中国而言,人民币币值的相对稳定是头等大事。没有哪个当代国家的货币是纯市场化的产物,温故而不知新的结果,只能是“死”。利用非市场化的政府手段维持币值对内对外稳定,是天经地义的事,也是政府应尽的职责。

如何最大限度地利用马太效应的积极一面呢?十七大报告提出要创造条件让居民拥有更多财产性收入,以我的理解,这就是要通过深化资本市场的改革开放,促使我国金融市场健康稳健发展,最终居民能够通过财产性收入的增加来分享我国经济增长的成果,实现居民财富的保值增值。

要使用人能在劳动收入之外,通过增加财产性的收入来分享三十年改革开放的成果,一个首要的条件就是要藏富于民,让财富真正存在居民手中,变为可支配收入。

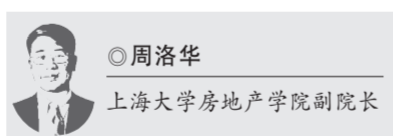
■大西洋边

## 莫斯科这口恶气出得极昂贵

——俄格冲突的经济账

上个月,俄罗斯与格鲁吉亚打了一仗。在几天之内俄罗斯就把只有500多万人口的格鲁吉亚打得溃不成军,可要算经济账的话,俄罗斯的代价实在非常昂贵。

俄军在冲突中主要使用的是廉价的普通弹药。按照国际武器市场的价格,每发坦克炮弹200美元,每发炮弹150美元,每颗手榴弹8美元,每枚“龙卷风”火箭弹2000美元,每枚航空炸弹3000美元。虽然俄军打仗还需数量可观的燃油



周洛华  
上海大学房地产学院副院长

词严之势,而此时此刻,我的头已经昏昏沉沉,听不懂他说些什么了。

我们曾经在上海证券交易所附近的一个会所里参加某个聚会,他正在对围绕在他周围的人说着一个新发现,证交所所在的银城中路,不如改名为:长城街 Great Wall Street,亦可直译为:大华尔街)。这样既有中国特色,又暗喻超越华尔街的雄心。我端起酒杯,随口怂恿他去给市长写信提提这事。他居然当真了,后来他告诉我他收到了信访办固定格式的回信,称此事已交有关部门处理。他为此还兴奋了好一阵子,而我心里很清楚这就意味着他的建议可能要等到“有关部门”下一次大扫除或者搬到新建的豪华写字楼时才会进入清洁工的视线。

他回国以后,一直过得不错,先是和外国老板闹别扭,觉得对方简直是政客,对金融学完全外行。我们根本劝服不了他的脾气,随着行情好转,他去了某家国有金融机构,一开始很受重视,后来终于又适应不了那里的体制,他觉得公司里的每个人都在用另外一张嘴说话,每天上班就如同去参加一个假面舞会。他那刀子般锋利的头脑总能为他找到一个新的工作,但是很快,他那张刀子才锋利的嘴又使他陷入窘境。他越战越勇,愈



## 藏富于民,期待制度创新

——资本市场的马太效应之三

■理思详考

在沪

深两市

数万亿

市值灰飞

烟灭的当口,

再提创造居

民财产性收入

似乎显得不合时

宜,但是我坚信危

机愈大,面临的转机

也愈大。当下的危机,

恰恰给政府提供了

一个更大的机会:一个从制

度创新和产品创新两个角

度发力,从根本上完成中国

金融资本市场涅槃的契机。

在本系列的前两篇里,笔

者介绍了资本市场马太效应的

定义和表现。今天想着重谈谈怎样

利用马太效应应对居民财富增长起

极作用的一面,从而使居民财富的收

入纳入良性正反馈轨道,同时需要引入

政府的有形之手来干预,抑制其对居民

财富分配不公平的消极作用的另一面。

另一个增加居民财富的路径,则在

于国有企业的利润分配问题。西方公司金融理论已经刺穿了企业利润和个人

收入之间的面纱,私人拥有企业,自然企业的利润也由私人

控制,企业利润和私人收入之间并无本质不同。而我

国国有企业隶属国家,绝大多数是全民所有制企业,然而有

全民所有之名,而无全民所有之实,这个现实经过国企改革

之后,因为引入多种经济成分而有了一些改善,但国有

股仍然占据关键垄断行业如能源、交通、电信的绝对控

制地位。由于行业的天然垄断地位,这些国企拥有极高的利

润。对垄断国企这部分超额利润,仅靠一般性的企业税

收是不够的,理应对其征收特别税或者规定强制的分红

人。如此,通过消费拉回内需,居民通过投资于资本市场获得财产性收入的增长,才是题中应有之意。这里的可支配收入,是指居民在支付国家税收,扣除了医疗、子女教育、养老性储蓄之后,真正能够自由支配的收入。显而易见,要增加居民的可支配收入,在给定国民总收入水平的基础上,只能通过减税和建立更为完善的社会医疗、文教等社会保障体系,来解决居民的后顾之忧。对于减税这个西方发达国家常见的刺激经济的政策工具,在我国还显得比较陌生。在我国目前的税收模式下,用政府公共投资刺激拉动经济对私有部门的投资挤出效应是相当明显的,这也是中央屡屡要搞宏观调控,而各地方政府以投资主导拉动经济模式难以有改变的根本原因。为什么以GDP增长为导向的增长模式难于从根本上得到扭转?就是因为大量的资源以税收的形式集中在政府手中,而一个缺乏有效约束的政府,总是有充足的动力去大量重复投资、无序建设,这也正是藏富于国的结果。

从藏富于国走向藏富于民,减税应是最先考虑的政策。以个人所得税为例,2008年上半年我国个人所得税总额为2135亿人民币,同比增长27%,远高于同期10.5%的GDP增幅,假如通过减税,使居民的可支配收入增加,可以从源头上为内需的增长和资本市场的发展提供收入基础。而政府由投资为主的财政支出模式向完善社会医疗、教育保障体系,则可以从根本上解决人民群众的后顾之忧,为建设和谐社会奠定坚实的基础。

另一个增加居民财富的路径,则在于国有企业的利润分配问题。西方公司金融理论已经刺穿了企业利润和个人收入之间的面纱,私人拥有企业,自然企业的利润也由私人控制,企业利润和私人收入之间并无本质不同。而我

政策,或将这部分收入直接与国家社会保障体系挂钩,成为国家回馈全体国民的一项福利政策。这需要政府在国有企业的管理、税收以及监管都做出制度层面的创新。在要让国民得到实惠,而不是让某些利益团体依靠垄断地位获取不正当的利益方面,反垄断法的实施,开了一个好头,但要深化这个领域的改革,必然会面临强大的阻力,需要我们发挥大智慧,痛下大决心。

只有做到了藏富于民,而不是藏富于国,国人才有了创造财产性收入的物质基础。这样,结合对金融市场制度改革改革的深入,对金融产品的不断创新,一个良性的循环就有望形成,马太效应的正面效应便能得到最大限度的发挥。

那么,马太效应的负面效应如何抑制呢?在全流通时代,大小非

获得了股票的流通权,他们大量的筹码在手,政府对于他们要用有形之手来调控。征收暴利税已被监管层否决,管理层目前的思路是用产品的创新来化解他们对市场的冲击,但遗憾的是,步子还不够

大,节奏还不够快。我们期待着政府尽早妥善解决这个问题,希望尽早看到居民切切实实获得财产性收入。



李翔  
英国约克大学经济学博士  
现任教于上海大学国际工商与管理学院



张祖谦  
上海欧洲学会副秘书长

控愈奋,也就越来越孤独。以前,我常打电话给他,请教有关问题,总能得到合理顺畅的解答;后来他常打电话给我,抱怨有关人事斗争的烦恼和怀才不遇的苦闷,我却不能帮助他找到合理顺畅的道路。

我心里总觉得他是某种制度的牺牲品,也许是中国传统的教育制度的理想,老师们总是鼓励学生树立远大理想,却从不告诉你这个社会的事实真相,真相就是大多数人都过着平庸的生活,终其一生都碌碌无为,我们需要习惯于平凡、平庸和平淡。朱富贵却不能收起远大理想的帆帆,他只想着去远航,他为搏击金融市场的惊涛骇浪而刻苦学习,因而他更向往那样的生活。有时我发觉他其实是一面镜子,隐约从他身上看到自己的影子。他的气愤不平的经历似乎源自于让我伤神感触的同一个剧本,里面记录着我回国以后的努力和抗争。他的失落和抱怨也总是撩拨起我渐渐连续的回忆。屈贾谊于长沙,非无圣主;窜梁鸿于海曲,岂乏明时”,并不是每个人都能够在太平盛世中脱颖而出,成就梦想的。我们每个人都是一颗漂浮的种子,一生都在寻找适合自己发芽的土壤,有的人也就着就这么长大了,有的人终其一生也没有找到那片属于他的土壤,也就注定要漂浮一辈子。

再往后,我们联系就越来越少了,先是听说他又换了工作,和女友分了手,后来听说他下水干了私募,最后又说去了深圳,以后再无音信。

事消耗和南奥塞梯重建需要15亿美元左右。如果真是这样,对于在国际能源市场上赚得腰缠万贯的俄罗斯来说,这点花费几乎是九牛一毛。

然而,稍加分析就可发现俄罗斯的算法大有问题。这场表面上“一面倒”的冲突暴露出俄军的许多“软肋”。由于预警能力较差,俄在事先没有发现格鲁吉亚在自己眼皮子下的军事集结。格军8月8日凌晨枪炮齐鸣时,驻扎在南奥塞梯的俄军维和部队措手不及,在第一轮炮击中伤亡惨重。在此后的交火中,虽然格军在整体上不是俄军的对手,但是格军少数精锐美国、以色列和乌克兰改进的武器却能够轻而易举地击毁俄军的坦克、装甲车和战机(包括按设计要用于对美国本土进行核打击的一架图-22M3战略轰炸机)。如果格军拥有更多先进武器,结果就难说了。

实战结果表明,俄军少数精确激光制导的武器在地形复杂和植被茂密的格鲁吉亚效果不佳。而美国等西方国家的许多精确卫星制导的武器基本不受地形地貌影响。据此,分析家们普遍认为,俄军在技术装备上起码比西方落后一代。

俄罗斯现在每年的军费开支仅相当于美国的十五分之一。2006年,时任总统的普京宣布了一项将投入2000亿美元的大规模更新俄军武器装备的计划。从这场冲突的情况来看,俄罗斯不仅需要投入更多的金钱,而且要赶快投入。因为美国已宣布将投入巨资重建格鲁吉亚的经济和军队。难怪俄罗斯战略和技术分析中心主任鲁斯兰·普霍夫说,击败格军不应成为俄罗斯欣喜若狂的理由,而应成为俄罗斯加速军事改革的动力。

在俄罗斯正式承认南奥塞梯和阿布哈兹“独立”的当天,俄罗斯股市暴跌6%,跌至2006年10月以来的最低点时,卢布在国际货币市场上的汇率也下跌到近23个月以来的新低。这两笔损失对俄罗斯来说,肯定有切肤之痛。由此看来,俄罗斯的“血”不是出在战场上,而是出在市场上。

近10年来,俄罗斯的复兴在很大程度上

度上得益于国际能源市场价格飞涨。就整体经济实力而言,俄罗斯经济并没有根本改善。俄罗斯工业设备平均比西方落后10至15年;巨大的俄罗斯用于科研的经费不及波兰。哪怕在能源生产方面,俄罗斯也面临投资不足、设备老化和产量下降的问题。在俄格冲突后,美国《基督教箴言报》指出,俄罗斯只有在石油价格高于150美元一桶的情况下才能够长期保持目前的强势地位,如果石油价格下降到60美元一桶的话,俄罗斯就完蛋了。1998年卢布崩溃的直接原因就是国际市场上的石油价格从大约30美元一桶下跌到15美元。

俄格冲突使本已降温的俄——西方关系进一步趋冷。又开始担心莫斯科成为威胁的西方是否会为俄罗斯的开路下手机?这是一个值得观察的问题。事实上,在能源方面俄罗斯与西方是相互依赖关系:西方、特别是欧盟依赖俄罗斯的石油和天然气出口,俄罗斯也依赖西方这个能源消费大户。如果美国、欧盟和日本联手对国际能源市场施加影响的话,效果还是会有。

美国既是一个能源消耗大国,也是能源生产大国,国内还有大量未开采的油气资源,美国的能源政策历来能够影响国际市场的行情。美国还能对许多沙特阿拉伯一直保留三分之一的石油开采能力处于闲置状态,随时可用于增产压价)。历史经验表明,一旦美国对这些国家有明确的要求,这些国家通常不得不“遵命”。俄格冲突后,国际石油价格出现了一波降价潮,现在已跌破了100美元。这难道巧合吗?

当然,俄格冲突还可能给俄罗斯造成其他的经济影响。比方,俄罗斯加入WTO的进程将被推迟。总之,前苏联解体后饱受西方蔑视和欺侮的俄罗斯,抓住格鲁吉亚总统萨卡什维利考虑不周,挑起战火的机会,狠狠惩罚了这个靠“颜色革命”上台,并经常与莫斯科作对的西方宠儿,确实出了口恶气。但是,随着时间的推移,莫斯科或许会感到这口恶气的代价是多么昂贵!