

2010 年第 1 期

总 第 41 期

学科信息参考

A 辑

(经贸, 金融, 会计, 管理, 信息)

上海对外贸易学院图书馆

学科信息参考

2010 年第 1 期 总第 41 期

目 录



主办:

上海对外贸易学院图书馆

顾问:

叶兴国 胡雪梅

主编:

王群 谢丹迎

责任编辑: 孔凡娟

编辑:

李静 (经贸专业)

唐永辉 (金融专业)

李谋信 (工商管理专业
商务信息专业)

制作: 艾致

出版日期:

2010 年 9 月 30 日

宏 观 经 济

- 非常规“出牌”中国宏观经济政策三年路线图 1
世界经济再平衡和美国套利 7

产 业 经 济 学

- 加工贸易产业升级与国内价值链构建 17
产业转移与产业升级的区域联动机制研究——兼论广东区域
经济协调发展模式 23

企 业 管 理

- 国外高校预算绩效评价研究的背景、现状与启示 29
高校预算绩效评价研究现状 35

资 本 市 场

- 产业整合与资本市场 38
发展区域资本市场促进中国—东盟自由贸易区建设 39
资本市场与经济增长 44
高新企业对接资本市场的关键 48
关于构建和发展中国特色资本市场的几点思考 49
河南区域性资本市场构建研究 51
通货膨胀影响资本市场的实证研究 54

快 讯

- 发改委称全年 CPI 控制 3% 目标可实现 65
戴相龙: 社保基金年内将投资境外 FOF 66
全球经济刺激政策尚难退出 66
中国遭遇迄今金额最大贸易摩擦案贸易保护向中国高端产品
延伸 67
奥巴马提出年收入低于 25 万美元中产减税计划 69

非常规“出牌”

中国宏观经济政策三年路线图

宏观经济



要不要加息，什么时候加息，无疑是今年最热的经济话题。2 月以来，中国进入了负利率时代，关于 CPI 的质疑，关于通货膨胀的警示，关于加息的预期……一浪高过一浪。然而，在中国，经验式的论断、规律性的推断在很多情况下都不奏效，预测很多时候只能流于空洞，非常态“出牌”成为中国宏观经济政策的常态。

2008 政策三大急转变

2008 年初，中国经济已连续 5 年以高于 10% 的速度加速增长，经济增长有由偏快转为过热的风险。面对错综复杂的国内外形势，2008 年，中国宏观调控政策经历了迅速而大幅度的调整：从“双防”转向“一保一控”，再转向“保增长、扩内需”。

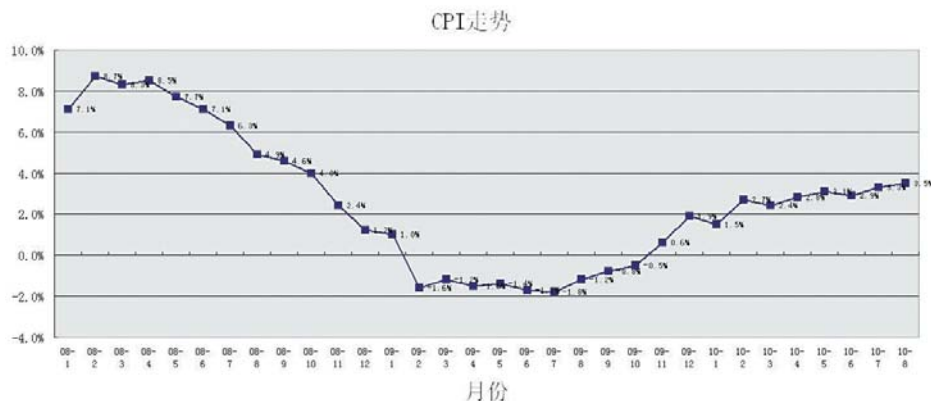
为消除经济运行面临的风险和存在的不健康、不稳定因素，2007 年 12 月初召开的中央经济工作会议确定了 2008 年的宏观调控任务：防止经济增长由偏快转为过热、防止价格由结构性上涨演变为明显通货膨胀。

正是着眼于“双防”的目标，我国实施了稳健的财政政策和从紧的货币政策，财政支出要重点用于加强经济社会发展的薄弱环节，着力促进结构调整和协调发展。

然而，2008 年 1 月中旬以来，在湖南、湖北、江苏、安徽、江西、贵州大部分地区和西北地区东部，出现了新中国成立以来罕见的持续大范围低温、雨雪和冰冻的极端天气，导致部分地区停电停水、通信中断、交通事故频发，人民群众的生产生活受到较大影响。受到雨雪冰冻灾害的影响，2008 年初的 CPI 一路飙升，在 2 月份创下了同比上涨 8.7% 的最高峰。严重的雪灾导致很多农产品的产量下降，很多南方城市的农作物被冻死，原定在春节期间上市的农作物也因雨雪灾害不能按时供应，再加上道路交通不畅，商品不能及时运抵目标市场，很多食品、生活必需品供应不足，价格上升，最终导致 CPI 上涨。

6 月份受上年涨价翘尾影响减弱而回落。下半年各月翘尾影响减弱、新涨价因素减少甚至下降因素增多，CPI 涨幅一路下滑。下半年 CPI

平均涨幅仅 3.9%，比上半年回落 4 个百分点。数据的演变表明，2007 年 5 月开始的、由猪肉价格迅速上涨所引发的新一轮通胀，于 2008 年末可告基本



结束。



受到 2008 年初南方冰冻雨雪灾害以及汶川地震的影响，南方地区基础设施大面积损毁，工农业生产遭受重大损失。国际上，美国的次贷危机影响逐步扩大，对中国的出口、金融等领域产生影响，国内出口呈现下滑态势。

为了刺激经济发展，7 月 25 日召开的中央政治局会议明确了下半年经济工作的任务：把保持经济平稳较快发展、控制物价过快上涨作为宏观调控的首要任务，即“一保一控”。8 月初，央行调增了全国商业银行信贷规模，以缓解中小企业融资难和担保难问题。随后，央行又决定从 9 月 16 日起下调人民币贷款基准利率和中小金融机构人民币存款准备金率，以解决中小企业流动资金短缺问题。

2008 年第三季度，随着美国次贷危机升级为世界金融危机，西方主要经济体陷入衰退的风险不断加大，国内房地产、钢铁、汽车等重要支柱产业产销大幅度下滑。保证中国经济保持平稳较快增长成为当前宏观调控的首要任务。

10 月 17 日，国务院常务会议指出，采取灵活审慎的宏观经济政策，尽快出台有针对性的财税、信贷、外贸等政策措施，继续保持经济平稳较快增长。随后，国家出台了一揽子保持经济稳定增长的措施：

10 月 20 日，国家发展改革委宣布，继续加大强农惠农政策力度，其中包括全力组织开展主要农产品收购，较大幅度提高 2009 年生产的粮食最低收购价格，较大幅度增加对种粮农民的补贴；10 月 21 日，国务院常务会议研究加强基础设施建设，核准了公路、机场、核电站、抽水蓄能电站等一批建设项目，决定加快南水北调中、东线一期工程建设进度；国家税务总局宣布，从今年 11 月 1 日起，适当调高纺织品、服装、玩具等劳动密集型商品和高技术含量、高附加值商品的出口退税率。

10 月 25 日，温家宝总理表示，中国已经调整了宏观经济政策，把保持经济稳定增长放在了首要位置，同时兼顾抑制通货膨胀和保持国际收支平衡。

随着国际环境内的金融危机影响和中国主要出口市场经济的逐渐衰退，外需不足的问题越来越突出，进一步扩大内需成为中国保持经济平稳较快增长的主要动力。

11 月 9 日，国务院常务会议宣布对宏观经济政策进行重大调整，财政政策从“稳健”转为“积极”，货币政策从“从紧”转为“适度宽松”，同时公布了今后两年总额达 4 万亿元的庞大投资计划，明确要求“出手要快、出拳要重、措施要准、工作要实”。

11 月 12 日，国务院常务会议又决定出台扩大内需、促进增长的四项实施措施。

随后，中国人民银行宣布大幅度降息，调整幅度创 11 年之最。

11 月 28 日，中共中央政治局召开会议，提出要把保持经济平稳较快发展作为 2009 年经济工作的首要任务。

2008 年，我国居民消费价格总水平(CPI)同比上涨 5.9%，比 2007 年同期涨幅约高出 0.9 个百分点。从各月同比价格来看，呈前高后低态势，2 月份同比上涨 8.7%，为全年最高涨幅，4 月份之后同

比逐月回落，7 月份以后回落速度加快，12 月为 1.2%，为全年最低涨幅。从各月环比来看，春节过后逐渐回落，3 月份后各月环比基本为负或者持平，价格总水平同比涨幅逐月回落。

2008 年，食品价格回落和翘尾因素拉动 CPI 高位回落。CPI 中最为敏感的食品价格累计上涨 14.3%，仍是拉动 CPI 上涨的主要因素。2008 年食品价格同比涨幅自 2 月后呈加速回落态势，环比除 1 月和 2 月外皆为负数，这也是 2008 年 CPI 逐月回落的原因之一。

居住价格涨幅回落是影响 CPI 走势的另一个原因。2008 年，居住价格同比上涨 5.5%，是八大类产品价格涨幅中仅次于食品的一类。各种综合原因导致了 2008 年 CPI 总体走势呈前高后低的走势。

受宏观经济政策的影响，2008 年的投资市场也出现了一些波动，沪深交易所统计显示，截至 2008 年底，两市总市值为 121366.44 亿元，较 2007 年底减少 205774.45 亿元；其中沪市总市值 97251.91 亿元，较 2007 年减少 172586.96 亿元，市值缩水了 63.96%；深市总市值 24114.53 亿元，较 2007 年减少 33187.49 亿元，市值缩水 57.92%。

中国社会科学院金融实验研究室主任刘煜辉表示：“2008 年的中国股市反映了一个实际的宏观经济状态，这是肯定的。”中央财经大学金融证券研究所所长韩复龄教授表示，2008 年中国资本市场“整体经济走势是由扩张期之后开始逐步往下跌的”，中国资本市场的变化，反映了宏观经济的状态。韩复龄说：“股市和宏观经济是联动的，股市的下跌既有国际的原因，也有中国内部产业调整的原因。股市下跌得过快过猛，从某种程度上和企业的效益是挂钩的，可以对比一下中石油和中石化等主要企业，2008 年的效益相对于 2007 年来讲都不是特别的理想，也正印证了股市和宏观经济的联动。”

2009 流动性危局

2009 年，可以说是风云突变的一年。世界金融危机的加剧，对我国影响深入，部分企业开始出现经营困难，进而引发企业减薪裁员。特别是珠三角、长三角众多出口导向型企业大量倒闭，成为受经济危机影响的重灾区。农民工找不到工作无奈返乡，百姓减少消费，财政减少，民生问题逐步凸显。

物价、房价、股价，件件牵动人心，特别是物价，更是让百姓格外关注。2009 年，居民消费价格同比累计下降 0.7%，是自 2003 年以来首次负增长。翘尾因素和产能过剩矛盾加剧影响全年 CPI 走低。2009 年国际、国内经济与市场环境对价格上涨形成较大的抑制作用。从各月同比价格变动看，从 2009 年 2 月到 6 月持续下跌，7 月开始回暖，11 月由负转正；八大类商品价格涨跌各占一半，其中价格同比涨幅最大的是烟酒及用品类，为 1.5%，跌幅最大的是居住价格，同比下降 3.6%。

从全年的 CPI 走势可以看出，2 月 CPI 同比下降 1.6%，创近十年来最大跌幅。影响 2 月 CPI 走低的因素是多方面的，一方面是 2008 年 2 月正值中国农历春节，当月 CPI 同比增幅达到 8.7%，处于年度峰值，而 2009 年春节在 1 月，节后粮油、猪肉等食品价格自然回落，加之 2008 年春节前夕南方部分地区发生了严重的冰雪灾害（2008 年 2 月份冰雪灾害导致当月 CPI 上涨 1 个百分点），而 2009 年 2 月并没有灾害影响，导致 2009 年 2 月居民消费价格同比涨幅明显下降。另一方面，随着国际金融危机不断深化、蔓延至实体经济，国际市场原油、铁矿石、金属等大宗商品价格同比下降幅度普遍在 40%以上，带动国内主要生产资料价格下降。分析人士认为国际原油价格暴跌，国内中石油、中石化两巨头竞相降价，都带动成品油价下跌，从而带动 CPI 增幅回落。

2009 年 2 月以来，供大于求的局面也使得各大超市卖场进行促销活动，沃尔玛、家乐福、好又多等超市的促销战是一轮接一轮，以生鲜为主的促销降价幅度达 20%。有关人士指出虽然促销对增加人气和销量确有帮助，但与 2008 年相比有明显下滑，尤其是大宗家电、百货和纺织类产品，销售明显遇冷。“东西便宜了表面上看是好事，但物价持续下跌表明社会消费信心不足，企业库存增加、不敢追加投资，就会导致经济增速下滑、就业岗位减少。”

据几位居民回忆,2009 年初物价相对便宜,房价也比现在低得很多,北京东五环的房子价格在 1 万左右,但那时候也是很少有人问津,由于金融危机的影响,大家都想多储存点现金,不敢盲目的买房或投资。

截至 2009 年 6 月,CPI 持续走低,2008 年基数过高带来的翘尾因素也是促使 CPI 同比持续负增长的主要因素。受季节性因素影响,蔬菜、水果、肉蛋等食品价格持续回落,促使 CPI 同比降幅继续扩大。与 CPI 走势相反的是宽松的货币政策下信贷的快速增长:2009 年 6 月末,广义货币供应量(M2)余额同比增长 28.5%,比上年末加快 10.6 个百分点;狭义货币供应量(M1)余额增长 24.8%,加快 15.7 个百分点;与此同时,2009 年上半年金融机构各项贷款比年初增加近 7.4 万亿元,同比多增近 5 万亿元,这相当于 2008 年全年新增贷款的 1.5 倍。宽松的货币政策与信贷投放并没有刺激物价上涨,反而是连续 6 个月的下降。价格从根本上说是由供求关系决定的,我国工业消费品市场较长时期内一直处于供过于求的局面,此次金融危机带来国际经济低迷,特别是中国的三大贸易伙伴——欧盟、美国和日本经济皆陷入衰退,需求量减少,导致我国外部需求锐减,加剧了国内相关行业的产能过剩。另一方面是夏粮实现连续 6 年增产,畜牧业生产增势平稳的农业生产态势使得占 CPI 权重最大的食品价格趋于稳定。农产品供需关系不断改善,消除了食品价格大幅波动的可能。当时居民消费价格仍处在下降的主要原因是总需求不足,部分行业产能过剩。

在经济危机的大环境下,就业压力继续增大,较 2008 年同期增加约 30 万人,远低于预期的规模。高校毕业生的就业情况仍比较严峻,据教育部统计,2009 年我国大学生就业率可达 87%,而根据中国社会调查所对北京、上海、西安等主要城市的 1000 名大学生的调查情况看,承认自己就业的只有 35%,两者间的巨大差距说明可能存在部分学生“被就业”的情况。2009 年有至少 80 万名大学生未能找到合适工作,未就业大学生的总数达到 560 万人,直接影响了农村家庭教育“投资”的选择和高等教育的健康发展。

2009 年毕业的孙小姐介绍,当时的招聘会参加了很多场,但是单位很少,合适的岗位更是少之又少,很多单位还以没有经验之类的话语让其先实习,实习工资只有几百块,孙小姐说,当时他们一帮毕业生就想他们寒心苦读了这么多年,终于毕业了,本想是大展拳脚,体现自我价值的时候了,更可以自己赚钱来孝敬辛苦为他们付出的父母,可是工作却这样的难找,薪水却是那么的少,毕业了还要靠父母,他们真的是觉得有点惭愧,鉴于金融危机,他们很多人也慢慢接受了先实习或者起薪低的要求。这样的情况屡见不鲜,用人企业为了节省开支,利用金融危机大学生不好找工作的局面以很低的薪水招聘这些大学生。

昔日风光的城市白领们也是宁可接受减薪也不要轻易失去饭碗。工薪族们开始在网上比拼,看看每月的生活费用是否能从 1000 元降到 500 元,减少逛街次数、将朋友聚会地点转移到家中、减少外出就餐等一系列的缩支方法来应对金融危机。

南方诸多加工厂瞬间倒闭数个,有多家玩具厂、服装企业、制鞋企业等。一家大型的玩具厂就会有几千名的职工失业,可想而知,数以百计的公司、工厂相继倒闭,就会有数十万、数百万人失业。很多农民工因找不到工作或失业而返乡,返乡途中有着这样的一支车队,车队由三轮车、摩托车组成,每辆车上都堆着家庭用品,有的还带着老婆孩子。这是一群因为金融危机失去工作的农民工,他们不得不驾驶三轮车、摩托车,历时半个月的时间回到家乡。这只是农民工返乡大潮中其中一个让心辛酸的场景。

十大产业振兴方案也相继出台,为刺激楼市,政府采用了降低交易税、利率和首付等多项政策;扩大内需上,选用了家电和汽车为突破口。一系列的刺激政策使得我们看到了经济回暖的阳光。

自 11 月份起,CPI 涨幅同比由负转正,当月上涨 0.6%,12 月份上涨 1.9%。全年工业品出厂价格下降 5.4%,12 月份由负转正,当月上涨 1.7%。全年原材料、燃料、动力购进价格下降 7.9%;商品零

售价格下降 1.2%。与一般情况的 CPI 温和增长不同, CPI 和 PPI 的急剧变化说明国内市场通货膨胀预期增强。在全球金融危机影响下, 我国大部分中小企业的经营出现短期决策的特点, 产品销售价格是以平均可变成本为基准的, 其要显著低于平均成本决策的水平, 以维护企业危机条件下生产的正常进行。因此, 我国 2009 年的 CPI 中除了正常的物价水平偏低外, 还有含有大量中小企业损失的部分利润。仅以 2009 年 1-8 月间企业利润水平下降比例的 20%核算, 现行 CPI 水平需增加 2.12 个百分点, 实际达到 4%左右。此外, 随着 2009 年上半年企业“去库存化”的基本完成, 企业的新增存货均是按照较低市场价格购进的, 12 月份 PPI 的突然上升应是部分企业对未来原材料价格持看涨评价, 急剧增长库存所导致的。国民经济通货膨胀预期显著加大, 在居民收入未能实现有效增长的情况下, 部分居民感到生活压力加大。

同步回升还有房价, 深圳房价从 2009 年初的 1.1 万元/平方米的均价, 进入 8 月份, 深圳房价达到 1.88 万元/平方米, 到了 9 月和 10 月, 豪宅更是将房价推上 2 万元/平方米大关。突破 2 万元大关的城市还有北京、上海。北京 10 月新盘均价达到 2.2 万元/平方米。房价上涨已经是普遍态势, 国家统计局发布信息, 2009 年 11 月, 全国 70 个大中城市房屋销售价格同比上涨 5.7%, 创年内最高纪录。

2009 年全年居民消费价格(CPI)和生产价格(PPI)为负值, 但年底上升较快, 通货膨胀预期压力加大。CPI 较上年下降 0.7%。其中, 城市下降 0.9%, 农村下降 0.3%。分类别看, 八大类商品价格四涨四落: 烟酒及用品上涨 1.5%, 医疗保健和个人用品上涨 1.2%, 食品上涨 0.7%, 家庭设备用品及维修服务上涨 0.2%; 居住下降 3.6%, 交通和通信下降 2.4%, 衣着下降 2.0%, 娱乐教育文化用品及服务下降 0.7%。因此, 农村消费结构与城市仍有较大差距, 食品和必需品仍然占据农民消费的重要比重。由于 2009 年信贷资金大量集中投放, 市场流动性充裕, 物价的快速回升引发了市场较为强烈的通胀预期, 因而, 如何加强调控来预防通胀预期风险将成为其时央行制定货币政策的重要依据。

2010 增长和转变, 谁更重要?

2010 年的两会上, 温家宝总理着重强调: “国内生产总值增长 8%左右, 主要是强调好字当头, 引导各方面把工作重点放到转变经济发展方式、调整经济结构上来。”由此, 2010 年的宏观政策定调: 从 2009 年“保增长”为首要任务, 转变到了“促转变”为发展重点。然而, 近几个月来, 学界和理论界人士不断有人疑问, 认为纵观 2010 年的宏观政策走向, 实则“保增长”, 虚则“促转变”。

金融危机之后, 政策走向由依靠出口、投资拉动经济增长转变为依靠内需和投资, 扩大内需, 尤其是增加居民消费需求被放置在了首要位置。与此同时, 居民消费价格指数也成为了格外重要的经济指标。2010 年的政府工作报告中着重说明, CPI 涨幅保持在 3%左右是今年经济社会发展的主要预期目标之一。

2010 年已过大半, 暮然回首, CPI 在 7 月已经超过警戒线上涨到了 3.3%。然而, 对 CPI 的警觉只是近几个月的事情, 西南 5 省持续干旱、青海玉树地震、世界博览会、新国十条的出台、南方 11 省遭受水灾……太多的大事件占据了我们的视野。当这些大事件稍作平息, 悄然间, 才发现我们的吃穿住行正在发生变化。

今年伊始, CPI 就不断刷新着新纪录: 2 月 CPI 同比上涨 2.7%, 首次超过了银行一年期定期存款利率, 中国开始进入负利率时代, 中国人在感觉生活成本上升的同时, 负利率也使手中的钱越来越少; 5 月 CPI 同比上涨 3.1%, 创下 19 个月来高位; 7 月份 CPI 同比上涨 3.3%, 涨幅创下 21 个月以来的新高; 8 月 CPI 同比上涨 3.5%, 创 22 个月新高。

在中国的 CPI 统计中, 食品类的权重高达 34%, 居住类的权重为 14%, 两项合计占比高达 48%左右。从 CPI 统计板块看, 2 月高于 2.7%的是食品价格同比上涨 6.2%和居住价格同比上涨 3.0%; 5 月

高于 3.1% 的是食品价格同比上涨 6.1%，医疗保健及个人用品类价格同比上涨 3.2% 和居住价格同比上涨 5.0%；7 月高于 3.3% 的是食品类上涨 6.8% 和居住类上涨 4.8%；8 月食品价格同比上涨 7.5%，居住价格同比上涨 4.4%，仍为涨幅最大的两项分类指标。中国 CPI 统计的居住类不含房产，主要是房租。因此，不难发现，CPI 上涨主要来自于食品和房租的上涨。

而在食品价格的上涨中，粮食的贡献率最大，这一方面是在食品类中涨幅较高的是粮食价格；另一方面是玉米、小麦、大米等粮食价格的上涨会直接抬高鸡鸭鱼肉、面包、方便面、饼干等几乎所有食品的价格。

2009 年为应对国际金融危机影响，中国政府实行了“一揽子”计划，大规模增加政府投资，实施总额 4 万亿元的两年投资计划，这些政策最明显的效果就体现在 2010 年。同时，2010 年继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，市场上充足的资金，一方面促进了经济的活跃，但另一方面也导致货币流动性过剩，物价走高成为必然。

居高不下的外汇也是国内物价走高的一个助推力。据统计，中国外汇储备占全球近三成，连续四年排第一，而每增加 1 亿美元的外汇储备，按 1:6.8 的汇率折算，国内都要相应增发 6.8 亿元。甚至这些绿票子并没有实质性地支撑中国经济的发展，大多还仅仅停留在外汇储备概念上。

面对一路上扬的粮食价格，也有不少人给出了这样的解释：今年上半年西南五省持续干旱，南方 11 省遭受水灾，受灾地区粮食减产已成定局，势必推高物价。菜市场的摊主们都认为，“今年南方遭灾了，吃的人多了，种的人少了，肯定得涨”。

真是自然灾害推高了今年的粮价吗？

中国的粮食主产区是东北、黄淮海和长江流域。西南干旱的云南、贵州、广西、四川、重庆 5 个省、市、自治区都属粮食自产自销的平衡区，受灾最严重的云南、贵州、广西三省区 2009 年粮食总产量仅是同期全国产量的 8%。即使干旱五省颗粒无收，也不会对全局的粮食产量产生太大影响。

国务院 8 月 11 日召开的常务会议通告，今年夏粮产量接近去年水平。可见，水灾也没有对夏粮生产造成实质影响。因此，将目前 CPI 中粮食价格的上涨归咎于水灾是草率的。

2004 年以来，中国连续 6 年实现粮食增产。2009 年中国的粮食库存消费比超过 40%，远高于国际公认的 17%-18% 的安全线水平。近年来粮食行情的持续走好，2010 年全国小麦、水稻等种植面积都有所扩大。即使受灾地区减产，政府也有能力保证市场粮食供给充足。

7 月初以来，俄罗斯等主要小麦出口国遭遇严重干旱灾害，国际市场小麦价格出现大幅上涨，玉米、大豆价格也有所上涨。有媒体称，全球粮价高涨潮流席卷中国，局地可能出现“抢购”。真的是“狼来了”吗？

2008 年国际金融危机之前，国际市场主要粮食品种价格均高位运行，之后出现较大幅度下降，而目前国际市场粮价也远低于 2008 年金融危机之前的水平，这次价格上涨只是恢复性价格上涨。从价格上看，目前国际市场粮价均全面大幅度低于国内市场，即使国际市场出现小麦价格涨幅较大的情况，也不会对国内市场价格造成明显冲击。

国家发改委价格司有关负责人介绍，中国小麦、玉米、稻谷产需基本平衡，进口量很小，不足国内粮食总产量的 1%，主要粮食品种能够自给自足，国内粮食价格变动基本不受国外市场的影响。

可以得出的是，自然灾害并不会对粮食的供应量产生太大影响，国际粮价变动也不会很大程度地搅动中国粮食供需市场。而让人担忧的是，自然灾害和国际粮价上涨导致的市场对粮价上涨预期的增

加，再加上去年翘尾因素的影响，粮价会被人为抬高。

尤其是目前的粮食已经脱离了供求关系和生产成本，而变成了一个复杂的金融化的产品。随着人民币升值预期的不断增高，国外大量游资和热钱流入中国，有人粗略估计规模在 6000 亿美元以上，国内资金的流动性过剩将进一步加剧，这部分热钱会不会流入中国的粮食市场呢？

今年 4 月以来，新国十条等一系列楼市调控政策重拳出击，楼价下跌的预期增加，购房者在观望中“以租待购”，推迟了买房计划。链家负责租房的经理人李勋表示：“今年 5 月以来，一个业务员每月会比去年同期至少多租出去两套房，但 5 月出售的房屋只有去年的一半。”

原本打算购房的一部分人继续选择了留在租房市场，再加上高校毕业生等新增的“房客”，整个租房市场相对呈现了供不应求的繁荣景象，而相伴而生的便是房主和中介对于房租上涨的预期。

不少房主借着一片大涨之势，提出了加房租。曹逸 2008 年 9 月在亚运村附近以 2600 元租到了 60 平方米左右的一套房子，如今合同即将到期，房主提出要加 1000 元房租。沈芬也遭遇了同样的事情，今年 4 月她花 2400 元在海淀区西二旗租了房子，但现在房主提出要加到 3000 元。

一些中介机构更是钻了空子，借此机会收拢房源，抬高房租。李勋说，今年 5 月的房租价格比年初平均高出 500 元，六七月份高得更多。房租的上涨直接抬高了人们的生活花销。

7 月召开的中共中央政治局会议，部署了下半年经济工作的要点。2010 年是全面实现“十一五”规划目标的最后一年，也是为“十二五”发展打好基础的重要一年。会议强调，要坚持把处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理通胀预期的关系作为宏观调控的核心。无论是解决长期存在的体制性、结构性问题，还是解决经济运行中突出的紧迫性问题，都要在保持经济平稳较快发展的前提下进行。

“保增长”在实质上取代“促转变”被放在了更重要的位置，CPI 的持续走高也没能让“保增长”放缓。让老百姓无奈的是，工资的上涨并不能抵消物价上涨增加的开销，手中的钱多了，日子过得却比从前还紧张，寄托于物价能够得到抑制的期望也化为泡影。而与此相反的是，促进内需仍是中国经济增长的首要着力点，如何提高普通百姓的收入将是如何促进中国经济持续快速增长的破题点。

作者：杨桐 郭钊杉 李仁平

来源：《中华工商时报》（2010-9-17）

世界经济再平衡和美国套利

在 2009 年 G20 匹兹堡峰会前夕，美国曾提出“可持续及平衡增长的框架”协议。协议指出，全球经济失衡主要表现为中国、德国等国拥有庞大的贸易顺差，而同时美国存在巨大的贸易逆差。中国等国的贸易顺差资金不断回流到美国金融市场，导致市场流动性过剩，助推了房地产泡沫的形成，进而引发了金融危机。因此，为尽快消除危机影响，促进世界的健康复苏，美国应该增加储蓄以减少贸易赤字，而中国等顺差国应该扩大国内消费降低贸易顺差，建立“世界经济新框架”，实现世界经济的“再平衡”。这种观点认为，世界经济失衡格局下外部资金回流美国造成流动性泛滥是导致次贷危机的主要原因。美国提出这样的观点并非偶然，早在 2005 年，时任美联储理事的现美联储主席

伯南克 (Bernanke) 就曾指出, 美国经常项目收支的恶化并不是由于美国人的储蓄不足 (消费过剩), 而是由于以中国为首的外国储蓄过剩。他列举的根据是, (美国的) 储蓄不足会引起世界利率上升, 而 (外国的) 储蓄过剩会引起世界利率下降。他还警告说, 从海外流入美国的资金助长了房地产泡沫的膨胀。2009 年 1 月 1 日英国《金融时报》刊登的采访中, 当时即将卸任的美国财政部长保尔森 (Paulson) 表示说, 此次国际金融危机产生的原因之一是中国等新兴国家的高储蓄率带来了世界经济的不平衡, 导致了美国资金的过剩, 促使美国投资家购买高风险资产。英国《金融时报》首席经济评论员马丁·沃尔夫 (Martin Wolf) 也曾指出, 美国爆发由次级贷危机引发的金融危机, 由中国等新兴国家超额储蓄率造成的世界利率下降而导致金融资产泡沫是重要原因之一。

关于次贷危机产生的原因, 相关人士已普遍认同是美国新世纪初过低的利率促成了楼市泡沫, 因而对泡沫破灭后“次贷-次债-金融危机”连环爆发难辞其咎的 (卢峰、刘鏊, 2009)。伯南克等人认为, 中国和一些新兴经济体储蓄率过高而消费过低进而形成大量贸易顺差致使世界经济失衡导致了次贷危机, 将金融危机主要责任归咎于中国等国家。这种论调故意忽视了美国为促进国内经济增长和社会发展而独立采取的货币政策和财政政策对经济运行造成的影响。实际上正是为实现国内目标而实行的经济政策才导致了美国经常项目的逆差和较低的国内利率, 进而引发了次贷危机。

1 美国经济政策是金融危机爆发的主要原因

当今世界的经济失衡主要指美国连续多年存在着巨额贸易逆差而中国等国家存在着巨额贸易顺差。全球经济失衡格局形成并非偶然, 是美元本位制的国际货币体制和美国国内经济结构失衡共同作用的结果。

1.1 美联储货币政策造成国内利率和国际利率的波动

美国联邦基金利率 (federal funds rate, FFR) 是指美国银行同业拆借市场利率, 其变动能敏感反映出银行之间的资金余缺, 影响商业银行的资金成本并传递给工商企业, 进而影响消费、投资和国民经济。美联储通过调节其拆借利率并借用公开市场操作来影响联邦基金利率以达到其政策目的。

20 世纪初 IT 泡沫破灭后美国经济出现严重下滑, 美联储为刺激经济和稳定金融市场, 采取了大举降息的扩张货币政策。从 2001 年 11 月初开始, 连续 13 次降息, 到 2003 年 6 月 25 日, 联邦基金利率已下调至 1%, 创 45 年来最低水平。此后到 2004 年 6 月底, 联邦基金利率始终保持在 1.13%-2.13% 的低水平。

经验研究业已证明, 美联储在 21 世纪初采取了过于宽松的低利率政策来刺激经济, 有些年份的实际利率已为负 (卢峰、刘鏊, 2009)。为了维持低水平利率, 美联储不断注入流动性, 增加货币供给, 造成了市场流动性泛滥。图 1 显示了美国广义货币 M2 与 FFR 明显的反向变化趋势。

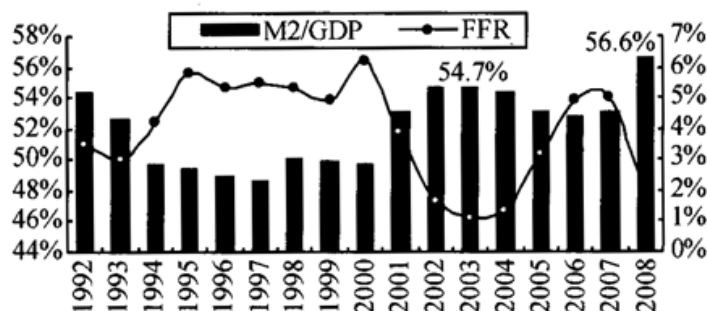


图 1 美国 M2 与 GDP 比例

资料来源: M2、GDP 来自 EIU 数据库; FFR 来自美联储网站。

低利率降低了市场融资成本, 银行和其他金融机构不断增加放贷规模。为追求高额回报率, 大规模资金进入商品市场逐利, 房屋抵押贷款范围不断扩大, 造成房地产市场异常繁荣, 推动房价节节上涨。图 2 反映了 FFR 与美国新建单户住宅销售 (new one-family houses sold) 比较, 图中可以看出, 2001 年联邦基金利率的大幅下调刺激了房地产市场的繁荣, 美国新建单户住宅销售总数加速增加。

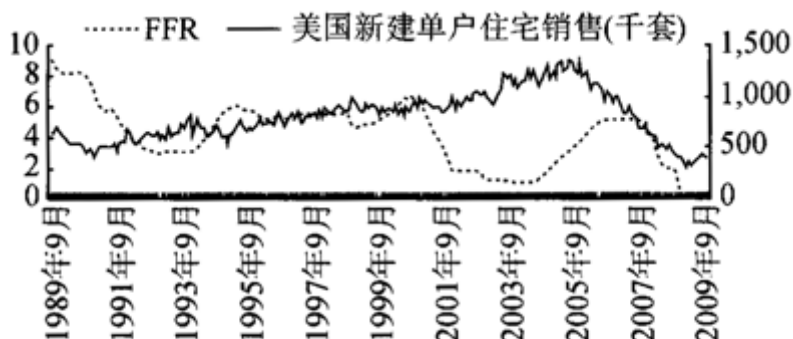


图 2 联邦基金利率与美国新建单户住宅销售

FFR 同图 1; 美国新建单户住宅销售套数来自美国人口普查局 (US Census Bureau)。

美国独立采取的货币政策不仅引起国内利率的变化, 而且还导致了世界利率的波动。LIBOR (London inter bank offered rate) 是伦敦银行同业拆放利率, 代表伦敦一流银行间短期资金借贷利率。现在 LIBOR 已成为国际金融市场中大多数浮动利率的基础利率, 作为银行从市场上筹集资金进行转贷的融资成本。美国作为世界最强经济体和世界最为开放的贸易主体, 国内经济对世界经济有着重要的影响。当美国采取扩张性的货币政策刺激经济增长时, 不仅使其国内流动性增加, 利率下降, 而且还会带来世界利率的整体下调。对 FFR 和 LIBOR 因果关系检验显示, LIBOR 的走势非常显著地受到 FFR 变化的影响 (表 1)。

那么中国对世界利率的影响又是如何呢? 图 3 比较了中国城乡储蓄和外汇储备与中国 GDP 比率 and

表 1 FFR 与 LIBOR 因果关系检验

原假设	F 统计值	概率
LLIBOR 不是 LFFR 的格兰杰原因	1.1519	0.3172
LFFR 不是 LLIBOR 的格兰杰原因	34.4155	210^{-14}

注: LFFR 和 LLIBOR 是 FFR 和 LIBOR 的对数。

LIBOR 的走势, 可以看出, 1993-1998 年以及 2003-2007 年期间, LIBOR 呈总体上升。而 1999-2002 年呈下降趋势, 但 1993-2008 年, 中国城乡储蓄和外汇储备总体处于不断上升趋势, 这说明世界市场利率与中国储蓄率之间并没有太大的关联性。因此, 伯南克认为世界利率下降是由于 (其他国家) 储蓄率过高造成的观点是错误的。

1.2 美国长期赤字财政政策导致国内利率和国际利率的下降

美国政府长期以来依赖赤字财政维系经济增长, 20 世纪 70 年代中期是美国财政赤字的分水岭。这之前美国财政时有盈余, 即便发生赤字规模也较小。但 70 年代中期以后, 美国财政预算连年保持赤字并逐渐扩大, 1992 年达到创纪录的 2903 亿美元。克林顿执政期间, 美国经济的低通胀与高增长使财政状况出现好转, 并一度出现财政盈余。但是 2001 年小布什上台以后, 反恐、阿富汗战争、伊拉克战争等加重了财政负担, 美国财政状况急剧恶化, 于 2002 年重新陷入财政赤字, 且连年扩大,

2004 年达到 4000 亿美元以上。2008 年金融危机爆发, 联邦政府加大了财政支出规模, 财政赤字再创 4500 亿美元新高。2009 年的预算赤字突破 1 万亿美元关口, 达到 1.8 万亿美元的创历史记录。

美国政府主要通过发行国债 (Public debt) 来弥补财政赤字, 从历史上来看, 其大多年份发行额都超过财政赤字规模。1984 年美国国债净发行额仅比财政预算赤字多 97 亿美元, 而到了 1991 年

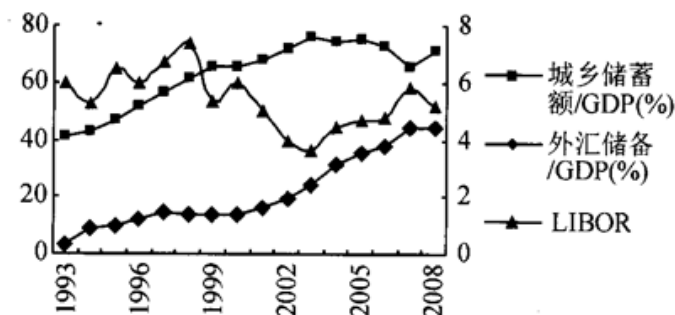


图3 中国储蓄率和外汇储备率与 LIBOR 比较

资料来源:中国储蓄、外汇储备、GDP 来自中国统计年鉴;LIBOR 来自英格兰银行(Bank of England)网站。

海湾战争, 这一差额达到 1600 多亿美元。之后虽然经历了克林顿政府的财政运转的历史最佳期, 保持低水平的国债发行, 但在小布什政府上台的第二年, 财政便又转入赤字状态, 同年国债发行也快速扩张至 4000 多亿美元, 国债发行额与赤字规模差额达 2630 亿美元, 此后这一差额呈不断扩大之势。金融危机的爆发使得美国不得不扩张财政赤字和国债发行规模, 2009 年的国债净发行额高达 1.88 万亿美元, 创历史之最。

理论上讲, 当政府加大财政支出时, 会挤占用于投资的资金, 使得国内资金供应紧张而抬高国内利率。但美国联邦政府发行的国债部分是由美联储购买, 这必然带来货币供给的增加, 另外美国实施扩张财政总以宽松货币政策配合, 因而美国的财政扩张反而造成了利率的下降。从图 4 可以看出, 自 1983 年以来大多数年份美国 M2 的发行量都大于财政赤字, 货币供给幅度远大于财政扩张需求, 使得联邦基金利率也随着财政的扩张而下降。

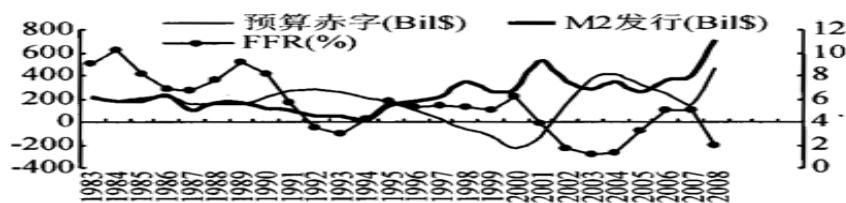


图4 美国预算赤字、M2 发行量与 FFR

资料来源: M2、预算赤字来自 EIU 数据库, FFR 同图 1。

1.3 美元本位制和“后工业化”经济结构下扩张经济政策导致美国经常项目逆差

(1) 美元本位制下世界经济失衡的必然性

2003 年, Dooley、Garber 和 Folkerts Landau 撰文描述了一个自然形成的新体系: 亚洲一些出口国家钉住美元汇率, 保持巨额出口顺差和国内储蓄; 与此同时, 以美国为代表的一些西方国家则维持高消费、低储蓄和大量贸易逆差。由于这种体系在形式上与 1945-1973 年的布雷顿森林体系类似, 他们将其称之为新布雷顿森林体系 (Revived Britton Woods System)。新布雷顿森林体系实际是以美元为国际货币的国际货币制度安排, 即美元本位制。而正是这种美元本位制的货币制度, 使得世界经济失衡具有了可能性。

金本位制下,各国政府以法律形式规定货币的含金量,国家货币供给受到黄金储备的约束。铸币平价的作用和黄金输送点的限制使得国家货币汇率波动幅度不大,从而使各国价格水平保持相对稳定。二战后确立的布雷顿森林体系以黄金为基础,以美元作为最主要的国际储备货币,实行美元直接与黄金挂钩,各国货币则与美元挂钩的“双挂钩机制”。各国实行可调节的钉住汇率制,当美元发行超过市场需求时,各国将获得的“过剩”美元与美国兑换黄金。这使得美国黄金储备资产减少,为维持美元的黄金含量,美国不得不紧缩银根,减少美元发行量,其后果就是美国总需求减少进口下降,从而改善其国际收支状况。布雷顿森林体系实际是一种金汇兑本位制,黄金储量制约着美元的供给,同时也制约着与美元保持固定汇率的世界其他主要货币的发行,稳定了世界市场价格,形成了世界经济由失衡向平衡变化的自我恢复机制。但是,20 世纪 70 年代美元危机迫使美国停止对外用美元兑换黄金,并两度宣布美元贬值。于是西方各国纷纷取消本国货币与美元的固定汇率,实行了浮动汇率。1976 年的牙买加会议正式取消了黄金官价,开始实施黄金非货币化。这使得美国对外提供美元失去了黄金储备的束缚,美国不再担心国际收支逆差会导致黄金外流,美国可以根据其国内经济社会发展需要随意发行美元以换取其所需要的国外商品和资源(段彦飞,2008)。

这种理论上的可能由于美国国内经济结构的调整变成了现实。随着发展中国家的经济开放和经济全球化的不断深入,国际投资秩序逐步建立,投资日趋自由化。以中国、东亚为代表的新兴市场国家以其优惠的投资政策、廉价的劳动力成本、丰富的国内资源吸引了美国的众多企业将国内生产进行全部或部分转移,在全球范围内配置资源,以此降低成本,获取更高的利润。20 世纪 70 年代以来,美国国内的制造业不断向国外转移,而同时国内服务业则快速发展,国内经济“去工业化”程度不断加深。1980 年美国私人部门产品和服务占 GDP 的比例为 30% 和 56%,而到了 2008 年则为 19% 和 68%，“去工业化”特征明显。这种供给层面的变化并没有伴随着需求结构的配合,美国国内对产品和服务的需求与产出变化并不同步。1970-2008 年,美国私人服务业(private service-producing industries)与私人产品制造业(private goods-producing industries)产出的比率由 1.54 增至 3.61,而同期美国家庭消费支出中服务支出对产品支出的比率从 1970 年的 1.03 升至 2008 年的 1.97,需求结构的变化明显滞后于供给结构的变化(图 5)。

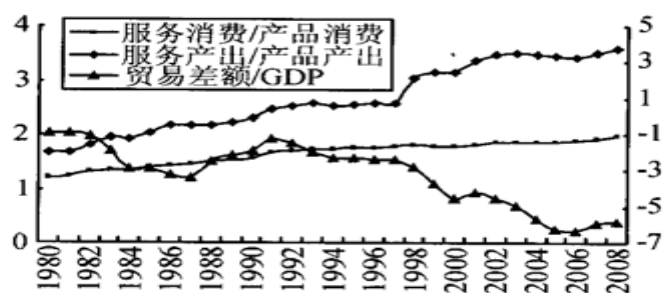


图 5 美国供需结构变化

资料来源:私人部门消费产出来自美国经济分析局(BEA),贸易差额和 GDP 来自 EIU 数据库。

需求变化的滞后使美国服务业生产相对过剩而产品生产相对不足,供求结构的长期失衡会影响经济的稳定运转,必须予以纠正。但“去工业化”使美国很难利用国内力量来扭转失衡的局面,这时,国际贸易则成为最好的调节手段——利用进口弥补国内供给相对不足的产品,出口国内生产相对过剩的产品。美国国内相对供给不足的制造业产品大多属可贸易产品,可以从国外进口补缺,但是国内相对过剩的服务业贸易性较弱(如法律服务),有的就属于非贸易品(如家政服务)或不可贸易品(如公共事业)。为了满足生产生活的需要,美国不得不从国外进口大量短缺产品,而相对成熟的服务业却蛰伏于国内,无法进入国际市场,进大于出的结果形成了贸易逆差。从国内看,服务业产品的需求相对不足必然导致服务产出的萎缩和供给的减少,由此会造成经济结构调整趋势的逆转,不利于经济的长期增长(于春海,2009)。为避免经济结构调整过程中的逆转,必然要通过推动国内总需求来增

加对服务产品的需求,但这种做法也推动了国内对制造业产品的需求,从而促使美国贸易逆差持续扩大。

图 6 描述了美国贸易逆差的产生机制。图中横轴表示服务产品,纵轴表示制造业产品。QQ 是美国的生产可能性曲线。PP 是美国的生产可能性曲线。服务与制造产品初始世界相对价格线为 PP,美国在 A 点生产,在 B 点消费,贸易三角形为 BCA,获得 u_1 的效用。由于美国国内产业结构的调整,部分制造业转移到国外,而国内服务业快速发展。这一方面使国内制造业的生产减少而服务业生产增加,另一方面使得服务产品与制造业产品世界相对价格升高到 $P'P'$ 。这时,美国的生产点在 D 点,而其福利最大化点在正点,获得 u_2 的效用,贸易三角形应为 EFD。但是由于服务较弱的贸易性,实际出口不可能达到 DF,而只有 DG,这时美国只能在 H 点消费获得 u_3 的效用。但是美国为获得最大效用 u_2 ,在即便仅能出口 DG 的情况下,超前到 N 点消费,从而产生了 HN 的贸易逆差。美国为何在出口 DG 仅能换取进口 HG 的情况下仍能超越 H 达到更高的 N 点消费呢?换句话说,美国为何能使 HN 的贸易逆差不断维持下去呢?这主要得益于美元的国际货币地位。美元及美元资产是世界各国主要国际储备形式,美元还是国际主要清算货币,在石油等资源的国际标价中美元更是占据绝对垄断地位。因此世界各国都比较乐意接受美元及美元资产,而美国只要通过对外输出美元符号便可无需提供任何交换产品而获得 HN 的商品和资源。

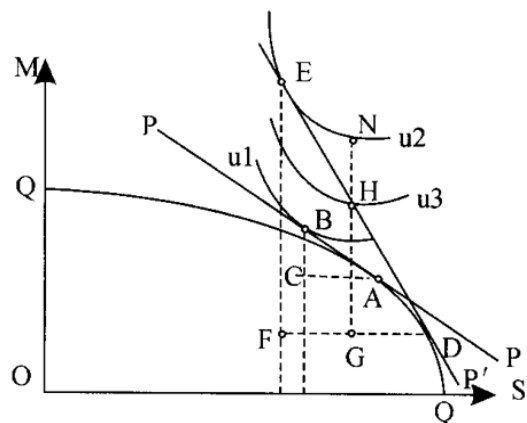


图 6 美国产业结构调整与贸易逆差产生机制

从美国 CPI、GDP 和 M2 增长率的比较中可以得到美国过度发行美元对外溢出的证明。理论上说,一国货币供给增加会提高人们对商品及金融资产的需求,在产出增长滞后情况下势必会造成国内价格上涨,出现通货膨胀。但从图 7 可以看到,虽然美国 M2 的增长率远高于 GDP 增长率,但其 CPI 指数却一直呈现较为平稳的变化趋势,甚至出现在 M2 与 GDP 增长率差距增加时 CPI 增长下降的情况(200111、200711)。超出经济增长的货币供给缘何未造成国内通货膨胀?其原因就是超出的美元供给大量流向了国外,被一些以出口为导向的国家所吸收。这些国家一方面接受着美元符号,另一方面向美国输出大量低价产品,满足了美国消费需求。由此,美国凭借其美元发行国的特殊地位,可以几乎不受任何限制地向市场注入大量流动性来刺激经济而不必担心通胀出现,溢出的美元符号购买国外大量商品和资源,形成中国等国对美的贸易顺差以及美国的贸易逆差,美国从一来一回的失衡中获取了高额的“铸币税”。因此说,美联储过度扩张的货币政策才是造成世界经济失衡的主要原因之一。

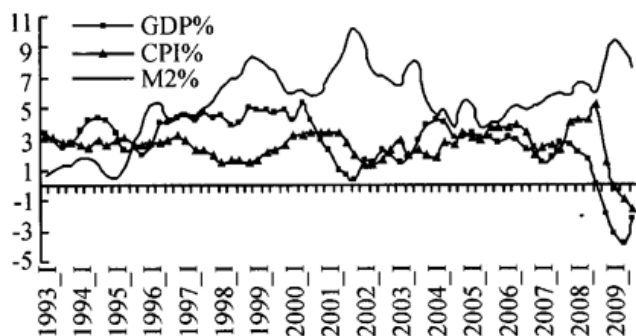


图 7 美国 M2、GDP 和 CPI 增长率比较

资料来源:EIU 数据库。

(2) 长期赤字财政政策导致了美国经常项目逆差并不断恶化

在开放经济条件下,一国出现经常项目逆差主要是国内总投资大于总储蓄的结果。根据国民收入

账户有：社会，总需求 $=C+I+G+X$ ，社会总供给： $C+S+T+M$ 。其中， J 、 M 、 S 、 T 、 C 分别表示国家的出口与进口、私人储蓄与社会投资以及政府收入和支出。经济保持平衡要求社会总需求等于总供给，联立两式可得 $(X-M) = (S-I) + (T-C) = [(T-C) + S] - I$ 。 $T-C$ 表现为政府储蓄， $(T-C) + S$ 则是为社会总储蓄。当社会总储蓄 $[(T-C) + S]$ 小于总投资时，为保持国民经济的平衡，必然要求国外资金流入以弥补投资缺口。表现在经常项目账户就形成了经常项目逆差。当政府入不敷出时，便会产生政府负储蓄形成财政赤字，扩张的财政政策导致 $(T-C)$ 负值增加时就会造成等式左边 $(X-M)$ 的负值加大。如果私人储蓄不足以弥补政府储蓄的下降，势必会造成经常项目逆差的不断扩大。从美国财政状况看，小布什上台后，美国政府推行减税和增加开支的政策，政府在国防、反恐、医疗保险等方面的开支都在上升，而税收却在下降，美国政府财政赤字不断加大。从国内消费看，美国长期以来是消费主导型的国家，美国经济的 $2/3$ 靠消费者支出来支撑。美国居民消费支出占可支配收入比例多年都在 90% 以上。超前消费使得美国居民储蓄率较低，国内储蓄严重不足，在总投资平稳增长的情况下，出现经常账户逆差是必然的结果。

2 美国从“经济再平衡”中实现世界套利

2008 年，美国的贸易逆差达到了 8400 多亿美元，吸纳了世界近 75% 的贸易逆差。因此当奥巴马为解决金融危机而提出减少贸易逆差实现世界“经济再平衡”的观点后，引起了世界的关注。我们需要特别关注的是，世界经济失衡已存在多年，为何美国政府要在此时高调提出解决失衡？美国可能会采取什么方法来减少逆差？中国该如何应对？

金融危机之前，美元本位制下美国仅通过输出美元符号便可得到大量国外产品和资源，由此形成的经常账户逆差带来的美元贬值压力又由于国外美元流入美国形成资本账户盈余而缓解。这一来一回的直接结果便是表现为美国拥有巨大贸易逆差而中国等国拥有巨大贸易顺差的世界经济失衡格局。但是，这种失衡中外国投资者掌握的仅是账面资产，美国则获得了大量商品，利用别国资源提高了本国社会生活福利。因而在美国经济保持平稳增长时，美国是很安享这种经济失衡的世界经济格局的。

但是金融危机使得美国经济受到严重打击，经济不断下滑，许多公司倒闭，大批工人失业。抑制经济下滑趋势，尽快推动经济复苏和恢复国民信心成为奥巴马政府的首要任务。次贷危机爆发以来，美联储再次采取了大幅减息的措施，联邦基金利率已经处于历史最低，美国政府也不惜以更高的赤字增加财政支出来刺激经济复苏。扩张的政策似乎已发挥作用，美国 2009 年第 3 季度 GDP 结束了连续下降，出现了正增长，达到 2.2%，而第 4 季度更是达到 5.7%，显示美国经济已结束衰退，开始步入复苏之路。但经济的底部的复苏显然不足以拉动就业市场。据美国劳工部公布数据显示，美国 2009 年 10 月份失业率升至 10.2%，刷新自 1983 年以来的最高纪录。2009 年第 4 季度的失业率也在 10% 左右，超过 1500 万人找不到工作，而其中失业期超过半年的民众达 600 多万，占失业大军的近 40%。经济学家们已经开始担心，持续的高失业率将促使民众继续收紧腰包，从而影响占美国经济 70% 的消费支出的增长。如何解决就业问题，如何推动经济继续增长？这时美国想到了世界。根据宏观经济理论，推动经济增长的因素有国内消费、投资、政府支出和净出口。目前，美国国内消费倾向下降，投资疲软，而加大政府支出的巨额赤字得以为继的难度亦不断增加，因此促进出口、减少进口则成为美国政府必然的选择。而解决世界经济失衡，就是要减少美国贸易的巨额逆差和中国等国的贸易顺差，就需要美国增加出口减少进口，而中国等国要扩大国内消费减少出口。由此可以看出，美国所在意的并非巨额贸易赤字的存在，其所谓的“经济再平衡”，实质是要求世界其他国家再次替美国买单，通过增加出口减少进口来刺激美国国内生产，推动经济尽快走出低谷。

那么如何来减少贸易赤字实现“经济再平衡”呢？从历史看，国际货币基金组织（IMF）的方法倾向于采取紧缩性的国内政策，如提高利率、降低财政支出、减少政府干预、实现贸易投资自由化、实行私有化等。但这些紧缩政策会束缚国内生产，增加就业压力，因此并不是美国所愿意的政策选择。

美国的意图相当明显，一是增加出口，二是减少进口。增加出口必然要求产品的竞争优势增强。如果以产品贸易盈余作为竞争优势的判定标准，美国贸易产品中处于贸易盈余最靠前的是服务和高新技术产品的出口。美国服务业虽然相对竞争优势较大，但服务业低贸易性的特点决定了短期内其出口难以有大幅增加的可能。高新技术产品出口包括两方面，一是现有高技术产品加大出口力度，二是开发出创新的产品，引发新一轮的产业发展浪潮。美国作为当今世界科技最发达的国家，在很多领域都拥有世界领先的技术和产品。这些技术与产品在世界市场具有着绝对的竞争优势，而且也是其他各国所希望得到的。但是地缘政治立场和维持技术高端垄断地位的目的使美国对出口的高新技术产品采取了种种严格的限制，阻止技术对部分国家的出口。这种地缘政治立场短期内不可能有太大改变，因此，美国加大对已掌握的高新技术产品的出口来降低贸易逆差的可能性较小。而依赖于开发创新产品加大出口要受到产品发展周期的限制。根据产品生命周期理论（Vernon, 1966），新产品从开发阶段到形成出口能力的成熟阶段需要一个间隔，短期内是无法形成大量出口的。由此可知，美国想通过大幅增加出口来扩张国内生产的目的短期难以实现。而从进口看，通过限制国外产品的进口来保护本国生产似乎要更为容易一些。通过设置各种贸易壁垒提高进口产品的成本，降低其在国内的竞争优势，从而可以推动本国进口替代产业的生产扩张。2010 是美国的中期选举年，而在美国，“失业率上升+中期选举=贸易保护主义”是一个屡试不爽的定律（余永定，2009）。因此，美国通过贸易保护主义来限制进口几乎是不可避免的。但贸易保护的行为是违背世贸组织原则的，势必会受到其他国家的强烈反对甚至报复引发贸易争端从而降低对本国生产的保护和促进作用，因此行动需慎之又慎。如何能在不改变贸易结构又不引起贸易争端的情况下达到增加出口减少进口实现带动经济增长的目的呢？美元的贬值似乎是最佳的选择。

凭借美元的国际货币地位，美国可以获得较高的“铸币税”收益，因而“强势美元”符合美国的根本利益。但持续的经常项目逆差和不断累积的债务却导致美元呈贬值之势，如不加以制止有可能会造成美元危机。如何既能维持美元国际地位而又能改善贸易状况是美国实现“再平衡”中必然要面对的问题。金融危机爆发以来，人们对美元的信心已有所动摇，但这并不足以撼动美元当前的国际地位。首先美元及美元资产仍然是世界主要储备资产；其次世界金融及产品贸易结算仍以美元为主；最后，也是最主要的，世界还没有出现能真正替代美元的货币符号。正是鉴于此，美国可以凭借美元来“绑架”世界（华民，2009）。因而，美国“经济的再平衡”之路，极有可能会是美元的有序贬值之旅。

事实上，美元自 1983 年以来一直处于持续的有序贬值之中。从图 8 可以看出，自 1983 年以来，美元对世界六大主要货币一直呈贬值之势，但这并未使美国国际地位受到影响，也没有使美国经济受到影响，相反，在美元的不断贬值过程中，美国实现了对世界的双向套利。



图 8 美元对世界六大主要货币汇率

资料来源: EIU 数据库。

2.1 第一层套利: 美国债务的减少

美国是世界最大的债务国，而且其债务呈逐年扩大之势。2008 年，美国对国外的长短期债务（long-and short-term debt）达到 7 万多亿美元，比 2000 年增长近 4 倍，世界各国的储备也是以

美元资产为主。因此,美元的贬值会减少美国实际负担的国外债务。仅以美国国外长期债务为例,2008 年美国的对外长期债务比 2000 年高出 46450 亿美元,用同期美元对欧元的汇率折算,2000-2008 年仅美元贬值就使得美国国外长期债务减少了 9183 亿美元(表 2)。

表 2 美国国外长期债务变化:2000~2008 年

年份	美国长期债务(亿美元)	增加额(亿美元)	美元汇率(€/\$)	同期欧元计值(亿欧元)	按 2008 年美元汇率折算(亿美元)	持有美国债权损失(亿美元)	累计损失(亿美元)
2000	18,490	-	1.0822	-	-	-	-
2002	25,305	6,815	1.0589	7,216	10,620	-3,805	-3,805
2003	29,388	4,083	0.8843	3,611	5,314	-1,231	-5,036
2004	35,005	5,617	0.8043	4,518	6,649	-1,032	-6,068
2005	41,184	6,179	0.8027	4,960	7,299	-1,120	-7,188
2006	47,326	6,142	0.7964	4,891	7,198	-1,056	-8,244
2007	60,069	12,743	0.7296	9,297	13,682	-939	-9,183
2008	64,940	4,871	0.6795	3,310	4,871	0	-9,183

注:表中美国长期债务数据为年中数据,2001 年数据缺失。

数据来源:美国长期债务来自美国财政部网站,美元汇率来自 IMF。

2.2 第二层套利:美国对国外债权的增加

随着美国国内产业结构的调整和国际产业分工的进一步深化,美国的对外投资大幅增加。以对外直接投资(FDI)年度投资额看,1990 年美国对外直接投资额为 733 亿美元,而到 2007 年底则达到了 3784 亿美元。如果用美元对欧元的汇率来折算,仅 2000-2008 年美国累计对外投资价值因美元贬值而增加了 4027 亿美元(表 3)。

表 3 美国对外直接投资变化 2000~2008 年

年份	美国对外直接投资(亿美元)	美元汇率(€/ \$)	同期欧元计值(亿欧元)	按 2008 年美元汇率折算(亿美元)	投资汇率收入(亿美元)	累计获益(亿美元)
2000	1,426	1.0822	1,543	2271	845	845
2001	1,249	1.1165	1,395	2053	804	1,649
2002	1,349	1.0589	1,428	2102	753	2,402
2003	1,294	0.8843	1,144	1684	390	2,792
2004	2,949	0.8043	2,372	3491	542	3,334
2005	154	0.8027	124	182	28	3,362
2006	2,242	0.7964	1,786	2628	386	3,748
2007	3,784	0.7296	2,761	4063	279	4,027
2008	3,118	0.6795	2,119	3118	0	4,027

注:表中 FDI 数据为经当期成本调整(current-cost adjustment)数据。

数据来源:FDI 来自美国经济分析局(BEA);美元汇率同表 2。

2.3 人民币汇改以来美国对中国的资产套利

中国多年出口导向型的发展战略促进了中国经济的增长,同时也带来了中国外汇储备的快速增

长。1989 年我国外汇储备仅为 56 亿美元，到了 2005 年我国外汇储备达到 10663 亿美元超过日本成为世界第一，2009 年底达到 23992 亿美元，20 年增长了近 350 倍。在我国的外汇储备中，以美元资产占到多数。根据美国财政部 2009 年底数据，我国购买的美国国债（treasury securities）达 8948 亿美元，占全部外国投资者持有总量的 24.3%。

2005 年 7 月 21 日中国人民银行宣布人民币汇率不再钉住单一美元，开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节有管理的浮动汇率制度。随后，人民币对美元处于不断升值之中。截至到 2009 年底，人民币对美元相对汇改前已经累计升值达 21.2%（图 9）。

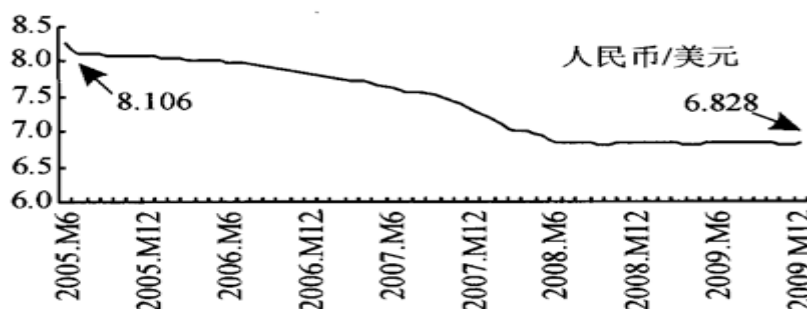


图 9 汇改以来人民币对美元走势

资料来源：中国国家外汇管理局。

简单的折算便可知，自汇改到 2009 年仅中国所持有的美国国债面值就因美元贬值而减少近 815 亿美元。同时，美国作为中国主要的外资的来源国，2000-2008 年对中国 FDI 投资累计近 453 亿美元，按汇改后人民币对美元的升值幅度折算，美国对中国直接投资 9 年中因汇率变化就升值达 60 亿美元。美国在美元对人民币的贬值中实现了对中国的双向套利。

3 结论与建议

金融危机使美国经济受到严重打击。为解决国内就业题，推动经济增长，在国内消费投资疲软和财政赤字不断加大情况下，美国希望通过增加出口减少进口来带动经济的增长，因此提出了实现“世界经济再平衡”的观点，目的就是利用世界力量来帮助美国走出低谷。为达到此目的，美国一方面有通过贸易保护促进本国生产的强烈动机，另一方面有借助美元的特殊国际地位，通过美元的有序贬值来改善贸易状况，推动经济复苏，再次实现对世界双向套利的取向。作为持有大量美元外汇资产的美国最大逆差国，中国应该认清形势，避免掉入美国设计的陷阱中，积极采取措施减少美元贬值和人民币升值以及贸易保护对我们造成的不利影响。首先应当在今后的一段时间内维持人民币对美元的汇率稳定；第二应当加强监管，严防豪赌人民币升值的投机资金的流入和流出；第三应当调整外汇储备结构，逐步减持美元债券，加大黄金储备比重和实物资产的购买；第四要利用较为有利的国际形势与美国等西方国家谈判，促使其加大对我国的技术出口；第五要加快生产与贸易的结构性调整，提升出口贸易产品的技术含量和附加值；第六要联合广大发展中国家，推动国际经济体制和国际金融体系的改革。

作者：孙治宇 赵曙东

来源：《世界经济研究》2010 年第 8 期

加工贸易产业升级与国内价值链构建



1 前言

时至今日,由美国次贷危机引发的世界经济危机使得国际自由贸易体系处于一个艰难时刻,贸易壁垒与贸易摩擦潜流涌动。对我国东部沿海地区而言,过去利用廉价劳动力的成本优势参与国际分工的加工贸易模式遭受多重危机,加工贸易产业面临着新一轮转型升级。东南沿海地区的加工贸易产业升级面临着怎样的国际国内环境?中国企业该如何摆脱“低附加值”的加工贸易生产模式并成功实现产业升级?外贸依存度高的加工贸易企业如何在外部需求下降情况下在保持国际市场的同时扩大国内市场需求?这些问题引起了产业界、政府部门和学术界的极大关注。

FDI 主导下的加工贸易产业是否有助于本土企业的发展和升级,国内外学者对此有不同的看法。一些观点认为,通过加工贸易的进口进行技术转移可促进本土企业发展。Grossman 和 Helpman(1991)分析了进口资本设备作为技术转移渠道的作用。世界银行(2007)的研究也表明,在东亚的低收入和中等收入经济体中,依靠进口资本设备作为技术创新来源的企业,比通过其他方法进行创新的企业多 3~4 倍。更多的观点认为,加工贸易能够通过吸引的外国直接投资带来技术转移和外溢。一般认为,FDI 能够给跨国公司收购的本土企业带来劳动生产率、全要素生产率和工资的提高。世界银行(2005)通过使用印度尼西亚制造业在公司层面上的统计数据,发现外资并购后,印度尼西亚工厂的全要素生产率获得了迅速而充分的提高。[3]此外,以往的研究认为,本土企业能够通过模仿或者雇佣经过跨国公司培训的工人来复制出类似的产品、技术、方法甚至战略,以提高生产率,达到引进 FDI 实现技术外溢的目的。这可能也是中国当年提出“市场换技术”战略的由来之一。

但最近的研究越来越怀疑 FDI 在发展中国家存在着技术溢出。Greenaway(2004)在全面整理已有文献的基础上得出的结论是:尽管存在明确的正的水平溢出的证据,但多数来自发达经济体的企业;在使用企业层面面板数据的分析中,发现了 FDI 对本土企业有负面影响的证据。[4]对此一个可能的解释是,短期内,跨国公司的进入引发了更加激烈的竞争,这会减少本土企业可利用的国内市场规模,导致其在已有的成本曲线上向更高的位置移动,从而可能被逐出市场。对 FDI 存在技术溢出效应的另外一种质疑的观点认为,那些通过引进外资并出口产品的本土企业本身就是效率高的企业,这一行为是企业的自我选择。这些出口企业更能够承担较高的固定成本和国际市场上严峻的竞争压力。Tybout 等(1998)对哥伦比亚、墨西哥和摩洛哥企业的出口数据进行研究,就没有找到通过出口进行学习的证据,他们的分析支持了自我选择假说理论。

Helpman(2006)对此问题进行了综合分析。他认为,加工贸易方式下,发展中国家的出口学习效应是存在的,但这并不必然导致发展中国家本土企业进行技术创新从而提高生产效率。对于加工贸易是促进本土企业生产效率的提高还是 FDI 不存在技术外溢的争论不是特别重要,关键在于针对发展中国家经济发展的不同阶段,寻找一条最优路径,以实现本土企业从早期的以技术引进与技术学习为主的生产效率提高方式向以自主创新为主的生产效率提高方式的转变。

改革开放后,中国东部沿海区域通过加工贸易等方式融入了国际市场。国内外学者开始把研究的目光转向了中国。卓越、张珉(2008)通过对中国纺织业的分析,认为跨国采购商主导的分工格局和升级控制,把加工贸易的中国纺织服装企业锁定在低附加值的加工制造环节,从而陷入“悲惨增长”。

总体看来, FDI 主导的加工贸易不会主动引致本土产业升级与转型, 但发达国家的经验表明, 加工贸易产业升级与转型又是一个必然趋势。因此, 对于加工贸易产业转型升级, 必须引入新的视角。

2 加工贸易产业升级的必然性

在中国经济高速发展进程中, 虽然最初引进外资“以市场换技术”的初衷没有实现, 但至少带来并积累了大量的资本。经过这些年来的发展, 中国现在的问题是资本已经不再短缺, 而出现了流动性过剩。更严重的是, 经过 30 年的发展, 加工贸易产业的成本竞争优势也面临多重危机, 特别是出口拉动型的增长方式是否可以持续? 地区差距拉大的风险如何解决? 加工贸易产业成本增加后如何培育新的竞争优势?

2.1 出口拉动型的增长方式难以持续

中国目前出口占 GDP 的比重已经达到了 40% 左右, 属于典型的出口导向型经济。这种外向型战略发展到一定阶段后, 对于大国来说本身就难以为继, 全球经济危机更有可能对其雪上加霜。一方面, 在经历接近 30 年的高速增长后, 中国经济的增速将趋缓, 2003-2007 年每年高于两位数的增长将告一段落; 2008 年的经济增速为 9.0%, 2009 年第一季度增速为 6.1%, 2009 年第二季度增速为 7.9%。

在中国过去 30 年的高速经济增长中, 外贸出口是经济增长的重要引擎。但目前, 依赖外贸出口带动经济高速增长将面临新的考验。这种考验一方面是加工贸易产业在全球需求下行的背景下增速将趋缓甚至逆转为负增长; 另一方面, 加工贸易产业本身的发展也不可持续。

在出口方面, 1981-1992 年, 一般贸易出口额大于加工贸易出口额。1993 年加工贸易出口额首次超过一般贸易出口额。期间尽管 1994 年一般贸易出口额略微大于加工贸易出口额, 但此后加工贸易出口额开始逐步超过一般贸易出口额, 2005 年达到最高的 1014 亿美元后开始缓慢回落, 但仍然远远超过一般贸易出口额。在进口方面, 刚开始是一般贸易进口大于加工贸易进口, 然后在 1994-1999 年, 加工贸易进口额大于一般贸易进口额; 此后, 一般贸易进口额又超过了加工贸易进口额。总体而言, 呈现出一一般贸易进出口额所占比重下降而加工贸易进出口额比重上升的趋势 (详见图 1、图 2)。

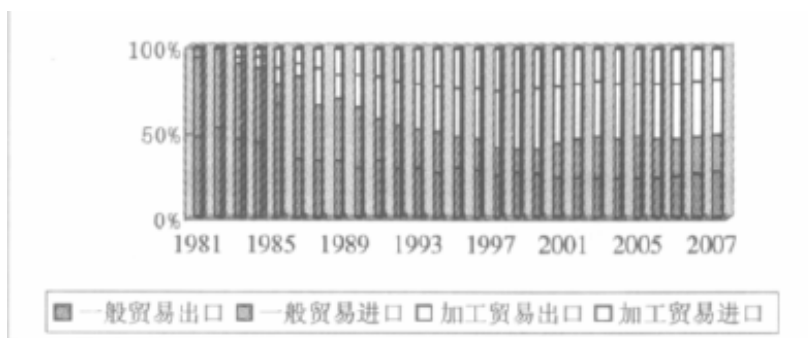


图 1 加工贸易在中国外贸中比重的变迁

资料来源: 根据《中国统计年鉴 (2008 年)》有关数据整理。

另一方面, 从分工的角度看, 东部地区乃至全国以加工贸易方式嵌入全球价值链的外向型经济发展模式, 是高能源消耗、低技术水平、低附加值、劳动密集型的代工制造模式。这种代工模式的边际回报率已经处于下降区间, 外贸拉动经济增长的贡献力也在下降, 跨国公司主导的 FDI 代工模式的技术扩散效应也不明显。更严重的是, 这种模式不利于本土产业升级和提升国际竞争力, 不利于区域发展和收入分配的和谐, 也不利于经济增长方式转换和可持续发展。

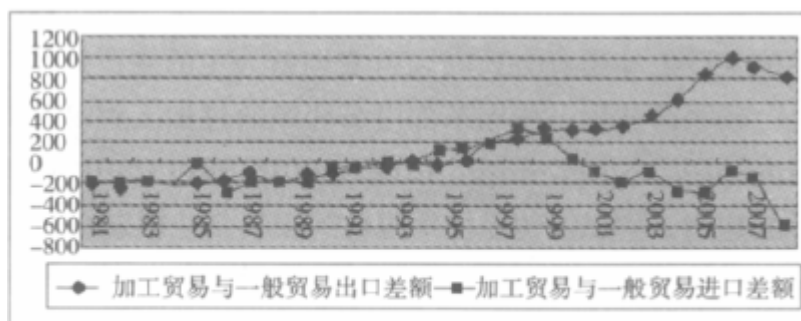


图2 加工贸易与一般贸易进出口差额的变化(单位: 亿美元)

资料来源: 根据《中国统计年鉴(2008年)》有关数据整理。

过去的外向型、投资拉动型的增长方式，导致资源消耗扩大。据统计，中国工业部门每年多用能源约 2.3 亿吨标准煤。中国矿产资源总回收率仅为 30%，比世界先进水平低 20 个百分点。无论按照每千克石油当量产出的 GDP，还是单位 GDP 排放的二氧化碳计算，目前中国的水平均比世界高收入国家低 15% 以上，比欧盟国家则低 40% 以上。在我国经济发展过程中不但没有出现能源消耗弹性系数的下降，而且出现了近几年能源消费的增速高于 GDP 增速的反常现象。此外，中国的战略资源石油和重要工业原材料对外依赖严重。

从国际环境看，全球经济危机后，世界经济复苏的道路目前看来是缓慢曲折的，加上美国失业率的攀升与危机后消费习惯的改变导致的全球范围内贸易摩擦和贸易保护主义加剧，都使得我国面临的外贸形势难以在短期内大幅改观，这些因素都使得东南沿海地区以加工贸易为主的外需拉动型的增长难以继。

2.2 地区差距拉大的风险进一步加大

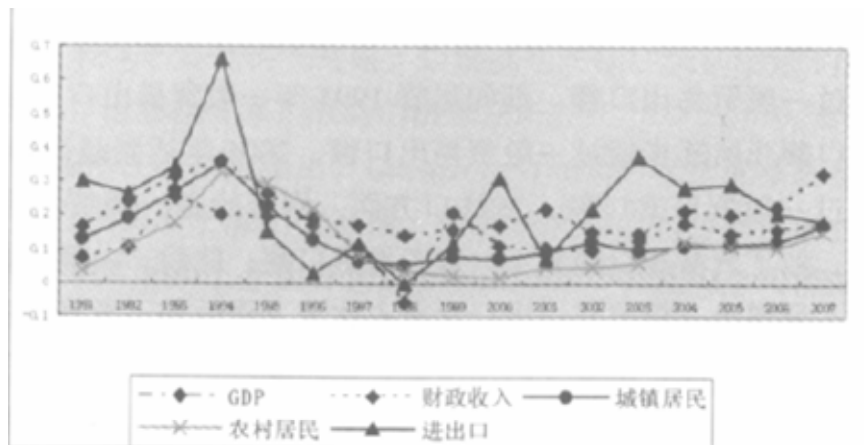


图3 1991-2007年中国GDP、财政收入、人均收入与进出口增速

资料来源: 根据《2008年中国统计年鉴(2008年)》有关数据整理。

东南沿海地区以加工贸易代工模式参与国际分工的另外一个影响是导致中国地区差距进一步拉大。本来在要素充分流动的情况下，东部地区参与国际分工，吸纳中西部的劳动力和原材料，通过国际贸易能够实现要素价格均等化，从而缩减地区差距。但是，中国东部沿海地区以加工贸易的方式参与了国际代工生产，其增长收益是偏向于资本、出口和政府的，这使得中国经济发展中的地区差距进一步加大。图3表明：中国人均收入增速大多数年份都低于GDP增速，低于货物进出口增速，低于财政收入增速。这折射了过去的高速经济增长不是偏向于作为社会最终消费者的居民，特别是占人口绝大部分的农村居民的增长；而是偏向于财政收入（政府）的增长，是偏向于外贸出口的增长；或

者说,是偏向于资本和政府的增长。这些表明,加工贸易模式下的收入主要流向了资本的所有者(跨国公司)、以税收获利的地方政府以及某些资源和能源的垄断部门。所以,加工贸易不但没有实现要素价格均等化而带来的地区差距缩小,反而进一步拉大了地区经济差距。

2.3 加工贸易分工模式下成本竞争优势的转化

中国东南沿海的加工贸易企业,当年就是依赖廉价的劳动力优势,通过进口中间产品、加工组装后出口。时至今日,由于人民币升值、土地成本上升、劳动力工资增加、能源和原材料价格上涨等一系列原因,导致加工贸易产业的成本竞争优势下降。

以纺织服装业为例,加工贸易模式的成本竞争优势的转化特别明显。近年来,受人民币升值、出口退税率调整、原材料成本上涨、劳动力成本增加等因素影响,一些低附加值、资源性工业品出口难度加大。据测算,人民币每升值 1%,棉纺织、毛纺织、服装行业的利润率将分别下降 3.19%、2.27% 和 6.18%。在这些因素作用下,大多数纺织服装企业明显感受到传统出口竞争优势的削弱。第 104 次广交会上,出现部分订单已经或准备转向更具成本优势的周边国家和地区。当金融危机的影响造成外部需求缩减后,出口进一步下降。据海关统计数据显示,2008 年前 8 个月中国纺织服装出口 1189.4 亿美元,同比增长 9.1%,低于全国外贸出口增幅近 13 个百分点。其中,纺织品出口 439.2 亿美元,增长 22.4%,服装出口 750.3 亿美元,增长 2.6%。多重因素使得纺织服装业遭遇“寒冬”,其竞争力处于下降通道。图 4 显示的这些年来中国纺织业盈利水平的变化情况能够较好地证明这一点。

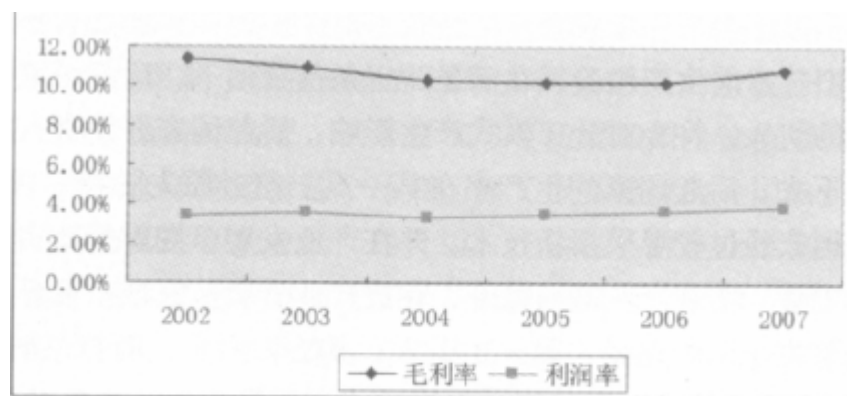


图 4 近年来中国纺织行业盈利水平变化情况

数据来源:根据中国纺织工业协会数据中心数据整理。

此外,因美国“次贷”引发的危机与世界经济下行导致海外需求大幅萎缩,导致贸易保护主义重新抬头。这对全球化环境下不断推进的国际分工所带来的世界经济结构性失衡问题进一步提出了挑战。多重压力下,我国东南沿海一些外贸依存度高的加工贸易企业开始出现倒闭、停工、外迁。

3 加工贸易产业升级转型的路径选择

在这样的国际国内环境下,东南沿海地区的加工贸易产业必须升级转型,以便寻找新的竞争优势,促进经济的可持续发展。对于东南沿海地区加工贸易产业面临的困境,我们的对策是加工贸易产业需要进行升级转型。具体而言,东南沿海地区的加工贸易产业升级转型的路径选择包括以下三种:产业升级策略、产业转移策略、关闭退出策略。

3.1 加工贸易产业升级

产业升级,从宏观层面来说,不外乎从传统的劳动密集型产业向资本密集型、技术密集型产业转变。当资本相对于劳动或者技术相对于资本和劳动更加充裕时,就能够在资本或者技术密集型产业中形成比较优势。从企业层面而言,按照 Humphrey (2002) 的观点,产业升级可以分成流程升级、产

品升级、功能升级和链条升级。随着经济全球化的不断演变,产品内分工代替了传统的产业间分工和产业内分工。改革开放后,中国东南沿海地区以加工贸易产业参与全球价值链,目前已经嵌入全球价值链最低端的加工组装环节。由于整个价值链呈现“微笑曲线”的特征,底部的加工组装所包含的附加值最低。理论上讲,加工贸易产业可以依次通过工艺升级、产品升级、功能升级、链条升级来不断向全球价值链高端攀升。但这一升级模式具有太多的不确定性:一方面,加工贸易企业容易遭受全球价值链体系中高端企业的俘获从而被迫锁定在价值链的低端,不能升级;另一方面,加工贸易企业属于成本导向型企业,从而有可能在还没有完成升级时就被具有更低成本优势的地区所取代。按照传统理论分析,可能导致加工贸易产业升级困境。因此,对于产品内分工下嵌入全球价值链中的中国东南沿海地区的加工贸易产业升级而言,必须寻找新的思路。

发展经济学的“蛙跳理论”表明,落后国家的产业升级可以通过“蛙跳”方式实现。“蛙跳”包含着这样一种情况:当出现一种新技术时,尽管新技术相比老技术而言具有更高的生产率,但是原来图 4 近年来中国纺织行业盈利水平变化情况数据来源:根据中国纺织工业协会数据中心数据整理。加工贸易产业升级与国内价值链构建的技术领先国对老技术有大量的经验而没有新技术的经验,这可能导致在新技术出现的时期,技术领先国家不会采用新技术。但新技术对于后起国家而言有不同的意义——由于后起国家的低工资加上缺乏旧技术的生产经验,在满足一定条件情形下,后起国家引入新技术就有利可图。随着后起国家新技术的引入,将会对分工模式产生影响:后起国家开始进入需要更多技术的中间产品或者研发部门。持续下去,后起国家的生产率在某一点上超过原先的技术领先国,从而实现“蛙跳”。该理论说明,后起国家通过较早采用新技术,并在产业发展早期就拥有自主知识产权,从而摆脱处于全球价值链低端的困境,实现产业链的攀升,完成产业升级。完成产业升级的“蛙跳”关键在于新技术的引入,而这又取决于两种途径,其一,引入;其二,内生,即自主研发或者说自主创新。国内外经验研究表明,“以市场换技术”为代表的引进模式有其局限性,内生的自主研发或者自主创新才是实现产业升级的必由之路,加工贸易产业升级也必然依靠自主技术创新完成。

3.2 加工贸易产业转移

对于一部分有能力有条件通过采用新技术摆脱过去的低成本价格竞争的加工贸易企业,通过“蛙跳”实现产业升级当然是一种最优选择,但并非所有的企业都得放弃成本竞争的利器。由于加工贸易产业本身就是成本导向型的,总是在寻求成本洼地,从这个层面而言,加工贸易的产业转移是继续寻求成本竞争的一种现实选择。通过加工贸易产业的转移,把加工生产转移到成本相对低廉的地区,乃至中西部地区去。当前,受到全球金融危机影响,东部相关产业、人才、资金等要素纷纷向西部转移,寻找机会。国家统计局的数据显示,2009 年上半年全国规模以上工业增加值东部地区增长 5.9%,中部地区增长 6.8%,西部地区增长 13.2%。城镇固定资产投资方面,东部地区增长 26.7%,中部地区增长 38.1%,西部地区增长 42.1%。这些数据表明,中西部地区在全球金融危机下“反梯度隆起”,率先触底反弹。中西部地区经济快速发展,正成为加工贸易产业梯度转移的热土。加工贸易产业加速向中西部转移,有以下两个原因:第一,国际需求的萎缩迫使加工贸易产业加速转移;第二,扩大内需的政策对中西部地区庞大的国内市场的需求拉动和刺激效果更加明显。在国家和地方扩大内需系列措施刺激下,西部大部分省份的固定资产投资额和城乡居民收入水平都出现高于全国平均水平的增长,这对于经济欠发达的西部来说,经济刺激作用显然高于东部地区。东南沿海的加工贸易产业向中西部地区的转移,为沿海的加工贸易产业提供了“腾笼换鸟”的升级空间。

东南沿海地区加工贸易通过“蛙跳”升级,开始迈向高附加值的技术研发和服务开拓领域,理论上可以实现向价值链和产业链高端攀升。但这一从制造业向技术研发和服务业转变的过程充满了不确定性和各种各样的风险,需要大量的专业化人才支撑。在全球金融危机背景下,部分加工贸易产业的转移还可以通过走出去的方式实现海外转移,同时完成产业升级。改革开放三十多年来,我们已经积累了大量的资本和大规模生产的经验,一部分企业完全具备了向境外投资的能力,东南沿海的加工

贸易企业更是中国对外投资的首选。通过对外直接投资,东南沿海地区的加工贸易产业一方面可以绕开贸易壁垒进入欧美市场;另一方面,对外直接投资的过程本身就已经包含着从劳动密集型向资本密集型的产业升级。

3.3 加工贸易产业的关闭退出

东南沿海的加工贸易产业,也包含着一部分规模小、低效率和技术水平低的企业。对于这些因外部市场萎缩而丧失市场需求,而又不能进行产业转移和升级的企业,只能采取关闭策略退出市场。但这部分企业仍有可能在退出产品生产和出口市场的同时,利用积累的资金,进入国内外资本市场和金融市场。或许,这也是另外一种意义上的升级。

4 通过国内价值链构建进一步促成加工贸易产业升级转型

正如前文所分析,东南沿海的加工贸易产业处于全球价值链的低端,容易遭受价值链高端企业的阻击从而嵌入全球价值链的低端而很难突破。但是,如果基于国内价值链的视角,加工贸易产业的升级转型则有全新的含义。国内价值链是指从产品的研发、金融服务、设计、关键零部件的制造、一般零部件的制造、加工组装、物流、分销渠道、品牌等整个价值链全部或者大部分由国内企业分工完成。对东南沿海的加工贸易产业而言,强调国内价值链的构建,就是要求尽可能增加国内价值增值的过程,包括原材料与零部件采购、加工生产、运输仓储及销售各个环节。加工贸易通过构建国内价值链,具有明显带动产业升级的作用。首先是拉动为其配套企业的产品升级。比如在下游企业推出新产品的同时,供应商就必须相应地生产出适合新产品要求的零部件才能保证其供应商地位。加工贸易产业通过国内价值链的构建,使得国内价值链延伸加长,意味着这种升级的拉动作用将传递给更多的供应商。

此外,由于中国区域经济发展的不平衡,经济呈现梯度分布,加工贸易产业转移的过程中也包含着国内价值链的构建。在加工贸易产业转移的过程中,一方面,仍然能够利用成本优势继续保持出口份额;另一方面,也是基于成本的考虑,这些转移的企业会更多的就近采购,把价值链的更多环节放在国内。随着雇佣劳动力工资收入的增加和采购的增加,加上国内经济增长等导致的内需增加,国内销售增加。在这一过程中,采购—生产—销售等更多环节都在国内进行,国民收入增加,扩大了对最终产品的需求。产品需求的扩大,给企业带来了规模经济效应。同时,在国内价值链构建的过程中,通过企业前后向关联形成的产业集群,增加了中间产品的种类和数量,扩大了中间产品的需求。随着整个国内价值链的完善,国内劳动和资本获取的收入进一步增加。随着加工贸易产业的转移和国内价值链的构建,资本和劳动流动更加合理,区域差距缩小。

更关键的是,强调加工贸易产业国内价值链构建对于加工贸易产业升级也具有重要意义。国内价值链的构建把更多的增值环节留在国内,这能够进一步扩大国内需求和丰富国内需求的多样性,能够为自主创新提供一片沃土。其他国家的经验也反复证明了这一点。以日本汽车产业为例,其最初发展就是基于国内市场需求,在最先满足巨大的国内汽车需求的基础上,根据国内市场的反应调整产品、改进技术后才开始出口。韩国汽车产业也是实行了二十多年的自主创新战略,在满足本土需求的同时,在 1988 年汉城奥运会后开始国际化战略。日韩产业的升级都是在满足国内需求的基础上逐步发展和不断攀升的,借鉴日韩的经验,对于中国东南沿海加工贸易产业的升级困境,一种可行的路径是产业升级过程结合产业的梯度转移与国内价值链的构建同时进行。我们完全有可能利用国内市场的梯度分布,为一些新兴产业在国内创造一个足够大的市场,形成国内的分工体系,扩展基于国内市场的价值链空间,在国内市场的适度竞争中完成产业升级。在这一进程中,在产业升级的同时完成国内价值链的构建,国内价值链构建又反过来促进产业的升级,最终形成动态循环。

5 结语

随着经济全球化和新技术加速出现,产业升级和产业的梯度转移也在加速进行。在这一进程中,中国东南沿海地区以加工贸易的方式嵌入了全球价值链分工网络。而加工贸易是围绕世界各地区的经济发展阶段不断转移的,从最初的拉美国家到亚洲的日本、韩国、马来西亚到现在的中国内地,加工贸易的转移都与成本有关。我们的分析表明,中国目前以加工贸易方式参与全球价值链分工模式会制约本土企业的升级。理论分析也表明由于“蛙跳效应”的存在,能使后发国家借助技术的“蛙跳”通过逆转完成产业的升级。当然,在借助“蛙跳效应”实现产业升级时,我们强调自主创新,发展自有品牌;但这并不是说要排斥所有的加工贸易企业,在目前中国经济发展不平衡的状况下,许多加工贸易企业在保持加工贸易业态的同时本身还具有升级空间,特别是对于成本指向型的加工贸易企业,通过鼓励其转移至中西部地区,为东部地区腾出产业升级空间,从而满足国内需求为主的国内价值链构建,实现自主创新、产业升级转型。

未来研究展望:构建国内价值链时的区域协调与分工问题、要素流动弹性与后发区域产业结构优化的路径选择问题,这些都值得进行进一步理论分析与实证检验。

作者:罗建兵(南京大学经济学院)

来源:《当代财经》2010 年第 3 期

产业转移与产业升级的区域联动机制研究

——兼论广东区域经济协调发展模式

在国际产业转移浪潮席卷全球背景下,伴随我国的改革开放,自 20 世纪 80 年代以来,广东珠三角地区成为继日本、亚洲新兴经济体之后又一个承接产业转移的活跃区域,珠三角地区以加工贸易为主的外向型区域经济迅速发展,并带动广东经济总量跃居全国首位。进入 21 世纪,珠三角地区面临内外发展问题困扰,土地约束、劳动成本上升与“招工难”原材料价格上涨与外部市场条件恶化等问题日益凸现,而珠三角地区的产业转移压力也开始显现。为了克服要素成本上升和拓展腹地,2004 年泛珠三角“9+2”区域合作正式启动,由《泛珠三角区域合作框架协议》搭建的“泛珠三角区域合作经贸洽谈会”加快了珠三角地区向周边省份的产业转移步伐。

与此同时,广东省内区域经济发展失衡问题也较为突出。为了促进广东欠发达地区(北部山区与东西两翼)的经济发展、缩小广东省内区域差距,早在 2005 年广东省政府出台了《关于我省山区及东西两翼与珠江三角洲联手推进产业转移的意见》(简称“推动产业转移意见”),并开创性地提出了“珠三角与欠发达地区政府联手共建产业转移园区”的区域帮扶发展模式。2008 年 5 月底,广东省政府又出台《关于推进我省产业转移与劳动力转移的决定》(简称“双转移决定”)。根据省“双转移决定”提出的“双转移”战略目标,珠三角通过转移劳动密集型产业,实现“腾笼换鸟”,促进产业升级,缩小区域差距,这些目标是否可以实现?大规模的产业转移对珠三角地区经济发展的影响如何?通过珠三角地区的产业转移是否可以有效地缓解广东省的区域发展失衡问题,是否可以通过产业转移与产业升级实现广东区域经济的协调发展?深入剖析以上问题是本文的写作宗旨。

1 相关研究综述与基本概念界定

1.2 产业转移相关研究综述

产业转移问题是经济全球化引发的研究命题。国际产业转移是跨国公司与国际直接投资发展的伴随现象,日本学者赤松要(1932),美国学者弗农(1966)和刘易斯(1984),日本学者小岛清(1987)和牛九元(1999)等对国际产业转移规律及其对产业结构演化的影响、国际产业转移动因等都有经典研究结论。

20 世纪 80 年代以来,伴随我国沿海对外开放及承接国际产业转移,东部沿海地区经济迅速发展,在东西差距不断扩大背景下,我国学者依据国际产业转移规律与我国东西部经济水平差距事实,提出了梯度开发理论与产业梯度转移理论,探讨一国内部存在区域发展水平差距时,承接国际产业转移的时空规律以及在国家内部不同区域之间的产业转移问题。近年来,我国学者围绕西部开发承接东部产业转移问题(聂华林,2000;陈建军,2002),长三角的产业转移与产业扩散问题(陈建军,2002),珠三角的产业转移与产业扩散问题(钟钧,2005;刘卓平,2006;闫小培,2007),以及泛珠三角区域合作与产业转移问题(刘满平,2004;毛艳华,2005),开展的相关研究为广东实施“双转移”战略提供了积极启示。广东“双转移战略”与珠三角产业转移是一个既包含承接国际产业转移背景,又有政府干预及政策推动省内区域间产业转移的过程,且广东的产业转移过程也伴随产业升级现象,以缩小区域差距为目标,与促进区域经济协调发展密切关联,因此,深入研究此命题,不仅丰富了我国产业转移的实践样本,对于促进我国区域经济协调发展亦具有积极的启示作用。

1.2 产业转移与产业升级

基于以上研究综述,产业转移现象不仅发生在国家之间,亦可以发生在一国内部不同区域之间。本文界定产业转移首先是基于国际产业转移背景,所谓国际产业转移,是指在跨国生产资本流动条件下,发达国家以生产制造为主的经济活动向发展中国家大规模迁移,并推动资本输出与输入双方的产业结构变化及产业结构整体(协同)演进过程。而本文所探讨的产业转移,亦可以称为区域产业转移,是指由生产资本流动引起的经济活动从一个国家或地区向另一个国家或地区的大规模迁移现象,国际产业转移是区域产业转移的一种特殊形式,是由跨国生产资本流动引起的。产业转移也可以发生在国内经济发展水平不同的区域间,并引起区域双方产业结构变化及区域间产业结构的整体演进过程。在国际产业转移背景下,区域产业转移效应往往是国家间与国内不同区域间产业转移现象相互叠加的结果。

产业转移的相关研究也显示,产业转移过去比较优势的产业转出,而新产业成长过程则推动了发达国家或地区的产业结构高级化。欠发达国家或地区则可以通过承接产业转移而加速本国或本地区的工业化进程。因而产业转移过程对转出地与转入地具有双向促进产业升级的功能。而本文所研究的产业升级过程即是指工业化进程中的产业结构高级化过程,具体包括:(1)三次产业中的二三产业比重不断上升,(2)第二产业内部的制造业比重上升,(3)制造业内部的资本与技术密集型产业比重上升,(4)第三产业内部的生产性服务业比重上升。

2 广东产业转移与产业升级的关联机制

2.1 广东产业转移与产业升级的驱动力分析

以承接国际产业转移,发展加工贸易为特点的珠三角经济,近年来面临着诸多发展难题。劳动成本上升,土地约束,原材料价格上涨等导致劳动密集型为主的加工贸易利润空间压缩,加上外部市场的动荡,给珠三角经济发展带来前所未有的困扰。

(1) 珠三角产业转移的内部压力

改革开放之初,珠三角承接国际产业转移的优势在于劳动成本低,土地供给丰富,加之地缘优势成为港资与台资进入内地的首选区域,并推动欧美日跨国公司直接投资规模不断扩张。自 2004 年以来,珠三角地区出现“民工荒”以及此后的“招工难”现象持续不断,特别是 2008 年实施的新《劳动法》进一步使珠三角地区的用工成本上升问题凸现出来。然而,受 2008 年末全球金融危机影响,珠三角部分加工贸易企业停产倒闭,在一定程度上缓解了“招工难”问题,而为应对全球金融危机,国家暂缓实施新《劳动法》对于缓解企业用工成本压力也是一项有效措施。

根据一项关于“珠三角企业迁移原因”的调查问卷,34%的珠三角企业认为生产成本上升(包括劳动成本与土地成本)是导致企业迁移的主要原因,但 65%的企业认为珠三角地区仍然是国内首选的投资地区(刘力,2008)。根据河源市政府提供的投资成本对比表(表 1),在最低用工成本方面,河源虽比珠三角地区低 280 元,而我们对河源、肇庆、清远等产业转移园区企业的走访调研结果显示,当地普通劳动力用工成本约为 1000~1200 元,与珠三角地区企业用工成本相当,而这一结论也在对珠三角地区的港资企业走访调研中获得证实。其中,社保标准较低是劳动成本节约的主要方面,尽管在河源等山区投资建厂可以节省水电费,但相对增加的物流成本也是企业迁移所不能回避的问题。

承接产业转移园区的被访企业表示实际推动企业迁移的生产成本因素是土地约束而非劳动成本节约。珠三角面积仅占广东省的 23.4%,2007 年的 GDP 则占广东全省的 79.7%。近年来,随着珠三角经济规模的扩张,土地约束问题越来越突出,尽管企业调查显示珠三角仍然是投资建厂的首选区域,但许多项目却不能“落地”也是事实。事实上,许多大型投资项目落户毗邻珠三角地区的肇庆、河源等地,也是基于这一原因。如亚洲铝业集团是肇庆承接的最大宗产业转移项目,原亚铝在佛山南海的工厂总占地仅为 300 亩,迁移肇庆高新区后占地扩大到 1 万亩,企业在产业转移中“脱胎换骨”,成为亚洲铝业行业的龙头老大。

表 1:河源市与珠三角地区投资成本对比(2008)

单位	电费 元/KWH	水费 元/吨	最低工资 元/月·人	社保 元/月·人	运费 40尺货柜
珠三角	0.85	2.2	780	220	1000
河源	0.55	0.7	500	55.5	1800

数据来源:根据河源市政府门户网站提供数据整理而成。

(2) 广东产业升级的外部压力

珠三角发展两头在外的加工贸易,一方面受国际市场原材料价格上涨因素影响,另一方面受国际金融危机与外部市场动荡的周期性影响,以劳动密集型为主、低附加值的加工贸易首当其冲受到外部环境变化的影响。此外,来自周边国家低劳动成本的竞争,也使加工贸易的利润空间变得越来越窄小。对于珠三角的加工贸易企业而言,可以通过产业转移进一步降低成本,或者通过产业升级提高产品附加值,拓展企业的利润空间。对于加工贸易而言,通过产业转移来降低生产成本的实际效果非常有限,著名的“芭芭娃娃产业链故事”描述了加工贸易的价值链构成(郎咸平,2008),其中属于加工贸易环节的产值份额仅占芭芭娃娃产业链总价值的 1/10,即 10 美元中的 1 美元,这其中还有 0.65 美元的原材料成本,而通过产业转移可以实现的劳动与土地等成本也只有 0.35 美元,这其中还要考虑加工贸易产品外销过程增加的物流成本。由此可见,珠三角加工贸易的转型与升级将是首选出路。加工贸易转型与升级,一是要走资源节约的生产方式,以缓解国际市场原材料上涨的压力;二是要从以外销为主的市场模式逐步转向内外兼顾,逐步拓展国内市场渠道,稳定国内销售渠道,缓解外部市场动荡的压力;三是通过走品牌开发之路,提高产品技术含量与附加值。三种途径的最终目标都是通过

产业升级来化解加工贸易发展的外部环境风险。

（3）政策推动产业转移与产业升级

① 广东促进产业转移的相关政策

2004 年启动的“泛珠三角区域合作”推动了广东向周边省份的产业转移进程。为了使产业转移效应惠及到本省欠发达地区，2005 年广东在省内出台了“推动产业转移意见”，意见决定自 2005 年起，广东省财政对已通过省级认定的联手共建产业转移园区所在地级市定额补助 4000 万元（分两年安排），用于补贴园区外部基础设施建设。2008 年出台的“双转移决定”，进一步规划 2008~2012 年省财政投入 400 亿元，用于广东欠发达地区产业转移园区的贷款贴息和基础设施建设，支持建设示范性产业转移园区以及促进我省的劳动力培训与转移就业等。截至 2009 年一季度，全省已认定 32 个省级产业转移园，其中示范性园区 9 个。已投入开发资金 236.4 亿元，实现工业总产值 208.21 亿元，利税 17.27 亿元，对当地经济的带动效应也初步显现（谢思佳，2009）。

② 产业转移与产业升级的政策协调

广东省实施“双转移战略”目标定位之一，即是珠三角地区通过产业转移实现“腾笼换鸟”和产业升级。所谓“腾笼换鸟”，是指珠三角地区逐渐淘汰高能耗、高污染与低附加值产业，腾出空间发展高技术、高附加值产业。为了配合珠三角地区的产业升级，2008 年 7 月广东省出台《关于加快建设现代产业体系的决定》，提出未来广东发展“以生产性服务为主的现代服务业和以装备制造业为主的现代制造业”双轮驱动的现代产业体系，并将珠三角定位为发展现代产业体系的核心区。2008 年 9 月又分别出台《关于促进加工贸易转型升级的若干意见》和《关于加快发展我省服务业的实施意见》。

2.2 广东产业转移与产业升级的联动机制

（1）基于企业迁移的分析视角

根据“珠三角企业迁移原因”的调查问卷，有 43%的企业表示企业迁移原因主要是根据企业自身发展需要（刘力，2008）。同样，根据我们对欠发达地区产业转移园区入园企业的走访调查，从珠三角地区搬迁到欠发达地区的企业，并不是把在珠三角淘汰的落后产能直接搬到了欠发达地区。一方面，由于产业转移园区建设初期都把环保标准放到第一位，环保“一票否决”，环评不达标项目将被拒绝入园。另一方面，企业在欠发达地区投资设厂，通常都是采取增资扩建形式，大多数企业是在 2003 年以后搬迁入园的，新增投资的设备技术普遍高于在珠三角地区的原有工厂，换言之，珠三角没有把落后产能转移到欠发达地区，而是珠三角地区富有活力的企业迁移较多。因此，欠发达地区承接产业转移的产业层次并不低，如肇庆、河源、清远等地的产业转移园区都是整合原来的高新技术开发区发展起来的，由此可见，通过承接珠三角产业转移，在促进欠发达地区加速工业化过程中可以实现与珠三角的产业结构有效对接。

（2）珠三角产业转移的结构效应

珠三角产业转移的结构效应主要来源于以下几方面：①在国家节能减排政策推动下，淘汰落后产能、关停部分高能耗、高污染项目的“减量效应”；②受土地约束，部分低附加值新增项目与原有企业的投资扩容难以“落地”，转而选择产业转移园区投资或其他省的投资，由于新增投资项目减少，就会影响或减缓地区经济增长速度，或可将其称为“刹车效应”；③在构建现代产业体系的政策推动下，珠三角发展先进制造业和先进服务业，进一步加大招商引资力度，选择性地引入高技术、高附加值产业，发展总部经济，可以在一定程度上缓解因上述的“减量效应”与“刹车效应”对经济发展的负面影响，并推动珠三角地区构建现代产业体系、实现产业升级。

（3）欠发达地区承接产业转移的规模效应

对产业转移园区的企业调查显示,近年来,产业转移园区的入园企业来源:一是珠三角新增投资或迁移企业,二是欧美日国家或港台投资企业,三是国内其他沿海省份。从承接产业转移规模来看,距离珠三角 2 小时交通半径以内的产业转移园区相对发展较好。之所以越来越多企业选择毗邻珠三角的产业转移园区投资建厂,一是可以充分利用珠三角地区的产业集聚效应与综合服务优势,弥补园区产业配套不足问题,二是邻近地区的产业转移园区发展已初具规模,基础设施配套条件相对较好,本地的集聚与规模效应也开始显现,因而,在毗邻珠三角的肇庆、清远、河源等产业转移园区已步入良性发展态势,自我累积循环发展能力不断增强。产业转移园区已成为地方经济的增长点,如河源产业转移园区 2008 年的工业总产值占到全市工业总产值的 77%。通过承接产业转移,实现地区工业经济增长,并带动本地就业与服务业发展,这是欠发达地区承接产业转移的规模效应促进地方产业升级的进一步体现。工业经济增长带动地方服务业发展,园区基础设施建设与城市整合发展,促进了欠发达地区的城市化及基础设施水平的提高,并带动房地产业发展和城市消费水平提升。欠发达地区城市的二三产业比重上升,步入产业结构高级化进程。

2.3 珠三角与欠发达地区的产业结构协同演进

现阶段,广东经济发展总体处于工业化中期阶段,而珠三角地区已进入工业化后期阶段,广东欠发达地区还处在工业化初期阶段。在国际产业转移背景下,珠三角尚未完成工业化,因而承接国际产业转移的动力犹存。而广东欠发达地区工业化刚刚起步,也因珠三角的土地约束,同时承接来自珠三角的产业转移以及国际产业转移。尽管珠三角与欠发达地区存在明显的经济差距,但因为承接国际产业转移,而使其产业结构演化具有同步性,又因为欠发达地区承接了珠三角地区的产业转移,而使两地产业升级具有联动性,我们将其称之为区域产业结构的协同演进。珠三角与欠发达地区的产业结构协同演进是推动广东产业升级及产业结构高化的系统力量。现实背景下,由于欠发达地区与珠三角同步承接产业转移,在招商引资过程中也存在着竞争关系,因而空间政策协调对于广东协调区域发展关系是至关重要的。

3 广东区域经济协调发展模式的实现途径

3.1 确立区域经济协调发展“区域公正”政策目标

广东“双转移战略”旨在通过产业转移与劳动力转移,缩小区域发展差距,促进广东区域经济协调发展。如果将广东区域经济协调发展理解为各地区的经济发展水平趋于一致,这一目标能否实现是值得怀疑的,至少在短时间内难以实现。就珠三角的发展基础、现有经济规模、产业基础以及主导产业层次而言,以目前的发展模式与发展态势,欠发达地区很难实现赶超。然而从区域经济协调发展的根本目标“区域公正”角度考虑,欠发达地区追求“区域公正”的目标在于:一是区域公平发展权利,二是居民公平福利。通过承接产业转移可以提供区域公平发展权利,但欠发达地区却难以祈盼经济发展效率,因为规模经济与集聚效应决定了在相当长的时间内珠三角地区具有发展效率优势。追求居民公平福利是区域公正的根本目标,如果欠发达地区的发展过程不能有效缩小与发达地区差距,就需要通过上级财政的转移支付以弥补当地居民的福利缺失,而承接产业转移带动地方经济发展只是在一定程度上缓解上级财政转移支付的压力。因此,广东省实施“双转移战略”需要明确欠发达地区所需要的“区域公正”的根本目标在于提供公民基本福利的均等化。

3.2 充分发挥市场机制引导珠三角地区的产业扩散

目前珠三角地区的产业转移并非是比较优势的丧失,而是土地约束问题,珠三角仍然是企业首选的投资环境之一,如果珠三角地区缺少发展空间,那么企业就会选择毗邻珠三角地区,从这一意义上讲,珠三角的产业转移具有近距离扩散特征,且是市场机制引导结果。如果充分认识到这一点,就可以充分发挥市场机制的引导作用,加强毗邻珠三角地区的产业转移园区建设,改善当地投资环境,积

极承接珠三角的产业扩散并带动跨国公司与国际直接投资的跟进。换言之,在毗邻珠三角地区通过承接产业转移,加速工业化进程,或可以实现缩小与珠三角地区的发展差距,因为在市场机制引导下可以充分保障这些地区的发展效率。

3.3 欠发达地区通过工业化促进城市化进程

承接产业转移,欠发达地区加速工业化,一方面吸收本地就业,拉动本地消费。另一方面大规模的基础设施投入,促进了欠发达地区的城市基础设施建设。这就是欠发达地区用工业化带动城市化的发展思路。欠发达地区的产业转移园区吸收就业需要有本地就业优先的政策导向,一是优先安置园区开发过程中的被征地农民,二是促进本地(本省)农村过剩劳动力转移,这种本地就业优先的政策导向可以有效避免出现珠三角城市化过程中流动人口带来的一系列问题。我们不希望看到珠三角的产业转移也带动流动人口大量向欠发达地区转移现象,无论从城市基础设施,还是环境承载力方面,广东欠发达地区都无法与珠三角城市相比。因此,欠发达地区的城市化应是中小城市为导向的,以宜居城市为目标,欠发达地区经济发展与工业化的目标是提供居民的安居乐业和改善福利,引入工业项目需要充分考虑环境目标与环境容量,不以追求所谓的大城市经济效率为目标。

3.4 按“区域统筹”规划广东产业转移的空间布局

按市场规律引导的珠三角产业转移是以近域扩散为特点,在珠三角 2 小时交通半径以内的产业转移园区承接产业转移效果显著,超过此半径,则明显受物流成本制约,因时间成本与物流成本增加将导致珠三角地区集聚经济的辐射效应锐减,其承接产业转移的成本优势并不明显,韶关、梅州等地的产业转移园区发展相对缓慢就反映了这一规律。基于对上述规律的认识,对我省产业转移的空间布局需要有科学规划,划出优先转移地区、逐步转移地区等。进一步考虑产业转移过程中,珠三角与欠发达地区产业结构的协同演进规律,也需要对广东省的产业空间布局有总体规划,规划各地区的主导产业,以及承接产业转移的政策引导重点领域,并制定与空间布局规划相一致的考核指标,避免“双转移战略”的政策目标“一刀切”,以及地方政府的盲目招商与恶性竞争导致的行政资源的过渡及无效使用现象。

3.5 省财政扶持政策兼顾公平与效率原则

以缩小区域差距为导向“双转移战略”通过对欠发达地区建立产业转移园区与劳动力培训提供财政扶持资金,这体现了促进区域经济协调发展的“区域公正”目标。然而,省财政扶持资金对欠发达地区的产业转移园建设则是基于经济效率角度考虑的,旨在为欠发达地区提高造血功能。上述分析表明广东欠发达地区承接产业转移的能力是不一致的,如果在欠发达地区统一实施相同的财政扶持政策,其扶持效果则会大不相同。而在“双转移战略”中出台的示范性产业转移园区的竞争性扶持政策中,对于承接产业转移效果明显的地区将会增加 5 亿~10 亿元的财政扶持,这虽然是强调效率原则,但却有扩大欠发达地区间的发展差距作用,在欠发达地区内部会造成新的不平衡。因此,在省财政扶持政策中如何处理公平与效率的关系仍需进一步探讨。本文认为,从区域经济协调发展的“区域公正”出发,以缩小区域居民福利差距为导向,对承接产业转移效果明显区域应逐步减少对其财政扶持力度,而对承接产业转移能力不足区域,则要持续增加对这类地区的扶持力度,最终以实现广东省居民基本福利均等化为目标,这是广东区域经济协调发展追求的根本目标。

作者: 刘力(广东外语外贸大学国际经贸研究中心)

来源: 《国际经贸探索》2009 年第 12 期

国外高校预算绩效评价研究的 背景、现状与启示



2003 年 10 月,党的十六届三中全会明确提出了建立预算绩效评价体系的要求,财政部近年来相继颁发了有关预算绩效评价的部分规章,规范和指导了我国正在启动的预算绩效评价工作。高校预算绩效评价是将绩效评价信息贯穿于预算资金分配、执行和决算的全过程,旨在提高高校整体预算资源配置和使用绩效的一种预算管理手段。借鉴国外已有的研究成果,推进我国高校预算绩效评价的研究与实践,正是本文的初衷。

1 研究的背景:绩效指标用途的拓展

1.1 绩效指标的最初用途——高校改进效益的需要和公众对其责任性的关注

绩效指标体系 (Performance indicators 或者 Performance indicator system) 是西方发达国家在其高等教育面临严重挑战的背景下,开发的一种特别适用于测量办学效率和效益的评价体系。绩效指标体系得以盛行的外部条件包括:社会检验高等教育投资是否物有所值的需要、运用科学适用的评价工具检验高教质量和效益的需要、高等学校有效管理及与外界沟通的需要。美国纽约州高等教育办公室在 1996 年的一份报告中指出:从 20 世纪 80 年代开始,美国逐渐表现出对改进大学教育以及高等教育对公众责任性问题的极大关注。80 年代的评价行动 (assessment movement) 允许高校依据自身制订的标准、规则和程序评估其效益 (effectiveness); 90 年代的问责行动 (accountability movement) 集中于应对外部公众要求运用普遍、可比的绩效指标来衡量公共政策目标; 1996 年,超过半数的州正在开发或已经发布了高等教育绩效报告系统[2]。Gaither 等 (1994) 也总结了国际高等教育绩效评价的背景: 20 世纪 70 年代末,绩效指标和质量评价开始成为国际性议题,逐渐形成管理和评价高等教育的一种通用方法,旨在提供有关教育质量、效益和效率在国家层次上的状况和国际之间的比较。对高校效益性问题和问责行动的关注在一定程度上促进了高校绩效评价的发展,前者侧重基于机构层次的视角,实质上是内部绩效评价;而后者侧重基于高校外部的视角,实质上是外部绩效评价。Wellman (2001) 同样指出问责系统是州层次的机构效益性指标,运用定性和定量评价,使各个机构的评价数据具备可比性。这种系统同样可以称为“报告卡 (report cards)、绩效指标、基准 (benchmarks) 或问责评价 (accountability measures) ”。

1.2 绩效指标用途的延伸——绩效指标与预算的结合

Sizer (1992) 分析绩效指标体系可以起到资源合理分配的作用,从而作为政府拨款的重要标准或参照系。Gaither 等 (1994) 提出一个指标系统必须具有能够提供不同类型机构评价的弹性,绩效指标的运用最终要涉及自身、标准与同业的比较,而对于绩效的关注,利用激励拨款 (funding incentives) 有助于鼓励政策制定者和高校探索绩效指标系统在改善高等教育效率和效益中的应用。Burke 等 (1999) 指出预算与绩效的结合已经成为州政府和公办高等学校的热门话题,洛克菲勒 (Rockefeller) 机构 1999 年的一项调查显示全美 30 个州已经或正在考虑将绩效作为高校预算过程的一部分。各州逐渐开始将绩效指标与预算和资源分配相联系,绩效信息被视为向计划提供拨款的重要考虑因素,对达到一定目标的机构提供激励拨款。Davis (2003) 认为绩效指标系统可以采取不同的

形式,一些仅仅承担向州政府报告的功能,而另一些提供了能够影响公共财政分配的绩效数据。在绩效拨款 (performance funding) 当中,绩效与预算分配紧密联系;绩效指标系统更为普遍的运用是在绩效预算 (performance budgeting) 当中。绩效指标与预算的结合反映了高校绩效评价从最初的评价机构效益性和责任性延伸到预算管理范畴,体现了对高等教育资源配置效率的重视。

2 研究的现状: 注重预算分配阶段的绩效评价

20 世纪 90 年代,许多国家政府努力将更多的绩效信息引入预算过程,绩效信息可以运用在预算过程的各个阶段,即预算编制 (budget preparation)、预算审议 (budget approval)、预算执行 (budget execution) 以及审计和评价 (audit and evaluation) 当中。

2.1 预算分配阶段的绩效评价

大规模的问责行动促进了三种绩效项目的出现,即绩效报告、绩效拨款和绩效预算。绩效报告建立在“绩效改进的回报仅仅是公开效果”的假定上,并没有显示出与拨款的任何联系。应用绩效作为高校预算中的一项因素主要采取绩效拨款和绩效预算这两种形式,其容纳了以下因素:项目目标,确定外部责任性、改进机构绩效、满足既定的绩效指标标准;绩效指标,确定预期成果的范围和具体的评价方法[5]。Burke 等人在 1997 - 2003 年间分别就公办高等教育绩效拨款目前的状况与前景的展望、流行性和有效性、合并的趋势及绩效报告等问题发布了 7 份研究报告,对美国高等教育绩效评价与预算相结合的问题进行了探讨。

(1) 绩效拨款与绩效预算的内涵

问责行动从 80 年代的评估和成果报告转向 90 年代的绩效拨款。美国州高等教育财务办公室 (state higher education finance officers, SHEFOs) 1994 年的一项调查发现,9 个州已经采纳、10 个州正在考虑将一部分州拨款与高校完成预算目标和任务的情况相联系;1996 年的另一项调查表明 14 个州开始在高校预算中使用“质量成果因素”;到了 90 年代中期,44%的州高等教育委员会主席考虑应当在今后将拨款与绩效相联系。Burke 和 Modarresi (1999) 关于绩效拨款和绩效预算流行性与有效性的年度调查显示:有 30 个州至少使用了其中一种方法,9 个州同时使用了两种方法,各州议会普遍认为绩效应该与高等教育资源分配相联系。绩效拨款或预算将机构绩效融入了传统的,对现行成本、学生注册及通货膨胀增长的考虑,但却忽略了毕业生数量和质量以及为州和社会提供服务。在绩效拨款系统中,绩效评价在预算过程中被报告并直接与拨款决策相联系,优点之一是将计划与预算直接关联。Hoyt (2001) 指出绩效拨款是将拨款与绩效指标相联系,包含了绩效评价的选择、成果的评价等。Gaither 等 (1994) 认为评价、绩效指标和绩效拨款等相关概念的提出具有共同的目标:要求高等教育机构证明其责任性以及任务和目标的完成情况。Layzell (1999) 总结绩效拨款的本质,是预算分配建立在绩效指标系统之上,是绩效指标系统逻辑上的延伸,将问责、绩效与拨款水平直接联系。Ser2ban (1998) 归纳了实行绩效拨款计划的关键因素:目标和绩效指标的选择,最具挑战性的任务;成功标准,制订机构绩效的评价标准;指标权重,确定对每一指标分配拨款的百分比;分配方法,明确绩效拨款与州和机构预算的关系;拨款水平,确定依据绩效分配的拨款总额。Burke (1998) 提出绩效拨款代表了州和校内政策制订者面临的机会和挑战:确保了内外部关注的整合,校内和州管理机构应该参与到指标选择、权重和标准确定的过程中,根据机构使命的不同选取共同指标,绩效指标系统应该在持续性和弹性之间维持平衡等。

在绩效预算系统中,给予激励性拨款——基金 (funds) 是基于各高校是否满足绩效评价而进行的分配,这种拨款不直接与教育机构的基础预算相联系。依据 Carter (1994) 的研究,绩效预算具有四个特征:主要目的是为基金的分配设计评价标准;报告过去的绩效,使用可供计划之间比较的通用成本分类方法,而不是集中于线性项目的比较;提供了再分配资金的弹性管理以及对于成功的奖励和失

败的处罚;吸纳了来自定期计划评价的经验,能够被独立的审计。绩效拨款和绩效预算都包含了针对公共责任性的绩效评价,即促进机构绩效和满足各州所构建的绩效指标。绩效拨款将具体的资金分配与设计指标的评价结果相联系,这种联系是自动的和明确的;绩效预算允许政府官员和立法机构在确定总体分配时将学院绩效作为考虑因素,与绩效相关的拨款是在基础预算之外的奖励,这种联系是弹性的和随机的。

(2) 绩效拨款与绩效预算的区别

Burke 等人在 1997 和 1998 年的调查试图探寻绩效拨款和绩效预算的区别。他们定义绩效拨款为“与公办学院和大学以具体绩效指标表现的成果直接联系的州拨款”;拨款和绩效的关系是自动的和程序化的,如果高校达到了基于绩效指标的目标或改进水平,将被分配指定数量的绩效拨款。绩效预算是州政府或协调委员会使用间接的基于绩效指标的机构成果报告,作为形成公办学院和大学总预算的一般性内容;依据良好或改进绩效的附加拨款(additional funding)的获得取决于州政府或协调委员会的独立判断。绩效拨款将州拨款与绩效紧密和直接联系,而绩效预算与州预算间接相关,与成果联系松散。鉴于在绩效拨款当中与绩效挂钩的是运营预算(operating budget),而绩效预算中与绩效挂钩的则是基础预算之外的激励性拨款,绩效预算比绩效拨款更具有稳定性。资金和成果的松散联系和弹性允许使用包含多样化目标的评价方法,从而避免了可能与单一绩效指标或不充分样本量相联系的有效性和可靠性问题。Burke 等(2000)在“绩效拨款和预算:呈现融合?”的报告中,通过对美国 50 个州高等教育财务官员的调查发现,绩效拨款开始显现出弹性、协同性和多样化,而绩效预算也提供了阐明拨款与预算联系的方式,一个新的发展是将二者结合起来的混合模型。随后总结认为绩效拨款集中于预算过程的分配阶段,绩效预算集中于预算准备和预算编制阶段,通常忽视预算的分配阶段。

绩效拨款和绩效预算的区别被 Davis(2003)归结为两个因素:一是基础预算和与绩效评价相关的基金分配的联系;二是预算实施和分配过程的弹性。在绩效拨款中,绩效成果与资源的关系是清晰的和不变的,绩效拨款为学院改进绩效提供了“直接和有形的激励”。在绩效预算中,激励性拨款根据是否满足绩效评价进行分配,这种拨款是基础预算之外的附加拨款,绩效成果和资源的联系是弹性的和随机的。除了二者共同具有的改进绩效和满足既定绩效指标之外,绩效拨款还包括拨款权重、水平和来源,拨款权重对绩效指标分派了同样或不同的价值标准,拨款水平确定了各州依据绩效分配给学校的运营预算。如南卡罗莱纳州(South Carolina)1996 年采取的政策是将绩效评价与高校的全部运营预算挂钩,而田纳西州(Tennessee)这一比例只有 5%。

(3) 两种模型中的绩效评价指标

在南卡罗莱纳州的绩效拨款模型中,使用了 9 种清晰的绩效类别,共计 37 个具体指标,涵盖中心任务、教工质量、教育质量、机构合作与协作、管理效率、入学标准、毕业生成就、研究拨款等类别。Burke 和 Serban(1998)调查了美国 11 个州绩效拨款项目的施行情况,以密苏里州(Missouri)本科学校为例,其绩效指标和权重如下:学士学位授予评价(9.3%)、其它学位授予数量(11.1%)、毕业生成绩(在全国性考试中排名 50%以上的毕业生数,48.1%)、通过资格考试的毕业生数(7.2%)、预期教师数量(6.5%)、毕业率(6.5%)、校内项目(7.9%)。绩效指标的挖掘是绩效拨款中最关键和容易引起争议的部分,绩效拨款与绩效报告中的指标是类似的,但是同样也存在一定的区别。最为普遍的指标是毕业率、转学率、就业安置和教师工作量。但是各州在选择拨款指标时缺乏共性。指标类型包括投入、过程、产出和成果评价。投入代表了用于支持计划和行为的人力、财务和物质资源;过程包括提供服务的方法;产出涉及提供产品的数量;成果描述了计划、行为、服务等的质量。基于美国 11 个州的绩效拨款指标调查,Burke(1998)总结了被 4 个以上州采纳的绩效拨款指标,见表 1。

表 1 美国 4 个以上州选择的绩效拨款指标

绩效拨款指标	选择指标的州个数	
	本科学校 (Baccalaureate Institutions)	两年制学院 (Two - Year Colleges)
注册和毕业率	10	8
专升本比率	6	6
教职工工作量	5	4
毕业学分和 获得学位时间	4	4
资格考试成绩	4	4
教工培训与发展	4	4
机构选择	5	/
专升本毕业率	4	/
就业安置率	/	8

注:表中数据基于美国 11 个州的绩效拨款指标调查。

调查得到了以下结论:绩效拨款指标的选取是外部政策制订者而非学院内部控制指标的选择;绩效拨款中使用的指标类型表现出对绩效报告指标关注的转变,即对投入关注性的降低及对产出、成果和过程评价的增加;过程指标代表了允许开发和使用设计的产出或成果指标的临时性项目,但是这也

表 2 高校拨款机制的绩效导向

国家	核心基金分配的 绩效导向程度		国家	核心基金分配的 绩效导向程度	
	教学	科研		教学	科研
澳大利亚	-	- / +	荷兰	+ / -	- / +
比利时	-	-	新西兰	-	-
丹麦	+	- / +	瑞士	+ / -	-
法国	-	- / +	英国	-	+
德国	- / +	-	美国	- / +	- / +
日本	-	- / +	——	——	——

注: +,完全的产出导向; + / -,产出与投入导向的混合,以产出导向为主; - / +,产出与投入导向的混合,以投入导向为主; -,完全的投入导向。

暗示着对于机构过程的关注开始回避成果指标的复杂性与争议性;从指标的选择可以看出对效益、质量及二者综合评价的持续关注等。

Jongbloed 和 Vossensteyn (2001)以澳大利亚、比利时等 11 个经济合作与发展组织 (OECD) 成员国为样本,调查了国际范围的高等教育绩效拨款情况,认为当高校的核心基金 (core funds) 以产出指标的实现为基础时,绩效导向会逐渐增强。各国当前普遍应用的产出指标包括学生累计学分数、毕业生数量 (如学位授予)、科研出版 (数量和质量)、获得博士学位人数等。样本国家高校拨款机制的绩效导向见表 2。

2.2 预算执行与决算阶段的绩效评价

Joyce 和 Sieg (2000)从公共管理的角度阐述了在预算过程使用绩效信息的框架,提出绩效评价是很流行的,但是其用途值得探讨。大部分学者认为绩效信息可能最适用于对管理决策制定的支持 (Melkers、Willoughby, 1998; Joyce, 1997),这些研究强调了基于绩效预算倡议的初步本质,虽然有助于理解绩效信息在预算过程的运用,但也存在一些局限性:一是关于绩效基础预算 (performance-based budgeting) 的狭隘界定,仅仅讨论强制要求 (Melkers、Willoughby, 1998)、行政分支评价 (Lee, 1997; Jordan、Hackbart, 1998) 以及资源分配的成果 (Jordan、Hackbart, 1998),并没有给予预算过程的其他阶段以足够重视。二是依赖于个体调查反映,有限的查个体导致结果带有不可靠性和主观偏见性。他们认为需要以综合的视角来看待绩效信息与预算过程的结合,包含两个层次:第一,绩效信息在预算过程中的运用应该容纳策略制订、绩效评价和成本会计;第二,绩效信息可以使用在预算过程的不同阶段,重点是实用性和绩效评价的应用。具体内容如表 3。

2.3 研究现状的总结评述

国外对高校预算绩效评价的研究已取得了有效的成果,值得我们吸取。但是,不足与缺憾也是必须引起重视的。

(1) 已有的研究中,缺乏针对高校预算绩效评价的研究。在商业信息数据库 (ABI/ INFORM Global) 和商业资源集成全文数据库 (Business Source Premier, BSP) 当中,以预算绩效 (budget performance、budgetary performance 或 budgeting performance) 检索论文题目,不仅检索结果数量较少,而且基本上不涉及高校范畴。本文采集的文献主要来自对高校绩效评价、绩效拨款与绩效预算的检索。

(2) 研究背景的分析表明高校预算绩效评价与高校绩效评价密切相关。始于 20 世纪 70 年代末的高校绩效评价,其功能从最初的高校效益和责任性评价延伸至绩效拨款与绩效预算,高校绩效评价开始作为预算分配的参考。直到 20 世纪 90 年代,高校绩效信息才广泛与其预算管理相联系,对高校预算绩效评价的研究才有了实质性的进展。同时,也反映出这一领域还有相当的研究价值。

(3) 高校预算分配阶段绩效评价研究内容的分类整理提示绩效拨款和绩效预算是两种相似的预算分配绩效评价模型,其目的是以激励机制为基础将绩效评价引入预算分配。已有研究成果主要是基于高校外部对高校预算的配置绩效,较少关注高校对内部机构预算资金的再配置绩效;评价手段主要是借助高校绩效评价指标,且主要是以教师和学生为成果载体的非财务指标,欠缺直接反映预算管理状况的有关财务指标;更全面的预算分配绩效评价内容、评价方法以及评价机理等的研究成果也是寥寥无几。

(4) 对预算执行与决算阶段绩效评价的研究相对单薄。有学者已经认识到绩效信息不应仅仅局限在预算分配阶段,应重视绩效信息在预算管理其他环节的应用,但是对此方面的研究目前还基本停留在局部的、一般性的理论探讨,缺乏以高校为具体研究对象的预算执行和预算结果的绩效评价机制、具体内容和方法的系统的理论研究与应用推广。

表 3 预算过程的绩效评价

预算阶段	执行者	可用的评价方法	评价目标
预算编制	政府层次	机构策略制订和绩效计划,成本会计,绩效(成果)评价	平衡下属机构的基金分配,针对中央预算部门的预算申请,确定机构内重叠的服务
	中央预算部门	政府范围的策略制订和绩效计划,成本会计,绩效(成果)评价	平衡机构之间的基金分配,针对立法部门的预算申请,确定机构之间重叠的服务
预算批准	立法机构	绩效评价,精确的成本估计,包含预算申请的策略和绩效计划	将成本与绩效的边际成果相比较,将期望绩效作为预算分配的一部分
	行政长官	法律批准的为实现政府策略目标的预算解释	通过绩效解释做出同意,否决或减少预算的决定
预算执行		机构和政府范围的策略计划,绩效(成果)评价,成本会计	根据策略优先权和与机构绩效目标实现的一致性,使用支出判断和弹性分配基金
审计和评价		机构策略目标、实际绩效数据、成本会计信息	审计和评价的重点要包含绩效问题,而不仅仅是财务一致性

3 研究的启示:绩效评价与预算管理的全面整合

国家对建立预算绩效评价体系的宏观部署和高校对预算资源有效利用机制的现实需求为我国高校预算绩效评价研究提供了研究动因,国外研究现状存在的缺陷又使得对高校预算绩效评价的研究具有相当的研究价值。在借鉴国外以绩效评价为导向的预算资源配置机制基础上,积极推进绩效评价

与预算管理全面整合的研究与实践,需要从单纯的侧重预算分配阶段的绩效评价扩展到以配置绩效、执行绩效、产出绩效为核心,形成以编制的决策评价、执行的过程评价、决算的结果评价为主要模块的高校预算绩效评价流程;需要从简单的评价指标与权重确定延伸至涵盖以评价机理、评价内容、评价指标、评价标准、评价方法、评价规程为主线的高校预算绩效评价体系,以实现高校预算绩效的分层评价与综合评价。

总之,通过对国外高校预算绩效评价研究的背景、现状分析及展望,我们有理由相信,高校预算绩效评价研究有着广阔的研究前景和研究价值,亟待引起学术界的深度探究!

作者: 张晓岚, 吴勋(西安交通大学 经济与金融学院)

来源: 《西安交通大学学报(社会科学版)》2007 年第 1 期

高校预算绩效评价研究现状

自 20 世纪 80 年代以来,一些发达国家已将绩效评价作为加强学校预算管理的重要手段。国外评价高校预算管理绩效的方法,就是建立高校绩效评价指标体系。随着中国高校管理制度改革的逐步深化,以预算改革为核心的公共财政框架逐步形成,中国高校预算绩效评价体系的建立也正在逐步建立,这要求对高校预算绩效评价体系进行深入的研究。

1 国外研究动态

绩效指标在西方国家高校中得到广泛的应用一般是从 1980 年开始的。但对于绩效指标的定义,目前还没有一个明确的定义,但人们趋向于在更为宽广的意义上来理解绩效指标,而并不将其限定在狭窄的某一定义上。

1986 年,英国副院长和校长协会和大学拨款委员会(CVCP/UGC)成立的联合工作小组认为,绩效指标是对资源使用情况和某些领域内特殊目标达成情况所作的通常是定义的陈述,绩效指标是一种行为的信号或指导而不是绝对的直接测量,也不直接提供综合意义上的绩效评价,但它能够提供与此相关的有用信息。世界经合组织(OECD)在一项有关高校管理的研究计划(IMHE)中将绩效指标定义为“一种用来测量那些难以数量化之物的数量价值”。随着人们对绩效指标的认识不断深入,研究范围进一步扩大到包括管理统计的内容。马丁·凯夫(Martin Cave)等在对绩效指标的概念进行深入研究的基础上进行了总结性的描述:绩效指标是通常用数量形式测量高校活动特征的一种官方的测量工具,这种测量既可以是序数性的,也可以是基数性的;既可以是绝对性的,也可以是相对性的;既包括有固定的、机械的程序,也包括一些非正式的如同行评价或声誉排行等过程。

2 国内研究动态

总的来说,中国高校预算管理绩效研究现状是处于理论研究阶段,还没有一个成熟的绩效评价体系。

2.1 国内高校绩效评价研究学术论文的发表数量

以“预算绩效”为检索词跨库精确检索“维普资讯—中文科技期刊数据库(2009)”、“万方数据资源系统(2009)”,截至2009年,共有1934条记录。其中与高校预算绩效评价相关的有199篇。虽然研究文献的总量不少,但研究成果发表时间大都集中于2004年以后且多集中在理论架构研究方面,说明中国高校预算管理绩效研究现状是处于理论研究阶段,还没有成熟的绩效评价体系。

2.2 通过对文献检索,对高校预算绩效评价体系的研究现状进行了归纳

(1) 高校预算绩效评价的定义。陈纪瑜、张宇蕊(2004)将预算绩效评价定义为以绩效为核心,运用特定的指标体系,通过定量与定性对比分析,对预算决策、配置、使用过程中的单位产出水平所做出的综合评价。李淑宁等(2004)定义预算绩效考核是对经费支出与产生的效果和影响进行评价的行为,是以支出“结果”和“追踪问效”为导向,以定性分析与定量评判为手段的预算支出管理模式。项华录、董丽丹等(2007)认为,高校绩效指标是主管部门衡量高校运行状况的一种工具,它以数量的形式提供有关高校教育资源利用情况及其目标完成情况的信息。苏少辉(2009)认为,绩效预算是预算方法的一种创新。它是以政府或事业单位所提供的公共产品或公共服务的绩效状况为依据来安排预算资金的一种预算管理机制。绩效预算以结果为导向、以项目成本为衡量标准、以业绩评估为核心,包括“绩”、“效”和“预算”三个要素。其中“绩”为预算主体的工作内容,“效”为预算主体工作的效果目标,而绩效预算就是根据预算主体的“绩”和“效”来确定预算,也叫结果导向型预算,其实质是将资金使用效果与预算资金的安排相挂钩,并以资金使用效果为依据,统筹安排预算资金。

(2) 高校预算绩效评价的必要性。王明秀、孙海波(2005)认为,高校资源是社会资源的重要组成部分,提高高校资源配置效率是市场经济条件下高校发展的核心内容,加强高等学校的预算绩效评价工作,对提高高校资源的配置效率具有举足轻重的作用。徐荣娣、陆媛(2006)指出建立全面完整的预算绩效指标体系是高校预算发挥目标控制功能的关键。苏少辉(2009)认为,国家政策导向是高校实行预算绩效评价的外因,高校发展需求是实行预算绩效评价的内因。

(3) 高校预算绩效评价的原则。祝红霞、张美华(2005)认为,建立科学有效的绩效评价指标体系要考虑到高校经济效益考核的特殊性,除一般的减少投入、增加产出的效益考核要求外,还有产出考核的模糊性以及人才质量的难以计量性的困难。在设立高校财务管理经济效益指标时,主要考核其经费支出结构的合理性;而在产出效益方面,主要考虑毕业生的一次社会就业率。陆媛(2006)以企业预算绩效指标的制定原则为依据和借鉴,提出高校在设计绩效指标时需要遵循的原则有:科学性、整体性、可比性和可行性。项华录、董丽丹等(2007)认为,绩效评价体系应坚持如下原则:科学性原则、可比性原则、通用性原则、整体优化原则、动态完善原则。

(4) 高校预算绩效评价的体系。陈纪瑜、张宇蕊(2004)设计的高校预算绩效评价体系包括预算编制的决策评价、预算执行的过程评价、预算决算的结果评价,分别对应于关键绩效指标、业绩指标以及绩效测评指标。李淑宁等(2004)认为,由于高校内部机构设置和支出功能的多元性,高校支出绩效考核体系呈现多层次、多因素立体结构,认为绩效评价必须通过建立科学、合理、有效的评价方法、体系和标准来实施,从经费支出用途及功能上分为项目支出绩效体系和部门支出绩效体系。陆媛(2006)提出高校预算绩效评价体系的内容包括绩效指标体系、绩效目标以及绩效目标分解。项华录、董丽丹等(2007)认为,高校财务绩效评价体系是一个多目标的系统,分为两级指标,从学校财务、资产绩效,自筹绩效,教学绩效,科研绩效,产业、后勤绩效等五个方面全面反映高校的财务综合绩效水平。魏乾梅(2008)认为,应根据科学发展观和循环经济学原理,将高校财务绩效评价的内容拓展为“5E”,即经济性(Economy)、效率性(Efficiency)、效果性(Effectiveness)、公平性(Equity)和环保性(Environmental protection)。苏少辉(2009)认为,高校实行绩效预算是将高校预算建立在可衡量的绩效基础上,把预算资源的分配与学校的绩效联系起来,强调结果、责任和效率,提高预算支出的有效性。建立以“用钱效益”为理论基础,以目标管理和部门预算为支柱,以畅通的信息反馈机制及预算执行过程的全程监控为保证和构建绩效评价体系。

(5) 高校预算绩效评价指标。陈纪瑜、张宇蕊(2004)认为,预算编制决策评价中的关键绩效指标主要来自于对绩效目标的进一步分解,核心内容包括四方面:①产出,反映高校支出项目的直接结果;②效率,反映高校财政资金运行管理质量和业务流程效率;③效果,反映通过高校支出项目获取的服务供给能力,产生的经济效益和社会效益;④影响,反映高校支出项目对相关环境和社会发展的长远影响、潜在影响、间接影响。李淑宁等(2004)从项目支出绩效和部门支出绩效两个层次建立了高校内部预算支出绩效考核体系。前者针对基本建设、实验室建设、学科建设、队伍建设、基础设施改造等项目;后者针对教学单位、行政管理单位、教学辅助单位、后勤单位的不同,设立社会效益指标。王明秀、孙海波(2005)基于综合实力、运行绩效和发展潜力等方面的考虑,设计了如下的评价指标:综合实力下设财务指标和非财务指标;运行绩效下设教育事业核算体系指标、基本建设核算体系评价指标和设备评价指标,从不同方面对财务风险进行分析,并在此基础上综合评价其发展潜力。苏少辉(2009)认为,高校预算绩效评价体系包括预算编制的决策评价、预算执行的过程评价、预算决算的结果评价,分别对应于关键绩效指标、业绩指标以及绩效测评指标。

2.3 研究现状的总结一是已有的研究文献数量逐年增加,但总体上还是处于理论研究阶段,还没建立成熟的绩效评价体系

从 2003 年开始国家提倡建立预算绩效评价体系以来,针对高校预算绩效评价的研究逐渐增多,从侧面反映这一领域有很大的研究价值。但当前对高校预算绩效评价缺乏对国外已有研究成果进行深入的整理归纳;高校绩效评价研究内容尚不完整,虽然明确了预算绩效评价的政策导向和必要性,但缺乏完善的评价制度与规范;过于关注对预算绩效评价的一般性研究,没有明确评价主体和评价对象;过于注重评价指标体系的设立,忽略了评价指标实际值的获取问题,缺乏对评价指标筛选、赋权、评价标准确定及具体评价方法的研究;注重在对评价指标与程序的理论性探讨,缺乏对操作层面的实施方案的设计与检验。国家政策导向和高校发展需求为高校预算绩效评价研究提供了研究动因,现有研究现状存在的问题使得高校预算绩效评价研究具有相当大的研究空间,未来的研究应注重预算绩效评价的系统性与实用性,要完善理论框架的系统性,增强实践操作的实用性。

作者:吴乐(广东工业大学)

来源:《经济研究导刊》2010 年第 12 期



产业整合与资本市场



面对全球金融危机的冲击，2009 年中国政府通过实施积极的财政政策和相对宽松的货币政策，并制定了十大行业振兴计划，实现了 GDP“保八”增长。与此同时，在宏观调控利好的不断刺激和全球经济触底回升的影响下，中国证券市场 2009 年仅 8 月下跌，其余 11 个月均实现了上涨，上证综指全年累计上涨 79.98%，深证成指全年累计上涨 111.24%。虽然 2009 年中国经济企稳回升、资本市场相对活跃，但是部分行业产能过剩、出口拉动不足、产品定价能力弱、高耗能高污染等影响中国经济平衡健康发展的深层次矛盾依然比较突出。调整产业结构、发展低碳经济已经成为中国经济实现可持续发展的必由之路。通过产业整合，将多而散的“中国制造”升级为大而强的“中国创造”将是中国产业结构调整

调整的终极目标。

现象一：截至 2008 年底，中国作为电解铝生产第一大国，国内已建和在建电解铝产能超过 1800 万吨，占世界总产能的 38%。当年消费量仅 1260 万吨。

现象二：2008 年，中国水泥产量占全球的 50%。在产能严重过剩的情况下，2009 年国内在建水泥生产线 418 条，新增水泥产能 6.2 亿吨。

现象三：2009 年中国粗钢产量达到 5 亿吨，产能 6.6 亿吨，设备开工率约 76%，国内消费量约为 4.53 亿吨。

除铝、水泥和钢铁等行业外，我国在风电设备、船舶、多晶硅、家电等多种行业均存在产能过剩、重复建设等问题。大量国内剩余产能只能靠大规模低价出口来消化，其代价：一是国内产业群龙无首，低价竞争，导致国内商品缺失国际定价能力，产能第一大国缺失产品定价话语权；二是低价出口引起国际贸易反倾销调查，出口企业生存艰难；三是低价出口相当于中国在透支国内环境和能源的前提下向进口国进行能源补贴。如果行业集中度低、产品技术含量低和附加值低的“三低”发展模式不加以转变，中国经济终将陷入缺乏核心竞争力、不可再生资源枯竭、可持续发展能力弱的恶性循环中。因此，产业结构调整、整合、升级已经迫在眉睫。

2010 年产业整合的重头戏是以央企为主导的全国性产业整合，其次是以地方国资企业为主的区域性产业整合。2006 年 8 月，国资委提出央企数量要控制在 80~100 家。目前还有 132 家央企，这意味着国资委要完成央企整合的宏伟蓝图，2010 年至少需要整合 30 多家央企。央企的整合速度正在逐步加快，地方产业整合大戏也在紧锣密鼓进行，例如重庆市国资委计划今年将推动包括重庆银行、重庆水务、重庆能源在内的七大国企集团整体上市。上海市政府 2008 年颁布了《关于进一步推进上海国资国企改革的若干意见》，明确提出三到五年后上海国资企业将重组到 30~35 家。未来上海国资资产证券化的比例将从现有的 18% 提高到 40% 左右。

从行业分布来看，国家将在军工、煤炭、电网电力、民航、航运、电信、石油石化等七大行业保持国有经济的绝对控制力，这些领域现有 40 多家中央企业，资产总额和利润总额均占全部央企的 80% 左右。七大行业中军工、电网电力和电信目前上市资源相对分散，上市资产相对较少，2010 年存在较大投资机会。

另外，A 股市场将在 2010 年基本实现全流通，这使股权交易更市场化，并为产业整合带来绝佳

机遇。从目前情况分析,产业整合基本通过以下几种渠道完成。

一是集团资产整体上市。这种方式适合于集团企业的部分资产为上市公司,上市公司有望成为吸纳集团资产的平台。这种整合一般在上市公司股价偏低时进行,集团公司能够以资产定向增发获得更多股份,一方面增强对上市的控制力,另一方面在做大做强上市公司的同时也实现集团资产证券化。

二是行业内资产整合。这种方式适用于一个集团公司对应多家上市或非上市子公司,为了消除集团内部同业竞争、减少内部交易、提高经营效率、而进行整合。这种整合可能导致其中的某些上市公司因为吸收合并而做大做强,另一些上市公司则成为壳资源。

三是借壳上市。这种方式适合一些急于上市的公司。前提条件是,壳资源规模比较小,需上市的资产较大。

四是变更上市公司实际控制人。这种方式适合于国资委下属企业的上市公司。通过划转上市公司大股东股权,首先上市公司母公司变更,然后将上市公司的资源与新的母公司资源通过定向增发等方式进行有效融合,达到新母公司与上市公司双盈的效果。

成功的产业整合产生的投资价值是相当惊人的。2006 年 11 月 8 日国资委批准,沪东重机的控股股东沪东中华造船公司和第二股东上船澄西造船公司将其持有的 13985 万股沪东重机股票无偿转让给中国船舶工业集团公司,中国船舶工业集团公司入主后,通过定向增发不断对沪东重机注入新的资产,最终让沪东重机成功变身为中国船舶,公司股价也从消息公布时的 23.15 元飞涨至 300 元的天价。当然,并非所有通过资本市场的产业整合都能够创造投资神话。如 2009 年 12 月 10 日证监会批准唐钢股份吸收合并邯郸钢铁和承德钒钛后,其股价从公布日的 7.53 元,跌至 2010 年 1 月末的 5.73 元,不到两个月时间就下跌了 26.5%。造成这种状况的主要原因是被重组对象和吸引合并对象整体行业欠佳,重组后没有可创造新的利润增长点的资产注入,短期内上市公司盈利无法得到快速改善。

因此,选择具备投资价值的产业整合时,投资者必须把握四个关键:一是被整合上市公司的股价要低,盘子要小,业绩相对较差;二是整合主导方具备强大的资本实力和产业市场份额;三是资产整合后能够形成“1+1>2”的整合效果;四是投资者基本不需要为该整合“埋单”(如整合方采取定向增发新股方式,而非公开增发方式)。

作者:常江

来源:《中国信用卡》2010 年 第 5 期

发展区域资本市场

促进中国—东盟自由贸易区建设

自 2002 年以来,中国与东盟全面框架协议签署后,中国与东盟各国在贸易合作投资方面取得了丰硕的成果,双向的投资快速增长,经贸合作呈现良好的势头。金融和贸易是带动区域经济实现实质性联合的两个轮子。今年中国—东盟自由贸易区建成后,为了深化中国—东盟的经贸关系,中国—东

盟在金融领域的合作必须有序地向纵深推进,实现金融一体化。从欧盟和北美自由贸易区的经验看,大力发展区域资本市场,推进 CAFTA 资本市场一体化,是实现 CAFTA 金融一体化的内在要求,也能促使 CAFTA 内资本的流动和投资的相互渗透能够以实体经济的互补和合作作为基础,降低资本流动的盲目性和投机性,提升中国和东盟区域经济一体化的程度,成为全球经济协调可持续发展的积极力量。

1 大力发展区域资本市场是推进 CAFTA 建设的必然要求

1.1 资金筹集和提高资本配置效率的需要

发展资本市场,扩大直接融资规模,筹集发展资金是 CAFTA 经济一体化发展的必要之路。CAFTA 国家的储蓄率在全世界首屈一指,且储蓄一般都存入当地金融机构,再通过欧美国际金融中心转化为投资回流 CAFTA。多年来,该地区投资者通过这种方式向美国提供数千亿美元的资金。一方面是资金的大量需求,一方面是储蓄率和外汇储备的居高不下,这使得 CAFTA 国家资金筹集、资本流动和配置极其不合理。建立一个完善、高效的 CAFTA 区域资本市场,使 CAFTA 投资者可以充分利用区域内国家的货币、较高的储蓄资源和雄厚的外汇储备,在区内金融市场进行投资,使储蓄资金从资本充足的国家流向本地区发展中国家,为这些国家的企业、基础设施以及政府提供融资,实现资本在地区内的顺畅流动和有效调配,促进地区经济的发展。同时,引导储蓄直接流入本地区的企业和经济实体,使本地区储蓄更多地直接转化为对本地区的投资,而不需要通过发达国家资本市场进行投资,从而将 CAFTA 的储蓄留在 CAFTA,并在区域内得到有效利用。

1.2 促进 CAFTA 区域内资本要素资源有效配置的需要

发展 CAFTA 区域资本市场,促进 CAFTA 各国间取消资本跨国界移动的法律、技术、财政等各方面的障碍,资金可以在不同的信贷市场、债券市场和股票市场之间自由移动,CAFTA 范围内的企业、金融机构、政府和个人更多地按照区域资本市场上资本供需关系及其变化进行各种投资及融资活动,不仅使资本要素在极为扩展和连接一体的资本市场中得到更为合理、有效的配置,为区域内产业和贸易投资结构的调整和规模经济发展创造相适应的金融和资本市场环境,而且对于带动其他生产要素的合理流动,扩大与商品贸易相关的资金过境支付和结算,推动伴随跨国金融活动的各类劳务和人员的自由流动,进而增强 CAFTA 统一大市场各个组成部分的相互影响和相互促进具有十分重要的意义。CAFTA 区域资本市场建立,将为区域内资本流动的资源基础、流动机制和市场格局提供更为雄厚、有效和深化的资本运行条件,推动 CAFTA 各国企业和金融机构的跨国购并与重组,促进各国经济结构调整及国际竞争能力的提高。

1.3 完善区域金融体系,降低对银行体系过度依赖的需要

亚洲地区的金融结构是以银行为主导的间接金融体系,这种金融体系在投资者降低资产交易成本、促进储蓄的积聚和集中等方面具有显著优势,因而在国家“赶超”战略中发挥了重要作用。然而,由于银行与资本市场之间关系的不协调,直接融资与间接融资比例失衡,资本市场发展滞后于经济发展水平,导致金融体系缺乏流动性、透明度和应对重大变化的弹性,难以支撑经济结构调整的战略重任,而且这一体系所固有的期限与货币双重不匹配的缺陷导致银行部门的风险积累,从而成为危机的源泉。资本市场是直接融资渠道,能够为投资者提供长期资金,有助于改变间接融资为主的金融结构。发展 CAFTA 区域资本市场、确保融资模式的多样化,不仅可以减轻 CAFTA 各国政府及私人部门对于银行贷款的过度依赖、提高金融资产的流动性和资产状况的透明度,而且可以推动 CAFTA 各国大力发展本土资本市场的发展,包括扩大规模、改善结构、完善监管,健全发行、交易、清算、评级等相关制度和机构,并借此发展整个资本市场的配套设施,促进整体金融市场的完善。如果存在一个完善和高流动性区域资本市场,当危机来临时能够通过交易活跃的二级市场实现资产的迅速变现以避免

损失;同时通过资产证券化手段有助于金融机构坏账的处理和在危机时帮助公司进行债务重组,从而有利于金融机构相对迅速地调整其资产负债结构,减少金融机构的风险积累,避免危机的发生。因此,CAFTA 区域资本市场的建立可以改善直接融资比重过低的局面,减少 CAFTA 各国对银行体系过度依赖所带来的金融体系的脆弱性。

1.4 深化 CAFTA 区域金融合作的需要

在经济全球化背景下,区域金融合作对建立一个健全而稳定的国家和地区金融体系具有积极作用,对一国和整个地区的可持续发展至关重要。由于 CAFTA 经济体普遍同美国保持着最密切的经济联系,还因为美元资产有着更高的安全性等方面的原因,CAFTA 经济体普遍保有大量美元资产,存在着较强的美元化倾向,这将不利于 CAFTA 区域金融合作。通过发展 CAFTA 区域资本市场,培育与完善以 CAFTA 区内货币定值为特点的 CAFTA 债券市场,将有助于逐渐改变区域内的美元化状况,降低区外经济对区内经济的影响,又有助于危机到来时提供资金救助,取得区域内金融市场的稳定。随着条件的成熟,发行 CAFTA 篮子货币计值的债券,这样就将创造出一个新的区域性货币单位(类似于欧元的最初形式——埃居),促进 CAFTA 区域货币合作和贸易、投资的一体化。因此,发展 CAFTA 债券市场将对扩大现有 CAFTA 金融合作范围,实现整个 CAFTA 金融体系的完善和安全,进而对促进 CAFTA 经济稳定与繁荣发挥重要作用。

1.5 抵御外来冲击,防范金融风险的需要

虽然资本市场的发展将有助于拓宽金融系统的结构,并将促进经济体中风险的多元化和整体风险的降低,但也有可能通过使用衍生工具和其他手段发生不适当的风险转移,使风险转移到风险管理能力和监管更薄弱的部门和机构。这就要求监管者更有预见性,以改善对这些机构的风险监控和监督。CAFTA 各国参与金融全球化、扩大金融对外开放应当是有条件的渐进式的,金融开放与金融安全理当兼顾。特别是在当前,由于金融全球化中国际资本流动障碍和壁垒减少,成本趋低,加上信息技术的运用和网络的扩展,大规模的国际资本快速流动越来越脱离实体经济,全球 90%以上资本流动与实质经济交易无关,国际资本流动的投机性和破坏性日益明显,已成为国际金融动荡和金融危机的重要根源,由于 CAFTA 各国抵御风险的能力较差,这就给 CAFTA 各国的经济和金融带来巨大的伤害。因此,必须加强地区和世界的金融合作,共同约束和防范国际游资过度投机的活动与冲击。目前,CAFTA 巨大的资本市场资产规模为区域金融合作奠定了基础,同时加强了东亚资金的自我循环。建立 CAFTA 区域金融合作组织和合作机制,构建区域金融合作与安全体系,进行相互间的政策协调,维护区域内经济和金融的安全与稳定,维护金融全球化进程中的共同利益,是必然的选择。

2 制约 CAFTA 区域资本市场发展的因素

2.1 经济基础薄弱

无论是理论还是实践经验都表明,资本市场的发展是以实体经济为基础的,依托于实体经济的发展而又促进实体经济发展。CAFTA 各国经济基础总体薄弱,且经济发展水平差异很大。根据 IMF 统计,2008 年,CAFTA 各国人均 GDP 排名在世界 100 位后的有 7 个国家,排名靠前的国家如新加坡、文莱等国家的经济总量又很靠后。而且,CAFTA 各国经济发展极不平衡,中国的经济总量在 CAFTA 中是最高的,其 GDP 总量约是东盟十国总和的 3 倍,是总量最少的老挝的 828 倍。中国和东盟各国在经济实力、资金、技术、产品竞争力等方面都存在明显差距,因而对区域金融合作的认识和积极性方面也必然存在差距,这将制约 CAFTA 区域资本市场的发展进程。

2.2 CAFTA 各国资本市场发展不平衡

各国的资本市场在发展水平上存在较大差异,这种差异不仅表现在市场规模上,还表现在市场深

度、市场厚度、流动性、市场成熟性等方面。此外,市场规则、运行制度方面的差异也导致 CAFTA 框架下各国资本市场特别是股票市场发展水平不平衡。在 CAFTA 区域内既有中国香港、新加坡这样国际化程度高、发展成熟但规模不大的资本市场,也有中国这样处于新兴加转轨阶段但规模巨大的资本市场,同时还有一些新兴的发展程度较低的市场,甚至有的国家资本市场还在初创阶段。规模上的差异给资本市场合作带来的障碍还可以克服(欧盟各国资本市场的规模也存在很大差异),但是发展程度的不一致就使得资本市场合作蕴含着巨大的风险,并且会阻碍各国推动 CAFTA 区域资本市场建设和发展的决心与信心。

2.3 货币合作还处于低级阶段

从欧盟和北美自由贸易区的经验看,建立一体化的资本市场最大的影响因素是资本项目下的各国货币可自由兑换或货币一体化。欧洲区内欧元的成功启动和中北美的区域货币合作以及拉美国家的美元化显示区域货币一体化趋势是推进该地区资本市场合作且一体化的先决条件。从最优货币理论看,目前 CAFTA 区域只有经济开放性标准适合最优货币区标准,而经济发展水平、生产要素的流动性、产品多样性、金融市场一体化 4 个方面还达不到最优货币区标准的要求。所以,东亚货币合作还处于低级阶段。尽管“清迈协议”正在进一步推进,货币互换额度也进一步扩大,但各国金融市场对外资仍然存在限制。这些都影响 CAFTA 区域资本市场的合作和一体化进程。

2.4 汇率协调机制不完善。汇率协调是区域内各国进行金融合作和实现一体化的基础

目前,CAFTA 各国缺乏一个统一的汇率安排,各国货币间的汇率波动较大,跨境投资交易成本较高。一方面,各国为了维护本国汇率的相对稳定,分别实行了不同程度的外汇管制,这种外汇管制阻碍了 CAFTA 各国资本市场上资金在各国之间自由流动;另一方面,汇率的经常波动增大了交易者进行跨境投资的换汇风险和换汇成本,这进一步加深了各国资本市场的相互分割,同时还导致了为对冲外汇风险而在外汇市场上进行套期保值交易的成本。此外,统一的汇率安排需要各国放弃一部分经济政策的自主权,服从一种共同的货币政策安排,而目前 CAFTA 各国没有显示出这种决心。这些都增加了推动 CAFTA 资本市场一体化的困难。

2.5 政治制度和经济体制方面的差异

中国和东盟各成员国之间在政治制度和经济体制方面都存在着较大差异。在政治制度方面,有资本主义、社会主义和其他制度的差别;在经济体制方面,存在着市场经济体制、转轨经济体制和计划经济体制的差别。这些差别对于加强区域金融合作存在一定的负面影响。另外,在 CAFTA 区域资本市场技术操作层面上缺乏有效的跨国监管协调机制、区域性的支付清算、评级、担保等配套机构和有效的避险机制等。

3 发展 CAFTA 区域资本市场的对策建议

3.1 加快 CAFTA 各国资本市场发展并逐渐对外开放

目前中国与东盟各国资本市场发展水平和对外开放程度很不一致,这不利于整合 CAFTA 各国资本市场并形成一体化的区域资本市场。随着今年 CAFTA 的建成,建设 CAFTA 区域资本市场是 CAFTA 向更深层次的生产要素领域推进一体化、更高标准上推进 CAFTA 建设的必要行动,也是资本要素在各国间跨国界的自由流动的必然要求。为了深化 CAFTA 经贸关系,促进 CAFTA 各国产业结构调整和资源有效配置,各国应高度重视并深入推进本国资本市场的发展,加强市场基础性制度建设,结合区域实际,与 IOSCO(国际证监会合作组织)的市场标准和制度相统一,推进 CAFTA 各国资本市场一体化进程。在此基础上,逐步开放国内资本市场,考虑到 CAFTA 各国资本市场发展差异,各国应循序渐进地开放本国市场,建议分三个步骤开放国内资本市场:第一步为开放外资以收益凭证方式间接参与市场;第

第二步为开放国外机构直接投资股市；第三步是全面开放资本市场允许区域外机构及个人直接投资股市，在各国资本市场上公开发行人股票上市，并将从资本引进为主转向资本引进与资本输出并立的双向格局。

3.2 加强各国政策协调和监管合作

在资本市场区域化合作的过程中，需要区域内各国的统一的政策协调。欧盟资本市场一体化过程中很多国家都牺牲了自身的部分利益以满足资本市场一体化的需要，同样 CAFTA 各国资本市场区域化合作会涉及到经济合作、货币合作、税收协调等，当然会暂时牺牲部分国家的利益。暂时的利益损失可以通过区域内其他国家提供的区域发展赠款、农业支持以及低息贷款等得到补偿。由于风险的关联性和危机的扩散性，地区的共同监督和预警不仅变得必要，而且变得迫切。在证券市场区域化合作的过程中，各国监管机构一方面加强监管与合作，另一方面为了使本国市场融入到一体化的市场当中去，又要让渡某些监管主权。为了解决这一矛盾，必须有超越各国利益之上的权力机构制订有关合作法规，这就需要建立统一的监管机构。当前设立地区专门的监管机构不太现实，可以通过政府间的协议，成立“中国—东盟证券监管委员会”，以加强 CAFTA 各成员国证券监管方面的协调与合作，加强信息交流，进行监管磋商和协调，并发布主要经济指标、证券市场指标等，为政府决策者和市场提供及时准确的信息，切实防范金融风险。

3.3 建立统一的汇率制度安排

在 CAFTA 区域资本市场的建立和发展过程中，汇率制度和汇率政策的协调是十分关键的。从目前的情况看，中国和东盟在近期内寻求一种汇率稳定机制是比较困难的，除了在政治上缺乏互信外，最直接的是中国及东盟成员国之间的汇率制度存在巨大差异。在自贸区成员国中，既有实行传统钉住汇率制度，如马来西亚、中国，也有实行事先不公布汇率目标的管理浮动汇率制，如新加坡、老挝等，还有采取汇率独立浮动的管理方式，如菲律宾、泰国等；既有实行钉住美元制度，也有钉住一篮子货币或特别提款权制度；有的国家还实行双重汇率制度。多层次、多样的汇率制度，使今后中国与东盟在实行联动的汇率机制与货币政策协调上存在着深刻的利益冲突与技术困难。因此必须着手探讨建立 CAFTA 汇率稳定机制。从国际经验和目前现状看，在 CAFTA 各国间建立一种类似于欧洲汇率机制的亚洲汇率联动机制是一种比较理想的选择，即通过建立一种区域汇率联动机制，既消除了区域内部的汇率波动，又能够保持区域货币与区域外货币的自由调节，兼得固定汇率制度和浮动汇率制度之利。

3.4 优先发展 CAFTA 债券市场

资本市场的两大支柱是股票市场和债券市场，股票和债券都是有价证券，都可以作为筹资的手段和投资工具，但相对于债券，股票具有发行主体少、风险高、对资本项目放开要求高和对货币、汇率敏感等特点，因此，就目前 CAFTA 各国金融合作现状看，应优先发展区域债券市场。而且，区域债券市场的发展在亚洲已有了实践操作，早在 2003 年 6 月 2 日，由东亚及太平洋地区中央银行行长会议组织（EMEAP）宣布了一个决定：与国际清算银行合作建立了一个总额为 10 亿美元的亚洲债券基金（ABF）。这标志着亚洲债券市场的发展和建设已经进入到实际操作阶段。当然，要建立 CAFTA 区域债券市场并非易事，也非短期所能完成。就目前 CAFTA 货币合作和各国债券市场现状看，应在多边框架指导下，CAFTA 各经济体之间开展双边合作。通过双边合作培育区域内货币债券市场。在双边的基础上彼此提供在对方国家发行该国货币定值的债券的便利，在本国债券市场上引进合作对方国的投资者，发行双边本币债券，从而培育双边本币债券市场。在双边基础上培育国际金融机构债券市场。随着区域内直接投资的发展，各国政府系统的金融机构可对进行跨国直接投资的本国企业通过用本国货币发债提供必要的资金支持，这样即不会引起资本流出，有助于形成投资接受国的债券市场。同时应大力鼓励国际金融机构、跨国公司发行本币债券，扩大以区域内货币计值的债券市场，促进国际金融机构以 CAFTA 区域内货币发债。在此基础上，加强债券市场基础设施建设，完善交易环境。鼓励并支

持建立金融基础设施,完善相关的法律制度、推行全球统一的会计和税收框架;建立合适的监管框架,完善信息披露,确保信息的真实性、及时性和完整性;大力发展各类机构投资者,建立区域性的评级、担保、结算体系,补充并增强信用,完善交易体系。

3.5 加强政府之间的信任和支持

中国在与东盟加强合作方面表现出了很高的诚意,并在东盟成员国遭受东亚金融危机冲击时通过作出自我牺牲来支持各国早日走出金融危机困境。东亚金融危机期间,人民币承受贬值的巨大压力,但为了不给竞相进行货币贬值的东亚国家增加压力,中国宁愿自己受损也坚持人民币不贬值。中国这一惊人的举措赢得了东亚国家尤其是东盟成员国的信任,也加速了建立中国—东盟自由贸易区的进程。在新一轮全球经济金融危机肆虐的当下,东盟各国更应该客观全面地分析世界经济形势,清楚地认识加强中国与东盟金融合作是适应金融全球化趋势要求的必然选择。尽管东盟各国正逐步意识到各国股票市场合作的重要性,但部分国家对中国和其他成员国仍然存在一些偏见,必须通过沟通消除这些偏见,进一步加强各国政府之间的信任和支持,从而顺利地扩大和深化东盟股票市场,实现东盟股票市场一体化。

作者:李秉恒

来源:《区域金融研究》2010 年 第 1 期

资本市场与经济增长

1 基于文献综述和比较视角的资本内涵阐释

不同的经济学流派、不同的经济学者基于不同的研究目的和研究主题,对资本范畴常常有不同的理解。然而,要给资本下一个确切的定义并非易事。关于资本在生产中作用的争论从来没有停止过,“经济学如能在资本的理论方面取得一致意见,那么,其它所有问题就迎刃而解了”,这说明经济学家要想在资本的概念上取得一致意见是非常困难的,比如 19 世纪的苏格兰经济学家麦克鲁德曾认为:“资本是用于利殖目的的经济量,任何经济量均可用为资本。凡可以获取利润之物都是资本……”他所说的经济量是其价值可以用货币计量并可以用于买卖、交换之物。费雪认为,资本是“任何时刻都存在的财富存量”,他把资本的价值理解为对未来收入流的折现,在其大名鼎鼎的《利息理论》开篇就写道“收入是一连串的事件”,充分体现了他对资本是未来收入折现的思想。萨缪尔森认为:“资本是一种不同形式的生产要素。资本(capital)(或资本品)是一种生产出来的生产要素,一种本身就是经济产出的耐用投入品”。马克思主义经济学与西方经济学的资本范畴有很大的分歧。马克思主义研究的目的是揭示资本主义经济制度的本质及其产生、发展、灭亡的规律。马克思认为,资本是带来剩余价值的价值,资本不是物,而是社会关系的反映。生产资料和货币本身并不是资本,只有在一定的历史条件下,即当它们被资本家用作占有雇佣劳动并剥削雇佣工人的手段时,才成为资本。而西方经济学研究的目的是考察如何利用稀缺的资源以满足人们的需要,这决定了其所研究的内容主要是实现资源最优配置的机制和平衡条件等方面问题。西方经济学对于资本范畴的理解,是只将其作为一种生产要素看待,强调的是资本的物质内容,而不是资本范畴所体现的资本主义生产关系。但就资本的收益特性而言,两者又是共同的。马克思主义强调资本具有为其所有者即资本家生产剩余价值的功能;新古典主义则强调资本有为所有者带来收益的特性。这说明不管马克思主义还是新古典主义都承认资本的

使用对所有者是有收益的。

有些学者试图撇开意识形态上的差别,做出资本最本质的定义,提出资本一般的概念。所谓“资本一般,这是每一种资本作为资本所共有的规定,或者说是任何一定量的价值成为资本的那种规定”。资本一般有两层含义:一是指撇开资本的特殊性质或所有制形式(如撇开资本主义,撇开国有资本、集体资本、私营资本、外商资本等特殊形式);二是指撇开资本的特殊存在形式、运行形式、实现形式(如撇开产业资本商业资本、借贷资本、银行资本等特殊形式)资本或资本一般将在两种意义上使用:一是指能够在运动中发生增值的预付价值;二是指资本一般的生产方式即资本生产力和资本生产关系的统一。也有的学者认为,资本的二重属性在于其自然属性和社会属性,资本的存在是由其自然属性决定的;资本的社会属性,也是由其自然属性决定的。资本的自然属性是资本一定要实现价值增值的问题,而资本的社会属性是资本归谁所有的问题。如果说资本的社会属性是为了通过资本的所有权获得资本收益的分配权的话,那么,资本的自然属性则是通过资本本身的运动使资本得到增值,取得收益。

正确理解资本要区别两个概念,即虚拟资本和实物资本。虚拟资本是指与实物资本相分离的本身没有价值的、仅是取得一定收益权的凭证如股票、债券、商业票据和其他可转让证券;虚拟资本与实际资本有着原则的区别,它们是虚拟的,本身不具有价值。马克思曾经使用过虚拟资本一词,他指出虚拟资本的第一种情况是与实际资本相分离的证券,证券只是实际资本的代表本身没有价值,却被当作有价值的“商品”买卖,是指一笔资本的双重存在。第二种情况是指依据原有证券再创造出来的新证券,它不代表任何有价值的东西,是指一笔资本的双重以上的存在,即三重、四重等等的存在。公司股票与债券是传统意义上的虚拟资本,是与实际资产联系较为密切的虚拟资本。国债券也是虚拟资本的一种形式,但它的虚拟性强于企业股票和债券。从总体上说,还可以把借贷资本归结为虚拟资本。因为在借贷资本的场合,都会发生资本的二重存在所以,在虚拟货币——纸币存在的条件下,其中与实际资本相分离的、本身没有价值的那一重存在,无一例外都是虚拟资本。因此金融衍生产品的形成和交易引起的金融泡沫远比虚拟资本原始形态大得多。一类虚拟资本是直接代表实际资产并始终与实际资本共存的各种证券,包括公司股票、公司债券和公司的短期商业票据。二类虚拟资本是用于非生产性的政府开支,它不是自行增值的资本,并将成为总需求的一部分被花掉,不进入价值增值的实际生产过程,即将一些低信用形态大得多。一类虚拟资本是直接代表实际资产并始终与实际资本共存的各种证券,包括公司股票、公司债券和公司的短期商业票据。二类虚拟资本是用于非生产性的政府开支,它不是自行增值的资本,并将成为总需求的一部分被花掉,不进入价值增值的实际生产过程,即将一些低信用等级的证券组成一组,加入较高信用等级的证券并用其作为抵押发行的新债券。三类虚拟资本是在原有证券的基础上发行的,它们是虚拟资本的虚拟资本,与原有的证券一起代表同一笔货币资金。更高级的虚拟资本形式是指资产证券化业务,金融衍生产品是虚拟资本的虚拟资本,其积累远远脱离现实资本的积累,其交易具有“杠杆效应”,这种无交易物的交易合同或凭证称为“四类虚拟资本”,它们是始终无任何对应交易物的虚拟资本。其中,前两类是旧有的虚拟资本形式,后两类是虚拟资本的新发展。

正确理解资本还需要区别两个概念,即作为货物的资本和作为价值的资本。亚当·斯密在《国民财富的性质和原因的研究》中对资本有过明确的定义。他首先把资本分为固定资本和流动资本,认为固定资本不仅包括机器和工具、建筑物、改良的土地,而且还包括“社会上一切人们学到的有用才能”,即人力资本。亚当·斯密说:“学习一种才能,须进学校,须做学徒,所费不少。这样费去的资本,好象已经实现并固定在学习者身上。这些才能,对于他个人自然是财产的一部分,对于他所属的社会,也是财产的一部分。工人增进的熟练的程度,可和便利劳动、节省劳动的机器和工具同样看作是社会上的固定资本。学习的时候,固然要花一笔费用,可以得到偿还,赚取利润”。

我们撇开资金和资本所反映的社会关系,将资金和资本定义为能为其所有者带来价值增值的价

值。将资本和资金的运动作为一个动态过程考察,不难看出这一概念的实际含义,任何资金都是处于资金的来源和运用过程之中的。在我们的研究中,倾向于将资本和资金等同起来作为实现价值增值的手段,至于资本反映了什么样的社会关系,不做深入讨论。

2 资本市场:一个需要厘清的概念

尽管资本市场理论备受关注,但其概念界定却分歧严重,由此导致对资本市场的认识很不一致。

从经济学原理角度,斯蒂格利茨(Stiglitz, 1981)认为,资本市场是指“取得和转让资金的市场,包括所有涉及借贷的机构”。范霍恩(Van Horne, 1998)从期限层面将资本市场定义为“长期(成熟期在一年以上的)金融工具(股票和债券)的交易市场”。在国内,有的学者将资本市场界定为证券市场,甚至就是股票市场,或者等同于金融市场。

概念的分歧直接导致对资本市场内涵的认识差异。世界银行认为证券市场是资本市场的最核心部分,国际货币基金组织则把外汇市场、债券市场、股票市场、衍生工具市场、银行系统和贷款市场等都包括在资本市场内。还有的学者将中期票据市场、抵押市场和资产担保证券市场以及财产市场也纳入资本市场范畴。国内学者对资本市场的界定同样意见不一。一种观点认为,狭义上资本市场主要是债券和股票组成的证券市场,房地产抵押贷款、消费信贷、中长期借贷等也属于资本市场活动;广义上则包括非证券的产权交易市场。从形式上看,既包括有形市场,也包括场外交易活动。比较一致的看法是资本市场包括股票和债券的发行与交易构成的证券市场,以及中长期银行借贷,资本市场就是期限在一年以上的各种资金融通活动的总和。

由上可见,理论界对资本市场的定义和构成并没有一个统一的认识。事实上,资本市场的分类是多种多样的,可以根据不同的角度,甚至根据研究的需要来定义资本市场,而多种定义尽管会出现交叉与重叠,但是都有其独特的视角和功能,因此,理解和把握资本市场不能囿于单一角度,而应该从不同方面进行剖析,这样才能全面完整地认识资本市场。

3 资本市场与经济增长:相关还是因果?

无论如何,资本市场的出现使储蓄与投资的分离成为现实。金融机构的创立导致金融资产范围扩大,提高了投资效率和资本形成额与国民收入之比;如果工业与金融技术、消费者偏好和人们对风险的态度保持不变,通过这两种渠道的金融活动也能使增长率上升。

如果产出是劳动力与资本投入的函数,那么,一个经济社会能够生产的产品,取决于既定的生产技术条件下劳动力的投入量和资本存量规模。对于劳动力的投入量姑且不论,当生产没有达到技术条件所限制的产出扩张边界时,产出能力将随资本存量的增加而扩大。但是,社会产出能力只是部分地依赖于投资水平,也依赖于在各种可供选择的资本项目之间投资的有效分配,即社会资本的配置结构。而资本市场在这方面发挥着不可替代的作用。

资本市场使得家庭和其他经济单位从自己的储蓄与投资之间那种不可解开的状态中解放出来,因为如果没有资本市场,每个单位的储蓄必须等于投资。资本市场一旦存在,一个单位的投资即可大于或小于其储蓄,这就是非货币金融工具的作用。因为未投资于本单位的储蓄现在也能取得收益,这就为人们进行更多的储蓄提供了一种激励机制。

但是,这些事实还不足以证明资本市场的出现将加速经济增长。不管企业的生产函数如何,资本市场上金融工具的出现并加速经济增长的先决条件是对风险的承受能力与实际掌握和运用知识的技能在社会上呈不均匀分布状态。如果所有人都能进行投资,即如果人们从其资本支出中能够取得同样

的收益率,那么储蓄和投资职能的分离,以及把储蓄从一个单位转移到另一个单位并由后者进行实物投资,不会增加国民收入或者是加速经济增长;而这种不均匀分布的状况一旦存在,储蓄和投资分离的过程将(或)至少能够对经济增长产生正向效应,并能持续到所有投资单位所得边际投资收益率相等为止。

麦金农和肖(Mckinnon and Shaw, 1973)认为,许多投资项目通常是那些高预期收益的投资项目的不可分性,大大地强化了投资机会与经营能力的非均匀分布加速经济增长这一作用。由于投资项目的不可分割,要维持生产过程在最低成本上运行所需要的储蓄量会远远超过任何一个经济单位的剩余储蓄。如果没有资本市场的自愿行动,如此庞大的投资只有通过税收或进贡的手段,以及其他类似的经济手段强制地取得许多单位的部分收入才能实现。但资本市场的出现,通过储蓄与投资的分离与融合而自动地解决了实物投资项目在物理上的不可分割性与自有储蓄不足之间的矛盾,并通过储蓄与投资的分离与融合使得许多对单个资本来说不可逾越的投资项目得以进行。一个经济社会中如果没有资本市场,则各支出单位不论其当期收入中哪一部分未被消费,都只能投资于新的有形资产,且没有一个单位的投资会超过储蓄,因为超额支出无法筹资弥补。同样,也没有一个单位的投资会少于储蓄,因为不存在投资超过储蓄的金融资产,各支出单位被迫保持平衡储蓄,即储蓄等于投资。这种状况很可能导致投资和储蓄水平较低,从而导致较低的产出增长率。

而且,没有资本市场,会引起资源的无效率分配。由预期收益率产生的投资机会差别化,几乎总是要求一些支出单位的投资超过储蓄,另一些单位的投资少于其储蓄。但如果没有资本市场,这种投资的有效分配将无法实现,资本使用效率低下的投资项目得以开工,许多优质项目却受冷遇,这仅仅是因为在支出单位之间没有一种有效方法按照不同于储蓄分布的状态来分配投资项目。货币余额的存在使这种局面得以改观,因为这些余额使得一些具有高预期收益的投资机会的支出单位能使投资支出超出它们的储蓄,并使那些没有这种机会的支出单位在投资和储蓄中可以有某种专业化,货币为整个经济开创了更有效地安排投资的可能性。然而,单有货币的出现是不会导致有效率的资本市场的产生的,这是因为货币是一般等价物,持有货币相当于持有对任何一件价值相当的商品的要求权,而资本投资要取得收益,需要一种与投资相关的金融产品甄别那些与本投资项目有关的投资者,以免投资收益分配时产生搭便车行为和投资收益外溢。

因此,资本市场的产生与发展适应了社会化的商品经济发展的需要,同时也促进了社会化大生产的发展,并导致社会经济的产业结构或企业结构向更高层次演进。反过来,发展了的产业结构或企业结构又成为资本市场的组织结构、交易结构及规模结构的经济载体。企业是产业的基础,具有独立法人资格的企业不断参与资本市场,不仅活跃了市场,壮大了资本市场的发行或交易规模,也相应改变了企业的资金结构、规模结构,因而资本市场既依赖于产业结构或企业结构的演进而产生,同时也是产业结构或企业结构进一步演变的客观基础。

4 结语

资本市场作为一种储蓄融资机制,其发展加速了储蓄与投资的分离过程,并通过中介的作用使得储蓄资源能够得到更有效的分配和利用。因此资本市场的发展对经济增长具有极大的推动作用。

根据如上分析和 levine(1997), rajan and zingales(1998, 2000), kunt, beck and Levine(2003)的研究,我们认为,资本市场的发展是推动经济增长的重要原因,但是并不能得出经济增长也是资本市场发展原因的双向因果关系。一国资本市场的发展应取决于一国居民和企业的融资偏好,既有的政治、法律以及非正式制度背景的约束,而不是简单地由经济增长的水平所决定的,虽然建立资本市场需要一定的经济增长水平作为突破初始创建的门槛值的必要条件,但是影响一国资本市场建立的充分条件相当复杂。这也是未来研究资本市场理论的方向。

作者：李江华 邢军

来源：《社会科学研究》2010 年 第 2 期

高新企业对接资本市场的 关键

主板市场、创业板市场和现在的三板市场就构成了一个完整的中国的多层次的资本市场。这个多层次的资本市场和高新产业的发展是完全融合在一起的。中国这样一个多层次资本市场建立以后，对我们企业高新技术企业的发展提供了一个多元服务的这么一个体系。

从开始，高新技术企业成长期仅仅是风险投资。但是风险投资也很小，那么由什么来解决呢？现在有很多是通过三板挂牌。在成长期，我们可以看到 PE 会进入，银行可以进入，创业板可以进入。到了成熟期，可以上市，可以发展，可以贷款。中国高新技术在发展中的融资环境，已经包括了多元化的金融服务。但是在不同的阶段，它享受到的融资的供给是不同的。把握了这一点，每一个高新企业要把握自己处在哪一个发展阶段，相应的可以进行一个融资的配置。要获得这些融资的配置，我们可以看到有三个东西必须要解决。一个就是改制，要把有限责任公司变更为股份有限公司；第二要加快重组，现金增发，收购兼并；第三要形成一个三板的转板机制。

我们对三个市场可以做一个比较，作为一个高新企业，它在发展的不同阶段，相应地适应于不同的市场。所以它的初创期、成长期比较适合的是三板市场，也不排斥转板到创业板和主板，主板一般是在成熟的高新企业才能进入。

一些与资本市场距离较远的高新企业，从长远来看不利于发展。因此，想更快发展的高新企业必须和资本市场保持密切的关联。三板市场是进入创业板和主板的跳板，中关村三板市场有很大的诱惑力，是高新企业获得尽快发展的重要平台。创业在和资本市场关联过程中，要尽快安排上市的规划，尽快和证券中介机构建立联系，这样它的发展就会很快。同时因为这种技术上的安排，也更容易得到银行信任和安排。

对于高新企业来讲，围绕资本市场关键要解决对接问题，要注意以下五个方面：一、一定要突出主业，确保持续经营并不断增长。这是一个进入三板，以及三板转制过程中我们必须把握好的，只有这样才有转板的可能。二、公司治理机构要合理，运营要规范。三、财务政策要稳健，内控机制要健全，尤其是会计准则要严格按照国家的会计准则进行财务安排。四、不同时期的企业，处在不同阶段的高新企业，要和相对应的金融服务工具相对接，这个很关键。由于高新企业所处发展阶段不同，它和金融服务的工具要有相匹配。五、要尽快聘请专业的中介机构，帮助企业做出一个上市的规划和转制安排，这对企业解决好资本市场的对接至关重要。

要寻找一个证券的中介机构，我们要了解中介机构投资和服务的理念。一个证券的中介机构接受企业聘请，进行必要的投资安排的时候，要理解和了解它的服务投资理念，这是非常重要的。以下几条高新企业在和资本对接过程中要清晰的把握好。1、证券的中介机构不会“重资产不重，轻资产不轻”。这一点要理解，轻资产高新企业往往得不到银行贷款，因为银行贷款的时候，它是从风险规避的角度，重点在重资产，这个和证券中介机构不一样。中介机构在看待高新企业的时候，其更关注高新企业的技术含量，这个和银行的角度不一样。2、要立足当前，着眼未来。证券中介机构在扶持一个高新企业的时候，是立足当前，更看重长远发展，而不是现在规模，而在未来的成长性。高新企业

有两大最大的特点，一个是高技术，一个是成长性，所以这恰恰是一个证券中介机构所看重的。所以每一个高新企业和证券中介机构打交道的时候，看它未来发展空间有多大，这是证券的中介机构要把握的，恰恰和高新企业未来发展方向是一致的。3、技术进步，前景广阔。不仅要有技术，因为高新技术本身含量很高，因为细分市场上有很大的发展空间，所以证券中介机构对高新企业把握上，是重技术进步，看的眼界发展广阔，这是沟通中非常重要的一个。4、反对利润为王。高新企业在发展过程中往往没有利润，但它有愿景，我们高新企业不要怕这一点。作为证券投资机构也不以利润为好坏来评价高新企业，因为有一个发展成长性，尤其是高利润，往往会在高新企业会走向下降通道的前线。5、反对追求绝对规范。一个高新企业在规范过程中很难做到没有瑕疵，创业板主板上市这些企业况且有瑕疵，高新企业在它发展过程中有瑕疵没有关系，通过上市的安排，通过改制，信息的充分披露逐步规范，所以不要担心在管理上不规范，从而影响上市公司的规划和改制的安排。6、反对片面追求技术门槛。本身高新技术具有很高成长性，但并不是技术门槛越高，它的技术发展越快。恰恰相反，我们认为高科技加上广阔的市场，加上充分的竞争就是好企业，就是有潜质的高新企业。

所以在这里，我把证券中介机构的投资理念和高新企业进行这些交流，使高新企业和管理者们加快和证券中介机构多来往，多沟通，多接触，形成对接的市场机制，这对高新企业未来发展具有重要意义。

作者：冯国荣

来源：《中国科技财富》2009 年第 23 期

关于构建和发展中国特色 资本市场的几点思考

1 美国资本市场带给我们的经验教训

1.1 美国投资银行经营模式的转变

投行由传统的以服务为主、靠赚取佣金业务模式转向以资金交易为主的经营模式，使其涉及大量的金融衍生品交易、对冲基金这些风险较高的领域，变相成为对冲基金，同时，风险的控制和监管没能及时配合，导致其纷纷陷入困境。

1.2 金融监管缺位

美国对商业银行的监管相对较严格，但对对冲基金、投资银行、住房类金融机构及保险机构等金融机构的监管却非常宽松。此次危机表明在证券化产品风险充分暴露前大规模推广不符合审慎监管的原则。应进一步强化监管部门对创新产品的量裁权利和规范，建立一个有效的科学金融监管体系。

1.3 廉价的信用体系

为了追逐高额利润，信用卡公司急速扩张客户数量，扩大信用卡发行规模，必然会降低对客户信

用的要求，也必然导致信用卡公司疏于控制信用卡使用环节中的各种风险。

2 从战略高度认识我国发展资本市场的重要性

中国改革开放 30 年来，经济进行了 30 年长期、稳定、健康、高速的发展。与之相对应的虚拟经济也应保持高速、健康、稳定的发展态势。这是因为：

2.1 强大的资本市场是大国崛起的需要

我国现阶段的经济，虽然在总量上已位居世界前列，但经济结构和经济发展模式尚处于粗放型经济发展阶段。随着中国实体经济的极大发展，急需强大的资本市场作为坚强的后盾来支持。中国要从大国走向强国，必然要坚定不移的发展强大的多元化资本市场。

2.2 资本市场可通过促进技术进步促进经济增长

科学技术的进步及其在生产领域的应用程度是一国生产力发展水平的衡量标准。资本市场可以从源头上为科学研究和技术创新提供充足的资金支持，同时使得科技成果得以迅速传播以转化为现实的生产力。因此，我们要大力发展资本市场，提高经济的金融化程度，促进科技成果的加速推广和普及，提高我国的自主创新能力，取得一批在世界上具有影响力的科研技术成果，使我国加入创新型国家行列。

2.3 资源实现有效配置及集约型经济建设需要大力推动资本市场的建设

资源的优化配置和集约型经济建设不但需要有效的商品市场和劳动力市场，还需要发达完善的金融市场。资本市场的发展促进资本集中、转移和重组，也改变着生产、经营部门的融资比重。社会资源的优化配置和规模节约是在众多生产、经营部门的融资比重变化中实现的。资本市场的发展促进了资本的社会化，同时也降低了企业外部融资的成本。企业外部融资比重的提高又使资源的优化配置和规模节约成为现实。

3 如何建立和发展中国特色的资本市场

中国需加快虚拟经济和资本市场的发展，同时发挥社会主义国家经济制度的优越性，大力发展具有中国特色的资本市场。

3.1 加快资本市场的发展

我国虚拟经济规模相对较小，发展模式较为落后，对实体经济发展的促进作用尚未完全发挥。故应大力加速发展，尤其是加快发展资本市场，从制度、规模、宏观经济政策和上市公司质量等方面不断完善我国资本市场。

3.2 发展虚拟经济的同时秉持“适度性”原则

因发展虚拟经济的同时不能任其过快发展，脱离我国实体经济的可承受程度，故应加强对我国经济的宏观调控。

3.3 加强监管措施和政策的完善

我国更应加强监管制度的完善，加大对非银行金融机构的监管力度，促进我国虚拟经济和实体经济又好又快的发展

3.4 正确处理政府与市场的关系

我国政府的强势色彩比较浓厚,市场发育还不够充分,政府必须尊重和把握市场机制、市场规律,决不可扭曲甚至违背。

作者:茅婧

来源:《东方企业文化》2010 年第 2 期

河南区域性资本市场构建研究

现代金融理论与经济发展实践表明,金融是经济发展的核心。而河南的现实是金融市场、尤其是证券市场发展滞后,较大程度地制约了其经济发展。那么,如何构建河南的金融支持系统以助推其经济快速发展?近年来有不少学者对此进行了研究,如:金美江著《中原崛起要突破对中小企业金融扶持的制约》、田霖著《金融排斥——中原崛起的机遇与挑战》、陈曙莲著《改善金融生态环境实现中原崛起》等论文,但这些研究主要是从银行间接融资和企业信用担保体系方面展开。目前从建设主要服务于河南的区域性资本市场角度,助推河南经济快速发展的研究仍然是空白,本文弥补了这方面研究之缺失。

1 弱小的河南资本市场对中小企业发展的制约

1.1 弱小的河南资本市场

目前河南的地方性资本市场几乎处于空白。河南风险投资基金发展滞后,截至 2007 年底,在河南注册资本较大的创业投资公司仅有 4 家,占全国 275 家的 1.45%;注册资本总额仅为 4.51 亿元,占全国 664.13 亿元的 0.68%,且基本上以财政出资为主。河南产权交易中心和股权登记托管交易中心主要是针对国企改革而设立,在企业融资方面作用很小。近年来河南省主要是利用沪深证交所以及海外资本市场为河南极少数优秀企业提供融资服务,截至 2008 年底,全省共有 61 家境内外上市公司,发行股票 62 只,其中境内发行股票 38 只(占全国的 2.5%),境外 24 只;募集资金总额达 516.15 亿元,其中 2008 年筹资 27.3 亿元,占全国比重为 0.7%;年末境内市场流通股总市值 739.12 亿元,占全国的 1.63%。如此弱小的资本市场,显然与河南人口第一、GDP 第四的大省地位不相称。

1.2 缺少区域性资本市场对河南中小企业发展的制约

近几年河南组织的两次专题调查表明,融资难是中小企业发展的瓶颈。2002 河南统计年鉴的调查显示,对河南 311 家中小企业的调查中,247 家企业认为影响企业发展的主要问题是资金不足,占被调查企业的 79.42%。2008 年河南省中小企业服务局对 18 个省辖市的 2235 个中小企业所进行的调查结果显示,有 84%的中小企业反映贷款难是制约企业发展的瓶颈;50%以上的中小企业因流动资金不足而达不到设计生产能力;90%以上的中小企业因自身积累少、贷款困难而难以扩大生产规模 and 进行技术改造。以上调查数据显示,几年来河南中小企业融资难问题不仅没有缓解,反而进一步加深。

从河南省当前金融环境看,中小企业融资难有其客观必然性。直接融资市场上,全国性资本市场标准较高,不能满足绝大多数中小企业的上市要求;间接融资市场上,中小企业由于规模小、风险大的特点,商业银行从避险出发不愿为其提供贷款。可见,河南省缺少区域性资本市场是中小企业融资难并制约其快速发展的重要原因。

2 区域性资本市场的功能与作用

区域性资本市场是针对某一地区特点所设立的资本市场, 主要应包括主板、创业板、地方证交所、柜台市场和创业投资基金。其功能与作用主要体现在以下几方面:

2.1 为不同层次的企业提供多样化的直接金融服务

主板为国内外有影响的大公司提供融资服务; 创业板主要服务全国业绩突出的中小科技企业; 地方证交所、柜台市场和创业投资基金, 为其它大批中小企业提供融资服务。

2.2 为风险投资提供退出通道

资本市场具有转移和分散风险之功能, 风险企业上市是风险投资退出并实现其价值的最佳途径。由于风险投资企业大都处于初创阶段, 难以满足主板和创业板上市条件, 为使风险投资能顺利退出, 必须设立包含有较低层级的区域性资本市场。

2.3 为中小企业技术创新提供资本支持

企业技术创新生命周期可以划分为: 研发期、创业期、早期成长期、加速成长期、稳定成长期和成熟期。在创业期和早期成长期, 一般具有较高的技术风险和市场风险, 这时需要得到风险投资的支持; 当企业技术创新进入加速成长期后, 需要大规模资金支持, 一般需要到地方证交所或柜台市场筹集资金; 只有少数经营业绩突出的企业才有可能进入高一层次的证券市场。

2.4 提高金融资源配置效率

资本市场的资源配置功能是通过风险资本的价格机制实现的, 企业上市后, 其经营信息基本可以通过股票价格变动反映出来, 当企业经营管理状况比较好时, 股价就会上升, 反之则下降, 从而引导资本资源流向最具发展潜力的企业。

2.5 促进中小企业制度创新和管理创新

资本市场上竞争的压力迫使上市企业建立现代企业制度, 提高企业运作效率; 并形成全体股东对经理层的有效监督。对上市企业的监督体现在两方面: 一是董事会可以通过人事权来实现; 二是股东可以通过买卖股票的形式给经理人员评分。

3 河南亟待设立区域性资本市场

3.1 建设河南区域性资本市场的迫切性

从微观分析, 中小企业做大做强离不开区域性资本市场; 从宏观上看, 任何一个向发达经济跨越的经济社会, 都需要有发达资本市场的支持。尽管国家设有主板、创业板, 但目前上市公司总数仅一千多个, 其中河南在境内 A 股上市公司仅 38 家, 显然这样的资本市场容量根本无法满足河南这样一个拥有 28 万家中小企业的经济大省实施跨越式发展的需要。另一方面, 中部六省地域相连, 资本市场发展滞后是共性问题, 河南区域性资本市场的设立, 不仅服务河南, 重要的是辐射整个中部地区, 推进中部崛起。

3.2 建设河南区域性资本市场的有利条件

河南是人口、经济和工业大省, 主要经济指标中部地区排名第一, 经济发展最具优势; 河南中小企业众多, 资本需求大; 河南储蓄存款量大, 资金供给足; 河南证券机构、人才、设施、等具有一定

基础,尤其是几年前成立的以河南为中心的中部区域股权交易市场联盟,为在河南设立区域性资本市场提供了极为有利的基础条件。

3.3 河南区域性资本市场建设思路

河南区域性资本市场建设指导思想是为河南以及中部地区中小企业提供便捷的投融资服务;重点是打造较低层级的地方性资本市场。具体包括如下几个层次:

(1) 沪深证交所和创业板

主要工作就是下工夫培育河南优质上市资源,并积极做好企业包装上市推荐工作,充分利用好全国性的市场条件。

(2) 郑州证券交易所

主要服务对象是河南和中部地区具有一定规模但又难以跻身全国市场的中小企业,将郑州证交所建设成为整个中部地区的资本市场。之所以如此定位,不仅因为河南主要经济指标在中部地区占绝对优势,而且郑州在中部地区省会中心城市中其主要经济指标大有超过武汉的趋势,是中部地区最具活力的城市,世界银行曾认定郑州的投资环境居中国大中城市第十名;郑州证交所上市条件应比创业板宽松,比如可确定为连续两年累计盈利 400 万元以上或当年盈利 200 万元以上,股本总额不少于 1500 万元。企业股票发行和上市审批程序应当简化,主要由地区证交所实质性把关审核,在证监会备案。

(3) 河南柜台市场

柜台市场是证券市场体系中最低层次的市场,可考虑以当前的中部地区股权交易市场联盟(即河南产权交易中心)为基础,对其进行改造、整合从而形成河南柜台市场。这样做主要基于以下两方面原因:a.产权市场是最低层次的资本市场,国企改革任务已告一段落,当前作用发挥有限;对其进行改造、整合,将现有的业务并入柜台市场,有利于充分利用现有的资本市场资源,降低柜台市场建成本,快速建立具有河南柜台市场。b.有利于改变现有证券市场与产权市场相互独立的现状,形成统一的资本市场体系,符合我国资本市场的发展趋势。

河南柜台市场建设,可借鉴天津 OTC 市场,建设目标是以企业股权交易市场为主体,包括实物资产、技术产权和产业基金转让市场在内的初级资本市场交易体系;服务对象主要是河南规模以下的小型企业;企业发行上市条件应更为宽松,比如可确定为当年盈利,发展前景良好,公司资产负债率不高于 70%,发股面值不超过 600 万元,总股本不低于 800 万元。在柜台市场上市只需当地组织机构按规定审批即可。

(4) 风险投资基金

服务对象主要是处于种子期或创业期以及早期成长期的小企业。这类企业一般具有较高的技术风险和市场风险,发展前景不确定,资金匮乏,因此既难以得到商业银行贷款,也不可能通过证券市场募集资金,其融资的主要途径是风险投资。针对河南省风险投资发展滞后现状,可学习借鉴广东经验,在风险投资起步阶段,政府可适当投入一部分资金,设立风险投资基金,然后以这部分政府资金为保,吸引社会上的或者海外的资金参与。

作者:曲三省

来源:《特区经济》2010 年第 3 期

通货膨胀影响资本市场的实证研究

引言

通货膨胀对于经济增长的影响比较复杂。自 2007 年 5 月以来,我国的 CPI 增速攀升到 3.4%以后,有关通货膨胀的讨论就一直伴随着中国经济的增长。直至 2009 年 9 月份, CPI 增速连续两个月降至 5% 以下,通胀压力才有所减轻。通胀对于资本市场而言同样具有深远的影响。就通胀与资本市场之间关系这一论题,相关的研究主要从以下两个方面展开:(1)资本市场价格的波动(更广泛的说,是资产价格的波动)对货币政策的有效传导产生了一定影响,由此引发是否应该将资产价格变动纳入货币政策考虑范畴的讨论;(2)通货膨胀与资产价格波动的关系。

前者认为资本市场的发展在一定程度上影响了货币政策传统理论的解释力。资本市场的发展,一方面增加了微观经济主体的资产持有形式,改变了货币政策的微观基础;另一方面,经济的平稳增长和物价水平的稳定并不必然保证金融市场的稳定,资产价格的波动不仅对经济产生了巨大的负面影响,也使得货币政策中介目标和实体经济变量之间失去了稳定的联系。所以一直以来,不断有学者提出要将资产价格变动纳入货币政策的考虑范畴。Fisher(1911)主张,货币政策的制定应致力于稳定包含股票、债券和房地产价格在内的广义通胀指数。Alchian 和 Klein(1973)则在 Fisher 跨期消费分析的基础上提出“跨期生活费用指数”,以反映当前和未来商品和服务的货币成本变化。Goodhart 和 Hofmann (2001)构造了一个金融条件指数(FCI),该指数是各类资产价格的加权平均数。其研究结果表明,将资产价格包括在内的 FCI 包含了关于未来通货膨胀压力的重要信息,因此可以用作央行判断未来通胀的一个有用指标。

后者的研究大致分成两个方面,其一是对通货膨胀率与股票收益率之间关系的描述和检验;其二是对两者之间为何存在这样关系的解释。这方面的研究同样以 Irving Fisher(1930)为开端,他认为资产预期名义收益等于预期实际收益加上预期通货膨胀。即认为股票收益与通货膨胀之间是正相关关系,这就是所谓的“费雪效应”。但是 Lintner(1975)、Fama 和 Schwert(1977)通过对美国相关数据的实证研究表明,名义股票收益与通货膨胀之间存在负相关。其后 Fama(1981)的“代理效应假说”认为通胀与股票收益率之间不存在因果关系,股票收益率是由对实体经济相关变量的预期来决定的,通货膨胀与股票收益率之间的负相关实际上是从通胀与实体经济负相关的关系中推导而来。Kaul(1987)指出美国战后所呈现出的股票收益率与通胀之间的关系原因在于反周期的货币政策。[6]在顺周期的货币政策下实际股票收益率与通货膨胀表现为正相关,在反周期货币政策下两者负相关。Boudoukh, Richardson 和 Whitelaw(1994)则认为短期内股票收益与通货膨胀的负相关关系可能是存在的。但是在一个较长时间范围内,股票收益与通胀可能存在正相关。而 K. Park、R.Ratti(2000)的研究不支持 Fama 的“替代假说”,而是确认了 Geske、Roll(1983)和 Kaul(1983)的研究中所涉及到反周期货币政策在解释股票收益率与通胀之间关系的重要作用。除此之外,还有货币幻觉、税收制度及通货膨胀贴水等理论对此做出了解释。

在国外相关研究的基础上,国内学者对我国不同时期的股票收益率和通货膨胀率的研究基本认同两者之间存在负相关关系,如靳云汇(1998)、刘金全和王凤云(2004)、肖才林(2006)。雷明国(2003)通过 VAR 模型对我国的相关数据进行检验之后发现,股票收益率与通货膨胀呈现负相关关系,但是两者之间并没有直接的因果关系,通货膨胀与股票收益的关系仅仅是通胀影响股票收益的单向因果关系。两者的关系不是由产出冲击引起,而主要是货币政策变化的结果。另外,1996 年后以货币供应量为货币政策中介目标弱化了通胀与股票收益率之间的负相关关系。刘忠江(2008)则吸取了 Danthine

和 Donaldson (1986)的研究经验,认为股票收益率和通货膨胀率之间的关系,既可以是正相关,也可以是负相关,具体取决于推动力来源及其相对重要性。供给冲击反映了实际经济产出的冲击,需求冲击则代表了货币数量的冲击。如果通货膨胀率的上升来自供给冲击,那么两者负相关;如果上升动力来自需求冲击则正相关。通过检验我国 1992 年 5 月至 2007 年 8 月的数据,表明货币数量(需求冲击)对股票收益率影响不明显;实际经济产出(供给冲击)对股价影响始终为正;货币数量对通胀有正向影响;而实体经济增长对通胀率的影响结果不唯一。1992 年 5 月到 1992 年 12 月内股票收益率和通货膨胀率负相关,但 2000 年 1 月到 2007 年 8 月之间两者是正相关的关系。

通货膨胀对资本市场的影响最终要归于对股票收益率的影响,因此,在吸取他人研究成果的基础上,我们重点考察通货膨胀、宏观经济、货币政策与股票收益率的关系,用最新的数据对这几个相互影响的变量进行检验,在此基础上得出我们的结论。

1 通货膨胀的定义及衡量指标

1.1 通货膨胀的定义

通货膨胀的定义向来有许多种,主要的观点有:(1)后凯恩斯学派认为,通货膨胀是物价总水平的持续上涨或币值下跌。物价上涨是通胀的直接表现,因此这种定义方式描述了通胀的外部表现,但没有涉及通胀的原因和效应;(2)货币学派认为通胀是货币的超量发行,典型代表人物如弗里德曼(Friedman)认为“物价的普遍上涨就叫做通货膨胀,并且通货膨胀随时随地总是一种货币现象”。(3)通货膨胀是由于生产成本增加而造成的物价上涨。我们采用货币学派的观点,从结果的角度来定义通胀,即一般物价水平出现持续性普遍上升即为通胀。

1.2 通货膨胀的衡量指标

一般来说,衡量通货膨胀主要有以下几个指数:

消费者物价指数(CPI, consumer price in-dex)。

生产者物价指数(PPI, producer price in-dex)。

GDP 平减指数(GDP deflator)。

核心 CPI。核心 CPI 的常用办法就是从 CPI 中扣除食品和能源价格。

我国的通货膨胀经历了几个比较明显的阶段。从 1991 年至 1994 年是高通胀的阶段,通货膨胀率超过了两位数; 1994 年开始回落,到 1997 年亚洲金融危机之后出现普遍的通货紧缩态势, CPI 指数从 1998 年 2 月之后开始为负数,在 1999 年 4 月和 5 月达到最低。2000 年 5 月开始有所回升至 2004 年 8 月,其后开始下滑直至 2006 年底。由 2007 年开始,我国面临新的通胀趋势,直至 2009 年 8 月, CPI 同比增长率才重新回落至 5%以下。以前中国多轮通胀一般是由投资过剩、信贷失控所造成,但引发最近这一轮通胀的原因比较复杂,物价上涨既是国内要素价格长期低估后产生的内生性成本回归要求,也受到国际大宗商品上涨带来的输入性成本冲击;而贸易资本项目的双顺差、人民币升值预期带来外汇储备增加所导致的被动货币发行,又从需求方面推动了物价的上升。

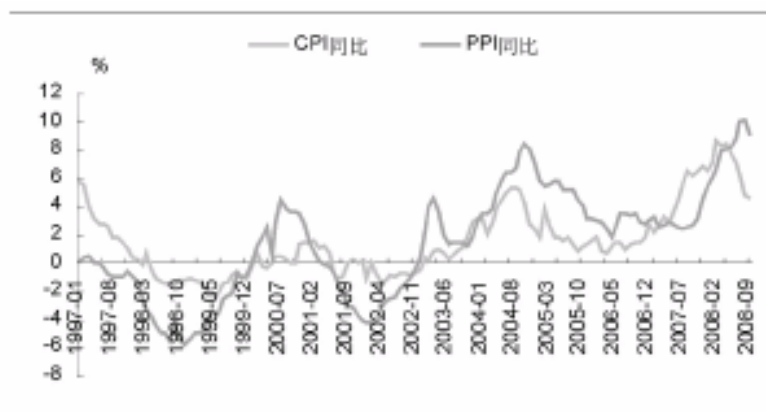


图 1: 1997 年 1 月 - 2008 年 9 月 CPI、PPI 同比增长

2 宏观检验：通货膨胀、实体经济、货币供应与股票收益率之间的实证关系

2.1 理论分析

在这一部分，我们从宏观层面来考察通货膨胀、实体经济、货币供应与股票收益率之间的关系。在 Fama 的假设中，货币供给外生决定，股票收益率与通胀之间始终存在负相关关系的根本原因在于实体经济的变化。但是美国战后 1976-1982 年间股票收益与通货膨胀正向相关的关系使 Fama 的理论欠缺解释力。Kaul 则发现了货币政策的重要性。货币政策通过对货币供应量的作用影响了股票收益率。根据菲利普斯曲线，通货膨胀与产出存在相互交替，但在存在供给冲击的情况下，高通胀和高失业(低产出)可能同时发生。在附加预期的菲利普斯曲线下，产量和通货膨胀率的变化间存在交替，但在产量和通胀率间没有永久性的交替。资本市场与经济增长和产出之间的关系一直是经济学家们关心的问题。Fama(1981, 1990)和 Schwert(1990)对美国的数据检验认为美国证券市场的股票收益率和经济活动高度相关。日本的研究(Mukherjee 和 Naka, 1995)发现日本股票的价格与国民生产总值的增长率之间也存在长期均衡关系。陈朝旭、耿玉新(2005)等人认为中国的股票市场与实际产出之间虽然有相同的变化趋势，中国股票市场发展与实体经济增长之间影响关系微弱。从目前的情况来看，暂时还没有发现哪一个宏观变量能够对微观企业的收益率产生显著影响。

根据传统的货币数量理论，假定货币流通速度不变，根据 $dP/dtP = dM/dtM - dY/dtY$ ，通货膨胀率就等于货币增长速度减产出增长率，也就是说，货币供应量发行超过实际产出之后就会引发价格上涨。在 IS-LM 模型中，货币市场均衡的条件是 $MP = L(i, Y)$ ，这也就意味着 $P = ML(i, Y)$ 。根据以往的经验统计，货币增长与通货膨胀之间存在明显且很强的关系。

在这四者的关系之中，货币供应量是作为一个政策的替代变量出现的。由于目前我国实行的是反周期的货币政策，必然会对已经出现的通货膨胀有所反应，而这种政策反应又是通过增加或者减少货币供应、提高或者降低利率来实现的。Pearce 和 Roley(1983)发现非预期到的货币供应量变化与股价成反比。李文军(2002)认为我国的货币供应量与股价之间存在一定的互动关系，刘昱松(2004)则认为货币供应量与股价并不存在长期的联系，但 M1 对股价有明显影响。

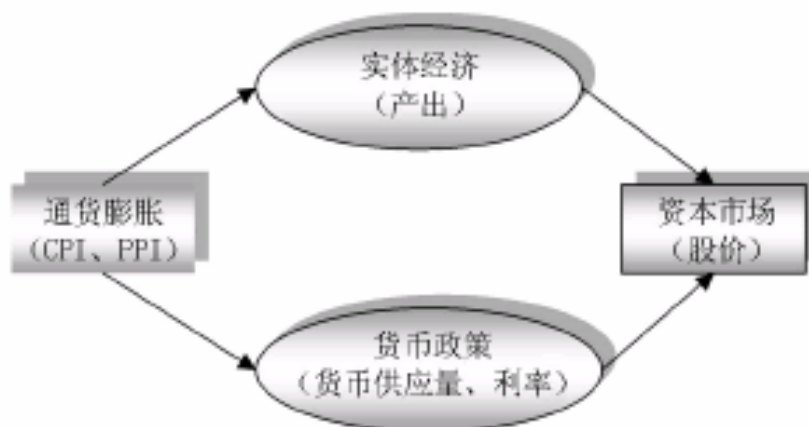


图 2 通货膨胀对资本市场的传导机制分析

综上,通货膨胀对股票收益率的影响,既可以通过通胀与产出的关系,进而由产出与股票收益率的关系实现;也可以通过反周期的货币政策所带来的货币供应量和利率变化对股票收益率产生影响;还可能是从供给和需求两个方面同时对资本市场造成冲击。由于这四个变量之间是相互作用的,因此我们借鉴 K. Park 和 R.A.Ratti(2000)的研究,用 VAR 模型进行实证分析。这种方法把系统中每一个内生变量作为系统中所有内生变量滞后值的函数来构造模型,从而回避了结构化模型的需要。

2.2 数据描述和模型检验

本部分采用月度数据,时间期限是从 1997 年 1 月至 2008 年 9 月。根据王虎(2008)的分析,中国人民银行于 1997 年初对金融统计制度进行了调整,自 1997 年一季度起的数据与历史数据不可比,所以将时间起点选择在 1997 年初。

(1) 数据描述

通货膨胀率采用消费价格指数 CPI 增长率和工业品出厂价格 PPI 增长率;实体经济产出采用月度工业增加值增长率,用 Y 表示;货币供应量采用 M2 的增长率,用 M2 表示;利率采用银行间同业拆借市场七天利率,用 R 表示;CRB 大宗商品指数。为了衡量外部冲击的影响,我们加入 CRB 现货指数作为衡量世界大宗商品价格变化情况的指标。以上各个指标都用同比增长率表示。股票收益率采用上证综指月度收盘价价格,用 P 表示,为环比数据。所有数据取自 wind 数据库和国家统计局网站。

(2) 单位根检验

我们通过 ADF(Augmented Dickey-Fuller)来检验序列的平稳性。根据 ADF 检验,我们对所有变量进行季节调整(X-11 方式)和一阶差分之后达到平稳。检验结果如下表所示。

表 1:各序列的单位根检验

变量序列	检验类型(c, , t p)	ADF 检验	1%临界值	5%临界值	10%临界值
dysa	(0, 0, 2)	-12. 30259	-3. 478547	-2. 88259	-2. 578074

dm2sa	(0, 0, 0)	-13. 88893	-3. 477835	-2. 882279	-2. 577908
drsa	(0, 0, 0)	-16. 60465	-3. 477835	-2. 882279	-2. 577908
dcrbsa	(0, 0, 0)	-11. 99534	-3. 477835	-2. 882279	-2. 577908
dcpisa	(0, 0, 0)	-10. 13703	-3. 477835	-2. 882279	-2. 577908
dppisa	(0, 0, 0)	-7. 968368	-3. 477835	-2. 882279	-2. 577908
dpsa	(0, 0, 2)	-11. 71954	-3. 478547	-2. 88259	-2. 578074

注: ADF 检验模型为 $\Delta y_t = \beta_1 + \beta_2 t + (p-1)y_{t-1} + \sum_{i=1}^p \delta_i \Delta y_{t-i} + \varepsilon_t$, 此处 c 表示常数项, t 为时间趋势, p 为滞后阶数。滞后阶数的选取依据是 AIC 信息量最小法则。d 表示一阶差分。sa 表示经过季节调整。

根据 AIC 和 SC 信息准则, 在上述六个变量的 VAR 模型中, 我们选取模型滞后阶数为 4。在变量顺序的选取方面, 根据 VAR 模型的相关系数矩阵, 工业增加值与其他变量的相关系数最高, 因此我们按照工业增加值、货币供应量、利率、CRB 指数、CPI 和股票收益的顺序安排变量顺序。即工业增加值影响同期所有其他变量; 货币供应量影响除工业增加值之外的所有变量; 股票收益将反映其他所有变量的变动, 但是没有显著的反作用。

表 2 1997 年 1 月 - 2008 年 9 月变量相关系数矩阵

	DYSA	DM2SA	DRSA	DCRBSA	DCPISA	DPSA
DYSA	1					
DM2SA	-0.089	1				
DRSA	-0.027	0.151	1			
DCRBSA	0.046	0.013	0.062	1		
DCPISA	-0.317	0.039	0.009	0.126	1	
DPSA	-0.102	0.119	-0.060	0.068	0.155	1

	DYSA	DM2SA	DRSA	DCRBSA	DPPISA	DPSA
DYSA	1					
DM2SA	-0.089	1				
DRSA	-0.027	0.151	1			
DCRBSA	0.046	0.013	0.062	1		
DPPISA	0.034	-0.107	-0.053	0.003	1	
DPSA	-0.102	0.119	-0.060	0.068	0.001	1

注: Y、M2、R、CRB、CPI (PPI)、P 分别表示工业增加值、货币供应量、利率、大宗商品指数、通货膨胀率和股指收益率。所有数据经过季节调整和一阶差分。

(3) VAR 模型检验

VAR 模型是自回归模型的联立形式, 在一个含有 n 个方程(被解释变量)的 VAR 模型中, 每个被解释变量都对自身以及其他被解释变量的若干期滞后值回归, 若令滞后阶数为 k , 则 VAR 模型的一般形式是: $y_t = A_1 y_{t-1} + \dots + A_p y_{t-p} + B_1 x_t + \dots + B_r x_{t-r} + \varepsilon_t$ 其中, y_t 是一个内生变量向量, x_t 是外生变量向量, 内生变量和外生变量分别有 p 和 r 阶滞后期。 $A_1, A_2, \dots, A_p$ 和 $B_1, \dots, B_r$ 是待估计的系数矩阵, 而 ε_t 是误差向量。这些向量之间相关, 但是与它们自己的滞后值不相关, 与 $y_{t-1}, \dots, y_{t-p}$ 和 $x_t, \dots, x_{t-r}$ 也不相关。 ε_t 是随机误差项, 称之为脉冲值(impulses)或者新息(innovations)。在这个 VAR(4)模型中, 我们所估计的系数矩阵由以下 6 个方程给出:

$$\begin{aligned}
DYS_t &= \sum_{i=1}^4 \alpha_{1i} DYS_{t-i} + \sum_{j=1}^4 \beta_{1j} DM2SA_{t-j} + \sum_{k=1}^4 \theta_{1k} DRSA_{t-k} + \sum_{l=1}^4 \lambda_{1l} DCRBSA_{t-l} + \sum_{m=1}^4 \gamma_{1m} DCPISA_{t-m} + \sum_{n=1}^4 \delta_{1n} DPSA_{t-n} + \varepsilon_{1t} \\
DM2SA_t &= \sum_{i=1}^4 \alpha_{2i} DYS_{t-i} + \sum_{j=1}^4 \beta_{2j} DM2SA_{t-j} + \sum_{k=1}^4 \theta_{2k} DRSA_{t-k} + \sum_{l=1}^4 \lambda_{2l} DCRBSA_{t-l} + \sum_{m=1}^4 \gamma_{2m} DCPISA_{t-m} + \sum_{n=1}^4 \delta_{2n} DPSA_{t-n} + \varepsilon_{2t} \\
DRSA_t &= \sum_{i=1}^4 \alpha_{3i} DYS_{t-i} + \sum_{j=1}^4 \beta_{3j} DM2SA_{t-j} + \sum_{k=1}^4 \theta_{3k} DRSA_{t-k} + \sum_{l=1}^4 \lambda_{3l} DCRBSA_{t-l} + \sum_{m=1}^4 \gamma_{3m} DCPISA_{t-m} + \sum_{n=1}^4 \delta_{3n} DPSA_{t-n} + \varepsilon_{3t} \\
DCRBSA_t &= \sum_{i=1}^4 \alpha_{4i} DYS_{t-i} + \sum_{j=1}^4 \beta_{4j} DM2SA_{t-j} + \sum_{k=1}^4 \theta_{4k} DRSA_{t-k} + \sum_{l=1}^4 \lambda_{4l} DCRBSA_{t-l} + \sum_{m=1}^4 \gamma_{4m} DCPISA_{t-m} + \sum_{n=1}^4 \delta_{4n} DPSA_{t-n} + \varepsilon_{4t} \\
DCPISA_t &= \sum_{i=1}^4 \alpha_{5i} DYS_{t-i} + \sum_{j=1}^4 \beta_{5j} DM2SA_{t-j} + \sum_{k=1}^4 \theta_{5k} DRSA_{t-k} + \sum_{l=1}^4 \lambda_{5l} DCRBSA_{t-l} + \sum_{m=1}^4 \gamma_{5m} DCPISA_{t-m} + \sum_{n=1}^4 \delta_{5n} DPSA_{t-n} + \varepsilon_{5t} \\
DPSA_t &= \sum_{i=1}^4 \alpha_{6i} DYS_{t-i} + \sum_{j=1}^4 \beta_{6j} DM2SA_{t-j} + \sum_{k=1}^4 \theta_{6k} DRSA_{t-k} + \sum_{l=1}^4 \lambda_{6l} DCRBSA_{t-l} + \sum_{m=1}^4 \gamma_{6m} DCPISA_{t-m} + \sum_{n=1}^4 \delta_{6n} DPSA_{t-n} + \varepsilon_{6t}
\end{aligned}$$

此处,模型被设定为滞后 4 阶,是待估计的系数矩阵。从检验结果来看,各变量的滞后值对其自身都有显著影响。在产出方程中,滞后 1 阶的 CPI 对产出有显著影响,其他影响都不明显。货币供应量方程中,滞后 1 阶的 CPI 对货币供应量有显著的负向影响。利率方程中,滞后 3 阶的股票收益率与利率负相关。从 CPI 的估计方程来看,滞后 1 阶、2 阶的产出对其都有统计上的显著影响。滞后 3 阶的大宗商品指数对 CPI 有显著影响。对股票收益率来说,影响显著的因素是滞后 4 阶的产出、滞后 1 阶的利率、滞后 3 阶的 CPI。

另一个关于 PPI 的 VAR 模型检验结果与 CPI 类似,区别之处在于:以 PPI 衡量的通货膨胀率与产出之间关系不再显著;滞后 4 阶的货币供应量对股价产生了显著影响;滞后 2 阶的 PPI 对股价有显著影响。

(4) 脉冲响应和方差分解

对 VAR 模型的结果的解释主要通过脉冲响应和方差分解来进行。对第 i 个变量的冲击不仅直接影响第 i 个变量,并且通过 VAR 模型的动态结构传导给所有的其它内生变量。脉冲响应函数刻画的是在扰动项上加一个标准差大小的冲击对内生变量的当期值和未来值所带来的影响。在计算出所有脉冲响应函数之后,比较不同滞后期的脉冲响应,可以确定一个变量对另一个变量的作用时滞。在方程(3.1)中,如果发生变化,则不仅当前的值会立刻改变,而且还会通过当前的值影响到变量和以后的取值。脉冲响应函数描述的是这些影响的轨迹,显示任意一个变量的扰动如何通过模型影响其他所有变量,最终又反馈到自身的过程。

图 2 描述的是 VAR(dysa, dm2sa, drsa, dcrbsa, dcpisa, dpsa)每一个变量的脉冲反应。从左至右依次是工业增加值、货币供应量、利率、大宗商品指数、CPI 和股票收益率对各个变量的反应图。

从工业增加值与通货膨胀的关系来看,工业增加值对 CPI 的冲击反应一开始为负,在第 2 期后变为正,达到正向峰值。第 3 期又跌至横轴以下,幅度与第 1 期相同,随后冲击反应不显著。这说明,产出(工业增加值)与通胀之间的交替关系在我国是存在的,但不能排除通胀与产出同向变动的情况;工业增加值对滞后 2 期的 CPI 为未来第 2 期的工业增加值反应显著。从 CPI 对工业增加值冲击的反应看,其正反向交错进行,反应持续 7 期后消失。

从工业增加值与股票收益率的关系来看,对于工业增加值一个标准差的冲击,股票收益率反应非常微弱,前 3 期是正向的,随后负向和正向交错,但反应幅度不大,且滞后 5 期之后才有一个正向的峰值出现。这就说明我国资本市场对实际产出的反映能力不强,资本市场与实际产出之间的关系微弱。

从货币供应量与 CPI 的关系来看,货币供应量对 CPI 的冲击产生的反应是正向的,但表现非常微

弱;反过来分析, CPI 对货币供应量的冲击产生的反应以第一期为负向开始,到第二期达到负向峰值,随后转向至第四期达到正向峰值,随后逐渐减弱至看不出影响。可以看出,货币供应量对未来 4 期的 CPI 会有影响,但一个正向的货币冲击并不一定会引起 CPI 的上涨,反而使其下跌,这在大量的文献中都得到了检验。

从货币供应量与股票收益率的关系分析,货币供应量对股指产生一个正向冲击后,股指滞后 3 期会有一个微弱的正向反应,随后平淡,总体看是正向,但很不明显。股指对货币供应量影响更大,正向反向交错影响,第 7 期后没有影响。这可以解释为,股指变化对于资金的放大或者减小有一定影响。

最后我们考察股票收益率与 CPI 的关系。CPI 对股指影响较为明显,对于 CPI 产生的脉冲反应,股指以负向响应且持续 5 期,在其中第 2、3 期达到最大负向峰值,自第 5 期至第 7 期表现出有微弱正向,随后消失。而 CPI 对来自股指的冲击当期反应很小,在第 3 期变成负向反应,直至第 5 期才产生一个正回应。另外,从 CRB 指数与 CPI 的关系来看,CPI 对 CRB 指数的冲击反应滞后 1 期,在第 2 期有一个最大的正向反应,随后下降,至第 5 期影响消失。图 3 描述的是 VAR(dysa, dm2sa, drsa, dcrbsa, dppisa, dpsa)每一个变量的脉冲反应。PPI 对于各个因素冲击的反应与 CPI 类似。大宗商品价格对 PPI 产生冲击后,PPI 前 3 期正向响应,随后响应不明显。PPI 对来自股指的冲击在当期反应为正向,其后下跌至第 3 期,随后上涨至第 4 期达到峰值。从股指对各因素冲击的反应来看,工业增加值产生冲击后,对股指影响非常微弱,股指对冲击的反应是以正向开始,正负向交错至第 7 期后响应消失;股指对货币供应量的冲击响应非常小,基本是正向的,股指对利率的响应以负方向开始,并持续 5 期;股指对大宗商品产生的冲击,从第 2 期开始,正向响应至第 5 期;股指对 PPI 的响应从第 3 期开始,负向响应至第 6 期,响应不是很显著。

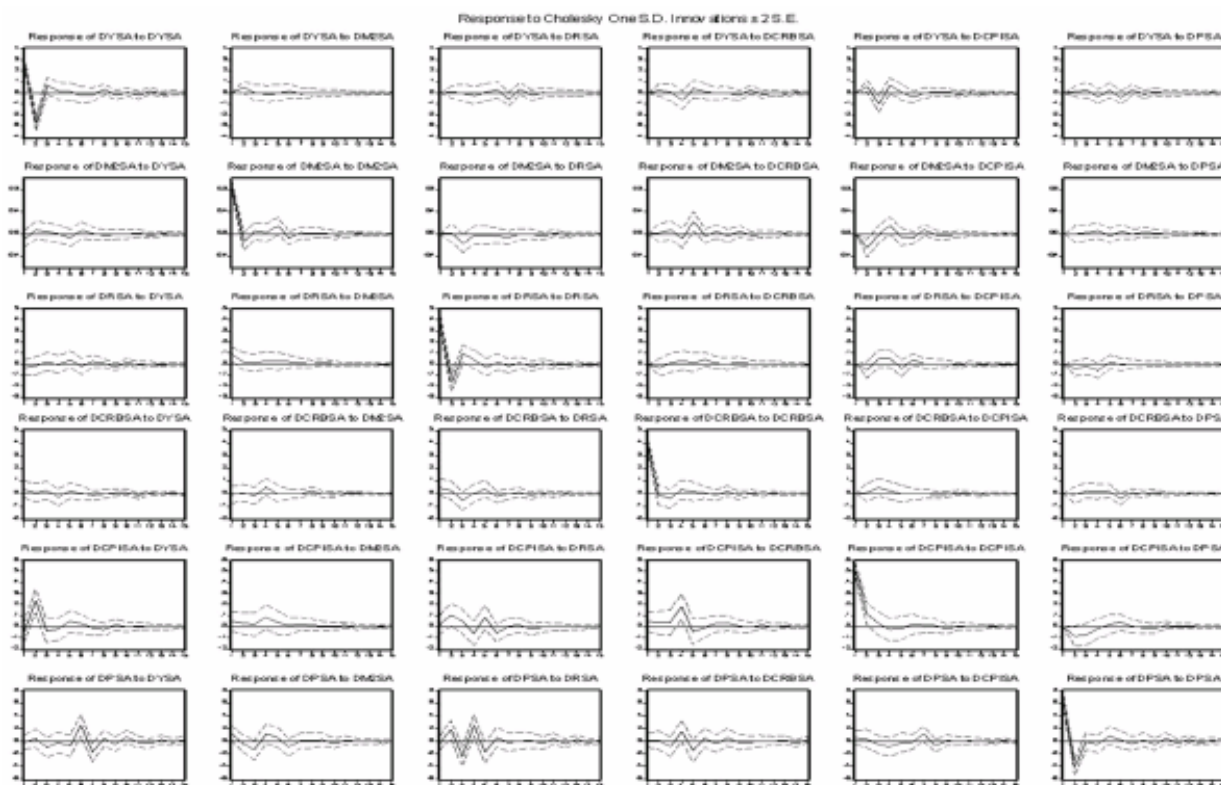


图 3 VAR(dysa, dm2sa, drsa, dcrbsa, dppisa, dpsa)脉冲响应函数

脉冲响应函数描述的是 VAR 中一个内生变量的冲击给其他内生变量所带来的影响,为了进一步研究 VAR 的动态特征,我们采用方差分解的方法,把系统中每个内生变量(6 个)的波动按其成因分解与各

方程新息相关联的两个组成部分,从而分析各新息(即对 VAR 中的变量产生影响的随机扰动)对模型内生变量的相对重要性。

表 3 中,S.E.所对应的列是股票收益率相对于不同预测期的预测误差。当预测期为一个月时,股票收益的预测方差中有 95.5%的部分是由股票价格自身的扰动引起,剩下 3.63%的部分由货币供应量引起,通胀冲击只能解释 0.64%的股票收益预测方差。但随着预测期的延长,在第 15 个月时,股票收益率方差中由其自身引起的部分下降至 55.6%,货币供给和利率冲击占到 23.8%,产出冲击占到 11.2%,CPI 冲击占比为 3.2%。根据 PPI 所做出的 VAR 模型,股票收益率的预测方差之中,来自 PPI 冲击占比为 4.42%,影响较之 CPI 稍大。

表 3 股票收益率 (DPISA) 的方差分解 (CPI)

Variance Decomposition of DPISA							
Period	S.E.	DYSA	DMSA	DRSA	DCRBSA	DCPISA	DPISA
1	6.641222	0.058065	3.633261	0.119042	0.011505	0.635333	95.54279
2	8.065865	0.27813	2.685287	5.013049	0.042889	0.648349	91.3323
3	8.671466	1.479739	4.956936	12.49556	1.097255	0.948116	79.0224
4	9.27863	1.340709	5.908109	18.06019	3.638624	1.75964	69.29273
5	9.650839	1.871672	5.857888	19.98292	5.745821	1.68814	64.85356
6	10.04834	2.847927	6.353578	18.80566	5.549881	1.568354	59.8746
7	10.28915	10.55943	6.070428	17.96487	5.422334	2.741137	57.2418
8	10.34291	10.61086	6.011126	17.78048	5.674472	3.226724	56.69634
9	10.36959	10.74762	6.030076	17.70043	5.684289	3.220634	56.61695
10	10.41514	11.09527	6.086772	17.62301	5.64888	3.193207	56.35286
11	10.43056	11.07791	6.090955	17.70473	5.633075	3.190458	56.30287
12	10.44868	11.15322	6.070131	17.7753	5.613564	3.179784	56.20799
13	10.46287	11.19609	6.055099	17.82286	5.629883	3.181908	56.11416
14	10.47446	11.19319	6.050344	17.83181	5.72332	3.19817	56.00317
15	10.48098	11.21793	6.044246	17.82608	5.771583	3.204413	55.93575

表 4 股票收益率 (DPISA) 的方差分解 (PPI)

Variance Decomposition of DPISA							
Period	S.E.	DYSA	DMSA	DRSA	DCRBSA	DPPIA	DPISA
1	6.638116	0.234277	1.348399	0.332901	0.002011	1.279422	96.80299
2	7.898965	1.251593	0.967302	3.98625	0.138845	1.107199	92.54881
3	8.655593	3.24571	3.228912	10.87779	1.596479	3.951127	73.09999
4	9.299444	2.825835	5.160921	16.43932	3.679393	4.780848	67.11369
5	9.605518	3.226118	5.082754	18.27268	5.273704	4.734565	63.41018
6	10.04831	10.084	5.30528	17.04327	5.024713	4.380283	58.16245
7	10.27456	13.38485	5.075062	16.38025	4.806001	4.199895	56.15394
8	10.33175	13.65434	5.021899	16.26734	4.974482	4.423693	55.65824
9	10.3759	13.96824	5.105389	16.12922	5.007429	4.438404	55.35123
10	10.43407	14.23299	5.157825	16.02719	4.988053	4.446631	55.14731
11	10.45519	14.17721	5.149989	16.04484	5.022501	4.434343	55.17122
12	10.47687	14.31304	5.129056	16.0441	5.013286	4.437944	55.06257
13	10.49327	14.35612	5.113617	16.08504	5.036129	4.425677	54.98342
14	10.50885	14.36949	5.098893	16.14856	5.110105	4.426851	54.8461
15	10.52083	14.44755	5.087364	16.1777	5.148958	4.416942	54.72149

CPI 的预测方差分解如图 4 所示。预测期为一个月时,通胀的方差主要由其自身的冲击解释,其他主要是工业增加值和货币供应量以及大宗商品价格冲击引起。预测期延长至 15 期后,除了自身贡献了方差的 62%,最大的贡献率来自产品、大宗商品价格和利率,股票收益率对 CPI 的方差贡献只有 3.34%,这暗示着可能不存在股价对 CPI 的传导机制,股价的变动对于 CPI 的影响较小。PPI 的预测

方差分解与 CPI 没有本质上的差别。

表 5 CPI 的方差分解

Variance Decomposition of DIPSAC							
Period	S. E.	DYSA	DM2SA	DRSA	D-CRBSA	D-CPIA	DPSA
1	0.517152	1.132585	0.897436	0.139292	0.817934	92.04275	0
2	0.59798	16.09884	0.95413	3.310393	1.001166	76.63737	1.9981
3	0.607614	15.96719	1.047846	3.884005	1.437886	74.48374	3.179337
4	0.643591	14.33881	2.748135	4.260879	9.217077	66.53054	2.904556
5	0.653819	14.39184	3.035127	5.778418	9.359021	64.52055	2.915046
6	0.658947	14.351	3.012958	6.483098	9.225348	63.67022	3.257374
7	0.660432	14.30331	3.159042	6.458001	9.385805	63.44417	3.24967
8	0.662299	14.35804	3.191655	6.48869	9.596791	63.11548	3.249342
9	0.663457	14.37847	3.187348	6.563121	9.573659	63.00702	3.290385
10	0.663708	14.36767	3.192603	6.562316	9.574454	62.9696	3.333361
11	0.664138	14.35359	3.224687	6.556268	9.642342	62.88817	3.344947
12	0.664198	14.3511	3.224952	6.557287	9.643801	62.87881	3.344049
13	0.664283	14.34848	3.224392	6.562131	9.653564	62.86805	3.343387
14	0.664304	14.34947	3.225916	6.562149	9.654633	62.8645	3.343336
15	0.664324	14.34932	3.225844	6.561764	9.65554	62.86291	3.34463

表 6 PPI 的方差分解

Variance Decomposition of DIPSAC							
Period	S. E.	DYSA	DM2SA	DRSA	D-CRBSA	D-PPIA	DPSA
1	0.662881	2.232004	1.079285	0.528882	0.002449	96.15738	0
2	0.715219	3.714217	1.138058	0.907084	1.898568	92.3348	0.007277
3	0.728686	3.790199	1.874114	1.866818	3.251452	89.20755	0.009868
4	0.748414	3.643113	2.290812	2.456349	5.151609	85.1692	1.288912
5	0.766862	4.230319	2.387246	3.014486	6.603117	82.2471	1.517731
6	0.776878	4.163449	2.919738	3.362753	6.765322	81.04537	1.77337
7	0.780372	4.236294	3.095387	3.406875	7.143323	80.3014	1.81672
8	0.781563	4.392462	3.102568	3.436291	7.163467	80.079	1.826212
9	0.784198	4.437784	3.231583	3.49881	7.451641	79.54234	1.837843
10	0.785391	4.461406	3.412483	3.499895	7.492727	79.30122	1.832271
11	0.785754	4.484196	3.429886	3.498376	7.485806	79.23033	1.871411
12	0.785846	4.500702	3.429847	3.500885	7.484961	79.21212	1.871487
13	0.786112	4.505895	3.437154	3.498598	7.507246	79.18088	1.870223
14	0.786317	4.518203	3.450771	3.496967	7.509674	79.15513	1.86925
15	0.786389	4.517378	3.450192	3.507	7.513613	79.14101	1.870805

3 检验说明及结论

从 VAR 模型的脉冲反应函数和方差分解的输出结果来看,我们得到以下几点结论:

3.1 从国内外的实证研究来看,股票收益率一般与通货膨胀率负相关

我们的研究结果确认这一结论对中国资本市场同样适用:对于 CPI 的一个标准差新息,股指前 4 月都给予负向反应;对于 PPI 的负向反应滞后 3 月。对于股票收益率与通货膨胀率之间负相关关系,有比较好的理论与经验解释。首先,严重通胀一般出现在经济繁荣高涨期,其下一阶段是经济衰退,股市作为先行指标,会反应经济的这种变化预期;其次,严重通胀本身就会破坏价格作为市场配置资源的基础性作用,政府为控制通胀往往实行价格管制,进一步扭曲价格机制,经济运行效率低下,可持续性差。

3.2 产出与通胀短期内正相关,长期负相关

马丹、涂玥(2006)用 1992-2005 年间的 CPI 指数和 GDP 进行验证之后发现,我国通货膨胀和产出缺口之间存在正向变化关系。陈乐一(2006)认为,1979-2004 年经济增长对失业率影响显著,两者之

间存在较强的负相关性,但是分阶段看,1990-2004 年间两者相关系数显著下降,呈负弱相关性。我们的结论更加接近欧阳志刚、韩士专(2007)的检验结果,他们认为我国菲利普斯曲线呈现非线性特征,当产出缺口大于-0.113 时,产出缺口与通货膨胀正相关;当产出缺口小于-0.113 时,产出缺口与通货膨胀负相关。通胀短期与工业增加值正相关,主要是上游直接受益通胀,而中下游由于存货或技术管理或成本传导能消化上游带来的成本压力。两者长期负相关,主要是成本传导受阻,而受阻的主要原因是中下游都是竞争比较激烈的行业,成本压力不能完全通过售价来对冲,这对于我国以第二产业为主的上市公司来讲更加明显。

3.3 当期和滞后 3 个月的工业增加值对当期股价变动影响很小,基本不显著,这可能因为我国资本市场有效性较弱导致

在滞后 15 个月之后,产出冲击对股票收益率的预测方差贡献才达到 11% (CPI)和 14% (PPI)。由此可以看到,我国股市还不能作为经济的晴雨表,两者的同步性差,这可局部归因于新兴市场的成熟性,影响股市的往往是基本面以外的因素,比如政策和资金。

从以上检验结果及分析来看,通货膨胀对股票收益率有负面影响,但这种影响不是通过通胀——产出——股票收益率来传导的。

4.4 我国的货币供应量与通货膨胀之间有但不是简单的正相关关系

检验结果表明,对于 M2 的正向冲击,CPI 当期反而有一个负向反应,滞后 3 个月之后才有上涨的趋势,而 M2 对 PPI 的影响则十分小,滞后 4 期之后产生一个负向反应,此后影响基本消失。从 CPI 与 M2 同比增长率的走势比较之中发现,1998 年、2004 年和 2007 年初两者的变动方向是有所背离的,M2 增加速度很快,但是 CPI 却持续走低。直到 2007 年 8 月,M2 同比增速突破 18%之后,CPI 开始在高位运行。

在长期超额货币供给之下,我国的物价仍保持了较低水平,这被 Mckinnon(1996)称作是“中国之谜”。超额的货币供给一方面被经济货币化所吸收,根据易纲的测算,经济货币化每提高 1 个百分点,就会引起实际货币需求增长 0.81~0.95 个百分点。另一些可能的原因还包括金融资产结构单一(樊纲,张晓晶,2000)、银行不良资产(张曙光,张平,1998)、金融发展和深化(王毅,2002)、货币传导机制受阻(夏斌,2001)等等。刘伟(2002)等认为中国狭义货币和广义货币增长率的改变对通货膨胀的有效影响滞后期分别为 9 和 13 个季度。伍志文(2002)则从资本市场入手,指出中国所存在的货币供应与通胀的特定阶段的背离在于资本市场所带来的金融资产增加囤积分流作用。

除以上观点,这个“中国之谜”可用我国的经济特点来解释,首先,我国经济处在高速增长阶段,按货币供应量与“GDP 增速加物价指数”大体相当的观点,高增长伴随高货币发行;其次,我国是以银行为主导的金融体系,社保还不完善,国民重储蓄,轻消费,银行的蓄水池作用很大,国家从消费端控制物价的能力很强;再次,我国的股市和房地产这两个市场刚刚兴起,吸纳货币的能力很强。

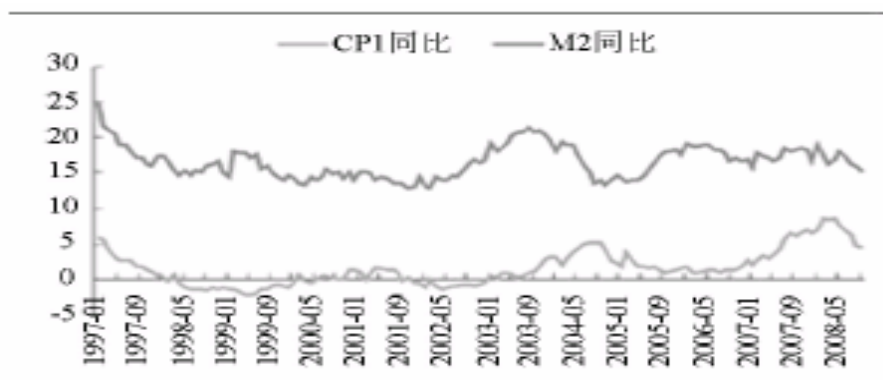


图 4 1997 年 1 月 - 2008 年 9 月 CPI、M2 同比增长

4.5 货币供应量对股价有正向影响,但是比较微弱

我们的研究不支持孙华妤、马跃(2003)的研究,他们运用 1995 年 5 月至 2001 年 8 月的数据进行检验后的结果表明,所有货币数量(M0、M1、M2)对股市都没有影响,排除了央行运用货币数量影响股市的可能性。而我们的检验结果表明,M2 对股价存在一定的微弱影响。资金面是影响股价的主要因素,特别在我国政策市、资金市的特点仍旧存在,货币供应量作为资金面的重要指标,对股价应该有影响。不过,有两点值得注意,一是货币供应量主要影响整个社会资金,影响股市的场外资金,对股市场内资金的影响是间接的;二是我们所采用的货币供应量增速指标反映的只是资金的增量部分,在一定程度上,银行存款这部分存量资金对股市的影响更大。

(1) 利率与通胀之间存在显著的正向关系

面对 CPI 一个标准差的扰动,利率在当期就有一个显著的正向响应,持续 4 期后短暂转向负向响应,从第 5 期开始又为正。利率对 PPI 一个标准差的冲击反应当期有微弱的负面响应,但随即转为正向反应直至影响消失。利率与通胀的同向变动比较好理解,货币政策最重要的目标就是控制通胀,物价是调整利率的重要指标,尽管货币政策的水平与经济的市场化程度会影响两者的同步性,但两者长期的相关性是存在的。

(2) 利率与股价之间存在显著的负向关系

无论是从 CPI 还是从 PPI 报告的结果来看,对于银行间市场同业拆借利率的一个正向冲击,股指在当期就会给予比较显著的负向响应,而且这种响应要持续 5 期才能逐渐消失。这说明,货币政策传导资本市场的途径主要是通过利率而非货币供应量发生的。虽然同业拆借利率并不受央行的直接控制,但是孙华妤、马跃(2003)的研究结果表明央行一年期基础利率也对股价产生显著的影响,说明货币政策通过利率对资本市场的价格传导机制是存在的。

因此,我们认为,我国资本市场所呈现出的通货膨胀与股票收益率之间的负相关关系,主要是通过货币政策中的价格机制进行传导的。利率影响股价主要有以下传导机制,一是利率影响股票估值,利率的倒数被认为是合理市盈率指标之一,利率低,估值水平就可以提高。从公司股票估值的理论模型来看,利率也会通过影响必要收益率来影响股票的估值;二是利率是股市资金的机会成本,利率特别是实际利率低,资金进入股市的意愿就强;三是利率影响上市公司的财务成本,利率降低,上市公司特别是负债率较高的上市公司的资金成本就会相对减少,盈利能力由此改善。

(3) 股票价格的波动冲击对当期 CPI、PPI 存在微弱的正向影响,但是这种影响比较短暂

CPI 在滞后 5-6 期之后才对股价冲击重新有一个正向反应,PPI 在滞后 4 期呈现比较明显的正向反应。也就是说,股价的波动中可能隐含了通胀的相关信息,且 PPI 对通胀的反映要早于 CPI。另外,可做参考的是,货币供应量对于股价的变动有非常显著的回应,在股价上升的冲击下,货币供应量在当期就有一个明显的正响应。这里可能主要通过股市的“财富效应”来传导,股市上涨,财富增多,可能刺激居民消费和企业投资,进而影响物价和货币供应。当然,这并不意味着我国现阶段的货币政策应该将股价变动纳入货币政策反应函数,资产价格的波动只能作为货币政策的一个参考变量出现。

(4) 大宗商品价格对 CPI 有正向影响,且其影响滞后一期

而 PPI 对大宗商品价格的变动冲击在当期就有一个显著的正向反应,由于指数构成必然形成联动,这里只是从实证上确认了大宗商品价格对我国物价的正向传导。

作者:黄常忠 卢婷 聂小丽 辛扬

来源:《西南民族大学学报(人文社科版)》2010 年第 3 期

发改委称全年 CPI 控制 3% 目标可实现



快 讯

未来粮价上涨有望保持在一个合理空间；工业品价格也有一定下降空间。

国家发改委副主任张晓强 9 月 14 日在回应当前经济领域部分热点问题时表示，国家高度重视管理好通胀预期，如果管理得当，全年居民消费价格 (CPI) 控制在 3% 左右预期目标可以实现。

工业品价格有下降空间

张晓强是在正在天津举行的第四届夏季达沃斯论坛上作上述表示的。

8 月份 CPI 同比上涨 3.5%，再创新高，引起广泛关注。数据显示，8 月份粮食价格同比上涨 12%，鲜菜价格上涨 19.2%，肉禽价格也有不同程度的上涨，农产品价格的上涨对新涨价因素“贡献”了 70% 左右。不过，CPI 的上游 PPI（工业品出厂价格）涨幅的回落减缓了整个物价上行的压力。

张晓强分析指出，8 月份 CPI 同比增长 3.5% 主要有以下几方面原因：一是与基数相关。在前一时期国际金融危机影响下，去年同期我国 CPI 基数非常低。二是粮价稳步上升。近年来，国家把“三农”作为保障粮食安全、治国安邦之本，逐步提高了粮食最低收购保护价，使市场粮价稳步上升，影响了在 CPI 中占有相当比重的食品类价格。三是原油等大宗商品进口价格有所回升。去年，受国际金融危机影响，原油等大宗商品进口价格大幅下降，今年以来价格开始回升，有的上涨了一倍，传导到下游产品对价格产生一定影响。

他认为，通过调控，未来粮食价格上涨有望保持在一个合理空间；由于工业品市场竞争激烈，价格也有一定的下降空间；而大宗商品进口价格在已有大幅回升的情况下，今后三四个月再次大幅上涨的可能性较小。

三产业月内再减亿吨产能

对于各界关注的节能减排形势，张晓强表示，节能减排将继续成为“十二五”约束性指标。“十二五”期间，国家将特别重视与人口、资源、环境有关的产业和节能环保产业，把节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料、新能源汽车等作为战略性新兴产业。鼓励外资投向高端制造业、高新技术产业、现代服务业、新能源和节能环保产业，严格限制“两高一资”和低水平、过剩产能扩张类项目。

根据最新数据，“十一五”前四年我国单位国内生产总值能耗累计下降 15.6%，考虑到今年上半年单位 GDP 能耗出现微升，完成“十一五”20%的节能目标任务艰巨。

“为完成目标，我们将采取一切有效措施。”张晓强称，为进一步做好节能减排工作，今年 9 月底前，全国将再淘汰落后炼钢产能 825 万吨、炼铁产能 3000 万吨、水泥产能 9155 万吨。

作者：秦菲菲

来源：《上海证券报》(2010-9-15)

戴相龙：社保基金年内将投资境外 FOF

全国社保基金理事会理事长戴相龙 9 月 14 日出席“第四届夏季达沃斯论坛”时表示，今年年底前社保基金将在投资境外“基金中的基金（FOF）上迈出第一步”，之后社保基金将逐步开展境外直接股权投资。

戴相龙表示，按照有关规定，全国社保基金的 20%，相当于 1200 亿美元，可以对境外投资，投资标的则限定为境外的股票或者债券，目前社保基金境外投资已使用了 7%。

“财政部已经同意社保基金按照‘有效益、保安全’的原则，选择股权投资项目或者 PE 项目，在进行有关评估后就进行投资。”戴相龙表示，考虑到受金融危机影响，做新项目比较难，社保基金正在考虑选择投资几家 FOF，通过这种方式投资其他基金或者进行股权投资，以降低社保基金的投资风险。

戴相龙透露，今年年底之前，即可宣布在境外投资 FOF 方面迈出第一步，之后将按照社保基金在境外进行股权投资的策略安排，有计划地“走出去”。“投资境外 FOF 之后，社保基金将逐步开展境外直接股权投资，方式可能包括投资中国在境外的优质企业，支持香港‘两头在外’的企业到内地办厂、赴港上市，或者与中国国内的国有、民营企业合作走出去进行投资等，从亚洲开始，逐步发展到欧美。”戴相龙说。

作者：马婧妤

来源：《上海证券报》(2010-9-15)

全球经济刺激政策尚难退出

全球经济复苏的总体形势较为明朗，但复苏进程依然缓慢。在过去两年时间内，大多数国家连续实施的经济刺激政策在发挥积极作用的同时，带来的负面影响也在不断加大。尽管世界各国都开始认识到，重新调整货币政策和财政政策势在必行，但在经济增长和控制风险之间的抉择却异常艰难。这一话题在 2010 年夏季达沃斯论坛期间受到各方人士的普遍关注。

目前，世界各国都在不同程度地受到经济刺激政策“后遗症”的影响，在发达国家表现为财政赤字和债务风险，在发展中国家表现为通货膨胀。一组数字显示，美国的赤字率和国债负担率分别为 10.6% 和 90%；日本目前的国债负担率为 189%，预计 2015 年这一比率将达 250%。

扩张性财政政策在推动发展中国家经济迅速恢复增长的同时，也带来较大的通货膨胀压力。亚洲开发银行预测，2010 年亚洲地区的通货膨胀率将由 2009 年的 1.5% 上升至 4%。因此有经济学家指出，过度的经济刺激政策需尽早退出，否则个别国家的通胀率可能达到两位数。

全球经济整体复苏的态势，也在客观上为经济刺激政策推出提供了条件。在达沃斯论坛上的 20 国集团和全球经济治理分论坛上，国际货币基金组织特别顾问朱民表示，G20 极大地减少了全球经济

的系统性风险。从全球来看，两年前整个经济体制都要崩溃了，两年后的今天，这种系统性的风险已经极大的减少，资本状况好了很多。

但参加达沃斯论坛的相关学者警示，“经济结构的调整和新的经济增长点还没有形成，经济的可持续增长缺乏动力，一旦政府刺激政策退出，可能出现二次探底的可能。”

从近期世界各国的经济政策看，经济刺激政策尚难言退出。此前，美国总统奥巴马敦促国会尽快通过政府提出的新一轮针对小企业的减税法案，以推动经济复苏，创造就业。新的小企业减税法案将包括资本利得减免、支持小企业扩张、延长针对企业投资的红利折旧等八项内容。

日本政府日前公布了一项 9150 亿日元的新经济刺激计划，预计可拉动 9.8 万亿日元相关工程投资，以促进就业，拉动消费，应对多种可能使日本经济恶化的风险。日本政府预计该计划将创造 20 万个就业岗位，并拉动 GDP 增长 0.3%。

当前摆在各国政府面前的仍是一个两难选择——保证经济增长还是维护财政安全。如果持续实行经济刺激政策，可能增加通货膨胀的风险；但如果过早退出经济刺激政策，不但肯定将影响整个计划的实施效果，甚至可能牺牲经济增长，进而引发“二次探底”的风险。

天津财经大学国际金融研究室主任孟昊说，此次危机促使各国调整经济增长方式，但调整非一朝一夕之事，在全球主要经济体尚未找到更好的经济增长源的时期，全球要做好接受较长时期经济慢速增长的准备。因此，无论对于发达国家还是发展中国家，经济刺激政策应有针对性地选择进退。

“前期的刺激政策只是在整体上拉动各国经济走势，但在过度宽松的货币政策下，一些落后产业又有重新抬头的趋势。因此，下一阶段各国的调控政策应从宏观走向微观，针对不同产业作出结构性的调整。”正在参加夏季达沃斯论坛的上海国际金融学院院长陆红军说。

经合组织首席经济学家皮埃尔·卡洛·帕多安日前表示，如果复苏减缓仅是暂时的，合理的政策是推迟收紧货币政策，同时保持原定的巩固财政政策，甚至可以考虑由市场来自动调节。但如果复苏放缓演成长期趋势，经济下行风险将随之增加，各国需要考虑重新放松货币政策，长期保持接近于零的低利率，而一些国家还需要考虑推迟实施紧缩货币政策的时间表。

作者：徐岳 刘琳

来源：《中华工商时报》(2010-9-15)

中国遭遇迄今金额最大贸易摩擦案

贸易保护向中国高端产品延伸

中国商务部网站消息，9 月 16 日，欧盟对原产于中国的数据卡(又称无线宽域网络调制解调器)进行反补贴立案调查。而就在今年 6 月 30 日，欧盟已经对该产品发起反倾销和保障措施“双案”并发调查。

“该案是欧盟首次对中国出口的同一产品同时进行反倾销、反补贴和保障措施三种调查，涉及中

国企业的出口额约 41 亿美元。这是迄今为止中国遭遇涉案金额最大的贸易救济调查。”中国商务部 16 日回应称。

“同一产品，三案齐发，这凸显了欧盟后危机时代的贸易保护主义，是典型的贸易骚扰，是滥用规则的极度表现。”中国机电产品进出口商会 16 日表示。

据了解，欧委会发起的三项调查都是在比利时调制解调器生产商 OPTION 提出申诉后做出的。据悉，OPTION 是欧盟 3G 调制解调器的惟一生产商。OPTION 在新的申诉中称，中国的主要调制解调器生产商——中兴和华为控制着 3G 数据卡和 USB 调制解调器市场 90% 的份额，并获有补贴。OPTION 发言人简·波特特别指出，华为获得的授信额度超出正常水平，使该公司具备了不公平的优势。

“而 OPTION 近年的公开年度报告明确申明，他们的数据卡产品已经全部外包给中国生产。”中国机电产品进出口商会表示，“实际上，欧盟当前连一个真正意义上的数据卡生产商都没有。”

在当前的调查中，OPTION 公司和欧盟对于外包生产的问题，却始终保持沉默。中国机电产品进出口商会表示，关于 OPTION 公司是否具有欧盟生产商资格以及是否具有反倾销案的申诉资格问题，机电商会以及中国数据卡生产企业将在随后的调查中向欧方提出强烈质疑和抗辩。

姚坚也指出，中方保留在世贸组织规则框架内采取措施的权利。他说，数据卡属不断更新换代的高科技产品，中国产品促进了技术进步并创造了新的市场，也给欧盟消费者带来了实际利益。但是，欧盟仅为保护某一成员国中一家企业的利益，而滥用贸易救济措施。这种做法不仅会扰乱正常的贸易秩序，损害欧盟各成员国广大消费者的利益，而且与中欧全面战略伙伴关系和日益加深的经贸友好合作现实背道而驰。

中国人民大学经济学院教授王晋斌在接受《经济参考报》记者采访时分析指出，欧盟的动机有三层含义。一是通过逆周期的贸易政策，违反公平贸易的准则，来保护区域内的就业机会。二是采用更高强度的贸易保护主义政策来试探中国的反应。三是由于数据卡本身属于高科技产品，而中国最近几年在信息产品上的成本竞争力得到了较大幅度的提升，欧盟的这一举动实则是希望能够打压中国这类产品在国际上的竞争力。

“贸易保护已经不再像以往那样仅仅围绕服装纺织、玩具等低端产品了，而是开始向高端产品延伸了”。王晋斌说。

的确如此，就在前不久，对中国贸易政策批评最多的美国联合钢铁工人工会(U. S. Steelworkers Union)发表了一份声明，称将要求美国政府就中国在绿色科技领域的扶持政策展开调查。据报道，该工会在声明中表示，“中国已利用大量补贴、性能规定、优惠措施及其它贸易违规活动来推动他们对该行业的垄断。”这些举措对美国的可再生和替代能源领域构成了威胁。

针对美国联合钢铁工人工会的质疑，16 日科技部副部长张来武在国新办新闻发布会上做出回应称，“我国自从加入到 WTO 以后，所有的政策制定都要符合 WTO 国际通行原则，补贴绿色企业的政策也不例外。”

商务部副部长高虎城在 16 日举行的第三届中国(太原)国际能源产业博览会高峰论坛上表示，未来几年我们会大力发展战略性新兴产业。战略性新兴产业是我国发展低碳经济和低碳产业的重要环节，也可能成为我国外贸的新增长点。同时他表示，“低碳和绿色技术无国界。我们要坚持开放的理念，反对各种形式的贸易保护主义，特别是借绿色低碳之名行贸易保护之实的行为。”

王晋斌表示，中国一般制造业的竞争优势是明显的。最近几年中国的结构性改革和鼓励技术、环保产业的创新也取得了实效。在这样的背景下，中国会在一些高新技术行业与发达地区和国家的产品在国际市场上展开竞争，一旦中国具备或潜在具备大批量生产的能力，出于对中国产品成本优势的担

忧，国外就会对中国的类似产品采取贸易保护主义，这种趋势一直会存在。

至于中国企业应该如何应对，王晋斌说，一是学习他们在国际贸易谈判中的技巧和知识；二是依据“有理、有利、有节”的原则来针对性地采取相应措施，不要一味退让。

作者：孙韶华 施智梁 董时珊

来源：《经济参考报》（2010-9-17）

奥巴马提出年收入 低于 25 万美元中产减税计划

美国总统奥巴马 8 日宣布，在本周内提出为美国中产阶级的永久性减税计划。这是美国政府近期提出的一项重要刺激经济举措。

奥巴马当天在美国老工业重镇俄亥俄州克利夫兰市发表演讲时说，美国经济复苏的进程痛苦而缓慢，800 万美国人因为本次金融危机而失去工作。美国应当为年收入在 25 万美元以下的中产阶级永久性减税。此外，这项减税计划还将使那些有助于美国国内研究和创新企业受益。

奥巴马在讲话中特别抨击了上届共和党政府的经济政策，称美国经济已经无法再负担像上届政府那样减税 7000 亿美元，而使富人受益。他强调，共和党为富人减税的政策使美国就业流失海外。

为提振经济，本月 6 日，奥巴马在威斯康星州提出总额 500 亿美元的基础设施建设计划。

目前，美国经济复苏缓慢，今年第二季度经济增幅仅为 1.6%。经济增长乏力使得美国失业率居高难下。最新数据显示美国 8 月份失业率升至 9.6%。高失业率使民众对奥巴马政府的经济政策日益不满，也成为共和党攻击政府的口实。分析人士认为，美国经济短期内难以摆脱对政府经济刺激政策的依赖。奥巴马此时推出减税方案，意在为将于 11 月举行的国会中期选举争取支持。

作者：刘丽娜 蒋旭峰

来源：新华网（2010-9-09）

编后语

学校开展教学和科研工作需要了解国内外其他高校的先进理念、好的思路、可行性方案和其他有用信息,显然,满足学校发展的需要,将他山之石搜集、遴选、重新整合后提供给学校领导和教师是一件重要而又有意义的工作。借着高校合格性评估的东风,我校图书馆于 2005 年先后推出了《经贸动态》、《金融动态》、《商务英语动态》和《法学动态》四本刊物。2006 年以上四本刊物又合并成了《图书馆特色信息快报》,并增加了“高教动态”栏目。2007 年为适应学校新专业建设的需要出版了《新专业信息》,报道“计算机与信息管理和“对外汉语”方面的内容。

五年办刊,五年探索,图书馆在为学校教学科研信息服务方面又有了新的思路。为适应学校十二五规划关于学科与科研发展的要求,我们将《图书馆特色信息快报》和《新专业信息》重新整合为《学科信息参考》A 辑和 B 辑,A 辑面向经贸学院、金融学院、会计学院、工商管理学院和商务信息学院,B 辑面向法学院、外语学院、旅游与会展学院、人文社科部。通过栏目的调整,新刊物突出了以学校专业设置和学术研究重点为导向设立栏目的特点,使选材和报道范围与学校的教学与学术研究对接。我们希望这样的改版能使刊物提供的信息更切合需要,产生更好的效果。