

# 百年危机造就A股市场崛起

中国农业大学期货与金融衍生品研究中心主任 常清

金融危机横扫世界各国，华尔街轰然倒下。金融危机使许多人对于金融衍生品的看法发生了180度的大转弯，对于资本市场的未来自然有不同的看法。通过对世界资本市场发展史的研究，我坚定地认为我国的A股市场以这次金融危机为契机，将会踏上迅速发展的征程，向着世界最大最强的资本市场目标迈进。

纵观世界经济史，资本市场的强大并不是一件孤立的事情，主要是以该国的经济增长为基础，同时有比较好的市场体制安排和金融文化建设相辅助。

之所以说我国的A股市场将会逆市崛起，其结论的主要依据在于我对中国经济将会长期持续增长的看法。

本世纪初，中国的经济增长已经改变了世界经济的增长格局，形成了由两个发动机带动世界经济的增长的局面。回顾2001年，中国经济开始走出低

谷进入复苏，到2003年，世界经济才全面进入复苏阶段。从实证分析看，中国经济增长对世界经济复苏的牵引作用是非常明显的。但是2001年中国的GDP还不到10万亿，而2007年我国的GDP总量是25万亿，在25万亿GDP的基础上增长8%到10%。对世界经济增长的拉动作用已是今非昔比。

我国的经济增长是由工业化、城镇化所推动的。工业化刚刚进入中期阶段，完成工业化还需要很长的路需要走，而城镇化才是初级阶段，按照世界指标来计算，还有相当的距离。最值得一提的就是我国的国际化进程才刚刚开始，经济危机为中国企业的国际化提供了广阔的空间，因此我认为中国经济长期持续的增长还有相当长的时间。

正因为如此，我才坚定地判断中国经济长期可持续的增长一定会造就中国A股市场的黄金时代。我国A股市场的崛起是不容置疑的。我前一段

在学校中有一个讲演，题目就是“华尔街的崩溃与中国A股的崛起”。我们在战术上要学习借鉴华尔街，但是在战略上一定要看到华尔街的强盛已经走到了一个拐点，伴随着中国经济的和平崛起，我国A股市场与美国的股市并驾齐驱的时代正在到来。

A股市场崛起同样离不开理论的创新，理论创新是制度创新的基础，如何产生使得A股市场迅速崛起的崭新的理论体系，一扫一些腐朽的极端理论，需要我国的经济学家的大智慧，我想中国应该有自己的资本市场理论来引领A股市场的发展。

百年不遇的金融危机造就了百年不遇的发展机会，我国的A股市场将会乘势而上，成为世界上一个国际化的、强大的、与中国经济地位相匹配的资本市场。



## ■ 财经漫画

### 信心百倍迎挑战



汤子勤/图

## 没有预算公开就没有纳税人意识

舒圣祥

上海律师严义明分别向国家财政部和发改委提交了信息公开的申请，其内容包括财政预算和决算的信息的公开和四万亿经济刺激计划进展情况的公开。严律师提出：提前列表公开国家财政决策和预算执行信息，有助于全国人大代表有充足时间阅读和审议这些信息，同时，这也是公民的知情权和监督权保障的重要形式。财政部给严义明律师做出的2009年第1号信息公开回执提出，中央预算、决算草案需要经过全国人大的审查和批准。在批准前不宜对外公开。而有关公开“四万亿”情况的申请，发改委至今没有回复。

我国的财政信息公开太少，普通公众根本无法通过公开渠道查阅国家的预算及执行情况的报告。事实上，就连人大代表也很难看到具体预算，大会议审议的只是预算报告，而不是具体的预算。蔡定剑教授就曾感叹道：我在全国人大会议上服务了十多年，从来没有看到过我们自己国家的预算。而在新加坡国会调研时，很轻松就从国会图书馆得到了当年的新加坡国会预算。

实现作为国际通例的预算公开，具有怎样的必要性和充分理由，已经无需在此赘述；正如在《政府信息公开条例》颁布实施之后，预算应否公开，已经不是一个法律问题，而只是一个法律的具体落实问题。预算不见公开，说明法律未能真正

## 直言不讳

# 美联储最低区间利率政策费力不讨好

王宸

美联储1月底决定维持0至0.25%的最低区间利率不变之后，联邦基金利率持续上升，从此前0.0938%的低点升至0.3%以上。1月美联储开始购买资产支持证券向市场注入大量资金，美联储是否会一直延续这种购买金融资产的方法，来间接调控联邦基金利率，还是会考虑在适当的时候改变最低区间利率？毕竟，从理论和逻辑上看，0.25%的区间利率上限不应该失效，美联储在0.25%及以下的利率情况下负有无限的提供流动性的责任，因此，联邦基金利率屡次突破区间利率上限的情况是不合逻辑的。

## 最低区间利率饱受诟病

去年12月美联储采取最低区间利率至今，于1月份开始持续购买资产支持证券，从央行贷款和注入资金两个方向来缓和信贷紧张的形势，这样做的初始效果是非常显著的，因此联邦基金利率在美联储购买资产之初能够下探0.0938%，但是，美联储购买资产注入资金、开辟消费信贷工具没有能够保证联邦基金利率的稳定。不仅如此，二级市场

利率也居高不下，导致欧洲央行斯马吉公开指责美联储的零利率政策，而且欧盟央行维持利率不变，动摇了世界各国对零利率政策的信心。对美联储来说，0.25%的区间利率上限被屡次突破也是一个重大考验，要么美联储加大购买资产等工具的力度，要么就要认真考虑扩大区间利率的上限，这是一个不能两全的选择。就目前实际来看，二级市场利率居高不下，因此提高区间利率上限的做法顾虑重重，美联储真正能够采取措施的还是各种工具，更关键的是市场回暖的程度和速度，这是影响美联储利率政策的重要因素。

## 扩大利率上限影响广泛

美联储官方多次表达了将坚持最低区间利率的立场，而且实际市场利率与欧洲相当也是巨大的压力，目前欧盟央行将利率维持在2%，与美联储有1.5个百分点的巨大差距，如果美联储扩大区间利率上限，对市场信心的打击是最主要的，有可能刺激二级市场利率再度飙升。但从实际操作的角度看，将区间利率政策是失败的，这很可能还是美联储改革的核心内容之一。从欧盟央行目

前不甚完全成熟的借贷便利工具看，欧洲银行更倾向于欧盟央行的这个通道，而借贷便利工具归根到底也是竞标的工具，这则说明欧美央行在资金竞标化的方向上还是一致的。

目前30年抵押贷款利率在5%附近波动，市场利率也在这个水平上下，这一点欧美相差不大，而联邦基金利率异常可能是短期利率剧烈波动的结果，这也要求美联储充分考虑区间利率上限如何浮动的问题。最低区间利率本身既是一个浮动的范畴，再加上一个浮动幅度需要政策上的一些突破，甚至需要重新设计一些工具，这既是美联储最为令市场关注的内容。至少，美联储需要对0.25%的利率区间上限作出一些基本的解释，而不是任由联邦利率的不规则运动使这个上限完全没有约束力。如果美联储仍然局限于购买资产支持证券、乃至购买国债的这些范畴，那么0.25%的利率上限失效的局面恐怕难以改观。

## 区间利率上限如何浮动

欧美央行的对立还扩散至对经济前景的分歧，以及对贸易保护主义的态度上。但这并非说明，美联储的零利率政策确实是一个错误，毕竟美欧市场的实际情况不同，而且美联储将投放资金绝大部分竞标化也是世所罕见的，欧盟央行既没有这么多的工具，其借贷便利工具也没有这么广泛和深入的应用。因此，尤其不能认为资金竞标化之后的最低区间利率政策是失败的，这很可能还是美联储改革的核心内容之一。从欧盟央行目

## 国际纵横

## 专家论道

### 从中美内外经济失衡 看我国外汇资产增加

陆前进

截至2008年12月底，我国持有外汇储备达到19460.30亿美元，而据美国对外关系委员会地缘经济研究中心新近公布的一份报告，截至2008年底，中国持有的外汇资产总规模达到2.3万亿美元，其中七成为美元计价资产，规模约为1.7万亿美元，包括9000亿美元美国国债（包括短期美国国债）、5500亿至6000亿美元机构债、1500亿美元公司债、400亿美元股票以及400亿美元的短期存款。目前中国是美国的最大债权人，这背后隐藏中美两国经济内外失衡的矛盾。中国国际收支盈余资金主要是回流到美国金融市场，提供美国的资金融通。中美内外经济失衡体现在多个方面。

#### 需求结构失衡

一是需求结构失衡。美国的增长方式主要是消费拉动型的增长模式；中国主要依赖于投资和出口，国内消费需求相对较弱。从中美GDP的构成来看，美国的消费占GDP的比例约70%，而中国消费占GDP的比重为35%，只有美国的一半左右，体现了美国高消费和中国高储蓄的特点。从宏观经济的平衡式可以看出，(GDP-消费)-投资=贸易收支余额，其中(GDP-消费)=储蓄，如果储蓄大于投资，贸易收支盈余；如果储蓄小于投资，贸易收支赤字，而中国高储蓄和美国高消费表现为中国经济收支盈余，美国为贸易收支赤字。直观上来看，中国储蓄率较高，总供给较多，总供给中没有被消费和投资吸收的部分主要是通过出口来实现平衡的，如果不能够被出口吸收，就会形成产能过剩。

#### 贸易和投资失衡

二是贸易和投资的失衡。长期以来，中国的劳动力和土地成本较低，处于国际垂直分工的下游，参与国际劳动密集型产业分工、发展两头在外的加工贸易，获得国际贸易的比较优势。劳动密集型产品价格较低，国际竞争力较强，有出口竞争优势。实际上，中美需求结构互补对两国是有利的，两国互通有无，都可以获得国际贸易的比较优势，两国的福利水平都可以提高，但是如果一国实行贸易保护主义，则中美的内外均衡都将面临严峻的挑战。

中国是一个劳动密集型产品国家，希望能够进口高科技产品，提升我国产品的国际竞争力，但是美国等国家要么对中国进口高新技术产品实行限制，要么进口价格极其高昂，导致中国国际收支盈余资金主要流向收益率比较低的美国债券市场。

从直接投资的角度来看，中国对美直接投资不到美国对华直接投资的2%，也严重失衡。而且2007年布什签署了《2007年外国投资和国家安全法》，首次将涉及美国国家安全基础设施、能源、关键技术领域交易项目作为审查对象，而且还特别审查国有企业和由国家控股的企业对美国的投资或并购，进一步阻止了中国国际收支平衡的恢复。这个投资壁垒对在美国投资和收购实行了严格限制，而我国投资的主体是国有企业，投资优势集中在基础设施和能源等方面，导致中国获得的盈余外汇资金主要投资于美国债券。

#### 美元滥发导致美元供给失衡

三是美元滥发导致美元供给失衡。美国贸易赤字主要是通过

货币发行来融通的，美元发行可以获得更多铸币税，支撑美国的贸易失衡。由于美元是国际货币，贸易赤字可以通过美元溢发来弥补，这也是导致全球美元流动性过剩的原因。美国贸易赤字导致大量美元流向贸易盈余的国家如中国等，而由于美国贸易和投资壁垒，中国用出口商品换来的美元，并不能通过进口我们需要的美国产品或直接投资于美国来获得国际收支平衡，这也造成了我国国际收支大量盈余，外汇资金不能够得到有效运用，不得不把资金借给美国使用。美元的过多发行满足了美国的大量进口，维持了美国的高消费结构，但导致了中国国际收支的严重失衡。

中美经济的内外失衡一方面反映经济结构的失衡，另一方面也反映了中美的经济交往日益密切，相互依存越来越高，谁也离不开谁，目前美国是中国的第二大贸易伙伴，中国也是美国的第二大贸易伙伴。从表面上来看，只要中国出口的产品美国能够吸收，中国高储蓄和美国高消费就可以维系，美国获得中国廉价的消费品，中国获得美元资产收入，再投资到美国债券市场上保值增值，中美两国经济共同增长。

#### 中美经济结构内在的脆弱性

但是，中美这种经济结构有其内在脆弱性：

一是资金的有效使用问题。中国国际收支盈余投资于美国债券市场上，提供资金给美国使用，促进了美国经济增长，中国获得资金收益，这本身是公平的市场行为，而一些人认为美国金融危机是由于中国高储蓄导致的，这完全是颠倒是非。实际上美国没有有效地使用流入的资金，出了问题把责任推给中国。美联储主席伯南克曾指出：“美国没有用从中国借来的资金建设‘21世纪铁路’，政府用这些钱到伊拉克打仗，消费者利用宽松的资金购买豪华车和大房子”，这才是金融危机的问题所在。目前中国继续购买美国国债，还有利于美国经济的恢复和振兴。

二是外汇储备的保值增值问题。中国是美国的第一债权人，主要持有美国国债和美国政府担保的机构债。尽管美国国债有国家信用作担保，违约风险较低，但目前我国大量持有美国国债存在一些弊端。持有国债会面临汇率风险、通货膨胀风险和流动性风险等问题，如果在美元贬值和通货膨胀风险增加的情况下，美元金融资产面临购买力下降问题，同时持有美国国债还面临国债市场价格持续波动的风险，这些都会给美元资产持有者带来损失。

这次美国次贷危机给中美之间的储蓄消费模式提出了警示，这种经济结构有内在不稳定性。笔者认为中美经济内外失衡的调整应通过以下途径。首先，中国应当要求美国等发达国家放松或取消对一些高科技产品的出口限制和直接投资障碍，不应把我国列为限制出口国，促进中国对外均衡。其次，中美两国都应该实行经济结构调整。美国要增加储蓄，减少过度消费；中国应扩大内需，增加消费，减少储蓄，降低两国对这种经济结构的依赖。最后是美国应该限制货币的过度发行，维持美元供给的均衡和美元币值的稳定，限制贸易赤字的不断增加，约束本国的宏观经济政策。

作者系复旦大学国际金融系副教授