

# 对未来形势不要太悲观

北京大学 周其仁

我们可以估计一下未来的前景,美国正在走下坡路,但是瘦死的骆驼比马大,全球的秩序不会一天终结,而且我们对美国的调整能力也要有足够的估计,既要看到政客们短期内病急乱投医的做法,也要看到美国还有很多平衡的机制。一百多位经济学家给总统写信,对太乱来的经济政策有所保留,在我看来这就是健康的信号。不要低估美国的调整,短期内美国会有一个调整的,长期看,我们不能对美国得出像苏联那样一个结果的判断。

日本有多少年的不景气,但是日本在不景气当中有一些事是值得关注的。最近我见了东软的董事长刘积仁,他提的问题很好。他说日本是零增长,但是还有好公司。这些公司在国民经济零增长的情况下还能有业绩,还能有利润,还能有好产品,还能有创新,还能有很多新的产品冲进国际市场,这一点是值得中国人学习的。日本的停滞其实很简单,只要肯乱发钞票,经济力量一定会起来,但是日本有一股力量不同乱发钞票,这些都是值得我们思考的,某些角度看是值得学习的。

我认为中国未来还是在高速增长的时代,城市化早着呢,我们已经完成城市的地方还有大量的再城市化的问题。现在我们形成的城市生活跟人们的生活时间成本上升是不匹配的,比如北京春节前市内还堵得一塌糊涂,经济危机还堵了,说明城市建设还有很大余地。至于说农村居民进入城市,早着呢。从这一条来看,我们还应该有一个高速增长。

中国国内市场巨大的潜力,第一是收入分配调整的巨大潜力,第二是已经形成的收入变成需求,变成供给有巨大的潜力。去年有人说中国经济衰退,我倒觉得应该担心,很高的经济增长下,经济增长的质量不高。现在从中央政府到地方政府高度一致,这也是这几年没有遇到过的。中央政府说要刺激经济,投资四万亿,地方政府报出25万亿的项目。凭这一条,中国的经济增长速度就不会太低。问题是经济增长的质量会怎样?2008年最后一个月经济增长的速度调到6.5%,虽然和前面比是低了,但是全球来看还是很高的。我们国民经济增长带动的就业是越来越低了,所以经济

增长不要怕疼,但是很遗憾现在大家都怕疼,这样就有可能把问题移入下一个周期,搞不好会带来更大的疼了。

我对经济形势的估计,特别是对今年经济形势的估计,可能跟很多人的看法不一致,中国经济大起之后大落,大落之后可能会大起,在波动中导致投资者、企业高度的分化。对于这样的环境没有认识的,可能就会被折腾得完全离开这个经济舞台。

过去15年,中国要素成本相对比较低,现在虽然要素成本涨了很多,但相对价格还是有成本的优势。制度成本,我们也有巨大的节约空间。中国人肯学习,中国经济要抓住后发优势,避免后发劣势。杨小凯曾经提出,由于有后发优势,所以可以把很多问题解决。因为别人走过的路,我们再走不会那么弯了,很多技术拿过来可以用,很多资本可以引进,确实可以高速增长,但虽然有30年改革,但是有很多根本问题还没有解决,不面对这些采取认真的措施,那最后后发优势会转化为后发劣势。

我的看法不单是要以应变应变,还要以不变应变,不变就是那些准则。30年改革

导致中国经济高速增长的基本准则,是让人们的努力跟报酬有更一致的关系,而不能让别人随随便便拿走你的成就,或者不劳者也可以获得很大的收获。要有非常稳定的货币供应,货币供应不能脱离生产力的变动,不能脱离实体经济的需求。否则,不在这这里酿成祸害就在那里酿成祸害。而我们今天是开放环境下的货币政策,寻求什么样的货币制度,这是很多学者关注的问题。纸币会酿成大祸,所以有人一再提出要回到金本位,但是很难回去,选什么样的货币制度可以保证开放基础上中国货币制度的稳定?这是学者要考虑的问题。

中国要成为一个发达国家,还有很长的路要走。所以不能像过山车一样几天就把戏唱完了。这种短期的心态,在别的国家我不知道怎样,但中国是肯定行不通的,因为我们的基础太薄弱。你去农村看看,离开北京、上海、深圳、广州这些大城市,往外走100里路,就可以知道中国的现代化这条路非常长,而短期资产价格的起落,这对我们应对长跑是不利的。

(铅笔经济研究社网)

# 全球重蹈日本覆辙?

马丁·沃尔夫

日本失去的十年”给了我们什么教训?就在一年前,这似乎还是个可笑的问题。有识之士普遍认为:美国、英国和其它负债累累的西方经济体不可能遭遇日本那样的困境。而现在,问题变成了这些国家能否像日本那样妥善应对。欢迎来到资产负债表收缩的时代。

## 资产负债状况十分重要

对日本问题的最佳分析来自于野村综合研究所(Nomura Research Institute)的辜朝明(Richard Koo)。他最重要的观点是:资产负债状况十分重要。这一观点很简单,被传统经济学所忽视。面对破产的威胁,过度借贷者会难以偿还债务。同样是资产价格的下降,在举债购买的情况下所造成的破坏性,要比没什么债务的情况下严重得多。

辜朝明认为,上世纪90年代日本私人支出和借贷规模的缩减,很大程度上应归咎于借款人的状况,而非银行的情况。用约翰·梅纳德·凯恩斯(John Maynard Keynes)的话来说,在这种情况下,低利率就如同“推绳子”(pushing on a string,推绳子,泛指货币政策效应的不对称性,货币政策对于通货膨胀效果明显,但是对于通货紧缩却效果不彰——译者注)——而当时日本的利率多年处于低得不能再低的水平。债务人还是继续偿还贷款。

## 债务沉重的冲击

那么,这种观点能在多大程度上加深我们对于当前所处困境的认识呢?答案是帮助很大。

首先,拿当前这场衰退与上世纪80年代初的深度萧条做比较,完全是受到了误导。在1981年,美国的私人债务相当于GDP的123%;而截至2008年第三季度,这一比例已达到290%。在1981年,家庭债务相当于GDP的48%;到了2007年,则相当于GDP的100%。在1980年,美联储的干预利率为19%至20%;如今这一利率已接近于零。

上世纪80年代初,利率下调时,借贷规模激增。而现在引发借贷扩张的机会几近为零。中央银行决心挤出通胀而造成的衰退,与过度举债和净值暴跌造成的衰退大不相同。前一种情况中,是央行造成了衰退;而后一种情况下,央行正奋力避免衰退的发生。

其次,那些认为日本政府的财政扩张措施以失败告终的人也错了。当私人部门连续多年努力偿付债务时,国家面临三种选择:由政府出面借贷;扩大净出口;或是任凭经济在大规模破产的恶性循环中崩溃。

虽然日本损失了3倍于GDP的财富总额,而且相当于GDP 20%的企业财务余额从不足转变成过剩,但日本并没有遭遇大萧条。这就是胜利。其原因就是巨额的财政赤字。而当桥本(Hashimoto)政府在1997年试图削减财政赤字时,便出现了经济崩溃和实际财政赤字上升的局面。

第三,承认亏损和对金融体系进行资本重组是至关重要的,尽管如同辜朝明所指出的那样,不愿借贷甚至更为重要。日本的僵尸银行存在了近十年。原因就是政治上的僵局:公众对银行家的敌意,使得政府不可能大规模向银行注资;而银行家的影响力,又使得政府不可能对破产机构施行国有化。年复一年,人们自欺欺人,假装问题在于资产价格的过度下行。最后,金融业的内爆令日本政府不得不采取行动。去年秋季美国的形势也一样,但我们已经坐失了对金融系统进行全面重组和资本重组的良机。

## 政策争论的耗损

在美国,金融业的状况很可能比在日本重要得多。美国的巨额债务不是由非金融公司累积起来的,而是家庭和金融业所欠。从1981年至2008年第3季度,金融业总债务在GDP中所占比例从22%升至117%,而非金融公司总债务占GDP的比例仅从53%升至76%。因此,金融机构收缩资产负债表的愿望,可能是美国经济衰退的一个更大根源。

那么,日本的总体经验在当今有多大的适用性呢?好消息是,美国的资产价格泡沫比日本当年的泡沫小得多。而且,美国央行在承认现实、迅速将利率降至近零水平以及转向“非常规”货币政策等方面的动作更为迅速。

坏消息是,在美国,围绕财政政策的争论似乎比日本更为激烈。在资产负债表收缩时期,在官方利率为零的情况下,财政政策是我们唯一的工具,这一点怎么强调都不为过。一大危险是试图过早填补财政赤字,这将带来可怕的后果。我们又得说,美国政府有关公私合作、购买问题资产的提议看起来毫无希望。即便这项提议具有可操作性,资产价格也可能过低,无法鼓励银行出售,或者对于买家、卖家(或买卖双方)构不成大笔的财政补贴。更重要的是,轻微提高各种不良资产的价格,不太可能使受损的机构实现资本重组。最终,事实将摆在我们面前。但在此之前,可能会是一段长时间的伪装。

## 危机正在向全球蔓延

不过,目前美国国内发生的一切远称不上最糟糕的消息。最糟糕的是这场危机向全球蔓延。以前,由于全球经济形势良好,日本可以倚赖出口。而本轮危机是全球性的:泡沫及相应的消费繁荣蔓延到西方多数地区,金融狂热和购买不良资产风潮亦是如此。直接受到危机影响的经济体占到了全球经济的近半数。由于外需下滑及金融崩溃而受到间接影响的经济体,则占了其余的部分。显然,美国仍然是全球经济的核心。

其结果是,我们面临新一轮资产负债表收缩,虽然程度远小于20世纪90年代日本的收缩,但影响范围却要大多得多。为此,以为全球经济能够迅速恢复强劲增长不过是幻想。需求来自哪里?来自负债累累的西方消费者?很难。来自新兴国家消费者?不太可能。来自财政扩张?一定程度吧。但扩张举措看起来仍过于无力,过于不均衡,其中大部分出自美国。中国有所帮助,但欧元区和日本似乎已经瘫痪,而多数新兴经济体在无法冒险采取激进行动。

去年标志着一个充满希望年代的结束。如今,全球经济遭遇失去的十年”的可能性无法排除。我们必须避免这种局面。我们的子孙后代将不会原谅没有迎接这一重大挑战的领导人。

(http://www.ftchinese.com)

# 私募:从“野蛮人”到“新天王”

国泰君安 王成等

在金融市场中,数年前,各类令人眼花缭乱的衍生产品铺天盖地,让投资者充分感受到“火箭科学家”的神奇魔力,投资银行更是风头出尽,青年英才争相往之,一幅太平盛世的繁荣景象。但天有不测风云,投资银行的过度杠杆化和短债长投,导致其系统风险不断集聚,最终爆发罕见的金融危机,投行尽数倒闭或转型。

## 私募基金成“新天王”

躲过灾难的私募股权基金,可能将成为资本市场的新天王。1989年,当著名私募KKR以250亿美元恶意收购烟草食品公司雷诺兹-纳贝斯克时,纳贝斯克CEO约翰逊将KKR轻蔑地称为“门口的野蛮人”。而二十年来,全球的杠杆并购已经累积了3.9万亿美元的交易量,《经济学人》杂志将私募资本称作“资本市场的新天王”,凸显出这种基金在资本市场的主流地位。私募基金主要有风险基金、杠杆基金和夹层基金几种,风险基金主要投资于初创类公司,而杠杆基金主要从事大规模并购交易,目标是大型成熟工业企业。私募股权基金杠杆比例远低于投行,投资策略简单而朴素,就是低买高卖,而在当中所起的关键作用就是重新设计公司架构及激励机制,使得经营者更有效地管理资源从而提升公司价值。近些年,私募资本杠杆并购交易额呈几何级数扩张。

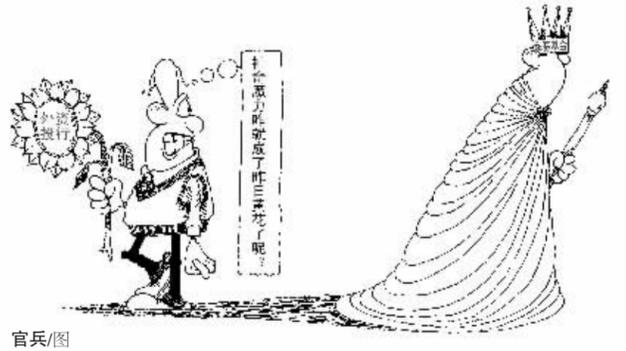
## 私募经营业绩远超投行

私募股权基金为产业界提供的咨询和融资服务远超过投行的服务,以KKR为例,该公司设立了16个行业小组,每个行业组员都必须去跟该行业产业界的销售经理和生产经理接触以了解该行业的运营细节,此外KKR还对被并购的公司实行“百天计划”改革,通过深入到公司内部对其进行整改,迅速提升他们的经营业绩和公司价值。

根据统计,私募股权基金的收益率无论从长期还是短期来看,往往都要超越同期交易所指数表现,同时经营业绩也远胜投行。黑石集团2003-2007年净利润增长58倍,而高盛只增加4.5倍,2008年4季度高盛亏损21.2亿美元,而黑石只亏损3.4亿美元,私募股权基金因较少沾手金融衍生品而在金融海啸中得以幸存,有些还在2008年初打折收购一些银行问题资产,以极低吸纳。因此在渡过经济衰退的严寒后,它们可能将会以更强大的面貌展现于世人面前。

## 私募基金在中国

私募股权基金早已盯上中国这座未来的金矿,中国近年来一直是国际私募股权投资资本投资的热土。例如中化集团在全球范围内建立农业化工产业链之际,黑石就投资6亿入股。但受全球金



官兵/图

融风暴影响,中国私募股权投资市场投资已经出现调整和回落迹象。据统计,2008年中国大陆地区共有155个私募股权投资案例,比去年全年减少了22例,合计投资达96.06亿美元,与2007年全年128.18亿美元的投资总额相比,下挫达25.1%。

2007年下半年,股票市场估值较高的时候,某上海的民营创投公司在2007年下半年投资的某周期性公司市盈率达到20倍,而2004年底2005年初宏观经济不景气时候,创投公司参股辰州矿业和广电运通的静态市盈率估值只有2倍左右。创投公司投资项目和股票投资类似,容易出现“羊群效应”,2000年有众多创投公司投资互联网,

另外,2004年,全世界只有1%的创投公司投资新能源行业,而2008年这一数字上升到20%。我们发现公司越成熟,越达到上市标准,则估值越高。创投公司对参股公司的估值非常灵活,常常还包括期权条款,对赌协议等,我们调研的拟海外上市的几个项目均有期权条款。

创投在选择投资项目时,一般会考虑以下几个方面:项目所在的行业要有广阔发展空间,但时间又不能太早,否则客观条件尚未成熟,可能会因成本太高或下游消费能力跟不上而失败;项目的商业模式要容易横向扩展;未来数年最好是几何级数增长;有一定竞争壁垒阻碍竞争者进入;一个好的创业团队。

# 从国强到民富

吴晓波

2009年是一个充满了寓意性的年份。今年是共和国创建60周年,是“五四运动”90周年,是洋务运动的140年。在如此重大的历史节点上,尽管面临种种挑战,然而,没有人怀疑一个经济大国正一点一点显示出它的面目,不动声色却蓄满力量。

中国本轮工业革命是从1840年鸦片战争开始的。在此之前,帝国以老大自居,把每一个来旅游的客人都当成是“朝香客”,而之后则突然发现自己成了“东亚病夫”。于是谋求国家强盛成全民共识。大买办郑观应早就说了,“非富无以保邦,非强无以保富。”国家如何强大,在1978年之前用的是激进革命的办法,之后的三十年则用的是商业变革的办法,到今天,中国已然成世界第三大经济体、全球最大债权国,已不可谓不强大了。接下来的问题是,国家强大之后,如何实现民众的同步富足?

千百年来,中国经济的问题,归根到底可以归结为三个利益关系的调整:一是政府利益与公众利益的调整;二是中央政府与地方政府利益的调整;三是富裕公众

与贫穷公众的利益调整。

政府应不应该有商业利益。这个问题,中国讨论了二千多年。早在汉昭帝的时候(公元前81年),大臣们就争论政府不该把当时最重要的两大生产资料——盐和铁垄断专营起来,大家有空可以去读一下桓宽的《盐铁论》。

在晚清的洋务运动时,官府与民间的争论曾经非常激烈,结果当然还是管制至上。而在同时,日本的明治政府则支持了一次十分坚决的民营化运动。明治维新启蒙者福泽谕吉说:“政府若为了富国,就认为可以做任何事情,与人民从事相同的寻常事业,甚至与人民竞争工商之成败,其弊极矣。”曾出任明治政府首相的伊藤博文则阐述说,明治政府创办各种企业的目的之一,就是为了“示以实利,以诱人民”,当这些工矿企业在引进先进的生产技术和设备以及培养技术工人方面完成了历史使命后,政府就应该把这些官营企业交给民间商社。马克思·韦伯也曾说:“对财富的贪欲确实是企业家的最大敌人”,他说:“只有超乎寻常的坚强性格才能使

这样一个新型的企业家不至于丧失适度的自我控制,才能使他免遭道德和经济上的毁灭。”有时候竟觉得,这句话用在政府身上也同样的适当。

寻租理论的奠定者之一戈登·图洛克说:“在现代国家中,行业创造的特权导致的总成本是巨大的。而且,如果我们追溯历史,会发现在英国工业革命之前,这个世界上几乎所有的政府都拥有庞大的特权行业,这也是那时进步如此之慢的重要原因。”

“国强民富”是一个常常被顺口联在一起的成语。而事实上,国强未必民富,譬如20世纪30年代的德国、日本和苏联,而民富也未必国强,譬如当今的北非诸国。未来三十年,中国变革的主题应当是,如何从国强进而是到民富,如何让全民都能够享受到社会进步的福祉。

从国强到民富的演进,仍然寄希望于变革。钱穆在《中国历代政治得失》中写道:“任何一制度,绝不能有利而无弊。任何一制度,亦绝不能历久而不衰”,他进而说:“一项好制度,若能永远好下去,便

将使政治窒息,再不需后人来努力政治了。”夫子所言极是,这就是变革的必要性。而下一场变革的难度一点也不逊于过往三十年,要知道,我们将穿越的是一个弥漫了2000多年的迷雾,公元前81年的那场争论迄今仍余音未绝。这将是一场空前、陌生而让人憧憬的思想解放运动。

对一个市井百姓来说,生活是那么的具体的。我们的孩子到了一定的年纪,可以读好书,我们的身体不舒服,要看到病,我们的街道不要有盗贼,我们的衙门不要有贪官,我们的食物不要有农药,我们要免于恐惧的权利和能力。而这一切,我们要政府来帮助实现,我们已经付出了代价,我们顺从统治并且依法纳税。

如果仅仅国强,而人民并不富裕,那么,要这个强国有何用?

科学家爱因斯坦说:“国家是为人而设立的,而不是为国家而生存的。”这段话现在被铭刻在德国政府大楼门上。这个政府曾经在70年前把爱因斯坦赶出出境,现在,它把他为至高荣耀。

(金融时报中文网)