新兴国家应积极推动全球资本监管

刘 涛

全球资本的肆意泛滥正对越来越多的国家，特别是新兴市场国家构成严重冲击，新兴市场国家纷纷重新祭出了资本控制措施。这些控制措施确实改变了流入资本的期限结构和资本构成，但未能阻止流入国货币的大幅升值。新兴市场国家应在G20框架内积极推动全球资本监管。

新兴市场纷纷加强资本控制

当前，全球资本的肆意泛滥正对越来越多的国家，特别是新兴市场国家构成严重冲击，催生出资产价格泡沫、通货膨胀压力、外汇储备激增，以及本币被动大幅升值等一系列消极后果。

统计表明，2010年全球新增资本净流入主要发生在新兴市场国家最为集中的亚洲、中东欧、拉美、非洲及中东五个地区，而亚洲又是其中的重灾区。仅今年4-10月间，流入新兴市场的1160亿美元新增私人资本中，约有920亿美元是以短期股票和债券投资形式进入。也就是说，将近有80%符合人们通常理解的“热钱”概念。

上世纪90年代，亚洲、拉美、东欧许多新兴市场国家都曾有过因外资先流入、再流出（即所谓的“剪羊毛”）从而引发货币危机的惨痛经历。鉴于此，在面对本轮汹涌流入的热钱时，新兴市场国家表现出浓厚防范心理和积极应对姿态，纷纷重新祭出了资本控制措施。

研究表明，新兴市场国家实行资本控制主要有四个目的：（1）降低资本流入规模，或改变资本构成以鼓励长期投资；（2）减轻名义和实际汇率波动程度，抑制由于资本流入推动的本币升值幅度；（3）保持货币主权以确保实施更独立的货币政策；（4）阻止金融危机爆发或任何金融不稳定的发生。

资本控制有效但效果不理想

新兴经济体加强资本控制的实际效果如何呢？从上世纪90年代到2010年，新兴市场国家曾经经历过三次严重的热钱流入冲击。就20世纪90年代和2006年两次冲击的经验来看，我们发现，新兴市场国家对流入资本控制的效果远没有想象中那般理想。

其一，可以肯定的是，这些措施最终未能阻止流入国货币的大幅升值。尽管对流入资本实行了各种严格的控制措施，但在20世纪90年代的多数年份，智利比索的实际有效汇率平均每年仍然升值4%，而巴西雷亚尔的实际有效汇率平均每年升值更达到5%。

其二，在“是否减少了资本净流入量”这个关键问题上，一些国外研究给出了肯定结论，而另一些研究则完全持否定态度。

但尽管如此，这些控制措施确实改变了流入资本的期限结构和资本构成。例如，1991年至1998年资本控制期间，流入智利的短期债务占总债务比例持续下降，而FDI的存量占比从34%提高到53%。同样，在哥伦比亚的全部私人外债中，中长期债务存量的占比从1993年的40%提高到1996年的70%。换言之，尽管资本还在不断流入，但随着各种控制措施的生效，以短期逐利为目的的热钱最终变成了相对稳定的中长期资本。就此意义上说，对热钱进行资本控制依然达到了一个重要的预期目标，减少了金融危机爆发的可能。

“池子”和加强全球资本监管

作为全球最大的新兴经济体，中国无疑是热钱攻击的重中之重，央行上月公布的数据显示，三季度外汇储备大幅增长1940亿美元，远超过一季度479亿美元、二季度811亿美元的增幅。其中，仅9月份一个月外汇储备就激增1005亿美元，创下今年以来最高单月增幅。这种异乎寻常的增长，显然无法简单用贸易盈余来解释。不仅如此，9月份中国外汇占款增加2896亿元，表明除外汇储备之外，还有大量新流入的外汇滞留在银行体系内部。大量热钱涌入中国，对中国当前本已蓄势待发的CPI指数、资产泡沫，无异于火上浇油。

周小川行长不久前曾提出要建立一个“池子”，将流入热钱圈住，然后在适当时机再放热钱出去。关于这个池子，目前有各种各样的猜测，有人猜测是楼市和股市，也有人相信是无息准备金。

从我们的研究来看：首先，它不可能包含楼市和股市，因为这不符合对流入资本控制的初衷。从过去两次新兴市场国家应对热钱冲击的经验看，做得比较成功的国家，大多是遵循控制数量和提高交易成本两条思路严格卡住热钱流入，而不是引导热钱投向本国资产，进一步去推升泡沫。事实上，多数国家采取的是相反的作法，即鼓励本国投资者走出去投资海外资产。

其次，无息准备金已被20世纪90年代巴西、智利的实践证明是一个卓有成效的办法，值得中国效仿。但仅此还不够，要构建这个“池子”，还应积极引入其他成功经验，包括放松对资本流出的管制，规定流入资本最短停留期限，对外国投资者投资本国房地产、股票和债券的资本利得及利息收入征缴预扣税等。

最后，也是最重要的一点，从新兴市场国家的角度看，当前治理热钱流入一个明显误区就是“各扫门前雪”。即便新兴市场国家真的能“御敌于国门之外”，也不过是暂时现象。因为只要热钱的根子未被斩断，它总会阴魂不散，在新兴市场国家门前徘徊，伺机而动，令人防不胜防。

因此，新兴市场国家应在G20框架内积极推动全球资本监管，特别是要求发达国家奉行更谨慎的货币政策，管好对冲基金、共同基金等金融机构的投机行为，比照打击国内资本市场和大宗商品市场的投机力度，对这些机构的海外投资行为有所约束。这才是双管齐下和釜底抽薪的解决之道。

焦点评论

鹏 眼

深圳没必要非“保四”不可

黄小鹏

在日前召开的深圳市委五届五次全会上，深圳市领导分析了当前深圳的经济形势。深圳市市长许勤指出，面临苏州和天津的迅猛发展势头，深圳GDP继续保持国内大中城市第四位“难度较大”。

国人对于城市排名之类的东西非常看重，似乎这种排名直接决定一个城市的地位，也直接关系到全市人民的面子。近年来，对于深圳前途的讨论很多，唱好的和唱衰的都有，但总体感觉后者声音更大一些。面对天津和苏州在经济总量的上咄咄逼人的紧追，相信很多深圳人心态是复杂的，失落感和紧迫感会比较重。

其实，时至今日仍然抓住GDP总量排名不放，对于深圳来说，已无意义。这是由深圳的经济发展阶段和特殊的地理环境决定的。

中央决定在深圳建立特区，让其成为一夜城。深圳以一穷二白原宝安县的底子，通过吸引外部和内部各路资金，在短短20年时间内就成为全国的制造业中心和全球的重要制造中心之一。这种辉煌，在各国近现代经济发展史上，堪称罕见。但是，事物发展是有极限的。当初深圳异军突起，主要是因为中国传统的大工业城市还处于计划经济向市场经济的艰难转型之中，在这个空档之中，深圳凭借着天时地利人和，将政策优势转化为体制机制优势，迅速地吸纳了海外资金、境内人才和人力，成为中国城市的一颗明星。如今，改革开放在全国范围内全面推进，深圳的体制机制优劣渐渐不再明显，传统工业中心城市的国企改革也取得突破，在这种环境下，深圳在资金和人才争夺战中，不再一枝独秀，其实是再正常不过的事了。

深圳的经济总量一口气冲到全国老四的位置，再要跌下来，原因只可能是如下两种：一是苏州、天津的增长速度取得远超全国平均的好成绩，二是深圳增长乏力，连全国大部队的步伐都跟不上。不论是那种情况，都会造成舆论上唱衰深圳之声重起，也会给深圳的官方和老百姓造成一定的心理压力。

然而冷静下来思考，这实在大可不必。我们知道，中国各大城市的GDP总量增长，主要靠的是投资，靠的外延式规模扩张。而投资和外延式扩张，需要上项目，特别是大项目，而这又需要土地，到了今天，如果再延用这种发展模式，深圳的发展空间是可想而知的，在与其它城市的比拼中，落败之命运早已注定。

深圳自己早已认识到这种严重性。2005年，深圳市提出“四个难以为继”，先不说别的，光“土地难以为继”这一项就足以致命。例如，上海土地面积6340平方公里、北京16800平方公里、广州7300平方公里、天津12000平方公里、苏州8500平方公里（均为约数），而深圳仅仅只有2000平方公里，分别是上述各城市的1/3、1/8、1/4、1/6和1/4。再加上深圳较早制定了生态控制线，一半左右的面积被划定为生态控制区，永久禁止开发。深圳实际上可供开发的土地仅仅只有1000平方公里左右。不仅如此，根据2008年底全国第二次土地调查数据显示，深圳市实际建成区规模已接近市域面积的50%，比例位居全国前列，目前剩下的可供开发土地不到200平方公里，接近于完全饱和的状态，而北京和上海则分别只有20%和30%。谁的空间大、潜力大，一目了然。如果再沿用外延扩张的模式，几年后，深圳与上海、北京、广州的差距是无法避免的，如果被苏州、天津赶超，也一点不会让人感到奇怪。

如果深圳再要与其它城市拼总量，最直接的办法就是扩大行政区划，将周边的东莞的一部分或惠州的一部分纳进版图，如此，则可迅速赶超沪京穗，并巩固对苏州、天津的优势。但说实话，这样做没有太大意义，除了在统筹发展上略有收益外，这种合并基本上就是一个数字游戏。既然命中注定在总量竞争中难以扭转被动，那接下来就应该实实在在地改变发展思路。

改变发展思路，首要一条就是不要再和诸强们拼经济总量了，而应该拼经济质量。拼总量的话，不但无胜算，而且就算是胜了，也很可能是无价值、无意义的。因为与其它城市不同的是，深圳基本上不存在需要通过规模扩张来解决本市人就业的问题。如果拼总量，扩大规模，就只能依赖“全球出资金、深圳出地、外地出人”这种模式。深圳得到什么呢？在深圳的配套产业链已经基本形成，不能新增太多聚集效应的情况下，深圳所能得到的一是税收、二是拥挤和污染。前者是正面的，后者是负面的。在已经接近开发极限的情况下，再依赖外延式增长，只会使土地、环境、人口等矛盾和问题更加尖锐，越来越趋近于外部规模效益递减了。

拼质量则不同，拼质量的结果是人均GDP的高增长和人均福利实实在在的提高，以及环境实实在在的改善。但是拼质量，是一件很艰难的事。人们习惯了靠搞人气来刺激繁荣，要让人们放慢脚步，转到以产业结构的提升，社会结构的优化，最终达到人均GDP和人均福利的改善这条轨道上来，恐怕是一个很大的挑战。对于一个城市的官员来说，GDP总量和税收总量，或许与权力和影响力、支配力息息相关，但对于老百姓来说，GDP总量就纯粹是一个面子问题，或者说是一种幻象。如果哪一天深圳经济总量排名开始滑落，老百姓实在没有必要感到失落，大可以以平常心来对待。如果总量排名滑落的同时，还伴随着人均GDP的上升和社会福利、环境的改善，那就更应该拍手称庆了。

实话实说

百姓的三点期待

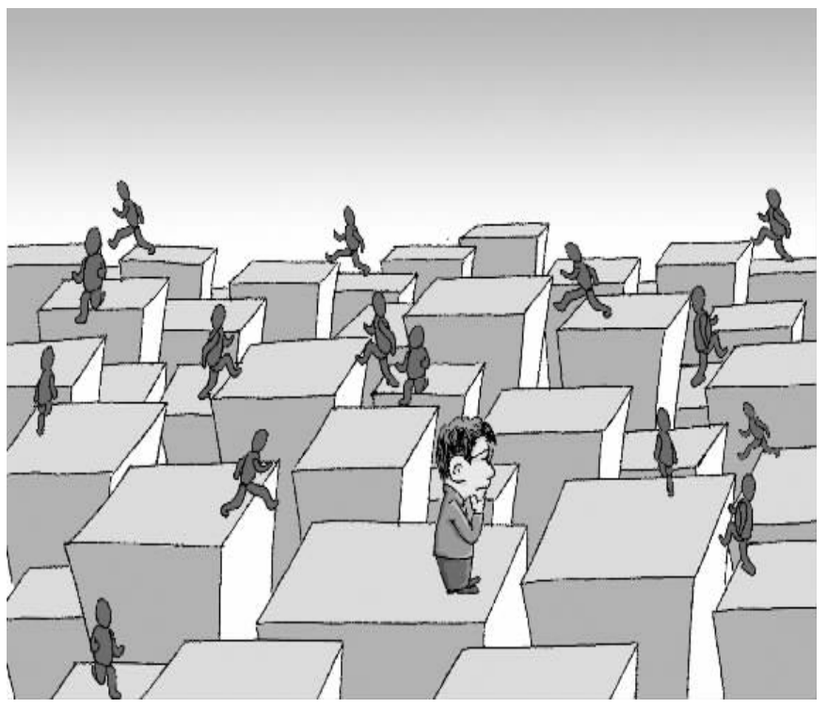
卞广春

每逢年末，市场都会对中央一次小规模、高级别的会议予以高度关注。面对当前纷杂的经济形势，作为判断当前经济形势和定调第二年宏观经济政策的会议，其有着中国经济风向标的作用，这就是12月初惯例召开的中央经济工作会议。2011年是中国“十二五”规划开局的第一年，又是中共“十八大”召开前的一年，根据当前局势，我们百姓有三点期待：

一是稳定物价。有分析人士指出，在第二次量化宽松（QE2）的大背景下，热钱涌入中国的风险已经受到管理层的高度重视。人民币汇率不断升值，只要热钱进来，仅靠人民币升值赢利就可以至少达到5%到10%。但人民币升值的最终结果，是直接推动物价上升和通货膨胀，中国人的财富会在无形中被外国热钱掠夺，等热钱大规模离开中国时留下的就是人民币贬值，物价狂飞，失业严重，社会动荡，经济陷入萧条等等可怕的后果。稳定物价成为此次中央经济工作会议的一大任务，由于游资等对物价的波动影响，特别是粮食价格、居民生活必须品价格的稳定有望出现新政。

二是保障民生。稳定物价是保障民生的基础，保障民生是稳定物价的工作出发点。今年10月份，CPI达到4.4%，现实生活比超出了绝大多数人预料的统计数据更加可怕。物价水平关系到国计民生，改变物价持续走高的“困境”，应该是会议的重点议题。保障民生的另一个期待是公共福利增势趋猛。来年的学前免费教育，发放物价补贴，增加低保群体的收入等有望列入议题，公共福利水平有望在范围上、程度上实现较大的转变。

三是GDP增速趋缓。2005年以来，中央经济工作会议给来年GDP定下的增速目标都是8%。2010年末，GDP增速已经出现减慢势头，但过慢的GDP增速也会反弹到公众福利上来。近期，中央提出了“努力实现居民收入增长和经济发展同步、劳动报酬增长和劳动生产率提高同步”，“民富”的担子比“国富”更艰。来年的GDP增速有望保持在8%左右，以确保提升政府服务和公众对政府服务的满意度，而实现民众富裕的愿望会更加突出，许多问题与矛盾有待化解。



财经漫画

基金经理离职忙

赵天奇 / 图

国际纵横

欧债新危机老病根

蔡恩泽

欧洲债务危机一波未平，一波又起，这不得不让人们反思，究竟是什么原因让欧洲大地不得安生，债务危机接踵而至，其实只要看一看近十几年来欧洲一些国家的经济转型，就能发现其债务危机的病根。

先说冰岛，人口不过32万，可冰岛的人均GDP位列世界第四，这是靠畸形的金融业刺激而成的。多少世纪以来，渔业一直是冰岛的主要经济支柱，近几年来，喜欢冒险的冰岛人也开始做起“金元帝国”的大梦，他们带着以往在海洋时代的粗犷激情，投身到金融行业中，凭借狂热的投机欲望和近乎攫取的手段从海外大量借贷，银行的规模迅速膨胀，让国家经济的其他行业面有赧色。正是金融业孤军深入的快速发展导致冰岛陷入困境，外债一度超过1383亿美元，银行的海外储户远远超过了冰岛的人口。

再看希腊，6年前，奥运圣火继百年之后在希腊雅典重新点燃，而花费的90亿欧元巨款或许成为希腊政府严重债务的诱因之一。当初希腊加入欧元区时是通过欺骗手段，与投资银行高盛勾结在一块，搞了虚假的财务报表。欧元区规定成员国的财政赤字不得高于3%，负债率不得高于60%。高盛当时搞出了一个“掉期交易”，虽然是债务性质却不会出现在当时的债务表上，最终在账面上大都符合欧元区的标准。但希腊国库空虚却是客观存在，只得大举借债，截至2009年底，希腊债务与GDP比值达124.9%，位居欧盟成员国之首；赤字与GDP比值达13.6%，位居欧盟成员国第二位。

至于爱尔兰，在过去的15年里，爱尔兰创造出令世人瞩目的经济快速发展的“凯尔特虎”奇迹（爱尔兰人属凯尔特人种），其“秘密武器”正是别具一格的金融服务业。爱尔兰原本是农牧为主的国家，全国土地四分之三为草地和牧场，被称为“欧洲的农村”。也许是“面朝黄土背朝天”的劳作太过辛苦，于是就像冰岛人放弃海洋捕捞一样，从上个世纪八十年代末起，爱尔兰人开始钟情于不费体力的金融服务业。1987年爱尔兰政府在都柏林设立了国际金融服务中心。有450余家国际机构在此经营金融业务，在国际金融中心项目下有700多个独立实体经营相关业务。全球银行50强中有一半以上在此设有机构。爱尔兰金融业的非理性繁荣将自己紧紧地捆绑在国际金融家的战车上。2009年6月，国际货币基金组织就预测，2010年全年，爱尔兰各银行亏损总额可能高达350亿欧元，占GDP的20%左右。目前爱尔兰5家本土银行的资本金短缺总额估计高达320亿欧元。爱尔兰疯狂的金融大潮最终酿成灾难。作为欧盟中仅次于卢森堡的第二富裕国家，爱尔兰在过去的15年间创下的经济增长的繁华在全球金融危机的打击下，成为明日黄花。

通过对上述3个欧洲国家经济的剖析，我们不难看出，尽管他们发生债务危机的表现不尽相同，但病根却是一个，就是实体经济脆弱，财政赤字致债台高筑，负债总量和GDP之比严重失调，债务超出国家偿还能力。

而债务危机背后真正的问题还在于生产率，缺乏经济竞争力和可持续发展的能力，以至于难以有效抵御全球金融经济危机的冲击。