

# 摆脱“斯蒂格利茨怪圈”的魔咒

新兴市场国家在以较高的成本从发达国家引进了过剩资金后，又以购买发达国家国债和证券投资等低收益形式把借来的资金倒流回去，人称“斯蒂格利茨怪圈”。从2002年至2009年，以美元计价的中国外汇储备综合平均收益率在4%-5%，与此相对应的是，外商在华投资年平均收益率在20%左右。最根本的出路，还是政府要转换思维，从“藏汇于国”转为“藏汇于民”，实现由“官方债权国”向“私人债权国”的变身。

马涛

欧美经济前景暗淡，危机四伏，不管是美国债券还是欧洲债券都变得不再那么安全。中国要想实现外汇储备多元化，绝非易事，可供选择的金融资产面越来越窄，有遭受重大资本损失的危险。中国人民银行行长周小川近日表示，未来可能将更多的资源分配转向民间，要将更多的外汇“藏汇于民”，让国民自行决定外汇的用途。金融危机提供了一个重塑全球经济秩序的机会，中国绝不能盲目地救美援欧，而应适时跳出“斯蒂格利茨怪圈”。

## “斯蒂格利茨怪圈”的魔咒

1998年3月25日，斯蒂格利茨在《金融时报》上发表了《Boats, Planes and capital flows》的文章，描述了新兴市场与发达国家之间一种匪夷所思的国际资金循环，在这种国际资金循环中，新兴市场国家在较高的成本从发达国家引进了过剩资金后，又以购买发达国家国债和证券投资等低收益形式把借来的资金倒流回去，形成了新兴市场国家以资金支持发达国家的得不偿失的资本流动怪圈，人们称之为“斯蒂格利茨怪圈”。

“斯蒂格利茨怪圈”。

这种现象在东南亚国家尤其显著，东南亚国家将本国企业的贸易盈余转变成官方外汇储备，并通过购买收益率很低的美国国债（收益率2%-3%）回流美国资本市场；美国在贸易逆差的情况下大规模接受这些“亚洲美元”，然后又以证券组合投资、对冲基金等形式将这些“亚洲美元”投资在以东南亚为代表的高成长新兴市场获取高额回报（收益率10%-15%）。新兴市场国家持有外汇储备的机会成本过大，遭受重大损失，而发达国家却可以双双获利。

## 中国外储与外资收益率错配

新兴市场国家陷入“斯蒂格利茨怪圈”有其必然性。基于外汇缺口和经济安全需要，尤其亚洲金融危机之后，为更好地抵御国际游资冲击确保国内金融稳定，各国纷纷建立了雄厚的外汇储备。在国内缺乏有效投资工具的情况下，为了保证外汇储备的安全性和稳定性，大多数国家选择将外汇储备投资于发达国家的国债等低收益但相对安全的资产。在这个过程中，许多国家不自觉地就陷入了“斯蒂格利茨怪圈”。

中国作为最大的发展中国家，也是新兴市场国家，自然难以摆脱“斯蒂格利茨怪圈”的魔咒。

历史经验告诉我们，好政策过了头就是坏政策。上世纪90年代以来，中国资本流动一方面经常项目持续顺差，另一方面存在着大规模的国际资本净流入，这种资本流入并非用来弥补经常项目逆差，而是通过各种渠道，或以经常项目顺差的形式，或以资本与金融项目顺差的形式，形成外汇储备，最终通过将外汇储备投资于美国等发达国家低回报的资产，使高成本引入的外资又重新回流发达国家。尽管在这个怪圈里，早在2006年2月，中国就以8537亿美元的外汇储备超越日本，当上了美国的最大债权国，一直到今天，这向来爱面子的中国人觉得是一件倍有面子的事情，但是这个“面子”的成本太沉重。

中国的债权国地位是防御性的“官方债权国”，投资主体是政府，对外投资方式主要是购买储备资产，收益率低且容易受储备资产发行国政策影响，风险和收益不易控制。而中国引入外资主要以外商直接投资为主，每年外商直接投资的份额都占总外资比例的80%以上，通过外商其它投资和对外借款两种方式引入的外资规模不超过引进外资总额的20%。据估算，从2002年至2009年，以美元计价的中国外汇储备综合平均收益率在4%-5%，与此相对应的是，外商在华投资年平均收益率在20%左右，外储投资的低收益率与外商直接投资的高回报率呈现严重的不匹配。

## 关键要合理配置外储

摆脱“斯蒂格利茨怪圈”的魔咒，一方面可以通过合理引进外资，努力提

高外资对华经济贡献率，但更为重要的是，要合理配置好现有的天量外汇储备。对一国而言，金融资源尤其是外汇储备的低效率使用是一种极大的浪费。外汇储备本质上并非国家财产，而只是暂时操之于政府；也并非“尚方神器”，只有用之于民，其价值方可体现。在外汇储备问题上，最根本的出路，还是政府要转换思维，从“藏汇于国”转为“藏汇于民”，实现由“官方债权国”向“私人债权国”的变身。主动性的以直接投资为主的“私人债权国”，主要是以民间投资为主，是市场主体的国际性投资行为，相比于政府，企业个人的嗅觉更灵敏，更懂得如何在自由竞争的市场中赚钱。因此政府不能把外储的留存和使用权操在手里，可以考虑在战略上放开管制，把更多外汇储备资产配置在民间，投入在市场，这也有助于改变人民币内部贬值、外部升值的吊诡局面。

现有外汇储备的保值增值，要跳出外储配置多元化的传统思维模式，面对3万多亿美元的外汇储备，缺乏可操作的保值和增值手段，任何关于多元化配置的想法在现实中都有些知易行难。要鼓励各类机构和居民从国外进口设备、商品、粮食、资源和技术等，这既可以引进生产力，又可以提升民众生活水平，还可以快速降低外汇储备余额，提高利用效率。此外，政府完全可以通过投入部分外汇储备来弥补社保、医保、教育亏空和欠账，提升民众的生活福利和保障水平。

(作者系中国人民大学经济学博士)

# “逃回北上广”值得深思

杨国栋

这两年，有关逃离“北上广”（北京、上海、广州）的话题受到社会关注。而近期，“逃回北上广”的话题又引发了新一轮热议。一些人回到小城市工作，却发现自己并不适应，因为在一个熟人社会，做事更要讲关系、论人情，发展或许更难，价值观的冲突或许更大。

对“北上广”来说，人才回流固然值得庆幸，但房子太贵、交通太难等问题仍须解决，这才能最终留住人才，为城市未来发展增加更多新鲜血液。相比“北上广”对人才回流的喜出望外，被众多白领认为太讲究等级关系、人情关系，不适合发展与创业的小城市政府则实在应该好好反省，为什么已经回来的人才还是留不住？

现在各地都在大搞招商引资，改善投资环境因此也成了诸多官员的口头禅，那就业、创业环境是不是也该同步改善？如果只注重基础设施建设与减免税费这样的硬实力提升，而在优化人才环境、鼓励创新创业等软实力上下功夫，即使空有可与大城市相媲美的基础设施、更胜一筹的自然资源与劳动力储备，仍然无法与“北上广”这样的大城市竞争，更别说实现赶超了，只能永远扮演大城

市的加工基地、销售市场与人才输送地的角色。

城市间的差距固然有历史原因与地理原因，但根本原因还在于对于人才的吸引力差别巨大。人才流失严重制约了小城市的发展，要想缩小与大城市的发展差距，首先就必须采取措施，留住人才。现在“北上广”等大城市中的“蚁族”，很多都来自于小城市。他们之所以不愿回家就业，宁愿寓在大城市当“蚁族”，除了大城市薪资较高，关键是这里有更多的发展机会，这恰恰是老家无法提供的。不能怪他们嫌贫爱富，如果家乡能提供同样的发展机会，哪怕薪水少点，很多人还是愿意留下建设家乡的。但现实是小城市的人才就业与竞争压力一点也不比“北上广”低。特别是那些经济相对落后的县市，除了机关事业单位和国有企业，像样的工作并不多，很多人根本找不到施展才华的舞台。

更令人担忧的是，即使是小城市现有的人才，也没有很好地发挥作用。人才浪费、闲置现象严重，优秀人才不仅得不到重用，反而备受排挤。一些地方并没有为人才使用创造一个良好的环境，一味任人唯亲而不是任人唯贤。这无疑为白领逃回“北上广”的主要原因。

# 增值税扩容试点开启财税改革大潮

陈伟

近日国务院相关会议宣布，从2012年1月1日起，在部分地区和行业开展深化增值税制度改革试点，逐步将目前征收营业税的行业改为征收增值税，而上海的交通运输业和部分现代服务业将成为试点范围。我们认为，该政策是中央实施结构性减税、减轻企业负担、支持服务业发展的重要举措，同时它很可能宣告了一轮以中央让利为主的财税体制改革大潮的序幕。

今年以来，服务企业普遍遭受着高成本运行带来的经营压力，如资金成本高、劳工成本上涨快、税费高等，由此也就减弱了三业增长动能，如以服务业为主的第三产业增速今年1-9月增长只有9%，为激活市场活力，实施结构性减税以减轻企业负担也就势在必行。

增值税扩容是比较好的减税方式。我国增值税的税基主要是第二产业中的工业

和第三产业中的批发零售业的增加值，营业税的税基是第二产业中的建筑业和第三产业中除批发零售业外的其他行业的流转额。当前服务业按营业额全额征税，而且服务的每个环节都要征税，无法像增值税一样抵扣，这样就使得营业税存在诸多重复征税现象，增加了服务业的税负。研究发现，2008年，中国已有11个省市的现代服务业税负超过了规模以上工业的税负，而这直接制约了服务业的发展，导致我国服务业增加值占国内生产总值(GDP)比重落后，2010年我国服务业增加值占GDP比重只有43%，离十一五规划目标仍有0.5%的差距，其他发展中国家和发达国家的比重，一般在50%-80%之间，其中印度2008年的服务业比重为53.7%，而美国高达76.9%。

当前我国要刺激服务业的发展，实现十二五期间的服务业占比目标：服务业增加值比重2015年达到47%，年均增长4%，高于十一五目标，就必须针对服务

业实施特殊的减税政策，这次政策出台就是希望以服务业管理比较规范的上海为试点，更好地支持上海现代服务业发展，并以此积累更多经验，为十二五期间推广全国做更好的准备。届时全国服务业的税率水平都有望降低，这不仅将刺激整个行业发展，而且还会产生一系列明显的经济社会福利效应，如很多服务业以前不纳增值税，无法开具增值税发票，导致购买其服务的下游企业无法进行增值税抵扣，当它们改纳增值税后，其下游企业由于可以进行增值税抵扣，实际税负也可能会有所降低；它们自身税率的降低以及随之而来的经营成本下降会带动相关产品或服务价格的降低，这也利于控制物价水平，改善民生。

从此次试点内容来看，税率优惠也超预期，如方案提出在现行增值税17%标准税率和13%低税率基础上，新增11%和6%两档低税率，这表明部分急待发展的现代服务业部门，如生产性服务业很可

能将适用更低的增值税率。

在现行的中央与地方的财税分配中，存在着财税分配和支出严重不匹配的现象，如地方税收占全国税收比例较小，但是支出责任却较大，由此也就异化了许多地方政府的行为。此次中央为解决该问题主动地让利，如试点方案指出，试点期间原归属试点地区的营业税收入，改征增值税后收入仍归属试点地区。这意味着中央将本应属于中央财政的增值税收入留在地方，这样的政策导向无疑有利于刺激地方将增值税从商品流转领域向服务行业转移，从而更好地刺激当地服务业发展。

当然，仅有这样的改革措施对于改变当前中央和地方过于失衡的财税分配结构仍是不够的。我们预计，为应对当前经济下滑的态势，中央还会让更多利于地方政府，更好支持它们激发当地相关产业和社会福利的改善。

(作者单位：民族证券)

## 经济时评 | Hot Topic |

# 商业银行不应盲目跟风上调首套房贷利率

王勇

目前，不仅北京、上海、深圳等一线城市的商业银行上调首套房贷款利率，就连南昌、太原、重庆等多个二三线城市的商业银行也纷纷开始跟进。笔者认为，在当前银行信贷额度愈发吃紧的环境下，商业银行上调首套房贷利率，虽然短期能够收到一石三鸟之效，但经营策略上似乎有些逐利忘义，因此，需要尽快改革。

## 利率上调一石三鸟

乍看起来，商业银行上调首套房贷利率可以收到一石三鸟的效果：

其一，随着房地产信贷调控政策的不断收紧，商业性房地产信贷投放数量（无论是开发贷还是个人住房贷款）在不断减少，自然来自于商业性房地产信贷方面的利息收益就大幅减少。为此，在商业性房地产信贷需求依然旺盛的情况下，通过上调首套房贷利率来实现以价补量，可以减缓贷款利差收益下滑，于是这就成了商业银行的必然之举。据了解，今年一季度，全国部分二三线城市的个别银行就陆续上调了首套房贷款利率，7折、8.5折等利率优惠基本取消、上调至基准利率，随后几个月又继续上浮至5%至30%的区间不等。

其二，上调首套房贷利率与房地产市场调控的政策方向也是一致的，而且各银行严格按照差别化住房信贷政策要求，在贷款额度和期限等方面依照贷款人的个人资质和具体情况而定，主动加强个人消费贷款、个人经营性贷款管理及用途监测，通过审核借款人交易凭证、贷款资金受托支付、限定银行卡交易支付范围等多种方式严防此类资金流入房地产市场，从而有利于进一步巩固房地产市场调控成果，促进房地产市场降温。

其三，由于今年的货币信贷环境总体偏紧，造成商业银行对企业尤其是小微企业贷款方面的议价能力比以往大大增强，所获利润也要大得多，所以，个人住房贷款业务也就只能屈居末席，通过上调首套房贷利率，腾挪出一部分信贷规模，同时也进行了信贷结构调整，使有限的信贷资源朝着收益更大的项目配置。

## 经营策略似逐利忘义

政府调控房地产市场的初衷原本是，第一要使房价保持在合理价位；第二，保障民生，确保保障性住房的供应，努力解决好城镇居民的住房问题；第三，抑制投资性和投机性购房行为，推动房地产业的健康稳定发展。那么，作为商业银行而言，通过个人住房信贷业务的发展来配合政府的调控政策本无可厚非。但若商业银行借调控之机大打盈利牌就有些不妥了。因为尽管商业银行是一个金融企业，无论何时都应将确保银行经营资产的“三性”放在重要的位置。但不要忘了，商业银行还应承担相应的社会责任。换言之，商业银行还应把实现股东价值最大化与其承担的社会责任紧

密结合起来，从而真正树立良好形象，打造知名品牌，提高客户满意度。

就目前一些商业银行上调首套房贷利率而言，如果说以前调整住房贷款利率是为了遏制楼市炒作，那么这次首套房贷利率上调则是直指普通居民了。因为，首套房原本是普通居民真正用于民生住房的改善之举，是完全用来消费的耐用品，而不是用于投资甚至投机的“资本品”，但上调首套房贷，无疑将购买首套住房的普通居民作为调控对象，直接提高了普通居民的购房成本，进而加重了其偿债负担。

首套房贷利率上调后，一些靠工薪收入的劳动者因买不起房转而租房或买卖二手房，由此导致新盖按揭房库存的大量增加，销售出现低迷，从而严重影响房地产市场的健康发展。还有，首套房贷利率上调后，将会使那些房地产中小企业经营更加困难，甚至破产、倒闭，由此波及到银行信贷资产的质量，造成恶性循环。

## 未来改革实现利义兼得

首先，商业银行应当继续严格执行首套房和其他住房差别化的信贷政策，积极承担起银行的社会责任。尤其是对于首套房贷，还是应继续提供房贷利率的折扣优惠政策，并且贷款审批时间上应及时高效，贷款手续应简便易行。对于二套房及其以上的按揭贷款利率可以严格按照差别化住房信贷政策的相关规定执行。只有这样的“有保有控”，才能既在政策执行上体现出差别化，又能体现出银行的社会责任。

其次，商业银行需认真贯彻落实政府决策部署，本着商业原则和审慎性要求，在业务合规、风险可控的情况下，优先安排、审批和发放保障性住房建设贷款，加大对廉租房、公租房和棚户区改造的信贷支持，有力缓解中低端住房压力。同时，商业银行对于在为保障性住房进行贷款时遇到的还款保障难以落实等实际问题，应认真研究，并加强与相关部门沟通协商。银行还要积极利用按揭贷款支持中低收入家庭购买经济适用房，并比照首套房贷政策予以扶持，立足解决经过上调首套房贷利率，腾挪出一部分信贷规模，同时也进行了信贷结构调整，使有限的信贷资源朝着收益更大的项目配置。

再次，商业银行应加快推进经营业务的战略转型，彻底改变传统盈利模式。商业银行应从资本高消耗转变为资本低消耗高产出；从依靠信贷投放着力支持项目扩张尤其是房地产信贷项目扩张的投资金融转变为大力发展消费金融；从个别业务市场领先转变为核心业务市场主导；从低水平价格竞争转变为高品质价值创造；从网点服务为主转变为立体化全方位的渠道服务；从业务经营上的蓝海战略转变为蓝海战略；从业务发展主要依靠信贷业务转变为加快中间业务发展。只有如此，商业银行的经营业务方能成功实现战略转型，并能彻底改变商业银行单纯依靠吃信贷利差特别是房地信贷利差作为盈利的传统模式，从而实现盈利模式多元化和多样化，实现利义兼得。

(作者系中国人民银行郑州培训学院教授，银行业改革与发展研究中心主任。)

## 联系我们

本版文章如无特别申明，纯属作者个人观点，不代表本报立场，也不代表作者供职机构的观点。如果您想发表评论，请打电话给0755-83501640；发电邮至ppl18@126.com。



欧元区领导人就解决债务危机达成协议

欧盟峰会有成果，救急协议终通过。商业银行增资本，稳定基金扩规模。希腊债务被减记，具体细节要切磋。全球股市应声涨，债务围城望突破。

赵乃育/漫画 孙勇/诗