

从根本上改变金融化的政策范式

金融化在宏观上改变了经济运行模式，提升了金融部门相对于实体部门的重要性，将收入从实体部门转移到金融部门，加剧了收入分配不平等。

金融化奠定了货币政策的基调：资产价格对宏观经济更为重要。

恢复对金融市场的有效控制十分紧迫，要在资产项法定准备金政策的基础上建立新的金融部门管理框架，以构成对利率政策的有益补充，要用预留政策空间和提供公平发展机会的全球化替代目前的公司全球化。

马涛

全球化、新自由主义化和金融化主宰了全球经济近 30 年时间，全球化的潮流不可逆转，新自由主义化和金融化在全球金融危机后面临修正。随着家庭、企业部门负债率的大幅提高，金融体系实现了快速扩张，也加剧了金融脆弱性。债务规模不可持续，最终导致了资产负债表危机的爆发，对传统的政策范式提出了挑战。

金融化 改变经济模式和市场行为

金融化的发展，让金融机构、金融市场及金融精英对整个经济运行和经济决策的影响力大幅提高。金融化在宏观上改变了经济运行模式，它提升了金融部门相对于实体部门的重要性，将收入从实体部门转移到金融部门，加剧了收入分配不平等；在微观上改变了家庭和企业的行为，金融部门的发展放松了资金约束，家庭和企业都乐于向金融部门

借贷。但是这也催生了迄今为止最大的“食利阶层”，对实体经济造成了沉重打击，金融部门的高收益让大量资本集中于此，人们不再热衷于投资实业，整个经济呈现出去工业化的势头。没有实体经济支撑的金融化就如同无本之木、无源之水，难以持久地进行下去。

有人说，金融化解决了宏观经济发展面临的资金问题，使得资金运用效率得以空前提高，从而促进了经济增长。不可否认，金融部门在世界各国经济中的重要性不断增强。就美国而言，从 1979 年到 2005 年，金融、保险、房地产等部门对国内生产总值（GDP）的贡献率从 15.2% 上升到 20.4%，就业人数占全部私人部门就业人数的比例也从 6.6% 提高到 7.3%。但是，金融化却没有带来各国经济增长率的普遍提高。欧美发达国家的年平均增长率几乎都在下降，出现了经济增长放缓的势头，20 世纪 80 年代的增长率高于 90 年代，20 世纪 90 年代的增长率高于 21 世纪初。与之相反，新兴市场国家经济实现了快

速增长，但却由于金融自由化的不适当推进，频繁爆发的金融危机毁掉了多年发展所积累起来的财富，并且整个世界呈现出富国向穷国借钱度日的局面。

金融化改变了市场中的公司行为，金融市场的控制力越来越强。公司融资结构由股权融资为主转向以债务融资为主，收入分配从劳动力向资本转移，利润分配中金融部门占比不断提高。因为税法对利息支出的规定优惠于利润；债务增加使得公司可利用的自由现金减少，留给有权索取收入流各方的分配数额就越少；债务融资强化了杠杆作用，潜在地提高了股权资本的报酬率。这些可以使得公司赚取高额回报，导致对债务融资的过于迷信，公司行为越来越受到金融市场的控制。金融市场也乐于见到公司为经营而举债，因为一方面股票回报率在杠杆作用下提高，另一方面还可享受减税的优惠。金融市场希望公司不要分发红利，而是用利润回购股票，因为红利的税率较高，而回购股票将导致股价上升、产生资本收益，而资本收益的税率较低。债务的增加使利润转变成了利息流，公司留给其他非金融部门的收入所剩无几。

金融化基调： 资产价格更重要

在金融化过程中，金融部门建立了对自己有利的政策框架。这种政策框架解除了对金融市场的种种限制，推动了金融市场的扩张，同时帮助公司将收入从劳动力手中转移到资本手中，这样金融部门从中受益。通过推进全球化，一种激进的金融化国际视角已经形成，主张放弃资本控制、鼓励各国放松对国内金融市场的管制；通过建设“小政府”，主张私有化、减税和放松管制，减少政府对经济干预。这导致了金融的空前繁荣和资产价格的急剧膨胀，为消费者和

公司提供了抵押，从而推动了贷款消费，而借款得到了金融创新的持续支持，大量金融衍生品不断涌现，又扩大了可抵押资产的范围，进一步强化了杠杆作用。

由此，金融化奠定了货币政策的基调：资产价格对宏观经济更为重要。这种政策在美国次贷危机中表现得尤为明显。美联储救市的本意不是解救投资者，而是因为宏观经济中存在资产价格下跌的风险，不得不插手阻止资产价格下跌，以避免宏观经济受损。但是，救市行为也潜在地增加了投资者的道德风险。因为好的政策要求投资者承担错误决策的金融成本，但政策本身又包含阻止资产价格下跌的意思，这就使得投资者有了更强烈的追求高风险回报的冲动，因为他们知道，如果经济形势不妙，美联储出手救市的几率很大。

积极重塑金融化的政策范式

面对今天金融化造成的晦暗局势，补救之道是从根本上改变政策范式，重建经济力量的平衡。金融市场是金融化进程的中心，这意味着恢复对金融市场的有效控制十分紧迫，有必要在资产项法定准备金政策（ABRRs）的基础上建立新的金融部门管理框架，以构成对利率政策的有益补充；要用预留政策空间和提供公平发展机会的全球化替代目前的公司全球化，用进步的“更好的政府”方案代替“小政府”方案，切实担负起宏观经济管理的职责；要重新构建公司的法律意义和义务，以使公司在关注股东利益的同时不忽视利益相关者的利益，促进公司治理方式的进步；面对经济权力与政治权力的紧密相连，实现好的政治和经济决策，必须要大力推进民主化改革。

（作者系中国人民大学经济学博士）

焦点评论



农民人均纯收入2300成为扶贫新标准

扶贫标准大提高，惠农新政获称道。改革步伐应加快，发展成果要分好。城乡二元盼融合，东西差距望缩小。先富之后促共富，政纲承诺勿忘掉。

赵乃育/漫画
孙勇/诗

创业板退市新规让“公开谴责”硬起来

皮海洲

千呼万唤始出来。创业板退市制度终于在 11 月 28 日浮出水面。当天下午，深交所发布《关于完善创业板退市制度的方案（征求意见稿）》，向社会公开征求意见。

《征求意见稿》的出台在市场上引起广泛关注。虽然说《征求意见稿》与投资者的预期存在一定的差距，不过，这已经是现行法律框架范围内较有力度的一部退市制度了。虽然不少投资者建议让欺诈上市、造假上市者直接退市；缩短连续亏损公司的退市年份，但无奈《证券法》有明确规定，对欺诈上市公司只能作出“处以非法所募资金金额百分之一以上百分之五以下的罚款”这样的处罚。而且《证券法》还明确规定，终止股票上市的条件是公司“最近三年连续亏损，在其后一个年度内未能恢复盈

利”。所以，《证券法》的滞后使得一部创业板退市制度留下了不小的遗憾。

但我们不能因此否认创业板退市制度出台的积极意义。毕竟创业板退市制度是决定创业板市场能否健康发展的—项重要制度。一个完善的退市制度，它不仅有利于发挥资本市场资源配置功能，使上市公司优胜劣汰，净化市场投资环境，而且也有利于抑制中国股市长期存在的投机炒作之风，使投资者树立起理性投资的理念。

而从《征求意见稿》来看，至少有这样几个亮点。一是不支持暂停上市公司通过借壳方式恢复上市。此举有利于避免暂停上市公司通过假重组来借尸还魂，导致市场投机炒作成风。二是实施“退市整理期”制度，设立“退市整理板”，这在一定程度上有利于保护投资者权益。

尤其应该肯定的是创业板退市制度

中新增的两项退市标准。虽然舆论对两条新增的退市标准充满了争论，但笔者认为，这也正是创业板退市制度的两个新亮点。其一，是将连续受到交易所公开谴责作为退市标准，这有利于上市公司规范运作，给上市公司中的害群之马以震慑。特别需要肯定的是，这一退市标准有利于增加交易所层面的监管威力。一直以来，对上市公司的处罚权都集中在证监会的手上，而交易所对上市公司的监管无非就是公开谴责、内部批评、警告和责令改正之类，但这丝毫不影响上市公司的切身利益，交易所层面的监管纯属“豆腐监管”，一些上市公司根本不把交易所的监管当一回事。但将公开谴责作为退市标准之一，这对于上市公司将构成震慑力，交易所层面的监管威力因此得以增强。其二，就“创业板公司股票出现连续 20 个交易日每日收盘价均低于每股面值

的，其股票将终止上市”这一条款来看，虽然就现阶段来说，意义不大，但放眼于长远，这一条款还是有意义的。而且这一规定有利于抑制上市公司盲目高转增。因为高转增将会加剧股票价格向面值靠拢。因此，这一条款也有利于抑制市场盲目炒作高送转之风。

当然，就两项新增的退市条款来说，确实有需要完善与值得注意的地方。比如，“创业板公司在最近 36 个月内累计收到交易所公开谴责三次的，其股票将终止上市”的规定，很少有上市公司会愚蠢到这种地步，不如改为“在最近 36 个月内累计收到交易所公开谴责两次的，其股票将终止上市”，这更有利于增加公开谴责的震慑力量。而对于新增的第二项退市标准，则应重点防范价格操纵行为的出现。通过价格操纵，在 20 个交易日内将股票的收盘价在某个交易日拉上 1 元的面值以上，操作并不困难，动用的资金也不大。

化解减排矛盾 唯有摒弃狭隘利己主义

中、印等正在崛起的发展中国家近年来的经济发展和二氧化碳排放量增加，使得一些发达国家意图把中、印也纳入附件一国家，让中、印也承担减排与资金承诺。《京都议定书》博弈的焦点正在于此。美、日本、加、澳、俄都明确提出废除京都议定书；而中国、印度、巴西和南非“基础四国”则坚持第二承诺期必须要有，这就给本次德班气候大会出了道天大的难题。非洲各国都在以实际行动展示非洲最新应对气候变化的相关举措和活动。中国基本完成或超额完成十一五期间单位国内生产总值（GDP）能耗降低 20% 左右、主要污染物排放总量减少 10% 的约束性指标。

王勇

《联合国气候变化框架公约》第十七次缔约方大会暨《京都议定书》第七次缔约方会议 11 月 28 日起在南非德班召开。打开德班气候变化会议网站，首先映入眼帘的是一棵长在破损地球上的猴面包树的会标。破损的地球暗示德班气候变化会议取得积极成果的紧迫性；而昂首翘望的猴面包树表明主办国南非乃至整个非洲大陆对这次大会充满期待，更体现了全球对应付气候变化和改善地球环境的高度重视。

德班气候变化会议 博弈焦点

在去年的坎昆气候大会上，虽然各国谈判代表经过艰苦努力，最终就发展中国家最关心的资金、技术转让、适应、森林等问题达成了一些基本共识。但却在《京都议定书》第二承诺期这个核心问题上产生了巨大分歧。以日本、俄罗斯等为代表的国家，拒绝支持《京都议定书》的第二承诺期。在德班会议召开前夕，美国、日本、加拿大、澳大利亚以及俄罗斯都明确提出废除京都议定书；而中国、印度、巴西和南非“基础四国”则坚持第二承诺期必须要有，这就给本次德班气候大会出了道天大的难题。

2005 年 2 月 16 日开始生效的《京都议定书》，是国际社会经过长期努力达成的减排法律文件，也是气候谈判进程当中唯一有法律约束力的国际文件。其根据“共同但有区别的责任”原则，把缔约方分为附件一国家（发达国家和转型国家）和非附件一国家（发展中国家）。并要求，附件一国家承担一定减排承诺，非附件一国家无需承担减排承诺。而第一承诺期目标，也就是到 2012 年，附件一国家要在 1990 年基础上平均减排 5%。

由于附件一国家成为二氧化碳减排量的需求方，非附件一国家成为二氧化碳减排量的供给方，再加上由于中、印等正在崛起的发展中国家近年来的经济发展和二氧化碳排放量增加，使得一些发达国家意图把中、印也纳入附件一国家，让中印也承担减排与资金承诺。《京都议定书》博弈的焦点正在于此。

目前，离《京都议定书》第一承诺期结束所剩时间已不多。可以说，第二承诺期谈判，直接影响各参会国减排义务及权益分配，所以，这次德班气候大会的各项谈判议程都会引起国际社会的广泛重视。另外，当前乃至今后，气候变化谈判存在的核心问题还有减缓、适应、资金、技术、透明及森林问题。其中，减缓气候变化最为重要和关键。去年坎昆大会之后，世人仍对各国尤其是碳排放大国以实际行动和行动支持议定书第二承诺期安排抱有信心，进而为本次德班气候大会的顺利召开奠定良好基础。无论如何，唯有摒弃一味维护本国利益的狭隘利己主义理念，切实以诚心诚意和灵活务实的态度，努力履行承诺，承担义务，力争通过在国家、社会重要部门和人民之间建立新水平的合作来建立一种新的和公平的全球伙伴关系，才有可能要

善处理各国在减排问题上的矛盾。

“猴面包树” 渴盼取得新成果

令人欣慰的是，早在今年 7 月，非洲应对气候变化国家元首和政府首脑委员会就强调，非洲需要一个适应气候变化的行动，以具体执行相关资金和技术支持机制。目前，非洲各国都在以实际行动展示非洲最新应对气候变化的相关举措和活动。比如为使这次会议能取得圆满成功，南非早早成立了由多个政府部门组成的协调委员会，采用多种形式宣传应对气候变化的紧迫性和重要性，鼓励社会各界参加气候变化的大讨论。德班市政府还制定了名为“基于社区生态系统的适应计划”以抵消碳足迹。南非政府还决定，将在德班气候变化会议上尽最大努力启动“绿色气候基金”。另外，肯尼亚将建立碳交易所；尼日尔河流域国家将提高集体应对气候变化的意识；埃塞俄比亚能源部上月发布报告，确认该国将大力发展风能、水能、太阳能和地热能；还有，坦桑尼亚、卢旺达、赞比亚等非洲 10 国近日则签署协议共同应对气候变化。可以说，非洲国家对这次会议召开充满希望，并且，非洲国家一致认为，《京都议定书》第二承诺期必须坚持，发达国家要做出更高减排承诺，希望各国都能够采取减排行动，对本国减排的目标量化，同时必须遵守“共同但有区别的责任”原则。而且，非洲国家还希望，适应气候变化应是非洲国家更为优先的议题，应成为谈判的核心问题，发达国家应向非洲国家提供更多的资金和技术支持。

中国为减排付出重大努力

这里特别需要提出的是，中国近年来在节能减排方面所付出的努力世人皆知，尤其在十一五期间，中国的节能减排有着明确目标，并采取了实际行动。经过 5 年的努力，中国基本完成或超额完成十一五期间单位国内生产总值（GDP）能耗降低 20% 左右、主要污染物排放总量减少 10% 的约束性指标。而且，根据 11 月 22 日中国政府发布的《中国应对气候变化的政策与行动（2011）》白皮书，十二五期间中国应对气候变化的约束性目标是：到 2015 年，单位 GDP 二氧化碳排放比 2010 年下降 17%，单位 GDP 能耗比 2010 年下降 16%，非化石能源占一次能源消费比重达 11.4%。到 2020 年，中国单位 GDP 温室气体排放要比 2005 年下降 40%-45%。为实现这个目标，十二五期间，中国还应一如既往地做好节能减排工作，将应对气候变化纳入重要发展议程，加强对可再生能源的研究投入，通过产业政策、资本市场等大力支持战略性新兴产业和低碳产业的发展，力争打造一个节能环保的、可持续发展的国家，以实际行动支持《京都议定书》第二承诺期的尽早达成和德班气候变化会议的成功召开，让“猴面包树”能够在广袤无垠的非洲大地上持久健康生长。

（作者系中国人民银行郑州培训学院教授）

联系我们

本版文章如无特别说明，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 pp118@126.com。