

美国金融资本正加速衰落

摩根大通的巨亏丑闻将美国金融资本“强大的虚弱”一面再次呈现在世人面前，也预示着美国赖以称霸世界的金融资本正加速步入衰落周期。尽管基于金融主导国的霸权惯性，其他国家要在短期内取代美国的地位并不现实，但这种力量变迁趋势却是美国金融资本无法左右的。

章玉贵

摩根大通丑闻的标本意义

一向优越感十足的摩根大通日前被迫承认，该行一名外号“伦敦鲸鱼”的交易员建立的头寸，在一起对冲交易中涉及20亿美元的巨额亏损。此举也导致摩根大通的首席投资官离职。美国司法部和美国证交会（SEC）旋即展开调查，甚至联邦调查局也介入其中。

此前，摩根大通的老板杰米·戴蒙（Jamie Dimon）还不以为然地称之为“茶壶里的风暴”。而当风暴冲出茶壶之后，原先以夸耀业绩而阻挠金融监管改革的戴蒙，从此好运到头了。

英国《金融时报》就此发表评论：摩根大通跟头栽得好！该评论进一步指出，所谓摩根大通老板最近一段时期宣称自己比银行业的竞争对手更优秀，原来更多的是靠运气，而非靠高超的技艺。

摩根大通这起丑闻表明：真实世界里，美国金融资本也有“强大的虚弱”一面。作为由银行资本和产业资本相互渗透、融为一体而形成的最高形态的垄断资本，金融资本在现代经济乃至政治

经济低迷拉低货币增速

胡月晓

由于宏观经济仍然处于底部徘徊期，受企业信贷需求减少，以及银行自身对风险控制加强的影响，信贷增长相对疲软格局仍将延续。从历史上看，当前信贷增速尽管弱于经济刺激时期，但并没有低于正常年份水平，未来信贷增速仍可能进一步回落。

4月份的货币增速虽然持续下降，但银行系统内部的流动性紧张程度却在持续缓解。4月末，广义货币（M2）同比增长12.8%，比上月末低0.6个百分点；狭义货币（M1）同比增长3.1%，比上月末低1.3个百分点。在现代信用货币体系中，实体经济部门、金融系统部门，以及中央银行共同对货币系统产生影响。从货币当局的角度看，4月份实现净投放货币2530亿元；一改2、3月份的净回笼态势，向金融体系中注入了流动性，截至4月份公开市场操作共实现净投放2470亿元。可见，结合存准率调整的操作，2012年以来，整体上央行并没有从金融体系“抽水”，而是在持续地“放水”。2、3月份的净回笼，或许只是为了对冲2月份存准率下调造成的资金投放短期冲击，是为了均衡资金投放。商业银行系统在央行持续均衡的资金投放行为影响下，银行间市场的流动性持续改善，短期SHIBOR/央票的利差实现了持续的下降。

商业银行对风险重视程度上升，并没有改变银行放贷和经营扩张的冲动，只是

参与中的行为边界不断扩大。尤其到了20世纪90年代，当虚拟经济大行其道时，世界财富观念更演变成对金融资产的追逐。实体经济和货币、股票以及债券共同构成了财富的四大生态。金融资本作为现代经济的核心运作力量在财富增值中的作用被无限放大。特别是在以美元为中心的支付体系和无休止的金融创新的卵翼与支撑下，极度繁荣的美国金融资本在缔造了令人瞠目结舌的财富繁殖速度的同时，也把本应是经济发展最扎实根基的实体经济挤到了一边。以至于华尔街的金融寡头和美国政府的经济高官认为仅仅靠金融资本就足以统领全球经济。

金融创新另一面是毒药

这些年来，在金融衍生工具数学的鼓舞下，以高盛、摩根士丹利和摩根大通为代表的华尔街投行，设计了一系列令人眼花缭乱的金融衍生品。其中以信贷违约掉期（CDS）为代表的全球衍生金融产品的市值一度高达600万亿美元，为世界年度国内生产总值（GDP）的10倍。其实不少衍生品本质上是风险极大的垃圾债务。诺贝尔经济学奖得主菲尔普斯曾经指出，新的

对信贷分配的方向发生了影响，信贷投向有所改变（向符合政策鼓励的中小企业和新兴产业倾斜）。由此可见，在货币当局持续向商业银行系统净投放货币，商业银行体系流动性持续改善的情况下，实体经济部门经济疲弱，是造成当前货币增速持续回落的主要原因。

受贸易条件逐步改善的影响，2012年的经常项目顺差或改变连续3年下降局面，实现正增长。在国际资本仍然对我国投资有高度吸引力的情况下，金融和资本项下的资本流入预计也将平稳。因此，我国外汇储备增长未来将保持平稳，“反对冲”的压力并不会长期存在。4月份物价有所回落，回落幅度基本与市场预期值相同。物价的持续回落，已成市场共识。在物价持续回落的态势下，制约扩张性货币政策的障碍基本得以消除。从环比变动趋势看，只要不出现灾害性天气，物价持续回落态势已成定局。物价的回落，从侧面反映了经济运行的低迷局面：需求不足。4月份工业经济的再度回落，印证了当前经济运行的疲弱态势。为保证需求的平稳，财税政策上出台系列投资的措施，尤其是跟经济转型、结构调整一致的工业投资促进政策，会持续跟进。货币政策在促进信贷投向向实体经济的结构调整同时，对促进基础设施投资和降低工业经济资金运行成本的降息动作，伴随经济低迷状况的延续，其出台条件也在不断成熟。

（作者系上海证券研究所分析师）

金融产品其实已经达到了相关机构风险评估的极限，以至评估机构无法对这些设计极为复杂的金融产品的市场风险进行精准的评估，更不清楚采取何种应对措施。至于名目繁多的对冲交易，有时候更像一种疯狂的赌博。以摩根大通本次参与的Markit CDX.NA.IG.9（北美投资级评级企业CDS）金融工具来说，指数中包含125家公司债务的衍生品，每年3月与9月，该指数会更换并重新确定125家公司名单，而摩根大通和对冲基金则利用该指数更新公司所造成的不同期限合约之间价差扩大进行反向套利。今年4月6日，CDX.NA.IG.9指数名义价值高达1480亿美元，已经潜藏巨大风险，但摩根大通仍然逆势操作，买进10年期合约，抛售5年期合约与个别公司CDS进行反向套利，期望高成交量能推动两者价差收窄至合理价格。最终摩根大通押注失利，铸成大错。

次贷危机表明，代表金融学前沿发展方向的金融衍生品和工具尽管可以成为赚钱利器，同样也可以变成金融机构的内生毒药。于是，奥巴马上台之后不久，就公布了长达88页的“金融白皮书”，试图从机构、市场、消费者保护和国际合作等多个层面，全面强化美国的金融监管，特别是通过将美联储打造成“系统风险监管者”、设立全新的消费者金融保护机构监管金融消费产品以及监管对冲基金和私募基金等举措，但在势力强大的美国金融资本面前，迄今收效甚微。

美国金融资本步入衰落周期

回顾世界金融发展史，先是英国后是美国引领了世界金融发展方向，由此

获得的基于金融主导国地位的经济红利实在难以统计。特别是1944年以后的全球金融格局演变与发展，几乎都在美国的掌控之中。某种意义上说，在全球经济一体化的背景下，美国之外的其他国家，其经济政策都不是完全独立的，都是美国主导的机制化霸权下的依附型经济。

世人应该不会忘记，在距今并不遥远的格林斯潘时代，美国在金融创新的旗号下，极力扩张金融霸权的边界，将各国投资者玩弄于股掌之中。在国内，美国为填补技术停滞之后留下的经济增长缺口，于1999年抛弃了经典的格拉斯—斯蒂格勒法，推出了以金融混业经营为核心的《金融服务现代化法案》，结束了银行、证券和保险分业经营的格局，大力推行金融自由化，放松了金融监管。其结果，美国经济在空前经济繁荣了一段时间之后，出现了金融秩序与金融发展日渐失衡的局面。金融生态不断恶化，华尔街金融寡头的贪婪本性迅速膨胀，CDO和CDS等金融衍生品四处泛滥，价值链越拉越长，各家投行的杠杆率也变得越来越高，加上信息不对称和监管的缺失，使得金融风险不断累积，终于引爆了这场金融危机。

摩根大通丑闻也在一定程度上预示着美国赖以称霸世界的金融资本正在加速步入衰落周期。尽管基于金融主导国的霸权惯性，其他国家要在短期内取代美国的地位并不现实，但这种力量变迁趋势却是美国金融资本无法左右的。

（作者系上海外国语大学国际金融贸易学院院长）

焦点评论



国务院启动节能家电产品补贴

节能家电获补贴，意在鼓励人消费。扩大内需待给力，调整结构盼助推。虽有政策来扶持，终需市场去调节。股市素来追题材，家电行情或发威。

唐吉顺/漫画 孙勇/诗

公众监督IPO需要更多制度保障

李季先

监管部门推进以信息披露为中心的发行制度建设正在有序加速。继今年2月1日将招股说明书预先披露时间大幅提前并全面披露内部审核流程及在审企业名单后，进一步提前预先披露招股资料的时点，逐步实现发行申请受理后即预先披露招股说明书，提高透明度，加强公众投资者和社会各界的监督”又被写入中国证监会新公布的《关于进一步深化新股发行体制改革的指导意见》中。截至5月14日，主板和创业板已完成预披露96家，占正处在IPO公开流程中拟上市企业总数的14.18%。

尽管还没有实现受理与预披露同步，但IPO预披露较之过去大幅提前已取得一定制度效果：公众及媒体依法监督IPO

企业成为常态，40余家拟上市企业被终止审查或中止审查和拟上市企业前所未有关注自身企业形象。这意味着以信息披露为中心，通过预先披露招股说明书等法律文件有序引导公众对IPO企业的关注，积极督促保荐机构为代表的IPO中介机构依法履职尽责，从而达到监督IPO流程公平、公正的目的已经部分达到。正如一个会计师事务所说，招股书预披露提前后其一单IPO审计的团队工作量陡然增加了30%，原先抽样盘点的货物都争取全部盘点，以免数据偏差过大导致公众质疑其IPO审计质量。

不过，相对于拟上市公司、PE机构、保荐机构等具有资本优势或专业优势的IPO市场参与者来说，目前公众对IPO的监督还是随机的、缺乏章法、缺少手段和有效制度支撑的弱势监督，虽然

偶尔也会产生意想不到的效果，可终究要通过外力发挥作用。譬如，监管部门通过投资者投诉举报或媒体报道直接查处或启动相关再次上会程序等。如果监管部门恰好没有关注到公众的这些关注（监管部门人力有限、精力有限）或对这些关注的理解或主观认知不同于公众，公众甚至连启动相关监督程序都做不到，那公众监督IPO在现有的制度框架下就成了一句空话。

群众的眼睛是雪亮的”，IPO公众监督的本质就是要利用公众人多力量大的特点为IPO流程的公平、公正服务，通过公众IPO监督，发现监管部门因为人力物力的限制无法发现的拟上市公司财务粉饰、财务造假等违法行为。而要切实做到这一点，除了公众的自发自觉外，对监管部门来说，更重要的是要从制度上保障公

众可以有“法”监督、有“手段”监督，譬如要建立专门的IPO投诉举报窗口机制和IPO企业舆情观察室，完善上市续期制度，规定刚性的公众投诉举报反应条件、反应时间和责任负担等。

实际上，《关于进一步深化新股发行体制改革的指导意见》等新股发行改革的相关规定发布后，以信息披露为中心的发行制度建设基本确立，在信息披露为王的IPO框架下，公众监督IPO不但有了文本和法益基础，还有了“实时启动”的实质条件基础，只要在相关规则中稍作规定，即公众只要发现发行人招股说明书或其他法律文件存在重大隐瞒或不实披露的，监管部门不做实质审查应该即刻责令发行人做出回应，如果查实的确存在问题的，应该安排启动相关法律监督程序，并将结果反馈给公众。

低成本使贸易大国产生“负财富收益”

张莱楠

4月份贸易数据并不乐观，6%的增长远不及商务部预定的对外贸易10%的目标。然而，我们更担忧的是，在数据全面趋冷的背后，中国贸易利益状况同样值得忧虑。

可以说，中国是享受全球化红利最大的国家之一。20世纪80年代以来，中国紧紧抓住全球化分工的机遇，大力推行出口导向型发展模式，迅速融入国际生产分工体系，日益成为全球生产制造基地和各类制成品出口基地，在全球贸易中的比重持续上升，靠庞大的出口制造出的贸易顺差不断扩大，中国也由此迅速崛起为全球贸易大国。

入世10余年来，我国的货物贸易额由世界第六位上升至第二位，其中，出口规模增长了4.9倍，进口规模增长了4.7倍，2009年在世界贸易中的份额达到9.6%，成为全球第一出口大国。然而，当前，中国还是贸易大国，而不是贸易强国。在贸易规模高速增长的背后却面临着极度的贸易利益分配的失衡。

从生产要素成本来看，中国一直存在要素价格扭曲并承担相应成本。30年来，我国长期处于低要素价格状态，包括低土地成本、低环保成本、低资金成本，这是国际资本大规模流入的一个重要条件。北京大学中国经济研究中心的一项研究表明，劳动力价格、金融市场的资金价格（主要由利率管制、资本管制、信贷控制、汇率水平所影响）、土地价格、能源与环境成本所存在的相对扭曲是中国国际顺差扩张的根本原因。

巨额贸易顺差也许只是虚幻

事实上，在全球体系中，跨国公司主导贸易分工，全球贸易中其海外子公司出口增长7.8%，高于国际贸易增长的7.5%。可以看出，以资源、成本和市场为导向的跨国经营，正在重新塑造国家间生产与贸易形式。

中国贸易顺差的制造者是海外跨国公司。最近10余年，中国对外贸易迅速扩大，很大程度上是外资企业拉动，尤其在出口商品与顺差中，外资企业起着举足轻重的作用。据联合国贸发会议统计，1991年跨国公司商品出口占中国商品出口的比重为18.3%，2002年提高到46.5%（2008年进一步提高到55.3%），明显高于发达国家。当年法国的这一比重为15.7%，美国为14.9%，日本为9.5%，印度仅为3.5%。也就是说，中国的外贸规模与贸易顺差是被跨国公司的进出口所放大，如果扣除跨国公司的进出口与顺差，中国的实际进出口与贸易顺差将足减少一半以上。

以2008年为例，据国家统计局统计，中国商品出口总额为14285亿美元，其中外资企业出口达7906亿美元，占出口总额的55.3%，另外加工贸易出口6752亿美元，占出口总额的47.3%。2008年，中国出口商品的顺差为2954亿美元，其中外资企业商品出口的顺差为1706亿美元，占顺差总额的57.7%，另外加工贸易顺差达2968亿美元。也就是说，假如2008年没有加工贸易顺差，中国的商品出口将出现逆差。加工贸易的相当部分利润在海外的研发与物流。上述数据告诉我们，外资企业对推动中国商品出口功不可没，同时也给中国带来巨额贸易顺差，制造出巨大的贸易顺差表象。

当前，尽管中国已经逐步成为贸易大国，但却承担着负的财富收益，因此，中国未来必须通过要素价格的逐步市场化定价，使劳动力成本与资源、环境成本真实反映到出口企业的生产成本中，从而使企业盈余向劳动等要素转移，扭转中国“低要素、低成本、高回报”的全球价值洼地的不平衡格局。要进一步通过产业升级、加速人力资本形成、技术进步以及品牌创新，提高贸易增长的质量，以重塑中国外贸产业的核心竞争优势和定价权。

低成本陷阱”致贸易利益分配失衡

高额顺差背后是资本与劳动以及利益分配的不平衡。由于资源丰富而且价格低廉等原因，中国等发展中国家资本边际收益率通常高于发达国家的资本边际收益率，由此，全球生产

性资本根据资本收益率高低及利润极大化原则进行配置。

中国目前的资本/劳动比只是国际平均水平的五分之一，是美国的十分之一。世界银行基于中国120个城市的12400家企业的抽样调查发现，中国工业企业2005年平均净资产回报率超过15%，私营企业的投资回报率达到19%，外资企业为22%，均显著高于国际平均水平，也高于发展中国家的平均水平。

高收益利润缘何而来，很大程度上源于劳动力价格长期扭曲。就劳动力成本而言，过去近30年，我国资本回报率上升迅速，而劳动力回报率增长缓慢，1998年到2008年，工业企业利润平均增长30.5%，劳动力报酬年均增长9.9%，劳动力成本的上升远远低于劳动生产率增长。

从生产要素成本来看，中国一直存在要素价格扭曲并承担相应成本。30年来，我国长期处于低要素价格状态，包括低土地成本、低环保成本、低资金成本，这是国际资本大规模流入的一个重要条件。北京大学中国经济研究中心的一项研究表明，劳动力价格、金融市场的资金价格（主要由利率管制、资本管制、信贷控制、汇率水平所影响）、土地价格、能源与环境成本所存在的相对扭曲是中国国际顺差扩张的根本原因。

通过定量分析发现，劳动力成本与资金价格扭曲是最重要的两大因素。在2008年，两者对资本流入的贡献度分别达到34%和32%。从发展趋势看，未来中国人口年龄结构变动导致的劳动力供给、由政策和人口结构导致的储蓄率，以及由劳动力再配置格局导致的资本收益率都会出现变化，这使得中国低成本优势难以维系。

作为最大需求方几乎没有定价权

就需求衡量，中国多种大宗商品需求量，位居全球首位。入世10余年来，中国大宗商品需求量逐年上升，众多品种大宗商品需求量位居全球首位。根据长城咨询对大宗商品中25种品种的调查，其中有19种品种消费量全球第一，中国大宗商品总消费量约占全球总消费量的18.7%。其中，中国消费量占全球比重超过40%的有8个，包括铁矿石68%、稀土67%、煤炭48%、精炼铜41%、原铝41%、棉花40%等，作为全球主要矿产资源的最大需求方之一，中国虽然对世界大宗原材料贸易形成强大的需求拉动，却没有掌握贸易资源商品的定价权。近年来，由于国际市场能源、原材料价格持续上涨，中国付出了更多的外汇用于进口资源能源类大宗商品，贸易条件也趋于恶化。

当前，尽管中国已经逐步成为贸易大国，但却承担着负的财富收益，因此，中国未来必须通过要素价格的逐步市场化定价，使劳动力成本与资源、环境成本真实反映到出口企业的生产成本中，从而使企业盈余向劳动等要素转移，扭转中国“低要素、低成本、高回报”的全球价值洼地的不平衡格局。要进一步通过产业升级、加速人力资本形成、技术进步以及品牌创新，提高贸易增长的质量，以重塑中国外贸产业的核心竞争优势和定价权。

（作者系国家信息中心经济预测部副研究员）

联系我们

本版文章如无特别声明，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0755-83501640；发电邮至pp118@126.com。