

宏观经济政策可考虑全面转向“德国模式”

李斌

笔者曾提出,在当今的世界上其实至少存在两套相互对立的宏观经济政策体系,一套是英美的凯恩斯主义路线,其特点是运用货币与财政手段刺激经济增长;另一套则是德国式的路线,其特点是稳货币,稳财政,反通胀,反炒作。德国对房地产炒作的严格控制实际上可以作为其宏观经济政策的一个组成部分来理解。对这两套体系的比较涉及范围广泛的众多议题,需要运用算法经济学的方法作深入详尽的分析。不过,我们还是可以继续在此窥探其概略。

凯恩斯主义目前遭遇了大麻烦。美国的次贷危机从表面上看是私人企业的失败,可是,格林斯潘时期宽松的货币政策实际上是一个重要的诱因;这是比较一致的看法。近十年来,货币在这个世界上泛滥成灾,在本轮危机处理中其花样日新月异。政策制定者们现在普遍认可货币的“非中性”性质,觉得这个工具使用起来非常便利,于是就忍不住越来越倚重它。通缩是绝对不可以的;只要不引起明显的通胀,不刺激就不要刺激。这正应了当年金本位支持者的预言:他们说,一旦脱离金本位,货币一定是会被滥用的。

再来谈谈财政政策。国家提供基础设施责无旁贷,自古皆然,可是,凯恩斯的学说却为财政支出担当促进增长的工具提供了一种意识形态上的正当性,自此国家几乎可以冠冕堂皇地做任何事情了。这个闸门一开,利益集团群雄纷起,政治斗争日甚一日。在“民主”的神圣名义之下,大家就可以寅吃卯粮,集体腐败;国家就可以欠债不还,蛮不讲理。上大学时老师曾经说过一句话,我永远铭记在心。他说:绝大多数商品都是在无需投票的情况下生产和消费的,而经济体系因此反而运转得更好。 $2+2=4$,大家都知道;可是,假如就这个问题反复投票,次数多了, $2+2$ 也就不一定等于4了。

改革开放以后,我国的经济政策几乎不假思索地走上了凯恩斯主义的道路,因为,西方经济学教科书就是这么讲的,教科书没有提供别的选择。接纳西方教科书的做法,就是思想开明,就是执行改革开放的路线的象征。可以说,对于许多财经类专业人士来说,他们是以凯恩斯式的语气来谈论宏观经济政策为时髦的。媒体上整天讲这个“紧”,那个“松”,争来争

去,引得公众围观欣赏,好不热闹。明知道国外已经在闹灾难,我们国内却似乎一点儿也没有反省之意。我们得意于国家负债率很低,财政上还大有扩张的余地。这些言论的潜台词是,我们其实是以那些已经处于危机之中的经济体为标准的。这样的心态,是继续大步迈向危机的预备。只要继续维持现有的政策做法,早晚有一天,我们就会到达同样的境地——即使有点儿半推半就。这是完全可以确信的。

凯恩斯主义究竟错在何处?对此我们可以作出一些归纳。首先,它创造了巨大的权力,并把这种权力集中起来运用。罗纳德·科斯在探讨企业性质时所提出的关于“控制权”的疑问表明,经济学界普遍地不理解“权力”究竟为何物,所以,主流经济学家一般并不反对垄断,这同他们一般并不关注宏观经济政策所引起的决策权集中这个问题是类似的。相对于计划经济,市场经济的重大优势就是决策权的分散,以免经济体系遭受重大决策失误的冲击;这一点曾经在改革开放初期被反复强调。行外人所不了解的是,主流经济学至今对此尚未提出像样的证明。也就是说,凯恩斯主义所引起的问题是市场经济向中央命令型的计划经济的靠拢。

由此造成了两方面的后果:第一,政府在明处,其他市场行为者在暗处,两方面进行博弈,政府很难取胜,致使发生僵局。我国政府更是借用凯恩斯的名义与市场大玩猜谜游戏,尽情挥洒超级权力,叫人无所适从,形成更加严重的“权力之恶”。第二,它吸引了整个市场的注意力,致使经济系统围绕调控当局来进行组织和收敛”,加剧了各个行为者的同质性和同步性。其结果是,要么一哄而起,要么一哄而散。也就是说,经济的动荡不仅未能得到平复,反而被加剧了。市场经济是建立在异质性和异步性的基础上的。这样以来,它就无法正常运转了。

凯恩斯主义的另一个弊病是它是一种“乱枪打鸟”式的做法。

提出宏观经济政策的初衷是为了抑制经济波动。一般说来,任何经济问题都是局部的,或某一方面的;而受过英美的主流经济学“训练”的人,满眼都是整体系统和数量议题,根本不能理解结构性问题,这就很容易导致他只能想到总量调控的办法。发动刺激政策的动机一般都在于减少失业,而为了把失业率降低几个百分点(一般只涉及为数很少的人口),却对整个经济进行

“大水漫灌”,致使大部分“水”都流向了不该去的地方(例如资产炒作领域)。即使仅仅凭借经验和常识,我们也可以知道,这种粗放做法的效率一定是很低的。哪里有问题,还是直接往哪里解决,“不要连累其他地方”,这是常识上的正确性。假如国家把这部分失业人员养起来,又能花费多少呢?”显然,这就是德国人的想法。

货币的“非中性”是凯恩斯式货币政策的基础。宏观学者把货币的“非中性”当作一个谜题,一个发现,其实这是很荒谬的。

世界上根本不存在所谓“中性”的东西;“中性”完全是一种主观想象(或者是“非中性”的衍生物)。任何一种思想、一句话、一个眼神都存在“真实效应”。犯这个错误的原因,在于主流经济学的基本方法具有重大弊病。对此我们不再详论,而只限于强调:第一,在任何政策措施都会产生“真实效应”的情况下,没有必要仅仅迷恋于货币政策,而是应当对各种政策的利弊得失进行广泛的权衡与选择。第二,“轻度通货膨胀总是具有实际净收益,而通货紧缩一定具有实际净损失”,这些结论都是高度可疑的,不足以作为决策的基础。连周小川行长都承认通货膨胀具有累退性的收入再分配效应,可是,又有谁具体去衡量了这种损失呢?

理解了凯恩斯主义的弊病,我们就可以获得一种眼光,即发现德国的经济政策具有一种内在的统一性。因而,它足以成为一种“模式”,而且这个模式很可能要优于凯恩斯主义。让我们来看看其中的逻辑:首先,国家致力于维持货币供应、币值与物价的稳定,维持财政预算平衡,避免因为政府在这些领域的大规模行动给市场带来不稳定因素。不过,上述目标其实不容易实现,因为经济体系内在着不稳定因素,当初正是这些不稳定因素才迫使宏观经济政策产生的。为此,德国至少还采取了三项直接管控经济的做法:1、严格监管金融业,防止金融资本到处冲击市场。2、严格管控房地产业,既要保证国民获得代价低廉的住房,又不许形成炒作浪潮。3、防止垄断,防止形成超大型企业和超级经济权力,确保自由竞争。这三项政策的思路是彼此一致的,其特点都是分散经济权力,避免过大的同步性活动的形成。因为,一个由众多独立决策单位构成的、自由竞争的、高异步性的经济体,各种经济行为及其后果相互平衡和对冲以后,其整体表现必然会比较平稳。这些政策看似不属于我们常说的“宏观经济政策”,它们其实都具有明显的宏观含义。光反对资产炒

作”这一条,就意味着一项规模庞大的系统工程,需要下很大的政治决心才能实施。资产交易当然有其积极的意义,然而,过分的炒作也带来巨大的害处。利弊权衡之下,德国经济学家认为,还是将其严格管制起来比较好。加上社会保障体系,这套政策组合既不同于凯恩斯体系,又不同于古典式的自由放任政策,它包含着诸多积极的行动。因此,笔者认为其足以被称作一种相对独立的“德国经济政策模式”。笔者运用“算法经济学”的逻辑来推导经济政策,其结论也与这种模式具有高度的相似性,这不能不令人惊异。

德国经济长期繁荣稳定,这套政策功不可没。即使面对中国等发展中国家的低成本竞争,德国仍然能够保持其出口大国的地位,原因显然在于,一方面,低房价导致其产品成本低廉;另一方面,大家都把心思放在发展制造业这样的“正事”上,最终提高了其产品的性价比。那些热衷于资产炒作的国家,使国民满足于虚幻的财富,使本国制造业的竞争力降低,整日鸡犬不宁,到头来终将不会有好结果。

在奉行凯恩斯主义政策国家的包围中实行“德国模式”是不容易的,因为这里存在着一种类似于“劣币驱逐良币”的效应。

这就是德国和欧洲目前所面临的问题。欧元危机不是德国造成的,而是由于不严格执行德国式的政策方才引起的。当然,德国模式不是完美的,还需要我们进行创造性发挥。德国的失业率一直稍高于其他西方国家,不过由此发生的救济支出并不如我们想象的那样严重,国家完全可以承受。导致失业的原因很复杂,而首要的行动准则是,在我们透彻地理解这一问题之前,经济学家们不要煽动政府去胡乱扩张。这一问题还需要反过来理解:假如经济是长期持续稳定的,那么,这个状态下的失业率也可以使用“自然失业率”这个概念;拒绝它不如接受它。未来高科技时代的自然失业率将会是多少?财富又当如何再分配?还是让我们展开想象的翅膀吧。

笔者常想,当前的中国经济究竟是否存在着高速增长的能力?如果是,为什么宏观管理部门还要不断地刺激它?还要采用这种“没有办法的办法”?曾经有一种理论认为,我国经济年度增长率不能低于7%,否则就不足以吸纳富余劳动力,社会就要动乱。即使这种理论是正确的,那么,鉴于富余劳动力的吸纳目前已经接近尾声,调控部门现在是不是也可以歇一歇、想一想了?

从洪良国际案看资本市场诚信建设

唐书生 乔光平

洪良国际造假上市案是香港资本市场的一件大案,该案件也受到境内资本市场的高度关注,引起了媒体的热议。市场普遍赞同香港证监会的行政效率和严格执法,并以此对比境内监管工作的不足。认真思考,我们到底需要从洪良国际案例中借鉴什么呢?

洪良国际造假上市及处罚的基本情况

洪良国际由台商萧登波创办,是一家从事纺织布料加工及成衣生产的企业,同时给李宁、安踏、Kappa等运动类服装品牌提供代工服务,其四家生产实体皆位于福建省境内。2009年12月24日,洪良国际登陆港交所完成IPO,并募得资金净额9.97亿港元。招股书所呈现的财务数据是一派“蒸蒸日上”的景象:销售收入年复合增长率超过30%,税前利润年复合增长率更是高达60%。面对如此漂亮的财务业绩,投资人难免一阵欣喜,甚至没有去考虑2008年金融危机何以对这家企业居然没有任何影响,伴随而来的便是投资人对洪良国际超过38倍的超额认购。

在上市后的两个多月时间里,洪良国际一直平安无事,没有任何人发现其财务造假的嫌疑。直到2010年3月1日,洪良国际IPO的审计机构毕马威会计师事务所内部职员的一封举报邮件,揭开了盖子的一个小角。毕马威于是紧急启动了对洪良国际IPO审计项目的核查,并且发现了一些差异及问题。毕马威决定将此事报告给相关的监管机构,香港证监会及廉政公署于是相继介入该案的调查。

2012年4月22日,香港证监会宣布吊销兆丰资本的保荐牌照,并施以罚款4200万港元。6月7日,香港证监会再宣布,撤销康晓龙的保荐代表牌照,并撤销核准其担任负责人员。吊销相关机构及个人的牌照,在香港证监会史上从未有过,4200万港元的罚款也是历史上对保荐人的最高罚款。

6月20日,香港高等法院颁发命令:责令因财务造假而上市的洪良国际以2.06港元/股的价格,回购其IPO之时发行在外的5亿股股票。为此,洪良国际总共须耗资10.3亿港元,这个金额甚至大于其在IPO时所募集的资金净额。这类严厉处罚在香港证监会史上还属第一次。至此,香港证监会针对洪良国际这场历时两年的执法程序圆满结局。

洪良国际案的启示

在此案的监管中,香港证监会一经发现造假,即申请司法部门冻结洪良国际资产,并积极展开调查与诉讼。其雷厉风行的动作与坚定的决心,深刻诠释了“证券市场守夜人”的身份定位,也浸透了“保护投资者利益”这一核心诉求。有关媒体以此对比境内资本市场关于“绿大地”案,认为境内资本市场监管效率低、处罚轻,对投资者保护严重不足,质疑不断。事实上是否到底如此呢?

看看我们对苏州恒久、胜景山河等造假上市案件的处理,两家公司均是在完成

发行取得资金后于2010年3月、2011年12月被媒体质疑造假,随后证监会快速启动追责机制,于2010年6月、2011年4月退回了募集资金,并取消相关保荐人的资格。香港投资界认为,香港证监会首次成功逼令违规上市公司“回吐”,为同类案件的受影响投资者带来一线生机。不过,此次事件能顺利解决也与其特殊性有关,由于洪良国际财务造假被揭露得早,香港证监会对其实上市募集的资金及时冻结,投资者的损失尚能被追回。但从过往的案例看,财务造假案如果发生在上市几年后,资金恐怕就很难追回。由此看来,香港与内地的监管法律程序并不相同,相关的处罚确有差距,但是对投资者的保护力度和监管的效率并无优劣之分。

认真分析洪良国际案例,中介机构自查发现问题、主动向监管机构报告,这充分体现了香港市场长久以来形成的诚信理念发挥了积极的作用。反观资本市场的现状,多数造假案的发现是源于举报、媒体质疑,罕有中介机构主动揭露的。学习香港市场的经验,构建良好的诚信机制,应是重要举措。资本市场要健康发展,诚信是基石很重要。英国1720年的南海公司事件,美国1929年的股市崩溃以及安然事件,都是诚信原则沦丧引发严重经济后果的典型案例。证券市场是充满各种机会与诱惑的博弈场所,需要通过各种制度安排对证券市场参与者的行进行约束与监督。然而,如果市场参与方丧失诚信原则,那么再严格的社会监管机制都会发生遗漏。

加强诚信建设的建议

一是加强诚信制度建设。近期出台的《证券期货市场诚信监督管理暂行办法》,是我国资本市场首部专门的诚信监管规章,是诚信与法制的结合,其宗旨就是要进一步树立以诚信为主体的资本市场价值观,对失信予以惩戒,对守信给予激励。要通过贯彻和实施《证券期货市场诚信监督管理暂行办法》,强化对市场主体及其行为的诚信约束。推进社会和市场信用体系建设,树立以诚信为主体的价值观。

二是倡导市场主体形成诚信建设的内生机制。诚信体系建设是公司自治行为,依靠公司的自治和自立实现的,监管层主要是倡导和推动,真正把诚信做到实处需要每个公司尽责。公司应把诚信建设作为公司价值增长的重要组成部分,把公司的诚信建设与经营增长放在同等重要的位置。公司要建立内部的诚信监督、制约、约束机制,加强对诚信的自我约束,把诚信和公司内部法人治理结合起来。

三是要推行全方位的诚信教育。资本市场参与者的诚信表现,是资本市场保持正常秩序和维持市场信心,促进市场发展的基本依托,因此要采取多种措施,促进资本市场诚信意识和诚信文化的培育,必须在制度安排的基础上实施全方位的诚信教育,注册会计师、职业经理人需要诚信教育,律师、证券分析师、信用评级机构、投资银行、媒体、监管机构乃至监管干部也需要诚信教育。

作者单位:河北大学

券商资管转型:从资本管理到产业管理

许维鸿

2012年是中国券商转型的启动之年。随着证监会新任领导的振臂一呼,全国的证券公司掀起了你争我赶的创新浪潮。绝大多数券商认识到,为了全面提升盈利能力,在与商业银行和信托公司的竞争中占领有利地位,传统的券商资产管理业务必须转型,以迎接金融市场逐步地放松管制。

因此,2013年必将是券商资产管理业务的转型之年。全面地改变当前券商资管业务的盈利模式,是未来中国证券业竞争的必然选择。不夸张地讲,中国目前一百多家证券公司,几年后必然会大面积地遭到淘汰或重组!哪个券商能够迅速领会市场发展的趋势,创造性地组织相关资源,建立新的资产管理平台,哪个券商就能在刺刀见红的市场竞争中脱颖而出。

那么,券商资管的未来在哪里呢?我认为,证券公司的资产管理业务,有别于商业银行、基金公司、信托公司的资产管理,必须发挥券商平台的优势,把目前局限在以股票二级市场为主的“资本金融工具管理”的盈利模式,转化为服务实体经济、管理更广泛的产业资产,达到差异化竞争的目的。

券商资管的客户

现在的券商资管客户,某种意义上跟普通的公募基金公司没有区别,大家都是集合理财、在二级市场炒股票,千军万马争过独木桥,缺少核心竞争力。我认为,相对于基金管理公司、商业银行和信托公司,券商的核心竞争力在于其所拥有的“综合业务平台”,即研究、投行为一体的投研一体化架构,使得券商能更加紧密地结合实体经济,更加客观独立地对融资项目进行估值。

可见,券商资管的“新客户”将是更加广泛的产业经济,无论是融资者还是投

资者,都应该是对实际的融资项目有相当兴趣的半专业金融参与者。很多人抱怨中国的资本市场不接“地气”,就是指直接融资服务商没有能够把最广泛的产业经济纳入服务范畴,丧失了直接融资金融中介的核心盈利模式。如果以上的说法略显宽泛,在现实业务开展中,这种新盈利模式的落实,主要体现在券商资产管理部门与券商其他部门的分工合作上。

券商资管与券商投行

2013年的IPO市场将依然低迷,保荐人执照的含金量将持续下跌,券商投行的日子也不好过。在新形势下,不仅仅是资管部门,券商投行也有着内在的动力,寻求公司内部的部门间合作。具体说,投行部门是证券公司中最“接地气”的部门,这也是直接融资金融中介的特点。因此,券商产业管理的融资项目来源,第一就是公司内部的投行部门。

随着IPO大门的关闭,投行的项目融资业务是新的盈利增长点。券商资管能提供给投行的支持,将是组织协调公司内部的其他资源,如通道、估值、分销等,为投行设计最佳的融资方案。说白了,要在资源协调和产品设计上跟同行竞争。

券商资管与券商研究

相比于都在涉及“大投行”职能的商业银行和信托公司,证券公司的独门本领只有卖方研究方法和卖方研究资源。券商资管完全没有必要自己搭建团队,进行对产业资本的估值,而是要依赖公司内部的成型研究团队,把握估值洼地,推进产业的整合和发展。俗话说,股票没有好坏之分,只有高估低估之分,产业项目的融资价格也是一个道理。

券商资管与券商自营

券商新资管需要资金的支持。券商过去十年治理整顿,增强资本金,做厚了家底儿,这也是券商平台的优势。但是,券商不能简单地把炒股票的钱,一股脑地转移到产业管理项目的融资中,否则将面临巨大的风险。

我认为,券商自营的转型方向,将是对券商自有资金风险敞口的把握。具体讲,券

商自营必须充分发挥投资决策委员会的作用,对更加广泛的产业资本和实业项目进行评估,从各条业务线的宏观高度上把握公司整体的风险暴露。这都需要现代化的风险管理理论和实践经验,自营部门埋头炒股票的日子将一去不复返。

券商资管的组织、人员要求

通过对目标客户和公司资源的分析,券商新资管的压力可谓公司内各部门之首!券商资管应该借鉴投资银行业务的组织经验,形成项目组,充分发挥专业性新手的作用。而这种专业性,就是对产业项目价值的敏感性,就是广泛地与产业客户的交流。也许未来的券商资管部门,会成为第二个投行部门,三个人才有一个固定工位,大部分人都是在外奔劳。较低的基本薪、突出的项目激励机制,将是必备的薪酬设计。

券商资管部门的负责人,某种意义上是券商综合业务平台的最佳实践者。也只有如本文前面分析的,将券商独有的投行、研究、经纪和自营业务充分结合,才能创造券商新资管的新局面;摆脱以往券商各个部门各自为战的尴尬,只能靠资管部门的负责人去沟通、去争取,最重要的是去谈判,设计一个合理的内部利益分配模式。

中国知识分子的劣根性,使得知识密集型产业的内部沟通是最难的。券商资管部门负责人如果怕内部沟通,想搞独立的子公司,搞大而全的职能设置,是很难成功的。百舸争流,一个全成本覆盖的子公司,沉重的成本压力最终会显示到给客户的价格上,摊薄利润,又怎么能实现业务的良性循环呢?

总之,券商新资管业务模式和盈利模式不能靠传统的思维,只能靠市场化的、国际标准的券商综合业务平台的打造,只能靠更加清晰的客户定位,只能靠具有狼性的业务员,只能靠善于沟通组织的部门负责人。