中美或成新一轮国际资本流动集散地

□人民银行郑州培训学院教授 王 勇

新华社图片

在欧债危机阴云并未散去、塞浦路斯又在念银行危机“魔咒”的环境下，目前国际资本流动出现新的特点，其中最突出的表现是中美或成新一轮国际资本流动集散地。

欧债危机爆发至今，几乎所有的欧元背后都负担了国家债务、银行债务乃至企业债务，而银行负债的价值，取决于银行本身及银行背后政府的偿债能力。如果银行和政府同时资不抵债，债权人及存款人的资产不仅会被强行减记，甚至剩余资产将在政府管制下被无条件冻结。对此，塞浦路斯银行存款余额超过10万欧元的大储户最高损失额度可能是60%。其直接影响是掠夺了储户的财富，更深远的影响是塞浦路斯离岸金融中心的地位或不保。

更为关键的是，塞浦路斯银行业的抢劫式“自救”模式引发市场恐慌，市场担心这种“抢劫式”救助在今后会演变为一种常规模式。而欧元集团主席、荷兰财长杰伦·迪塞布洛姆曾表示，救助塞浦路斯给今后欧元区银行重组提供了模板。这一言论立即引发欧洲银行股下跌、银行债券遭抛售。相对于欧债危机这潭深水，尽管塞浦路斯银行危机就好比茶杯里的泡沫，但救助方案的曲折及最终方案的敲定，对市场信心的打击是欧盟始料不及的，欧元区的完整被进一步弱化。同时，在欧债危机阴云并未散去的情况下，塞浦路斯危机会进一步促使投资者纷纷撤离欧洲市场和新兴市场基金。

近期，美国的投资环境却对国际资本具有较大的吸引力。首先，3月29日，美国总统奥巴马表示，基础设施对于吸引投资和振兴美国经济至关重要，美国政府鼓励私人资本参与基础设施建设投资，鼓励地方政府以发行债券等方式为基础设施建设融资。奥巴马政府当天提议国会拨款100亿美元启动基础设施银行，该银行可以大量吸纳私营部门的资金，预计至多可以撬动2000亿美元的私人资本参与基础设施建设。为了最大程度调动私人资本的参与，基础设施银行在任何项目中的投资比重不超过50%。奥巴马还建议提高地方政府在基础设施建设领域的灵活性，鼓励地方政府以发行债券的方式吸引私营部门投资基础设施建设，参与基础设施项目的私人资本可以得到项目的所有权，同时鼓励国外的养老金等投资机构参与美国地方的基础设施建设。

其次，美国商务部最新公布的较为强劲的去年四季度GDP数据在推高美国股市。美国去年四季度GDP年率终值从0.1%向上修正至0.4%，虽然仍低于市场预期的0.5%，但是相比于前值大有进步。这也刺激标普500指数创下收盘纪录高位，而且连涨5个月，延续4年来的升势。大多数资本都有流入美元、债市、股市的意向。

三是美联储可能退出量化宽松货币政策的预期也可能导致新兴市场资本流出，进而流入美国。从以上数据再加上今年一二月良好的经济数据可以看出，随着美国经济复苏前景转好，美国股市表现出与美元一起上涨势头。若美国经济在未来几个月还能继续延续复苏势头，美联储退出量化宽松货币政策的预期可能会大大提前。退出政策的预期使美元资产将富有吸引力，极易出现海外资金大幅回流美国，尤其是会吸引资本从新兴市场回流美国。

中国对国际资本的吸引力也不差。一是今年的政府工作报告提出加快转变经济发展方式，促进经济持续健康发展；强化农业农村发展基础，推动城乡发展一体化；以保障和改善民生为重点，全面提高人民物质文化生活水平，深入推进改革开放等。新一届政府更是致力于打造“中国经济升级版”，并提出相关路径，即要在扩大开放中扩大内需，立足内需，面向世界，深耕亚太；要注重提高经济增长质量和效益；要立足于拉动就业和居民收入增长；环境资源可支撑；靠开放促改革，靠制度创新释放红利。这都是中国经济可持续发展奠定良好基础的具体政策举措，对国际资本尤其是FDI具有极大的诱惑力。

二是4月1日汇丰（HSBC）公布，中国3月制造业采购经理人指数（PMI）终值为51.6，较初值51.7小幅下修，不过高于2月终值50.4。这也是该指数连续5个月处在荣枯线上方。同日，国家统计局和物流与采购联合会（CFLP）公布的数据显示，3月官方PMI小幅升至50.9，高于上月50.1。这是官方制造业PMI连续6个月高于荣枯线，表明中国制造业活动仍在扩张，中国经济还是处于温和复苏过程中。而经济复苏对国际资本的吸引力就会较大。

三是人民币兑美元汇率连续升值。4月1日，银行间询价系统美元兑人民币汇率开盘报6.2083，上一个交易日美元对人民币最低报6.2088，这标志着人民币兑美元汇率再次刷新汇改以来历史高点。而4月1日公布的美元兑人民币中间价为6.2674，人民币中间价距离去年5月2日创下的历史高点6.2670只差4点，人民币汇率开始加快升值步伐。人民币加快升值，对国际资本的吸引力非常大。

不过，越是在中国对国际资本的吸引力较大的环境下，越是要防范国际资本异常流动风险。因为，中国市场还不是很成熟的市场，一旦全球资金向中国聚了又散，将在几个方面影响中国：将加大人民币急速贬值的风险；外商对华直接投资也会随之萎缩等。对此，应保持高度警惕。

塞浦路斯“新模板”改变金融潜规则

□张捷

塞浦路斯对存款征税和申请救助，引发新一轮欧债问题，塞浦路斯的举动已经成为全球的焦点。欧元集团主席迪塞布洛姆称，塞国援助交易可能成为欧元区解决银行业问题的一个新模板。对于塞浦路斯的问题，把解决此问题前所未有的方式变成所谓的新模式。这个模式的意义就在于改变金融规则，具有巨大的利益输送性质。

2008年金融危机之后，西方普遍的思维是不断宽松的货币政策，但欧洲虽然制定了可能宽松的救助机制，但这个宽松的机制一直没有运行，取代的是德国为首的核心国家不断要求他国进行紧缩。欧洲对于宽松有什么顾虑呢？美国美联储最近也有停止QE的讨论，虽然在美联储主席伯南克的力挺之下，这个讨论暂时停止了。美国获利巨大的QE，他们为什么也有顾虑呢？这个顾虑就是资源的价格。西方之所以能够不断的宽松就是资源价格的不涨。现在世界大宗商品是熊市，如果资源价格暴涨，对于欧美这些资源消费国来说是得不偿失的，等于把大量的财富送给资源国家，上世纪七八十年代石油危机的损害他们是非常有经验的。

对塞浦路斯的存款征税，更大好处就是直接的消灭了货币，通过征税偿还国债，货币数量因此而减少，这是政府紧缩财政所没有的效果。政府紧缩财政不会带来货币数量增减，货币数量没有减下来，通胀压力就不会降低，此举可以大规模降低货币数量，这会有扩大的效应。因为在外汇市场开放之下，还有大量货币被兑换成其他外国货币或者直接把国内的货币存储到国外，使国内的货币数量降低，从而降低国内通胀压力，因此这个模式超出了我们所理解的欧洲危机最终解决的原有思路。原来我们觉得会是违约赖账或者巨大通胀埋单，但是如果这样，社会问题会巨大，同时会让资源价格“上天”。面对可能暴涨的资源价格，欧洲负担能力更弱，因为欧洲生产制造能力有限，获取必要资源艰难，欧洲也没有美国以及北美自由贸易区那样多的资源，更欠缺美国这样的全球资源控制能力，资源价格若暴涨将是长期无可逆转的灾难。因此，欧洲建立征收存款的新模式是可以想见的，大量欧洲货币会去其他地方，美元在欧洲的市场也会萎缩，大量在欧洲的美元也是要被征税的，这使得热钱也因为成本和风险巨大难以进入。

还有一个重要的因素是征税过后，欧洲也会如中国一样，日常经济活动现金交易大大增加。但不同于中国的是，西方银行是对于现金收取铸币税的，也就是说现钞和现汇是有差价的，这个差价可以达到3%，因此VISA等信用卡机构收取2%的佣金老百姓都可以接受，大量现金交易在西方就是不断给银行交纳铸币税，这是西方银行的主要收入来源，这也是中外银行的差别。中国的银行主要是息差利息税，西方银行主要是基于钞汇差价保障的中间代理业务收入，因此现金模式会给西方银行带来大量收入。不要说这个举动会摧毁银行业，实际上你已经离不开银行和货币，不存款了但交易离不开银行的结算、清算、汇兑等金融服务，多次钞现差价的收取，比收税一点也不少。这样的政策将使银行更加侧重于中间代理业务，银行的息差来源减少存款减少，直接融资的比例将增加，欧洲的金融模式将改变。

这个政策还会加剧欧洲的分化，德国这样在危机中表现不错的国家会吸引大量货币资本流入，能够取得比欧盟其他国家更大的发展优势，等于是别人紧缩德国宽松的差别化对待，但对于欧洲的“五猪”国家来说，现金货币会大量流出，造成这些国家的资产价格降低，未来资产重组也有利于国际资本进去渔利。因此，这个政策背后引发的博弈更重要，引发的金融资产波动带动了国际金融利益的再分配。

这个模式对中国也是影响很大的。因为存款征税把存款和热钱赶向世界，中国可能面临更大的热钱输入性通胀压力，引发中国政策调控货币紧缩的风险，而中国的出口商品欧洲是主要市场，欧洲由于货币外流后反而会有通缩的压力，这一正一负的变化大大的挤压了中国出口欧洲的收入和利润。中国当前的息差金融模式与西方的中间代理佣金的金融模式之间的套利空间也进一步的放大。虽然是一个塞浦路斯，但是这个模式却是要有全球影响的。

因此塞浦路斯虽然是一个小国，但也是国际避税港、离岸港和西方金融中心，它的变化是有全球影响的，尤其是它成为一个“试验田”以后，这更是超越一个国家进行全球金融博弈的大思路，会影响到全球金融博弈的方式和格局。对此应当高度重视，这可能会建立一种新的金融潜规则，我们一定要做好应对的准备。

债务软约束削弱货币控制力

□中国社科院金融重点实验室主任 刘煜辉

信用货币经济中，货币的起源是什么？中央银行的负债。

从逻辑上讲，央行本就是先有资产业务、然后才发生基础货币投放的负债业务。换言之，商业银行只有与央行进行资产业务才能换取经济中的一般等价物“通货和准备金”。这是商业银行信用创造货币的唯一方式。

商业银行与经济主体发生信用关系，对经济主体来说，是建立了债务。如果该经济主体要进行投资（资产购买）或消费，就需要商业银行从央行获取一般等价物，然后再向交易对手支付。从这个角度讲，货币都是债务创造出来的。

央行可以控制基础货币，来控制经济中的信用创造。

如果商业银行所拥有的一般等价物不足，就需要向中央银行借贷和资产转让，以获取通货和准备金。这就是所谓货币政策三大工具：公开市场操作、再贷款和再贴现。如果央行投放的货币保证有实体经济的价值创造活动与之对应，就不会发生货币失控。

这看似简单，其实是宏观经济最核心的问题：投资和消费决定。

投资在当年是内需，可提高经济增长率，而在来年会形成供应，需要新的内需去“吸收”，如此循环往复。如果投资顺利形成生产能力，生产出的产品又都能被消费所吸收，那么这种增长是无水分的；反之，如果投资的资产回报率无法足够覆盖资金成本，甚至变成“胡子工程”、“豆腐渣工程”，与这部分投资对应的增长率就是水分，通常与之平行的宏观状态是潜在增长的下沉、通货膨胀和债务堆积。

凡投资皆可能失败。所以除了技术、经验、知识和运气，最重要的是要有对投资效果负责的一套体制和机制。故此，债务的有效约束机制对于现代经济极为重要。

现代经济的债务约束无外乎两个方面。其一是制度保证，即所谓现代国家的预算制度（预算民主、支出透明），政府支出要经过充分反映民意的正当程序，重大项目的实施要经过严格的公众听证程序。其二是市场机制，投资是把时间引入的消费，所谓投资决定，就是在当下消费还是未来消费之间做抉择。在今天的消费与明天的消费之间要有恰当的比例。这种发挥作用的“相对价格机制”正是经济中那只“看不见的手”。

这两个方面恰恰都是中国体制转型中的“短板”。

一方面中国没有各级政府谁借钱谁负责的机制。“新官”对上新项目、借新债情有独钟，一般都不爱理旧账。

经济增长理论给出了工业化的一般规律，国民生产总值中资本的收入份额会随着资本回报率上升而下降，伍晓鹰（2012）计算的中国数据表明，最近十年的情况是完全违反规律的，即边际资本回报率（MPK）下降的同时，资本收入在国民收入中的份额却在迅速上升。这在很大程度上说明，是资本收入而不是资本效率在吸引投资。经济学理论已经证明，只有非市场机制的利益动机，才可以刺激投资者和生产者追求收入最大化，而不是利润最大化。过去十年（特别是2009年之后）中国很大程度呈现“为投资而投资”的趋势。

在软预算约束下，未来消费形不成足够的收入，不能为投资埋单，那就只能是杠杆的上升。债务危机的本质其实都是收入的衰退。

另一方面，中国的地方政府和国有部门通过各种方式控制土地、矿产等要素的价格，并控制着税收、收费、准入等对经济和金融活动有着绝对影响力的多种要素。因此它能将要素价格压至均衡价格之下，能将利率压至自然利率之下，从而改变微观的投资回报，于是信用跟着回报走，中国的财政和准财政活动具有极强的货币创生性，这就是经济学家们常说的货币供给的“内生性”，我称之为“财政决定货币”。

以上这些谈不上很严谨的体会大体上能描摹出一个货币供给的轮廓。

西方建立中央银行制是以资产管理为主体，通过资产业务向经济投放高能信用。回头再看看中国央行，过去十年都在负债端痛苦地腾挪，很清楚地说明，资产端是失控的，或者说是被动的、没有自主性的，所以才需要负债端的一系列“补救”，通过创设负债工具（中央银行票据），回收已经投放的基础货币，或者是“修建一个大池子”（提高法定存款准备金率），将商业银行多余的流动性“圈”起来，减少实际流通在外的基础货币量。

中国央行在面对的债务软约束体制一定是有心无力的。

最近一直在想，如果当初的机制设计是将外汇储备纳入中央政府的负债管理之中（比方说由财政发行债券来购买国际收支的盈余），并实行国债余额管理（债务余额上限管理），即债务上限的约束会对汇率干预形成制约，如此，可会还有今天如此规模的M2？

不动产统一登记：社会基础设施建设的关键

□深圳市房地产研究中心 李宇嘉

国务院办公厅近日就实施《国务院机构改革和职能转变方案》任务分工发出通知，要求2014年6月底前出台并实施不动产统一登记制度。此举是为了落实《物权法》规定、保护合法财产权，促进房地产市场调控长效机制建设。但从新一届政府执政理念和上述方案中的其他内容来看，我们认为此举更强调我国社会基础设施建设的重要性。

在市场经济条件下，公民个体和市场交易更加自由了，国家不直接干预微观事务。但是，除了法律法规外，国家宏观干预的基调更强调精密化、隐形化和深刻化。国家通过大量制度化的机制让公民逐渐把外在的约束转化成内在的自我约束，并自觉把许多规范看成是社会规范和公共规范，并将其看成是一种“超我”的社会化机制去遵守，从而在不破坏个体自由的前提下实现对公民个体间和整个市场、社会的调控和形塑。

上述国家制度化机制的内容除了法律、法规等正式制度外，更多的是由道德秩序、信用结构和基础秩序构成的社会基础设施。有效的社会基础秩序为社会问题解决提供必要条件，进而才能使社会进入可治理的状态，特别是市场失灵时。构建社会基础设施的关键是一系列简单而技术化的基础制度，如有效的财产记录制度、规范的收入管理制度、严格的票据和账目管理制度等。这些基础制度的作用之一，就是对社会各个主体经济社会生活的各个环节进行清晰而准确的记录或登记。事实上，这种记录或登记是社会基础设施的基础。

随着我国市场化改革的深入，特别是改革开放和融入一体化世界的程度越来越高，我国在经济建设、金融贸易、社会生活等方面的自由程度越来越高，政府也需要逐渐退出微观事务干预，通过法律法规和社会基础设施来实现对经济社会的间接干预。但是，我国在社会基础设施建设方面却严重滞后，特别是以不动产为核心的居民私有财产登记制度。

在公民的私有财产中，以房屋为主要载体的不动产往往是占比最大、分量最重的部分。不动产登记是不动产产权界定、保护和执法的基础，也是形成保护私有财产文化氛围的基础。更进一步，以不动产登记来对居民财产进行详尽的数字化管理，形成国家对于居民财产强大的管理能力，激励国民通过自身努力去创造更多的财富，而不是可以轻易地去占有别人的财产或挖苦心思地去侵害别人的财产，并通过财产登记的数字化管理建立赔偿机制，对于侵害财产的人进行处罚，社会财富增加的源泉也赖于此。试想，在道德约束和信用制度仍有待完善的情况下，如果不动产登记制度不健全，占社会财产主体的不动产领域必将成为被侵害的“重灾区”。

目前，我国在不动产登记领域存在着登记缺失、权属复杂、集合等级程度低的问题。首先，老旧房屋、小产权房、部分特权占有的不动产、集体土地登记缺失情况很普遍。即使有登记的记录，也存在着产权实物边界、权利边界、权利人不清楚的普遍现象，特别是近年来由于人口流动、土地征收、城市外延扩张和规划调整，不动产登记事实上缺失的问题就更加严重。其次，我国不动产权属现状非常复杂，根据所有权分为国有与集体所有，按性质分为林地、草地、农地以及建设用地，根据区域又区分为农村建设用地使用权、土地承包经营权以及城市建设用地使用权。此外，不动产登记还存在多个部门分头管理的问题，集合登记程度很低，如林业部门发林权证、农业部门发承包经营权证、建设部门或政府发房产证和宅基地证，国土部门发土地使用权证，而不同部门之间对不动产登记的管理不严、规制不统一、权责不明晰。同时，由于测绘标准不同或登记依据不同，也存在权属不明或重复登记的情况。不动产登记集合程度低造成跨区域、跨部门间信息不对称，给不动产产权违法行为创造了空间。

不动产登记存在上述诸多问题导致由产权登记、界定、保护和执法构成的产权基础设施缺失，不动产产权侵害和争议已经成为我国财产领域存在的最大问题。当前，我国集体土地市场化难题、小产权房悬而未决、征地拆迁社会问题等，都与产权基础设施缺位有关，而这些问题已经成为阻碍我国新型城镇化推进、经济转型和社会矛盾化解等进一步深化改革所面临的“拦路虎”。

而且，不动产统一登记制度也是完善我国社会保障体系、财税体制改革、住房政策制订和房地产市场调控的基础。在住房为主的不动产已经成为城镇居民社会保障主要渠道的情况下，不动产登记越完备，就越有利于搞清楚居民的不动产拥有和财产拥有情况，可以了解城镇居民社会保障的实际需求，将社会保障投向那些更需要保障的人群，避免目前社会保障存在着“全民覆盖但实际上是撒胡椒面”的弊端。在建立公共财政和间接税为主的财税体制改革框架下，不动产登记越完备，就越能够科学地了解哪些人群和地区对于公共基础设施的需求越大，财产税应该向哪些人群征收并避免逃税问题。不动产登记越完备，就越利于了解目前居民住房数量和质量上的结构性差异，未来各个地区住房要建多少、建什么档次的住房、住房保障应该针对哪些人群、采取何种保障模式等问题也就更清楚。特别是，不动产登记越完备，限购和房产税应该主要针对哪些人群、改善型住房需求和投资型需求如何区分等房地产调控难题也就可以解决了，这就是所谓的房地产调控长效机制建设。更进一步，如果通过不动产统一登记能够对居民最大私产做到切实保护，社会信用制度和道德建设将迈出重大一步，社会基础设施建设也将走入正轨，国家在经济政策、财税政策、金融政策、人口政策、社会政策等方方面面进行精确集约型的管理能力将大大提高，政府和市场的关系、边界也就更加清楚了。

因此，此次国家提出统一不动产登记制度与统一的信用信息平台、统一社会信用代码、出台并实施信息网络实名登记制度等其他28项内容并列，要求在2014年6月底前必须完成，此举足可以窥见国家对于社会基础设施建设的重视。

地址：北京宣武门西大街甲97号 邮政编码：100031 电话：编辑部63070331 发行部63070326、63070324 广告部63072603 传真：编辑部63070483、63070480 广告部63071029 零售价格：2.00元 广告许可证：京西工商广字0019号