

金融体系建设应从重储蓄转向重投资

□芝加哥期权交易所董事总经理 郑学勤

今天世界经济体系面临两大挑战：一是靠货币来推动经济的发展模式；二是落后于时代的国际货币体系。由于各种原因，两者短期内都很难得到纠正。

被异化的货币

在市场经济里，货币理应是传递信息和配置资源的媒介。1929年经济危机之后，美国政府根据凯恩斯主义注资支持就业，拉动消费。消费因此成了美国经济发展的动力，美国居民个人消费多年来占到GDP比重的70%以上。经过80余年的发展，这种实践形成了一些固化的理念。

首先，由于消费需要金钱，因此，对金钱的追逐成了各种意识形态的核心价值。金钱从消费的媒介被异化为经济活动的目的。

其次，由于经济发展靠政府注资，政府注资与经济发展速度似乎建立了一种天然关系。本轮金融危机之后，由于美联储货币政策对美国经济复苏的支持，每到经济发展出现波折，靠增发货币解决问题成了人们的自然预期。于是，货币从调整经济工具被异化为经济发展的动力。

第三，在传统的经济学理论中，游离于资本之外的财富没有理论地位，利润应当用于生产再投资。由于现代生产效率的提高和经济发展的不平衡，某个行业或在某个国家有可能在一定时期产生高于再投资所需要的盈利。此外，由于老龄化以及石油等资源国将短期收益转化为长期财富的需要，盈余的货币运动于各种资产之间以寻求收益，于是，货币就有了自身能够产生财富的假象。金钱也因此从财富的载体被异化为财富的本体。

第四，自由市场理论的核心是假设每个人在经济活动中追逐个人利益时都是理性的，金钱的运动能够有效地调节市场关系，市场活动能够理顺各种社会、经济关系。在这种理论的指引下，今天美国最富有400个家庭拥有2.4万亿美元的资产，政府负债17万亿美元，仍然没有资金来更新陈旧的社会基本设施，而贫富差距扩大，经济复苏乏力。通过金钱来调整社会和经济关系是传统经济学理论的核心。由于这种理论被推到极端，货币就从信息传导工具被异化成“无形的手”。

失效的国际货币体系

宏观经济学的另一个盲点是对经济体孤立起来进行封闭式分析。它假设各个经济体是在同样的水平上按照同样的经济规律运转。当发达国家对全球经济的主导地位被打破、经济规模庞大的经济实体进入全球经济体系时，不但这种经济理论丧失了解释现实的能力，而且在这种经济理论指导下的现有的国际货币体系也变成了阻碍经济发展的桎梏。

当布雷顿森林条约建立美元本位制时，美国制造业产出占全球的60%，出口占全球的80%。在这样的情况下，美元作为国际主要流通和储存货币，有其经济基础。现在，发达国家的工业产出加起来也不到全球的50%，美国不到30%，美国贸易多年逆差。而全球的主要商品贸易和金融活动仍然以美元结算，各国储备

美联储调查显示美国收入分配差距明显加大

美国联邦储备委员会9月4日公布2010至2013年消费者金融调查



货币60%以上是美元资产。在这种情况下，国际经济和金融活动对美元的需求远远大于美国经济对美元的需求。金融危机以来，各国央行已经向全球经济注入了7万亿美元的“宽松”货币，美元紧缺仍然是让国际金融机构头痛的问题。

不少经济学家认为中国等新兴经济体的“储蓄淤积”是导致金融危机的原因。事实上，同美国当年一样，新兴市场经济体（特别是石油输出国）在发展过程中，不可能在每个时间点上都把从生产中积累起来的盈余全都再投资到消费和再生产中去。在布雷顿森林条件下，黄金是财富的载体，美国当年因此可以通持过全球绝大部分的货币黄金来解决这个矛盾，对中国和其他新兴国家来说，因为其货币不是国际流通和储备货币，因此，政府不得不将积累起来的财富通过美元或美元资产保存起来。央行不可能巨量持有势必贬值的货币。

其次，靠印钱不可能长期繁荣。经济的创新需要制度改革作为支持。由于有货币政策的支持，美国政府缺乏进行财政、经济、社会改革的动力。从长远来说，宽松货币政策正在掏空美国的创新能力。

最后，为经济发展发行债务（从而生成货币）是健康的债务，以生成货币为目的而发行债务是不健康的债务。为不健康的债务所支付的利息，是对社会经济的不合理课税。债务过高，任何一个国家都可能出现违约。如果出现这种情况，对美国的全球地位将是沉重打击。

美国、日本和欧洲大量发行货币，在某种程度上是用非常手段来弥补国际货币体系对他们造成的不利。这些非常手段稀释了货币的价值，扭曲了经济关系。但是，由于意识形态和国际因素，这种体制很可能还将持续相当长的时间。

应从储蓄转向投资

如果经济发展被演化为钱的游戏，如果决定钱的含金量的主动权不在自己手里，那么，如何为社会和百姓的福祉而保存实体经济创造的财富价值（或是购买力），就成了特殊挑战。中国要跳出这个陷阱，需要依靠经济发展优势，把以储蓄为核心的金融体系建设为以投资为核心的金融体系。

储蓄和投资都是财富的表现。简单地说，

货币政策应避免过度刺激

□中国人保资产管理公司 蔡红标

下半年以来，货币市场出现一些新动向，虽然还处在“萌芽”状态，但不能不引起充分关注。

四大新动向需关注

一是，一般性存款出现持续下降，但财政、机关存款持续增长，结构性变化趋势明显。从数据看，机关团体存款、财政性存款持续增长，总额惊人。截至今年10月，机关团体存款高达184154亿元、财政存款48141亿元，两者合计23.23万亿元，占所有存款的20.65%。

特别是机关团体存款始终保持增长态势，而财政存款今年则一直在3万亿元以上。正如有关报告所言，在政府发行大量国债和地方债务余额巨大的情况下，如此多的财政类存款令人费解（机关团体存款主要来自财政拨款）。如果将财政、机关团体存款的一半用于归还银行借款，不仅货币当局的资产、负债同时减少，而且对于降低政府债务、释放银行风险、增强财政实力、推进积极财政政策成效等方面是非常有利的。与前述形成鲜明对比的是，住户存款和非金融企业存款（合称“一般性存款”）持续下降。其中，住户存款连续4个月低于6月的50万亿元、非金融企业存款下降趋势业已形成。10月末，一般性存款合计85.74万亿元，较6月末减少2.79万亿元，这也是连续第四个月出现存款下降。如果今年12月末仍是如此，则需引起高度关注，因为这也许意味着长期储蓄率下降。

二是，社会融资规模萎缩，关键是银行系统信贷减少。银行实际信贷继续收缩。人民币贷款同比增加，今年前10月累计贷款8.23万亿元，同比增长5.72%（以单月计，除7月同比减少外其余月同比均增加，而这主要是6月超贷之累）。但如果考虑影子银行、即扣除企业债券和股票融资后的社会融资（简称“银行系实际信贷”）却出现持续降低。近两年来，以2013年6月

为分水岭，此前银行系实际信贷狂飙，但2013年7月以来，在多个监管政策制约下，银行实际上缓慢去杠杆。特别是今年7月以来，委托贷款明显减少，而未贴现票据、信托贷款及外币贷款则已经连续4个月负增长。

如进一步分析，经历了2009年的信贷洪峰后，2010年4月开始，央行已经在修正信贷阀门，一直到2012年8月。但2012年9月后，信贷再次泛滥。一定程度上，目前的实际信贷收缩是继续此前的调整。考虑到2009年来M2过快增长，笔者认为，央行的这个调整是非常正确的。

三是，实际利率出现显著回落。10月银行间市场同业拆借利率为2.69%，分别比9月、8月低28个基点和48个基点，同时也比6月低16个基点。尽管当前的银行间回购利率较2010年仍高出不少，但已经较过去五年的平均水准2.914%低22个基点。一方面，随着央行定向降准、短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）等多项政策的作用，央行推动中长期利率下行的意愿得到体现，市场流动性非常充裕。另一方面，正如此前的分析，银行实际信贷和利率的双下降仍是十分罕见的。这是否意味着实体经济与货币市场传导不畅，或是信贷结构性矛盾突出？

四是，活期存款低增长趋势继续。伴随着银行实际信贷的下降，10月M2同比增长仅为12.6%，是7个月以来的新低，实际上也低于年初确定的13%目标。也许更引人注目的是M1，10月同比增速仅有3.2%，增速分别比9月和去年同期低1.6%和5.7个百分点。需要特别指出的是，M1和股市的关联度很大，7月以来的股市行情理应拉高M1，但下半年以来这个规律竟然失灵了。

货币宽松难解决结构问题

当前是否需要实行进一步货币宽松？近期随着经济增长有所放缓，有关2015年应实行进一步宽松货币政策的论点流行，尤其是部分金

融机构包括外资行，认为2015年应降息4次、降准2次等。笔者认为，从货币市场化的角度看，多以价格型调控、少用数量型调控是正确的，但如果试图以大幅度放松货币政策来刺激经济，做法值得深思。目前的根本问题不是市场缺钱，而是信贷结构性矛盾突出。在此情况下，即便采取如2009—2010年的极度宽松政策，即便可以拉高一、二个季度的GDP，其前景可能依然较黯淡。经济结构性问题的彻底解决靠货币放水很难解决。

此外，降息与是否放在国际经济环境下考虑。尽管欧元区、日本仍在继续加大宽松力度，但美联储加息趋势已经形成（不管是明年中还是明年底）。在此情况下，除非中国经济出现失速风险，否则这种全面刺激政策后果将是非常严重的。

PPI的连续负增长，表明工业经济不景气，这也可能从10月工业增速不足8%中体现出来，但其中很大原因是过去投资拉动性经济增长方式失效。事实证明，重化工发展模式只能适用于初级阶段。对于银行而言不是不想放贷，而是合格放贷企业资源匮乏，这和贷款利率的双下降仍是十分罕见的。这是否意味着实体经济与货币市场传导不畅，或是信贷结构性矛盾突出？

四是，活期存款低增长趋势继续。伴随着银行实际信贷的下降，10月M2同比增长仅为12.6%，是7个月以来的新低，实际上也低于年初确定的13%目标。也许更引人注目的是M1，10月同比增速仅有3.2%，增速分别比9月和去年同期低1.6%和5.7个百分点。需要特别指出的是，M1和股市的关联度很大，7月以来的股市行情理应拉高M1，但下半年以来这个规律竟然失灵了。

加大透明度 推动资本开放

对于国内货币政策演化，笔者建议未来应加大货币政策透明度。随着国际经济形势的变化，很多主要经济体采取了前所未有的激进货币政策，其中尤以美联储QE最为著名。但美国的QE政策很透明，金额多少、购买什么、受益对象等均广而告之。但是市场对中国货币政策却很多时候从“江湖传言”中获知。笔者认为，央行在实际行动之前可以保密，但在付之以行后的数个工作日内应以一定的方式公开告知，引导市场预期也应公开化。市场讨厌不确定性，市场也不能总是靠臆测政策过日子。笔者建议，央行的国际化与独立性，可从透明度开始。

货币政策管理应从定向转至普惠。今年多

储蓄是寻求无风险的回报，投资则是寻求有风险但较高的回报。在高回报—无风险回报—低回报（负回报）的排列中，储蓄接近中项，投资则有可能落在左侧或右侧的某一项。如果无风险利率高于投资回报，财富就自然流入储蓄，变为寻租的资金；如果投资回报高于无风险利率，财富就流入投资，转化为资本。风险与回报的关系是区别储蓄与投资的主要标志。

在纸币经济中，即使没有量宽政策，以货币为形式存在的财富也会自然减值。按照福布斯杂志总裁史蒂夫·福布斯在他的新书《钱经》中的观察，美元从1971年与黄金脱钩以来，购买力下降了80%，从2000年以来下降了26%。作为镜像，资产的价值则相对升值。换句话说，钱存在银行里，即使加上利息，实际购买力仍然可能降低；投资在资产里，即使其他价值没有变化，对通胀和无风险利率的弥补也会反映到资产的增值中。

银行存款率与通胀率在许多国家是倒挂的。自然利率是由社会供需关系决定的资金价格。没有风险的利率事实上是不存在的。通常所说的无风险利率，是指政府借钱的利率，政府债券利率同通胀率相差不会太远。银行即使能够提供无风险利率，也要扣去运作成本。因此，银行存款率低于通胀率是自然现象。如果政府硬性担保高于自然利率的协议利率，那就扭曲风险与回报之间的自然关系，从而扭曲整个社会的金融结构。

金融运作可以帮助实体经济创造财富，但它自身不会创造财富。靠金融运作产生的财富增值，如果不是来自投资回报的合理促成，就会成为社会财富的稀释剂和实体经济的腐蚀剂。托马斯·皮凯蒂在《21世纪资本论》中指出，如果金融资本的回报高出国民生产出和收入的增长，那意味着金融资本运作所起的不是财富生产功用，而是财富再分配功用，靠钱生钱是钱的异化表现。在发达国家里，它制造虚假需求；在新兴国家里，它阻碍资金流向实体经济。

存放在储蓄中的钱是有热能没有动能的钱。换句话说，它有价值但没有创造价值的能力。将这样的财富转化为有动能的资源，靠的是投资，而投资靠的是来自实体经济的需求。这就像静止容器中的水，没有外来的热量，就不会沸腾而转化为发电的蒸汽。发达国家的负利率和零利率，是要把钱从静止状态中挤压出去，但是，由于缺乏经济的实际需求，所以，水只是从一个容器流向另一个容器。

中国国内用高利率将资金从一种储蓄引入另一种储蓄，同发达国家的做法其实是异曲同工。美国的影子银行是金融中介机构通过期限错配和杠杆力创造准货币产品；国内的影子银行在很大程度上则是金融机构利用普通存款同机构存款之间的利率差异进行无风险套利。

中国经济经过30多年的高速发展，积累了巨量的财富。这些财富的大部分保存在存款或其他货币产品中。如果全球流通储备货币竞相贬值，各类资产不断增值，那么，以现金储蓄形式持有的财富，其价值销蚀速度会快于以资产或投资形式持有的财富。从储蓄到储蓄是空转，只有通过对实体经济的投资，钱才能吸收经济发展的效益，财富才能保存它的价值。

从累计来看，前十个月机电产品低于出口整体增速3.1个百分点，劳动密集型产品仅仅高于出口增速0.5个百分点。9、10两个月，这两类主要出口商品的出口增速均低于整体增速。与此形成鲜明对比的是，1—10月，贵金属和包贵金属的首饰出口386.3亿美元，同比增长67.6%。7—10月单月出口金额分别增长136%、126%、678%和187%，月度出口单价分别增长114%、162%、243%和91%。这种价格走势与国际市场黄金价格下跌趋势明显相悖，因此不排除存在虚假贸易的因素。

除从商品角度窥见虚假贸易的可能之外，从地区角度也可以得到同步印证。9、10月，我国对香港出口的月度增速分别为34.0%和24%。去年发生套利贸易的主要地区就是香港。因此，希望有关部门加强监测，做好防控。

展望未来进出口形势，从出口先行指数看，全球制造业仍保持扩张态势，但进程缓慢。10月全球制造业PMI为52.2，与上月持平。10月，中国制造业PMI降至50.8，为近5个月新低；新订单指数为51.6，比上月回落0.6个百分点，表明市场需求扩张态势未变，但增速放缓。新出口订单指数为49.9，位于临界值附近。四季度出口增长具备一定的客观基础，但外环境不稳定预示出口还存在波动可能。从第116届广交会情况来看也不乐观。采购商人数比上届减少1.07%，除欧洲采购商增长外，其余大洲采购商均呈下降趋势。成交金额较上届减少6.1%，且将近一半签订的是3个月以内的短单。考虑到2014年春节在1月份，因此2013年12月份会吸纳一部分1月份的出口量。但2015年春节在2月份，这种吸纳能力会转移到2015年1月份，间接导致2014年12月份出口不会出现去年12月份的较大增长。且去年同期基数较高，2014年出口出现翘尾的可能性不大。

进口方面，随着国内收入和消费稳定增长，对进口形成一定拉动。但固定资产投资增速放缓显示进口增长后劲略显不足。国际大宗商品市场价格步入下行通道将对进口增长形成抑制。对进口形成利好的是，为实施积极的进口促进战略，推进贸易便利化，改善贸易环境，国务院办公厅近期印发《关于加强进口的若干意见》。此项政策主要包括扩大先进技术设备和关键零部件进口，稳定国内需要的资源进口，合理增加一般消费品进口，大力发展服务贸易进口，推动进口贸易便利化等八个方面内容，将对促进进出口稳定平衡发展，优化外贸结构，提升竞争力起到积极的推动作用。但这一政策的落地发酵尚需时日，对进口的促进作用不一定能在第四季度显现。

记者观察

基建“走出去”需加强协同合作

□本报记者 任明杰

中国南车和中国北车这两家企业，有望在分离14年后再次合二为一。对此，市场不免担心两者合并恐将在国内形成新的垄断，而两者在2000年一分两立为二目的正是打破垄断。但是，时移世易，14年后的今天，经过对高铁技术的引进、吸收和发展，北车和南车已成为排名世界第一和第二的两大巨头。可以说，对北车和南车而言，其面对的已经是世界轨道交通市场，国际竞争代替国内竞争上升为主要矛盾。两害相权取其轻，两利相权取其重”，在新的取舍面前，南车和北车的发展也势必要顺应新的形势。

与两者在世界轨道交通市场的排名不相称的是，国内市场对两者营收贡献的比重仍高达90%。更重要的是，两者在走出去的过程中各自为战，以至恶性竞争。两者的合并也正是由此引发。

当然，两者合并不仅仅限于规避走出去过程中的恶性竞争。事实上，作为两家在世界轨道交通运输市场具有各自优势的企业，需要统筹分工才能打好“组合拳”。比如，南车优势在于250公里动车组，北车优势在于350公里动车组和高寒动车组，而世界市场是多元的，要各个出击、分别突破，必须进行合作分工，那么也就必须对南车和北车进行统筹，形成合力。

南车和北车的合并也为基建企业在走出去的过程中协同合作提供了启示。在发达经济体艰难复苏，新兴经济体增速放缓之际，世界各国正在寻找新的经济增长点。而在今后相当长的一段时期内，基础设施建设有望成为刺激全球经济的新抓手。凭借中国在基建投融资领域所体现出的新优势，中国基建企业也无疑迎来了新的战略机遇期。

与南车和北车在走出去过程中面临的各自为战的局面一样，中国基建企业在过往走出去的过程中也同样各自为战，缺乏协同，非但没有形成合力，反而造成了不必要的内耗。要统筹中国基建企业在走出去过程中的协同合作，除了南车北车合并这种由于产业的特殊性而采取的做法以外，途径仍然很多。

一是要充分发挥行业协会的作用。提高协会权威性，改变其弱势地位，使其成为有效表达行业内部利益诉求，体现行业长期海外利益的自律组织，发挥其在基建企业走出去过程中促进合作、协调组织的作用。二是要建立走出去基建企业之间的初步同盟。不少央企便建言，要成立以企业为主导的跨国经营协会组织，从而做到以企业的自律经营和海外协作为主线，尽快使我国“走出去”的企业形成合力。三是要完善相关的法律法规，依法治国，发挥《反不正当竞争法》的作用。

警惕虚假贸易卷土重来

□商务部研究院外贸所副研究员 肖新艳

1—10月，我国进出口总额35305.7亿美元，比去年同期（下同）增长3.8%。其中，出口19038.4亿美元，增长5.8%；进口16267.3亿美元，增长1.6%；贸易顺差2771.1亿美元。但具体分析可以看出，出口回暖可能包含虚假贸易因素。

从累计来看，前十个月机电产品低于出口整体增速3.1个百分点，劳动密集型产品仅仅高于出口增速0.5个百分点。9、10两个月，这两类主要出口商品的出口增速均低于整体增速。与此形成鲜明对比的是，1—10月，贵金属和包贵金属的首饰出口386.3亿美元，同比增长67.6%。7—10月单月出口金额分别增长136%、126%、678%和187%，月度出口单价分别增长114%、162%、243%和91%。这种价格走势与国际市场黄金价格下跌趋势明显相悖，因此不排除存在虚假贸易的可能。

除从商品角度窥见虚假贸易的可能之外，从地区角度也可以得到同步印证。9、10月，我国对香港出口的月度增速分别为34.0%和24%。去年发生套利贸易的主要地区就是香港。因此，希望有关部门加强监测，做好防控。