

作品信息

书名：拿什么拯救中国经济？

作者：叶檀

最后更新时间：2012 年 11 月 27 日

豆瓣阅读链接：<http://read.douban.com/ebook/400371/>

本文档由豆瓣 Kindle 服务递送给用户 MbmbvY (56210811)，用户已于 2012 年 01 月 31 日确认递送文档仅供其专属 Kindle 使用。

导言

本书全面解读了中国经济的方方面面，从宏观走势及决策逻辑，到资本市场、房地产市场及金融市场的种种病兆；分析了过去十来年中，中国宏观及产业经济曲折前行的种种矛盾与冲突；勾勒出了“中国式成长”的线条，同时也给出了富有勇气和穿透力的解读，让人们清晰的看到了中国当下的经济之路，也看到了中国经济正处于一个新的十字路口。

这是大资本、国家主义盛行的时代，也是全民资本主义发轫的时代；这是居民资产性收入受到政府鼓励登堂入室的时代，也是资本市场内幕交易泛滥、财富不公平分配的时代；这既是让人无奈的垄断时代，也是令人欣慰的经济大发展时代。

这个时代有很多难题，也有很多机遇，中国经济已来到了这个矛盾而光辉的时代，何去何从，且听本书为读者——道来。

叶檀

博士，财经专栏作家，知名财经评论员，《南方人物周刊》“2008 年度中国青年领袖”，《每日经济新闻》主笔，《解放日报》评论员，《南方周末》、FT 中文网等媒体专栏作家，央视《今日观察》、第一财经特约评论员；向以大视角和对经济问题的准确判断著称；现居上海。

拿什么拯救中国经济？

叶檀

推荐序 请看“叶女侠”出刀

拿什么拯救中国经济？

这个设问还可以被分解成下列命题：中国经济是否需要拯救？哪些力量能够拯救中国经济？是主动拯救还是被动拯救？拯救的路径有多少条？拯救的手段有哪些？拯救的结果及后果将是什么？

作为历史学博士、中国最勤奋的财经时评学者、也是仅见的女性财经评论员之一，叶檀在本书中给出了她的答案：市场化改革是唯一的出路。

改革，在中国是一个已经被用烂了、却始终无法被摒弃的名词，它几乎被赋予了宗教般的意义，而很少有人以历史的脉络来对之进行分阶段的解读。于是造成的结果就是，在当今中国，改革成了

所有利益集团为自己博弈的工具，“改革，改革，多少罪恶假汝之名以行之”。

事实上，必须与改革同时被讨论的是，共识、利益与权益。

回望最近 30 年的中国经济变革，我们看到，在 1998 年—亚洲金融风暴之前，改革的共识是建立在对计划经济体制的破坏之上的，所有的改革都是从“违法”开始，因为，现行之法是一种“恶法”，先行者前赴后继，改革以自下而上的潮流推进，政府则在其后以追认的方式认可，原有的既得利益集团已经瓦解，或者说已无利可图，新的商业利益的获得者都是在体制外成长起来的。

自 1998 年的国有企业产权改革之后，情况悄然发生了大的变化，随之，中国的产业结构开始向重型化转移，能源及资源—这些要素无需通过改革的方式培植—成为商业利益的新争夺点，到 2003 年之后，因反对计划经济体制所形成的改革共识终于被利益分化掉了，从此，中国经济由共识时期进入到了博弈时期。我们无法用好或是坏来形容

这样的景象，这也许是经济发展的必然逻辑，不过让人担忧的是，政商界、知识阶层以及市民阶层对这种变化的发生显然非常陌生，要么不肯承认，要么有意回避。

在共识模糊的前提下，利益及权益的重新设定被延误了下来，于是，改革成了一个特别诡异和摇摆的名词，无数经济乱象由此而生。

叶檀在这本书中，以她细腻而罕见的分析能力，全面解读了中国经济的方方面面，从宏观走势及决策逻辑，到资本市场、房地产市场及金融市场的种种病兆。她留存了过去十来年中，中国宏观及产业经济曲折前行的种种矛盾与冲突，勾勒出了“中国式成长”的线条，同时也给出了富有勇气和穿透力的解读。

我非常同意她在后记中的这段话：“当政府的作用强大到介入微观经济领域，阻碍生产效率提升，甚至大肆浪费纳税人的辛苦钱，投入到白宫式的象征性豪华建筑中，而纳税人却无能为力，这种介入必然导致经济体迅速恶化。”

她的如下感叹更是让人心有戚戚焉——“处于转型时期的人，不得不在逻辑怪圈中挣扎：赞成自由市场，又看到自由市场的约束条件；不赞成政府过度介入微观市场，却时刻呼吁政府的自律与他律。”

今年，我有机会去中国的两个邻国——日本和俄罗斯做了旅游考察，我看到了一个缺乏内需的发达国家的苦恼，以及一个迄今未从“石油诅咒”中摆脱出来的大国的困顿，相比这两个与中国恩怨交错的国家，我们的成长前景实在让人羡慕。中国的问题都是在“历史的三峡”中曲折前行的问题，而不是无路可走，在这个意义上，叶檀的设问正有她的警醒、跃进与面向未来的意味。

自孔夫子说出“惟女子与小人难养也”之后——我至今不知道如何确切地“白话”这句话，全中国的男人都知道女人是不好惹的。日前有朋友盘点财经界的“危险人物”，说到女性，北有《财经》的胡舒立，南有上海的叶檀，此兄笑言，有“北胡南叶”在那里，财经界的性别力量就已经平衡了。

当然这是席间笑谈，却也有事实的意味在里面，不妨录在这里，给读者留一点谈资。

最后要补充一点的是：尽管叶檀被人称为“叶女侠”，其文笔之犀利、言辞之猛烈往往让她的异性同行都自叹逊色，而在日常生活中，她却是一个非常平和、通达的人，好商量到几乎没有原则。

好了，现在请看“叶女侠”出刀。

吴晓波（财经作家、蓝狮子出版人）

自序 经济变革大局势

中国经济大变革始于今日。

从长周期说，中国经济的现代化变革始于一百多年前。当林则徐等先贤战战兢兢地提出师夷长技、翻译西方书报之时，现代化变革的基因已经潜藏在内。此后经过由上至下的改革，经过系统的官商合办、官督商办等尝试，经过民间土生市场力量

与外来市场力量的冲撞，表层的商业文明与内里的小农经济貌合神离，官方扶持的市场化实验与现代社会一起半途夭折。

当下的中国，具有以往的中国现代改革史从来没有的经验——改革初始时期的上下合力利益均沾细分为不同的利益群体，改革的目标必须进行二度校正；市场化改革从计划经济与国有体制颇具特色的货币与资本市场脱颖而出，国内市场并未开放，市场内生动力还没有发挥，市场主体的一只脚已经迈向了国际；国有企业仍然被赋予保值增值的历史使命，但人们有理由担心，官商合办、官督商办的低效、贪腐噩梦是否会卷土重来。

中国面临前所未有的机会，世界经济在 2007 年年末再次发生强烈转向，世界金融中心地带发生强震，全球看着中国手中握有的两万亿美元外汇储备，俯首倾听中国的声音。经济现代化之旅离不开基本健康的社会秩序的护佑，中国的现代化之旅总是被内战、外战撕成碎片，企业、民众在重税之下无法保持对未来的任何预期，而现在，强有

力的统治足以让社会维持数十年的和平岁月，这是中国在追逐现代化过程中前所未有的岁月，让人联想到中国抗战爆发之前的一段工商辉煌岁月。如果不趁此机会寻找到社会的转轨之机，历史机遇稍纵即逝，中国的现代化之梦还将延续百年时间。

历史不会重演，这句话并不准确，历史的幽灵被驱赶出大门，又从后窗跳入内院。改头换面，其魂则一。目前的这场经济大变革，潜藏的改革基因既承接晚清以来的颠扑难灭的国家现代化梦想，又承接了强有力的行政权力，大批亦官亦商的市场人士，和一个亦官亦政的组织架构。如果说，最近 30 年来的这场市场化改革与百年来的改革有什么区别的话，那就是，我们通过饥荒、战争与被入侵，认清了改革的几个前提，市场不能建立在亦官亦商的构架之上，不能建筑在中体西用的梦幻之上，没有农村的商业文明，就不可能有中国整体的商业文明。

我把从清末开始的经济现代化之旅分成三个阶

段。第一阶段是从清末开始到民国结束的官方主导模式下的市场化努力，第二阶段是 1949 年以后政府以计划经济追求国强民富的过程，第三阶段是起始于 1978 年的民间自发保护产权与财富的努力和官方大规模推行改革的过程中自下而上、自上而下改革的结合。

笔者无心作贯穿 30 年的长篇巨制，那非个人之力所能完成。之所以选择 2007 年作为改革另一个重要转折关头的切入点，是因为从 2007 年开始，改革遭遇系列挑战，社会的种种征兆显露无遗，这个社会正在呼唤一场大规模的、一系列的深度改革。

发端于 1978 年的改革分为几个红利分享期，1998 年是个重要的时间节点，此前中国经济社会中普遍的产能不足、国内需求畅旺、产品不愁销路的红利消耗殆尽；2003 年是另一个重要的时间节点，世界贸易组织（WTO）红利让中国产品找到了新的销售渠道，正因为国内与国外双重消费渠道先后开启，中国经济改革的制度性改革顺理

成章被延后，各方吃滚存下来的红利。但 2008 年，一个不愁消费、不愁产品销售渠道的商品世界，在破坏性十足的金融危机的冲击下，坍塌了。

改革初期产能不足的红利从 21 世纪初已经消耗完毕，摆个地摊兜售各色小商品就能当上万元户、吃香喝辣的好日子一去不复返。产能过剩在 1998 年的经济紧缩中已经有所暴露，政府必须依靠房地产、教育等拉动内需，居民消费不足成为实实在在的拦路虎；而到 2007 年前后，拉动内需大有功的房地产市场业已成为分配不公、行政垄断、中央和地方政府财政失衡的象征。

2003 年是中国现代化史上的重要时刻，中国主动向世界贸易组织靠拢，经过十几年艰苦的谈判，终于开启了中国 WTO 新时代。带来的直接好处显而易见，中国大大小小的制造企业、家庭手工作坊生产出来的鞋、袜、衬衫、打火机等等，义乌小商品市场上包罗万象的中国小商品，如水银泻地，覆盖了全球市场，全球人均 10 双袜子就有 3 双是中国袜子。2005 年左右开始出现的西班牙烧

中国鞋事件，是全球生产过剩、金融危机异变之前出现的小信号，当时被当做全世界失去抵抗力的高薪产业工人的最后挣扎，在占据了报纸头版一两天后，就淡出了人们的视野。2003 年如此重要，自从这扇门打开之后，中国只能越来越深地参与国际市场，再也退不回原有的发展模式。并且，2003 年以后产能过剩问题轻松解决，让我们产生了严重的幻觉，以为能够一直拥有全球消费市场，让中国像日本、韩国一样能从容完成初级工业化之路。

但 2007 年 10 月开始的美国第五大投资银行贝尔斯登公司所属的两家对冲基金的倒闭，不料成为美国房地产次级贷款危机的前奏，此后如山火蔓延，引发全球经济危机。在房地产泡沫将资本市场的泡沫榨干之后，我们突然面对前所未有的局面，一贯大手大脚的美国人开始厉行节约，储蓄率上升，正如老话说的，藏在枕头下的钱再拿出来就很难了。美国人突然不消费，全球产能过剩，通过挖掘其他出口市场弥补欧美市场份额的下降几乎

是不可能完成的，因为，地球是圆的，发达经济体对出口消费有极强的带动作用。

全球充斥着或明或暗的各种贸易战争。从2008年年底20国集团宣布不采取保护主义措施以来，已有17个国家实行了47项措施，以牺牲其他国家为代价对贸易实施限制。当全球最大的美元持有国与美元发钞国开始互相指责，当全球在一起，对于出口政策作出检讨，只能说明，WTO时期的出口红利，在不经意之间，在中国还没有准备好的时候，过早地结束了。世界和中国需要进行只能成功不能失败的转型，美国在控制自己的金融系统，控制自己的消费欲，而中国必须调整经济结构，改变乐此不疲地向美国同时输出产品和美元，穷国充当美国最大债权国的反常现象。

转型异常艰难。理念的碰撞体现在一切与经济相关的方面，关于产权界定的根本大法《物权法》的争论回到姓社姓资的原始轨道上；民众在诸如小区停车位、交通强制险的合理性、手机漫游费等一切方面争取自己的利益；公平与效率之争成为

继国有资产流失大讨论之后，又一个撩人心弦的敏感话题；在楼市上市场与行政之争，在股市上救市与不救市、大小限改革与不改革之争，在货币改革上人民币汇率是否应该尽快实现市场化之争，处处硝烟。

硝烟的背后是实体经济突围之旅，是产业痛苦的转型，是出口企业在产能过剩的打击下大面积的收缩。2007年，珠三角千家制造企业或迁移或破产，北上的香港商人逐渐退出，长三角制造类企业的资金链开始出现危机，房地产价格在拐与不拐之间徘徊，越来越多的中小房地产商被淘汰出局，谁拥有足够的现金流，谁才是市场的胜利者。

中国经济改革进入又一个十字路口。

以前压低成本、牺牲环境以糊口的工厂创造财富的做法，以往产能不足和出口红利掩盖之下的财富两极分化、财富虚增现象，形成中国经济改革无法绕过的险恶礁石群。无法持续，必须重整。

方向是明确的，我们知道该去哪儿，却在具体行为模式上存在天悬地隔的巨大分歧。现在的问

题是，我们有继续难度更大的改革智慧和勇气吗？我们如何在机会主义与长远的目标之间取得平衡？我们如何平衡强大的既得利益群体与庞大的贫困人口、尚在萌芽的中产收入阶层、巨无霸式的垄断国有企业和工商阶层之间空前复杂的利益关系？我们如何在全球化、民族产业的古老命题中获取新的视角？

更大的命题是，在国内层出不穷的消费需求，和在中国经济比重中占据 70% 以上的遍布城乡的民营企业上层，已经覆盖了一层坚如磐石、体量越来越大的护卫中国经济安全的国有垄断企业，这些企业正在以越来越快的速度，扭曲着中国的市场定价体系，劣化着中国的资源配置体系，撕扯着中国市场的基石。计划经济以国家主义的面目，以更庞大的体量从前门大摇大摆，占据中国经济舞台的主角位置。

让我们回到阳光灿烂的 2007 年吧。

在 2007 年年底，美国房贷坚冰融化，人们只听到了两声冰层断裂时轻微的脆响，没有人愿意

深究平淡警告背后的含义，沉醉中的人无法相信，小事件能够左右大局，身处利益旋涡的华尔街洞察者缄口不言。更多的中国人虽然为高增长的经济数据而欣喜，却开始为逐渐出现的通胀迹象而担忧，更担心国内的资本市场受到了国际巨鳄的冲击和掠夺，近万亿的外资汇聚到中国股市、楼市为主的资本市场，迅猛购买人民币资产，以巴菲特为首的境外投资者在香港上市的 H 股上获得 10 倍以上的收益，全身而退。中国金融机构境内外上市的差价如蛇样纠缠着所有人的头脑，国内民族主义情绪开始出现，利益被剥夺的痛苦遮蔽了原有的市场逻辑。

2005 年人民币汇率形成机制改革，从 2007 年 10 月开始，人民币兑换美元开始升值，人民币本身成为最值钱的资产。随着美元的疲弱，民众开始将手中拥有的美元兑换成人民币囤积起来，由于美元贬值，企业开始借贷外汇，并且通过银行兑换成人民币做简单的套利交易。金融危机爆发后，人民币起落不定，在圈定的范围内上演无奇的故事。

与此同时，政府、中国人民银行（通称“央行”）力主藏汇于民，并且推出各种海外投资产品，鼓励国内资金走出国门，以减少人民币升值压力。半年之后，几乎所有的境外理财产品折戟沉沙。2008年3月，第一只银行系的 QD II 理财产品清盘，投资者对机构的境外理财能力投下了不信任票。他们是对的，截至 2009 年 3 月，8 只被允许投资海外的 QD II 在过去的一年中带给投资者的是超过 431.97 亿元的损失。

2006 年、2007 年，中国股市牛气冲天，遍地黄金，股市占 GDP 的比重从 20% 跃升到 100%。2007 年，投资者经过被称为“5·30”半夜鸡叫的第一次行政打压，到今年年底，在刺破泡沫的喊声中，股市一落千丈，半年之间，主要成分指数沪综指下跌近一半，股市市值下挫 40% 以上，80% 以上的股民财富缩水，被高位套牢。

2008 年、2009 年，股市进入股改后的真正考验期，大小非解禁，那些以极低成本获得股权的投资者尤其是小非疯狂套现，一家公司三天之内被

套现 80 亿元。一些民营上市公司的高管不惜辞以规避套现的约束，急于将那些股权变成现金。股市力量的博弈，清晰地展现出谁是中国经济的主导者，谁是附庸者，而谁又是急于取利而屡屡上当的制度性失败者。

在 2008 年 3 月初召开的全国两会上，国务院总理温家宝在承认中国有希望的前提下，坦承 2008 年是最困难的一年。中国改革 30 年之后，面临又一个关键转型期，我们尚未找到应对办法，只能拿出积极财政政策的旧式武器仓促上阵。转型过程注定痛苦而漫长。

司马迁在《史记·货殖列传》中写下这么一句秦汉俗语：“天下熙熙，皆为利来；天下攘攘，皆为利往。”这句揭示亚当·斯密市场论精髓的话，印刻在当下的历史中，活色生香地展现在我们面前。一幕幕烙上金钱印记的历史书页，每天在我们眼前翻过。

在翻动的书页之间，历史轮流交替。金融市场化与产业转型、农业产业化敲开了 30 年之后另一

扇沉重的改革之门。

第一章 宏观经济闯关

温家宝总理在 2008 年第十一届全国人大一次会议与全国政协第十一届一次会议记者招待会上坦言，2008 年是中国经济最困难的一年。这前所未有的表态，是个明确的信号，预示市场 30 年的改革开放进入新阶段。经历数轮经济变革，产业领域市场化之船行到江心，却遭遇金融危机的狂风大浪。要保住新兴工业国的改革成果，中国有两场经济硬仗要打，产业结构必须调整，货币必须市场化。如果此战不赢，改革将倒退几十年。

国家经济主义发轫

2008 年开始的中国经济在外界压力下，进入深度调整期。2003 年加入 WTO 之后的红利随着全球金融危机的来临而耗散，外贸依存度达到 60% 以上的经济体，一旦出口之闸堵塞，相当于市场血管二堵其一。

如果以为经济领域的新变革起始于 2008 年则

是大错特错，从 2007 年起，全球通胀的阴影就开始如影随形，对于通胀的警告、对通胀成因的分析见诸各个报端。起始于 2005 年的国有资产流失之争最早启动了分配体制的警讯，此后国有企业高管 MBO（管理者收购）被指责为权贵们掠夺财富的分配工具，在国有企业领域暂告一个段落。环境污染、资源抢夺、现代奴工等极端现象的曝光，指向只有一个，原有的发展模式难以为继，经济面临大变局。

拉动内需被赋予承担中国下一个改革 30 年经济增长点的重任。没有人否认关键时刻拉动内需的重要性，但曾经拉动内需依靠居民消费的主要手段，如房地产市场化、教育市场化等，业已成为市场化的绊脚石，抑制内需的重要因素。从 2008 年第四季度开始的经济拯救运动，却变成了单纯靠投资拉动的似曾相识之路，居民消费欲振乏力。

中国需要反省既有之路，思考撬动内需的真正力量到底来自于何处。内需经济意味着市场领域的深入改革，意味着资源配置与分配领域的彻底

市场化，依靠财政部、国资委对央企的限薪行动，依靠政府补贴的家电下乡和汽车下乡行动、依靠发放消费券，会取得弥补消费缺口的应急作用，取得短暂平衡，但只依靠政府的补贴，很快会面临更大的失衡。

资源错配是有意为之，现在还在继续。令人担忧的是，资源错配在短期内会造成国有企业辉煌的错觉，认为不必依靠制度性改革在国有企业基础上就能形成新型工业帝国，由此形成路径依赖。目前已处于国家经济主义的全盛阶段，无论是官督商办的清末维新，还是民国时期将大型商业银行收归国有的历史阶段，就政府控制的经济总量而言，都无法与目前的资源控制程度相颉颃。

这是大资本、国家主义盛行的时代，也是全民资本发轫的时代；这是居民资产性收入受到政府鼓励登堂入室的时代，也是资本市场内幕交易泛滥、财富不公平分配的时代；这既是让人无奈的垄断时代，也是令人欣慰的经济大发展时代。表面的混乱掩盖的是内在的国家主义的清晰逻辑。

在当下的中国，让人印象深刻、心存畏惧（而不是敬仰）的企业是中石油、中石化、中国工商银行，与美国曾经的垄断企业卡内基钢铁公司、通用汽车公司一样，这些企业体量巨大，大到足以与20世纪的美国国有企业相提并论，大到市值超过了美国跨国公司，工、中、建、交四大国有控股股份制商业银行，2008年年末占据全球市值排名前十位中的四席。这不仅是新兴经济体资本泡沫的常见胜利，更预示了中国前所未有的资本集聚效应，目前中国的经济是史上已有的国家主义的延伸，但在表象、技术手段、目标等方面已有本质区别。

这让人联想到一个相似的时代—20世纪20年代的美国。20世纪20年代的美国，与21世纪头10年的中国，表面上如此神似。

两个时代都是创造经济奇迹的时代。美国整个20世纪20年代，被评论家称为“新时代”，乐观主义情绪弥漫在整个社会的上空。美国劳动生产率增长了50%以上，使通货膨胀率保持在接近

零的水平，比我国 21 世纪最初四五年的高增长低通胀的奇迹有过之而无不及；整个 20 年代，美国联邦政府年年都有预算盈余，以至于联邦债务减少了三分之一，而我国截止到 2008 年 3 000 亿的财政赤字与 20 万亿以上的居民存款、中央政府 3.9 万亿元的财政收入相比，显得微不足道。巨额的财富积聚让中国骤然变成世界经济舞台不可或缺的角色；在整个 20 年代，美国的失业率持续下跌最后降到 3.2% 的历史最好水平，而我国虽然就业压力巨大，但在上亿农民转移到城市的史诗长剧中，城镇 4% 左右的失业率令人印象深刻……

两个时代同样以全民炒股的方式开启了全民资本时代的大门，全球货币掌控权出现微妙的变化。20 世纪 20 年代国际货币控制权开始转移，是时作为老大的英帝国虽然试图挽回颓局，但控制权已无可奈何地转移到了新兴美利坚，四处弥漫的欧陆战争使美国成为欧洲债权国。美国政府发行的自由公债在 20 年代进入兑付期，稳定的收入、兑付的债券与借贷消费文化的兴起，让美国成为消

费乐土。同时，美国摆脱对欧洲的资本依赖症，进入内需拉动时期。新产品、新服务层出不穷，收音机、汽车、住房、电影，各个行业以前所未有的速度扩张，1929 年美国的汽车产值占总产值的 8%，恰与 20 世纪 90 年代的信息产业相同。经济链条通过消费投资上下传导，举凡电力、钢铁、通讯，无不进入大发展时期，市场对大企业的需求，以及掌握资金链条的银行家对于垄断利润的觊觎，让大企业成为时代的宠儿，洛克菲勒、福特，从 19 世纪延续到黄金般的 20 世纪 20 年代。企业并购案随处可见，对资金的需求以及民众的投资需求，使信托、债券、股票等产品供不应求，银行的经纪零售业务、证券批量制造加上资金杠杆推波助澜，形成危险的倒金字塔负债结构。

在一定历史阶段，大企业依赖症是必然的，在 19 世纪缘于重工业时期对资金、技术、劳动力密集的需要，在 20 世纪冷战结束以后缘于全球化的需要。两个时代的重叠构筑了相隔 70 年的两个繁荣时代垄断企业齐放异彩的奇观。

20 世纪 20 年代的美国，犹如垄断资本主义的末代狂欢，起因于行政之手介入不足，或者说是行政权力有意识地充当了大资本的护航者，以增强美国的国家竞争力。

虽然有部分相近之处，但中国面临的国家主义基因全面侵入经济体，与美国天壤之别。在 70 年后的大洋彼岸，我们看到的主要是由行政并购形成的金融产业帝国的集合垄断群，权力之手将资源强行整合，交付给中央国有企业管理，而后由统一的行政中枢系统配置资源，从信贷、资本、原料供应、价格制订各个方面向航空母舰般的垄断企业输血。如果说 2003 年银行背水一战的改革充斥了行政坏账的阴影，那么，在 2008 年金融危机拯救战过后，我们同样会看到呆坏账的大量滋生。无论是实体企业还是金融机构，远超以往规模的国有企业军团纵横四海，国有企业在谋求市场化，市场却正在国有企业的影响下迅速国家主义化，所有的企业因为要在央企的牙缝中生存，而不得不实行媚眼生存术。

无论是从资源集聚、从重化工业的要求，还是从全球竞争时代急需的实力，都决定了目前这个阶段国家主义的表现形式是金融与工业寡头的紧密结合。不仅中国如此，所有拥有庞大主权基金的国家——从挪威、科威特到新加坡，无不如此。

央企是国家主义的典型样式。央企是技术与资金的集聚之所，资金、人才、技术，所有的资源配置逐央企而走，信贷流向央企，中小企业的投资80%以上则靠自有资金；理应最市场化的资本市场，在当下的中国却成为国家垄断的助推剂，投资者主要根据国家的政策导向决定投资方向，而政府的宏观调控与经济振兴计划，几乎毫无例外的是央企并购民营企业，不断扩大规模。消费、能源、电力、钢铁、娱乐上市公司，轮番成为热门类股票，反映出中国进入消费时代、基础设施建设时代、重化工业时代、娱乐时代，更深刻地反映出，能源、电力、钢铁、消费行业——国有化的过程。时隔30年，中国经济的成败盛衰依然系于国有企业的企业改革于一身。市场的力量分散且零乱，虽然

得到诸如《物权法》等基础法律制度纸面上的支持，却在具体的执法过程中，被寻租文化与失信文化吹散。

应该承认，现在的国有企业与改革之初的国有企业有根本不同，30年前的国有企业一切按照行政计划行事，没有盈亏概念，没有贷款只有拨款，而现在的央企不仅谋求成为国内市场的垄断企业，更希望成为国际市场的竞争主角。这些覆盖着全民利益华丽外衣的企业很奇怪地在公益与市场之间左右摇摆，锱铢必较地向消费者征收垄断红利，以市场竞争者的身份参与全球的大型并购活动，他们以董事会、外部董事、独立董事、全球招聘等方式显示国有企业才是中国的市场正身，这些企业试图阐明从未有过的理念，无论控股者为谁，通过国家主义将使市场效率与分配的公正合为一体。

如何解决终极失衡

国家经济主义将走向何处？不得而知。

美国 20 世纪初的辉煌，详细记载在各种历史书籍中，让后人得以详尽了解 20 世纪 20 年代疯狂繁荣之后的长期萧条，萧条时期罗斯福新政宝剑出鞘，以半国家主义的方式对垄断企业猛烈打击，导致经济结构的急剧转变；而 21 世纪头 10 年的中国，虽然保持了令人瞩目的经济发展速度，大跃进式地进入全民资本时代（农村地区除外），成为全球经济增长与复苏的重要引擎，但有关人士试图以行政垄断做大做强、以上游资源市场剥夺下游产业的方式向现代化仓促迈进之际，却遭遇到顽强的抵抗。这场抵抗以民意在互联网上声讨社会不公作为开场序曲，以各界对于国有企业的效率与高管高薪的质疑铺陈，最终因为金融危机而在实体经济领域全面爆发。越来越严重的失业如泰山压顶，2009 年最醒目的是大学生与农民工原本云泥之隔的群体同时成为弱势群体，2008 年年底 2000 万找不到工作的农民工回乡的新闻在前，2009 年 3 月两位河南女大学生擦皮鞋自食其力的

故事在后，以戏剧手法演绎了心酸的一幕。管制成本、效率质疑、民意反弹等等，让维系国家主义经济模式的成本越来越高。

只有泡沫终了、经济逆转，行政、立法与司法机构才能痛下决心剪除垄断。骤然而来的全球经济危机，在短短的一年内席卷全球，使盎格鲁撒克逊式的垄断金融主义戛然而止。1933 年美国颁布《格拉斯-斯蒂格尔法案》，分拆投资银行与商业银行业务，这虽然不是反托拉斯法，却胜似反托拉斯法，从基座上将金钱托拉斯帝国一分为二。同时通过的《证券法》要求上市公司登记注册，采用标准的会计方法制作财务报表，进行充分的信息披露，严格监管证券市场。

直至 1999 年，投资银行与传统商业银行才非正式地合二为一，混业经营成为时髦方式，并在不到 10 年的时间酿成前所未有的金融泡沫，一夜之间，投资银行成为历史名词。2007 年底爆发的金融危机重演了金融垄断主义的危险戏码，为金融垄断主义画上刺耳的休止符。

凯恩斯式的政府管制与罗斯福新政之所以可行，是因为破除了金融资本主义与权贵资本主义的影响。这两位管制论者，却是挽救欧美市场体制的灵魂人物，这两种管制论表面上是十足的悖论，其实符合经济逻辑，没有什么比市场经济理念解体下的管制，与政府管制下保持适度的市场自由更难能可贵的了。人们之所以接受政府管制与救助，因为唯有这一招是对付贪得无厌的权贵资本的利器，吊诡的是，国家主义也是形成权贵资本的理论与现实根基。没有政府的护驾，权贵资本与垄断资本不可能产生。

是用国家经济主义破解权贵经济之结，还是用市场经济破解权贵资本之结？这是一个问题。当整个社会就股市、楼市、车市甚至纺织市场追究到政府、制度的责任时，也许会引出这个社会的核心症结——在前市场化的社会我们无法摆脱政府的力量，独立追求乌托邦式的合乎法制、公平、效率原则的市场化。

与美式的政府管制不同，我国对付金融危机的

办法不是拆散垄断企业，而是将资源更多地集聚到政府项目、大型企业之中，2008年下半年政府出台4万亿救市计划，虽是提振信心所必须，却说明政府已经被垄断企业绑架，资源的倾斜式输入已经深入骨髓。中国虽已舶来整套对付垄断企业、资本市场内幕交易的法律，但何时才到真正实施期？也许美国历史可以提供答案，那就是，现有的经济模式到了撞南墙之时，不得不回头。中国的改革注定一波三折。

改革转型难度之大，从以下模式就可见一斑。任何一个经济细节问题，都可以引导到中国经济结构失衡这一终极命题，都会被民众有意无意地解读为政府对国有企业、对权贵企业的袒护。丧失了正常的沟通渠道，政府如何以国家经济主义解决经济失衡，或者说，经济失衡加深了政府对国家主义的依赖？

以中国式的流动性过剩危机为例。直到2008年年中之前，流动性过剩都是国人普遍担忧的焦点问题，这是很奇怪的一件事，流动性过剩有什么

可怕呢？美国、英国、泰国，全都流动性过剩，但他们很少为流动性过剩焦头烂额，只会为流动性不足惊慌不已，因为他们不存在中国在货币市场化过程中特有的盯住式汇率机制。中国流动性过剩的确带来经济过热的风险，更让人忧心的是，资产价格的提升、分配机制的不健全导致流动性过剩成为利益集团剪羊毛过程。从本质上看，流动性过剩的危机只是经济发展不平衡的危机，沦为分配机制失衡的替罪羊。

要解决流动性失衡，从目前看有两种方法，一是西医的外科手术法，即在美元大幅贬值之前使人民币一步升值到位，然后采用自由的浮动汇率机制，马来西亚、墨西哥、加拿大、两德统一之前的联邦德国都采取这一方法，并未导致经济状况不可收拾。但美元在金融危机爆发之前贬值幅度如此之大，若采取一步到位的升值法，中国的制造业无法维持，无疑属于练习葵花宝典者的挥刀自宫之举。人民币升值时机已过，一步升值到位弊大于利。至于利率政策，既要服从于汇率政策的指挥

棒，更受制于国际要求人民币升值和国内企业出口的强大压力，除了跟随美联储的步伐之外，很难有其他作为。

数年来，我国的货币政策一直在稳定与紧缩之间摇摆，错误而迟疑的货币政策使中小企业与工薪阶层饱受打击，对调节经济温度无济于事。当金融垄断主义大行其道时，美联储甚至还未建立；难道中国行政垄断获得经济支配权时，央行的利率政策能对垄断企业起到多大的抑制作用吗？

为今之计，只有采取中医疗法，治本为主。主要手段是以下三种：

第一，实行资源要素价格的市场化改革，放开价格管制，形成市场化的价格形成机制。具体而言，即放开资源价格、征收环境污染税，以市场化的定价体制为依托，改变中国依靠廉价资源成为世界低质低价电解铝大国、钢铁大国的现状；同时使中国的企业在市场价格体制的引导下实现优胜劣汰，改变目前廉价资源统制经济的局面。只要以市场价格为上，流动性过剩自然被紧缩。

第二，进行全面的税费体制改革。我国曾在东北、中部等省份进行的增值税改革试点，从 2009 年 1 月 1 日起正式成为全国税收规则，这固然是一大进步，但最终还得回归到以消费税、物业税来代替增值税的正途。

消费税由中央政府所有，而物业税则由中央与地方政府采取一定的比例分成，降低目前主要由工资收入为主体的中低收入阶层缴纳的个人所得税。采用物业税的方式弥补地方财政不足，可以放手进行土地改革，改变地方政府靠卖地为生的窘境。但物业税是个一碰就痛的社会创口，牵涉到太多的利益，试问哪个阶层坐拥房产最多？可以想象，在房地产市场正常化之前物业税绝对不可能征收，但不迈过这道坎，房地产市场就无法步入正常状态。征收消费税势所必行，此举不仅能使所有企业获得一视同仁的公平待遇，国际上不再出现出口退税导致中国贸易保护主义政策的误解，还能够避免行政主管方在征税与退税支付双重行政成本。征收消费税的另一个好处是，从政府到企

业都将以消费者利益为生产的风向标，抛弃不惜破坏环境获得 GDP 与税收的增长的发展模式，很简单，只有消费者购买了产品，政府才能得到消费税。各地的商业环境将大为好转，从生产者至上转变为消费者至上，地方政府会从招商引资的主体、从可笑的政府公司主体、从荒唐的土地敛财转变到以提供公共产品、改变生产与消费环境、从民众的衣食住行入手，来增加地方的公共财政收入，建立消费社会、和谐社会与公共财政为主体的社会。也因此，地方消费环境的破坏者，将成为地方政府与消费者的“公敌”。以 GDP 至上并非中国人的鼠目寸光，而由错误的税收激励机制所导致。天下熙熙，皆为利来，政府与企业都不会违背太史公的遗训。

第三，建立全面的社会保障制度。政府已经在农村医疗、城镇低保家庭方面加大财政转移支付的力度，在此基础上，有必要进一步加大社会保障的力度，增加教育、医疗与失业保障的支出，这意味着中国的劳动力成本将大大提高，中国的 GDP

有可能下降，但中国人梦寐以求的内需经济基础将由此奠定。即便政府没有那么强大的财力，但让中国的教育经费与非洲经济欠发达国家为伍，重视高等教育超过基础教育和职业教育，对于全球GDP第三的国家来说总不是什么光彩的事。试想一下，如果煤矿工人的人身意外赔偿金达到30万元而不是现在的两三万元，还会出现那么多的事故吗？工厂还会如此扩张产能吗？

采取上述三点改革举措，所谓的中国流动性过剩就会显示出流动性不足的本来面目。既然社会资源主要流向了大企业，进行公平的财富分配、创造公平的创富环境就成为目前的经济路径之下重要的路径，如此，才能达成经济结构平衡，缓解流动性过剩也就不再成为维系经济健康的唯一举措。简单地以流动性过剩来统括所有的经济问题，即便不是不负责任，也是一种思想的懈怠。以经济政策影响货币政策使我国的货币政策缺少前瞻性，而以货币政策取代经济政策同样会让我们忽视经济问题的本质，酿成更深的失衡问题。

国家经济主义效率令人生疑

无论是建立公共财政、税收改革、还是建立保障机制，都是政府之责，社会各界呼声主要指向政府，而政府视民为子的大包大揽，加剧了全民依赖心理。心理依赖与行政管束是一枚硬币的两面，每次宏观调控、每次经济救灾都强化了政府的权威，原因无他，拉动经济增长、带动经济复苏所需要的数万亿元人民币资金主要由政府支配，土地、能源无不掌握在政府之手——国家经济主义，这是一条中国市场人士必须直面的坚固路径。

财经作家吴晓波先生曾说，中国每隔三到五年必有一次宏观调控。1998 年宏观调控的起因是亚洲金融风暴造成了消费市场的低迷，中央政府通过启动房地产市场，激活了内需，并由此带动了重化工业的繁荣；2004 年，则因为上游产业出现了投资过热景象，决策层进行了选择性的惩罚，将进入钢铁、水泥和电解铝的民营企业一一逼退，同时

在短时间内控制房地产业信贷，从而实现了经济的软着陆。

2008 年上半年的宏观调控突然失效，不待政府出手，沿海中小企业纷纷关停并转，出现前所未有的恐慌迹象。经济危机没有冲击到身穿重重政策铠甲的中国金融机构，却足以让没有任何保护的中小民营企业受到严重内伤。据中央电视台 2008 年 4 月的调查，温州、台州地区的民间借贷，最高利息达到了 120%，笔者在宁波与企业主交流时得到的答案是，借高利贷是找死，不借钱是等死，制造业工厂陷入饮鸩止渴的绝境。

温州这个民营企业的重镇受到沉重打击，温州中小企业促进会会长周德文曾表示，“金融危机导致温州不少中小企业生存和发展面临困境，据温州相关部门 2008 年 12 月底对温州全市 25 227 家工业企业调查显示：开工不足的企业 7347 家，占调查数的 29.1%；停工停产 2388 家、倒闭 138 家，合计 2526 家，占调查数的 10%，两项相加停工半停工企业达 39.1%。2008 年，温州全市实现生产总

值 2424.3 亿元，增长率为 8.5%，2007 年的增率是 14%，增速明显下滑，改革开放 30 年来，温州的 GDP 增长率第一次低于全国、全省平均水平。”

当然，温州、东莞等地的官方数据，还是让人们们对中小企业的新增户数充满乐观情绪，以为情况逐渐好转，但全国工商联主席黄孟复 2009 年 3 月在重庆考察时表示，“全国工商联请一些地方工商联作了调查，在开两会前，还有超过 20% 的中小企业没有开工。2008 年调查的结果是全国的中小企业倒闭了 23%，问题在于还有许多中小企业处于停产或半停产状态，这些企业以后是不是关门歇业，是个大问题。” 2009 年年初 3 个月，来自欧美的订单平均减少了 $1/3 \frac{1}{2}$ ，在 2009 年 4 5 月，中国可能至少还有 3 000 家工厂面临倒闭。

中小企业吸纳就业人数达就业总人数的 90%，我国目前 50% 以上的 GDP、60% 以上的工业生产总产值、70% 左右的工业新增产值、近 60% 的销售收入和出口额、税收的 40% 以上均来自中小企业，这些企业的安危决定了中国社会的稳定程度，但

资源的集聚又使大多数中小企业失去扩张的动力，600 多万家民营企业，银行给予的贷款不到 15%，能够直接融资的只有 400 多家（不到万分之一）。

国家经济主义因为经济救灾而强化，要拯救民营企业，必须依靠政府出手。但政府对于大型企业的救助注资雷霆万钧，对于民营企业融资难却言大于行。并非政府不懂得保证就业的重要性，而是以往对于民间资金的歧视，使政府面对突如其来的危机一筹莫展。

全球金融危机使中国经济增长骤然下降，对一直依靠 GDP 增长解决社会问题的中国经济体而言，其严峻考验远超过其他经济体。2008 年 11 月 5 日，国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议，研究部署进一步扩大内需促进经济平稳较快增长的措施，明确提出 10 条具体措施，计划到 2010 年年底总共投入 4 万亿进行投资。为加快建设进度，会议决定，2008 年第四季度先增加安排中央投资 1000 亿元，2009 年灾后重建基金提前安排 200 亿元，带动地方和社会投资，总规模达到 4000 亿元。

4 万亿元将超过政府财政的承受力，要分解压力只有两个办法，一是大量发行国债，借他日之钱为今日所用；还有一种办法是由政府投资拉动、民间资金参股，带动民间投资。

积极的财政政策被赋予增加投资与扩大内需双重功效，这是被广泛接受的常识性错误。积极财税政策包括两方面内容：增加政府投资和退税，前者意在以政府消费替代民间消费不足；后者意在增加企业赢利与居民财富，以刺激企业投资、促进个人消费增长。增加政府投资可以收一时之效，大兴土木进行基础行业建设的确可以拉动 GDP 增长，但从长期来看，政府消费必定抑制居民消费增长。

经济景气周期高低循环，转了一圈，2008 年的中国经济回到类似于 1998 年时的经济下行周期。如果说有什么不同，那就是冲击强度之大超过 1998 年东南亚金融危机，因为我国加入 WTO 后，外贸依存度已经与 20 世纪 90 年代不可同日而语。

我国 1998 年实行的积极财政政策包括拉动房地产消费、发行国债、建设大型项目等，增发国债

1000 亿元，共发行 3808 亿元国债，但政策在实体经济见效要等到 2001 年。但最后使中国经济复苏的是房地产消费勃发，加入 WTO 之后，外贸订单开始增加，解决了国内产能过剩，但没有能够改变经济结构。

从 2008 年开始的经济救灾，政府支配的资源、社会对国家经济主义的认可度与权威性呈爆发式增长，欧美的政府救市政策给中国的政府干预经济提供了不言自明的合法性、合意性论证。政府出台积极财政政策与行业振兴规划，没有遭遇意料中的一片反对之声，甚至市场派人士也大多沉默不语，而从股市投资者，到各个行业的从业者，都如大旱之盼甘霖般盼望着行业振兴规划的出台。这再次显示国家经济主义滋生的文化土壤。

凯恩斯主义的积极财政政策之所以历时近百年仍能受到欢迎，不仅仅是因为政府消费可以救经济下滑之急，可以将经济下行的痛苦控制在市场可以承受的范围之内，不至于以战争等极端形式毁灭产能；更重要的是，积极财政政策可以弥补公

共项目之不足，使经济在更好的基础上增长。美国或者日本在经济下行周期，都有基础建设的投资高峰期。可见，全球都相信，一个坏的秩序，也比没有秩序要好得多。

微弱的反对声来自于对国家经济主义效率的质疑。

2009年1月9日，4万亿元人民币投资的救市方案一出，有权力划拨这笔巨额资金去向的中华人民共和国国家发展和改革委员会，变成了全中国人的目光焦点。各地政府带着项目火速跑“部”进京，希望分得一杯厚羹。

盛况如何？《法制晚报》的描述是：“从那一刻起，这个位于月坛南街的部委门前，便再也没有安静过。一时间，周边酒店爆满，复印店忙得连轴转，小卖部中华烟的销售量直升，4万亿元的投资计划，率先拉动了发改委周边的内需。”

资金分配过程中各省市在发改委周边饭店扎堆驻扎的现象，提醒我们政府核心部门的权力已经大到何等可怕的地步。政府权力永远有自我强化

的倾向，这意味着政府绝不满足于已经掌握的资源，总是倾向于扩大掌握资源的力度，将范围越扩越大。

已经确立的一条经济学原则是，积极财政政策主导下的政府投资永远无法满足不断扩张的产能需求，只有市场有这个能力。政府消费并不能熨平经济周期，人们寄希望于政府消费，是因为特殊时期的特殊需要。最终，无法改变现状的民众只能寄希望于人大、审计署、舆论、市场利益相关人士，能够善尽职守，约束积极财政政策的具体执行者。面临重大经济转型的关口，人们希望政府能够引导柔弱的经济体强身固本，从出口与投资导向型经济转变到以内需与投资导向型经济，而不是转变到只有政府投资导向型的经济模式，国家经济主义倘若一步回到计划经济时代，民意将急剧转向，从对积极财政政策的利益均沾心态转变到对效率与公平的关注，到那时，国家经济主义的解体也就为时不远了。

暂且将理论问题搁置一边，倾举国之力渡过经

济结构改革难关之时，重温邓小平同志的“猫论”也许能让人释怀，不管白猫黑猫，能够抓住老鼠就是好猫；不管国有企业民营企业，只要能让中国走上富民强国之路就是好企业。

由此逻辑原点出发，不论国家经济主义如何，既然路径依赖无法摆脱，只要能够有助于建立中国的法治经济与市场经济，只要能够扭转资源的低效配置与错配情况，我们不妨认可这是上百年中国式市场经济的历史原点，以摆脱革命、新朝轮回的历史宿命，唯有如此，中国式改良才有切入经济体的契机。以国家经济主义作为出发点进行市场化的改良，同时引导各种力量对国家经济主义进行强有力的约束，也许是目前唯一的改革路径。

改革瓶颈：公益与市场两难

国家经济主义到目前为止受到的是间接质疑，而非直接讨伐。到目前为止，经济界的遭遇战在国家经济主义的外围进行，主要议题是分配公平与

企业效率。

国进民退与官员牺牲论

社会各界有两次理论讨伐战。

第一次国资流失讨伐战在 2005 年达到高峰，郎咸平对国有资产流失的声讨激起巨大的声浪，大部分民众激动地支持郎咸平先生，反对国有资产流失，并以亲身经历的种种具体事例为之作注。虽然郎先生以其海归身份对于国有企业的认识实属肤浅，他认为国有企业不缺乏效率而是缺乏信托责任，只要引进英国国有体制就万事大吉，这让所有经历过国有企业一统天下时代的本土人士和熟知欧美国有企业改革历史的人嗤之以鼻，但他反对国有企业资产流失的坚定态度，却让他赢得了英雄般的喝彩。

第二次讨伐来自于市场草根阶层对市场派经济学家的讨伐，举凡吸引眼球的经济学家大部分都享受过被扔臭鸡蛋、烂番茄的待遇，其中尤以张维

迎与茅于軾诸人为甚。这一次讨伐同样以草根人士大获全胜而告终，经济学界所支持的效率至上而后解决公平的观点遭到唾弃，此后在房地产市场、国有企业改革等各个方面，效率再也不是考虑的唯一指标，甚至不再成为主要指标，这样的结果显然是在为国家经济主义添砖加瓦。

这两次讨伐战其实是一回事：如果不是第一次讨伐公平派的胜利，不可能引出对效率的质疑；如果没有对已有改革指导理论的质疑，也不可能出现第一次的讨伐战。敏感的社会大讨论是社会变迁的风向标，前 30 年建立改革合法性根基的效率论被公平论代替，显示社会发生深刻的裂变。公平与效率，本不应矛盾的矛盾体、本不应对立的冤家，却成为势不两立的仇敌。出现如此异常的现象，只能说明原有的路径偏差太大，社会处于纠偏的关键时刻。

郎咸平 2005 年对“国退民进”的抨击，以及提出的中国国有企业缺乏的是信托责任、市场经济的立足根本是信托责任制这样的论调，引发应

者云集，舆论对于 MBO 一边倒的抨击，说明中国尚不具备或已经丧失了国有企业产权改革的时机。或者说，国有企业产权改革存在的权贵侵害公众利益的严重性，已使原有的国有企业改革模式难以为继。意在让中国改革更加公平的郎咸平，一度成为央企的代言人，他所说的“一块这样的土壤引进西方产权制度，必将造成贫富悬殊，社会动荡”，与中央国资委主任李荣融高调表示的“在市场经济条件下，企业搞好搞坏，跟所有制没有直接关系，不同的所有制里都有好的企业，也都有差的企业，关键看是否按经济规律和企业发展规律办事”，竟然有异曲同工之妙。

郎咸平的观点引发市场人士的普遍担忧，但他们无法抗衡汹汹反对之声。讨论失去了前提，也就丧失了意义。1978 年的改革之所以能够启动，原因就是当时的国有企业既丧失了效率又丧失了公平。在改革持续多年后，被丧失公平权利激怒的人们再次陷入国有企业先天公平的臆想，不仅成为历史的背叛者，更让改革失去了皈依，不能不说是

改革过程中的一大悲剧。贯穿改革历史的国有企业高管高薪、垄断企业高薪等错误激励机制，中国经济中的实质性问题就此被消解，遁入国有企业时代人人平等的空想浪漫主义的虚幻背景中。

但笔者作为市场派的赞成者，同样无法认可张维迎提出的国资赎买论与官员牺牲论，改革必须向既得利益手中赎买，官员牺牲大于普通民众，显失人情、显违常识的言论除了挑起论战间接为左派助威之外，对于捍卫市场经济毫无益处。如此迷幻的经济学流派，只能称之为经济学“鸦片”。左派举着维护弱势群体的大旗不顾一切为国有经济体制摇旗呐喊，而右派则因为吸食了对方的“鸦片”，丧失了理性与常识。前者更具有迷惑性，除了张维迎所说的知识约束，还应加上历史经验造成的路径约束，不少人对左派“鸦片”甘之如饴并非缺少常识，而是为了增加未来生存的保险系数，他们要的是计划济时代的饭碗，而不要成为改革的牺牲品，利益的被剥夺者。

在此关键时刻，试图为市场经济张目的张维迎

们有心无力，立场飘忽不定，对于改革约束条件的阐述固然清醒，但在最敏感的也是最为大众所关心的利益补偿问题上，却打起了“迷踪拳”——他们先是主张对权贵阶层进行赎买式绥靖，换取市场改革的进一步深入，而后在 2008 年又一反常态，提出均分国有股权和外汇储备，以更加极端的方式换取民意对改革继续支持。

对权贵阶层以及民意的双向绥靖，使市场派经济学既丧失了民意的支持，也丧失了学术的严肃性——均分国有股权与外汇储备在技术上存在漏洞，对历史上俄罗斯休克疗法导致的权贵经济视而不见，只能视为可悲的精神懈怠。俄罗斯改革是一场瓜分盛宴，最终退回到国有体制主导的国家资本主义经济，指出计划体制大国的改革存在极大的风险：绝对既得利益的大小决定了相对既得利益的排序，所谓绝对利益也是相对的，视手中握有的资源而定，只有相对地位上升了，这一阶层才能获得最大的绝对利益。当改革的主导权与资源的分配权都掌握在权力利益阶层手中时，他们所需要

的，一是通过补偿让利益合法化，二是让补偿达到预期目标，使他们仍能高居于相对利益阶层的金字塔顶端。

没有制衡力量的绝对权力导致的不仅有绝对的腐败，还有对于利益的饕餮之胃。对付这样的胃口，制衡的办法除了约束、约束，还是约束。对权贵阶层的强力约束是迫使他们退回自己领地的唯一办法，否则，他们会圈走所有的草场，夺走所有的羊。资本市场就有典型案例，2005 年中国股市几近崩盘，才换来普通投资者的对价补偿，资本市场是圈钱场所，投资者很难得到成熟上市公司的红利，更得不到新股发行的溢价，股改实在是一场倒逼出来的改革。如果将对价视做对于流通股股东既得利益的补偿，以此为例证明普通投资者是既得利益者，对既得利益集团应该补偿、尊重，恐怕流通股股东听了会吐血。如果不是既得利益群体对普通投资者的掠夺，严重到使股市接近崩溃；如果不是流通股股东用脚投票，以反向约束的方式坚定地表达自己的利益要求，这一可怜的自

上而下的“赎买”政策恐怕至今难以出台。张维迎们既想以绥靖政策换取权贵与民众对改革的支持，又想以利益区分约束各个利益群体，如此书生意气，必定会在现实面前头破血流。

只有公平的分配机制，只有机会的平等，才能换得民意对后 30 年改革的支持，只有将公平、高效的机制以制度化的方式固定下来，沉淀为进一步改革的基础，才能使改革成为有本之木，不至于使经济建设的阶段性成果遭到滞后制度的毁灭性打击，否则，中国改革现在就无法推进。

公共财政体制是公平的市场改革的基础

中国后 30 年改革需要公平的市场改革。建立公平的市场改革的第一步，是建立科学、民主的公共财政体制，公共财政体制是强国之本和公平之本。从晚清开始，中国建立公共财政制度的努力屡兴屡废，李约瑟曾说，中国的变化“靠抽税而转移”，也就是随公共财政的模式而转移。没有公共

财政，没有强硬的制度确保财政使用的公平与有效，民众对公平的呼吁只能沦为对清官的召唤。

公共财政体系的建设远未起步，目前尚处于政府自己约束自己的传统路径之中。

2007 年政府预算与 2006 年决算提交全国人大表决之时，同时有三则新闻见诸媒体：一是全国政协委员冯培恩发言对政府行政管理费用快速增长、行政开支浪费严重提出批评；二是自比为国家财政“看门狗”的审计署署长李金华表示，国务院正在制订“楼堂管所”管理办法，还将出台“官员职务消费标准”，以遏制官员滥用公款；三是中国财政部金融司政府贷款二处原处长邢晓明，被法院以受贿罪和巨额财产来源不明罪判处有期徒刑 9 年，成为继国家财政部金融司原司长徐放鸣被判刑之后，财政部又一名落马官员。三则新闻从正反两面，显示我国公共财政体制严重不完善，现代财政信用体系迟迟无法建立，政府只能靠规范或者不规范的抽税收费维持运转。

政府行政管理费用不仅长期居高不下，甚至芝

麻开花节节高，因此饱受诟病——从 1986 年到 2005 年，我国人均负担的年度行政管理费用由 20.5 元增至 498 元，增长 23 倍，涨率惊人，而同期人均 GDP 增长 14.6 倍，人均财政收入和支出分别增长 12.3 倍和 12.7 倍。2002 年，时任国家税务总局局长的金人庆先生撰文指出，我国政府收入的比例为，中央财政预算内税收占 GDP 的比例为 15%，各级政府部门的规范性收费占 GDP 的比例为 10%，各种制度外收费占 GDP 的比例为 10%，我国大口径宏观税负达到 35% 的水平，这已经达到高福利国家的税费负担，而中国的社会保障是高福利国家的零头。由此造成的局面是，企业与居民宏观税负过重，社会保障迟迟无法建立，公共财政体系的尊严遭到预算外收入的破坏，规费常常成为部门争利处，缺乏宪政的严肃性。

正因为制约乏力，只能诉诸于强制性的行政管理办法，审计署的责任因此加重一层。但审计署只是提供审计信息的政府机构，不具有相关政府机构与法律部门的约束权，长此以往，审计署的严格

审计同样会异化为政府资源的浪费。

人均税费重只是硬币的一面，硬币的另一面则是税费分配的不平衡。1994 年分税制改革后，中央政府的财政收入呈现爆炸式增长，从 1999 年的 1 万亿元增加到 2007 年的 5 万多亿元，这还不算各种预算外、制度外收入。2000 年国家财政收入是 1.3 万亿元，2006 年达到了 3.9 万亿元，是 2000 年的 3 倍，而 2006 年的 GDP 仅是 2000 年的两倍。2007 年前三季度，全国税收收入累计完成 37 161 亿元，比 2006 年增长 30.8%，接近 2006 年全年税收收入，2008 年全年财政收入达到 5.4 万亿元。国家税务总局计划统计司司长舒启明说，这个增长率创下了近年同期最高水平。

如果把政府视为一个整体，把政府、城镇居民、农民看成分享中国总收入的三大群体，那么自 1995 到 2007 年的 12 年里，政府财政税收年均增长 16%，城镇居民可支配收入年均增长 8%，农民的纯收入年均增长 6.2%，三者中只有政府收入以远高于 GDP 的速度在增长。仅以 2008 年上半年财

政收入而言，国家预算收入同比增长 33.27%。企业收入不能与之相比，居民收入增长更是落后，根据相关部门公开的数据，只增长 10% 左右。

窥行政管理费用居高不下这个“斑”，可以推知公共财政体系这个“豹”。预决算的审核流于软约束，上亿财政拨款取决于发改委、财政部关键部门官员的一纸批文，民众既无从得知哪些是随着政府管理功能的增强必须支付的行政成本，哪些属于资源浪费，当然根本谈不上进行有效监督。财政部主管金融与政府贷款审批官员的落马，恰恰说明财政部官员位过高权过重，政府对公共财政的使用自由裁量权过大。

2008 年以后，中国动用财政储备应对全球金融危机。但公共财政制度的缺失，导致我国财富积累外强中干，难以应付经济下行周期刺激经济和增加社会保障的双重考验。财政储备底气不足，在拨弄箱底时，截至 2008 年总量达到 21.5 万亿元人民币以上的居民储蓄总是被拿出来说法儿，作为最后的防线，作为提振居民消费的保障。但这笔

钱不仅在不同的收入群体间分配不均，还是居民投资的储备资金，是社会保障机制不完备情况下的教育钱、养老钱、活命钱，不顾事实预花这笔储备显然脱离了我国经济发展的现状，最终会导致大灾难。政府与居民手中可以动用的真实财富并不多，如果以人均数来看远低于发达国家。

不仅如此，中国的财富以种种匪夷所思的方式流向国外，中国买什么什么贵就是一个典型的例子。据报道，澳大利亚 2008 年前十大富豪基本上都跟中国有业务关联，首富手上只有一个矿的开采证和矿的储量多少的证明，他们只要跟中国某钢厂签订高价供货协议，一点矿没挖直接挂牌上市，然后股价暴涨，就变成了澳大利亚 2008 年的首富。这是中国财富梦的澳大利亚真人秀。而中国居民手中拥有的财产性收入，主要是商品房与股票，一共 40 万亿元的房地产，以及经过 2007 年下半年开始急剧缩水之后的 10 万亿元的股票，而这些股票中一大半是以低价获得的大小非。

在经济非常时期，皇帝的新衣已经脱下。财政

部提交给全国人大审议的 2009 年财政预算报告显示，财政赤字达到创纪录的 9 500 亿元人民币，达到新中国建国以来的最高额度。从财政支出的分配来看印证了保持经济稳定的初衷—包括基建投资在内的中央政府公共投资占比将近 10%，总数大概在 7 600 亿元的水平，超过以往财政预算编制；2009 年财政预算方案已经确定农林水务、教育、医疗、社会保障和就业、住房、文化、粮油物资储备、灾后重建、交通运输等 15 个支出项目，各项目支出的增长比例基本上都在 10% 以上。

财政赤字占 GDP 比例约 3.1%，离 3% 的公认警戒线虽不太远，但加上地方隐性债务负担、社保基金缺口等，我国整体负债形势不容乐观。如果 2009 年财政收入能够与支出同步增加，甚至收入大于支出，财政赤字还能保持在警戒线内。从过去两年的实践看，我国财政收入增加值已经接近临界点，继续增加必然意味着企业与个人的沉重负担，而社会保障支出与行政成本还在增加，两者不对称上升。政府财政收入从 2009 年开始不仅难

以增高，反而会随着经济冷却、土地市场低迷而下降。2009年2月16日，财政部公布了2009年1月的财政收入情况，当月财政收入6131.61亿元，比2008年同月减少1265.03亿元，下降17.1%，创下2004年以来单月财政收入的最大同比降幅。财政部部长谢旭人此前就曾表示，2009年的财政收支压力很大，最艰难的情况可能出现在第四季度。

政府在经济下行周期弥补以往公共产品投资的不足，两项困难的选择在不恰当的时期集中到一起，中国将面临经济长期欢愉之后最痛苦的时光。

约束不足加剧财政不足

财政收入不足只有借债或者增税，经济下行周期的增税是自杀之举，剩下的办法就是借债，尽快让经济复苏扭转财政收入下滑势头。

第一个问题是向谁举债，谁愿意当债权人？美国可以增加财政赤字，可以凭借美元强势信用向世界美元持有者借钱，甚至美联储自己购买国债

自己印钱。而中国没有这样的途径，所谓在国际上发行人民币债券还在试验期，不可能解决主要问题。借债途径只能回到国内，向公众及市场机构发债，2009 年的国债、企业债发行节节攀升，地方政府债券首次试水。第二个问题是，借债度日如何还债？不外乎使经济重返景气周期，以涵养税源的办法逐渐解决财政赤字；或者像美国一样举新债还旧债。但后一个办法取决于债券隐含的信用，如果信用欠佳，大家不愿意买新债，就只能靠摊派借钱；最令人不齿的办法，就是政府利用发钞权大量增发货币，将民间的财富为我所用，这样做的结果是剜肉补疮。但我国在 1994 年已通过法案，不允许银行再为财政透支超发货币，幸亏有这一强硬约束，对建立中国公共财政体系大有好处。

皮球踢回政府脚下。在金融危机严重影响中国经济之前，单纯依靠投资与出口的副作用已经大到决策层不得不采取严厉的宏观调控措施的程度，投资增速与出口增速在人民币汇率提升、房地产市场下降、严厉的产业结构调整政策的打击下已有所

回落，但在金融危机爆发后，政策有了 180 度的转向，政府投资成为首选，一切有利于出口、有利于消费、有利于投资的政策都被提上议事日程，以最快的速度推向市场。这必将导致政府项目急剧上升。

在经济转型特殊阶段，政府要确保公共投资项目的高效，基础设施建设确实能提高企业的生产效率。以往公共投资中的贪腐现象，投资低效、失误投资之类的失职渎职，使我国公共建设投资浪费率在 50% 以上。很多基础设施往往有社会效益却没有经济效益，据环保部门的数据显示，到 2008 年有 1400 个污水处理厂已经建成，但是没有运行。很多城市大建地铁，但全世界可持续健康经营并且赢利的地铁极少，一些地方政府建造堂皇如白宫的标志性建筑，而这些必须通过对公共财政的严厉监督才能得到有效规范。

开源与节流同样重要，政府压缩行政开支应该成为长期任务，以确保政府行政部门开支不再超常增长。按照平新乔先生的统计，国家统计口

径的地方预算内与预算外公共支出占当地 GDP 的比重，在 1994 2003 年这 10 年中，从 15.6% 上升至 21.0%，共上升了 5.4 个百分点。进入 2000 年以后，这个比重一直在 21% 22% 之间。公共支出的增加，有可能导致无效投资同步上升。

从全球范围来看，中国公共财政不足不算严重，严重的问题在于公共财政体系存在两大症结，不科学与不民主迄今无有效解决办法，公共财政支出低效甚至无效的可能性大大增加。

所谓不科学，集中体现在游离于人大监督之外的预算外收支愈演愈烈，预决算案过于粗疏，拨款项目在 2009 年以前没有按功能大类区分，不能区分人与事的费用，预算案犹如天书，精而又精，不要说普通民众，就连人大代表也无法对于具体收支情况进行负责任的审核，进行政府拨款项目的成本—效益核算更是无从谈起。以往的代表只能不审不议，或者泛泛而议，像很多公司的花瓶古董一样，中看不中用。

应该肯定的是，预算案制订略有进步。在 2005

年以前，超收收入的使用情况从未向公众公布过。2005 年两会期间，财政部在预决算报告中首次汇报了 2004 年超收收入的使用安排，开始对人大有所交代。

《中华人民共和国预算法》规定，超收收入的安排使用由政府自行决定，只需将执行结果报告全国人大，不需要事先报批；对超收收入的使用，全国人大可提出要求，但不具有强制性。在 2006 年全国两会期间，财政预算首次以书面形式印发给全国人大代表，从口头宣读到书面印发，使人大代表有了几天审议时间，这是个进步，但面对类似于“医疗卫生管理事务 5571 万元，医疗服务支出 34253 万元”这样的预算案，到底是修了住院大楼还是买了 CT 机？人大代表也只能任由想象驰骋，在梦里了解这些钱到底花在了什么地方。退一步说，即便预决算按照教育、卫生等功能分类，政府如何拨款，每年拨款多少才能达到成效最大化？这些科学决策的题中应有之义付之阙如，纳税人的钱只好由有关部门脚踩西瓜皮，滑到哪儿算哪儿，

因此以高昂的成本收获低效的公共服务与公共建设项目，并不出人意料。

所谓不民主，不仅体现在政府预决算项目关门立项，项目成效如何无人问责，更体现在预决算的审核过程流于形式：全国人大有财经委员会，但很多政府立项却并未经过专业委员的反复辩难，在科学性与合理性上反复考核，人大委员对预决算案举手表决时，事实上很难做到对财政支出的必要性与合理性心中有数。两周会期，时间匆促，国家决策事无巨细都要讨论，预决算案还过于粗疏，代表不可能提出恰中肯綮的建议。

唯一的办法是将人大的监督功能常态化，专业委员日常行使建议、问责之权，并将决策者与问责者的信息及时公之于众。可惜，专业人大代表制度历经十多年呼吁，仍是一张蓝图。而人大财经委员会大多数时候沉默不语，令人印象深刻的不是人大财经委员会对于公共财政的问责，而是前人大财经委员会主任成思危先生对于股市的高谈阔论，2008年3月5日当选为第十一届全国人民代表大

会财政经济委员会副主任委员的吴晓灵女士对于天下大事表达自己的观点。他们有言论自由，但应该在证明自己对公共财政恪尽职守之后。

公共财政的科学性与民主两面互相生发，一个民主的财政体制会逼迫政府的预决算案日渐科学，而一个科学的财政政策便于决策的民主，最终走向公共财政的廉洁与高效。

我国建立公共财政的努力伴随追寻现代化过程的始终，但百余年来，公共财政体制迟迟难以建成，经济实力不强与政府对财政的任意干预难脱干系。中国经济实力飞跃世所瞩目，完善公共财政体制适逢其时。诺贝尔经济学奖获得者诺思有言，“竞争中的民族国家，成败的关键在于统治者面临财政压力时采取的政策不同”，一个科学、民主、有效的公共财政背后，一定是一个科学、民主、富强的国家。

不管公共财政是否充足，中国外汇储备世界第一、中国“不差钱”的言论灌满两耳的居民，只要要求在日益庞大的财富蛋糕中占据合理的一块。一

个资金日渐充实的国家，社会保障与教育经费位居世界末流总不是什么光彩的事。中国社会保障支出大概只占到国家财政的 12%，而在西欧、北欧等高福利国家，财政的钱有 45% 以上用于社会保障上，即便是被斥为最“小气”的美国财政也有三分之一以上的钱用在社会保障方面。

中国当然不可能也不应该向高福利国家转变，中国这样人口庞大的国家，实行北欧那样的高福利政策，是痴人说梦。但有关人士无论如何也不能说国民的要求不合理，对血汗工厂视而不见，只能说有关部门陷入了自我构建的财富增长迷魂阵中。中国只能引入美国式的低福利、高效率的经济发展模式，以平等的创富机会改变多数人依靠政府的局面。简单地依靠二次分配劫富济贫显然不应成为努力的方向，通过正确的创业、税收等激励制度给予国内就业者公平的市场竞争环境才是正途。资源价格上涨而终端产品过剩，垄断行业收入过高而一般行业收入过低，以如此败坏经济结构的方法取得高增长低通胀的好数据，将使我们离拉

动内需这一目标越来越远。

认识到中国资源、人口和环境的局限，以创富机会的均等弥补社会保障的不足，这是中国市场改革得以推进的前提条件，这需要经济发展模式的大转变。过去 15 年，拉动中国经济的两大动力是固定资产投资和出口，这两项合计占到中国 GDP 总值的 80% 左右，并且每年以 25% 30% 的速度增长。国内个人消费在占 GDP 的 35% 左右徘徊。到目前为止拉动内需的努力并未见效，民众仍无法在社会保障、收入等各方面分享经济发展红利。

垄断处处、国进民退的现实，显示财富平等创造之门越来越窄。政府一面为了经济安全制造垄断，另一面试图以更为庞大的国家分配模式抑制垄断，设立最低工资指导线，建立高管薪酬管理机制，推行家电下乡将中间商利润压到最低，这些出自于计划经济精髓的手段借着公平的名义卷土重来，提高了一些低收入人士回到计划经济时代的兴趣，也使得公共财政越来越捉襟见肘。

就此，公共财政走上一条左右手互搏、自我束

缚、公益与市场两难的不归路。

政策螺旋之一：国有还是民有？

国有还是民有？以为已解决的问题其实并未解决，数量减少、规模却急剧庞大的中央企业已证明，国有企业不仅具有先天优势，还借助市场手段为自己寻找到了更大的生存空间。国退民进遭遇太多的阻碍，在社会各界对公平、公益的呼唤中，迅速蜕变成国进民退。在瘦肉精、有毒奶、血汗工厂、转移巨额资金种种令人震惊的丑闻中，夹杂着民众对房价高涨的切齿痛恨，伴随对暴发户形象的集体鄙视，使民营企业在道德上、形象上成为过街老鼠。新一代的民营企业无借戴国有企业“红帽子”之忧，资金国际化、学历 MBA 化成为热潮，马云等人受到政府追捧，却因数量过少，如滴水汇入大海，难成气候。

央企“不差钱”

国有企业的日子未必好过，因为效率低下，受到来自体制内外的强烈攻击；因为国有资产与市场化的薪酬激励机制榫枘不合，国有企业高管高薪成为全社会痛恨不公的现成靶子。他们同样抱怨社会不公，在国有企业考核市场化后，不能让国有企业薪酬市场化。

每一年都能看到对国有企业高管薪酬的限制性文件出台，国资委对国有企业高管和对垄断的另类解读搅成了一锅粥。2005 年 12 月 22 日，国务院国资委主任李荣融表示，中央企业 2005 年全年将实现利润 6000 亿元，大大超过 2004 年的 4880 亿元，但他否认了“央企的赢利大户中很多是垄断企业”，他表示，石油、电信、电力等行业已经几乎没有垄断。李荣融认为，央企赢利大增很重要的一条原因就是竞争，“这些行业中几乎没有垄断。石油、电信、电力已经形成了一个基本竞争的格局。”挑战常识的说法受到大众的质疑。

体制内对于国有企业不公与低效的指责声音并不低。中国改革基金会国民经济研究所所长、央行

货币政策委员会委员樊纲 2007 年在夏季达沃斯论坛上表示：“高储蓄率并非来自居民个人，很大程度上来自企业，特别是资源垄断型企业和国有大型企业；应该通过征税、分红等形式让全社会都分享到他们的高额赢利。”

从决策层到民间都有强烈诉求，即独享社会资源的垄断企业应该通过税收、红利等形式还利于民。中国是否需要庞大的央企参与国际竞争、保障中国经济安全？这一争议极大的话题从未取得过共识，所有人都清楚，如果国有企业继续低效，所谓保护国家经济安全不过是一块不愿继续经济体制改革、与民营企业争利的遮羞布，垄断性国有企业还有第二块遮羞布——还利于民——如同挂在民众鼻子前面天天可见却从来都吃不到的胡萝卜。

这样的迷梦因为国资预算第一年国有企业效益大幅下降，国资委向航空、电力等央企大规模注资而清醒。2008 年 11 月 26 日，国资委公布了 2008 年中央企业国有资本经营预算，总额为 547.8 亿元的国有资本经营预算支出将下发至央企。其中，用

于关系国计民生和国家经济安全的重点中央企业新设出资和补充国有资本的预算支出 270 亿元，约占 49%；用于支持特大自然灾害中损失较重的中央企业灾后恢复重建的预算支出 196.3 亿元，约占 36%；用于推进中央企业产业布局 and 结构调整等方面的预算支出 81.5 亿元，约占 15%。国资委经济中心副主任李保民称，国家对央企的注资实际上早已启动，中铁铁建等企业已经获得了注资，用于一些基础设施的建设，而国家资金的来源主要是财政收入，4 万亿元的投资主要从企业资本金上注入，以降低企业的负债结构。国资委研究中心宏观战略研究部部长程伟称，将来这种注资行为将成为常态。国资税收是不可能吃到嘴里的美食，能够吃到嘴里的将是国有企业垄断资源和低效的毒药。

从性质上来看，垄断企业与民营企业毫无区别，他们并非公益企业，而是致力于市场竞争已经业绩取胜的企业，之所以顶着国有制的桂冠，是因为资本来源于政府，也因为以国有的名义可以继

续得到政府供应的各种廉价资源。实际上，国有企业考核制度依市场标准而行，国有企业的诉求是赢利、赢利、再赢利，与其把垄断企业当做公共产品的提供者，不如当做市场手段为表行政手段为里的资源与利润的掠食者，来得更符合实际。

国有企业实现赢利目标的手段，除了众所周知的排除竞争对手、获取廉价资源之外，最重要的手段是无与伦比的融资能力，企业资本金用于再生产的比例。以石油企业而论，无论是上马一个大型的炼化项目，还是进行钻探开采，或者参股国外油企，所需资金动辄几亿、几十亿元。他们对资金的饥渴程度比赢利能力不遑多让，对这些企业而言，最大的问题是融资，最不是问题的也是融资。一则消息可以印证这一点。中石化 2007 年 9 月表示，与福建省、沙特和埃克森美孚的合资企业“福建联合石油化工”，与内地 11 家银行签订 300 亿元人民币的银团融资贷款，人民币贷款期限为 20 年，美元融资期限为 15 年，这是至 2008 年底为止我国中外合资企业的最大项目融资。

2008 年中国铝业宣布以 195 亿美元收购力拓部分资产，中铝前党组书记、前总经理肖亚庆曾表示，“中铝目前不算力拓的项目资产负债率为 60% 左右，固定资产 2900 多亿元人民币，在这个负债率下自有的资产顶多也就 1000 亿元”。国内银行成为央企钱袋，中铝不讳言并购资金来源主要靠银行融资。据中国银行相关负责人介绍，在中资大型资源企业多个海外并购项目中，中国银行提供的融资金额累计高达 136 亿美元。在 2008 年前 10 个月，中国银行累计为“走出去”企业提供海外银团贷款 50 亿美元。2008 年 12 月，中国银行业监督管理委员会（简称“银监会”）颁布《商业银行并购贷款风险管理指引》，允许商业银行开展并购贷款业务。并购贷款的开闸，突破了实施 12 年的“商业银行贷款禁止用于股权性质投资”的规定，被认为是商业银行开展综合化经营的另一个重要开端，同时将为中国并购市场的发展提供强大的动力。

国有企业改革以来，央企积累了大量的现金。

国资委主任李荣融在 2008 年北京国际新闻中心举行的新闻发布会上称，2002 2007 年，中央企业资产总额年均增加 1.5 万亿元，销售收入年均增加 1.3 万亿元，实现利润年均增加 1 500 亿元，上缴税金年均增加 1 000 亿元。不仅如此，央企控股上市公司从来都是国内资本市场的主角，最有力的融资者。通过国资委大力推动央企的改革重组和资产的证券化，153 家已上市央企的总市值从 2005 年底的 1 万亿元增加至 2007 年底的 5.21 万亿元。央企几乎占据了公司债发行市场。截至 2008 年 12 月底，中国债券市场存量规模达到 15.11 万亿元，比 2007 年末增加 2.78 万亿元，增长 22.5%。2008 年年末，企业主体债券合计为 1.75 万亿元。加之纳入国资预算的政府补贴，外汇储备为央企并购护航，央企并购“不差钱”是事实。我们无法逆推，如果十几万亿元的资源用其他方式进行配置，中国的经济会出现怎么样的情况。

可以理解，央企出于自身利益以及未来长远发展的考虑，一定会在上缴红利的大限到来之前，想

尽办法取得国家有关部门的认可，大干快上各种项目，到时间，政府无利可收是个可以预见的结果。这种尾大不掉的局面正是有关方面大力促成的，难道他们此时会对垄断企业的产能扩张说不？谁能承担威胁国家经济安全的责任？

虽然没有上缴红利，垄断企业还是可以理直气壮地说自己承担了社会责任，因为他们是纳税大户。国家税务总局公布的 2006 年纳税 500 强排行榜，以石油、天然气开采业、煤炭开采和洗选业为代表的资源性行业和以烟草为代表的特殊性行业占据着压倒性统治地位。

央企之低效率、高成本

上述赢利数据与另一组数据相互辉映，反衬出垄断企业在我国经济与财政收入的大半壁江山的重要地位。据财政部的数据，2007 年上半年，在钢铁、石化、机械、化工、电力等行业的强力带动下，国有企业实现利润 7 535 亿元，同比增长

31.5%，其中中央企业实现利润 5 418.3 亿元，同比增长 29.6%。

这些数据能够证明国有企业体量很庞大，但无法印证国有企业的竞争能力和造福民众的能力。国有企业走出国门的战役赢利的不多，亏损的占绝大多数。即使只计国内市场，赢利减去亏损，数字仍将逊色不少。按照孔善广先生的计算，从 1998 年到 2005 年，国有企业赢利近 5 万亿元，亏损近 2 万亿元，利润 3 万亿元左右。期间，国家财政主要用于国有企业的增拨企业流动资金、挖潜改造资金和三项费用、填补企业亏损补贴合计就达 1 万亿元；国有企业利用廉价资金导致市场配置负效率，共计损失 1.6 万亿元左右；加上财政部 2003 年、2004 年核销的 7 500 多亿元的损失，事实上，垄断企业的赢利根本无法支付成本；如果加上改制成本等隐性损失，恐怕财政支出更多。

央企之外的国有控股大型金融机构改制所支付的代价同样不菲，三大国有商业银行的改制成本在上万亿元，据估算，仅农业银行一家的改制成本

就达 1 万亿元。我们唯一的希望是这些银行通过改制可以真正提高效率，否则所有这些沉没成本将由民众共同承担。事实上，在国有企业改制的过程中，注入大量资金、划拨地块而无力回天的情况不在少数，为国有控股大型商业银行改制而设立的四大不良资产管理公司最终回收率在 20% 左右，而这些管理公司最终演变为金融市场的垄断巨无霸。为此支付的公共财政当然不会凭空而来，要靠劳动者的税收与低薪以及高价拍卖地块等来填补。

直到现在，国有企业改制成本仍然是不堪承受之重。由谁收取央企红利的问题在财政部与国资委之间纠缠了数年，折中方案是财政部获得预算权，国资委系统掌握分红权，有关人士还提出红利使用的具体方案，设立国有独资的基金公司或者基金会，它具有公益性，目的不是从改制企业中赢利，而是帮助欲改制企业走出困境，其资金来源主要是营利性国有企业上交的股息、红利和税收。以帮助国有企业脱困的名义，仍然要填国有企业

改革的无底洞，红利分配中哪有社保基金、教育等公共产品的容身之地？

顺应形势，国有企业换了一种掠食方式。在做大做强名义下，国有垄断企业成为资本市场最大的得益者，国资整合大幕刚刚拉开，国资委将把央企土地、矿产资源、市场独占权等要素资源全部证券化，以便从资本市场获取最高的回报。在国资重组的名义下，在 2006 年的牛市中，百元左右的高价股层出不穷，这是初级资本市场上市公司加长杠杆圈钱的常用手法，小部分是让利于民，实质是把已经出售过的资源以价值重估的名义高价向普通投资者重新出售一遍。

始于 2008 年下半年的经济紧缩周期到来之前，我们耳边不时听到对资源价格上涨的愤怒声讨，以及中国普通劳工工资数年不涨的抱怨。这一方面说明了我国劳动力资源过剩而石油等资源类产品紧缺的残酷现实，另一方面也说明，上一轮经济高速增长期和通胀期，在某种程度上是以挤压劳动者的福利换取高速增长，本应由国内民众分享

的经济增长红利通过人为压低的货币与产品等渠道流向了世界。

直到现在，国际销售商仍然在挤压中国产品的价格，中国政府放宽出口退税的尺度，国际销售商就相应压低价格，向中国制造商步步进逼。中国无法提高出口产品的价格，无法用市场的货币尺子给产品标价。

非不为也，是不能也。现实决定了中国将在很长时间内被锁定在中低端制造业上：大量未经过培训、没有基本社会保障的劳动力成为出口制造企业主力，产权保护的不完善和在世界资源定价权上的失语使得加工制造业的升级换代步履维艰。更重要的是，过分依赖境外资源而忽视培育本土内生市场资源，以垄断企业与外资企业的特权挤压国内民营企业的生存空间，导致对出口导向型的路径依赖越来越严重。

随着贸易顺差急剧扩大，出口主导模式风险大增，越来越频繁的贸易摩擦还在其次，更严重的问题在于，仅能维持生活资料再生产的多数底层劳

动者无法培育出高素质的下一代，很有可能陷入压低生产要素价格争取生存权、为争取生存权进一步压低生产要素价格的恶性循环之中不能自拔。金融危机发生之前，政府已经着力建立普遍的社会保障体系，并且加大对企业环境保护、职工劳动保障、安全生产等方面的要求，是跳出这一循环所作的努力。

这一努力受到金融危机的考验，受到垄断企业的挑战。政府创造企业提高生产效率的环境才是关键。中国人民银行 2006 年 11 月 14 日发布当年第三季度货币政策报告，预测水、电、石油、天然气和煤炭等资源性产品的价格改革将加快推进，公用事业产品价格会陆续上调。价格上行风险引发通胀风险，最根本原因既不在于能源价格提高、也不在于企业成本上升，而在于独享廉价资源的大企业没有能够创造出与此匹配的价值，没有让生产率同步提高。世界银行等机构总结东南亚与日本金融危机的教训时，再三强调了这一点。当然，国际资本大鳄以能源进行的资本大战也是不

可忽视的原因。

一旦支柱性企业如资源垄断企业、国有金融机构普遍低效，其成本必定通过扩大货币发行、增加税收、压低社会保障水准等办法转嫁给全体纳税人。而在资源、碳排放权成为当今世界另一硬通货的情况下，垄断资源分配权进而提高资源价格成为经济战的常用手段。

国有企业改革是倒逼式的改革，低效的国有企业与失败的改革路径曾经使中国金融体系与资本市场处于崩溃的边缘。而现在，历史正在被遗忘，人们希望国有企业市场化的奇迹发生，而用垄断方法不能使国有企业成为市场化的急先锋。

我们不得不用一把失去准星的尺子度量各种产品与生产要素的价格，我们不得不忍受因狂热购买、企业低效而产生的资源价格的上涨。一个失去准星与分配不均的发展模式很难让人长期忍受，目前的改革之路仍然未找到新的突破口。

民营企业走在国资与外资夹缝中

民营企业受到口惠而实不至、无伤大雅的优惠政策，纵观 30 年改革史，民营企业一直走在国有企业与外资夹缝中，未能获得广阔发展空间。

在与国资的 30 年博弈中，民营企业发展史几乎是一场英勇卓绝的诺曼底登陆战，至今，民营企业依然没有真正登陆；而以对民营企业不公为代价壮大外资地盘，是对内部竞争体制的摧残。

1978 年，中共十一届三中全会召开，开启了中国市场化改革之门。市场化改革是解放生产要素的过程，这个过程，从纵向看，是出台政策、解放生产力、理顺价格，按市场方式为商品定价的过程；从横向看，则是通过国有企业、民营企业、外资各方力量的激烈博弈，形成各方认同的游戏规则的过程。

中国有企业改革的实践有相互关联的两个方面：一是在传统国有企业内部建立市场机制的努力，无论是当初的放权让利，还是如今的完善公司治理结构，目的就是在不改变产权性质的基础上，让国有企业建立起市场机制。这一努力目前仍在

推进的过程中。二是向国有企业之外的民间资金开放市场。

向民营企业开放的过程，基本上与国有企业市场化、提高效率成效不彰的过程相咬合。正是因为国有企业的市场化努力并不十分成功，使中国市场有了民营企业越来越开阔的容身之地。例如，1997年9月召开的中共十五大提出，以公有制为主体、多种所有制共同发展，是我国社会主义初级阶段的一项基本经济制度。报告还提出，国有经济要实行战略性转移，有进有退，抓“大”放“小”，有所为有所不为。

政策步骤虽然稳步向前，但在实际操作中，封锁之事层出不穷。2005年2月24日，新华社全文播发了《国务院关于鼓励支持和引导个体私营等非公有制经济发展的若干意见》，又称“非公经济36条”。文件明确鼓励和支持非公有资本进入基础设施、垄断行业、公用事业以及法律法规未禁止的其他行业和领域，被认为是“国内第一部促进非公经济发展的系统性政策文件”。民营业主兴奋至

极，认为这预示着民营企业的春天真正到来。

然而，时隔仅仅一年，民营企业人士就开始呼吁“非公经济 36 条”需要细化，要撤除垄断行业的“玻璃门”。原国务院发展研究中心副主任陈清泰对此的理解是：文件上的政策要最终转化为社会的直接感受，至少需要 5 年时间，有些甚至需要 10 年。铁路等行业说向民资开放，但铁路主管部门需要的只是民营企业出钱，而不让其有任何管理权，当然受到冷遇。第一条民资入股的常衢铁路无疾而终，民营企业进入国有企业，由于遭到产权不确定的巨大打击，业已全面退潮。

撤除垄断行业准入樊篱，10 年够了吗？不够。2007 年，来自国家发改委的消息称，中国建成 13 个大型煤炭基地的战略将提速，并指出，大型煤炭基地的建设要与大型煤炭企业集团的组建同步进行，形成 5 6 个亿吨级生产能力的特大型企业集团和 5 6 个 5000 万吨级生产能力的大型企业。为了确保这 13 个大型煤炭基地建设成功，国土资源部官员表态，将采取鼓励大型煤炭企业兼并改造中

小企业、严格市场准入、加强采矿权管理等有力措施，力争到 2010 年实现大型煤炭基地内，小型煤矿的数量比现在减少 70%，到 2015 年小型煤矿基本退出。显然，除了国家支持的大型国有企业，没有一家民营企业有与垄断型资源企业相抗衡的实力。

不只在煤炭行业，在钢铁、铝、汽车等行业，相似的高门槛、有阻止民资之嫌的规划（不是政策）早已写就，这一在市场化改革之后再度排挤民资的过程，被形象地称为“二度国有化”过程。例如，在石油领域，由于新制订的行业准入门槛奇高，油源受控，民营批发油企、加油站纷纷关闭，或者转卖给国有企业。

虽然各级政府不断宣称民营企业的重要性，在解决就业、占据 GDP 等方面具有不可替代的作用，但事实上地方政府对于国有重大项目的争夺空前激烈，和对外资 500 强企业的争夺交相辉映。

明放暗收的“二度国有化”现象，使民营企业生存空间收窄，极端依赖官员对于政策的自由裁

量权。这成为民营企业恐慌之源。一些民营企业甚至采取出让股权、引入国资的逆向改制以求自保。2004年4月10日，天津泰达集团（国有企业）全额认购北京万通地产（民营企业）增发的3.08亿股股票，成为万通地产的第一大股东。万通集团董事局主席冯仑说：“我们希望有这样的投资人……不仅有货币资源的优势，还应该跟我们的行业相关的土地优势。”

上述“二度国有化”是在中国经济摆脱资源约束、尽快做大做强过程中出现的，在对民营企业的原罪声讨后发展到高峰，居然赢得了不小的市场。有观点认为，国有企业效率低下与产权结构无关，只要套上一个现代公司治理结构的模式，只要套上信托责任的紧箍咒，就可扭转乾坤。这一思路加上国有企业产权改革过程中隐蔽的内部利益输送，使国有企业叠加市场成为“市场化改革”的主流模式。国有企业由此吸纳了社会大部分资源，垄断了几乎所有的上游行业，扼杀了民营企业的生存空间。

30 年来，中国的市场化改革虽然有长足进步，国家积累了巨额的财富，外汇储备从几百亿美元到如今的接近两万亿美元，但遗憾的是，在强调市场化改革的同时，有关机构和部门对市场的理解却日益狭隘，局限在国有企业内部治理结构与引进外资的先进经验，而忘记了市场化的根本意义在于建立公平的竞争环境，通过包括能源、资金、税收、法律法规等所有资源的倾斜式分配，央企、地方国有企业、大型外资获得了制度性的输血，内生的竞争基础被破坏殆尽。

习惯了不公平的待遇，习惯了不利的竞争环境，民营企业与政界的关系变得十分奇特——谁也离不开谁，似近实远，似亲实疏。民营企业无法以纳税人的身份求得各方普遍的认可和尊重，在法律框架下获得名正言顺的生存权，导致市场更为倾斜，终于在 2007 年内部紧缩政策与次贷危机的刺激下，演变成民营企业火烧连营式的亏损大恐慌、生存大危机。这既是对民营企业的考验，更是对市场化道路的严峻考验。

中国民营企业的新教伦理

一些民营企业开始形单影只地创建自己的资本主义新教伦理，他们的伦理说白了是一帖旧药，即恢复政商沟通，以获得政策与文化的创建者身份，最终可以消费政策与文化。万通董事局主席冯仑2007年年初在《中国有企业企业家》杂志发表的一篇题为《跨越历史的河流》的长文，可谓新式资本家的全面告白书。其中流露的民营企业家完整的哲学观，如此严密如此切合现实又如此曲折婉转，让人不由为之慨叹。

此文如此重要的原因，笔者认为突显了中国本土企业家对当下经济形势的基本判断，以及对今后经济路径的可能选择。在冯仑眼中，民营经济面临三条大河：不能回避又如履薄冰的政商关系；搞不清“天使与骑士”还是“打劫者”的外资；甚嚣尘上的原罪论。

面临政商关系，民营企业家的态度是积极合

作，充当国有资本的附属和补充，冯仑选择了民营企业可以学习的模本——虞洽卿、荣毅仁与王石。不难看出，这三者之乖巧顺服都符合与政治家的关系上“择高处立”，以及与政治家“同心同德，予而不取”，“非以其无私耶是以成其私”的传统智慧。面对拥有巨大资本规模与丰富管理经验的外资的两面夹击，要想摆脱成为的代工者、外资品牌营销者这样的第三梯队的宿命，冯仑开出的药方是“师夷长技”，尽快学会外资同样的企业治理方式和游戏规则与其同台竞技，通过自身资本结构的完善和公司治理的现代化，使之具有“国际观、中国心、专业能力、本土功夫”。而要摆脱原罪束缚，首先企业家内心要摆脱禁锢，正视问题、依法经营、守正出奇，同时建立自身的“新教伦理”，用资本家精神取代传统商人精神，同时借助经济全球化和网络时代的全新格局，迅速改变思维方式和竞争战略，将企业全面融入新经济。

民营企业家开始重视自身新教伦理的问题，说明市场文化资源开始成为本土重要文化资源之一，

受到了重视。事实上，建立新教伦理不只是民营企业家的问题，更是全体国民的大事，对于市场经济的基本原理不能达成一个基本的共识，中国的经济发展之路注定荆棘丛生，每走一步都会付出惨重的代价与高昂的成本。

当欧洲的新教徒因遭遇迫害而登上五月花号之时，他们并不知道自已将漂向何方，如果没有一块可以接纳他们的北美新大陆，新教市场试验田也许就会淹没在旧大陆繁如蛛网的重重纠葛之中。因此，托克维尔看到美国式的博弈民主，虽然敏锐地看到其中的不同凡响之处，但并没有因此得出结论可以在自己的祖国进行复制。实际上，即便是中世纪最具市场精神的荷兰，也不得不在西班牙、法国、英国轮番的刀枪铁骑、战舰纵横之下屡屡败下阵来。

在中世纪的欧洲，我们看到的更多是赤裸裸的海盗、战争、饥荒、农耕生活，如果以为发达的金融业成为多数人经济生活中不可或缺的因素，那是放大了市场的基本面。否则，我们很难理解，为

何现代真正自由的坚持数百年而不倒的自由资本市场只能在美国出现。在简·奥斯汀的小说中，直到18世纪，经商赢利与法律等中介机构，仍然是上不得台面的绅士谋生之道，虽然此时据亚当·斯密撰写《国富论》已经过去一个多世纪。

可见在一块传统文化、传统经济方式积淀深厚的土地上，改变经济发展与文化观念是多么的难。对于中国的企业家而言，他们并没有如此幸运，能获得一块地广人稀的新教试验田，而殖民地主人以放羊的宽松方式进行统治，在这种情况下，企业家只能承认现实，向既有的强大传统与占取社会资源的经济主体妥协。所以毫不奇怪，我们在冯仑的文章中虽然看到了专业、职业经理人、全球资本市场、新经济等因素，但占据主体的重中之重仍是传统文化资源，如荣毅仁的“择高处立，就平处坐，向宽处行，发上等愿，结中等缘，享下等福”，赤裸裸的利益诉求被严密地包裹在温柔敦厚的儒家文化面纱之下。

仅止于此是不够的，传统文化的丰厚绝不只

剩下“温柔敦厚”四字，还有“君子爱财、取之有道”这样的积极市场文化资源。冯仑对资本家精神的定义让我们看到一线曙光，“资本家的精神实际上是创业者、投资者、资本家、社会资本家，追求一种创新、一种社会财富，现代企业与政府之间的关系追求的是建立一种制度对制度、系统对系统、专业对专业的阳光下的博弈关系”。光明正大的博弈，只能建立在传统资源与外生市场文化资源的嫁接之上，只有这样，中国的新教伦理才能真正建立。

中国有企业企业家如此郑重地提出建立新教伦理的问题，说明中国历史上第一次，市场文化资源开始成为本土下面的重要文化资源之一，受到企业家群体的重视，只能说明目前的市场资源已经不敷所用。

正是在这个意义上，中国有企业家创建本土新教伦理的自觉意识就弥足珍贵，如冯仑所提及的“守正”，抛弃商会传统商人精神的私与小，都是企业家反省之后的思想积淀，如果在反省基础上

形成全社会的共同意识，中国的转型成本将大大下降，新教伦理才能建成有期。以冯仑或观点相近的企业家的一己之力，建成中国新教伦理无异于梦呓。他们只能建成向国有企业妥协的计划式市场伦理。

2008年11月，又一个炙手可热的民营企业富豪、资本玩家黄光裕接受调查，给金光灿灿的财富榜涂上了一层灰暗的色彩。从牟其中到黄光裕，这些中国富豪的行走路线，显示他们并未修成正果，在市场与权力的争斗、合法创富与非法创富两方面全面溃败。

中国民营企业家形象全部被掺上“三聚氰胺”，这肯定不是企业家单方面的失误，而是市场运行机制方面出现了大问题。任何一个从行政支配型经济向市场经济转轨的过程中的经济体，权力都会成为企业家配置资源的润滑剂，但权力一旦成为企业家手中拥有的唯一权杖，总有反噬企业家精神的一天，这也就是企业家精神目前所显示的异兆，市场模式该有的创新与民主被企业管理中

的军阀模式所代替，对于财富的追求与权力的追求密不可分、难分彼此，中国式的新教伦理迟迟未能开花结果，反而被宫廷阴谋与口号教导所代替。

中国的企业家除了喜欢阅读现代管理高手的传记外，大多还喜欢读盛宣怀、胡雪岩、政治领袖等人物的传记。后者是目前企业家的先祖，这些企业家生存于农业文明为主的环境中，面对的是官督商办、官商合办这样的朝廷与商人共同出钱、管理权尽归官员的资源配置与组织管理模式，这些企业家各傍一路政治力量，甚至成为张之洞、李鸿章等维新派官员的理财专家、维新顾问。他们让很多企业家赞不绝口，认为一卷在手可以尽知中国国情，关键在于，它还指明了管理公司、应对政商关系，获取社会资源的捷径。那样的英豪，是中国许多企业家心向往之的生存状态。

最典型的是任正非，他率领华为用毛泽东兵法治商、走农村包围城市路线，与国际国内竞争者进行肉搏战，成就赫赫战功。华为时时爆出的员工自杀、重签合同等大新闻，揭开了华为成功背后后发

就业取得优势的一角，人工成本成为挥之不去的阴影。如果说发展中国家是用血汗工厂向全球输出价廉物美的商品，那么高科技企业就能够例外吗？如果说任正非率领企业用人海战术、用血汗战术取得了优势，那么，其他企业又如何呢？

任正非并非将政治兵法、历史权谋、商业丛林战相结合的第一人，他只是其中的佼佼者，但任正非是如此神秘，如此吸引大众眼球，因此成为众所瞩目的焦点。什么是中国特色的商业文化？以三大法宝接合而成的大拼盘就是。中国的企业家正在丛林、商道与权谋之间徘徊，如果不能刮骨疗毒，继续用潜规则图谋他人，那么，他们就将为市场化的商业文化挖下巨大的坟墓。

不公正的游戏规则最容易诱发民意，民意从一个个倒下的企业家案例中找到了最好的宣泄口。从民意的角度出发，权力介入市场不仅拥有了更合理的借口，还使市场文化成为最大的替罪羊。无论是房地产市场化，还是石油行业的民营禁入，市场失灵都成为最佳的挡箭牌。这到底是市场失灵，

还是权力资本大举扩张恶化了商业生态，这一根本问题被悄然化解，市场因此遭到消解。

中国富豪们积累了风险重重的财富，却丧失了财富的正义；他们获得了各种头衔，却并未得到市场法则与市场文化这两把真正的保护伞。中国富豪的大败局，更是中国市场文化的大败局，古今中外权谋大杂烩把商道底蕴排挤得七零八落。中国商业文化的大败局，终将给中国的市场化设立最深层次的障碍，这一点，不仅从牟其中、黄光裕这些业已垮台的富豪身上，更从目前仍在纵横捭阖的企业家身上，从对市场化汹汹而来的舆情上，从国有企业数量下降而体量更为庞大这一触目现象上，得到了最好的印证。

体制、社会、文化，酿就了一杯苦酒，需要靠有诚信的企业家慢慢稀释、消解，最后建立中国本土的诚信、尊重产权、尊重公平竞争规则的商道。

小恩小惠不是制度性公平

从保就业与城镇化的角度，政府非常清楚民营企业的价值。全国工商联主席黄孟复表示，2002年全国就业总数为 7.374 亿人，其中国有单位就业人员 7 163 万人，农业劳动力 3.66 亿人，民营经济吸纳的就业人员为 3.09 亿人，约占就业总数的 42%。民营经济在城镇的就业比重已超过 70%，在第二、第三产业的就业比重更是达到 84%。另据劳动保障部 2002 年年底对 66 个城市的调查，国有企业下岗职工人员中有 65% 在民营经济中实现了再就业。要解决就业，让大量的农村富裕劳动力有工可干，积极的财政政策与资金密集型的央企都不是出路，只能靠民营企业。

为了扶持民营企业增加就业，有关方面甚至出台了相关的条例为民营企业大开绿灯。

2009 年 1 月 6 日，广东省检察院公布关于帮助企业解困的“十条意见”，受理涉及企业举报线索的“六不准”：不准随意冻结企业账号；不准随意查封企业账册；不准堵塞企业流通渠道；不准随意发表影响企业声誉的报道；不准随意抓走企业

技术业务骨干；不准因执法办案直接影响企业洽谈重大项目和完成生产任务，给企业生产经营活动造成负面影响。对企业负责人和技术业务骨干，涉嫌一般犯罪的，可不采用拘留、逮捕等措施。广东省检察院相关负责人表示，此举旨在全力维护企业正常的生产经营秩序，从根本上保护和促进就业。

在司法救济渠道出台如此显失公平的“意见”，激起的是社会对民营企业主更大的敌意，与保护民营企业的初衷背道而驰。严苛的法律规则已经不公平，不修改条例而以机会主义的做法赋予民营企业主特权，是另一重不公平：双重的不公平不会负负得正变成更大的公平，这种行为是对社会价值观的挑战，对法律的亵渎。

特殊时期对民营企业的救济无法得到社会甚至民营企业家的拥戴，民营企业家则以投机举动对抗不明确的预期。容易到手的优惠容易失去，优惠处处显示制度漏洞百出，与优惠相比，多个民营业主的落马让人印象更加深刻。

民营石油大亨、全国工商联石油商会的会长、“中国最大民营油企”——长联石油董事局主席和湖北天发集团董事长、S*ST 天发与 S*ST 天颐两家上市公司的实际控制人龚家龙入狱。此前龚家龙最显眼的是急于扩张，不惜与当地政府对抗。据 2006 年 6 月《赢周刊》报道，天发的亏损直接肇因是当地政府强迫天发并购非能源类的 10 多家亏损企业，以及背负起 2 万多名国有企业职工的安置。可以想象，为了给企业争取生存空间，龚家龙投入了大笔资金稳定当地社会。但这笔投入在今天看来，是一笔没有回报的沉没成本。

而在垄断国有企业的传统强项上，龚家龙又显得过于咄咄逼人，让人心生自不量力之慨。由于民营油企生存环境异常艰难，龚家龙试图强行突破，他曾经说过，“我们都很清楚，在中国的石油行业，民营企业是在三大国有企业的夹缝中求生存，每一步都走得异常艰辛。民营企业不联合怎么和这三大巨头相抗衡，怎么去求得发展空间？”为此，龚家龙频频与世界投资银行与石油巨头接触，

四处寻找油源。在被调查前，他正在与俄罗斯和印尼公司就石油资产收购事宜展开谈判，同时接待国外的一些投资咨询机构代表，洽谈到海外争取油源的事宜，油源与资金成为卡在他喉咙里的两根鱼刺。

龚家龙的强硬手段与 2006 年 12 月 17 日挂牌成立、挂靠在国资委旗下、对三大石油垄断巨头低眉顺眼、强调合作至上的中商石油形成了鲜明的对比。而龚家龙成立长联石油控股公司一年半，虽然四处出击所费不赀，却至今连成品油批发许可证、成品油零售许可证、成品油/燃料油进口许可证以及国内矿产勘探开发许可证四证都未拿到，可以说一无所获。艰难的生存环境与内部人事纷争，导致各民营企业离心离德。长联 30 多个加盟企业四分五裂。曾被寄予厚望的首家民营石油商会已经雄心不再，曾经被希望撬动中国石油垄断铁板的强势民营企业家，成为顾维军第二，锒铛入狱。

龚家龙并不孤独，2004 年，政府以整顿钢铁

投资过热为由，对民营钢铁企业进行整肃，在整顿“钢铁投资过热”之前，全国年产 1000 万吨的钢厂有两家，整顿完成后，则陡增到了 8 家，其中 7 家为国营。其整治目的，昭然若揭。

从 2008 年起，三鹿、蒙牛、伊利等企业炮制“毒奶粉”，造成全球范围中国制造的集体沉沦，企业失信令人痛心疾首，背后隐含的规模至上、营销第一的模式让人深感不安，企业只有大到不能倒，以对抗不明确的政策和市场，对资本扩张的预期超过了产业实际承受能力，企业帝国纷纷坍塌。

一个以生产汽车为使命、立誓让中国人像骑自行车一样开车的民营企业，曾诉说其到商务部去申请批文时，被一个小官员像灰孙子似的呼来喝去的情景，“就把我看成一求告的农民”，他说。他想拿到批文，像央行和商务部所鼓励的那样，走出去，到境外设厂，结果，批了一年还没结果。中小企业需要的是一个公平的竞争环境和适应自己规模所需的原料与资金渠道。以高高在上的态度恩赐，或者以冷漠的态度鄙视，对中小企业而言都

不是什么福音。恩赐可以收回，鄙视则无可救药。

在特殊时期，对民营企业的小恩小惠亦从未停止。2007年9月，国家发改委、国家税务总局、工商总局等五部委表示，将联手推出有助于中小企业发展的举措。国税总局于2007年9月17日发布《国家税务局关于调整核定征收企业所得税应税所得率的通知》，下调8个行业的企业所得税，其中娱乐业调整最大。这是统一企业所得税之后的延伸举措，并非新政。原有的核定征收所得税应税所得率是根据33%的标准制定的，今后实行25%的企业所得税率后，核定征收所得税应税所得率自然应该相应下调，大约涉及20%左右核定征收所得税为主的工商个体户。时任财政部副部长的张弘力同时在中国中小企业博览会上表示，“十一五”期间，财政部将进一步健全对中小企业的税收支持体系，有关政策将逐步实现由扶弱济困向培育市场竞争力转移。财政部将专门制定针对中小企业的政府采购政策，保证中小企业获得政府订单。在中国中小企业博览会上，由中国银监会和广

东省政府有关领导见证的银企贷款签约仪式，19家银行与19家中小企业现场签订了贷款协议，签订贷款金额8400万元。中国银监会组织了46家银行业金融机构参加此届中国中小企业博览会，中国大型国有商业银行一应出席，以显示对中小企业的重视。

断言民营企业可以打破市场竞争环境不公平的玻璃天花板，总是会让作出结论者咬舌后悔。政府出台一个又一个促进民营经济发展的政策措施，舆论过早地作出乐观的历史性总结，以为代表了一个“里程碑”，但这种热情现已渐渐淡漠。

从《中小企业促进法》到“非公经济三十六条”，从中小企业发展专项资金到各地专为中小企业服务的中小企业局等行政机构和准行政机构，国外扶植中小企业的一应模式，我国几乎应有尽有，但形似神非。扶植低效、税负高企，民营企业不仅未能打破行业垄断的玻璃天花板，天花板反而越来越厚，商务部对于石油行业的几次政策调整，等于宣告民营企业不可能进入石油市场。因

此，要解决以中小企业为主的民营企业的发展问题，最重要的仍然是政策从根本上突破，只要政策在事实上维系不公平的竞争环境，那么，中小企业也就只能在低层次上小打小闹，无建百年老店之雄心，而有流寇之余风。

中国经济主要资源集中在央企手中，中国经济被规模更大的央企所绑架。后者尾大不掉，已形成挟持中国经济发展态势，这不仅会消解政府的宏观调控政策，并且进一步加剧了行政与资源的行政集聚，导致寻租空间被成倍放大。这不仅体现于央企民营企业，也越来越明显地体现在外资企业明目张胆的商业贿赂之中。从更长远说，中国经济若离开民营企业，推进城市化将无从谈起，中国经济也就无法完成现代化与法治化的转型，

打破垄断企业的权贵阶层是当务之急，成立大型央企的目的是为了经济安全，如果让经济更不安全，则央企失去立足之基。国资委要求央企成为行业前三强，否则将失去生存资格，为了夺取生存权，央企新一轮圈地潮汹涌而来，这大大挤压了

民营企业的生存环境，一些民营企业在官商合一之路上越走越远。国资委的考核业绩机制见效的前提是，不设立市场门槛，否则考核将变成央企对垄断利润的无度。让人担忧的是，随着经济紧缩周期而来的新一轮宏观调控，将调出央企的新空间，铁道部甚至不屑于向民营企业摇动橄榄枝，象征性的表态都没有。

任何一个希望中国完成百年现代化梦想的人，都不会认为历史上一再出现的权贵经济，是中国未来路径的最佳选择。如果目前将央企私人化，必然快速走向权贵化。原因有二：首先，目前业已严重恶化的权利与财富不均，决定了起点的不一致，掌握了 80% 财富的 20% 人口将借助强大的经济与社会力量，以低价赎买有价证券，获取最大的财富。其次，法制的健全将使分发过程成为另一场 MBO 式的私有化狂欢，而普罗大众由于缺少最后救济渠道而陷于贫困。央企不能私人化，但央企又挤出了市场的空间。无解之结。

中国经济将选择民营企业？还是央企？已经无

需争议，央企是正规军，民营企业在狭小的空间内作为央企的雇佣兵，以备不时之需。目前值得关注的是，民营企业与国有企业何时能够获得一视同仁的纳税机构的地位，如果中国内生的市场主体不论国有企业、民营企业无法获得真正纳税人的权利，无法从政府、社会获得公平的待遇，竞争体制如何健康持久？央企的公司治理结构改革之路，是绣花枕头，还是真材实料？

政策螺旋之二：外资所有还是中资自有？

国有企业与民营企业虽然地位悬殊，但尚能维持微妙的共生关系。而民营企业与外资的关系，则显示了两类市场资金有你无我的恶性竞争态势。国有企业与民营企业难得地联手，共同对外。如果说国有或者民有，是中国改革过程中的内部事务，纯属兄弟阋墙，那么，外资或者内资的路径选择则是外部事务，由于百年现代化过程中累积下来的屈辱，具有强烈的受虐心理暗示，而外资在中国所

获得的巨额财富，就连一向冷静的市场人士也发出民族主义色彩极为浓烈的言论，代表中国进行WTO谈判的代表之一龙永图，甚至一度被痛斥为卖国贼。

爱国还是卖国？

从2007年4月开始，延续两年多的娃哈哈与达能之争，是本土企业与外资最激烈的一次正面交锋。这次交锋甚至惊动了中法两国高层，频繁以穿梭外交试图化解此事。“达娃”之争外延广阔，其含义几乎涵盖了当今中国经济的各个方面，最令人瞩目的莫过于宗庆后以民族主义大旗抵抗达能入侵，令人称绝的是外方达能的反击方法主要不是市场规则，而是挖出宗庆后妻女国籍和离岸公司的隐私，斥责宗庆后不配举民族主义大旗。

“达娃”大战伊始，宗庆后首先动用民族主义大旗进行舆论攻势，而后又向商务部与国家工商总局递交《关于请求对达能公司破坏我国国家经

济安全进行审查》的申诉报告，将“达娃”之争抬到国家经济安全的层面。活学活用的达能照搬宗氏拳术，将宗庆后妻女国籍、离岸公司、偷逃巨额税收等隐私被一一挖掘。每到博弈的关键时刻，就会有爆料人士向外界公开宗氏隐私。

人们有理由对宗庆后提出如下质疑：一个妻女都在国外、为了商业利益才脱离美国国籍的人，会真正为国家经济安全着想吗？一个将财富转移到离岸公司的人，会是民族企业的标志人物吗？一个连依法纳税都做不到的人，会是现代公民的代表和合格的人大代表吗？

达能这一招不可谓不狠，从道德上搞臭高举正义大旗的人，可谓釜底抽薪。这就相当于“文革”时期从男女关系方面搞臭政治对手一样，动机十分可疑。如果有关人士真的想为净化中国法律环境出力，不至于在宗氏偷逃税 10 年之后的今天才公布相关材料。两个高举道德旗帜的对手，道德上都经不起推敲。说白了，不过是狗咬狗，一嘴毛。这种饮鸩止渴的做法，说明中外资企业都已经被

逼到了民族主义的墙角。

2006 年，全国工商联在“两会”期间提交了一份《关于建立国家经济安全体系的建议》。其中述及了“跨国并购对国家经济安全的影响”、“建立国家经济安全体系”等几方面问题。同样是在“两会”期间，原国家统计局局长李德水也呼吁要警惕外资对我国有企业的垄断性并购。蒙牛遭遇毒奶粉事件后，中方控股股东遭遇现金流危机，2008 年 11 月，蒙牛精神领袖牛根生抛出涕泪俱下的万言书，让内资企业的企业家们不论国有企业还是民营企业纷纷从精神到物质上伸出援手。

牛根生在这封广为流传的万言书中说：“股价暴跌，导致蒙牛股份在价值上大为缩水，老牛基金会抵押给摩根士丹利的股票也面临被出售的危险。这引得境外一些资本大鳄蠢蠢欲动，一方面编织谎言，一方面张口以待……能不能及时筹足资金，撤换回被质押在外国机构里的股份，关系到企业话语权的存亡。作为民族乳制品企业的蒙牛，到了最危险的时候！”公开信披露：“得知蒙牛所处的

窘境，为了防止境外机构恶意收购，柳传志总裁连夜召开联想控股董事会，48 小时之内就将 2 亿元打到了老牛基金会的账户上。”事实上，新东方的俞敏洪、当时还是分众传媒掌门人的江南春、中海油的傅成玉或者送钱救急，或者表示声援，中国企业难得的一次集体行动，针对的就是国际资本市场的巨鳄摩根士丹利，他们把蒙牛当成了一面捍卫中国企业地位、颜面的旗帜。

牛根生信末的感谢是虔诚的：“一个犯过错误的企业、犯过错误的行业，一旦重新站起来，那就不再是‘旧我’，而是一个千恩万谢、千思百虑、千方百计向全社会赎罪的‘新我’”。

牛根生与中国企业家的集体抢救、集体救赎行为并没有换来国内民众同等的感应，这并不是因为民族主义的神经已经迟钝，而是蒙牛触动了底线，结石儿童是难以磨灭的画面，测试着中国企业家群体的道德底线，与法律的公正底线。

到最后，与宗庆后一样，内资外资的界限也模糊起来，让民族主义者的感情无所依托。中国企业

主或为享受优惠政策、避开法律困扰设立离岸公司，或自己或者亲属披上外籍人士的大衣，此种企业主的集体国籍大逃亡不仅暗示了本土市场环境的恶劣，产权保护的不完备，同时也让他们的民族主义诉求从根基开始腐烂。

2008 年蒙牛中期业绩报告的抬头写道：“中国蒙牛乳业有限公司，于开曼群岛注册成立之有限公司”，从一开始，蒙牛就是一个“开曼群岛公司”，实际控制人就是摩根士丹利。这是国际金融巨头的传统手法，在最为宽松的免税岛进行资金运作。2002 年 6 月 5 日，摩根士丹利在开曼注册了两家壳公司：China Dairy Holdings（中国乳业控股）和 MS Dairy Holdings（摩根士丹利乳业控股），第一家作为未来接收自己对蒙牛投资资金的账户公司，第二家作为对蒙牛进行投资的股东公司。几天之后，中国乳业控股在毛里求斯设立了全资子公司 China Dairy（Mauritius）Ltd.（中国乳业毛里求斯有限公司），而这个公司恰恰控制了后来所谓的“蒙牛股份”。通过这样的设计，2004 年上市的主

体根本就不是“蒙牛股份”，而是注册地点在开曼群岛的中国乳业控股。“蒙牛股份”只是其境内的一个孙公司，是个车间。这就决定了，这些参与国际资金对赌的企业，实际上身份暧昧不清，他们很可能只是国际资本建立中国乳业王国的一枚棋子，拿着对中国乳业控股的投资计算“蒙牛股份”的股价就变得毫无意义。

与此次事件前后呼应的是美国凯雷收购徐工案被三一重工搅局等事件。人们怀疑，外资在以强大的实力威胁中国产业安全，而可口可乐在 2008 年宣布收购汇源，似乎凿实了此类指证。在中国每年的并购案中，民营企业大多数是被并购者，而外资则是并购方，外资几乎消灭了中国的日化行业，消灭了中国大豆行业，让中国企业家心意难平。

每次外资收购都会被阴谋论所笼罩，而阴谋论到最后被证明不是空穴来风，粗糙的阴谋论掩盖了中国企业主国际视野的不足，竞争力的疲弱，也反映出企业主对于资金不足、制度供应不足等国内市场制度性顽疾的深恶痛绝。

利益源源不断流向国际投资者

如果说很多国人对产业争夺战还能冷静作壁上观，面对外资入股中国最具垄断地位的公司所获得的巨额收益，就再也坐不住了。最近一波收割大潮起自于 2008 年年末，既体现了国有企业金融机构的困境，也体现了国际国内金融机构估值差距之大，让中资金融机构成为肥硕的绵羊。

从 2008 年 12 月 31 日开始，中国金融机构遭受暴风雨般的减持考验，外资机构投资者折价大笔抛售股价：瑞士银行于 2008 年的最后一天抛售了 33.78 亿股中国银行 H 股，美国银行 2009 年 1 月 7 日抛售 56.2 亿股建设银行 H 股，同日，香港李嘉诚基金配售中国银行 20 亿股股份。与此同时，坊间传出苏格兰皇家银行也将加入减持行列。事实上，早在 2007 年 11 月，淡马锡公司就曾先后减持 10.8 亿股中国银行 H 股及 2.8 亿股建设银行 H 股，据估算获利在 30 亿港元以上。那些焦头烂额

的外资机构以中资银行股为现金奶牛，缓解资金不足的燃眉之急。

此轮抛售潮中，通过抛售中国银行股票，瑞银集团获利 3.49 亿美元，李嘉诚基金获利 2.21 亿美元，苏格兰皇家银行获利 8.10 亿美元。投资的收益率分别为 70.96%、75.48%、51.51%；年复合投资收益率分别为 19.57%、20.62%、14.85%。

更令国内普通投资者气愤的是，这些境外战略或者财务投资者在初始入股时，入股价大多在每股 12 港元的区间，以净资产估值，中国金融机构的无形资产都未评估在内。

中国大型企业 IPO 几乎都在上演相同的悲剧，中国石油的内外发行价更是相差 10 倍，所以中国石油一上市，巴菲特就赚了数百亿元，瑞银集团也赚了数百亿元，而投资中国石油的中国股民却被套资金接近 3000 亿元，相当于汶川大地震全国捐款总额的 10 倍。这条路径是，向外资输送利益，国内高价发行，解决了大型企业的资金瓶颈，由国内投资者买单，中资企业得到美元或者购买高价

资源，或者因为外汇风险敞口贬值，或者进行名为套利保值实则购买结构性投资产品的投资活动，比如国航与东航等航空公司在航油上进行套保亏损上百亿元人民币，将所获资金通过合理合法的渠道奉还给外资。

有种种理由为当初的廉价辩解，比如，当时中资金融机构处于技术破产边缘；比如，在国际市场上，定价权主要掌握在国外机构投资者手中；比如，只有吸引国外战略投资者才能在境外成功发行上市——这些理由客观存在，但这些事实无法遮盖住如下疑问：为什么在国内资金并不匮乏的前提下，要把定价权让给外资？建设银行等金融机构，为什么要把廉价期权出让给国外金融机构？以净资产评估定价这样的好事为什么不能让国内投资者分享？付出了如此巨大的代价，我们吸引外资希望达到的引资与引进先进管理经验的双重目的是否已经达到？很难说引进国外战略投资者的建设银行，其公司治理水平在没有引资的招商银行之上。说到底，如此定价是对内生的资本市场与治理

机制没有信心，必须假借外资之手来实现。

2005 年，在中国国际金融有限公司成立 10 周年的年会上，中央汇金投资有限责任公司总经理谢平表示，在中、建两行的引资谈判中，有五大问题成为制度性折扣的原因，主要包括：历史和体制因素给国有银行造成的社保问题、沿袭数十年的国有银行高管的行政任命方式、频发的经济丑闻、政府干预和外方不能控股的限制，都成为海外投资者谈判时要求折扣的筹码。反观银行业改革历程，高管官员化、政府干预、运行成本过高、外方不能控股，这些症结时至今日仍未解决。而汇金与外资投资者同获厚利的事实证明，我国金融机构大小非享受着与众不同的特殊权益，看上去像极了专门的利益输送渠道。

理解外资获利有两种途径，一种是经济殖民的阴谋论，一种是内部市场机制不健全、技不如人论。经济殖民理论之所以受到追捧，不仅仅因为这种理论最为煽情，而是因为这一理论毫不留情地刺破了中国经济的脓疮。但是，他们指出现实，却

无力解释这一现实。

中国的不幸，在于有一个出卖国家利益的精英集团。历史名将左宗棠曾经仰天悲叹：一个李鸿章，抵得上十路法国大军。现在则是几只美国鹦鹉，就能影响中国 70 万亿元金融资产的去向——这样的解释实在过于晚清化，过于义和团化，过于苍白。

抨击贱卖资产论、抨击汉奸和买办最严厉的张宏良，大谈中国金融正在殖民化，“比资产流失更可怕的是外资金融机构对中国产业和银行的控制，要控制一个国家的经济，实现对于一个国家经济的殖民化改造，主要有两条途径，就是控制这个国家的产业和银行，明确外资金融机构正在有条不紊地沿着这两条途径实现对中国经济的殖民化改造”，路径是通过美国花旗银行、美林证券、高盛、摩根士丹利等金融集团控制中国产业。

金融集团扫荡中国产业，由于它本身不是产业集团，不会给中国带来任何先进技术，它们控制中国产业买卖中国有企业业，完全是在炒中国资产

升值，一旦达到升值目的，它们就会立刻脱手，把中国产业摔得粉碎。由于这些公司中每一家的自有资本至少都超过千亿美元，那是任何国家的产业资本都无法抵挡抗衡的，扫荡中国产业如同巨型航空母舰扫荡小小扁舟，目前中国的 28 个产业中已经被这些金融巨无霸控制了 21 个，很快就会控制全部。所谓“市场换技术”完全是买办精英集团为外资扫荡中国所作的舆论欺诈，误导了中国决策，蒙骗了 13 亿中国人民，而最终悲惨买单的却是 13 亿中国人民。

现代金融集团如同一只硕大无比的财富章鱼，触角伸入各个产业内部，和各个产业融为一体，形成整个社会经济的唯一龙头。从 2007 年 12 月 11 日中国提前一年开放金融市场时，控制中国银行的过程就开始了，有人会认为控制中国银行是不可能的，其实我们简单计算一下，就会看到这不仅是可能的，甚至是正在逼近的现实，目前全国金融资产是 60 万亿元，其中银行资产是 44 万亿元，按照巴塞尔协议 8% 的规定（我国一般 5% 就可以控

制)，有 3.5 万亿元的资本金就可以控制这 44 万亿元银行资产，而控制着 3.5 万亿元资本即便按照最高控股率 51%（由于股权的日益分散，实际控股率很低），也不过是 1.8 万亿元人民币，折合美元也就是 2000 多亿美元，也就是说用 2000 多亿美元就可以控制中国的银行，进而控制整个中国经济。2000 多亿美元是个什么概念？前面提到的美国花旗、高盛、美林、摩根士丹利任何一家公司的自有资本都超过 2000 亿美元，也就是说，别说是现在这些金融巨无霸都已经进来了，即使是进来一家，在财力上就能控制整个中国银行业，进而控制中国经济。

张宏良先生所说的惨状在短期内不会成为现实，美国金融集团正在经历凤凰涅槃的剧烈震痛期，华尔街投资银行成为历史名词，截至 2009 年 2 月，美国前四大金融机构在道琼斯指数中所占的比例只有 3.6%，还比不上一家沃尔玛，而中国的银行也都有外资入股比例的限制，中国金融机构庞大的非流通股，决定了任何取得控制权的努力都是

白搭，除非是政府有意为之。

中国企业也在走出国门，但成功案例甚少，许多企业成为这次金融风暴的买单者。民营企业发展期积累的自有资金无法找到更适宜的投资渠道，在市场低迷期又难以得到税收、资金等各种市场资源，国外针对中国产品的反倾销调查之类惩罚越来越多，这就逼迫中国民营企业放弃国内大市场，转战国外。但国外一个小小的规则变化就能让中国企业面临灭顶之灾。

2001 年，欧盟制定了 CR 法规。这项看似旨在为保障儿童使用打火机安全而制定的法规规定：价格在 2 欧元或者 2 美元以下的打火机产品，要进入欧洲市场，就必须安装一个防止儿童开启的安全锁。而早在 1994 年，美国就制定了此法规。因未积极应对，中国的打火机业几乎丧失了全部的美国市场。据调查，有兴趣走出国门的企业在 7 成以上，这有可能成为一次集中消灭民营企业财富的过程，能留存下来的将少之又少。

看看中投公司与中国平安在黑石集团、在富通

银行动辄上百亿元的巨额浮亏，更可笑的是，黑石回过头来购买了蓝星集团的股权，通过中投公司在中国落脚，而中投则希望借助黑石绕开国际市场并购的法律暗礁，西方对中国主权基金与央企的参股行为同样敏感到草木皆兵的地步。

外资叫屈为哪般？

左派的经济学家人士，与一向中间偏右的企业界人士居然走到一起，这绝不寻常，也不能仅仅指斥义和团基因未死就能搁置一旁。从更深层次挖掘，这意味着中国经济又一次走到内部市场原生动力不足的十字路口。正因为对内开放不够，我们才急于引进外资；正因为内部市场竞争体制不健全，我们才需要向外引入竞争体制。但是，不植根于本土的竞争机制必然先天畸形。

从开放市场引资开始，外资就享有先天的政策优势。加入 WTO 后，中国对外资开放受到了外力的强制，各个行业有条分缕析的开放时间，一年

一度的中美、中欧战略对话，更使得对外开放有了较强的政治保障。以加入 WTO 为契机，中国出台了《对外贸易法》，清理修订了约 3000 部法律、法规和规章。反观对民资开放，虽然有“非公经济 36 条”等文件，却欠缺强有力的制度约束，步履蹒跚。

从另一方面看，由于缺乏稳定的政策预期，既害了内资，也讨好不了外资。在中资企业眼中受尽宠爱的外资大声叫屈，也就毫不奇怪。国人对外资进入大呼“狼来了”并呼吁政府动用市场手段进行干预、保护国家经济安全，一些国外的企业也在大声疾呼，“中国是可怕的丛林市场”。2006 年 12 月，韩国《朝鲜日报》载文指出外企在中国生存环境不佳。

这真是很有意思的对比，在给予了外资如此之多的优惠政策之后，外资仍然抱怨不断，而内资不管是国有企业还是民营企业，普遍认为自己遭遇到了不公平的歧视性待遇，呼唤在政策面上一视同仁。原因就在于，由于政策受到各种因素左右

波动频繁，缺乏稳定的预期，导致企业无所适从，长远的发展规划被短期的投机性赢利目标所取代，最终造成企业与市场双输。预期不稳带来的损失比长期的歧视更严重，这在经济学中已有结论。

2006 年 12 月初，时代华纳从中国电影院线市场退出，宣布持续 5 年之久的合作终结，原因是 2005 年年底政府宣布合资电影外资占比不得超过 50% 的规定；凯雷收购徐工案自 2005 年 10 月签订持股 85% 的收购合同后历经多次讨论，凯雷将股份减持至 50%，放弃单独经营权；花旗财团入主广东发展银行虽然尘埃落定，而期间烟幕迭出，竟将一桩公开的并购交易变成了见不得光的事件。

以上数例似乎足以说明外资在中国生存环境不佳，一些外资因为政策的暧昧遭遇损失，在外资垂青的并购、金融等领域都处于垄断与经济安全的敏感区域，也都处于政策模糊地带。外资有着较强的博弈能力，在感觉利益受到侵害时，大多能够以或明或暗的办法挽回损失。明的如沃尔玛牵头众外资巨头联合上书，抗议两税合一的动议；暗的如

建设银行前行长张恩照受贿案以及美国德普公司中国分公司天津德普诊断产品有限公司向中国国有医院医生行贿 162.3 万美元的案子，其他潜藏在冰山之下的公关费、好处费不知凡几！外资具有民资不可能有的强大政治、经济功能。

20 世纪 90 年代以来，中国经济生活中让人印象深刻的是各地官员在世界各地招商引资。这种做法让人费解。为什么舍内而就外、舍近而就远，以低到令人难以置信的土地、资源和劳动力价格，到世界各地招商引资？合理的解释只有一条，中国民间资金由于受到各种限制，无法有效组织、利用，而国有企业市场化之路并不顺利，要拉动 GDP、解决中国经济增长、社会转型、就业问题，地方政府力有不逮，因此，引入少受制度约束的外部资金，就成为实现地区经济发展、解决社会问题的最好办法。

意识到深刻的内生性不公平，中央政府尝试建立公平的游戏规则。2007 年 3 月 16 日，全国人大通过了《中华人民共和国企业所得税法》。新

法规定企业所得税的基本税率为 25%，预提所得税税率为 20%，从 2008 年开始，内外资所得税合一，统一为 25%。根据统计，民营企业综合税收在 22% 以上，而外资企业由于享受各种税收优惠，在 17% 左右，虽然几经调整，两者仍处于不对等的竞争环境之中。新一轮经济紧缩使外资争夺战在 2008 年年底在各地展开，英特尔中国分部迁移到成都，对于上海是一记沉重的打击。地方政府毫无疑问会展开引资方面的优惠竞争，这让各种性质的企业争夺平等的国民待遇的努力，化为乌有。

奇怪的是，政府建立《反垄断法》，被外资认为是专门针对外资的一柄锋利的单刃剑。孕育十多年、于 2008 年 8 月 1 日起正式实施、被称为经济宪法的《反垄断法》草案甫一浮出水面，外资外媒负面评价就不绝于耳，几乎一面倒地认为是外企的紧箍咒，是“保护主义的拙劣武器”，欧美商会也频频在本国和中国游说。通过围绕《反垄断法》的中外利益博弈可以看出，以《反垄断法》反外资垄断将是艰苦之路，国际大资金将以资金为

先导、以本国经济谈判为护卫、以国际先进经验为诱饵，排除反垄断法的困扰。对于中国而言，引进外资与引进国际先进技术是不可变更的强国路径，政府不得不小心翼翼地反在反垄断、捍卫经济安全与国际市场交流之间走平衡木。

更进一步说，《反垄断法》反的是外资与民资垄断，保护的是央企垄断。实际上，在国有企业垄断与保护经济安全之间，从来就不存在清晰的界线。《反垄断法》同样无法划清这道边界，《反垄断法》有 8 条直接指向行政性垄断，整个第 5 章共 6 条剑指行政机构通过价格、税收等保护本地企业、割裂市场的行为，意在建立统一的大市场，避免天津出租车只能用夏利、上海出租车只能用大众、当地人只能喝当地啤酒等极端状况重演。建立统一的大市场当然是市场经济的重要环节，反垄断法的行政垄断因此剑走偏锋，走到了统一市场的坐标上。

我国面临的垄断威胁主要来自于跨国企业与国有企业，前者受到大资本的庇护，后者受到行政庇

佑。要对付两股垄断力量都不是易事，跨国企业挟资金威力而来，已然成为世界经济的主导力量；后者则立足本土，深受“父爱主义”呵护。关系国计民生的国有大企业备受呵护，被寄予参与国际竞争的厚望。《反垄断法》第七条规定，国有经济占控制地位的关系国民经济命脉和国家安全的行业以及依法实行专营专卖的行业，国家对其经营者的合法经营活动予以保护，并对经营者的经营行为及其商品和服务的价格依法实施监管和调控，维护消费者利益，促进技术进步。但什么时候损害了消费者利益，石油垄断巨头不给民营加油站加油，是否损害了消费者利益，种种具体状况语焉不详，《反垄断法》反国有垄断企业几乎是不可能完成的任务，我们只能等待国有垄断企业以低效来证明自己不配具有经世济民的垄断地位。

搞笑的是，《反垄断法》只反垄断行为、不反垄断企业的说法，垄断企业如果不通过价格、技术手段获取垄断收益，何必千辛万苦冒着法律风险争取垄断地位，垄断企业与垄断行为一卵双生，

根本无法割裂。如果执法机构只着眼于垄断行为，其执法成本之高将超出想象。

有舆论指出，中型企业也可能通过共谋价格、划分市场形成垄断。这是危险的趋势，《反垄断法》尚未实行，中小企业可能率先祭旗，有关高压锅、方便面的垄断诉讼满天飞，而真正获取垄断暴利的重化工业、能源、信息技术等领域反而被轻轻放过。《反垄断法》反垄断的要义因此被割裂，成为对付民营企业并购的利器。

《反垄断法》的作用在现实中被过分高估，这部目前执法者与配套细则无一出台的原则性法律，还不具备执行的可能性。《反垄断法》只是一个备用武器，对意欲实行垄断的大企业起到心理威慑的作用。对《反垄断法》寄望过高不切实际，法不徒行，需要配套细则、法律文化与清晰的职权利架构，种种操作规则还有待完善。制定草案时计划在2008年8月1日前制定40余个配套规则，这是个庞大的工程，迄今为止，无一出台。至于具体执法机构，国务院成立了反垄断委员会，明确其职责，

但尚未披露组成机构，人们对能否改变多头管理、多头执法现状拭目以待。此前，工商总局已成立反垄断与不正当竞争执法局，商务部设立反垄断局，发改委也承担部分职能，《反垄断法》初出，由谁执法的问题马上浮出水面，利益部门之间的协调向来是行政难点。

如何从制度上保护本国经济

中国商务部 2009 年 3 月 18 日表示，可口可乐并购汇源未通过反垄断调查，因为收购会影响或限制竞争，不利于中国果汁行业的健康发展。延续将近一年的可口可乐收购汇源案戛然而止，可口可乐随后宣布不再继续竞购汇源。

中国商务部否决可口可乐收购汇源案将引发深远的影响。即便中国商务部经历一年反复思考，并与可口可乐商榷之后，否决案在法律上无可挑剔，但这个决定背后仍然缺乏智慧的光芒——否定了中国经济全球化获益者的身份，给攻击中国贸易保

护主义者以口实，损害了国内制造企业的信心，没有能够阻止外资在更为要害的销售、金融等领域的进入。

中国制造企业由于退出渠道的丧失而遭遇沉重打击，已经准备将汇源转手给可口可乐的朱新礼先生不得不打起精神，寻找下一个出价低得多的买家。这种暗示不但会阻止其他大资本进入制造领域，还会妨碍企业做大，以避免《反垄断法》的可能困扰。

中国还不知道如何从制度上保护本国经济，先是缺乏法律，而后是缺乏对法律精髓的正确解读。

在《反垄断法》出台前，政府主要依靠各个部门制订的规章进行管理，以保护本国经济的控制权，如限制外资入股金融机构的上限保证对金融机构的控制权；在《反垄断法》出台后，依靠《反垄断法》等相关法律规范外资的进入。即便中国需要反垄断，也需要符合游戏规则的、策略性的反垄断。充分竞争性行业成为反垄断的第一个案例，显示有关方面并不了解中国经济的软肋何在，因

为欠缺对市场的深刻认识，他们不能善用《反垄断法》。

中国有必要从历史经验中吸取教训。规模庞大的中国制造业一直未能获得全球定价权，在产业链的低端生存，主要是因为没有掌握国际销售渠道与技术专利，以及在上游衍变为金融大战的资源争夺战中位居人后。

恰恰在销售渠道上，中国市场非常开放，外资进入销售渠道比例极大。2005 年商务部共批准设立 1027 家外商投资商业企业，虽然从总量上看，外商占国内零售市场的份额不到 5%，但“外资大型综合超市快速发展”，最早进行开放试点的北京、上海等 10 个城市，2004 年 5 000 平方米及以上的外资大型超市，网点数量占全部大型超市的 27.7%，销售额占 29.8%。其中，厦门、大连、上海、天津和北京，外资市场份额分别为 97.3%、43.4%、39.2%、35.3%、28.0%。大城市的大卖场已成外资的天下。

在制造业产能过剩的情况下，销售才是定价权

的重要组成部分，那些民粹主义及其民粹主义的呼应者忽略了这一点，他们缺乏保护本土经济的实际操作能力。

毫无疑问，商务部否决可口可乐并购汇源受到了某些民粹主义者的拥护，他们从 2006 年下半年美国凯雷收购徐工案开始，就为外资进入实体经济领域奔走呼号，认为国有资产贱卖，威胁国家产业安全。现在，他们的爱国热情得到了回应。不过，这样的回应只能印证他们保护本国经济的制度性失败，满足了一时的激情，丧失了市场的理性。

为了弥补这一名不符实的反收购案的负面影响，商务部必须以其他方式进行消毒，以证明绝没有进行贸易保护主义。

首先，是舆论消毒。汇源果汁出售给可口可乐被否决后，2009 年 3 月 22 日，商务部部长陈德铭表示，可口可乐兼并汇源这件事发生在两家外资企业之间，可口可乐是总部在美国的公司，汇源果汁是一家注册在开曼群岛的外国公司。这两家

外国公司之间的企业兼并不涉及中国的投资政策，只涉及中国对这两家企业在中国销售产品经营集中度的审核问题。这种辩解显然既苍白无力，又缺乏勇气。中国政府对许多境内企业在开曼群岛、维尔京群岛等设立的离岸公司的管理陷入盲点，但这种说法也给了阻止可口可乐并购“汇源果汁”是保护中国“民族企业”的说法一记响亮的耳光。

此后，商务部新闻发言人姚坚就可口可乐公司收购汇源公司反垄断审查决定答记者问，给出了体面得多的答案。他表示，在整个审查过程中，商务部严格依法独立办案，既没有受与竞争法无关因素的干扰，也没有受一些外媒所谓民族情绪的影响，完全是依照《反垄断法》作出了客观的裁决。这份正式发言稿同样与民族情绪划清了界线。

其次，在实际操作上对外资进行弥补。2009年3月20日，备受关注的《汽车产业调整和振兴规划》由中国国务院办公厅正式印发，保护本土汽车制造商的自主品牌公车采购方案在规划中并没有体现，人们怀疑，有关方面可能担心违反 WTO

的国民待遇原则，同时也不排除对汇源并购案进行“消毒”的可能。用句中国老话，商务部捡了芝麻，丢了西瓜。

不仅如此，中国以庞大的外汇储备在国际能源市场上的参股、并购，都将受到更严厉的审核，对中国经济缓解能源瓶颈产生严重的负面影响。

有了《反垄断法》，还必须有建立在市场理性之上的执行力，以及对于各种利益诉求的辨别能力，否则宝剑出鞘时未伤对方，回鞘时误伤自己，可谓得不偿失。

内部竞争机制不全是廉价出售的根本原因

处于市场经济转型期、法律法规兴废鼎革之际的中国，由于立法的时滞性，由政策进行经济调控可以算是必付代价之一，可以收适时适宜之效。正因为如此，政策往往变成不顾长远发展的权宜之计，今天为托市可以对上市公司的违规行为睁一只眼闭一只眼，甚至以舆论主导市场，为拉动房

地产市场对开发商违规行为大开绿灯，对潜藏的金融风险不置一词；明天觉得经济过热，就调整枪头明令银行停止向相关行业贷款，在原有的税收上层层加码，直至彻底抑制住市场的需求，以至于“大炮”任志强发出制度性成本到底应该由谁承担的质疑。《反垄断法》的目的是营造公平的竞争环境，核心是反对违反市场竞争的行为，以免导致市场效率低下甚至出现逆淘汰制，使市场丧失生机，现在却有成为央企护身符的嫌疑。如此市场环境无论对哪家企业都不能说是福音，正因为如此，存在利益纠葛的内外资企业发出了共同的呼吁。

政策调整是应有之义，但政策的适宜性来自于市场公平理念的一致性，否则就会自缚手足，陷入左右为难的窘境。与其如此，倒不如当初就站在固定立场上，示人以一以贯之的公正的市场化形象。即便仅从效率上来说，这也是成本最低而收效最大的做法。这样，在面对外资不公正的要求时就可以理直气壮地说“不”，面对正在发展之中的国内大有希望的民营企业，也能在法律的范围内施加

保护，而不至于引起太大的甚至是国际性的纠纷。

理想之光有时很难照进现实，外资还是中资，国有还是民有，唯一失去行政与资本双重保护的就是民营企业。目前新一轮资金争夺战拉开序幕，受打击最大的不是享有天然贵族出身的央企，而是已经在死亡线上挣扎的民营企业。民营企业一再以民族大义与经济安全，维护自己的生存合法性。其根源在于，国有企业是长子，民营企业矮其一头，民营企业以为压住外资，就可以被扶正，但依然难以根本改变命运。

以对民资不公为代价壮大外资地盘，是对内部竞争体制的摧残。数据显示，中国增长的财富主要集中在政府与国有企业、外企等大企业手中。合资是 20 世纪 90 年代中国大开放之初外资不得已之选，现在，新进入的外资 70% 以上采取独资方式。据商务部统计，2007 年我国新设外商独资企业约 2.95 万家，外商独资方式实际使用外资 572.64 亿美元，占全国总量的 78%。原本只把中国作为制造基地的外资已经把目光瞄准中国内需市场。从

彩电业来说，不掌握核心技术的中国民营企业全面溃败，外资企业以高性能彩电血拼价格战，甚至不惜亏本，使中国彩电制造业退出市场。引入外资即引入技术、引入先进管理经验的说法不攻自破。

引进外资之路还在继续，因为引资是拉动 GDP 最便捷的方法。经历金融风暴之后，中国实体经济下行，各地资金不足成为常态，引资可以弥补资金缺口。事实上，一些地方准备腾笼换鸟挤走本地发展了十几、二十几年的民营制造企业，瞄准的引资目标无一例外都包括国外大企业、大资金，如此下去，中国整个会变成一个“大鸟笼”——即便是全部用金子铸造：中国外贸规模 29 年增加了 105 倍，从 1978 年的 206 亿美元增长到 2007 年的 21738 亿美元，但却无法笼络随利而走的外资。

国有企业、民营企业靠外企赎身的现象在持续。2006 年，社会各界虽然对温州市政府引进外资争议重重，但扑面而来的外资并购潮似乎已经给出了这场争论的答案——不管争论结果如何，中国正在稳步成为世界重要的并购市场，不论国资民

资，内地资本都在争相扑入外资的怀抱。

如果不是戴着有色眼镜把企业家当“卖国贼”扫进垃圾堆，应该承认，并购烽烟不会无火而起，是一些客观因素让中国的企业家把外资并购当成了尚方宝剑。在国有企业著名并购案中，无论是花旗、兴业争夺广东发展银行还是凯雷收购徐工案，之所以能够推进，有个无法忽视的原因就是企业遭遇经营困境，效率低下一团乱账。媒体此前曾详细报道徐工与广东发展银行政策性收购当地低效企业、被逼进行扶贫贷款、公司内部可疑交易频生等事件，充分说明目前的国有企业运行体制已经成为融化国资的大烤箱。外资并购只不过是国有企业体制性经营土壤缺失付出的高额代价。

国有企业急欲上嫁实力雄厚的外资不难理解，但民营企业尤其是经营状况良好的民营企业对外资趋之若鹜，则是为了取得完备的产权保护，为了披上假洋鬼子的外衣，争取政策的优惠。无数报道印证了民资的热情。2004年3月8日，《泉州晚报》报道，“泉州鼓励民营企业承接外资并购”；

2004 年 7 月 9 日,《佛山日报》报道,“顺德外资并购民营企业一年引来外资千万美元”,共有 20 多家内资企业、民营企业和合资企业通过股权变更设立为合资企业或外商独资企业,当地政府自豪地发布了这一消息;2005 年 4 月 5 日,《珠江时报》自豪地宣称,外资并购民营企业成“流行色”,故事的发生地在佛山;同样自豪的还有南京市,《新华日报》2006 年 10 月 24 日报道,南京民营企业成为外资并购的“香饽饽”,当年南京市新批的 26 个外资并购项目中,参与主体是民营企业的达 22 个,注册合同外资达 1.59 亿美元,分别占同期并购项目总量的 84.6% 和 94%……

与其说是民营的热情,不如说是地方政府的热情,民营企业不过是金蝉脱壳。通常而言,并购是为了使企业寻找到更合适的掌管者,在总体上促进社会经济效率的提高。如果相反,则为恶性收购。类似于苏泊尔、五星电器这样的企业品牌、效益都处于上升阶段,企业掌门人却急于出手,其原因只能在效率之外寻找。

在企业所提到的外资并购原因中，包括外资与合资企业可以享受税收优惠、可以更方便地与国际资本市场“接驳”，以摆脱对民营企业并不友善效率相对较低的国内金融机构与资本市场的依赖，原材料上涨过快企业无法承受压力，地方政府对于引资的浓厚兴趣等现实考量。这些原因归结起来就是一句话，民营企业受到了上游资源垄断企业与歧视性政策的双重压榨——2006 年制造企业的成本上升了 25% 左右，近年来民营企业并购国有企业案 60% 都以失败告终——本来就度日艰难，又遭遇原罪追讨，心中惶，只能一卖了之。这种市场环境下的外资并购多数属于恶性并购。

以目前中国的市场架构，唯一能与纵横四海的垄断国有企业、热心指点经济的政府权力抗衡的大概只有外资。不管是外资并购还是民营企业变身的假洋鬼子，对于真正具有金融创新精神的企业家而言，相当于花费巨额赎身费换得一个“大太太身份”，在中国市场上登堂入室。

民营企业靠外资赎身将导致毁灭性的后果：中

国的本土民营企业成为次等公民，内生性的市场资源遭到根本性毁坏，只有靠外部资源来拯救；中国国民中存在的企业家精神遭到扼杀，小富即安思想或者投机思想成为常态。真正有企业创新能力的中国人在迈阿密的海滩上晒太阳，这是中国最可怕的损失。

中资企业带着镣铐与强大的外资共舞，还带来更加棘手的理论问题，中国引入外资带来不公是否意味着中国该关上开放之门，是否意味着加入WTO是个错误？对内开放滞后于对外开放，导致具有合理性的对外开放也受到严重质疑。事实上，在金融等重要产业领域，中国民间资金所受的待遇既不如国资，也不如外资，呼吁20年的开放民间金融举步迟缓，而外资金融机构已早早在国内布局。

企业民族主义之争，说白了不过是市场资源之争。娃哈哈与达能之间的道德泼粪战，像极了一部三流的娱乐小说，双方对于利益纷争主要不是诉诸法律与仲裁机构，而是诉诸情绪、诉诸隐私、诉

诸政治，从媒体、公关、中法两国的高层、民众，全都介入其中。这种征兆从商战开始就有显示，宗庆后曾因为被跟踪报过警。

可怕的是，目前的商战泛政治化现象越来越严重，完全可以按照法律、商业规则行事的商业案件，被硬生生搞成了政治案件，并经过社会情绪酵缸持续发酵。这样的市场，外资永远有用武之地。

只要国内不公平的市场秩序没有得到根本性扭转，民营企业与普通投资者往往会成为社会资源倾向性配置的受害者，而生活在明显不公环境下的人容易产生受害意识，进而从爱国走向民粹。国资与外资处于第一第二梯队，而民营企业处于第三梯队，有关部门片面强调开放却对近在咫尺的国内竞争主体刻意打压的做法，成为民族主义的催化剂。

全球市场化的核心是金融战争，国人在这方面是弱项，出口几亿件衬衫只能换回一架飞机，好不容易积累的外汇资产名义价格两三年间就因为美元贬值而下降 30%—多数国人对于金融战以及金

融战中的失利痛心疾首，对于老实做工却被金融鲨鱼盘剥怒不可遏。达能经营能力如此低下却能通过并购控制中国乳品市场，这刺激了金融战中的失败情绪，引发了对于外资掠夺财富的警惕。

大规模引入外资，一开始是因为中国企业缺少起步资金，在资金积累后，暴露的是资金配置的低效，以及内生市场机制的缺失。我们需要外资，不仅因为“世界是平的”，资源是全球配置的，更因为内部市场制度性资源的严重匮乏，不得不依靠强大的外力进行推动。有了外资，必需培育庞大的中国企业与之抗衡，以免利权外落，这重任舍央企其谁？于是，问题又回到与外资国有企业位于长子与嫡长子的地位，而民营企业成为垫脚石。相关部门如果被拉入民粹大旗之下，就会受到各国政界与商界的指责；如果对民营企业呼吁无动于衷，就会伤了国内企业家的心。

开放再开放，公平的规则叠加公平的规则，是中国经济未来制度建设的唯一选择。

将央企改革进行到底

无论从资源配置，还是效率提升各方面看，中国经济的核心是央企。国资委意识到提高央企的效率至关重要，是中国经济此次能否摆脱轮回的关键。

不管是亚当·斯密的分工和市场扩展理论，熊彼特关于企业家的追求企业无限扩张的资本主义精神理论，还是诺思的私有产权与现代经济组织结构理论，立足点之一都是为了减少交易成本提高生产效率。如果出现相反的指向性，交易成本居高不下甚至日渐高昂，企业产权界定模糊引发法国式的第三阶层的反弹，那么，所谓经济崛起恐怕只能是昙花一现。

央企提高效率是中国经济增长的关键

不知道是喜还是悲，关于股市的每则报道都印证了央企的强势，从“二八现象”到“大型国有企业入市力度加大”，都在印证市场发生的巨大变

迁：中国资本市场试点已告终结，中小企业退出了中国资本市场游戏的主流舞台，我国资源配置已经不可逆转地向大型企业倾斜——连中国市场经济最发达地区之一的浙江绍兴轻纺城的最大股东，都换成了当地政府。

我国的实体经济领域也是央企为王。没有明显的证据可以证明央企效率已经提高，北大金融学教授迈克尔·佩蒂斯给沉浸于央企上市公司受到热捧喜悦之中的人们当头棒喝：“投资者并非是真的认为这些资不抵债的银行会出现明显改观。相反，他们将赌注押在了中国经济的迅猛发展上。”

观念的争辩不应僵化，我们无法先验地判定央企与民营企业孰优孰劣，而只能根据关键性指标来看企业究竟是否带给了我们所需的效率，以及随效率而来的分配体制。

有一组数据可资佐证。在 2004 年年底的中央企业负责人会议上，李荣融透露，2004 年上半年，中央企业总的成本费用同比增长 27.2%，其中成本费用增幅高于同期销售收入增幅的有 77 家，占

40.7%。人工成本之高以中国移动为例，2005 年 11.2 万人花掉了 136.7 亿元的人工成本，人均 12.36 万元。正因为顽疾难治，国资委严厉要求 2007 年央企进行成本费用预算，尤其是人工成本预算适当予以控制，压缩预算开支，经营效益下滑的企业，不得扩大人工成本预算规模。在 2004 年 6 月 30 日，又曝出 10 家央企领导人涉嫌问题资金上百亿元。审计署的审计显示，10 家央企对外投资、借款、担保等造成损失 145 亿元；违规处置资产、关联方交易让利、违规经营等造成国有资产流失 20 亿元；转移国有资产、挪用公款、贪污受贿等涉嫌经济犯罪案件 9 件，涉案金额 16 亿元。

成本居高不下，赢利主要来源于垄断收入。根据国资委的统计，2005 年上半年央企利润的 66% 来自于中石油、中国移动、中石化、中国电信、中海油、宝钢、中远集团 7 家高度垄断性企业，其中仅中石油一家就贡献了 17029.27 亿元，接近总额的 1/4。中石油公布的 2004 年年报坦陈，2004 年的赢利主要是“原油价格上涨以及天然气、成品油

和化工等主要产品价格上涨、产能增加所致”。而与之相对应的，则是 189 家央企中全年亏损的近 20 家，累计亏损额达 20.2 亿元。2006 年前 7 个月央企实现利润 4967.5 亿元，同比增长 15.2%，增速比一季度和上半年分别加快 8.6 和 1.4 个百分点，但由于成本增速快于收入增速，国有重点企业整体赢利能力降低，成本费用利润率 9.7%，同比下降 0.4%；主营业务利润率 17.7%，同比下降 0.7%。

央企资产回报率有多高？仅举一例，央企“标兵”国家电网公司资产总量是 11115.4 亿元，2005 年实现利润 143.9 亿元，同比增加 44.9%，截至 2004 年，负债 7 344.7 亿元，总资产回报率只有 2.63%，人均利润为 1.1 万元。

更可怕的是庞大的表外资产，2008 年 11 月 25 日又有套期保值亏损消费的传闻浮出水面：一是东方航空按照实际用油量的 36% 进行航油套期保值，截至 2008 年 11 月 14 日已录得航油套保浮亏达到 6.9 亿美元；二是中国国航 11 月 22 日发布公告称，截至 2008 年 10 月 31 日，套期保值损失约

31 亿元人民币。加上以往国储的期铜损失，中国航空油料集团公司 37.51 亿元人民币的期货损失，江西铜业的套保损失，五矿有色金属期货亏损包括令人震惊的株冶锌亏损事件，中国中铁与中铁建的“澳元门”损失，以及 2004 年与 2005 年，中盛粮油、江西铜业、特变电工、豫光金铅等上市公司相继公布了套期保值高额亏损事件。我国在国际金融市场上已缴纳不少学费，如果没有外汇储备与注资，国有企业的期货亏损可能将把央企整个拖入深渊。

我国央企在境外有数百家，自 2001 年至今，先后已有 4 批共 31 家国有大型企业获得证监会颁发的境外期货业务许可证，在境外从事与之相关的大宗商品套期保值业务，其中到底有多少在做期货交易，越来越多的披露信息暗示不仅 31 家在做期货，数目可能更大。国航、东航就不是 31 家取得境外期货套期保值业务许可证中的国有企业。事实上，不仅国航，多家航空公司甚至一些能源电力公司，都在通过从国际大投行手中购买与原油

价格挂钩的结构性产品的办法进行保值。

可怕的是，对于央企的投资有关方面在事发后才进行调查，在境外从事期货等金融资本交易的央企必须及时公布表外资产，同时简化套期保值目的一在期货市场的“小学生”应该从事基础性的套保产品，但许多企业在结构性产品中玩火，他们不仅买入看涨期权进行套保，锁定利润和风险，还试图获取期货投资的巨大收益。国航董秘黄斌曾介绍，国航在航油套保上使用了包含 5 6 种模型工具的结构性产品——以锁定利润与风险为宗旨，禁止从事花里胡哨的结构性产品交易。

以浮亏非实亏为辩护是站不住脚的，浮亏必然转化为实亏；以现货市场获利为期货市场失利辩护同样站不住脚，低价购买现货不能遮掩期货市场的失利，期货市场与现货市场的盈亏属于不同市场，彼此不能混淆；以国内期货市场利用垄断优势的赢利作为国外期货市场大额失利的托词，则属于厚颜无耻。

由于期货市场屡战屡败的经历，国资委在已

公布的 2007 年工作规划中透露，为规范央企境外投资活动，降低央企境外投资的风险，国资委主持、证监会参与的《中央企业期货交易管理暂行条例》已经酝酿成熟。《暂行条例》共分为 4 章 38 条，其中在总则中明确规定，中央企业进入期货市场，“原则上仅限于开展套期保值业务，不得从事其他期货交易活动”。国家已经明确规定，央企介入期货市场，只能从事单一的期货套期保值业务，即央企在期货市场的业务活动只能是买进或卖出与现货市场交易数量相当、但交易方向相反的商品期货合约，而不得从事任何其他期货投机活动。2008 年 10 月 10 日，面对全线下跌的期货市场，证监会明令要求国有企业不得从事期货投机交易。

也许有人会说，国航早在 2001 年就开始套期保值，也没有出事啊。关键是，不到黑天鹅飞过的时候，表外资产不可能公开，就像美林、花旗等金融业的大佬一样，表外资产记录了他们最不堪的投资纪录。国有控股公司投资除了彻底市场化运

作的新加坡投资公司外，很少有良好纪录，马来西亚央行在亚洲金融危机之前的长期货币运作也以失败告终。央企必须及时公布表外资产，监管部门对于涉及纳税人钱财的央企从事期货交易，理应严格控制在套期保值的范围之内，而放宽民间企业的期货交易范围，这样才能培养出国际化的、机动性的“金融部队”，而不是大规模、暴露于聚光灯下的“集团军”。

资本市场被央企改造

央企效率不高，但在国内市场聚集资金的能力十分高强。这说明中国的资本市场一定程度上变成拨改贷之前银行的后世，虽然没有动用强硬手段，但通过资本市场的上市审核，通过国有控股企业波澜壮阔的并购重组，投机至上的资本市场越来越向高政策支撑的主心骨看齐。

资本市场忠实地反映了中国经济结构的畸形，资本市场成为央企重新估值、获得高现金流的主

要来源。社会资源的主要占据者绝对不会放过处于市场生态链顶端的资本市场这一块，央企只是新证据的提供者。自国资委成立之初，央企开始收缩数量，但规模扩张步伐之快令人瞠目，除了占据了主要资源性行业之外，最明显的例子莫过于在资本市场凌厉的扩张步伐。这倒不是指大盘蓝筹股几乎成为央企的代名词，在资本市场上一言九鼎；更重要的还在于，这些体量胜过恐龙的央企正在竭力打通上下游产业的同时，尝试横跨实体与资本市场。

2006年10月，国资委主任李荣融在珠海召开的企业高风险投资业务监管国际研讨会上表示，中央企业要审慎运用金融衍生工具，在国家政策允许的范围内，根据主营业务、经营目标、资金实力和管理水平等情况，慎重选择投资品种，严禁投机行为。

这一看似前瞻性的表态，其实是对在资本市场纵横捭阖的央企合法性的追认。实际上，早在2005年央企负责人会议上，李荣融已作过类似的

表态，并被媒体及时解读为，国资委希望央企加快与资本市场接轨步伐。将国资委的表态与证监会、银监会、保监会对金融衍生品的明确支持参照来看，一个围绕金融衍生品领域的新兴市场正在政策的强力推动下迅速形成。

到 2006 年为止，据市场估计，加上不流通的股票在内，中国资本市场总的市值在 5 万亿元人民币左右（截至中国工商银行上市之前）。而李荣融在 2006 年新春致辞中披露，近 3 年来，中央企业资产总额年均增加 1 万亿元。年均增加资产额显然不足以反映央企调动资金的力量。央企资金之充沛，已让世界银行的报告得出了中国国有企业资本回报率高企、固定资产投资主要靠国有企业利润的喜人结论。

央企大规模进入中国的资本市场，一方面可以挟雄厚资金，达到号令天下群庄的效果；另一方面，由于其具有天生的市场长子恃宠而骄的霸王特性，对于建立资本市场的规则有害无益。他们不仅动辄使用上百亿元的资金在一级市场打新股，

大赚没风险的钱，在二级市场上也是衔枚疾走。宝钢、申能、上汽、中集等大企业集团出现在上市公司 10 大流通股股东之中。并且，不管套现还是上市，央企每次总能有惊无险平稳度过，除了说明政策的支持，还说明坐庄者利益联盟的强大。

2004 年年底，央企委托理财本金余额为 260.3 亿元，随着一批证券公司破产清算或被托管，将形成不同程度的损失。而类似于南航以 11 亿元委托汉唐证券理财血本无归的案例，使得央企对国内投行、券商的专业能力不再信任，转而试图通过自己的投资公司在资本市场上直接逐利。国资委起了推波助澜的作用，央企的投资公司开始扮演越来越重要的角色，将收入打入投资公司进行资本市场的博弈，已成为常见的央企理财模式。

央企如此作为，将会形成上市公司之间交叉持股现象，以及巨型企业与银行之间交叉持股现象，这种一荣俱荣、一损俱损、难以约束的局面，正是日本 20 世纪 90 年代以后迟迟难以摆脱衰退的原因，可以说，我们正在重蹈日本的覆辙。

从金融衍生品市场来看，国有企业几次在国际期货市场上的冲击，以国内受过专业训练的人士，外加高薪聘用的国际操盘手仍无法抵挡，最终的结果都折戟沉沙，露出了非市场人士的马脚。而在国内市场，他们却游刃有余，这样的局面足以证明中国资本市场离成熟市场的距离之远。按此情形发展下去，央企恐怕会成为中国资本市场的食人鲨，国际市场上被围猎的肥羊。从这个角度说，央企要当资本市场的家，是祸不是福。

每个国家的发展路径各不相同，机遇不同路径不同规模不同，但有一点是共同的，就是经济发展主要依靠的市场主体必须拥有高效率，并且有可靠而稳定的制度保证高效率企业可以获得大部分社会资源。长期浪费社会资源的后果是各种性质的企业矛盾日益激化，各个阶层矛盾的激化。如法国市场文明正待崛起之时，资源滚滚流入不创造价值的第一第二等级，葡萄牙、西班牙无不如此。虽然日本大公司效率高、创新能力强，社会仍然因为资源的部分错配而进入失落的 10 年。

国资委的自改革

央企的效率改革起始于跑马圈地，落实于绩效考核与董事会制度。2006年12月的一个大事件是，国务院办公厅12月18日转发国资委《关于推进国有资本调整和国有企业重组的指导意见》，首次明确七大行业将由国有经济控制，并提出到2010年培育出3050家具有国际竞争力的大企业集团，以贯彻中央经济工作会议提出的“以提高竞争力和控制力为重点深化国有企业改革”。国资委主任李荣融说，下一步要将国有资本向关系国家安全和国民经济命脉的领域集中，增强国有经济的控制力；要通过股份制改造、引入战略投资者、重组上市等方式实现国有企业产权多元化，增强企业的活力和竞争力。

从积极的一面来理解，国有经济圈定七大块自留地，给民营企业在其他行业的市场性拓展留出了空间，这样最起码还能保证其他行业处于充分

竞争态势。但我们似乎又没有理由如此乐观，因为李荣融在解释过程中，将国有企业的控制力大为拓展，“国有经济对基础性和支柱产业领域的重要骨干企业保持较强控制力，包括装备制造、汽车、电子信息、建筑、钢铁、有色金属、化工、勘察设计、科技等行业。这一领域国有资本比重下降，国有经济影响力和带动力增强”。

这段话意思非常含糊，也许是意指国有企业控股上市公司国有资本比重下降，但保持相对控股地位；也许指的是外进战略投资者促进产权多元化；也许指的是控制核心资源之后占据一言九鼎的位置。只有一点是可以肯定的，国资在那些宽泛的界定下，可能在所有有利可图的领域无役不与，并且可进可退。

央企正在掀起整体上市热潮，随着 2010 年的临近，央企公司治理结构之路已到中期段落。经过屡次澄清，李荣融明确表示，在中央企业第二任期（2007 2009 年），要支持具备条件的企业加快整体上市和主营业务整体上市的步伐；加快组建资产

经营公司，以资产经营公司为平台推进央企重组和国有资本有进有退、合理流动。为了完成央企改制的目标，整体上市已经成为重要武器。通过调整，央企户数将调整到 80 100 家，在所属行业占据前三位置。央企整体上市已经成为中国资本市场，乃至世界中国资产概念中浓重的一笔，香港国有企业股更成为世界股市领头羊。

与此同时，国资委正在通过外部董事制度、《中央企业效能监察暂行办法》等力促央企效率的提升，他们在做一项尚未见有成功先例的艰苦工作。希望他们尽快成功，因为这关系到国家发展的根本。

向央企董事会放权测量国资委的自我改革决心。国资委于 2006 年 11 月再次隆重推荐的央企董事会制度，是一项旨在建立央企公司法人治理结构的基础性制度建设措施，李荣融称之为“国资委成立以来最大的新闻”并非虚言，“必须成功，不能失败”之言相当于立下了军令状。

在 2008 年之前，除了一些军工企业之外在所

有央企完成此项改革——从国资委开列的计划表不难看出，这是一场由国资委领衔，在央企打响的改制攻坚战，其重要性与难度绝不比股改小。

在央企建立董事会制度是想在企业性质与产权不变的前提下，以完善的公司法人机制，得到市场化企业的高效率。这一天才设想来源于新加坡的淡马锡模式，2004年国资委前往取经，对此模式赞赏有加，认为习得了在产权不变的基础上照样建立高效率的国有企业市场机制的宝典。

于是开始实行拿来主义，当年动议，次年试行，而后推广，行动可谓迅速。虽然对淡马锡模式的理解至今仍然存在极大争议，虽然新加坡的市场法律与人文环境与中国截然不同，虽然以资产投资为主的淡马锡模式运用到以实业为主的央企的成功概率有多大尚待考察，但一切争议在央企如火如荼的实行这一模式的现实面前显得苍白无力。

在建立董事会制度之前，国有企业改革得益于经理人责任制，实行多年之后，正向激励效应减

少，负面效应则呈放大趋势，或者代理人鸠占鹊巢反客为主，或者企业效益连续下滑，向社会释放出大量的下岗人员与不良资产。这一委托代理之路被证明行不通，只能改弦更张。

经理人无力行使代理之责，董事会就可以了吗？一切还得取决于国资委的态度。此次改革其实是国资委的自我改革，重点是国资委向符合条件的央企董事会让度管理与经营权。外部董事人数若超过董事会全体成员的半数，国资委还将把诸如选聘经理人员、决定公司投资计划等职权继续移交集团董事会。

不可忽视的是，国资委的自我改革面临重大考验，首先，是部分央企的人事大权掌握在中共中央组织部，央企高管官商色彩浓厚；其次，最终生杀大权仍掌控在国资委手中，国资委听取董事会报告工作制度，主动与董事会、董事沟通制度，很有可能衍变成为变相的干涉。这种干涉一旦发生，有什么制度性力量可以制约国资委对于自身设定的目标的颠覆？

从 2004 年 6 月正式提出开始，建立董事会制度试行三年期间，一共正式推出了 19 家，结果只能说差强人意。为了改变以往国有企业董事会有名无实的花瓶形象，为了让董事牢记出资人的利益，一项基本的改革是派驻外部董事，基于相信独立第三方的公正性，为了起到制衡作用，外部董事被提到很高的位置，甚至成为央企董事会所获权力大小的衡量标准，以打破内部董事铁板一块的僵局，目前央企共有外部董事 66 人。

笔者所了解的某家央企，不仅董事会形同虚设，集团战略朝令夕改，外部董事一年应卯数次就算大功告成，以致效益连年下滑。外部董事的增加并没有改变董事长一言堂，更重要的是董事会对于核心管理层没有事实上的任免权。即便是李荣融本人，对名义上拥有管辖权、实际上行政级别与其同列的央企董事长们又能奈之何？没有任免权，又何谈信托责任？没有制约董事会对多数股东的负责体制，又何谈对出资人负责？深谙其中三昧者当然对此了然于心，对于如何实现政企分开、政资

分开，各方有不同理解，李荣融则以自身规范董事会的努力，向公众展示对信托责任的理解程度。

原先被寄予厚望的上市公司独立董事，如今普遍被讥为花瓶，已经说明董事的公正独立与否要视制度土壤而定，单靠外来者的身份恐怕于事无补。

在外部体制重重约束之下，国资委继续将大权委派给董事会，李荣融表示，今后将派出受过专业训练的国资委官员担任外部董事，建立规范的董事会后，国资委会把管人、管事、管资产的权力交给董事会，但董事会的第一责任是维护出资人利益。并且明确，凡是建立规范董事会的试点企业，业绩考核权都交给董事会行使，董事会决定企业业绩考核的具体方案、指标和水平。从某种意义上，一旦将来央企体制发生质变，通过资本市场可以实现产权的顺利交接，通过董事会可以使央企有平滑的管理过渡期。当然，这是远景，对于李荣融而言，目前最重要的是通过可以信任的董事会，使国资委的职权完整地市场上体现出来。

央企改革之难通过薪酬机制的设立便可一目了然。国有企业高管究竟是职业经理人，还是政府官员？边界到现在还是模糊不清。国有控股企业高薪是年年难讲年年讲的话题——之所以年年难讲，是因为一系列规范政策出台并没有让国有企业高管高薪现象有所缓解，之所以年年讲，是因为高薪现象所引发的逆向激励与社会矛盾，已经到了急迫的程度。

经济紧缩周期让央企高薪与利润下降矛盾凸显，而国有控股的证券公司国泰君安员工“人均百万”高薪事件曝光，使社会矛盾再次激化。国有企业高薪现象之所以屡纠难改，是因为一系列制度性障碍成为拦路虎。比如国有企业高管究竟是职业经理人，还是政府官员？边界从来模糊不清。

国有企业高管是企业经营者，却并非从职业经理人团队中挑选。虽然国资委试行过从全球招聘央企副总一职，却无法改变行政选拔的大局。央企高管一纸任命就能成为政府官员。如相关部委的很多官员，是从下属企业中选拔而来。电信企业、

银行动不动高管大换防的现象，让市场人士目瞪口呆。

人们确实很难给这些管理者定价，如果确定他们是官员身份，则无法获取高额薪酬，全球没有公务员以职业经理人为标准设定薪酬水准的。如果确定他们是职业经理人，如唐骏等职业经理人，市场自然会给他一个市场价格。但这些国有企业高管通常又能获得体制内的种种福利，并且享受种种待遇，且选拔机制与市场化的职业经理人选择机制全然不同。

正如国有企业正在变迁一样，国有企业高管已经有所分化，一些更接近于市场人士，而另一些保持亦官亦商身份不变：接近市场、显示出企业家才能的高管希望获得与创造的收益相匹配的薪酬，进行市场化的激励；而另一些管理者则愿意出能为官入能为商，情愿在市场之外徘徊。以往一刀切的薪酬体系无法兼顾正在分化中的国有企业高管，因此，只能在左右掣肘中寻求平衡。

国资委早在 2003 年成立之初就制定了《薪酬

管理办法》，以自成系统的业绩考核体系，引入中央企业人均工资和行业工资水平参数，对工资收入水平较高但效益较低的企业进行重点调控；实行“两低于”原则等，即工资总额增长低于经济效益的增长、职工平均工资增长低于劳动生产率的增长原则；同时，对于国有控股的上市公司，则辅之以市场化的上市公司薪酬委员会等制度，织就了一套国有企业内部管理体系。除了国资委的管理、考核之外，还有中纪委等职能部门的监察，中纪委 2008 年 7 月发布了《国有企业领导人员违反廉洁自律“七项要求”适用〈中国共产党纪律处分条例〉若干问题的解释》。根据《解释》，国有企业老总违规自定薪酬、兼职取酬、滥发补贴和奖金，情节严重的将被开除党籍。

这些举措成效到底有多大值得怀疑。来自国资委的统计显示，在中央企业负责人第一任期（2004 2006 年）期间，中央企业负责人薪酬总额年均增长 14.84%，薪酬水平年均增长 14.92%，既低于国资委成立前三年企业负责人薪酬水平年增

长 40% 的速度，也低于同期中央企业职工平均工资年均增长 15.28% 和全国国有企业职工平均工资年均增长 16.61% 的增长幅度。2005 2006 年，中央企业负责人薪酬总体水平与中央企业职工平均工资的差距呈逐年缩小的趋势。但这一数据未纳入国有企业福利，与社会观感不符，很多部委统计数据类似于对民众智力的愚弄，与审计署对某些行业、企业的审计结果有出入，与发改委 2007 年的调查有距离——国家发改委发布的收入分配报告显示，目前部分国有企业收入分配不规范，工资外收入管理失控，“特别是一些垄断行业职工工资收入无序增长，与一般行业职工收入差距明显扩大”。

对国有企业高薪的制约与国有企业员工的自利性动机存在激烈的冲突，既然国有企业尤其是央企拥有垄断地位，则必然获取高额利润以至于将高额薪酬揽入怀中，制约举措越多，只能说明冲突越激烈，制约越困难。实际上，国有企业员工的年金、期权、交际等各项收入，将使监管者管不胜管。

国资委官员的表态显示，他们希望能够最终使国有企业的薪酬机制与国有企业一样，全面向市场转型，但这一转型目前还十分困难。

要进行市场化的定薪，首先得进行充分的竞争，显示出高管的经营才能，竞争是市场定价的前提。恰恰就是在这一点上，我们无法分清哪些是垄断国有企业所获得的制度性红利，哪些是降低成本提高管理效率的盈余，哪些是市场竞争所得的利润。只有通过垄断性国有企业在国际市场的赢利能力，我们才能窥见他竞争力的底牌，也只有细致分析大型金融机构，我们才能约略了解他们享受的制度红利之丰厚。这也就是中石油、国泰君安等公司的高额赢利难以服众的原因。

作为过渡的办法，我们应该允许国有企业进行改革：第一，在非事关安全性的领域，继续大力推进国退民进的改革，不因任何意外的插曲而阻挠了改革的进度；第二，允许国有企业高管自主选择身份，是放弃官员身份充当职业经理人，还是退出职业经理人入列进行公务员序列，将这两种人放

在完全不同的岗位，实行完全不同的薪酬体制；第三，是否选择实现淡马锡式的公司管理，实行彻底的职业经理人选拔机制；第四，对于垄断企业按照行业的平均利润率征收暴利税后，再行考核业绩，把制度性红利与高管的经营能力分开，以免鱼目混珠。

竞争体制是改革之本

央企高管高薪只是一个小小的案例，从薪酬久议不下回到培育竞争主体的原点，可以看出央企成为市场主体具有先天不足。中国版的央企改革，核心是新加坡淡马锡模式加中式全民产权托管理论。李荣融 2004 年 6 月上任不久就到新加坡考察，表示访问的主要目的是学习国有资产的管理经验，“我们这次是带着国有全资企业该怎么建立好董事会这个问题来的。通过考察学习，我们得到了圆满的答案”，而答案就是“建立现代企业制度，规范董事会是最核心的问题。央企外部董事

要占一半以上，不能内部人占多数，要独立公正发表意见，要能独立承担责任，落实经济责任”。李荣融上任后出访的第一个国家是新加坡，新加坡淡马锡集团负责人的一句“国有企业无一亏损”让他始终无法释怀。想必令李荣融不能释怀的还有朱镕基担任总理期间国有企业3年脱困的任务，以及此后留给银行上万亿的坏账让公共财政买单。在李荣融眼中，资本市场与董事会是改造国有企业的魔方。但一个城市国家与中国这么一个大国是否具有可比性，许多人对此存有疑问。事实上，不止李荣融，绝大多数国资委官员都到新加坡这一市场化的国有企业圣土参观考察过，他们吸取的是市场化国有企业的信心。

淡马锡制度的核心，未必就如李荣融所说就是内外部董事比例适调的董事会制度，我们不应忽略新加坡的总体法制、经济环境以及《新闻周刊》对新加坡经济所作的评论：“新加坡把整个国家当成亚太地区的‘对冲基金’，越来越把自身命运与亚洲其他地区相结合”。我们拷贝了董事会制度，

而无法拷贝制度环境，以及周边国家经济发展势头。如果央企的董事会仍然只对国资委负责，唯国资委马首是瞻，那么与现行的管理层负责制又有多大区别呢？曾经的新加坡中资企业的优秀代表中国航油（新加坡）股份有限公司（简称“中航油”）的折戟沉沙，也说明光有一个表面上的健全的董事会制度，并非企业董事会拥有信托责任的关键。此轮经济危机，淡马锡亏损达到 300 多亿美元，也让持国有企业市场化论者心情黯淡。

以往认为国有企业无法实现效率最大化，因此国有企业的改革焦点是产权改革，在中小型国有企业进行了产权改革之后遭遇一系列阻碍，在央企实行股权激励之时引发全社会国有资产流失大讨论。现在的国有企业改革成为产权保持不变之下的公司治理结构改革，以国有企业之身走市场化之路，违背了经济学产权理论的基本要义。这是最大的悖论，但中国央企最大的“CEO”李荣融先生显然对于走通这华山一条路充满自信。

从国资委成立到落实十五届四中全会明确的国

有企业在 2010 年要建立比较完善的现代企业制度的目标，留给李荣融的时间一共 7 年。任何一个官员处于李荣融的位置，都想在央企改革上闯关成功，为中国经济的发展创下一份基业，青史流芳。从目前来看，央企资产的扩大给了李荣融足够的底气，而央企利税 1 万亿占公共财政 1/4 这一现实，也使央企改革似乎出现了成功的曙光。正因为如此，李荣融才理直气壮地抛出自己的垄断理论，认为中国石油行业已经实现竞争，也许在国有制加市场派的眼中，只要参与国际市场的竞争，在本国内都不会出现垄断？这是古怪的逻辑，这一逻辑同样贯穿于央企改革的路径之中。

在接受凤凰卫视访问时，李荣融给自己作了一个奇特的评价：“我不敢说我是最合适的，我应该说是成本最低的。”原因是“第一没有给总理添乱，第二这个成本还是比较低的，因为这一路没有走太多的弯路，造成国家的损失”。这或者也不是一个谦虚的评价，事实上，在央企改革这一核心领域没走弯路，即是改革功臣。

现在对央企改革全面评价显然为时尚早，中国在走一条独特的国家资本发展之路，其未来充满变数。如果成功，毫不夸张地说，将彻底改写中国历史与现有的主流经济理论。套用一句话，央企改革正在过大关。目前的改革能否建立起完善的委托代理机制与公司法人治理结构，所有权虚化的障碍是否能够靠结构性调整来弥补，一套完备而客观的数据与理性而符合实际的分析工具显然是必不可少的。否则，央企此轮改革很可能与国资委理想相悖，做得越多，错得越多。

第二章 疯狂的资本市场

最需要自由配置资金的市场，通过行政之手使资金源源不断地流向政府属意的企业，政策市的标签，贴到了资本市场的内里。

撕不掉的政策市标签

众所周知，资本市场是国有企业脱困的工具。股改前后的事实还证明，资本市场不仅是国有企业脱困工具，还是货币调控的辅助工具，宏观经济的调控工具。2007 年，沪综指一路向上，最后高悬于 6 124 点，中国股市处于“一泡独大”的恐惧症中，股市大涨被视做通货膨胀的元凶罪首，其时，作为大宗商品的风向标的国际石油期货交易市场价格上窜至破天荒的每桶 120 美元，政府的首要工作就是“防过热、防通胀”，打压股市成为冷却经济的必然之举；到 2008 年下半年，经济形势急转直下，在美国道指、标普、日经、香港恒生等指数大跌的背景下，沪综指下跌到 2 000 点左右止

跌，再次成为稳定经济的定海神针，提振资本市场信心、与积极财政政策、宽松的货币政策交相辉映，股市的宏观调控作用再次走到前台。

如果仅仅把政策市理解为国有企业脱困，显然过于狭隘，在国有企业与大型国有金融机构脱困目标基本完成之后，资本市场有了更为高远的目标，即通过资本市场改革公司治理结构，使国有企业走上市场之路。

资本市场作为改革的重要工具，正在试走一条前人从未奢望能够走通的路，在不改变控股关系和产权结构的基础上，通过股权多元化，建立公司制度，建立信托责任体制，这是渐进式改革之路体现到极致的表现，不希望伤筋动骨，不希望改变产能，却希望得到市场的竞争体制与产权明晰的成果。虽然百余年前的招商局等国有招股公司并未取得成功，但历史轮回中，我们再次选择了同一条路。以政府信用为上市国有企业托底，而后这些公司在资本市场注入市场信用，获得高额溢价之后反哺政府。

投资者只能采用妥协手段，在股改之后的牛市阶段，他们不仅欢迎，而且强烈呼吁国有大型企业在 A 股上市，或者从海外资本市场回归，这并非投资者愿意与市场化作对，而是基于以下事实：目前中国的主要经济资源集中在国有大型企业手里，如果这些公司都在海外上市，A 股市场被边缘化势不可免。

对于国有控股上市公司的痼疾，投资者与监管层心知肚明，他们的态度非常矛盾：一方面欢迎海外上市的大型国有企业回归，另一方面又忧心忡忡指出国有大型上市公司存在严重的非市场化倾向——证监会主席尚福林为上海证券交易所发布的《中国公司治理报告（2006）：国有控股上市公司治理》作序，该报告罕见地对国有控股上市公司进行了不留情面的批评，指出国有控股上市公司存在“三强五弱”：强政府，弱市场；强内部人，弱董事会，弱外部股东；强审批，弱监管，弱执法。“三强五弱”现象，严重阻碍了公司治理改革进度，也降低了证券市场的运作效率和监管效

力。因此，国有企业控股上市公司治理需要尽快完成从形式到实质的跨越，其核心是公司治理的现代化。这份报告的潜台词很清楚，从公司治理结构上来说，目前的国有企业控股公司远不是真正意义上的市场化公司。

而李荣融等国资派代表坚持认为，国有企业能够通过上市实现市场化。2004年6月，李荣融在新加坡访问时表示，国企的未来是“建立现代企业制度，规范董事会是最核心的问题。央企外部董事要占一半以上，不能内部人占多数，要独立公正发表意见，要能独立承担责任，落实经济责任”。在中国资本市场举足轻重的大国有企业宝钢、建设银行都建立了董事会制度，聘用了深孚众望的外部董事，希望能够成为搅动市场的鲶鱼。这些鲶鱼在初期确实起到了作用，比如有国际上著名的银行家在成为中国某大型金融机构的外部董事后，要求参加党组会议，因为他听说“党组会议非常重要，决策往往影响股东利益”。这让银行方面哭笑不得，同时不得不正视习以为常的问题，打起精神

以正确而不影响邦交的理由回复国际友人。

监管层和投资者对于国有控股上市公司矛盾心理的体现，正是中国经济矛盾的体现。从长期看，如果国有股一股独大不能解决，中国资本市场就不可能真正市场化。有人担心，大非解禁、国有股的抛售会引发严重的市场问题，如果设想国有股抛售之后，上市公司估值大幅下挫，由此找到市场主人，未尝不是中国资本市场的幸事，前提是低价股只能抛售给国内股民。

是资本市场改造上市公司？还是国有控股公司改造资本市场？取决于国有上市公司能否接受资本市场的约束。

股改前的第一个回合，国有控股公司完胜，证明资本市场的软约束性质从未更改，股市跌到 998 点的惨痛记忆，正是资本市场定价彻底扭曲的代价。股改后的第二个回合到笔者写作时为止，正在进行中。随着国有资产体量越来越大，我们不得不祈祷，国有控股上市公司能够与资本市场同步完成改革，否则将是中国社会无法承受之重，一句

话，大众与市场都已经被绑架。

历经艰辛奠定股改成功基础之后，政府力推大盘蓝筹股上市、培育国有控股的机构投资者。这些国有企业与机构天生具有利用政府信用的癖好，在上市之前，政府以剥离注资等方式、或者以赋予专营权的方式提供这些企业上市条件，是政府信用的第一次透支。

以巨大的体量与市场长子地位成为股市定海神针的大盘蓝筹股，背后赖以支撑的正是政府的信用，不仅在上市之前向市场各方展示的优势暗藏了政府信用，上市之后的定海神针架势同样展示了这一点。资本市场的技术依赖于对人性的把握，当优惠与偏袒给予了投资者强烈的心理暗示，投资者难免形成对于政府信用的无所不在的依赖，一旦这些大盘股与机构有些风吹草动，投资者当然不会以市场方式寻求解决之道，转而诉诸于政府监管部门。以往股市中常见场景已经上演，无论急涨、暴跌全都要求政府“维持稳定”，一些认沽权证的购买者集合到一起，通过行政部门的行政

复议、法律程序，在 2008 年走到了北京监管当局门口。

政府对于大型国有企业的“父爱主义”贯穿始终、泛滥成灾。

为了让大型国有企业通过资本市场实行市场化，A 股一级市场结构畸形，中石化境内上市发行的公众持股不到 5%，股改后全流通发行的工商银行、中国银行、中国人寿、中信银行等进一步降低到只发行 2% 3% 的公众股，即使根据我国《证券法》对大企业大大放宽的规定，公众持股比例的下限也是 10%，这些特权企业公众股之低已经超出了法律所许可的范围。这些巨无霸企业稍有减持可获大利，而流通股股东却对公司很少有置喙余地，矛盾一旦爆发，冲突便趋激烈。因此，这些大型公司即使有了上市公司的躯壳，但投资者根本不具有管理权甚至红利权，到底是否属于公众公司，是可以打上一个大问号的。把境外流通的部分也算成公众持股量，这是对 A 股投资者利益的蔑视。

正因为大蓝筹乃人为制造而成，导致股市发行制度不可能有根本变化，虽然从审批制过渡到核准制，表面上是有所放松，事实上仍处于严格控制之下。由此，带来联动的负面效应，上市公司退市不畅，除主板市场外其他市场发育迟缓，再融资受到严格的行政控制，本应成为主要投资市场的债券市场由发改委、央行、证监会三分天下，严格实行铁板一块的审批制度。

虽然很多人希望我国资本市场实行“上市宽进”与畅通的退市相辅的制度，尽快实现市场化，但由于新股发行实行事实上的审批制，创业板的新股上市没有任何松动的迹象，客观上造成中国资本市场的质量直接由行政审批的质量决定，中国资本市场不诚信、业绩变脸，有关的保荐、发审要负很大的责任，而拥有准司法权的管理层未尽严厉处罚之责，也难辞其咎。如果新股发行机制不改革，不驱除股权投资暴利，无论新股 IPO 还是推出创业板，都难免一地鸡毛的命运。监管部门避实就虚，以其他理由撤销立立电子首次发行的审

核决定，但他们终将面对新股发行机制改革这块最难啃的硬骨头。

一级市场先天不足造成二级市场畸形，市场交易股票与投资品种的人为稀缺状态，造成无股不牛、大盘股即大蓝筹股的虚假繁荣。工商银行、中国银行等大盘蓝筹股的上市使股指掩盖了股市的萎靡不振，股指牛气十足再冲上千九，但大部分上市公司却在股市中惨淡经营，二八现象说明资源弃“八”不顾拥“二”自恃，股价不涨反跌，用股指进行自我安慰的鸵鸟做法是信用匮乏的表现。如果说在前股改时代，股市面临的主要矛盾是大小股东的利益冲突，那么在后股改时代，股市的主要矛盾就变成人为控制的投资品种稀缺、实体经济的融资困境与民间投融资渠道不畅的矛盾；如果说前股改时代是机构坐庄时代，那么后股改时代则进入大小非、大小限坐庄时代。

股改后隐形政策市依然存在

股改开始之后，持续两年半牛市的短暂成功让一些人忘乎所以，以为股市改革大功告成，坐视股市后遗症浮出水面。

垄断型公司寄生在成千上万的中国制造企业身上，中国制造企业通过向全球源源不断输送产品而四处扩张，垄断上游资源的企业获得了花团锦簇的良好收成。国有产业资本获得双重溢价，一是在实体领域占据产业链中上游，获得国内实体经济领域的定价权，他们在国际市场上定价权的缺失通过国内市场的盘剥得到弥补；二是资本市场的垄断溢价，通过减少流通股比例、通过制造一二级市场价格落差，大型产业资本尽享金融资本红利。

金融危机爆发之前，许多人误以为如此溢价是市场化改革的丰硕成果。但另一种刻薄的解释获得了更多追捧：经济景气周期的国有垄断上市公司，哪怕是一头猪做老总，市值照样能增长。市值增长并非因为公司拥有良好的治理结构，以及被证明有经营能力的管理层的辛苦，而是拜中国经

济高速发展所赐，拜没日没夜工作的低薪工人所赐，拜中国具有企业家精神的管理者所赐。有能力借用政府信用的一些企业的机构未改恶行，一些机构投资者在特殊时期，如在大盘股上市之时执行命令托市之余，坐庄抬价不亦乐乎，在整体上市并购子公司过程中侵害中小投资者权益的中石化，是明显的例子。金融危机后，国资委动用预算资金重新给大型国有企业注资以避免技术破产的做法，揭掉了这些企业经营能力提升的面具。

要给透支的政府信用消毒，首先，要收回被借用的政府信用，由市场价格和独立的中介评级机构来替所有的企业说话；其次，不管政策怎么调整，有关部门显然应该给市场各方传达一个强烈的信号，政府所要重塑的是一个有法可依的健康的市场，而不是直接以行政手段代替市场。有固定的价值观与符合价值观的方法，才能给人明确的预期，才能树立长久的信用，政府也罢，个人也罢，莫不如此。

十分遗憾的是，政策市在股改之后变本加厉，

随着大型国有企业的上市，随着国有控股金融机构在股市的地位增加，随着股市财富效应对货币、消费、宏观经济的影响，管理层充分认识到资本市场在宏观调控中的作用不容小觑，如果说在 20 世纪 90 年代股市不行还有关闭的可能性，股改之后船到江心，绝无可能。

因为政策股市，调控出手也就更加频繁，管理层担心股市为通胀助威，常常采取抑制手段，而在宏观经济形势不妙时，股市又被视做信心之源，被维持在一个狭小区间内运作。“神秘资金”常在尾盘出没，“石化双雄”和金融大盘股时常遭遇神秘资金拉抬，只要对资本市场稍有了解者就难以忘怀。

中国股市很难成为中国经济的晴雨表，反而成了中国经济的反向指标。自 2003 年中国加入 WTO 找到庞大的出口市场后，直到 2008 年年中，中国经济一直沐浴在高增长、低通胀的幸福之中，但上证指数在 2001 年 6 月冲至 2 245 点的高位后，接踵迎来的却是长达近 5 年的漫漫熊市。受到国有股

减持等政策牵制，以至于全球皆涨我独熊。2008年11月之前半年，A股市场受到国际市场明确的牵引，2008年全球金融危机影响中国，外向型企业一片肃杀，奇怪的是，上证指数从此开始在2000 2 400 点的狭小区间内徘徊，常常有向上突破的迹象，股评家们发出上涨4 000 点的呐喊。这让很多人感到不可思议，说白了非常简单，政府允许股市急跌，是因为宏观经济让他们心里有“挤泡”的底气；而为股市托底，实乃实体经济深不见底，不知何时复苏。

2007年5月，房价还没下降，股市热到极致，通胀担忧弥漫市场，而货币政策犹如风箱中的老鼠，两头不讨好。政府在资产价格、物价与货币政策之间坐跷跷板，常常按下葫芦浮起瓢，加息反而使房价、物价上升。房价是通胀期的保值品，而物价上升则是国际市场异常，大宗商品成为被金融寡头垄断的产物。

此时策士横议，意见纷出，很少有金融界人士提出加息正是通胀的结果，反而把股市当做替罪

羊，有人主张抑制过热的股市，有人主张发展股市抑制楼市，有人主张两者一起抑制。最常提起的例证是 17 世纪的荷兰郁金香泡沫，20 世纪末的日本与东南亚资产泡沫，举例的人警告政府，再不摧抑资产价格，将引发实体经济崩溃，到时后果不堪设想。

这种简单的现象类比是粗疏的，混淆了实体经济与虚拟经济的因果关系——正因为实体经济领域存在严重的问题，才造成虚拟经济难以控制的后果：如果银行业资源能够实现有效配置，政府无需以外汇储备与特殊国债注入银行为其脱困；如果央企垄断的资源能够分解到高效的市场化企业，这些企业又能够通过上市实现企业价值的最大化共享，又何至于出现优质上市企业的稀缺状况？国有金融机构大量上市，政府注资势在必行，这些注资款不是天上掉下来的，总得有人买单，均摊在每个人头上，就表现为物价上涨。世界上没有一味可以包治百病的灵丹妙药，货币流动性过剩一定会导致资产价格高企，加息与上调流动性意味着

资产价格还处在上升的通道之中，但国内的一些高人认为自己发明了良方，通过抑制股市泡沫既可以保持中国实体经济的平稳增长，又可以救活一堆不良贷款的银行，还可以减少货币的发行量，他们显然应该获得诺贝尔经济学奖。

恐吓常常会起作用，管理层显然被泡沫类比吓得不轻，抱着宁可信其有的姿态，他们也相信维持股市的稳定有助于维持宏观经济的稳定，而看不到宏观经济的健康才是股市稳定的基础，这种倒果为因的认识，促使政策屡屡出手直接调控股市。

“半夜鸡叫”与维稳计划

股改后最让投资者惨伤的记忆是“半夜鸡叫”。2007年5月30日，沉醉在股市泡沫浴中的普通投资者挨了当头一棒，政府在半夜突然上调印花税，市场急挫，创出了印花税调整后的5个交易日股指下行21%的周跌幅纪录。虽然此后由于货币的支撑，股指再次走强，但在后股改时代

已经逐渐淡出人们视线的“政策市”三个大字，又一次烙刻在投资者心头，唤起投资者的沉痛回忆。上调印花税是 A 股市场仍然属于政策市的证据之一，说明我国的市场节奏控制权控制在政策之手。市场此后的反应也许正是一些人所希望看到的一基金与 QFII 等机构再次站到舞台中央，国有大蓝筹股作为 A 股市场的压舱石发挥了力挽狂澜的作用。政府出手一次，国有企业的作用就加重一分。

税收政策在我国属于行政手段还是财政手段，甚至是市场手段，各方意见不一。总体而言，如果设立新税种或者改变税率经过了人大审核、公开听证等一系列程序，那么这样的政策就是在合法性支撑下的公开而透明的财政政策。由于我国许多税收政策被让渡给财政部，缺乏应有的制约，导致行政封闭色彩浓厚。从媒体的相关报道来看，证监会提出上调印花税动议在半个月之前，而后经过了一系列的行政程序，主要是财政部讨论形成意见报上级批准。在税收决策过程中有封闭而自足的行政链条，人大、公开行政决策程序以及利益

主要相关方完全没有置喙的余地。

从坚持股市市场化调控到最后向行政手段缴械，说明 A 股市场仍未脱政策市窠臼，一言兴（衰）市与一文兴（衰）市的时代固然已经过去，但一政兴（衰）市的可能性仍继续存在。甚至有学者以美联储货币政策的保密性论证政策印花税保密之事，却没有看到美联储有制度性的固定沟通平台保持信息畅通，这是否能够反证缺乏制度性沟通平台之非？

在全球金融危机大发作之后，资本市场摆脱了挤泡的威胁，地位空前提高。汇金公司表示要为维持稳定出力增持金融机构股票，央企上市公司表示要增持回购，2008 年年末出台的总额高达 4 万亿元人民币的积极财政政策，和陆续出台的十大产业振兴规划，为资本市场注入取之不尽的概念。而地方政府高达十余万亿元人民币的发烧级投资计划，更是让 A 股市场患上自大病，有评论将 A 股市场脱离全球资本市场价格走势称为，A 股市场的腰板挺起来了，A 股重获定价权，足以脱离愁云

惨雾的全球资本市场。

所有的乐观者都提到了 4 万亿元人民币的财政刺激计划，都提到中国有庞大的内需市场。财政刺激计划确实能够利好某些企业，尤其是基建类的央企，以及与基建相关的企业。从 2009 年 1 月 1 日开始的企业增值税转型，能够为企业带来切实的业绩。

股市自 2008 年 11 月之后的反弹，是政府的经济拯救方案在资本市场的尽情发酵，是政策市的典型表现。2009 年一季度上证综指连涨 3 个月，季度涨幅为 30.34%，深证成指涨幅更是达到 38.49%；同期，美国道琼斯指数下跌 13.30%，欧洲三大股指的跌幅也全部超过 11%；亚太地区其他股市除韩国上涨外，日本、澳大利亚等股市也均下跌，香港恒指下跌近 7%。作为最直接反映市场活跃度的重要指标，一季度 A 股市场成交量明显提升。一季度沪深两市共成交了 94388 亿元，较 2008 年四季度增加了 8 成多，其中，2 月份与 3 月份较 1 月份明显放大了 1.5 倍左右。全部 A 股日均

换手率在 2008 年长期处于 1% 2% 之间，2008 年四季度是 1.94%，而 2009 年一季度为 2.94%，且在股指两次上攻 2 400 点时突破 4% 这一重要水平线，这说明，股市处于赤裸裸的投机之中，人们难以理解，为什么此时的投机是被允许的，而 2007 年的投机则是不道德的，应该受到谴责的。

金融危机之后，我国实体经济面临双重考验，一是能否以市场化的办法化解产能过剩危机，二是人民币能否成为自由兑换货币，这两重关卡对于我国经济是重大考验，只能成功不能失败。

4 万亿元财政政策能否收效？鉴往而知来，与 1997 年、1998 年的经济紧缩周期相比，我国在 1998 年至 1999 年实行积极的财政政策，自 1998 年至 2003 年期间，政府发行长期建设国债 9100 亿元，由此拉动的投资总规模超过 5 万亿元。短期效应在积极财政政策推出半年后显现，但中国经济仍然经历了 4 年的通缩期，直到 2003 年的房地产市场化，其实也就是高价化，2003 年中国加快融入全球经济体系后，才最终带动了国内的消费，解

决了国内产能过剩的问题。

经历了 2003 年以后 GDP 两位数以上的高速增长期，中国经济有了一定的抵抗力，不得不指出的是，与 1997 年、1998 年时相比，经历数年经济高速增长，家庭消费支出占比在减少，而贫富差距在扩大。1997 年家庭消费支出占 GDP 的比重为 45.2%，1998 年为 45.3%，而 2007 年为 35.4%，民间消费在萎缩，中国过剩的产能只有靠外部投资与国际市场来消化。其间城镇居民平均收入对农村居民平均收入之比从 1997 年的 2.5% 上升到 2007 年的 3.3%。可见，我国目前所面临的产能过剩等问题比 1998 年时更加严重，民间消费在削弱而不是在增强。

资本市场对政策到了痴迷的境界，形成群体性的政策依赖症，学界与分析师以政策赞歌为前哨，大队投资者尾随在后。金融危机后，中国经济成为全球经济上涨火车头、引领全球经济走出紧缩泥潭等言论触目皆是，以为中国资本市场可以不顾所有利空特立独行，忘了我国资源配置低效这一

长期隐患，忘了大小非这一制度顽疾。倒是一些政府高官不好意思，时时提醒市场，金融危机没有见底。这一清醒的论述写进了 2009 年政府工作报告，周告天下。

建立市场机制需要上百年的时间，美国代替英国花了一个世纪，在中国资本市场被关闭半个世纪后，以为旦夕之间就能乘虚而入引领全球，实在是健忘、自大得可以。

倒逼出来的股改

股改是中国资本市场走向全流通的一步，也是为市场化扫清障碍的重要一步。这正是中国经济的吊诡之处，一方面社会迷信行政权力的威力，另一方面行政权力通过推进市场化，树立自己的权威。百余年的现代化之路，在民族集体无意识的深处，还是刻上了市场化的印记。即便是为行政正名，理由也是推进市场化改革，推进社会公平。

逼不得已出台股改

不到万不得已，股改不会出台。

2001年6月12日，国务院正式发布《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》，其中规定“减持国有股原则上采取市场定价方式”，把高价减持和首发、增发“捆绑”起来，名正言顺地以减持国有股为社保筹次的名义掠夺二级市场投资者的利益。两天后，上证指数见顶2245点，随即以急跌方式，展开了1994年以来最大规模的一次下调，最低点达998点。这一高点直到2006年12月14日，才被突破。

徒劳地与市场对抗了一年后，行政权力被迫让步，管理层宣布暂停在新股首发和增发中执行国有股减持政策，这一暂停等于变相终止。2002年6月23日晚，中央电视台《新闻联播》发布了国务院决定：对国内上市公司停止执行《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》中关于利用证券市场减持国有股的规定，并不再出台具体实施办法。财政部和证监会发言人进一步指出，停止通过

国内证券市场减持国有股后，为了增强全国社会保障基金实力，除继续采取国家财政增加拨款等方式外，有关部门将进一步研究，把部分国有股划拨给全国社会保障基金，这部分划拨的国有股不在证券市场上减持套现。全国社会保障基金可以在需要时，通过分红、向战略投资者协议转让等形式来充实社保资金。在国有股以市场价减持终止后，所有市场人士心里明白，通过股改实现全流通的序幕已经开启，政府将痛下决心革除弊端。

截至 2004 年底，上市公司总股本 7149 亿股，其中非流通股份 4543 亿股，占上市公司总股本的 64%，国有股份在非流通股份中占 74%。通过配股、送股等滋生的股份，仍然根据其原始股份是否可流通划分为非流通股和流通股。

2005 年 5 月，证监会主席尚福林接受新华社记者采访，发表股改造势宣言书，痛陈股权分置六大弊端：

一扭曲证券市场定价机制。股权分置格局下，股票定价除包含公司基本面因素外，还包括 2/3 股

份暂不上市流通的预期。2/3 股份不能上市流通，客观上导致单一上市公司流通股本规模相对较小，股市投机性强，股价波动较大和定价机制扭曲。

一导致公司治理缺乏共同利益基础。非流通股股东与流通股股东、大股东与小股东的利益冲突相互交织。非流通股股东的利益关注点在于资产净值的增减，流通股股东的利益关注点在于二级市场的股价波动，客观上形成了非流通股股东和流通股股东的“利益分置”。

一不利于深化国有资产管理体制改革。国有股权不能实现市场化的动态估值，形不成对企业强化内部管理和增强资产增值能力的激励机制。

一不利于上市公司的购并重组。以国有股份为主的非流通股转让市场是一个参与者有限的协议定价市场，交易机制不透明，价格发现不充分，严重影响了国有资产的顺畅流转和估值水平。

一制约着资本市场国际化进程和产品创新。

一不利于形成稳定的市场预期。

这六大弊端表现在市场上，就是中国资本市场

彻底丧失投融资功能，失去信用，政府必须找到改革抓手，来激活市场。股权分置改革并非一时心血来潮，而是可获得一箭数雕的效果：可以通过一定程度的让利于民重拾投资者信用，可为未来的大股东兑现获得法理依据，更可以让国有股部分可进可退，成为首善之选。

2005 年 4 月 29 日，经国务院批准，证监会发布《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》，正式启动了股权分置改革试点工作。随后，监管层陆续发布了一系列旨在抑制投机，促进控股股东与中小股东价值取向接轨的新的市场交易办法。

股改差点夭折

既得利益阶层组成反对同盟并不奇怪，奇怪的是在股改最初阶段，国资委与外资携手，站到了同一战壕里。这显示不论内外，无论什么样的市场主体，既得利益阶层绝不肯放弃已经到手的红利。

在股改过程中，破天荒地出现强势阶层喊冤的现象，强势与弱势阶层瞬间发生逆转——传统的弱势群体被攻击为违法的不当得利者，而传统的强势阶层却在管理层的压力下，摇身一变成为弱势阶层。虽然以股市经验看，小股东们不可能具备成为不当得益者的能力，先不用说股权的集中度与流通股股东的投票成本，单说国有企业上市公司的股改方案审批权，就牢牢攥在国资委手中。

国资委只字不提在资本市场获得的溢价，不提中小投资者在资本市场为国有企业所支付的改革成本，中央国资委慎重缄默，由江苏、四川等地方国资委官员提出，在股改中向中小投资者支付对价缺乏法律依据，是国有资产流失。如果没有强大的外力推进，国资委必将强力介入股改过程，改变股改的力量对比，可能让股改演变成一场旷日持久的马拉松比赛，甚至最后不了了之。

国有资产流失成为国有企业改革的魔咒，也成为资本市场的魔咒。国资流失就像密布于中国市场的地雷，从国有企业重组、国有企业管理层

MBO，到股改试点的对价支付，全都是绕不开的话题。由于国资流失没有明显的警示标志，短期内也不可能有明确的标准，由此引发的问题是，一方面大量存在未受约束的国资流失现象，另一方面，又成为利益群体之间互相指责的一根大棒。这根大棒，在股改初期被用来指向对价支付方式。

国资委对股改有三不满：第一，股改初期支付对价理论基础不足，造成“粉丝卖了鱼翅钱，鱼翅也卖了鱼翅钱”；第二，对于非流通股股东来说，股改的结果不是股东权益减少（净资产损失），就是责任加大；第三，对价方案偏重于送股，形式比较单一。归结为一条，就是国有上市公司大股东的权益被剥夺，受到了不公平的待遇。

一向说话不顾常识的专家们再次粉墨登场，从法律、市场各个角度论证现行对价制度的种种缺陷。国资委 2005 年 9 月 9 日颁布《关于上市公司股权分置改革中国有股股权管理有关问题的通知》，通知中鼓励“对价创新”，并被明确界定为“根据上市公司和国有股股东的实际情况，积极探

索股权分置改革的多种实现形式，鼓励将资产重组、解决控股股东或实际控制人占用上市公司资金问题等与股权分置改革组合运作，提高上市公司质量”。换句话说，并不鼓励对价支付成为股改的主流形式。这一指导思想体现在第二批试点企业的股改方案中。

防止国资流失关键要看两点：第一，现行的国有企业制度是否存在漏洞，如果有，即使不支付对价，国资照样会流失，这在股改之前的各种案例中早已证明；第二，国资流失到了谁的口袋，找到最终的获益者才能堵住漏洞。按照市场规律，能够从法律法规的夹缝中获利的只能是有能力调动资源的人。迄今为止走上被告席的国有企业蠹虫，有几个是平头百姓？

所谓大股东权益减少、对价方案单一，无非是为大股东要支付真金白银鸣不平。其实这话应该反过来说，大股东原来就占有了本不属于他们的利益。对价不过是赎回市场诚信的一种方式。鸣不平当然可以，但不能将对价支付等同于国资流失，

而后推断出获得对价的流通股股东不当得利，这显然有失公允。

市场形成对价共识并不容易，这是市场利益各方协商的结果。以保护国有资产为名，非要打破共识，并不是对国有资产负责的态度，也不利于全面股改。国资委当然能想到，央企作为中国经济的长子，一贯在父爱主义下受尽宠爱，股改不过是“退一步进两步”之举，一味反对股改实属不智。因此，在博弈获得平均水准的 10 送 3 对价之后，国资委的反对声软化。

相比国资委的欲遮还羞、必须服从大局的政治觉悟，外资控股股东对于股改的反对要激烈、坦白得多。

2005 年 7 月以后，单伟建先生与管维立、高志凯差不多同时抛出了反对股改的宏论：7 月和 8 月单伟建借助宝钢独立董事的身份，先后发表两篇文章质疑宝钢支付对价，反对股权分置改革中非流通股股东向流通股股东支付对价和送股；管维立接踵发表《中国股市的荒唐一幕——评股权分置

改革试点》一文，这篇长文被形容为“全盘否定股权分置改革的三万言书”；高志凯先生于2005年8月中旬在《财经》杂志发表《“对价”之名剥夺财产》一文，认为现行股权分置改革方案是对非流通股股东产权的剥夺，违反保护产权的法律条文。

管维立，前国资局司长、后任深发展监事会监事，保护国资的旗帜拿起来再顺手不过；中国国际文化交流中心理事高志凯先生，另有一个身份是中财国有企业投资有限公司的总裁，而中财国有企业与深发展之间的关系可谓“剪不断，理还乱”；单伟建，新桥投资公司董事总经理，新桥收购深发展的第一负责人，后离开。

他们不仅在国内表示反对，还在国际主要财经媒体上发表意见，以市场派的身份对股改提出质疑，显示畸形市场化与权贵经济联姻的复杂态势。

除了作出宏观判断、行业预期等等之外，为国际投资者在中国获利提供信息是国际财经媒体的重要任务，而媒体话语权有大小，国内经济界人士爱到《华尔街日报》以及重新面市的《远东经济评

论》这样的报刊杂志上亮相，以期溅起更大的舆论浪花。2005 年 12 月，《华尔街日报》有两篇文章在中国资本市场引起极大反响，一篇是《经济增长 50% 股市跌去一半？中国股市下跌之谜》，转引自新桥投资公司董事总经理单伟建先生发表在《远东经济评论》上的文章。另一篇是《中国 A 股市场终于有望见底》，给国内股市打了一针强心剂。如果把《华尔街日报》这样的媒体比做大旗，单伟建等人可以视为拉大旗做虎皮者。也许是国内媒体还不够强势，他需要一面更大的虎皮。

单伟建的文章与 2005 年七八月间在《财经》杂志发表的文章一脉相承，无非说基本面因素是导致 A 股市场萎靡不振的真正原因；支付对价破坏了市场法律与产权两大基石；股改使整个中国股市更具投机性；并且，更为可怕的是，加大了银行业的风险——这一危言不可谓不耸听。

单伟建在美国接受经济学教育，当然不会不了解欧美市场的基础之一就是从罗马法承继下来的公平贸易原则——强势交易、逼迫交易、不完全竞争

状态下的交易无法获得合法性基础。对于产权的最大尊重是给予所有产权同样的保护，建立公平的市场首先要以公平纠正以往的不公平。从某种层面上说，中国股改是在为以前的不公平买单，也是在为将来的健康发展开路。《华尔街日报》的那些不了解中国股市缘起的读者，会认同诸如保护产权这样的空对空的概念，但对中国股市稍有了解者，必定会认真思考一个问题：所谓对价支付不过是对于中小股民产权的追认，而这才是中国市场经济的基石。

单伟建游刃于国际资本市场，其业务范围集中在大中华区，从中国出发成为国际人士后重返中国市场，他不会不了解，中国股市的发端失之偏颇才是导致中国资本市场困局的主因；也不会不知道，当初给予法人股与国有股的特权并不符合公平竞争的法治原则，不符合《公司法》“同股同权”的条款一试图以产权与法律理论坐实既有产权的做法，不过是对以往剥夺产权行为的事后认可，所谓不公平莫此为甚！但利益所系、立场所在，不

得不无视资本市场发展的内在逻辑和起码的市场伦理。

反对意见归根结底，无非是反对非流通股股东向流通股股东支付对价，也就是说，这些人在股改这个问题上的实际利益与价值取向是一致的。围绕深发展，有一条醒目的利益红线，反对股改无非是为深发展的资本运作保驾护航。

单伟建及其盟友的高调对政府有关部门已经产生了一定的影响，加剧了认识分歧。当时深发展第一大股东新桥实际上已经“踢开证监会闹革命”，挑战证监会一再强调的先股改再进行定向募集等融资的“铁律”：2005年9月底深发展召开董事会，10月底发表公告，经过一个月的反复博弈，结果就是“铁律”影子化。公告只字不提股改，而是声称将“通过定向募集方式向通用电气发行、且通用电气认购深发展股份”，管理层的不满可想而知。

深发展之所以甘冒政策风险，原因有二：一是私募股权基金参股的目的是退出获益，他们必须

找到接盘的下家。通用电气的入股是新桥进行资本运作、退出深发展获取差价的关键一步。通用电气高溢价参股，打开了深发展的附属资本补充通道，对深发展提高资本充足率将发挥重要的杠杆效应；二是深发展撇开股改，谋求的就是特批，即通过公关让有关权力部门对深发展的融资网开一面。深发展的实际控制者新桥作为股权基金，进入公司想的就是改良后退出，绝不会作出炒股炒成股东的傻事。

通用电气入股特批事项需要取得银监会和商务部的批准，耐人寻味的是银监会和央行的态度。据报道，参与交易的知情人士表示，根据事前的沟通，银监会对于深发展的定向募资表示赞同和支持。这一说法似乎不是空穴来风，这从有关官员对于引入外资与国际先进管理理念的一再首肯就可见一斑。而单伟建也默契地一再对中国银行业的管理水平的提升速度与银监会、央行的管理方法表示肯定。支持股改的人士担心，有关部门真要抛弃市场公平这一大原则，为深发展（实则是新桥）

特事特办？

股改这一最重要的任务压倒了一切。新桥最终没能引入通用电气，建立在股改之前的退出设想步骤完全错误，截至 2009 年 3 月，新桥还在控股股东的位臵上。单伟建“军团”的高调没有让一心推进股改的政府部门违背市场原则与行政原则，否则特事特办的公关将成为市场运作常态，而市场环境的败坏则指日可待。

了解国内外最具势力的两股力量的打压，才能明了当时管理层为何强行推进股改，为什么证监会主席尚福林 2005 年 5 月在接受新华社记者采访时，说出“开弓没有回头箭”的决绝之语。

压力之下的机会主义阴影

世界上不存在理想的资本市场，即便在监管最严的美国，机构投资者也与上市公司、证券交易所甚至财政部眉来眼去，也正是因为此，才成就了铁面的纽约州检察长埃利奥特·斯皮策的一世英名，

他对华尔街的问责成为英雄事迹。

正因为股改受到来自内外两股巨大的压力，股改方案明显的粗糙不周，速度至上的痕迹比比皆是。

对价比例的计算十分粗糙。通过股权分置改革实施以来股东间的有效博弈，以所谓的 20 倍左右倒推出来的合理市盈率法成为各方接受的方案，市场对股改方案形成了 10 送 3 这一平均对价预期，绝大多数上市公司的股改方案都在 10 送 3 附近，流通股股东获送 2.5 3.5 的公司占 70% 以上，非流通股股东送出率也在 15% 左右，非流通股股东都选择了最佳策略，即提出合理对价的股改方案。不同质量的上市公司的估值差距没有充分体现在股改之中。

推动各部门支持股改的代价是股改成功后作出补偿。为了营造股改的宽松环境，监管层游说有方，突破部门之间的藩篱将各路资金源源吸引入市；在制度建设过程中，机构投资者等市场主体的利益必须予以考虑—新股发行办法的倾向性一目

了然；对于某些显然违背公正性的对价方案，管理层并不主动出手，眼开眼闭，情愿将好不容易赢得的准司法权束之高阁，而视市场反应的激烈程度再进行善后。

管理层恐怕比谁都清楚股改的艰辛——可以调控的股改进程不过是让自己与投资者树立信心的说辞，包括清欠大股东占用资金在内的制度性改革才是股改能否成功的关键。管理层的妥协正是股改如履薄冰、如临深渊的具体表现，因为那些上市公司与机构投资者既是依靠的对象，也是改革的对象。管理层如何在目前并不理想的环境下将股改坚持到底？他们既应防止对既得利益阶层与市场得利者的过度绥靖，以免让股改失去民意支持，也要防止不顾现实对制度建设急功近利。

股改最大的失策在于，为了顺利推进股改，管理层推出了将矛盾延后的“锁一爬二”政策，使得能够获得股改红利的未必是长期投资者，也有可能是对股改充满投机心态的短期套利者。并且，一旦大小非解禁高峰到来后，市场无法承受如此之

多的非流通股汹涌而入，必然急跌。事实证明，这种担忧决非杞人忧天，2008 年、2009 年大小非套现成为资本市场的“堰塞湖”，而管理层显然缺乏应对之方，满头大汗狼狈应战。

“大小非”是股改之后全流通之前的特定时代的历史称谓，“小非”指持股量在 5% 以下的非流通股东所持股份，“大非”指持股量 5% 以上非流通股东所持股份。所谓“锁一爬二”，即根据证监会 2005 年 9 月 4 日颁布的《上市公司股权分置改革管理办法》规定，改革后公司原非流通股股份的出售，自改革方案实施之日起，在 12 个月内不得上市交易或者转让；持有上市公司股份总数 5% 以上的原非流通股股东，在前项规定期满后，通过证券交易所挂牌交易出售原非流通股股份，出售数量占该公司股份总数的比例在 12 个月内不得超过 5%，在 24 个月内不得超过 10%。这意味着持股在 5% 以下的非流通股份在股改方案实施后 12 个月即可上市流通。

股改时期甚至出台了臭不可闻的权证制度。为

支付股改对价而发行的权证后来成为 A 股市场的耻辱，所有的认沽权证都深度价外，也就是说，没有任何投资价值。

权证是个资本市场的衍生产品，本无所谓好坏，在我国股市缺乏做空机制的情况下，认沽权证事实上承担了给做空者提供交易手段的功能，有其存在的价值。但后来权证尤其是认沽权证已经异化为利益输送与交换的平台——南航认沽最大的创设券商中信证券创设收益率预测在 60% 以上，成为狂热投资的场所——钾肥认沽最后交易日全天换手率高达 1741.2%，总成交金额则达到 12.5 亿元，完全丧失了金融衍生品价格发现与普通投资者的套期保值功能。

我国所有的认沽权证几乎从创设之始就是深度价外权证，没有行权价值。这主要是因为我国股市在这些认沽权证存续期内大幅上涨，而正股价格可以联手操控，以至于权证到期时正股价格远高于权证行权价所致。

更严重的问题在于，证券公司包括保证金在

内的财务情况并不透明。如 2007 年华泰证券一度创设招商银行认沽 2 亿股，需要保证金 10.9 亿元；同时对南航权证创设 2.95 亿股，需要保证金 15.65 亿。合计需要 25.5 亿元以上的资金，而华泰证券的注册资本同样仅有 22 亿元。同期红塔证券创设招商银行权证 1.19 亿股，需要保证金 6.48 亿元；创设南航权证 1.76 亿股，需要保证金 9.34 亿元，合计需要 15.82 亿元以上的资金，而红塔证券的注册资本仅有 14 亿元。2007 年 6 月 20 日到 6 月 25 日 6 天时间，招商证券在招商银行权证和南航权证上投入 34.4 亿元，其注册资金仅有 24 亿元。对于投资者提出的保证金疑问，有关方面充耳不闻。当然，券商可以以短期拆借资金为口实，令人困惑的是，其所获收益并没有扣除这一部分。有关方面起码应该给出合理的解释。

权证最大的获益者是券商和内幕交易人士，由于权证市场是零和市场，券商的收益与其他投资者的收益来自于多数普通投资者的损失。据万得数据显示，在短短一年时间之内，共有 26 家券商争

相创设南航认沽权证 123.48 亿份，其中创设数量最多的 3 家券商分别为中信证券（31.7 亿份）、海通证券（8.2 亿份）和国泰君安证券（7.9 亿份）。据某券商人士统计，截至 2008 年 3 月份，26 家券商已从南航认沽权证上合计赚取了 150 多亿元。此前认沽交易大多亏损，如万科认沽在整个交易期，亏损比例达到 56%，亏损金额 20.52 亿元，户均亏损 0.54 万元，其他认沽大同小异。创新类券商可以购买正股，可以无限创设权证，存在联手操纵价格的隐患，不透明的市场给券商提供了沃土。

券商创设每股南航认沽保证金 3.715 元，可以在高价时卖出降低成本，南航认沽股价不可能超过 3.715 元，否则券商左手买右手卖，更可无限创设。怪不得证券公司急着上市、急着募集资金，如此一本万利的买卖，不做简直是对不起创设规则的创设者。

不顾权证市场发烫的投机狂潮，有关券商研究机构与某些人一直为创设权证叫好，认为给投资者提供了多渠道投资机会，使权证投资回归理性，

并呼吁在南航认沽退出市场后，大规模创设备兑权证。面对换手率与涨跌幅，这种声明像是讽刺，突出了利益获得者的无良。在认沽权证隐含波动率动辄在 200% 以上、甚至高达 500%，而国债回购利率市场化不充分的情况下，创设备兑权证不是通向股指期货的捷径，不是给投资者提供投资的康庄大道，而是通向地狱之路。

南航认沽“末日轮”被狂炒，有市场炒家鼓励大量投资者在刀口上舔血。对于普通投资者而言，我国的权证市场是个零和市场，交易规则与资金优势尽在他人掌握。南航认沽在上交所巨大的压力之下被迫赎回，是上交所的自赎之举。这是个特例，理论上创设券商完全可以不必回购注销，静候南航认沽交易日到期即可。在股改权证消失之后，没有管理者愿意与这一畸形的权证品种扯上任何关系，以防被钉上利益输送的耻辱柱。

权证市场最后出现了极端讽刺的一幕：2007 年 6 月，一个名为《致全体钾肥股民》的帖子出现在网上，点击率超过 600 万次，回帖超过 2.6 万

个。发帖者自称在尾市护盘，被不少网民称为“义庄”。监管者丧失信用，庄家成为英雄。

可以辩解，管理层有机会主义做法也是迫不得已。如果证监会允许上市公司支付对价之后股市就全流通，股指与股票价格将在瞬间由二级市场定价，不可能产生大小非锁定之前市场真空时期的暴利期，更不可能出现 2007 年 10 月沪综指 6124 点的高位，两年的股改成功陶醉期就不可能出现。

实际上，股改红利为大型国有控股上市公司高价上市铺平了道路，工商银行等纷纷高溢价上市，市场化的改革，再次被证明，是为非市场化的国有公司的市场化服务。

对股改成果过于陶醉，放大了股改后遗症的威力，李自成式的居功心理容不下一丝质疑与打击。如果说，在股改攻坚阶段，追求数量强行突破是不得已而为之，属于战略要求，但进展到后期，各方理应认真考虑从制度上堵塞监管漏洞，而不是两眼盯着战利品不放，急于脱下战袍当西装绅士，

吃大餐喝小酒。

对股改的陶醉并未恰如其分，此后为股改的辩解证明，他们一再掉入同样的陷阱不能自拔，一再相信资金与技术可以代替法律与市场监管体系的建设，相信一套全新的做法会自然改变市场低效、扫除官商结合，在骗了别人的同时也会害了自己。

股改最大的成功是市场民主昙花初现

即便存在种种不足之处，股改仍然值得肯定，值得大书特书。在大小非解禁高峰之前，中国股市度过了从未有过的幸福时光。中小投资者可以用手投票，大盘股 IPO 被看做天大利好，2006 年，中国内地和香港地区的 IPO 总融资量达 610 亿美元，居世界第一位，远远超过世界第二、第三的伦敦市场和美国市场。

股改最大的成功不是让中国资本市场更加市场化——这当然值得庆幸——而是中小投资者能够通过类别表决制这一利器抗衡机构投资者，无论是清华

同方的股改方案首次未获通过，还是 S 上石化与 S 仪化“旧瓶装新酒”的股改方案，让感到不满的投资者选择“用脚投票”表示反对，使两家上市公司的母公司中国石化的整合之路变得越来越艰难，都显示出市场民主机制通过赋予弱势群体投票权，能够得到最大限度的利益均衡。

2004 年 12 月，作为股改的必备前提，证监会发布《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》，其中赋予了公众股股东前所未有的权利。规定开宗明义是为了“形成抑制滥用上市公司控制权的制约机制，把保护投资者特别是社会公众投资者的合法权益落在实处”，第一条规定就是，“试行公司重大事项社会公众股股东表决制度”，具体包括“在股权分置情形下，作为一项过渡性措施，上市公司应建立和完善社会公众股股东对重大事项的表决制度。下列事项（共 5 项）按照法律、行政法规和公司章程规定，经全体股东大会表决通过，并经参加表决的社会公众股股东所持表决权的半数以上通过，方可实施或提出申请”。

这一行政规定赢得了众多市场人士的喝彩，认为公众股股东权益的保护从此将掀开新的一页。

这是过早的乐观。不仅规定的细节迟迟没有完善，并且很快无疾而终：股改尚未结束的 2006 年，有关方面就正式宣布“已完成股改的公司再融资时，发行证券议案经出席股东大会股东所持表决权 $2/3$ 以上通过后生效，可以不再适用现行的分类表决程序”。一项中国资本市场亟须的制度，一项充满中国式利益均衡博弈的政策，就此退出舞台。

通过分类表决，可以部分解决长期以来非流通股股东利用其绝对控股权侵害流通股股东合法权益的问题，通过权力制衡，建立公平机制，来校正和防止某些重大事项决策时强势股东对弱势股东的侵害。特别是面对股改这种涉及股东间利益博弈的特殊事件，分类表决制度更是不可或缺。即使到了后股权分置时代，只要一股独大没有消除，分类表决制就仍有必要存在。但管理层认为，股改大功告成，分类表决机制碍手碍脚，可以宝剑入匣了。让人长叹长效机制建立之难。

毕竟只有资本市场赋予了公众投票的权利，这是难得的一次市场民主的公开实践，也得到了极佳的效果，民众也利用权利合法合理地获得了自己的利益。当人们批评资本市场时，也只是这个市场更加开放、容忍度更大，绝非这个市场比其他市场黑幕更多。不知该喜该悲。

股改刚过，代表股改标志的 G 股刚摘帽，就有不少人急于给股改定调，有人说成功，有人说不成功，各自罗列理由一二三四五，倒也振振有词。

大多数争论属于关公战秦琼。比如，指责股改虽然成功，但中国股市依然还是政策市。且不说，当初连股改能不能撑下来都是未知数，能够如此顺利可算一个奇迹；并且，谁也没说过股改成功就能让中国股市换尽旧时容颜，既然中国股市有政策市的基因，想依靠股改一举改变中国股市的基因是急于求成的焦虑心态在作怪，无异于痴人说梦。

一个经济举措能圆满地达成一项目标，就已经是效率的最大化，追求一石二鸟实属苛求。而一些

论者时而踩人入地时而抬人入天的做派，和一些因为股改大获其利者的溢美之词，也使得那些定调丧失了最起码的可信度，论则论矣，定则难定。一个阶段的措施只能解决一个阶段的任務，一个历史时期的人也只能在环境的约束下起到这个时期的作用。我们只能用知识考古学的方式，让事件返回历史的具体情境之中加以理解，这样才不会轻易拔高或者贬低事件本身的意义。

证监会主席尚福林只能完成能够完成的任務，他顺风顺水地基本完成了股改大业。而他的成功符合改革的逻辑线索：前有覆辙可鉴，上任证监会主席的国有股减持政策因为利益尽归社保，损害了投资者利益，虽然符合市场化理论却因违反市场公平终至一败涂地；而股改之后剩下來的監管、国有控股上市公司基因改良等越来越难啃的硬骨头，也大可留待后来者品尝——当然，由于尚福林先生坚守证监会主席一职，看到解禁大小非的冲击，不可预知地迎来了全球经济危机，因此，股改后所有的硬骨头他几乎啃了个遍。

所谓时也命也运也，缺一不可。缺少一个，股改就不可能成功。

时就是时机，国有股减持失败才逼出了向中小股民的对价支付；命就是命运，如果尚福林继续留在农业银行当掌门人，四大国有银行中出了名的老大难改制的难度之大自然不待言，更何况，还有其他国有银行的成功先例作为标杆，压力更大；运就是国家的整体命运，当此改革的关键时刻，谁也承担不起股市崩盘的责任，只有各方大力协作迎难而上。更何况，经历股市漫漫长熊，市场心理承受力已近极限，犹如饥饿之人满足于一根玉米，只要上市公司支付一星半点的对价大致就能过关；反过来说，长熊也如同一盆冷水浇灭了管理层心中的投机烈焰，不得不以对价的方式向中小投资者低下高贵的头颅。他们不得不承认，除了国有上市公司、社保基金与国字号的机构投资者之外，中小投资者的利益同样神圣不可侵犯。只有达成这样的基本共识，中国的资本市场才有可能成为按照市场逻辑而非扶贫与掠夺逻辑行事，一些从

根本上剥夺中小股民利益的荒唐政策才不会再次出台。

股改打上了本土派市场人士尚福林的深刻印记，而不是那些更熟悉国外成熟资本市场的人士，说明改革需要的不仅仅是市场化的理念与金融创新的口号，还需要熟谙中国市场、并且不排斥市场化的人。其股改一日千里的速度颇得“兵贵神速”的精髓，而股改如同闯关，有时量变确实会引发某一方面的质变。比如，流通股与非流通股利益不一致的难题就得到了部分解决。

有一个值得探讨的问题却被遗忘了，那就是股改之后给后来者留下的路障是更多了，还是更少了？

2008 年股市飞流直下之后，证监会推行一套金融技术创新对交易所、券商等机构进行激励的手法和以暂停新股发行吸引资金创造热情氛围的做法，用巨量资金而非上市公司的优良质地撑起股市江山，以大型国有股的资本重组游戏稀释存量问题，所有这些做法如此眼熟，不过是调控政策

在不同时期的表现而已。这不是搬开而是绕开路障，在理念上是传统的，在方法上是古老的。这也给下一任的管理层监管造成后患：他们将不得不在这样的投机路径下狂奔，以期取得比前任更好的战绩。

后股改时代：天哪，大小非！

在股改之后的两年时间里，最春风得意的管理者，恐怕非证监会莫属。他们以破釜沉舟的勇气用一年多的时间取得了股改的成功，此届证监会主席尚福林因此被认为是“最成功的证监会主席”。但当股改红利消散时，他们遭遇的严厉质疑丝毫不逊于前任。

承认大小非危害就是否定股改？

股改强行军使利益集团内部出现严重分歧，之所以权贵阶层能够让渡部分利益，虎口夺食小有成就，前提是市场已经彻底丧失功能，包括他们最

看重的融资功能。也正因为如此，股改的结果是落入“股改陷阱”——管理层顶着巨大的压力进行股改，他们潜意识里认为控股股东已经作出巨大的牺牲，通过 10 送 3 对价的赎买政策已经获得法律和市场背书，除此之外普通投资者提出的任何进一步要求实属得陇望蜀、大逆不道。

更重要的是，深知中国既得利益阶层力量的监管层、充满绥靖气息的知识阶层、只顾眼前利益的投机者，再也聚集不起力量对资本市场进行第二次改革，他们只能听天由命，让市场顺着惯性自行发展，直至撞到南墙。

在股改接近成功，允许发行权证、定向增发与重开 IPO 之后，由于对上市公司、机构投资者的明显“偏爱”，证监会再次被指责为罔顾中小股民利益的强势群体代言人。

证监会一再公开出面解释大小非并不可怕，让人联想到股改开始时，尚福林先生为中小投资者所作的辩护，以及对既得利益者可敬的驳斥。股改开始之时，有人质疑股改并未抓住中国资本市场

的症结，要求管理层眼睛“别只盯着股权分置”；股改数月之后，关于非流通股股东已沦为弱势群体的观点影响如此之大，以至于尚福林不得不亲自出马，批驳“流通股股东成为强势的说法，本身就暴露出了轻视流通股股东权益的态度”，强调“流通股股东的地位实际上是弱势，所以流通股股东必须是证券市场的重点保护对象”。但很快，股改行程过半，他180度转向，转而充当大小非的辩护者，完全背叛了自己发表的这些掷地有声的言论。有可能他内心充满愤怒，既痛恨既得利益者的贪婪，也痛恨普通投资者不识进退。有谁能揣摩透一个浮沉几十年的谨慎官员复杂的心理世界呢。

尚福林从来不承认大小非是市场的主要问题，对于不断增加的大小限也不置一词。事实上，如果抱持这样的理论，中国就不应该实行“非市场化”的股改，如果说大小非已经支付了对价，那么，大小限□应该如何处理？在全流通时代不进行警示，以50倍以上的高市盈率发股，创造出数倍于流通股的非流通股，要说监管层没有责任，无论如何都

说不过去。股改后的尚福林否定了股改时的尚福林，这是同一个人吗？他在秉持同一种理论吗？

让我们假设历史，尚福林先生如果在股改基本完成之后，就离开证监会主席的位置，那么，尚福林先生就是股改的斗士，就是率领股改成功的形象，但不幸的是，尚福林先生继续在证监会主席任上谋其政，股改急火猛攻之后的后遗症——显露，此时，需要重新调整资本市场的融资条件，需要调整资金分配形式，需要对大小非有正确的认识，这对于一手推进股改的功臣尚福林先生无疑是一场深刻的自我革命。

面对暗流涌动的批评，管理层一开始的做法是大面积地展现改革的成果与决心。

证监会一再向市场证明自己的“勇气”。一项项技术创新举措接连出台，证交所权力大增，发行制度从审核体制向注册制靠拢的速度之快让人猝不及防，《证券发行与承销管理办法》于2006年9月11日至15日公开征求意见，9月17日公布，9月19日施行，“一万年太久，只争朝夕”。在政策

与机构的扛鼎支撑下，大盘股接连推出，终于到了10月16日，工商银行在香港及上海两地同步上市，成为全球有史以来集资规模最庞大的招股活动。

工商银行在上海与香港两地上市创造8个“第一”：第一次A + H，即在香港和内地两地同步发行、成为A股市场同时也是全球迄今为止发行规模最大、A股市场市值最大的公司、首次在发行中大规模引入A股战略配售、A股发行首次引入绿鞋机制、首次在A股发行中引入分析师大会形式、首次创造性地解决境内外信息的同步披露问题、首次在H股发行中采用预披露机制。

A + H发行上市后工商银行的总股本超过2500亿股，总市值达到7500亿元人民币，超过A股市场中总市值最大的中国银行，后者总市值在6000亿元人民币左右，多亏中国资本市场的溢价，中国金融机构的总市值、总资产均超过了欧美主要金融机构。媒体得意地都把工商银行上市与国际最著名企业的上市相提并论，算上15%的

超额认购部分，工商银行总的融资额将达到 1447 亿 1734 亿元（约 183 亿 219 亿美元），足以与迄今全球最大 IPO 媲美——1998 年，日本 NTT 移动通讯公司（NTT DoCoMo Inc.）IPO 曾创下 184 亿美元的世界纪录。有哪家公司能敌得上工商银行的体量呢？

谁说管理者没有爱国心？对于中石油、建设银行等上市公司在国外低价发行，回到国内资本市场盘剥投资者的伤心事，他们须臾不忘，正因为有此心结才辩护了一次又一次，才一再强调当时中国大型公司技术破产的事实。潜台词无疑是，当时经济情况如此严重，不得不把定价权交给国际投资者，不得不寄人篱下。

工商银行上市如此眩目，以至于让香港与内地市场人士认为两地市场就此打通，中国资本市场已据世界舞台中心，通过在内地与香港市场同时上市，中国内地最重要的金融机构终于摆脱由贪婪的国际投资者定价、让国际投资者获得暴利的屈辱。香港交易所执行总监霍广文认为，“工商银

行这一全球最大规模 IPO，我们都可以做到 A + H 股同步上市，为其他企业上市树立了很好的榜样”。他表示，9 月 13 日中国证监会、香港证券证监会、香港证券交易所、上海证券交易所和深圳证券交易所高层，借着 5 方每季例行的工作会议在香港举行的机会，详细讨论了工商银行作为首只 A + H 公司的上市细节，“示范单位”业已完成，日后按照类似做法进行便可，无须每次进行 5 方会商。

国资委同样信心十足，国资委副主任邵宁在香港出席资本市场高峰论坛时明确表示，大型国有企业日后应该 A + H 同时上市：“尽管目前的容量有限，但中国资本市场的发展同样需要大量优质的上市公司。因此我们认为，对于上市融资规模较大、经营国际化程度较高的中央企业来说，‘A + H’是一个比较好的模式。”

香港市场终于跟着内地市场走了，内地市场终于国际化了，这意味着什么？意味着中国资本市场从此屹立于国际资本市场，意味着 A 股价格不必

看国际投资者的眼色行事。

被成功冲昏头脑，很少有人去想港元通过货币局制度与美元挂钩时，香港市场怎么可能由人民币定价、A 股怎么可能不受 H 股影响这一系列技术问题。

肯定与怀疑的渐进式改革之路的两股力量每时每刻都在发生尖锐的冲突。工商银行的 8 个世界第一受到热情表彰的同时，在民间被指责为好大喜功。确实，虽然有 8 个第一，中国的证券市场离国际成熟市场仍不啻万里之遥。当时的市场上，类似哈慈、洪都航空这样的庄家作祟的牛股在股市兴风作浪，除了说明中国的股市基础仍不牢固之外，还坐实了中国股市是投机市，中国管理层过于投机的指责。证监会无非希望通过成果展示获得改革者的认可，尽快翻过非流通市场的难堪一页。

改革者徘徊于两难处境：如果承认大小非仍是股市的症结，无疑自己亲自否定了股改，并且激起既得利益阶层更大的反对声浪；如果不承认大小非是问题，他们将再一次遭遇投资者用脚投票的

窘况，并且从根本上否认中国资本市场存在既得利益阶层，结果还是否定了股改。

他们采取的是折中之术，在放行大盘股以低流通比例上市向既得利益阶层献媚的同时，转身对中小投资者进行市场、法治理论教育。讽刺的是，市场化成为遮羞布，希望得到市场公平机会的投资者在股改后被称为反市场的落后力量，他们需要不断被教育。

市场的改革不可能一步到位，尤其是不成熟的市场，只能靠机制一步步加以完善，实事求是地承认这一点并不丢人。但对于改革者而言，毕其功于一役的诱惑如此之大，承认自己从事的改革，作用不过是沧海一粟，无疑是心理重创。

无论如何，体量巨大的“恐龙股”源源不断地成功上市，受到一级市场的狂热追捧，证监会显然是在向自己的管理者，在向其他部门展示成功的力量，融资功能停滞两年半，却因为股改而全面改观，谁能说股改失败？回过头来看，用注水的股指掩盖市场的疲软，以三步并作两步走的新股急行

军掩盖上市公司质量不高的痼疾，和清欠效果令人难以满意的难堪现状，实在是过于典型的鼠目寸光。证监会不完全是改革的替罪羊，他们如此热衷于发行新股，恐怕不只是为了偿还股改过程中向有关部委欠下的旧债，还因为他们确信如此可以保证政绩持久。

可怕的“大小非不可怕论”

证监会在资本市场各种问题上受到的指责多如牛毛——这既是转型期中国经济在争议中前行的特色体现，在某一个层面上说，也证明了证监会具有“大局观”，他们从来没有忘记资本市场的功能。

须知，在改革进入深水区之后，牵一发而动全身，中国银行、工商银行上市，中石化的整体上市，绝不是证监会一个部门可以说了算的，他们甚至无法管辖同一官级的上市公司。

莺歌燕舞之中，一些不利的数据逐渐浮出水面，狂欢正酣之际，开始出现恐慌的蛛丝马迹。相

关统计显示，从 2006 年 5 月末至 10 月 9 日，虽然沪指累计上涨了 144 点，但剔除 6 月以来上市的 24 只新股的总市值 10300 亿元后，沪深两市的总市值却缩水了近 1200 亿元。此外，从 6 月 1 日至 10 月 11 日，沪深两市 A 股分别有 370 只、154 只涨幅落后于大盘，其中 314 只股票更是不涨反跌，其中不乏大盘股，以及刚上市不久的新股；2006 年中报形势同样严峻，上市公司净利润与 2005 年中期相比虽然上升了 7.55%，但每股收益 0.12 元与 2005 年相比却下降了 2.22%；净资产收益率同比下降 1.15%。三项费用（管理、财务、营业）上升了 9.67%；亏损公司达到 240 家，上升了 9.59%。仅有 42 家进行中期分配，而且其中直接用现金分配的仅有 14 家。剔除上市公司隐藏利润的做账因素，情况照样不容乐观。

为了去除资本市场的噪声，除了源源不断发行新股以外，证监会还忙于进行局部改革，如上市公司的清欠账，如证券公司的重组、分类、管理，如要求准司法权以尚方宝剑号令市场江湖。

局部改革是严厉的。2006 年是证监会出台政策和管理办法最多的一年，全年共发布了 20 多部证券管理办法和管理规则。在市场下挫的逼迫之下，证监会终于出台了现金分红与再融资挂钩的举措。2006 年 10 月，中国证监会作出“奋战 80 天，坚决打胜清欠攻坚战”的具体部署。所谓清欠，就是彻底解决困扰市场多年的大股东占款痼疾，杜绝上市公司成为控股股东的提款机。证监会显然相信，他们反对进一步清算大小非是在市场化之路上走出了正确的一步，还通过清欠等办法提升相关上市公司的质量，成为中小投资者的护法神。

运动式的清欠战没有取得丰硕战果，如果制度性的利益输送是被允许的，一股独大的控股者通过五花八门的招数从上市公司抽血当然防不胜防。

相对于“务必在 2006 年底前偿还（占款）完毕”和证监会关于上市公司占款责任人必须在“要么还债，要么承担法律责任”间抉择的严厉，已有的清欠手段累计解决 204 亿元的被占资金效率不

高，到证监会发出攻坚战的号角时为止，依然有102家上市公司的254.1亿元资金被违规占用的现实，更让人担忧。清欠攻坚战不易打，让股市成为优质资源的集聚场所更困难，比这更难的是养成尊重所有投资者利益的文化。

清欠战役、局部改革非常重要，但比起大小非与大小限来，不过是在边角的小修小补。

要命的是，在股改大计基本完成之后，尚福林一再表示与市场化亲近之意，抱着资金供求关系这一明显错误的理论，为了刺激股市，证监会先是不停发行新基金，这一招无法奏效，管理层与一些幕后的市场主体轮番上阵，开始定期发布融资融券、股指期货等金融创新手段即将推出的消息，使相关的上市公司找到定期炒作的机会。管理层竟然不自觉地成为上市公司的托，没有比这种事更尴尬的了。

上述救市措施无非是增加资金、增加炒作题材的老戏码，如果能够见效，A股市场根本不需要进行刮骨疗毒式的股改。

投资者需要明确的预期，股改前后的管理者矛盾的态度，反而模糊了投资者的预期。虽然中国资本市场建立预期需要全面改革，从货币发行体制，从央企上市公司的市场化到资本市场的开放与定位的预期，绝非尚福林一人可以左右，但尚福林仍然可以发挥巨大的作用。证监会主席面临严峻考验，如股改之初，大力保护中小投资者利益推进改革进程，是唯一出路。但尚福林不愿意充当改革的祭品，更愿意在各方利益中寻找平衡，他自己设计的市场化理念让他走进了权贵的陷阱。

管理层先是强调，大小非减持并不可怕。这是他们自我安慰的法宝，显示证监会小心翼翼地寻找中间道路，既不得罪违背对价支付者所说的市场化，也不想进行大动干戈的政策纠偏。

如果有关人士真的坚持大小非减持问题不严重的判断，只能说明他们欠缺对金融理论的基本认识。大小非的风险被过分夸大的论证来自于对有关数据的臆断和错误理论的胡扯。为大小非辩护者言之凿凿地声称，看待大小非问题，不一定要从

“减持”的角度切入，应该是从大小非的“解禁”客观地描述，而解禁和减持还有距离较大的一步，即从非流通状态、限售状态变为流通状态、可售状态。2007 年以来，大小非仅减持了理论解禁可售股票的 30%，而且“不光有卖出的，还有买入的，所以解禁不等于减持”。

不光管理层的某些官员有这种想法，一些券商研究机构早就发布了类似的理论。2007 年年底，银河证券研究报告就认为，市场高估了非流通股解禁的负面影响，未来 8 个月新增减持压力最多 3000 亿元，远远小于超万亿元的非流通股解禁总市值。根据中信证券的测算，在 2007 年总共有 1000 多亿股的大小非解禁，其市值相当于两万多亿元，但事实上，减持压力远小于理论统计。

罗列的理由是，占大小非 70% 左右的国有股不会大规模减持：一是因为国有股股东要保持控股地位；二是国资委和证监会出台了限制举措。根据 2007 年 7 月实行的《国有股股东转让所持上市公司股份管理暂行办法》，国有参股股东通过证券

交易系统在一年内累计净转让股份比例达到或超过上市公司总股本 5% 的，应将转让方案逐级报国务院国有资产监督管理机构审核批准后实施。2008 年 4 月 20 日，证监会在其网站上正式对外公布《上市公司解除限售存量股份转让指导意见》。对上市公司股东解禁限售存量股进行了明确规定，即预计未来 1 个月内公开出售解除限售存量股份的数量超过该公司股份总数 1% 的，应当通过证券交易所大宗交易系统转让所持股份；三是股东不以拿到现金为目的，减持并非必然选择。

研究机构罗列的理由只能证明行政强制可能有效，而不能证明大小非会被消除。这种认识在概念上是混淆的，在金融学上是站不住脚的，作为管理层拥有这样的想法则是危险的。

金融学讲的是风险与收益，讲的是预期。以大小非减持而言，不管大小非持有者是否有减持的意愿，减持的预期与权利是一直存在的，大小非股东没有必要为股市稳定而牺牲自己的利益。只要接近财富最大化预期，大小非股东就会套现手中

的股份。实际上，已经有上市公司高管不惜辞职套现的案例发生。

对于普通流通股股东而言，大小非就是会随时降临头顶的不测之灾，是随时可能飞过头顶的黑天鹅，上市公司价格将随时因此预期发生折价，减不减持不需要讨论，唯一可以猜测的是减持什么时候发生，以什么价格减持，减持多少？

有案例为证。2008 年 4 月 28 日，工商银行 28.85 亿股的 A 股限售股上市流通，占 A 股总股本的 0.86%，这不是股改所形成的大小非，而是 2006 年 10 月首发 A 股时向战略投资者的定向配售部分，也就是股改后形成的增量股份。工商银行限售股股东包括 23 家机构投资者，与 3.12 元首发价相比，到限售股解禁时，已经获 100% 的收益。受到解禁消息影响，工商银行股价当时下跌 2%。同时，受工商银行与中信银行限售股解禁影响，拖累银行股整体下挫 1.35%。

由此，我们不得不正视除了影响预期之外，大小非与股改后形成的增量限售股的另一个根本性

难题一扰乱 A 股估值体系。

根据持股成本的不同，A 股市场有三重估值体系，一是 A 股普通股股东的估值体系；二是 H 股股东的估值体系；三是大小非持有者的估值体系。由于持股成本迥异，三个估值体系的价值中枢一个比一个低。如 2000 年 4 月，中石油 H 股发行价仅为 1.27 港元，7 年半后在 A 股市场发行，发行价 16.70 元人民币。大小非成本同样如此，紫金矿业董事长陈景河以每股 0.1 元受让金山贸易的紫金矿业 600 万股。按股权成本和紫金矿业上市首日收盘价计算，陈景河身家超过 14 亿元，溢价近 200 倍。这两个极端案例说明的是价值体系的天壤之别。

大小非减持具有三重风险：一是困扰市场预期；二是扰乱 A 股估值体系；三是产生源源不断、越来越严重的制度性输送弊端。不论哪种风险，都是资本市场不可承受之重，有关部门岂能因为减持者没有完全减持，而忽视大小非的风险？一旦资本市场下挫，大小非低成本套现冲动勃发，难道要

到那时管理层才来表现对资本市场的呵护？严肃大小非减持信息透明度，规范限售股减持，才是未雨绸缪，呵护市场之举。

同股同权烟幕弹

在大小非并不可怕论出炉之后，管理层强硬地宣称，在全流通时代到来之后，大小股东已实现同股同权，他们采取鸵鸟政策，不愿正视同股并不同权的问题，而是躲在掩体后向市场施放烟幕弹，试图催眠投资者承认他们的理论。机构投资者、上市公司一起呼应，表示大小非并不可怕，同股同权时代已经到来。投资者清醒得很，到头来反而是管理者自己被自创的概念绕了进去。

在股市节节上升期，总有最后一个接盘的傻瓜，虽有利厚利薄之分，大家获利同喜，由此可以自豪地宣称，大小股东利益捆绑在一起，两者同心同德不分彼此；股市一旦下挫，后知后觉的傻瓜被套，矛盾激化。从目前的情况来看，大小股东、流

流通股与非流通股两者仍然离心离德。

大小非一级市场成本过低，结果是大小非股东成为市场的食利阶层，只要套现就能成为富翁。在中小企业贷款上颇有战绩的宁波银行，可能即因此沦为食利者汇聚的俱乐部。

以 2008 年 7 月 15 日宁波银行 11.62 元收盘价为准，该银行将诞生 7 个亿万富翁、91 个千万富翁和 895 个百万富翁。虽然宁波银行股价可能下行，但不会改变富翁的制造链条。富翁云集的公司，是否还拥有服务与创新的动力，多数人对此抱有深刻的怀疑。大小非套现，使很多上市公司都像宁波银行一样成为流水线上的富翁制造机，但这些公司创造财富的动力、能力将大打折扣。

据统计，自 2007 年 7 月到 2008 年 8 月的 13 个月，法人户仅仅在沪市卖出股票的市值就已经达到 4300 亿元，加上深市的数量，合计卖出已经接近 7000 亿元。当然，经股改之后，投机剥夺中小股民利益不再无遮无拦，而是在更高的层面上采用更高的技巧、更合法合规的方式进行。

大股东在做大市值，但这种做大到底是为了大小股东的共同利益而提升公司的利润，还是制造概念让富翁流水线开足马力？从已经披露的案例来看，显然是为了制造更多的富翁。上市公司控制者制造富翁的动力如此强劲，新一轮利益瓜分来势迅猛，让管理层心存戒惧，不仅证监会，包括其他部门也不得不出手进行阻止。

2008 年 7 月，财政部下发《关于清理国有控股上市金融企业股权激励有关问题通知》，指出国有控股上市金融行业不得擅自搞股权激励，而已准备和已经在进行股权激励方案的金融企业，需暂停等新政策明朗后再确定。工商银行、中国银行、建设银行、交通银行、中国人寿在 H 股 IPO 时设置的长期激励制度，处于全面搁置状态。这种一刀切的行政禁止显然不是常态，有违公司治理激励的常规。但是，这种非常之举，恰恰显示了大小股东之间利益不对称，已经严重到使两者之间成为剥夺与被剥夺者。

大型金融机构股权激励停止，其他公司又该如

何呢？如果不提高大股东的持股成本，如果不正视源源不断的增量大小非，那么只能回到用行政力量堵塞大小非、违背市场激励机制、管理层不得不向大小非妥协、激起更大的民意反弹这条恶性循环的老路上去。

国有控股企业无解之结，他们无法向投资者证明业绩来源，哪些来自于政府的优惠，哪些来自于垄断红利，哪些来自于企业家能力，高管高薪于是被一概归入肥猫的贪婪之胃，引发无穷尽的声讨，市场激励机制在乱棍之下，以更加变异的形态，曲折求生。

对于管理层的信心喊话，市场并不买账，从2007年年底开始，股市步入有气无力的熊市，面对无情的市场，信心喊话与金融理论烟幕弹显得滑稽可笑。管理层不得不出台措施，以便挣脱围城。

“我猜到了开头，但没有猜到结果”——电影《大话西游》里的经典台词也可以适用于中国资本市场，适用于证监会。谁也没有想到，大小非冲击

来得如此之快，股改红利消散之后，矛盾来得如此突兀，不留半分余地。

2007 年 5 月 9 日，股改启动两周年。

两年前的这一天，清华同方、三一重工、紫江企业和金牛能源 4 家上市公司正式拉开股改大幕，两年后，股市以大幅震荡和沪市轻松跨越 4000 点作为回报。熊市沮丧摇身一变成为牛市恐高，这种幸福的担忧，是证监会乐于看到的。但是，股市此后掉头直下，从 2007 年 10 月的 6000 点高位，调整到 2008 年的 1 664 点，而后在政府的托市举措下，长期在 2000 点左右徘徊。

不期而至的全球金融危机为下跌不止的 A 股市场送来了及时的遮羞布，绝大多数人都参与到了演唱中国股市受到全球金融危机严重冲击的“鹦鹉团队大合唱”中。但头脑稍微清醒点的人无法忽视这样的事实：A 股市场大跌在前，并没有随国际市场的步伐起舞。市场人气一度低迷到极点，2008 年 10 月底的最后一周，深圳证券交易所周一成交量可悲地停留在 100 亿元人民币以下。

我们同样无法忽视这样的事实：2007 年股市开始下挫之时，中国实体经济数据花团锦簇，沿海部分中小企业破产没有引发连锁反应，2008 年两税合一大利好还没有释放，本轮股市下挫是因为实体经济下挫的理由同样站不住脚。实体经济、全球金融危机都对中国股市造成了巨大的冲击，但它们只是雪上加霜，而不是造成下挫的罪魁祸首。中国资本市场下挫的主因在内部。

后股改时代，股改后遗症逐渐浮出水面。锁一爬二使大小非减持压力延后，而错误的新股发行机制，使股改之后的大小限源源不断，超出了市场的承受能力，没有一个国家的资本市场能够承受大小非、大小限再造一个流通市场的压力。

大型蓝筹股破发击穿了管理层的心理底线，一系列救市举措在慌乱中匆匆出台。

2008 年 4 月 18 日上午，中国石油报出每股 16.69 元，首次跌破发行价，心理支撑价被击穿，中石油股价马上狂泻，最低跌到每股 16.00 元，收盘报每股 16.02 元。相关数据显示，从 2008 年 4

月 14 日到 17 日，券商、基金账户累计净卖出 296 万股，法人账户累计净卖出为 116 万股，而个人账户则增加了 2 300 人，中石油持股结构散户化，散户为高岗上的中石油站岗放哨。中石油成为股改陷入低谷的缩影，成为相信能够分享国有企业红利的中小投资者的散财公司。

看看当天投资者在网络上异乎寻常的欢欣鼓舞，看看这些帖子，我们就会知道投资者的心理产生了如何的逆转。

中国石油：挺了 166 天之后，今日终于破了发行价每股 16.7 元。记住这个难忘的日子，4 月 18 日，石油破发！

我们在祝贺石油破发的同时，别忘了感谢伟大的中国股民，感谢您站在每股 48 元之巅放哨。

中国石油港股现在每股 9 港元，中石油 A 股会不会直奔香港接轨？

自中石油发行以来，最流行的宋词是：问君能有几多愁，恰似满仓中石油。

2007 年 11 月，中国石油董事长蒋洁敏出席上

海 A 股上市仪式时志得意满地表示，对中石油 A 股开盘每股 48.60 元表示满意。他指出，中石油于 8 年前组成股份公司后，就一直期待回归 A 股，现在以每股 48.60 元开盘，“是公司回馈股东，是公司回报社会”，到 2008 年，这些话怎么听着怎么像是对中石油和中石油投资者的讽刺。为此，蒋洁敏此后数次向中石油的投资者道歉。这些道歉是投资者争取了将近 20 年才争取到的权利，但他们还是没有争取到自己的利益。

紧急弥补股改后遗症

中国石油等蓝筹股跌破发行价让管理者如坐针毡。在市场的压力之下，证监会不得不顶住利益集团的压力，走出了 A 股市场股改以后实质性纠偏利好的第一步。这反映了有关部门对资本市场重要意义的认知在股市雪崩之后有了提高，同时也表明，中石油跌破发行价的影响多么巨大。

2008 年 4 月 20 日晚，证监会出其不意地发

布了《上市公司解除限售存量股份转让指导意见》(下称《意见》)，主要规则有两条：第一，持有限售存量股份的股东预计未来一个月内公开出售解除限售存量股份的数量超过该公司股份总数1%的，应当通过证券交易所大宗交易系统转让所持股份；第二，上市公司的控股股东在该公司的年报、半年报公告前30日内不得转让解除限售存量股份。

《意见》的实质是对限售股的交易平台、价格、时间作出规制，在形势的逼迫之下，管理层虽然口头仍然表示大小非并不可怕，但出台了限制政策，开始“侵犯”大小非权力，市场却将此政策视做对限售股与所有流通股股东一视同仁的保护举措。

《意见》仍然是折中之举，在被恐慌裹挟的A股市场，管理层只能走一步看一步，寻求破解二级市场恐慌症的死结。《意见》的前提是承认限售股拥有二级市场流通权，没有违背股改之后大小非可以流通的承诺，但对于大额流通给予限制，规制

大宗交易以免困扰二级市场。

《意见》的隐性利好，就是利用业已存在的大宗交易平台，本质是以做市商的方式，要求解禁大股东与机构投资者承担一定的责任。做市商是为了保证一定的成交量，机构动用资金提供买卖交易量，避免交易额下降过多、市场丧失功能。

大宗交易制度给国资与外资的股权转让提供了一个宽阔的平台，考虑到今后数年是我国企业的并购高峰期，整体上市、股权转让层出不穷，大宗交易制度能减少对于二级市场的影响。所谓做市商，是指在证券市场上，由具备一定实力和信誉的证券经营法人作为特许交易商、不断地向公众投资者报出某些特定证券的买卖价格，双向报价并在该价位上接受公众投资者的买卖要求，以其自有资金和证券与投资者进行证券交易。通过不断买卖来维持市场的流动性，满足公众投资者的投资需求。做市商通过买卖报价的适当差额来补偿所提供服务的成本费用，并实现一定的利润。

相比起一盘散沙的公众投资者，机构的博弈能

力比较强，他们的讨价还价，可以在一定程度上制约限售股持有者的贪婪之胃。那些狂炒滥赌的 ST 股可以得到机构的矫正，如果机构接盘，它得认真考虑一下，是否能找到一个愚蠢的下家出手。退一万步说，机构投资者与大小非暗通款曲，大小非以折价出售给机构投资者，机构投资者在二级市场抛售，双方也必须各自让出一部分利益。从 2008 年 4 月 1 日到《意见》出台，上证所的大宗交易数据共包含 25 只个股，这 25 只个股的成交价均为大宗交易的当日最低价，大小非股东在低价抛售。

大宗交易的短期好处很明显。因为申报受理时间为每个交易日 15:00 15:30，申报价格在当日竞价时间内已成交的最高和最低成交价格之间确定，不会对二级市场的价格形成冲击。大宗交易方便战略投资者，投资者可以享受批发价和佣金折扣。

一纸仓促出台的《意见》当然无法阻挡市场层出不穷的破解之术，限售股大宗交易制度同样无法一劳永逸地解决制度性利益输送的问题，大小

非持有者的穿墙过隙绝招几天后就出现了。

大小非向市场展示自己杰出的智慧。对于巨无霸公司而言，1%的限额仍然过于宽松，限售股东可以通过在1%的比例以下进行反复操作，完全可以采取缩量减持的方式，把一个月内的减持数量控制为0.9999%，这样大小非全年减持的比例可达到11.99%，这仍是一个惊人的数量。

一个新名词“过桥减持”，显示大宗交易市场“股托”出现，新规的尴尬尽显无遗。证监会规范大小非减持新规颁布以后沪深两市大宗交易比以往活跃，工商银行、中国人寿、中国神华等“新老划断”后IPO上市的大盘蓝筹股身影频现。工商银行、平安保险等9家实际成交，中国石化、招商银行等4家亦有买入意向单。无论蓝筹上市公司还是中小板上市公司，都成为“股托”觊觎的目标，双方一拍即合，一条新的利益生产链条顺利诞生：除了大小非、机构投资者之外，既得利益者中增加了交易撮合者等中介机构，各类券商成为最大受益者。其他得益者还包括保证金的托管方，下

限 100 万元的保证金绝对不是小数目，获得保证金，信贷紧缩期在短期拆借市场帮助企业调调头寸，就可以大获其利。

大宗交易无法从根本上缓解大小非解禁压力。新规的目的是为了活跃大宗交易市场，增加合格投资者，降低合格交易者的门槛，改大宗交易“一对一”为“多对多”。但是，不管是“一对一”交易，还是“多对多”交易，大宗交易市场再活跃，也不能改变如下事实：通过大宗交易获得大笔股权的投资者最终还是会通过二级市场实现利益最大化。不管中间利益怎么分配，利益链条上增加了多少受益者或者风险共担者，二级市场的投资者还是最后的扛鼎者。大宗交易平台的唯一作用，是延迟二级市场承压的时间，而不会彻底消除二级市场的压力。并且，中间交易成本越高，在二级市场的获利要求也就越高。

从监管层到交易所，本应该成为资本市场的定海神针，现在却像修补匠，既害怕担上反契约、反市场的罪名，又不得不暗地里承认大小非解禁对

于二级市场的冲击将如洪水冲堤，不得不防一理论上暧昧不清的后果，是行动上的动辄得咎。新规漏洞如此之多，有关部门不可能不知道大小非股东的破解之术。监管层根据市场情况一步步调整，如同在钢丝上舞蹈，用力甚勤而收效不大。

在出台了指导意见之后，上海证券交易所于2008年5月28日出台了一份“朝三暮四”的新规《大宗交易系统专场业务办理指南（试行）》。上交所之所以出台新规，既有减轻大小非解禁的压力的考虑，恐怕也有一揽子做大批发市场，在一级市场与二级市场建立防火墙的考虑，对后一目的有关方面不便明言，只能步步推进。大家心照不宣摸索前进的结果是，大小非股东感觉压力大增，使用过桥减持法越来越多。这不能视为管理层与交易所的新规已经发挥了作用，恰恰相反，语焉不详的新规使有关投资者的行为越来越投机，投机的隐蔽性越来越强。

在意识到大宗交易制度威力有限、老鼠与猫的游戏漏洞百出之后，政府出台了另一项极具说服

力的举措。

2008 年 4 月 23 日晚，经国务院批准，财政部、国家税务总局决定，24 日调整证券股票交易印花税税率，即对买卖、继承、赠与所书立的 A 股、B 股股权转让书据，由立据双方当事人分别按 1‰ 的税率交纳证券（股票）交易印花税。印花税下调具有重要的象征意义。印花税下调牵涉到财政部、国家税务总局等各级机构，最后经国务院批准，这说明印花税政策的出台是政府部门在排除各种争议后，对推动资本市场稳定发展达成了基本共识。

从 2007 年 10 月股市雪崩式下挫以来，投资者盼望印花税下调如大旱之望云霓，但管理层对此一直讳莫如深，使投资者困坐愁城。直到 2008 年 4 月 22 日，沪综指盘中跌破 3000 点，股市再次丧失投融资功能。

如果任此趋势肆意蔓延，政府出台的所有对中国资本市场的刺激政策，都将被市场逆向解读，市场将爆发股改之后的新一轮危机。美国次贷危机不合时宜地爆发、中国资本市场吃药的局面，不仅

使中国经济坐失起飞良机，并且激化市场各利益阶层之间的矛盾。有关方面对此绝不可能视而不见。

印花税历次调整，股指高低表现各不相同，作为刺激政策的作用则十分鲜明。取消印花税是对投资者的尊重。对于广大投资者而言，在明知印花税下调历史的情况下，之所以一再呼吁取消印花税，不是为了让股市非理性大涨，更不是为了让市场重走政策市的老路，而是为了得到一个明确的预期，即政府不会在资本市场与民争利，政府承诺扶植资本市场，善待投资者，而不是把历经沉沦的资本市场当做投机的异类。

印花税的升降史，是中国资本市场的典型政策病症的反映，有关部门相信降低交易效率、紧缩市场会带来市场的平稳，印花税的旋升旋降，一直是政策机会主义者的风向标。印花税应该下调，以增加交易成本、降低交易效率控制市场的发展，否则，就是在破坏资本市场的根基，得不偿失。这一逻辑发展到极致，中国必然回归重税之国与原

始农业之国，对所有的投资一概加以限制。要想做大中国资本市场，印花税就必须降低，直至取消。同样明确的是，印花税下调并非基础性系列纠偏工程的有机组成环节，往往成为机会主义政策的简单复制。印花税不是调控股市的工具，也无法成为抑制投机的工具，而是某些人臆想中的调控经济有效的工具。这一错误认识是如此根深蒂固，只有真正尊重市场、从破坏市场规律中吃过大亏的人才能破解。

政府应该干预市场

俄裔美国经济史学者格尔申克隆的研究表明，在工业化启动时，越是落后的国家，政府干预越多。依此排序，俄国干预程度重于德国，德国重于法国，法国重于英国。格尔申克隆证明了在工业化起飞阶段，政府干预是不得不然，是走向完全市场的重要步骤。对于东亚经济起飞有新古典主义与政府干预两套解释系统，后一解释系统主要学术

源头是格尔申克隆。政府不应该无孔不入地干预市场，相反，政府应该远离市场微观操作，但政府却不应该放弃在制度上的纠偏职责，不应该放弃对市场秩序的维护，两者并行不悖。

人们曾经寄希望于股改对价与全流通使中国股市走向公平，实际上股改也确实起到了短暂的镇痛作用，甚至有长达两年的麻醉作用——类别股东投票制与股改议价机制，使中小股民的否决权第一次有了作用；加上人民币升值预期长期存在，通胀初期消费与工资逐步上升而物价并未大面积上涨的美好感受，无不让股市如沐春风。但股改之后增加的大小限，大股东毁灭市场的几十亿元、上百亿元人民币的巨额再融资计划，却很快让人感受到股改无法对付圈钱欲望，投资者在召唤第二次股改。

时间已经证明并且将会继续证明，管理层哪些举措是真刀实枪，而哪些不过是徒慰人心的烟幕弹，而管理层的基本立足点、基本的利益与价值取向也将水落石出。最终，他们被证明是充满市侩气

的改革者，是左支右绌的官员，不可否认，他们也是艰难的探路者。

股改之后推进局部改革之余，管理层突然失去了全面改革的勇气，他们以局部的改革掩盖大局的不足。巨大的压力让人窒息，围绕股改之后的新股发行制度改革没有任何推进，我们可以搬开第一块礁石，但我们无法搬开第二块。也许投资者无法要求更多，改革是进一步退两步的博弈，这在股改这场巨大的实验戏剧中获得过无数次证明。

诞生仅仅 20 多年的中国资本市场，脱胎于计划经济的资本市场，这些历史背景说明，市场与政府主导体制一脉相连，现在追求宪政国家的公平是个梦想，无论从机制、从经济发展依赖的力量都不允许，改革者所能做的就是通过每次微小的改革，离相对公平的目标更进一步。

可悲的是，很多表面上的改革者在拉大旗做虎皮的过程中，伪装成彻底的市场派，不断败坏市场的声誉。他们将市场直接与不公、与剥夺穷人的利益等同起来，成功地让市场遭到许多民众的唾弃。

甚至充斥在中小投资者队伍中的投机心态都让人心灰意冷，很多时候，他们仅仅为了一个自己满仓的个股就能将唱空者骂得狗血淋头；或者仅仅因为一个招摇者的迷惑人的口号，就将“当代鲁迅”的桂冠双手奉送。久受欺压的投资者难免多疑，心理扭曲，我们常常在阴谋论中无法自拔，不能从客观、技术性的角度对待经济事件，这大大增加了改革的难度。不顾全球资本市场 2008 年上半年之前的大牛市，不顾全球通胀的事实，不顾实体经济与世界经济的表现，中国资本市场的“长熊病”痉挛性地发作，只能说明大多数投资者对于股市收益预期周期性地发生怀疑，他们很难相信这个市场能够善待投资者。不幸的是，多年的收益数据、层出不穷的内幕交易常常能够印证投资者的直觉，投资者因此更加依赖于政策稳定金融秩序，也因此更不信任政策对金融秩序有澄清作用。

激进的、一步到位的改革行不通，在先天不足内外交困的资本市场，施行空中楼阁式的宪政原则，将让我们离健康的市场，最终也离宪政越来

越远。政府要不要干预资本市场不是个问题，如何干预资本市场才是真问题，他们能否摆脱市场主体的身份，而满足于清水衙门式的管理人身份，成为测试宪政主义者的试金石。税收的一再变更，证明在市场实行宪政原则是个不切实际的幻想。

法治原则对市场的重要性不言而喻，依法治市是市场经济得以建立的前提条件。但在现行司法不独立、司法成本过高的情况下，很容易将法律法规原教旨主义化。那些法规两三年之后就不再适用，过时的条例成为市场经济发展的陷阱。

为了降低制订法律的成本，许多权利被让渡给行政机构，这并无不妥，关键在于，司法机构能否成为最后的仲裁者，逼迫权力机关回归本分，扼制急剧膨胀的规模与管理欲？当市场存在先天制度性缺陷，利益分配不公造成急剧动荡时，法律与行政这两股力量应该如何各司其职？

以大小非为例。后股改资本市场面临大小非减持的阴影，股改没有解决这一顽症，反而使低成本非流通股数量急剧扩大，使得利益输送导致的利

益不公日益坐大 一大部分大小非的成本与收益严重失衡，以一元成本甚至摊薄后的零成本获得股权，而后在市场上以十几元甚至几十元的市场价格减持，这样的市场难道不是先天畸形？不仅畸形，还会使所有的供需、成本收益理论彻底失效。

政府试图以股改纠偏，给予普通的流通股股东以类别表决权。这是个巨大的进步，事实证明，以各方利益平等为前提的行政改革，只要符合公平要义，暗合法律精神与市场准则，就会受到市场的欢迎。两年多的激情牛市无可辩驳地证明了这一点。

可惜，管理层对普通股东的投票权倏放倏收，没有固化成为制度层面的进步，看起来更像是为了完成股改进行的短期投机。管理层没有意识到在先天不公的资本市场，普通投资者的分类表决制并不是抵制市场不公的撒手铜，而是恩赐，既可赐予，也可收回。在大小非解禁问题与股改后制度性建设上，股改是个半吊子工程，只能靠后续政策弥补漏洞。

如何解决这一难题？既然大小非的利益输送难题是政府造成的，那么，政府就有必要出台政策加以规范和限制，从根本上解决大小非的成本与收益的不平等问题。

书斋式宪政主义者的做法是，提请立法机构审议，而后通过改变相关法律，对大小非解禁进行限制，杜绝行政权力直接干涉市场。毫无疑问，这种设想是在书房里撒豆成兵，没有可行性：我国的立法程序走一圈至少需要两到三年时间，在这段时间里，放任大小非无限量解禁，股指有可能飞流直下三千尺，压垮资本市场。

回到股改前意味着什么？意味着股改的失败，意味着近 20 万亿元的流通市值灰飞烟灭，还意味着中国资本市场的崩溃，不得不进行推倒重来式的二次股改。中国资本市场不仅丧失了市场的发展机遇，而且要由全体国民用真金白银承担巨大成本。

当政府以维护市场为名，坐视大小非享受暴利，同时将普通投资者斥为投机者，我们很容易分

辨出，这不是对市场的尊重，而是对利益集团的绥靖。当资本市场的投资者被先天地划分成强势与弱势群体，只有呼吁法律与政府给予弱势群体博弈工具，尽快堵住资金出血口，才是上策。如果寄望于人大在三年后立法干预，这不仅是对中国政治的天真，更是以宪政为名对市场公平原则的挑衅。

普通投资者的利益被普遍剥夺的市场，最终会引发剧烈的动荡，败坏市场根基。通往宪政之路必须一步步来，进行空中楼阁式的宪政幻想，将让我们离健康的市场、最终也离宪政越来越远。

后股改时代改革

大小非问题已经让各方头疼不已，但当股改时的大小非陆续解禁时，人们突然发现，最可怕的不是数量固定的大小非，而是源源不断、不付对价、如猛虎下山的大小限。

大家一起打新股

2006 年 5 月 18 日，是中国证券史上值得书写上一笔的日子。从这一天开始，发行的股票是全流通股票，以往流通股与非流通股股权分置的时代一去不复返了。股改实施之时，投资者在憧憬人人有新股的美妙时光，因为全流通发行，从理论上说，IPO 市盈率应该低于股权分置时代。

但一切都出乎预料之外。2006 年 5 月之后发行的 300 多只股票，平均市盈率高达 30 多倍，最高的中国远洋达到匪夷所思的 98.67 倍，而与此同时海外市场全流通的背景下 IPO 的市盈率平均只有 10 倍左右。

转了一圈，一切又回到了股改之前。在新股流通部分不足、股票供不应求的背景下，新股发行存在高溢价，由于一级市场与二级市场存在如此之高的价格落差，推动投资人以更高的价格去申购新股，大多数普通投资者在二级市场高价入市，由此形成打新、追新、被套的恶性循环。

分析上市公司基本面的投资者不仅受到嘲弄，

还受到市场的惩罚，以价值投资闻名的一些私募基金基金经理损失惨重。如果说他们以前还有苦学价值投资理论的雄心的话，现在，大多数人恐怕真已被逼成了希望中彩的投机分子。

越来越多的资金集中到“打新”行列，人们津津乐道于打某只新股的冻结资金超出1万亿元、2万亿元，超出深市流通市值。投资者完全依靠打新股谋生，说明市场畸形到何种地步，中国股市已经患上了严重的功能性障碍。

随着股市阴跌，二级市场风险加大，投资者赚“安全钱”打新股的热情持续高涨。

2007年年中，4只同时发行的新股合计吸引了885家（次）机构参与申购，同期冻结网下资金达到4360多亿元，网上冻结资金总计达到1.58万亿元，申购户数达到347万户，相比2006年同期类似的发行，户数增加了50%以上，资金总量则增长150%。相比交通银行发行时的2990亿元，中国平安发行时的2500亿元，中信银行发行时的2314亿元，增加幅度均超过45%以上，是中国银行发

行时的 3 倍。而 2000 亿元左右的银行理财资金以打新股为生，机构参与资金一年翻了 3 倍。个人资金和参与人数的增加幅度均达到历史高位，投资者搭顺风车的典型心态就是，我无力抗拒，我只能享受与你共舞的快乐。

在 A 股市场上，投资者打新股的热情从未消退过，这是由于政策制订者刻意减少流通量、制造供不应求的假象，将新股发行价维持在高位所致，可悲的是，在全流通时代，打新股现象不是更少了，而是变本加厉。打新股之所以成为首选，无非是出于以下几个原因。

首先，继续打新股赢利的光荣传统。经验早就证明，在一个上市资源被垄断的环境下，打新股属于无风险收益。国泰君安研究报告指出，2007 年上半年网上新股认购年化收益处在 4% 10.7% 之间，而网下认购年化收益则超过 50%。

虽然 IPO 溢价从来都是美餐，但新股市盈率居高不下，却在表达另外一层意思：如果非要说 A 股市场有泡沫的话，新股溢价已成为最大的泡沫

发生器。2007 年 1 月发行的中国人寿定位于每股 18.88 元股的价格，2006 年业绩不过 0.34 元的中国人寿，发行后市盈率高达 60 倍。首日开盘价盘中摸高至 50.00 元，市盈率竟高达 100 多倍。中国远洋 6 月归来，其发行市盈率高达 98 倍。如果我们认可 40 倍的市盈率为不成文的警戒线的话，那么，这些新发行的股票几乎都成为市场上的抽血机，成为了不安定因素。

让投资者不堪回首的中石油，H 股发行价 1.27 港元，A 股发行价 16.70 元，发行市盈率为 22.44 倍，冻结资金 3.378 万亿元；A 股夺回定价权标志之一的中国中铁，发行市盈率为 26.70 倍，总冻结资金金额达 3.383 万亿元。这是一级市场的大失败，也是二级市场的大沉沦，在二级市场交易量只有区区数百亿元的时候，天量打新资金是可耻的，显示了市场的极端疲弱，既缺乏对制度改革的勇气，也缺乏市场高手存在的空间，所有的人都在梦想成为不劳而获的食利阶层。

其次，二级市场赢利太难。2008 年，绝大多

数股民在二级市场失利，处于深度被套状态。面对这样的市场，投资者尤其是力量薄弱的中小投资者无不战战兢兢，如果还想在股市搏得收益的话，最好的办法莫过于加入打新行列。

打新股的资金与二级市场的地量成交金额相比，可以解读出投资者的一个基本判断，二级市场几乎已丧失了投资价值，只有被人为拉高的一级市场是可以一搏的。没有健康的二级市场，一级市场的高溢价如何维持？如此反常的现象当然是回光返照。

先是打新股收益急剧下降，银行推出的打新股理财产品因为投资期限短、收益高而一度受捧。2006年6月，中信银行首次把打新股的理念引入银行理财市场，发行了双季计划系列产品，采用网上申购与网下配售相结合的方式，使得个人投资者获取了同机构打新一样的高收益。其后，伴随着股市牛市的疯狂，各银行纷纷开发打新理财产品。事实证明，打新股理财产品在2007年的确取得了令人瞩目的业绩：2007年各家银行“打新股”

产品的年收益率在 4% 20% 之间，平均收益在 10% 左右。到 2008 年第一季度，各银行共发行新股申购类理财产品 98 款。由于打新资金量激增、股市震荡、新股表现不佳，打新理财产品的收益迅速下降。一家银行发布的公告显示，该行于 2008 年 2 月 20 日推出的一款打新产品收益率仅 0.127%，逼近零收益，甚至因为新股跌破发行价市场波动，导致本金不保。二级市场的投资者再傻，也不肯接盘买单了。

终于，新股 IPO 暂停了。截至 2009 年 3 月，IPO 暂停已有 7 个月之久，36 家已过会的企业发行工作难以开启。这是股市冻结的典型状态，上次新股 IPO 长时间暂停还是由于股改的原因，暂停了将近一年的时间（从 2005 年 6 月到 2006 年 5 月）。

如此现状离股市实现市场化资源配置的初衷越来越远，离建立直接融资市场的金融改革大目标也越来越远。如果不及时扭转，沪深股市迟早会丧失所有的功能，A 股市场也不可能前景可言。不

劳央行出台什么加息政策，股市已经靠垄断发行、打新股等手段自己谋杀了自己。

打新股让资本市场进入了一个资金为王的零智商理财时代，凭借资金的蛮力就能收获不菲。在这样的情况下，机构投资者与个人投资者的价值取向难道会有什么区别吗？他们最理性的做法当然是凭借优势在一级市场赚取尽可能多的利润，同时，忽悠中小投资者为他们在高位接盘。专业素质退位，山大王逻辑凸显。对于这种制度，必须进行刮骨疗毒式的根本变革，但刮骨疗毒无异于与虎谋皮。

在这样一个市场中，还有谁能心态平和地等待价值投资的回报？在这样一个市场中，难道指望那些在一级市场分享红利的人、那些从各个角落涌现出的逐利资金会成为中国资本市场的基石？

无论是审核制还是审批制，无论是以行政调控保障公平，还是以市场手段维护效率，仅仅就天量资金打新股这一点来看，就没能做到一、二级市场真正的市场化，也没能保障大多数普通投资者公

平的市场参与权。

正因为普通投资者的天然弱势，英、美、香港地区等成熟资本市场，新股发行都首先保证中小散户的申购，原始股的交易时限也成为限制大股东的重要武器。要让新股发行体制矛盾不蔓延成为市场肌体的毒瘤，唯一的办法是以真正的市场化方式大批量发行股票，发展中介机构，改变在询价过程中大机构一言堂的局面。

有关部门在此再次陷入伪市场化陷阱，他们不愿承认问题的严重性，如果承认新股发行机制存在制度性缺陷，就等于变相承认资本市场存在先天的不公，也就等于承认资本市场“圈钱市”的称号。并且，承认之后就必须进行改革，打破垄断阴影，打破弱肉强食的生物链条，更重要的是，还必须一一废除近期导致股市荒漠化的不当政策，走出以抑制交易、剥夺投资者利益来刺破泡沫的传统思维。

比大小非更可怕的大小限

管理者对于市场化概念的偷换，对新股发行全流通实则是对大部分不流通现象半推半就的掩护，使得既得利益者变本加厉，在全流通时代的新股发行过程中，夹带了无数大小限私货涌向市场，场面之壮观，远超过未股改之时，让人叹为观止。

股改前 1300 多家上市公司，总股本约为 6000 多亿股，流通股约 2000 多亿股，大小非约 4000 多亿股。据中国证券登记结算有限责任公司 2008 年 11 月公布的数据，大小非目前已解禁 25%，即解禁约 1000 亿股。这就是说，对那些股改前上市的老公司来说，原来 $\frac{1}{3}$ 流通、 $\frac{2}{3}$ 不流通的格局，已经变为流通股和非流通股各占 50%。按照财经记者贺宛男女士的推算，大小非们再有 10%，即 400 多亿股的解禁也就差不多了。如果只有股改之前产生的大小非，凭借股改红利，宜将剩勇追穷寇，在 2010 年可以基本解决大小非问题。

谁料大小非没有了结，大小限源源而来，脏衣服越洗越多。

据研究机构预计，2009 年有 6851.25 亿股限

售股上市流通，其中，IPO 限售股为 4513.15 亿股，占 65.48%；股改限售股为 2236.47 亿股，占 32.44%；增发限售股仅 143.43 亿股。据宏源证券的唐永刚披露，截至 2008 年 11 月底，A 股市场累计限售股 15398.53 亿股，其中，累计产生的股改限售股 4663.13 亿股；累计产生的 IPO 和增发限售股 10735.4 亿股，股改后产生的限售股竟然是股改限售股的 2.3 倍！

如果没有这些新增的 IPO 限售股，按照股改前流通股与非流通股大约 1:2 的比例，在股改限售股已经解禁 1106 亿股或 24% 的情况下，流通股与非流通股的比例已经调整到大约 1:1。由于新增了 8000 亿股的 IPO 限售股（新老划断之后到 2008 年 9 月底），流通股与非流通股的比例又恢复到接近 1:2。

股改后虽然只上市了 300 来家公司，两市总股本却从原来的 6000 多亿股，猛增到 2008 年末的 1.8 万多亿股。在新老划断后上市的公司中，公众股平均只占 20% 多一点，大小限占到近 80%，且

越是大盘权重股，大小限比重越高，其平均持股成本越低，对市场的冲击也越大。

股改后的全流通时代与股改之前一般无二，新股高溢价发行，一级市场估值太高，必须由二级市场承接，大小限如泰山压在市场之顶。大小限与国有股减持的本质完全相同，国有股当时是零成本国有股以市价减持，与投资者争利，现在则是纵容低成本的大小限们与投资者争利，结果一样，投资者信心丧失，市场上投机之风浓烈。

大小非、大小限对市场的冲击有多大，看看海通证券、长江证券就清楚了。连并肩作战的机构投资者都不看好，在拍卖市场上，民生银行所持的海通证券 2.69 亿股流拍两次。海通证券大小非解禁日，成为炒作的题材，在垃圾与黄金不分的市场，已经解禁的股份反而让人安心，解禁题材的炒作成为绝妙的景观。

面对大小限，投机主义者以国际惯例当遮羞布，再次披挂上阵为伪市场主义者辩护。他们说，全流通状态下的发行市盈率高是市场的选择，难

道券商不应该随行就市吗？这是让人为中国现行市场文化的羞愧的强词夺理。请问，80% 以上均为非流通股，能与大多数股份流通的发行价一致吗？就是创业板市场与主板市场的发行市盈率也不一致，而 A 股的主板市场发行市盈率平均居然高过国外的二板市场，非流通股数量独步天下，由此当然可以推导出如下结论，我国主板市场的波动率远远超过国外二板市场的波动率。不这样才奇怪了。

所谓大小非、大小限是风险投资的正常回报的辩解，更是欲盖弥彰。引用一组美国市场的数据，从 1965 年至 1985 年，美国风险投资的平均回报率为 19%，是股票投资的 2 倍，是长期债务投资的 5 倍，没有风险投资回报平均高达 10 倍以上的市场。

就以国际市场为例，美国政府还对个人和企业都征收资本利得税。1978 年的减税法案，将资本收益税率从 49.5% 降到 28%；1981 年经济恢复税收法案，将个人的资本收益税率从 28% 降到 20%。

个人长期投资的资本利得（超过 1 年的投资）税率较低，2003 年，长期投资的资本利得税率被调降到 15%（对于归入最低和次低所得税缴纳人群的两类人，资本利得税率为 5%）。短期投资的资本利得税率较高，与一般所得税税率相同。然而按照规则约定，在 2011 年，所有被调降的资本利得税率将回复到 2003 年前的水平，即 20%。

主张不对大小非、大小限设限的是伪市场派，学国际市场惯例索性学个彻底，学个形神兼备，从非流通股、发行市盈率到发行人股设禁对美国市场来个全盘照抄，倒也能解决问题。

我国的风险投资收益有多高？问问投资建设银行的美商银行，问问投资西部矿业的高盛就知道了，高到他们不好意思说出口。在下文金融机构引入外资的章节中，笔者将有详细阐述。我国风险投资税收不合理，对风险投资公司的所得税率从 33% 降至 25%，对于机构投资者征税，但对于混迹于风险投资的大小非、大小限中的个人投资者则一分钱不征。这哪里是爱护投资者，提高市场

效率，而是在一个贫富分化严重的社会制造更严重的两极分化。

限售股太多、禁售期太长，人为提升了二级市场的泡沫。因为有二级市场泡沫的存在，投行哄价、托价之举层出不穷，导致初步询价制度成为泡沫搅拌场所。不可思议的是，制度缺陷造成的市场泡沫被解释成投资者的非理性，对投资者进行教育竟然被视做解决关键的关键，风险教育展开了一轮又一轮，培育机构投资者成为重中之重。这些机构投资者素质如何？2009年2月8日，中国证券业协会网站发布公告宣布，对景顺长城基金公司等36家询价机构采取自律处理措施，处理原因是这些询价机构在2008年首次公开发行股票询价工作中存在违规行为。这给认为机构投资者天然理性的观点迎头一击。

机会主义应急救市法之一

大小限与股改成败、新股发行制度牢牢地捆绑

在了一起。

从 2007 年开始，改革新股发行制度呼声渐起，但一如既往，绕开机制礁石的机会主义做法再次占据上风。管理层试图力挽狂澜，祭出的法宝是央企上市公司回购与汇金增持两招。这是国资委和汇金公司用自己的隐形信用，为大盘蓝筹公司托底。政策制定者，包括投资者一度相信，通过增持、回购就可以让资本市场回复常态，市场刚动完股改大手术，人们对于动辄大动干戈的做法已深感厌倦。

2008 年 9 月 25 日，沪深证券交易所发布了新修改的《上市公司股东及其一致行动人增持股份行为指引》，为大股东增持开“绿灯”，禁止控股股东增持股份“窗口期”由 30 天缩短为 10 天。让大股东和上市公司增持或回购化解股票市场上大小非减持压力，紧接着大股东增持 PK 大小非、增持数量压过大小非减持数量的新闻便铺天盖地，甚至不惜篡改增持统计时间，以显示救市成果。

有关方面曾经用“40 亿”的增持数据，证明

“大股东增持”超过了“大小非减持”。但“40亿”所统计的，只是自2008年9月至12月19日所发生的大股东增持数据，而统计的“增持超过减持”却是发生在9月至10月，并没有覆盖11月至12月这段时间的减持。如果弄虚作假，不过是为大小非不可怕论涂脂抹粉。

增持、回购的办法是受到管理层赞许的、响应号召的救市之举，与存心利用市场的人士一拍即合。大股东与汇金购股，显示政府救市绝非虚晃一枪。在2008年9月消息发布后的第一个交易日，中煤能源、光明乳业、招商地产（B股）、中炬高新、中国重汽（H股）、康美药业、鼎盛天工等成为大股东增持的上市公司，此前还有中国石油、华侨城、新兴铸管、武汉钢铁、保利集团、海信集团、中国远洋、长江航运、日照港、海博股份、广州白云山、广州药业、南京新百、金发科技等，而汇金也在同一天买进工商银行、中国银行、建设银行3家银行各200万股。

上市公司及时购股，言出而行，意在说明上市

公司控制的大非与参股的小非们不同，是有责任感的一族。

上行下效。地方政府与地方国资委提前布局，坐收双重之利。2008年8月初，重庆市市委常委、常务副市长黄奇帆表示，重庆市政府已向市国资委明确提出，控股相关上市公司的重庆各国有集团，对自己持有、管理的“大非”，在最近一段时间内不得减持。国有大集团在现阶段不仅不应减持，而且应合理规范地增持相关上市公司股份，或由上市公司依据相关法规制订股份回购方案，以维护股价稳定。2008年9月19日，上海国资委表态支持和鼓励出资监管的国有企业增持下属上市公司股份，支持所属上市公司回购股份，并率先表示，市国资委出资监管的国有企业在一定时间内不减持所持有的上市公司的“大小非”股份。

机会主义的理念必然产生机会主义的操作手法，央企增持行为可能导致大股东高抛低吸，人为把股价稳定在某个区间，为了解决大小非问题，资本市场进一步演变成庄家下场亲自参赌的不公

平赌市。投资者的担忧并非杞人忧天。

在重庆市政府下令“大非”暂停减持之前，重庆国投这位重量级“大非”疯狂减持，从2007年1月开始，重庆国投分22次减持了包括华神集团、四川美丰和重庆路桥3家上市公司的股票，获取10亿元以上的资金，重庆国投屡次高位减持，大股东地位照样坚不可摧，而在低位增持，还获得了响应号召的美名与市场伦理偶像的光环。

人们当然有理由质疑，这样的增持到底是为股市稳定，还是利用大资金的力量，赚取差价。中国的股市主要不取决于证监会，而取决于国资委，救市的号召者就是国资委，增持与回购的主力是国有控股公司，已经充分印证了这一点。

政府救市使大盘蓝筹股力挺股市站在2400点左右摇摇欲坠的高位。政府信用担保能支撑到什么时候？这些信用能否以合规、透明的形式表现出来？由于以往曾经有过市场参与者不诚信的教训，政府的信用是否给游资庄家接了盘？或者，政府资金是否会成为高抛低吸的庄家，在低位买进，等6

个月之后看时机在高位抛售，赚取真金白银？

央企增持不过证明了中小投资者边缘化的地位。中国金融机构的最大救助者汇金公司是政府的“准平准基金”，最后托底人是政府；央企大股东增持，其实是国资在左右手互倒。每一轮救市，都增加了大股东的权利，导致市场公平的天平更加倾斜。这是资本市场长期的资源输送形成的既定格局，我们可以要求改善某些技术细节，却无力在一夜之间改变股市的基础，在很长的时间段内，资本市场都会是央企改革的工具。如果有人从根本上质疑资本市场定位，他们也没有其他路可走，最好的路可能是退出资本市场。

有企业愿意配合政策增持，但很少有上市公司愿意回购，因为回购多数时候要把回购的股权注销，上市公司必须拿出真金白银，就算不注销，也会丧失分享红利的权利。而上市增持虽然暂时付出部分现金，却能在未来得到加倍偿还。

不仅如此，由于增持是维护稳定、响应号召的自我牺牲，央企增持可以要求政府在其他方面予

以补偿，最重要的是获得金融支持，堤内损失堤外补。从 2008 年中报来看，绝大多数公司的现金流都很紧张，能够拿出大笔真金白银来增持的还是少数，因为上市公司通常信奉规模扩张战术而不是提高内部治理结构的战术。在资金有保障的情况下，做大总比做强要轻松得多，也更容易显示成绩。

李荣融在鼓励央企增持和回购时，特别提到金融支持。有关部门心知肚明，央行在 2008 年 4 月中旬到 6 月底发行中期票据，规模远超公司债和企业债。证监会也对一些大型公司发行公司债大开绿灯，如果央行以中期票据向大型央企提供资金支持，公司既获得了低廉而畅通的融资渠道，又可以增持股份待价而沽，对于央企大股东是极大的利好。实际上，这相当于央行以扩张政策，通过央企控股股东之手为股市托了底。

一手向政府要钱，一手稳定股价，国有企业又不会因此减少一份股权，减少一分红利。既然如此，上市公司有什么理由不增持呢？不过，增持左

手倒右手的游戏一旦被看穿，就很难继续玩下去了。

增持最终异变成为庄家坐庄、大小非出逃。不断披露的事实让人联想到庄家拉高出货这一 A 股市场的传统戏码。只不过，以往庄家是机构投资者、是成群结队的私募游资，而现在转变成从产业资本家向金融资本家转身的大小非。表面上是上市公司增持，背后却是大小非出逃。

有实力的大股东垫出真金白银掩护大小非出逃。金风科技炒作新能源，股价大涨，有人认为是大股东推高股价高位抛售，而金风科技频频传出的产品质量不过关等负面传言，却被新能源题材偷偷遮盖。很快，有认真的媒体披露，部分公司增持公告的背后有小非通过大宗交易大量出逃，比如美的电器、中联重科、山西焦化、建发股份、新大洲 A 等公司。不仅如此，回购第一股的天音控股以及紧随其后的海马股份等，都被市场人士质疑为限售股和债转股铺路。

虽然增持从手段上来说更阳光一些，但上述做

法本质上和那些庄家找个托拉抬股价的做法却没有本质区别。大非为小非铺路，机构为个人铺路。说白了，不过是因为某些大小非的钱能够找到真正的主人，而国有控股上市公司的大非常常是钱无头、债无主，在二级市场形势不佳时，普通投资者或者深套其中，或者一朝被蛇咬十年怕井绳，迟迟不跟进，代表产业资本的其他大小非又急需现钱，实在也找不出比让无主钱垫背更好的办法了。

机会主义应急救市法之二

这边厢大小庄家在炒作大小非解禁题材，反常拉高出货，那边厢境外市场对于大小非解禁的股票已经作出了明确的判断。

不顾 2008 年年底的承诺，2009 年 1 月 7 日，美国银行通过投资银行中介向国际机构投资者转让了建设银行股份 56.2 亿股，占建设银行全部股权的 2.41%。美国银行抛售建设银行 56.2 亿股 H

股，每股作价 3.92 港元，与 1 月 6 日 H 股收盘价有 12% 的折让，稍高于 A 股价格。美国银行一抛售，两天时间建设银行的 H 股股价就暴跌 15%，拖累中资银行股全线杀跌，1 月 7 日国有企业指数下挫 4.63%。可见，就是国际投资者也害怕大小非，A 股市场的三层估值体系十分清楚，A 股市场高于 H 股，H 股高于大小非。大小非一发威，H 股市场也只能低头认栽。

在前所未有的特殊熊市，普通投资者不接盘，政府基金只好买单求稳。美国银行抛售，建设银行成交量暴增，有理由怀疑，类似于汇金这样的政府基金，又充当了为限售股铺路的冤大头，低价卖出，高价接盘，维持稳定。

在增持与回购效应逐渐减弱，负面新闻渐出、炒作逐渐被淡忘之后，另一类机会主义呼声响彻市场——用社保基金承接大小非。经济学家李稻葵提出，“让社保基金通过某种制度性手段来接手大小非，既能有效缓解大小非减持难题，又能把社保基金做大做强”。

听着很美，实则难行。这个建议是将国有股大非主要部分行政划拨给社保，以达成三个目的：一是补充社保基金。社保基金 2007 年年底总资产为 52000 亿元左右，李稻葵先生认为，社保基金至少需要 3 万亿 5 万亿元，才能比较好地运转起来；二是让大小非不流通，冻结大小非对短期市场的冲击。把一部分的大小非，尤其是大型国有企业大非的“大头”，通过某种形式注资到社保基金里，通过制度安排要求社保基金能够比较长期地持有这些股权，既解决了大小非难题，又为社保基金进行资本准备。最后一个没有明说的目的，是稀释国资委手中所持股权，将国有控股上市公司进一步市场化。

把部分国有股权划转入社保，无论是发行特殊国债也好，还是股权直接划拨也好，划入社保可能让国有控股上市公司更加市场化。国有控股部分划入社保，实现了国有企业红利属于全民的纸面承诺，起码社保基金不会像个婆婆，直接干预企业的运作。

但以为国有股权划转入社保就能解决大小非是不可思议的，这些人在重蹈国有股减持的覆辙。不管是国资委，还是社保基金，都是准政府部门机构。社保基金得到大小非可以暂时不减持，不过，只要中央一声令下，国资委也能做到，不仅不减持，还能象征性地增持一些。

把国有股权从国资委划转到社保基金，从本质上来说，与国有上市公司一样，同样是一场准政府资金左手倒右手的游戏。把大非划拨给社保基金，命令社保基金延长大非减持期，普通投资者受到的损失从总量上来看，并没有变化。拉长大小非的减持周期，无非意味着中国股市在社保减持之前，永远处于定价失误的状态，普通投资者头顶永远有无形的手加以左右，这样的市场更没得玩。

令人费解的是，弥补社保基金的巨大缺口，却屡屡以破坏中国股市的公平和诚信为代价，这种破坏还加上了一件社保基金为国为民的华丽外衣，动不动就是市值减持，让股市投资者哑口无言，大吃哑巴亏。

市场会说话，当初周小川先生任证监会主席时，从财政部到证监会，众口一词推进国有股市价减持充实社保，认为对股市、股民有益，结果是连续数年的大熊市。而后周小川先生从证监会主席回到央行行长任上，不会对股市轻易下减持之药，而国有股减持时代的财政部长戴相龙先生成为全国社保基金理事会理事长，难道会再次在社保基金救市的幌子下，破坏股市定价体系？股市轮回，事隔 10 年，不料国有股市值减持挟带了大批小非的私货，重返证券市场舞台的中心。

什么平准基金接盘、社保基金接盘等等怪招，说到底，不过是想找到一个无主的冤大头替大小非买单、替制度性高溢价买单罢了。没有学者愿意正视源源不断的大小限，虽然这是 A 股市场最可怕的病症。如果大小限不解决，新股发行不改革，中国资本市场就难以承受最后一根稻草的冲击。以社保基金解决大小非，大小限该怎么办？大小限不解决，解决大小非意义不大。

最后，救市迫切之急，有关方面索性对于 2008

年年底开始的大规模信贷有可能进入股市眼开眼闭，中国《金融时报》还在 2009 年 4 月 9 日发表了一篇颇为自得的分析文章《流动性之惑，仍是推动股市的主要力量》，文章似乎在说，只要央行扩张货币，大家就买股票吧。救市用上了终极手段，已经到了不加掩饰的地步。

体制内的市场分析人士有意无意之间替所有不愿改革新股发行机制的人代言，只要想在仕途上进取的人都无意触碰中国股市公平竞争这根市场最敏感的神经。

撇开新股发行机制改革奢谈救市

机会主义又一次撞上南墙，无论是创业板传闻，还是政府的积极财政计划；无论风言风语的平准基金，还是让资本市场摆脱颓势，管理层都只能向新股发行机制这一症结动刀。

新股发行机制从源头上制造出估值泡沫，新股发行慷慨给予上市公司及利益代表发行溢价，又

给予无可置疑的控股权，还让他们拿到日后利益可以翻上十倍甚至数十倍的大小限筹码。既然大小限从新股发行机制而来，撇开新股发行机制改革就是奢谈救市。

首先要解决 IPO 与增发限售股过多、成本过低的顽疾。以中石油上市为例，其总股本为 1830 亿股，如果按 20% 的比例计算则有 366 亿股上市流通。如果以其每股高达 48.60 元的上市首日股价计算，则需要 1.7 万亿元资金，如此市场必然无法承受，估值中枢必然下降，中石油的巨大泡沫必然变成小泡甚至无泡。岂止中石油，我国大盘股上市几乎都是中石油的翻版，一个巨型泡沫连着另一个巨型泡沫。

从源头上改革大小非、大小限的办法是改革新股发行机制，或者对大小非、大小限征收累进制资本利得税，或者对于新股发行机制部分中的限售股减持进行限定。

1972 年，美国针对《1934 年证券交易法》中限售股的条例已经进行过 18 次修改。限售股在一

定的锁定期（通常为一年或6个月）后，每3个月可以出售的股份数额不能超过同类已发行股份的1%，或4周内平均周交易量（如果这一股票在某一交易所或纳斯达克交易）的较大者，且3个月内转让证券超过5000股或市值超过50000美元时，转让者必须填写表格并向证交委申报。最终的解决办法是改变大小非、大小限多于流通股的情况，一步到位压低发行市盈率。

股改3年，大小非、大小限的矛盾以新股发行机制改革作为突破口，呼之欲出。新股发行压力之大如即将爆发的火山，数百家等待上市的公司，与民间对于新股发行机制成为制度性利益输送的不满，形成一股合力。虽然两个改革的依据与目标截然不同，但在特殊时期内，既得利益者与普通投资者居然破天荒地携手，要求改革。

2009年，推出创业板提上议事日程，各方对于新股发行机制改革的呼声震耳欲聋。有关方面不得不正视这一情况。

2009年3月6日，时任证监会副主席范福春

在接受记者采访时表示，新股发行制度的改革，就是要解决长期以来，由新股询价所形成的发行价与交易所上市交易之前集合竞价形成的交易基础价相背离太大的问题，发行部正在就这一问题进行研究。证监会主席助理朱从玖 3 天后再度向媒体表示，正在制定的新股发行机制会更重视小投资者的意愿，兼顾各方面的利益。同时表示会加大报价环节的约束力量，在申购环节报价人要负责，杜绝乱报价，高价不买、低价高买等现象。另外，窗口指导也在进一步的考虑当中。

证监会官员就新股发行机制改革如此频频发言，说明融资压力已经大到难以承受的地步。资本市场一旦失去融资这一基本功能，就会把股改成果一笔抹杀，而自身也会在既定的官方系列中失去容身之地。

股市要恢复融资功能，除了地球人都知道的全球金融危机冲击之外，投资者还应达成广泛共识，要害是目前 A 股市场的新股发行存在重大弊端。新股发行制度改革毫无疑问成为股改之后制度性

改革的另一个突破口，这是继股改解决股权分置之后最为重要的资本市场改革举措。

在融资功能暂停半年后，新股发行压力大增，截至 2009 年 3 月，排队等待证监会发审委核准的企业超过 300 家，通过审批但尚未发行的公司有 36 家，其中包括中国建筑、招商证券、光大证券这些大盘股。依靠规模扩张提升业绩的企业已经急不可待。

资本市场冻结让有关部门通过并购重组做大做强国有企业的计划大大延后。在股改初步完成以后，国资委表达了强烈的通过并购重组做大做强的意愿。2007 年 3 月 14 日，国资委网站发表了国资委副主任李伟的文章，表示“如果说公司上市主要运用了资本市场的融资功能，那么并购重组则主要实现了市场的资源配置功能。在并购重组中，有关各方通过在资本市场对企业控制权的争夺来影响资本市场的价格信号，从而引导资源进行再配置。随着经济全球化的日益发展，这种资源的再配置形式，已成为现代企业获得最佳规模

和最大实力的最有效方式”。

即便在市场极度低迷的 2008 年，大型企业 IPO 的脚步也未停止，中国建筑、光大证券、南车股份等大盘股不断过会，预测 2009 年全年内地和香港的新股融资额将达到 2500 亿元人民币和 1300 亿港元。

大型企业的融资欲望无法扼制，股权融资受阻，公司债券发行井喷：万得资讯统计表明，2008 年半年，企业通过发行债券方式再融资规模达 3504.6 亿元，已远远超过新股发行、增发（含定向增发）、配股等股本融资方式。其中，10 家上市公司发行了 564.85 亿分离交易可转换债，38 家企业发行了 12160 亿企业债。股权融资包括 78 家上市公司进行了增发（含定向增发），募集资金总额为 1226.4 亿元，7 家企业配股募集资金 113.9 亿元。

在中国融资领域，对于央企而言，股权融资无疑是成本最低、约束最小的融资方式，只要能进行股权融资，他们绝不会进行要还钱的债权融资，在还不上钱时想方设法进行债转股。

对于中小投资者而言，新股发行机制改革的焦点在于公平问题，他们希望新股发行额度分配上尽可能地向中小投资者倾斜，改变“资金为王”的申购制度，让中小投资者可以通过扩大网上发行，提高新股申购的中签率。或者引入“红鞋制度”。红鞋制度是我国香港实行的一种新股发行制度，即只要参与申购，每个账户就能得到一定数量新股。新股发行更多地倾向中小投资者，这一改革方案的前提是肯定一二级市场今后还会存在巨大溢价，希望通过向中小投资者倾斜使他们也能享受到稍多一些的溢价红利。

表面体现公平的举措未必真正公平。以上改革举措未能着眼大局，而是在技术细节上小修小补，如果依此改革，中小投资者可以获得蝇头小利，但新股发行制度就会像股改之前一样，经过数次折腾之后，还得大改。

中国新股发行制度经过数轮大变革，股改以前十几年的资本市场，中国股市的 IPO 定价制度经历了由审批制到核准制的转变，一度被认为市场

化的询价机制，不仅没能使估值中枢下移，最终还被扭曲为上市公司与机构合谋推高股价的帮凶。在 1994 年和 2000 年，管理层也曾尝试推进 IPO 定价市场化改革，但最终无功而返，可见制度性改革牵一发而动利益集团全身。

要真正体现公平，新股发行机制改革最重要的是体现全流通时代的特色，不能再以工商银行上市人为抑制流通股的办法，人为制造新股发行堰塞湖，让一级市场花团锦簇的 8 个世界第一，转而成为二级市场的不稳定因素。新股发行有风险，可能跌破发行价，承销券商会砸在手里，谁还会哭着喊着非要新股。如果新股质地十分优异，实行红鞋制度，就能够兼顾中小投资者利益。

人为控制上市公司数量，人为控制流通部分，为新股发行制造溢价，除了让广大投资者认准打新股能赚钱之外，就是培育了一批躺在政策上吃饭的上市公司与机构，以及抱怨制度不公却又极端依赖制度的投资者。

要改革新股发行体制，就必须增加流通数量，

扩大流通股比例和缩短限售股锁定期，扩大上市公司首发流通股比例，特别是大盘股的流通股比例，将有助于公司上市价格从一开始流通就比较合理。要体现全流通时代的新股发行特色，必须改革以往 IPO 绝大部分不流通，让大小限坐享高额溢价收益情况，只要将大盘股的流通比例限定在 25% 以上，同时缩短禁售期，越短越好，起码在 3 个月以内，资本市场的泡沫幻想症就能不药而愈。至于自然人限售股东，所获股份成本过低，可以用资本利得税的办法解决—只要大小限解禁期缩短，那些投机者就能感受到跌破发行价的可能，就能够感受到全流通的威力，所谓的打新狂潮就能终结，市场就能回归本位。此举实质是限制垄断企业的圈钱规模，让普通投资者在股改后享受再一次的公平改进红利。管理层一再申明中小投资者的利益，就是向中小投资者进行的明确的信心喊话。

需要进行二度股改

大小非、大小限是硬币的正面，硬币的背面，是中国资本市场独特的一、二级市场巨大的价格落差，是畸形的新股发行机制。

大小非、大小限的影响深入资本市场的骨髓，不仅全面颠覆了 A 股市场的估值体系，形成了一套严密的由制度保证的资金输送机制，更形成不同估值体系培育出来的投机者。相关部门出台很多政策试图挽救股市，但股市并没有应声而起，这些隔靴搔痒式的利好政策，绕过了核心礁石，注定只能收到股市短期震荡的效果，而无法让股市真正康复。

截至 2008 年年中，中国资本市场深幅下挫摘得全球股市之首；从 2008 年 11 月之后，在增持、货币扩张等托市举措下，市场上涨率同样世界第一。

两个第一诡异无比。股市下跌，从表面上看不过是估值重心下移，本质上却是因为中国资本市场从来没有把优化资源配置的重要性置于融资功能之上，不同利益群体的投资者市场博弈能力完

全不同。股市勉强上涨，说明股市的政策市深入骨髓。

中国不仅需要一次股改，更需要完善资本市场基础制度的第二次股改。

从中国证券市场的发展史看，经济增长与健康股市并存只存在于理论家的想象中。中国股市一直在犯幼稚病——投资者觉得管理层在犯幼稚病，政府某些官员把教育投资者摆在第一位，可见他们认为投资者的幼稚才是市场大敌。

究竟谁在犯幼稚病？认为市场幼稚的人才是真正的幼稚者。中国股市动辄出现恐慌性暴跌，原因究竟何在？股改之前，各方将病因归咎于市场割裂，即中国股市被人为割裂成流通市场和非流通市场，导致中国股市估值体系封闭，而股改的目的就是通过对价方式，使非流通股股东获得分步流通的权利，从理论上说，市场已经成为全流通市场。这样，“大小股东”的利益趋于一致。但 A 股市场下跌近 70% 的现实，提醒我们股改没有消除病源。

中国资本市场从来是为患有资金饥渴症的特殊企业服务的。具体数据可以证实这一点，中国金融机构上市前数万亿元的坏账通过剥离、注资、上市的办法，不仅使银行坏账率达标，还通过资本市场使金融机构成为全球市值最高的造富机器。这些财富不会凭空而来，在中国金融股上高位被套的普通投资者绝不比在中石油等能源股上套牢的投资者数量少，境内投资者投资中国金融与能源股所付出的代价远超境外投资者。

第一次股改充其量解决了股改公司的大小非解禁的合理性，并没有形成一套完备的制度，解决新股发行机制中的先天不足。改进制度不合理之处，被大小非持有者戴上违背制度建设的罪名，他们主张不限制大小非、大小限，认为这才是市场化，殊不料他们建议的其他政策，类似于准平准基金、神秘资金等入市，国资委持股公司、监管层鼓励回购等措施纷纷出台，使得中国的资本市场政策市阴影更加浓重。

不救市论者与大小非问题不应该解决论者，基

本站在同一立场。他们认为市场不应该人为干预，但同样的一批人，却认为在股价过高时应该由政府挤泡沫，前后逻辑明显有悖谬之处。在一个人工培育的市场，我们能做的是让干预更贴近于市场效率与公平的本义，而不是自创一个不受约束的市场乌托邦。不救市论者在自给自足的乌托邦里自娱自乐。

觊觎主板的大型公司并不会让主板市场的上市资源变得更好。我国千余家上市公司中 800 多家都是国有控股公司，他们掌握了最多的上市资源，却没有对市场质量尽到应尽的责任。此时进行并购重组、让优质企业兼并劣质企业才能澄清市场，才能恢复投资者的信心。说到底，投资者的信心是建立在一视同仁地保护所有投资者、建立在上市公司能够创造价值的基础上的，舍此谈信心如缘木求鱼。股改后包括中石油、中石化等央企进行了一系列的并购重组，投资者追逐而行，仅有的一些激烈的反对之声，是因为大企业在并购重组过程中漠视损害中小投资者的利益所致。

二度股改需要刮骨疗毒，新股发行机制就是刮骨疗毒的第一步，国有控股上市公司的并购重组使资本市场的企业为投资者带来回报是第二步。去除资本市场盘剥中小投资者的上市公司融资饥渴症，使资本市场回归优化资源配置的本源是根本，此症不除，中国资本市场永无宁日。通过改革新股发行机制，使大小股东的利益真正一致。在大小股东博弈能力完全不对等的情况下，最好的办法就是赋予小股东股改时期的真正的投票权，恢复股改时代昙花一现的类别表决制，使普通投资者拥有畅通的法律救济渠道。

什么是真正的拯救市场？不是讳疾忌医，不是以市场化的名义在政策市上越跑越远，不是把股市当做宏观调控的工具调节经济冷热，不是行政性的并购重组，而是让每个交易者都得到平等的利益博弈权。

第三章 疯狂的房地产市场！ 可怜房地产市场！

洗不掉的“原罪”

房地产业是帮助中国经济走出 1997 年亚洲金融危机的“功臣”之一，曾经让数亿中国居民实现了购房自由的梦想，但胜利弦歌余音未绝，房地产业很快就成为市场经济原罪渊薮，成为社会各界万箭齐集的靶子，绝望地收获垄断、暴利、民意对立等等跳蚤。一个本应中性的产业沦为腐败的聚集地、社会不满情绪的宣泄口以及社会贫富两极对立的活写照，更变成官方统计数据和政策信用的试金石。

1998 年房改种下投机基因

房地产与教育市场化、医疗市场化一样，成为中国市场化失败的典型行业。房地产背后纠缠的垄断基因，存在的利益输送，在决策之时的投机取向，与教育、医疗行业毫无区别，如果说教育、医

疗是公共资源滥用下的伪市场化，房地产业则是一级土地市场垄断下的伪市场化。从房地产到教育、医疗，三大产业的市场化走过了同样的投机之路，在 2004 年、2005 年以后，同样面临再次转型的痛苦抉择。

房地产市场化全国性的急剧膨胀始于 1998 年开始实行的房地产改革。这并不能证明房改是错的，但在房改中深植下的投机基因大错特错。

也许是历史的巧合，房改之年恰逢中国经济紧缩之年，需要拉动内需之年。反过来也可以说，如果亚洲金融危机，没有拉动内需这把火，中国房地产改革的全面市场化不知道会拖到何时。1997 年、1998 年，东亚与俄罗斯金融危机相继爆发，亚洲深受其害，中国为兑现维持人民币汇率不变的承诺，导致出口受到冲击，必须靠扩大内需、提振经济来渡过难关。

与 2008 年的经济周期不同，1998 年经济紧缩周期时政府没有能力推出大规模的刺激计划。1997 年以前连续 5 年我国 GDP 增长保持在 10% 以上，

1997 年 GDP 同比增幅为 9.3%，但当时并未实行分税制，中央政府财力不足—1993 1998 年间，国家财政收支增幅下降，1997 年基本上实现财政收支平衡，1998 年出现财政赤字—这让政府无法像 2008 年经济周期时一样大规模地推出积极财政政策。

房地产、教育、医疗市场化并未启动，离强大的民意反弹还是很遥远的事，房地产起到了拉动内需、增加投资的扛鼎作用。1995 1998 年间，固定资产年度投资总量在 2 万亿 3 万亿元徘徊，增长比较稳定，维持在 10% 上下。在政府大规模发行国债后，固定资产投资于 2001 年起开始快速增长，2003 年投资总额达到 5.5 万亿元，增幅高达 27.7%。房地产投资和制造业投资占到城镇固定资产投资的 50% 以上。1998 年，房地产开发投资对 GDP 增长的贡献率为 15.03%，而到了 2007 年这一数字达到了 21.76%；房地产开发投资对 GDP 增长的直接贡献，1997 年扣除土地购置费后的房地产开发投资占国内生产总值的比重为 3.9%，2007 年

提高到 10.5%。房地产开发投资对 GDP 增长的间接贡献更大，房地产开发投资牵涉上下游 50 多个关联产业，家电、钢材、水泥等全都包括在内，房地产开发投资对关联产业的带动效应约为两倍。

1993 年之前的海南地产炒作狂潮吹大经济泡沫的能力，必然让有关决策者印象深刻，既后怕，又对房地产拉动经济有了直观认识。因此在应对经济紧缩危机的关键时刻，不惜饮鸩止渴，将房地产业当做首选目标。从这一年起，个人能从银行贷到款，买自己喜欢的房子。很快，房地产市场在全国范围内再次显示出巨大的威力。而围绕房地产业集聚起来的权商利益链条，又让得利者全部自觉自愿地成为房地产泡沫的鼓吹者。

1997 年 11 月的一天，时任中国人民银行行长和国务院第一副总理的朱镕基南下视察深圳，接见了一批地方企业家。深圳市委指名房地产大腕王石汇报发言，限定他发言时间为 10 分钟，并给他圈定了题目：一、万科科学管理；二、万科的品牌建设。精明的王石对限定的发言内容并不赞同，

他要在几分钟的发言时间里搔到朱镕基的痒处。

王石想到了朱镕基从 1993 年起就力推的分税制改革。分税制改革并未取得上下一致的赞誉，王石决定从分税制前后企业交税的变化谈起，他让财务准备近 5 年万科的财务资料，这让对数据了如指掌的朱镕基兴趣十足。

看看王石本人在自传中对此次汇报的描述。

王石卖了个小关子说：“我的汇报，既不讲盖房子，也不谈卖房子。”

“那你谈什么呢？”

“谈谈分税制前后对企业的影响。”

说到分税制，朱镕基眼睛一亮。

王石不慌不忙掏出三张表，一张是万科 5 年来经营规模变化表，一张是万科 5 年来利润图表，还有一张是万科 5 年来交税图形变化表。在简短地介绍一下图表后，王石总结说：“去年，经营规模和利润都有所下降，交税没有随着下降，而是持续上升了。”

“为什么呢？”朱总理好奇地问。

“分税制。”

“哈哈，”朱总理爽朗地笑了，“分税制还制止了企业的偷税漏税。”

王石说：“万科是上市公司，合法经营，不允许偷税漏税；再说，也没必要偷税漏税。”朱总理饶有兴趣地问：“那为什么会多交税呢？”

王石回答：“很简单，分税制之前，中央政府和地方政府的税务是承包制。地方政府同企业也是承包关系。比如，万科到上海投资，同税务局签订承包合同，这是一个基数，每年一个增长比率，万科签订的合同是按每年 20% 递增，同实际每年盈亏没有关系。启动分税制，同政府的承包合同作废，虽然去年规模缩小，利润下降，税收的基数大了，所以交税的总额依旧增长。”

“虽然企业交税增加了，但我举双手赞成分税制。我们大一统的国家，习惯一大二公，一平二调，向来不承认地方利益。通过税制改革，第一次从税法上明确了中央和地方是不同的利益主体。换句话说，中央和地方的关系都不明确，哪来的企

业和政府的明确关系呢？可以说，分税制不仅仅是税收制度的改革，也是政治体制的改革。”

王石上升到政治改革的高度，从企业家和市场化的角度承认了分税制的宪政意义，承认中央与地方财政的必要分权，这当然搔到了改革推进者的痒处。企业家不是政治家，王石最终绕到了房地产市场，他的发言远远超过了 10 分钟。

“我谈谈对房产前景的几点不同看法。如何刺激明年的内需消费，经济理论界认为钢铁、汽车都不行，只有房地产，提出了把房地产当做刺激内需的支柱产业来发展。”接下来，王石又谈到了房地产行业成不了支柱产业的 4 点理由。

王石继续发挥：“万科是奉公守法的发展商。在房地产火热时，我提出超过 25% 的利润不做。以后建材价格翻番，万科面临经营困境，不久，国家进行宏观调控，三大建材价格迅速降了下来，万科出现转机。最近 5 年，万科的住宅开发规模以平均 70% 的速度上升。对于宏观调控，万科 100% 举手赞成。至今为止，我还没听到第二位企业家说

赞成宏观调控。”

王石大胆问朱镕基总理：“不知道朱总理怎么看房地产市场？”

片刻沉默后，朱镕基总理反问：“如果取消福利分房制，房地产行业能成为支柱产业吗？”

“不能。”

“如果金融市场放开，房地产行业能不能成为支柱产业？”

“不能。”

“消费信贷放开，还不行？”

王石字斟句酌地说：“两年内不行。”

总理斩钉截铁地说：“我两年内一定把房地产行业促成支柱产业。”

王石顺水推舟，“既然总理说行，就一定可行。”

此后王石在一段时间内成为朱镕基的房地产顾问。5个月后，中国人民银行发布《关于加大住房信贷投入，支持住房建设与消费的通知》，“适度从紧的货币政策”向住宅产业网开一面。1998年

7月，国务院发布《关于进一步深化城镇住房制度改革加快住房建设的通知》，明确提出“停止住房实物分配，逐步实行住房分配货币化；建立和完善以经济适用住房为主的多层次城镇住房供应体系；发展住房金融，培育和规范住房交易市场”的深化城镇住房制度改革的目标。沿袭了约40年的住房实物分配制度终止，房地产行业逐步走向全新的发展时期。

上述事实印证了房地产出生之时衔命而来的历史特征：分税制后地方财政收入大幅减少，1997年亚洲金融危机中国的实体经济找不到出路，除了政府投资外找不到拉动内需的抓手，房地产适时而出，必须要承担挽救地方财政、拉动内需、推动改革的使命。

中国安然渡过了亚洲金融危机，福利分房取消了，融资渠道拓宽了，消费信贷放开了……中国进入了新一轮的经济增长。

房地产功劳卓著。

歪打正着救急地方财政

房地产拉动了内需、刺激了经济只是小成功，最大的成功是让地方财政牢牢地捆绑在了土地财政上，使其成为房地产行业的中坚力量，以为商人群体可以左右一个重要市场，是对中国经济生态彻头彻尾的误读。

房地产市场化刚好与我国国有企业、社会保障转型等时期相吻合，地方政府在 1994 年分税制后财政增长手段匮乏，土地财政适时出现，成为拉动地方经济的重要杠杆。这并不是房地产开发商的“蓄谋”，当时有许多提案都建议以土地收益解决转轨成本，这被认为是一条化解转轨难题的捷径。从 20 世纪 80 年代深圳首次协议拍卖土地开始，就形成了一条相对成熟的、以土地支付改革成本、获取巨额灰色收益的路径。一种商业模式、圈钱模式的盛行，总有其文化基础与市场基础的存在。

房地产业膨胀是错误的激励政策与财政分配政策的结果，圈地自肥的土地政策是政府最重要的投机表现。

按照著名学者袁剑先生在《房地产套牢中国?》一文提供的数据,从2001 2003年间,地方政府的土地出让收入为9100亿元,约占同期全国地方财政收入的35%;而1998年不过区区67亿元,从2001 2003年发行的国债总额仅为9300亿元。不仅如此,土地出让款此后年年高升,2004年全国土地出让金高达5894亿元,占同期地方财政收入的47%;2005年,全国财政收入首破3万亿,在国家收紧“地根”的情况下,土地出让金总额仍有5505亿元,是财政收入的1/6强。相当一部分地方财政的各种预算内外土地收入比重在50%以上;2006年,全国土地出让总收入为7677亿元。在许多地方,土地收入已经占到地方财政收入的一半。土地出让收入成为地方政府的“第二财政”,成为地方财政的支撑,有效地弥补了分税制后地方财政收入的不足。在创新能力、中央与地方税源分配并不公平的情况下,地方官对于土地财政的心理依赖、厚爱可想而知。

国务院发展研究中心组织长期研究中国土地

问题的专家组成“中国土地政策改革课题组”，从2003年开始经过两年多的田野调查，结论是土地财政成为全国范围的地方财政主要来源。在东部一些发达县、市，由建筑业和房地产业创造的税收是地方税收中增幅最大的两大产业，增幅高达50% 100%。这两项税收占到地方税收的37%以上。西部地区政府也选择了城市扩张，从建筑业和房地产业的发展中开辟税源，增加政府收入。

据全国政协委员、中央财经领导小组办公室副主任陈锡文提供的数据，在2003 2005年，很多一线城市的“非税收入”中，土地出让金占1/3是“很正常的事”，另一些民间学者的估计更高。即使是1/3，仍然是个可怕的数据，完全能从侧面说明国土资源部所谓地方政府成为土地违法案件主体的原动力究竟何在。

土地出让金最早源于1987年“土地使用费”，1988年改为中央与地方五五分成的“土地使用税”，1989年变为中央与地方四六分成后将中央比例降为32%，1992年改为中央分享比例仅为5%

的“土地出让金”，1994年实行分税制后，土地出让金作为地方财政的固定收入全部划归地方所有，并在此后逐渐成为地方政府的“第二财政”。土地出让金之所以全归地方政府，就是博弈的结果，弥补分税制后地方财力的急剧下降。1990年的土地出让金仅为10.5亿元，到2002年已高达2416.8亿元，1992-2003年累计收入为107000多亿元，其中2001-2003年的累计收入为9100多亿元，累计突破2万亿没有悬念。相当一部分县、市用于基础设施投资的财政资金中，60%-70%来自土地出让金也就很自然了，地方政府有足够的激励寻找级差地租。

地方政府在土地上的财政收益不仅表现在巨大的土地收益上，也同样表现在房地产的交易过程中。统计表明，在整个房地产的建设、交易的过程中，政府税、费收入占到了房地产价格的30%-40%左右。如果再加上占房地产价格20%-40%的土地费用，地方政府在房地产上的收入占到整个房地产价格的将近50%-80%。而在欧美国家，地价、税

费相加大约只占到住房价格的 20%。

政府也是法人，没有谁会面对如此省事的“容易钱”不动心，地方转型成本、官员的小金库就靠土地。错误的公共财政、错误的激励机制才是房地产市场畸形发展的罪魁祸首。

房地产税费问题更是扯不清的话题。房地产税费已成为抑制房价的常用武器，通常出现的情况是，政府税费大增而市场房价大涨，这给信奉房价上涨是因为打压不够的人提供了更多的理由，游说税务部门源源不断地出台新的税收政策，政府也乐得照此行事，反正所有的税费最终由购房者一方承担。

中国涉及房地产业的税种有 9 个，中央政府出台的收费项目有 20 多种，地方政府出台的多达几百种。2008 年 3 月 8 日，全国政协委员、河南省工商联副主席王超斌与 10 名全国政协委员联名提案《关于减少政府收费环节，遏制住房价格上涨的建议》中提到，房地产开发商需要缴纳 50 余项的费用，涉及约 25 个政府部门，总体费用占到开发

成本的 15% 20%。

我国房地产三级市场上的税收几乎是世界上税负最重的，土地增值税从 30% 60% 不等，实行四级累进税制，税率为 3% 的契税，税率为 5% 的营业税（单位和个人转让房屋按“销售不动产”税目计征营业税），税率为营业税 7% 的城市维护建设税，税率为 3% 教育费附加税，税率为 0.5% 的印花税。房屋销售所得税有两种，在核定征收方式下的应纳税所得额为房屋转让收入，核定征收率为 1%；在查实征收方式下的应纳税所得额为财产转让所得，即转让收入额减除财产原值、合理费用和缴纳相关税费后的余额，税率为 20%，后按折算计在累进税率为 5% 45% 的个人所得税中征税。上百项税费使房价居高不下，成为稳定的税源。

2009 年 3 月，全国两会召开期间，全国工商联在全国政协会议上递交了一份《我国房价为何居高不下》的大会发言，以此方式为房地产开发商暴利翻案。

全国工商联房地产商会发布了自己的统计数

据，他们在 2008 年就全国 9 城市“房地产企业的开发费用”进行调查，显示在总费用支出中，流向政府的部分（即土地成本 + 总税收）所占比例为 49.42%。其中，三个一线城市中，上海的开发项目流向政府的份额最高，达 64.5%；北京为 48.28%；广州为 46.94%。调查还显示，房地产项目开发中，土地成本占直接成本的比例最高，达到 58.2%，为最主要的组成部分。2007 年重庆全市有一半的财政收入依靠房地产税收，达到 400 多亿元，有统计显示近 3 年来上海仅通过土地批租就进账了近百亿元，地方政府浮出水面，成为房地产利益链中最大的受益者。房地产开发商的代表者以数据证明了谁才是真正的获利者，房地产业的失陷将会导致怎样的后果。

上海市市长韩正对此数据不予认同，表示“全国工商联的数据肯定有误。上海在旧城改造中是免收土地出让金的”。但一直没有直接的公开数据让大众弄明白。只有 2004 年和 2005 年，上海市曾在当年财政收支概况中披露，全市房产税完

成分别为 27.08 亿元、增长 20.8% 和 34.1 亿元、增长 25.9%，除此之外的年份，官方统计网站上并未披露相关数据。可以明确的是，上海市地方财政收入与房地产行业呈正相关关系，上海房地产市场空前火爆的 2007 年，全市全年地方财政收入 2102.63 亿元，比上年增长 31.4%，高于其他年份 10% 20%。

不容否认的是，土地收入在上海的社保、公共建设等方面立下了汗马功劳，对此，韩正自己也并不否认。国内开发商更进一步，让政府也拿出自己的数据来，真理才会越辩越明。

争论由此升级，住房与建设部官员此时站了出来：“影响各地区房价的因素之一是土地成本，但住房与建设部也没有具体的统计数据来表明房价的构成比例，消费者应自行理解。”房和建设部，房地产市场方向的把握者，用几句轻巧的话回避了自己的责任，把球踢回到地方政府和消费者的头上。

密密麻麻的利益群体

弥补地方财力不足是一个方面，围绕房地产业的巨大黑色收入更是致命的诱惑。灰色利益在地方政府、官员、房地产商等所有权势集团之间分配，开发商利润的多少视距离地方核心权力层的远近而定。

房地产商毫无疑问是既得利益者。

按照一位投行经济学家的估计，房地产商的自有资本回报率可以达到 500%。中国的房地产商曾经是中国所有商人群体中最潇洒、来钱最容易的一族，与国外成熟房地产市场的开发商完全不同，国内的房地产商是公关先生，是资本玩家，是抽取银行资金的老干，是从土地批租到销售链条之间的中介机构，却不是市场意义上的房地产商——顶多是房地产创意策划和住房销售，却获得了远比房地产金融、整个建筑业和房地产服务业等整个产业链加起来大得多的超额利润，这算哪门子的市场？

房地产开发商操持潇洒要有代价，就是成为地

方政府的小金库，成为行贿者，成为替罪羊。国务院发展研究中心 2006 年的一份调研报告显示，在一些地方，土地直接税收及城市扩张带来的间接税收占地方预算内收入的 40%，而土地出让金净收入占政府预算外收入的 60% 以上。2006 年 9 月 4 日的《中国房地产报》报道，在上海的土地出让金的分成中，“40% 为城市集中使用建设专项资金，60% 给该市的城投总公司。”所谓城投公司，是除了城市基础设施建设之外的又一个无底洞。

预算外收入受到软约束，甚至不受约束，庞大的土地财政支出成为一笔糊涂账，成为滋生土地收益部门化甚至个人化的温床。2006 年全国土地出让总额为 7680 亿元人民币，增长 3 成，创出历史新高，2007 年至少在 9130 亿元人民币以上。房地产的财政预算之不透明也算是创造了一个典型，地方政府的一半以上财政通过小金库在预算外运行。

1997 年以后，法律规定土地出让收入必须缴入财政专户，属于预算外资金，由地方政府决定用

途；此后的预算案显得支离破碎，根据国务院发布的《关于加强国有土地在使用权有偿出让收入管理的通知》和财政部发布的《国有土地使用权有偿出让收入管理暂行实施办法》，国有土地使用权出让收入的预算级次划分，但这些预算划分并没有落到实处。土地管理大法小法频出，地方土地收入却没有纳入地方预算管理范围，更没有置于地方人大的监督与舆论的监管之下，杜绝个人与部门的寻租行为不过是一句空话。

房地产开发公司以国有企业为主，辅之以名为民营企业实为官员主导的“权贵”企业，形成了一串大大小小的利益群体。根据《财经》杂志在2005年的调查显示，在上海房地产企业50强中，有超过一半是隶属于市、区两级政府的政府企业。这些房地产公司在囤积土地、房地产开发中所获得的暴利也可以被计算为地方政府的隐性财政收入。而其他民营企业不管是否具有海外背景，也都与官场有千丝万缕的联系。

房地产市场的灰色利益链之深厚，可谓集大成

者。某些房地产商的原罪已经受到清算。上海社保案的始作俑者，福禧投资控股有限公司董事长张荣坤就是其中的典型。

2005 年，33 岁的张荣坤拥有 49 亿元资产，是《福布斯》2005 年中国富豪榜的第 16 名，他占用的资源除了众所周知的公路之外，还包括房地产领域。自 2002 年第四季度起，没有经过任何法定程序，上海社保资金在两年多时间内先后 7 次被挪用，总量达 34.5 亿元。这些钱在个别人的操纵下以委托资金运作的方式，交给张荣坤的沸点投资有限公司，沸点投资有限公司以此再投资给同为张荣坤所有的福禧投资控股有限公司，这样 34.5 亿元社保基金就变成了福禧集团的自有资本金，张荣坤再以此到银行获取贷款。张荣坤所拥有的资产不过是挪用上海企业年金发展中心资金“借鸡生蛋”，他用这些钱投资于高速公路收购等项目，短短时间便成就了亿万富豪之名。虽然张荣坤的投资在房地产高涨期一本万利，并没有受到损失，但如此厚利背后显示房地产行业肆无忌惮地刮地

皮原罪。

上海社保案一反腐，那边瑞安地产就在香港上市，显然上市早已开始筹备，但不顾受案件影响定价下跌坚持上市，则显示出房地产商在失去保护伞之后的恐慌、急不可待。

这很容易让人联想起 4 年长熊之前的中国股市，国有股减持失败之时几乎达到天怒人怨的地步，股市成为圈钱、抢钱、欺诈的代名词。房地产与股市在本质上确实有相似之处，这两个市场都便于资本运作，都是虚拟货币、经济泡沫载体，有一头通国家金库、一头通百姓钱袋的巨大吸管，将真金白银利益源源不断地吸到相关利益阶层的私囊中的便利条件。

中国的房地产业已经异化为“癌变”的资本游戏场，其游戏规则与获取利润的手段与证券市场毫无二致——以距离官场的远近测量商人的敛财能量，以空手套白狼的手段来检验银行的愚蠢程度，以毫不留情的攫取手段测量普通投资者的耐受力。资金为王，坐庄为王，楼市就是股市的缩影。

只要沾上“权”字的人都会沾上证券与房产两个市场。

房地产的厚利吸引了所有的垄断资金，吸引了所有自认为可以获得行政溢价红利的企业。正如所有的企业尤其是大型国有企业都在或明或暗地通过自创的投资公司打新股、坐庄抢利，许多企业也纷纷开办房地产公司在房地产业横插一脚，国资委在 2005 年甚至打算出台政策，圈定十几家以房地产为主业的央企，集中 1800 亿元的资金，打造房地产超级航母。央企房地产资金的充裕和当时国有企业监管层介入房地产的决心可见一斑，理由与当初坚决赋予石油央企垄断地位如出一辙，不过是对触手可及的利润实在眼馋。当然，与所有的垄断行为理由一样，插足房地产行业是为了做大做强国有企业，为了维持经济稳定和安全。随着 2007 年年末政府对房地产调控深入，房地产暴利转为房地产风险，国资委的觊觎之心才不那么张扬。

跟股市一样，房地产市场可以坐庄，少数庄家

能够通过控制土地以及大量资金杠杆撬动市场。从这个意义上来说，拥有土地所有权、可以控制土地出让步骤的地方政府才是一级土地市场的真正庄家，囤积了大批土地的大型房地产开发商是二级庄家；那些可以利用境内外资金的开发商，以及能够通过特殊渠道融资购买到大量平价房的投资者都是庄家链条上的重要环节。厨房里发现一只蟑螂，意味着有一串蟑螂，意味着蟑螂窝的存在。

证券市场清理整顿暂时告一段落后，清理整顿房地产市场被提上议事日程并非偶然。否则，围绕房地产市场积聚起来的巨大民怨无处发泄，不仅将使资本市场目前已取得的成绩前功尽弃，在缺乏约束的情况下，赋予地方政府财政裁量权，会衍变为财政割据主义与市场割据主义，某些学者所描绘的财政联邦主义的美妙设想，可能成为割据的重演，后一种前景更让人害怕。

房地产积怨非止于一日，促使政府坚决挤去房地产泡沫的原因，主要是结在房地产这根藤蔓上的尾大不掉的游离于预算之外的大笔地方政府资

金，以及在这笔灰色资金掩盖之下的急剧膨胀的腐败势力和集聚于金融机构的巨大风险。中国内控机制本就不佳的金融机构已经难以经受房地产业的轻轻一弹。

为防范风险，2006 年政府对房地产开发商的自有资金、个人房贷首付比例做出严厉规范，统计数据毫无疑义地显示出，房地产大部分贷款仍然来自银行，房地产开发贷款、购房贷款 60% 以上靠银行支撑。上海银监局发布的统计数据显示，截至 2007 年 3 月末，房地产贷款余额 4 万亿元，同比增长 22.9%。房地产庄家借鸡生蛋的结果是，增加了系统性的金融风险。

银行是房地产利益链条中的重要一环。2008 年 8 月，国家审计署审计长刘家义向全国人大常委会第四次会议报告 2007 年度中央预算执行和其他财政收支的审计情况时指出，2007 年国家开发银行总行和 19 家分行共计有 58.41 亿元贷款违规进入股票市场、房地产市场，以及国家限制发展的产业和领域。银行在追逐个人房贷，觊觎开发贷款的

高利率，与开发商形成合作关系，购房者的收入审核形同虚设。经历过海南泡沫崩溃的央行和银监会一再警告房贷风险，为了降低银行房贷风险，希望借助房贷证券化分散风险。不过，由于房贷是优质资产，银行对证券化不感兴趣。

中国人民银行副行长易纲曾经说，2003 年，货币当局已经发现货币流动性过剩。易纲先生提及货币流动性时点明答案：“我们的资产价格不动产价格都在大幅上涨，这说明目前的中国相对几年以前的中国离均衡点更加接近。”通过房地产价格上涨与资源价格上涨，中国经济才能够维持目前的均衡态势。

以高房价回收货币，说到底不过是取之于民，问题在于，其后还带来了更严重的经济不均衡：首先，畸形发展的房地产将风险集聚到国有金融机构，导致上下游行业一齐发热，与金融机构坏账与投资高烧的风险相比，货币过剩只是癣疥之患；其次，过高的地价与房价激化了不同收入阶层之间的社会矛盾，成为心腹大患；最后，在人民币升

值预期的强烈刺激下，中国房地产业成为国外资金的牧场，可以轻松收获房产与人民币升值两重收益。

国外资金难耐中国产品价格上涨的诱惑。国家统计局于 2007 年 7 月 24 日发布的统计显示，2007 年 1 5 月份全国房地产开发利用外资 222 亿元，同比增幅高达 89.9%。同年 3 月，早早尝到甜头的摩根士丹利全球房地产业务负责人索尼·卡尔斯表示，计划今年在中国房地产市场追加 30 亿美元投资。

各类外资基金接踵而至，各种限制外资的禁令没有起到干预房地产的作用。实际上，对于一个中等城市而言，在人民币被人为压低的情况下，30 亿美元已足以支撑起高房价的预期。一旦庄家与基金需要兑现，接到筹码的国内中小投资者以及成为房地产行业附庸的金融机构就会成为最大的买单者。

最后，不能否认的是，在房地产市场发轫之初，市场化受到普遍拥戴，否则无法顺利推行。由

于城镇居民财富得到极大的提高，家庭储蓄从几百元上千元一下子增加到了上万元的固定资产，城镇居民家庭 60% 左右通过房改房增加了财富改善了居住条件，负面效应并未显露。因此，当时的住房制度改革不仅没有遭到抵制，反而受到享受到房改房政策的城镇居民的欢迎。在一定程度上，他们是房改的既得利益阶层，而这些人占据了城镇居民的大多数。当一项政策为大多数人带来利益，并且拥有显而易见的短期好处时，得到拥戴十分正常。即使是 2003 年房地产畸形调整新政出台，也并未遭遇太大的阻碍。

所有的既得利益者都不想从房地产的利益大树上抽身，对央行与银监会出台的加息、提高购房首付比例等规定不屑一顾。社会与银行资金风险得不到释放，通过房地产宏观调控搭梯子让楼市价格下跌的做法，遭到无数撤梯者的无情狙击。后果非常严重，或者房地产行业继续高高在上，或者房地产急剧下跌打响经济崩溃的第一枪。

当房地产上涨到一定程度，与社会不稳定联系

在一起，再严厉的政策出台都不奇怪，于是，在经济过热阶段，新的行政紧缩轮回就开始了。房地产拉动股市不就相当于推倒重来了吗？为什么房地产不行？

裙带资本主义而非人民资本主义

2007 年，被称为史上最牛钉子户的重庆杨武夫妇，坚守在拆迁废墟之上的形象，通过网络传遍千家万户，刺激着每个人的眼睛。在《物权法》出台前夕，这张突兀的图片，象征着政府与公民权利的分野。

房地产市场化是增加民众财产性收入的机会，随着房价、地价在城市化进程中价格节节上涨，购房者的名义财产性收入大大增加，与股市一样，是实现人民资本主义的重要市场。资本市场失去起码的公平，人民资本主义就会变成裙带资本主义，而利益输送链条加剧贫富进一步分化。

在所有的投机者中，站在第一线的房地产商最

招人怨恨。对政府游说能力与舆论反击能力加深了房地产商的原罪，社会攻击焦点转移，从行政垄断下的伪市场化移开，进一步聚焦在房地产开发商的原罪上。这是令人扼腕的一幕。

2004 年房地产宏观调控开始，开发商游说地方政府缓行 2007 年 2 月 1 日起清缴的土地增值税。这项停滞了 14 年的暧昧不清的政策，在房地产业被视为支柱经济的年头，长期被束之高阁，连象征的意义都不复存在。当政府让尘封的利器出鞘，土地增值税于是再度进入公众视野。可见，相比行政权力而言，所有的市场力量哪怕是房地产开发商都是弱势群体。

房地产商当然不会承认游说行为，因为阻挠房地产宏观调控不仅会成为人民公敌，更会成为政治上的反面形象，这种定论在中国经济环境下将是致命打击。不管是否进行游说，有一点是肯定的，严格执行土地增值税、严格让房地产商按照规则限期缴纳土地款项，将对地方的土地收入产生严重的负面影响，因此直到 2007 年上半年，各地

方政府你看我、我看你，互相观望，谁也不愿意成为傻乎乎的出头鸟。推而广之，一些地方政府甚至对于本地是否产生了房地产泡沫尚且存疑，认为那是大城市病，而非房地产病。

很明显，搁置土地增值税不仅符合开发商的利益，更符合地方政府的利益。房地产商的游说之所以能够拨动地方政府的心弦，一定是契合了地方政府或者政府某个部门的观点与利益，而地方政府接受游说的理由，不外乎是为地方财政创收，多纳税费可以使政府能提供更多的公共产品。

难题出现了：这些游说的商人群体究竟是一方利益的代表，还是贪婪成性的市场秩序败坏者？如果我们认可政府通过为企业服务、创造税收间接地为公众利益服务，而企业通过创造就业与产品为社会服务，两者就可以找到接轨之处。房地产开发商纳税，给社会提供商品、投资品，政府收税，提供公共服务。

捍卫自身公民权益与企业权益的行为无可厚非，某个利益群体为自身的利益通过合法的方式

游说同样无可厚非。游说不是原罪，以经济能力与权力进行私下交易、进而损害社会的整体福利才是原罪。但在现行体制下，由于无法分清在怎样的界限之内游说是被许可的，社会也不存在同时提供给各阶层的公开的游说管道，强大的游说能力成为特权的象征。在行政权力主导资源配置的国家，游说成本更高，更容易跨界而行，更容易衍变成商业贿赂等非法行为。因此，无法拥有自身表述管道的人转而痛恨所有的游说者，尤其是为自己辩护的开发商，被认为道德上有污，污秽不堪。

断绝裙带资本主义是一个世界性的难题。我国的房地产商、金融界人士受抨击的力度，丝毫不亚于那些华尔街的投行家们，原因几乎相同，他们从现行体制中获利多，游说能力强，最有可能成为市场价值与政府公德的败坏者。

消除裙带资本主义、消除国有行政垄断资本主义更加不现实。2001 年诺贝尔经济学奖得主斯蒂格利茨，这位曾任克林顿政府经济顾问委员会主席和世行副行长的著名经济学家，他对喧嚣的 20

世纪 90 年代的经济总结是，政府与市场都偏离了各自的轨道，政府最终被华尔街的金融家们牵着鼻子走，离平衡的经济越来越远。应该再加上一句，政府为了自己的利益，乐意被牵着鼻子走。

在外界巨大的压力下，2008 年房地产业进入严冬，政府与开发商的蜜月已经结束。双方撕破脸大闹一场，结果仍然不了了之。

2005 年围绕是否公布房地产的成本引发了一场激烈的口水仗。公开房地产成本是对地方政府自我约束力的挑战，也是对房地产开发商贪婪的挑战。他们就像拒绝公开个人财产一样，拒绝公开房地产成本。2006 年 9 月，广东省建设厅直接拒绝了人大代表朱列玉提出的控制房地产行业暴利的三条建议——公开房屋成本、实行购房指导价和最高限价。这一拒绝是如此招眼，尤其是在一些地方政府陆续公布房地产清单、高房价成为众矢之的广州房价一路飙升的背景之下。

记忆力好的人会记得，一些地方政府曾经回应过房地产开发成本。在强烈要求开发商公开成本

的舆论呼声中，福州率先公布了房价成本信息：在所列举的 23 个楼盘成本目录中，开发商的利润率平均约为 50%，最高的超过 90%。公布成本的行为与结果，得不到开发商的首肯，更得不到其他地方政府的认可。2006 年江苏等县级市公布成本的努力，由于遭到地方政府与开发商的一致抵制，无疾而终。江苏盐城市曾悄然出台首个“官方版”房价构成清单，与此同时，对普通住宅商品房实行政府指导价——以基准销售价格为基数，允许上浮 8%，下浮不设限。但政府直接对价格进行管制的试验，迅速失败。

支持不公开成本的人认为，此举容易造成对企业商业秘密的侵犯和对公平竞争环境的影响，属于公权力的滥用。论辩者忽视了定义的完整与清晰。如在房地产行业中，究竟哪些属于公共物品，应该让社会全体公众享有知情权，哪些属于商业产品和投资品，应该由商家安守商业秘密。如果我们承认房地产市场存在廉租房、经济适用房与投资房等不同品种的划分，那我们也应该承认，不同

类型住房开发商理应享有不同的信息公开自由度。我们在要求政府公布自己所控制的土地一级开发市场成本，向社会各界公布廉租房信息的同时，也应该尊重商业规则，允许开发商对投资住房的某些成本保持缄默。

现行刑法中，商业秘密有两大必备的构成要件：“不为公众所知悉”、“采取保密措施”。商品房成本无非由地价、规划设计费、融资成本、建材费、人工费、管理费、营业税、所得税构成，其中，占大头的地价和银行融资成本都是外部性的，而钢材、水泥、人工等建筑成本在网络时代更是公开信息，有何秘密可保？公众要求公开信息是痛恨房地产腐败，但开错了药方，他们应该首先要求廉租房、经济适用房、土地交易等公共产品信息透明。问题不在公开成本，而在于政府向房地产商与消费者公开税费、招拍挂等公共信息，但这与公开房价成本是两回事。

信息公开自有其适用范畴，商业秘密同样如此——在房地产产品中，将政府管制或者半管制的廉价

房与市场化的商品房分开，信息公开的界限才能区分清楚。否则，必定重蹈行政干预市场的覆辙，政府寻租、民众不满、再次管制、再次放开，如此反复，没有穷尽。

房地产市场的压力大到无法承受，红利越来越少、骂声越来越多，房地产商不愿充当替罪羊，房产商界的“小潘同志”一直呼吁政府公开土地招拍挂过程中的信息，包括各地税费、银行贷款过程中所注入的水分，这些让人无从捉摸的数据。

纵观我国房地产业的发展，从头至尾都充斥着浓厚的投机色彩—政府带头，开发商助威，投资者跟进，终至愈演愈烈不可收拾。

房地产市场难题运行到现在，是经济机会主义集中爆发的结果。作为“伴随着高度投机的不安全经济活动”，房地产业越来越成为各方不能承受之重，一个长期的痛苦源于错误的投机的政策，为了拉动内需，放弃政府职责，成为房地产市场的重要获益者。

失衡经济与原罪经济，原本就是一回事。房地

产市场的复杂性，与利益的明目张胆让房地产民意与民粹主义夹杂在一起，使廉价的房地产有害论拥有广阔的市场，民众的一腔怒火无处发泄，打倒房地产业与打倒房地产商的吆喝得到了热烈的鼓掌。说到底，这是一种集体愤怒情绪之下的心理投射，民众支持某个人并不是因为说话者多么高明，任何一个人，不管多么缺乏常识与专业背景，只要站在街口大喊一声“打倒开发商”，都会收到同样的效果。这和德国民众在战争失败、通货膨胀的极度痛苦之中拥护希特勒的演讲没有什么太大的区别，说明市场不公所引发的愤怒处于危险的临界点，此时，总有啤酒馆理论家出面呐喊，他们以貌似公正的煽动力量，努力把房地产市场往更大的不公之路上引，往更煽情的道路上引。

啤酒馆理论家将攻击的主要矛头对准市场与商人，而不是市场的先天缺陷。即便偶尔涉及政策制定者，也不过是为了证明商人获取暴利，无所不用其极，贿赂政府使政策走偏。如此义正词严而又轻飘飘的批判，恰恰暴露了街头演讲家的中庸之道、

绥靖之策，他们将靶子引向处于相对弱势的商人群体，这样既能赢得万众支持，获得民意桂冠，又可以用文章“赴阙”代表民众向中央政府进言。如此可进可退，动用的是反商业、反市场的传统文化资源，很容易获得脱离计划体制、习惯于均贫富的民意的拥戴。但在对开发商的讨伐声中，支撑公平所需的市场化理念被淹没，房地产的焦点问题被转移。以对市场的攻击与对某一群体的极端谩骂来煽动情绪，那这个社会一定出了大问题。

当然，民众易于煽动的愤怒应该获得同情与理解，谁能忽略这些凄苦民意背后起码的利益诉求？2006年4月26日，深圳市民邹涛在深圳奥一网和自己的个人博客上发表了《深圳市民邹涛关于发起“不买房行动”致全社会的公开信》，这份公开信号召说，“深圳楼价一日不降到市民可以接受的程度，我们就坚决不买房；让我们一起行动起来，在近3年之内不要买房，您要做的，只需要持币观望，等待就可以了。”非理性的号召获得一面倒的支持，普通购房者以与资本市场普通投资者一样

的用脚投票，向同样非理性、不公平的市场表明决绝之意。他们用最后的手段，强迫政府与开发商倾听民意。

沉默的力量让人体会到背后的寒意，网络上翻滚的对房地产的愤怒没有谁能够漠视。有足够的理由证明我们需要追究房地产业背后的生态链，发掘火山口行业的真相，恢复中国经济的基础平衡。

半吊子的房地产市场化

没有监督的自我订约其实是跟魔鬼订下的契约，很难实行。

两次市场化离初衷渐行渐远

1998 年 7 月 3 日，中国房地产发展史上一个重要的日子。这一天，国务院颁布《国务院关于进一步深化城镇住房制度改革加快住房建设的通知》，这份被通称为“23 号文”的不长的文件，使

得中国人告别福利分房体制，打开了货币购房的房地产市场之门。投机的潘多拉之盒也就此打开。市场化机制设定之时，走的是渐进性改良之路，决策者制订了许多约束条件，尽量满足大多数民众的住房需求，使 70% 80% 的普通民众都可以住上经济适用房。

住房市场化改革之初，有关部门照顾到市场大多数人的利益，主要目标是“停止住房实物分配，逐步实行住房分配货币化；建立和完善以经济适用住房为主的多层次城镇住房供应体系”。同时，它还对房改的基本原则定了调，这就是“坚持在国家统一政策目标指导下，地方分别决策，因地制宜，量力而行；坚持国家、单位和个人合理负担；坚持‘新房新制度、老房老办法’”。

可见，中国房地产市场发轫之初，设想建成由政府行政控制的典型的福利市场化政策，让多数居民通过经济适用房过上有尊严的生活。当时建设部的保守估计是，在整个住房供应体系中，70% 80% 的居民住房应该是经济适用住房，最低

收入者和高收入者则分别为 10% 上下。文件对经济适用住房的价格和利润进行了严格的控制，规定“新建的经济适用住房出售价格实行政府指导价，按保本微利原则确定”，“利润控制在 3% 以下”，“取消各种不合理收费，特别是降低征地和拆迁补偿费，切实降低经济适用住房建设成本”。

要做到多数人靠经济适用房保障居住权这一点，必须做到政府在土地、税收等政策上让利于民，并且对地方与开发商的利润实行严格的监管，对于土地收入进行严格的预算。但中国的预算到目前为止还没有公开透明，更别提预算外的土地收入。

中国住房商品化的异化起始于 2003 年，一场突如其来的疫病—SARS 改变了经济形势，也改变了房地产市场生态，拉动内需提振经济再次成为当务之急。

2003 年 8 月底，新华社全文播发建设部会同有关部门起草的《国务院关于促进房地产市场持续健康发展的通知》(简称“18 号文”)，彻底改变

了 1998 年“23 号文”在整个住房供应体系中使绝大多数居民住房应用于经济适用房的提法，这份震动社会各界、被房地产商赞赏有加的文件，其核心内容是收回向 70% 80% 以上的家庭提供经济适用房的承诺，经济适用房供应对象的具体收入线标准提高、范围缩小，取而代之以增加普通商品房供应量的政策。

通知要求，“完善住房供应政策，调整住房供应结构，逐步实现多数家庭购买或承租普通商品住房；同时，根据当地情况，合理确定经济适用住房和廉租住房供应对象的具体收入线标准和范围”。这份官方文件中还首次提出，“经济适用住房是具有保障性质的政策性商品住房”，而且特别规定“经济适用住房，要严格控制中小套型”，“实行申请、审批和公示制度”。经济适用房在“量”和“质”上被大幅削减后，大中城市的普通市民买房怎么办呢？“18 号文”在第五条中给出的答案是“增加普通商品住房供应”，“采取有效措施加快普通商品住房发展，提高其市场供应中的比例”。

由此，多数普通市民被迫走上了以普通商品房改善住房条件这“华山一条路”。如此改变供求关系的结果，人为制造出普通商品房的天量客户。通知一出台，就被认为是房地产业的天大利好，这绝不是开发商自作多情的误读。当时有媒体估计，“18号文”将使可以买经济适用房的家庭，由过去的80%以上，减到只有20%左右。就是说，全国至少有60%以上的城市家庭失去了购买经济适用房的权利。这一根本转变，加上近几年高达45%的城市化率新增的城市居民人口，以及每年从海外以及从大学毕业的上千万人，汇聚成一股购房洪流，为中国房地产市场提供了世界最大的购买群体。

回头看去，如果经济适用房与廉租房能够保持政府在“23号文”中承诺的70% 80%的比例，中国的房价绝不会高到天上去。反之，大多数人通过普通商品住房来改善居住条件，不仅无限扩大了普通商品房的消费群体，还使房地产一级土地市场借垄断获得“地王”收入，就是普通商品房也

成为奢侈品种，房地产更多地成为主要投资品种，在反复炒作下，房价飞上天易如反掌。果然，房价很快上演了鸡毛飞上天的一幕。

这一切源于 2003 年政策的大变动，源于目光短浅的机会主义政策，源于以吹大了的泡沫救宏观经济之急，为了将我国经济从 SARS 产生的经济下滑泥潭中拉出来，房地产行业成为吃力最重的拉索。简言之，“18 号文”是在经济紧缩的压力之下，有关部门的又一次饮鸩止渴之举。

垄断土地一级市场

政府作为市场主要博弈方，可以通过简单的土地无成本买卖获得利润，这条财富增长之路除非遭遇无法克服的阻力，否则绝不会轻易退出。仅此一条，就将“23 号文”的经济适用房为主的房地产市场化消泯于无形。

房地产有一级市场、二级市场与三级市场。房地产一级市场又称土地一级市场，是土地使用权

出让的市场，即国家通过其指定的政府部门将城镇国有土地或将农村集体土地征用为国有土地后出让给使用者的市场，出让的土地，可以是生地，也可以是经过开发达到“七通一平”的熟地。

房地产二级市场，是土地使用者经过开发建设，将新建成的房地产进行出售和出租的市场，一般指商品房首次进入流通领域进行交易而形成的市场。房地产二级市场也包括土地二级市场，即土地使用者将达到规定可以转让的土地，进入流通领域进行交易的市场。

房地产三级市场，是购买房地产的单位和个人，再次将房地产转让或租赁的市场。也就是房地产再次进入流通领域进行交易而形成的市场。房地产三级市场也包括房屋的交换。

地方政府之所以成为房地产市场化的吹鼓手，是因为中国的房地产一级市场并不市场，政府处于绝对的垄断地位，也是唯一的获利者。

人多地少的现实与保障耕地的要求，使土地国有制成为必然选择。在此背景下，土地不能自由流

转，也就无法产生市场定价机制，只能靠垄断者推出的报价作为定价基准。拥有土地的农民被排除在利益链条之外，原因是为了捍卫他们的最后生存保障线。

地方政府在土地国有的名义下，以低成本甚至零成本获取土地之后转手出让，在一级市场赚取高额土地差价。地方政府过于依赖土地财政，土地生财过于容易，不利于地方政府发展企业增加税源，而一味在土地增值上下工夫，由此促使地方政府更加注重房地产，由此形成正反双重回馈，在恶性的路径依赖上越陷越深。

与土地财政形成尖锐对比的是，地方政府以低成本甚至零成本的土地招商引资，划拨土地解决地方国有企业的改制成本，获得 GDP 的高增长，结果正如现实已经显示的，失地农民与高房价的承担者为 GDP 作出了隐性的巨大牺牲，在这一过程中，中产阶级的大规模生成之路被堵死，财富进行了新一轮分配，中产阶级的财富通过购房进入权贵阶层，进入低效的国有企业和政府引进的大

企业。中产阶级的房产名义上是“财产性收入”的一部分，但除非他们是房地产职业投资者，通过不断的炒卖兑现获取溢价，否则仅靠自有住房，永无分享房地产溢价之日。

从 1999 年《土地管理法》颁布，以公告征地取代协议征地，到 2001 年 5 月，国务院发出《关于加强国有土地资产管理的通知》（国发〔2001〕15 号），强调“坚持土地集中统一管理，确保城市政府对建设用地的集中统一供应”，要求“对已经列入城市建设用地范围的村镇建设和乡镇企业用地要按城镇化要求，统一规划、开发”，试行土地储备制度、实行招拍挂制度，地方政府在自己制订的政策推动下，实现了土地市场价值的最大化。每一个土地储备中心，就是地方政府的一台自制印钞机。

土地招拍挂制度也曾受到强烈抵制，因为土地通过招拍挂实现价值最大化与灰色土地链条、地方政府的招商引资策略发生激烈冲突，阻塞了协议出让土地的巨大贪腐空间。

2002 年 4 月，国土资源部 11 号文件要求 2002 年 7 月 1 日全国的经营性土地都要采用公开交易的方式即招拍挂方式，但文件未能发生实际效率，各地方政府照样协议出让。

国土资源部和监察部联合发文，对于不用招拍挂方式出让土地的，按照违规违纪来处理。2004 年 3 月 30 日，国土资源部、监察部联合下发《关于继续开展经营性土地使用权招标拍卖挂牌出让情况执法监察工作的通知》，规定 2004 年 8 月 31 日后，不得再以历史遗留问题为由采用协议方式出让经营性土地使用权，国有土地使用权必须以公开的招标拍卖挂牌出让方式进行。土地招拍挂制度全面实施，这遭到开发商的激烈反对。从 3 月 30 日到 8 月 31 日这 5 个月，成为突击拿地周期，成为最后的划拨土地逃生窗口。市场风传 357 个地块突击协议划拨过关，政府规定两年未开发的无偿收回使用权，在执行过程中同样千疮百孔。

土地招拍挂制度发生始料未及的作用，开发商发现土地具有巨大的资产升值潜力，抢地狂热情

绪蔓延。到 2007 年，局面已经失控。地方政府与开发商将土地市场推到岌岌可危的疯狂“天价”。2007 年 11 月 8 日，上海郊区青浦区赵巷镇一块面积 14.4 公顷的地块，挂牌底价为 4 亿元左右，最终被重庆龙湖地产有限公司以 15.42 亿元的“天价”一举摘牌，创下上海郊区地价之最。每平方米过万元的地价成本，远超出当地住宅当时每平方米 7000 元的售价。连在场的开发商都不能相信自己的耳朵，但很快，全国范围内无数地王涌出，人们的理智已经无法追赶。面粉贵过面包，市场彻底疯狂。

上海城区新江湾城出让的第四块住宅用地的地价创出新高：土地出让面积 5.4 公顷，容积率 1.2，出让总价 13.01 亿元，楼面地价高达每平方米 2 万元。而 2007 年 6 月新江湾城 D1 地块的“地王”价是每平方米 12500 元，上涨了 60%。南京 2007 年 7 月下旬诞生江宁“地王”之后，8 月中旬再次诞生板桥“地王”，从底价 5.7 亿元一路拉升到 22.5 亿元成交。北辰实业等以 92 亿元竞得长沙新河三

角洲地块，创下国内单宗土地拍卖总价最高纪录；苏宁房地产开发有限公司拍得上海南京路地块，楼面单价高达 6.69 万元/平方米，成为国内单价最贵“地王”。

异军突起的大型房地产开发商碧桂园是圈地之王，在香港上市之后，到 2007 年年中其土地储备总共有 54 平方公里，当年上半年其销售面积是 93 万平方米建筑面积，如果按照一年 200 万平方米的销售面积和 1 容积率计算，一年可以消化的也就是 2 平方公里土地，消化 54 平方公里的土地储备需要 27 年。囤地狂潮、囤地风险可见一斑。

虽然地方政府在提醒风险，但他们的做法是乐观其成、甚至推波助澜，推介地块、挂牌拍卖、价高者得甚至香港政府稳定地价的勾地制度——拿来为我所用，土地供应缺少明确规划，没有预期，让房地产商往往以为目前竞购之地是最后美食，造成人为供应紧张。限房价拍卖、限地价拍卖等扼制地价的办法根本不入地方政府的法眼。

一级市场掌握在政府手中，二级市场表面上掌

握在开发商手中，但在规划、设计、审批种种方面，行政之手对于房地产市场的干预不胜枚举，甚至房地产开发商囤积土地都与地方政府息息相关。囤地分为几种情况，一级市场未经规则审批，或者拆迁进展缓慢，或者政策多变规划不得不二度、三度修改，导致土地迟迟不能进入二级市场进入开发建设。比如杭州某开发商拆迁工程花了数年时间，在此时间内，地价上涨了 5 倍，而规划屡屡变更，也使房产商拥有了时间差价而来的地价厚利。

竞标地王的房地产开发商并非“疯狂赛车手”，他们的目的是打通房地产市场与股票市场的关节，通过土地溢价在资本市场上圈钱，形成圈地、上市、圈钱、再圈地、再圈钱的美妙资本物质循环。2007 年房地产宏观调控如火如荼，房地产商疯狂拿地，希望搭上土地在资本市场高估值的末班车，一些房地产商拿的地足够开发四五年甚至六七年，只要市场略有风吹草动，房地产开发商与中国经济就将无处可逃。

中国房地产业协会发布的《2007 上半年中国

房地产市场研究报告》披露：“取得较多土地的企业有效利用不足”，“上半年全国完成土地开发面积同比增长 7.6%，增幅比去年同期回落 26.4%，占同期土地购置面积比重 68.4%，占待开发土地面积比重仅 40%”。

股票市场与房地产市场携手联动，制造泡沫。2007 年 7 月，金地集团定向增发 1.73 亿 A 股，成功募资 45 亿元。8 月，金地集团又发布公告，拟发行不超过 12 亿元人民币公司债；8 月，万科 A 股增发募集资金 100 亿元，创我国股市增发史上单次募资最高纪录……据不完全统计，上市房地产公司通过增发、配股等方式，2007 年合计融资超过 1 000 亿元。

保障性住房被忽略到可怕的程度

圈地狂潮骤起，房地产链条岌岌可危。

江苏省统计局统计数据显示，2007 年上半年江苏省全省房地产开发企业购置土地面积同比仅

增长 9.2%，而土地成交价款同比增幅高达 60% 以上。房价必须保持高速增长，才能维系产业链条。当时经济学家钟伟的估计是每年房价必须上涨 15% 18%，低于此的增长率都会让房地产市场链条崩断。

卖地财政成为众矢之的，其罪状荦荦大者就有导致耕地面积下降、地方政府不愿提供保障性住房供应用地、卖地所得部分在预算外运营完全脱离监管、卖地所得寅吃卯粮不顾今后发展，等等。

房地产畸形市场化只有短短四五年，利益群体的贪婪之胃已被养得越来越大，但房地产拉动经济的边际效率总有日益递减直至归零的一天，随着普通民众在第一次房改后的红利消失，住房公益性被忽视到无法容忍的地步，房地产市场的矛盾再也无法掩盖。

表面上看，保障性住房与土地财政似乎是两码事，实际上是一枚硬币的两面，保障性住房供应的缺失的反面就是土地财政收入的膨胀与不透明：正是政府深度介入土地这一微观市场，成为争利

的法人实体，而不再是提供公共产品、公共服务的提供者，正是政府依赖房地产增值而无心培育新的经济增长源，才导致了一连串问题的发生。没有住房的保障部分，住房的市场化就是无源之水。

房地产市场化在改进城市居民生活质量的同时，也让我们认清楚了以下几条简单的规律。

第一，政府已成为市场博弈的重要主体，地方政府是隐藏在房地产市场中的最大法人，他们在红利归零之前，不可能与自己的利益为敌。每次改革都是倒逼的产物，房地产市场也不例外。

第二，权钱交易的坏市场经济模式具有极强的自我复制能力。此后曝光的无数房地产市场权钱勾结案，都无法逃脱坏市场经济的经典模式。换言之，总是极少数人分享蛋糕的大部分。

第三，一个不充分竞争的市场与贫富收入差距过大的社会，不会自动形成均衡价格与健康的梯度消费。反映在房地产市场上，就是利润率最高的高端产品供应过剩，普通商品住房供应不足，或者普通商品房受到高房价的影响，成为高价奢侈品。

住房民生问题在房地产市场发展过程中被忽略到可怕的程度。1999 年全国经济适用住房竣工面积超过 1 亿平方米，占同期商品住宅竣工面积比例超过 50%。但到 2004 年，全国经济适用房完成投资所占比重大幅下滑至 4.6%。国家信息中心房地产信息处的研究报告表明，在 1997 2004 年这 7 年间，全国经济适用房的投资额累计达到 3852.85 亿元，只占同期房地产开发投资额的 11.1%；2007 年国务院全国住房工作会议召开之前，建设部曾向国务院汇报，汇报材料显示，每年 500 亿元是廉租住房对象范围扩大到低收入住房困难家庭所必需的资金需求，数额达到 2007 年廉租房建设资金投入的 17 倍之多。从 1998 2006 年的 8 年间，这项资金投入的总额仅为 70 多亿元。

根据建设部的统计，截至 2006 年年底，全国经济适用房投资不到商品房开发投资的 6%，廉租房建设投资不到商品房投资的 2%。截至 2005 年底，全国累计用于低收入家庭住房保障的资金仅为 47.4 亿元，2006 年全年投入的低收入家庭住房

保障资金不足 20 亿元。投资与收入每况愈下，而据媒体报道，在郑州等地，大户型的经济适用房普遍成为官员的利益寻租场，恶化了对弱势群体住房保障的挤出效应。

2008 年 3 月 17 日，住房和城乡建设部副部长齐骥在“两会”记者招待会上列举的数据证明了这一点。在 2007 年中央政府动用行政强制力量以前，截至 2007 年年底，全国通过廉租住房制度使 95 万户低保家庭住房条件得到改善，其中 2007 年一年解决了 68 万户，占比接近 72%；另外，从 1998 2007 年年底，地方政府累计投入了用于廉租住房制度建设的资金是 165 亿，其中 2007 年一年投入 94 亿元，占之前总和的 1.3 倍。两组数据形象说明了以往政府在住房保障与住房高价化上的巨大落差，政府显然有未尽之责。

作为调控房价的重要手段，廉租房建设受到了越来越多的关注，民众将此视为政府能否在房地产市场回归公益角色的风向标。转了一圈，回到了 1998 年“23 号文”的政策原点。

由于各方主体对利益追求的惯性，令新政执行起来难上加难。地方政府压根儿就提不起积极性，倒逼式改革往往处于经济下行时期，正是房地产市场大显身手之时，此时却要地方政府反其道而行之，钱从何来，是否符合经济规律，就需要从长计议。这一计议，需要个三年五载也说不定。

中国经济因此付出惨重代价。有形的代价是政府必须动用公共财政为缺失的保障欠账买单，同时动用公共财政为房地产市场暴利收尾。建设部副部长仇保兴 2007 年 10 月表示，预计用三年时间，廉租房和经济适用房的投资将呈翻番的趋势，地方政府的土地收入、纳税人的税收、住房公积金收益等，都成为资金来源。

无形的代价是可能使市场进程倒退。中国房地产市场的疾患，培育出了一大批房地产“愤青”，他们对所有与“市场”沾边的房地产举措，一概反对，甚至要求取消开发商、中介商，同时高举双手呼吁政府全面接管房地产市场，还支持动用他人的公积金建设保障性住房，革富有者的命。这不仅

会摧毁房地产市场化的根基，更致命的危害在于，由此推衍出的逻辑，导致了对市场的全盘否定。

严厉管制的市场与暴利结伴而行，权力介入越深，食利者越多，利润越高，社会保障部分越小。房地产市场的教训，是其他管制市场的一面镜子。

政府与开发商长期以来关系融洽，不仅见诸于房地产“18号文”，在土地增值税等许多税费的征收上，也长期搁置不用，这一切的目的都是为房地产业的繁荣创造一个有利的环境。一个很清楚的事实是，房地产业链条很长，上游土地市场的获益要靠下游开发商与购买者，有价无市难以实现真正的增长，因此创造与培育消费市场变得特别重要。地方政府获取收益主要在房地产一级市场，对地方政府而言，其交易的主要对象是房地产商，因此，房地产商的报价高低直接影响政府收益，而房地产商的积极性来自于其交易对手即购房者的激励。

繁荣的房地产商业链条有利于地方政府、房地产商与房产投资客，唯一不利的是出手不快的普

通购房者，在很长一段时间内政策的倾向性保护与牺牲的指向不言自明，普通购房者成为被剪羊毛的可怜群族。

政府与开发商终结蜜月期

地方政府与房地产开发商疯狂的狂欢无可奈何地接近尾声，在紧缩政策的打压下，只能各保其身。

裂隙在最容易断裂的地方产生，一向关系极好的房地产开发商与地方政府出现龃龉，而后各个相关部门试图将自己从烂泥塘里抽身。部门之间、政府部门与开发商之间，展开了激烈论战。

国土资源部一贯声明地价与高房价无关。2006年6月13日，国土资源部副部长小苏在2006年中国土地交易会上，对当前中国房地产市场的土地供应、地价与房价的关系等方面进行了分析，表示中国房地产市场土地供应不存在地荒问题，并重申地价并未拉高房价。小苏以土地供应数字否

定了“地荒说”，指出就土地供应而言，近几年来房地产业用地占到了全国供地总量的 30% 左右，重点城市比例则更高。并重申地价并未拉高房价，反驳了“政府大赚土地钱”的说法。他称土地出让金（政府获得的土地纯收入部分）只占到地价的 25%，占房价的 10% 以下。地价中其他 75% 左右是征地补偿，或是城市拆迁费用，以及七通一平、九通一平 □ 为主的城市基础设施建设费用。而政府获取的不超过 10% 的纯收益，也主要用在了城市公益事业、基础设施建设，以及一部分低收入困难户的住房保障。国土部撇清责任，自己并非高房价的罪魁祸首，这番说辞很难让人相信。

部门之间的纷争早见端倪。2005 年，一向对房地产开发贷款忧心忡忡、主张紧缩贷款的中国人民银行就与当时的建设部进行了一场纷争。2005 年 8 月 15 日，中国人民银行发表《2004 年中国房地产金融报告》，其中明确提出，由于预售房制度存在严重的金融风险，建议取消商品房预售制度。中国人民银行的态度的得到某些官员的支持，而这

前的7月31日，国土资源部土地利用管理司司长廖永林在“《物权法（草案）》土地问题座谈会”上也指出，目前房地产市场上出现的种种问题，特别是乱炒房地产，都跟预售有关，建议完全取消商品房预售。然而仅隔9天，2005年8月24日，建设部就在其官方网站上明确表态，国家近期不会取消商品房预售制度。

时间倒退到两年前，2003年6月5日，中国人民银行发布“121号文”，要求严格审批空置量大、负债率高的房地产企业，掀起开发商巨大的反对声浪，由于这一政策有损银行的赢利机会，也遭遇银行业内部沉默的抵制。两个多月后的2003年8月12日，国务院发布“18号文”，其中第14条规定：对符合条件的房地产开发企业和房地产项目，要继续加大信贷支持力度。这个建设部主要参与的文件，引入了大量房地产商人的意志。

中国人民银行与建设部之所以围绕商品房预售制度展开激烈争论，是因为这一制度是我国现行的房地产滚动发展模式的核心。如果取消商品房

预售制度，房地产开发现金链就会崩裂。据中国人民银行的统计数据，2004 年房地产开发资金超过 55% 来自银行贷款，其中第一大资金来源就是“定金和预收款”。而预售房重复抵押等引发的风险也导致银行坏账快速上升，四大国有银行中，农业银行房贷总额的不良贷款率高达 16%，风险控制较好的工商银行、建设银行也达到 7% 左右。银行机构的管理者认为，是自己的资金支撑了现在房地产的发展模式，并使风险积聚在了银行。

建设部门窝了一肚子火，国内房地产融资渠道本来就不通畅，截至 2005 年 8 月，境内外上市公司融资的房地产公司不足 130 家（含非主业房地产公司），仅为全部房地产公司的 0.3%；利用信托方式融资的全部资金累计不足 150 亿元，约为当年房地产开发完成投资额的 0.1%。因此，预售房制度是一条主要的融资渠道，一旦取消，大多数房地产商将遭遇灭顶之灾。显然，在长期从事房地产的人士眼里，那些取消预售款之类的说法是抢夺眼球、不负责任、不懂房地产市场的胡说八道。

建设与房地产商的暧昧关系久受民众诟病，有人甚至认为建设部就是助推高房价的始作俑者，从以往建设部某些官员的发言来看，不无推高房价的嫌疑。建设部作为宏观调控的主导部门之一，无法证明自己作为政府部门的公正而独立的身份。

虽然建设部为开发商撑腰，出于身份不得不顾全大局，时任建设部部长汪光寿指责开发商“有的不愿建普通商品房，盲目追求过高利润，有的不负责任地散布房地产冬天等言论，有的甚至公开曲解中央调控政策，借助个别媒体误导消费者”。

2009 年，各方矛盾白热化，全国工商联房地产商会在全国“两会”上为房地产开发商鸣锣喊冤。

喊冤者本身就曾经是投机家族的活跃分子，他们只有在暴利消失、利益受到侵害时才重扛市场化大旗，开发商恢复了市场主体的本来面目，用市场与法律替自己撑腰——这与那些平时不知《宪法》为何物，生死时刻举起《宪法》维权的人何其相似。

房地产商并非无理取闹。当他们从政府手中拍得土地的时候，也就在规则许可的范围内获得了房型等设计方面的自由。2006年5月29日公布的《关于调整住房供应结构稳定住房价格的意见》（“国十五条”）规定，自2006年6月1日起，凡新审批、新开工的商品住房建设，套型建筑面积90平方米以下住房（含经济适用住房）面积所占比重，必须达到开发建设总面积的70%以上。政府突施冷箭收回房地产自主规划、建设权利，2006年强逼开发商更改设计，当然令开发商痛苦万分。这种单方面撕毁协议的行为虽然是行政经济下的调控常态，但并不等于公道。就事论事，此次房地产商确实受到了不公正的待遇，尝到了类似于深受准入门槛之苦的民间加油站、民营钢厂一样的痛苦。由于房地产商一直是地方政府的宠儿，他们对这种痛苦的感觉也就来得格外强烈。

但房地产商不该忘了自己以前的好日子是怎么来的，难道那些远高于国际平均利润率的暴利真是市场的赐予吗？事实上，房地产商一直在政策的

哺育下，从大规模拆迁人为制造无数需求者，到市场初期大开发商得到的廉价土地，无不是政策的功劳。那时没听到房地产开发商多谈市场公平，而是一味强调为“富人造房”，面积越造越大，越建越奢华，而房产一年之内易手数次、房产循环抵押获取炒作资金的投机性消费被粉饰为市场的本来面目。

中国的房地产市场成为永远无法成熟的青涩市场，市场不是面向大多数消费群体，这埋下了房地产市场的定时炸弹。当时政府可能在财政的压力下不置一词，甚至在同一战壕大唱房地产高端化的赞歌。但在民意的巨大压力与未来改革路径的抉择下，政府必须采用极端手段，“催熟”房地产市场，强迫房地产商为多数消费者服务。

房地产商应该摆正心态，对应着一个有庞大中低收入住房需要的市场，维持 100% 利润是不现实的，30% 也是不合理的。既然他们喜欢谈国际惯例，那么也应该正视一下国际房地产开发 10% 左右利润的事实，开发商一味声称中国房地产利润

率只有 8%，无疑是把大众当成了白痴。2009 年 4 月 14 日，房地产思想家冯仑先生再次强调，10 年来，以 A 股上市公司业绩统计，房地产开发商的平均资产收益率甚至达不到 5%。

当时笑纳行政的好处，并未提出任何异议，如今政策对己不利，转而攻击行政经济的不足——这样的行为说得好听点叫商人本性逐利为先，说得难听点就是彻头彻尾的投机。这样的主体既不会成为可靠的同盟军，当然也成不了市场的顶梁柱。

房地产商的不成熟不过是市场经济不成熟的反映，房地产商的投机也不过是普遍的投机风潮的组成部分，房地产没有比其他市场主体更恶或者更善。社会对房地产商过于苛刻的道德指责，甚至提出取消开发商的过激之论，既有保障公益的正义呼吁，也不乏暴力均分财产、投机者趁势出名种种炒作；也要警惕房地产商及其利益同谋者假借市场为名，把反市场的暴利行为当成市场化理所当然的结果推销给社会。房地产市场既应反左，也应反右。

房地产商主张把市场的归于市场，政府的归于政府，这没有错，但清醒的房地产商迟早会意识到，这样做的结果是市场利润归于均衡，因为政府的真的归于政府了，政府也就不会允许开发商肆无忌惮地攫取暴利了。

按照以往的政策运行逻辑，房地产商受到越来越紧还是逐渐宽松的待遇，取决于房地产商对中国经济的作用有多大，其捆绑金融机构的程度有多严重。如果地方政府在土地财政之外迟迟无法找到经济的支撑点，那么，房地产业将会很快回到经济舞台的中心位置，在种种名义下进行新一轮大发展；如果国内金融机构通过改组上市成功冲销了房地产业下降带来的不良贷款风险，或者通过资产证券化转移了风险，那么，房地产商的要求就不是需要特别考虑的问题。这两种内涵相同，取决于一点，即中国经济能否尽快摆脱对房地产的饥渴性依赖症。

相对而言，扫除房地产商暴利最容易，没有背景的房地产商说到底只是一介商人，而商人在目

前依然无法左右经济与财政大局。一些无法抵抗调控压力的房地产商会消亡，尤其是没有行政资源为依托的中小房地产商。房地产业的调整很可能衍变为数个房地产企业尤其是国有企业做大做强的翻版。

不论从土地供给方式上，还是融资渠道、住房的主要供应上，房地产的市场化不过是政策主导下半吊子市场化的演绎。法律与政策受既得现实经济发展需要与利益阶层的牵绊，制度性的双轨制造成了房地产业制度性的投机格局，政府要扫平雷区，就要改变房地产业的制度性格局。

2005 年中国人民银行与建设部的激烈争论，启动了房地产市场宏观调控的大幕，接续了 2003 年因 SARS 未能完成的调控大业。

继续双轨制之旅

在 2007 年 3 月 5 日温家宝总理的《政府工作报告》中，给房地产定的调子是稳定发展，所谓稳

定，即房地产开发商利润回归均衡水准，房地产投资者不可能再通过房地产获得数倍净利的转让收益，对习惯于高利润的房地产开发商和习惯于高投资收益的购房者而言，无疑是心理的烤灼，对于依赖房地产的中国经济何尝不是。

房地产市场面临根本转变

2007 年 8 月，国务院发布关于解决城市低收入家庭住房困难的“24 号文”，表明房地产市场大局初定。中国房地产市场将以廉租房与经济适用房满足低收入阶层的住房需求，以商品房满足另一部分人的需求。

在走了一大段弯路、在代价极大的试错之后，政府以抑制调控房地产，以反投机倒把式的手段打击房地产投资为策略——中国房地产业终于重新回到正轨：重归保障与市场两分天下的格局。

政府试图使房地产市场出现以下局面：低收入者通过政府的廉租房或者廉租房补贴解决住房问

题；中低收入人群通过有限产权的经济适用房购买有限产权住房；其他高收入人群通过房地产市场解决住房问题。为避免利益群体的贪婪，“24 号文”对于廉租房与经济适用房的土地资金来源作了交代，尝试用有限产权与资格认定堵住经济适用房的寻租之路，同时第一次明确表示，除了两类企业外，停止非驴非马、大开行政寻租之门的单位集资建房。

与以往口惠而实不至地满足住房保障需求不一样，这次政府似乎下决心完成目标，大规模的配套措施也即将出台，房地产市场宏观调控部际联席会议负责研究提出解决城市低收入家庭住房困难的有关政策，协调解决工作实施中的重大问题。完善廉租房管理办法和经济适用房管理办法、城市低收入家庭资格认定办法、廉租住房保障专项补助资金的实施办法等政策将一一出台。

“24 号文”是对房地产市场的再次矫正。从“23 号文”、“18 号文”到“24 号文”，房地产以市场为名走过了一条超额垄断利润之路，对保障性

住房的重视，让我们看到垄断利润反哺社会的一丝光亮。

“24 号文”的出台在 2005 年开始的房地产调整周期就已显现踪迹。为保障公益性住房的资金来源，中央政策对地方政府动用铁腕，用行政手段解决地方政府积极性不高与寻租兴趣高涨的棘手难题。2006 年 8 月，财政部、建设部、国土资源部出台的《关于切实落实城镇廉租房保障资金的通知》明确规定，各地土地出让净收益的 5% 必须用来建设廉租房，廉租房建设资金专户管理，专款专用。建设部亲自“督战”，首次提出了“应保尽保”的硬性要求，除为 145 个城市划定“2007 年年底”的时间底线之外，要求 166 个尚未上报和承诺从土地收益中提取比例用于廉租房建设的城市，必须在 2007 年 5 月 1 日之前上报，而后向社会公开承诺。

为抑制经济适用房寻租，廉租房被重新搬到前台，而对经济适用房居住人群的调查将更加严格。有报道称，建设部有意从开发商手中收回经济适

用房的开发权，改由政府自行承担。关于集资、发债、建立基金等多方面筹措廉租房建设资金的讨论也在经济学界、房地产界、全国工商联住宅产业商会热烈讨论。

以行政权力对抗行政权力未必见效，但以行政权力对抗权贵权力却受到上下一致的拥戴。围绕房地产市场，人们关注的焦点始终是暴利与高房价，而不是市场化与公平、法治，呼唤政府出手打压房价，这一深厚的反市场基础，让政府的出手屡屡得到民意背书，并且成为振振有词的清官，而市场被涂上了可笑的小白鼻，成为一个人人得而侮之的丑角。

大规模推出公益性住房是建立保障性住房的重要步骤，这一点贯穿整个调控过程的始终。

2009年3月30日，全国保障性安居工程工作会议在长沙召开。中共中央政治局常委、国务院副总理李克强出席会议并作重要讲话，会议确定，三年内解决750万户城市低收入家庭、240万户林区垦区煤矿等棚户区居民的住房困难。

一个星期之后的 2009 年 4 月 7 日，政府推出《医药卫生体制改革近期重点实施方案（2009 2011 年）》，标志着具有里程碑意义的医疗改革方案正式出台。历经数年改革向何处去的全民大讨论，在房地产、医疗等引发巨大争议的领域，新型改革路径尘埃落定。方向就是，政府承担提供公共产品职能，根据现阶段条件，确定公共服务从初级到高级的实现阶段。无论是房地产市场改革，还是医药卫生体制改革，首次明确政府对于公共医疗具有不可推卸的责任，大致理清了政府与市场的边界。政府已经意识到，不建立公共服务体系，所谓经济的转型、拉动内需就是一句空话。改革至此，社会体制与经济体制改革浑然一体，很难单兵突进取得成功。房改方案与医改方案预示了中国改革的分水岭，对中国未来关切者绝不会忽略如此重要的信号。

2011 年、2020 年，是中国改革史上非常重要的时间节点。按照房改、医改规划，到 2011 年，解决基本保障性住房建设，基本医疗保障制度全

面覆盖城乡居民，基本药物制度初步建立，城乡基层医疗卫生服务体系进一步健全，基本公共卫生服务得到普及，公立医院改革试点取得突破，明显提高基本医疗卫生服务可及性，有效减轻居民就医费用负担，切实缓解“看病难、看病贵”问题。

2006 年，中共十六届六中全会通过的《中共中央关于构建社会主义和谐社会若干重大问题的决定》，将到 2020 年基本建立覆盖城乡居民的社会保障体系作为构建社会主义和谐社会的重要目标。

到 2020 年，覆盖城乡居民的基本医疗卫生制度基本建立。普遍建立比较完善的公共卫生服务体系和医疗服务体系，比较健全的医疗保障体系，比较规范的药品供应保障体系，比较科学的医疗卫生机构管理体制和运行机制，形成多元办医格局，人人享有基本医疗卫生服务，基本适应人民群众多层次的医疗卫生需求，人民群众健康水平进一步提高。

2009 年 4 月 13 日，国务院总理温家宝主持召

开国务院常务会议，审议并原则通过《关于推进上海加快建设国际金融中心和国际航运中心的意见》，指出到 2020 年，将上海基本建成与我国经济实力和人民币国际地位相适应的国际金融中心。

很明确，2011 年是我国基本保障制度的建立期，到 2020 年是完善期，同时，也是人民币汇率彻底市场化的关键时刻。一场大战已经打响，人民币、央企等经济改革、基本保障制度为标志的社会转型，两路作战，全都是难啃的硬骨头，说中国改革进入深水期，毫不为过。

消灭房地产市场投资者

“24 号文”以及随之出现的房地产调控政策并未向市场化之路上迈进，而是以行政之手的强大压力逼迫房地产开发商尽公益之责，混淆了政府与市场的边界。

房地产继续双轨制之旅：一是房地产产业链条的双轨制，从土地到开发分别隶属于不同的机构；

二是住宅供应的双轨制，单位自建房、限价房、经济适用房的界限被混淆，人们以为的保障房，结果作为商品房流通，谁获益谁受损一目了然；三是价格双轨制，政府的限价政策把商品当做了公共产品。

政府严厉的土地政策，严禁小产权房的态度，都说明了中国房地产市场的土地这一核心更加坚硬。由于土地市场垄断不变，意味着维护目前商品房市场的整个运作模式不会改变，否则就会产生土地财政崩塌现象。市场可能会出现两极现象，随着保障性住房体制的完善，反而会减小商品房市场涨价的社会压力，放开商品房市场的价格不会激起反弹，房地产市场价格仍然会上涨。

房地产进入调控期之后我国实行了最严厉的土地政策。2006年9月，国务院发布《关于加强土地调控有关问题的通知》。这份标为“国发〔2006〕31号”的文件，涉及农地转用审批权下放、工业用地出让招拍挂、土地出让金预算管理、耕地保护“省长负责制”等诸多政策变化，收紧了土地政策

的使用权限，国土资源部垂直的土地督察制度随之火速建立，对各地的用地进行严格督管。从市场角度理解，这意味着土地供求关系的进一步失衡，无怪乎这一政策被市场人士普遍解读为中国房地产价格将继续高企的重要信号。

政府有两种办法解决保障性住房与抑制房价，这两种办法全部涉嫌直接干预市场。

首先是通过紧缩银根、制订歧视性的利率减少投资性住房需求。

2007 年 9 月 27 日晚 11 点许，中国人民银行、中国银监会网站同时发布《中国人民银行、中国银行业监督管理委员会关于加强商业性房地产信贷管理的通知》（银发〔2007〕359 号），市场所称的紧缩性“房贷新政”出台。

文件规定，对购买首套自住房且套型建筑面积在 90 平方米以下的，贷款首付款比例（包括本外币贷款，下同）不得低于 20%；对购买首套自住房且套型建筑面积在 90 平方米以上的，贷款首付款比例不得低于 30%；对已利用贷款购买住房、又

申请购买第二套（含）以上住房的，贷款首付款比例不得低于 40%，贷款利率不得低于中国人民银行公布的同期同档次基准利率的 1.1 倍，而且贷款首付款比例和利率水平应随套数增加而大幅度提高，具体提高幅度由商业银行根据贷款风险管理相关原则自主确定，但借款人偿还住房贷款的月支出不得高于其月收入的 50%。

央行与银监会违背金融机构的风险认定常规，强迫银行将房贷优惠转向小户型、首次购房的购房者，而不是已有诚信交易纪录的大客户，以防止泡沫危机传染到银行。他们十分害怕投资性房产所带来的贷款风险，宁可损失最优质的个人房贷，宁可违背风险控制的信用高低原则，强迫银行按他们的规则行事。

个人房贷是银行最优质的贷款部分，不良率远远小于其他贷款。央行金融市场司副司长霍颖励女士印证了这一点，随着我国房地产贷款尤其是个人房贷的大幅下降—截至 2008 年 11 月末，全国房地产贷款余额增速比 2007 年同期回落了 20.6 个

百分点，个人住房贷款余额比 2007 年同期低 25.8 个百分点——受伤的不是投资者（他们可以持币待购），而是利润率正在下滑的各商业银行。香港地区房价失速下滑，都没有造成个人房贷的大面积坏账，日本同样如此，说明东亚地区房地产市场个人信用经得起考验。真正有风险的是开发贷款，如果房地产像海南地产泡沫一样崩溃，则神也难救。

对投资性购房的限定目标瞄准外资。2006 年，有关部门出台文件，规定只有境外机构在中国境内设立的分支、代表机构（房企除外）和在中国境内工作、学习超过一年的个人，才具备购买符合实际需要的自用、自住商品房的资格，而且购买必须采取实名制。这一方法是各国制约国际投机的常用招数，算不得新鲜。其要害在于，以限制最低注册资本金等方式将借钱玩钱、家底空空的纯粹资本市场游戏者逐出房地产业，并且通过筛选买房客，将投资、工作在中国的境外人士留下来。

我国对外资购房无明文限制举措，唯一的一条是在 2004 年修订的《外商投资产业指导目录》中，

对于涉及普通住宅开发建设的房地产业都仍然作为“鼓励类”外商投资产业目录。这一政策在现实的映衬下尴尬无比。短视的政策，常根据短期的经济需要制定，而不是着眼于建立一个公平公正的市场体系这一长远目标。在 2003 年以来需要资金或者需要房地产拉动经济时，银行贷款、加息、房屋改造等政策无不依此而行，为渊驱鱼、为丛驱雀，就是造也要造出一个房地产牛市。对于事关国内民众基本生活需要的房地产业对外资毫不设限、对高价房眼开眼闭，不过是这种短期投机政策的表现之一。

2005 年宏观调控政策乍起，在摩根士丹利、嘉德置地、渣打银行、老虎基金相继在国内投资之后，又有 7 家庞大的海外投资机构谋求介入内地地产市场。而国内企业受此激励，也频频与外资合作、甚至直接披上外资的虎皮与政策对抗。“国八条”以及以往调控政策的失败，外资是一个不可忽视的因素。国外资金实力几何？不算动辄几十亿美元的基金，根据国际货币基金组织的估计，全球国

际游资在世界各地的市场上总额为 7.2 万亿美元以上，加上运作灵活，横扫中国楼市不在话下。李嘉诚等巨富在内地商业地产市场的动作，成为市场人士的主要风向标。

配合抑制房价的措施，为了避免外资成为中国房地产泡沫的制造者和抄底者，2007 年 10 月，国家发改委与商务部联合出台的《外商投资产业指导目录（2007 年修订）》抑制外资流入房地产，在于减少房地产市场资金的流入：从 2007 年 12 月 1 日起，外资将不再被鼓励进入内地普通住宅的开发建设；更严厉的是，为了防止外资直接或通过中介炒房，外资进入二手房交易市场及房地产中介或经纪公司的途径也将受到全面限制。

随着平抑房价、冷却经济成为经济工作的重中之重，抑制住房投资终于到达走火入魔的地步。

2007 年 12 月 24 日，上海市发布《贯彻国务院关于解决城市低收入家庭住房困难若干意见的实施意见》称，上海市房地委、发展改革委、公安等部门，将研究制订以居住证制度为核心的来沪人

员购房政策，合理引导跨地区购房。此后，上海市房屋土地资源管理局有关人士表示，该方案尚在研究阶段，还没有具体实施办法，也没有时间表。

以居住证为核心进行购房限制，其实质就是对外地购房者进行地域性的歧视，这样地方政府就能够通过本地居民信息掌握二三套住房的信息，以最大限度地减少住房投资的可能性。这种逻辑推到极致，必然会推出居民按户籍所在地只购一套房的政策，通过高税收、限制外地居地购房，政府可以成功达到消灭住房投资、短期投机的目的，但也成功地展示了他们对于劳动力与资源流动是最大的障碍。一些拥有外籍身份却长期在国内投资、工作、生活的人士，一些民营企业的老总，白领打工人士，他们的户籍所在地天南海北，但都希望在上海或者北京安家，居住证制度便成为最大的阻碍。如果鼓励自住性需要到了以居住证限制外地人购房的程度，就是与劳动力的自由流动与市场经济为敌。幸亏，这种走火入魔式的购房政策没有真正执行。

在舆论与政策的引导下，正常的住房投资带有“原罪”色彩，似乎一夜之间恢复了投机倒把罪。增加居民财产性收入言犹在耳，却被道德卫士扔进了垃圾筒，他们想建立一个没有投资者、更没有投机者的纯洁市场。

开发商也要承担保障之责

更可笑的是，受到金融危机的冲击，房地产政策在短期内发生巨大变化。2008年下半年，经济形势急转直下，有关方面的态度发生了戏剧性的转变，稳定房地产市场成为主流。房地产投资的急速下降，以及房地产库存需要消化30个月以上的事实，让遭受金融危机重创的政府不安。

政策的解读发生微妙变化。中国人民银行行金融市场司副司长霍颖励2009年1月6日在“促进房地产市场健康发展相关情况”新闻发布会上含蓄地指出，2008年10月22日人民银行发布的“31号文件”核心思想是扩大贷款利率下浮幅度，

调整首付款最低比例，在这个基础上，要求商业银行对居民首次购买普通自住房和改善性住房的贷款利率和首付款比例提供优惠条件。2008 年 12 月 20 日国务院又出台若干意见，在更高层次上提出了加大对普通自住房和改善性住房的信贷支持力度，进一步明确了国家推动住房合理消费，促进房地产健康发展的基本态度。

2008 年 12 月 22 日，国务院的若干意见规定，购买改善性住房，可以享受优惠的贷款条件。虽然这里用的是“改善性住房”一词，但谁都知道这意味着二套房房贷政策的放开，意味着投资性住房欲遮还羞的放开。

银监会没有取消二套房“首付 40%、利率上浮 10%”的政策，各银行还得照此规定执行，房贷 7 折优惠没有很快落到实处。就控制风险而言，央行规定借款人每月偿还贷款的支出不得超过个人收入的 50% 已经足够，关键是落到实处，银行与开发商携手演戏的事并不少见。

政府试图让开发商背负平衡房地产市场结构的

责任。

从“国六条”的新审批、新开工商品住房建筑套型建筑面积 90 平方米以下所占比例必须达到开发建设总面积 70% 以上，到 2007 年《政府工作报告》提出建设普通商品房，无不预示着一个以行政之手调控商品房结构时代的来临。

2006 年 5 月 17 日，国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议，研究促进房地产业健康发展措施，针对国内房地产市场所存在的问题提出 6 条措施。具体措施包括：切实调整住房供应结构。重点发展中低价位、中小套型普通商品住房、经济适用住房和廉租住房；进一步发挥税收、信贷、土地政策的调节作用。严格执行住房开发、销售有关政策，完善住房转让环节税收政策，引导和调节住房需求。科学确定房地产开发土地供应规模，加强土地使用监管，制止囤积土地行为；合理控制城市房屋拆迁规模和进度，减缓被动性住房需求过快增长；进一步整顿和规范房地产市场秩序。制止擅自变更项目、违规交易、囤积房源和哄抬房价行为；

加快城镇廉租住房制度建设，规范发展经济适用住房，积极发展住房二级市场和租赁市场，有步骤地解决低收入家庭的住房困难；完善房地产统计和信息披露制度。

这是文件尊重了居民的居住权，却显示用行政之手纠行政之偏的传统思路。为了房地产市场纠偏，加深了房地产市场的制度性弊病。

2006 年 5 月 29 日，国务院办公厅转发建设部等 9 部门《关于调整住房供应结构稳定住房价格的意见》，除了提高税费、严格房地产信贷条件之外，最受争议的是实施细则规定：“自 2006 年 6 月 1 日起，凡新审批、新开工的商品住房建设，套型建筑面积 90 平方米以下住房（含经济适用住房）面积所占比重，必须达到开发建设总面积的 70% 以上。过去已审批但未取得施工许可证的项目凡不符合上述要求的，应根据要求进行套型调整。”

连具体规定开发商建筑套型面积比重的办法都上场，有关方面调整房地产消费结构再次走火入魔。房地产商不得不改变既有的规划设计；不得不

承担起保障居民基本生活的重任——这在开发商眼里向来不屑一顾；一旦套型建筑面积 90 平方米成为主流，房产便可能成为大众消费品，再难有往日奇货可居、高价而沽的风光。也意味着 2004 年“8.31”土地大限之后 2 亿平方米的土地储备过关，至少有 1 亿平方米的项目要重新调整规划。

开发商愤怒无比，房地产市场著名大炮任志强上万言书痛陈利弊。这份文件同样也让一年前将普通商品房定义在 120 平方米的建设部难堪。90 平方米成为一种象征横亘在市场之上，成为房地产新政能否实施，政令能否贯通的标志，备受瞩目。

政府摧抑房价，必须借由更加行政化的举措直接干涉市场，其间对房地产市场专业的不了解，受到房地产市场人士最强烈的攻击。一如既往，市场各方的暗度陈仓之举层出不穷，一些地方或是充耳不闻，或是突击提前审批土地，或是静观其变，等待制定政策者的决心自行消退。更多的做法是，房地产商加强了对小户型住宅的“合理”规划，只

要客户购买两套相连的小户型，打通之后就是完整的大户型住宅。“上有政策下有对策”从来都不是一句空话，更何况这些对策执行者都是手握地方决策层与话语权、资产处置权的一方政经“诸侯”。

面对开发商的强烈不满，先是建设部房地产业司司长沈建忠出面表示，套型建筑面积和建筑面积大约相差 10 到 15 平方米，也就是说 90 平方米的套型建筑面积约等于 100 到 105 平方米的建筑面积。又表示，70% 的比例是一个地区的总量概念，即各地区 90 平方米的中小户型在开发建设面积总量上必须达到 70% 要求，具体到各个楼盘套型建筑面积 90 平方米以下的户型占多少，要看各地区的实施细则。这就打开了房地产的广阔空间，让愤愤不平的房地产商找到了些许安慰。

政府部门投资到如此地步，已经令人欷歔。更离奇的是，建设部 2007 年 1 月 9 日晚在其网站公布《关于征求 90 平方米以下住宅设计要点（征求意见稿）意见的函》，第二天午间即被撤下。建设

部新闻发言人给出的理由是，该函不符合国务院办公厅和建设部文件要求，经研究决定，对此予以废止。

在这份旨在贯彻落实 90 平方米以下中小套型住宅政策的文件中，将各地各类住宅套型建筑面积标准予以了一些修正，其中“面积控制标准”一栏格外醒目。该条目显示，以夏热冬冷地区 6 层以下住宅的套型建筑面积 90 平方米为控制标准的基数，该地区其他类型的住宅和其他地区各类住宅的套型建筑面积，由这个基数乘以相应的修正系数得出各地区各类住宅的套型建筑面积控制标准。值得注意的是，大部分地区的小户型面积标准在乘以相应的系数后，都有所放宽，最高可达 90 平方米的 1.19 倍，约 106 平方米。意见稿称此举是“为鼓励住宅建筑的节能节地设计”。

此函网上公布不久，就有专家出面论证这是一份人性化的科学的方案，不料话音未落就被重拳击中，科学成为谬误。实际上，即便以最高 106 平方米计算，与 90 平方米也只相差了 16 平方米，各

方为何对 16 平方米如此计较？不仅因为房地产权贵集团不被信任，更因为这是对政令权威的挑战。

建设部突然出台此类政策，既缺乏瓜田不纳履、李下不整冠的传统智慧，也示人以向房地产商施惠的标本。征求意见函被撤之后，建设部新闻发言人惜字如金的解释很难打消民众对政策制定过程不透明、不科学的疑虑，他们显然无话可说，也无态可表。

开发商不会想到，他们呼唤政府建设保障性住房，清楚划分市场与公益产品的边界，给自己带来了行政的紧箍咒。政府命令既出，开发商重弹市场化老调就不会有什么用处，不仅因为有太多的人相信房地产行业的市场化不过是权钱交易的幌子，还因为政府已经无处可退。如果普通商品房供应无法跟上，调控房价依然是空话一句，解决一个城市 3% 的最低收入人群无助于抑制商品房价，这些人本来就不是商品房消费群体。所以，政府只剩下一条路可以选择，让开发商提供足够的普通商品住房。

虽然土地与房地产税费收益很诱人，但面对舆论与经济过热，以及成为大泡沫的房价，政府的取舍无需多问。从银监会对假按揭的调查，到财政部2006年公布39家房地产商隐瞒高达26.79%的利润，以及收回经济适用房开发权的可能性，全部证明，房地产市场大洗牌在即，房地产商只有两种选择，一是帮助政府承担住房保障责任，二是上演壮士断臂的惨剧，让房地产业崩盘，这种火烧连营的威胁将动摇中国金融机构的根本。房地产商没有其他选择，必须与政府一致行动，承担部分住房保障的责任。

地方政府托市、压市，干预无极限

行政权力容易自我迷恋，对市场的干预没有终点。

2007年3月，正在北京参加十届全国人大五次会议的广州市市长张广宁表示，广州将全力控制房价，“至少要稳定在合理的水平”，劝中低收

入者不要急于买房。此言被视为地方政府承诺降低房价的典范广为传播，也受到尚未购房者的大力喝彩。在 2007 年 1 月广州市召开两会期间，张广宁就有类似的表述。当时的背景是广州房价在 2006 年急速蹿升，据广州市国土房管局发布的《2006 年 12 月广州市房地产市场分析》，在 2006 年 12 月份广州原 10 区的均价为 7 205 元/平方米，比 2005 年 12 月份的 5 278 元/平方米涨了 1 927 元/平方米，涨幅达到 37%。因此，张广宁在广州两会上承认了越想调低房价就越高的事实，但仍然表示政府有能力控制房价。他的底气来自于政府越来越严格的调控手段，以及在 2007 年 1 月份广州国土房管局提供的数据是房价同比下降 0.7 个百分点的事实。

政府当然有能力控制房价，否则张广宁不会几次劝告中低收入者暂停买房。张广宁开出的药方一是增加土地供应，二是多建廉租房和针对中低收入者的经济适用房。还应该加上一味重药，2007 年的广州市政府工作报告中提出“房地产业应重

点发展普通商品房”，房地产开发商的结构将受到严格控制。广州市通过调查设定了大小户型房的框架，事实上圈定了一个让利的范围。根据 2006 年的统计，广州市民需要 90 平方米以上住房的占 70%，需要小户型的只占 30%，而政府统计中低收入人群一共 8.46 万户，预计到 2010 年针对这一人群建立经济适用房，限户型、限价格、限收入、限居住对象分房、随着相应的经济适用房陆续推出，限价房对于高房价的抑制作用也有所显现。

广州建立经济适用房的成本由政府与房地产商共同分担。2007 年 1 月 30 日，广州首批“三限双竞”（限房价、限户型、限销售对象，竞房价、竞地价）住宅用地开标，政府与开发商通过竞价限价的方式设定了两块土地与房屋售价。这使得房价被强行界定在一定的波动区间内，通过这一方法，政府也能控制房价急跌。开发商的房屋结构被限定，也就意味着开发商将被迫为房价企稳作贡献，行政之手介入市场乃是大势所趋。房价在短期内不会再如脱缰野马。

市场一发言，数据马上跟上。广州市国土资源和房屋管理局公布 2007 年 3 月份广州一手房价，比 2 月份下降 700 元/平方米，成为 2006 年单月以来的最大跌幅。

房地产市场开发需要两三年的周期，即便是廉租房，其立项、建设、出租周期也不可能在一年以下。广州抑制房价新政以 2007 年为起点——从 2007 年开始连续 3 年确保全市 10 区每年供应住宅用地 5 平方公里以上，其中 2007 年供应 5.07 平方公里，住宅供应总量达到建筑面积 1 250 万平方米；2007 年开工建设保障性住房 2.3 万套，194.1 万平方米，随后两年陆续交付使用；到 2010 年要建设经济适用房 840 万平方米、10.51 万套，基本解决广州全市 8.46 万户中低收入家庭的住房问题；2007 年，将公开出让 16 宗居住类闲置用地，通过司法拍卖和公开出让盘活再利用 16 宗烂尾地，合计在老城区增加供应建筑面积 135 万平方米、约 1.5 万套住宅。按照市场常规，这些调控政策要落实到市场最早也要到 2008 年。

当然，政策的公布会给市场吃下一颗定心丸，一些购房者会将购房计划后延：根据广州市统计局 2007 年 3 月下旬的调查，有 57.7% 的居民预计 2007 年、2008 年两年价格会继续上涨，也有 53.5% 的市场认为此时买房不合算。2007 年 3 月广州 10 区一手住宅成交面积为 59.75 万平方米，降幅近两成，是 2007 年以来楼市成交量首度下滑。这些数字都说明了购房者预期和心理的变化。

但广州市 2007 年 3 月房价环比下降 700 元/平方米是一个模糊的数据。根据广州市国土资源和房屋管理局旗下网站阳光家缘公布的即时数据，2007 年 1 月广州 10 区一手房交易均价为 7140 元/平方米，1 2 月为 7435 元/平方米，1 3 月为 7320 元/平方米，平均下降 115 元/平方米，幅度不大。而 3 月份一手住宅签约均价 8100 元/平方米，比 2 月份环比仅下降 34 元/平方米。

用广州市同一区域的价格所进行的比较，才有说服力。以房价较高的越秀区为例，房价略有下滑，同处高价区位的天河区的房价在几百元的幅

度内略有上涨。而花都等均价较低区域，虽有几十元的上涨，但成交宗数上升，远在越秀、天河等高价区域之上，如中心城区（越秀、荔湾、海珠、天河、白云、黄埔）新建商品住宅交易面积仅为 35.8 万平方米，同比减少 41.6%；全市均价最低的花都区交易量则从占全市的 7.49% 攀升至 13.82%。这与一些房地产人士对于市场的判断一致：均价较低的区域交易量扩大，使得广州市房屋均价略有下跌，但下跌幅度不大。郊区交易量的增加是 2007 年 3 月份全市均价降低的主要原因。

广州市政府的强硬干预市场绝非孤证，同一时间，为了抑制二手房交易，昆明市政府规定二手房交易“强制公证”，即用公证的方法来代替房管局对房产转让合同进行审查的责任。

昆明市房管局强制公证的做法，违背了有关法律以及自由契约的原则，也是对房产交易权力的剥夺，甚至引起当地省人大常委会等立法部门和交易者的普遍不满。为什么从法律到立法部门的反对，都无法阻止昆明市房管局的强制公证？因为

房管局处于强势地位，在二手房交易市场，如果交易者不遵从房管部门的程序，不进行公证就无法过户，交易只能以失败告终。另一种可能是消费者花极大的时间与金钱代价，从成本上来看与进行公证相差无几。如果走法律程序，交易者要做好成为维权祥林嫂的准备，法院还不一定会受理。这只能归咎于我国立法部门与相关违法监督措施过于软弱，没有制约行政部门的武器，消费者维权代价高昂，人为降低了消费者的维权意愿。二手房交易强制公证的存在，提醒我们，在强大的行政权力面前，法律原则随时都有可能遭到亵渎。

房地产如愿进入寒冬，本应该庆幸，却在 2008 年助长了经济寒冬气势，市场稳定压倒一切，更妙的是，到 2009 年 3 月，各地房地产小阳春的报告扑面而来。最早提出房地产拐点论的王石，在 2009 年 3 月万科的年报会上，虽然坚持“全国性调整尚未结束”，但称珠三角楼市已基本触底。地方政府各显神通，政策上的减税、降息、降首付，开发商主推中小户型降低总价，政府对开发商的

土地支付款网开一面，不再紧盯开发周期，上海开放境外投资者外币保证金账户，限外令在悄悄开闸。托市的决心丝毫不亚于打压的决心。

借保障住房推出国有公司

在保障住房的呐喊声中，国有公司堂而皇之走上前台。在房地产市场强力调控之后，市场集中度快速提高，2006 年年初万科的市值约 300 亿元，到年底超过 800 亿元，位居末席的房地产上市公司市值也在 600 亿元以上；企业的性质和构成成分很快“国进民退”，A 股市场的房地产企业越来越向国有企业集中。2004 年 A 股上市房地产公司的前 10 位 60% 是民营，还有一部分混合经济，少数一两家是国营，2006 年 A 股前 10 位上市公司中则有 60% 是国有大企业，两三家混合经济，只有一家民营企业；房地产资源开始向政府集中，特别在低收入和经济适用房方面的资源。

2007 年 12 月 13 日举办的中英解决低收入人群

住房问题比较研究新闻发布会上，冯仑认为，经过一轮房地产寒冬，未来全国大概应该有 3000 5000 家房地产公司可以存活下来，也就是说，以当时四五万家左右的开发商数目，大约 10 家可以存活 1 家。对于大多数自有资金与土地储备不足的房地产商来说，这是一个难熬的漫漫长冬。中国人民银行货币政策委员会委员樊纲的一句话是房地产市场的点题之语，也是对房地产开发商的安慰，他认为，房价会稳定在合理区间内，“国家对房产市场调控的结果，在于使房价的增长速度放慢，使房价实现平稳增长，即便是出现小幅波动，也不会让‘泡沫’一下子破裂，整个房地产市场的价格不会出现急剧下滑，或者活生生地一下子实现‘硬着陆’”。这相当于为房地产市场定了一个性，也为市场各方定下了一个房地产市场预期的准确基调。

房地产离充分竞争的市场更远，由商人之间竞争形成的均衡价将遥不可及，一个城市的房地产开发由几个特权企业瓜分，垄断价格倒是近在眼

前。

房地产业也有国进民退，还涂上了建设保障性住房的金粉。

与其他城市以政府与开发商合作、政府让渡部分土地收益吸引开发商建设廉租房和经济适用房不同，引起沸沸扬扬争论的郑州公共住宅建设投资有限公司剑走偏锋。2007年7月26日，郑州市政府以红头文件的形式，建立政府对廉租房和经济适用房的垄断市场，以解决低收入人群的住房保障问题，据说此举吸收了香港公屋建设制度的成功经验。香港政府成立法定机构—香港房屋委员会制定和推行公共房屋计划，香港政府部门、议员、媒体组成了三重立体监督网。郑州公共住宅公司毫无三重立体监督体制护航，却也声称自己是吸取了先进经验，可以做到清廉、高效。

声称要把社会效益放到第一位的企业主要创立者、郑州房地产管理局局长王广国宣布，住宅投资公司成立后，在一到两年内，将逐步垄断经济适用房和廉租房市场，也就是说，将不再允许其他企业

涉及这方面业务，原因是其他企业参与建设适用房、廉租房的积极性不大。在为民谋利的借口下，垄断也笼罩上一层道德的光辉。

有关人士并不讳言，住宅投资公司的运作体系，从某种意义上来说就像个项目管理中心一样，有一点像个发包人，投资公司在获得了资源之下还得发包给市场专业团队来做，那么，为什么不一开始就以利润协商、招标的方式交给专业团队以节省管理中间环节、节省成本呢？

由于市场化的企业缺乏政府信用支撑，用一个不怎么赚钱的项目如何从银行融到低息资金，政府怎么放心把土地收入的 10% 交到他们手上，怎么建立起市政府各部门一条龙服务的绿色审批通道？只有政府组建的独资公司可以借用政府的信用，这才是这一模式得以运作的关键。这一模式重复了以往以政府信用向银行融资等非市场运作的陷阱，将市场与公共财政混为一谈，蕴涵着极大的利益与道德风险。

政府干预市场抑制了房价吗？从 2008 年房地

产市场的大跌似乎可以得出这一结论。但考虑到 2008 年全球金融危机深刻地影响到中国，全球房价崩溃，导致人民币与美元一起站立在山岗为全球其他经济体充当安全港，人民币如此坚挺，房地产的保值增值作用消失，消费者就暂时安心持有人民币而不会恐慌性地大肆购买房地产、黄金等实物资产保值。因此，很难说中国房价上涨趋势得到抑制是全球经济紧缩的结果，还是政府调控的结果。事实上，直到全球经济下挫之前，中国房价都在通胀预期中愈挫愈勇。

具体的数据能够证明这一点。从 2006 年开始实行的一系列调整商品房供应结构、摧抑房价的政策，除了税收政策以外，最刚性的一条是 2006 年 5 月建设部公布《关于落实新建住房结构比例要求的若干意见》，其中要求自 2006 年 6 月 1 日起，新建住房有 7 成应该是 90 平方米以下的小户型。经过一年有余的从规划到上市的周期，按理到 2007 年下半年将逐渐显示威力，90 平方米以下的住房应该逐渐成为房地产市场的主角。那些普通

购房者，完全有理由寄希望于小户型的大量出台让自己过上体面生活。但国家信息中心的统计数字显然有着刚性条例的软性一面，2007年15月投资在90平方米以下的项目只占总量的17.2%。该数据引来无数抨击，对于期望以小户型抑制房价的持币待购者而言，这是个噩耗。

2007年11月14日，国家发改委公布统计数据，接受调查的70个城市10月房价创下2005年以来最大单月涨幅，较2006年年同期上涨9.5%。一些地方的统计部门甚至不再公布清晰的房价指数，或者即时销售价格，以防泄露天机。

严厉的房地产调控政策作用不大，增加开发商与投资者的信贷成本等都是治标之策，提高融资成本不能改变人民币升值与土地与人口矛盾之下的房地产升值预期，而当时通胀与人民币升值预期并存，人民币购买力节节下降的事实，使投资者将房地产作为最好的保值增值工具。

房地产调控从未触及土地这一核心，房地产业所遭遇的土地垄断困局、保障性住房建设的财政

困局等核心难题均未从根本上破解，相反，土地控制越来越紧，政府希望借此保住最后的耕地。

仅以政策而论，拐点确实出现了，房地产市场从行政笼罩下的土地垄断型商品房市场向土地垄断下的商品房与保障性住房并重阶段过渡。但能否落实，尚在未定之数，全赖政府对民生的保障决心以及对于市场常识的尊重，以往数度调控无疾而终，越调房价越高，就是因为欠缺对市场规律的尊重，以及政府对二次分配言多行少，或者是行不及言。

房地产为什么不能完全市场化

2007 年出台“24 号文”，是房地产价格失控所造成的严重负面影响倒逼出来的成果。其积极意义在于，在中央政策层面上再次肯定了房地产分成市场与保障两部分，确定了政府保障性住房这一公共产品的提供者的身份，但现实往往是提供者未必能够遵守职责。由于无法解决土地问题，保

障性住房的增加，必然意味着行政权力对市场地盘的侵入。

土地市场决定伪房地产市场的命运

土地无法通过市场流转定价的房地产市场，都是伪市场。

中国房地产市场能完全市场化吗？不能。因为中国要确保 18 亿亩耕地，因为在社会保障不健全的情况下，土地是农民收入的最后保障。2008 年的金融危机让 2000 万以上在城市打工的农民回到乡村，如果没有土地，后果不堪设想。

2008 年年末的一场争论，显示出围绕土地形成的大是大非远未解决。2008 年 12 月 24 日，北京天则经济研究所发布“粮食安全与耕地保护”研究报告，结论为，确保 18 亿亩耕地以保障粮食安全的观点是错误的，甚至是有害的。原国家粮食储备局局长高铁生在发布会现场拂袖而去。国务院“三农问题”智囊则明确表示，天则经济研究所的

结论“经不起讨论”，18 亿亩耕地红线不容突破。上述国务院“三农问题”专家指出，中国粮食安全的保障，一方面靠严厉的耕地保护制度，即 18 亿亩耕地红线不容突破，一方面靠提高生产能力。目前的条件下，靠更新生产能力提高单产已经很难了，所以 18 亿亩耕地红线是中国粮食安全最重要的保障。

土地制度是房地产市场的总阀门，土地制度背后是产权归属、土地收益分配、中国粮食安全等一系列根本问题。

所谓最严厉的监督绝非虚言。中央政府对土地严加调控，国务院办公厅 2006 年下发《关于建立国家土地督察制度有关问题通知》，建立严密的土地督察体制，向地方派驻 9 个国家土地督察局，派出类似于土地钦差大臣的土地督察员，加强土地监管，落实最严格的土地管理制度。这是 2004 年《国务院关于深化改革严格土地管理的决定》颁布后，决定实行最严格的土地管理制度的组织保证。

严密的组织架构辅之以卫星勘察等高科技手

段，相当于在土地使用上建立了一张从天空到地面的立体交叉网络，成效颇彰。从 2000 2006 年，全国因土地违法违规受到党纪、政纪处分的有 8698 人，另有 1221 人被追究刑事责任，仅 2006 年一年，因土地违法违规受到党纪、政纪处分的就有 3094 人，501 人被追究刑事责任，有两名省级干部因土地违法行为受到处理。2006 年，全国开发区数量从清理整顿之前的 6866 个压缩到 1568 个，规划面积从 3.86 万平方公里压缩到 9949 平方公里，压缩比例分别达到了 77.2% 和 74.2%。土地监察部门的后续手段包括曝光典型案例，保持媒体高压态势，同时改变以往处罚村干部等基层干部的做法，将责任上溯，“要铁面”。如果说国家审计署是政府财政的看门狗，国土督察局的职责看来就是担任土地管理的包公。

稀缺的土地与严格的土地制约是高地价、高房价的前提。就房地产市场而言，土地供给与房价高低有密切关系。根据历年中国国土资源公报，2004 年，我国城市地价与 2003 年同期相比，城市综合

地价增长 6.08%；2005 年，全国主要城市综合地价同比增长 4.44%。到 2006 年，土地出让面积、价款显著增长，全国共出让土地面积 23.25 万公顷，出让价款 7 676.89 亿元，同比分别增长 40.4% 和 30.5%，其中招标挂牌出让面积 6.65 万公顷，出让价款 5 492.09 亿元，分别增长 16.3% 和 30.9%。

这一数据证明了地价与房价具有正相关性，并且由于土地具有投资品性质，高地价导致对未来高房价的预期，也只有高房价才能支撑得起高地价。目前的土地交易模式决定了房地产市场的组织结构与运作方式，这是中国“房奴”产生的根源，高地价不降，房奴就会在房地一体化的流水线上被不断制造出来。迭创新高的地王，预示了中国房地产的危险的未来。

但是，对于地价在推高房价中的作用，各利益方从来就没有出示过一致的权威数据，得出过一致的结论，永远各弹各唱各的调。国土资源部副部长小苏 2006 年 6 月表示，国土资源部组织有关单位对 40 个楼盘作了典型分析，结果显示，不论是协

议供地方式还是“招拍挂”，地价占房价的比例平均在 25% 30%。仅隔一月，国务院研究中心宏观部的一份研究报告却显示，2000 2004 年间土地成本上涨 50% 才是房价上涨的主要动因。2001 2005 年间，住宅土地交易价格指数上涨了 49%，住宅价格也上涨了 30%。

在没有配套措施的前提下，如果一级市场开发效率低下，或者政府对开发商囤地提供便利，供地增加并不必然伴随房价下跌。从 2002 年到 2004 年土地供应连年上涨，2002 年是 4 559 公顷，2003 年为 6 438 公顷，2004 年高达 9 498 公顷。与之对应的另一组数据是，2003 2006 年北京市住宅均价分别是：6 314 元/平方米、6 332 元/平方米、7 030 元/平方米和 8 247 元/平方米。从市场消化来看，2006 年北京市商品房销售面积达到 2 607.6 万平方米，在全部销售面积中，商品房住宅销售 2205.0 万平方米，占全部销售面积的比重为 84.6%。土地供应量不断增加，房价并没有因此而滑落，反而节节攀升。因此，加强一级土地的开发效率应该成为

重中之重，而按照目前很多地方从生地到熟地动辄数年的冗长开发周期，将辜负民众的翘首企盼。

土地审批制度万改不离其宗

土地是纲，纲举目张。政府调控房地产着力于土地调控，围绕土地进行了一系列改革。

首先是土地审批制度放权。2007 年国土资源部发出通知，对我国城市建设用地审批方式作出重大调整：此前由国务院分批次审批的城市农用地转用和土地征收，从 2007 年起调整为每年由省级政府汇总后一次申报，待国务院批准后由省级政府负责组织实施、城市政府具体实施。这一通知是国土资源部落实 2006 年 8 月国务院颁布的《国务院关于加强土地调控有关问题的通知》所制定的配套实施细则之一。

该通知被普遍解读为省级政府从上报材料的“二传手”成为“责任人”，从土地审批流程上的“小伙计”成为“大掌柜”。但这样的解读是粗疏

的，实际上，省级政府汇总之后仍然有待国土资源部审核、国务院批准，所不同的是加强了对省级政府的问责制。此番权力下放，国务院特别强调了“权责一致”和“严格问责制”，一方面赋予省级政府审批权，另一方面强化其责任，内在含意十分清楚，即建立审批与监察两条管理路线：一方面将土地一级市场的审批权力由市县政府上收至省级政府，改变过去地方政府违规大量占用土地、透支土地收益的混乱状况；另一方面由国土资源部进行土地垂直管理，专司监察之职。

紧随其后的政策是扩大土地供给。2007年3月广州市出台了被业内通称为“广七条”的《广州市关于加快住房和土地供应，加强住房管理，稳定住房价格若干问题的意见》，最大亮点莫过于第一条“开闸放地”：从2007年开始连续3年确保全市10区每年供应住宅用地5平方公里以上，其中2007年供应5.07平方公里，住宅供应总量达到建筑面积1250万平方米。5平方公里创造自2003年土地出让实施“招牌挂”制度改革以来，广州市年

土地出让的最高纪录，也超出了 2006 年 9 月制订的广州市住房建设“十一五规划”。2006 年广州市加大了土地出让力度，10 区共出让土地 200 多万平方米。

与之相似的还有北京市，北京市国土资源管理局有关人士表示，北京市将出台 3 5 年的中长期土地供应计划。国务院副总理曾培炎明确要求北京市“增加供给，稳定价格”，根据北京市土地管理储备中心的数据显示，2007 年二季度北京市将有 52 块土地陆续入市，总规划建筑面积约 663 万平方米。而此前的土地储备中心公告显示，2007 年上半年即将入市地块共 74 宗，总用地约 900 公顷，这一数字已经超过 2006 年全年 799.44 公顷的成交总量。

以上数据确凿无误地表明，扩大供地成为平抑住房价格的一个主要手段。经济楼市几度反复，在屡战屡败之后，有关部门终于意识到在房地产市场规律同样不可违背。

问题在于，扩大土地供给口惠而实不至。广

州市 2006 年的土地供应远未达到“十一五规划”的目标，北京市 2006 年、2007 年两年的土地供应计划也没有完成：2005 年北京市实际完成供地面积仅为土地供应计划总量的 35%，2006 年该比例为 59%，计划两年流产导致 2008 年的土地供应缺口大增，也使得开发商的开发资金部署难以跟上，即便 2008 年得到了土地，也不一定有能力及时开发。如果新增的土地都集中在几个发展商手里，囤地囤房现象就很难避免。

扩大土地供应还需要保证规划用地中的住宅用地，同时以市场能够接受的方式平抑地价。一些地方政府的配套措施中包括土地一级市场交易方式的变更，意味着政府得让出部分土地收益，并且严格清理官商勾结，这是对政府公共品质的严峻考验。

政府试图进行土地拍卖制度的自我改革。2006 年 6 月，北京市国土资源局出台了《北京市土地一级开发项目招标投标暂行办法》，北京市在土地供应时采用招标、挂牌而非拍卖的方式出让土地，

广州实行双限双竞，政府在控制地价的基础上对于开发商的房价有了明确的要求，土地拍卖并非价高者得，由土地上涨推动房价上升的闸门逐渐关闭。北京市土地储备中心的数据显示，2006年北京市土地市场总体平均成交价格为2847元/平方米，比2005年下降了9.9%，平抑地价效应逐步显现。反面的例子是，业内人士认为，广州市自2004年实行拍卖之后导致土地价格居高不下，成为广州市房价的起飞契机。

土地实行招标的方式，并非价高者得固然可以平抑地价，但后遗症不可低估，不仅没有平抑房价，在寻租现象遍地的情况下，给了寻租者上下其手的巨大空间，平价得地高价售楼的情况将成为新现象。土地交易信息透明度不高，对政府有关官员与开发商的诚信严厉监管百密一疏，对全国1600多家土地储备机构要一一督导到位，几乎是一项不可能完成的任务。限地价并不必然带来平稳的房价，中间的利润差价很可能通过地下管道流向不可知的黑暗之地，所谓双限双竞可能成为

既非公共产品也非市场产品的“四不像”。

政府还推行了集约化用地，以增加土地供给。但在集约化用地的试验地重庆，自 2007 年荣任全国统筹城乡综合配套改革试验区以来，伴随着各种城市化规划的披露，主城区房价反而急剧上涨，最为人乐道的一个数字是 9 天之内房价上涨 7.6%。另据“中原地产”等房地产调查机构估计，重庆成为“试验区”后，全市有超过 60% 的在售楼盘涨了价或正在酝酿涨价，平均涨幅在每平方米 200 300 元。如果此数据可信，说明是全局性的涨价，而非当地国土房管局相关负责人所声称的主要是因为当月高档江景房集中亮相，在一定程度上拉高了房屋均价。

土地新政推高房价并不奇怪。在试验区的名义下，所有沾上重庆概念的投资品种，因为价格上涨预期有了升值可能而受到追捧。房地产与股票作为目前最重要的投资品种，在重庆成为实验区一年之前价格就已经上涨。中原地产的数据显示，重庆、成都房地产 2006 年上涨了 20%。重庆房地

产在许多人眼中具备了投资价值，这才有了噬腥而来的投资者炒作的可能。城市化加大了商品房的需求，土地流转的行政工程将使土地价格逐步上涨，投资者的跟风炒作将使重庆楼市进入上涨周期。

重庆土地变革的主要方法是置换，将原农村宅基地的 20% 建立集约型的容积率高的农村社区，将剩下的 80% 的宅基地指标置换为城市建设用地，相当于土地空间挪移，在保证土地总面积不变、耕地性质不变、粮食产量不变的前提下，增加城市建设用地。

重庆城乡统筹大体思路包括：转移近 1000 万农村富余劳动力进城，使其由农民转化为市民；与此同时，在减负的农村，实现农业产业集约化、规模化，保障农民增收。重庆将使目前占 80% 的农村居民逐步地转移到城市之中，如果 1 000 万农村富裕劳动力的 20% 购置城市商品房，也将有 200 万的刚性需求。为了解决这一问题，政府在一小时城市圈规划了 30 多个有特色的工业园区，准备

把农村青壮年劳力都转移到这些园区，这就意味着大多数农村劳动力不会成为商品房市场的购买者，而是政府规划区内的劳动者与限价房的消费者。但其中部分高收入者已经或者即将购置主城区房产，成为重庆中心城区的主力居民。同时，也有看好重庆房价的外地投资客将投资重庆主城区的房地产，销售数据印证了这一点。试验区与城市化提供了两拨商品房的消费者，一是看好重庆未来经济发展的外来客，二是重庆农村中的富裕阶层。财富梯度效应开始显现，区县和市外等非主城区居民的外来投资比例明显增多。

土地的集约化使用目标是建立现代农业园区，加快城镇化步伐，但始料未及的是增加了商品房的消费群体，增加了主城区土地的溢价，社会资源集中在主城区加剧了人口向主城区的迁移。

这场政府主导下的新农村变革，是在不涉及土地产权基础上在给定的范围内进行试验，以期降低城市化的成本的同时，使农民顺利转变身份。这不是一场放开土地产权的革命，而是一场关于土

地流转即农民土地使用权的部分改良，农民获得基本保障，政府获得的是集约化的土地的所有权和使用权。以土地收益支付城市化改革成本，将成为政府试验的主要路径。在其他税源不足的情况下，政府依靠土地收益支付改革成本，支付城镇化成本，与资本市场如出一辙。拨开重庆土地新政的面纱，所谓“将带来新中国成立以来第三次土地革命”的评价实在过高，华而不实。

无论怎样的土地政策，就算有崂山道士的本领，在 18 亿亩耕地红线面前也无法逾越，而土地附着的社会保障功能和支付城镇化成本的功能，也使土地收入减少成为中国改革的不可承受之重。

限制小产权房关上宅基地交易大门

土地产权与收益权不明晰是关键，当农民听从政府指令并因此从土地中获得了更多的收益，他们就会成为中央政策的自觉维护者，而不是瓦解者，无论刑法民法、公法私法，对于市场主体而

言，公平的土地利益分配才是最高原则。除非中央政府的政策可以使农民得到更多的长期收益，否则，我们将看到土地督察部门四处奔走、一个“百日行动”接着一个“百日行动”的窘境，因为他们在与人们逐利的本性对抗。

如果说严格限制土地是为了中国的经济安全，是为了农民的保障与政府获得土地溢价，而政府严格禁止小产权房则让人难以理解。小产权房动用的是宅基地，与耕地无关，但小产权房巨大的容量与巨大的冲击力，将摧毁目前的房地产市场秩序，这会抽掉中国房地产业的支柱。这让人怀疑，保护耕地是假，为了维持房地产二级市场的价格是真。

所谓“小产权房”，是指建设在农村集体土地上的商品性住宅，按现行法律，这类土地只能用于农业生产或者作为农民的宅基地，土地使用权不得出让、转让或者出租用于非农业建设。许多媒体、部门急人所急，大声呼吁小产权就是没产权，不受法律保护，遭遇纠纷，购房者很可能成为无处

申冤的苦主。早在 1999 年 5 月，国务院办公厅就发布规定，农村住宅不得向城市居民出售，建设部也曾多次发出风险提示，提醒城市居民不要购买在农村集体土地上建设的房屋，否则将无法办理房屋产权登记，权益难以得到保护，国土资源部甚至拆除没收了一些小产权房以儆效尤。但小产权房却如野草丛生，生命力令人叹为观止。

小产权房的低价让房地产高价的真相水落石出。冒着违法风险购买小产权房的理由只有一个——便宜。统计显示，北京小产权房主要集中在通州、顺义、怀柔、密云等远郊区，2007 年年中，房价多在每平方米 2500 4000 元之间，仅为四环内动辄每平方米上万元的商品房价格的 25% 30%，同一地区的小产权房比大产权房价格下降在 30% 左右。据《新闻周刊》记者报道，位于房山区周口店镇的某村的楼盘，售价仅为 800 多元/平方米，而且还是现房，而交通不及这个地方便利的房山区窦店镇和韩村河镇的一些商品房，因为是大产权，手续齐全，售价竟高达 3000 多元/平方米。这样的

价格，比政府推出的仅比周边房价下降 10% 15%、数量稀少必须抢购的限价房更具吸引力。

小产权房通过宅基地合法化试验暗度陈仓。早在 2007 年 2 月初，广东省召开“两会”期间，时任广东省国土资源厅厅长林浩坤就向媒体表示，由该部门草拟的《关于加强农村宅基地管理的通知》已上报广东省政府审批，其中明确了农民合法的宅基地可上市流转，其中包括宅基地的转让、出租，并拥有收益权。

广东宅基地流转所透露出的信息十分重要，2007 年全国“两会”上，温家宝总理在政府工作报告中指出，包括农村集体建设用地和宅基地，都要控制增量，盘活存量，提高土地利用效率和集约化程度。在宅基地上建小产权房用以出售出租，符合盘活存量、集约利用土地的要义。而新通过的《物权法》也将“禁止城镇居民在农村购置宅基地”改为“宅基地使用权的取得、行使和转让，适用《土地管理法》等法律和国家有关规定”。

按照我国现行法律规定，农村土地归村集体所

有，如果要在农村集体所有的土地上进行商品房开发建设并出售，必须先经国家征收，转为国有土地，再出让给开发商，开发商向国家交纳土地出让金等税费，最后建房后出售给购房人。小产权房却是在没有将农村集体所有的土地转为国有的情况下进行的商品房开发建设，小产权房省去的费用主要是两部分，一是购地成本，二是各种税费。刨去这两块费用，住房价格可以压低 70% 左右。市场不是一直争论房地产商应不应该公布成本吗？没有必要了，小产权房已经让真相大白于天下，减去这些费用，市场大批供应住宅，北京郊区的房价可以下降 70%。

对于大多数购房只为自住的中低收入者而言，他们愿意以低价、产权残缺的方式，换回一套体面的住房，过上有尊严的生活。在他们的价值系统中，合适的住房显然比完整的产权更重要。并且，从披露的事实来看，小产权房的交易市场正在形成，合法渠道遭禁，地下交易就会起到替补作用，以双方认可的潜规则贯穿其间。

政府真要压低房价，开放小产权房市场是一剂良药，既不影响耕地保护，又可以让农民分享土地资产收益，解决农民贫困难题。在我国新农村建设的试点中，小产权房的出现正是农民将土地利益最大化的尝试，这样可以降低农民在城市化进程中的“入市”门槛。在第二次世界大战以后日本、我国台湾地区出现的土地革命，就是让农民以土地致富，免除了农民成为城市贫民的现象。

某开发小产权房的村支书的话可以给我们上一课：“我们通过招商在不占用耕地和扩大宅基地的前提下，让农民免费住上漂亮的楼房，改善农民居住环境，同时多出来的居住面积以低于正常房1/2的价格卖给城里中低收入者，让更多的人有房住，这对平抑居高不下的房价大有益处，何错之有”。“按有关法律规定，农村土地和宅基地属村集体所有，我们在不占用耕地和扩大宅基地的前提下，多出来的楼房，是村集体财产，村委会当然有资格处理属于他们自己的财产”。农民理论家为小产权房正名极有说服力。

小产权房解禁意味着目前国有土地制度瓦解，征用农村集体土地为国有性质后才能开发投入市场，在土地市场，政府是主要定价者。一旦小产权房解禁，农民宅基地流入市场，农村宅基地的流转权由市场定价，农民直接参与农村土地分配，土地利益链条将完全拆散重新组合。

据国家有关资料统计，被征土地征用费的收益分配比例为：地方政府占 20% 30%，企业占 40% 50%，村级组织占 25% 30%，农民仅占 5% 10%。上海市社科院提供的数据表明，农村集体及农民所得到的农地征用价格大概为出让价格的 1/10，而农地出让价格又大概是农地市场价格的 1/5。从积极意义上看，小产权房解禁让农民进入了土地资产渠道，分享土地收益，减少城市化过程中的贫民，从整体上减少了社会成本。

小产权房解禁可以促进农村土地集约化，耕地减少与土地需求的增加是中国社会的主要矛盾。而 2007 年被批准为全国统筹城乡综合配套改革试验区的成都、重庆试图解开这一死结，突破口就是

农村宅基地的流转和集约使用。川、渝一直在低调探索。早在 2007 年 12 月份，成都已经制订的《成都市全国统筹城乡综合配套改革试验区实施总体方案（草案）》中规定，今后在成都试验区内，集体建设用地将拥有与城镇建设用地几乎等同的地位，可以进入土地有形市场公开出让，并可申请办理土地使用权登记，宅基地也可在一定条件下通过房屋联建、出租等方式流转。重庆也将宅基地流转、集约使用作为土地制度与新农村建设的突破口之一。

如果允许宅基地流转，当开发商面对多个议价主体时，土地价格将低于目前垄断形成的均价，这意味着农民、开发商与购房者同时分获土地溢价，困扰中国房地产制度的核心问题——土地问题就可以一步步得到解决，类似于从香港学来的勾地制度等怪招，以及一房一价等非市场非保障的“怪胎”也就丧失了容身之地。

但是，房地产大炮任志强说，买小产权房是偷东西，从哪里偷呢？是从开发商那里偷的。支付了

土地价款的房地产开发商认为小产权房既不合理更不合法，因为现在的土地交易法理上明确小产权房不受法律保护，《物权法》明确规定宅基地是不能向城镇居民转移的。大产权房的消费者需要支付土地费用，小产权房由于减少了土地交易成本而获得了不菲的土地溢价，因此被人为分割成了两个市场，存在着极大的不公。中国处于两种土地管理制度的条件下，一种是集体土地的管理办法，一种是国有土地的管理办法，但是你要把它变成商品房，就只能服从《房地产法》，上面明确写着什么样的情况下房屋才能进行交易。开发商支付了如此之高的土地溢价，就是从政府那里得到背书，所有的土地都是高价，而现在，另一层抛开政府和开发商的“山寨版”定价市场出现了，原有的市场就无法维系。

各方利益激烈博弈，决策者态度坚决，他们切断了农村宅基地不经政府之手直接出售的任何可能性，所有的土地必须国有化后由政府出售给商品房市场。让人难以理解的是，政府以阻止宅基

地流转的方式，断然否决了降低房价的根本出路。如果我国的土地制度不变，小产权房就没有突破瓶颈的可能。

2007年12月11日，中国人民银行、国务院常务会议指出，近来一些地方违法违规将农用地转为建设用地，并有蔓延上升之势，必须坚决遏制。会议强调严格规范使用农民集体所有土地进行建设，严禁非法占用（租用）农民集体土地进行非农业建设。城镇居民不得到农村购买宅基地、农民住宅或小产权房，单位和个人不得非法租用、占用农民集体土地搞房地产开发。2008年7月8日，国土资源部执法局副局长郭宝平强调，国土资源部关于小产权房的报告已上交国务院，提出初步政策：新发生的一定要严肃查处；历史形成的，要由地方政府妥善处理；第三个原则就是，决不能让开发商在小产权房中占便宜。城镇居民不得到农村购买宅基地、农民住宅与小产权房，将减少供应制造需求从而推高房价。

小产权房是抑制高房价、改革现行土地制度的

釜底抽薪之举，如果政策本意就为打压房价，小产权房不仅不应被抑制，而应该成为房地产开发中的主要模式。一项政策尤其是在事关民生与经济发展全局的土地问题上，政府显然不只具有一个思维向度。关上小产权房闸门既是为了防止在土地流转中出现无法控制的局面，防止民间自行的土地交易以及农民不可控制地涌入城市，也是出于严格保护 18 亿亩耕地的需要，客观上起到了肃清房地产市场漏洞、加强了使房价以不可预料的速度下挫的风险。

政策的矛盾折射出现实的困难。在我国，保护耕地保障粮食安全的重要性无需多言，而房价的急剧下挫则增加了银行坏账诞生的可能性，一旦超过万亿元的坏账爆发将是中国经济无法承受之重。并且，目前的中产阶级购房者如果在一夜之间因为房价急挫成为“负翁”，将对整体经济造成严重的不利影响，这在我国香港等地区已有前车之鉴，撤火过急的后果是欲速则不达，影响经济的整体运行质量。

从稳定与适度上涨的背景下来理解房地产市场，理解金融市场，理解城市化进程，政策的表面矛盾也就迎刃而解——房价不急涨不急跌，维持政府、开发商、消费者、银行、土地与宅基地拥有者的利益平衡，才能使市场有长远发展的动力。

以小产权房为契机推动土地制度改革是治本之术，而抑制投资信贷需求是治标，中国的房地产市场从来都是在治标中“螺旋式上涨”，而没有从治本中获得市场化的健康基础。

学术界和实业界并不是一片反对之声。中国房地产业协会副会长朱中一、中房集团董事长孟晓苏等人都赞同小产权房，并且为之出谋划策。

小产权房解禁，政府不得不面临以下难题：地方政府的土地收益如何保证？如何弥补以高价获得土地的开发商的损失？如何弥补以高价购房的购房者的损失？如何防止农村土地流转与小产权房成为新一轮既得利益者的盛宴？

中国面临前所未有的大变局，此时要的是耐心，所谓振臂一呼，群雄响应、天下初定的时期已

经过去，面对房地产市场，追根溯源是土地市场的伪市场化，以及与土地、税费捆绑在一起的地方财政如何解决，推而广之，农民的社会保障难题，中国经济摆脱房地产依赖症的平衡发展问题，只要这些问题不解决，中国的房地产业就很难廓清天日。

经济适用房、限价房这两只蝙蝠

值得关注的并不仅仅是土地市场的垄断，随着房地产保障时代的到来，不顾现实的房地产保障如同迷梦、每家一套房的共产主义风卷土重来。其典型表现就是政府试图通过不同的保障性住房解决所有居民的保障问题。在解决高房价路途遥遥之时，除了以廉租房解决最低收入阶层的住房外，经济适用房一再推上房地产舞台中央，被视为解决“夹心层住房”的良方。那些无法享受廉租房、购买商品房地有力有不逮的“夹心层人士”对此情有独钟，而手中拥有政府划拨地的国有企业也一再附

议赞成。

经济适用房 1998 年与全国城镇住房制度改革一起诞生，背负着较多的政策任务，如实现住宅商品化、扩大内需、改善居民居住条件等等，这些目标之间存在明显的取向不一致。住宅商品化属于市场调节范畴，而改善中低收入阶层的居住条件，则属于社会保障范畴，二者榫枘不合。

2005 年 8 月，全国工商联住宅产业商会组建的 REICO 工作室发布的最新调查报告认为，作为改革的阶段性产物，经济适用房政策当初的意愿都已基本实现，历史使命已经结束，建议取消经济适用房。此论一出，市场哗然，支持者与反对者各执一词。

归根到底，经济适用房之所以争议频仍，是因为经济适用房定位与功能不清，导致实现社会保障的公益原则和市场运作的利益目标发生激烈冲突。如果以扩大内需为标尺，可以说经济适用房的历史使命已经部分完成；而如果以社会保障为标尺，意味着经济适用房的历史使命远未完成。

有大约 50% 的经济适用房到了各地中高收入阶层人的手中。如果按照凡是年收入低于 6 万元的北京市居民都可以申请经济适用房的规定，以工资单上的数字为准，北京市 90% 以上的居民符合条件。政府的优惠“天女散花式”地落到所有收入阶层的头上，显然有违公平与效率的原则。

经济适用房寻租丑闻迭出，2007 年 2 月，北京市著名的经济适用房小区天通苑的房号在网络社区论坛里公然叫卖，售价高达十几万元。杜先生是北京某著名商场的部门主管，买经济适用房是为大学毕业的儿子结婚时准备的。他从朋友那里听说有家房地产中介公司有房号可买。与业务员经过讨价还价，对方要求房号费和手续费共 13.5 万元。杜先生说，虽然花了 13.5 万元买号费，但是整体上还是“赚了”。他买 106 平方米、价格为 2650 元/平方米的房子，相对每平方米均价超过 1 万元的北京房地产市场来说，算是拣大便宜了。而开宝马、大奔购买经济适用房者也被网友一一记录在册。

寻租一直难以解决。深圳市位于南山区龙珠大道南侧的桃源村三期经济适用房，是深圳市为解决中低收入家庭住房问题而投资建设的首个经济适用房住宅小区，于 2009 年 1 月 1 日住房竣工移交入伙。短短数日，已经有部分业主将尚未入住的经适适用房出租作为窗帘、防盗门等装修材料的卖场。

上海浦东地区自 2008 年 11 月以来出现大批团购客，其成员主要是国有资本与新区政府。这些团购客购房时通常享受 10% 15% 的折价，不过，由于所购房位于成熟地块，因此报价大都在每平方米 8000 元左右，这样的价格当然不是为了低收入人群的住房保障所需，而是为了特定人群的住房需要。离谱的保障性生活价格来自于陆家嘴（集团）有限公司，2008 年 11 月 25 日该公司以 17918 元/平方米的价格收购了中星恬园的 36 套房产，总价约 7800 万元。之后陆家嘴（集团）有限公司又以约 2.7 亿元的总价先后分 3 次团购了中星恬园的公寓。4 天的团购总计成交约 180 套。这显然是为

高档金融人才准备的特殊礼物，中低收入阶层无从下嘴。

所有这些现象让人看到的是，经济适用房已经变味，以目前的行政能力制止寻租现象几乎是不可能完成的任务。事实上，地方财政收入中可用于保障性住房建设的资金主要为各地的土地出让收益的 10%，由于土地市场疲软，政府可以用于保障性住房的资金捉襟见肘，在廉租房资金都无法保障的现实之下，建立大批经济适用房无非是让某些国有企业的员工单独享受低价土地的群体优惠。

限价房则更是尴尬，存在极大的浪费。2008 年北京市第二批保障性住房的摇号全部完成，首批 1.4 万余户限价房配售家庭的选房签约过程中，有 2794 户选房家庭放弃了选房，弃选率达 20%。原因各种各样，或者是地处偏僻，交通成本高，或者是朝向不好等等。这不是北京市独有的现象，广州、上海等地都曾发生过，甚至有公积金盈余为浪费工程买单的事。花如此大的代价，换来如此巨大

的浪费，这难道是保障性住房的初衷？即便政府出于好心，但打破市场与保障的边界实在是好心办坏事。

政府之手深入房地产市场，扭曲了房地产市场的预期与供给，寻租现象与浪费现象并存，还导致行政成本居高不下。当政府在保障民生的大旗下向住房分配体制回归时，我们看到了福利分房时代假离婚、假结婚、以虚假证明骗房等老一套手法暗流涌动。吊诡的是，正因为寻租现象的存在，人们更加大声地呼吁政府介入市场，以改变现状，由此陷入介入、寻租、进一步介入的恶性循环。

增加公益性住房的建设，其本质是政府出钱补贴低收入居民，以政府消费的方式进行，与积极财政政策含义相同。这无法提振市场的消费需求，所谓市场消费，即企业与居民自己出钱购买产品，而不是政府发钱或者发房，这实际是政府定向消费，而不是市场消费。

增加公共产品可以增加市场消费，这是美好的误解。房价畸高导致中产阶层成为“负翁”一族，

反而降低社会的有效消费。必须享受公益性住房的人越来越多，反过来加重了政府的负担，使税费层层加码，绝对不是社会的福音。在现阶段，增加市场消费的办法是增加居民的财富，尤其是中产收入阶层的财富在社会总体财富中的占比，这样才能促进社会的有效消费。我们看到过政府对住房大包干时代的场景，中年以上的人应该知道，那是一个消费并不畅旺的时期。被高房价与民意困扰的政府，与市场的怀旧派一起，将住房大包干时代打上公平的烙印，而后试图回归。这是严重的错误，将使房地产市场改革偏离市场与公益的轨道更远。

房地产已经回不到计划经济时代，也不可能在汹汹的民意下维系高房价，这正是改善房地产行业生态的契机—政府保障公益性住房，市场负责房地产的效率。

2008年11月10日，国务院在北京召开省市区人民政府和国务院部门主要负责同志会议。温家宝总理提出7项工作安排，第二项是着力扩大消费

需求，特别是居民消费需求。表示要把扩大消费与完善收入分配政策结合起来，与扩大就业结合起来，与发展服务业结合起来。最重要的是，要千方百计增加居民收入，提高消费能力。加大力度调整国民收入分配格局，提高中低收入居民收入比重。努力消除制约消费的制度和政策障碍，改善居民消费预期，引导和促进居民扩大消费需求。这显然指的是增加居民财富，增加居民消费，而绝不是指扩大政府消费。

第三项专门提到房地产行业。表示要“促进房地产市场平稳健康发展……要增加廉租房、经济适用房等保障性住房的投资收购和开发建设；落实和完善促进合理住房消费的政策措施；促进中小户型、中低价位普通商品房开发建设稳定发展；加快发展二手房市场和住房租赁市场。继续整顿房地产市场秩序，规范市场交易”。这里既提到了保障性住房的建设，也提到加快发展二手房市场和住房租赁市场，前者是政府的职责，对高房价有挤出效应，后者指的是加快市场流动效率，显然是尊

重市场的表示。政府的目的是防止房价大起大落，而不是以损害行业发展为代价，进行大包大揽式的行政分配。

政府与商人的共同救赎

2008 年房地产市场冻结，中国经济冻结，政府与开发商开始了又一次的自我救赎。

王石的柔性救赎与任志强的暴戾救赎

2007 年 12 月，源于房地产开发商的内战揭开了房地产拐点论的序幕。2007 年 12 月 13 日，在万科资助的“海螺行动 II—中英解决城市低收入人群住房问题比较研究大会”上，有人问王石：“10 月以来，以广州为代表的一些楼市普遍遇冷，广州新建商品房的销售量下降严重，你是否认同楼市出现拐点的说法？”王石回答：“你问的问题和我们大会的主题没有什么关系，但是出于礼貌，我依然会回答你这个问题一是的。”“拐点论”于是新

鲜出炉，在业内掀起了轩然大波，并对市场产生了巨大影响。这被普遍视为房地产界“拐点论”论争的起始点。

有人指出，拐点论是媒体的过度解读。我看未必。因为首提拐点论的王石此后一直撰文指出拐点不可避免，在中央电视台《新闻调查》2008年2月2日播出的节目《对话著名房地产商王石、潘石屹、任志强》中，王石明确表示：第一，房价上升速度超过了家庭收入增长速度，连中产阶层都买不起房子了；第二，今年万科不拿“地王”；第三，目前住房性价比不高，应在三四年后再买房；第四，这次宏观调控与以往不同，将影响中国经济各个层面。

由王石引发的房价拐点论，引起一片争议，而后拐点论的反对者潘石屹2008年3月21日抛出“百日内巨变论”。王石与潘石屹争论激烈，其实说的是一回事，就是房地产市场会发生裂变，至于裂变主要反映在房价上还是在房地产商的并购上，两者看法稍有区别。但房地产业进入重组并购时

代，两者是一致的。

2008 年的房地产业，王石是个炙手可热的人物，他以拐点论与降价的方式向左走，而另一派则是坚挺的价格向右走，房地产市场被撕裂。

王石的拐点论含有市场人士理性的积极意义。王石希望成为“房地产教父”，他有两个法宝，一是对于政策变迁的敏感领悟，二是房地产制造的专业化、精细化—前者是对政策的绥靖，深谙中国历史发展阶段的王石从未对政策有任何本质抵触。

当他以高屋建瓴地的口气表示，自己所理解的“拐点”是指房价的理性回归，按照房价收入比而言，房价已经太高，连中产收入阶层都买不起房子，房地产市场必须进行刮骨疗毒式的大改革时，王石显然已经脱离了自己的开发商身份，而在指点中国房地产市场、甚至中国经济的未来江山。保持市场理性是企业巨头必须具备的品质，令人遗憾的是，他的理性中现代商业伦理与胡雪岩式的政商合一混为一谈。

王石多年来的一系列言论可以印证这一点。他曾经指出“居者有其屋”的蓝图是，“未来要走向和谐健康，需要各方的努力。政府解决政策层面的问题，消费者也有居住理念的选择把握，而房地产商在这样一个特殊的阶段，更应该把握好自己方向”。他也很早提出了企业公民的理论，并屡屡号召同行践行。他异常关注“城市低收入人群的居住环境”，并声称与多个城市的政府合作，愿意“开发廉租房”，宣布2006年万科成立的第一个基金将用于“古民居住宅的保护”。所有这一切，显示王石绝不仅仅满足于充当房地产行业的领头羊。

万科作为住宅房产龙头企业，一直抱怨市场占有率过低，市场低迷期恰好是洗牌机会，这是阳谋，而不是阴谋。王石所谓的短期内房价超过收入水平过快上涨的现象不可持续，市场需要理性调整；但只要定价合理或者增速调整到合理趋势，市场内强劲的购买力仍会表现出来。换成大白话就是，目前房地产业要洗牌，万科要扩张，等调整周

期结束以后，万科的市场前景一片灿烂。到那时，仅凭平均利润，万科也能过上好日子。

王石在房地产行业是有梦想的，他的梦想是专业化与精细化，这是中国房地产市场应该追求的未来。

专业化有两层含义，第一层含义是指企业专注于某一行业，而不搞多元化投资；另一层含义是建立流水线作业，如第二次世界大战后为复员军人兴建的美国莱维持小镇，复员军人威廉·莱维特在长岛的纳索县里买了一块 12500 英亩马铃薯地，用流水线作业方式进行，第一批所有的 1.75 万家庭住宅，全部由预制构成，每家同一式样，机器听众号令，时间分秒不差。后面接踵而来的就负责铺上混凝土地面，跟着电工就来竖街灯柱，工人就来挂上路牌。接着，就把每个屋子地段划分好。房子很快就盖好了，包括手续费、绿化和厨房电器设备在内，一套房子成本还不到 1 万美元。专业化才能降低成本，才能“薄利多销”，才能在降价后仍有利润空间。

这样的专业化需要原材料的统一市场，需要简化的具有法治精神的税费体制，需要市场化的土地一级市场，需要统一、严格的产品标准，在目前的中国显然做不到。王石所讲的专业化集中在第一个层面，而无法渗透到第二个层面。因此王石提出精细化进行补救。他说，万科的第二个10年，通过专业化获得了成功，万科的第三个10年，即2004-2014年将致力于精细化，具体讲就是只做城市住宅，把住宅开发中的各环节力争做精细，做到家。

房地产生态是中国商业生态的典型缩影，被市场分割、贫富差距、利益博弈所纠缠，在这样的大变动时期，谁想充当“教父”都是不现实的，最终历史会让房地产业界之外的人物，拥有政治与经济资源的人，来扮演这一角色。

相比王石、潘石屹对非市场化的柔性抵抗，任志强的抵抗轰轰烈烈、慷慨激昂。这位经过大起大落的商人有建立中国商界新教伦理的雄心，有殉道者的激烈个性。

但任志强有三宗罪。

第一宗罪，他总是背离宏观调控的大形势逆流而上，大谈房价高企是因为供需所致，大谈尊重企业市场本性的重要性。2006 年他的惊人言论包括“宏观调控是为了房价稳涨”，“国有企业家、国有资本，政府让干什么就干什么，不让我们干房地产我就不干房地产。我们只是当丫环的，都是政府说了算”，抛出震惊四座的“丫环论”等种种撕裂各阶层的话语。任志强确实是国有企业上市公司老总，但如此一来却将国有企业最后一丝遮羞布全部扯下，以推进国有企业制度性改进和以当代企业家自居的国有企业高管们莫不恼火。

更让人头痛的是任志强喜欢舞文弄墨，牙尖嘴利。在房地产暴利之说占据主流话语权之后，任志强推出房地产无暴利论，依据是 2004 年全国经济普查报告中的数据，显示房地产行业的利润率仅为 6.7%，不管是净资产回报率还是销售利润率都在 7% 以下，在全国普查的 16 个行业中销售利润率排在第 7 位，仅为中游水平。而 2006 年 11 月财

政部公布的 39 家房地产企业的利润和税收情况足以让任志强哑口无言，但更应该羞愧的是政府统计部门，政府赖以制定政策的数据有时成为笑谈。任志强的百宝箱中包括有关部委的历史文件，每一条都是政府部门对房地产商前倨而后恭的当头棒喝，反映了政策制定过程中的市场投机心态。

明知是丫环之身却摆不正位置，试图明火执杖公然对抗大太太，下场不会太妙。如今摆出“无事袖手谈心性，临难一死报君王”的态度，任志强对于市场的呼唤夹杂着原始阶段的暴戾之气，让民众难以接受，于事更为有害。

任志强的第二宗罪，在民众对于高房价怨声载道之时同样逆流而上，声称“房子是为买得起的人盖的”，主张建立穷人区和富人区，“明天的房价会更高”。

如果说制度成本是任志强对付政策变更的有力武器，那么，市场理论与供需关系则是用来对付消费者的秘籍。但聪明如任志强者应该不难意识到两者之间的悖谬关系，如果市场主要由政策与官

员调控，那么所谓市场定价只是一句空话。作为国有企业老总的任志强遥瞰市场乐园，对市场化的憧憬并没有错，但由此产生幻觉，就拿彻底的供需关系与投资理念来说事儿，撞得头破血流也就在情理之中。

等到社会把政府的保障责任与市场房产投资区分之后，等到市场正常到不是每个房地产商都造高价房的时候，再来普及市场与投资的理念，恐怕更为实际。

第三宗罪，作为中国企业家的代表，任志强本应有更大的关怀，对企业家群体负起更大的责任，但他最欠缺的就是美国 J · P · 摩根与民国时期的大企业家卢作孚那样深广的社会责任感，只靠言语辛辣取胜。这个“诚实到可恨”的孩子，在强调市场的同时抽掉了企业家的脊梁，在赚取利润的同时给市场竖起了敌视的围墙，这让中国的内生市场资源失去了最可贵的民意支持。

任志强以市场之矛攻民意之盾，其人格主体与市场理念分裂到如此地步，正印证了中国房地产

市场的精神分裂现象之严重，其危机之深证明了目前正常的弱势消费者意见传达平台、不同梯度的市场传递能力、多元化的金融流通等平台均未建立。在行政性市场的悖谬逻辑中孤军奋战，狂人任志强就此定格为一个错乱的缩影，中国房地产市场何尝不是！

任志强无法建立中国的市场新教伦理，却因为好言忤众而成为万炮齐轰的出头鸟。虽然任志强的能量还不足以一言兴市一言废市，但对于深受高房价之苦的众多消费者，却提供了一个大小合适、危险系数不大的宣泄渠道。

政府的投机性救赎

房地产商人的主动救赎并不普遍，他们在2008年之后陷入冬季，对于市场的追求被生存的需要压倒，市场伦理成为生存、自救与他救。令人始料未及的是，政府成为房地产市场的救赎者，他们在形势的逼迫下，以政策的全面回归，向投资至

上主义与房地产拉动消费的理论致敬。

到 2008 年 4 月左右，所有人都能感受到房地产市场的寒风。2007 年房地产上市企业年报，每股现金流出现了巨额负数：保利地产 -7.65 元、招商地产 -4.74 元，金地集团 -7.52 元等。据统计，42 家 A 股房地产上市公司 2007 年的经营活动产生的现金流量净额为 -365.99 亿元。四大开发商 2007 年的存货周转率也是历年来的最低值。万科的年度存货周转率只有 0.42，5 年来持续下降。金地集团的年度存货周转率为 0.31，保利的存货周转率只有 0.25，招商地产的更是低至 0.16。由于项目建设周期一般为 2 3 年，按照存货在 2.5 年内销售并回笼资金计算，存货周转率应该不低于 0.4，但是这几大开发商中，只有万科的存货周转率稍高于 0.4。这说明以往房地产商以土地储备代替现金的生存模式，一旦市场冰冻期到来，脆弱的资金链就会受到严厉考验。谢国忠，这位资产价格“乌鸦嘴”表示，中国房地产商一半以上会破产倒闭。实际上，房地产的洗牌比谢国忠所说的更加惨烈，全

国 6 万多家房地产公司最终会有 2/3 退出舞台。

政府的宏观调控收效，那些滞后于宏观调控不注重现金流的房地产企业受到威胁。房地产商在政府的现金榨汁机下颤抖，普遍生存困难。上市受挫的恒大地产的资金链条就非常典型，据公开数据显示，恒大地产 2007 年里屡成地王，储地暴增 8 倍到 4580 万平方米；而截至 2009 年 1 月，恒大未偿还银行贷款及其他借款总额超过 111 亿元，且不包括向机构投资者融得的 10 亿美元资金。早在 2008 年 9 月，恒大地产资产负债率就已高达 95% 以上。恒大积极转战私募融资，同时启动了一个 500 亿元的年度销售计划，其广州市等多个楼盘正批量降价处理。

现金为王而不是土地为王，导致开发商的生存模式发生新一轮变迁。类似万科这样的企业提前一步收到了现金为王的信号，从 2007 年开始就降价销售，大房地产商手中大约都拥有一份各公司现金流的状况，对于哪家公司资金链紧绷成为流血的猎物，可能成为下一个顺驰心里一清二楚。于

是，各家开始比拼融资与营销实力，争取成为猎食者而不是成为不幸的被猎食者。越来越多的房地产商降低赢利预期，以争取回笼更多的资金，金地集团负责人表示：“会考虑做价格的调整，来加快销售速度。”

与股市一样，楼市也是政策市，因此，各方非常迷信政府的行政力量。但是，最终，不可逆转的因素与市场规律占据了上风。

房地产拐点由于金融风暴的来袭脱离了政府掌控的范围，2008年下半年开始的经济紧缩伴随着房地产投资的急剧下降，使有关方面的调控政策受到了沉重的打击。楼市如此变幻莫测，实在是政策滞后与预期不准所致。2007年打压房价，是因为担心投资产品价格泡沫，不料很快遭遇经济下行与全球金融风暴，我国经济出现明显的下行趋势。在内需没有提振之前，增加投资是唯一的出路。害怕房地产市场拖累经济复苏政策，有关方面对于地方政府的救市政策采取默许态度。

政策发生 180 度的大转向，并不说明有关方面

认可了房地产的市场属性，并不意味着房地产高价被忽视，仅仅是因为经济骤然紧缩，使房地产企业获得喘息之机。当初是怎么打压的，2008 年下半年就怎么救，这不过是市场机会主义的又一次集大成表现罢了。除了银监会对二套房贷迟迟不肯松口之外，一切回到了调控之前。

形势非常严峻。寄生在卖地财政上的地方政府预算外收入锐减。2007 年年底北京就有两幅地块流标，而其他地方政府也放慢了土地拍卖步伐，国土资源部最新通知亦称，2008 年起对土地价格的监测城市将从 50 个扩大至 105 个。税源增长不快的地方政府将如何应对财政收入下降的挑战？西部某地块几年之间地价上涨 20 倍的噬血模式如何变革？

过度的现金挤压术还挤压了银行的利润空间，截至 2007 年 12 月末，上海中资商业银行房地产贷款占各项贷款的比重为 32.2%，银行信贷资源进一步向房地产业聚集，银行风险逐渐显露。截至 2008 年 6 月末，国内上市银行房地产开发贷款规

模 1.39 万亿元，个人贷款规模 3.335 万亿元，其中个人贷款的绝大部分是按揭贷款，两者加在一起，约占上市银行贷款总额 16.23 万亿元中的 30%。但现在，银行最好的资产个人按揭贷款却是节节下滑，下降 50% 以上。

房地产占据我国固定资产投资的四分之一，与钢铁、建材等 50 多个行业直接相关，从 2008 年 6 月以来，国内钢材价格一路狂泻，龙头品种 6.5 高线在 6 月初创下每吨 6 100 元的历史最高价后，目前的最新价竟然是每吨 3300 元，跌幅接近 50%，回到了 15 年前的价格。我国钢材年产能 5 亿吨以上，每吨跌去 2000 元，企业收入就减少 1 万亿元，企业亏损的幅度将是一个天文数字。2008 年 10 月“国庆节”后一周，北京市场建材价格累计跌幅 18%，建材商们叫苦不迭。

甚至连工程机械企业也为房地产打气，三一重工总经理向文波为什么大声嚷嚷要“打消社会对房产不切实际的降价预期，重新启动房地产消费”，也是为了本企业生存。据相关数据表明，我国建筑

用工程机械在 2006 年和 2007 年分别有 128.76% 和 145.23% 的高速增长，前两年房地产业的“牛市”行情功不可没。房地产、城市基础设施建设及出口构成了工程机械产品三大主要销售渠道，兴业证券一份专题研究报告深入分析了房地产行业与工程机械行业的紧密度，指出房地产对工程机械的需求占到了工程机械下游行业的 20%。

房地产市场回到了 1998 年的原点，必须为拉动投资与内需作贡献，即便贡献不那么大，也不应该拖经济复苏的后腿。

中央出台了一系列“暖市”政策：2008 年 12 月 17 日，国务院出台“国三条”，确定了包括二套房贷松绑、营业税扩大减免范围、提供房地产并购重组金融服务等内容；12 月 20 日，出台“国十三条”；12 月 22 日，央行百日内第 5 次宣布降息。

地方政府一步步地从土地款、税费、促进二手房交易等方面，刺激市场回暖。2008 年一年，5 月沈阳、7 月长沙、8 月福州和重庆、10 月杭州和上海，各地方政府争相救市。政策概而言之，降税、

增加公积金贷款额度、土地款项时间交付时间延长。鼓励外地与农村人口购房等。

地方政府对于房地产急剧下挫心急如焚，出现了一些非常关键的救市举措。比如有的地方政府允许房地产商延迟缴纳土地款，对于房地产商的并不全部合规的预售收入眼开眼闭，河北省廊坊市市长王爱民发布豪言：“房地产商来我市投资，赚了算他们的，赔了算我们的！”正因为如此，一些房地产商的现金流才得到支撑。

房地产市场刚刚形成降价预期，又成了被捅的马蜂窝，一轮新的政策与新的预期让市场莫衷一是，更让多数房地产理论家悲愤于政策的朝令夕改，使房地产开发商逃脱了严厉的惩罚。

面对纷纷扰扰的议论与数据，住房与城乡建设部在 2009 年年初派出规模庞大的调研组，历时一个月，效法“康熙微服私访记”，以普通购房者的身份对全国 30 多个大中城市进行实地踩盘和调查。结论是真实情况并不像房地产行业所说的那么悲观，2009 年 1 月与 2 月，全国住房成交量同

比增长 6.1%。这一数据与 2009 年前两个月主要城市的房地产小阳春可以互相印证，在经历极度低迷之后，房地产成交有所回暖。

房地产政策必须建立在客观、真实的公正数据基础上，恰恰在这一点上成为房地产政策制定的短板，管理者常常盲人摸象。住建部、发改委、国家统计局都发布官方房地产市场统计数据，加上地方政府的研究机构、各市场化的研究机构发布的数据，林林总总不下几十种，最后却不得不由主管部门以“微服私访”的形式最终确定，成本之高不问可知。难道以后房地产市场的真实情况都要靠“微服私访”完成？房地产主管部门的“微服私访”给这个畸形的市场画上了一个苍凉而古老的象征符号。

政府的救赎并非出于对市场的尊重，而是出于救经济的妥协，这样的救赎注定缺乏内在的精神与科学支撑。

市场化 30 年，却很少有人相信市场规律不可战胜，更没有人从投资品价格的角度出发，认真理解房地产市场的本质。

房地产市场发展到高危地步，我们必须反省以往的房地产政策，必须尊重房地产市场的规律。我国房地产发展到现在，政策干预很少收到预期的好效果。房地产市场从 2005 年开始经过冷热两重调整周期，政策有互相抵消之处。从 2005 年开始的调整周期，政府意在抑制房价泡沫，却先以高地价助涨房价上升，而后以高税费抑制房价上升，这两个互相抵消的政策，让市场无所适从。从 2008 年 10 月以后开始的调整周期，意在稳定房地产市场，政府放松地根、银根支撑房地产市场，却在房地产市场下跌之时集中推出保障性住房政策，这两个互相抵消的政策，再次让市场无所适从。按理应该在上个周期推出强制性保障性住房政策，而在后一个周期适度予以放松。但政策反其道而行之。

在中国城镇化进程最后完成之前，房地产市场

的土地问题无法得到解决，这意味着房地产市场必须通过政府的价格干预取得平衡，而政府的干预与市场的效率形成了尖锐的矛盾，高涨的房价与中产阶层相形见绌的财富增长之间形成了尖锐的矛盾。房地产、股市、农产品市场，所有的市场都处于秩序重建时期，都处于有形之手深入干预的时期。对于房地产市场而言，也许提供给我们最大的历史经验，就是政府管好保障性住房之外，最大限度地减少任何形式的行政干预，在垄断的土地市场上做到最大限度的公平和透明。

久在阴谋论的经济氛围之中，容易养成阴谋论的不良心态，这种心态与房价上涨的现实互相激荡，更加剧了房价的政治学、社会学意义，以至于肆意滥言者无数，甚至专以预测博眼球或者当街骂仗为能事。以阴谋论的心态，加以现实约束条件，我们可以打赌在地方政府财政困难与银行房贷风险没有解决之前，大开大阖的调控政策不会出台，否则就是作茧自缚，现在政府所做的是逐渐为中国经济从房地产这辆战车上松绑，尚无暇他

顾，等到农村保障、银行风险两个约束条件解除后才能腾出手来大战楼市。

中国的经济现实就是这样，一不小心，就会落入赌徒的困境。

房地产市场的救赎，就是中国经济的伟大救赎，主要包括建立商人的新教伦理、建立市场化的制度保障，建立公共财政与为纳税人服务的政府，而不是在政策松紧之间来回摇摆。

第四章 贱卖的金融机构

纳税人为银行业改革支付巨额隐形代价

中国四大国有控股银行从技术破产到 2008 年全球金融危机时成为经济扩张的定海神针，既是改革开放 30 年积累的雄厚实力的基础，也是纳税人财产被稀释的结果。社会为此付出巨额代价，银行业改革是经济改良主义在行业改革过程中的忠实演义，在国有控股权不变的前提下，完成市场化公司治理结构，完成业绩经营目标，注资、剥离不良资产是改革的第一步。

注资银行，代价沉重

2006 年 11 月 8 日，中国规模最大的银行——中国工商银行上市，创下“8 个第一”的辉煌业绩，使国人看到了支撑中国银行业大半壁江山、被称为中国金融之桌 4 条腿的四大国有商业银行改制成功的曙光。

虽然老大难中国农业银行迟迟其行，经过数年讨论、准备，直到 2009 年 5 月仍未正式启动改制，但可以相信，农业银行改制必然辅之以巨量注资和优惠政策，这将保证农业银行被打扮成不愁嫁的靓女。

1997 年亚洲金融危机爆发，经济全球化下的金融脆弱性，和击退对冲基金等监管之外的金融机构的努力，让人印象深刻。虽然中国因为当时外向性程度不高、人民币相对封闭而躲过一劫，并能支援香港地区，但经此冲击，中国政府更加深刻地认识到银行大量不良贷款存在巨大隐患。如果银行业不能坚如磐石，中国经济安全将是一句空话，没有哪国政府可以无限制地为金融机构输血维持生命，有关方面相信，没有银行业的市场化就不可能有实体经济的市场化，亚洲金融危机显示的金融大战的严酷，也促使有关方面下定了金融机构制度改革的决心。1997 年 7 月的全国金融工作会议要求，力争用 3 年左右的时间，大体建立与社会主义市场经济发展相适应的金融机构体系、金融

市场体系和金融调控监管体系。

到底建立何种市场体制？有关方面没有明确的答案，当时也不可能有明确的答案，应急成为行动指南。在资本市场与房地产市场一再上演的投机主义政策在金融行业同样暴露无遗，不过，由于金融行业经济安全堡垒的特殊性，使银行业改革后来居上，历经激进的救市之后，马上涉及市场方向的调整，速度远远快于其他行业。

相比证券市场，银行才是中国经济的心腹大患。有数据为证。根据金融监管机构的数据，2006年第一季度银行资产总额为 391927 亿元；截至 2006 年 5 月，保险业的资产总额是 16822 亿元；证券市场 2006 年 5 月的成交量为 10727 亿元。保险业和证券市场的规模加总只相当于银行的 1/15 左右，甚至不敌银行不良贷款总额的数量。不仅如此，由于公司债、股权市场等均不成熟，银行间接融资是经济活动中最大的输血管道。正因为如此，有关部门对银行改革才如此慎重，改革争议才如此之大，而社会付出的改革成本之大也前所未有，

这些成本最终被纳税人的钱和央行发行的货币稀释。

引资与上市是银行改革的关键词，政府注资、成立四大资产管理公司对接四大国有控股大型银行，承接从银行剥离的不良资产，吸引境外战略投资者或者财务投资者重组上市，成为环环相扣、不可或缺的环节。这一模式已经从一线银行向二线银行蔓延，引资上市的激进程度有过之而无不及。

20 世纪 90 年代初期，四大专业银行确定向国有商业银行转轨后，银行希望趁此机会解决历史遗留问题，银行与政府之间进入讨价还价阶段。银行两手一摊，表示无法转轨，理由是历史包袱沉重，政策性业务太多，当时银行的坏账如一团乱麻，无法分清哪些是政策性坏账，哪些是银行自身管理不善造成的。

不得已的情况下，政府用最简便的、也是道德风险最高的办法开始银行改革之旅。首先，成立三家政策性银行——国家开发银行、中国进出口银行和中国农业发展银行，专门从事政策性金融业

务，剥离了四家银行的政策性业务，将政策银行和商业银行的业务彻底分开，这是以往政策与商业合二为一的银行变身成为商业银行的基础。1995年，《商业银行法》出台，将国有专业银行正式命名为国有独资商业银行，为国有专业银行转变为商业银行提供了法律基础。

仅有法律文件，无法让银行走向市场化，也无法让金融机构摆脱混乱的内部治理结构。随着银行规模的急剧扩大，到1997年末，四大国有商业银行总体资本充足率约为3.5%，远低于巴塞尔协议规定的8%的最低要求。1997年亚洲金融危机是个转折点，巨大的刺激促使政府下决心花费最大的代价，拆除中国银行业的坏账这颗定时炸弹。

而后是巨量注资。接下来3年，中央政府发行特别国债，给四大国有商业银行注资2700亿元以补充资本金，四大国有商业银行暂时满足了8%的资本充足率，并通过成立信达、长城、华融、东方四家不良资产管理公司为四大国有商业银行（包括国家开发银行）剥离了1.4万亿元的不良资产。

国家财政给 4 家资产管理公司拨付了 400 亿元资本金（每家提供 100 亿元开办费），央行还提供了 5700 亿元的再贷款，四大资产管理公司还向对应的四大国有商业银行发行了 8 200 亿元财政担保的定息金融债券。1998 1999 年两年时间，财政为四大国有商业银行买了 1.71 万亿元的单，而建国以来中国总税收收入不过 6.85 万亿元人民币，两年用空了建国 50 年收入的 25%。

政府此举实际上是变相注资，考虑到最后不良贷款回收率之低，实际上相当于全体纳税人稀释自己的财产修复金融机构的资产负债表。银行的不良贷款有多少，竞争力有多弱，政府付出的代价也就有多大。虽然体现的方式各不相同，部分以冲销、剥离、注资的方式直接体现，另一部分则以向战略或财务投资者大打折扣的方式间接体现。

中央政府当时曾经向四大国有商业银行严正警告说：“这是最后的免费午餐。”但实际上 1 万多亿元的注资、不良贷款显然不是最后的晚餐，银行摸不着头脑，一开始并未公开所有坏账，此后随着

隐藏在水面下的深度不良资产浮出水面，到 2002 年年底，四大国有商业银行总体资本充足率又降至 5% 以下，不良贷款总量到 2003 年 3 月仍高达 21.4%。决策者认识到，仅通过内部管理机制转换并不能从根本上解决问题，必须对四大国有商业银行动大手术。

据《财经》杂志统计，自 20 世纪 90 年代中期到 2005 年年中，为关闭清理各类金融机构以及国有银行改革，中国人民银行已经发放了约 1.4 万亿元的央行再贷款。这一数字尚不含对中国银行、建设银行及工商银行共 600 亿美元外汇注资，以及为推进农村信用合作社改革所将发行的 1680 亿元央行票据——这两笔资金并非以央行再贷款的形式出现，但均属为金融稳定所支付的成本。

其中两笔最大的投入一是始自 1999 年的第一次国有商业银行不良资产剥离。

四大资产管理公司共收购了 1.4 万亿元不良资产。其中，华融不良资产管理公司从中国工商银行收购了 4077 亿元不良资产，其资金来源为央行

再贷款 947 亿元，以及向工商银行发行 3130 亿元 10 年期债券，利率均为 2.25%；长城不良资产管理公司从农业银行收购了 3458 亿元不良资产，资金全部来自央行再贷款；东方不良资产管理公司从中国银行收购了 2 672 亿元不良资产，其中来自央行的再贷款为 1162 亿元；信达不良资产管理公司 1999 年收购了建设银行和国家开发银行 3500 亿元不良贷款，资金来源为发行债券 3470 亿元及央行再贷款 30 亿元。2000 年到 2001 年间，信达又借了 445 亿元央行再贷款收购了央行、建设银行和国家开发银行的 445 亿元不良贷款，总计申请再贷款数额为 474 亿元。央行发放给四大资产管理公司用于剥离国有商业银行不良资产的再贷款达到 1.2 万亿元，应属央行再贷款中最大的一部分。总计而言，在第一次四大国有商业银行不良资产剥离中，央行总计向四大资产管理公司发行再贷款 6041 亿元。

虽然是低息贷款，不过有贷款之名而无贷款之实。当时获得的再贷款没有期限，每年签合同，后

来改成每季度签合同。资产管理公司向国有银行发行债券，支付银行的利息都困难，支付央行再贷款利息很少。这笔贷款最终只能依靠财政核销，由纳税人买单。

第二笔大投入是第二轮不良资产剥离，2004年6月30日，信达资产管理公司向央行贷款1604.84亿元，为期5年，用于收购中国银行、建设银行、交通银行的可疑类贷款（中国银行、建设银行剥离2787亿元可疑类贷款，交通银行剥离414亿元可疑类贷款，总计3201亿元）。

2004年6月27日，工商银行将4590亿元可疑类贷款转让给四家资产管理公司，四家公司按照100%名义价格，获得5年期4590亿元央行再贷款。但是按照实际中标价格—平均转让价格为资产面值的26.38%—偿还本息，超过中标价格部分由人民银行停息挂账。二次剥离的不良资产处置属于商业性收购，再贷款期限均为5年，年利率2.25%；加上二次剥离的总计6195亿元央行再贷款，央行为国有银行改革发放的再贷款达到12236

亿元。

不止上述剥离贷款，从 1998 年起央行开始关闭金融机构，共耗资 1411 亿元。据《2002 年中国金融年鉴》资料显示，1997 年到 2001 年，中国人民银行采取撤销、解散、关闭、破产等办法，对 427 家严重违法违规经营、资不抵债、不能支付到期债务的中小金融机构以及 28588 家农村基金会实施市场退出。2001 年，通过更名、合并重组、商业银行购并、组建城市商业银行、撤销等方式，处置城市信用社 766 家。始自 1998 年全国范围的信托业整顿中，239 家信托投资公司最终只保留 60 余家。

为了兑付金融机构债务，26 个省区市以财政担保借了 1411 亿元央行再贷款。由于金融机构清理资产困难重重，清偿率很低，地方金融风险在很大程度上转化为地方财政负担。尤其是在一些贫困的乡镇，借款总额是其年财政收入的数倍，出现财政赤字在所难免。据悉，2002 年上半年，有 19 个省（区）不同程度存在欠还本息的问题，占

借款地区总数的 73.1%。这笔再贷款绝大部分不了了之，成为改革的沉没成本。

另一笔支出来自于证券机构，从 2002 年开始，央行为证券公司关闭管理费用买单，发行了数百亿再贷款。

不良资产回收率 20%?

从理论上来说，央行发放再贷款，不良资产管理公司打包收购银行不良资产，通过不良资产的回收，可以让央行负债平衡，不必印那么多货币。但这只是一相情愿。

不良资产的回收率极低。截至 2005 年 9 月末，四大资产管理公司共累计处置不良资产 7366.6 亿元，累计仅回收现金 1550.3 亿元，占处置不良资产的 21.04%，回收现金甚至不能如数支付累计应交的再贷款及债券利息。央行为国有商业银行不良资产剥离所发放的再贷款回收前景并不理想。以第一次剥离为例，按照再贷款和金融债券年利

率 2.25% 计算，四大资产管理公司每年需向央行和对应国有银行支付再贷款及债券利息约 300 多亿元，5 年利息总额超过 1500 亿元。同时，5 年来四大资产管理公司累计回收现金 1216 亿元，这一数字尚不够支付利息（差额约为 300 亿元）。

2007 年年初，长城公司与华融公司正式发布消息，公司已圆满完成了政策性不良资产的处置，截至 2006 年年末，累计处置不良债权资产 3194.85 亿元、3203.97 亿元，累计回收现金 334.15 亿元、575.69 亿元，现金回收率分别为 10.4%、18%。按照 20% 的净回收率计算，损失也在 4 万亿元以上。

为了给银行注资，政府被迫动用外汇储备直接向银行注资，在中国的发钞机制下，这相当于直接增发同等数量的人民币。这些外汇储备在企业向政府兑换时已发行过一遍人民币，政府以外汇储备加入拯救银行的行动——由于动用的资金绝大部分为外汇储备，如果银行最终使用外汇冲销坏账，相当于直接向市场多投基础货币，以隐性通货膨胀

胀的方式摊薄所有人民币使用者的福利，以铸币税的方式搜刮国民以填补银行的无底洞。央行发行的货币达到 2 万亿元左右。无怪乎一些学者愤怒地指责这样的工程，还不如直接收一笔税，或者财政直接拨出一笔巨款给银行算了。

2003 年成立的中央汇金投资有限责任公司是一家颇具特色的“蜂窝式”控股公司，汇金作为“母蜂公司”，原是领“注资建设银行、工商银行”、稳定中国金融使命而来的政策型公司，以后转型为一家参股控股范围遍及银行、证券机构与投资机构的大型金融控股公司，或者说，这是中国大多数国有控股大型金融机构的母公司。汇金向中国银行机构的注资包括：投入中国银行 225 亿美元、投入建设银行 200 亿美元、给予交通银行 30 亿元人民币、工商银行 150 亿美元，以及可能向农业银行、光大银行的数百亿美元。

讽刺的是，为处理不良资产而生的国有控股不良资产管理公司同样面临天量政策性不良资产的羁绊，不良资产回收效率之低、处置之难、不良资

产管理公司的转型成本之高让人始料未及。

2004 年，审计署在审查 4 家资产管理公司后指出，违规剥离和收购不良资产、违规低价处置不良资产和财务管理混乱是其存在的“三大问题”。四大公司在 2005 年与 2006 年两年中就此进行了整改和严厉处罚。据审计署 2006 年第一号审计结果公告，4 家公司已对 191 名责任人给予开除、降职、警告、罚款等处分，审计发现的违法犯罪案件线索 40 起已移交有关部门立案查处。同时，财政部、中国人民银行、中国银行监督管理委员会等部门也制定和完善了相关监管政策。

银行大量坏账转到资产管理公司，后者立即面临上万亿元的政策性业务亏损。

由于资产管理公司成立时是以账面价值收购对口银行的不良资产，不良资产处置形成的损失都挂在资产管理公司账上。即使按较高的 25% 左右的回收率，资产管理公司的政策性业务的亏损也将超过万亿元。在处置过程中，极低的现金回收率要求成为利益漏斗。国内不良资产处理涉及地方、

企业、银行各方利益，为了减少内部利益掣肘，不良资产公司有时借助外资之手进行处理，简言之，通过折价出售给外资机构，获得最低收益，“起码他们多少还能收回一点，我们自己来做，可能一分钱也收不回来”，有资产管理公司的人如此表述引入外资的重要性。外资手握国内金融机构不具备的上达天听、硬约束的特权，在此表现得淋漓尽致。

引入外资加强回收率并不是全部，不良资产回收过程中的利益关节之复杂让人匪夷所思，外资不可能独自吞食庞大的蛋糕。

信达公司通过银建国际实业有限公司（下称银建）这个安插在资本市场上的特殊目的公司，让国内的不良资产包开始了国际化、证券化的旅途。这个市值不过 40 亿元、体量不大的公司所获不良资产包之多令人称奇。2004 年接下信达 569 亿元不良资产，2006 年 1 月 5 日，银建国际股东特别大会通过以 5.46 亿元收购华融 364 亿元资产包的决议，等待处置的还有信达资产管理公司 1000 亿

元债转股，以及华融 2460 亿元损失类贷款。

银建撬动资本市场，一手靠政策力量，一手靠国际投行。银建的最大股东信达不良资产管理公司，打破四大资产管理公司成立之初所确立的“银行不良资产对口收购”铁律，累计接收的不良资产规模已接近 1 万亿元，由此，信达由于处理效率最高成为四家不良资产管理公司的排头兵，由口接收变成通吃。

银建是信达消化不良资产的通道：通道的这一头通向信达的不良资产库，另一头通向国际资本市场。信达源源不断地将不良资产以极低的价格出售给银建，2004 年 9 月以 8.5 亿元出售账面值达 569 亿元不良资产，创下资产管理公司向非中国内地公司出售不良资产的最低价格纪录。信达与银建所获颇丰：银建将收购的不良资产再委托给信达进行管理与处置，信达坐收所收回不良贷款总金额 10% 的管理费，由银建根据不良资产的回收比例向信达支付相应的奖金，并有可能以债转股的方式获得银建更多的股权。对于银建而言，在这

单交易中，剔除各种费用，只要收回不良贷款 2% 以上的部分，就能获得利润。此举可谓一箭三雕。

在这一交易链中，花旗之类的国际知名金融机构不可或缺。这不仅因为补充资金、维持银建现金流的需要，更因为花旗等国际知名投行的加入，可以使银建在国际市场获得更多的认同，将一只脚伸向国际市场，这对于信达和中国金融都大大有利。

向花旗借“虎皮”，不过是拥有不良资产处置权的人士不愿向国内市场公平分利的一种方法，他们以此方法获得了最大的收益，也可借此憧憬未来国际投行的地位。从不良资产处置的利益链条来看，获利的基础就是不良资产极低的现金回收率。国有资产或者说全体纳税人的权益，通过利益漏斗源源不断地输送出去。垄断的不良资产处置方式，使全体纳税人有可能在创新金融模式的幌子下，被某些利益群体坐而分肥。

信达与银建想借花旗的那身“虎皮”抬升价码，谙于此道的花旗岂能白借这身“虎皮”？结果

自然是水涨船高，有利共享。于是，我们看到银建以内部人的身份从信达获取的特殊价格，被大块分利给了花旗。银建国际 2006 年 1 月公告称，该公司以 5.466 亿元人民币的价格买下了华融资产管理公司账面值为 364.4 亿元人民币的不良资产包，同时以 2.733 亿元的价格将该资产包的 50% 售予了花旗集团。

此次收购创下两个“之最”：一是外资收购中国银行业不良资产的规模之最；二是收购价格仅为资产面值的 1.5%，创下了外资投行收购中国不良资产的价格新低。

KTH 投资管理公司董事总经理、最早将国际大投行引入中国不良资产处理领域的王都在与摩根士丹利交恶后所吐露的信息是，不管是哪位外国投资大佬，在接盘不良资产之后，并未付出真金白银，而是重新分销给国内的投资者，从中赚取差价。

2002 年，长城向高盛集团协议转让两包价值 40 多亿元的不良资产，高盛出价 2.1 亿元。价格低

到长城各地的办事处纷纷抢先处置资产，处置价格都高出长城总部开给高盛的价格。这才是真正的市场定价，虽然是无奈的自发之举。同一年，建设银行出售给摩根士丹利的 35 亿元不良资产包由于明显低估而被银监会阻止。即便是在不充分竞争的市场条件下，这些价格都是显失公平的。越早处置的资产回收率越高，在两到三年内无法回收的资产基本上回收无望。

银建与高盛、花旗的合作还是少数，并非所有的外资都能享受同等待遇，由于利益纠葛、政治因素和不良资产管理公司争取未来的生存权利等种种因素，中国在截至 2004 年年底的 4 年里，仅向外国投资者出售了面值约近 500 亿元人民币（合 60 亿美元）的不良资产。

2005 年年初，普华永道公司公布了一份报告，他们调查访问了 40 家企业和机构，包括投资银行属下的专门部门、不良债权投资基金和其他商业机构，收回 17 份问卷，比率达到 42%。

对国际不良资产投资者进行的调查显示，所有

投资者都把中国视为亚洲的（即使不是第一优先）重要市场，几乎所有受访者预期会投资 5 年以上，外国投资者预留了 800 亿 1 200 亿元人民币（合 100 亿 150 亿美元）在未来 3 年内投资中国不良资产市场，这只是一笔投石问路的小数目，因为市场分析员普遍认为，中国有高达 41 300 亿元人民币（合 5 000 亿美元）的不良资产尚待处置，而且数字还在持续增加。假设平均处置收益为 20% 30%，意味着回收额将达到 8 300 亿 12 400 亿元人民币（合 1 000 亿 1 500 亿美元）。

由于缺乏基本的评价工具，交易过程不透明，甚至在审计署与不良资产管理公司之间，都对审计结果各执一端，导致“现金回收率”和“费用率”等核心指标形同虚设。国内市场无序的制度性折价，给了国内外金融机构广阔的运作空间。民众只能一声长叹，将不良资产极低的现金回收率视做改革的成本，高高挂起。

不良资产管理公司在历史使命完成后，不愿意退出历史舞台，他们要转型为现代金融机构，其中

的成本到底几何，难以估算。

到 2006 年，四大资产管理公司开始谋求向商业金融机构转型，四大资产管理公司均宣布其政策性不良资产处置任务已经全面完成，为商业化转型创造了必要条件。根据公开的官方数据，截至 2006 年年底，四大资产管理公司累计处置政策性不良资产 12102.82 亿元，累计回收现金 2110 亿元，比国家核定目标超收 286 亿元。由于不良资产管理公司接近政策核心，并且在处理不良资产过程中劳苦功高，继续生存几乎不容置疑。2007 年 1 月，全国金融工作会议召开，会议明确提出，要不失时机地推进金融资产管理公司改革，四大资产管理公司的商业化改革也由此被正式提上日程。

四家公司都以银行、信托、证券等混业经营的综合金融机构作为自己的目标，他们很快成为拥有各种金融资源、拥有令人羡慕的券商等牌照的巨无霸公司。2007 年年初，由信达公司组建的信达证券公司，由东方公司组建的东兴证券公司与华融证券公司一起，通过中国证券监督管理委员会

会的正式批准。在一轮市场化改革之后，中国金融机构的巨无霸数量继续增加，而政府的负债也将增加。

资产管理公司不可能有能力偿还当初发放的本金，能够还得起利息就是上上大吉。信达是四大资产管理公司中规模最大且最为成功的，也是转型最快的。信达公司当初接收了大约 1 万亿元人民币的不良贷款，2008 年该公司实现了 12 亿元人民币的赢利，而 4 家“不良资产银行”共计赢利 23 亿元人民币，这一夸张的赢利数字让人不安，纳税人只希望得到资产管理公司偿还本金与利息的具体数字，却迟迟无法如愿。

为了解决资产管理公司的负债，有关官员曾经打过资产证券化的主意，打算通过资产证券化之后由投资者踊跃认购。资产证券化是以资产所有权转让为手段的融资方式，或者说目的是为了融资，实现的途径是变现资产。2006 年 10 月 20 日，银监会业务创新监管协作部负责人李伏安表示，银监会将试点不良贷款的资产证券化，东方资产

管理公司和信达资产管理公司作为首批试点企业。第二批试点同时将在工商银行、中国银行、农业银行三家国有银行和其他较大的股份制银行展开。

在次贷危机爆发之后，投资者对资产证券化畏如猛虎。我国的资产证券化“单纯”得只剩下了化解风险的功能，而将加快资金流通与优化市场资源配置的功能搁置一旁。“用证券化的方式处理不良资产，这在国际上很流行，我们为什么不能用呢？”银监会业务创新监管协作部主任李伏安如此反问。实际上，在我国引入这种方式，主要是为加快不良资产的处理速度，使处置不良贷款更灵活，而不是让投资者获得更大的收益。理由很简单，如果我国不良资产证券化真的如此为民造福，那不良资产回收公司的回收率也不会如此之低了。房贷证券化引发银行内部的抢购，就是因为个人房贷的优质性。

与上市公司一样，资产证券化的目的是将未来的收入用于当下，使得具有发展前景的公司和项目具有预支未来收入的能力。资产证券化还有

一个功能就是化解风险，即由投资者承担可能的风险。“如果你有一个稳定的现金流，就将它证券化”，这句华尔街名言难道在我国将变成“如果你有一大笔债务，就将他证券化”？20 世纪 80 年代以来国际风行证券化潮流，美国一半以上的住房抵押贷款、3/4 以上的汽车贷款都是靠发行资产支持证券提供的，在 2007 年被金融危机撞得粉碎，随着资本市场陷入谷底，这一歪招失去了实现的物质基础。

四大资产管理公司并未全盘解决银行不良资产处理的问题，但如此处理有两个显赫成果：让我们拥有了资本率充足的银行；同时拥有了体形硕大的不良资产管理公司，他们转型为效率可疑的国有大型金融机构，为金融垄断队伍添砖加瓦。四大国有商业银行被剥离的不良贷款只剩下了越来越难啃的骨头，并且，随着银监会所规定的 8% 资本充足率大限将至，某些无法获得政府援助的商业银行处于千钧一发之际——在这种内外交困的情况下，监管层不得不考虑银行不良资产的一揽子解

决方案。

在拯救大型金融机构上，政府能做的比所有中央银行能做的多得多，可以随时动用一切社会资源为我所用。从国有控股银行到四大不良资产管理公司，这些低效的金融机构在政府的庇护下，借助规模的扩张成为混业经营的金融航母，是为了奖赏他们的低效吗？

谁消化了沉没成本？

不良资产回收率越低，改革的沉没成本越高，是谁默默地支付了如此巨大的成本？

凡是空手套白狼的资本运作，必定有群体为此支付代价。央行与财政部不是创利企业，由央行和财政部承担不过是由纳税人承担成本的隐讳说法。负债不能证券化，现金回收率不高，唯一的买单者就是人民币持有者。央行的再贷款属于基础货币投放，央行再贷款的总量已经超过 5.9 万亿元基础货币投放余额的 20%，而央行金融稳定的总支出

(计入对国有商业银行的 600 亿美元外汇注资及对农村信用合作社发行的 1680 亿元票据)，则占到基础货币投放的近 $1/3$ 。基础货币的被动发行，必然按照一定的货币乘数形成实体经济中的货币存量，由此导致显性和隐性通货膨胀。

从 2004 年的数据看，我国年度通货膨胀率一度在 7 8 月达到 5.3% 的水平，远高于当时一年期存款利率 1.98%，用句大白话说就是，“货币发毛，越存钱越缩水”。可以设想，假如没有这上万亿元的金融稳定货币投放，中国经济的负利率程度必将大幅度降低；换言之，全民已经以交“通胀税”的形式，为金融稳定买单。通货膨胀期是财富的再分配期，也是财富的掠夺期。从凯恩斯到美国多位总统都说过这样的话，直到 2008 年上半年，物价与资源价格普遍上涨，说明再分配周期已经完成了大半。主流的解释是我国当时处于输入型的资源价格上涨过程中，而国内的因素被刻意忽视。

政府失利了吗？似乎没有。

首先，汇金公司从金融稳定局的“窗口”公

司，国务院维护金融稳定、防范和化解金融风险的“工具性”公司，彻底转型为一个庞大的金融控股集团，一个对外汇储备保值增值负责、高效运用外汇储备的投资机构。虽然时任汇金副董事长汪建熙仍然坚持，汇金是代表国家行使出资人职能、主要从事问题金融机构处理的非营利机构。但实际上，作为股权控股公司，汇金处于中国金融机构的宝塔顶之上，熠熠生辉。

从运转情况来看，抢救金融机构的汇金公司像国外的战略投资者一样，沾了中国式垄断溢价的光，以低价购股转让、分红获利等方式大发其财。据汇金公司总经理谢平 2005 年估算，注资建设银行、中国银行获得的回报累计将接近 3000 亿元人民币。汇金在注资以后收益颇丰，但这部分收益不会冲抵国有银行的改革成本，不会让央行的资产负债表更加平衡，也不意味着纳税人不需要承担改革成本，只能说明，纳税人在承担了这一次巨大的改革成本之后，以后的成本风险可能变小。如果金融机构上市之后银行效益确有好转，实在是中

国经济、投资者与纳税人的福音，他们只要一次性支付通胀税即可，如果上市之后换汤不换药，那么，成本的承担者就转由股市投资者承担，而与全体纳税人无关。事实上，连汇金的收益都不稳定，他们在全球金融危机、国外金融机构纷纷出售中国金融机构股权后，不得不成为买单者。

汇金如此收益促使有关人士食髓知味，竟然将引进境外战略投资者与改革开放、市场机制直接等同起来，并以成功者的姿态回过头来要求银行业的薪酬与国际接轨——虽然 2006 年 8 月国有商业银行的大换帅已经昭示了他们的真官员假银行家身份，而行政性的压缩信贷规模的要求也暴露了他们行政工具的角色——国民承担的巨额成本被轻轻带过，在注资与不良公共资产剥离之后的新增不良贷款（集中在房地产等行业）被忽略，同样遭到有意忽视的还有拒绝引进境外投资者大获成功的现实。

左口袋进右口袋出的政府财政游戏来回上演，不仅使银行管理层道德风险大增（银行业内外配

合的监守自盗式的假按揭、假票据案件屡见不鲜就是证明)，更固化了由行政配置金融资源的倾向，以稳定金融安全等各种各样美妙的名义，社会资源经由行政之手源源不断地被导入竞争效率不高而规模庞大的金融机构中。汇金用特别国债给银行注资，不过说明主管机构在央行与财政部之间进行了切换，对于缺乏独立性的央行而言，他们与财务大出纳没有什么本质区别。

如果我们以为国有银行改革尘埃已定，商业银行与政府性银行各安其位，注资的戏码不会再演，就会犯“很傻很天真”的错误。利益链条没有止境，国有控股大型商业银行中还有农业银行这块硬骨头没有啃，从 2008 年开始，政策性银行如国家开发银行等也在摩拳擦掌准备注资上市，而商业银行光大银行、中信银行等由政府补充资本金，暴露出假市场、真国有的本质，各地的城市商业银行不甘居于人后，注资、引资与上市成为主流。

农业银行改革是四大国有商业银行中最难啃的骨头，从银监会以下的数据就看得出来原因何

在。2006 年一季度，国有商业银行不良贷款余额为 10588.2 亿元，而 2005 年，农业银行不良贷款高达 7400 亿元，不良贷款占比 26.17%，依靠农业银行自身的力量，是无法达到 5% 或者 8% 的不良贷款率的。如果是由汇金代表财政注资，一来风险极大，二来最了解内情的汇金对于能否收回投资会有一个评估，三来如此庞大的体量不利于引入战略投资者，既然现在资产质量好得多的城市商业银行也在吸引境内外投资者，他们有什么理由非要加入资产与体制状况更为复杂的农业银行呢？

农业银行的注资上市之路是股市作为解忧市与融资市的新例证。

2007 年 7 月，有报道称，中央汇金公司计划向农业银行注资 400 亿美元启动农业银行全面股改，注资额来自于特别国债，汇金的注资将用于农业银行补充资本金，农业银行高达 7000 多亿元的不良贷款损失则可能由央行和财政部承担，粗算起来占据了 2006 年我国 GDP 的 1/20。农业银行

是准备注资、上市的准政策性银行，中央已经明确，农业银行不能从农村金融领域退出，必须补充8000亿元以上的资本金。可见，农业银行虽然名为商业银行，仍然承担着农村金融的政策性任务，是政策银行与商业银行之间的“蝙蝠”。

农业银行的改制报告曾经提交三次，都如泥牛入海。据悉，农业银行分别提出了8000亿元、9000亿元、1万亿元的国家注资计划，对于体制改革却着墨甚少。与此同时，农业银行的贷款总额却在不断增大，从2002年初到2005年9月，农业银行的贷款增加了11400多亿元，居四大国有商业银行之首，以此获得的不良贷款率暂时下降，其实隐藏了更大的风险。这样一来农业银行信贷增速更高，尤其是房地产与小企业贷款方面，以至于被单独要求提高存款准备金率。金融行业不言而喻的秘密是，银行信贷急剧扩张不是好事，一旦遭遇到严重的坏账危机，便只能以新增贷款进行遮掩。

不管是国有企业还是民营企业，深谙国情者都把“做大公司航母”当成做“不沉航母”的法宝，

绑架了巨大的社会资源后，逼得政府不想出手也得出手。

另一只政策银行与商业银行之间的“蝙蝠”是国家开发银行。

商业银行各有各的模式，而政策性银行都是类似的：用政府信用为担保，进行政府项目与农村等低收益地区的投资。国家开发银行与农业银行都在进行商业化转型，试图以市场手段减少政策性亏损。他们遭遇的问题就是，长期在“父爱主义”的优惠政策庇护下，并存着低下的市场竞争能力与高企的道德风险。

汇金公司 2007 年 12 月 31 日宣布，向国家开发银行注资 200 亿美元。这一意为为国家开发银行商业化改革作准备的注资行为，恰好抢在了让国家开发银行能将新获资本计入 2007 年财务报表的最佳时刻，也使得国家开发银行的资本充足率由 2006 年的 8.05% 显著提升至市场估算的 15% 水平，该比例正好在巴塞尔协议规定的商业银行资本充足率范围之内。

汇金注资国家开发银行前，财政部作为单一股东的所有者权益为 1 580 亿元人民币，汇金公司将因为 200 亿美元注资成为与中国财政部平起平坐的股东，两者将分别持有国家开发银行 50% 的股份。汇金公司注资给了市场再明确不过信号——国家开发银行将从政策性银行转型。

《财经》杂志在注资当天的报道中披露了国家开发银行的初步改制方案。该报道称，“国家开发银行将实行独立法人的母子公司制，母公司仍由国家绝对控股，体现国家战略意图，实行商业化运作；在子公司层面，由此前设想的三个子公司调整为两个子公司：一为投资公司，一为以中长期信贷业务为主的商业银行”。

国家开发银行是只让其他商业银行嫉妒的“蝙蝠”。当初银行由于政策性坏账的阴影，对“两基一支”望而却步，而国家开发银行因为低利率与超长的贷款期限，拔得头筹，2007 年全球金融危机发生，政府项目贷款成为香饽饽。所谓“两基一支”，指的是基础设施、基础产业和支柱产业的融

资需求。国家开发银行在过去的 10 年中已经累计向这些领域提供了超过 2 万亿元的长期融资，这些利润稳定的项目使这间国有政策性银行保持着中国银行界罕见的业绩—据其 2006 年年报，该行不良贷款率仅为 0.75%，资本回报率高达 19%，净利润 280 亿元人民币。不仅如此，国家开发银行利用其“开发性金融”的特殊身份，在全国各地的省级城市甚至某些地县领域，保持着与当地政府的良好合作关系。这使得它对当地的发展环境相当熟悉，并对当地一些重点优质的投资项目从前期规划到后期介入都掌握了一定的主动权，同时据此建立了自己庞大的项目库。

实际上，国家开发银行由政策性银行转身为商业银行，与其他商业银行理直气壮地争抢项目，还通过成立、参股产业基金—1998 年以来国家开发银行已在国内建立的四只产业投资基金外，成立中非发展基金，以推动其向中国在海外的建设项目发放贷款；除了 30 亿美元参股英国巴克莱银行外，投资京沪高速铁路的消息中似乎也能看到国

家开发银行的身影——国家开发银行已经脚踩传统商业银行、投资银行、股权投资公司等数条船。由于国家开发银行的大部分贷款都流向了政府机构，或是政府背景的项目，有财政兜底，因此损失比较少。以其 2006 年投放的 5760 亿元贷款为例，按重要性排序的贷款依次为公共基础设施（占 35%）、公路（占 19%）、电力（占 17%）等。

国家开发银行名为政策性银行，却利用国家信用进行低成本融资商业化运作，通过基建等大项目投资，获得旱涝保收的收益，银行一齐转向政府项目，显示了实体经济领域民营经济不进则退、市场环境劣质化的现实。

其他大型商业银行大感不满，国家开发银行商业化改革甚嚣尘上以来，各地商业银行纷纷对国家开发银行这种模棱两可的运营模式表示抵抗，并大力呼吁取消国家开发银行这种“脚踏两只船”——借政策性银行保护之名，行商业银行业务之实——的特权。国家开发银行的套利特权甚至让国有控股大型商业银行这样的特权阶层都表示不满。

国家开发银行的“幸福时光”因为审计署的审计报告而不那么美好，审计长刘家义 2008 年 8 月 27 日在十一届全国人大常委会第四次会议上作的审计工作报告，直截了当地指出，部分金融机构信贷业务存在风险，国家开发银行与农业银行等存在巨大漏洞。

审计署通过审计发现，国家开发银行存在“贷款审查制度执行不严格，贷后监管不到位”的情况。共发现违规发放贷款 91.04 亿元，贷款被挪用 245.72 亿元，其中 58.41 亿元贷款违规进入股票市场、房地产市场，以及国家限制发展的产业和领域。对中国农业银行总行及 27 家分行 2006 年资产负债损益审计结果表明，农业银行总行对分支机构在风险控制、资金清算、财务管理等方面监督和控制不力，造成分支机构违法违规问题不断出现，这次审计发现的 243.06 亿元违规经营问题绝大部分发生在基层分支机构，甚至有内部员工参与作案。2008 年国家开发银行副行长王益案发，显示数 10 亿元的贷款处于风险之中，为审计报告作了

形象的注脚。

政府与央企的大项目虽然是各银行争抢的香饽饽，但也正是这些贷款的巨大扩张，使得国家开发银行的资本充足率节节下降。根据国家开发银行的内部测算，如果仅仅依靠自身积累，国家不补充资本金，从 2006 2010 年的 5 年间，国家开发银行的资本充足率将逐年下降。为了维系 8% 的资本充足率标准，2007 2010 年，分别需补充资本金 136 亿元、474 亿元、882 亿元、1?409 亿元。仅靠汇金注资显然远远不够，上市补充资本金是必然之举。

就政策庇护与市场竞争能力的低下而言，中国所有的商业银行曾经都是房利美与房地美，经过改制之后，部分上市商业银行情况有所好转，而处于改革风口浪尖的国家开发银行与农业银行“坏基因”该如何蜕变？

商业银行显露国有本质

在政策性银行注资转型之际，二线银行同时显出国字号真相：给光大银行注资，监管层再次违背承诺。

2006 年，政府给光大银行注资似乎再次印证了纳税人的担心：政府对于国有控股银行的救济行为不会停止。既然给四大国有商业银行注资、剥离不良贷款是政府在承担政策性损失，面对同样承受政策性损失的二线银行，政府如果厚此薄彼，于理有亏，也于公平竞争的商业逻辑不合。

2006 年，随着银监会要求各银行资本充足率至少要达到 8%，银行业向外资开放大限临近，监管层不得不向身处困境的二线银行伸出援手。据报道，监管层已向国务院提交一份方案，由汇金公司出资约 200 亿元人民币拯救中国光大银行，光大银行数年博弈之后艰难成功。

注资、剥离不良资产、引入战略投资者、增资扩股、上市，在光大银行反反复复的改制方案中，我们看到的是中国银行业改革已经展示的毫无新意的三板斧。如果说方案有什么新意的话，那就是

程序有可能精简，传闻剥离给信达公司的不良资产因为获得注资可能难以实施，这显示了一线银行与二线银行在待遇上的些微区别，无关宏旨。关键是，在转型的重要时刻，光大银行这一股份制、投资主体多元化的市场化银行，显现出国字号队伍的真实面目。就像披着“商”字号马甲的金融机构，突然脱掉马甲，露出一个大大的“国”字。

监管层不得不又一次食言，他们违背最后一次给银行免费午餐的承诺。过去几年，监管层多次作过最后一次、下不为例的表态，银监会主席刘明康曾表示，在投资主体和利益主体多元化的情况下，国家财政不可能再为商业银行的经营亏损买单，否则有悖于市场公平竞争的原则。同样，给光大银行注资也使中央汇金投资有限责任公司总经理谢平 2006 年年底关于不介入“产权明确”的股份制银行的宣言成为泡影。他们不仅介入了交通银行，如今又要深度介入光大银行。股份制之后银行产权照样不明确，照样被坏账压得透不过气来，谁说股份制是一用就灵的金融机构“大力丸”？

由汇金救助光大银行，可谓合情合理，因为究其实，光大银行不过是披了一层股份制华丽外衣的步履蹒跚的国有企业。光大银行的主要股东都是“国有”身份，其不良资产有很大部分是因为配合当时的中国银行业改革而产生出来的历史遗留问题。最典型的一次“政策增负”在1999年，光大银行“应命”收购中国投资银行后，其不良资产比率从10%急升至24%。此后，券商在熊市中的没落与中国航空油料集团公司的巨亏也使光大银行雪上加霜。

实行新会计准则后，光大银行通过3年连续拨备（国际银行界对呆账准备金的一种通称）逾142亿元，从2000年开始，光大银行提取的巨额拨备超过200亿元。谁能分清其中哪些是经营责任与政策责任？发行企业债等手段集资无法提高核心资本充足率，并且杯水车薪，无济于事。

没有政府注资的杠杆撬动作用，光大银行在2001年就开始设想的上市破冰之旅迟迟破不了冰，旷日持久的等待也使其“绯闻对手”渣打银行“另

结他欢”。有了政府注资，固然可以解决资本充足率，但代表财政的汇金将以什么样的身份进入，是稀释其他民间股东利益的大股东？还是一个公益的政策性贷款者？光大银行的股东当初以每股 1.9 元投入获得 1 元纸面价值股份，到 2006 年年中每股净值负 0.37 元。

曾经，我们以为注资、剥离不良资产、股份制改革是万灵仙丹，时间证明了我们的错误；现在，我们正在犯同样的错误，把上市当做包治百病的万灵仙丹。就像光大银行的管理者说的，“只要上市了，一切都好了”。真的如此吗？时间将会证明盲目乐观情绪的可怕，也许中国金融机构的潜台词是，“只要上市了，我们就有钱了”，我们只能乞求中国溢价永远受到证券市场投资者的垂青。

更可怕的是等待扩充资本金、排着队等待上市的数百家城市商业银行，它们是地方国有企业，是地方政府解决本地金融流通的好帮手。根据中国加入 WTO 协议，到 2006 年 12 月 11 日，中国银行业将向外资全面开放。122 家城市商业银行面临着

严重挑战。

城市商业银行源自城市信用社。从 20 世纪 70 年代末开始，城市信用社在中国出现并迅速发展，截至 1994 年达到 5200 多家。20 世纪 90 年代以后，城市信用社体制上的问题开始显现，当局的应对之策是在“清理整顿、联合重组”的基础上组建城市商业银行。

城市商业银行中被评级为“一类行”的符合《商业银行资本充足率管理办法》的要求。根据银监会对 2005 年城市商业银行分类的新标准，“一类行”的主要标准是：不良贷款率保持在 10% 以下，资本充足率超过 8%。银监会 2005 年年底的统计数据显示，达到这一条件的银行共有 31 家，比 2004 年增加了 14 家，但仍有 70% 以上的城市商业银行在资本充足率方面未达到要求。这些银行何去何从，改革成本由谁承担？是否由地方纳税人承担？

截至 2004 年年末，各级地方政府及股东为处置城市商业银行历史遗留包袱、解决不良资产问题，累计弥补城市商业银行财务亏损达 51.42 亿

元，累计剥离不良资产 71.73 亿元，累计置换不良资产 235.12 亿元，投入的资产总额达 358.27 亿元。其中，仅 2004 年就弥补财务亏损 19.86 亿元，剥离不良资产 50.07 亿元，置换不良资产 163.71 亿元，投入资产总额为 233.64 亿元。

如此的改革路径让社会财富一步步流入国有金融机构的黑洞。如果能够打造出市场化的新世界还罢了，但以往上市的国有银行的前车之鉴，就是行政尾巴难遂市场之愿——成立董事会之后，管理人员仍然进入有级别的行政人员序列，银行间的高官实行任命制，造成的局面就是在貌似市场化的经营体制内部包裹着行政体制的坚硬内核。

中国银行开平支行资金被盗案、河松街支行案、双鸭山市中国银行四马路支行案，一个个肆无忌惮的案件，如果还可以被有关方面以旧体制后遗症推脱责任的话，那么，中银香港、前中国银行纽约分行案，无论如何不能拿外部监管不到位作托词。从这一系列案件来看，不良的内部机制仍然是在海外上市银行发生资金流失的主要原因。

2001 年中国加入 WTO 后，开始正式进入全球经济圈博弈，决策层开始思考从完善公司治理、建立现代企业制度着手推动国有商业银行改革。2000 2002 年是一个过渡期，在这一阶段，股份制的目标已经明确。事实上早在 1999 年，建设银行已经做了股改上市的战略设计。

2003 年 12 月 16 日，汇金公司悄然成立，并于当月 30 日向中国银行和建设银行注资共 450 亿美元。国有银行股份制改革拉开帷幕。2004 年 3 月 2 日，国务院常务会议研究部署中国银行、建设银行股份制改革的试点工作，提出用 3 年左右时间将两家试点银行改造为具有国际竞争力的现代股份制商业银行。随后 3 年中，中国银行、建设银行、交通银行、工商银行相续转变为股份制商行。至 2006 年底，上述四行股改上市工作全部完成。

市场自律与他律密不可分，国有企业对于上市的过分迷恋曾导致国内资本市场成为圈钱地，而放弃自律一味寄希望于他律是对自身责任的放纵，说得严重一些，是对民族长远经济利益的藐视。除

非国内银行能建立硬约束体制，除非能够杜绝像国有企业政策性破产这样给银行不良贷款增长以口实的政策性负债，新的注资行为并非明智之举。但在目前的改革路径中，没有什么能够代替注资、引资为上的模式，伤筋动骨的制度性改革非既得利益者所愿，也触动了中国经济渐进市场化的根本。

谁知道纳税人还要付出多大的代价？谁知道中国金融机构对政府项目还要追逐多久？金融机构对国有企业的热情熄而复燃，利润增长点的转移，正是中国 30 年改革轮回的象征。金融机构的改革路径与其说反映了银行的独特之处，不如说中国的金融机构重走了央企改革的老路。既非空前，也非绝后。经历了股份制信仰和上市的狂欢之后，国有银行会剩下什么？

政府要为银行解困，还需要付出多大的成本？2006 年年初，中信银行行长陈小宪撰文指出：至少还需要 3 万亿元人民币。3 万亿元人民币相当于 2005 年我国 GDP 的 1/6。

3 万亿元注资就能解决中国银行业现存的问题吗？让我们回溯一下历史账簿，从 1998 年开始，政府顶着巨大的压力动用外汇储备，至少向金融机构直接或间接注资支付了 3.57 万亿元。结果如何？中国的银行部门依然处于危险境地，据陈小宪文中的数据，不良贷款占贷款总额的比例为 40%。考虑到剥离旧账之后的回收效率，以及关注与可疑类贷款不可遏制的上涨势头，不良贷款的比例有可能还会上升。只要经营体制不改，即便再给国内银行 3 万亿元甚至是 6 万亿元，恐怕也只能换来一声叹息。更无辜的是纳税人，他们默默承担了如此巨大的隐形成本，却连一声道谢都不曾听见，甚至没有人正式承认他们是真正的买单者。

金融机构改革之路就是贱卖之路？

银行动用全部社会资源成功改制，在热闹表象下潜藏着被“红顶”、“黑顶”压垮的隐忧。“红顶”即国有行政权力，“黑顶”即趁国有银行急于

上市，大拣便宜货的国外金融机构。

银行资产贱卖给外资上升为意识形态的纷争，事实上，面对当时银行的资产状况，依照资产状况国际标准的定价怎么样，在剥离坏账、注入资本金之后，中国的银行应该享有怎么样的溢价？这些争论从未停止。而低价引资者一再强调低价向外资出售股权乃中国吸引国际先进经验所必须，是中国金融机构在境外市场上市没有定价权的命定结果，也是合适的价格。

更进一步说，中国银行业改革的战略路径，应该以对内开放为主还是对外开放为主，中国的纳税人、投资者是否有权与国外投资者一样享有同等的溢价权？在股价的拟定与期权价格的设定上，如何做才对中国银行业最有利？对外资提供的技术帮助究竟应该如何定价？先外后内还是先内后外，中国改革路径的矛盾在银行业上集中爆发。

定价标准拱手让人

还原事实真相，是尊重改革历史的第一步。

技术问题的探讨是中国银行业避免日后贱卖的核心，对于中国今后在国际上争夺定价权至关重要，也是在越来越多的股权交易中抢得先手的重要步骤。可惜，所有认真的反思都在横飞的汉奸、民粹的帽子下被解构。

经过注资，金融机构获得了漂亮的资产负债表，以便吸引境内外的战略投资者，很快，在改革银行内部治理的旗帜下，吸引境外投资者成为不二选择。经过国际市场定价，中国溢价很快蜕变成中国贴水，境外战略投资者给予低价最主要的理由就是政策风险与管理层风险，以及虽经新会计准则的清理，很多时候仍然一团糊涂的账目。

行政既能形成垄断溢价、利差溢价，同样也能形成贴水，这是一笔纳税人不能不支出的另一种隐形成本。国有股的绝对控股权，以及事实上的银行高管对于国家金融调配权某种程度的借用，都为中国式的准银行家们恣意使用银行资金留下了空间。上市之后的银行，高层管理人员仍由国家任

命，道德风险有增无减，改善管理机制不容乐观。

银行引进国外战略投资者的一条重要理由是引入国外战略投资者，可以改变国内银行的治理结构，可以进行更多的产品创新，“引入外资是提高我国银行管理水平的唯一手段，国内资金不能帮助银行提高管理水平”。现实中存在相反的例证。100 多年前中国通商银行坚拒外资入股，却聘请洋人为总大班及各分行大班，经营管理“悉以汇丰为准”，不达业绩可随时解聘，权柄并未操诸外人之手，相比外资股东派出管理人员的机制，聘用机制有利于所有权和经营权分离，保证聘用的管理人员与银行根本利益一致。现在，我国质地最优的招商银行同样没有引入境外战略投资者。

只能得到 20% 以下股份的战略投资者，不会傻到将实质性技术与核心管理经验向国内金融机构和盘托出——按照监管层现行政策，单一外资银行入股同一中资银行的比例不得超过 20%，多家外资机构入股同一中资银行的比例不得超过 25%——事实上，参股银行是进入中国金融市场的捷径，进

入之后，由于参股权限制和银行业加入 WTO 承诺允许外资建立境内机构，外资必然走向独资之路。国人只能眼睁睁坐视境外投资者在短期内因股价大涨而得利，痛心疾首却又无可奈何。

建设银行、中国银行、工商银行，在改制重组阶段都引进了海外战略投资者，这些海外战略投资者以比净资产稍高的价格，获得了三大银行的“原始股”。按股票市场的价格，短短 12 个月内，增值 150% 以上。

以建设银行作为解剖的麻雀大小正合适。2008 年 5 月 27 日，建设银行发布公告，美国银行将行使认购期权，在 6 月 5 日前向中央汇金公司购入 60 亿股 H 股，交易价格是每股 2.42 港元，而建设银行 H 股当日收盘价为每股 6.65 港元，折价率高达 63.60%。

美国银行大获其利是不可否认的事实。2005 年 6 月 17 日，建设银行与美国银行订立投资协议及战略性协助协议，获 9% 股权；同年 8 月 29 日，作为建设银行大股东的汇金公司又与美国银行订

立股份及期权收购协议，再获最高 19.9% 股权。美国银行持有建设银行 191.33 亿股的成本不超过 240 亿港元，以 2008 年 8 月每股 6.7 港元的价值计算，这部分股权市值为 1282 亿港元，在股权投资上美国银行账面赢利为 1042 亿港元。2008 年 5 月 28 日，根据协议，美国银行通过增持汇金转让的建设银行股份至 19.9%，达到银监会规定的单个外资行不能超过 20% 的持股上限，理论上可以增持的股份达到 273.71 亿股，按照建设银行每股 6.65 港元的市价，美国银行当天就获利超过 250 亿港元。而美国银行最初以 0.94 港元获取了 190 亿股，按照公告当日收盘价计算，这部分的账面赢利可以达到 12100 亿港元以上。不仅如此，美国银行还可以通过抛售过解禁期的旧股低价吸股，进行无风险套利。

美国银行可以以每股 2.42 港元的资产价格购买建设银行限售股，而国内资金即便以高出一倍的价格也无法买到股份。

国内纳税人在建设银行上市注资时以公共财

政与特殊低息国债的方式为建设银行呆坏账兜底；建设银行以超出于 H 股（发行价每股 2.35 港元）2.7 倍的价格发行 A 股（A 股市场的发行价每股 6.45 元人民币）。不仅如此，国内的储户还在继续支付高额的存贷差、负利率等隐性成本。这些金融机构的掌舵者并没有以对市场的敬畏心表示对国内利益牺牲者的尊重。

建设银行与美国银行的交易让国人痛心，秋后算账式的贱卖论甚嚣尘上。在美国银行赤裸裸的赢利数据面前，为贱卖论辩护的人只能闭嘴。让人郁闷的是，美国银行是在桌面上公开获利，完全符合契约。明知是个圈套，还不得不钻，世界上最痛苦的买卖，莫过于此。

建设银行廉价出售股价绝非特例。2008 年 8 月，中央民族大学的张宏良教授对外资参股的财富流失进行了统计。

1. 中国工商银行

2006 年，美国高盛集团、德国安联集团及美国运通公司出资 37.8 亿美元（折合人民币约 295

亿元)入股工商银行,收购工商银行约 10% 的股份,收购价格为每股 1.16 元。上市后,按照 2007 年 1 月 4 日盘中价格按每股 6.77 元计算,市值最高达到 2755 亿元,三家外资公司净赚 2460 亿元人民币,不到一年时间投资收益 9.3 倍,世界罕见。

2. 中国银行

苏格兰皇家银行、新加坡淡马锡控股、瑞银集团和亚洲开发银行投资中国银行共 51.75 亿美元(合人民币约 403 亿元),收购价格 1.22 元。上市后,按照 2007 年 5 月 10 日盘中价格为每股 6.26 元计算,市值最高达到 2822 亿元,四家外资公司净赚 2419 亿元人民币,不到一年时间投资收益 6.6 倍。

3. 兴业银行

2006 年,香港恒生银行、新加坡新政泰达和国际金融公司共出资 27 亿元,以每股 2.7 元的价格购入兴业银行 10 亿股,上市后,股价达到 37 元多,三家外资公司净赚约 370 亿元。根据 2007 年 2 月 12 日《参考消息》报道,以后每年都有

300% 以上回报。该银行上市募集资金共 159 · 95 亿元，等于全部送给了 3 家外资公司。该银行国内发行价格每股 15.98 元，吸引的网上网下申购资金高达 11610 亿元。

4. 深圳发展银行

美国新桥投资集团以每股 3.5 元购买深圳发展银行 3.48 亿股，2008 年 8 月股价达 35.8 元，投资增值 10 倍，按照深发展 20 多亿股计算，新桥用 12.18 亿获得了 700 多亿。根据新桥目前的做法，很快将达到 1000 亿元。而新桥集团本身就是庄家，根本不是银行，如何能改善我国银行治理结构？况且整个银行都被美国人拿走了，即便改善对我国又有什么意义？

5. 华夏银行

德意志银行和萨尔·奥彭海姆银行联合组成的财团出资 26 亿元人民币，购入华夏银行约 5.872 亿股份，占华夏银行总股数的 14%。每股价格 4.5 元，净赚超过 56 亿人民币。目前德国人对华夏银行已形成了联合控股，该银行名义上还是中资银

行，实际已成为外资控股银行。

6. 中国交通银行

汇丰银行持股交通银行 19.9% 的股权，出资 144.61 亿元购买 91.15 亿股，每股为 1.86 元。交通银行 2006 年 5 月在香港上市，汇丰银行净赚近 800 多亿元，2007 年交通银行国内 A 股发行上市时汇丰银行又赚取 500 多亿元，合计将近 1 400 亿元，10 倍回报。

7. 中国建设银行

上市前，美国银行和淡马锡公司分别斥资 25 亿美元和 14.66 亿美元购买建设银行 9% 和 5.1% 的股权，每股定价约 0.94 港元。发行价格 2.35 港元，最高市价 5.35 港元。按照目前建设银行共有 2247 亿股计算，两家净赚 1300 多亿港元。

8. 浦东发展银行

花旗集团出资 6700 万美元收购浦发行 4.62% 的股份，超过 1.8 亿股，每股约 2.96 元，并且协议规定日后花旗集团有权收购 19.9% 的股份。浦发行股价超过 38 元，花旗净赚 62 亿元。目前花旗尚

未行权，一旦行权将赚取 62 亿元的数倍。

9. 民生银行

2004 年，淡马锡控股旗下的亚洲金融公司以 1.1 亿美元（约 8 亿人民币）的价格收购民生银行 2.36 亿股股份，占民生银行总股份的 4.55%，目前该股已达 12 元多，加上两年送配，市值已达 50 亿元，淡马锡净赚约 40 亿元。

上述交易低价转让外资净赚约 9200 多亿元，加上下面广发行，损失超过 1 万亿人民币，其中绝大部分是 2006 年一年转让的损失，再加上已经全部完成合资的等待上市的几十家地方银行，未来损失将越来越惊人。

10. 广东发展银行

2006 年美国花旗银行以联合收购的名义，自己出资不过 60 亿元，就控制了拥有 3558 亿元总资产、27 家分行、502 家网点，与世界 83 个国家和地区 917 家银行具有代理行关系，连续多年位列全球银行 500 强的广东发展银行。并且中国移动、国家电网和中国信托还各搭进去 60 亿元，共 180 亿

元。把银行白白送人还要再搭进去 180 亿元，已经完全超越了市场交换的范畴。

11. 渤海银行及地方银行

2005 年挂牌成立的我国第一家股份制银行——渤海银行宣布，渣打银行以 1.23 亿美元购入即将成立的渤海银行 19.9% 的股份，成为其第二大股东。除了参股渤海银行之外，渣打银行参股光大银行当时也在进行中。这段时间里，外资银行在华进入了加速发展期，中国的银行无一例外地已被 18 家外资银行参股或控股。

12. 中国平安保险股份有限公司

平安保险是中国第一家股份制保险公司，也是第一家引进外资的保险公司，汇丰集团是平安最大外资股东，汇丰 2002 年投资 6 亿美元入资平安；平安集团 2004 年 6 月 24 日在香港成功上市，发行价为每股 11.88 港元。截至 2006 年 6 月 30 日，集团总资产为人民币 3587.18 亿元，权益总额为人民币 381.04 亿元。

13. 新华人寿

新华人寿即将上市，现在苏黎世保险持有新华人寿 22800 万股，每股 5.25 元，持股比例为 19%，成为新华人寿的最大单一股东。但实际上，目前新华人寿的实际控制者是东方集团，由于东方实业和东方集团分别持有新华人寿 5% 和 8.02% 的股权，再加上东方集团持有新华人寿其他股东的股权，东方集团直接或间接持有新华人寿的股权肯定超过 20%。据说，苏黎世通过中国公司暗中控股已超过 56%，投资 34 亿元，一旦上市，市值至少 600 亿元。

上述廉价卖给外资的银行股，无一不是远远低于市场价格，最低的如兴业银行甚至不到市场价格的 1/10。仅中国工商银行、中国银行、中国建设银行和中国交通银行四家损失就超过 7500 亿元，仅 2006 年一年银行股贱买损失就超过 6000 亿元，整个银行金融领域能统计到的损失就超过万亿。根据时任国务院医改调查小组组长葛延风讲，解决全国的医疗问题每年 6800 亿元就够了，可是仅仅几家银行就把全国的医疗费用送给了外资。

贱卖之争不可能停止

贱卖之争，实质是维持现行金融格局、借用国际资金拉高国内银行业股价，避免大型国有商业银行破产。

中国金融机构体量虽大，但在国际金融业缺少话语权，结果当然是毫无定价权。我国国有控股大型银行上市之前处于破产边缘，国际信用评级机构与国际投行不屑一顾，银行界人士低声下气到处找战略投资者，因此以上市前净资产定价成为准则。美国银行初次入股建设银行的价格仅比建设银行每股净资产高 15%。事实上，虽然欧美金融机构遭遇金融危机的猛烈打击，中资金融机构在国际市场上总市值排名世界第一，但话语权并未因此增加。

“引入境外战略投资者是银行改革成功的前提”，这显然是个伪命题，很少有人重弹此调。在境外上市固然可以形成硬性约束，但只靠外部硬

性约束并不是建立市场体制的保证，实际上，境外投资者可能强化垄断，以便从中资银行身上收获更多的红利，剪下更多的羊毛。

也许是银行贱卖论的压力太大，2008 年年中，中国《金融时报》接连发表反驳贱卖论的文章。先是清华大学金融学教授宋逢明指出建设银行贱卖没有理论依据，而后中国社科院金融研究所与中国银行业协会联合举行了“中国银行业改革开放热点问题学术论坛”，主旨就是论证银行业引入外资上市的改革路径是成功的，拔除了中国经济中最大的隐形炸弹；中国银行业协会专职副会长杨再平先生接受采访时，曾指出“改革开放使中国银行业更稳健更安全”。

争议均未深入探讨银行业期权定价的问题，谈的是一些大而化之的理论，并且将反对引入外资与反对改革开放混为一谈，自以为市场化的人如此大扣帽子，实在是玷污了市场化的清誉。辩护者的角度是，当时中国几大国有商业银行处于技术性破产，在引入外资短短几年后，几大国有商业银

行资产负债表大大改善，对市场大有助益；而反对者则以外资数年来所获收益的具体数据，以及战略投资者的入股价、境外发行价与 A 股发行价比较，以坐实贱卖罪名。

回到根本，贱卖主要是资产定价问题，国内金融机构定价过低，起码说明这些金融机构及其决策者对上市之后中国经济与金融业的发展能力估计不足。再以建设银行为例，建设银行与美国银行在协议中约定，美国银行最终的行权价将不低于当时建设银行每股账面值的 1.2 倍，可见，有关方面对于中国本土金融的发展没有信心。有关方面当时显然认为建设银行发展能力堪虞，他们以内部人的身份给建设银行的股价定了性。

建设银行副行长范一飞先生坚持认为交易很公平。据称，当时实行三阶段三种价格的交易结构，即 IPO 前以净资产 1.15 倍购买总股本的 9%；IPO 时出资 5 亿美元按发行价带头买股；IPO 后再以 IPO 发行价加利息率购买另外部分使其持股总量达到 H 股的 19.9%。美国银行最初的参股价格是建

设银行每股净资产的 1.15 倍，期权安排之后，将行权价格折现，使美国银行加权平均的购股价格增加到当时每股净资产的 1.7 倍。范先生认为，美国银行赚钱是因为美国银行投入了时间成本，获得了投资的风险补偿，美国银行先进的经验、技术和品牌等无形资产投入为建设银行创造了价值。此外，美国银行承诺在中国零售市场回避竞争，并全力协助建设银行实施海外战略，同样是可以市场化的因素。

我们先来看交易价格。美国银行以每股净资产 1.15 倍，获得了一项资产——购买 9% 的股价和一项权利——3 年后以协议低价购买建设银行股权的认购权证。这笔交易到底是否划算？我们承认，期权费很难计算。但以金融机构年化波动率 25% 计，比较粗略地计算，一款三年期权证的价格至少相当于行权价格的 20%，因此美国银行入股之初，付出的应该是每股净资产 1.6 倍的价格，而不是 1.15 倍。即便以较为保守的算法，价格相对较低的三款一年期认购权证计算，每年权证平价行权标的

物价格溢价 6%，共计 18%，也远高于 1.15 倍的价格。

建设银行辩护者将行权价格折现，使得美国银行行权后加权平均的购股价格增加到当时每股净资产的 1.7 倍，这完全是在糊弄人。美国银行以 1.15 倍的价格获得了权利和资产，短短 3 年时间，建设银行净资产发生发天翻地覆的变化，其净资产不应以美国银行最初入股时计算，而应以行权时增加的净资产计算。

建设银行低价出售自己的 3 年认股权，等同于在战略上做空自己未来 3 年的股票，在建设银行大力推行上市之时，这种做空自身的行为令人费解，既缺乏战略眼光，也没有技术支撑。如果建设银行自己都不看好自己，谁能看好他们？低价出售正是种瓜得瓜、种豆得豆。

唯一能让低价出售者感到安慰的是，引入外资可以行战略性改革的乐观论调，引进战略投资者的目的就是引进核心技术，与花钱买技术的策略如出一辙，如果真引进了境外机构的市场治理结

构、产品设计与销售，以净资产出售确实情有可原。

引进国外的技术与人才，是个非常诱惑人的烟幕弹，以发展趋势看，基本上没有实现的可能性。我国的金融机构改革走了一条引资引技之路，而刻意忽略境内竞争市场的培育，同时外资的股权比例又不足以让外资银行花大力气倾囊相授。建设银行为解开贱卖金融资产的心结，一直在开列美国银行对建设银行的功劳清单。按建设银行招股书中的披露，建设银行与美国银行曾签订独家协议，美国银行在风险管理、公司治理及管理 etc 7 个领域向建设银行提供战略性协助，并为此向后者派驻约 50 名人员。据称，美国银行参股后，围绕建设银行的发展战略，双方在公司治理、风险管理、信用卡、个人银行业务、全球资金服务、信息技术等领域，开展了广泛的战略协助与合作，共启动 26 个协助型项目。

国有商业银行技术性破产，不能证明引资定价的正确，引入外资后资产负债表的改善，外资与

国内纳税人、A 股投资者的功劳也得分别计算，而不能一股脑儿地算到外资的头上去。为什么国内大型银行上市后坐上了世界十大银行的三把交椅，还不能向零售银行与中间业务转变，利差利润仍然占据大头？这中间显然有个中国现阶段的市场化与先进的管理接轨的问题。

引进人才与技术并没有让人看到建设银行自身市场化的努力。建设银行从低价出售期权中得到了什么？50 人团队的技术支撑？如果以美国银行区区 50 个人就能让建设银行增加上万亿元的资产，美国银行本身的市值应该等同于数百个中国建设银行，也不会落到次贷危机的陷阱中不能自拔的地步了。如果建设银行突发奇想找国际猎头公司寻找 50 个国际金融人才，费用大概不会比 1 000 亿港元更高。如果美国银行那 50 位技术智囊真有那么大的本事让建设银行起死回生，那么，央行还是索性把控股权让渡给美国银行，或者将所有管理层换成美国银行的人比较靠谱。美国银行提供技术与管理服务？建设银行是否有必要向所有投

资者解释一下，当时是怎样为美国银行提供的该项权利估值的？难道是像商贩一样以一口价论堆卖白菜？辩护者只是泛泛而谈。建设银行的性质会因为国际化而改变吗？他们仍然步履蹒跚，在市场化与非市场化之间挣扎。

金融业的开放使外资银行直接在中国境内开设法人行更加划算，虽然美国银行承诺不在中国开展业务，但实际上在暗度陈仓。双方合资成立的信用卡公司有望在上海开业，双方按照 75.1□24.9 的比例出资设立的建信金融租赁公司已经成立。对于美国银行而言，一旦金融业放开，在中国的信用卡与金融租赁市场就能有宽阔的立足之地。

通过廉价出售股份，有关方面希望借美国银行之船使建设银行扬帆出海，进行海外业务布局。2006 年 8 月，建设银行公布收购美国银行亚洲 100% 股权，作价 97.1 亿美元，相当于美国银行亚洲 2005 年年末净资产的 1.32 倍。通过持股美国银行亚洲，建设银行完成在澳门、香港、澳大利亚的布局，同时拥有保险、证券、银行等全业务，海外

零售银行业务获得长足发展。建设银行可以以此为借口，认为自己与美国银行之间是公平交易。但建设银行出售母公司股份与美国银行出售战略调整的非核心资产价格相当，很难说是笔公平的买卖。在金融危机之后，中国金融机构此前的出海机构的价格显得高不可攀。

美国银行得到大利，建设银行说自己同样获利多多，而代表财政持股的汇金公司也获得了不菲的收益。

到底谁受损了呢？成本由谁承担了呢？无疑是全体纳税人与 A 股投资者。他们承担了核销建设银行呆坏账的成本，使建设银行股价有了起飞的平台；所有其他以高价买入建设银行股份的股东：一旦建设银行的财务数据出现风吹草动，他们就得作好兜底的准备。另外承担隐性成本的是所有不能进入金融行业的国内资本，他们没有市场参与权。只不过，这些损失如此隐蔽，以至于大家以为损失并不存在。只要建设银行财报继续花团锦簇，表面上所有人都是受益者。也就是说，如果建

设银行效率提高所得收益大于美国银行收益，那就是好买卖。但下结论为时过早。正如央行行长周小川所说，我国银行都没有经历过经济下行周期的考验，70% 以上的收入来自存贷差，还是靠政策吃饭。对于国有控股银行的自我表彰，多一些冷静总归没错。

如果说在 2008 年外资金融机构基本未兑现之时，中资金融机构成为提款机还只是账面游戏，但到 2008 年底，中资金融股被外资大举抛售，则坐实了账面赢利。

从 2008 年 12 月 31 日开始，中国金融机构遭受暴风雨般的减持考验，外资机构投资者折价大笔抛售股份：瑞银于 2008 年的最后一天抛售了 33.78 亿股中国银行 H 股，美国银行 2009 年 1 月 7 日抛售 56.2 亿股建设银行 H 股，同日，香港李嘉诚基金配售中国银行 20 亿股股份。与此同时，坊间传出苏格兰皇家银行也将加入减持行列。事实上，早在 2007 年 11 月，淡马锡就曾先后减持 10.8 亿股中国银行 H 股及 2.8 亿股建设银行 H 股，据

估算获利在 30 亿港元以上。那些焦头烂额的外资机构都将抛售中资银行股，以解燃眉之急。

抛售并不可怕，可怕的是在股市如此低迷期，抛售者都获得了不菲的收益。瑞银以较中国银行 1 月 7 号收盘价 2.12 港元折让 12% 的价格，向 15 位投资者出售股份，获得资金 8.08 亿美元，约获利 3 亿美元，回报率超 60%；美国银行折价 12% 以每股 3.92 港元出售 56.2 亿股建设银行 H 股，一次性获利约 11.3 亿美元，获利 40% 以上；香港李嘉诚基金以每股 1.98 2.03 港元的价格，配售中国银行 20 亿股股份，配售价较当日收盘价折让 5% 7.5%，账面净获利最高达 18 港元，相对于约 1.13 元每股平均成本价，回报翻番。

受套现困扰的中资银行股开始反弹，以显示外资减持并不可怕。鉴于中资金融股在抛售压力下反弹，且 H 股反弹幅度大于 A 股，划拨于中国投资公司的汇金公司已经开始接盘中资金融机构 H 股。汇金本来就是中资金融的大股东，负有稳定金融机构的重任，在金融机构遭遇打压之时，接手 H

股是题中应有之义。中投公司董事长楼继伟高调表态，中投旗下的中央汇金公司一直在增持工商银行、建设银行、中国银行的股份，同时密切关注 H 股市场上投资者的售卖行为。境内最大的私募基金厚朴基金出手接下瑞银沽出的 30% 中国银行股份，相当于 32.4 亿股，涉及资金约 55.4 亿元。厚朴基金由方风雷在 2007 年创建，初始集资 25 亿美元，集国资外资之大成，美资投行高盛以有限合伙人的身份投资约 3 亿美元，另有传闻指出，新加坡政府旗下的淡马锡控股 10 亿美元。其他投资者则有大和证券、壳牌、加拿大公务员投资基金等。正如方风雷本人深厚的国资与外资背景一样，令人刮目。厚朴基金是内地最大的私募基金。

汇金与其他大型基金接盘，有一石数鸟之利，既可维稳，又可解决外汇储备怎么用的千古难题，更可以借拉动 H 股之力稳定 A 股。至于说金融机构回到汇金一股独大，影响改革进程，不过是书生之论，只要中国金融市场开放，外资、国资、民资均可同场竞争，由谁控股并不影响市场化大局。

我们无法否认这样一个事实，汇金与境内投资是外资兑现的接盘者，他们不得不接盘，不得不为国际化的路径买单。

指责外资金融机构抛售毫无必要，这些战略投资或者财务投资者，手上的限售股都已到达解禁期，在抛售之前与中方进行了充分的沟通，建设银行等公告对抛售表示理解，我们不能从道德上指责外资的抛售行为，尤其是在瑞银、苏格兰皇家银行全都遭遇巨大财务压力的背景下，要知道，外资从来不是活雷锋。一些金融官员更进一步，不仅不责怪，还体现了十足的大度。2009年1月16日下午，以国际视野著称的中国银行副行长朱民表示，这些战略投资者所持股的限售期已过，中国银行非常尊重他们的权利。为稳定市场，中国银行和战略投资者共同筛选、把关新的投资者。

不指责不等于不反省。不指责不等于闭目塞听、以丑为美。外资抛售获得厚利的行为，反过来说明对于外资战略与财务投资者的定价存在巨大漏洞：一是与境内大小非相同的定价过低，存在利

益输送嫌疑，二是中资金融机构改革在初始阶段过于依赖外资，内在的改革动力不足，将定价权拱手相让。

我们该为中国金融机构依然是世界上最高回报率的金融类上市公司而自豪，还是为财富如此流失而痛心？

可贵的反例

引进的不论是内资外资，只要我国金融机构能够增强竞争力就是好买卖。

外资在有竞争力的内资眼中绝非神仙。到2008年年末，被认为中国最具有市场潜质的银行——招商银行明确拒绝引进外资战略投资者，而上市之后的宁波银行只是从中国香港、新加坡等地聘请了9位中层管理人员，分管信用卡、财富管理等业务筹备及市场开拓。这些银行都是行业内的佼佼者，他们按自己的市场之路而行，无须国际先进理念在部分参股的幌子下三心二意地指手画脚。

在许多银行哭着喊着引进战略投资者时，国内竞争力一流的招商银行特立独行，公开表示不需要引进战略投资者。招商银行董事长秦晓提供了三条理由：第一，招商银行有 A 股和 H 股市场融资，还有可转债、次级债等发行，没有必要和需求来让出折扣，引进投资者；第二，招商银行从企业法人制转为股份制，而后发行 A 股和 H 股，有 100 多家股东，重大事项须经董事会批准，公司治理结构透明；第三，20% 的外资持股上限，意味着外资投资者不具备话事权，不可能产生吸引外资银行品牌、技术的内在激励，天下没有这样的好事。这三条理由彻底推翻了引资为引智、引品牌、引国际先进公司治理结构与经营技术的神话，而这正是吸引外资战略投资者的基础性理由。国有商业银行之后，是大批的城市商业银行，他们仍然无法摆脱引进外资战略投资者的窠臼。

中国最市场化的银行招商银行，没有引进外资战略投资者，说明外资与市场化并非同义词。鉴于金融竞争的节节失利，对内开放的重要性怎么强

调都不过分。如果把交通银行、中国银行托管给招商银行的管理团队，也许是一个成本和代价最小的改革。以银行管理的优质基因取代那些一心想着国内外资金救助的劣质基因，完全符合资本市场优化资源配置的宗旨。

北京银行董事长闫冰竹先生比较坦承，北京银行最初引入外资高攀 ING 时，要求对方从 8% 的持股比例提升至外资单个持股比例的上限 20% 以下的 19.9%，以便与 ING 更牢固地捆绑在一起。他开始反思，当时的决定是否失之仓促，以净资产大笔引入外资是否合适？这一切都是因为，我们是国际金融市场的新丁，有太多的知识与技巧需要学习，需要弥补。如果连这点反省心态都没有，谁能保证金融机构下一次引资不再陷入同一个错误呢？

更可怕的是，在很多时候，引进外资在表面改革的帷幕之下，掩盖的是原有企业虚弱不堪甚至一团烂账的事实，甚至借引资之名组织合资公司将股权归入自己人囊中。引入外资是一次将坏账集中处理的大好机会，面对美妙的报务报表，投资

者没有心思去追究以前的烂账。

以深圳发展银行为例，境内市场人士由于种种原因被排除出了市场之外，节节攀升的股价不仅让新桥成为中国资本市场最成功的机构，也使深圳发展银行说不清的烂账一笔勾销。

广州发展银行是一家虚弱不堪的企业。按照有关报表，到 2003 年年底，广州发展银行五级分类口径下的不良贷款为 357 亿元，不良贷款比率 18.53%，拨备率不足 3%，资本充足率则只有 3.87%。其中可疑与损失类两项合计超过 200 亿元。标准普尔 2005 年的评级是 CCCpi，居国内银行业倒数第一。理由是资产质量差、贷款集中度过高、利润率低，以及资本不足。广州发展银行背负省内金融机构的政策性包袱，负担危机重重的中银信托投资公司，除了几家分行保持赢利外，大多数分支行均告亏损。广州发展银行承接包袱换来的是央行批准其在全国六大省会城市设立一级分行，成为一家拥有全国牌照的银行，同时也在广州发展银行与财团的谈判中成为最重的砝码。广州

发展银行需要一家兜底企业，而急于获得中国市场和金融牌照的外资是最好的选择。自从花旗银行“特批”掌握广州发展银行控制权之后，人们关注的是，花旗银行给广州发展银行带来了什么变化。忘记不愉快的过去是人类的天性，而逼着投资者发挥善良、善忘的美德，也是一种特色。

中国银行业在引进外资之后，到底收获了什么？是引入外资的结果，还是优惠政策与国民贡献的结果？

银行的资本充足率提高了。不过，与其说这是外资的贡献，不如说主要是财政部和汇金公司的贡献，也就是全体纳税人的贡献。引进战略投资者几乎没有补足资本金的作用。工商银行获注资数千亿元人民币，而 2006 年，美国高盛集团、德国安联集团及美国运通公司出资 37.8 亿美元（折合人民币约 295 亿元）入股工商银行，收购工商银行约 10% 的股份，收购价格 1.16 元。不同的是，后三者获得了高额的收益，投资者与有利焉，而给工商银行注资虽然使汇金等公司获得了不菲的收益，

却并未体现在纳税人身上。

银行业在资本市场的估值提高了。他们估值的提高主要体现在 A 股市场，在 2007 年 9 月，A 股与 H 股的价差有所缩小，工商银行从 8 月中旬的 57% 下降至 39%，但差距仍然不小，如果加上流通股与非流通股的比例，则 H 股折价率更高。实际上，2006 年全球前三大新股筹资前两大就是中国工商银行、中国银行，全拜 A 股市场的高额溢价所赐。可以很明确地说，是 A 股市场的封闭式溢价、人民币升值、垄断经营、资本市场交叉持股等因素使工商银行等银行获得市值世界第一的头衔，与此同时，战略投资者的投资收益在 8 倍以上。

银行的利润提高了。2007 年上半年，建设银行 997.86 亿元的经营收入中，净利息收入为 892.13 亿元，贡献了 90% 左右。净利息收入同比增加 239.28 亿元，其中规模因素和利率因素的贡献率分别为 47.46% 和 52.54%。工商银行同样如此，工商银行上半年来自央行存款的利息收入为 63.97

亿元，按年增长 18.89 亿元，增长率 41.9%；以政府债券、政策性银行债券和央行债券为主的证券投资利息收入为 428.21 亿元，按年增长 122.12 亿元，增长率 39.9%。二者合计占该行营业利润的 85.5%，占上半年新增利润的 74%。央行目前数次加息，负利率毫无改变，导致市场活期存款大增，工商银行、中国银行的净利差均扩大了 24 个基点；招商银行、中信银行净利差扩大了 33 个基点；深圳发展银行扩大了 46 个基点。

在资本市场价值重估高到天价的时候，金融机构之间的交叉持股为他们带来不竭的财富。在持有交易性金融资产的上市公司中，银行、保险公司、券商这三类金融企业占绝对优势，包揽了前 11 名。其中，中国银行以持有 12538.54 亿元交易性金融资产拔得头筹，其后是中国平安和中国人寿，分别持有 734.36 亿元、373.21 亿元。光是这三家金融股所持的交易性金融资产就占到 340 家公司已披露持有交易性金融资产总额的 67%。显然，不是这些金融银行更会理财了，而是垄断红利与

发展红利更丰厚了。如果中国经济增长速度下降到 8% 以下，如果股市与楼市在短时间内下挫，如果不再享受优惠政策，银行急剧扩充式的贷款风险将会暴露无遗。只有在经济热度下降、信贷扩张终止之后，这些银行抵御风险的能力才能够说明，这些银行一心向外的市场化改革是否取得了成功。

中国银行业的市场化改革已经起步。从某个层面来说，确实如此。这些银行在竭力争取在境外开疆拓土或者通过并购的方式设立分支机构，也设立了理财中心为国内投资者到境外投资，最近的次级贷受损虽然暴露出理财不善以及文过饰损的“美德”（工商银行甚至未作计提），却形象地说明，这些自以为市场化急先锋的企业确实试图在业务上进行拓展。

市场化并不只是并购游戏，也不是股权激励，其实质是一种竞争体制，所有的一切组织架构都围绕竞争而来。但这些银行恰恰缺乏对于竞争的本质理解，他们是天然的蓝筹股，他们可以获得中

国经济发展的利润，他们在资本市场降生伊始就是股市的定海神针，他们可以理直气壮地首批获得 QDII 资格，他们也能够心安理得地继续享受占业务 70% 80% 以上权重的利差，而不以为有任何不妥。他们同样理直气壮地将股权激励当做市场化。

支持向外资借助改革力量的观点是，既然内部市场资源无法激活金融市场，外资又不是活雷锋，他们进来既获得了收益，使中国银行业开始了真正的符合国际惯例的市场化改革，也使中国银行业在资本市场获得了更高的估值，一举两得之事，何乐而不为？

很少能听到比这更自欺欺人的说法，所谓内部市场资源无法激活金融市场是个伪命题，从未尝试何以知道结果？请不要说地方政府主导下的城市商业银行内部人控制或者农村信用社吸引资金式的拉人入股是对内开放，那是权贵市场或者行政市场的重演，既要吸引民资，又不给民资公平的收益机会，失败在情理之中。

市场改革绝非一蹴而就，许多人都清楚的事实是，许多国有银行的董事会仍然缺乏人事支配权，银行内部建立以业务为条线的事业部制等体制如一团乱麻。有银行内部人士称，花旗等金融机构的理念与组织结构确实先进，但要运用到中资银行，恐怕现在还只是纸上谈兵。

贱卖是对内资不够开放的必然结果

银行的改革路径在验证如下重大命题，放弃内部竞争市场的培育，以开放促改革的路线能否成功。看来问题极大，只有对外开放而缺乏对内开放一翼的市场，无法改造内部的行政土壤，无法形成真正的竞争环境—就连中国民营经济最发达地区的商业银行宁波银行都依赖于当地财政局的大力支持—无法改变漠视境内投资者利益的不良文化。

对外资开放并未形成完善的估价系统，目前银行股陷入内外隔绝的双重估价系统之中，这种差别使银行股在吸纳国内资金的同时，将利益源

源不断输送到境外市场。正如当初不良资产管理公司的畸低定价甚至引发了内部人士的不满一样，国内金融机构的畸低定价当然会让境内的市场人士趋之若鹜。正由于中资银行无法形成准确的估价体系，市场价高者得的理论在此被中资银行引入外资先进技术等多重目标解构，但是，如果我们连市场最基本的价高者得的理念都无法坚守，谁又能相信，这是一个正在往市场化方向进军的金融体系？

在国有商业银行之后，是大批的城市商业银行，他们仍然无法摆脱引进外资战略投资者的窠臼，我们看到地方政府与外资银行联袂而行。不过，由于国有大型银行引入外资遭遇反弹，城市商业银行引入外资银不会那么顺风顺水。

对外资角色的质疑并不仅仅局限于民间，已经体现在政策层面上。据报道，2007 年证监会以窗口指导的形式，暂停了 A 股市场战略投资者。这一政策从南京银行、宁波银行上市就已采用，建设银行的招股意向书上也没有出现战略投资者的身

影，而9月底上市的北京银行同样没有战略投资者参与配售。这说明，有关部门已经意识到，战略投资者未必是稳定器与市场化的督促者，更多的是在资本市场上寻租的温床。那些主张引进外资战略投资者的人无法回答如下疑问，如果这些战略投资者仅仅持股20%，他们有什么动力竭尽全力改造参股企业？并且，如果中国内生的市场化资源如此不堪一击，受到计划体制的重重围困，那除了将经济控制权拱手让给外资之外，有什么更好的办法将成熟市场体制嫁接到计划与行政之树上？

对内开放本应重于对外开放，即便无法做到，起码应该做到两者均衡。但揆度现实，形势不容乐观，我国金融领域的对内开放仍然不足，在最开放的农村小额信贷领域，对于存款、利率以及经营范围有严格控制，农村小额信贷市场无丝毫出路可言，茅于軾先生再努力，也成为不了中国的尤努斯，他的小额信贷试验只能从一个村庄扩大到三个村庄。这不是他个人的悲哀，是农民与国家的悲哀。

这是错误路径改革上结出的恶之花，只要对内资不开放，只要中国缺乏内生的市场，外资就会继续狂赚下去。

中国金融业不开放或者过度开放，都是在自毁长城。中国经济与金融业的开放是大势所趋，但在开放的过程中，必须坚持对内开放与对外开放并重、对等开放的原则。外资所获收益，是内部伪市场化的外部折价。有时，美妙的对外开放，不过是对内封锁市场、避免深度市场化改革的幌子，更有甚者，所谓对外开放，不过是借用国际资金为遮掩不可收拾的坏账的权贵利益博弈。

仅从批判民粹主义的角度反思中资金融机构贱卖论是狭隘的，有可能遮蔽对内开放不足这一中国改革路径中最大的错误。当对外开放倒逼内部改革成为唯一的大型国有企业救赎之道时，我们有理由质疑，内部的市场改革动力从何而来？在充分竞争这一市场化的前提条件不具备的情况下，对内开放、对内公平显然应该重于对外公平。外资金融机构抛售，如果能够促成中资金融机构对改

革路径的反省，促成对市场的理性态度，将是中国金融机构市场化之大幸事。

从根本上来说，拓展国内资金渠道，建立本国具有公信力的评级机构，方能重新夺回国内金融机构的定价权，最终形成我国市场化的利率体系。我国金融机构恰恰相反，获得海外金融机构注资，而后由国际知名评级机构提高评级，如此一条龙式的定价权让渡，让中资机构失去置喙余地。

培育市场机制与吸引外资不能画上等号，只有建立公平的竞争环境才是建立市场体系的核心。金融市场在对外开放的同时，对内开放应并行不悖，甚至应重于对外开放，才能释放我国金融市场的巨大活力，增强国际竞争能力。在宽松的货币政策下，大部分民营企业仍然在民间较高的利贷环境中解决资金需求，说明银行的资金配置效率存在制度性障碍。以民间小额信贷公司许可为突破口，国内金融机构的竞争平台开始构建，这是一大进步。

无论是金融机构、中介机构、实体企业，对内

开放的重要性无须多论。否则，民粹主义的土壤因为内部的不公而生，而国内的财富源源不断流向低效金融机构，通过低效金融机构流向更低效的国有企业与政府项目，中国资本市场的投资者与纳税者都会成为永远的买单者，培育中产收入阶层显然是一句空话。

在外资纷纷进入金融、大型连锁超市等重要领域的同时，舆论与有关部门常常纠缠于压力锅、小家电等领域外资进入是否有垄断之嫌，对外资审核争论激烈，却鸡零狗碎，成本高，效率低。2009年3月，商务部否决可口可乐收购汇源案，属于典型的提高民营企业经营成本的损人不利己之举。没规范或者规范太多的后果是，我国在打开经济之门的同时，还受到了不规范与封闭的指责。

最后，并非最不重要，我国审查体制政出多门的痼疾，对于金融机构保障安全更是雪上加霜。一些实行部门审批制，如合格的 QFII 投资中国国内资本市场的限额由证监会等审批，外资参股证券公司比例目前不超过 33%，保监会规定外

商投资占国内保险公司股权比例上限为 25%，银监会规定参股中国银行业，单个金融机构投资的比例可以等于但不超过 20%，多个金融机构不超过 25%，而外资参股中国有企业业要通过商务部等部门审批。

审查政出多门未必能保护经济安全，反而提高了成本，增加了政策的变数，给人提供了攻击自己的口实。我国金融领域的开放程度远在一些发达国家之上，绝大部分城市商业银行引进了国外战略投资者，银监会主席刘明康曾经指出，对参股比例上限的比例规定，“并不是一个比例限制，而是用来确定银行归属的属性，因此是监管和营运的不同”。有案例为证，花旗银行入股广东发展银行经过特批获得了绝对控股权。当然也有相反的例子，因为国内舆论的反弹，一些境外战略投资者的入股方案被暂停。

通过制度化的、互相制约的体系，美国经济编织了一张安全网。以银行业为例，1991 年美国发布《加强外国银行监管法》，根据这套法案的规

定，外国银行要想得到进入美国市场的许可，就要在资本充足率、资产质量、风险管理能力、反洗钱措施乃至母国政府的金融监管水平等方面达到美国的要求，一大批外国银行就此出局。同时，法案进一步规定，凡是在 1991 年以后才获准进入美国的外国银行，明令禁止外国银行在境内吸收美国居民存款、明令禁止外国银行加入美国联邦存款保险系统、不支持外国银行在美国当地扩充业务网络，经营零售业务、不支持外国银行收购兼并或控股美国银行。如此一来，美国银行业基本成为禁脔，外资银行就是费尽九牛二虎之力进入，在层层束缚下也失去了竞争力。美国设立外国投资委员会，由 12 名政府高官组成，基本涵盖从经济、贸易、科技、安全等各个领域；国会拥有否决权；对外国投资审查法律化，针对《埃克森－佛罗里奥修正案》最新修订的《外商投资与国家安全法案（FISIA）》在 2007 年 7 月由美国前总统布什正式签署。

作为正在崛起的经济体，我国不可能也没必要

像日薄西山的没落贵族一样实行封闭政策。但有必要完善开放政策，改变政出多门的现状，由主要部门联合成立经济安全审查委员会，统一外资审查权限，重大项目实行人大听证制度。同时，针对不同的国家实行不同的措施，实现对等开放，给我国在国际市场博弈增加砝码。

中国金融机构的困境与注资上市之后的美妙前景，两者之间不存在必然的因果关系。大多数人绝不反对改革开放，而改革开放也绝不等同于向外资开放这一条途径，比如央行试行的小额信贷试点，就是结合孟加拉国的格莱珉银行与中国农村信贷市场、中小企业信贷的特点的一大改革举措，是金融市场对内开放的重要步骤之一。技术性地探讨外资入股的价格高低，同样不等于反对改革开放，这种逻辑显然是荒唐的。

民间金融市场之殇

国有企业贱价卖给外资，正是过去几十年经济

制度与体制问题所造成的代价的具体表现。更可怕的后患恐怕还不是一时的价格低估，而是国有银行与外资巨擘联手，从根上绞杀民营金融机构。徐滇庆、陈平等建立民营金融机构的呼吁和努力历尽十数载折戟沉沙。银监会此前欢迎民资参股的表态从未真正落实，只能视为平息民意质疑的平衡术，当不得真，而类似成立商业银行必须有外资投资者的规定，倒是显示出非外资不能改革的价值取向。

非法集资与民间融资

2007年3月16日，年仅26岁的亿万富姐吴英，因涉嫌非法吸收公众存款，被浙江省东阳市公安局正式逮捕。这位神秘富姐，传闻身家高达38亿元人民币，从绚丽出场到锒铛入狱，仅仅180天。这位炫富的年轻女性，被剥离神秘光环，成为司空见惯的非法集资的新案例。

非法集资案的层出不穷只能说明我国的金融制

度并未善待民间资金。2006 年 10 月，吴英空降浙江东阳，一掷千金买下了东阳县城汉宁街的 700 多间商铺，随后注册 12 家实业公司，成立本色集团，自任董事长，吴英的集资事件也因此被称为“本色事件”。

吴英的巨资来源一直是众人猜测的焦点——她既非巨富世家出身，其年龄与从业时间也不可能发展出一条成熟的高利润产业链，即便是比尔·盖茨也不可能在创业伊始就把身家在两年之内做到 5 亿美元。

吴英的固定投资高达几十亿元人民币，固定投资率高不等于投资回报率高，其实业投资效益之低下，从媒体报道可见一斑：一位知晓浙江省有关部门先前针对本色集团所做调查报告内容的人士表示，报告披露了本色集团在当地门店一天收入仅有 1500 余元，而集团员工一月所需发放工资总额就要 100 多万元等内容。

吴英的经营链条很清楚，从东阳、义乌等地的民间投资人融得巨资，然后投资期货、房地产等行

业，她从事的是刀尖上的资本之舞。但吴英显然并不具备短期内从资本市场获得巨额回报的能力，这使她无法偿还高额利息，很快失信于地下融资市场。2006年开始的中国股市大牛行情与期货市场的大手笔进出让民间富豪找到了一条投资捷径。想来吴英在资本市场也曾得手，否则商人不会把巨资交到她手里，但资本市场盈亏不定，吴英成不了巴菲特，资金链绷紧无法维持信用的结果就是，让当地常见的地下金融形式上升为非法吸引公众存款的大罪。

另一方面，为抑制通胀，2007年央行实行紧缩的货币政策，中小民营企业贷款难不是减少而是加剧了，除了大型央企之外，中国市场上不可能再出现实业为表资本游戏为里的德隆一样的航母式民营企业，这加速了吴英的垮台。一夜暴富的民间神秘富豪融资成本增加，生命周期缩短，一言以蔽之，民间土生土长的神秘富豪的生成路径已经被堵上了。

吴英这样的民间集资者陷入经典的庞氏骗局之

中，他们只有不断吸纳新投资人的资金给付前期投资者，靠拆东墙补西墙度日。除非能够通过资本市场在短期内获得巨额回报，或者靠天花乱坠的谎言与高额利息继续从地下渠道市场中融得巨资，当“利润”不足以支付利息时，就是庞氏骗局揭穿之时。

吴英两年不到就受到法律追究，除了说明原始的靠资本游戏的富豪生存路径不再之外，也说明江浙地下金融市场十分庞大。公众幸灾乐祸地看着吴英在光环破灭后锒铛入狱，却不曾认真思考支撑吴英事件背后的市场因素。

2006 年整个浙江的民间资本在 7000 亿 8000 亿元，民间融资规模达 1300 亿 1500 亿元。而义乌、东阳是中国经济最发达，民间资本最雄厚、最活跃的地区。吴英会编故事，敢承诺高利，周转又快，资金雪球越滚越大。这当然说明，浙江等地的民间资金找不到合适的投资渠道，如同漫山的野草四处生长，炒房、炒煤、炒期货进行民间借贷，在合法与非法的灰色缝隙间寻找渠道。富裕起来的草

根企业家遭遇投资瓶颈，炒房、挖煤等投资渠道——遭到封堵，甚至连资金并不匮乏的温州等地，都出现以优惠政策大规模吸引外资与国资的情况，民资生存环境日益狭窄，对内生市场力量口头扶持，政策曲线打压，屡见不鲜。

民间集资对于中国的市场化进程起到十分重要的推动作用，江浙等地的市场经济之所以能够发展，就是因为民间集资效率极高，通过企业主的自有资金与民间集资，弥补了官方金融机构的低效，有效地解决了国有金融机构对民营中小企业贷款不足的难题，甚至可以说民间集资是江浙一带市场经济的引擎。

除了 20 世纪 80 年代温州地区抬会风波之外，这些民间融资方式相比国有金融机构要好得多，尚未遭遇重大诚信危机，当地民间借贷市场有一套适合本土信用特征的熟人社会控制体系。

如果因为吴英事件再次堵上浙江等地地下金融市场的大门，吴英等民间集资者个人的不幸，将上升为东南沿海市场经济的群体性不幸。这何尝不

是金融机构对民营企业歧视性融资政策与目前的市场化程度不足以吸收民间流动资金的过失。如果中国的城市商业银行可以允许民间投资并给予全面的产权保护，如果政府的监管着重于秩序而不是对于民间资本的打击，民间资金何至于成为四处流窜的过街老鼠？

早在震惊全国的孙大午案件的讨论中，非法集资、非法吸收公众存款罪等罪名定义中的模糊之处就已暴露无遗。

2003 年 10 月 30 日，因为大午集团向职工和村民借款，孙大午被拘捕并遭到审判。此案引起了社会各界的广泛关注，被作为中国民间金融的风向标，烙于史册。孙大午本人在 2007 年的一篇文章中的分析十分到位，他说：“我无罪，但我伏了法。法院以‘非法吸收公众存款罪’判了我有期徒刑 3 年，缓刑 4 年，处罚金 10 万元，大午集团也以同样罪名被处罚金 30 万元。这是一个各方妥协的结果。很多专家把我的获释看成是中国金融改革的一个信号——‘判三缓四’，似乎预示着法律对

民间融资政策的松动。但实际上，3年过去之后，草根金融仍然步履蹒跚。”孙大午的个人金融实践不可能松动铁板一块的国有控股金融体系。

非法集资这样的罪名至今大行于世的唯一理由大概是，政府找不到更好的方法规范地下金融市场。在禁行之间，地下信贷急剧膨胀，据2005年年末中央财经大学课题组的抽查数据，中国地下信贷规模接近8000亿元，地下融资规模占正规途径融资规模比重达28.07%。

货币如水，逐利而行，堵不如疏。政府真正应该做的是，给民营企业贷款与民间资金尽快找到市场化的出口。

民间资金天生劣质？

政府曾经试验过放松民间信贷市场，以后之所以收回，直接原因是因为民资入股金融机构后信用不佳。他们似乎天生劣质，喜挖金融机构墙脚。

中国资本市场曾经的民资大鳄德隆系，在城

市商业银行急于增资扩股时，先后参股昆明、南昌、株洲等地的城市商业银行，共有 13 家城市商业银行为其控制的企业融资，最大的一处是山东某城市商业银行向德隆的贷款达到 40 亿元之巨。2002 年 10 月，成都市商业银行通过了增资扩股 8 亿元的议案。在民间资本就此进入成都市商业银行后不久，中国人民银行成都分行就检查出成都市商业银行存在严重违法违规办理的 10 亿元票据业务。而在诸项违规业务中，最令人存疑的就是与民营企业股东搅在一起的关联交易。

即使在民营经济发达、信用环境健康和地方政府干预较小的浙江省，也存在大股东的关联贷款，宁波市商业银行 2004 年年报显示股东的关联贷款问题依旧突出。宁波市商业银行对其股东宁波富邦控股集团有限公司和宁波三星集团控股有限公司的贷款余额占资本净额的比率都超过了 10%，对所有关联企业的贷款余额超过了银行资本净额的一半。宁波市商业银行的辩解是“上述关联企业均为 2004 年 12 月底增资扩股的股东，其关联交

易比例的压缩需有适当的过渡期，在 2005 年年底调整到规定的授信比例之内”，这种表述不足以服人。

2004 年，为堵住关联贷款漏洞，银监会出台《商业银行与内部人和股东关联交易管理办法》，但一纸文件难以应付各种复杂隐蔽、花样翻新的关联交易手法。

银监会对于民资信用的担忧并没有担忧到位。

对地方商业银行干扰最大的是拥有实际控制权的地方政府，而不是民资。截至 2004 年年底，国内私有股东（包括私有非金融企业和个人投资者）对城市商业银行的平均持股比重为 23.7%，而国有资本（包括地方政府）的持股比例达到 76.3% 左右。城市商业银行的股权主要集中在包括地方政府在内的少数法人大股东之手，大股东数量大都在 10 家以下。

地方政府对城市商业银行的实际控制，导致银行内部无法建立起有效的公司治理机制，地方政府往往并不真正追求和维护银行自身的利益，而

热衷于通过干预城市商业银行的贷款投放方向来支持地方经济的发展，拉动地方 GDP，导致地方城市商业银行的贷款往往金额大、质量差、风险高。更有银行内部人向政府的关系企业提供带有“寻租”色彩的关联贷款，这种贷款往往被挪作他用，风险极高。

地方政府的代理人利用手中的权力为地方国有企业大肆提供关联贷款。各地城市商业银行大多数向当地政府和地方国有企业提供了超量的授信额度。根据银监会 2003 年的有关统计，如果把那些净资本为负值的城市商业银行剔除，城市商业银行没有一家单一客户贷款率小于 10%，大多数银行的十大客户贷款率指标在 200% 以上，相当一部分城市商业银行的单一客户贷款率在 100% 以上。

民资之所以参股之后热衷于关联贷款，主要原因是难以得到管理权与公平的收益权，由于吸纳民资的城市商业银行大多资产质量很差，民资要收回投资的唯一办法就是撤资，如果不能撤，就通

过各种关联贷款，将原始资金甚至更多的资金如老鼠搬家似的从银行搬到自己的企业。这与中国铁路建设引入民间资金屡屡失败的症结如出一辙。认识不到这一点，而对所有的民资抱持深刻的不信任的态度，打个庸俗的比方，是倒洗澡水时把水连同澡盆中的婴儿一起倒了出去。

即使在比较恶劣的生存环境下，城市商业银行引入民营资本也有比较成功的案例。从 2003 年开始，包括杭州、温州、宁波在内的浙江 8 家城市商业银行，通过增资扩股已经基本完成了民营资本进入的过程，相应吸纳的民间资本达到 30 亿元之巨。绍兴市商业银行的民营资本占到 70% 左右；杭州市商业银行的国有股、民营企业股和自然人股分别占 45%、45% 和 10%；宁波市商业银行的国有股、民营企业股和自然人股各占 15%、64.2% 和 20.8%。在民间金融最为发达的温州，温州市商业银行仅以法人股计算的民营资本就达到 64.35%，温州市财政系统仅占 8.6%。

伴随引入民资的进程，浙江省的城市商业银行

经营绩效普遍提高。2003 年,浙江省城市商业银行的平均利润约为 2.15 亿元,平均不良贷款率仅为 4.76%。宁波市商业银行通过引入民间资本,资本充足率从 5.61% 跃升至 10.8%;而温州市商业银行的不良资产率由建设银行初的 24.33% 降到 2004 年的 5.55%。

到全球金融危机爆发以前,各个银行在浙江的贷款坏账率都是较低的,这说明在熟人社会信用圈,和市场经济效率最大化这两重约束下,民间资金有远高于国有资金的信用。更有说服力的是,中国社科院农业发展研究所副所长、“扶贫经济合作社”创始人之一杜晓山教授,多年来一直坚持放贷给穷人,至今借贷人数上万,还款率高达 90% 以上。从尤努斯 □ 的穷人银行,到杜晓山的中国实践,使小额信贷不符合市场化方向,什么贫困人口信用差、草根企业天生劣质等一些原本明显荒谬的理论逐一被攻破。民间小额信贷唯一的坏处是“小生意”,单笔贷款数额较小,因此成本高,收益低。

从全国范围看，引入民资与外资的城市商业银行还不多。2004 年，全国 11 家股份制商业银行中，中国民生银行总股本中的民营股本占比为 70.03%，深圳发展银行总股本中社会公众持股占比为 72.43%，这两家银行的非国有资本占比较高，其他银行则还是国有资本为主；112 家城市商业银行中绝大部分有民营企业参股，但总体上参股比例只占到城市商业银行总股本的 30%。另外，也有几家银行吸引国外战略投资者入股，如南京市商业银行吸引国际金融公司（IFC）入股，上海银行吸引国际金融公司和汇丰银行入股，上海浦东发展银行吸引美国花旗集团入股等。

管理层面临两难选择，如果对民资不信任，银行业引资势必只能依靠外资这一棵大树，这就面临利益外流与经济安全的难题；如果引入民资，就必须解决地方政府行政干预与关联贷款泛滥的难题。

有关方面不得不再次放开，从农村金融、小笔放贷等边缘地带谋求突破。

2006 年 12 月 22 日，银监会出台《关于调整放宽农村地区银行业金融机构准入政策更好支持社会主义新农村建设的若干意见》，适度调整和放宽了农村地区银行业金融机构准入政策。其中，在县（市）设立的村镇银行，其注册资本不得低于人民币 300 万元；在乡（镇）设立的村镇银行，其注册资本不得低于人民币 100 万元；在乡（镇）新设立的信用合作组织，其注册资本不得低于人民币 30 万元；在行政村新设立的信用合作组织，其注册资本不得低于人民币 10 万元。

从农村开始，从信用社的替代物村镇银行、农村信贷合作组织开始，从试点的中西部省份开始，放宽对民间金融业的限制，是中国改革倒逼式路径的又一次鲜活演示。

管理层面临抉择之际，农村金融机构收缩到近乎空白，中小企业贷款难因为金融危机迫在眉睫，不能只从文件与舆论宣传中解决问题。由于农村金融机构贷款收益与成本相比薄利甚至无利，在官方正规金融机构大举后撤或者改头换面之后，

农村金融呈现极度萧条状态：首先，国有商业金融机构农村金融网点大量回辙，从 1998 2002 年，四大商业银行撤并了 3.1 万个县级机构及网点，撤并仍在继续过程中；其次，在撤并网点的同时，四大国有商业银行在农村实行宽进严出的“存贷差别待遇”，此举使四大国有商业银行在农村吸存的资金大量流入城市，每年至少达 3000 亿元人民币以上；最后，农村硕果仅存的金融网点邮政储蓄是一部农村存款的抽血机，每年农民的储蓄外流达 4000 亿元之巨！而农村信用合作社的效率也难尽如人意。当时农村唯一存在的政策性贷款是农业发展银行针对粮食与棉花的封闭式运行的专项贷款，这与农民的小额信贷完全是两回事。农村金融陷入瘫痪状态，以农村金融的萧条之势，要建立新农村是无本之木。

政府显然没有理由对已实行业绩考核的商业银行的市场化举动过多訾议（农业银行除外），商业银行有足够的动机将资金投入到回报率更高的地域，而不是点对点对农民分散的金融需求进行伞

状辐射。否则，就是重蹈政策性贷款的覆辙。

不同的农村地区金融状况天悬地隔。在江浙东南沿海一带，由于工商业发达，已无农村与城市的明显区隔。如温州地区已成为国内商业银行设点最多的一个地级市，其网点达 1 000 多个。这意味着，在温州地区企业的银行信贷以解决流动资金问题为主，个人生产经营性贷款已成为银行竞争的焦点，且温州的银行平均不良贷款率只有 1.3%，更属金融机构必争之地。可见，在温州这样的经济发达地区，拜发达的市场经济与地下金融场所赐，已无农村专项金融贷款的必要。其他地区远非如此幸运，农村的小额贷款成为金融空白领域，能够弥补的只有此前一直为政府所不容的农村地下金融形态如高利贷与抬会等。所谓农村金融困境，说白了，就是农产品产出地或者经济不发达地区的农业金融生态存在困境，由此不难理解，为何民间农村金融机构准入会选择在不发达地区进行试点。

政府意识到，与其由政府花费巨大的人力物力

进行政策性贷款，不如放行民间资金。由农村、农民、民间企业自行解决融资难题，政府所需要提供的只是政策。

不给民间金融控股权

中国内生的民间金融资源在现行的风险与监管管理体制下，以及为正规金融机构补缺纳隙的概念下，并没有像某些经济学家所希望的那样，主要以商业银行以及股份制银行的改革作为突破口，反而像家电、小商品行业一样，走出农村包围城市、落后地区走向发达地区之路。这是中国市场内生资源的艰辛之处，但常常也是市场活力令人惊讶的体现之处。与有参股却无从掌握产权、分配权的徒有其表的农村信用合作社改革方案相比，与建立民资商业银行相比，小额信贷公司与村镇银行更接近于中国市场与生俱来的乡土特色，也更容易为管理者所接受。

内生的民间金融机构，其活力并不在于创始于

何地发源于何时，而取决于其内生的生命力究竟如何。当山西票号承揽清朝户部的部分汇兑业务时，并没有因为出身于山西而局促一隅，关键是政府能否允许其发展壮大，走出山西。

即便是这一粗浅的市场化尝试，我们都无法抱持天真的乐观态度。在经营范围等各个方面，农村金融体系改革受到各方面的严格限制，以及来自管理层基于失败经验的深刻不信任态度。农村信贷是戴着镣铐的民间金融之舞者，受到行政、利润、风险控制等多重束缚。

2005 年，央行明确在山西、陕西、四川、贵州进行“农村小额信贷组织”试点，成立了 7 家小额信贷试点公司。政府尝试借助民间资金之力、弥补农村金融市场空白。

小额信贷公司受到严厉的限制，甚至违反市场生存规律。按照银监会的《指导意见》，小额贷款公司由自然人、企业法人与其他社会组织投资设立，不吸收公共存款，是只经营小额贷款业务的有限责任公司或股份有限公司。其主要资金来源为

股东缴纳的资本金、捐款资金以及来自不超过两个银行业金融机构融入的资金。目前小额贷款公司为工商企业，不需要银行监管部门发牌照。

根据温州金融办主任的说法，小额信贷试点受两条线控制——资金来源为自有资金这条底线，和严禁吸收公众存款和非法集资这条“高压线”。只贷不存降低了资金周转率，资金使用效率与利润率。

村镇银行则受到产权的束缚。2006年12月20日，银监会《关于调整放宽农村地区银行业金融机构准入政策、更好支持社会主义新农村建设的若干意见》正式推出村镇银行，与小额信贷试点不同，村镇银行可以贷，也能吸纳存款，银监会鼓励各类资本到农村地区新设主要为当地农户提供金融服务的村镇银行。

2007年3月1日，我国首家村镇银行在四川诞生，这是在小额信贷试点基础上的进步。如四川惠民村镇银行在存款业务上，与普通商业银行没有什么区别，形式、利率都一致。

但村镇银行面临产权难题，按中国银监会颁

布的《村镇银行管理暂行规定》，最大银行业金融机构股东持股比例不得低于村镇银行股本总额的 20%，单个自然人股东及关联方持股比例不得超过村镇银行股本总额的 10%，单一非银行金融机构或单一非金融机构企业法人及其关联方持股比例不得超过村镇银行股本总额的 10%。

村镇银行的产权与经营主体辛辛苦苦取得了申请村镇银行的资格，却不得不请来金融机构当控股股东，不得不拱手让出主导权，前人栽树，后人采果，利益、产权争夺由此展开。除了对金融机构有益，这样的安排对市场、对农村、对农村金融体系的正常发展都不利。按照业内人士的说法，“无论村镇银行还是商业银行，只要定位于商业银行，在赢利冲动下，农民以及贫困地区就不可能真正成为村镇银行关心的对象。资金还是会从这些地方流出到比较发达的地区”。

对农村贷款颇有心得的乡村发展协会因为属于社团法人，被排除在村镇银行参与者之外。在四川仪陇县，截止到 2007 年的 13 年中，仪陇县乡村发

展协会已经在仪陇县下属 6 个乡镇设立了分支机构，并在 17 个村发展了资金互助组织。目前银监会的村镇银行只设村、镇两级机构，尚未深入村镇，乡村发展协会显然更符合尤努斯农村扶贫银行的本意。

不难看出，有关监管层对于民间金融的风险与冲击以及农村金融的失血，处于左右为难的境地，他们放开口子，又拦上数道闸门，走一步看一步甚至退一步。

更典型的案例是农村资金互助社，为了缓解农村地区金融难，2007 年 1 月，银监会颁布《农村资金互助社管理暂行规定》，全国不断有“资金互助合作社”获批正式挂牌成立的消息。这是一条行之有效的缓解农村金融失血的途径，数量多，存贷比高，熟悉当地人文风俗，知道如何利用人情社会与家庭背景控制风险。仅江苏盐城市农工办就审批了 57 家资金互助合作社，其中阜宁县有 6 家。2008 年年中，这 57 家合作社共吸纳资金 3.95 亿元，贷出资金 3.16 亿元。但当地银监局对此持

十分谨慎、怀疑的态度，吸储对农村信用合作社的冲击与高存贷利率的风险，屡次上书质疑。

农村缺的不是资金，而是有效利用资金的渠道；民间也不缺乏在农村投资的动力，缺乏的是有关决策者对于扎根农村的民间金融机构的信心。希望中国民间金融资源能借此杀出一条血路。正因为农村金融显而易见的破败，所以有政策松绑，一方之敝屣却为另一方之珍宝，只要给予入股者以真正的产权与支配权——在成本可算、风险可控的前提下，村镇银行经行政许可可以开办各类银行业务；信用合作组织可以在成员外部吸收存款，在发起时不怕吸收至少一家银行业金融机构作为新设农村银行业金融机构的发起人等等——中国农村金融市场可以成为中国金融市场化的突破口。

放行民间金融，总是为了弥补现行金融体系的不足，在农村信贷这一重灾区之外，另有中小企业贷款这一空白地带。

为了解决中小企业贷款难，据《上海证券报》报道，从2008年7月开始，浙江逐步开展小额贷

款公司试点，首批小额贷款公司经审核、依法注册登记后，于 2008 年 9 月初正式开展小额贷款业务。这并不意味着民营银行春天的到来，也不是地下钱庄合法化的开端，而是农村小额信贷这一民间金融资本的政府管理和引导模式的推广。

延用习惯思维，建立小额信贷试点仍然受到条条框框的严厉束缚，并不能充分发挥民间资金的作用。按照温州出台的关于建立小额信贷试点的相关规定，小额贷款公司注册资本上限分别是 2 亿元和 1 亿元，整个温州只有 16 家。以此计算，实质上“转正”小额贷款公司的温州民间资本一年不会超过 30 亿元，而目前温州民间资本已远超 6000 亿元之巨。两者相差悬殊，小额信贷试点目前只具有象征作用。

小额信贷试点的市场化尝试受到行政力量的严格钳制。股东持股比例、利率受限，绝对不允许吸储：主发起人的持股比例不超过 20%，其余单个自然人、企业法人、其他社会组织及其关联方持股比例不得超过小额贷款公司注册资本总额的 10%，

但不得低于小额贷款公司注册资本总额的 5%。按照试点规定：小额贷款公司资金来源必须是自有资金，而且只贷不存，贷款利率上限不高于国家基准利率的 4 倍，不得向股东发放贷款。甚至要求小额贷款公司主要经营层必须具备金融机构管理经验。

有关方面想达到一箭三雕的目的：第一，利用民间资本的力量解决制造企业的燃眉之急；第二，防范民间资本风险，避免重蹈南昌商业银行等被民营大股东掏空的覆辙；第三，试行小额信贷试点，打开未来市场化之路，同时避免与国有商业银行争夺资源。

小额信贷公司与其说是政府放行民间金融公司的尝试，不如说是政府管理民间资本的艰苦努力，但对民间资本管制恐怕很难成功。以利率而言，2008 年年中民间信贷市场利率达到高位，在北京地区，向民间贷款公司抵押房产贷款，月利率通常为 8%，折合年利率高达 96%。目前央行规定一年期贷款基准利率是 7.47%，民间贷款公司利率

是基准利率的 12.85 倍，温州等地的民间利率大多如此，月息达到 6% 8%。试想，民间资本怎么可能放弃如此高的利率，转而成立小额信贷公司受制于人，在银行利率的碗里分羹呢？

民间利率急剧上涨是银行信贷紧缩与实体经济风险加大的结果。受到全球金融危机的巨大冲击，浙江温州、江苏吴江、福建晋江和广东东莞等地的民营制造企业正面临倒闭的生死之痛；反映在金融领域，就是贷款不确定性增加，坏账风险上升。实体经济面临的原材料上升、人民币汇率上升、出口退税等一系列难题，这些风险通过信贷价格上升的方式反映到金融市场。民间利率上升是银行信贷紧缩与实体经济下滑的结果，央行试图控制民间信贷利率，其实是想将政策的负面效应转嫁给所有的金融机构，这种反市场的做法不可能成功。

如果有关方面真想让小额信贷有起色，只要放松对于小额信贷在利率、股权等方面的严格限制，使民间资金通过市场的配置彻底走向阳光化；同

时，改变目前公司债、企业债市场由发改委、央行、证监会主导的形式，彻底摒弃中小企业的做法，使民营企业也能进入公司债券市场，中小企业贷款难的问题就能解决大半。

改革之路漫长，中小企业融资难从未根治，上述种种表皮改革如茶杯里的风波，很难掀起大浪。

市场不行，行政来

2009年3月23日，人民银行和银监会联合发布了《关于进一步加强信贷结构调整促进国民经济平稳较快发展的指导意见》，回归到国有金融机构为中小企业贷款难的老路：所有大型和中型银行设立为中小企业服务的专营性机构，鼓励金融机构自主创新中小企业金融服务模式和业务流程，提高中小企业贷款审批效率和服务质量。要求它们进行独立核算，独立审批，要健全独立的激励机制。银监会还特别要求，这种专业机构要完全是一种自己独立的垂直系统，有自己独立的队伍、独立

的审批程序和独立的人员营销等等。全国已经有几十家银行开始设立这样的中心。

市场不行，行政来。有人形象地形容这份《意见》。

不能说决策者不关心中小企业，当中小企业提供了全国 75% 以上的就业率，当中小企业成为承担农民身份转移的重镇，当中小企业决定了中国经济紧缩周期复苏的前景，谁也无法忽视它们。

2009 年 3 月 18 日下午，银监会召开了一次异乎寻常的全国会议——交通银行、招商银行、泰隆银行、台州市商业银行等 6 家银行行长受邀到北京，与银监会主席刘明康、副主席王兆星共同求解中小企业融资难题，全国分行以上行长都被要求全程旁听这次电视电话会议。

“这是一次安排好剧本的演出，行长们配合而已。”一位与会者有这样的观感。

银监会副主席王兆星透露，自 2008 年 10 月底放松贷款规模以来，中小企业并未受惠，对它们的贷款增速大大低于大企业。他提出了两个至关重

要的问题：第一，解决中小企业融资难题，是要放宽对民间资本的金融准入，还是要依靠已有银行体系？第二，如果对小企业的贷款必须依赖 100% 的抵押，还要附加担保等条件来解决，那银行与典当行的差别在哪里，银行能否做到信用放款？

显然，银监会已有答案，民间资本的金融准入被搁置，王兆星总结陈词，商业银行必须解决好小企业融资难问题，银监会要求，全国性大中型银行必须在 2009 年第一季度末，最迟不能超过二季度末建立起小企业融资专营机构，银监会将于 2009 年 5 月份对此核查和调研。

银监会此举仍是借用行政力量，动用现有的银行体系。来试图调节中小企业融资难问题，一直专注于中小企业贷款的台州市商业银行行长陈小军并不认同迫使现有大中型银行转向这一领域就有助于问题的解决，“完全不同的信贷技术和文化，怎么兼容”？

大型国有控股银行应该好好发挥它们在大型项目上的优势，上百家的城市商业银行则应该承担

解决中小企业的融资难题。大型国有控股银行拒绝向中小企业贷款，是符合市场规律的行为，不同的金融机构面对不同的客户群，理所当然，让大型银行通吃大中小企业信贷不符合市场规律。大型银行有这样的想法可以理解，但我们不应让垄断的目的借帮助中小企业的堂皇名义而行。逼迫中小银行摆脱对政府信用的依赖，杜绝地方政府对中小银行的干预，转而依靠订单担保、库存量担保、税收担保等市场模式，让台州市商业银行等在市场上先行一步的银行，他们自创的风险控制体系能够发扬光大，这样不仅中小企业融资难能够得到解决，就连中小银行的未来生存前景也一并解决了。以往在金融机构高管们与官员一身两任的情况下，上有所求，下必回应。2009年3月两会期间，中小企业融资难困境，因为全国政协委员、中国工商银行行长杨凯生的几句话，有了戏剧性的转折。

杨凯生委员说，截至2008年年末，工商银行对中小企业融资余额为18575亿元，在全行的公司

客户贷款中所占比重达到 55.67%。2009 年对中小企业贷款的投放力度又有所加大。2009 年的前 50 天内，工商银行中小企业客户数量又新增 1131 户，融资额增加 880 亿元，中小企业贷款增量占企业客户融资增量的 66.01%。

好事成双。中国银行 2 月 10 日宣布，2009 年前两个月，中国银行新增中小企业授信 1004.45 亿元，比 2008 年底增长 17.56%。其中，新增小企业授信 257.1 亿元，比 2008 年底增长 33.37%。

如果工商银行与中国银行披露信息属实，我们可以得出结论，由于银行积极响应政府的号召，中小企业融资难已经解决，举足轻重的两大行对中小企业的贷款如此看重，市场派人士自然应该额手称庆。中小企业和银行界内部人士的私下交流，没有谁会否认中小企业融资难。

从数据来看，如果工商银行新增融资额全部流向 1131 家中小企业，2009 年前 50 天内工商银行向每家中小企业增加的贷款平均为 7781 万元人民币。这个平均贷款额度远超中国的规模以上工业

企业的年主营收入。从 2007 年开始，我国规模以上工业企业包括 3 年主营业务收入 500 万元及以上的全部工业企业。

哪家中小企业如此幸运获得如此之高的贷款？面对各方质疑的眼光，工商银行虽然报出了喜人的数据，却迟迟不愿公布详情。而中国银行则表示，根据中小企业发展实际，中国银行推出了一套全新的业务操作模式——“信贷工厂”，通过专业化分工和工厂式、标准化、“流水线”运作，使贷款审批更加专业高效，审批周期从之前的 23 个月缩短至现在的 35 个工作日，这比一向效率较高的招商银行效率都高。一些银行利用大型企业向中小企业间接贷款，据中国银行不完全统计，2 月底中小企业表内外授信已达 8600 亿元，通过利用“核心企业”授信资源为中小企业提供资金融通服务，中小企业通过核心企业这一“二传手”，成本上升了多少，有多少到了核心企业的“七大姑八大姨”企业？有多少到了能够承接政府 4 万亿项目的企业？按照银行定义的中小企业标准：净资产 3 亿 5

亿元，年销售 3 亿 10 亿元，都够上市的标准了，哪里是什么中小企业？

大型银行提供的离奇数据不仅背离企业人士的实际感受，更要命的是，会给决策层提供错误的信息，以为只要给目前的金融体系下达一纸命令，就能解决中小企业融资难。在金融危机中，连云南红那样发展前景明朗的民营企业都无法获得银行贷款，遑论其他企业？而宁波银行这样的以民营企业贷款为主的银行都在争抢“铁（路）公（路）基（建）”项目。2008 年年底票据融资的大量增加，证明银行已经找不到好的项目，再次降息只对能够融到资的企业有好处。中小企业的融资成本名义上降低，最后必定会通过中间费用、理财费等各种各样的形式，由银行收走。

中小企业融资难问题，绝不是仅在现有金融格局中通过行政命令就能解决的。坚决依靠政策和市场，而不是依靠大话，才能解决困扰中国经济的中小企业融资难的瓶颈。两个最生动也极为成功的例子是台州城市商业银行和廊坊城市信用社，

前者已成为中国内生本土市场资源一面骄傲的旗帜，而后者的治理结构与业绩同样令业内称道。可见，内生市场资源的作用有可能远胜于外生资源的激励作用，国有大型金融机构海外上市也许会固化以垄断溢价为主体的经营模式，而草根金融则必须对赢利负责，因此会催生出与本土文化与市场资源相适应的最佳组织结构与最负责任的赢利。

2008 年，中小企业融资与民间借贷环境全面恶化。民间借贷不良率上升。单福建泉州地区的民间资金就达千亿元以上，迄今并没有官方统计显示有多少企业参与民间融资。在民间借贷活跃的福建省，成千上万的民间资本曾给诸多中小企业雪中送炭。但在金融危机下，无力支付高额利息的企业出现倒闭，随之，大量的民间集资出现崩盘。民间借贷诚信度一向较高的浙江省，由于实体经济受到全面冲击，原有的担保式的贷款模式被全面摧毁，银行更加惜贷，形成恶性循环。

不仅如此，中小企业还遭遇国有企业欠账“潜

规则”。2009年3月10日，全国政协委员、北京市工商联副主席、时代集团总裁王小兰在接受《北京商报》记者采访时透露，目前国有企业拖欠中小企业账款情况越发严重，许多国有企业自身亏损，却为了通过考核，而让拥有自身债权的中小企业买单。我国中小企业的应收账款一般占企业资产的半数以上，远高于国际上20%的平均水平。而其中，又以国有大型企业拖欠某些通讯行业内的中小企业账款比较普遍，“最高的已经超过了企业应收账款总额的80%，甚至对一家企业的欠款金额总数超过了亿元，如果把这些钱都收回来，中小企业怎么会出现资金难？”王小兰表示。

除了拖欠账款，为了拿到“从国有企业牙缝里挤出的食物”，许多中小企业不得不被迫接受一些“潜规则”，其中，要求中小企业先付货且双方不签订合同的超过50%，不按合同付款的占合同总额的67%，最长年限超过了5年。“比例高、数量大、时间长”是中小企业对国有大型企业“潜规则”的形象总结。

全国政协委员、西安海星实业（集团）公司总裁荣海同样表示，当下，许多国有企业对一般的中小企业都要求给予 60 90 天以上的免息期，更有甚者，到了收款日又会开出半年的承兑。对于这样的要求，一般的中小企业是无力承担的，只能依靠举债度日。

中小企业融资情况非但没有好转，反而陷入严重的债务链条中，由于自身的弱势地位而替强势企业买单。来自于市场的常识，使中小企业融资难已经缓解的大话，像亩产万斤的大话一样可笑，希望不要一样可悲。

中小企业的生存困境与融资难已经形成负反馈。由于实体经济投资收益低，且风险大，大批民间信贷资金杀入股市、楼市，民间财富希望搭上直升机，吞食股市、楼市等资本市场特殊利益阶层的残羹剩饭。这将加剧中小企业融资渠道不畅，与资产价格畸高的现状。闲置资金寻找出路，找来找去只能找到资本市场，只能说明在实体经济领域，民间资金无法找到生存空间，存在大规模的资源

浪费情况，这绝不是中国市场经济之福，

庞大的民间闲置资金是中国经济多年增长的可贵财富，也是中国经济结构性矛盾是否缓解、中国资源配置效率的重要风向标。善待、善用民间资金将使中国产业升级换代的成本大大降低，使我国的实体经济的市场进程向前推进一大步。相反，如果把民间资金赶得团团转，既不允许进入上游行业，也不能在信贷中发挥作用，那么，民间资金就会成为中国经济的破坏性力量，他们不是像现在这样进入资本市场追逐高风险溢价，成为大众眼中的炒房团、炒楼团，就是成为企业家进入某些控制行业的“润滑”成本。

另一方面，银行所增发的信贷也有种种迹象流入股市与楼市，社会资源的巨大浪费与市场需求不足同时并存，而有关部门仍在用国有企业的资源特事特办，他们所需要的是真正市场化的思维，而不是国有大型商业银行的慈父。

人民币国际化：开弓没有回头箭

开弓没有回头箭，是证监会主席尚福林先生的

名言。人民币汇率市场化，人民币国际化，是中国经济发展的必然选择，是一场只能赢不能输的战争，同样开弓没有回头箭。

《货币战争》一书成为热销财经书籍，这本取材于美联储与华尔街阴谋、糅和了数个世纪前久负盛名的金融家庭罗斯柴尔德家族可怕发迹史的财经故事书，赢得了无数的眼球。普及性的货币理论，夹带着戏剧故事，包裹在传统的阴谋论之中，是深陷人民币定价权困境中的人送来的心灵鸡汤。

此书畅销有其内在逻辑，中国外向型经济在一定程度上压低国民福利赚取的上万亿美元外汇储备，却在中国投资有限责任公司与外汇管理局折戟沉沙的投资中逐渐失去，央企的套期保值投资在金融危机中亏损累累，到 2009 年全球金融危机深化，美联储印钞救市，中国所有的美国国债投资都暴露在风险敞口中，而出口企业因为人民币汇率紧随美元走高生存艰难，当此危急时刻，即便对金融再头痛的人，也不得不思考人民币汇率、人民

币外汇储备等问题。

中资金融机构抄底抄到半山腰

在次贷危机中，购买次贷的金融机构都遭遇了损失。雷曼兄弟破产，中资金融机构亏损逐一浮出水面。截至 2008 年 9 月，中国工商银行目前持有美国雷曼兄弟公司债券及与雷曼信用相挂钩债券余额 1.518 亿美元，占中国工商银行资产总额万分之一。以比较乐观的按 30% 能够收回计，亏损也在 1.0626 亿美元。中国银行名列雷曼兄弟 30 大无担保债权银行，居同业拆借第 19 位，中国银行 5000 万美元贷款损失几何，视市场定价和中国银行的对冲交易策略而定，而雷曼的资产处理过程将长达六七年。不管怎么样，如果中国银行能够收回 20% 以上，就要谢天谢地，最大的可能性是血本无归。因此，中国银行此笔亏损在 4000 万美元以上。

出海不顺的招商银行再次不幸进入亏损行列。

招商银行 2008 年 9 月 17 日公布了关于持有美国雷曼兄弟公司债券情况的公告。经统计，截至 2008 年 9 月 17 日招商银行持有美国雷曼兄弟公司发行的债券敞口共计 7000 万美元。其中，高级债券 6000 万美元，次级债券 1000 万美元，招商银行尚未对上述债券减值计提。以 10% 的惯例计提显然是不合适的，事实上，招商银行最终不得不以 100% 计提。

受到雷曼兄弟破产拖累的首只出海 QDII 的华安基金，2008 年 9 月 16 日发布的国际配置基金的相关风险提示，称雷曼破产一事可能导致其无法开展正常赎回业务。华安 QDII 规模近 2 亿美元，2006 年 11 月成立，第一个投资周期 5 年，但公司鼓励投资者赶快赎回，以免分文不剩。华安 QDII 的资产配置如何，决定了损失程度，华安 QDII 产品的投资者至少要作好损失一半的准备，也即 1 亿美元左右。

雷曼兄弟金融公司负责就基金在第一个投资周期内投资的结构性保本票据向票据发行人提供

100% 本金保本，负责为其提供保本支付义务的，正是其母公司雷曼兄弟控股集团。雷曼兄弟下属的另一家公司雷曼兄弟国际公司（欧洲）为该结构性保本票据提供每月一次的交易，雷曼兄弟特殊金融公司还是华安国际配置基金保本票据的基础资产之一的零息票据的发行人。

至于受房地美、房利美影响的中资金融机构，在半年报发布会上均有披露，中国银行、工商银行、建设银行、交通银行、招商银行和中信银行卷入“两房”漩涡。

中国银行持有“两房”相关债券规模亚洲最大，2008 年半年报显示，中国银行在 7 8 月期间售出了与美国房利美、房地美相关价值 46.12 亿美元的债券，中国银行在 2008 年 6 月底前已经针对这些资产计提 19 亿美元，但这显然不是尾声。截至 6 月 30 日，中信银行合计持有“两房”相关债券约 100 亿元人民币；工商银行、建设银行均已主动减持，两行表示没有出现整体亏损；而招商银行、交通银行略有浮盈。中国国际金融有限公司首席

经济学家哈继铭发布报告称，中国国有商业银行目前持有的两房债券总计大约 4000 亿美元，而我们只以 100 亿美元的亏损计算，主要是次级债券和过早出售的差价损失。

以上合计，国债、中资金融机构与投资者浮亏约在 1 600 亿美元左右，如果以 9 月 17 日美元兑人民币询价交易系统盘 6.8370 计，总计 10 939 亿元人民币左右，约相当于 2007 年 GDP 总量的 24%。实亏如何，有待市场定价与清产的进展状况。

直接购买债券的亏损是损失之一，提前抄底招致了双重损失。从平安收购富通浮亏可以看出中国金融机构抄底海外昧于大势。2008 年 10 月 6 日，中国平安公告称打算将投资富通集团造成的 157 亿元浮亏计提减值准备，并计入第三季度利润表。平安收购富通持续亏损，有全部打水漂的可能。

2007 年 11 月 27 日，平安通过旗下寿险公司从二级市场直接购买富通集团约 4.18% 的股权，由此成为富通单一第一大股东。中国平安第一次买

进富通相当于每股 19 欧元。如果说当时平安的踌躇满志还有理由，毕竟那时次贷危机对于金融机构的影响还未显山露水，富通集团还是一家网点遍布全球 50 多个国家、业务囊括银行、保险和资产管理的欧洲最大金融集团之一，2007 年收购了荷兰银行部分业务。

到 2008 年 3 月 20 日，次贷危机风险曝光，平安董事长马明哲还表示：这笔投资与中国平安的长期发展战略非常吻合，将给中国平安带来较高的财务回报和稳定的现金流，让中国平安朝着保险、银行、资产管理的“三大支柱”战略架构目标又迈进了一步。直到 2008 年 10 月 2 日，收购案才正式宣告中止。平安用金钱实力表达了对全球金融危机的藐视，巨额亏损正是对平安无理由藐视市场的报复。

招商银行是中国经营最好的银行，却在海外并购中犯了冒进之失。永隆银行在香港占 0.9% 的市场，远未达到占据本地市场 10% 的收购底线，对于招商银行拓展香港业务没有什么太大助益，永

隆银行的主要客户是当地私营中小业主，不是这方面的业务领先者，招商银行与之进行业务整合，必须重整永隆业务、吸引人才。

为了收购永隆银行，招商银行发债 300 亿元，如果存贷差固定，那么 300 亿元现金贷款利润大约在 39 亿元人民币，而招商银行发债每年支付约 12 亿元，永隆银行处于亏损状态，不出意外，招商银行还将投入巨资用于并购后的整合与业务开拓。

海外抄底有几个标准：成本最小化，除非避税、转换利润形式，一般不使用巨量现金并购；业务有机整合，比如有助于开拓本行业务薄弱的中间业务等；并购时处于市场低价期。反观我国的一些抄底行为，有违上述基本规则，对于本行抵御市场下挫有莫名其妙的盲目自信，抄底后如何整合业务心里没底。

中资金融机构的金融机构股权投资、外汇交易浮亏纷纷曝光，这不是一时得失，从总体上说明中资金融机构在交易中的市场感觉与国际金融机构还差得远，中投投资黑石，在全球金融危机大爆发

的前夜，招商银行收购永隆银行，对于永隆银行的市场占有率评估过高，所有这些，都有违市场的公平、风险回避原则。市场低迷期海外抄底没有错，但市场定价的失误，抄底抄出天价，不是市场判断失误，就是利益输送，不可能有其他原因。

我国目前面临的发展阶段与西方国家不同，我国必须以实体经济立国，我国经济面临的最大挑战是市场经济的深入，是实体经济的转型，从制造业的低端跃上中高端。不同的国家金融与实体经济发展各不相同，美国、英国是金融创新大国，德国、日本都是先进制造国，特点就是银行的间接融资远远高于直接融资，金融衍生品市场不发达。我们不能被忽悠得认为中国在现阶段必须成为金融衍生品大国。

金融大国，不一定是金融衍生品大国。企业家需要的并不是花里胡哨的金融衍生品，而是高效率的、与各类企业规模匹配的市场化的金融机构，这样企业才能得其门而入。如果说创新，这方面的创新才是最重要的、符合市场所需的创新。而美国

的那些资产证券化产品，对于我国的企业与投资者基本属于中看不中用的滥竽，除了盘剥之外很少起到实体经济的固本作用。

制造企业受升值与紧缩双重之害

2008 年的人民币升值与高息，是制造企业无法承受之痛。

中资金融机构对国际市场的隔膜，甚至中国宏观经济的冷热不调，一定程度上都与人民币汇率、利率失当有关。

2005 年 7 月 21 日，我国启动汇率形成机制改革，实行参照一篮子货币的、有管理的浮动汇率机制。2008 年 7 月 21 日，汇率形成机制改革 3 周年。据央行数据显示，截至 2008 年 6 月末，我国外汇储备突破 1.8 万亿美元，7 月 21 日，银行间外汇市场人民币对美元汇率中间价为 1 美元对 6.8271 元人民币，以此计算，3 年来人民币对美元升值幅度已超过 21%。2006 年 5 月 15 日，人民币对美元

汇率中间价达到 1 美元兑 7.9982 元人民币，这是中国 2005 年 7 月 21 日实施汇率改革以来，人民币对美元汇率首次突破 8:1 的关口，人民币开始进入“7 时代”。2008 年 4 月 7 日，人民币对美元突破 7.01；4 月 10 日，人民币汇率进入“6 时代”。金融危机打乱了步伐。

我国汇率体制因应出口型经济体系而生，主要与美元挂钩，这导致人民币的度量衡失去准心，跟随美国经济而不是中国经济变化。随着内外经济增长的不匹配，必然导致压缩内需替美国消费者买单的后果。

如果说以前屈从于强势货币是为了经济起飞不得已而为之，从 2007 年开始，通胀压力越来越严重，资产、资源价格严重扭曲。压低资源要素价格、实行普遍的出口退税补贴，使高耗能、附加值低的产品与企业拥有一席之地，企业在错误的激励机制下盲目发展，形成了自我强化的产业链条，我国的制造业、就业都被捆绑在低端出口上，许多企业缺乏创新的动力。

我们早已饱尝用失衡的货币之尺度量商品的苦果：国际热钱热情追逐人民币资产，资产价格上涨，实体经济受压。中国买什么什么贵，卖什么什么便宜。中国压低工人工资、资源价格以廉价商品换取的外汇，被斥为输出通缩，而换回的外汇与购买的美国国债急剧缩水。仅仅花了 5 年的时间，中国外汇储备从 3000 亿美元上升到 15000 亿美元，由此导致的结果是国内货币流动性急剧扩张，货币升值压力更大，内部通胀压力加大，中国经济发展模式被牢牢锁定在出口导向与投资导向的经济发展模式上。

出口企业创造的外汇越多，人民币面临的升值压力就越大，形成单边升值预期，吸引越来越多的国际热钱，经济与货币风险越被人为放大。所有这些，明白地释放出一个信号，我国的货币政策已出现严重问题，影响到了中国经济的安全。由于外汇储备越来越多，央行不得不如同勤劳的“长工”，不断发债冲销流动性，央行跟在美联储身后亦步亦趋。

我们付出了血汗，却收获了一堆随时可能贬值的纸。

人民币升值面临外部压力。2005 年，蒙代尔先生在北京开幕的“2005 年诺贝尔获得者北京论坛”上，列举了目前人民币升值或实行浮动汇率制对中国和世界的 12 大危害，包括延缓人民币可兑换化进程；造成外国直接投资下降；导致中国经济增长率急剧下降；使银行不良贷款问题恶化；不利于改善就业形势；加剧中国农村通货紧缩；人民币突然升值会让外汇市场投机者获益；影响中国税收；不利于香港；不利于东南亚地区的稳定；影响中国履行加入世贸组织的承诺；影响中国在东亚的货币领导地位。其中一些危害如外国直接投资下降、影响中国税收等有些捕风捉影，影响中国在东亚的货币领导地位属于无稽，而蒙代尔提出的最危险的主意是让人民币资产可自由兑换。果真如此这将是中国经济崩溃的开始。

蒙代尔先生开出的药方只是拖延了人民币升值的时间，却不能让人民币汇率就此固定。他无法游

说国际金融界与美国政府同意，同样无法让人民币基础货币停止增发。

汇率改革遇到的阻碍也来自内部。一些人提到汇率改革就想到亚洲金融危机，并且以一套陈词滥调的对冲基金阴谋论吓唬当局，吓唬投资者。这套说辞虽然动人却未必是真相，亚洲金融危机成因复杂，并不主要是汇率改革的过错，德国与印度的汇率改革能够成功，不是阴谋论能够解释的。

反对汇率市场化的人士常常忘记，一国的经济发展应首先立足于国内，无论外界对人民币升值的压力是否存在，压力有多大，人民币汇率升值只能有两个标准，即是否有利于本国经济的长远发展，是否有利于提高人民的福祉。以往我们曾陷入两个误区：一是有意抵抗外界压力，认为中国这么大的经济体不应向外界压力屈服，这实际上是内心虚弱的表现；二是认为人民币汇率弹性区间扩大将严重挤压中国企业的出口空间，进而产生国内严重的就业问题，损害正在推进的城市化进程，这实际上是对中国经济发展能力不自信的表现。

说得更直白一些，人民币汇率的主动权并不在央行手中。随着次贷危机爆发、深化，美元大幅贬值，人民币暴露于国际货币的强大火力之下，虽然国内仍有很多学者反对升值，但美元的贬值意味着人民币只能大幅升值。

有一组数据可以印证人民币汇率的被动升值性质。在汇改之后的三年当中，人民币对美元的升值幅度分别为 1.6%、5.4% 和 10.8%，同期美元指数的贬值幅度分别为 3.37%、6.57% 和 10.2%，美元贬值与人民币升值几乎对等，可见人民币升值紧随美元之后。另一组可资佐证的例子是，人民币名义汇率上升，但实际汇率保持稳定，对一篮子货币中的英镑、澳元等依然从中能保持稳定。这说明美元对国际主要货币贬值，人民币除对美元外，对其他主要货币稳定，升值的速度与其他主要货币对美元的升值幅度持平。结论很清楚，本轮全球主要货币汇率上升，主要是因为美元贬值，是全球主要经济体为美国次贷损失买单。“9 · 11”之后，西方发达国家已经通过货币升值的方式买过一次单，

现在是第二次。

人民币升值是国际压力的产物，中国不能独自顶住压力坚决不升值，除非中国回到闭关锁国时代。但央行的错误在于，在人民币大幅升值的同时在国内实行货币紧缩政策，使企业承担不可承受之重，造成沿海地区制造企业的普遍困境。

中国出口主导的制造企业的利润都在 6% 以下，正是人民币半年升值的水平，仅人民币升值一项就吞噬了出口企业所有的利润。央行实行的货币紧缩政策，与其他融资方式的匮乏，迫使企业到民间信贷市场寻求高息借款，相当于向企业征收一笔月息 5 分左右的高额信贷税。

在人民币汇率升值途中，有双重过失：一是升值滞后造成错误的激励，使企业缺乏创新、减耗动力；二是人民币升值与信贷紧缩狂飙突进，不顾企业承受力盲动躁进，造成无论是否具有竞争力的制造企业都挣扎在停产边缘。央行在人民币汇率形成机制上存在显而易见的错误，但并不是因为允许人民币汇率快速升值，而是汇率机制调整滞

后，在 2007 年下半年人民币快速升值的背景下实行信贷紧缩政策，使企业不堪重负。

为保持汇率的稳定，我国利率也被美国掣肘，人民币发行体制缺乏明确的目标。世界上主要国家的货币发行机制分类，基本上分为三类，欧盟以共同条约的形式规定了货币投放的方法和标准，比较著名的就是“三驾马车”理论：如果经济增长率、就业率和通货膨胀率这三个指标在预先设定的范围之内，就向市场提供流动性；如果高于预先设定的范围，就实行紧缩政策，减少货币投放量；如果低于预先设定的范围，就实行扩张政策，增加货币投放量。

美国的货币发行掌握在美联储与华尔街的手上，美联储根据就业、通胀等数据发放基础货币，华尔街根据资产品价格的涨跌，投放或者回收相应的虚拟美元。当房贷证券、债券出现严重的定价失误时，华尔街的货币发行体制崩塌，全球陷入紧缩以适应美联储基础货币的投放量。

以日本为代表的用汇率来发行货币的机制，也

就是盯住美元机制，这一办法在外向型的小经济体能够奏效。阿根廷、我国香港等地的货币局制度一度收效甚大，但一旦经济体过大仍然采用这一模式，就会陷入如日本一样的衰退 20 年的悲剧。日本无法根据国内的经济情况自主调节货币，只能依靠政府积极财政政策拉动，基本上，只能唯美国经济马首是瞻。如果中国能够取代美国的进口地位，日本当然可以找到救命稻草。问题是，人民币现在同样唯美元马首是瞻，这就决定了东亚经济体的被动地位。

除非全球经济能够回到金融危机之前的局面，中国出口，美国消费，中国外汇储备回流美国，否则以目前全球经济正在发生的巨变，以中国发展内需经济的需要，即便中国想继续盯住美元也不可能。我国的央行内部受制于政府的宏观调控政策，外部受制于美联储与华尔街，最大的功能就是根据外储增减发行人民币冲销，从根本上就缺乏独立性。这既是缺乏远见的，也是可悲的。中国亟须建立明确的货币发行体制，以往的半封建、半殖

民地式的盯住式货币发行机制是不可取的，无法满足国内经济体的发展要求。

关键是怎么改？盯住一篮子大宗商品很难行得通，大宗商品从某种程度上正是华尔街发钞形式的体现，还有一种办法是向欧元区学习，根据经济增长率、就业率、通货膨胀率三驾马车来决定人民币的发行量，同时像原联邦德国一样，直接放开汇率，让人民币一步升值到位，这样才能彻底走出人民币发行的死结。

也许有人会说，这是对中国出口商品不负责任的做法，还是小步快速调整来得更加稳妥。笔者想说的是，小步快调没有解决矛盾，而是将矛盾后延。既然中国经济结构转型是必然之选，既然人民币汇率自由化是必然之选，在出口大幅下挫时调整货币发行机制正当其时。当初德国的汇率调整就很顺利，事实上，作为更依赖银行间接融资、政府调控力度更大的经济体，中国与德国、日本更相似，而不是美国。

人民币国际化等待市场认可

金融危机是一场洗礼，中国认识到经济增长模式需要全面转换，出口拉动经济增长时代已经过去。

在 2009 年“博鳌亚洲论坛”开幕上的演讲，国务院总理温家宝虽然着墨不多，但对于人民币国际化有明确的提示，与扩大内需一起，成为中国经济改革的两条主要线索。演讲提出，区域货币一体化，如充分发挥双边货币互换协议作用，研究扩大互换额度和签约国范围。2008 年“10+3 国家”决定建立 800 亿美元外汇储备库，最近又将其规模扩大到 1200 亿美元，显示了本地区加强金融合作的迫切需要和强烈意愿。中国政府决定设立总规模为 100 亿美元的“中国-东盟投资合作基金”，支持区域基础设施建设。数额不大，但扩大区域经济一体化指向非常明确，亚洲稳定基金不是纸上谈兵。

如果认为这样的改革思路只是中国方面的独角戏，就大错特错了。

几乎同时，美国总统奥巴马在大洋彼岸的乔治城大学发表 45 分钟的演讲，全面阐述美国政府的经济政策，再次强调，“我们必须为增长和繁荣打下新基石—这个基石将把我们从一个借贷和花钱的时代带向一个储蓄和投资的时代，一个减少国内消费、增加对外出口的时代”。他将经济政策描述为一个两阶段的过程—首先是让经济摆脱衰退，然后是为长期增长打造基础。目前美国刺激消费的政策是短期举措，奥巴马在任，绝对不会让美国回到布什时代的全球消费中心的地位。

美国要扩大储蓄、扩大出口，中国要减少储蓄、扩大内需，一枚硬币完美无缺的正反面，指出了未来 10 年全球经济的走向。

人民币国际化因为全球金融危机大大提速。2009 年 4 月 8 日，国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议，会议决定在上海市和广东省广州、深圳、珠海、东莞 4 城市开展跨境贸易人民币结算试点，标志着人民币结算由此前只限于边贸领域开始向一般国际贸易拓展。

人民币国际化能否顺利，要看市场的接受程度如何。虽然中国是全球第二大贸易国，虽然近年来每年进出口总量超过 1.2 万亿美元，但规模庞大不等于拥有话语权。我国制造企业缺乏定价能力，抢出口订单是第一任务，如果贸易对手不相信人民币而坚持用美元、欧元等货币结算，中国企业很难有抗衡的能力。

已在周边贸易区域实行的人民币结算，同样是市场选择的结果。如我国与东盟贸易的 50% 以人民币计价结算，只不过以往通过钱庄等方式在私底下进行，而现在则由国有控股大银行合法进行。中国与东盟贸易额在 2006 年突破 2 000 亿美元，但在贸易总额中占比较小。

不可忽视的是，企业之所以愿意接受用人民币进行贸易，是因为人民币处于升值预期之中，通过人民币结算可以避免汇兑损失。但是，汇率并非长期不变，有上升周期就有下行周期，一旦人民币汇率下行，人民币结算市场是否会相应萎缩？

一些分析师掰着手指分析人民币结算的好处，

出口企业会因为人民币结算节省汇兑成本、开信用证的成本、外汇套期保值的成本等，大概会节省3% 5% 的成本。他们只盯住鼻子底下的好处，而没有想到如果人民币汇率向下，这些企业有可能损失3% 5% 的收益，甚至更多，只有银行会通过人民币结算收费旱涝保收。

用人民币结算对人民币的管理、流通效率、创设人民币投资产品的能力等等提出了更高的要求，是对中国金融管理能力和银行能力的全面检验。美元之所以能够成为全球最大结算、清算、储备货币，除了因为美元的强势地位之外，更重要的是，美元是世界上唯一一种可以实行所有风险全部对冲的货币，美元是最重要的投资货币。一旦采用人民币结算，各市场主体必然提出一系列要求，除了便利的清结算机制之外，对冲人民币风险的要求必然浮出水面，如果人民币缩水，市场主体靠什么对冲风险？

香港金融机构拍着胸脯说，他们可以创设人民币投资产品，完成这一光荣的任务。关键问题在

于，香港的人民币投资产品会被谁控制？参加试点的国有大型商业银行创造投资产品的能力如何？产品能否满足市场的需求？

从理论上来说，与中国央行签订人民币互换协议的国家都有可能纳入人民币贸易结算国，截至2009年5月，中国央行与韩国、马来西亚、白俄罗斯等6个货币当局陆续签订了总额达6500亿元人民币的本币互换协议，这些人民币都可能成为人民币贸易结算的货币来源。

在短期内，可以延用行政的老方法，用政府信用为人民币信用托底，比如将人民币汇率人为保持在一定的区间之内，比如通过货币互换向贸易对手出借人民币，输出人民币信用，但所有这些方法可以收效于一时，无法收效于长远。如果在国内庞大的人民币市场中，资金配置效率都不高，谁能相信，在全球市场反而会超过国内呢？所以，同步开放国内金融市场，培育一批有全球竞争力的企业才是人民币国际化的内部支撑力，杜绝国有大型金融机构关起门来搞窝里横收取政策红利的空

间，是当务之急。

2009 年 5 月 5 日，国务院正式公布《关于推进上海加快发展现代服务业和先进制造业建设国际金融中心和国际航运中心的意见》。这是中央政府第一次具体提出推进上海国际金融中心和国际航运中心建设的发展目标、主要任务和政策措施。其中最重要的一项任务是，到 2020 年，将上海基本建成与中国经济实力和人民币国际地位相适应的国际金融中心。

上海建立金融中心是大势所趋，没有高效的金融中心，就不可能有强大的实体经济，反之亦然。国务院之所以最终确立上海成为国际金融中心，不仅因为上海具有远东金融中心的历史传统，更因为上海有辐射深远的多层次的金融市场，业已成为国内最重要的金融市场。

经过多年打造，上海金融体系已初具规模：已建立起包括商业银行、证券公司、保险公司、基金管理公司、信托公司、期货公司、金融租赁公司、货币经纪公司、票据业务中心等在内的类型齐全

的金融机构体系；金融机构资产增长迅速，上海金融机构总资产达到 3.2 万亿元，约占全国的 9%。截至 2007 年年底，全国金融机构资产总额 60.48 万亿元，上海就占了 6.94 万亿元，约为全国金融总资产的 11.5%。

从短期看，上海与香港金融市场并不冲突，由于人民币还不能自由兑换，一些人民币离岸结算等只能在香港进行，而境外发行人民币债券等业务，上海也无法在短期内与香港抗衡。但从长期来看，香港的金融中心地位将转移到上海，上海在境内的辐射更为深广，一旦人民币资本项目彻底放开，人民币汇率彻底市场化，上海将可以给境内外人士提供所有的金融服务，同时，上海也不存在香港的港元与人民币挂钩的难题。

香港的桥头堡作用正是因为人民币的非国际化，内地市场的封闭和中介服务的不完善，如果内地的制度建设能够跟上，处处桥头堡，也就不存在桥头堡了。国务院意见给出的人民币国际化的时间节点是 2020 年，中间的这段时间也是香港与上

海之间的交接期。

即便以最乐观的估计，人民币国际化顺利完成，也不能否定香港的区域金融中心的地位，正如中国与东盟的人民币结算需要昆明这一区域金融中心一样，人民币国际化之后，在西北、中部、东北都需要区域金融中心，正如纽约是国际金融中心，并不妨碍芝加哥成为国际期货市场中心，上海成为国际金融中心，新加坡与东京照样也能成为国际金融中心。

虽然上海被指定为中国的国际金融中心，但是并不意味着上海万事俱备。到现在为止，上海多层次的资本市场，以及数目众多的金融机构主要是政策利好的产物，而不是市场自发积极发展的产物，上海的金融市场化程度有待深入，最明显的例子是，得到“区域金融中心”头衔的深圳阳光私募基金最多，四大基金公司华夏、易方达、南方、嘉实里有三大公司在深圳。

上海金融国资所占比例位居全国翘楚，市场管制较严且水平不高，没有沽空等手段，权证市场的

管理一地鸡毛，反映市场资金流向的私募基金数量，深圳和北京均高于上海，说明纯以市场吸引力而论，上海落于深圳和北京之后。当然，上海正在进行制度性改良，并且有所收效。比如 2008 年 12 月 30 日，上海市黄浦区法院成立民事审判第五庭，作为专门的金融审判庭。这一金融法庭起的作用如何，有待观察。

成为国际金融中心最终要靠市场的选择，吸引市场人士靠的是效率与规范。所谓的国际金融中心，不是资金中心，不是融资场所，不是高楼大厦，不是政策的特区，而是所有风险都可以通过交易对冲的方式，得到提前释放，由此给实体经济提供稳定的发展环境和准确的估值判断。此次国务院文件给予上海足够的试验空间，上海理应抓住机遇，以创新、效率与规范向市场表明自己建立金融中心的诚意，上海有必要抓住任何市场风险如汇率、利率等，通过在上海市场的交易得到释放，如此上海也就能真正确立国际金融中心的地位。

仅靠上海的努力是不够的，还需要中国金融体

制的大改革。目前上海已经成为金融市场中心，不过由于金融行政决策中心还在北京，因此出现了金融机构总部从各个地区回迁北京的情况，形成金融决策与市场两张皮现象。金融机构必须到北京跑政策跑文件，如果这样的局面不改，中国什么地方都不可能成为国际金融中心。2009年5月5日，国家发改委主任刘铁男称，“下一步，根据国务院的决定，由国家发改委来牵头，各部门参加，包括上海市，来建立一个部级联席会议机制，来协调和推动写在文件里的一些政策怎么样贯彻、实施”。

中国的金融管理、金融行政必须同步进行大刀阔斧的改革，有关部门除了关系经济安全的事项外，其他审批放权，对金融产品持宽容态度，并且尽可能将市场决策中心跟随市场而走。如此，才能向所有的市场人士发出中国金融改革的宣言书。

经济强国必要强货币，反之亦然。中国经济走强，人民币必然会成为自主定价的强势货币，人民币汇率弹性区间加大正是这一发展过程中的必然

之举。

第五章 中国经济发展未来瓶颈

金融海啸后中国会出现“失落的 10 年”？

在全球金融危机后，中国藏富于政府优劣尽显，政府成为最大的生产商、最大的消费者，而与此同时，民营经济方面一片萧条。中央政府拿出 4 万亿元的积极财政政策，但民间投资却迟迟未能拉动。

外向型经济失去支撑

为了走出 2008 年全球经济危机，中国在寻找新的消费增长点。中国外向型的出口经济模式受到强烈冲击。

短期积极的财政政策可以收到刺激经济的效果，2009 年第一季度 GDP 同比、环比均下降，同比增长只有 6.1%，创下 1992 年有季度数据统计以来的新低，但与全球的负增长相比，仍属一枝独秀。由此，中国引领全球经济复苏、中国经济与欧

美脱钩说甚嚣尘上。但此时，国内经济政策早已转向，政府再次调高出口退税率，用出口退税维持出口企业菲薄的赢利，让出口企业获得喘息之机，一个历经 20 多年培育、行之久远的外向型经济体，不可能一夜之间与世界经济脱钩。曾经预言亚洲金融危机的 2008 年诺贝尔经济学奖获得者克鲁格曼表示，中国不存在内生性的经济危机，“中国是出口危机”。而国内的表述方法则是“结构性危机”，表述方法虽不同，意思完全相同。

从另一个出口巅峰国日本可以看出，世界现行的出口、消费型经济走向彻底的衰败。欧美经济学家铁口直断，日本经济模式崩溃了。这个经历了“失落的 10 年”国家，正在经历失落的 20 年。

日本的数据令人震惊，在连续 4 个季度的衰退、2008 年第四季度经济总量萎缩 3.8% 之后，日本这个世界第二大经济体 2009 年一季度萎缩 4%，GDP 回到 1992 年的水平。这当然不是世界经济末日，但意味着现有的出口经济模式已经穷途末路。

日本所有一切经济构造都是为出口经济服务

的，劳动者的薪酬在很长时间内被有意压低，日元汇率一直由政府掌握在“恰当”的范围内，银行的贷款与股市的资金主要流向大企业，银企联合、互相持股的模式一时蔚为壮观。日本拥有世界上最精密的仪器，不用解决建立品牌、提升出口产品附加值难题，日本企业的管理是世界级教材，同时，为了一劳永逸地解决资源瓶颈，日本早从 20 世纪中期就开始参股全球各大资源性企业，以防止 1973 年的石油危机重新上演。

如此精密的一部出口机器，简直是工业出口国的样板，即使韩国、亚洲四小龙、中国全都依此模式取得过炫目的成功，如今却陷入了困境。

日本国内长期维持的低薪与养老资金的不足一方面鼓励了工薪族的斗志，另一方面抑制了国内的消费。日本政府发布劳动白皮书显示，2006 年，反映物价上升率的平均实际劳动报酬比 2005 年减少 0.1%，但总劳动时间却同比增加 0.5%，为年间 1 811 小时。泡沫经济破灭之后，日本居民实际收入和消费水平不但没有增长，反而下降。截

至 2009 年 3 月，日本家庭平均消费支出（扣除物价变动影响）连续 13 个月出现下降。2008 年情况更糟，根据 2009 年 4 月发布的数据，2008 年 6 月全日制劳动者的平均工资较 2007 年少了 0.7%，为 29.91 万日元。10 年来，首次跌破 30 万日元大关。

日本人在国内虽然没有享受到高薪消费的乐趣，但相比其他国家，30 年来企业的总体薪酬成本还是大有提高，这拜日元升值所赐。1985 年，日本人的工资水平是美国人的 48%，由于工资水平上升与日元汇率飙升，5 年后，按美元计算，日本人的工资水平与美国之间的差距便缩短到了区区 15 个百分点。而到了 1995 年，日本人的工资水平更超出了美国的 37%。这决定了日本不可能成为世界加工厂，只能成为加工厂的领导者，才能收回高昂的成本。

日本政府对经济的主导作用是显而易见的。20 世纪 60 年代的国民收入倍增计划，70 年代推出“列岛改造计划”，最近制定的“开拓未来战略”计划。该战略计划投资总额高达 56.7 万亿日元，

是日本历史上规模最大的经济刺激方案，仅财政支出就达 15.4 万亿日元。这些计划有成功有失败，总体而言，在经济起飞时成功的概率较大，而在工业化完成后成功的概率较低。

日本政府推动的高科技项目无论是在网络还是在机器人方面，或者远远落后于美国，或者商业化前景不明。2009 年又有报道，日本政府将推出电子信息技术产业的财政刺激计划。该计划为期 3 年，总额达 6 万亿日元（约合 618.6 亿美元）。

日本在高科技行业的逐渐落败，说明日本政府主导的出口导向模式没有刺激企业进行整体创新之功效，而泡沫经济破灭后，日本的积极财政政策总体而言没有能够让日本经济复苏，除了全球经济衰退的大背景之外，说明日本政府消费已经到达极限，增加在本已十分完备的交通等方面的公共产品的投资，等同于浪费。

更重要的是，日本的金融模式管制极多，往往在实体赚得厚利通过购买美国的金融产品将大部分利益返还给美国金融机构。德国同样以银行业

为主，但德国的内需启动有统一前的东德为支撑，而后欧盟又为德国提供了相对广阔的市场，而日本却不具备这些优势。

如此完备的一部出口机器已经走到头了吗？西方人说是的，因为最敢消费的美国人正在深度节俭；但日本人却得出了相反的结论，他们不愿意放弃出口主导的经济模式。

据日本共同通信社报道，日本政府于 2009 年 5 月发表的 2009 年版《制造业白皮书》将目光瞄向持续扩大的新兴市场国家的中产阶级，白皮书建议日本制造业产业积极开发这一群体需要的产品。白皮书分析说，在金砖四国（俄罗斯、中国、印度和巴西），年可支配收入超过 5 000 美元的消费者已经从 2002 年的约 2.5 亿人增加到 2007 年的约 6.3 亿人。日本企业应该更多地重视这部分消费者的需求，通过本地化降低生产成本、生产适销对路的产品。

实际上，从 2002 2007 年，日本经济有微弱却长期的增长，主要依靠强劲的出口和企业设备投

资带动，对美国和中国等国家和地区出口大幅度增长，并且出口到中国的产品价格有所上升，而中国出口到日本的产品价格下降。

如果要继续成为出口强国，也许新兴市场是最好的选择，但前提是这些学习日本以出口兴国的经济体能够找到扩张内需之路。日本不过是个案例，说明在发达国家需求饱和后，全球不得不转向潜在的消费国家。

发达国家消费、东亚地区形成高低不同的产业链条的模式，将被全球消费，经济产业链条与货币一体化的模式所取代。传统的出口经济模式宣告崩溃。

中国走现代化道路的现成老师就是曾经取得成功的日、韩等国，与这些国家相比，中国政府主导色彩更浓，中国工人的平均工资更低，据克鲁格曼所言，这个数字是美国工人的 4%，跟 1975 年的韩国类似，到 2009 年，即使墨西哥生产工人的工资也是中国工人工资的 3 倍，而墨西哥制造业工人的工资只占到美国工人的 11%。

中国出口到欧美的产品以低端的生活必需品居多，有刚性需求，但中国显然无法回到过去将全部产能泄泻到欧美市场的老路。美国人开始去杠杆化，开始存钱了。

在全球金融危机之前，美国人疯狂借钱消费，2007 年美国居民储蓄率居然下降至 -1.7% ，家庭债务破天荒地占 GDP 的 114% ，这只在大萧条之前有过一次。当年美国经常项目赤字占 GDP 比重高达 5.28% ，美国的净债务占 GDP 的比重突破了 30% 。到 2009 年年初，美国人开始储蓄，储蓄率从 0 攀升到 4% ，克鲁格曼预测最终会增长到 8% 左右。这就意味着消费放缓。到 2009 年 5 月 7 日止，美国国债账面余额是 11.2 万亿美元；美国政府 5 月 11 日估计 2009 年度累积财政赤字为 1.84 万亿美元，是 2008 年度财政赤字的 4 倍；美国政府估计 2009 年 10 月 2010 年 9 月的财政赤字为 1.26 万亿美元；2010 2019 年赤字总额则为 7.1 万亿美元；未来 75 年美国未作拨备的社会保障计划负债已上升至 51 万亿美元。2009 年 5 月 14 日，美国

总统奥巴马在演讲时表示，“美国长期债项的负担难以为继”，“不能永远这样向中国人借钱了”。刚刚形成的经济结构给打破了，全球无法支撑如此畸形、将人群分为生产与消费两类的经济结构。

1997 年亚洲金融危机后形成的全球金融模式正在发生改变。新兴市场开始拥有贸易盈余，中国外向型经济也是亚洲金融危机后开始发力。中国是出口主导经济体中的龙头老大，国际贸易中的经常项目盈余占到 GDP 的 10%。中国增加投资每年提供产品增长 20% 以上，而收入所决定的需求每年增长 10% 左右，仅仅依靠国内的消费能力，难以解决棘手的产能过剩。

政府主导目前在中国获得了许多人的支持，政府主导市场获得了长期经济增长也让人印象深刻。信贷的快速增长迅速保证了一系列政府项目的开工，使得 2008 年 10 月份以来的工业“跳水”趋势得到遏制。在贷款支持下新开工项目的迅速启动，使第一轮去库存化在比较短的时间内完成。

目前危险在于，经济主要靠政府投资拉动，

民间投资没有跟进；与历史数据比，投资拉动效率在下降。2009 年一季度固定资产投资同比增长 28.8%，分地区看，东部地区增长 3.7%，中部地区增长 5.2%，西部地区增长 11.8%。这反映了政府投资资金的流向，因为中西部投资增长明显快于东部，东部地区城镇投资增长 19.8%，中部地区增长 34.3%，西部地区增长 46.1%。

2009 年一季度国内生产总值，第一产业增加值 4 700 亿元，增长 3.5%；第二产业增加值 31 968 亿元，增长 5.3%；第三产业增加值 29 077 亿元，增长 7.4%，这同样反映出资金的流向，第三产业投资增长快于第二产业，但第一产业虽然投资大增 85.0%，增长却不快，反映出农村经济效率低下。

我国工业增加值增长 8.3%，社会消费品同比增长 15.0%，财政收入却负增长 8.3%，说明企业的整体赢利能力在下降。政府主导基建项目的边际投资效果已经下降，10 年前一个 GDP 的增量 13% 的投资就可以，但今天已经达到了 43%，现

在 1 个单位的 GDP 增量要 5 7 个单位投资来带动，说明同样的 GDP 需要投入越来越多的货币，这对于经济复苏绝对不是好消息。因为经济复苏根本就是生产效率的提高，靠投入增加带动经济增长，只能收效于一时，不能见效于长远。

一方面产能过剩，另一方面增加投资增加产能，未来的经济矛盾将更加突出。以钢铁行业为例，根据国内研究机构兰格钢铁的研究数据显示，中国钢铁过剩产能约 1.6 亿吨，但中国众多的钢铁企业正在蓄势待发。随着近几年国内产能扩张，板材产能过剩现状令人担忧，产品竞争已经从低端产品向高端产品蔓延。国家发改委指出，钢铁方面要按期完成淘汰 300 立方米及以下高炉产能和 20 吨及以下转炉、电炉产能，到 2011 年，再淘汰落后炼铁能力 7 200 万吨、炼钢能力 2 500 万吨。这是痛苦的压缩和转型过程。

铝业同样如此，由于政府收储现货铝价由 2009 年 2 月底的每吨 11 000 元人民币水平急升至 4 月中的 14 000 元人民币以上的水平，铝价的强

劲反弹亦会刺激国内闲置的铝厂再度复产，中国铝业估计现阶段约有 40% 的中国铝产能是闲置的。北京大学中国地方政府研究院院长彭真怀研究得出的产能过剩更加惊人，改革开放 30 年来，我国投资增长有 24 年高于 10%，大多是低水平的重复建设，积累了大量无效的过剩产能。到 2009 年年初，钢铁产能过剩约 2.5 亿吨，煤炭产能过剩约 4 亿吨，汽车产能剩约 300 万辆，水泥、电力、纺织等产能过剩也十分突出。

在出口下降后，内需不振与产能过剩作为中国经济结构失衡的真正问题浮出水面。

提振居民消费效果如何？

支撑美国 70%GDP 的是私人消费，而中国居民消费只占 GDP 的 35%，扩大内需毫无疑问是发展中国经济的首选。

1998 年中国经济走出亚洲金融危机引起的衰退周期，靠的是房地产、教育与医疗市场化。此

后，房地产成为垄断市场的原罪代表，更没有人胆敢再提教育与医疗市场化。

中国消费“新三驾马车”被锁定为车市、股市与楼市。政府不仅出台了托市政策，还给予了减税、补贴、家电下乡等一系列优惠政策。在 2008 年 12 月 1 日出版的《求是》杂志上，国家统计局局长马建堂撰文指出，政府将消除消费瓶颈，拓宽消费领域，稳定车市、房市和股市。2009 年第一季度刚过，这三个市场不仅情况稳定，更有意外之喜。中国汽车产销量全球第一——新车销量达 270 万辆，同比增加 4%，超越美国（220 万辆，同比减少 38%）——股指站上世界高位，楼市出现成交量堪比 2007 年上半年的阳春行情。

美中不足的是，情况并不稳定，“新三驾马车”动力不足，随时可能熄火。沿海地区企业情况没有根本好转，怯于投资实体经济的浙江民资转而进入汽车、房地产消费，进入股市与期货市场博弈。中国汽车界有句名言：“得浙江者得天下”，浙江至少有 10 多个汽车品牌的销量全国第一，是诸多

豪华车品牌的第一争夺市场。浙江人的炫耀性消费在 2009 年上海车展上显露无遗，但这无法掩盖浙江经济不景气的事实，这个民营经济的集中地深受打击，没有复原迹象。汽车销量突然大增，浙江等地富豪在经济寒冬购买豪华车，显示的是资金无处可去的事实。

房地产虽然出现小阳春，但开发商受库存积压、资金链紧张和预期不妙的三重打击，惊魂不定，最能反映房地产开发商热情的经济领先指标房地产投资持续下降，2009 年 12 月全国房地产开发投资同比增速仅 1%，远远低于 2008 年同期的 32.9%，以及 2008 年全年的 21%。房地产销售成交主流套型面积在 90 平方米以下，可见是消费者自住为主，投资型与改善型住房需求没有解冻。

2009 年一季度，受到股市上涨与新增信贷创天量的双重刺激，以房地产与汽车消费为主线形成一条投资消费链：投资股市，投资楼市，趁税收降低或者政府提供补贴购置车辆与其他消费品。一季度社会消费品零售总额同比增长 15%，其中

3 月份增长了 14.7%，扣除了物价因素，实际增长 15.9%。一季度信贷增长 4.58 万亿元，3 月末最后两天，除建设银行外，其他几大国有商业银行（中国银行、工商银行、农业银行）的新增贷款都在 900 亿元左右，令人匪夷所思，3 月份消费同比大增与 3 月信贷的异常扩张之间的联系令人瞩目。

信贷空前增长并未流入民营企业，大型企业贷款能够获得低息，国债与企业债能够以低息发行，大型企业的库存被消化，同时制造了股市与楼市两个小阳春。中国扩张影响世界，全球产品价格托中国储备之福开始反弹，国内原材料价格高而国际价格低导致两个结果：一是国内外资源价格形成落差，国际价格低而国内价格高，通过进出口寻找价格平衡。精铜、铝等资源的进口创出历史新高，中国成为世界资源仓库；二是国内原材料价格上涨，进一步挤压了制造企业的生存空间。资产价格出现局部性泡沫，政府虽然可能追加投资，但在既定大小的蛋糕面前，政府要成为最大的买单者，就必须增加税收，从而挤压大部分未受到补贴、未

接到订单的企业的生存空间。

从历史经验来看，一旦政府收紧信贷，股市、楼市与车市就会受到沉重打击。人们只能寄希望于政府提供新的财政补贴，但政府补贴有临界点，财政部已经在提示政府财政收入急剧减少。为应对财税下滑，国税总局在 2009 年实行逐个企业查税、应收尽收的政策，甚至在一些地区开始预征 2010 年的税收，导致企业恐慌加剧，信心进一步滑落。

在政府家电下乡给予补贴等政策刺激下，农村消费在 2009 年 4 月份增长速度首次超过城市消费，但农民工无法找到新工作的现实，显示农村最主要的收入来源渠道在削减。消费“新三驾马车”之所以动力不足，关键还在于对宏观经济预期不佳，在失业、薪酬减少的压力下，普通民众仍然会增加储蓄抵抗严冬。

为了维持经济热度，政府别无选择，不得不继续增加投资制造产能，为房地产托市，以拯救与房地产相关的行业，保证地方政府的财政收入。

房价上涨是银行资金大量流入虚拟经济的结果，无法解决中国经济两大顽疾：产能过剩与居民消费不足。房价上涨视做投资环境恶化的指标。实体经济无法吸纳我国疯狂扩张的新增信贷额，出现结构性泡沫，使资金在大宗商品、资本市场、房地产市场寻求避风港，导致股市与房地产市场先后回暖。在经济下滑出现不可控风险时一失业率上升到预期的两倍以上、沿海地区出口加工业折损过半—政府重拾房地产与汽车消费是不得不然的救急之举。随着一季度房地产与汽车消费的回暖，相关的钢材、水泥、装修、家电、成品油等销售额有所稳定，这对于上下游 50 个以上的相关产业都是福音。

一个公认的结论是，我国房地产价格过高已经影响到了商务成本，已经挤压到了其他消费需求，资本市场内幕交易百出的畸形发展导致我国贫富差距进一步拉大。

始于 2004 年的房地产宏观调控，出台的政策起到了火上浇油的效果，央行每次小幅加息都被

视做通胀的信号，地方政府高价拍地乐此不疲，房地产因此更有上涨动力。那时真正有效的灭火之举是启动大规模的公益型住房建设，政府可以因此成为房地产市场最大的空头方，扑灭房地产市场的大火，同时也可以解决房地产市场抑制内需的经济顽疾，为中国经济的长远发展卸下最大的炸药包。很可惜，直到 2008 年第四季度，经济下行趋势明显，有关部门才在抢救房地产市场的同时，实质启动保障性住房战略。

按照逆周期调控的规律，经济急速下行期政府应该做的不是启动保障性住房，而是降息、增加贷款，帮助企业渡过危机。但政府在降税做多房地产市场的同时，以保障性住房充当了房地产市场的大空头。到目前为止，有关部门在房地产市场所做的基本上是火上加油、雪中减炭的工作。我不能说政府拯救房地产市场是错误的，但我能够说，政府对于房地产市场周期的判断基本是错误的。

为了提振内需，政府只有沿着公益性与商品住房平衡的道路走下去，这样才能在长远时间里收

到提振内需、改善结构之效，而不能因为短期压力，再次将公益性住房抛诸脑后。

建立统一的国内市场受制度掣肘

建立内需市场、畅通而公平的物流是重中之重，国内统一的市场需要统一的制度，需要改变内销产品的小规模零售渠道，需要快捷的司法救济，需要能够破除地方利益的至高权力。

外贸企业转型内销企业遭遇尴尬。由于信用等级与采购方式的不同，使一些外贸企业难以适应国内消费市场。出口企业遵循的是国际贸易制度，如商检制度、信用证制度、保险制度等。中国的出口加工企业从国际销售商处赚取利润虽低，但资金和利益较有保障。表面上外贸出口只能赚 3% 利润，内贸利润可能略高一些，但加上隐性成本，两者利润相差无几，内贸耗费的精力更多。

国内销售不仅渠道不畅，还缺乏在全球有影响力的采购商、贸易商，市场覆盖面小，制造厂商的

利益容易受到侵害，如厂家需要支付进场费，货款结算周期长，上下游勾连的三角债多发等等。出口企业并非不思进取，不愿意改变现状增加内贸，关键是市场分割严重，隐型成本过高，本地出租车只能用本地车，本地官员必须推销本地酒等等分割市场的做法层出不穷。

截至 2009 年，除了家电连锁零售商采用部分商品的贸易订单采购外，中国目前的超市连锁、建材连锁、百货连锁等零售商在经营上还在探索贸易订单的采购方式，小量分别下单，与广交会这样大型的、低成本的贸易洽谈会销售模式难以吻合。

建立内贸市场，要允许各种资金进入商品流通领域，建立层级分明的批发商、零售商和有能力在国际国内同时经营的综合商社。在目前遍布全国城乡的农贸市场的基础上，建立起覆盖全国乃至全球的渠道公司，使国内的销售渠道与国际销售渠道一致。

政府的市场干预之手无所不在，这些手在推进建立统一市场的同时，又一手建立了层层叠叠的

进入门槛。以农资物流为例，按照 2007 年制订的《农业部定点农资市场管理办法》规定，实行农业部定点农资市场制度，这些市场经过创建，达到规定条件并经农业部批准挂牌的全国性或区域性的农资市场，贴上农业部的标签，才能验明出身。纵观其中条款，市场申报、省级考核、农业部评审、农业部专家验收、评审等重重叠叠，这种市场促进法除了能够显示农资专家与管理部門的权威之外，对于扩大物流、建立市场销售体系没有任何好处。政府制订规划，由市场资金推动，才能最终建立起遍布城乡的大商业分配比例。

以法律摧毁地方政府画地为牢的地方保护主义，以确保国内统一市场畅通无阻。一些地方政府维护本地开发商、买本地车、买本地酒等做法，思维僵化到了令人难以容忍的地步，这使中国建立大一统市场的前提受到根本威胁。政府有必要建立权力在地方法院之上的巡回法庭，允许利益受到侵犯的企业随时进行诉讼，以维护自己的交易权。以法律为统一市场保驾护航是必须之举。

错误的税收激励机制触发了地方政府的本土主义保护行为。地方政府发展总部在本地的企业才能收取税收，这在 GDP 至上的政绩考核标准下，直接促使地方政府拉项目拉资金、排斥外地企业。如果地方政府主要靠消费税作为主要收入来源，政府就不会对生产企业、本地企业网开一面，而会对所有能增进消费的优质企业大力扶持，不分本地外地，只要能为本地税收做贡献就能得到呵护。

国内贸易市场的信用问题亟须解决。国内贸易尤其是采取直接进入大型零售企业，其交易制度一般是，厂家需要支付“进场费”等通道费用，货款结算有一定期限的账期、非食品类商品要实行退换货制等。内销零售商“很牛”，市场覆盖面低但垄断程度高，他们肆无忌惮地挤占制造企业的资金，使本就处于融资困境中的制造企业不得不成为销售商的现金奶牛。因此，造成市场异常现象，就是在国际市场上的中国制造通常比国内便宜，在香港市场的比境内便宜，最需要发展、消费能力相对薄弱的市场反而价格最高，生产厂商为

了弥补账期风险，而抬高了价格，这反过来抑制了消费，增加了社会成本。

我国有《反垄断法》，有《反不正当竞争法》，政府有必要保护制造企业的基本权利，该出手时就出手，或者允许制造企业建立强有力的行业协会进行博弈；或者禁止挤占挪用，建立资金第三方托管模式；或者以信用保险公司解决资金占用。既然网上销售能够解决这一问题，网下销售为什么不能解决？

光喊扩大内需用处不大，内销制度死结要靠政府解开，家电下乡、农资补贴之际正是建立中国基础商业信用体制的大好时机，政府提供补贴，却没有给内销企业提供护航的制度，没有尊重法律在建立统一市场中的作用，因此造成家电下乡中存在利益跑冒滴漏，成本居高不下。

内需经济是真正的市场经济，而不是政府主导下的行政经济。

中国经济面临改革 30 年以来未有的大变局，如不积极谋变，将有可能急速倒退。谋变的关键在

于改变经济发展模式，从外向型经济转向内需型经济。这是所有幅员辽阔的大国崛起所走过的共同道路。

单纯发展外向型经济有局限性，提振内需是中国经济的关键也早已成为共识。但内需屡提不振，无论是以低息手段推动民众消费，还是以公共产品市场化的方式让民众花钱，到最后得到的大多是假振兴、真问题。民众对于教育、医疗、住房等方面的问题怨声载道，而民众的这些沉重负担，恰恰是中国内需全面萎缩的重要因素。

目前重新以高分贝呼吁提振内需，是由于国际经济形势发生了巨大变化，人民币升值使中国以出口为生存根基的中小企业遭遇困难，全球金融危机让外向型企业经历生死劫，以压低资源价格、污染环境为代价的“糊口型”外向型经济走入了死胡同。全球金融危机唯一的结论是，中国依靠外向型经济走强国之路危如累卵。由于中国低成本制造业产能严重过剩等原因，导致全球资源价格提升倒逼中国制造品成本上升，连海尔这样的中国

品牌企业都只能靠越来越多的贴牌生产谋生。中国制造业再不寻求突破，将成为没有前途的夕阳产业。

2007 年前后，海尔集团 CEO 张瑞敏说过：“电行业的利润就像刀片一样薄，我们必须走出去。”在汽车行业，平均利润率不到 5%；服装行业整体利润率只有 3.9% 左右。根据广交会等资料显示，纺织服装业正是出口寒冬中最受打击的行业之一，到 2007 年年底，全国服装库存达到 120 亿件，完全可以满足全世界人民一年的服装消费。

只有看清楚形成出口经济的根本原因，认识到内需不振的根源，才能找到转向内需经济的可能道路。

在加入 WTO 后，我国出口呈现连续 4 年的爆发性增长，也对国内投资需求形成强劲的拉动，地方政府间日趋激烈的增长竞争是投资过热的重要原因。地方政府的竞争以土地、税收等巨大的优惠条件为代价，这被称为“竞次选择”，谁敢压价，谁压得狠，谁就能收获外资，而民众没有得到实

惠。以苏州为例，节节上升的 GDP 并没有让当地民众的生活、消费水准同步提高。对内资、外资实行不同的政策，这是内资的悲哀，也为内需不振埋下祸患。2008 年，政府花大力气实行两税合一，内外资企业统一实行 25% 的所得税率，这对内资企业是个极大的利好，但对于享受惯了 20% 以下优惠税率的外资企业来说，则可以通过注册新公司享受“三减两免”等待遇继续规避统一税率。

内需不足的最大障碍是国有经济的分量太重。按照经济学家陈志武教授的说法，国家对要素和资源控制得太严，比例太高。按测算，现在中国 75% 的资产（包括国有企业、土地和矿产资源）掌握在国家手里，而不在民间，由此付出的代价是，中国的经济增长永远是投资驱动型，而不是消费驱动型的，并且是国有企业投资与外资投资驱动型，而不是令人欣慰的民间资本投资驱动型的。国家掌握绝大部分的固定资产配置权，迫使中国的经济增长只能由出口来带动，从而让出口驱动型的经济模式继续得以强化。

国家掌握资源过多，对股市也产生了严重的负面影响，占 70% 以上的国有控股权理论上可以流通，却在非流通的情况下享受高溢价，导致市场价格体系被破坏，股市大跌不止，使中国发展市场经济亟须的直接融资市场失去信心。

我国政府财税收入高到让人脸红的地步。近年税收节节攀升，增幅远超当年 GDP 的增幅。如果这样的局面继续下去，到 2050 年，国家税收将等于 GDP，我国将第二次成为“全民国有”的国家。事实上，中国目前财税收入增加幅度所占 GDP 比重，已经与改革起步时持平，改革 30 年后，政府的财力控制反而回到改革的出发点。

同时，居民收入占 GDP 比重连续下滑。根据国家信息中心分析师徐平生提供的数据，我国居民最终实际可支配收入占 GDP 的比重，从 1999 2005 年 7 年共下降 13.79 个百分点。

如何提振内需？要提高居民收入占 GDP 的比重，提高民间投资的比重，降低政府与外资投资比重，概而言之，建立内需经济的重点是发展内生性

的本土市场经济，调动民间力量，并且藏富于民。

首先，当务之急是把“非公经济三十六条”落到实处，在各个行业真正对民营经济进行市场准入；其次，把政府的财税收入压缩在合理的范围之内，提高居民与企业的收入，使民间投资与收入增长形成良性循环，要知道，美国与日本历史上国民收入振兴的 10 年也是民间投资倍增的 10 年；最后，现实的做法是积极降税，把一直停留在纸面上的增值税改革从部分地区的试点推广到全国。没有市场化的由宪政约束的税收体制，中国不可能建成内需经济，不可能有拉动经济的大量民间投资。任何制约不够的权力的本性，就是竭泽而渔。

从本质上说，内需经济是本土的内生性民间市场经济。我们呼唤了无数年的市场经济，在多年的扭曲之后，在经济模式与增长速度遭遇外界强大的挑战之后，该低下头，为民间市场经济让路了。

积极的财政政策可以收短期之效，从 1998 年经济周期的经验来看，积极财政政策的利好效果在 8 个月左右逐渐消退，如果不能解决经济结构失

衡、产能过剩问题，积极财政政策将面临瓶颈，政府是继续扩大财政投入，还是转而寻求新的发展方向？中国经济产能过剩的难题恐怕会在 2010 年重新显现。

让人比较宽慰的是，经济结构转型已经开始，目前比较显性的表现就是产业的转移以及在转移过程中依照要素禀赋形成的产业集群。例如湖南省株洲湘、潭承接广东的服装鞋帽，江西、湖北承接浙江的五金，安徽承接广东、山东的家电，四川承接深圳的通信电子，河北承接京津的原材料加工业，这些是企业的自发、但经济理性的行为，可以预见这种转移将持续多年，依据更加合理的资源配置形成各地的新的支柱产业。

如果发挥地方与企业的自主性，辅之以提高全国资源配置效率的产业转移，不仅可以弥补外资资金骤降的难题，还能让中国经济布局发生根本性调整。认清这一形势，持之以恒，中国的经济将有一轮重生、复苏、增长的机会。如果相反，财政政策加剧结构性矛盾，民营经济大批倒闭，消费持

续低迷，那么，去库存之后的库存再生将很快显现。

中国经济处于十字路口，鼓励企业的创新，鼓励企业的转型，刺激企业的市场运行机制，决定了未来中国经济发展的潜力，否则，中国经济将步日本后尘，迎来衰退的 10 年。

调整财富分配与产权结构

政府的职责是提供公共产品，政府部门成为代理公司，唯一的办法是这些公司接受全民监督，将所有的收益以公民基金的方式发放给全民，以提高民间投资能力和居民消费能力。

藏富于政府导致国弱民穷

直到全球金融危机影响中国之前，财政部一直是只讨人喜欢的喜鹊。作为财政部与国家税务总局的政绩之一，2007 年 6 月 27 日，时任财政部部长金人庆向全国人大常委会报喜，2007 年前 5 个

月，全国完成财政收入 21 723.53 亿元，同比增长 30.6%，完成全年预算的 49.3%，这一数字当时被称为中华人民共和国诞生以来增收之最。

数据为近年来节节攀升的财政收入锦上添花：从 2003 年至今，财政部每年收入扩容 5000 亿元以上，2006 年增加 7000 多亿。

政府成为经济发展最大的受益者，收入增幅远在民众之上。有数据佐证，据张军教授的研究，10 年前，国家储蓄占 GDP 的水平大约为 36%，今天已经上升到了接近 46%，紧随其后的是企业储蓄的增长，占 GDP 的 20% 左右，国家统计局每年规模以上工业企业的利润以及国资委的数据印证了这一点，唯一下降的是家庭储蓄：把家庭的储蓄用家庭的支配收入减去家庭消费，现在家庭的储蓄占 GDP 的比重只有 16% 左右，而 10 年前则超过了 20%。

不可否认，我国的国民收入这两年有了一定程度的增长，根据国家统计局的数据，2005 年城镇居民人均可支配收入 11089 元，2006 年年末增长

到 11760 元, 2007 年前三季度, 城镇居民人均可支配收入为 10346 元, 同比增长 17.6%, 全年估计在 13800 元左右, 农村居民人均现金收入 3321 元的增长率与城镇居民基本持平。

从相对比例来看情况则大不相同。根据英国《经济学人》的文章, 我国的消费支出从 20 世纪 90 年代初期占国内生产总值的 47% 下降到了 2006 年的 36%, 原因是过去 10 年来居民储蓄率一直在下降, 政府和企业的储蓄率在上升。根据世界银行的研究, 从 20 世纪 90 年代初期到 2006 年, 中国家庭储蓄占 GDP 的比例, 已经从 21% 下降到了 15%。根据世界银行的估算, 从 1998 2005 年, 中国工资收入在 GDP 中所占的比例从 53% 下降到了 41%, 几乎与消费同比下降。不仅政府、大企业与民众的存款差距在加大, 不同阶层之间的差距也在迅速拉大, 王小鲁先生的研究证明, 1995 2004 年期间城镇和农村各阶层间收入差距都显著扩大, 近两年虽然地区间的收入差距在缩小, 但在同一地区的不同阶层间差距仍然迅速扩大。

政府得到了如此多的收入，公共产品却时常发生短缺。实行高税收的国家有两种情况，一种是北欧那些高福利国家，国家对每个公民生老病死一包到底；另一种是在经济发展初期，由政府推动经济起飞，西方经济史学者曾指出东欧等国的发展历程，说明政府与经济在不同阶段有不同的关系，一般较为落后的新兴国家，行政力量较为强势。

我国发展初始，政府以积极财政政策推动经济，但政府介入经济的前提是积极财政政策确实是经济推动器。可惜，另一些数据时刻在提醒我们，这样的发展模式代价越来越高，有可能成为中国经济不能承受之重。

首先，财政收入浪费现象极端严重。虽然中国的宏观税负大升，财政收入高增长，但并没有出现财政盈余。政府的储蓄占 GDP 当前 6% 左右的比重，与 10 年前的 5% 相比并不显著。2005 年，收支相抵之后，支出大于收入 27080.14 亿元。只有一个结论可以解释这种现象，就是政府本身的消费支出大大增加，2005 年政府支出增长了 18.3%，

或者是政府投资项目效率不高，导致资金在黑箱中沉没，国家审计署的数字可以证实浪费的严重。实际上，加上地方政府的保守估计 2 200 亿元的债务，政府财政收入处于赤字状态，一些基层地方政府财政濒于破产，因此地方政府债券屡被提上议事日程。

其次，在财政收入上升之时，社会保障相对处于萎缩状态，从表面上来看，政府的收入似乎多得花不完，所以才成立外汇投资公司到国外投资，但硬币的另一面是中国的公共产品投入极为有限，从医疗到教育都位居世界后几位，从房地产行业征收的巨额税费通过各种渠道流失，以至于大部分地区的经济适用房与廉租房建设的数额令人羞于启齿，失去安全感的民众消费能力难有起色。

更严重的是，苛刻的税费政策将扼制企业尤其是中小企业的发展，因为上游企业垄断资源掌握定价权，可以最大程度地消化税收政策的影响。2007 年前 5 个月增长最快的税收主要是流转税、所得税、进口环节税收，分别增长 22.4%、38.2%

和 25.3%。虽然我国已制订了从间接税向直接税改革、从生产型向消费型改革的政策，但是，从上面数据看得很清楚，除了那些进入增值税试点的幸运地区之外，企业在间接流转环节和所得环节继续被双重征收税，间接税未除，直接税又来，以至于北京大学中国经济研究中心的宋国青教授以“是税三分毒”警示有关部门。企业所得税与增值税由中央和地方共享，中央政府分别享有 60% 和 75%。如改革税制，还必须理顺中央与地方财政的关系，双方争执不下，倒霉的是纳税人。

我国的征税基数与财政支出一样，只能升不能降，这种政绩足以反映出税收制订的随意性，如果每年的收入都超额完成，说明政府的税收政策不够科学，低估了纳税人的赢利、收入增长，如果是竭泽而渔或者随意设税，则会降低经济发展动力和民众福利，为政府主导的投资火上加油，让市场丧失稳定的预期。

认为我国税负低的主要论据是税收占 GDP 比重只有 20% 左右，但税费相加达到惊人的 40%，

各种费用层出不穷，至今未有收敛之迹，不要说税收法治化，就是离税费一体化都有相当遥远的距离。

由于国内外经济形势的巨大变化，情况在2008年得到根本改观，沿海地区制造企业受到严重冲击，社会各界呼吁政府出台减税等政策，携手企业共渡难关，鼓励企业优胜劣汰的并购交易，促进中国经济的长期稳定健康发展。很可惜，统计数据显示，目前我国的财税政策与经济发展形势并不匹配，企业与个人在忍受信贷紧缩的同时，不得不同时承担高税负的痛苦。

2008年下半年经济急剧下滑，在出口下滑，第二产业增长率下降之时，政府税收与居民收入的情况又如何呢？政府成为拉升经济的火车头，通过增加税收的方式加强对经济、资源配置的主导作用，使得中国经济向行政主导方向发生悄无声息、但十分关键的转变。

2008年上半年税收增加迅速，全国税收收入同比增长30.5%，与2007年度31%的增速接近。

其中增长最明显的是企业所得税，增幅达近 2000 亿元，为 2007 年企业所得税总额的近 1/4。国家税务总局对此的解释是，2007 年企业利润大幅度上涨，带动 2008 年上半年企业所得税增收近 2000 亿元，扣除此因素后，2008 年上半年全国税收收入增长与经济发展基本适应。应该为这些声明补充两点，2007 年下半年人民币开始加快升值，央行实行货币紧缩，制造企业开始过冬，2007 年与 2008 年上半年金融机构及规模以上工业企业利润增长，还是托国有的福。

一边是火焰一边是海水。与税收增长相反，居民收入与消费者信心都在下降。2008 年上半年城镇居民家庭可支配收入增长率由 2007 年的 17.23% 大幅下降到 14.4%，扣除物价上涨因素后，可比增速由 12.6% 回落到 6.3%。农村居民纯收入增速放缓情况与此类似。收入下降之后消费本应随之下降，但我国出现了消费与存款同时增加的情况，这种增加不是好消息，只是热钱增加、居民投资渠道被堵塞、通胀压力之下的被迫消费的无奈之举，

注定无法持久。

消费者信心指数表明我国消费前景不容乐观。据商务部市场运行司监测，2008 年上半年，我国千家核心商业企业零售指数同比增长 20.1%，扣除物价因素，实际增长只有 12.6%，比 2007 年同期回落 1.7 个百分点。2008 年二季度消费者对当前经济状况的满意指数为 90.3，分别比上季度和上年同期回落 0.5 和 2.7 个百分点。反映消费者对未来经济前景看法的预期指数为 96.7，分别比上季度和上年同期回落 0.8 和 2.6 个百分点。2008 年消费者对经济状况和走向的预期，购买耐用消费品的意愿，都比 2007 年低。

在企业遭遇困境、居民收入下降、消费者信心回落时，财政部发布政府税收收入大幅上升的喜讯，实在有些不合时宜。在中国经济走向市场化的巨大转变中，政府对于生产、资源的调控能力不降反增，在市场的名义下，优质、廉价资源被源源不断地输送到了“规模以上工业企业”，同时政府不得不对遭遇困境的石油等企业提供巨额补贴，价

格体制的扭曲与行政对市场的强大控制，真是几十年市场化改革的目的吗？

税收，还是税收

让人心焦的是，政府财政收入下降引发严厉征税潮，这对于刚有暖意的中国民营企业是当头一棒，严厉征税会成为压垮民营企业的最后一根稻草。

2009 年 5 月 22 日，笔者收到一封网友来信，指出政府严格征税让企业人心惶惶。全信质朴简短，引用如下：

我是江苏的，我们江苏最近税务局召开全体企业法人开会，贯彻温总理的讲话，对税收要“应收尽收”，所以对所有企业的财务全部查账 3 年（2006 2008 年）。据内部消息，税务部门是有罚税指标的，数额不小，现在是大家都人心惶惶，地方财政收入降低，入不敷出，像这种变相收款不知会重复到何时？

唯一可以安慰这位朋友的是，不仅江苏，很多地方因为 2009 年一季度财政收入下降，处于与江苏同样的不安之中。

保证 2009 年的财政收入几乎是不可能完成的任务。2009 年 4 月 13 日下午，中国财政部网站公布了 2009 年一季度财政收支情况，收入减少而支出增加：一季度全国财政收入 1.46 万亿元，同比下降 8.3%；全国财政支出 12 810.92 亿元，比 2008 年同期大幅度增加 3 304.18 亿元，增长 34.8%。由于一季度的财政支出主要是全国人民代表大会批准预算前的预拨款，预算安排的大量支出项目还在准备阶段，因此，历年来一季度支出额都比后几个季度要小。也就是说，政府面对的支付压力会增加，而不是减少。

中央财经大学税务学院副院长刘桓表示：“要完成全年增长 9.8% 的任务，接下来的 8 个月财政收入至少要实现 18% 的增幅。”一位原国家税务总局官员接受记者采访时表示，这是不可能完成的任务。

为了尽可能完成税收任务，善于征税者已经被树立为标兵。2009年5月24日，江苏省省委机关报《新华日报》发表“张庄‘四轮齐转’冲刺财政收入双过半”的新闻，称江苏省盐城市盐都区张庄街道的干部，“对照财政收入计划，责任到人，挂图作战，实行‘征、管、协、护’四轮齐转，明确征收机关、稽查机关为主动轮，办事处为协税轮和村级组织为护税轮。每月召开征收人员财政分析会，请稽查机关参加，分析本月收入完成情况，从国税、地税入库的可比性，从税收征管摸底上分析企业纳税的真实性，从企业产销情况分析税收走势，同时安排落实下月的税收任务”。征税已经成为落实到街道、村庄，征税、稽查、街道干部齐动员的群众运动。

上述新闻会让处于寒冬中的企业战栗，另外，有几个增加政府收入的办法可能出台。

在严格征税的同时，扩大税基的提议出笼。如江西省瑞金市国税局工作人员称，他们不仅仅加强了对原有税源企业的监管，还准备扩大税基，

缩小免税和税收优惠的范围，比如原来营业额在 5000 元以下的企业免征营业税，调整后可能免征营业税的范围会变成营业额 4000 元以下。

另外，税收之外的预算内收费可能增加。2008 年全国财政收入已经有此苗头，税收收入大幅减少，“收费”不降反增。2008 年非税收入为 7097.3 亿元，同比增加 1427 亿元，增长 25.18%，占总收入的比例为 11.57%；其中中央财政的非税收入 1704.51 亿元，增长 23.6%，完成预算的 118.4%；地方非税收入 5374.8 元，增长幅度为 24.5%。

按照法规征税无可非议，但在经济紧缩期改变以往实际操作中的税收规则，如削减以往的税收优惠政策，或者预征未来的税收，事实上都会增加企业的实际负担。由于中国税制初定时，担心征管能力跟不上，实行的是宽税基政策，一旦应收尽收，很多企业将无利可图。

加强征税受影响最大的是中小民营企业，民营企业最怕的是查税。民营企业的财务状况通常欠缺透明度，而国有企业的财务状况在国资委有详

细的账本。从 2008 2009 年的情况来看，政府对亏损的大型国有企业网开一面，面向国有企业的倾向型扶植仍未改变，政府给东方航空、南方航空等企业注资，银行还以巨额低息贷款的方式替这些企业买单，同时，政府积极财政政策的订单也主要流向了大型国有企业。很难想象，政府会对这些国有企业课以重税，除非政府在课税之前允许这些企业提高产品价格，把成本转嫁给消费者。但这与经济复苏的目标背道而驰。

加税对内销企业的打击重于出口企业，政府鼓励出口，重新提高出口退税税率，这等于变相增加了内销企业的负担，与扩大内需的政策针锋相对。

中国降税减费、扩大内需的改革遭遇财政收入拦路虎。政府的矛盾之处在于，要扶助企业走过产能过剩的严冬，减税是扩大投资与消费的必然之举；不过，由于大手笔实行财政刺激计划、扩大社会保障、企业赢利下降，导致政府财政收入迅速下降，不得不实行更加严格的征税政策，税务官员马不停蹄到各个企业，成为催税员。

此时加税是在经济复苏的星星之火上浇上一大盆冷水。在接下来的 8 个月，财政收入同比增加 18%，意味着经济必须回到火热的 2008 年一看看现在各地的企业情况吧，这将成为压垮企业的最后一根稻草。

市场希望政府节约行政开支，从生产型增值税向消费型增值税全面转型，以减轻国内企业与消费者的负担。但对政府而言，行政改革困难重重，收效甚微，面对国内的巨额储蓄，最简单的办法是加大国债与地方债、企业债的发债量，也许 2009 年中国的财政赤字将远远超过预算，这将给日后中国经济复苏埋下隐患。

藏富于政府，还是藏富于民？关键在于资金的使用效率，以及对经济长远发展的影响，如果政府在强大的收入激励下，将自己当成独立的利益主体，而不是纳税人所购买的公共产品的服务主体，甚至站到市场主体与消费者的对立面，唯一的办法就是约束财政增长幅度，使政府不得不恢复公共服务的本职，迫使政府组织消肿，否则，财政

收入的增长只能提供更多的浪费资金和沉没成本、腐败成本。

世界经济转型，是我国市场化改革的又一个契机，当我们一再表明对外开放与市场化的立场时，应该以市场化的财税体制与资源配置的市场化相辅而行。经济下滑而税收增长，政府支出增加，对经济的主导作用增强，在宏观经济数据与税收增长反差的背后，说明中国企业的市场化动力在衰退，说明居民财富缩水、消费意愿下降，这种情况不改变，我国经济有可能陷入表面增长下的实质性衰退。

国民收入倍增计划仍需推进

经济衰退期有人重提增加国民收入为内需拨火，在 2007 年中国经济热得发烫时，很多人提到国民收入倍增计划，为经济降温。无论经济是冷是热，国民收入增加是所有人共同关注的焦点，是解决中国经济顽疾的公开药方。

2007 年 12 月召开的中央经济工作会议，旨在为发烫的经济降温。会议透露出 2008 年宏观调控将“从紧”，“稳中求进”将成为基调，时任国家发改委主任马凯在 2007 年中日经济高层对话上明确表示，未来将实行从紧的货币政策，防止经济增长由偏快转向过热、防止价格由结构性上涨演变为明显的通货膨胀，“两防”毫无疑问已经成为宏观调控的首要任务。

谁都不会否认，在中国经济转变的关键时刻，需要一个平稳的产业与金融环境，此轮调控正值人民币汇率市场化起步之初，能源、环境、税收等一系列政策鼎革之际，给过热的经济降温取得了最大限度的共识。

争论的焦点不在于降温本身，而在于以下两个方面：第一，如何降温？第二，中国经济在降温之后走向何处？这两方面是一枚硬币不可分割的正反两面，归结起来就是一句话，中国经济必须尽快补上国民财富增长难敌国家财富增长、内需远远抵不上出口这一课，政府有关部门有必要制订国

民收入倍增计划，以国民财富的增长与公共福利体系的完善，来抵挡资本时代的巨大冲击。

让中国经济冷却有两种办法，一种是在加快汇率市场化进程的同时，政府不停地动用财税、货币等各种手段，并且通过向国际输出资本的方式挤去资产和价格泡沫；另一种是通过二次分配加快生产要素价格的改革，尽快实现财富向民间的转移，以拉动内需市场，杜绝国民的后顾之忧。前一种方法目前已经初现端倪，中国企业源源不断参与海外并购、中投公司与 QD II 资金海外投资起航就是表现，这种外科手术式的办法，通过减少货币总额与资金量强行除泡；后一种方法则可以称之为中医疗法。

通常认为，人均可支配收入短期内大幅提高是经济步入过热区间的一个标志。这是宏观经济学的常见理论，同时容易导致片面解读，形成认识上的巨大误区。在劳动者权益得不到保障、市场预期模糊的情况下，劳动者可支配收入追随产品价格提高是通货膨胀无法压制的一个结果，而不是通

胀的成因。

那些认为我国的国民财富大幅增长的说法同样昧于事实，在藏富于民方面政府一直做得不够，甚至大多数无法享受资产收益的国民成为改革成本的主要承担者，而无法同步地成为社会经济进步的利益分享者。

国民收入增加将使经济失衡的说法完全站不住脚。以日本为例，从 1960 年池田内阁实施“国民收入倍增计划”，到 1967 年比计划提前三年使实际国民收入增加了一倍，至 1973 年，日本人均实际国民收入甚至增加了 2 倍。由此奠定了日本经济起飞的基础，从制造大国成为仅次于美国的经济强国。

解决收入分化的问题是国民收入倍增计划的主要目标，日本政府引入了“最低工资制”，同时扩展了社会保障计划，完善养老保险金，提高健康保险付给率，作为配套措施针对农业与中小企业制订了专项法律，缩小不同企业、不同阶层之间利润与收入的剪刀差，同时实行基础建设与减税等方

案。到该计划结束时，日本的最大特点是全体国民恢复了经济信心，社会进入大众消费时代，以往激烈的劳资等社会矛盾开始消解，民间私人产业投资兴盛，失业率维持在 1% 左右，“平稳发展派”最担忧的通胀难题等并未如期而至。

我们不能忘记日本国民收入倍增计划的前提，即经济的高速增长，使不断增长的国民收入成为有源之水，否则所谓国民收入倍增不过是通胀与挤压企业利润的代名词。当时，日本政府除了收入计划之外，还有经济发展计划：国民生产年增长率平均 7.2%；到 1970 年度国民生产总值增加 1 倍以上，最终达到 26 兆日元目标。目的是达到“经济高速增长、提高生活水平、完全就业”。日本国民生产总值实际年增长 11.6%（计划目标 7.8%），才有了国民收入年增长率达到 11.5%（计划目标 7.8%），二者基本实现同步增长，虽尚未做到完全同步，但已经实现了消费革命。

投资增加与资源的有效使用是日本经济发展的基础，从 1952 1970 年，日本私人投资增长超过 10

倍，生产效率大幅提升，这成为日本经济增长的坚实基础。反观中国国内经济形势，私人投资增长虽快，却大起大落，经济发热时如野草蔓延，经济紧缩时祭于旗下，一片肃杀。如何在稳定中求发展成为中国经济面临的严峻考验。对于投资的约束已经制约了我国经济的发展。

我们更不应该忘记国民收入倍增计划应有配套的经济手段——充实社会资本、控制外资、引导国内储蓄转为投资，引导产业结构高级化，促进贸易和国际经济合作，提高人的能力和振兴科学技术，缓和双重结构（即缩小工农业剪刀差与各阶层收入差）和确保社会稳定。

国民收入倍增计划是个庞大的经济发展规划，涉及行政与经济资源的调整，涉及政府的财税政策与补贴政策，涉及产业的调整，概而言之，是整体经济的大转型。2008年7月，广东省劳动和社会保障厅在答复有关政协委员提案时表示，广东省从2008年起实施“工资倍增计划”等三大计划，建立健全企业职工工资正常增长机制。从2008

年开始，广东省职工工资每年递增 14% 以上，到 2012 年比 2000 年工资水平翻两番。在经济急剧下滑、农民工纷纷回乡之时，仅仅依靠劳动保障部门的一纸行政命令，国民收入倍增计划只能是一个不成功的秀。

宏观经济数据也能印证这一结论，政府设立工资指导线基本上属于画饼充饥。

截至 2007 年年底，全国出台地方性工资法规或规章的省份达 12 个，27 个省份对容易发生拖欠工资的特定行业建立了工资保证金制度。各地按照每两年至少调整一次的要求，逐步提高最低工资标准，2006 年，全国各地都提高了最低工资标准，绝大多数调整幅度在 10% 以上，调整幅度最高的达到 64%，2007 年，有 21 个省份又进行了调整。

实际执行效果却不尽如人意。中国社科院 2007 年 11 月发布 2007 年企业蓝皮书《中国企业竞争力报告（2007）—赢利能力与竞争力》，数据显示，1990 2005 年，我国劳动者报酬占 GDP 的比

例从 53.4% 降低到 41.4%，降低了 12 个百分点。可见，劳动者报酬被大力挤压。以往的企业利润高涨期，劳动者报酬都没能水涨船高，目前中国经济处于艰难的转型期，绝大部分制造企业处于汇率上升、原材料价格上升、出口受阻的水深火热境地，最大的任务是存活，而不是给工人涨工资。

企业工资指导线对企业只有参考价值，不具有法律上的强制执行效力。值得欣慰的是，我国《工资条例（草案）》主体已完成，将把工资劳资双方集体协商通过法律化确定下来，“刚性”推动工资集体协商。有关法律法规将明确规定除少数垄断行业和企业外，企业有关工资福利等涉及职工切身利益的问题都要通过工资集体协商决定。

要兼顾企业发展与劳动者薪酬，政策必须通盘考虑，不仅赋予劳动者博弈的工具，更重要的是在经济转型期善待企业，收缩政府财政在 GDP 中过大的比重，给予企业平等的市场发展空间，而不是采取目前经济转型、企业艰难之际采取割喉战术，给予市场沉重打击。事实上，随着珠三角、长三角

制造企业的破产，失业者会大批增加。发展经济之后才能共享发展红利，有关方面对此应有清醒认识。

国民收入倍增计划通常出现在下述经济阶段：经济发展到一定阶段产品过剩与通胀压力共存，政府需要提振内需；从外向型经济向内向型经济过度；政府财政收入远远大于国民收入增幅，导致储蓄、投资大于消费，造成经济不平衡。几乎所有国家的经济起飞几乎都经历过类似的国民收入倍增计划。到目前为止，我国的经济发展模式最大的缺憾在于，没有类似的计划使国民财富同步增长，反而使国民成为改革成本的长期承担者，并因此留下内需不振、经济失衡、社会矛盾激化等种种后遗症。

国民收入倍增计划可以化解经济体内的两大痼疾：一是改变产能过剩；二是藏富于民。藏富于民可以自然消解巨大的外汇升值压力，从行政市场走向民间市场。也只有制订了这样的规划，有关部门才能回答，发展为了什么这一根本问题。

从既得利益阶层手中拯救市场经济

2008 年是转折年,《劳动合同法》、《工资条例》等一系列旨在保护劳动者权益的法律法规出台,旨在从严重倾斜的收入分配中拯救市场经济,重树市场经济的合理逻辑,寻找市场经济的民间合理性与合意性。

政府必须主动纠偏,而不能一味依赖市场的自觉,那是因为在市场之初的资源分配并不健康,已经有了行政之手的烙印,只能依赖行政之手给予干预;而业已形成的既得利益集团为了维持自身的利益最大化,往往成为公平竞争与全民红利的市场经济的最大敌人,唯一能与既得利益集团抗衡的只有政府的力量。美国金融学家拉古拉迈·拉詹、路易吉·津加莱斯的《从资本家手中拯救资本主义》一书,正表达了这一层含义。

我国目前的劳动者薪酬过低,没有办法通过市场劳动者议价主动矫正。有几个客观因素:第一,

是劳动者供应过于充分，这使得劳动者对薪酬毫无议价能力；第二，法律法规没有给予劳动者简便低廉的议价权力，农民工讨薪居然要总理出面，高成本的背后是薪酬畸低、议价成本畸高的现状。农民工工资的制度性折价不是市场所能够解决的，必须通过法律与基础人口流动制度的调整才能解决；第三，经济上升期资源偏向于企业主，如果要维持廉价商品与一定的出口比例，就必须使劳动者的薪酬维持较为灵活的市场定价体系，否则就需要重新进行一套制度设计，而这也需要动用政府的力量。

不可否认，在《工资条例》出台之前，《劳动合同法》、《地方最低工资标准》等法律法规都对工资的良性增长有些许规范，但最终都没有形成工资增长的良性机制。劳动和社会保障部工资司司长邱小平指出，“其实我们一直在通过多种调控手段来增加职工的工资收入”，劳动保障部门曾督促各地，要及时调整最低工资标准，并积极推行工资集体协商制度，但是，从目前反馈的信息来看效

果不彰。原因在于，法律的软约束无法打造刚性的最低工资约束机构；制度性的劳动力折价消解了保护劳动者权益的努力；政府在效率与劳动者权益之间左右摇摆。最后的司法救济不能落实，法律徒有其表。

政府的一些倾向性政策造就一级分配体系的不公平，消解了保护劳动者权益的努力。如垄断企业与一般竞争性企业不公平的收入差距、垄断企业内部不同身份员工之间的收入不均衡。2008 年中石化员工普涨 300 元工资，掀开垄断行业上调收入的序幕，据悉，包括中石油、电信行业、电力行业在内的一批垄断行业国有企业都在计划上调工资，部分企业上调工资方案已经上报国资委分配局。最后，在制订保护劳工权益的法律法规的同时，制订者一再强调：“中国不能再回到计划体制下，企业职工工资的增长不能再由政府搞一刀切”。这证明制订者担心此类法律会损害市场效率，在学界内部的相关争议也趋于白热化。

毫无疑问，以既得利益集团的利益来取代国民

收益的普遍提高，以垄断企业的效率来取代市场的公平，反而会损害市场经济的基石。有关方面应该理直气壮地修订《劳动合同法》与《工资条例》，并在此基础上，赋予劳动者以成本更低的博弈权利，将最低工资与 CPI（消费者物价指数）挂钩，以免劳动者的实际生活水准随 CPI 上升而直线下降，改革的成本由大众承担，果实由权贵独享。

在社会声讨国有企业高管高薪之际，另一种声音被忽视。国有企业高管发出压抑的抱怨声，认为自己的人力资本没有得到公允的定价，薪酬改革市场化之路前途多艰。国有企业高管有什么委屈？

国有企业高管天价薪酬一直受到抨击，也受到徒劳的抑制。继 2009 年年初财政部出台金融机构高管“限薪令”后，由人力资源和社会保障部负责牵头拟订的薪酬管理制度有望出台。新规定内容涉及国有企业负责人的薪酬结构、薪酬制度、基本年薪、绩效年薪、补充保险、职务消费规范方式以及监管体制等各个方面。其重点在于奠定我国国有企业高管薪酬制度的总体框架，以及薪酬水平

的大体区间，对于高管与社会平均薪酬水准、企业内部高管与普通员工之间的薪酬水平可能作出严格规定。

这不是国有企业高管薪酬第一次受限。事实上，国有企业高管薪酬一直受到严格限制，有关规章层出不穷。

国有金融机构高管的薪酬由财政部、银监会、央行的监督之眼共同盯着，其他国有企业由国资委制订，如果是上市公司高管薪酬证监会还能过问。不仅如此，由于大型国有企业高管兼有官员身份，还受到党纪政纪的约束。2008 年 7 月，中央纪委发布《国有企业领导人员违反廉洁自律“七项要求”适用〈中国共产党纪律处分条例〉若干问题的解释》，就国有企业领导人员中的共产党员违反第十七届中央纪委第二次全会提出的廉洁自律“七项要求”行为适用《党纪处分条例》的规定给予处分的若干问题作出了明确规定。

国有企业高管的薪酬账面数字与实际到手数字有巨大差异。中海油董事长傅成玉在 2009 年不幸

取代了中国平安董事长马明哲在 2008 年的位置，成为高管高薪的人民公敌。按照 2008 年中海油年报，这位董事长兼首席执行官的年收入为 1 204.7 万元，同比上升 6.5%。傅成玉表示，其薪酬是由独立董事决定的，是市场行为，他本人在拿到高薪后已捐给母公司，这是他个人的自由。“上市公司的规则决定了我必须拿这么多，而中国国情决定了我不能拿这么多。”

之所以账面要拿这么多，是因为在境外上市的中海油，其公司治理结构与所有国际公司相同。“也就是说，我们的独立董事人数超过内部董事，薪酬都是由独立董事制定的，我们本人不能参加。他们制定的标准除了企业考核，还要与国际同类公司相比。”“如果我们收入太低，独立董事不放心，境外投资者当时对中国公司都不放心。”傅成玉的年薪是同类国有石油公司中石化总裁王天普的 14 倍以上。

中海油高管十分委屈，其总公司有关负责人回应称，中海油有限公司高管层薪酬福利严格遵守

国务院国资委有关规定，个人实际所得与向资本市场披露的“名义收入”大相径庭。所以，傅成玉的1200万元年薪只是名义收入，所有高管层成员从2001年上市第一天开始，就把董事会批准的收入捐给了母公司中海油总公司，中海油严格接受国务院监事会监管和审计署审计。

这当然让中海油等在境外上市的央企陷入十分尴尬的境地，他们的自我辩解无疑是在向世界宣称，他们执行的是内外有别的两套体制，市场化的激励机制原本就是糊弄国际投资者的，他们执行的是财政部、国资委的内部政策，符合中国国情。如果此言属实，我们只能说中海油是一家不诚信的公司；如果此言不实，他们不仅是一家不诚信的公司，还是一家激励过度损害投资者的公司。

为央企薪酬辩护的人认为，因为短期经济危机刮起的高管限薪潮，是政治和社会逻辑掩盖了市场逻辑。傅成玉的薪酬捐款是一种非常态，“如果常态如此，国有企业何以吸引和激励管理人才？如果国有企业老总的‘觉悟’高到要把年薪捐出来，

那就失去了激励机制本来的意义了。”

国有企业高管委屈多多，核心抱怨是国有企业的市场化之路被民意堵塞，是在开国有企业改革“倒车”。

从 2003 年开始，国资委加强对央企负责人的业绩考核，将薪酬制度与业绩考核挂钩，从年薪制、业绩奖励的推行再到股权和养老金计划等长期激励的试点，表面上国有企业的激励约束机制一步步向市场之路挺进。不过，预定的改革线路没有能够让国有企业真正成为市场主体，国有企业高管还是官员式的选拔、考核、任免制，大型国有企业还在靠垄断红利，所谓市场化就是一句空谈，所谓薪酬的市场激励机制，不过是国有企业高管低能高薪的遮羞布。国有企业薪酬改革没有让国有企业高管薪酬脱离民众的关注焦点，反而激化了矛盾，本身就说明，改革没有改到根子上。

从大众视角来看，正因为国有企业高管实际收入与名义收入天差地别，傅成玉等国有企业高管的高薪格外可怕。从账面上来看，目前降薪的国有

企业高管的收入并不高，与职工收入差距亦不明显。但“还有很多隐性的收入，诸如奖金、其他费用等并不在账面体现。降低幅度可能对高管工资收入没有很大影响”。财政部制定的职工薪酬包括工资、资金、福利、期权等，一些公司为了规避舆论监督有意缩小口径，将福利、期权等排除在外，当然更不包括职务消费等灰色收入。如果将所有项目包含在内，公司高管的薪酬将远远超过媒体的统计。

国有企业灰色收入之高难以统计，所有应酬费用等统统打入成本，谁也无法确知国有企业高管在其中到底占据了多少份额。并且，国有企业干部之多众所周知，2009年年末到东方航空“救火”的刘绍勇大刀阔斧进行人事改革，东方航空从三岗到六岗（相当于从正处到副处级别）的中层干部有2 000多名，按照年龄一刀切，就空出了160多个岗位。退出现职的原管理层则退居二线，依然保留岗位津贴，略打折扣。

上市公司是公众公司，上市的国有企业高管按

理应该受到股东大会、董事会和薪酬委员会的共同监督，国资委一度把国有企业上市与健全的董事会制度、建立外部董事与独立董事当做约束内部人控制的法宝。事实证明，这种设想只是一厢情愿的美梦，薪酬委员会、独立董事等等不过是橡皮图章。曾多次参加上市公司股东大会的国都证券范国平认为，高管薪酬形式上都通过了董事会和股东大会，但中小股东没有真正的决定权，实际上变成了管理人自定薪酬，能定多高定多高。对于国有企业来说，决定权仍然在大股东各级国资委，管理上并不完善。

中国平安董事长马明哲为了改变自己的“人民公敌”形象，将自己的薪酬从 2008 年的 6 600 多万元下降到 2009 年的零薪酬。2009 年 2 月 25 日，中国平安申明：2008 年，集团董事长兼首席执行官马明哲将以不领薪酬的方式，与公司上下及全社会一起共渡难关。上述薪酬范围包括：底薪、期权、奖金等各种形式的个人收入。强调中国平安一贯坚持、并将继续坚持绩效导向的薪酬机制和国

际化人才机制。

很多上市公司高管零薪酬、1 元薪酬，除非是当初的协议中有惩罚条款，或者通过程序与董事长重新签订了薪酬合同，否则，实在让人难以理解依据何在。今天可以为共度时艰撕毁协议，明天也可以因为股市高涨发天价薪酬，不尊重协议与程序，所谓绩效导向的薪酬机制与国际化人才机制不知如何体现。难道是对内一套，对外一套？对内血汗工厂，对外遵章办事？

马明哲之所以此前坚持高薪有理，显然是因为协议规定他理所应得。中国平安 2007 年年报显示，中国平安连续第二年成为最贵 A 股高管的聚集地。平安前两年的高薪得益于资本市场，虽然 400 万元底薪与普通金融机构持平，但资本市场的高涨才是真正的原因，马明哲的薪酬结构中，93% 是奖金与期权。中国平安的高管高薪大多来自于此。

设立期权是为了让高管与股民拥有共同的激励机制，大家利益捆绑，一荣俱荣、一损俱损。资本市场以疯狂的上涨让高管高薪拥有足够的理由。

但就在高涨之时，中国平安却在冒巨大的风险向海外投资，在内融资再融资，虽然平安拉保效率很高，扩张金融帝国版图野心很，但一次失误就让中国平安捉襟见肘。因此，人们质疑马明哲高薪，其实在质疑平安的薪酬体制有问题，中国的资本市场激励机制设计有问题，使高管的薪酬成为孤悬于普通投资者之上的利益输送管道。

统计显示，国有企业高管年薪高低与企业绩效的相关系数仅为 0.4，相当多的国有上市公司高管薪酬与公司业绩无关，不少公司高管薪酬在公司利润下降时还在上升。中国平安虽然不是国有企业，但在薪酬安排上却有国有企业的流风余韵。

如果说马明哲高薪或者零薪酬不合理，曲线成为平安第二大股东的郑裕彤还不是通过资本运作获得了 600 亿港元的收入，两年前加盟的中国平安首席投资官约翰·皮尔斯还不是拿钱才走？资本市场的漏洞既给马明哲们提供了造富机会，也让他们动辄得咎。

或者天价薪酬，或者零薪酬、1 元薪酬，薪酬

体制“妖”得厉害。他们或者以破坏规则的道德优势诱惑民众，或者压根儿认为企业就是自己的，拿不拿薪酬是一回事。如果薪酬机制不合理，唯一的办法是重新订立薪酬协议，取得各方谅解。圈钱的时候往死里圈，作秀的时候往死里作，天价高薪与1元薪酬的上市公司有公司治理结构吗？

难道国资委的业绩考核也是橡皮图章吗？客观地说，各国有企业对于国资委这个婆婆还是非常害怕的。表面上看，国有企业高管薪酬与业绩挂钩，高管薪酬与每股收益、营业收入、净利润指标都显著相关。2007年，国有上市公司的主营业务收入均值是民营公司的5倍多，约58%的收入增长速度也高于民营公司的20%。面对下属千差万别的企业，长袖善舞的国资委同样要面对信息不对称的难题，他们无法建立客观公正的数据，由独立的统计机构——统计各公司成本，更无法随时进行审计，大多数时候，还是要由下属公司上报数据。准确性就得打个大折扣。

而且，国资委只管理到100多家央企负责人的

薪酬，不包含集团公司下面的二三级央企，国资委只管集团公司高管，二三级企业是由董事会等决策，很可能出现子公司薪酬高于母公司的情况。

民众更在意的是，中石油与中石化等公司成本究竟有多少？他们的好业绩究竟有多少是靠政策、靠排挤竞争对手、靠游说上级主管部门提价得到的？推翻在经济总量中占比日益增加的国有企业模式是不现实的，国有企业需要市场化，需要建立正面的激励机制。

改革的关键，是恢复国有企业高管的职业经理人身份，让国有企业高管脱离行政体系职位与公务员体系，这项工作开展的越快越好。否则，不管国有企业高管薪酬机制如何改革，不过是为披着企业家外衣的公务员们多条生财之路罢了。只有确保国有企业高管是职业经理人，才能按照市场价格、以国际平均业绩水准、以公司以往的业绩为参照，为职业经理人们定个大致公平的价格。如果这一条不能改革，国有企业高管仍兼高官身份，国有企业高管薪酬将永远是社会创口。

公开国有企业高管的实际收入至关重要，傅成玉等人的“实际收入”到底有多少，按照法理应该由国资委这个出资人代表向全体国民公告，接受全民监督。及时与民众沟通，说明制订薪酬的理据。只有杜绝灰色收入，谈实际收入才有价值。否则，实际收入也好，名义收入也罢，一本乱账，迫人造假，骗人骗己。

幻想大众都是受迫害的偏执狂，一味与国有企业高管作对，显然是陷入了另一种偏执，于国有企业改革有害，对于国有企业的激励机制是一种倒退。任何顺利的改革都会善对民意，国有企业薪酬制度的改革也不会例外。

用国有企业股权建立基本社会保障体系

公共财政的二次分配是政府的主要职责，鉴于以往重发展轻公平的取向使目前的改革陷入瓶颈，政府建立基本社会保障体制，提出再分配政策是对以往政策的纠偏，也是政府逐步从经济发展主体的角色回归公共产品提供者的努力。政府不是经营者，或者说主要不应该是经营者，而是公平的

管理者，秩序的维护者以及公民的救济者。

提高社会保障减少经济压力是明智的选择

以下事件值得密切关注。

2007年6月20日、28日和7月5日，时任国务院副总理吴仪，分别在江西南昌、江苏镇江和甘肃兰州三地主持召开了全国城镇居民基本医疗保险试点工作的东、中、西部三个座谈会。吴仪在会上宣布，“为实现基本建立覆盖城乡全体居民的基本医疗保障体系的目标，国务院决定，加快建立城镇居民医疗保险制度”。2007年6月26日，中共中央政治局委员、国务院副总理回良玉在出席有关会议时宣布，中国开始“全面建立农村最低生活保障制度”。他称此举“是党中央国务院顺势而为作出的重大决策”，“是广大农村群众殷切期盼的一件好事，是党和政府坚持以人为本、执政为民所办的一件实事”。国务院总理温家宝2007年7月21日在考察时强调，建设社区医疗卫生服务体

系和建立城镇居民基本医疗保险制度是整个医疗改革的重要组成部分，从方案设计、制度建立、体系建设都要遵循公益性的原则。

教育、医疗、住房领域保障性与市场化的混淆，使部分民众把市场化视做价格上涨、社会保障程度下降的同义语，严重滞碍下一步改革进程。医疗、教育与住房是保障体系中的三个核心组成部分，以往正是在这三个方面政府公共身份的缺失，导致国民的消费信心大幅下挫，政府信心大减。

公共财政用于公平的二次分配，是政府角色向正确方向的回归。在全球金融危机之前，各界一直纠缠在人民币升值与流动性过剩的压力中不能自拔，深层次原因是人民币面临对内对外两套定价系统，对外升值，而对内面临贬值压力。

政府以提高民众福利的方式，是目前所能找到的最有利于国家和人民的、最明智的减压方式，内部压力一旦减少，升值压力自然降低。为民谋利的重要性先于外资与垄断企业的利润考量，既体现了政府的职责，也表明了经济方式的变迁，以降

低生存标准为前提的原始发展路径将不再受到推崇。

公共财政的二次分配已成为中国改革的核心领域，不论是政府角色、国有企业改革、最低工资，所有的领域我们都无法回避这一问题。在 2009 年的两会上，温家宝总理提出一串数据：5 年来，坚持实施和完善积极的就业政策，中央财政安排就业补助资金 5 年累计 666 亿元。城乡公共就业服务体系建设进一步加强。全面加强职业技能培训，平均每年城镇新增就业 1000 多万人、农村劳动力转移就业 800 万人。基本解决国有企业下岗职工再就业问题，完成下岗职工基本生活保障向失业保险并轨。在劳动力总量增加较多、就业压力很大的情况下，保持了就业形势的基本稳定。

全国财政用于社会保障支出 5 年累计 1.95 万亿元，比前 5 年增长 1.41 倍。城镇职工基本养老保险制度不断完善，2007 年参保人数突破 2 亿人，比 2002 年增加 5400 多万人；做实基本养老保险个人账户试点扩大到 11 个省份；从 2005 年开始连续

3 年提高企业退休人员基本养老金标准。中央财政 5 年累计补助养老保险专项资金 3295 亿元。2007 年城镇职工基本医疗保险参保人数达到 1.8 亿人, 比 2002 年增加近 1 倍; 88 个城市启动城镇居民基本医疗保险试点; 新型农村合作医疗制度不断完善, 已扩大到全国 86% 的县, 参合农民达到 7.3 亿人。全国社会保障基金积累 4 140 亿元, 比 2002 年增加 2 898 亿元。城乡社会救助体系基本建立。城市居民最低生活保障制度不断完善, 保障标准和补助水平逐步提高。2007 年在全国农村全面建立最低生活保障制度, 3451.9 万农村居民纳入保障范围。这是保障城乡困难群众基本生活的一项根本性制度建设。社会福利、优抚安置、慈善和残疾人事业取得新进展。抗灾救灾工作全面加强, 中央财政 5 年支出 551 亿元, 受灾群众生产生活得到妥善安排。

公共财政的再分配只是第一步, 第二步也是最关键的一步是建立公共财政透明的监管体系, 以及绩效考核的刚性约束, 让民众在再分配之前就

能对公共财政目标做到心里有数，这样，一个法治化的公共财政体系才能建成，财富的再分配才能在现代公民社会的意义上，而不是官方恩赐的意义上，得到全面而正确的解读。

有经济学家担忧，再分配容易诱发消费品价格上涨所引发的通货膨胀，这有二十几年前改革初期的消费型通胀可资佐证。撇开消费品上升与投资过热，我们应该看到在目前的经济结构下，通货膨胀已经以实物与资产价格的上升悄然发生，治疗这一通胀最好的办法，是政府进一步的改革，要用市场导向使生产效率高的企业脱颖而出，以效率抑制通胀，而不是以低工资缺乏消费能力的群体来抵御通胀。这也就意味着，政府必须从市场主导地位尽快脱身，建立更多的高效企业提高公共财政，而不是将公共财政的增长点依附于畸形的地产与垄断国有企业身上。

国有企业收益理应划拨给社保基金

全国社会保障基金缺口上万亿元，以什么资金补充社保欠账向来存在争议。国资委坚决反对将国有企业股权划拨给社保，而同意将国有企业红利转让给社保。

自 2000 年 9 月全国社会保障基金成立伊始，国有企业收益以何种方式划拨给社保？争议延续至今，尚未有各方都接受的具体方案。

政府对补充社保基金高度重视，2001 年国有股减持补充社保基金遭市场否决被迫停止；2002 年 6 月，国务院作出决定，向全国社保基金划拨非上市国有资产；2003 年中共十六届三中全会《关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决议》里正式提出采取多种形式，依法划转部分国有资产充实社保基金；2004 年 9 月，国务院批准成立包括国资委、财政部、证监会和社保基金会等部门组成的划转工作小组。但在如何执行的操作层面，各方一直未能达成共识。

2006 年上半年，有两份关于国有股划拨补充社保基金的报告上报国务院：一份由社保基金理

事会、财政部、劳动和社会保障部、中国证监会起草，主旨在于更快推进国有股划拨社保一事；另一份报告由国资委起草，主要是谈国有股划拨社保基金后给国资管理工作带来的困难和问题。国资委倾向于以国有股减持或者直接将国有企业利润额度变现的方式划拨给社保基金，而社保基金及其他部门的意见却相反，希望能够直接在境内资本市场 IPO 时划拨 10% 股权，由社保基金遴选专业公司进行资本运作。

国资委主任李荣融表示坚决支持国有企业资助养老金时，也表明了国资委对将国有股直接划拨给全国社保基金理事会的态度：“国资委比较倾向把这个额度换成钱，然后交给社保基金，不太赞同直接划拨股权，原因是现在有相当一部分的企业还是要保持绝对控股。”在这一回应之前，中央党校教授王东京在文章中曾透露，“政府有意将国有企业在国内发行的股票，划转 10% 弥补社保金不足”。

2006 年 10 月底，全国社保理事会副理事长高

西庆在接受记者采访时，就央企划拨的方式提出三种方案，包括在集团公司层面给予一定百分比的少数股份，或是划拨央企属下上市公司的部分股权，最后一种即上文王东京所说的方法，央企属下公司在 A 股新上市时，把相等于发行新股的 10% 划拨给社保基金。高西庆唯一认为不可能的是以现金形式划拨的方式，而这恰恰是李荣融支持的方式。

划拨方式争议难决的直接后果是社保基金亏欠越来越大，截至 2005 年年底，全国社保基金总资产为 2118 亿元，3 个主要收入渠道为中央财政预算拨款、彩票公益金和境外国有股减持，基金规模每年增长仅为 200 亿元，以此规模不仅难补社保欠账，反而使欠账数量越来越大。中国养老金空账额达 8000 亿元人民币之巨，并且每年还在以 1000 亿元左右的规模攀升，巨大的养老财政赤字已成为迫在眉睫的肘腋之疾。前有空账之虎狼，后有人口老龄化之追兵。单纯依靠养老金投资是不现实的，前两年我国的养老金收益率甚至比不上 5 年期国

债收益率，2007 年虽托股市之福大幅上涨，但股市之花未必年年好，养老金收益则以安全至上。

各方对于国有企业红利是否应该划入社保并无疑义，央企的利润理论上属全民所有。国资委是出资人代表，代理履行国有大股东的义务，与财政部的央企预算编制的争议尘埃落定之后，国资委正大力在央企间以行政力量进行并购重组，积极建议红利用途，还提出打造大型资本管理公司。国资委是在参照淡马锡模式打造自己，与其把国资委视做一个政府特设机构，不如把国资委理解为一个大中华公司的 CEO。从这个角度，我们就能理解，为什么国资委频频表示把额度换成钱交给社保基金，因为，社保基金虽然是小股东、是战略投资者，却可能加大重组并购的难度，并因此而削弱国资委鲜明的公司形象。

央企资助养老金账户的划拨方式迟迟难定，关键在于对国资委与中国资本市场的定位，如果国资委坚持长期主控央企，拥有绝对的控股权，以及红利分配权等，在这种“政府公司”的模式下，社

保基金只能成为央企红利的被动接收者；如果央企试图借助资本市场进行股权结构多元化的尝试，使央企摆脱一股独大、尾大不掉的状态，那么，直接划拨给社保就是最好的方法，是个治本的办法。

央企红利划拨社保的争论不过是最新变种，再次牵涉国资委身份以及国有控股公司在资本市场上的定位这样的大是大非问题。各方谈判时间之长已超过入世谈判时间，却迄无头绪。

社保基金几次试错告诉了我们相对正确的方向：首先，从 2001 年的国有股以市值减持遭遇市场反弹来看，以任何理由违背市场化的基本原则、损投资者或者消费者之利补充社保基金的方式都不足取；其次，从垄断央企所激起的强烈舆论谴责来看，以公益性的国有企业身份行独占资源之实获取垄断溢价，进而将红利分配给社保的方式也不可取，那相当于在挖经济发展的根基，也让社保基金成为无源之水。

就此，起码可以明确国有企业资产划拨给社保基金的两条比较清晰的边界，即公益性原则与市

场化原则。

要解决争议，只有从国有企业的公益性与资金运作的市场化两个原则出发：首先，要让国有企业收益为全民共享，体现出国有企业人民性的一面；其次，要提高资金运作效率造福于民。从这两方面衡量，将国有企业股按一定的比例（如拟议中的10%）划拨给社保基金，是比较好的选择。作为全民财产，国有企业以股权的方式让社保基金成为股东直接造福全体民众，在理论上顺理成章，也不存在影响国家经济安全的重大隐患。在H股的股份划拨试验颇为成功，社保基金成为交通银行、中国银行与工商银行战略投资者，没有形成国家控股权的旁落。

从市场效率的角度、从资本操作的成熟与规范而言，社保基金同样占有优势。原全国社保基金副理事长高西庆曾任证监会副主席，参与建立中国证券市场，社保基金会的机构设置中专门设立股权资产部，还长期聘任道富环球投资管理有限公司作为其投资顾问，在制定选秀模式及标准时，

都参照了道富投资管理有限公司严格的风险控制系统，在人员招聘与境内外投资管理人的选择上，其专业性以及稳健的投资风格的取向颇受国际好评。

相对其他基金，社保基金运作较为安全。2003年和2004年间，社保基金设立了分支机构，并委托了10家国内的资产管理公司代其投资国内股市和企业债券，被业内称为稳健至上；2006年12月社保基金在全球范围聘任海外投资管理人，《华尔街日报》赞誉“以近乎无可指摘的步骤和效率先后完成了从筛选、缩小范围、面试、洽谈合同到确定最终人选的工作”。

应该警惕的倾向是，一些垄断央企不仅很少体现出其公益品格，反而因为种种理由长期享受高额垄断溢价，独占资本市场资源，与消费者和投资者为敌。如果继续以经济安全为由放任这些公司，在资源与资本市场形成一股独大，管理者迟早将被俘获，与企业结成牢固的利益攻守同盟：一方以经济安全、历史包袱重、改制需要成本为垄断企业

辩护；另一方则继续以垄断福利、对消费者与投资者的利益的漠视“回馈”社会。如此，国有企业性质逆转，既体现不出社会主义市场经济的公益性，也无效率，前景堪忧。国资委与央企需要市场意义上的制衡者，社保基金就是最佳选择，既不威胁国家经济安全、又能对上市央企的损益情况进行有效实时监管。

按照 2007 年 9 月国务院发布的《试行“国有资本经营预算”制度》，政府作为国有企业的股东，有权力要求国有企业向政府分红。中央企业红利的上缴分三种类型：烟草、石油石化、电力、电信、煤炭 5 个资源性行业，上缴比例为 10%，钢铁、运输、电子、贸易、施工等一般竞争性企业上缴比例为 5%，军工企业、转制科研院所企业 3 年内暂不上缴。央企上缴红利已然是一大进步，但如此比例低到令人脸红。据报道，法国国有企业税后利润上缴 50%，瑞典、丹麦、韩国等国家的国有企业至少要上缴税后利润的 1/3 甚至 2/3。

央企在上缴 2008 年的红利之前已经向政府要

了一笔钱。由于央企遭遇寒冬，政府向央企注资隐性补贴层出不穷，第一轮政府注资投向亏损严重的航空公司，2008年国有资本经营预算中向电力企业共注资126.7亿元，中国移动采购TDS-CDMA设备获得国家财政的支持，成品油价格逆势上涨给两大巨头隐性补贴。

央企上缴红利，不过是拐了一个弯，先用补贴拿走钱，再用红利的形式回到财政部，纳税者恐怕最终一分红利都看不到。按照国有资本经营预算规则，实行预算、收支两条线，使用时由财政部从国库直接拨付给企业，国资委有建议权。红利从各央企利润中扣除，使用时国资委与财政部左口袋进右口袋出。如果不纳入公共预算，相关部门可以自说自话，建立国资经营预算意义何在？就是为了在央企内部建立逆向的激励机制，让赢利企业补贴亏损企业吗？

从公益性与市场性两个角度，国有股划拨社保不应存在障碍。虽然社保是涉及中国经济及社会持续稳定发展的大问题，需要慎重从事，但时间过

于漫长一问题就此成为，我们有什么有效的程序可以将部门争议转化为有效的、科学的决策？

相比于国资委漫漫淡马锡之路，国有股直接划拨给社保效率要高得多。对于厘清政府、市场与社保之间的关系，也重要得多。

医改不妨引入医疗券

医疗改革是全民保障的基本环节，没有起码的医保，难言社会保障。

在经历了反反复复的全民大讨论后，2009年4月7日，中国政府终于出台了耗资8500亿元人民币的医疗体制改革三年行动计划《医药卫生体制改革近期重点实施方案（2009-2011年）》，表示计划将为13亿中国人获得平等的基本医疗服务打下基础。根据这项雄心勃勃的计划，到2011年，中国政府将把巨额投资用于全体国民的基本医疗保险和公共医疗服务。除此之外，政府还将建立国家基本药物制度，改进基层医疗卫生服务体系，推进

公立医院改革试点。

基本医疗保障终于被承认为全民应享的公共服务，这是一大进步。历经数年改革向何处去的全民大讨论，在房地产、医疗等引发巨大争议的领域，新型改革路径尘埃落定。方向就是，政府承担提供公共产品职能，根据现阶段条件，确定公共服务从初级到高级的实现阶段。

此次医药卫生体制改革的亮点就在于此，首次明确政府对于公共医疗具有不可推卸的责任，大致厘清政府与市场的边界。政府已经意识到，不建立公共服务体系，所谓经济的转型、拉动内需就是一句空话。改革至此，社会体制与经济体制改革浑然一体，很难单兵突进取得成功。房改方案与医改方案预示了中国改革的分水岭，对中国未来关切者绝不会忽略如此重要的信号。

改革的具体步骤是，到 2011 年，基本医疗保障制度全面覆盖城乡居民，基本药物制度初步建立，城乡基层医疗卫生服务体系进一步健全，基本公共卫生服务得到普及，公立医院改革试点取得

突破，明显提高基本医疗卫生服务可及性，有效减轻居民就医费用负担，切实缓解“看病难、看病贵”问题。

到 2020 年，基本建立覆盖城乡居民的基本医疗卫生制度，普遍建立比较完善的公共卫生服务体系和医疗服务体系，比较健全的医疗保障体系，比较规范的药品供应保障体系，比较科学的医疗卫生机构管理体制和运行机制，形成多元办医格局，人人享有基本医疗卫生服务，基本适应人民群众多层次的医疗卫生需求，人民群众健康水平进一步提高。

2011 年、2020 年，是非常重要的时间节点。

2006 年，中共十六届六中全会通过的《中共中央关于构建社会主义和谐社会若干重大问题的决定》，将到 2020 年基本建立覆盖城乡居民的社会保障体系作为构建社会主义和谐社会的重要目标。2009 年 3 月 30 日，“全国保障性安居工程工作会议”在长沙召开。中共中央政治局常委、国务院副总理李克强出席会议并作重要讲话，会议确

定，3年内解决750万户城市低收入家庭、240万户林区垦区煤矿等棚户区居民的住房困难。6天之后，国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议，审议并原则通过关于推进上海加快建设国际金融中心和国际航运中心的意见，指出到2020年，将上海基本建成与我国经济实力和人民币国际地位相适应的国际金融中心。

很明确，2011年是我国基本保障制度的建立期，到2020年是完善期，同时，也是人民币汇率彻底市场化的关键时刻。一场大战已经打响，人民币、央企等经济改革、基本保障制度为标志的社会转型，两路作战，全都是难啃的硬骨头，说中国改革进入深水期，毫不为过。

要建立新医改方案所提出的基本医疗保障目标，除了要给予城乡居民最低保障、使每个人都享受同样的基本公共卫生服务之外，关键在于允许资金、资源有畅通的流转渠道。

据统计，我国80%的医疗资源在城市，而城市里80%的医疗资源又在大医院。我国有1亿多

农民工背井离乡在城市打工，如果基本医疗保障无法流通，他们在农村获得的新农合补助不知道补到了谁的头上。如同中国社保不能异地转续，造成农民工异地打工企业所缴部分被“没收”，造成社会资源与行政资源双重浪费。

市场经济越发展，跨区域就业越多，目前社保、医保不能异地转续，不仅造成资源浪费，还是我国城镇化、市场化过程中的巨型拦路虎，这一问题不解决，以户籍为限、画地为牢的局面就难以破解，所谓人力资源的优化配置就是一句空话。

所幸的是，政策业已明确，我国将改进医疗保障服务，推广参保人员就医“一卡通”，实现医保经办机构与定点医疗机构直接结算，做好城镇职工医保、城镇居民医保、新农合、城乡医疗救助之间的衔接。

医保“一卡通”之所以难，难就难在利益分割。年年有两会代表提议案，难以实现的理由大同小异，如技术不可行，网络技术不是难点、资源共享可以强制实现，但各地医保制度不统一，难以建

立管理、服务和结算平台。2007 年，劳动和社会保障部社保中心将异地就医管理问题列入重点研究课题，课题组指出，异地就医管理中存在四大难点：一是垫付报销难；二是执行政策难，主要是参保地与就医地政策不同；三是医院监管难，缺乏医保机构的监管，参保人员容易受到过度医疗的损害；四是核实查处难，少数参保人员可能出现骗保行为。

所谓骗保与过度医疗，不实现“一卡通”照样存在，不是说得过去的理由。不同的地区医保水平不同，可以用医保卡中的钱为限，进行医治，只要不超过标准就应按照诊疗地的标准报销。关键在于不同的地区资金账户是否做实，是否能够足额、及时地拨付到垫付地区，这就需要全国统筹，督促做实账户，否则难免出现财政欠债、医保、社保空转现象。而后由专门的银行进行清结算，以便于监督。

政府基本排斥了市场化的方案，而倾向于由政府大包干，对于可能出现的漏洞只有四个字，“加

强监管”。中国新医改课题组组长、北京大学政府管理学院、国务院城镇居民医疗保险试点工作评估专家顾昕教授指出，“在可能要公布的新医改方案中，仍有太多模糊地带”，他称医疗改革必须走市场化道路，并直指新医改方案“整体上还是在探索”。“新医改方案第一条就提出：要实行医事分开、管办分开、医药分开、营利性和非营利性分开。但如何做没有明确，这仅仅也是个指导思想”。

主张公立医疗机构公益性的观点看起来很美，实际上经不起推敲。一个负面影响就是对市场化的排斥以及在管理体制上复活计划经济的幽灵。顾昕说，“新医改有‘四梁八柱’，但‘梁’被打断，‘柱子’被拆散，变成了一个迷宫”。医疗这座大屋子是由“四梁八柱”架起来的。“四梁”是指公共卫生服务体系、医疗服务体系、医疗保障体系和药品供应保障体系。“八柱”包括管理体制、机构运行机制、投入机制、价格形成机制、监管机制、科技创新与人才保障机制、信息系统和法律制

度。但新医改方案中，由于同时存在市场化和行政化思路，这座房子成了一个迷宫。在所有市场与行政联系的环节，都会增加监管成本，新医改的后果晦暗不明。事实上，政府官员负责药品统购统销，等于让官员去面对巨大的物资诱惑，这相当于预先设定了全能而廉洁的官员体系，否则监管成本难以想象。

引入社会资本能够缓解医疗资源紧张，增加供给解决看病难的思路，同时政府提供基础医疗保障，但是，由于以往公立医院的寻租行为，市场化改革遭到摒弃。

计划式的理想主义色彩在医疗改革试验田陕西神木受到考验。从 2009 年 3 月 1 日开始，《神木县全民免费医疗实施办法（试行）》推行，这虽然得到了无数的叫好声，但 7 家定点医院病床爆满、小病大看、财政不足、医疗资源不足、道德风险大增的难题困扰当地。有媒体呼吁，“我们一方面应鼓励神木当地勇开风气之先的改革探索，另一方面，期望更多地方能摒弃理想主义，用更务实的实际

行动，践行新医改的各种探索”。

神木模式将走向何方？应该肯定，此次实践极具价值，打破了城乡界限，拥有神木籍户口的城乡居民统一实行门诊医疗卡和住院报销制，这比新医改方案中按照身份定保障线要公平得多。神木的做法还划出了该县建立医疗保障的财政承受水位，神木模式并非免费医疗。门诊有上限，住院报销有起付线。当然，神木县的经验可能无法复制，这个西部资源县比较富有，外来流动人口较少，好像一块世外桃源，特例注定无法推广。

此轮医改讨论以来，从理论上达成的共识是，医改要以政府为主导，投资要以政府投入为主，在实践上也确实如此行事。陈竺表示，2008 年中国政府大幅增加卫生投入，中央财政的卫生支出达到了 832 亿元，加上 2007 年留存的 313 亿元，中央财政可以用于卫生支出的数额达到 1100 亿元，与几年前相比，是数量级的上升。而且，中央投入的增加，必将带动地方政府的投入增加。到 2010 年，投入将达到 4000 亿元左右。

医改最大的方案是投入问题、利益分配的问题。我国的医改曾经走过一段弯路，主要表现是政府卸责，减少医疗领域的公共投入，代之以“以药养医”政策，其实就是对医院从病人身上获取暴利不闻不问。另一个大问题，则与房地产等市场一样，多数地方在市场化的名义下寻租，公立医院纷纷开发出优质医疗资源，收取高额费用。

这样做的结果人所皆知，普通病人成为受盘剥的绵羊，只有那些带“长”的人才能以最低廉的成本享受最优质的医疗服务；而医疗市场给市场经营主体的进入设立玻璃天花板，伪市场化造成医疗资源垄断加剧，使多数民众闻医疗市场化而色变，纷纷要求回到计划经济的全民一体保障时代。起码在那时候，还能实现“贫困的公平”。在垄断的倒逼下，中国的计划体制在悄悄复归，本来就生存艰难的民营医院无立足之地，社会资源发生极大浪费，导致医疗资源的市场溢价更高。

这种极端糟糕的情况，逼迫政府向全民社会保障急转身，差点就成为彻底的计划性回归。在保证

公平的前提下，必须保证使用效率的提高。其实，有关部门不妨更深一步，以医疗券的办法来兼顾效率与公平。

要弥补供需双方的差距，供方与需方可以互相调剂互相补给。在需方，中央政府对于保障体系的投入较多，此外也在支持城乡居民的保险体系，当然对于城镇职工都有补贴。还有就是对于特别困难的群体有医疗救助。同时对于供方也有投入，主要是投向公共卫生和基层医疗机构。

弥补供需差距只是问题的一个浅表层次，更重要的是资源的公平与高效的使用。如果陈竺先生了解美国的教育券制度，就会对于补供方与补需方有新的见解。学习教育券的经验，以医疗券的方式使医疗资源的消费者掌握主动权，方为上策。传统的做法是补贴供方，由医院向患者提供补贴，而力主补贴需方的人认为，政府拨款用医疗券的方法直接发放到个人手上，由患者选择医疗资源，更符合优胜汰劣的市场规则，也符合全民资源用于全民的基本公益。

医疗保障变成医疗券发放到被保障者手上，由使用者自行决定是到公立医院还是到私立医院、是到社区医院还是到大医院消费，各个消费者会根据自身的经济承受能力，与各医院的医疗资源使用情况作出性价比最优的选择，如此一来，市场资源可以得到最充分的利用，所有的医院也能凭实力与对患者的忠诚获得生存的权利，而消费者也能得到最大的实惠。

对非公医院，甚至是不属于非营利性的那些医院，都会给予一定的政策宽容。应该允许社会中营利性的资源和资金进入到医疗领域来，满足多种层次的需求。在某些特定的情况下，政府也可以向营利性医院购买基本医疗公共卫生的服务。这是一个理性的诉求，也是对市场主体应有的尊重。

只有竞争，才能避免大型公立医院的成本软约束现象；只有消费者至上，才能让医疗市场形成良性的生存环境，才能约束公权寻租、公权滥用的现象。到那时候，消费者才会知道，自己才是医疗改革的受惠者、医疗市场的上帝，那种从以往的伪市

场化所得出的公立比私立机构可靠，官员比商人更值得信赖的陈见才能破除。在医疗改革中，垄断的霸权固然不足取，贫困的公平陷阱也不是什么值得称道的取向。

给小产权房、集资建房生存空间缓解住房难

医疗改革不会独行，保障型住房风生水起。

房地产市场正在发生根本变化。2008 年房地产市场变局，绝不仅仅是简单的市场供需关系的变化，还体现了房地产市场性质的根本变化，从独重房地产市场属性向市场与公益属性并重的方向发展。

2009 年 5 月 8 日，温家宝总理在福建考察时再次强调了 4 万亿元只是政府投入四项内容的一个，就是政府对于民生工程和基础设施的投入。我们不要忘了庞大的保障房体系对于房地产的调整作用。2008 年年末，政府公布的规模达 4 万亿元的经济刺激政策中，将 9000 亿元“份额”划给了

保障性住房市场。这意味着，2009 2011 年，国家每年要向保障性住房市场投资高达 3000 亿元，政府成为房地产市场明确的空头方。虽然以后由于经济形势急转直下，政府放松了对房地产的紧缩政策，但是，如果房地产商市场过热影响到经济复苏大局、影响到房地产市场的结构调整，这柄在匣之剑随时可以给房地产市场以沉重打击。

在金融危机影响中国之前，深圳是主动调整房地产结构的都市，深圳房价的跌幅位于全国一线城市第一位。除了加强制度建设，深圳推出了雄心勃勃的保障性住房建设规划。根据《深圳市住房建设规划（2006 2010）》和《深圳市住房保障发展规划》，2009 年计划建设 2.57 万套，在 2006 2010 年内，全市计划建设保障性住房 14 万套，其中经济适用住房 2.6 万套，建设公共租赁住房（含廉租住房）11.4 万套。2008 年，深圳已分配保障性住房 6 006 套，到 2010 年年底，计划基本解决户籍低收入家庭住房困难问题，并依据缴纳社会养老保险年限和全市住房保障能力逐步将非户籍常住低

收入家庭纳入住房保障体系。

深圳并不孤独，据上海市房管部门介绍，上海在 2008 年开工建设 400 万平方米经济适用房的基础上，2009 年将再新开工建设 400 万平方米经济适用房。全市已形成浦东三林、南汇航头、徐汇华泾、闵行浦江等多个保障性住房基地，首批房源将在 2009 年下半年配售入市。这也是政府调整房地产结构的努力，事实上，一线城市的主管者已经非常清楚房地产的未来态势。

只要政府言出必行，所谓房地产市场的暴涨、“大阳春”就是商家们的春梦。

中央政府为土地收入的下降作出的补偿是允许地方政府发债，中央政府为贫穷落后地区的保障房建设进行配套拨款，政府增加了房地产大型企业的发债额度，延长开发周期，防止开发商大量倒闭，不能形成并购局面。

房地产商还在博弈，他们的资金链仍然紧张，并且，房地产商乐于看到上海等地的供不应求，不急于投资兴建新的商品房。这将让他们收获苦果，

政府可能收回一些税费、信贷等政策，让房地产开发商自生自灭。说到底，目前的房地产是政策主导的市场，是正在进行转型的市场，与 2003 年以后的周期截然不同。

与医疗改革一样，房地产保障排斥了市场的自动调价能力，而由政府一手包办。政府在两方面杜绝了市场自我调节的可能性。一是禁止小产权房，二是让建房联盟自动消失。

小产权房解禁意味着目前国象征地制度瓦解，征用农村集体土地为国有性质后才能开发投入市场，在土地市场，政府是主要定价者。一旦小产权房解禁，农民宅基地流入市场，农村宅基地的流转权由市场定价，农民直接参与农村土地分配，土地利益链条将完全打散重新组合。

从积极意义上看，小产权房解禁让农民进入了土地资产渠道，分享土地收益，减少城市化过程中的贫民，从整体上减少了社会成本。据国家有关资料统计，被征土地征用费的收益分配比例为：地方政府占 20% 30%，企业占 40% 50%，村级组织占

25% 30%，农民仅占 5% 10%。农民获得资产性收入，是新兴经济体在工业化进程中避免产生大规模贫民不可缺少的一环，大多以土地改革方式实现，即政府以优惠价格使农民获得土地，而后获得资产增值收益。

小产权房解禁还可以促进农村土地集约化，耕地减少与土地需求的增加是中国社会的主要矛盾。而 2007 年被批准为全国统筹城乡综合配套改革试验区成都、重庆试图解开这一死结，突破口就是农村宅基地的流转和集约使用。川、渝一直在低调探索。2007 年 12 月，成都市制订《成都市全国统筹城乡综合配套改革试验区实施总体方案（草案）》规定，今后在成都试验区内，集体建设用地将拥有与城镇建设用地几乎等同的地位，可以进入土地有形市场公开出让，并可申请办理土地使用权登记，宅基地也可在一定条件下通过房屋联建、出租等方式流转。重庆也将宅基地流转、集约使用作为土地制度与新农村建设的突破口之一。

这些地区存在的问题是，土地无法自由交易，

由政府以农民新村套房或者特定公司的参股权，与农民交换土地，使农民无法得到增值收益，他们会成为廉价劳动力，而不会一步成为中产阶层。

反对土地交易表面上是为农民着想，一句“决不能让开发商在小产权房中占便宜”，衍生开来，就是不让农村土地流转与小产权房成为新一轮既得利益者的盛宴。这种说法既否定了农民具有经济人的理性，也否定了农民在城镇化过程中的身份转移，将土地作为农民的最后保障，事实上是政府缓解了社会保障的财政压力。

在定价博弈中，农民天然居于劣势地位，避免农民得到小笔补偿而失去日后保障，是政府首要考虑的问题。在此过程中，有必要加重农民的博弈砝码，让农民持有地票入股公司，分享日后红利，或者干脆像我国台湾地区一样，让农民持地或者持票坐等地价升值，都是不错的方法。关键是让农民获得土地资产的溢价，一劳永逸地解决城市化即农民成为城市贫民的难题。农民获得土地流通权，自然会保护自己的利益，开发商与地方政府的

非正常溢价途径也就被封堵。

种种困难不是改革滞后的理由，在土地市场一场自下而上的改革已经初露端倪，这是市场突破限制的象征，其意义不在小岗村联产承包责任制之下。

要赶上市场化的脚步，有关部门不宜胶柱鼓瑟，有关亏损可以通过市场差价来弥补。此前国家土地副总督察甘藏春在回应“小产权房”问题时曾表示：国土资源部从1999年开始，就在全中国不同地方，开展了农村集体所有建设用地使用权流转的试验试点，现在正在不断地总结经验，在适当的时机再提交国家立法机构，通过立法来解决。

立法解决应该有建设性，关上小产权房大门，相当于关上土地产权变动的大门，关上农民分享土地资产收益的大门，与目前各地的土地市场化努力背道而驰。

与小产权房同样不幸的是集资建房。集资建房从2005年前后的热闹，到2008年的偃旗息鼓，事实上已经夭折。2006年，温州人集资建房拿到了

地，开始了反房产暴利与抵抗无良开发商的万里长征第一步。但第二步还未迈出之时，扑面而来的冷水就把人浇了个透心凉。

一些学者在空中楼阁之中替民间市场力量操心，反对集资建房的理由是专业性、信用风险、政策可行性等，这些在国外不是理由的理由实际上掩盖的是房地产庞大的灰色支出的事实。一旦集资建房，原有的房地产利益分配生态链条就将被彻底打破。

像一些房地产商一样，集资建房联盟本质上就是一个项目公司，受政策所限寄身于某个开发商，从融资拿地到建设提供一条龙服务。这一被嗤为不专业的集资建房联盟市场业态之所以能够出现，只能说明专业性的房地产公司所提供的产品结构不敷消费场所需，市场才有此需求，民间才会出现“不专业”的替代产品。

这些替代者真的如人所担忧的那么不专业吗？我们在联盟中看到融资、法律、建筑方面的专业人士，建房联盟这一组织结构未必不能代替房地产

公司发挥作用。在以往对房地产商的批判中，有专业人士分析房地产开发公司的几宗罪，其中重要的一条就是只管赚钱和公关，从上游融资平台和预售款掏钱、拖延下游建筑企业工程款，设计外包给设计公司——他们质问：世界上找得出这样的房地产开发商吗？言犹在耳，如今一些人又反过来对民间集资建房反戈一击，罪名仍是不专业。请问，究竟谁是专业的？究竟谁能代表消费者来发言？代表房地产的消费者的建房团体不公正，那么谁又是公正的、能够代表购房者利益的？

如果我们承认市场空缺必然会出现替代产品，如果我们相信民间会自发地形成力量使市场走向平衡，那么，我们此时应该呼吁政府放松对房地产行业的管制，让更多的房地产企业进入市场，不管这些企业是叫建房联盟、建房公司，还是任何别的什么名称。政府只要以法律法规控制住金融风险与消费欺诈就已经尽到了责任。为什么到关键时刻，反而临阵退缩，向民间自发市场形式反戈一击？这只能让房地产领域陷入管制与高房价的泥

淖中不能自拔。

对于温州建房联盟的另一个致命质疑是风险系数高，然而任何一种商业形态都存在失信的风险，难道在房地产行业我们所见纠纷还少吗？好了伤疤甚至伤疤未好就忘了疼的情形不应该成为市场常态。是什么原因让我们固执地相信民间的建房团体一定会不守信用，一定会比市场上经过授权的房地产商信誉度差？这种歧视基于观念，毫无依据。现实恰恰给我们提供了相反的例证，商业银行、民间集资在温州、台州等地区信用极佳，坏账率低到不可思议的程度，这证明基于本土文化的内生诚信机制的可行性。没有理由认为，在金融领域的成功换至集资建房领域就会带来一场诚信灾难。

当此房地产转折的关键时刻，我们应该为民间自发形成的新型商业形态的发展提供广阔的试验空间，并积极呼吁政府提供相应的配套措施，使房地产市场成为家电市场一样的充分自由领地。我国的市场经济改革一路走来，无不经过了这样的

阶段。向集资建房大泼冷水，使房地产业在准官方、半垄断的灰色市场中打转，是对自由竞争与消费者权益的漠视。

只有充分竞争，才能降低房价，让更多的人成为中产收入阶层，让中产收入阶层能够自食其力，才能让政府摆脱保障性住房的沉重负担。要拉动中国内需，千万不能打中产阶层财产的主意，以各种显性隐性的手段剥夺这部分人的财产绝对拉动不了内需，只能毁灭内需。正确的做法应该是，大规模减少政府开支，向获得超高收入者征收特别税，如向大小非征收暴利税反哺于民众，这样才能同时保障贫困人口收入提高，和提振中产收入阶层的数量，减少政府的保障负担。

新弱势群体：农民工与无背景大学生

农民工与大学生成为并列出现的词汇，举凡提及就业难、生存困境，就会提及这两大群体。

2008 年全球金融危机，受冲击最重的又是这

两大群体，唯一的区别是，农民工是金融危机时期受损严重却不被重视的群体，是沉默的大多数，而大学生是大声说话的群体。

2008 年年底，以出口为主的制造企业大批停产，沿海地区许多农民工提前返乡。农民工是受金融危机冲击较大的一族，不仅仅因为失业，还因为他们处于弱势地位、缺乏基本保障。农民工数量庞大，据农业部部长孙政才 2008 年 8 月提供的数据显示，2007 年我国农村外出就业劳动力达 1.26 亿人，乡镇企业从业人员为 1.5 亿人，扣除重复计算部分，2007 年农民工达到 2.26 亿人。只要 1/10 的农民工就业受到影响，绝对值就将达到 2 200 万人。

农民工处于弱势地位，在改革开放 30 年历史上烙下深重印迹的温家宝总理为农民工讨薪的佳话，从一个侧面反映了农民工薪资权利无法得到保障的事实。2005 年、2006 年农民工自杀式讨薪屡屡见诸报端，2006 年年底，全国拖欠农民工工资已高达 1000 亿，建筑企业拖欠工资的比例高达

72.2%，仅有 6% 的农民工能按月领取工资。我国出口主导型经济以压低生产要素、压低价格战胜他国产品，劳动力价格被一压再压，这使得农民工多年来处于仅够温饱，而无法满足对自己及下一代进行投资的困境，形成低级打工者代际传递的贫困链条。

迄今为止，农民工仍受缚于土地，这意味着他们不可能得到城镇居民的社会保障，千万农民工受惠初级医保，与两亿基数相比不过是杯水车薪。更恶劣的是，一些沿海城市政府要求工厂为农民工缴纳社保，当农民工离开当地后这笔钱却落入地方政府的腰包。

如今中国经济遭受金融危机冲击，农民工群体遭遇严重冲击。首当其冲的是失业冲击，香港工业总会会长陈镇仁表示，珠三角 7 万家港资企业中，2008 年年底时会有 1/4 倒闭，以一家企业倒闭引起 500 人失业计算，将引起 87.5 万人失业；这些工厂所聘用的绝大多数都是来自中国内地的农民工。

农民工失业不纳入官方失业率统计口径，从表

面上看不会形成严重的就业问题，事实绝非如此，农民工就业占据了制造业就业的几乎大半壁江山，如今卷铺盖回家种地，只能说明我国失业情况非常严重，城市化进程遭到梗阻，而我国制造业缺乏专业的生产者，制造业升级遥遥无期。

面对经济下行，有关方面作出预案，防止突发事件发生。2008年10月28-31日，人力资源和社会保障部部长尹蔚民率先来到广东，调研金融危机背景下的就业问题。陪同此次调研的广东省劳动和社会保障厅人士透露，“国家希望广东方面积极稳妥做好倒闭企业的劳动保障工作，地方要做到预警并做好应对”。不到一周，深圳市劳动保障局于2008年11月4日下发《关于积极稳妥做好我市农民工稳定就业工作的紧急通知》，意在保证在出口经济失速、大批工厂经营困难的情况下保障失业农民工不被欠薪。在通知中，深圳市劳动保障局要求对出现生产、经营困难的企业要打“提前量”，想方设法与企业共度难关。深圳方面正在为应对可能出现的劳资纠纷潮开辟“绿色通道”，以

加快解决劳资问题。

稳定社会很重要，对于中国经济与城市化而言，更重要的是让离开土地进入工业链条的农民工有光明的就业前景。政府担心的是突发性事件，对于社会影响更大的是绝对贫困阶层的增加。农民工的就业前景、国民财富增长的前景在哪里？让他们沉默地回到农业社会忍受贫困，当做什么也没有发生，是这个社会的倒退。

目前，政府已开启了积极财政政策的大门，在铁路、轨道交通等领域投入巨资，解决经济失速与就业问题。在热火朝天的基础建设中，能否考虑农民工就业指标，是否能给予吸纳 90% 以上就业的民营中小企业提供税收等方面的优惠，是否以降低个人所得税与增值税转型的办法拉动内需，使农民工不至于成为土地与工厂之间的无巢候鸟，是否将那些有名无实、徒然增加企业负担的保障缓一缓，让企业有喘息之机，这些，才是根治目前农民工失业冲击波的治本之策。

诸侯市场、血统工资造成极大的风险，使无背

景的普通大学毕业生失业率居高不下。低工资将从农民工等最弱势群体向大学毕业生就业人群、并且迟早会向所有没有权贵资源的就业人群蔓延，大学毕业生的工资已雄辩地证明了他们的弱势地位。

国家统计局曾经有一个测算，20 世纪 80 年代，GDP 每增长 1 个百分点，可增加 240 万个就业岗位；20 世纪 90 年代以来，只能增加 70 万个就业岗位。问题的关键在于，普通高校毕业生人数在大比例上升，2001 年为 115 万名，2002 年为 145 万名，2003 年为 212 万名，2004 年为 280 万名，2005 年为 338 万名。

全球金融危机重压下，2008 年中国已有 67 万家小企业被迫关门，约有 670 万个“就业岗位蒸发”。不仅如此，本来应该成为消费中坚力量的毕业大学生面临饭碗问题，致使我国潜在失业率增加而消费景气下降。由中国社会科学院发布的 2009 年《社会蓝皮书》称，中国 2008 年的城镇调查失业率为 9.6%，超出登记失业率的两倍还多，2009

年 610 万名大学毕业生的就业形势可能更加严峻，这还不包括 100 多万名历年没有就业的大学生。

中国社会调查所在上海、北京、深圳、石家庄、郑州、成都、沈阳、武汉、厦门、哈尔滨、西安等地抽取 1 000 位应届大学生进行调查显示，到 2009 年 2 月底，2009 年大学生就业率整体为 35.6%，之前社会保障部发布消息力争 2009 年大学生就业率达到 70%，现在距离目标完成尚有一段距离。

政府了解 2009 年农民工和大学生就业困难，想出种种应对办法。湖北等地希望返乡的农民工能够自己创业，比如发展草药种植、养牛养猪等，不过，这只是一时之计，养殖业风险极高，也无法解决土地大规模使用等问题，手中无钱的农民工不可能成为农场主。劳务输出大省安徽省正在各县市建设“农民工返乡创业园”，对入园农民工创业者给予培训、场地、税收、贷款等扶持，计划两年建设 300 个“农民工返乡创业园”，每年扶持 10 万名农民工自主创业。这是对中小企业的典型扶

植方法，从以前的经验看，除了养活一批基层干部之外，效果不会好。政府花费大量资金、社会花费大量资源培育学业与现实脱节的大学生，将培训资金撒胡椒面撒到各个农村，而对于市场急需的技术工人等投入却极端匮乏。

政府如此大手笔撒钱，还不如踏踏实实给予中小民营企业公平待遇。如果政府能够意识到在中西部发展中小企业的战略意义，将东部地区的市场规则推广到中西部，而不是只盯着政府项目，中西部的数亿农民才可能有真正的出路。从全球范围看，各国各地区吸纳就业的主力军，都是中小企业。在美国，约有 2 500 万个小企业，全美 67% 就业者的第一份工作就始于这些小企业；在欧盟，1 800 万企业中，小企业占 93%；我国台湾省，小企业就业人员占总数的 78%。我国新增的就业人口同样由民营中小企业消化，按照 2006 年的数据，近年来民营经济所吸纳的劳动力占城镇就业增量的 80% 左右。在农村地区，从农业转移出来的农村剩余劳动力绝大部分在民营经济中就业。

发展中小民营企业，鼓励有企业家能力的人零门槛创业，比给予数万优惠措施要实用得多。政府繁忙的手使社会自主创新精神被放逐，大学生的理想是当上旱涝保收的公务员，社会激励机制出现逆向选择，这就意味着，未来政府不得不承担更多的负担，创造更多的公务员职位，来满足大学生的就业所需。

一个社会，公务员成为经济、社会发展的顶梁柱，政府成为人才聚集地，和人才闲置所，这个社会的未来堪忧。

后记 我们需要怎么样的市场化？

写完此书，累得差点虚脱。

不仅因为从专栏到成书需要重建结构，更因为时时刻刻处于精神矛盾之中——民族主义与市场的矛盾，国进民退与权贵阶层攫取财富的矛盾，时刻缠绕着我的头脑。

从宏观经济到金融世界，从股票市场到房地产市场，所有的市场都打下了市场化发轫初期计划经济与自由市场胶着的深刻印迹。名词虽然不同，计划体制被宏观调控的字眼取代，对民营经济的蔑视甚至包装在消化产能、产业升级的糖衣下面，但内核一致。

处于转型时期的人，不得不在逻辑怪圈中挣扎：赞成自由市场，又看到自由市场的约束条件；不赞成政府过度介入微观市场，却时刻呼吁政府的自律与他律。以国有企业私有化为例，俄罗斯覆辙在前，在缺乏刚性约束的情况下，国有企业私有化有很大的概率会成为权势阶层的分肥大餐。中

国刚性约束更少，国有企业私有化盘剥弱势阶层的可能性也就更大。

分肥征兆初显时，社会热情呼吁政府介入约束权贵，但政府介入的结果是将国有企业红利固定化、制度化，呼吁者因此成为自身观点的敌人。

我们为什么不呼吁法律的约束？为什么不呼吁市场的法治精神？甚至包括笔者本人，天天关注财经动态、撰写财经评论、思考市场逻辑的人，都会在热情的冲动之下呼唤清官回归。面对收入分配等问题，我们呼吁政府，却不呼吁制度。

因为，有一个潜意识挥之不去，法律制度脆如薄纸、危如累卵，自身难保。

世界上没有非此即彼、不是天堂就是地狱的明确划分，真实的生活总是好坏参半，总是在矛盾的漩涡中找到平衡点。回到原点，让事实与数据说话，让常识说话，而不用先验的立场与意识形态说话，才能找到一个财经专栏作家的立足点。

在工业社会的初始阶段，政府的作用非常强大，日本、韩国，甚至圈地养羊为工业化培育廉价

劳动者的英国政府，莫不如此。“9 · 11”恐怖袭击事件后，美国政府力量日益强大，令全球瞩目，而全球金融危机加快了这一进程，为政府的介入提供了最好的理由。

即便存在上述历史事实，仍然无法推翻如下经典假设：当政府的作用强大到介入微观经济领域，阻碍生产效率提升，甚至大肆浪费纳税人的辛苦钱，投入到白宫式的象征性豪华建筑中，而纳税人却无能为力，这种介入必然导致经济体迅速恶化。

应该承认改革开放 30 年的财富积累速度，同时应该承认，财富的积累过程产生了巨大的隐性成本，包括劳动力贫困生活的代际传导，包括环境污染的隐性成本，甚至包括推高全球资源产品价格，更让人担忧的是，最近几年的实践表明，财富被快速错配，民间积累的财富填补到低效的巨型国有企业，通过资本市场、债券市场、信贷市场等等，能够想得到的一切管道，以便这些国有企业能够做大做强，光宗耀祖。而所有这些恶果，必将在今后的岁月中逐渐显现。

并不羡慕发达国家的生活，但令人感动的是，它们连边远地区居民的生活，也如此美妙富足。如果我国贵州等地农民的生活能够达到如此水准，根本无需任何国际组织、经济学家封什么 GDP 世界第二强国，因为，强大而自足的存在无须自吹自擂。

正因为如此，笔者感动于长三角、珠三角等地区由民间市场力量推动的城乡一体化，痛惜于因金融危机、被政府不适当的调控而凋零。

当一个国家，普通民众生活富足，生活得有尊严有趣味，无论采用何种制度，他们至少采用了适合他们的制度。适合的，就是好的。

内生的市场化是如此重要，是中国 30 年最宝贵的精神财富，这 30 年中国经济真正的强大并不体现在中看不中用的世界 500 强企业，而体现在沿海地区便捷、完整的产业链条。令人担忧的是，在人为提升这一链条的过程中，在做大做强的号子声中，市场精神可能彻底失去。

对内开放，尊重内生的市场经济，怎么强调都

不过分。

观看史书时，常常感慨现实无情，如崇祯皇帝如此勤政爱民，但在财政的压力下不得不重税苛民，以致灭亡；如袁世凯等中国最早的民主选举宣传者，最终会称帝以求统一。甚至在看文学艺术书籍时同样如此，如张爱玲等作家奔走异乡穷困潦倒，如京剧名伶争演样板戏，雅之一字，传统二字，雨打风吹。

如果中国经济能在 20 世纪 30 年代走上英美之路，甚至在清末就能够自行改革，中国经济振兴，断不至于伤了文化根脉，能人四处流窜。

历史是无奈的，但并非不可更改。所幸的是，在这方面资本市场开了个好头，这个挨骂最多的市场最为透明，无数投资者与智者赴身其中，不可能有太多遮掩。资本市场以投资者自我利益保护，与一次次股市改革的方式，在真正实践着中国有史以来第一次的民主实验。

在写作时，要求自己保持冷静，只有冷静，才能成就热情。

原以为自己写了那么多专栏，串连成书，并不困难。真写了之后，发觉并非如此，专栏是片爪鸿泥，连续的观点通过小碎片似的文章一片片折射；书籍自成体系，观点与材料时时刻刻得镶嵌其中。

从专栏到书，是必须做的事。就像我们一天天生活，每天都有不同的故事，而一生会因为信念、追求与性格，会成就完整的大故事。两者缺一不可。