

第五章 政策分析

阅读西方的证券投资书籍，很少有涉及政策研究的，不知道是写书的作者主动忽视还是难以研究，好像政策分析仅见于经济学的教科书，但是在凯恩斯革命后，西方的政府对于经济甚至市场的干预越来越大，各种出台的政策都深刻的影响着经济和证券市场的发展。另外政府本身也是经济的参与者，甚至是最大的参与者，比如美国国债市场，中国政府，日本政府，英国政府都密切参与其中。

里昂证券的策略分析师就在研究报告里说，（美国债券市场）哪里是市场，这个市场哪里体现的是市场经济行为，而分明体现的是政府行为。而政府行为算不算理性的，能不能分析？很多研究者认为政府行为是理性的，但是不是“市场经济意义”上的理性的，奥地利学派学者，比如罗斯巴德甚至认为，经济学家在正常的自由市场经济中根本没有分析预测意义上的用处，只有教育上的用处，有企业家就够了。不过，当政府深度参与市场的时候，经济学家就有了用武之地——确实，好像每次大萧条都被奥地利学派经济学家预测成功。奥地利经济学家认为在受到政府妨碍的市场经济中，经济学的推理（奥地利学派认为这个推理不仅需要具体数据的洞察力，还需要人类行为学的漫长推理过程）变得重要，比如分析信贷扩张和所得税效应对经济的影响以及对企业和证券市场的影响。奥地利学派认为政府参与经济的混合经济具有内在的不稳定性，因此可以分析也可以利用这种不稳定性获利。

中国经济中，国有经济占有相当比例，同时中国证券市场，具有先天的政策决定色彩，因此各类政策对市场的影响更大，可以认为政策是作为除了三个核心因素之外，最重要的影响变量。

本章是试图研究如何分析政策的部分，涉及三节内容，第一节主要是研究的是政府是什么，政府通过什么来影响经济和社会，第二节研究货币和财政政策，第三节研究其他政策。

第一节 政府与政策

何种政策能够分析？

中国处于大范围制度变迁的时代，以及目前的国有经济体制，政府以及各种政策深刻参与经济活动之中，所以中国股市被冠以政策市的称号不足为奇，更有甚者，当前专门有书对此进行了研究，《战胜政策市——A股套利秘诀十日谈》，书中作者根据自己多年经验，明确认为，中国股市近20年的风风雨雨一再证明，理论上的投资原则和纯粹的技术分析都难以在国内股市获得长期成功。中国股市是政策市、主力市和消息市。政策市的本质，是调控当局能够影响甚至决定市场走势，从多年前的人民日报社论、到2007年的股市“5.30”暴跌、再到2008年政策推动下的大涨，无不印证这一逻辑。

不过书中还认为，如果完全以政策市来看待这个市场的话，又不难发现，政策也绝非能够完全驾驭市场，上涨过程预警而市场往往续涨，下跌之时托市而市场却未必止跌，政策逻辑与市场逻辑之间往往会存在偏差。政策变化不过是市场趋势变化的必要条件但非充分条件。

“政策市”实际上包括两层含义：一是指我国股票市场的运行主要受到国家宏观政策的影响。这是一种关于“政策市”的中性认识，不包含“政策市”好坏或是非的价值判断。二是指政策过多地干预了股票市场运行，导致了股票市场的频繁波动。这是一种关于“政策市”的带有“批判性”价值判断的认识。

我国股票市场是否存在“政策市”呢？这很显然。相对投资者的感觉，有学者用“异常波动点”方法和“事件研究”方法结合来判断中国股票市场是否是政策市。研究结果表明，无论上海股市还是深圳股市，与宏观政策事件对应的异常波动点平均方差都比较大，特别是在股票市场发展初期，这表明，宏观政策引起的股票市场价格波动幅度大。并且无论沪市还是深市，在国家宏观政策颁布前几日，市场就有预期反应，不同程度地出现了累积平均异常收

益率的上升(利好政策)或下降(利空政策)。在利空政策颁布后的 3 个交易日中, 累积平均异常收益率急剧下降, 并在此后较长时间内延续着下降的趋势; 在利好政策颁布后的 3 个交易日中, 累积平均异常收益率急剧上升。

这表明我国股票市场存在着很强的政策敏感性, 每一次宏观政策的实施, 都会引起股票市场的剧烈波动, 对市场造成较大的冲击。中国股票市场是“政策市”的判断至少能得到统计上的验证。

实际上, 如果读证券史就可以发现, 在美国也有政策市, 不过, 美国“政策市”的含义中, 第一种的含义偏多。而中国股票市场作为计划经济向市场经济转轨过程中政府主导的产物, 从其产生之日起, 就带有浓厚的“政府办市场”色彩, 因而不可避免地会体现着较多的政府行为, 并且考虑中国具体的特点, 两种形式的政策市并存。

比如, 对于直接干涉股市的政策市, 实际上符合我国政治特征, 在我国, 政府为了贯彻某种政策意图, 经常地通过领导人讲话, 借助新闻媒体制造舆论, 以及颁布临时性政策措施等形成政策导向, 引导股票市场沿着其期望的政策目标运行。当股票市场低迷时, 政府往往制造“托市”舆论或采取政策措施, 充当“救市主”的角色; 而当股票市场出现持续上涨时, 又往往制造相反的政策舆论或采取相反的政策措施, 去有意“打压”市场。

中国证券史充满了这种情况。1993 年 2 月至 1994 年 7 月, 由于沪深股市持续低迷, 1994 年 7 月 30 日, 政府通过各大媒体发表《中国证监会与国务院有关部门就稳定和发展股市作出决策》的新华社通稿, 推出暂停新股发行与上市、严格控制上市公司配股规模、采取措施扩大入市资金范围的“三大救市政策”, 结果带来了沪深股市的大涨, 并创下股价放开后的涨幅之最。1996 年, 中国股票市场持续走高。从 10 月起, 证券管理部门连续发布了后来被称为“十二道金牌”的规定。12 月 16 日, 《人民日报》发表特约评论员文章《正确认识当前股票市场》, 根据沪市平均市盈率达 44 倍, 深市达 55 倍, 指出中国股市市盈率过高, 存在过度投机。并指出股票市场“暴涨是不正常的和非理性的”。结果带来了沪深股市的暴跌, 其中文章发表后的两天中, 两市几乎全面跌停。然而, 当 1999 年 5 月 19 日开始, 中国股市出现大幅上涨行情时, 政府为配合扩大内需, 刺激经济增长的宏观经济政策目标, 在 6 月 15 日通过《人民日报》发表特约评论员文章“坚定信心, 规范发展”, 指出股市上涨属于“正常的恢复性上升”, 是“理性投资”, 不是“过度投机”。结果掀起了一轮股市的井喷行情。可是从市盈率看, 1999 年 6 月, 上海股市高达 45 倍, 深圳股市高达 48 倍。同是暴涨, 同是过高的市盈率, 为何前次是“不正常的”、“非理性的”, 这次却是“正常的”、“理性的”? 前次是“过度投机”, 这次却是“理性投资”?

直接干预中国股市的政策带有明显的功利化倾向。为了某种政策“目的”或“需要”, 为了找到干预市场的“正当”理由, 往往又对股票市场运行状况做出带有很强的主观色彩的评价。结果是股票市场是否投机过度“似乎”没有客观的标准, 而完全取决于政府的政策意愿。这必然给股票市场造成一种“暗示”, 即: 股票市场的运行并不决定于市场本身, 而决定于政府的政策偏好。

于是, 在我国股票市场上, 形成了一种特殊的市场与政府之间的“博弈”关系和“依赖”关系。一方面, 市场始终保持着对政策的警惕性, 揣摩着政策意图, 当嗅觉到政府意欲“打压”市场时, 往往就会出现恐慌性抛盘, 导致股价暴跌; 而当嗅觉到政策的“鼓励”性暗示时, 市场又会形成疯狂的投机, 导致股价暴涨。2000 年以后的市场尽管好了很多, 但是这种事情举不胜举。

另一方面, 市场又对政府存在着“政策依赖”, 特别是当股票市场出现低迷时, 市场就会期待政府“托市”和“救市”, 市场低迷持续时间越长, 这种政策期待和依赖就越强烈, 市场甚至通过各种渠道向政府施加压力, “呼吁”和“催促”政府采取政策措施, 振救市场, 而一旦利好政策出台后, 市场又演绎出一轮暴涨行情。

这种政策市，问题太多。首先，由于股票市场宏观政策存在着预期反应，这说明，我国股票市场上存在着大量的“内部人士”，他们拥有提前获取“政策信息”的特殊渠道。因为，在第二种“政策市”中，游戏规则是变换的——政策就几乎等同于一个个的游戏规则，在每一次博弈中，靠近政策资源者就会成为暴富者。“政策市”的漏洞还不仅于此。由于游戏规则是不定的，强势的利益主体只需要实现与权力者的嫁接，即可以提前获取游戏规则的漏洞，即使偶尔触犯规则也往往受到保护。“政策市”中一个不朽的主题是题材炒作，而题材炒作一个是炒作政策（权力层面），一个就是炒作相关信息（上市公司层面）。在这方面，强势利益主体具有的得天独厚的优势。

2007 年下半年最短命的股市政策是让天津的中国银行代理内地股民试行香港直通车，没多久，总理借电视采访之机，宣布暂停。但香港恒指却早从 2 万多点炒到 3 万多点，然后又暴跌回 2 万多点。对于资本市场这一个信息至上的市场，一旦强势利益主体的特权地位得以确立，其他投资者很难摆脱被屠宰的命运。“政策市”理论上增加不确定性，提高市场风险溢价。

对于直接干预证券市场的政策，几乎很难进行“经济人”的理性分析，能分析的也就是时刻关注国家主要领导人的讲话和报告，揣摩其中的含义，但是这并不容易，并且揣摩本身就很容易犯很多错误。每年的政府工作报告可以带来大量有效信息，因为投资者的假定是政府，特别是中央政府掌握的信息比市场还多。比如，从过去十年的政府工作报告来分析，基本上可以大差不差的把握股市的脉络。

表 5.1: 政府工作报告与股市

时间	政府工作报告表述	股市
2001	规范和健全证券市场	反复强调规范的三年恰恰也是股市打黑最严厉的一段时间
2002	进一步规范和发展证券市场	
2003	规范发展证券、保险、货币市场	
2004	推进资本市场改革开放和稳定发展，扩大企业债券发行规模，逐步提高企业直接融资比重	这两年强调改革、加强基础设施建设。也正是在 2004 年，推出了中小板，2005 年，终于推出了股权分置改革
2005	加强资本市场基础设施建设，建立健全资本市场发展的各项制度，切实保护投资者特别是公众投资者的合法权益，营造资本市场稳定和健康发展的良好环境	
2006	着力提高上市公司质量，继续搞好证券公司综合治理，依法强化市场监管，努力营造公开公正公平透明的市场环境，继续推进上市公司股权分置改革	这两年，着力于提高公司质量、发展资本市场，迎来了两年的大牛市
2007	大力发展资本市场。推进多层次资本市场体系建设，扩大直接融资规模和比重，稳步发展股票市场，推进股票债券发行制度市场化改革，切实提高上市公司治理，加强市场监管	
2008	优化资本市场结构，促进股票市场稳定健康发展，着力提高上市公司质量，维护公开公平公正的市场秩序，建立创业板市场	大好之后，提优化结构，内部调整
2009	推进资本市场改革，维护股票市场稳定	推进改革，维护稳定，股市颤巍巍中涨了一年
2010	积极扩大直接融资，完善多层次资本市场体系，扩大股权和债券融资规模，更好地满足多样化投融资需求	首提“积极扩大”直接融资，2010 年，看来是新股年

本文主要分析的是第一种政策市，即分析宏观经济政策对证券市场的影响，最经常分析的政策是货币政策和财政政策框架，另外能够分析的政策是产业、区域和社会政策，其他则很难用理性去分析。不过在分析政策之前，需要先了解政府，毕竟政策是政府制定和实施的。

政府的角色——政府与市场的关系

对政府的实质的讨论，可以用政府的双重身份，三只手和政府问题本质两难这三组相关的概念来概括。这三组概念，都是用政府与经济的关系，来定义和理解政府的实质。

任何政府都拥有双重的身份。首先，政府和其他所有市场经济中的主体一样，是一个经济人。其次，政府还是一个强制性的机构。

说政府是一个经济人，是因为它占有资源，雇用劳动力，有大量的消费，而且也生产许多的产品，其中既包括像国防、法律体系这样的公共物品，也包括某些私人产品。政府占有资源，为社会提供劳务和产品，需要消费，在这些方面，和普通经济人有很大的相同之处。

作为经济人的政府，和普通经济人的不同之处在于，它的规模非常巨大。在世界上很多国家，政府都是最大的雇主；政府也是很多最重要的资源的最大占有者，比如土地、矿山；它的收入是无人能比的。比如，个人通过多年努力，有了一亿元钱，那他就进入了占总人口百分比很小的亿万富翁的行列，算有钱人了。但是中国政府 2009 年一年的财政收入，就是 66230 亿元人民币。这 66230 亿元财政收入中，将近 7749 亿元是 2009 年的新增加的。仅增加的数字，就远超过世界首富比尔·盖茨通过几十年努力积累的财富。政府有这么多的资源，这么多的收入，那么当它作为一个消费者时，它的购买力也是个人或其他机构所不能比的。

认识政府作为经济人“大”这一特点，对于理解为什么制约政府如此困难，理解为什么那么多人要通过争夺和获得政府资源而致富，非常重要。

政府的第二重身份是，它是一个强制性机构。政府对强制力，具有垄断地位，也就是说，这个身份，是他人所不能具备的。政府垄断强制力，拥有武力，是为了起两个作用：对内保证合同的执行，对外保证国家安全。政府对内要保证执行的合同，包括私人间的合同和公共合同。私人间合同指个人之间，企业之间或个人与企业之间的交易合同。公共合同即我们通常所说的法律法规，比如，任何人都不能暴力侵犯他人，都不能卖假货，都不能污染环境，等等。

政府的强制力不仅仅能用于保障合同的执行，也能用来表达自己的意志。比如说，税收的实现就是以强制力为基础。个人为了获得收入，必须向别人提供有用的劳务或产品，换取对方的报酬。而政府为了获得收入，却不需要与别人交换，只需使用自己的强制力。虽然政府也为居民提供国防等公共产品，但这些产品与政府收入之间，并没有完全的对等的交换关系，也无需遵守双方自愿的原则。

政府在经济活动中应该或者实际起什么作用？对这个问题，一般来说有三种答案，都可以概括地用“手”来比喻：可概括为无为之手、扶持之手和掠夺之手。

1、无为之手

政府应该是一只“无为之手”的理论，来自亚当·斯密。他把市场比喻成一只“看不见的手”，认为自由竞争的市场可以导致社会福利的最大化。在市场上，所有个人都是主观为自己，客观为别人、为他人、为社会服务。通过市场交换，经济资源实现最优分配、最优配置，社会福利实现最大化。

斯密对政府的作用和动机表示极大的怀疑，在其“自私的动机、私有的企业、竞争的市场”这个自由制度的三要素基本之上，他规定了政府的三个任务：提高分工程度；增加资本数量；改善资本用途。由此，斯密认为有一只看不见的手在冥冥之中操纵着社会的运行，使得人人为自己的经济活动最终产生一个大家都获利的社会结果，因此对市场经济的任何干预都是不可取的，不断增加国民财富的最好办法就是给经济以完全的自由。进而，对政府的义

务作了三点限制：保护社会，使之不受侵犯；保护社会上的每个人，使之不受其他人侵犯；建设并维持某些公共事业及设施。政府只要能像“守夜人”那样，防止外来侵略和维持国内治安就行了。基于此，他提出了税收方面的“公平、确定、简便和征收费用最小”四原则；支出方面要厉行节约和“量入为出”。廉价政府，成为财政所要追求的最高目标。

亚当·斯密的这一种理论，在实践中被美国人长期奉为经典。1776年英属北美13个殖民地独立。1781—1787年这13个州组成联邦国会。此时这一松散的州际联盟并没有征税权，部分州只对有些船舶征收吨税或限制关税。在全部财政收入中，税收比重极低。1787年，美国制定新宪法，规定联邦政府享有独立征税权。关税成为联邦的主要收入来源，此外还征收少量消费税及一些直接税，各州政府主要课征财产税和人头税等。19世纪中后期至20世纪初，联邦政府实行扩大消费税和提高税率的政策，消费税比重急剧上升，关税退居次要地位。至1902年，消费税占联邦税收收入总额的比例高达95%。在州一级税收收入中，财产税仍居于主导地位。在这以后很长时间内，政府对经济的干预都非常有限。以税收为例，直至1913年第16次宪法修正案通过以前的一百几十年间，联邦政府甚至无权征收个人所得税。由于收入有限，1803年，杰弗逊总统需要筹集1500万美元，从法国手上购买路易斯安娜(密西西比河以西200多万平方公里的辽阔土地)，都感到非常困难。1913年，第16次宪法修正案赋予联邦政府以所得税征收权，美国税制开始向以所得税为主体过渡。这以后，所得税法几经调整和完善，税收收入增加很快，到1982年，在联邦全部税收收入中，个人所得税收入占47.6%，具有所得课税性质的社会保险税收入占32.9%，公司所得税占7.5%，形成上述3种所得税为主体的税制格局。

在美国，大政府是在两次世界大战和罗斯福“新政”期间发展起来的。但至20世纪70年代，大政府的种种弊端以及它所带来的很多问题，都变得非常清楚。所以，1980年里根总统一上台，就着手大刀阔斧地改变这种状况。里根最有名的执政理念，在他的一句名言中得到最充分的体现：政府不是问题的答案，而是问题的根源。

所以，亚当·斯密关于市场是看不见的手，政府应当成为无为之手的理论，并不只是停留在书本上的理论。现实生活中，在美国这样的国家的大多数时间里，占主导地位的治国理念是，小政府就是好政府。

2、扶持之手

国家的第二只手是“扶持之手”。

20世纪30年代的世界经济危机导致了西方经济学说的一次重大转变，即占统治地位一百多年的斯密自由市场经营论为中心的经济自由主义学说让位于凯恩斯的经济干预主义，财政学也因此而在资产阶级经济学体系中占据了显赫的位置。虽然凯恩斯总体上认为自由市场制度是一个有效的机制，它能保证个人自由并激发个人释放其创造性，但他认为市场本身存在缺点，只有扩大政府机能才能改正市场缺点，以保持市场经济的正常运转。因此，凯恩斯认为，如果政府不加以干预就等于听任有效需求不足的继续存在，就等于听任失业与经济危机的继续存在，他认为财政支出直接就可以形成社会有效需求，弥补自由市场的有效需求不足。凯恩斯首次系统地论证了财政赤字的经济合理性，冲击了古典的“量入为出”原则。关于财政支出，他在卡恩的“乘数理论”基础上，论证了政府投资具有“倍数”扩张社会总需求的作用，力主政府负起直接投资之责。由于凯恩斯主义强调财政的作用，人们通常对他及其信奉者的理论冠以“财政学派”的名称，一直到70年代。

20世纪70年代西方出现了“滞胀”局面。以米尔顿·弗里德曼为代表的一批经济学家借此发动了一场对凯恩斯主义的“反革命”。他们首先责难凯恩斯主义造成了70年代的“滞胀”局面。“财政最重要”的政策主张也受到攻击，代之以“货币最重要”的政策结论。

最新的扶持之手的手段和思想来自福利经济学。福利经济学研究的基本框架是，首先定义社会福利，确定福利最大化的目标，然后讨论市场失败的可能性和由此造成的社会福利损

失，他们认为，自由市场制度是建立在交换的等价原则之上的，只有那些具有排斥性质的可交换的财产权力的私人产品才能进行市场交易。而公共产品不具有这些性质，所以公共产品的交换行为难以产生，消费者与供给者之间的联系由此中断，虽然存在市场需求，但却没有市场供给，这时政府应予以介入，提供这种产品，弥补市场的这个局限性。

政府干预的手段可以有如下措施，采取诸如反垄断和消除信息不对称的措施，来帮助增加社会福利。这类讨论所假设的基本前提都是，政府的目标是使社会福利最大化。政府是善意的，是对市场不足的必要补充。政府干预的手段和程度，可以有相当差别。在最低的干预层次上，政府可以通过价格机制，比如通过税收和补贴，来改变企业的成本收益结构，从而改变其行为。税收和补贴、转移支付这些方法，有时也用来作为调节社会收入分配手段。在中等的层次上，政府可以通过行政和法律手段，鼓励、禁止和规范产业和企业的行为。在最高层次上，政府可以拥有并直接管理和操作企业，将企业资源直接用于实现政府的就业、居民收入和其它经济或非经济目标。

无论是扶持之手的财政学派，还是货币学派还是公共福利学派，最终都导致政府介入之后，公共财政支出不断膨胀。19 世纪 80 年代，德国经济学家瓦格纳就提出，随着经济的发展，公共和国家活动将不断增加，被称为“瓦格纳定律”。这一定律最初仅是归纳的结果，后来被许多国家的经验所证实。在第二次世界大战之后，到 20 世纪 90 年代初，大多数国家的政府规模达到了最大，即该国政府支出占 GDP 的比重达到了最大值。此后，在各国家，这一数值基本上围绕某个值变动而没有进一步越升越高，也就是说政府规模并没有无限制地扩大。

在许多国家，政府规模表现出了不断扩大的趋势，特别是第二次世界大战之后。这不仅表现为政府支出规模的绝对增大，而且表现为政府支出占 GDP 的比重不断提高有研究表明，在 14 个工业化国家中，政府支出占 GDP 的比重，在第一次世界大战之前的平均值为 8%-9%；在第一次世界大战结束到 1920 年，这一平均值上升到了 15.4%；1937 年，又提高到 18.3%。在第二次世界大战之后的和平时期，这些国家的平均支出规模显著增长，从 1960 年占 GDP 的 28.5%到 1980 年占 GDP 的 43.3%，再提高到 1994 年占 GDP 的 49%。

表 5.2: 美国政府支出占 GDP 的比重

年份	政府支出 (百万美元)	政府支出/GDP (%)	年份	政府支出 (百万美元)	政府支出/GDP (%)
1929	3100	10.0	1993	129100	38.0
1939	8800	19.4	1994	1325500	37.0
1949	38800	23.0	1995	1369200	37.0
1959	92100	26.8	1996	1416000	36.5
1969	183600	30.4	1997	1468700	35.4
1979	503500	31.1	1998	1518300	34.7
1984	851800	34.4	1999	1620800	34.3
1985	1074200	34.8	2000	1721600	34.2
1988	1039000	36.2	2001	1825600	35.3
1989	1099100	36.1	2002	1956600	36.3
1990	1180200	37.1	2003	2075500	36.7
1991	1234400	37.8	2004	2183800	36.4
1992	1271000	38.5	2005	-	36.6

在美国，在 1929 年的时候，美国联邦、州和地方开支之和占 GDP 的比重仅为 10%，1949 年的时候升为 23%，到 1985 年的时候这一数字高达 34.8%，再到 1992 年则高达 38.5%的最

高值，此后政府支出占 GDP 的比重虽有下降，但最低也在 34% 以上。

OECD 国家的情形也是如此。比如，瑞典和荷兰在 1985 年政府支出超过了 GDP 的 60%，其他国家最低也在 30% 以上。表 7.2 列出了主要 OECD 国家 1960-2004 年的一般政府支出和收入占 GDP 的比重。

表 5.3: OECD 国家一般性政府支出和收入占 GDP 的比重 (%)

国家	1960		1985		1990		1995		2000		2004	
	支出	收入	支出	收入	支出	收入	支出	收入	支出	收入	支出	收入
澳大利亚 (1960-1984)	21.4	25.4	36.6	33.3	36.2	34.5	39.2	35.3	35.7	36.7	35.9	36.9
奥地利	35.7	34.4	50.7	47.7	51.5	49.0	56.0	50.3	51.4	49.8	49.9	48.8
比利时	30.3	27.5	54.4	46.5	51.9	45.3	51.4	47.2	48.6	48.7	48.7	48.7
加拿大	28.9	26.0	47.0	38.9	48.8	43.0	48.5	43.2	41.1	41.1	39.9	40.6
丹麦	24.8	27.3	59.5	57.0	55.9	54.6	59.5	56.7	53.9	56.2	55.1	56.8
芬兰	26.6	29.7	41.5	40.5	48.3	53.7	59.0	55.1	48.8	55.9	50.8	52.7
法国	34.6	34.9	52.4	48.5	49.3	47.7	54.4	49.0	51.6	50.1	53.5	49.8
德国	32.4	35.0	47.2	45.4	44.5	42.5	48.3	45.1	45.1	46.4	47.0	43.3
希腊	17.4	21.1	43.2	34.6	50.2	34.5	51.0	40.9	52.1	47.9	49.8	43.3
冰岛	28.2	36.4	35.6	33.4	41.7	38.5	43.0	40.1	42.7	45.2	47.3	47.3
爱尔兰 (1960-1984)	28.0	24.8	54.6	44.3	42.9	40.1	41.2	39.1	31.5	35.9	33.7	35.2
意大利	30.1	28.8	58.4	44.1	54.4	42.6	53.4	45.8	46.9	46.2	48.7	45.4
日本	18.3	20.7	32.7	31.2	31.8	33.9	35.9	31.2	38.3	30.8	37.5	31.0
卢森堡 (1960-1982)	30.5	32.5	56.4	53.0	43.3	48.1	45.0	47.6	38.6	44.6	45.2	44.6
荷兰	33.7	33.9	60.2	54.4	52.5	47.4	49.3	45.3	43.4	45.6	46.6	44.5
挪威	29.9	33.1	48.1	56.1	54.0	56.2	51.5	54.9	42.7	58.2	46.7	58.1
葡萄牙 (1960-1981)	17.0	17.6	43.9	33.3	40.6	34.2	43.4	38.1	43.7	40.8	46.5	43.5
西班牙 (1964-1984)	18.8	18.1	39.3	33.2	42.5	38.6	44.1	37.8	38.9	38.1	38.8	38.6
瑞典	31.0	32.1	64.5	59.4	61.9	65.3	67.7	60.8	57.4	62.4	57.3	58.7
瑞士	17.2	23.3	30.9	34.4	30.0	30.6	34.6	33.3	33.9	36.3	36.7	35.2
英国 (1960-1984)	32.3	30.0	47.8	42.8	42.2	40.7	45.0	39.1	37.5	41.3	43.9	40.7
美国	17.0	26.3	36.7	31.1	37.1	32.8	37.0	33.8	34.2	35.8	36.4	31.7
平均值	26.6	27.7	47.3	42.9	40.2	37.3	42.1	38.2	39.1	39.4	40.8	37.3

从上面的数据可以看出，OECD 国家在从 1960 年到 1995 年之间政府支出和收入占 GDP 的比重有较大幅度的提高，但在 1995 年到 2004 年之间，政府支出和收入占 GDP 的比重变化不大，有的略有上升，有的略有下降。在大多数国家，1995 年的时候，政府支出和收入占 GDP 的比重最高。

综合美国和部分 OECD 国家政府规模变化的趋势，可以看出：在 20 世纪 90 年代之前，各国家的政府支出占 GDP 的比重不断上升，此后一直在振荡，有些国家的政府支出占 GDP 的比重略有下降。那么，政府支出占 GDP 比重不断上升的根源是什么？

除了有学者认为的官僚体制冗余和利益集团把持等解释外，一个主要原因是公共产品需求的收入弹性大于 1。随着家庭收入的增加，收入中用于食品等“生理需要”的开支比例越来越小，而用于非生活必需品等“精神需要”的开支比例将越来越大。当个人收入越过一定水平时，越是非必需品就变得越来越重要，人们就需要越来越多的政府服务，这时，医疗保健、文体设施、交通运输、社会保险、公共安全等优效型公共产品就开始日益“侵蚀”和“挤

占”消费结构中的私人产品的相对份额。公共产品的社会需求的不断提高，成了推动公共支出不断膨胀的原始动力。

另外一个原因是乘数效应。公共资本存量与私人资本存量之间有一种密切的内在函数关系。战后以来，西方国家对公共基础投资的每一次胀或缩无不刺激着或影响着私人投资趋势的波动，从而对宏观经济的总量运行发生着巨大作用。

像公路、街道、机场、排水和供水等基础设施的政府投资，是与私人投资相互补充的，不注意国家基础设施的数量和质量，将严重阻碍整个经济的运行。美国战后以来前 20 年经济增长之所以能够达到 10% 以上，是因为政府扩大了对基础设施的投资，后 20 年经济增长率之所以持续下降，其主要原因在于公共设施的投资净额几乎处于停滞状态。

政府支出占 GDP 的比重上升到一定的高度后基本不再上升，这是否意味着政府支出有最高上限呢？为什么有的国家政府规模，有的国家政府规模小？

研究表明，政府规模并非越大越好，但也并非越小越好。经济发达国家都采用了市场经济体制，但采用市场经济体制的国家并非都繁荣。奥尔森等人曾经研究了许多国家政府支出占 GDP 的比重和经济增长率之间的相关关系，结果发现，政府支出占 GDP 比重最低的国家，不是世界上经济增长速度最快的国家，反而是世界上最贫穷的国家。这些国家虽然试图建立起能良好界定并充分保护产权的政府，但政府支出的规模根本不足以实现这个目标。

个人财产不能以任何形式被征用的另一层含义是政府也不能够随意侵犯个人产权，这就决定了政府的规模不可能无限扩大。政府可以征收适当的税收，但税率不能过高，“拉弗曲线”说明如果税率过高，就可能导致税基下降，进而导致税率提高但税收总额未必提高的情形。宏观经济学中的“挤出效应”也可以解释政府规模并非越大越好。

3、掠夺之手

近些年来越来越多的学者们在研究中越来越注意到，政府在经济中发挥作用，并非总是出于善意的——为了增加社会福利。所谓公共财政从其结果而言必定不是公共的，政府天然不是不同利益集团博弈的场所。政府也有自身利益，并会使用强制力来实现自身利益。政府这样做时，它就成为掠夺之手。

这方面的研究，最有名的代表人物应是曼库尔·奥尔森。他指出，在人类社会，总有一些人会想，去生产财富不如去掠夺财富来得容易。而要掠夺财富就要有武力。武力和掠夺获得财富的人有两种：掠夺地域是稳定的，或者是不稳定的，奥尔森称之为坐寇和流寇。流寇抢完就走，所以他对完全摧毁一地的经济在所不惜。而坐寇则要考虑到，今天抢光了，明天就没有了，不能杀鸡取卵。奥尔森把政府视为一个坐寇。比如过去的皇帝，他要归要，但一般还是会提供许多公共产品，维持和增加自身的长远收益。对社会来说，胜者为王的坐寇比败者为寇的流寇要好。所以在流寇横行的地方，人们宁愿欢迎坐寇出来战胜流寇。

另外一个讨论掠夺之手的主要人物，是安德烈·施莱弗，施莱弗强调，不能天真地假设政府的目标是使社会福利最大化。掌握国家机器的人，都有自己的目标，有自身利益。要理解政府的种种行为，一定要理解掌握国家机器的人的自身利益和利己行为。施莱弗等研究了英国王位继承的历史后发现，实际上国家统治者的利益经常并不长远。这里有王位继承中的斗争和不确定性的问题，也有统治者个人当前对高消费需求的问题。统治者当前和短期利益的需要，经常会驱使他们去过度掠夺。这种现象，在中国和其它国家历史上都层出不穷。在中国历史上，新王朝的开国之君对旧王朝的亡国之君横征暴敛、掠夺无度所产生的后果常常体会更加深刻，他们因此会强调节俭，也以此教育自己的子孙。但子孙住住不可避免地又成为过度掠夺之手，导致王朝的覆灭（中国的案例参见“血酬定律”）。

奥地利学派，比如学者罗斯巴德，也赞同掠夺之手的看法，坚持回到无为之手，他的逻辑是：民众倾向于认为政府的专家是神圣的，是无私的圣诞老人的组织，这是令人称奇的。

政客不是因为才干，也不是施予关爱，而是为了动用暴力，通过煽动性言论赚取选票维护其统治利益。政府干预的支持者会陷入一个致命的自相矛盾，既然市场和个人没有办法和能力管理好自己，然后他们又假定，同样是这些个人却有能力和投票选举出专家。而这些专家更不值得信任，一方面政府工作人员缺乏提高效率的激励，另外，政府工作人员发展出来的技能，不会是经济性才能，而是政治才能——如何逢迎好上级，如何煽动选民，如何最有效地运用权力。这些技能与市场才能有巨大的不同，因而能够爬到政府高层的人显然不会是那些能够在市场上获得成功的人。因此他们的决策只会干扰市场效率，只会使事情更复杂。

在奥地利学派，政府被犀利的定义为一个为了满足需求依靠强行占有而采取政治手段的组织。政府任何措施都是不良干预，这种干预有三种类型，第一种是，政府可能命令一个个体去做或不得做特定的事情，这个行为只直接涉及这一个体的人身和财产，这是一元干预，比如政府向所有个人下达法令。政府强制该个体与政府进行一项强制性交换，这是二元干预，比如征税，政府开支。政府可以强迫或者禁止一些个体对象之间的交换，这是三元干预，比如价格管制，生产管制，特许权，国家征用权，执照，质量与安全标准等。

从现实和客观地来看，多数时候，政府都同时扮演了三只手角色。有时候，在某些领域，市场自己运行良好，不需要政府过多介入，政府也甘当无为之手，没有过多介入。也有很多时候，政府采取了措施，促进了社会效益和社会福利的提高，起到扶持之手的作用。然而最后，历史和现实生活中，也不乏政府过分掠夺的例子。比如，虽然按理说“坐寇”不应该掠夺太过，但我们很容易可以找到大量的例子，说明“坐寇”经常也会掠夺太过。封建王朝掠夺的例子也举不胜举，这时政府充当的是“掠夺之手”。

政府在市场运作良好时充当无为之手，在市场失败时充当帮助扶持之手，都有利于社会财富总量的增加，不会引起太大的争论和社会矛盾。但当政府成为掠夺之手时，对社会和经济来说是破坏性的，有时甚至是灾难性的。

对于中国政府来说，不仅具有上述三手特征，另外，由于历史因素，政府还具有“闲不住的手”的特征，因此，有投资者认为，中国股市太难做：你要对付上市公司圈钱作假，你要对付机构和庄家陷阱设套，你要琢磨商业周期，这些关卡通过了，你还得应付政府这只奇怪的闲不住的手。如果它按牌理出牌，也就罢了，不，它是匪夷所思，还美其名曰：出奇不意。

从三只手来看，政府具有本质上的两难性。如果政府仅仅是无为之手，它越小越好。如果政府仅仅是扶持之手，它越强大越好。如果政府仅仅是掠夺之手，对它的限制越多越好。但政府同时有多只手，该如何设计国家制度、发挥政府在经济生活中的作用，就陷入一种两难的局面。

关于政府作用的“本质两难”，政治学家巴里·温加斯特这样表述：政府需要足够强大，才能具有足够的强制力，去做它该做的事，即执行合同；但政府又不能过分强大，以至于它可以不受约束，滥用自己的强制力，任意侵犯公民的财产和权利。经济学家施莱弗把政府需要足够强大、但又不能过分强大的思想，表述为政府问题上的本质交换关系。

在发挥政府作为合同的强制执行者作用的同时，防止政府成为掠夺之手，解决政府问题的本质两难的方法，可分为现代国家制度和传统方法两类。现代国家制度注重在国家制度内部找到制衡，其基本手段是法治、民主和分权。对经济发展和经济繁荣来说，法治是最重要的，但现代国家制度作为一个整体，实现内部制衡，法治、民主与分权，三者缺一不可。而传统方法也很多，总体来说，多是使用各种外部力量，来限制一个内部缺少制衡机制的国家机器，包括国家之间的竞争、国家武力的分散、行会的力量、信息和信用等等。不过，这些传统的制衡手段，都有很大的局限性和负作用。像欧洲国家之间的竞争，虽然遏制了君主的过分掠夺，但它也导致了国家之间的诸多战争，而战争的破坏力是十分巨大的。中央和地方的武力平衡，也有很大的代价。它导致了市场的分割，不利于形成有足够规模的统一市场。

本质两难在传统的和国有经济占主导的国家显得尤为突出。国有经济占主导地位，有一定优势，比如可以集中力量办大事。但也存在很多问题，毕竟问题才造成风险和机遇的波动。这些问题包括：

1、权力寻租。寻租是所有国家官僚机器都共同具有的特点。寻租是在两个层次上进行的，一个是机构的寻租，一个是机构中个人的寻租。国家之间的区别只在于，官僚机器有大有小，相应地，寻租的机会和数量也就有多有少。不难想象，政府管的事情越多，它的官僚机器就越庞大。国有制为主体的国家，官僚机构都十分庞大，寻租活动也随之膨胀。

2、对代理人的监督。所有者和管理者分离的所有企业，无论在哪个国家，公有还是私有，都普遍存在代理人的问题。但在国有企业，也就是政府控制的企业中，这个问题要比非国有企业中更加严重。之所以如此，是因为在国有制下，政府与企业的关系更加密切，软预算约束问题因而更加突出。密切的政企关系和软预算约束，破坏了对管理人员的市场监管，使得监督的效果，受到很大的限制。

3、对经理人的保护。与对代理人和监督问题相对应的，是对经理人员利益的保护问题。优秀的经理人员，是经济中非常稀缺的资源，对一个企业的成功，往往具有无可替代的重要性。因此，如何保护经理人员的利益，调动他们的积极性，是现代企业制度设计中，与如何设计监管机制同样重要的问题。作为理性人，国企经理人在缺乏安全感时，他们的注意力，就不会放在提高企业效益，而是放在采取措施，来保护自身利益。

首先，经理人员会把和上级领导的关系，看得比企业的经营效益更重要，因为他的前途不是取决于效益，而是取决于关系。其次，因为企业已经办好了，经理人员的价值就过时了；油水大了，来争夺这个位置的人就多了。这样现有的管理人员就会有危险。所以，除了要和上级领导搞好关系外，经理人员保护自己的另一个重要措施，就是不把企业办得太好，而是要尽量把企业办得大、乱、虚、杂，让企业内部关系，包括债务关系，变得错综复杂。这样，政府一般就不会轻易去动这个企业的高层管理了。因为一动，企业有可能会办垮，随之而来产生的就业问题、偿还银行贷款的问题、地方形象受影响的问题，都会使政府非常头痛。做成这么一个局面，经理人员的利益就得到最好的保护了。最后，企业做好之时，就是个人下台或退休，过清贫生活之日。这一前景，也使经理人员更加容易产生干好不如多捞的想法，有权不用，过期作废，为了保护自身利益，能捞时要尽量捞。经理人员这些保护自身利益的措施，都有损企业长期和短期利益和效益。经理人员要采取措施保护自身利益，这是所有企业中的共同现象。当存在特别强大的大股东，经理人员利益特别没有保障时，这一问题就变得更加严重和突出。

4、行为扭曲。政府控制大量资源时，社会成员一定存在强烈的争夺政府资源(包括获得土地、资金、政策和国企的业务合同等等)的动机和行为，而这种行为往往是扭曲的，从而有损效益的，这就是行为扭曲。比如，按照效益的原则，一个企业应该有一个适当的发展速度。但如果按照这个速度去发展，该企业却进入不到几强或龙头企业的行列，从而无法获得政府的特殊支持——如无偿或者低价土地、优惠利率贷款、一些保护性政策等等。在这种情况下，企业宁可在效益方面受些损失，也要超速增长，赶快做大，成为龙头企业，得到政府资源的支持，这样下一步的发展就容易了。在这种动机的驱使下，一大批高速增长却效益低下的企业也就与时俱进，应运而生。有时政府出于好意要做的事情，也会导致人们行为的扭曲，做出有损效益的事情。政府掌握的资源，会导致争夺这些资源的行为和效益的损失，这也是世界各国的共同现象。在19世纪的美国，政府为了鼓励铁路的发展，将铁路两侧的土地无偿赠与铁路投资人。结果，为了获得土地，很多人盲目投资，甚至出现两个城市之间存在多条铁路并存，分别属于不同公司的现象，造成巨大浪费。国家之间的差别，在于扭曲的程度。不难理解，这种扭曲的程度，是和政府掌握多少资源成正比的。政府掌握的资源不多，人们就不会多费心机和投入，去争取政府资源。政府掌握的资源特别巨大，人们就会不遗余

力，去争夺政府资源。行为扭曲造成的社会资源的浪费和损失，和政府掌握的资源多少是成正比的。这也就是说，政府掌握资源越多，这种社会浪费和损失的可能性就越大。

5、政府目标错位。实际上，政府还有很多非经济的目标。国家之间的不同之处只在于，政府有多少手段，可以实现其非经济目标。在一个以私有经济为主体的经济体中，政府的举动如果需要私人掏腰包，那就不容易得到支持。比如，要老板付工资，员工在工作时间搞政治学习，这样的事私人企业是不愿意干的。而在以公有制为主体、政府直接控制了大量资源的经济中，国企的管理者通常会很高兴、很乐意、很积极地拿出不属于自己的资源，去迎合政府的需要，满足政府的非经济目标。这样做，他们牺牲的是企业利益，换来的是个人的光明前途。这大概是国有企业为主时，各种政治运动都很容易搞得轰轰烈烈的主要经济原因。大家很容易将企业效益不佳与国企存在代理人问题，政府无法更有效的监管管理者联系起来。而这里我们看到的，不是管不住，而是国企管理者的行为，太容易与国家保持一致，太愿意去迎合政府的各种政策需要了。这可以算是公有制的一种政治代价。

政府在经济生活中，具有双重身份。它既是具有消费和生产功能的经济人，也是经济规则的制定者和强制执行者。并且不同政府对经济的介入力度和政策也不一样，不过了解了政府的基本概念，对于认识投资，把握机会和防范风险有很大作用。

经济政策的操作次序

经济政策是指政府为实现一定的政治和经济任务，或为指导和调节经济活动，所规定的在经济生活上的行动准则和措施。一般来说，经济政策的制定和实施会保持一段时间连续性，这是判断政策趋势的重要立足点。各种经济政策在具体实现手段上可以是各不相同的，例如财政政策主要是通过运用政府开支与税收等工具来干预经济的运行，而货币政策则主要运用公开市场业务、调整再贴现率和存款准备金比率等三大工具来实现政策目标。

经济政策分析的首要步骤是了解政府在各经济政策中出牌的次序，然后才是各种经济政策的功能特性，即，对各种经济政策的目标、政策手段、政策工具、种类等等有全面认识，这样投资者才能知道在何种经济形势下应采取何种政策措施，以及对证券市场有何种影响。

政府主要是通过财政来贯彻其政策意图和实现其特定利益，正常的政府具有财政最大化的意图。因此即使实行“宽松”的财政政策，也会有很多水分。比如，2009年下半年，我们就调研发现很多企业觉得09年税务局上门越来越频繁，让我们觉得有必要重新研究“财政政策”。毕竟，财政政策一方面是财政支出政策，另一方面是财政收入政策。在经典的经济学理论里，理想的财政政策应该是逆周期的，在经济衰退的时候，政府应该主动扩大支出（或者同时降税等政策），从而产生较大的财政赤字，而在经济景气时尽量节余，以便在整个经济周期上追求财政收支平衡，而在单个年份财政盈余却可能有很大的波动。

但是中国政府的财政政策在很大程度上似乎却是在尽量回避产生大的财政赤字，即便是在上一次经济陷入严重困难需要实施“积极财政政策”的1998-2000年，产生的预算赤字以国际标准来看都是极小的。截止2009年9月，2009年全国财政已经实现了7284亿元的盈余，如果政府有盈余的话，产生支出就是积极的财政政策，但是如果为了避免扩大赤字通过各种手段增加收入，可能会挤占了非政府部门的支出。

图 5.1: 中国财政赤字占 GDP 比例

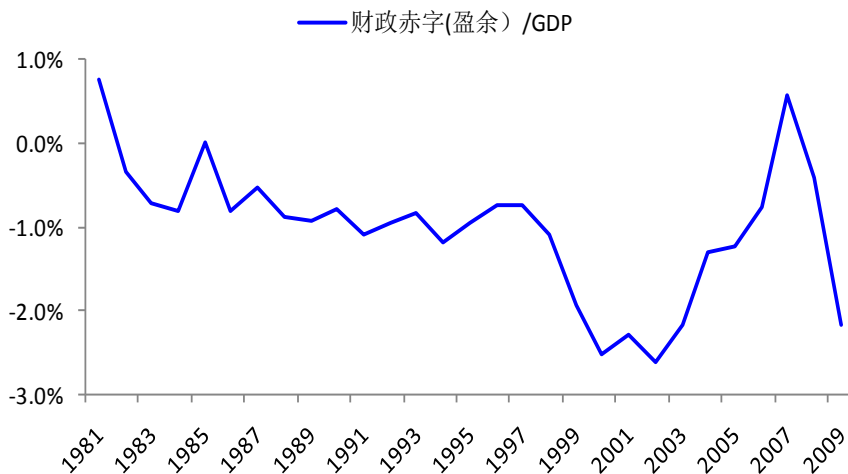


图 5.2: 欧美国家的财政盈余/赤字占 GDP 的比例有很强的周期性，而且波动非常大

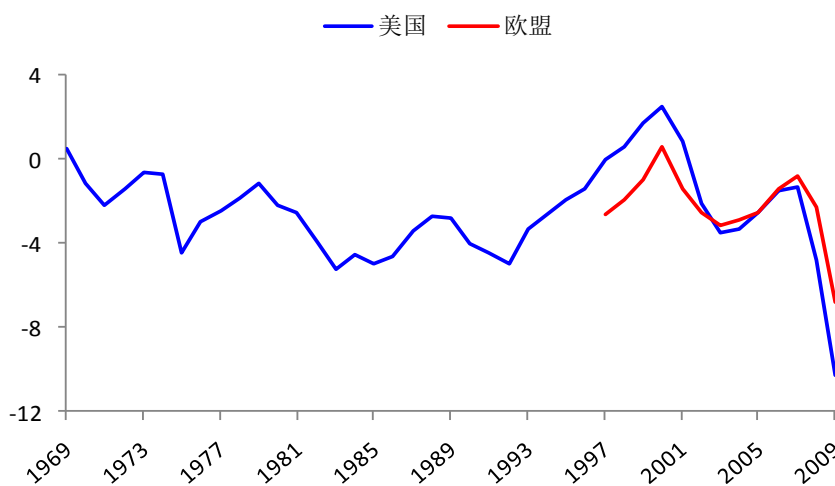
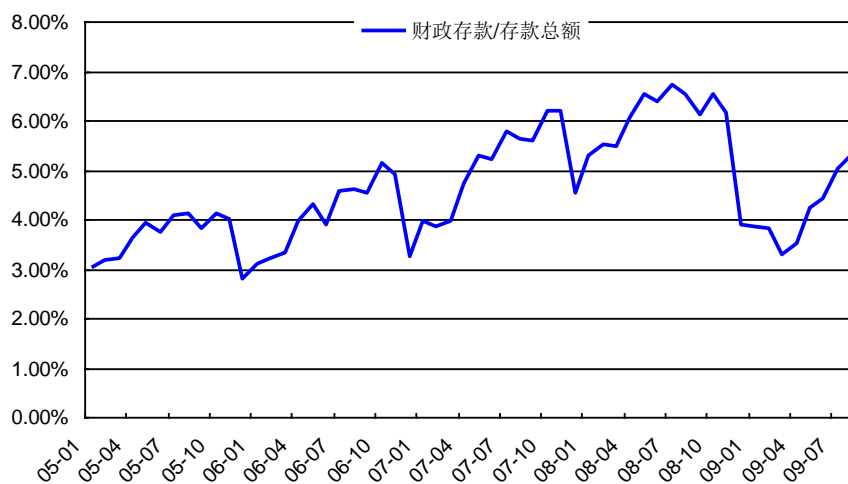


图 5.3: 财政盈余和新发国债两项合计导致了 2009 年以来财政存款激增。



同时政府是风险厌恶型的，具有风险最小化特征，比如官员的行为指南经常是“不求有功，但求无过”，只有在遇到经济特别是财政危机的时候，才愿意冒风险，愿意变革。

因此，能用短期政策操作获得极大效用的时候，政府一定不会采取长期制度建设，即使在短期政策操作上，政府采取的也是即期收益最大化和支出最小化。

并且其支出的轻重缓急来源于社会不同利益集团的压力、受众对公共收益的敏感度，以及其争取利益的能力。政府的财政是一种权利的分配，不同的利益集团的谈判能力不同，因此政府没有办法做到中立（比如 2009 年的宽松财政政策并不是所有人同等得利）。特别是在威权体系中，大多数人需要的社会支出一定是不足的，比如中国在教育支出和医疗支出上就是各国里最低的，可是在这方面的“话语强调”却很高。根据他国经验，这些社会开支要提高只能在社会运动的推动下才能进行。

图 5.4：教育支出/GDP：中国大幅落后于发展中国家

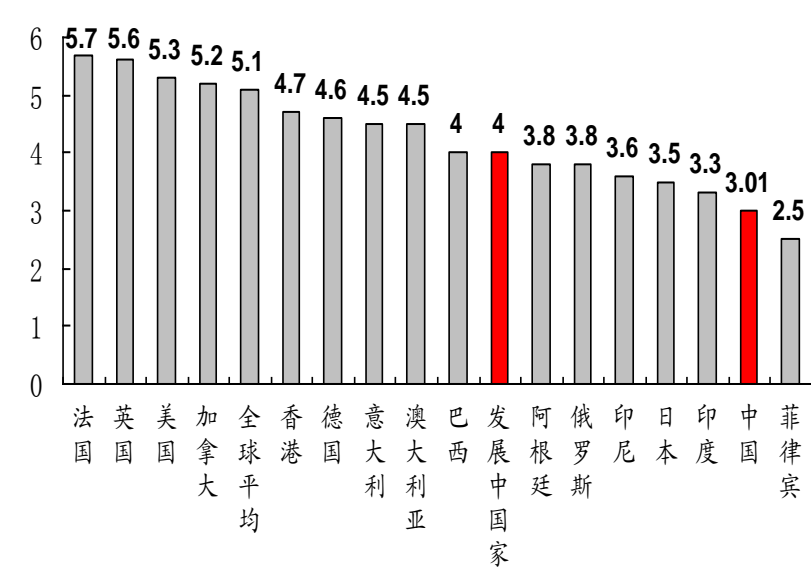
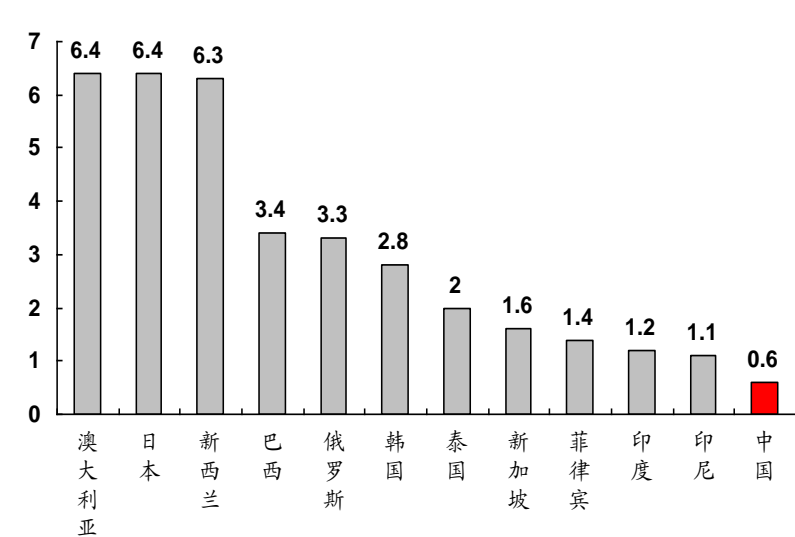


图 5.5：医疗卫生/GDP：中国远远落后于其他国家



在经济平稳，影响经济的政策就比较少，在经济过热的时候，干预性政策就比较多，而在经济遇冷的时候，政府首先采取的是货币政策，然后是财政政策，其次才是产业和区域政策，最后才是制度性变革。

对于政策的分析，比较简单，把握两点，第一点是目前的政策是否出现了根本性转变，第二点是这些政策只有影响了经济增长、通货膨胀和流动性才会对证券市场产生实质性影响。

不同的政策对民众权利的影响是不同的，由此引起的政府收支的成本和收益也是不同的。这对政策的出牌会有影响。根据瓦格纳法则，政府支出是刚性的，需要分析的仅是政府支出的方向阶段性的变化，政府的收入分析则至关重要。也就是，政策的出发点要分析政府的财力，没有财力就没有积极一说，财力透支，就会出现危机。

图 5.6: 美国政府的义务性支出占比越来越高



图 5.7: 美国政府的财政收入增长

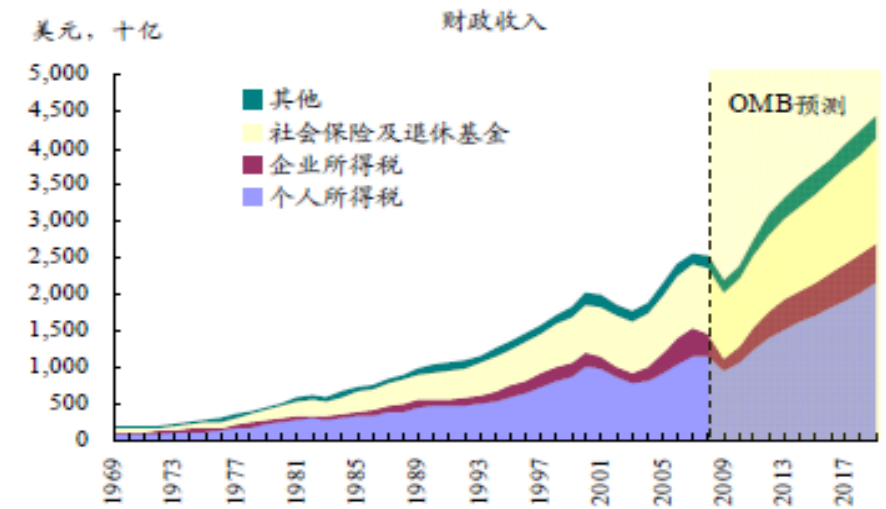
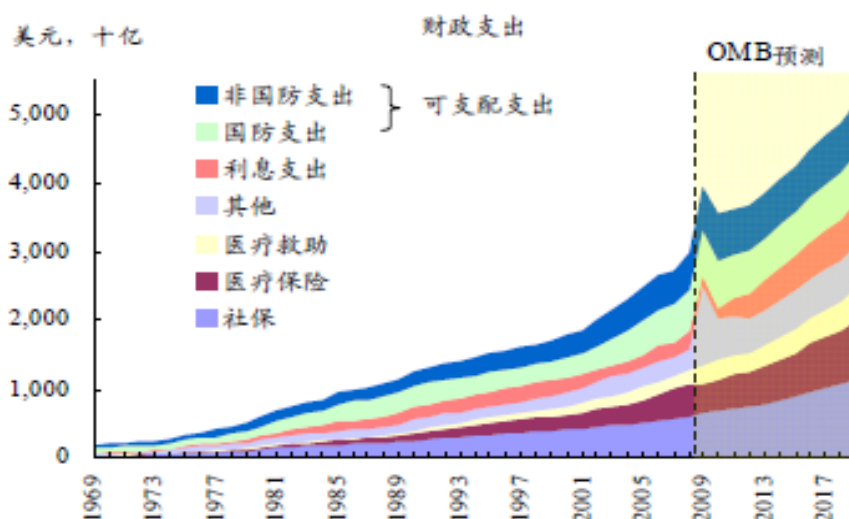


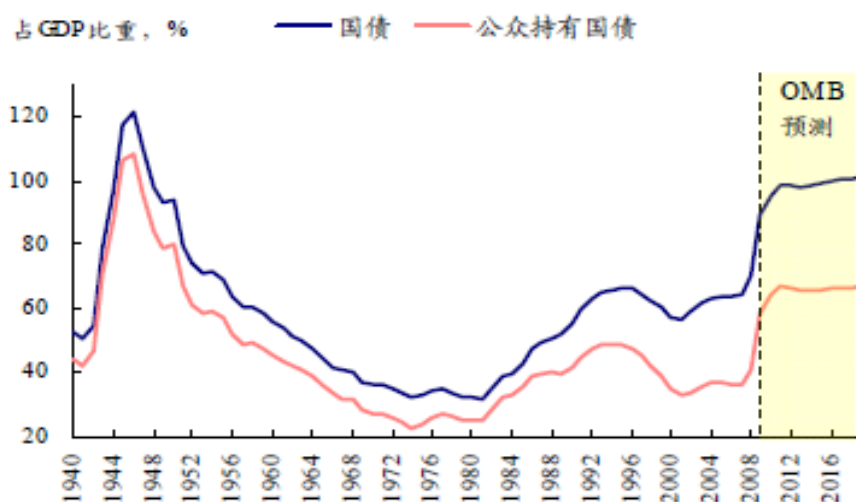
图 5.8: 美国政府的财政支出的增长



比如，铸币税，也就是货币政策往往是首先被采用的。中央银行不是银行业发展的自然产物，而是外部力量强加和政府偏好的结果，在不兑现货币制度下，中央银行扩张高能货币存量是财政收入的直接途径，因此根据财政专家卢麟元（他的博客值得关注）的观点，货币政策仅是财政政策的金融表达而已。政府通过发货币来进行政策操作是普遍的做法，对民众资产的福利损失要比税收要小，因为会产生一个货币幻觉。只有当货币幻觉逐渐消失，并转化成通货膨胀或者货币大幅贬值的情况下，货币政策才会被替代。

发国债进行的财政政策也是一个选择，国债是延期的税收，不过在宏观经济学中将债务看作是一笔财富。地方政府在国内不能发债，未来估计也很难被允许，这会动摇中央集权统治。而国债的投入往往都是大项目，很少被用于国计民生，这也是政府的本质决定的。如果发国债超过安全边界，则该类财政政策也会被替代。比如，如果当年财政预算支出大于预算收入，通常会把预算赤字占 GDP 的比重作为衡量财政风险度大小的指标，比如，09 年预算赤字 9500 亿，就是按照其占当年名义 GDP 比例 3% 来确定的，而 3% 就是所谓的国际通行安全警戒线，说明我国财政政策的宽松度已经用到极致。

图 5.9: 美国政府的国债/GDP



税收政策。由于税收具有强制性，无偿性和固定性的特征，它的修改成本相比其他收入来源来讲最高，对社会民众福利影响最大，因此增加即期税收不会是政府首选的工具，应该算是三选工具，某些税收只能以宏观调控的名义进行，比如物业税或者房产税，资源税等。

对于收费政策来说，规费的收取规模往往与政府的级别成相反的关系，读潜规则和血酬定律你就会深有体会。所以，规费的收取占比会越来越低。

在政府的收益表不能扩张的情况下，政府如果需要解决财力问题，则需要检查自己的资产负债表，权益资本是否足够大也是衡量政府财政能力的一个重要指标。

我国政府的资产负债表是怎样呢？政府掌控的国有资产，应该包括经营性资产、行政性资产和资源性资产三类。根据财政部提供的数据，到 07 年末，不包括金融机构的国有及国有控股企业总资产为 34.7 万亿，07 年末总资产扣除负债和少数股东权益后，国有股东的权益为 11.2 万亿，如果按国际证券市场上平均 1.5 倍的市净率来估算，这些国有资产大概值 16.8 万亿。如果加上 08 年末已上市金融企业中的国有股权市值，约为 4.45 万亿，我国经营性国有资产中属于国有股东的资产价值大约为 21.25 万亿元。至于行政性资产，由于它的公益性，一般是难以进行转让，难以成为政府财政收入的一大来源。相反，由于到 2006 年末事业单位还有 2.06 万亿的负债，实际上构成了政府（主要是地方政府）的隐形负债。这已成为有些地方政府的负担，影响其财力。

资源性资产是政府最大的一块资产，因为我国的土地、江河、森林、矿产资源等完全是国有的，而且，就土地而言，在过去 10 多年中土地批租或拍卖收入已成为地方政府预算外收入的主要来源，成为拉动地方经济发展的一大法宝。随着目前土地拍卖价格的回落，地方政府的财政能力会有所削弱。

表 5.4：2008 年末中国政府资产负债表（万亿）

资产	负债
经营性资产	经营性负债
国有及国有控股企业总资产	国有及国有控股企业负债
1、非金融企业34.7	非金融企业20.2
2、金融（属国有部分按市值估）4.45	行政性负债
行政性资产	其中：事业单位负债总量（06 年末）2.06
事业单位国有资产总量（06 年末）5.96	财政支出6.24
资源性资产	国债余额5.33
土地（粗略估算）50	所有者权益—
矿山及水资源—	其中 1、非金融经营性资产国有股东权益
财政收入6.13	2、金融（属国有部分按市值估）11.2

因此，政府调整其资产负债表无非是：甩掉包袱，以资源性资产为抵押的特别国债，出让专营权或者垄断权等。这涉及产权改变，短期收益最大化的政府在很大程度上倾向于自身掌握着专营权，那可以直接控制财源。出现财务危机，产权改革才会被用来解决财政压力，但是这种变革对于缓解财政压力可能中期产生效果，但是对于经济振兴的作用时滞可能会比较长。比如国九条，新非公三十六条等。

第二节 货币政策与财政政策

最经典和常见的政策就是货币政策和财政政策以及这两种政策的混用。千万注意的是，由于中国采取盯住美元的汇率制度，因此中国的货币政策不仅由中国人民银行决定，还取决于美联储的货币政策，这就是有时候央行货币政策貌似失效的原因。

货币政策指中央银行为实现既定的经济目标（稳定物价，促进经济增长）运用各种工具调节货币供应量和利率，进而影响宏观经济的方针和措施的总合。通过中央银行调节货币供应量，影响利息率及经济中的信贷供应程度来间接影响总需求，以达到总需求与总供给趋于理想的均衡的一系列措施。货币政策分为扩张性的和紧缩性的两种。扩张性的货币政策是通过提高货币供应增长速度来刺激总需求，在这种政策下，取得信贷更为容易，利息率会降低。因此，当总需求与经济的生产能力相比很低时，使用扩张性的货币政策最合适。紧缩性的货币政策是通过削减货币供应的增长率来降低总需求水平，在这种政策下，取得信贷较为困难，利息率也随之提高。因此，在通货膨胀较严重时，采用紧缩性的货币政策较合适。

财政政策是指国家根据一定时期政治、经济、社会发展的任务而规定的财政工作的指导原则，通过财政支出与税收政策来调节总需求。增加政府支出，可以刺激总需求，从而增加国民收入，反之则压抑总需求，减少国民收入。税收对国民收入是一种收缩性力量，因此，增加政府税收，可以抑制总需求从而减少国民收入，反之，则刺激总需求增加国民收入。财政政策也分为扩张性财政政策和紧缩性财政政策两种。扩张性财政政策是指通过财政分配活动来增加和刺激社会的总需求；增加国债、支出大于收入，出现财政赤字来实现；紧缩性财政政策是指通过财政分配活动来减少和抑制总需求。

财政政策的手段主要包括税收、预算、国债、购买性支出和财政转移支付等手段。货币政策调节的对象是货币供应量，即全社会总的购买力。运用货币政策的主要手段包括：控制货币发行；控制和调节对政府的贷款；推行公开市场业务；改变存款准备金率（中央银行通过调整准备金率，据以控制商业银行贷款、影响商业银行的信贷活动）；调整再贴现率（再贴现率是商业银行和中央银行之间的贴现行为，调整再贴现率，可以控制和调节信贷规模，影响货币供应量）；选择性信用管制（对特定的对象分别进行专项管理，包括：证券交易信用管理、消费信用管理、不动产信用管理）；直接信用管制（中央银行采取对商业银行的信贷活动直接进行干预和控制的措施，以控制和引导商业银行的信贷活动）。

财政政策与货币政策在实践中往往要配合使用。财政政策与货币政策的配合使用，一般有四种模式：

1、扩张性的财政政策和扩张性的货币政策，即“双松”政策

松的财政政策和松的货币政策能更有力的刺激经济。一方面通过减少税收或扩大支出规模等松的财政政策来增加社会总需求，增加国民收入，但也会引起利率水平提高。另一方面通过降低法定准备金率、降低再贴现率、买进政府债券等松的货币政策增加商业银行的储备金，扩大信贷规模，增加货币供给，抑制利率的上升，以消除或减少松的财政政策的挤出效应，使总需求增加，其结果是可在利率不变的条件下，刺激了经济，并通过投资乘数的作用使国民收入和就业机会增加。这样可以消除经济衰退和失业，比单独运用财政政策或货币政策更有缓和衰退、刺激经济的作用。扩张性的财政政策和扩张性的货币政策搭配所适用的经济初始状态是：（1）存在比较高的失业率；（2）大部分企业开工不足，设备闲置；（3）大量资源有待开发；（4）市场疲软、没有通胀现象；（5）国际收支盈余过多。在此状态下，这种搭配模式一方面会刺激对进口产品的需求，减少国际收支盈余，另一方面对推动生产和降低失业率有促进作用。这种模式能够短时间内提高社会总需求，见效迅速，但运用时应谨慎，如果掌握的尺度不好会造成通货膨胀的危险。

2、紧缩性的财政政策和紧缩性的货币政策，即“双紧”政策

当经济过度繁荣,通货膨胀严重不足时,可以把紧的财政政策和紧的货币政策配合使用。这就是说通过增加税收和减少政府支出规模等紧的财政政策压缩总需求,从需求方面抑制通货膨胀。而利用提高法定存款准备金率等紧的货币政策增加商业银行的准备金,会使利率提高,投资下降,货币供给量减少,有利于抑制通货膨胀,同时,由于紧的财政政策在抑制总需求的同时会使利率下降,而通过紧的货币政策使利率上升,从而不使利率的下降起到刺激总需求的作用。其结果可在利率不变的情况下,抑制经济过度繁荣,使总需求和总产出下降。实施紧缩性的财政政策和紧缩性的货币政策搭配的初始状态是:(1)、经济处于高通货膨胀;(2)、不存在高失业率;(3)、国际收支出现巨额赤字。削减总需求一方面有利于抑制通货膨胀、保证货币和物价的稳定,另一方面有助于改善国际收支状况,减少国际收支赤字。但是,这一模式如果运用不当往往会造成经济停滞的后果。

3、扩张性的财政政策和紧缩性的货币政策

这种政策组合的结果是利率下降,总产出的变化不确定。具体说来这种模式在刺激总需求的同时又能抑制通货膨胀,松的财政政策通过减税、增加支出,有助于克服总需求不足和经济萧条,而紧的货币政策会减少货币供给量,进而抑制由于松的财政政策引起的通货膨胀的压力。实施扩张性的财政政策和紧缩性的货币政策搭配适宜的条件是:(1)、经济停滞不前,甚至衰退;(2)、社会总需求不足;(3)、物价稳定,没有通货膨胀迹象;(4)、失业率高;(5)、国际收支赤字。在这种条件下,用松的财政政策来拉动内需,对付经济衰退,用紧的货币政策来减少国际收支赤字,调节国际收支平衡,从而有助于促进宏观经济的内外均衡。

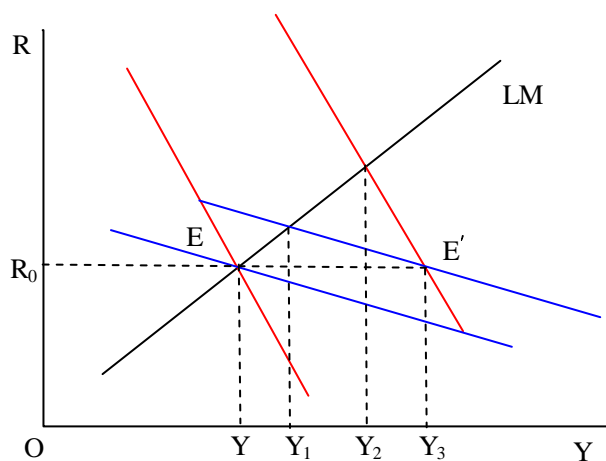
4、紧缩性的财政政策和扩张性的货币政策

同扩张性的财政政策和紧缩性的货币政策相反,这种政策组合的结果是利率上升,总产出的变化不确定,一方面,通过增加税收,控制支出规模,压缩社会总需求,抑制通货膨胀;另一方面,采取松的货币政策增加货币供应,以保持经济适度增长。实施紧缩性的财政政策和扩张性的货币政策搭配的适宜条件是:(1)、经济过热;(2)、物价上涨、通货膨胀;(3)、社会失业率低;(4)、国际收支出现过多顺差。在此状态下,采取紧缩性的财政政策和扩张性的货币政策的配合是适宜的,前者可以用来对付通货膨胀,后者可用来减少过多的国际收支盈余(通过刺激进口和以低利率刺激资本流出),从而有助于促进宏观经济的内外均衡。

可以看出,上述四种组合各有特点,在现实生活中,这四种政策搭配与选择是一个很复杂的问题。采取哪种形式,应视当时的经济情况而定,灵活、适当运用。并且对证券市场的影响也根据第三和第四章的逻辑来分析。

关于双政策的论述,可以参见各类宏观经济政策的教科书,以及实时的宏观经济政策分析报告。**IS-LM**的分析,是宏观经济政策的理论基础。比如,**LM**形状不变,**IS**形状对财政政策效果的影响中,如果**IS**陡峭,移动**IS**曲线,政策效果大,如果**IS**平缓,移动**IS**曲线,政策效果小。我国的**IS**曲线与**IS-LM**模型的描述没有明显的不同,只是更加陡峭一些而已,之所以如此,重要原因在于我国投资的利率弹性比较小,储蓄水平相对较高。政府投资、包括国有企业的投资还是我国投资的主要部分。这两部分投资在很大程度上受政府宏观调控目标的影响,所以对利率的反应不敏感,这决定了投资曲线**I**陡峭。另一方面,我国居民的储蓄倾向较高,导致边际消费倾向较低。

图 5.10: IS 曲线的陡峭度对政策的效果程度



对于货币政策来说，难点在于理解传导机制和把握政策时滞。货币政策传导机制，是指货币政策工具实施以后，通过什么途径传递使最终目标发生预期的显著的变化，传导机制非常复杂，一般通过以下机制来传导：

利率传导渠道：传统宏观经济学模型的主要思想，即利率上升将增加资本成本，因此将推迟消费者的消费行为以及减少投资。

财富传导渠道：根据生命周期模型，居民财富是决定消费行为的一个关键性因素，政策性引致的利率上升造成了长期资产（股票、债券、房产等）的贬值，造成居民财富缩水并减少消费。**狭义信贷渠道：**减少货币供应即减少银行贷款，居民及企业融资都将受到压制，从而减少总需求。

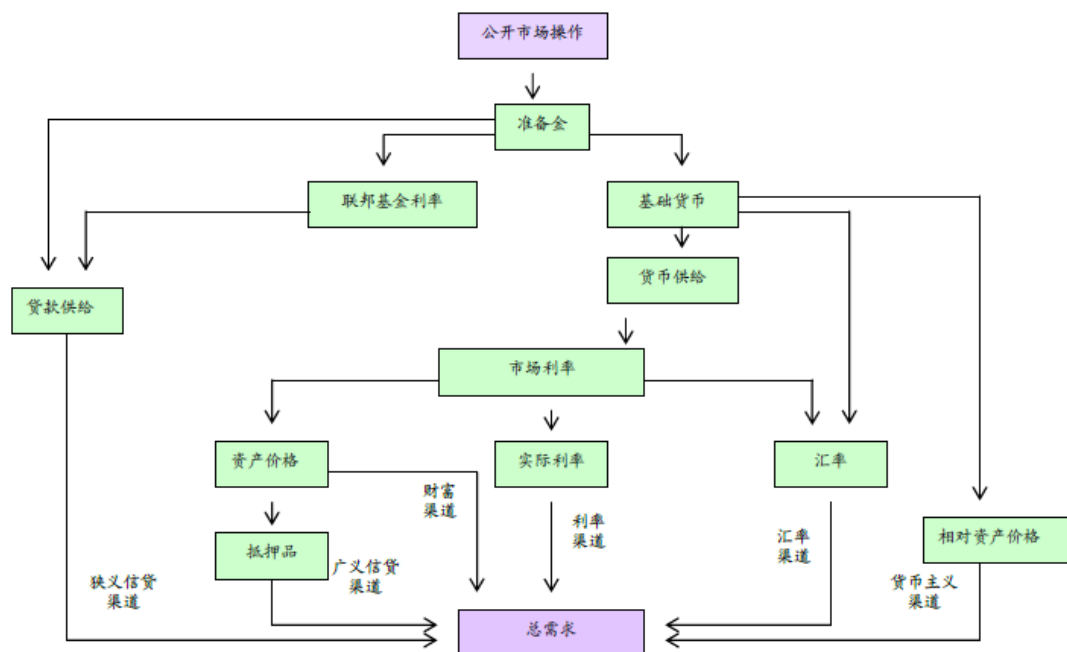
汇率传导渠道：汇率渠道是传统开放经济模型的一个主要因素，本国汇率上升将降低净出口数量，从而减少总需求。

货币主义传导渠道：货币主义者指出利率仅仅是改变投资组合中资产的相对价格，从而对总需求产生影响。

信贷渠道：某种(扩张或紧缩)货币政策的实施，会改变授信条件，以至影响信贷规模，从而影响经济增长。

社会预期：人们根据货币政策工具的变化对未来的经济形势进行预测，调整自己的行为，结果导致货币政策最终目标的变化。

图 5.11：货币政策传导机制



货币政策时滞也难以度量。对于某一项货币政策行动的外部时滞，一般只应说该政策行动在（比如）4 个月后产生了 30% 的效应，12 个月后产生了 60% 的效应，18 个月后则全部产生效应。80 年代中期以来，中国经济学界和政府部门开始研究中国货币政策的时滞问题。经常被提到的时滞主要有：贷款-现金发行时滞。一般认为，从贷款规模变动到货币供应量 M0（现金）发生变动，平均须经 6 个月左右。货币供应-经济增长时滞。一般认为，从货币供应发生变动到经济增长率和（或）物价上涨率发生变化，平均须经 9~10 个月。

货币政策有多个手段，在不同时间，央行采取不同的政策，或许投资者知道什么是正确的政策，但是最重要的还是分析央行出了政策后对证券市场的影响。

表 5.5：金融货币政策的综合运用

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
调整准备金率	+	+	0	0	0	-	-	0	-	-	+	0	0
调整利率	+	+	0	0	+	0	-	0	-	-	+	0	0
调整汇率	-	+	-	-	-	+	-	-	-	-	-	+	-
道义劝说	+	+	-	+	+		-	-	-	-			
控制信贷总额	+	+	-	+	+		-	-	-	-	-	+	-
房地产贷款条件	+	+	+	+	+		-	-	-	-	+	+	-

注：其中：“+”表示“松”，“-”表示“紧”，“0”表示当年没有调整

表 5.6：存款准备金率的历年调整情况

次数	时间	调整前	调整后	幅度
30	2010 年 5 月 10 日	14.5%	15%	0.5%
29	2010 年 2 月 25 日	14%	14.5%	0.5%
28	2010 年 1 月 18 日	13.5%	14%	0.5%
27	2008 年 12 月 25 日	14%	13.5%	-0.5%
26	2008 年 12 月 5 日	16%	14%	-2%
25	2008 年 10 月 15 日	16.5%	16%	-0.5%

24	2008 年 9 月 25 日	17.5%	16.5%	-1%
23	2008 年 6 月 25 日	17%	17.5%	0.5%
22	2008 年 6 月 15 日	17%	17.5%	0.5%
21	2008 年 5 月 20 日	16%	16.5%	0.5%
20	2008 年 4 月 25 日	15.5%	16%	0.5%
19	2008 年 3 月 25 日	15%	15.5%	0.5%
18	2008 年 1 月 25 日	14.5%	15%	0.5%
17	2007 年 12 月 25 日	13.5%	14.5%	1%
16	2007 年 11 月 26 日	13%	13.5%	0.5%
15	2007 年 10 月 25 日	12.5%	13%	0.5%
14	2007 年 9 月 25 日	12%	13%	0.5%
13	2007 年 8 月 15 日	11.5%	12%	0.5%
12	2007 年 6 月 5 日	11%	11.5%	0.5%
11	2007 年 5 月 15 日	10.5%	11%	0.5%
10	2007 年 4 月 16 日	10%	10.5%	0.5%
9	2007 年 2 月 25 日	9.5%	10%	0.5%
8	2007 年 1 月 15 日	9%	9.5%	0.5%
7	2006 年 11 月 15 日	8.5%	9%	0.5%
6	2006 年 8 月 15 日	8%	8.5%	0.5%
5	2006 年 7 月 5 日	7.5%	8%	0.5%
4	2004 年 4 月 25 日	7%	7.5%	0.5%
3	2003 年 9 月 21 日	6%	7%	1%
2	1999 年 11 月 21 日	8%	6%	-2%
1	1998 年 3 月 21 日	13%	8%	-5%

在中国，因为体制原因，经济活动对利率并不敏感。比如，正常情况下，对企业来说，降息意味着企业借贷资金成本的下降。在一个较低的利率水平下借款，如果未来的利率走势呈上升趋势或企业相对盈利水平提高，都给借款人提供了一个隐含的借款收益。从这一点上说，企业在降息政策出台后都乐于向银行借款，这是一般规律。中国的情况却有某种特殊性，很多国企和民企资金严重短缺，但是许多商业银行都不愿意向它们放款，对于它们来说，紧迫的问题是贷款的可得性和量而不是资金成本的高低。

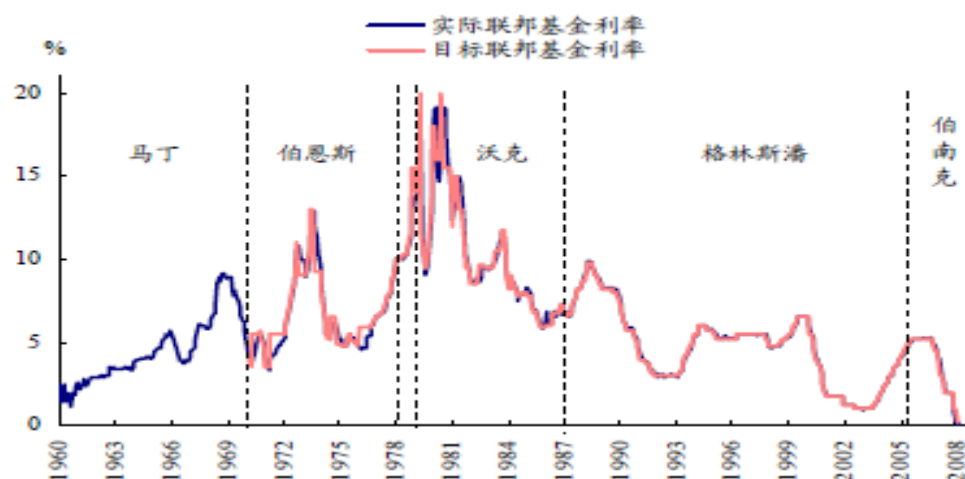
在国企中还有相当一部分经济效益较好或很好的单位，还有数量较为可观的国资或国资控股上市公司，对这些企业来说，它们并不很依赖银行贷款，因为这类企业中经济效益好的，自有资金大多都很充裕；如果是上市公司，还可以通过配股或增发新股等手段不断从证券市场拿到大量的、没有还款付息压力的永久性营运资金。所以，效益好的国企或上市公司与银行的关系几乎是颠倒的。另外，非国有企业在借贷市场是受到严重歧视的，银行体系也有信贷的偏好性。

扩张内需政策目标下所要刺激的投资支出定义为生产性、经营性投资支出而不是包括金融工具投资支出含义在内的“泛投资支出”，那么我们会发现，这种投资支出的政策动员对象并不是那些在银行储户中占很大比例的资金所有者，有能力有资金的民营企业企业家。这些人的投资意愿并不取决于银行存款利率的高低，而是取决于稳定的制度、政策背景，取决于预期投资收益以及投资创业或企业发展过程中的信贷资金的可得性。结合中国的宏观制度安排，比如汇率制度，可见，利率政策具有一定的低效性。

表 5.7: 央行历次调整利率的时间和幅度

	调整时间	调整内容
17	2008 年 12 月 23 日	一年期存款基准利率下调 0.27 个百分点
16	2008 年 11 月 27 日	一年期存款基准利率下调 2.58 个百分点
15	2008 年 10 月 30 日	一年期存款基准利率下调 0.27 个百分点
14	2008 年 10 月 9 日	一年期存款基准利率下调 0.27 个百分点
13	2008 年 9 月 16 日	一年期存款基准利率下调 0.27 个百分点
12	2007 年 12 月 21 日	一年期存款基准利率上调 0.27 个百分点
11	2007 年 9 月 15 日	一年期存款基准利率上调 0.27 个百分点
10	2007 年 8 月 22 日	一年期存款基准利率上调 0.27 个百分点
9	2007 年 7 月 21 日	一年期存款基准利率上调 0.27 个百分点
8	2007 年 5 月 19 日	一年期存款基准利率上调 0.27 个百分点
7	2007 年 3 月 18 日	一年期存款基准利率上调 0.27 个百分点
6	2006 年 8 月 19 日	一年期存款基准利率上调 0.27 个百分点
5	2006 年 4 月 28 日	金融机构贷款利率上调 0.27%，到 5.85%
4	2005 年 3 月 17 日	提高了住房贷款利率
3	2004 年 10 月 29 日	一年期存款利率均上调 0.27 个百分点
2	1993 年 7 月 11 日	一年期定期存款利率 9.18% 上调的 10.98%
1	1993 年 5 月 15 日	各档次定期存款年利率平均提高 2.18%； 各项贷款利率平均提高 0.82

图 5.12: 美联储对基准利率的理念调整



这里有必要回顾两次货币政策的分析，一次是 2005 年-2008 年的紧缩政策，一次是 2008 年第四季度的放松政策。

在 2008 年第四季度，我就认为政府一定会采取积极的货币政策，并且这个政策会非常有效，主要理由是银行体系没有出问题很健康，外部美联储中短期不会干扰中国的货币政策，大家都会心齐的一起刺激，另外就是根据之前分析的政府代理人问题，四大行一定会响应政府号召。股市对货币政策非常敏感，因此 2008 年第四季度市场一定会见底。

实际上，刚开始，四大国有银行对经济下行的反应曾经和其他银行一样：收缩业务。央行从 2008 年 9 月开始逐步放松对信贷规模的控制，银行作为一个整体却一度收缩贷款。

新增贷款在 2008 年 9 月是 3500 亿元，10 月陡降至 1800 亿元。

2009 年 1 月之所以会出现创纪录的贷款井喷，部分归于年初效应。年初效应均匀作用于各家银行。在 1.62 万亿元新增信贷中，四大行贡献了 7667 亿元（工行和建行各自贡献了 2500 亿元以上），13 家股份制商业银行贡献了 4985 亿元新增贷款。贷款井喷的另一个原因是政策干预。其实干预的效果早在 2008 年的最后两个月就显现出来。2008 年 11 月贷款增幅为 4769 亿元，12 月达到 7400 亿元。贡献主要来自四大行。四大行在 1 月底和 3 月底集中发放贷款的行为也显示出急于做大数字、完成任务的动机。

2009 年 2 月和 3 月的贷款增长显示四大行是这一轮信贷增长的领头羊。四大行的贷款增幅 2 月份小幅下降到 5510 亿元，3 月大幅增长到 9943 亿元；同期 13 家股份制商业银行的贷款增长幅度分别为 2732 亿元和 4061 亿元。两类银行的贷款增幅相差一倍以上。四大行的扩张能力已经运用到极致。

过度宽松的货币政策在二季度已经发生了具有中国特色的微调，对四大行的干预也随之转向。一季度信贷数据公布之后，人民银行网站刊登了央行副行长易纲撰写的《坚定不移地落实好适度宽松的货币政策》一文，指出“金融危机情况下的货币信贷较快增长利大于弊”。随后公布的《一季度货币政策执行报告》表达了同样的态度。然而一个月后，货币政策“口头上没有变，但实际上已经在收缩”。周小川说，货币政策可以根据需要微调。有些国有银行已口头要求分支行严格执行信贷投放标准、平缓放贷。因此，四大行的贷款增速从二季度开始降低，四五两个月仅略高于 2200 亿元。

但是羊群效应使股份制商业银行模仿四大行成为扩张性货币政策的传导机制。股份制银行接过扩张接力棒。在 09 年二三季度，股份制商业银行填补四大行收缩后空出的市场。四大行一季度的贷款井喷对其他银行产生了挤出效应。而为了维持市场份额和经营收入，其他银行注定要奋起直追。经济低迷让股份制银行谨慎贷款，但四大行的示范作用解除了他们的警惕，因此四五两个月的信贷增长总量还是达到了 5918 亿元和 6645 亿元。

不过，由于利益集团的干扰，最终信贷的获得具有不平等性，还是按照奥地利学派的观点，最终可以判断，这一轮不谨慎的信贷扩张一定会有后遗症，比如银行需要从市场再融资吸收市场流动性，并且可能要消化一定的坏账，影响下一次积极货币政策的效果。

同样，由于固定汇率制度，中国有时候，货币政策效果会很差，需要很长时间才能起作用。比如 2005-2008 年的紧缩货币政策。期间央行采取了众多措施，但是政策时滞很长。

1、大幅度提高利率。2005 年中央银行没有对人民币利率进行调整；2006 年两次上调金融机构贷款基准利率，由 5.58% 提高到 6.12%。一次上调金融机构一年期存款基准利率由 2.25% 提高到 2.52%；2007 年中央银行五次上调金融机构人民币存贷款基准利率，一年期存款基准利率由 2.52% 上调到 4.14%。一年期的贷款基准利率由 6.12% 提高到 7.47%。

2、频繁提高存款准备金率。2005 年中央银行调整金融机构在人民银行的超额准备金存款利率，由现行年利率 1.62% 下调到 0.99%，法定准备金存款利率维持 1.89% 不变；2006 年三次上调存款类金融机构人民币存款准备金率各 0.5 个百分点，调高到 9%；2007 年中央银行 10 次上调存款类金融机构人民币存款准备金率，前九次每次上调 0.5 个百分点，第十次上调 1 个百分点，到 2007 年底执行 14.5% 存款准备金率；2008 年 1 月 16 日和 3 月 18 日中央银行又两次上调存款类代写论文金融机构人民币存款准备金率，各 0.5 个百分点。

在我国存在巨额超额存款准备金的条件下，依靠提高法定存款准备金率来收缩货币扩张的效应是有限的，多次提高法定存款准备金率，只是使超额准备金对应减少，很难对经济运行中的货币供应量产生实质性影响。所以，存款准备金率的上调只是冻结了部分商业银行超额准备，从而在一定程度上抑制金融体系内过剩的流动性，对整体经济没有太显著的影响。而且随着存款准备金率的一再创出新高，中央银行利用该货币工具收紧货币供给的空间也越来越狭窄。

3、多次大规模发行央票。2005 年中央银行四次发行农村信用社改革试点专项中央银行票据，总额达 1237 亿元；向工行发行 4587.9 亿元专项中央银行票；2006 年对农村信用社发行专项中央银行票据，总额度为 56.66 亿元，同时开始兑付 94.58 亿元，相当于增加货币供给量 37.92 亿元，中央银行采用中央票据回笼货币的压力和成本开始表现出来；2007 年继续兑付农村信用社专项票据，总额达 691 亿元；并于 2007 年 8 月 29 日，从境内商业银行买入财政部发行的第一期 6000 亿元特别国债，支持了扩张的财政政策；12 月 20 日，对新疆自治区辖内 41 个县（市）农村信用社发放专项借款 7 亿元，致力于我国经济发展结构失衡问题。

中央银行票据的大规模发行会造成货币供给的增加，这是因为中央银行票据只是推迟了货币的投放，在票据到期还本付息时，中央银行要么投放货币，使货币供给增加，要么增发新票据来偿还旧票据，虽然当时货币供给不增加，但是总的票据发行量增加了。滚动到期的中央银行票据需要还本付息，此时还是会使货币供给大幅增加。这说明在流动性过剩的情况下，需要谨慎地发放中央银行票据，以免在流动性过剩有所改善时，累积的中央票据到期需集中偿还，被动的大幅度增加货币供给，导致下一轮的流动性过剩。

4、加快人民币汇率市场化。2005 年是人民币汇率市场化成效显著的一年，人民币汇率从 7 月 21 日的 8.1100 升值到年末的 8.0702，市场化历程如下：5 月 18 日，批准银行间外汇市场正式开办外币买卖业务；同日，中国外汇交易中心推出八对外币买卖业务。7 月 21 日，发布自 2005 年 7 月 21 日起，开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度；自 2005 年 7 月 21 日 19:00 时，美元对人民币交易价格调整为 1 美元兑 8.1100 元人民币，作为次日银行间外汇市场上外汇指定银行之间交易的中间价。9 月 23 日，扩大银行间即期外汇市场非美元货币对人民币交易价的浮动幅度到上下 3%；美元现汇卖出价与买入价之差不得超过交易中间价的 1%；现钞卖出价与买入价之差不得超过交易中间价的 4%，银行可在规定价差幅度内自行调整当日美元挂牌价格。另外，还取消了银行对客户挂牌的非美元货币的价差幅度限制。2007 年 5 月 18 日，中央银行再一次放宽人民币汇率浮动范围，自 5 月 21 日起将银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价日浮动幅度由千分之三扩大至千分之五。8 月 17 日，发布通知，允许在银行间外汇市场开办人民币兑美元、欧元、日元、港币、英镑五个货币对的货币掉期交易，为企业和居民提供了更全面灵活的汇率、利率风险管理工具。

最终，货币政策起作用，但是累计的政策效用几何级数叠加，对证券市场造成冲击。

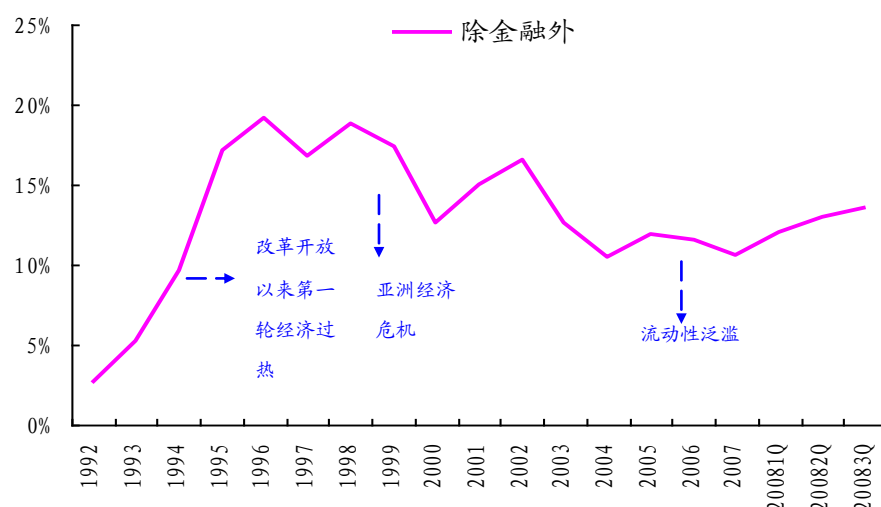
另外，除了货币政策对经济增长、通货膨胀和流动性的影响外，货币政策的利率因素对于上市公司业绩也有重要影响。我们用（1-利润总额/息税前利润）衡量企业的利息负担。08 年三季度，除金融外上市公司整体的利息负担为 14%。

从历史上看，上市公司利息负担的变化都与宏观调控密切相关。92 年到 96 年，企业利息负担经历了一个大幅增长的过程，96 年更是达到接近 20% 的历史高点。这是因为 92 年邓小平南巡讲话后，各地经济发展迅速，到 1993 年，由于投资急剧膨胀，特别是全国掀起了一股房地产热和开发区热，全社会固定资产投资同比增长 61.8%，商品零售价格同比上涨 13.2%，居民消费价格同比上升 14.7%。到 1994 年，商品零售价格同比上涨 21.7%，创下新中国成立以来的最高纪录，出现了改革开放以来最严重的通货膨胀。为了抑制经济过热，1993 年下半年，中央针对固定资产投资增长过快，采取了带有严厉行政色彩的信贷控制措施。1996 年开始，国家实行逐渐宽松的货币政策，特别是亚洲金融危机后，国家积极的货币政策有效降低了上市公司的利息负担。2002 年后，随着经济周期的上行，而国家货币紧缩政策的缓行，企业利息负担进一步降低。直到 08 年开始上市公司利息负担有所加重，这同样与 07 年年尾开始的持续紧缩的货币政策下的加息周期有关，期间政府共加息 12 次。

由于次贷危机以及经济周期下行，预计我国会继续实行宽松的货币政策，因此上市公司

实际利息负担可能逐渐减轻，我们认为未来会降至 07 年 11% 的水平。

图 5.13: 上市公司的利息负担与宏观调控密切相关



同样，积极的投资政策可以给企业，特别是上市公司带来收入，而税收政策的变化则直接关乎政府和企业的利益分配问题。我们用（1-归属母公司净利润/利润总额）来衡量上市公司的实际所得税水平。08 年三季度全部 A 股实际所得税率为 25%，除金融外上市公司实际所得税率为 28%。从历史上看，92 年至 02 年我国上市公司实际所得税水平持上升状态，而 02 年以后实际所得税负进入下行通道。

期间我国进行了三次比较大的税制改革。第一次是在 93 年实行的分税制改革，地方政府为提高财政分成而抬高税收基数，导致税负有所提高；第二次是在 2002 年所得税改为中央与地方共享税，中央与地方各得 50%，这一政策的调整，使得上市公司无法再得到变通的返税，实际所得税率明显提高。第三次大规模税收改革出现在 2008 年，法定税率从 33% 降为 25%。此外，2009 年 1 月 1 日实行增值税转型改革。一系列税收制度的变革说明本轮税制改革的重要内容已基本完成，未来出金融外上市公司实际税率可能存在略微下降的空间，但是空间很小。因此不像过去几年，未来税负水平变化对中国上市公司 ROE 提高非常有限。

图 5.14: 92 年以来上市公司所得税经历了三次比较大的改革

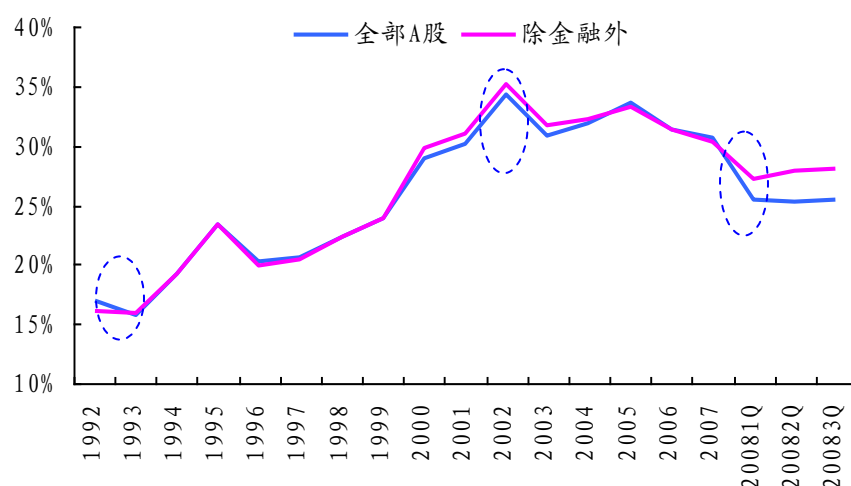
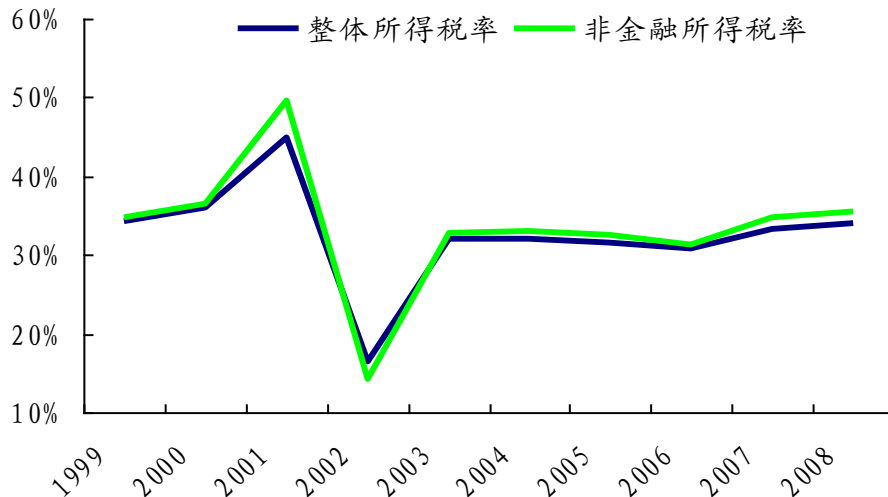


图 5.15: 标普 500 公司 08 年实际所得税率为 34%



反思宏观经济政策的后果

政策短期可以刺激经济，但是却存在后遗症。肆无忌惮的宽松货币政策短期效果特别明显，对经济增长率、就业水平等都会产生立竿见影的影响。但是，长期“服用”必将产生很多不良后果，并且激进的货币政策造成的短期繁荣也定会以衰退而告终。这些不良后果包括：

1、财富分配的扭曲

大量印钞票进入市场是不均匀的，必然导致分配上的扭曲，谁获得货币谁获益，而工资受到契约的限制，其变动总是落后，所以工资收入者的实际收入相对货币供应将会减少。

2、降低了自愿储蓄

由于各国货币当局致力于货币利率的控制，特别是发展中国家的实际利率几近于零，甚至为负。这时人们手中的货币便不再作为储蓄流入银行，而是被用于各种实际商品的消费、购置贵金属和不动产，以及国外资产和国外通货等非生产性投资。这样，生产性资金将会减少，企业生产性资金短缺现象一般都比较严重。

3、投资无效率

利率低就意味着获得资金的成本低，这样，人们便不再将它视为一种稀缺的生产要素，利率作为价格体系的一部分，也就无法实现其应有的有效配置资金的功能。

在资本市场无法吸引自愿储蓄的情况下，当利率很低时，要满足企业的巨大的投资需求，保持一定的经济增长水平和就业水平，政府只能求助于更大规模的流动性供给。这将导致更大规模的资金无效率使用，最终信用体系将遭到破坏，使整个经济结构普遍带有一种扭曲的、非均衡的性质，经济运行将逐渐走向紊乱。

4、扭曲资本结构，增加社会总体风险

以米塞斯和哈耶克为代表的奥地利学派对过度宽松货币政策所导致的投资行为扭曲的分析颇有特色，他们是从投资的时期结构以及经济运行的总体风险这个角度来展开分析的。其理论核心是，货币和信用扩张会扭曲市场利率，发出错误的价格和利润信号，会误导企业家；进而导致资源向错误方向流动，资本配置失当，储蓄与投资失衡，导致经济行为主体的生产和消费计划的错误匹配，诱导企业家们从事本来不会有利润的经营活动。信用扩张导致的资本结构的扭曲首先表现为“过度繁荣”(boom)，然后，随着生产的时间形态调整到经济的储蓄和消费的真实形态，又表现为“紧缩”(bust)。

导致严重通货膨胀的极度宽松的货币政策往往导致王朝兴衰，这样的历史案例数不胜数。这里举一个日本的王朝兴衰史。

说的是日本德川幕府史。打游戏看漫画的人都知道德川幕府第一任将军是德川家康，

不仅开创了自己的时代，并且是个非常善于理财的人，德川家康通过垄断进出口贸易、独占矿山、征收各大名的徭役使得德川家康将军家里很有钱（当然也可以理解为国库有钱）。好景不长，第三代将军是德川家光，名不虚传，几乎把家里败光。从花销上，德川家光被认为是名君，喜欢动不动就巡游，要成为名君称号，自然是银子撒了很多，对于与京都和各地大名的斗争，德川家光喜欢用金钱来诱之以利，结果大量金钱有借无还。另外，垄断对外贸易，但是没有商人的量入为出约束，导致大量进口奢侈品，却想不出出口什么，结果造成巨额贸易顺差，金银大量外流。

从收入来看，已发现矿山很快就开采告罄，那个时候地质学家不多，贵金属本位制度出现致命弱点，货币供应量受到金属开采量的严重制约。

家光时代并没有出现大的危机，因为德川家康留下来的财产被家光挥霍的源源不断流入市场，这好比幕府暂时性充当了中央银行的角色，成为整个经济的最后贷款人（给京都和大名），并且以一家之财力向经济体系注入货币供应量，经济还算繁荣——通缩繁荣。

第四代将军德川纲吉继位时，幕府金库已经没钱了。开始出现严重通货紧缩和经济衰退的苗头。

好在纲吉也不是笨蛋，重用大臣荻原重秀的“现代货币理论知识”，轻松解决了危机。很简单，采取回收货币，予以重铸，改变货币的金银含量。这就是金本位时代的货币政策。通过此政策增加货币供应量带动经济增长，解决财政危机。

强制回收所有货币，重铸后纯度下降一半。幕府爆赚 600 万两金币。同时货币供应量十年时间扩张一倍，解决了通货紧缩和财政危机。

荻原重秀自豪的说：“通货此物，赖政府信用而畅行矣。苟信而立，则何必铸金，虽瓦土可谓货币也”。

这实际上道出了现代 fiat money 制度的本质。政府信用毕竟是虚无之物，而立得起来，说到底还是需要货币本身有一个可以依赖的本位作为价值的本源。古代金本位制度下，货币的价值自然而然的来自贵金属，无需政府去立信用。但如果要实行“赖政府作用而畅行”的 fiat money 制度，政府就必须要选择一种既能大致准确反映整体经济状况，又没有贵金属供应量约束性太大的缺点的商品或商品组合来作为货币的本位，以其价值作为货币价值的来源。所谓政府的信用，并不是货币的本位或价值来源，而只是保证货币与其本位之间的比例稳定的承诺。

当时，日本社会的财富主要体现为大米，交税吃饭和民间比富都以此为标的。由于德川家康时代以来，社会稳定，社会财富和经济持续增长（表现为大米产量的增长），并且速度要高于金银供应的增长（还因为逆差而大量外流）。结果家光后期开始出现通缩，但还算繁荣（财富在增加，货币在减少）。——金本位无法适应社会经济快速增长的毛病暴露无遗，这跟西方世界进入工业化大生产后，金本位无法维持下去，本质上类似。

假如，当时重秀明白 fiat money 制度，发行的货币盯住大米，看着大米产量的增长来调整货币的成色，从而也就调整着货币供应量，那么他会成为伟大的现代中央银行家，这相当于根据 GDP 增长来调控银根的货币政策。

可悲的是，幕府将军没有这个现代货币理论知识，他的动机是通过通货膨胀来掠夺社会财富。由于财政增收来得容易，幕府的挥霍更变本加厉。几年以后，发生大歉收和大地震，社会财富减少，但是将军采取的是加大货币发行策略。于是出现严重通胀，民不聊生，前几年繁荣的经济泡沫破灭，财政危机不仅没有解决，反而更加严重，最终这成为幕府统治衰落的转折。德川纲吉成就日本独断专行、骄奢淫逸的昏君之恶名。

社会经济与财富的增长源泉是生产要素的增加、技术的进步，货币政策只是从旁协助，而不可能喧宾夺主地长期主动带动经济增长。过度的支出消费，无论是通过印刷钞票，还是间接的通过举债融资，都只能短期利用尚未被认识的通胀来取巧，最终得以社会财富来填补。

如果政策过度，只能导致王朝衰落。

同样，依靠投资的积极财政政策问题也很多。1998 年和 2008 年政府都采取积极的财政政策，但是对比两次财政政策，事后专家的总结出乎意料的有一致性，比如 1998 年之后，有专家总结：积极财政政策的实施虽然取得了明显的成效，但政策的作用效果同我们的预期仍存在一定程度的反差，这说明积极财政政策在其决策及实施过程中客观上仍面临着一定的风险。导致政策风险的原因主要有：首先，就积极财政政策的目标而言，集中在拉动经济的年度增长上，对国民经济可持续发展关注不够。其次，在分析经济增长速度连年下滑的原因时，认为是内需不足造成的，因而拉动经济增长的政策着力点只是放在扩大内需上，而对社会供给方面存在的问题缺乏充分的认识和应有的重视。再次，在政策工具的选择方面，主要是通过增发国债、扩大财政支出规模来扩大内需，带动经济增长，其他政策工具很少使用，不同的财政政策工具之间缺乏有机配合。第四，在经济增长速度已经开始回升的情况下，我国财政政策的重点仍然放在扩大需求上，而没有适时地进行战略上的转移，财政政策显得严重滞后。第五，在处理财政政策作用和市场机制作用的关系方面，片面强调前者的作用，而忽视后者的作用，没有摆正财政政策在市场经济中的地位和作用，致使财政政策的力度偏大，财政风险尤其是国债风险进一步加大。第六，积极财政政策没有体现其应有的公平性，而是过于向国有经济倾斜，对其他所有制经济存在明显的歧视，尤其是在财政投入方面。这不符合市场经济的要求，不利于经济增长目标的实现。第七，由于层层截留、挪用，据估计，约有 20% 的国债资金不能到位，致使通过国债投资项目拉动经济增长大打折扣。

通过投资来推动的 GDP 增长，短期可以带动经济增长，但是最终必然导致居民收入差距的拉大，必然会导致社会保障的缺失和巨大的资源浪费，同时也是寻租行为屡禁不止的主要原因。因此，积极的财政政策的支出，应尽可能地用于社会保障、医疗卫生和教育等与民生直接相关的领域。但是这又缺少制度安排。从其他国家经验来看，最终自下而上的社会运动才会改变以投资为导向财政支出政策。

依靠投资的积极财政政策，只能缓冲经济下行的短期痛苦，但是如果经济真了出现问题，比如大周期性质的下行，要么是经济体出现结构性矛盾导致的经济下滑，依靠投资的积极财政政策只会导致更多问题，政府遇到上述经济下行情况，应该着手的是改革经济体的结构性矛盾。一个很好的例子是又是日本，只不过这次是现代日本。1974 年石油危机后，日本积极调整经济体的结构性矛盾，几年公司经济转型的势头就出现，而 1990 年后，日本政府没有认识到结构性问题，仅是通过积极的财政政策修路建桥，结果是建筑商利益集团把持政府，仅换得较为充分的就业，但是政府债务问题越来越大，根本问题越拖延严峻，这或许和日本政治环境有关，70 年代属于一党“精英”统治，有能力和魄力进行长期转型，但是 90 年代后，政府换届频繁，越来越多的政府追求短期行为，错过了长期转型的机会。

在《比较》杂志 2010 年 2 号刊上刊登了一篇《反思宏观经济政策》的文章，文章认为之前西方国家的一个政策就是用货币政策，一个目标是稳定的通胀，一个工具是利率工具，结果没有防止危机出现，也没能解决危机中的问题。

文中认为，财政政策效果有限，因为发达国家面对的是降低高企的债务水平，发展中国家债券市场缺乏深度。财政政策的问题在于债务的可持续性，如果把经济危机出现的问题用国家债务去扛，则最终经济危机会演化为主权危机和财政危机，不能解决任何问题。对于财政政策来说，政府应该首先做的是提前充实财政账户，为即将到来的老龄化社会做准备，尽量降低违约概率，限制顺周期的财政政策，避免经济大起大落。

不过，文中认为，其他政策被忽视了，未来货币政策应该和金融监管政策结合。有其他学者认为货币政策需要有系统性的大调整，一个货币政策目标不够或者需要调换目标，比如不能仅盯住通货膨胀或者汇率了，需要以控制货币和信用增长作为目标(如果这个转向成功，则股票市场未来数年很难出现系统性的牛市，因为流动性全部被盯住了)。需要使用各类行

政手段，比如不断改变资本充足率，保证金，抵押乘数，流动性比率，直接干预信贷等等。

实际上，我国的宏观调控一直是综合运用经济、法律和行政三大手段，实施宏观调控“组合拳”。2010年上半年，因为2009年政府使用财力过度，市场上又出现了“中国会出现财政危机”“资本将大量外流”的言论，这种情况可能是存在的，但是我认为，由于我国是威权体系，政府可以动用的手段很多，特别是行政手段，尽管未来可能存在一些财政问题和资本外流问题，并且对经济也会产生负面或者较严重负面影响，但是政府有能力阻止其成为严重的“危机”。

第三节 其他政策

对于其他政策，包括区域政策，产业政策，贸易政策，社会政策等等。这些政策较易分析，主要的立脚点是对整个经济、某个区域或者某个行业是利好还是利空，利好利空的程度有多大，影响有多久。

比如2010年出台的区域振兴政策里，对于新疆的振兴，中央政府中短期既出钱又出政策，因此中短期效果就会比较明显。另外，新能源政策也对新能源产业的发展有巨大带动作用，家电下乡政策则对家电行业具有正面意义，而打压房地产的政策，则对房地产行业的发展和房地产股有不利的影响。

区域政策

现实的中国是一个地域辽阔、政府层级繁多的国家，各地之间的利益存在竞争关系，而地方利益也不总是和国家的整体利益一致。这里特别值得一提的是财政分权和地方竞争，它是中国高速增长和制度变革的主要动力之一，关于地方的问题以及中央和地方的关系的研究，请参阅《为增长而竞争——中国经济增长的政治经济学》。

负有多种使命的地方政府的行为更具多样性。在中国，地方政府既是中央政府利益在地方上的代表，又要从地区经济与政治利益出发来安排自己的经济与政治行为。利益的多重取向决定了中央与地方之间的关系不可能是纯粹的上行下效，而是附加各自利益函数的多重博弈。在博弈过程中，地方政府虽然拥有更多的现场决策信息，但是改革的主动权却始终掌握在中央政府手中，为了取得中央政府的政治信任，地方政府的所有决策都被要求遵守中央政府的大政方针政策，否则会产生可置信的经济与政治惩罚成本。

三十年来，中国地方政府行为的变迁基本上是沿着使上述交易费用最小化的方向前进的。正是这种力争交易费用最小化的行为变迁方式，使地方政府顺应并推动了市场化改革，同时又主动地进行了政府机构改革和政府职能的转换。地方政府之所以会选择充当经济增长和制度变迁的“第一行动集团”，原因大致有两点：一是通过发展地方经济增强地方财力以提高自己与中央政府讨价还价的能力；二是在“以经济建设为中心”的政绩考核机制下取得较好的经济成绩以增加政治晋升的筹码。与其他主体一样，地方政府也面临着经济增长和制度转换的成本，这些成本在经济体制转型过程中表现为诸如价格双轨制派生的“租金”及其政治腐败、地方政府之间的财政竞争所带来的诸侯经济及其危害、单纯以GDP和财政最大化为导向而忽视民生利益等。通过不完全由人能左右的市场试错，地方政府获得了经济增长和制度变迁的最大的净效益。

中央和地方的关系特别体现在分权导向的财政体制改革。

虽然同属分权导向的财政体制改革，但是1980年代的财政包干制改革、1994年启动的分税制改革和2006年以后的公共财政体系建设有着不尽相同的激励与约束机制，因此，不同时期、不同层级和不同地域的地方政府行为存在显著的差异。计划经济体制下的地方政府作为中央政府在地方上的代理机构，本身并没有独立的经济行为能力，地方政府的行政效能和主动性大打折扣。为了解决这种弊端，更为了促进地方政府的积极性，中央政府对地方政

府进行了财政分权，即中央政府将财政控制权交给地方政府，并把相应的事权移交给它们以提高经济效率。财政分权改变了地方政府在权力结构中的地位，地方政府藉此得到了经济与政治上的利益。在财政包干制时期，地方政府通过与中央政府订立上缴一定金额或比例的税收(也有少数边远贫困地区反而获得了中央财政补贴)契约，提高了地方政府推动地方经济发展的积极性，因为这一时期地方政府财政能力的大小取决于自身的经济活动水平，同时地方政府之间的财政竞争也有利于减轻软预算约束的症状。财政包干制的实行虽然增强了地方政府的资金自筹能力，但却加剧了中央财政能力的衰退和地方预算外资金的扩张，并在价格扭曲和税收信号紊乱的情况下因重复建设和社会非理性投资而浪费了大量资源。

正因如此，中央政府适时地引入分税制改革，分税制改革成功地提高了两个比重(即中央财政收入占 GDP 的比重、中央财政收入占全国财政收入的比重)，从而一定程度上缓解了中央与地方的财政冲突和地方政府之间的财政竞争，降低了地方政府支付的交易费用。地方政府囿于财政激励与约束机制的改变而逐渐减少了直接经济活动。这是对市场与政府之间关系的一种正确回归，但如果考虑到非预算因素，则以上结论是武断的，因为分税制改革所派生出的预算外资金和制度外资金比预算资金更重要，而这恰恰是分税制改革的缺陷(关于政府的土地财政问题，可以参见《中国土地财政问题研究》)。要解决分税制的制度弊端，迫切需要将预算外资金和制度外资金内化，这既是未来公共财政体系建设的重要使命，也是规范地方政府行为的有效途径。

94 年分税制改革提高了中央财政收入比重，但加重了省和省以下地方政府的支出负担，中央转移支付仍无法为基础性服务提供充足资金。94 年分税制后，中央财权不断集中，但地方财政支出占比却不断上升，地方承担了社会保障、基础教育、医疗卫生和公共安全等方面支出，2007 年，中央和地方财政收入比率为 54: 46，支出比率则为 23: 77。

图 5.16: 分税制改革后中央财政收入占比大幅提升

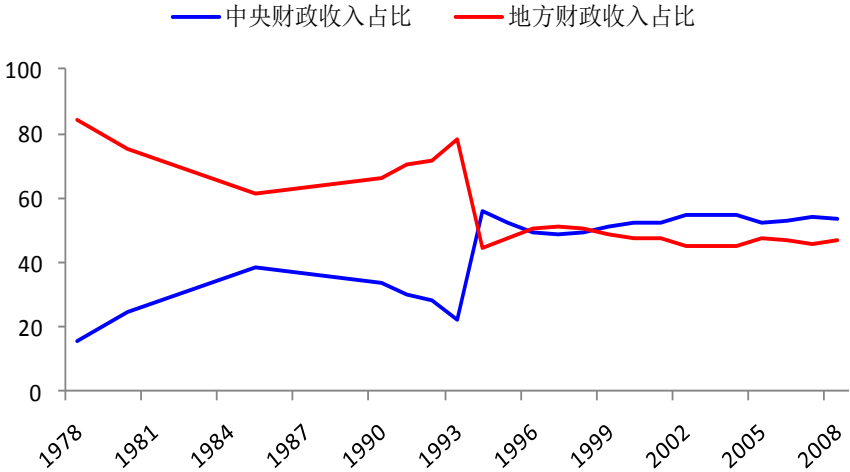


图 5.17: 但地方财政支出占比却不断上升

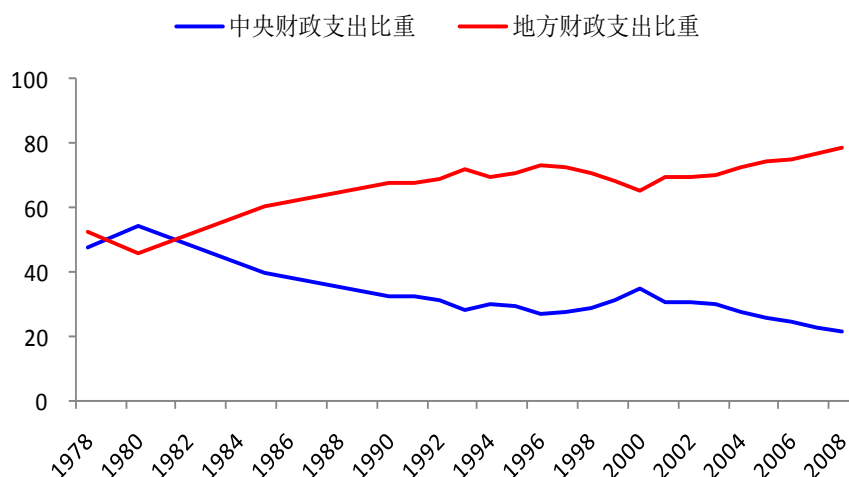


表 5.8: 地方政府承担了大部分社会保障、教育医疗等方面支出 (2006 年)

	中 央 支 出 (亿元)	地 方 支 出 (亿元)	中央支出占 比	地方支出占 比
教育	295.23	4485.18	6.18%	93.82%
医疗	24.23	1296	1.84%	98.16%
支农支出	194.39	1966.96	8.99%	91.01%
抚恤和社会福利救济费	5.61	902.07	0.62%	99.38%
社会保障	241.2	1882.7	11.36%	88.64%
全部 (2007)	11445.04	38120.36	23.09%	76.91%

目前政府间的开支分配规则大体还是延续了计划经济时代的结构,并且开支份额更为明显地向地方倾斜,但由于各地政府财力参差不齐,中央转移支付又很难有效地直接传导至地方,造成贫困地区基本公共服务严重缺失。

表 5.9: 部分国家各级政府支出责任分配: 只有中国把失业保险、教育、医疗、社会福利的主要责任划归地方

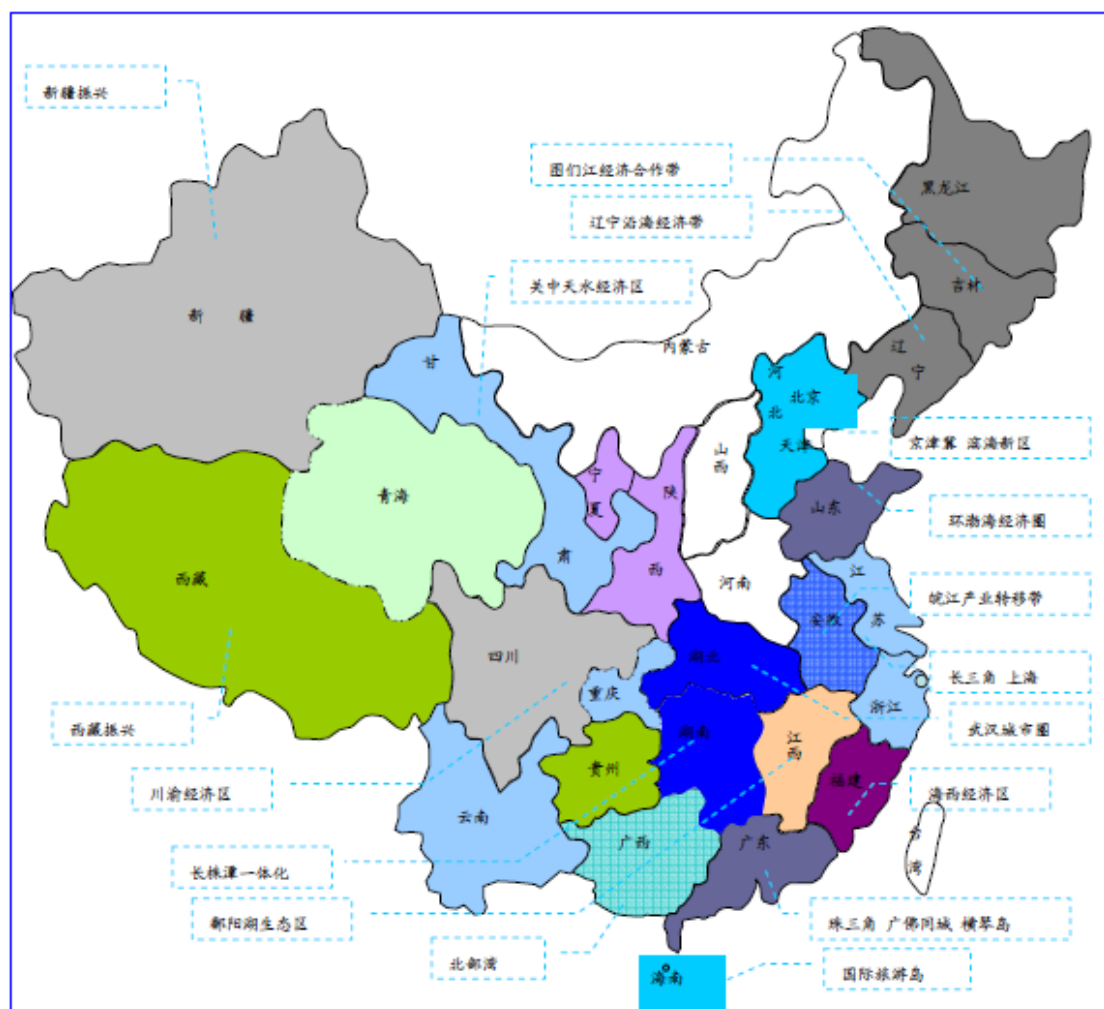
	国 防	外 交	环 境 和 自 然 资 源	失 业 保 险	工 业 和 农 业	教 育	医 疗	社 会 福 利	警 察	高 速 公 路
中国	F	F	F, S, L	L	F, S, L	L	L	L	L	F, S, L
美国	F, S	F	F, S	F, S	S	S, F	F (S)		F, S	F, S
日本	F	F	——	——	——	L	F, L	F, L	F, L	——
德国	F	F, S	C	C	C	C, S	C, F, S	C	C, S	C
加 拿 大	F	F	F, S	F	C	S	S (F)	F, S	F, S	S
澳 大 利 亚	F	F	F, S	F	F	F, S	C, F, S	C	F, S	F, S
瑞士	F	F	C	C	F, S	C, F, S	S, C	F, C	S	F, S

印度	F	F	F, S	F, S	F, S	F, S, S, L	F, S	S	F
越南	F	F	F, S,	——	F, S,	S, L	S, L	F, S,	F, S,
马 来	F	F	L	——	F, S	F	F, S	F, S	F
西亚									

其中：日本、印度、马来西亚按照财政供给计算，F=联邦/中央政府，S=州/省政府，L=地方政府，C=共同负责

每个地方政府换届都希望有政绩，每个地方都希望被振兴，结合中国的区域发展规划，从 2008 年以来，国家推出了众多区域振兴策略，希望带动相应区域的增长，具体振兴政策区域见下图。

图 5.18: 区域振兴规划



区域振兴的动力可以分为以几个层次：1、中央给钱；2、中央给钱、给政策；3、中央给政策，不给钱；4、中央不给政策，也不给钱。第一种和第二种情况可以称之为外生性增长，第三种和第四种情况可称之为内生性增长。比如，海南、新疆、重庆、安徽等可以称之为外生性的振兴，而山东、江苏、广东、上海等可以称之为内生性的增长。外生性增长的区域主要位于工业化中期，而内生性增长的区域主要位于工业化后期或者后工业化阶段。处于

不同工业化时期的地区自生的能力是不同的，中央的政策与财政补贴从来是处于次要位置的，只具有中短期效果。只有自身具备振兴的能力，中央的倾斜措施才会起到作用。这种自生的能力主要表现为地方的财政汲取能力、机制创新能力、企业自身产业升级能力等。

图 5.19：区域发展阶段

区域	阶段	全国	四大经济 板块	七大经济区
五、后工业化阶段	三市四省	京、沪、津、粤、浙、苏、鲁	东部	长三角（100） 珠三角（95）
四、工业化后期	后半阶段 二省	辽、闽		环渤海（90）
	前半阶段 八省	晋、吉、蒙、鄂、冀、黑、宁	东北（60）	东北（60）
三、工业化中期	后半阶段 十二省	青、湘、豫、新、渝、皖、赣、川、	中部（45）	中部六省（45）
		甘、云、桂、琼	西部（40）	大西北（42） 大西南（40）
二、工业化初期	前半阶段	贵		
	后半阶段			
	前半阶段			
一、前工业化阶段		藏		

分税制改革后，中央集中了大部分的财力，将地方政府的税收与融资权限上收。更甚之，央企获取了大部分的垄断利润。地方政府通过预算外的土地收入与支持出口获得的贸易顺差维持着地方支出，并推动着 GDP 的增长。

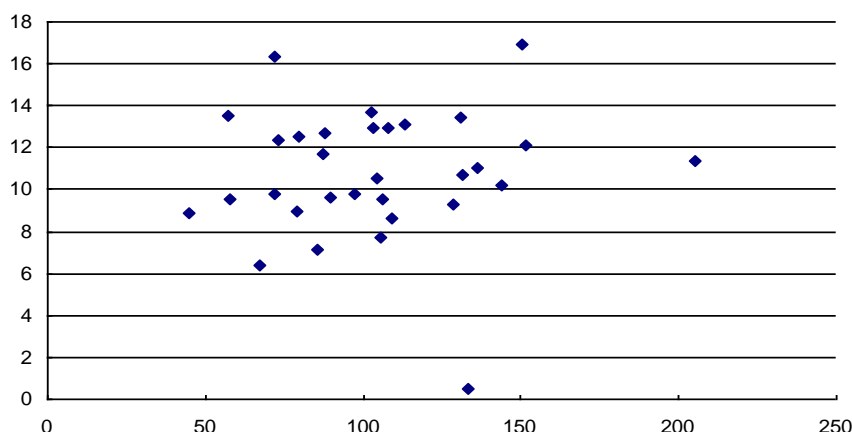
随着 2010 年中央对泡沫和地方政府融资平台偿付能力的担心，整体对地方的政策应该是以收紧为主，因此，在这种背景下，内生性增长的区域都难以招架，外生性增长的区域怎么会有持续性呢——尽管某些区域中短期仍有政策和资金的支持。相比较而言，内生性增长的区域腾挪的余地相对大一些。

因此，区域政策不仅要看对其的振兴，还要进一步分析其区域的具体情况，比如哪个区域的财政压力小一些，哪个区域的内生增长动力便会强一些，哪个区域的城市化动力会更强一些，哪些区域仍然富裕可以整治的土地，哪个区域具有产业结构调整 and 升级能力等。

股票市场上，每个区域板块的表现和当地经济发展有关。比如如果把 2009 年各省份板块表现和当地 GDP 增长做个相关分析，可以发现存在基本的相关性，比如 2009 年内蒙古经济表现最好，其省份的股价表现也名列第三。新疆经济表现倒数第二，其省份股价表现也名列倒数第三。

那么区域振兴计划是不是适宜短炒呢？我们分别对比了区域振兴计划推出前后一定长度的时间窗口内的超额收益情况，从整个地域板块的角度来看，似乎只有在振兴计划推出以后的两周内可能因为获利回吐而存在负的超额收益，其他时间区间超额收益并不明显。

图 5.20：地域板块的收益率和经济增长速度还是存在正相关的关系



产业政策

产业政策有两个类型，一个是产业振兴和打压政策，一个是产业管制和解禁政策。产业振兴政策是一种用来将资源转移到政府认为重要的产业的政策。有些政府奉行市场比政府对未来产业有更好的指导作用，因此产业振兴政策采用较少，但是各国均有管制政策，比如对航空业的管制，金融业的管制等。

比如，2009 年年度，政府开始第一轮对房地产行业的调控政策，2010 年三月底四月初开始第二轮对房地产行业的调控政策。

第一轮具体政策有如下：

2009 年 12 月 7 日，召开中央经济工作会议，提出要增加普通商品住房供给，支持居民自住和改善性购房需求。该会议“定音”扩张楼市消费仍是主基调，同时也给年前“购房优惠可能取消”的传闻画上了句号。同时，房地产行业第一次不再被当做支柱产业描述。

2009 年 12 月 9 日，个人住房转让营业税征免时限由 2 年恢复到 5 年。其他住房消费政策继续实施。有业内人士指出，此次政策的变化剑指高房价，我国将完善住房消费和调控政策，增加中低价位和限价商品房的供应，抑制投机性购房。

2009 年 12 月 14 日，国务院常务会议提出增加供给、抑制投资投机、加强监管、推进保障房建设等四大举措。这则被业界俗称“国四条”的政策明确提出要遏制部分城市房价过快上涨势头。

2009 年 12 月 17 日，财政部等五部委出台《关于进一步加强土地出让收支管理的通知》，要求开发商拿地首付至少 50%。并将土地出让收支全额纳入地方基金预算管理，将土地出让收入全额缴入地方国库，支出通过地方基金预算从土地出让收入中予以安排，实行彻底的“收支两条线”管理。

2010 年 1 月 5 日，央行工作会议，提出不断提高金融市场的广度和深度、并加快开展房地产投资信托基金(REITs)试点有关工作。

2010 年 1 月 10 日，国办发布《国务院办公厅关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》，提出增加供给、抑制投机、加强监管、推进保障房建设、落实地方政府责任。这个被业界俗称为“国十一条”的通知，成为了“本轮房地产调控政策的纲领性文件”。其中，二套房贷首付比例不得低于 40% 受到格外关注。

2010 年 1 月 12 日，央行公布存款准备金率上调 0.5%。

2010 年 1 月 13 日，国新办六部委联合会议，住房城乡建设部副部长齐骥表示，今年房地产市场调控中，以增加供给、合理引导投资消费、加快保障性住房建设三件事为重中之重。综合出台的措施，以增加有效供给为最终目标。

2010 年 1 月 20 日，财政部《投资性房地产评估意见(试行)》明确指出，对投资性房地

产进行评估主要采用“市场法”和“收益法”。

2010 年 1 月 21 日，国土部《关于改进报国务院批准城市建设用地申报与实施工作的通知》，对于“批而未征”、“征而未供”等问题，提出了明确的申报流程，从源头上控制了房地产商囤地和炒地现象。

2010 年 1 月 25 日，由住房和城乡建设部、财政部等 9 个部委组成的联合督查组抵达河南，开始对河南省贯彻落实“国十一条”情况进行督查。

2010 年 1 月 31 日，国土部指出今年重点清理小产权房和高尔夫球场，成立专门领导小组，负责小产权房的摸底和清理工作。就小产权房问题，国务院要求：一是所有在建及在售小产权房必须全部停建和停售；二是将以地方为主体组织摸底，对小产权房现状进行普查；三是责成领导小组研究小产权房问题，拿出相关处理意见和办法。

第二轮具体政策有如下（未列全）：

2010 年 3 月 22 日，国土资源部提出，今年住房和保障性住房用地供应计划没有编制公布前，各地不得出让住房用地。

2010 年 3 月 23 日，国资委要求 78 家不以房地产为主业的中央企业退出地产业，并在 15 个工作日内制订方案。

2010 年 4 月 2 日，财政部发通知，对两个或以上共同购 90 平方米及以下普通住房，若其中一人或多人已有购房记录，该套房产的共同购买人均不适用首次购买普通住房的契税优惠政策。

2010 年 4 月 7 日，国家发改委提出，要进一步加强地产市场调控，增加普通商品住房的供给，支持普通自住和改善性住房消费及大力整顿房地产市场秩序。

2010 年 4 月 11 日，银监会主席刘明康表示，银行不应对投机购房作出贷款，如无法判断，则应大幅提高贷款的首付款比例和利率水平。

2010 年 4 月 14 日，总理温家宝主持国务院常务会议称，坚决遏制房价过快上涨，实行更加严格的差别化住房信贷政策，抑制投机性购房，加快研究制定合理引导个人住房消费的税收政策。

2010 年 4 月 15 日，国务院颁令，二套住房贷款首付款不低于 50%，利率不低于基准利率的 1.1 倍；首套住房且建筑面积逾 90 平米的，首付比例不低于 30%。对贷款购买第三套及以上住房的，大幅度提高首付款和利率水平。

2010 年 4 月 17 日，国务院出台《国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》。通知要求遏制房价过快上涨，实行更为严格的差别化住房信贷的政策。

2010 年 4 月 19 日，住房和城乡建设部近日发出《关于进一步加强房地产市场监管完善商品住房预售制度有关问题的通知》，要求未获预售许可项目的开发商不得收取定金。

比如，我们最佳房地产行业分析师孙建平分析的：房贷政策紧缩构成行业实质利空，原因在于：（1）03 年以来历次调控证明，房贷政策非常有效；（2）二套房首付提高到 50%，高于首次出台的 07 年 9 月；（3）首套房超过 90 平米首付提高到 30%；（4）首次提出可大幅提高三套房等多套购房首付和利率，严格限制炒房和投机性购房。（5）相较首套房 7 折利率，本次调整相当于加息 238 个基点；相较普遍执行的二套房 85 折利率，相当于加息 149 个基点。

调控的结果是 2009 年下半年和 2010 年上半年，整个房地产板块远跑输市场。

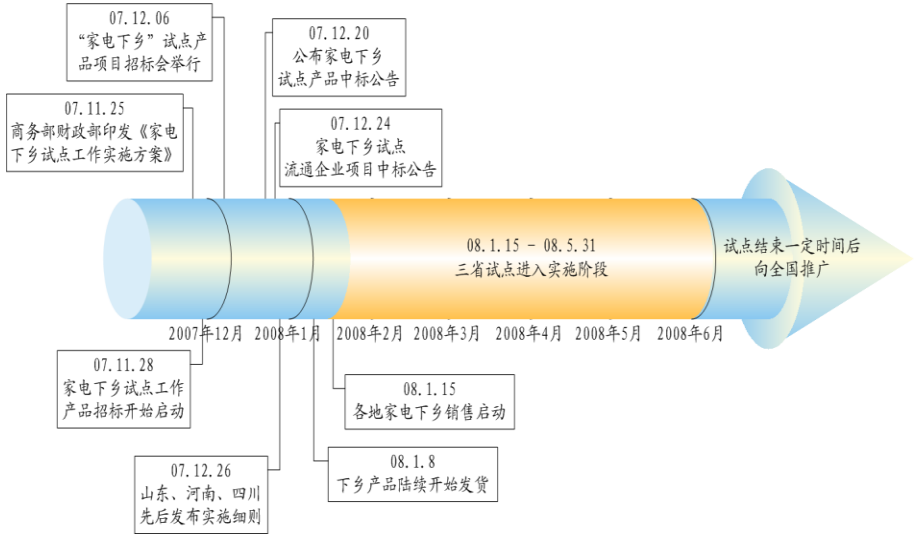
而家电下乡政策则是促进家电行业消费的政策，2009 年的家电下乡政策使得家电板块跑赢指数。

家电下乡政策试点从 2008 年就开始了，我们的研究员就已经开始对其进行了深入研究。研究思路是：首先，通过分析国内外消费，指出家电下乡政策提出的必要性；其次，对试点实施细则和中标情况等方面进行了分析；然后，假设家电下乡全面推广，根据补贴资金、农

村人口、收入、家电保有量、市场占有率、生产企业财务指标等，逐步测算整体市场规模、各个产品的市场规模、各个企业的销售增量、对生产企业的业绩影响；最后，指出对测算结果的影响因素。

我们对家电下乡政策可能带来的农村市场规模的初步测算结果是：假设家电下乡全面推广，由此带动的彩电、冰箱和手机的年销售规模分别为 139.83 亿、182.85 亿与 241.42 亿。总体来说，对各个生产企业的总收入和毛利都存在正面影响，对冰箱行业上市公司影响相对显著。

图 5.21: 家电下乡试点进程



根据对农村家电消费现状进行分析，我们当时为家电下乡政策非常乐观。历年各产品的城镇保有量明显高于与农村保有量，说明农村购买力与城镇还存在明显差距。毕竟，尽管近年农民人均现金收入持续增长、住房条件改善、农网改造完成、用于耐用消费品的支出也在持续增加，但是大多数省份人均现金收入仅在 3000-4000 元，我们认为这是限制农村消费的主要原因之一，因此我们对保有量与收入的关系进行了分析。

图 5.22: 城乡居民人均收入与支出逐年增长

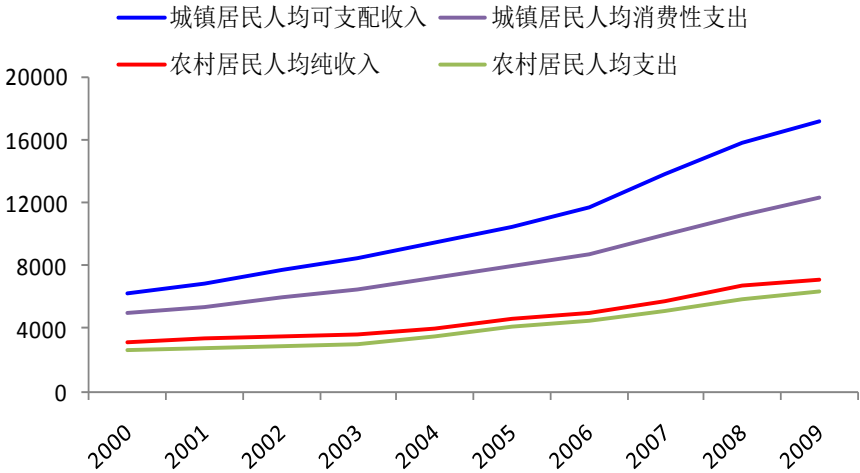
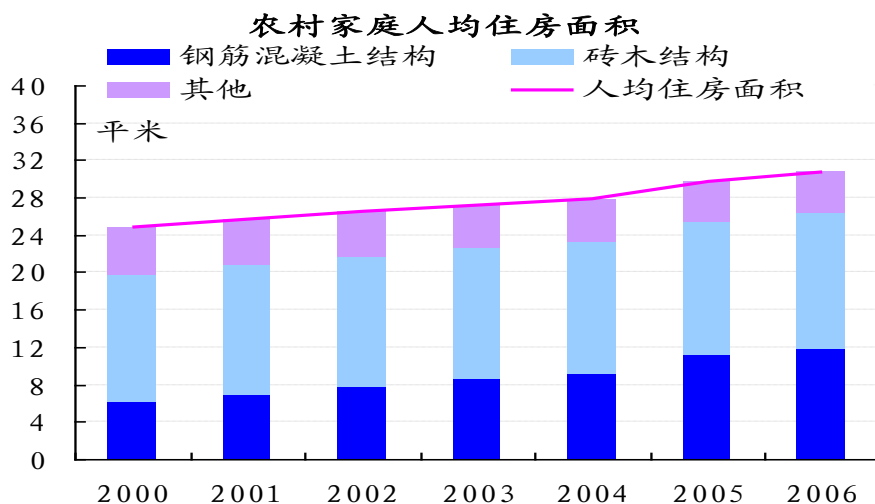


图 5.23: 人均住房面积与结构也在改善中。



可以看出，不同产品的城镇保有量与农村保有量曲线存在明显差异，特别是保有量与收入的关系。这说明农村居民家电消费与消费习惯（倾向）、家电消费条件（住房、供电、通讯、气候等）、产品普及程度等有关。比如，近几年手机迅速普及，广播电视“村村通”工程等等。

图 5.24: 农村居民彩电保有量快速提高

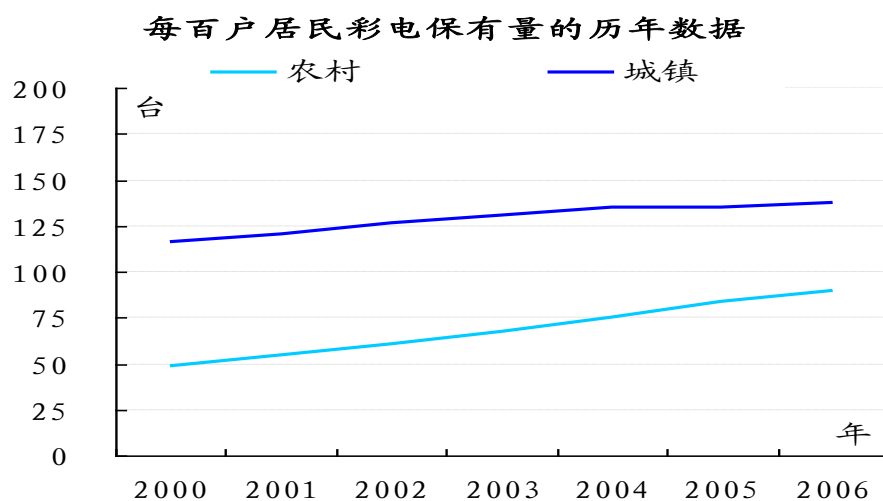


图 5.25: 目前农村居民彩电保有量已经赶上当初城镇居民人均收入处于同等水平时保有量

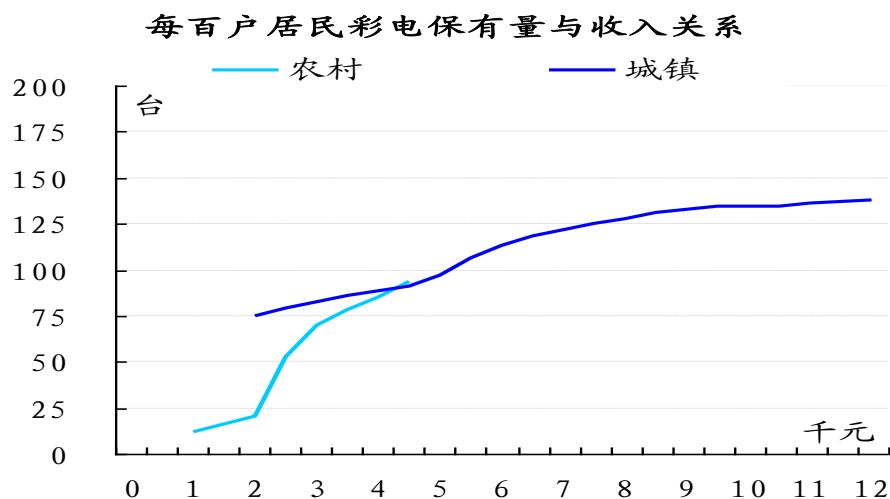


图 5.26: 目前农村居民冰箱保有量快速提高

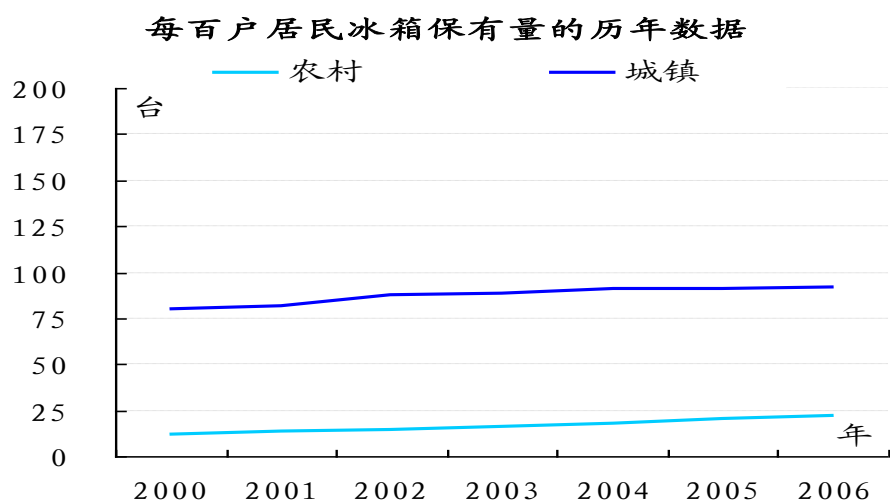
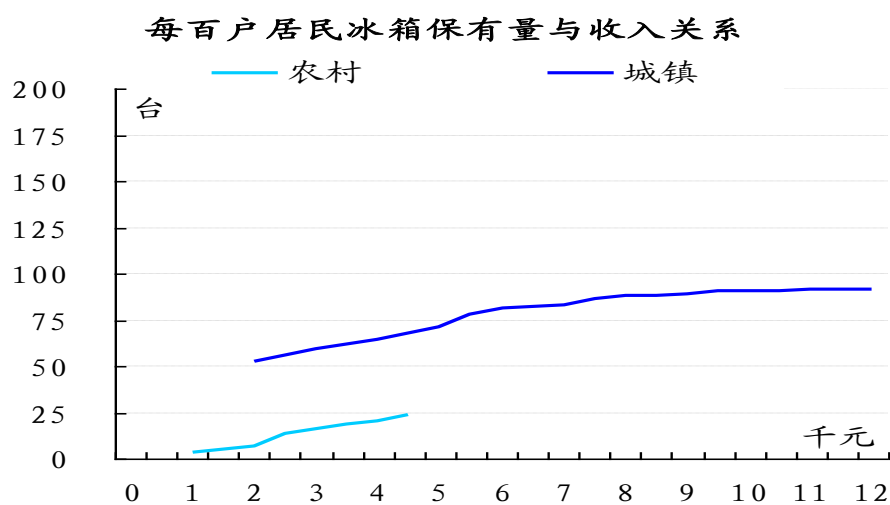


图 5.27: 目前农村居民冰箱保有量明显低于当初城镇居民人均收入处于同等水平时保有量



既然保有量与消费习惯（倾向）、家电消费条件等有关，那么不同地区居民的家电消费也应该呈现不同特点，我们对不同省份的家电（冰箱、彩电）保有量与收入水平等也进行了分析。整体上保有量与收入水平存在正向关系，但是城镇与农村居民的保有量存在较大差距。

比较人均收入处于同等水平的不同年份的保有量数据，农村居民冰箱保有量普遍低于城镇水平，而农村居民彩电保有量普遍高于城镇水平。由以上数据，我们判断，未来几年的农村市场，冰箱消费很可能提速，而彩电消费的增长空间相对有限。

我们对家电下乡政策可能带来的农村市场规模的初步测算结果是：假设家电下乡全面推广，由此带动的彩电、冰箱和手机的年销售规模分别为 139.83 亿、182.85 亿与 241.42 亿。

表 5.9：家电下乡可能带来的农村销售规模测算步骤

测算步骤	
1	根据国家财政对家电下乡试点投入补贴资金的数额（6.6 亿），我们测算出由此推动农村家电市场销售 63.46 亿。
2	根据试点三省的农村人口、人均收入、总收入以及保有量等，我们测算三省农村市场占全国农村市场的比例区间。
3	假设家电下乡政策全面推广，以补贴资金倒推的销售 63.46 亿为基准，我们对由此带动的全国农村市场年销售规模进行了测算。。以 22.5% 的全国市场占比作为中位数，我们判断由此带动的农村市场年销售规模可达 564.1 亿。
4	由前面结论，我们认为试点三省乃至全国的冰箱和手机销售规模增长将快于彩电。我们测算假设家电下乡全面推广，由此带动的彩电、冰箱和手机的年销售规模分别为 139.83 亿、182.85 亿与 241.42 亿。

表 5.10：家电下乡试点的农村销售规模测算表——国家财政对家电下乡试点投入补贴资金 6.6 亿元（注：标底色的单元格内为测算数据）

	中央拨款	地方拨款	总补贴款	补贴比例	推动农村销售
金额（亿元）	6.60	1.65	8.25		63.46
比例	80%	20%	100%	13%	

表 5.11：试点三省农村占全国农村人口、收入及耐用品保有量的比例（单位：万人，元，亿元）

农村	人 口	比 例	人均收	总 收	比 例	冰 箱 保	比 例	彩 电 保	比 例
全国	7374	100%	3587.0	26451.	100.00	22.48	100%	89.43	100.00
山东	5018	6.80	4368.3	2191.8	8.29%	33.62	10.18	98.36	7.48%
河南	6342	8.60	3261.0	2068.2	7.82%	15.50	5.93	88.76	8.54%
四川	5367	7.28	3002.3	1611.3	6.09%	14.73	4.77	86.40	7.03%
三省总	1672	22.68	3510	5872	22.20	20.69	20.87	90.88	23.05

表 5.12：假设家电下乡政策全面推广，由此带动的全国农村市场规模测算表及敏感度分析（亿）

三省占全国比例	22.00%	22.20%	22.50%	22.68%	23.00%
试点阶段的市场规模	22.00%	22.20%	22.50%	22.68%	23.00%
55.00	500.00	495.56	488.89	484.94	478.26
60.00	545.45	540.61	533.33	529.03	521.74
63.46	576.92	571.80	564.10	559.55	551.84
65.00	590.91	585.66	577.78	573.11	565.22
70.00	636.36	630.71	622.22	617.20	608.70

表 5.13：假设家电下乡政策全面推广，考虑不同市场的增长情况，由此带动的彩电、冰箱与手机市场规模测算。注：销售收入基数取 564.10 亿元。

保有量（台/百户）	增长率	产品价格（元）
-----------	-----	---------

	2006	与城镇差距	三年复合	2005-2006	下乡均价	市场规模	占比
彩电（农村）	89.43	48.00	10.63%	6.36%	936.00	139.83	24.79%
冰箱（农村）	22.48	69.27	13.82%	11.84%	1744.50	182.85	32.42%
手机（农村）	62.05	90.83	54.01%	23.51%	788.10	241.42	42.80%
彩电（城镇）	137.43		1.77%	1.95%			
冰箱（城镇）	91.75		1.13%	1.14%			
手机（城镇）	152.88		23.24%	11.59%			

在 2008 年年底，我们又重新点评了家电下乡政策。家电下乡在各地实施的时间统一暂定为四年。“家电下乡”工作分三批进行：第一批，山东、河南、四川、青岛三省一市继续执行到 2011 年 11 月底；第二批，内蒙古、辽宁、大连、黑龙江、安徽、湖北、湖南、广西、重庆、陕西等十个省（区、市），从 2008 年 12 月 1 日开始实施，执行到 2012 年 11 月底；第三批，其余 22 个省（区、市）及新疆生产建设兵团，从 2009 年 2 月 1 日起，执行到 2013 年 1 月底。

我们认为此消息确实有些超过预期，主要是这么快就要在全国范围内实施家电下乡。根据前期组织工作来看，从活动公告、企业招标，到中标公告、正式实施，都需要想当长一段时间准备。由此可见，如此快速地开展家电下乡的全国实施，更加表现了政府在三农问题上的支持力度，也表明政府为扩大内需的积极态度，与商务部之前下发的做好扩大消费工作的七点指导意见是呼应的。

三农问题关系到中国现代化和城市化的全局战略，统筹城乡发展是解决中国经济问题的根本路径；而农村家电消费将带动钢材、铜材、塑料等原材料的需求，拉动产业链（包括流通）的各个环节。我们认为，在全球经济放缓、房地产成交低迷的情况下，农村市场已经成为家电行业的重要支撑。家电下乡行动将明显增加农村需求，进而有效消除市场对 2009 年家电销售的悲观预期。我们谨慎地认为，2009 年二季度初家电下乡实施效果可能明显体现，而且，2010 年之后农村市场还将因婚庆活动而有较大增长。

据报道，家电下乡的政策目标是：“用 4 年左右时间，基本可使农村主要家电产品拥有率达到城市 2000 年水平。”有测算结果现实，家电下乡政策实施 4 年，可实现家电下乡产品销售 4.8 亿台，销售额 6200 亿元，增加其他消费性支出 3000 亿元，累计可拉动消费 9200 亿元。

根据我们用收入保有量法、支出法的测算，家电下乡全国实施后的销售额的期望值约 1200 亿/年，这样看来，乐观一些，4 年 6200 亿销售额是完全有可能实现的。我们认为，除了家电下乡产品的补贴之外，如果后续还有更多的政策切实提高农村人均纯收入，加强农村基础设施（电网建设）等，那么农村家电市场还有较大的释放空间。家电类股票可以积极看多。

另外行业政策中重要的是管制与解除管制的政策，这方面有众多的学术和案例研究。一般来说解除管制带来一个行业的投资机会，管制则容易使行业失去活力。

在国内，很多行业存在事实管制，其事实管制的程度自严至宽分别是：国有资本要保持绝对控制的七大行业/国有资本要保持较强控制力的九大行业/国有资本不需要有控制力，但是行业的重要资源直接来自于国有背景(比如加油站或是房地产企业)/对国有背景的资源依赖较少的行业，主要是非生产性的服务业(这些行业的另一个共同名称是充分竞争行业)。

除非发生政府财力危机，否则从 2010 年后的几年，垄断国企主导核心产业是中央认可的发展模式。

我们认为未来中央的政策就是两条主线，一条是在关系到国家经济命脉的重点行业上能够实现企业实力，技术实力上的突破。在重点产业上强化国有企业的实力，通过整合，做

大做强这些企业，实现产业升级，并带动民营的部门在相关的产业链中取得发展是中央认可的未来的发展模式。

另一条是要纠正过去发展累积下来的问题，即要维持社会正义，实现和谐社会，这需要在财政上对民生有投入。垄断国企的大发展也是有助于实现社会正义的，毕竟名义上来说国有企业是全民所有的，而且政府可以更容易地要求国有部门承担更多的社会责任（比如各种管制价格的调整，或是允许有充足资金的国有企业建立股权投资基金）。

有充分的证据表明在许多行业都出现了实质上对民营部门的挤出。钢铁行业有铁矿石进口的代理制，日照钢铁被兼并；落后产能淘汰在许多行业都在发生；政府主导的国有企业之间的整合冲动远大于以往；金融资源的分配仍然是在向大型企业倾斜。4 万亿财政投资以及积极货币政策的信贷也是以政府为主导，我们目前还很难看出民间资本在经济下滑中能够起到重要作用。

因此，在 2010 年以后的几年中，在制造业的产业链条上，利润池的分配或许会向上游和垄断国企愈加集中。促成这种情况形成的核心推动力是在上游国有资本绝对控制的行业中的国企整合，对民营投资的事实管制和挤出效应。

在制造业的中游和下游，政府对于支柱产业的国有需要保持较强控制力的企业的整合加强也使得这些企业获取各种资源的能力要远远强于民营背景的企业。

对于非生产性的服务业，由于是充分竞争的市场，绝大多数企业难以获得超额利润。我们否认随着国家对于技术领先型的中小企业的重视会使得许多民营背景的技术型企业脱颖而出，并且，如果国家对于融资方面歧视民营中小服务企业的限制取消，则部分新业务模式的民营服务性企业将可以变大。但是这仅是企业层面上的机会。

本章总结

写了这么多，觉得还是没有说到位，主要是政府、政策与政治这个问题太难研究，即使有了证券市场的基点，也并不容易，不过根据拇指原则是，政府出台的政策只有两类，对证券市场是利好还是利空，影响程度多大，有无影响到更大的趋势。

本章认为政策市中部分是可以分析的，并且通过理论分析辨认出政府出政策的次序和逻辑，然后分析了货币政策和财政政策，同时对其他政策进行了一些总结。不过这章写的意犹未尽，我还是建议读者还是多读书，其中奥地利学派的书值得阅读，他们对政策的理解比较深入，除了经典奥地利学派书籍外，奥地利学派译丛的五本书也值得阅读，包括《经济学方法论探究》、《货币、方法与市场过程》、《官僚体制》、《货币的非国家化》、《权力和市场》。

另外，提高政治与政治经济学素养的书也值得阅读，比如《货币论》、《掠夺之手》、《正义论》、《国家与市场》、《社会选择与个人价值》、《自由、市场和国家》、《赤字中的民主》、《产业组织和政府管制》、《伦理学与经济学》、《君王论》、《变化社会中的政治秩序》、《权力与繁荣》、《集体行动的逻辑》、《国富过穷》、《掠夺之手：政府病及其治疗》、《吴思作品集（潜规则与血酬定律）》等，这些只是我这个类型藏书的部分，我觉得值得推荐的，并不全。

关于研究现实政策的，则可以阅读《财政政策》、《货币政策》、《中国财政制度研究》、《中国土地财政制度研究》等。关于研究当前中国政治和中国政府的，一时找不到可看的书，不过生活在这个社会，每个读者都会有体会。

两本政策分析的好书是：《20 世纪 80 年代美国的经济政策》和《美国 90 年代的经济政策》。两者都是由美国总统经济顾问委员会人员负责编写，政策制定者和经济学家撰写的论文集。两本书都是讲述不同年代美国经济政策的变迁背景及分析。由于许多都是当事人，是政策制定者，而作者们的深厚功底又让我们得到了很多不可多得的专业知识。

一本关于政策制订的好书是《峭壁边缘：拯救世界金融之路》。

关于中国的政治和经济体制改革以及未来发展探讨的，可以看一看的包括：《中国模式》，

《攻坚》等书。

关于产业政策的书籍，可以看《经济社会学》的几本书，以及《管制经济学》等。