



■ 埃德蒙·费尔普斯，2006年诺贝尔经济学奖获得者、哥伦比亚大学教授、新华都商学院院长

在中国所面临的挑战当中，我要讲的这个挑战是一个独特视角的挑战，它是来自于人类福祉的想法。

人类福祉不仅涉及到消费和娱乐，人类福祉的另一个组成部分就是繁荣——这里有物质繁荣、有非物质繁荣。物质繁荣是来自于一个非常成功的人，他自己获得了巨大的成功或者他有很好的技能、高薪的工作，他会觉得自己的生活是一种繁荣的生活。现在我们知道我们工资的上升还有换工作的便利性可以促进我们实现一种繁荣的生活；当然也有非物质的繁荣，非物质的繁荣主要是来自于能够给我们带来挑战的工作，这些工作需要我们发挥创新精神，可以促进个人的成长。如果说西方能够回到他们高速创新的道路上——正如西方在全盛时期1820年所开始的全盛时期的创新精神，中国会去分享西方的繁荣。

西方工资的上升，可以通过外贸转移到中国，而这种工资的上升也可以促进就业机会的上升。西方生产力的上升也会渗透到中国和其他国家，但实际上西方的创新看起来好像出现了大幅度地下滑，从二战以来德国和英国的创新精神大幅度下降了。在二战之前的数十年创新的精神，在二十世纪六十年代法国的创新精神也下降了。

我们都知道中国从上个世纪七十年代以来的生产力增长和创新要大幅度低于美国——可能中国有这样一种担心，将来会重蹈欧洲覆辙。中国将来可能会丧失掉生产力上升和工资上升的源泉，这需要中国进行高速的本土创新。

如果说一个国家要想成为世界的领导者，要促进生产力和工资的上升，必须要有本土的创新，即使有一些西方国家确实能够恢复高度创新所需要的活力，他们的创新活力和相应的非物质的繁荣也不会促使中国出现相应程度的非物质繁荣，中国的非物质繁荣需要很多的中国人参与到创新的过程中来，

■ 龚方雄 摩根大通中国区董事总经理

(上接 01 版)

比如，互联网的创新离不开传统的金融服务业的平台作为它的载体，比如互联网上类存款产品创新，最终这些类存款产品创新是和货币基金联系在一起的，货币基金最终以大宗存款的形式回流到了银行存款体系。所以，很多人担心的存款流失实际上是不存在的，只是对银行来讲，这个存款的成本增加了。存款的成本增加是因为我们大额存款利率和小额存款利率息差非常大，这是非正常的短暂的现象。美国、西方市场经济比较发达的地方，大额存款的利息和小额存款的利息实际上差别不大。很多担心都是短暂的，都是不必要的。

另一个热点，现在大城市，尤其一线城市的房价出现了某些拐点的现象。我很奇怪，去年三四线城市的房价都在下跌，但一线城市北上广深的房价继续上升的时候，市场非常担心中国出现房地产泡沫，所以，房价涨对资本市场也是不好的，但现在一线城市出现了调整的迹象，这本来是好事儿，但是现在房价有调整的迹象，也把它当成对中国经济是个坏调整。所以，房价涨也不行，房价跌也不行，这是不是市场某种奇怪的担忧？某一种担忧肯定是错的。出现调整也不好，其实出现调整再好不过了，如果中国今年一线城市的房价出现短暂的调整——小幅的下跌，应该讲是重大的利好。

我认为从整体上看中国房地产不存在泡沫，区域性、短暂性泡沫是存在的，也是没有办法避免的。美国、欧洲每天每个月有多少公司债会出现违约的现象，有多少中小企业会倒闭，这是在市场经济再正常不过的现象了。为什么中国房价稍微出现一点点的调整或者有一两家、两三家公司债券出现违约，就说中国的宏观经济要崩盘呢？

所以，很多事情是因为中国的变革太快，出现了很多非常短暂的现象，大家把昙花一现、短

中国如何推动大规模的大众创新

明是什么样的？孔子的影响可以和西方亚里士多德的影响媲美，孔子思想的大成《论语》是涉及到伦理道德观的，正如亚里士多德的那本书也是涉及到伦理道德，他在书中问到，一个人能够选择的生活方式是什么样的？什么样的生活方式是美好的生活？他回答要去寻求自我价值的实现。为了进一步解释自我实现是什么意思，我要告诉大家，这样一种伦理道德的行为是自我价值的实现，比如非常有名的孝顺这个观念。根据孔子的思维方式，孝顺并不是强制性的，它是一种天然的父母和子女之间的互惠行动，是为了回报父母给子女显示出来的爱。

这样一种自我价值实现的概念是什么呢？当我阅读这本书的时候，自我价值的实现是通过自我修养寻求获得的，即自我的修身养性就是要不断地获得知识。儒家在自我修养当中，希望在社会和个人中达到一种平衡，孔子谈到了君子和仁人的概念，他们的自我价值的实现是来自于满足他人的愿望，为其他人服务来实现自我价值。这样的一个人，并不是代表一种规则性的行为，但是自我修养主要是个人修身养性，这是一种核心价值观。不断地寻求和获取知识是很有价值的，它的价值应该是在19世纪，在现代时代的全盛时期展现出来的。当时对于新知识的获取，在英国和美国的城市，后来又在德国和法国的城市出现了爆炸性的发展，很多人不仅仅要获取其他人已经获得的知识，而且要获得新知识，他们要去获得新概念，去验证和检验这些概念，来使这些概念的有用性得到接受。通过这样一种方式，一些错误的想法和信念被人们排斥和发现，新知识被人们获得。

在商业界、艺术界、科学界都是如此，在美国也是如此，这是一种大众的创新，即社会草根的创新，很多普通人都体验了一种史无前例的非物质繁荣，很多人参与到工作场所的挑战当中，很多人实现了自我的升华，他们参与到了未知世界的探索中实现自我的升华。人们是否珍视和欢迎这样一种体验，在我的一本书中，有一章涉及到艺术、小说和音乐，有些人他们在19世纪不断地寻求生活的体验，人们直接观察是什么样的。美国总统林肯在1858年的时候，涉及到美国的经济体验时，他提到了他所看到的物质繁荣即工资的增长，给他留下深刻印象的是人们的热情，对于新事物的渴望和热诚。他看到人们作为消费者和生产者，为参与到经济活动中的新产品、新方法的发现，他们感到非常高兴，他们非常愿意投入到新产品和新方法的发现中。这里也有一些哲学家提出了类似的想法——在德国的尼采，美国的威廉詹姆斯和法国的伯格森，他们是19世纪的哲学家，他们重新建构了美好生活的概念，他们致力于发现一些新的思维方式、新的体验、创造、检验和尝试，个人的增长就来自于这样一种体验，在现代版本的美好生活当中，所有这些都是美好生活的一部分。

我们要看到中国实现繁荣的经济增长，如果西方无法重获过去的创新道路，中国需要实现创新。中国能否实现大规模的创新，在整个经济链条中，到草根阶层都实现创新呢？

最近一些哲学家建议把亚里士多德“美好生活”的概念翻译成“繁荣的生活”。中国文

明是什么样的？孔子的影响可以和西方亚里士多德的影响媲美，孔子思想的大成《论语》是涉及到伦理道德观的，正如亚里士多德的那本书也是涉及到伦理道德，他在书中问到，一个人能够选择的生活方式是什么样的？什么样的生活方式是美好的生活？他回答要去寻求自我价值的实现。为了进一步解释自我实现是什么意思，我要告诉大家，这样一种伦理道德的行为是自我价值的实现，比如非常有名的孝顺这个观念。根据孔子的思维方式，孝顺并不是强制性的，它是一种天然的父母和子女之间的互惠行动，是为了回报父母给子女显示出来的爱。

这样一种自我价值实现的概念是什么呢？当我阅读这本书的时候，自我价值的实现是通过自我修养寻求获得的，即自我的修身养性就是要不断地获得知识。儒家在自我修养当中，希望在社会和个人中达到一种平衡，孔子谈到了君子和仁人的概念，他们的自我价值的实现是来自于满足他人的愿望，为其他人服务来实现自我价值。这样的一个人，并不是代表一种规则性的行为，但是自我修养主要是个人修身养性，这是一种核心价值观。不断地寻求和获取知识是很有价值的，它的价值应该是在19世纪，在现代时代的全盛时期展现出来的。当时对于新知识的获取，在英国和美国的城市，后来又在德国和法国的城市出现了爆炸性的发展，很多人不仅仅要获取其他人已经获得的知识，而且要获得新知识，他们要去获得新概念，去验证和检验这些概念，来使这些概念的有用性得到接受。通过这样一种方式，一些错误的想法和信念被人们排斥和发现，新知识被人们获得。

在商业界、艺术界、科学界都是如此，在美国也是如此，这是一种大众的创新，即社会草根的创新，很多普通人都体验了一种史无前例的非物质繁荣，很多人参与到工作场所的挑战当中，很多人实现了自我的升华，他们参与到了未知世界的探索中实现自我的升华。人们是否珍视和欢迎这样一种体验，在我的一本书中，有一章涉及到艺术、小说和音乐，有些人他们在19世纪不断地寻求生活的体验，人们直接观察是什么样的。美国总统林肯在1858年的时候，涉及到美国的经济体验时，他提到了他所看到的物质繁荣即工资的增长，给他留下深刻印象的是人们的热情，对于新事物的渴望和热诚。他看到人们作为消费者和生产者，为参与到经济活动中的新产品、新方法的发现，他们感到非常高兴，他们非常愿意投入到新产品和新方法的发现中。这里也有一些哲学家提出了类似的想法——在德国的尼采，美国的威廉詹姆斯和法国的伯格森，他们是19世纪的哲学家，他们重新建构了美好生活的概念，他们致力于发现一些新的思维方式、新的体验、创造、检验和尝试，个人的增长就来自于这样一种体验，在现代版本的美好生活当中，所有这些都是美好生活的一部分。

我们要看到中国实现繁荣的经济增长，如果西方无法重获过去的创新道路，中国需要实现创新。中国能否实现大规模的创新，在整个经济链条中，到草根阶层都实现创新呢？

中国能否促进人们参与到这种回报丰厚的、富有创新精神和冒险精神的职业生涯中呢？我们通过直接观察和统计学的调查显示，中国本土创新现在已经达到了相当高的水平，但还没有达到美国在19世纪20年代、20世纪60年代的大规模创新，这种创新并没有覆盖到企业界的每一个人，一直到草根阶层。

当然这是具有挑战性的任务，创新是很难的。即使是一个充满了企业家精神的经济体，比如说中国，并不能不具有很高的创新精神。真正的创新，并不是注意到有一个机会，它是取决于对一种新产品的设想，一种新方法的设想，还有对于经济发展的一种新的洞悉。而这些洞悉和设想往往来自于创新家个人的知识。开展创新不仅仅是一个冒险，冒险是可以保险的，但我们进行创新相当于跃入虚空，它有着我们无法预见的道德成本和道德市场的接受度，它需要我们有恰当的点子，还有非常聪明的投资家能够选择恰当的企业家才能成功。

到底我们需要什么样的制度和政策才能进一步推动大规模的大众创新呢？从体制角度来讲，中国可以说是喜忧参半。在某些角落，有一些人认为公共部门或者是国有企业能够极大地推动创新，但我觉得这样的观点非常天真，实际上公共部门缺乏洞察力、愿景和商业经验，它们没有办法了解什么样的项目是应该投资，什么样的项目不应该投资，它们也没有足够的洞察力选择恰当的合作伙伴。比如，在艺术创新上，公共部门就没有发挥很大作用，我们知道什么样的艺术创新都是由个人、艺术家来推动的，为什么要让国家或者是公共部门在其他方面的创新上发挥很大的作用呢？比如在商界的创新，我想这样一种期待是非常奇怪的。比如，在国有企业的部门，它们选择经理的方式并不是基于企业判断能力的基础上，而且它们的资金分配使它们支持的一些项目并不一定能够最大限度地推动生产力的提高，相比之下在民营所有权下的企业，它们拥有更大的优势，因为很多的CEO已经创建了成功的公司，它们已经证明了自己的勇气和谋略；某些小企业的CEO没有足够复杂的技术，来获得创新和发展。对民营部门来说，面临的挑战是技术的复杂度，对国有企业来说比较大的问题是商业判断力和商业洞察力。

在中国可以通过大幅度地调整银行融资安排，使得大量的资金能够基于纯粹的商业和利润基础来进行借贷，这样就能够极大地推动创新。我们知道要高度创新就需要相应的一些贷款提供给民营企业，进行项目的投资，还包括一些创新项目的投资。广泛的教育也可能能够极大地推动这一点。去年我们也谈到了这些创业企业，如果创始人有更高的教育水平，他们的成功率更高，但哪怕拥有非常高的教育背景也不说明你具有优秀的创新条件，你必须有足够的商业洞察力。

现在我们可以看到在建造这些体制和机制方面，中国也取得了很大的进步，实际上也极大地推进了创新的发展，但是中国人是否有恰当的态度能够去推动和驱动创新，使得创新

能够遍地开花呢？在我的这本书《大繁荣》里面，我提到了英国和美国高度创新的产生并不是由于体制和机制的建立，实际上在19世纪20年代，这些体制机制，包括公司、银行和其他的机构，它们已经存在很长时间了。如果想要在大范围的程度上推动本土的创新就需要人们有活力，人们要有意愿进行创新，需要有智力能力和需要接纳广泛创新的大众。所以，这种大众的创新是需要有特殊的文化，需要有一系列的价值观。在我的书中提到了这种文化，在英国和美国也是这样一个世纪的时间才达到了一定规模，但我认为目前在英国和美国这种文化也出现了下降趋势。

目前大众创新需要有这样一个特殊文化的主宰，到底在中国人里面是否有这样一个文化能够去推动大规模的本土创新呢？很多人辩论的一个问题，那就是到底有没有很多人愿意去创新。(去)标新立异、(去)推出一些新产品？当然中国人非常重视知识的作用，在儒家思想中的修身养性的传统也是一个非常重要的传统。我们看到很多中国学生也是非常投入的学习，但是我觉得要进行创新，需要有很长时间的孤独的思考，在孤独的思考过程中能够找到一些原创的洞察力，找到一些非传统解决方案。到底中国人多大程度上愿意去忍受这样长时间的孤独？而且创新也要求一个人能够去标新立异提出和别人不同的观点，也有可能因为创新，他不得不脱离他的朋友圈和家庭圈，中国人多大程度上愿意脱离呢？

去年有人提到，在很多大学里的学生家长都希望他们的孩子找公务员的工作。美国一位年轻的作者阿里·斯诺德也在前不久写了一篇文章，他说美国的新一代年轻人愿意墨守成规，不愿意去创新，对于中国的年轻人来说，你们多大程度上愿意进入一个充满不确定性的未来呢？这是需要花时间的。

大家知道美国在数十年前遭受到了活力丧失的严重损失——在我的书中提到过。家庭价值观可能会阻碍年轻人从事具有创新冒险和挑战的职业，在中国的家庭中也会存在这样的问题，到底家长多大程度上愿意让自己的孩子离开家乡、离开国家去寻求一个具有冒险和创新职业呢？当然，目前根据我的观察在中国这还不是问题，我也希望有更多统计数据能够证明这一点。

我们看一个相关问题，在很多国家都有社会上的创新障碍，如果一个企业家想开拓新企业，他要选择最佳人群来为他工作。对于企业家来说很多时候不得不雇佣他的家人和亲戚——任人唯亲，这样企业家就不愿意去创新了。

最后我想提出一个问题，创新的能力。一个伟大的创新者，像乔布斯，他有着非常独特的洞察力，他知道什么样的产品能够卖出去，而不是看这个产品是多少。在中国希望能够实现大规模的创新，不仅仅要有人们创新的意愿，同时也需要有良好的洞察力和愿景。在全球层面的创新需要中国企业必须了解什么样的产品能够适合外国人，也能够吸引中国人的喜爱。

变革之年的宏观与资本市场环境

暂的现象可能当成了市场经济的永恒，这是错误的，必须在这两个之间进行区分。这样你才能看到中国经济未来发展的前景在创新推动下，市场化下的可持续发展，以及在这种环境下，资本市场应该给中国的公司、中国的经济怎样的估值，否则就会出现估值的偏离。

中国整体来讲经济增长保持7%以上应该问题不大。通胀如果是3%左右，名义增长应该是10%左右。去年大型国企大概盈利增长是10%左右，这种情况下，标准普尔指数去年的公司盈利增长也就8%，但在美国股市的市盈率15倍—16倍，那还是未来的市盈率，还不是过去的市盈率。如果按过去的市盈率算，它的市盈率是17倍、18倍，中国未来市盈率只有10倍左右。美国经济增长只有2%—3%，它的市盈率是15—16倍，中国名义增长是10%，中国资产估值增长也就10%左右。

一定要把短暂的市场经济在变革之年昙花一现的事情和市场经济的永恒做一个区分。利率市场化有什么不好？利率市场化对传统银行业当然会有短暂的冲击，但资本市场有时候是看长远的，为什么有时候会有10倍、20倍、30倍的市盈率呢？因为它看5年、10年、20年。利率市场化在市场经济当中再正常不过了，在美国很多传统的银行不是活得好好的吗？但它的盈利结构会改变，可能不会有这么高的比例；盈利模式是从仅仅赚息差而来，重要的是它会从资本市场的运作，从直接融资而来，而这正是中国未来金融产业发展的方向。

我经常讲，中国直接融资的比例在整个经济当中占比也就20%左右，银行贷款被称为间接融资的占整个经济融资结构的70%、80%，如果是70%的话，大概10%左右是所谓的影子银行，灰色银行等等，但我们如何看待

影子银行、灰色银行的问题，实际这是由中国融资结构转换过程当中出现的一种特殊现象，或者说得直白一点，影子银行就是在中国目前大环境之下的直接融资，它是一种市场需求所催生的。所以，在中国来讲，这种影子银行的风险没有典型的西方的影子银行风险那么大大。

它是一种市场需求。由于我们资本市场不发达，直接融资渠道非常狭窄，在这种情况下，很多中小企业又拿不到银行的贷款，但是银行的贷款间接融资占了我们总融资结构的70%。它是由于这种特殊现象造成的，是在特殊市场环境下，特殊历史时期下产生的一种特殊需求——市场产生了影子银行的相对需求。影子银行最大的问题在哪里呢？在于风险的错配，而不是简单的期限错配。

比如，银行发一个理财产品就三个月，它给你6%的回报，很多存款人会觉得这个东西非常好，因为活期存款基本没有利息，定期存款一年也就3%左右的利息。你买它这个理财产品，三个月的东西，年利率6%，非常好。但什么是风险的错配呢？因为很多买这个理财产品的人认为它是无风险的，实际是有风险的，银行用6%的利息筹到了以后，这个钱去哪儿了呢？可能跟一家信托公司来对接，这家信托公司给某个中小企业或某个房地产开发商，或者某个地方政府贷款，给它们贷款做的信托产品，这个钱给了它们，但作为使用者的成本，这个钱使用者比如房地产开发商可能是12%，而不是6%，在这个过程当中，由于中介市场直接融资的渠道不畅，做了很多中间渠道，这个过程中，银行收了3%的手续费，信托公司也收了3%的手续费，最终用户的成本是12%，出资人拿到的回报只有6%，这不是不是一个风险的错配？

这个业务对中介公司来讲，不管是信托公司还是银行是非常赚钱的买卖，它不是一个所谓的存款成本上升的问题，因为它可以收3%的费用。但是它所反映的问题就是我们金融市场里直接融资不畅。为什么要钱的人，为什么钱的使用者，比如说，房地产开发商也好，中小企业也好，地方政府也好，它不可以直接面向出资人在市场上发债，出资人直接拿到的回报就是12%，而不是6%。其实它是这样问题，反映了目前情况下中国直接融资市场不畅——直接融资市场太小。中国要大力发展直接融资市场，而不仅仅局限于发展银行业务。

我经常讲的一个观点是，中小企业的贷款不可能通过发展银行，不管是国有银行、民营银行、小银行、大银行、全国性的银行，不可能通过发展银行来完全解决。市场经济的发展，全球比较发达的市场经济体系结构，为什么美国银行融资只占百分之十几，债券市场达到70%，因为很多企业可以直接发债，可以直接在市场上发债，可以直接面向投资人，投资人也可以拿到更高的回报，出资人拿到更高的回报，资金的使用者成本也可以降到很低，这主要是股权、债权资本市场要非常发达，相对的监管、配套、软环境要建立起来。

为什么这个事情不能通过银行来解决呢？因为银行的钱是存款人存的钱，它拿出去贷款的钱不是银行自己的钱，所以银行的贷款本身在市场经济各个地方都是一样，它是趋保守型的。银行的贷款一般是需要有抵押品，有形的抵押品更好，没有形的抵押品，比如知识产权。比较发达的地方，你可以用知识产权、无形的资产进行抵押。中国这个软环境也没有，知识产权这个市场非常不发达，很难对知识产权进行保护和估值。

但是中小企业发展服务类型的经济，发展消费类型的经济，这些产业的特点，首先它是靠中小企业，全世界各国都是这样，但是这类企业的特点就是它没有多少有形资产可以抵押给银行，所以它拿不到贷款，从很大意义上来讲是正常的。银行因为它拿的是存款人的钱，存款人在银行的账目上来讲是银行的负债，所以，它要以还本为主，利息收多少是次要的。所以，很多西方的银行如果你没有足够的抵押品，你给我再高的利息我都不做这单生意。但这些东西，比如西方有垃圾站，有各种各样级别的站，他可以在资本市场上融到资。因为在资本市场上出资人各种类型乐得风险他都可以承担，或者可以找到各种风险承担能力的出资人。

所以，中小企业融资难的问题不能强调只是发展银行去解决，一定要发展资本市场。资本市场要发展起来，这个资本市场要有效率，要对资产的估值比较准确，不能永远是无效的资本市场。像中国的A股这样，永远不可能反映中国经济未来、过去和现象的资本市场，然后你把它发展起来，它怎么承担未来中国经济发展主要的融资渠道的责任呢？因此，要把培育资本市场作为金融改革的重点和重中之重。

现在很多利率市场化改革，汇率市场化改革应该讲都是为发展中国家多层次、成熟的资本市场做一个铺垫和准备的，因为利率市场化、汇率市场化、金融要素市场化是资本市场发展的一个前提。由于这些环境还在演变、发展过程中，经济本身已经有了这个需求了，有没有正常的资本市场融资手段去满足这种需求，才能满足中国的影子银行、各种各样银行应急性的需求，某种程度上是短暂的，某种程度上是昙花一现的革新和变革，这些都是正常的。我们不要过于放大这类东西的风险。它是中国经济在朝市场化迈进过程当中一个正常的过渡。

最后一句话，我们一定要区分好变革当中的短暂现象和市场经济当中的永恒。(完)