

学术支持:
清华大学新经济与新产业研究中心
中央财经大学中国改革和发展研究院
高级顾问:张文台(全国人大环资委第十一届副主任)
编委:管益忻 陈宇 刘涛雄 黄文夫 启文 赵红 李千 吴明伏 白卫星
编委会主任:管益忻
副主任:陈宇 刘涛雄
主编:管益忻
常务副主编:启文 副主编:白卫星
编辑部主任:廉明 编辑部副主任:刘立华
主编助理:方芳



学术顾问:(按姓氏拼音排序)

巴曙松	蔡继明	陈东琪	陈栋生	陈全生
程恩富	迟福林	戴圆晨	范恒山	樊 纲
高尚全	顾海兵	葛志荣	谷书堂	贺茂之
洪银兴	黄范章	贾 康	江春泽	金 碚
李成勋	李江帆	李京文	李维安	刘诗白
刘 伟	茅于軾	任玉岭	宋洪远	宋守信
宋养琰	谭崇台	王东京	卫兴华	魏 杰
吴 澄	徐长友	晏智杰	杨家庆	杨启先
张曙光	张晓山	张卓元	赵人伟	郑新立
朱铁臻	周叔莲	周天勇	邹东涛	

中国如何在波动中推进市场化进程

亚洲金融危机的教训首先告诉我们,试图通过加息(来提升本币收益)来稳住汇率肯定不行,加息很可能会引发汇率和银行的“双重危机”,而加息带来的企业融资成本的上升势必会使下行的经济更加雪上加霜。

■ 钱军 上海交大高级金融学院金融学教授、中国金融研究院副院长

开年伊始,中国金融市场风波不断,A股成为国际资本市场联动下跌的主要一员,熔断机制在短暂现身四天后匆忙下线;与此同时,人民币汇率也再度历经“811 汇改”后的最大波动,而境内外市场的关联性也成为投资者讨论和博弈的热点。这些事件似乎都在预示,2016 将是充满不确定性的一年,“波动性”将是市场的常态,而金融市场的另一个关键词则是“市场化”,即在波动中整个金融体系应该继续推动市场化进程。

让我们先从汇率说起。从过去十年间人民币对国际主要货币汇率一路飙升来看,2015 年下半年来人民币贬值,尤其对美元的贬值,应属以市场为定价机制的正常调整和波动。而结合 1997 年的亚洲金融危机教训和最近金砖各国在美国退出量化宽松和收紧银根过程的经验来看,我们应该首先清楚地意识到中国汇率市场的底线并不是人民币兑美元(或其他主要货币)的均衡点在哪里,而是防止由于短时间内汇率剧烈波动等因素所导致的恐慌性资本外逃。

亚洲金融危机的教训首先告诉我们,试图通过加息(来提升本币收益)来稳住汇率肯定不行,加息很可能会引发汇率和银行的“双重危机”,而加息带来的企业融资成本的上升势必会使下行的经济更加雪上加霜。

所以,虽然笔者最近一直呼吁持续的宽松货币政策需谨慎(财政政策 and 供给端刺激应该是主要工具),但绝对不赞成在目前情况下采取任何货币紧缩政策。

当恐慌性资本外逃发生之时,从过去的金融危机的另一个教训是,再坚实的“防火墙”也挡不住外逃的浪潮,为数不多的可行办

法是迅速让汇率自由浮动,其结局就是本币兑其他主要货币,尤其美元的大幅贬值。贬值后国内资产和劳动力会变得非常便宜,在这种情况下,资本外流就会停止并且逐渐回流。然而,可以想见这会导致国内很多(依赖进口的)企业和家庭在短期内处境艰难,而这也是包括中国在内的全球经济体都不希望看到的极端局面。

2016 年首个交易周,人民币下挫,离岸和在岸人民币汇率分别创 2009 年离岸市场建立以来和 2011 年 3 月以来新低,而且两地汇率差价(离岸跌幅更大)扩至 1600 个基点左右,创历史新高。这样的境内外汇差滋生套利空间,并有可能引发恐慌性的资本外逃。从 1 月 11 日起,离岸人民币开始回升,12 日离岸人民币更是上演了“V”字反攻,与在岸即期汇率的利差迅速收窄并一度倒挂,香港人民币拆借利率也随之飙升。对此,很多市场人士揣测,中国央行在离岸市场大量购买人民币、抛售美元,而银行间流动性的短暂枯竭也大大提高了做空人民币的成本,取得了逼退空头的首次胜利。

笔者坚信,中国央行有足够的工具、能力和经验在必要的时候协调境内外汇率市场,将人民币汇率的波动性控制在一个相对稳定的区间之内。诚然,中国的外汇储备在最近一年中损失不小,但超过三万亿美元储备,加之我们在资本管控方面较很多发展中国家有更完善的体系,同时也对控制短期内资本项目的异常波动更有经验,应该足以让全世界放心中国不会上演恐慌性资本外逃。

对于影响人民币汇率走向的关键因素之一——美联储加息,笔者认为,上半年预计最多加息一次,窗口应该在三月以后,加息节奏不会太快太频繁,而全年加息水平应该在 50 基点(半个百分点)。因此,从目前各项经济指标以及人民币和美元的近期走势来看,笔者预测,人民币或许会在 2016 年上半年内再贬值 10%左右,跌破 1 美元换 7 元这一关口,如果市场反应过度一些,一年内一美元换 7.35 甚至 7.5 元也是有可能的,而人民币对其他货币从目前来看并没有持续贬值的基础。这些汇率水平就接近或达到市场均衡的水平,而稳定、小幅的对美元贬值还可以减缓资本离岸(去美国)的趋势,因为人民币贬值 10%就意味着中国资产(在美国投资者看来)收益上升 10%。

在资本项目企稳的情况下,今年应该继

续着力推进双向的、风险可控的开放渠道(“深港通”和“沪伦通”),以及在包括上海自贸区在内的人民币在资本项目下的跨境流动,以此缓解国内流动性偏多又苦于缺乏投资渠道而推高部分行业泡沫的局面,同时继续推进人民币的市场化和国际化进程。

除了波动性外,让我们再从三个方面来说说今年的股市和资本市场。首先,像美国这样发达的股市是经过一个多世纪的风风雨雨才逐渐走向成熟,所以新兴市场的发展必然要交多次“学费”,不可避免地走弯路;关键是发生了意料之外的事件和危机后我们能否从中汲取教训。由此联系到一个新的交易机制的设计、推出和改进,应该与现有机制一起进行综合评估,尤其要确定暂停和终止交易的目的。采用熔断机制的“鼻祖”的美国是在 1987 年股灾后经过整整一年的讨论和征求意见后决定建立的。在这个过程中,学术界、市场参与主体和监管部门从各方面对该机制的利弊进行了激烈争辩,最后明确了要熔断的是脱离基本面的、由程序交易引发的非理性暴跌,而在目前的美国股市,最重要的是由高频交易(包括程序出错)引发的暴跌可以被止住。

笔者根据自己的跨国跨市场的大数据研究认为,A 股市场 3000 点不是底,尤其是取消大股东减持禁令等一系列非常规(抬高股市)政策后,从中国经济和上市公司的基本面来看,股市回归到 2500 甚至 2200 点才是真正的探底。在这种情况下如果想让熔断机制来限制波动性和股市下跌,显然是开错了药方。

从全世界发达和新兴的大型股市来看,采用熔断机制,包括同时采用(个股)涨跌停板和(指数)熔断机制并不在少数(比如美国)。但熔断机制(以及涨跌停板)的阈值须经过仔细调研论证后设立。美国市场目前之所以设置 7%、13%和 20%三档标普 500 指数熔断闸门(1988 年至 2013 年用的是道琼斯指数)是通过数十年的数据估算得出,其每天的平均波动性不到 1%,从不及 1%跳到 5%乃至 7%,的确是一个小概率事件,也就意味着不会隔三差五就碰闸。而中国就很不一样了,数据显示即使设有个股涨跌停板,以散户和短线交易为主导的 A 股平均每天的波动性要比美国高起码一倍半;在“非常时期”,比如 2007 至 2008 年,以及 2015 年的前 7 个月,波动性更是屡破自己先前创造的世界纪录,也

就是说,触及 5%或 7%,尤其在预期波动性比较大的时间段,绝不是小概率事件。

今后关于交易机制的改进,笔者的呼吁是应该充分征求学术界的意见,尤其是能够把相关国际国内的微观层面的大数据进行全面、科学、公正和符合金融学原理的分析的研究机构和专家的意见。

其次,笔者认为中国股市市场化进程的核心仍然是注册制的推进。1 月 13 日晚间,证监会突然在官网发布“答记者问”表态,注册制改革是一个循序渐进的过程,“不会一步到位”,此举被某些人解读为再度出手拯救一度失守 3000 点岌岌可危的 A 股。对此,笔者一如既往地呼吁,“注册制不要停,注册制的推出不会导致上市公司洪水泛滥”,尽管上市业绩的门槛降低了,但并不意味着没有门槛,因为注册制的核心是提高信息披露的门槛,这也会促使投资者比较冷静地去对待新股发行,同时,上市公司也会合理判断和选择上市的时机。

根据笔者的研究,A 股市场之所以不能合理配置社会资源的重要原因是与中国经济和经济增长脱节,具体而言,A 股中传统行业的大(大)企业过多,新兴行业和民企太少,而即便是传统行业上市公司并非行业中的佼佼者。股市与经济增长脱节有着一系列“中国特色”的原因,但根本原因还在于新股发行的“审批制”和高业绩门槛。而从香港和美国市场经验来看,包括在这两个发达市场上市的一大批中国企业,其股市实行市场化的注册制,上市企业以新兴行业的成长型企业为主,其一般选择经济形势趋好、行业前景看好、自身业绩较好的牛市时机上市,因此上市后业绩平稳增长,少有中国这种上市前后业绩大起大落的现象。

第三,今年股市和资本市场的另一大趋势是中国公司在境内和全球参与的并购浪潮。本轮浪潮的特征之一是通过并购实现去产能过剩以及企业和行业的转型升级,但多元化并购需谨慎,因为企业的管理成本会随着跨行业的多样化和复杂化直线上升。特征之二是中国企业继续走向国门,实现全球配置资产,但跨国并购中的国家风险的度量和企业文化冲突的合理处置是决定成败与否的关键。

而本轮浪潮中的最大看点很可能是实体经济与金融、资本对接中的碰撞和冲突,比如万科宝能之争的持续发酵和其他关于企业控

制权争夺的事件的批量发生。美国 80 年代的杠杆收购浪潮,即资本通过发行“垃圾债”大举杠杆融资故意收购了包括很多财富 500 强的企业,也首度引发“门口的野蛮人(Barbarians at the Gate)”一说,如今,在王石的眼里,中国资本市场的“野蛮人”显然已经进了门。

笔者认为,资本进入公司管理带来的控制权的争夺实际上是市场化的治理机制的体现,而公司原有大股东及其高管代表与新资本(通过二级市场等渠道)及其股权的竞争在大多数情况下会给小股东更多的机会。目前的美国,“股东积极参与主义(Shareholder Activism)”的主要表现形式,除了整体(敌意)收购外,为机构投资者通过合法征集投票权、实施代理投票进驻公司董事会和管理层,进而采取诸多变革——从敦促公司发放现金红利和回购股票,到支持或反对并购。在这场控制权争夺战中中小股东并不是旁观者,因为他们可以把选票交给他们认为最能够为他们产生价值提升的大股东,而公司原有的大股东也会采取包括“毒丸”在内的诸多防御措施。

虽然中国尚未出现“代理权”争夺战,笔者也质疑“毒丸”能否真正在中国使用(包括通过定增来稀释某位敌意股东),但是毋庸置疑的是,上市公司创始或者现有大股东必将面临来自资本市场的竞争,也就是更多的“万宝之争”。促使这波浪潮的重要原因正是股市目前仍处于彷徨和探底阶段,这让外来资本(通过二级市场等渠道)的建仓成本降低,而且股价低迷时持反对现任高管和大股东的股民增多。在这样的竞争中,广大小股东会有更多的发言权和选择权,能为他们创造价值的股东,无论是否资本“出身”,就是他们会力挺的现代商业的“文明人”。而关注这样的市场化治理和控制权的竞争,应当远比成天盯住 K 线和跟庄,来得有用和有趣得多。

最后再展望一下宏观经济,笔者认为,如果政府采取财政刺激政策加上继续宽松的货币政策,2016 年中国 GDP 增长或在 6.5%至 6.8%区间运行。为了保持中国经济持续健康地增长,笔者建议,应当在保证失业率不高攀的情况下,大力发展第三产业,从税收上鼓励第三产业,尤其是属于第三产业的中小企业。不经历风雨怎么见彩虹,有理由相信,2016 年中国经济和金融体系在平稳度过转型期较为艰难的日子,及各项改革措施落实之后,必将迎来阳光灿烂的发展新纪元。

农民工市民化:不是恩赐是权利

■ 陈杰 上海财经大学不动产研究所执行所长

2015 年 12 月下旬的中央经济工作会议提出要加快“农民工市民化”,使得农民工市民化这个命题又一次成为经济政策与媒体舆论的焦点。其实,关于农民工市民化的命题,伴随着上世纪 90 年代中国出现大规模城乡劳动力流动之后,国内学界很早就开始有大量研究和激烈的讨论,并进入了政策讨论议程。2012 年十八大报告中已经明确提出过要“加快改革户籍制度,有序推进农业转移人口市民化”。

其实就国际城镇化的经验来说,农业转移人口的市民化就等同于城镇化。但在中国特色的城镇化模式下,出现了大批在城市打工但不能在城市定居的农业转移人口,这就是所谓的农民工。根据国家统计局发布的《2014 年全国农民工监测调查报告》,2014 年全国农民工总量为 2.74 亿人,其中外出农民工 1.68 亿,本地农民工 1.06 亿。《国家新型城镇化规划(2014-2020 年)》也指出,“目前农民工已成为我国产业工人的主体”。然而,“受城乡分割的户籍制度影响,被统计为城镇人口的 2.34 亿农民工及其随迁家属,未能在教育、就业、医疗、养老、保障性住房等方面享受城镇居民的基本公共服务”。根据国务院发展研究中心课题组 2010 年一个研究报告,如果每年能推动农民工市民化 1000 万人口,中国经济增长速度可以提高 1 个百分点,同时促进我国经济从投资驱动型向内需驱动型转型,还有利于缩小城乡和城市内部居民收入差距、提高城市规模经济效益和增加人力资本积累速度。国务院发展研究中心 2011 年的一份报告还测算了农民工的市民化成本,认为农民工市民化的政府支出约为 8 万元/人(2010 年价格水平)。中国社科院发布的《中国农业转移人口市民化进程报告(2012)》则认为,中国农民进城人均成本 13 万,政府每年

根据国务院发展研究中心课题组 2010 年一个研究报告,如果每年能推动农民工市民化 1000 万人口,中国经济增长速度可以提高 1 个百分点,同时促进我国经济从投资驱动型向内需驱动型转型,还有利于缩小城乡和城市内部居民收入差距、提高城市规模经济效益和增加人力资本积累速度。

需要投入 6500 亿。

农民工市民化不能过于功利化

农民工市民化是城镇化的攻坚战和最后一公里。然而,遗憾的是,政府关于农民工市民化的态度似乎过于看重农民工市民化的经济效益,带有比较明显的“生产主义”(productivism)色彩,工具性比较强。不少时候,政府对于农民工市民化的政策给人的感觉是,反复权衡得失、做成本收益分析,过于精于计算。当政府在农民工市民化中可以看到的潜在收益大于现实可见的成本时候,才有热情推动农民工市民化,反之就缺乏动力,经常忽视。如根据中国社科院的《中国农业转移人口市民化进程报告(2012)》,按照课题组从公共服务、经济生活、文化素质、政治权利四大方面来构建的农民工市民化进程指标,近年来我国农民工市民化进程是停滞不前的,甚至不少地方出现倒退。该报告主笔认为,我国农民工市民化受阻的主要原因是,实现市民化后无差别的社会福利待遇将给地方政府带来较大的财政压力,这也是城市户籍制度改革举步维艰的根本原因。

在这个背景下,政府推动农民工市民化的热情时断时续,时高时低。2015 年末中央经济工作会议出现了如下引人注目的表述,“要按照加快提高户籍人口城镇化率和深化住房制度改革的要求,通过加快农民工市民化,扩大有效需求,打通供需通道,消化库存,稳定房地产市场”。也许中央政府对这段表述的本意并不是把农民工市民化与房地产去库存联系在一起,更加合理和全面的解读是建立一个健康的、能满足新市民住房需求、有公租房覆盖非户籍人口的住房制度是完成农民工市民化的前提条件之一,但很多地方政府在推进农民工市民化多年停滞、进展缓慢之后忽然一夜之间又产生了很大兴趣和热情,不能不说因为农民工市民化给了地方政府新的明确的短期政绩激励有关。

把农民工市民化与经济收益联系起来并非不可取,农民工市民化的成本也是需要大量细致研究,但作为一个已明确定位执政目标是实现“共享发展”的政府,如果站在过于功利化立场和局部利益角度来看待农民工市民化这件事,则会陷入一个严重误区,也使自己的权威性和合法性受到质疑。

到底什么是农民工市民化

到底什么是农民工市民化呢?综合学者的相关研究,笔者以为,所谓农民工市民化,至少有五个层面的含义:

第一,农民工在城市生产活动中可以被正规城市劳动力市场所容纳、认同和保护。在工作中同工同酬,不受户籍和身份的歧视,也可以接受到专业的职业培训。

第二,农民工在城市福利体系中可以与本地市民一视同仁地享有基本公共服务。从子女教育、医疗到养老,公正公平地纳税、参保和享受保障,不被拒绝,也无需特殊照顾,没有特别的差别化待遇,摘掉身份标签。

第三,农民工在城市政治生活中与本地市民一样享受依据宪法政治应有的各项政治权利。从社区治理到城市管理,都是城市中平等



的一份子,对城市重大公共事务,有与本地市民同样权重的发言权。农民工可以不受隔阂地参加各种社会活动和文化生活。

第四,农民工在城市居住生活中不被隔离和排斥。农民工可以与本地市民和谐融合地在一起居住,不被局限约束在“城中村”或“贫民窟”,住房市场不存在对农民工的进入屏障。

第五,农民工群体在谋生职业、社会身份、人力资本、文化素质、心理心态和意识行为上完成从农民向市民转换的过程,既抗拒“被边缘化”,也拒绝“自边缘化”,在政府和社会的共同帮助下积极主动地适应城市文明和城市的社会交往方式。

如果笔者对农民工市民化的以上理解大体正确,可以得到一个推论,过去讨论中始终纠结在农民工流入地城市该给不给农民工户籍,是一个十分片面的视角。农民工市民化应是全方位地融入城市社会,取得完全的市民身份,与其他市民并无二异。城市里的居民或许不可避免因为收入、财富、地位和职业等后天差别而划分出形形色色的不同类群,但不应该存在农民工这种因为出身而终生带上的

具有强烈隔离色彩的身份标签。

农民工市民化首先是一个权利

不少社会学者提出,“农民工”及密切相关的“流动人口”、“外来人口”,这些特殊的身份之所以在中国城市社会中能长期存在,不仅仅是中国存在城市户籍制度限制这个表面原因,更深层次原因是中国长期经济与社会发展中,公民的很多权利是外生的、由政府来决定,而不是内生的、公民与生俱来的。更具体一点,需要思考一下,一个中华人民共和国的公民,是否有到任何一个城市进行定居、使用该城市空间满足个人生活和发展、分享城市发展和参与城市管理的权利。很长一段时间中国人是没有城市空间权利的,农民迁居到城市和城市之间流动都是非法的,到本世纪初也还是要暂住证的,否则就可以被强制遣返的。即使现在,外来流动人口在很多城市也还是要办临时居住证。也就是说,中国人对一个中国城市的空间权利不是天然默认有的,而是需要经过政府批准和认可的。