

周小川：汇金转型定调淡马锡

做金融国资委还是中国的“淡马锡”？中央汇金公司何去何从的谜底终于被央行行长周小川所揭开。周小川日前明确表示，将对汇金公司进行重组改造，进一步按照“国家投资控股公司”的市场化运作模式完善体制，确保对重点金融机构的绝对控制力。

汇金即将完成使命

根据新华社的报道，周小川日前表示，将稳步推进农业银行不良资产处置，通过国家注资等财务重组方式推进农行的股份制改革。

尽管看似各说各事，但农行股改和汇金转型实质上殊途同归。事实上，尽管周小川并未明说，但国家注资农行即意味着汇金公司注资，而在此之后，汇金公司创立之初的使命——对四大国有银行的注资任务行将完成。

汇金公司正是“授命于危难之时”，2003年11月，时值国有银行改革攻坚的最艰难时刻，汇金公司低调地由国务院批准成立，并于当年12月向中行、建行分别注资225亿美元外汇储备充实资本金，2005年4月，汇金又再次向工行注资150亿美元。

目前，汇金公司的投资已经涉及三大国有商业银行、一家股份制商业银行（交行）、四家大型券商（银河证券、中金公司、申银万国、国泰君安）和一家投资金融性资产的全资子公司（建银投资）；而翘首等待汇金注资的名单上更有光大银行、华夏证券、南方证券等众多金融机构。

尽管风光无限，然而，随着对农行注资的启动，汇金的国有银行注资任务已然“功德圆满”，转型已势在必行。

汇金转型之争

作为首位表态对汇金进行重组改造的央行高层，周小川日前表示，汇金的重组将按照“国家投资控股公司”的市场化运作模式完善体制。值得注意的是，这也在实质上盖棺论定了汇金的转型之争——不做金融国资委，而做中国的“淡马锡”。

作为一种声音，将汇金公司改组为金融国资委曾得到了不少人的赞成，认为汇金公司在承担国有出资人职能的同时，也应管理国有金融资产。但反对意见认为，汇金向建行、中行和工行的注资都是外汇储备，是央行的负债。换言之，与国资委管理的国有企业资产不同，外汇储备并非央行乃至政府可以随意调用的资产。

而由于新加坡“淡马锡”的光环，作为政府掌控的投资控股公司，30年来，平均每年为股东赢得了超过18%的投资回报率，让汇金做中国的“淡马锡”也日渐成为主流声音。

央行副行长吴晓灵上月曾表示，汇金可以借鉴淡马锡的成功经验，作为国有银行的控股股东，代表国家行使出资人的职能，主动积极地制定公司发展规划。但吴晓灵当时并未明确表示将把汇金变为“淡马锡”。

业内人士表示，在今年一季度召开的中央金融工作会议上，汇金公司变身为“淡马锡”将最终敲定，转型之事届时将正式启动。

（2007年01月04日 东方早报）

周小川：金融改革发展面临三难题

中国人民银行行长周小川日前说，当前中国经济增长较快，金融在优化社会资源配置、促进经济又好又快增长中的作用越来越重要，但同时，中国金融改革与发展还面临不少困难

和问题。

周小川是受国务院委托,在向全国人大常委会报告近年来中国国有商业银行股份制改革和深化金融体制改革有关工作情况时说这番话的。他说,中国金融改革与发展面临的难题主要表现在以下三个方面:

一是国有商业银行股份制改革具有长期性、复杂性和艰巨性。周小川说,国有商业银行股份制改革目前取得的成效仍属于初步的、阶段性的。从银行内部看,三家改制银行的公司治理尚需规范,经营机制转换不彻底;内部控制与风险管理体系尚需进一步完善,在各级分支机构的贯彻落实尚不到位;高素质的经营管理人才缺乏与员工总量过大的矛盾并存,创新不足,同质化、低水平竞争现象比较突出。从银行外部环境看,国有商业银行将面临更加严峻的市场竞争;同时,经济结构的不断调整,有可能增加商业银行信贷风险;与市场经济相适应的金融法制建设尚待完善,社会诚信体系建设刚刚起步。

二是农村金融体系的结构与运作机制还不适应市场需要。周小川指出,目前农村金融体系的结构与运作机制还存在缺陷,与解决“三农”问题对金融服务的需求还有差距。

三是金融宏观调控面临的深层次矛盾还没有得到根本解决。一是经济结构性矛盾突出对金融宏观调控形成较大压力。消费率过低已经成为影响经济协调平稳发展的突出问题。二是国际收支不平衡导致的货币政策自主性下降。三是金融市场发展不平衡,金融市场体系不健全,导致金融运行的市场基础不稳固,直接融资比例低,资源配置效率不高,货币政策传导不畅。

(2007年01月04日 第一财经日报)

遏制挤入效应：中国应享用自己的巨大财富

编者按 在全球经济失衡,以及由此带来的关于人民币汇率等问题的种种争论之中,美国前财政部长劳伦斯·萨默斯对中国现行的汇率政策持鲜明的批判态度,斯坦福大学教授罗纳德·麦金农则认为中国目前的汇率政策表现不错。

目前,中国早已过万亿美元的外汇储备恰恰表现了一种两难境地——现行的出口模式对经济增长和就业均有作用,但成本高昂。在某种意义上,这是中国经济近几十年的快速发展对决策者、学界和企业界等各个相关方所提出的一个新的难题。为此,本报特刊登英国《金融时报》首席经济评论员兼副主编马丁·沃尔夫(Martin Wolf)的相关文章,以飨读者。

文/马丁·沃尔夫

现今资本流动的状况从历史的角度看绝对是难以预料的,因为资本流动的数额占国内生产总值(GDP)的比重非常大,还有一个重要的现象就是资本是从较贫穷的国家流向较富裕的国家。到目前为止,最大的资本流入国是世界最富有的国家美国,而资本供应国则是那些相对贫穷的国家。实际上,中国是资本供应国中唯一的大国,其经常账户盈余的金额也是世界最大的,约接近世界经常账户盈余总量的25%。

我首先通过引用几句话来开始这个问题的讨论。第一句话来自于20世纪最著名的经济学家凯恩斯。他说:“如果你欠银行100英镑,你的经济状况存在问题;但如果你欠银行100万英镑,就是银行存在问题。”这句话出自很久以前,应当说那时100英镑的购买力远远大于现在的100英镑,而他的这句话与中国的现状密切相关。美国的外债是约3.5万亿美元,根据上面的理论,那是美国的债权国存在问题。在这些美国的债权国中,中国仅次于日

本，名列第二，因此这对中国来讲是个很重要的问题。第二句话来自于一位同样很著名的经济学家赫伯特·斯坦(Herbert Stein)，他说：“事情不会永远都这样”，世界经济是动态变化的。第三句话来自于美联储主席伯南克，他的话基本上解释了失衡现象。他说：“在过去十年里，在各种力量的综合作用推动下，产生了世界性的储蓄剩余。”还有一句话来自于美联储前主席格林斯潘，“在世界各地，长期利率已然绝对走低”，这也是世界经济一个很重要的现象，即：经济快速增长，而实际利率水平却非常低。我们认为，当经济快速增长时，实际利率水平也应该很高，经济学家的理论也是如此。而中国是我所曾经看到的最明显的一个例外。相对于其快速的经济增长来说，它的实际利率水平太低了。

我最后一个重要的引论来自于诺贝尔经济学奖得主斯蒂格利茨：“亚洲已变成世界资金和储蓄的来源地，为什么它不发挥自己的优势来试着创造一个金融市场，以更好地服务于亚洲人民呢？”我想，他的话将有利于解决中国过大的外汇储备问题。

“挤入效应”

从1997年的亚洲金融危机以来，美国的经常账户赤字从占世界GDP的0.5%提升到现在的2%；欧元区基本保持平衡，尽管其内部有些国家(如德国)存在大量的盈余，但总体上并不妨碍我们对问题的讨论。世界上有两个重要的经常账户盈余集中地，其中之一是石油生产国，高油价导致其经常账户的高盈余，其盈余额约占世界总盈余额的一半；另一个重要的盈余地区是亚洲。中国的盈余额约占亚洲总盈余额的70%，亚洲新兴国家的盈余额远远超过日本，其主要原因在于中国不断上涨的盈余量。亚洲国家的经常账户余额约占世界GDP的1%。自1997年亚洲金融危机以来，日本的重要性逐渐降低，2004、2005和2006年连续三年最重要的盈余国都是中国。在1996~2005年间，主要的经常账户赤字国是美国，每年增长7000亿美元，还包括其他英语系国家，如澳大利亚、英国等。增长最快的盈余国包括日本、中国和中东国家，其中亚洲的经常账户盈余额相当于美国经常账户赤字的一半。

为什么在短短10年的时间里会产生如此大的经常账户赤字和盈余呢？同样的问题是，为什么会产生如此大的资本账户盈余和赤字呢？这里最重要的问题是，资本的巨额流动是从较贫穷国家流向较富裕国家。在基本的经济学理论中有两个理论可以解释这个现象。一是“挤出效应”(Crowding out)，即来自于美国和其他经常账户赤字国对资金的过度需求。美国是世界最大的经济体，过多的消费会产生大量的财政赤字，高赤字会提高世界的利率水平；世界其他国家为降低利率水平而减少消费，而这会导致世界其他国家的经常账户盈余，扩大了世界的资本流动，而流动的资金是人们增加消费的基础。这就是“挤出效应”的主要内容。另一个重要的理论是“挤入效应”(Crowding in)，即盈余国对资本的过度供给。我们可以将美国以外的世界其他国家看作是一个大的国家，这个国家的储蓄过多，投资过少，即储蓄大于投资。过多的资金就会用来购买美国资产，从而使美国的实际汇率水平上升，降低了本国对美国出口产品的需求，从而导致美国生产可交易商品和服务的部门产出缩减。为了维持经济平衡，美联储就会降低利率，这种扩张性的货币政策会导致其过度需求，从而出现经常账户的赤字。

中国政府的观点是美国消费过多，即第一个观点；而伯南克支持“挤入效应”理论。按照格林斯潘的观点，实际利率水平被严重低估了。因此，我认为第二个理论能够更好的来解释这个现象。在过去25年里，世界长期的利率水平一直在下降，降低到现在的2%左右，相对于世界经济的动态增长来说，实际利率水平显然过低。这是“挤入效应”的有力证明。世界上大多数国家，即使是实际利率水平很低的国家，都存在着储蓄大于投资的现象。几乎每个地区都存在着经常账户盈余。美国以外地区的盈余额约占世界总储蓄的六分之一，相对于净储蓄来说，其份额更高。而美国通过自己的赤字大约吸收了世界盈余额的四分之三。实际上，世界上只有极少数的国家和地区能够吸收大量的盈余，基本上都是发达国家，主要有美国、英国、中东和欧国家等。而大多数国家都是资本供应国。很明显的一个现象就是，贫穷

国家拥有大量的储蓄，而较富裕国家的储蓄量很小。

我认为储蓄盈余并不是一件新鲜事。为了更加明确的解释这个问题，我想用一位宏观经济学家自创的术语“汇率保护主义”(Exchange-rate Protectionism)来解释这一现象。汇率保护主义是指，一个国家根据本国可交易部门及其盈余来确定一个宏观体制框架，并由此达成一种被低估的汇率水平，以此来减少进口，增加出口。我们必须从宏观的角度来考虑这个汇率水平。举一个简单的例子，假定一个国家试图将汇率固定在一个低于市场出清的水平(Market Clearing Level)上，可能会产生两种效果：大量的经常账户盈余和大量的投机资本涌入。因为市场的预期是该国为了维持实际汇率水平，必然会提高名义汇率。该国不得不购买大量涌入的外汇并将其作为外汇储备，同时采取相应的宏观经济政策以防止国内的通货膨胀，即该国必须采取紧缩性的财政货币政策来持有过量的储蓄，与之相应的就是国内经常账户盈余。如果该国不采取紧缩的财政货币政策，国内经济就会过热，当然过度储蓄会减少，相对的高汇率也会降低。上面的例子是对包括中国在内的亚洲新兴市场经济体的一个准确描述。

这是谁的错？

亚洲国家一直能够有效地使其汇率保持低水平。通过这种方式，这些国家积累了大量的外汇储备。从 1999 年底以来，世界的外汇储备总额增加了 3 万亿美元，而有 2 万亿美元是出现在亚洲。中国是亚洲外汇储备量最多的国家，事实上，世界外汇储备盈余的四分之一来自于中国。尽管中国的投资率很高，但相对于中国国内的总产值来说，其外汇储备总额也非常高。难以置信的是，中国三分之二的储蓄来自于政府和企业部门。中国经常账户的盈余额约占 GDP 总量的 8%，而基本账户(Basic Account)的盈余额约占 GDP 的 10%。

美国的情况是怎样的呢？美国寻求的是内部平衡，也就是以前所谓的充分就业，现在所说的“不加剧通货膨胀的失业率”。作为世界关键货币的发行者，美国作为世界经济的最终的借出者和借入者的地位是独一无二的，它不得不面对世界其他国家造成的其外部失衡。同时，由于世界上许多国家以追求汇率稳定为目标，所以美国也不得不选择外部失衡。如果美国没有出现财政赤字和居民金融赤字，会发生什么情况呢？答案是，美国和世界各国会出现经济大萧条，除非它能够强迫(或说服)其他国家采取扩张性的经济政策。

美国的净外债头寸占 GDP 的比率大约是 40%。如果未来十年内，美国的进出口继续维持这种状态，那么它的经济运行态势是不可持续的，势必会造成美元危机。如果发生美元危机，那么美国的债权国损失将会非常惨重。由于中国借给美国的钱实在太多，如果美元相对于人民币贬值 30%，那么中国现今的外汇储备实际量就会损失 3000 亿美元。这确实是一个触目惊心的数字。

在这种情况下，中国应该如何进行定位呢？是不是要继续积累外币资产投资于美元泡沫中呢？现在外币资产几乎占了整个 GDP 的 10%。通过我的粗略统计，中国五分之一或者六分之一的资产是以外汇储备的形式存在的。所以当我们讨论中国的财富时，我们不得不提及外汇储备。中国的利率非常低，但外币，尤其是美元是呈现贬值趋势的。现在中国面临的一个很大问题是如何利用它的巨大财富。我的意见是中国应该改变现行的经济政策。我知道中国为什么不想对经济政策进行大的变动。现在的汇率水平能够极大地促进出口，这样会产生大量的经常账户盈余，也就是会产生经济的增长——至少是书面意义上的增长。但要记住一点，出口的价值依赖于中国投资的资产。

你们可能认为，一旦中国消费的更多，美元就会大幅贬值，其真正的价值就会很小，其名义价值保持不变，那么这种盈余就仅仅是数字上的转变。这个问题也就是说，中国能够承受多大的经常账户盈余和外汇储备？根据现在的趋势，在未来五年内，中国的外汇储备将会达到 2 万亿美元，并将继续增长。随着时间的增长，居民的净收益状况可能变得越来越不乐观，因为越来越多的储备会用来赚取利息。现在一个明显的问题是，为什么中国要借那么多

钱给世界上最富裕的国家呢？我们知道中国国内现在正需要大量的资金，而投资外汇几乎必然会损失大量的财富。同时，我认为更严重的是，随着美国赤字的持续增加，中国将不得不面临保护主义抬头的风险。所以大量的外汇储备不仅会造成大量的财富流失，还会引起美国的强烈抵制。

中国必须解决消费难题

我认为更深层次的问题是，在过去 5 年中，中国大量的出口并没有带来经济的极大增长。继日本、韩国之后，世界上人口最多的国家可以采取发展型的经济政策。你们必须记住，在未来 10 年或是 20 年里，中国将是世界上最大的经济体。我坚信这一点。当然，我们知道，在过去半个世纪里，制造业已成为最成功的经济发展之路：从德国到日本，再到韩国，现在是中国。通常情况下，这种策略伴随的是低消费，高投资，以及更高的储蓄和大量的经常账户盈余。但中国实在太太，无法成功地采用这种政策。今天，中国的经常账户余额已高达 1800 亿美元。如果中国的投资率下降 4~5 个百分点，而储蓄率保持不变，经常账户的盈余额将再增加 1100 亿~1300 亿美元，使经常账户总的盈余量超过 3000 亿美元。那么，现在的问题是，谁来吸收如此多的盈余呢？

我认为，中国应采取的首要措施就是增加消费，包括私人和公共两个方面。中国目前的消费水平过低，实际上其现有的消费水平只占了 GDP 的 50% 多一点。而低消费意味着过度牺牲现在，以换取一个尚难确定的较为富有的将来——尤其是在国内外的边际投资回报率很低的情况下。中国目前巨额的盈余储蓄完全可以用来缓解国内的贫穷状况，改善社会保障、教育、环境等，而这都是中国国内急需解决的问题。单纯降低投资是不可取的，我们不但需要抑制投资过热，还需要关注储蓄过高的问题。而低利率也是不可取的，因为这会进一步增加经常账户的余额；而通过增加消费，经常账户余额会逐渐降低，同时更高的汇率水平也能够抑制国内经济过热和通货膨胀。两项政策的结合不仅有利于中国，也有利于世界其他国家。而所有的这些都不需要进行很大的改革，只需要进行以下几个方面的改革就可以了：改革金融部门以更好地分配国内资源；进行法律改革；采取浮动的汇率制度和中央银行独立；解除外汇管制，进行更多的海外投资；以私人和企业的外国资产来代替政府的外汇储备等。实际上，我认为中国现在已经处于一个非常不利的宏观运行状态中，她不能在现有的发展模式持续太长时间，中国真的需要重新考虑她的消费和投资模式。

总之，中国自身无法解决全球的经济失衡问题，但是增加消费和降低储蓄对其自身是有好处的；同时，在经济改革中采取汇率政策来平衡经济是非常有帮助的。也就是说，中国需要重新定位她的经济、她的利益以及全球的利益。

(2007 年 01 月 06 日 21 世纪经济报道)

沪深市值首破 10 万亿 占 GDP 比重超 50%

一天一万亿！沪深股市的总市值正在以惊人的速度膨胀。继前日突破 9 万亿大关后，昨日中国人寿的上市以及股指的大涨，又让沪深总市值一举突破了 10 万亿元大关，占 GDP 的比例达到了 50%。

根据沪深交易所发布的数据，截至昨日收盘，上海证券交易所的 A、B 股总市值为 83270 亿，深圳证券交易所的 A、B 股总市值为 19214 亿，两者合计，证券市场总市值达到了 10.25 万亿元。

国家发改委主任马凯在去年底曾预测，2006 年我国国内生产总值将突破 20 万亿元人民币。以此测算，沪深股市总市值与 GDP 的比例已达到了 50%。而在 2005 年底，这一比值还不足 18%。

造就昨日总市值大步跨越的最大功臣毫无疑问是中国人寿。这艘 A 股总股本高达 208

亿股的超级航母昨日登陆沪市，并以 38.93 元高调收市，为股市贡献了 8106 亿元市值，占昨日增加的 11306 亿市值中的 73.7%。

股指的上涨也为总市值的增加添了一把火。昨日，上证综指报收于 2807.80 点，上涨 3.72%，深证成指报收于 7078.59 点，上涨 3.03%。沪市天量突破 2800 点，深市也首次超越 7000 点。两市成交放大到 1235 亿元，再次刷新历史纪录。

近来，沪深股市的市值不断创出新高，并且以“百米跨栏”的速度，在 20 天时间里连续突破 8 万亿、9 万亿、10 万亿大关。业内人士指出，这一方面得益于证券证券市场的快速上涨，另一方面则是因为新股的密集上市给股市不断注入了新鲜血液。

随着股票市值的上涨，证券市场在国民经济中的影响力也在与日俱增。从国际经验来看，发达国家的股市与GDP的比例通常会达到 1：1 左右，随着我国证券市场占GDP比重的不断增加，特别是一些国民经济的支柱行业龙头加盟A股，股市作为国民经济“晴雨表”的功能得到了不断强化。

（2007 年 01 月 10 日 中国证券网-上海证券报）

社科院黄皮书：中国莫忘记日本房地产泡沫教训

近日，中国社会科学院发布 2007 年世界经济形势分析与预测黄皮书。黄皮书用大量篇幅分析了在世界各地蔓延的房地产热潮，并且提出，中国应该记取当年日本房地产泡沫的教训，避免重蹈覆辙。

1985 年，日本签署了“广场协议”，日元大幅升值，房地产市场也随之急剧升温。在此后 6 年内，日本 6 大城市的商业地价狂涨 3 倍多，需求旺盛投机盛行，房价也不可遏制的持续走高。可是，进入上世纪 90 年代以后，日本房市突然降温，接着就出现了全国性的大暴跌，整个经济也受到了重创。此后 10 年，日本长期处于萧条期，经济增长始终徘徊于衰退与复苏之间，被经济学界称为“失去的 10 年”。在日本房地产泡沫形成期间，人们只相信土地价格只升不降的神话，争相购置房地产契，以至于土地价格高出美国 3 倍有余。日本总理府 1987 年的调查显示，超过半数以上的受访者认为“只有土地是安心并且有利的”。与此相应，人们相信利率不变，企业从银行贷款非常容易。当时的情况是，借款方不考虑一旦利率升高还不起本息怎么办，贷款方也忘记了升息的风险，只是一味地贷款给房地产公司，并且天真地认为，如果这些企业暂时资金困难只需将手中的房子出售就可以解决问题。

这种情况没有引起日本政府足够的警惕，反而采取了不恰当的金融和财政政策，推动了房地产市场的疯狂。在情况最为严重的 1987 年，日本政府并没有采取任何宏观调控措施来缓解过热的市场，还错误地认为日本经济形势一片大好，任凭国家和民众全部卷入到泡沫中去。然而，1989 年，日本股市大幅下挫，接着房地产泡沫破裂，带来了灾难性的后果。直到 2005 年年末，日本经济才从可怕的低谷中走出来。

黄皮书认为，中国与日本有很大的不同，中国政府从 2005 年起就实行了众多的宏观调控措施，并且收到了良好的效果。不过，黄皮书也指出，上述措施还没有完全消除可能存在的巨大风险，况且中国和当时的日本在某些方面还存在一些相似。

当前，人民币面临着升值压力，中国也需要用低利率增强国内需求，大量的资本也在迅速流向房地产业。黄皮书据此提出，中国应该吸取日本低利率政策的教训，收紧银根以待房市降温；其次，央行应该能够抓住调整货币供给的时机，不为稳定的物价指数所迷惑。因为，在日本泡沫期间，日本的物价指数增长几乎为零。另外，在实施扩大内需的转变中，我国应避免国家宏观战略调整而造成的资产泡沫。“虽然中日的国情不同，但是以增大房地产泡沫为代价来扩大内需的教训不应在我国重演。”

（2007 年 01 月 12 日 中国青年报）

股市和房市：裸泳者与紧身衣

在股指经历了一轮暴跌狂泻(大盘跌破 60 日均线)几百点之后，大盘在 7 月 6 日骤然转好，上证指数上涨 165.48 点，大致“补回”7 月 5 日的失地。在股市消化一系列“利空”(特别国债紧缩流动性、红筹大盘回归、QDII 分流)后，7 月 6 日开始出现回暖。

中国股市，市场上的一些意见是把它叫做“政策市”，而所谓“政策市”就必然存在一个“托起”和“调控”的区间测量问题。在一些股民中间，他们依据自己的经验，相信这样一个区间的存在。经济学也讲述过主体偏好的序列原则是“看他们是怎么做的，而不是听他们是怎么说的”——也就是说，“如果你口头上讨厌喝咖啡但却经常饮用它，那就证明你是喜欢的”。

最近一段时间，中国股市正在艰辛地确认“政策市的底部”。尴尬的是，这恰恰是出现在其他股市红火(例如香港股市和美国股市都异常强劲)、中国的工业利润大幅上升的时期。中国股市的普跌“佐证”了它的变幻性，它让很多小投资者目瞪口呆。并且，特别国债，市场扩容以及 QDII 新政，似乎都产生了类似孔飞力所述的“叫魂”机制式的效果：恐惧非理性地放大。

中国股市的“新兴加转轨”的特征也助长了这种变幻。举一个例子。在前股改时代，由于体制和历史原因，很多上市公司之间是交叉持股的(法人股)。目前，这样的上市公司大约有 413 家。而经历过股改之后，这些股权获得了“市场定价和流通”的权利。它的潜在含义是，交叉持股很容易混淆对股市正确的价值判断。如果股指红火，那么上市公司的股价高，而交叉持股则显示持有上市公司股权(因为股价上升)的投资收益在上升。于是，一些无聊的券商研究员则会惊呼某某上市公司的股权投资收益再不可思议地增长，随后他们兴冲冲地调高股票的目标股价，吸取投资者关注并购买。这反过来推动股市更高。压缩这条逻辑链条我们就会惊异地发现：股市好导致股市更好。那么，一旦市场暴跌，链条反向运行：股市差导致股市更差。这是暴涨暴跌的另外一个源泉。

令人遗憾的是，尽管我们一直希望房地产市场是一个“区间政策市”：“房价处于某某价位即是应该打压的泡沫”，但却一直未见。在股市暴跌的岁月，中国一线城市的房地产价格却不断地以月增幅 20% 的速度继续飙升。对待股市泡沫，相关部门一直表达要通过增加供给(IPO)来给予平抑。但对房产而言，一些政策却在客观效果上压缩土地供应、未能有效采取大幅度增加经济适用房的“供应冲击性政策”。无疑，股市和房地产市场的不同之处在于，一个是“区间型的政策市”，一个是“单边型的政策市”。这两个市场“不均匀”。

为什么会有这一不均匀？日本在泡沫时代有一场争论，提出了一个所谓的“地产泡沫要优于股市泡沫”的命题，它的内容是：当泡沫都破灭了，地产泡沫还给你留了套房子，而股市泡沫则消灭了你的本金，让你变成一个裸泳者。日本现在的故事则证明了这个命题是多么的可笑。地产泡沫留下了套房子，但却是长期性的负担。高位接盘的购房者承受巨大现金流的压力，他们丧失了一种自由的生活。同时，对股市的相对看轻，也使得世界经济第二的日本没能成就一个伟大的金融市场，永远无法摆脱“间接融资大国”和“主银行制”的软肋。日本人已经意识到，股市泡沫虽然产生了裸泳者，但是自由的。而地产泡沫则制造了“紧身衣”。现在，中国人似乎也面临这样的情境：请爱护你的本金，但交出你的“生活”。你可以自由选择，但最好是这样选择。

(2007 年 07 月 07 日 21 世纪经济报道)