

富国论

——富国、富民新思维

汪康懋 著



中国金融出版社

目 录

国内外学界、商界、政界对汪康懋博士的评价 (1)

第一篇 宏观创新篇

适度减税：利民、利商、利国 (9)

成立国家控股公司的几点思考 (30)

企业家股权解决方案：EBO (Entrepreneur Buy-out) (41)

MBO 陷阱及新 EBO 方案 (52)

世贸新演变、“入世”新思路：澄清对加入世界贸易组织

认识的几个误区 (65)

切合中国国情的新经济定义：知识、创新、高增值 (73)

中国银行业优化对策：试议国有银行

合并方案 (82)

我国金融监管体制的设计之研究 (93)

第二篇 东亚香港篇

东亚经济整合 (107)

东亚统一货币 (126)

东亚整合的三个课题 (141)

亚洲可实现区域统一货币体系 (146)

香港财税政策分析 (1991 年度) (151)

“汪氏模型”评估香港财税政策 (1998 年度) (161)

香港繁荣背后的隐忧及对策：致首任特区政府

长官的经济政策建议书 (169)

对香港经济政策的一些建议 (191)

第三篇 资本市场篇

构造中国股票统一指数 (207)

计算中国股市之合理市盈率 (223)

国有股减持与流通的定价和数量 (234)

买价值, 不买价格, 买蓝筹, 不买庄家 (244)

汪氏模型的学术背景与应用 (264)

社会责任投资基金 (274)

QFII 实施要点 (277)

资产重组: 方式、关联性、效果 (280)

全球新趋势对中国金融业及资本市场的影响 (290)

投资者关系管理 (310)

第四篇 经济改革回顾篇

90年代中国经济改革的重点及策略 (323)

中国经济改革的优先和策略 (336)

中国发展战略: 国家策略和区域策略 (349)

中国在世界金融体系中的地位 (358)

对中国通货膨胀的理解和对策 (370)

第五篇 高教改革篇

提升高校科研水平、创新成果、国际排名的建议书 (385)

金融学应设立为一级学科 (390)

致 谢 (393)

国内外学界、商界、政界 对汪康懋博士的评价

朱镕基前总理：“你（指汪康懋博士）对中国经济数字的掌握十分准确，看问题很深刻。”

前国务院领导：“大作思路开阔，有独到见解。我已将您的论文推荐给有关部门的专家，供他们研究参考。”

中国证监会副主席屠光绍：“令人欣慰的是，汪康懋博士和同时代的优秀者们为国家作出了贡献。我对汪康懋博士在留学期间为我国证券业所提出的众多良策时有所闻。从 80 年代中期起，他提出了国有企业股份制改造，资本市场的创立，A、B 股的分设，证监会监管模式的确立，中国企业赴海外上市，乃至银行系统的改革，稳定汇率，住宅商品化，抵押贷款证券化等政策建议。中国证券市场能有今天这样的规模，也包含着汪康懋博士的智慧和爱国热忱。”

新加坡交易所总裁汪瑞典先生：“汪康懋博士在新加坡是举国皆知的知名金融学者，为中、新金融合作做出了不少贡献，他的金融证券研究成果在业界享有全球性声誉。我祝愿汪康懋教授百尺竿头，再进一步。”

美国哈佛大学商学院 Jesse Isidor Straus 讲座教授、美国金融学会会长 Michael Jensen 教授：“祝贺汪康懋教授的论文《预测

回报和评估风险的多变量模型（即汪氏模型）》列入国际金融类论文全球引用率最高前十名（Top Ten）。”

美国纽约大学斯頓商学院所罗门金融研究中心主任 Max Heine 讲座教授、Edward Altman 教授：“康懋在他众多的学术成果中表现出卓越的研究能力和成为学术领袖的潜力。他最大的成就是在一系列研究领域及他所发表的论文中一直都保持严谨的治学态度和富有创造性。”

美国南卡罗来纳大学 David Esther Berlinberg 著名讲座教授、《金融研究学报》主编 William Moore 教授：“汪康懋教授作为前沿学者，目前在全球范围的学术界享有很高的学术声誉，在他众多的学术贡献中包括了他担任权威的国际金融学会的审稿委员。汪康懋教授在审稿非常严格的本刊发表了高质量的论文，他也和国际前沿学者 Megginson 教授合著论文。”

美国信孚银行全球银行集团总裁 Bryant Seaman 先生：“在 1992 年 10 月的这一历史性的上市中，汪康懋博士表现出高度的专业精神和国际视野，克服重重困难，迅速推进上市进程，这一成功很大程度上得力于汪康懋博士的魄力和能力，使这一成功成为以后众多中国企业赴海外上市的榜样。由于这些成就使汪康懋博士成为国际商界和金融界具领先地位（cutting edge）的优秀银行家。”

美国佛罗里达大学 Cordell 著名金融讲座教授 Jay Ritter 教授：“汪康懋教授是一位富有创新精神、严谨的国际前沿学者，是亚洲地区成果丰富的优秀金融学者。”

美国奥克拉荷马大学 Rainbolt 首席讲座教授 William Megginson 教授：“汪康懋教授具有学术领袖的素质和潜力。他曾在亚

洲最优秀的大学中任教，也在国际顶尖的投资银行中运作了一流的融资项目。他在国际权威学术刊物和学术会议上发表的论文在国际金融界被经常引用。我认为汪康懋教授的研究成果不仅受到学界的推崇，而且可以成为追求经济持续增长的亚洲各国政府的指南。”

现任美国驻中国大使、原谢尔曼—思特灵律师事务所合伙人 Clark Randt 大使先生：“我和康懋共事并成功完成了中国企业首次在美上市。康懋运用他很深厚的金融会计专业知识和经验，不但解决了中美两国会计准则差异带来的问题，而且作了优秀的路演，从而成功实现了中国企业第一次在纽约股市上市。他对西方资本市场实务及中国国情的深入理解使他成为这一历史性零的突破的关键人物。没有康懋卓越的沟通能力，没有他在两个国家金融业界作出高难度的跨文化沟通，这次历史性成功是不可想像的。”

原国家外贸委主任张劲夫先生：“《海外学者论中国》是十几位海外学者的论文集，这些海外学者中间，有在自然科学方面获得诺贝尔奖和具有很高国际声誉的其他奖项的世界级大师，有在各个领域取得卓越成就的杰出专家，有在社会科学研究方面具有独到见解的专家教授。他们都是站在各自学科领域最前沿的人，其中有不少意见和建议已被国内有关方面采纳。谨向这些作者——陈省身、杨振宁、李政道、潘毓刚、田长霖、薛君度、钱致榕、聂华桐、王念祖、汪康懋、宋宝彝、丁大卫、喻钟烈各位先生致以诚挚谢意！”

中国证监会首席顾问梁定邦教授：“我赞同汪康懋教授的研究成果，这些成果对中国证券市场的发展很有实用价值。我希望和汪康懋教授合带研究生继续相关课题的研究。”

中国国际人才交流基金会主任、原国家外国专家局培训中心主任胡新渝教授：“汪康懋博士是为中国 20 年改革开放作出重大贡献的国际著名教授，国家对他有高度评价。国家外国专家局将他作为全球顶尖学者邀请来为中央企业工委、湖北省政府、科技部与教育部、外经贸委合办的北京高科技周作学术报告，深获好评。”

香港《文汇报》（1997 年 10 月 12 日）、《人民日报》海外版（2001 年 8 月 25 日）：

“汪康懋以他在国际著名投资银行及跨国企业担任要职所积累的经验，经常书面向中央、国务院领导提出经济改革方面的关键性政策建言，不少建言已得到采纳。1986 年汪康懋就向国务院倡议企业股份制改革，股市设立人民币 A 股和外币 B 股市场，以及稳定人民币汇率，有规模地举外债，住宅商品化，浦东开发，国际接轨等。他还主编出版了一期《股份制改革》专辑。国务院批转了汪康懋的股份制建议。

早在 1988 年中国通货膨胀严重时，汪康懋向国务院倡议金融调控措施及保值储蓄方案。1990 年他提出中国经济改革深化方案（企业集团化和兼并、银行改革、社会保险）及全方位开放、积极参加亚太经济合作的策略。汪康懋教授的这些建议的实效性已逐年显现，其中他在 1986 年建议稳定汇率时，中国外汇储备仅 100 亿美元，而今天已达 1 300 亿美元（1997 年数字，现为 3 000 多亿美元）。汪康懋博士熟悉中国经济的运转情况，对经济数字掌握的准确性获得朱镕基总理的公开称赞。

汪康懋博士对祖国的改革开放事业的满腔热忱，源于身为炎黄子孙对祖国的信念和对故土同胞的情怀，正是基于这种赤子之心的执着，驱使他要为国家为社会贡献自己力所能及的力量。难能可贵的是，当中国在国际上处于低潮时期，汪康懋是

海外数十万学子中惟一敢于站出来大声疾呼，并在美国和香港用真名发表一系列说服美国取消经济制裁中国、并给予中国最惠国待遇的重头文章，因他当时任美国投资银行高级职务，掌握美国航天国防工业整体处境，文章对美国决策当局深具说服力。汪康懋教授以他的行动表明了对祖国的忠诚。”



第一篇
宏观创新篇

适度减税：利民、利商、利国

本文建议降低所得税率，取消利息税，同时开拓新的稳定税源，此方案可为财政贡献 2 860 亿元。

在中共十六大召开之后，有必要回顾近几年来我国执行的宏观经济政策，检查其对商业实践的实际效果，以助于未来国家经济的健康发展。对于当前正处于激烈的讨论中的财税政策，作者愿意运用他曾为香港特区政府、新加坡政府所创立的成功的财税政策模型，为中国设计比较合理的、能有利于企业发展和经济增长、税源稳定且利民、利商、利国的财税政策。

一、低利率政策刺激消费效果有限，其后果是通货紧缩、贷款收缩

我国从 1996 年起到目前已经 8 次降息，存款和贷款平均利率累计下调 6.24% 和 7.24%，同时我国还采取增收利息税的政策。但事实上，从几年的低利率政策来看，居民的消费水平并没有达到预期的效果，社会消费量的增长远小于储蓄额的增长（具体见第（二）节分析）。内需的扩大，仅仅依靠下调利率水平，其作用已十分有限，利率政策的杠杆作用已经用到了尽头。而且从贷款情况来看，低利率政策反而使存贷差急剧上升。

（一）我国经济呈现通货紧缩、“流动性陷阱”迹象

在 2002 年 7 月于东京举行的亚太金融学会年会期间，作者作为审稿委员和专题主席与国际著名金融学家及日本政府高级官员进行了广泛的讨论，他们都不同程度地批评了日本的低利率政策，商界并没有因为低利率政策而促进生产、刺激消费、繁荣经济，反而表

现的是连年的通货紧缩。而我国近几年也采取了类似于日本的低利率政策，同样陷入了一定程度的通货紧缩状态。

1. 我国的通货紧缩现象（见表 2）

从近段时期来看，我国 CPI（消费价格指数）持续走低，货币供应量增速放缓。在 2002 年前 5 个月，由于需求不足引发的通货紧缩仍然是我国经济面临的重大问题之一。从宏观经济的先行指标——生产资料价格指数来看，1 到 5 月份分别为 -6.3%、-5.4%、-4.9%、-4.4% 和 -3.8%，累计同比下跌 5.0 个百分点。此外，无论是批发还是零售，产业上游价格还是下游价格，第一、第二产业还是第三产业，价格走低都成为了一种普遍现象。

2. “流动性陷阱”迹象

日本经济明显符合“流动性陷阱”的大多数特点，日本短期政府债券的收益率仅为 0.055%。而我国在第 8 次降息后表现出来的某些特征也与日本相似，2002 年 1 月份以来银行间同业拆借平均利率总体是逐月走低的：20 天、90 天、120 天的加权平均利率在第四个月开始回升，分别由 3 月的 2.09%、2.75%、2.88% 开始回升到 5 月的 2.26%、3.54%、4.01%，利率无法再下降。

随着中央银行第八次降息的付诸实施，场外资金不断涌入国债市场，国债市场的价格节节上扬，从表 1 可以看到 2002 年以来债券的平均利率也基本上呈下降趋势，呈现出“流动性陷阱”的特点。

表 1 全国银行间市场债券回购交易期限分类平均利率统计表

月份	7天加权 平均利率	1个月加权 平均利率	3个月加权 平均利率	4个月加权 平均利率	加权 平均利率
2002.01	2.14	2.21	2.28	0.00	2.14
2002.02	2.05	2.18	2.16	2.15	2.08
2002.03	1.96	2.01	2.02	2.04	1.96
2002.04	1.95	1.98	1.99	1.94	1.95
2002.05	1.951	1.98	1.982	2.05	1.952

注：数据来自于中国人民银行网站

另有数据表明，在银行间债券交易市场中，20年期 010011 国债券内在收益率已降至 2.89%。4 月份物价指数公布后，新老券种价格的收益率全线下降，大都跌破了 2.5%。

同时，从投资来看，我国企业的固定资产的投资并没有因为利率的大幅下降而呈现出大幅增加，相反如果没有国债的大量发行和基础设施的建设支出，固定资产投资将可能出现零增长甚至负增长（具体见第（三）节分析）。

我国经济越来越呈现出与日本类同的通货紧缩特点和迹象，这不得不引起我国的警惕。

（二）低利率不能有效地刺激消费

1. 消费量与利率不呈线形反比关系

自 1996 年降利率以来，我国消费高低与利率的高低并未呈现出线性反比关系，即降低利率并不能明显地引起消费的提高。预期收入的降低直接决定着居民的购买能力的下降。

在日本，居民对经济前景预测悲观，失业率在不断上升，投资收入不断下降，在未来不确定性增加的情况下，居民只有降低目前的消费量以尽量提高未来的经济安全性。而目前，日本的通病也反映到了我国。在我国，缺乏完善的社会保障体系、就业压力不断强化、住房、子女教育等大额支出明显扩大的条件下，居民形成了紧缩性的预期，基于预防性动机而进行的储蓄比例超强扩大，此时即使利率连续下调，居民依然会保持较高的储蓄倾向。中国居民的储蓄，实际上是一种储蓄性保险，因而对降息反应完全不敏感。从 8 次降息过程中，可以看到，利率对降低居民存款与提高居民消费量的作用是有限的。

从表 2 可以看到，我国的消费品零售总额的增长幅度年平均为 10.72%，远低于存款余额的增长幅度年平均 16.98%，利率降低虽然令存款增长速度有所减缓，但存款的绝对数量仍然很高，同时总体而言消费品零售总额的增幅却随着利率的下调而递减，消费价格甚至出现负增长。

2. 利息收入的下降导致居民实际收入的下降

按 1999 年的一年期存款利率和居民存款余额计算, 即使在低利率的条件下, 居民总存款仍可获得 1 341.47 亿元利息, 而当年全国居民的工资总收入约为 9 875.5 亿元。利息占工资收入的 13.58%。虽然居民中仍有其他的各种非工资收入, 但有相当大部分的居民尤其是农民及下岗职工, 其利息收入在其总收入中占一定比率。利率的下调和征收利息税使得居民的总收入下降, 在缺乏其他收入来源的前提下, 实际上降低了居民的消费能力。

表 2 利率与物价水平、居民存款和消费变动

年份	一年期存款利率 (%)	居民存款余额 (亿元)	居民存款余额增幅 (%)	消费品零售总额 (亿元)	消费品零售总额增幅 (%)	商品零售价格增幅 (%)	居民消费价格增幅 (%)
1996	9.18	38 521	29.86	24 774	20.15	6.10	8.30
1997	5.94	46 280	20.14	27 299	10.19	0.80	2.80
1998	3.78	53 407	15.40	29 153	6.79	-0.20	-0.80
1999	2.25	59 621	11.64	31 135	6.80	-3.00	-1.40
2000	2.25	64 332	7.90	34 153	9.69	-0.60	1.30
平均	4.68	52 432	16.98	29 303	10.72	0.62	2.04

注: 数据来自《中国金融统计》、《中国统计年鉴》

表 3 利率与固定资产投资变动

年份	一年期贷款利率 (%)	固定资产投资 (亿元)	固定资产投资增幅 (%)
1994	10.98	17 042.1	30.4
1995	10.98	20 019.3	17.5
1996	10.08	22 913.5	14.5
1997	8.64	24 941.1	8.8
1998	6.39	28 406.2	13.9
1999	5.85	30 195.8	6.3
2000	5.85	18 191	-39.7

注: 数据来自于《中国统计年鉴》

同样按 1999 年的一年期存款利率和居民存款余额计算，如果利率调高一个百分点，则居民收入占总收入的比例将上升约 6 个百分点，这项利息收入可以一定程度上增强居民的信心，利息的收入又通过居民对未来前景好的预期中转化为消费。

3. 我国居民利率敏感性低

在居民资产结构中，由于信贷消费的不发达，实物资产比例过低，金融资产中也主要集中在银行储蓄这一种类型上。在股市上由于多方面原因，使投资者的投资收益并不高，而风险较大，工资外收入趋于零。这一畸形的资产结构使得居民对于利率的敏感性较低。因此，只有有了比较发达的金融市场体系和完善的金融服务体系，特别是要有相对发达的信贷消费业务，通过利率调整才能在一定程度上影响居民的收入和支出。

此外，我国消费具有热点性，如近年来的“假日经济”、“教育经济”等，当这些消费热点降温后，消费量自然也有所下降。

从上面的分析来看，通过降低利率来刺激消费，来提高 GDP 的增长这种观点在实践中被证明一定程度上是失败的。

(三) 低利率不能有效地促进企业扩大投资

国家降低利率的初衷之一是降低国有企业的经营成本，提高国有企业的盈利能力，同时促进企业的扩大投资。企业获得利润当然是以降低产品成本为前提的，但降低利率所能带给企业利润的能力是有限的，因为银行并没有扩大对企业融资，投资回报更多地依赖于市场消费需求和消费价格，在缺乏有效的消费需求的情况下，投资回报上升的空间也就较为有限。

从我国这几年的利率与固定资产投资变动中，可以看到利率对我国的固定资产投资并没有太大的影响。其中，值得注意的是 1998 年，固定资产投资增幅比 1997 年增加 5.1%，是受了我国发行 1 000 亿元建设国债的影响；而 2000 年后，我国主要依靠加大基础设施建设，使国家的总固定资产投资得以增加，而非企业扩大投资。

(四) 贷款收缩

值得注意的是，贷款利率的降低并没有使银行贷款顺利地进入企业，而出现了一方面银行金融机构有款放不出去，而另一方面民营企业融资困难的矛盾局面。

从表 4 可以看到，金融机构的存贷款差额越来越大，存差由 1997 年的 7 476 亿元逐年上升到 2000 年的 24 443 亿元，同时，存款的增幅也远大于贷款的增幅，尤其是在 2000 年存款的增幅保持在 13%，而贷款增幅仅为 6%。金融机构大笔资金滞留。所以，降低利率对扩大贷款的作用是消极和负面的，关键是缺乏优良的信用体系。

表 4 金融机构存、贷款差额扩大

年份	一年期存款利率	存款(亿元)	存款增幅(%)	贷款(亿元)	贷款增幅(%)	存贷款差额
1997	5.94	82 390	—	74 914	—	7 476
1998	3.78	95 698	16.15	86 524	15.5	9 174
1999	2.25	108 779	13.67	93 734	8.33	15 045
2000	2.25	123 804	13.81	99 371	6.01	24 433

注：数据来自于《中国统计年鉴 2001》

低利率政策并不能有效地解决投资问题，也不利于资本市场的繁荣，如今央行已经意识到了这个问题，因此下令停止继续降低利率的政策。

二、重税政策不利于经济发展

总体而言，低利率政策已经不能够促进我国经济的发展，相反是压制经济的发展和的。在利率杠杆不能促进经济发展的时候，我们还可以通过其他宏观政策来调节经济，其中重要的一个就是财税政策。但同时我们看到，我国现行的财税政策是偏重于“重税”政策的，是不利于企业发展和国家经济发展的，应该进行适当减税，调整税收结构。