



资产定价原理的启示

□ 王东京

学界流行的资产定价模型，源头可追溯到马克思的土地价格理论。马克思在《资本论》中对土地定价提出过一个公式：土地价格=该土地年地租/银行年利率。1920年，美国经济学家费雪在《利息理论》中论证说：资产价格等于该资产预期收益的贴现。文字表述虽不同，而原理显然来自马克思，费雪不过是将土地定价推广到了资产定价。

经济学反复讲，商品价格由供求决定。读者或许要问：既然价格由供求决定，可经济学家为何要另外再提出资产定价模型呢？难道消费品价格由供求决定而资产价格不由供求决定？我作此文正是要对这个问题作解释。分两点讨论：一是何为资产以及相对于消费品资产有何特点？其特点与定价有何关系？二是资产价格为何等于未来预期收入贴现？而选择用利率贴现的理由何在？

先说何为资产。日常生活中有三个概念容易混淆：财富、财产、资产。财富指一切有用的资源，其中包括财产与资产。财产与资产皆为可增值的资源，但两者也有区别：财产不形成收入流；资产形成收入流。比如人们收藏古董字画，希望日后涨价沽出，故古董字画是财产；工厂的机器设备每天创造收入，有收入流的资源则为资产。

相对于消费品，资产最显著的特点是使用权可以转让。换句话说，所有权与使用权不能分离的商品不是资

产。比如面包，面包的使用权一旦转让，所有权也就一并转让了，所以面包是消费品不是资产。经济学说“土地、厂房、机器”等是资产，因为此类商品的所有权可以归某人，而使用权却可转让给其他人。想想土地所有者与佃农的关系，我们就不难理解资产的这一特性。

我说资产可形成收入流，其实还有一个原因，即资产的使用权可持续转让。这一点显然也与消费品不同，消费品转让使用权不仅需同时转让所有权，而且消费品只能一次转让、不能持续转让。由此决定，消费品转让虽有收入，但却不能形成收入流。也许有人会说：住房是消费品，住房出租不也有收入流么？不错，住房是消费品，但要知道，住房一旦用于出租却是资产。

由于资产的所有权与使用权可以分离，对使用权和所有权的定价就需分开处理。事实上，前者是指资产的租赁价格（租金）；后者是指资产整体（所有权与使用权）转让的价格。问题是使用权价格怎么定而所有权价格怎么定呢？使用权价格当然由供求决定。以房产出租为例，由于房主间存在竞争，租客间也存在竞争，租客一定会与房主讨价还价，最终形成市场价格。

资产所有权价格怎么定？所有权价格与使用权价格有关，但不是一回事。前面说了，资产可取得持续的收入流。转让资产所有权，其实就是让渡资产的收入流。从选择角度看，资

产收入流是转让资产的机会成本，若货币利息低于机会成本，资产持有者不会卖资产；同理，货币存入银行也有利息，利息流便是购买资产的机会成本，若资产收益低于利息，货币持有者也不会买资产对不对？

具体用土地价格作分析吧。假如你有一块地，每年租金收入是10万元，再假定银行存款年利率为10%，这块地别人出价多少你愿意卖？按照马克思的土地定价公式，土地价格等于年租金10万元除以年利率10%，即为100万元。这是说，若有人出价100万元，你会考虑卖地，因为100万元存入银行的年利息也是10万元。反过来，若土地定价100万元，也有人会考虑买地，因为土地的年租金与100万元存入银行的年利息相等。

将土地推广到一般资产，定价原理一样。正因如此，所以我说资产定价模型的发明人不是费雪而是马克思。不过这里有个问题要解释，即资产定价为何要选择用银行利率贴现？思来想去，大概有两方面原因：一是货币作为固定充当一般等价物的商品，可与所有的资产交换，而且流动性强；二是银行利率由社会普遍不耐程度决定，若无全域性的天灾人祸，社会不耐稳定，利率也相对稳定。

需要特别提点的是，资产定价方法，看上去与消费品定价有所不同，然而透过现象看本质，两者殊途同归，最终皆由供求双方决定。何以见得？费雪说，资产价格是资

产未来预期收入的贴现。资产预期收入即为“资产使用权价格”，上文分析过，资产使用权价格是由供求双方决定，而贴现率（利率）相对稳定，想深一层，资产价格其实也是由供求决定。

写到这里，最后说说资产定价原理的启示。最近赴南方作乡村调查，关于农民土地流转我想到了两点：一是土地使用权如何定价。时下通行的做法，龙头公司租用农民土地，每亩约按500斤稻谷市价（600元）付费，而龙头公司用农民土地种植果蔬，每亩年收入却近万元。我敢断定，此做法难以持久，日后农民必要求重新定价，不然农民就会收回土地你信不信？

由此我想到了第二点，龙头公司租用农民土地，不如让农民直接用土地入股。当下的困难，是农民只有土地经营权而无所有权。这次调研中发现，有的乡村采取“农民+合作社+龙头公司”模式，农民先将土地流转 to 村集体合作社，合作社将土地整体入股龙头公司。龙头公司与合作社按股分红，合作社再给农民分红。我看好这种模式，不过土地使用权定价仍是关键。若使用权定价偏低，土地价格（入股比例）会偏低，照样会损伤农民利益。



在新的历史时期，中国面临的发展形势、战略目标、主要任务与以往已有很大不同，产业政策该做怎样的调整，以实现“市场在资源配置中起决定性作用，更好发挥政府作用”，推动高质量发展，迈向产业强国，建设现代化经济体系，是值得研究的重大课题。

产业政策的多重属性

一国的发展需要市场力量与政府力量的有机结合，需要在不完美的市场和不完美的政府之间找到平衡，产业政策正是实现这种结合和平衡的重要工具。产业政策具有多重属性，它不仅用以消除市场失灵，也是实现国家战略、形成竞争优势、保障产业安全的手段。

实践中，各国根据国情制定相应的产业政策是一种普遍做法。即使是最发达的市场经济国家，产业政策也从未退出历史舞台。美、欧等通过法律、科技、财政、税收、贸易、反垄断等多种形式的体现产业政策。如美国奥巴马政府实施再工业化战略、国家创新战略，特朗普政府实施美国优先的贸易政策，就是为了推动美国制造业发展，增强美国产业的国际竞争力。

追赶型经济体通过学习先行发达国家的经验，利用产业政策实现重点产业的追赶、保护幼稚产业、助推产业升级。转型经济体因市场体系和市场机制正在构建和完善，政府通过产业政策来弥补市场机制的不足。

因经济体制、政府管理、社会结构、发展战略、发展阶段、产业重点等差异，各国产业政策的目标、范围、着力点、政策工具、绩效有很大不同。总体上，凡能根据形势变化适时调整产业政策的国家，发展绩效总体良好；反之，发展绩效则不太理想。

从战略层面看，中国的产业政策是成功的，但战术层面问题不少

中国是世界上广泛、深度运用产业政策的国家。计划经济时期，中国建立起了全面的集中计划经济体制，生产流通什么、谁来生产流通、生产流通多少主要由政府计划确定。为了尽快摆脱落后的工业状况，通过学习苏联的经验，中国实施了政府主导下的工业化战略、不平衡发展模式，运用计划全方位配置要素资源，集中全国、全民的力量，调动各种资源与要素向重点工业、重点企业倾斜，基本建立起了完整的工业体系，以实现追赶目标。

改革开放后，随着社会主义市场经济体制的逐步建立和不断完善，市场在资源配置中的范围不断扩大，市场机制的作用不断增强。与此同时，中国政府充分发挥产业政策在结构调整、规模扩张、产业升级、国际化等方面的重要作用。产业政策逐步从以计划为主转向以规划为主，从直接干预转向间接干预，综合运用经济、法律、必要的行政等多种手段。40年的产业发展成就表明，从战略层面看，产业政策的目标基本达到。但从战术层面看，还存在政策体系不健全、不当政府干预、部门利益固化、未能有效协调地方间的分工等突出问题，资源配置效率低下、重复建设严重等一直未能有效解决。此外，产业政策在促进结构优化与升级方面发挥的作用还不尽人意，不同产业政策和其他政策缺乏协调引发了一些人对产业政策的质疑。

综上，对产业政策的认识需系统与辩证，不能因产业政策的成效而否定市场机制，也不能因实践中的问题而否定产业政策。恰恰相反，这正是新时代改进和完善产业政策的逻辑起点。

新时代中国产业政策调整的思路与框架

新时代产业政策应以建设产业强国为目标，以改善营商环境为核心，结合对特定产业、领域、对象的结构性安排，消除产业发展中的制约因素，增强产业创新能力、国际竞争力和可持续发展能力，促进资源配置效率和社会福利水平的提升。

产业政策调整应遵循“围绕国家发展战略，弥补市场缺陷，强化功能性政策，优化选择性政策，兼顾政策协调性，实现共赢国际化”等原则。

一是围绕国家发展战略。产业政策要以建设现代化经济体系、推动产业由大变强、实现高质量发展等战略目标为指引。二是弥补市场缺陷。产业政策要弥补市场失灵，对冲市场机制运行的负面效应。培育与完善市场功能，实现与市场力量的有机结合。三是强化功能性产业政策。营造产业发展的良好环境，激励创新创业，提升产业发展的要素与

构建高质量发展导向的产业政策体系

□ 魏陈刚

公共服务支撑，规范市场主体行为等。四是优化选择性产业政策。减少政府对特定产业的直接干预，将产业政策的作用严格限定在确实需要重点发展或解决问题的产业或领域。五是兼顾相关政策协调。对不同政策统筹兼顾，促进产业政策与宏观政策、开放政策、区域政策、社会政策、生态环境政策等协调。六是致力国际共赢发展。将国内产业升级与全球产业格局调整结合起来。把握国际产业发展的趋势，在全球范围内配置资源，促进国际产业分工与合作。根据中国产业在全球价值链中的地位确立升级战略与对策。

根据前述思路 and 原则，新时期产业政策框架体系至少应包括三大方面。一是产业政策的核心内容设计。主要从战略、制度、要素（如技术、劳动力、资本、土地）等维度设计功能性政策和选择性政策。二要增进产业政策与相关政策协调性。重点考虑产业政策与宏观经济、对外开放、区域发展、社会发展、生态环境等相关政策的协调。三是产业政策的国际协调。立足于提升在全球价值链中的地位，主动参与国际分工，广泛开展国际合作，积极参与全球治理。

明晰产业政策支持重点，完善实施、评估和调整机制

今后及未来较长一段时期产业政策引导各方资源向重点领域集聚的过程应侧重反映创新绩效、附加价值、核心竞争力、可持续发展等，综合运用“负面清单、准许清单、政府权力清单和企业信用清单”和“行业能效限额标准、产业污染物排放标准、产品（服务）质量标准”等。应聚焦于：（1）未来必争的战略产业，如国防工业、尖端制造、下一代信息网络、纳米、生物技术等；（2）国际竞争力弱的领域，如幼稚性产业和需要实现进口替代的产业（数控机床、高端医疗器械、创新药、航空物流、国际快递、国际供应链以及产业标准、国际品牌等）；（3）传统支柱产业转型升级，如钢铁、煤炭、有色金属、船舶等；（4）基础产业中的国计民生领域，如战略性资源、重大基础设施等；（5）产业发展的薄弱环节，如“六基”（核心基础零部件、先进基础工艺、关键基础材料、基础软件、基础研究和产业技术基础）；（6）市场失灵领域，如节能环保、安全、应急、公共研发平台、共性技术平台、公共工程中心、公共检测平台、公共信息平台等；（7）衰退产业转移和退出；（8）产业融合、合作、协同、集聚；（9）创新中某些关键环节，如成果转化、新技术扩散等；（10）基于国土开发面积的产业；（11）中小微企业；（12）推动要素升级与优化配置等。同时，要随着形势变化，做好产业政策的评估与动态调整工作，清理不合时宜的产业政策，制定出更合时宜和未来需要的政策。

警惕世界经济面临的十大不确定性风险

□ 陈建奇 张 原

尽管全球经济保持稳步增长态势，但主要国家经济增长分化的现象未见改观。美国经济有望继续保持稳步增长，欧洲经济增长呈现放缓迹象，日本经济增长势头能否延续有待观察。相比发达经济体的表现，危机以来拉动全球经济增长主引擎的新兴经济体也呈现分化现象，中国进行深层次结构性改革推动经济从高速转向中高速增长，印度经济继续保持较高增速，俄罗斯、巴西、土耳其及阿根廷等新兴经济体面临经济金融风险升级的压力。世界经济分化构成全球经济增长不稳固的重要表现，中美贸易摩擦及地缘政治等因素为全球经济也产生较大压力。分析全球经济发展态势，需要客观评估当下世界经济面临的不确定性因素。

单边主义及贸易保护主义政策，可能对全球经贸合作体系构成巨大负面冲击。特朗普执政以来绕开全球体系，单方面对其他国家商品进行反倾销反补贴调查，单方面提高关税，引发相关国家采取报复性措施。特别是2018年3月份以来，美国单方面对进口美国的钢铁及铝加征关税，引发主要国家对当前国际经贸合作体系的巨大担忧。美国对其他贸易伙伴如果未来持续采取歧视性的贸易政策，那么自由贸易的大门就面临着关闭的风险，贸易持续增长的空间可能缩窄。与此同时，特朗普还对北美自由贸易区及世界贸易组织等提出质疑，二战以来的国际经济秩序面临着崩溃的挑战，全球贸易增长可能出现制度缺失。

中美贸易摩擦不仅构成对中美经贸合作的负面影响，而且可能对全球经济增长形成较大的下行压力。2018年以来美国单方面对中国发动贸易战，中国被迫采取应对措施，由此可能造成中美经贸合作的负面冲击，对全球经济增长的影响不容忽视。因为中美不仅是全球系统重要性经济体，而且经济总量跻身世界前两位，客观上构成了全球经济增长的重要基础。美国凭借美元霸权及其派生的国际金融主导地位主导国际金融市场稳定，中国通过承接全球产业分工形成的制造业大国地位对全球生产体系形成了内在的影响。中美经济与外部经济联系日益增强，中美经济波动不仅影响自身宏观

经济稳定，而且对其他经济体也将构成较大的影响，中美贸易战可能引发全球经济的较大下行压力。

英国脱欧欧生的逆全球化对全球经济的影响尚未完全释放。2016年6月英国脱欧拉开了逆全球化的序幕。2017年3月29日，特蕾莎·梅在出任英国首相后启动了《里斯本条约》第50条款，英国脱欧开始倒计时。2018年3月29日，英国和欧盟的谈判协议中包括英国脱欧之后的过渡期，英国公民与欧盟的关系以及涉及捕鱼业的相关政策。按照计划，英国将于格林尼治标准时间2019年3月29日晚23:00正式退出欧盟并进入过渡期，2020年12月31日，过渡期结束，英国和欧盟之间新的经济和政治关系将开启新的历程。根据现在的信息来看，英国脱欧可能仅仅是一个前奏，未来如果其他欧洲国家也进行脱欧公投，脱欧可能出现“多米诺骨牌效应”，那么欧元乃至欧盟的稳定性可能受到挑战，由此对全球化的影响将形成较大不确定性。

世界主要国家宏观政策分化可能对全球经济产生负向溢出效应。欧洲央行与日本央行继续实施负利率的极端政策，美联储加速加息以实现货币政策正常化，宏观政策分化的溢出效应引发全球资本跨境大规模流动的问题越发突出，全球汇率市场波动加剧，世界各国尤其是部分新兴经济体汇率贬值压力加大，汇率市场非常规波动滋生各国对国际金融稳定性的担忧，汇率失调成为全球开放合作的较大障碍。从历史上看，美联储在20世纪80年代以来的加息往往伴随着区域或者全球的金融危机，虽然不能说美联储加息都会导致金融危机的出现，但从经验上两者的较强相关性预示美联储加息所形成的负面溢出效应不容低估。

全球失衡对全球经济构成再平衡压力。从20世纪90年代以来到本次金融危机之前，苏联解体及东西德合并，先前倡导计划经济国家纷纷推行市场经济体制改革，加入美国二战以来主导构建的全球经济治理体系，全球化获得了加速发展。在此背景下，发达经济体经常账户赤字占GDP比重不断扩大，预示发达经济体出口难以弥补进口而导致赤字不断增大，发达经济体必须从外部持续借债以维持经济平衡。与此相反的是，同一时

期新兴及发展中经济体经常账户持续盈余，新兴经济体必须通过全球市场投资以实现外汇保值增值。未来全球经济不仅面临增长的压力，也面临着再平衡的压力。

政治变数可能对全球价值链构成冲击，促使劳动生产率增速放缓乃至停滞，影响全球贸易的深化发展。全球贸易不仅是简单的商品服务的买卖，而且通过开放合作能够推动国际分工水平的提高，促进全球在价值链的合作。现实生活中可以看到大量国家进口商品不是为了消费，而是再次经过加工生产以出口到其他国家或者地区，这种价值链的分工合作增大了国际贸易的空间。然而，当前保护主义、民粹主义、难民、移民等问题非常复杂，黑天鹅事件频发，政治变数问题较为突出，由此可能使相关国家的政策出现较大调整，政治变数可能滋生各自为政的问题，促使价值链分工合作缺乏稳定的环境。没有自由贸易就难以对企业形成良性竞争格局，也无法形成全球分工协作的环境，企业创新可能因此放缓，科技进步也将面临减速局面，劳动力生产率难以回避停滞的风险，全球贸易深化发展的前景可能受到冲击。

地缘政治等因素放大大宗商品价格高位波动风险。美国退出伊朗核协定，同时要求世界主要经济体禁止从伊朗进口石油等商品，石油等大宗商品价格可能出现高位波动。从经验上看，20世纪70年代的石油危机与当时的地缘政治密切相关。当前地缘政治带来的金融市场波动依然较大，伊朗等局势仍然存在较大变数，未来如果风险持续升级，那么对大宗商品价格波动可能构成潜在的影响。而且，大宗商品既受全球经济基本面的影响，又受美元、欧元等国际货币投机因素的影响，大宗商品价格未来持续高位波动的风险有增无减，在经济交往日益密切的全球经济中，如何防范地缘政治问题引发的大宗商品价格波动，将是重要的课题。

经济结构改革滞后诱发全球经济增长动力不足风险。2008年金融危机以来，美欧日等世界主要发达经济体央行都实施量化宽松政策拉动经济增长，虽然美联储等央行已经开始在缩表，但截至目前，美联储、欧洲央行及日本央行的资产都比金融危机之

前翻了一番以上，2008年至今的10年时间里，世界主要国家央行投入的货币总额超过了以往所有时间投放的规模。然而，全球经济在2009年V型反弹之后便不断减速，当前全球经济增长尚未恢复到金融危机之前的水平，表明全球经济不是单纯的总需求不足问题，全球经济具有深层次的结构性问题。从结构上看，美国等发达国家需要改变过度消费的经济增长模式，而中国等新兴国家则致力于提振内需，实现投资、消费及出口的协调发展。然而，当前全球经济结构改革并不顺利，不少国家回避改革而采取非常规的刺激或者贸易保护措施，经济结构改革的滞后可能导致全球经济面临增长动力不足的风险。

世界主要发达经济体财政债务高位运行增大全球经济下行风险。传统经济理论认为，发展中国家缺乏资金、技术及管理经验，通常需要通过“引进来”的手段满足国内对资本等要素的需求，但结果是发展中国积累大量的债务。然而，近年来的经济现象却表明发达经济体也存在巨大的债务问题，近年来发达经济体高额财政赤字推高债务水平，财政风险显著上升，日本债务占GDP比例已经达到250%左右，欧债危机暴露欧洲财政风险高位运行的问题，美国财政债务绝对量位居世界第一显示潜在的债务风险不容低估，发达经济体财政面临集体整顿的较大挑战。根据经济理论，财政整顿往往伴随政府支出的减速，由此可能引起总需求下行压力，加大全球经济下行风险。

新兴市场的资产价格泡沫与通胀风险。2008年金融危机以来，世界主要经济体央行大量发行货币，此举对于促进全球经济复苏增长有着重要作用，但也造成了全球流动性总体比较充裕的局面。宽松的货币环境引发部分新兴经济体房地产等资产价格较快上涨，国际大宗商品价格大幅波动。然而，当前美联储加息进程可能提速，由此可能引发新兴市场资本流出压力加大，未来伴随着美联储继续加息及缩表，美元汇率可能继续反弹，美元大规模回流或将引发新兴市场资产价格泡沫破灭、本币贬值等。因而，当前美联储货币政策收紧及全球形势变化可能加大新兴经济体波动风险，进而加大全球经济波动风险。