



THE
GUARANTEED
BUBBLE

刚性泡沫
中国经济为何进退两难
朱 宁◎著



中信出版集团 CHINA PRESS

刚性泡沫

THE
GUARANTEED
BUBBLE

中国经济为何进退两难

朱宁◎著

图书在版编目(CIP)数据

刚性泡沫/朱宁著. —北京: 中信出版社,

2016.1

ISBN 978-7-5086-5688-5

I. ①刚… II. ①朱… III. ①泡沫经济-研究-中国

IV. ①F124.8

中国版本图书馆CIP数据核字(2015)第269911号

刚性泡沫

著 者: 朱 宁

策划推广: 中信出版社(China CITIC Press)

出版发行: 中信出版集团股份有限公司

(北京市朝阳区惠新东街甲4号富盛大厦2座 邮编 100029)

(CITIC Publishing Group)

承印者: 北京通州皇家印刷厂

开 本: 880mm×1230mm 1/32

印 张: 11 字 数: 237千字

版 次: 2016年1月第1版

印 次: 2016年1月第1次印刷

广告经营许可证: 京朝工商广字第8087号

书 号: ISBN 978-7-5086-5688-5 / F · 3534

定 价: 48.00元

版权所有·侵权必究

凡购本社图书,如有缺页、倒页、脱页,由发行公司负责退换。

服务热线: 010-84849555 服务传真: 010-84849000

投稿邮箱: author@citicpub.com

朱宁写了一本以中国金融市场、中国经济为主题的新书，内容详实，极具洞察力。书中记述了中国经济的真实情况，考虑到了所有容易为大众忽视的现实，尤其是它清晰地阐述了经济中的错误承诺和错误评估，以及这些错误所导致的长期后果。本书点到了中国经济的敏感之处，它会引发全世界的兴趣。为何在金融市场对中国惊人的经济增长提供支撑的同时，又会引发严重的金融问题？对此本书提供了一个绝佳的研究案例。

与那些大型国际银行的国别研究或背景研究论文相比，这本书要好读得多，因为作者是从更广和更深的视角对中国经济

的情况做了整体分析。这是学者研究的视角，其中还包含了行为金融学的内容。作者论述率直，毫无保留。

当今中国从“文革”的贫困进入了伟大与创新复兴的时期。但是，并非“文革”时期中国就在沉睡。实际上，那个时期的中国出现了很多杰出的楷模。屠呦呦在“文革”时开始研究，寻求治愈疟疾的方法。她找到了真正有效的药物，进行鉴定，并且提取出生物有效成分，并因此获得 2015 年诺贝尔医学奖。但那时的中国创新在广度和深度上都没有得到金融支持，也没有聚焦于国际市场。为何中国在金融市场不完善的情形下，能发生如此显著的转变？这是一个很有趣的研究课题。

“文革”之后的中国发现了现代金融制度的力量，释放出了巨大的创造力，但同时也收获了新的问题——与这些金融制度（尤其是尚不完善的金融制度）伴生的特有問題。这些问题对于西方经济体来说都不陌生，甚至是在几个世纪之前就已发生过。朱宁认为中国的创新也带来了错误，包括在乐观投资情绪刺激下产生的房地产的过度建设以及产业的产能过剩。

这本新书在某种程度上跟我与乔治·阿克洛夫合著的《钓鱼：操纵与欺骗的经济学》（*Phishing for Phools: The Economics of Manipulation and Deception*）类似。我们的书主要关注美国，详细讲述了美国使用越来越加剧的欺骗、贿赂与负面影响的各方面。在美国我们的书招致了一些人的愤怒，也许部分是因为有人对号入座，认为我们的批评是针对他们的。

每个国家的人基本上都是一样的。腐败、管制、欺骗问题是人

类的基本问题，从来没有完全解决，但是最后的结果可以变得越来越好。所有的人也都有好的一面，如果环境正确，好的一面就会变得更强大。

中国人似乎特别容易彼此信任，这一点在《世界价值观调查》的调查结果中表现得尤其明显。该调查中设计了一个问题：“一般而言，你认为大部分人是可信的，还是认为在与人打交道时要非常小心？”调查者根据被试者的答案，编制了每个国家的信任指数，该指数与回答“人们是可信的”的被试者数量正相关，与回答“你要非常小心”的被试者数量负相关。中国在这个指数上得分很高，在2010~2014年的调查中，60%的中国人认为大部分人是可信的，该比例高于美国，也高于其他任何国家。

研究表明，高信任度是有助于经济成功的。但正如朱宁的警告，应该确保这种信任被珍视，并且确保那些手操权柄的人不会滥用这种信任，这一点非常重要。如今在中国，我们看到某种程度上许多人相信政府会阻止资产价格下跌，会弥补所有的财务损失——至少从长期来看是如此。为了让政府在将来不至于发现自己无可避免地要辜负这种信任，政府应该更加清晰地表示，它允许市场在未来下跌，允许投机者与市场对赌以阻止泡沫，它会加强社会保障体系以保护个人免于陷入贫困，而非努力去保证高投资回报率。

为此，就需要政府对市场有信心，对未来经济发展的方向有信心，需要政府保持独立，对市场不过多干预。然而如果政府不干预，允许市场崩溃的发生，又可能会导致人们削减支出，企业取消招聘计划和投资计划。政策制定者面临的这种两难困境，就像总统面对



一个干得不好的将军，虽然他表现不佳，但依然需要对他委以重任，因为将军的部下都信任他，撤掉他可能会有损士气。不论是何种情况下遇到这种问题，都会面临困境，政策制定者会发现，要想确定政府举措对保持信心的影响是非常困难的。任何经济理论都无法轻松解决这种两难处境，因为它在很大程度上是一个心理学或者说是社会心理学范畴的东西，与提高经济效率的自由市场力量是相左的。

朱宁的书从这个视角审视了中国产能过剩和经济增长放缓的两难境地，他认为，中国政府是时候撤回他们对金融资产的隐性担保、更多地让市场发挥作用了。他以鲜明的证据指出，在今天的中国，市场应该被给予更多的自由，从而在资源配置中发挥决定性作用。

罗伯特·J·席勒

诺贝尔经济学奖得主，耶鲁大学经济学教授

2015年11月

泡沫有可能是经济学中被研究时间最长，但经济学家仍难以取得共识的一个领域。中国是过去 30 多年全球增长最快的经济体，也是经济学家意见看法分歧最大的经济体。中国经济在过去 30 多年利用大量廉价的劳动力，通过增加投入（特别是资本投入）、调动全社会劳动力积极性和创造性的方式，实现了震惊全球的中国奇迹，不但极大地提升了中国人民的物质生活水平，同时也极大地提升了中国的经济、政治、军事实力和国际影响力。

随着全球经济金融体系在 2008 年金融危机之后发生深层次变化，也随着中国劳动力成本上升、投资回报下降、资源逐渐

稀缺等一系列由发展带来的新问题的出现，中国经济在过去几年里一直经历着前所未有的复杂挑战。

本书从 2014 年初动笔，希望从政府担保的角度，对中国在过去 30 多年经济增长中取得的重大成绩进行回顾，对目前增长过程中所面临的问题和挑战加以梳理，并对中国今后长期、高质量、可持续的经济增长模式进行探讨并提出建议。

在经济增长放缓、企业盈利能力下降、中小企业融资难融资贵的大环境下，中国的政府、企业乃至家庭负债水平和债务增长速度在过去一段时间吸引了国内外政府、专家、学者、企业和普通投资者的关注。从短期来看，债务融资具有融资成本低、融资过程简单、税收优惠的种种优势，因此不失为一种企业可以经常使用以实现跳跃式发展和弯道超车的金融手段。

但与此同时，债务之于债务人，永远是一把高悬于头顶的达摩克利斯之剑。还债义务的刚性，对企业现金流和资本结构的冲击，违约声誉风险和破产成本，对一个国家的经济和金融稳定都可能会带来巨大的风险。日本 20 多年前戛然而止的经济发展奇迹，很大程度上就是债务问题在日本房地产泡沫和股市泡沫双重破裂后逐步显现的结果。

虽然中国目前的债券市场发展相对有限，但在中国金融体系里出现了大量“类债券”的融资和投资方式。过去一段时间里高速发展的信托计划、理财产品，还有各类互联网金融的“宝宝”们，都有浓重的债券特质。非但如此，与西方传统的固定收益市场不同，中国的众多债务产品都带有强烈的刚性兑付的特征：投资者相信，

政府、监管者、金融机构和投资产品的发售者会为自己投资所面临的风险负责，而自己只需关注投资的收益就可以了。这种“正面我赢，反面你输”的刚性兑付心理，无疑在很大程度上推动了中国投资者在房地产市场、股市、影子银行、互联网金融产品的踊跃投资，因此不可避免地导致很多领域的资产价值脱离基本面，价格高速上涨，直至形成泡沫。

让人特别担心的是，在过去一段时间里，地方政府的资金主要来自于土地出让和房地产开发相关的融资平台。而融资平台的主要资金来源，恰恰是信托产品和理财计划，以及类似具有刚性兑付特征的影子银行产品。很多自身投资回报率很低或者投资风险较高的投资项目，由于影子银行所提供的隐性担保，摇身一变成为收益较高、相对比较安全的信托产品。

由于中国的投资者相信，政府会对自己所投资的产品提供隐性担保，并且保证自己投资本金和投资收益的安全，所以才会把资金投入到了这些风险相对较高的信托产品和理财计划里。而一旦失去了政府的隐性担保，或者政府丧失了提供隐性担保的资源，那么中国的影子银行、投资者的丰厚收益和过去很长一段时间里企业的廉价融资渠道，都将受到严重的冲击。这无疑将会对中国经济增长速度和经济增长模式的转型带来巨大的压力。

由此可见，中国目前经济增长速度放缓、某些行业产能严重过剩、地方政府和企业债务水平攀升乃至金融市场波动的现状，一定程度上是过去一段时间政府担保和刚性兑付不保所引发的局部刚性泡沫破裂所导致的。

政府推动短期经济增长用心良苦，虽然在短期达到了政策目标，但是却在不经意间扭曲了全社会对于风险的判断和投资者的风险偏好，扭曲了投资收益和风险之间的平衡关系，以及资本这一重要生产要素的合理配置。中国目前所面临的中小企业融资难，融资贵，新增货币供应难以流入并服务于实体经济，以及诸多投资领域里的投机和泡沫频现，其实都是这种刚性泡沫在经济金融不同领域的不同反映。

一方面，经济增长速度对于中国进一步深化改革、改善民生、提升国际地位具有重要的意义，因此政府对于如何能够稳定经济增长仍然给与高度的关注。但另一方面，“让市场在资源配置中发挥决定性作用”的政策方针意味着市场上的投资者和投机者必须对其所选择承担的风险负责，而政府应该逐渐退出自己为经济金融等领域所提供的各种隐性和显性的担保。只有投资者对于经济增长速度和投资回报率形成了不受刚性担保的正确预期以后，市场才能行之有效地发挥其甄选、调整和淘汰的功能，才能帮助经济可持续地、有效地配置资源。反之，一旦市场形成刚性泡沫的预期，经济中的投机行为和资源配置中的扭曲问题只会变得更加严重。

为了能够让市场在资源配置中发挥决定性的作用，化解刚性泡沫，政府需要逐渐退出对众多经济、金融、投资领域里的显性和隐性担保，让投资者和企业享受投资收益的同时，也对自己投资决策所面临的风险负责。化解刚性泡沫的过程，也是中国经济增长模式转型的过程。随着中国经济金融领域里，国家与市场、当下与未来、风险与收益之间的关系更加清晰，投资者和融资者之间的权利

和责任更加明确，中国经济目前所面对的产能过剩、债务攀升、国有企业绩效下滑、民营企业融资困难和与此同时存在的金融风险累积等问题，都将逐渐得到缓解和化解。

本书自 2014 年底完稿以来，英文版得到包括麦格劳·希尔出版社在内的多家海外出版社的垂青，中文版得到包括中信出版社在内的多家国内出版社的关注，特此对各家出版社表示感谢。

本书在创作过程中，得到了作者在美国耶鲁大学的导师、同事和好友罗伯特·席勒教授的大力鼓励。美国纽约大学托马斯·萨金特教授，耶鲁大学威廉·戈茨曼教授，哥伦比亚大学亚当·图兹（Adam Tooze）教授，康纳尔大学的埃斯瓦·普拉萨德（Eswar Prasad）教授，日本一桥大学伍晓鹰（Harry Wu）教授，北京大学黄益平教授，复旦大学韦森教授，国际货币基金组织阿德里安·琪蒂（Adrienne Cheasty）博士，美国联邦储备委员会大卫·威尔柯克斯博士，彼得森研究院的亚当·珀森博士，达沃斯经济论坛欧洲主权债务、财政可持续性、公共与私人投资专家委员会的多位成员，都为本书的创作激发了灵感和思路。

作者在国际货币基金组织、美国联邦储备委员会、美国耶鲁大学、美国加州大学、日本早稻田大学、香港中文大学的访问，对于本书的完成提供了宝贵的帮助。

上海交通大学上海高级金融学院的多位同事、员工和同学，在本书的创作过程中，给予了作者大力的支持。庄敏、春渔、王学梅、刘国兴、罗斯羽在本书的创作过程中给予了作者大量的行政支持。方辰君对于数据搜集和整理做出了重要的贡献，特此感谢。

感谢出版人陶鹏、编辑许若茜的帮助，和中信出版社编辑石北燕在出版过程中的大力帮助。

最后，感谢我的家人在本书创作中和多年以来一直无私的奉献和持续的关爱！

朱宁

2015年11月于北京

序	罗伯特·J·席勒	VII
---	----------	-----

前言		XI
----	--	----

引言 / “无可指摘”的违约事件		001
------------------	--	-----

中国投资者在面对违约事件时，之所以表现得如此沉着和冷静，很大程度上是因为中国经济和金融体系里广泛存在着“隐性担保”。也就是说，因为有人会为违约而埋单，所以投资者大可不必担心自己的投资和资金安全。

第一章 / “不可能违约”的贷款		037
------------------	--	-----

或许在不远的将来，中国的传统银行和影子银行领域会出现真正的违约事件和破产企业。这种看似不幸的事件，其实有助于修复中国金融体系里长期严重扭曲的投资收益和投资风险之间的不对称关系，在长远看来，对中国经济和金融改革功德无量。

第二章 / 不能亏损的购房者		057
----------------	--	-----

在经历了数次失败的房地产调控政策之后，中国居民已经清楚地意识到政府没有任何打压房地产市场的意愿。而这种由政府对市场提供隐性担保所引发的投机，导致了房价的进一步上涨，也使房地产越发成为最有吸引力的投资标的。

第三章 / 证监会门前的示威

087

由于国内其他投资机会的缺乏，“新股必涨”成了一种错误却又根深蒂固的预期。因此，即使是中国资本市场里最理性、最有经验的投资者，也会选择积极参与到新股发行的炒作之中。

第四章 / 金融创新与另类融资渠道

111

这种拆东墙补西墙、把各种不同产品的资金混合在一个资金池的做法，多少让人有点想起庞氏骗局。虽然投资活动可以通过高收益而吸引更多的资金投入，但这恰恰引发了更大的不确定性和风险。

第五章 / 增速减缓的“新常态”

135

归根结底，发展不是百米赛跑，而是马拉松。经济发展不应该只是一个简单的GDP数字，而应该是一个能被全社会各个阶层都能感受到和享受到的社会发展的进程。

第六章 / 产能过剩

159

中国的产能过剩问题，其实只是每一个行业板块杠杆率过高的直接反映。各个行业的高杠杆最终传导到了中国金融行业，导致全国负债水平和杠杆率的不断提升。

第七章 / 国有企业做强做优

187

大企业的发展自身当然是一件利国利民的好事，但是与此同时，我们必须认识到，这些大型企业的规模扩张和实力的增强，会对民营企业和中小企业的发展不可避免地形成压制，甚至是产生阻碍。

第八章 / 信用之源：中国的国家信用 215

在中国的银行变得大而不倒之前，中国的地方政府已经抢先一步，自己先变得大而不倒，从而绑架了银行不得不继续给地方政府提供贷款。

第九章 / 巫术统计学 239

统计数据的误差和不可靠很大程度上反映出中国对经济增长速度的诉求，和老百姓对生活质量提升的诉求之间的差异。

第十章 / 国际经验 历史教训 261

中国和全球其他国家所面临的挑战都是一样的。当代的政治竞选制度已经发展到如此务实的地步，以至于我们国家和社会的运作越来越像一家企业，为了短期的盈利而忽略长期的战略发展。

第十一章 / 潮水如何退去？ 293

如果中国的投资者不能够正确地转换他们对于政府提供的投资担保的预期的话，中国金融市场就有可能会在今后面临非常严重的风险和波动。

注 释 323

“无可指摘”的违约事件

事实无可辩驳，恶意可以攻击它，
无知可以诋毁它，但归根结底，事实
就是事实。

——温斯顿·丘吉尔

2014年1月，市场普遍意识到，由中国中融信托发行的一款信托产品面临即将违约的风险。这款产品在其发行之初是为了支持山西一家一度非常成功的煤矿企业——山西振富能源公司。在之前的两年中，山西振富能源公司曾经通过中融信托公司和中国工商银行分三次发行了总计 30