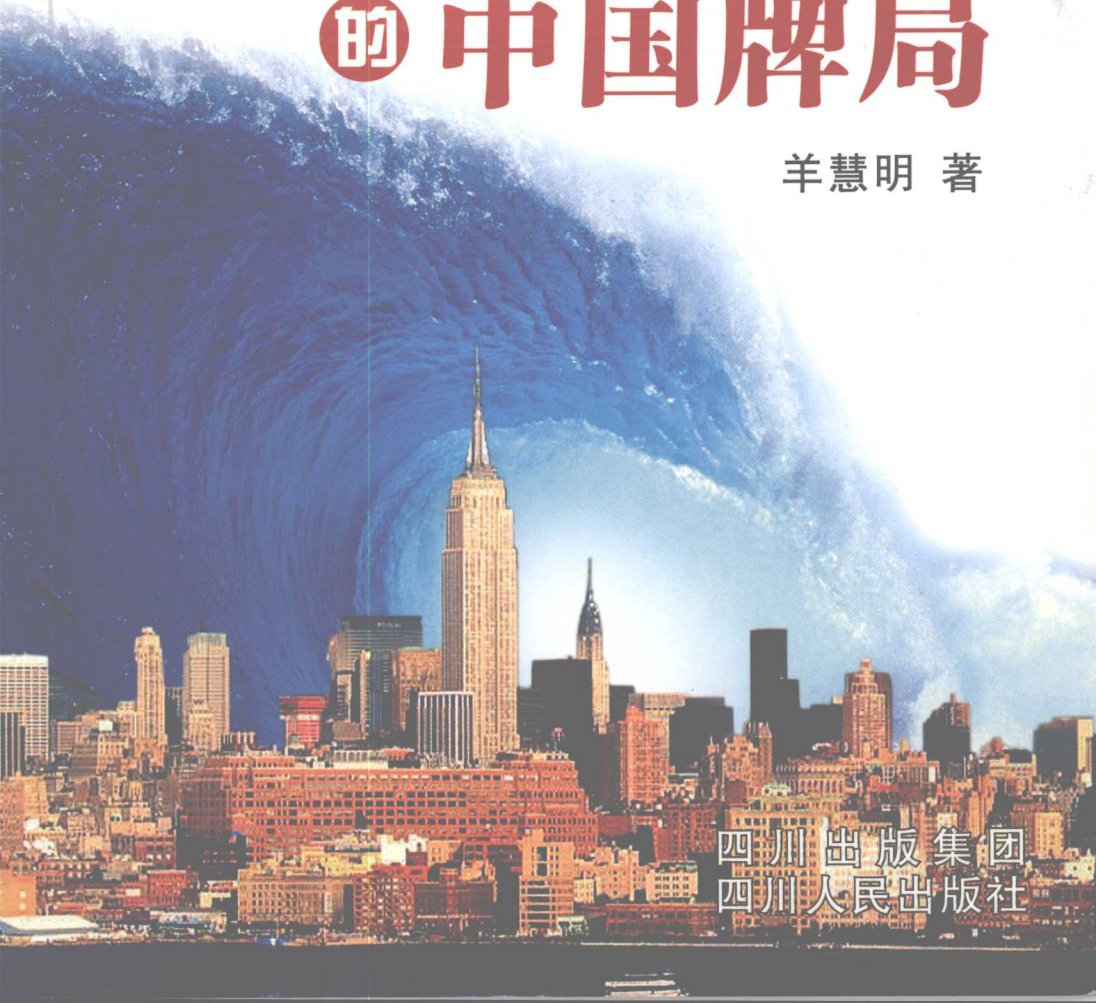


- ★ 华尔街“固若金汤”的金融大坝溃于次贷之“蚁穴”
- ★ 呈几何级放大的连环冲击波将蒸发至少50万亿美元世界财富
- ★ 面对次贷危机冲击，中国的内忧大于外患
- ★ 中国应对次贷危机的出牌选择
- ★ 拯救中国房市、股市的建言

次贷风暴下 的中国牌局

羊慧明 著



四川出版集团
四川人民出版社



次贷风暴下

的中国牌局

羊慧明 著

四川出版集团
四川人民出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

次贷风暴下的中国牌局/羊慧明著. —成都: 四川人民出版社, 2008. 11
ISBN 978-7-220-07705-0

I. 次… II. 羊… III. 经济学—研究—中国 IV. F120.2

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 172909 号

CIDAI FENGBAO XIA DE ZHONGGUO PAIJU

次贷风暴下的中国牌局

羊慧明 著

策划组稿
责任编辑
装帧设计
责任校对
责任印制

余其敏
余其敏
杨 潮
叶 勇
丁 青 李 进

出版发行
网 址

四川出版集团 (成都市槐树街 2 号)
四川人民出版社
[http: //www. scpph. com](http://www.scpph.com)
[http: //www. booksss. com. cn](http://www.booksss.com.cn)
E-mail: [scrmcbsf @ mail. sc. cninfo. net](mailto:scrmcbsf@mail.sc.cninfo.net)

发行部业务电话
防盗版举报电话

(028) 86259459 86259455
(028) 86259524

照 排
印 刷

四川上翔数字制印设计有限公司
成都东江印务有限公司

成品尺寸

146mm×210mm

印 张

7.625

插 页

2

字 数

200 千字

版 次

2008 年 11 月第 1 版

印 次

2008 年 11 月第 1 次印刷

印 数

1—5000 册

书 号

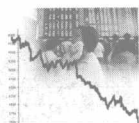
ISBN 978-7-220-07705-0

定 价

25.00 元

■ 版权所有·侵权必究

本书若出现印装质量问题, 请与我社发行部联系调换
电话: (028) 86259624



代序： 放松银根果断减税 应对危机

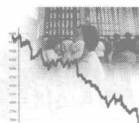
全国政协常委、通威集团董事局主席 刘汉元

一、通胀已不是主要风险， 必须高度警惕通货紧缩经济急速下滑

当前，美国次贷危机的连环冲击效应正呈几何级放大向全球扩散，尤其是现今金融业的全球化程度已远远超过 1929 年，目前全球虚拟经济总量已是那时的上千倍，互联网的普及又可以迅速把恐慌扩散到全球每个角落。所以这次金融危机波及的范围和程度，一定会远远超过 80 年前，而我国同样不可能不受到影响和冲击。自 2003 年以来，我国一直采取紧缩的货币政策，2007 年即 6 次上调人民币存、贷款基准利率，最频繁的时候曾在 14 个月内连续 10 次提高存款准备金率，现在看来，这些政策的累积作用已十分明显。今年以来，固定资产投资实际增长率已明显下降并处于 5 年来的最低水平；同时，以与 GDP 关联极为密切的用电量数据显示，8 月份我国用电量实际增长出现了非常明显的下滑，同比增长仅为 5.4%，创下今年



新低，以江苏、山东这两个对我国 GDP 增长贡献较大的省为例，用电量最大增幅只有 0.35%，而上海则已是负增长。统计数据显示，我国经济增速连续三个季度回落，到今年第二季度已经降至 10.2%，经济的下行趋势已经形成。尽管目前我国经济增速仍维持在 10% 左右，但由于驱动经济发展的两大“引擎”——出口贸易和房地产拐点已现，均大幅下降。对 GDP 贡献占到 25%、对 GDP 增速贡献达 4 个百分点的出口外行业，正面临着大面积停产萎缩局面。据海关方面统计，今年上半年传统大宗商品出口增长放缓。其中，服装及附件出口同比回落 18.3%，鞋类出口回落 4.7%。对 GDP 增速贡献约 3 个百分点的房地产及相关产业，也出现急剧下降，今年 1~9 月主要大城市商品房销售量同比猛降 50% 以上。8 月份房建开工量环比下降 35.7%。7 月份以后短短 3 个月钢材价格大跌，幅度已超过 20%，开始大面积停产限产，并已波及煤炭行业。后几个月和明年房建开工量还会进一步下降。由于我国房地产及相关产业总量太大，在 GDP 中份额超过 20%，房地产猛降将拖累整体经济急速下滑。明年钢材需求将减少 1 亿吨左右，钢铁、建筑和建材装饰行业将出现大面积亏损，失业率上升。加上股市暴跌社会财富蒸发，将打击消费信心和即期消费，今年四季度和明年国内经济有可能出现急速下滑走势。同时，实体经济急速下滑又将沉重打击股市，股市持续暴跌社会财富急剧缩水消费萎缩又反过来打击实体经济，形成循环冲击，就可能导致通货紧缩甚至经济大萧条。而随着全球商品、资源、能源价格的大幅下跌，明年 5、6 月份我国 CPI 有可能也出现负增长。



已经不是当前面临的最重要问题，通货紧缩、经济急速下滑可能导致的经济萧条已成主忧。必须调整调控思路，积极、及时、果断、坚决地采取措施，应对内外冲击，防止通货紧缩和经济急速下滑。

二、果断放松银根，加速财税改革

首先，进一步放松银根，防止经济急速下滑。

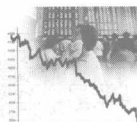
央行继9月中旬紧急调降贷款利率0.27个百分点和降低除6大商业银行之外的中小银行存款准备金率1个百分点之后，10月8日又再次宣布降低存款准备金率0.5个百分点，降低存贷款利率0.27个百分点。这些措施是及时的，但力度还不够大、不够果断。目前银根依然太紧，必须充分认识到我国当前经济已经出现急速下滑趋势的严峻性，加上美国、欧盟经济的不确定性，如果我们在当前经济已经开始下滑的时候不及时采取有效、有力而果断的措施，错失时机，经济下滑的速度和惯性很可能会大大出乎我们的意料，需要更大力度、更长时间，付出更大代价才能挽救回来。这就要求我们及时启动逆风调节或反周期调节，适时开闸，放水养鱼，拉动内需，使我国经济下行的趋势不至于走得太远，甚至形成长期衰退。如果继续采取这种不温不火的调控方式和节奏，将会在未来三到五年甚至更长时间，导致通货紧缩甚至经济萧条。有关部门应该及时将调控思路从防范全面通胀为首要调控目标转到防止经济急速下滑上来。



实际上，宏观背景决定了我国不具备大规模通胀的条件。年初两会上，我提交了一份《客观判断经济形势 厘清物价上涨因素》的提案，阐述了“警惕宏观调控重走历史弯路，科学把握调控节奏和力度”的观点，我认为，宏观调控既要坚决制止盲目投资和低水平重复建设，又要兼顾各地、各行业发展经济的积极性；既不能非理性地过紧过死踩刹车，又不能病急乱投医，政策如翻烧饼，甚至搞一刀切。实际情况看，去年二季度GDP增长峰值达到12.7%，很多人说太快，要下大力气降温，结果到目前的10.2%，很快就滑了下来，明年经济增长6%可能都很困难。这就很危险了。我认为，即使全年通胀率达到6%，政府和社会也是能承受得起的，但经济增速一旦低于10%，失业率和金融坏账、呆账就非常吓人了，所以，经济速度下滑比通货膨胀可怕得多。5、6个点的CPI增幅，而且是以输入性为主，并非由于总需求过高，或者货币发行过多所致，用不着过度担忧。因此紧缩货币对全球商品期货市场价格上升没有任何意义，反而可能会损害我们自己的实体经济。调控了四年，速度下来了，甚至面临通货紧缩的危险，要重新使之加速，同样需要四年甚至更长的时间，而且常常是热病好医，冷病难治。所以，进一步放松银根，采取积极、果断、有效的货币政策、贸易政策以及融资政策已迫在眉睫，势在必行。

其次，加速财税政策改革：留富于企——放水养鱼；藏富于民——扩大内需。

我国近几年税收增幅是GDP增幅的3~4倍。据财政部统计，今年上半年国家预算收入完成3.48万亿元，同比增长33.27%，国家预算支出2.28万亿元，同比增长27.69%，收



支相抵盈余 1.19 万亿元，全年财政盈余可能将超过 2 万亿元。据专家测算，各级政府集中了全国 GDP 三分之一的财富，或者是 GDP 减去资本贬值后国民生产净值的 40%，把过多的资源集中在各级政府手里。与其低效地使用甚至浪费掉，不如将这部分财富藏富于民或留富于企，使用效率会高 3~5 倍以上，这是全世界的共识。同时，将如此巨大的财富控制在各级政府手里，这种情况你要拉动内需，怎么拉？据统计，严厉的银根紧缩和信贷控制，导致目前全国 75% 以上的中小民营企业资金紧张，这严重影响了民营企业的发展，直接限制了他们扩大再生产的能力。当前我国也面临全球性的金融危机的冲击，在极其复杂困难的局势下，保护国家经济安全的核心就是保护经济细胞——企业。健康活跃的细胞多了经济肌体才会有活力。过去美国经济的强势就是因为美国有全球最强势的企业；现在美国经济出大问题了，关键也是他们的许多企业出了问题，许多上市公司垮了，华尔街怎么撑得住？我国经济高增长的前提是大批企业的高成长。我国快速发展的民营企业在 GDP 的总量里贡献了一半，有的地区甚至占到了 60%、70%、80% 以上，这说明他们本身具备的效率优于平均水平。在税收贡献方面，2007 年民营企业比重已经达到了 53%，但是他们在国内的资本市场却只占有很少的资源，在银行的金融盘子里面几乎没有位置，信贷规模只占了 16% 左右，在已有的 1400 多家上市公司里，民营企业只有 100 多家，仅占资本市场融资总额的 5%。

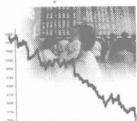
尤其在目前的经济环境下，国家每年拿出上千亿美元的资金投资国外，而且还在不断贬值，能不能从中拿出一些，给国



内的民营企业匹配一半的外汇，在境内或境外投资由企业自己去有效使用，鼓励投资，鼓励消费，拉动内需。过去，我国习惯于通过政府投资来刺激经济，但现在的工业产能严重过剩，基础设施也具备规模，再靠政府行为增加投资已经效率太低。当前，国家应该通过财政退税、减税，把钱留给民间社会，特别是中低收入家庭，以此带动民间消费的增长，既刺激经济，又推动我国经济模式向内需转型。十七届三中全会已经召开，农村土地政策已做出了重大调整，尤其是开创性地允许土地承包权流转、继承和转让，此举将让中国最大消费群体农民这一块，真正能够得到土地价值上涨这个实惠，方向是十分正确的，只是速度还可以更快一点，以吸引大量资金进入农村，提高土地的使用价值，加强农民对土地的投资和利用，其作为还富于民的重要举措，必将在促进农民增收、三农问题解决和建设社会主义新农村方面发挥重要作用，从而促进我国经济健康发展。

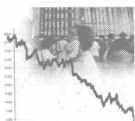
第三，防止股市、房市危机进一步恶化，从扩散源头入手防范金融风险。

当前我国金融市场的隐患也不小。A股最大跌幅超过70%，大量民间财富被蒸发，已经严重影响消费信心和即期消费，打击了实体经济。受宏观经济下滑、上市公司投资环境恶化的影响和外围市场冲击，A股市场可能进一步恶化。房地产市场的问题更大，由于前几年一些大中城市房价炒得太高泡沫破裂，加之内地房地产的总量太大，有的城市房地产税收接近财政收入的50%，这非常危险。目前内地房价下降成交量下降都是急跌式的，今年前9个月大城市房价下降幅度普遍超过



20%，成交量跌幅达 50% 左右。体量庞大的房地产急剧下滑，拖着一大片上下游产业下滑，并将威胁金融安全。美国的房地产下滑是这轮金融危机的扩散源头。中国房地产由于其在 GDP 的总量中所占比例过大，问题不比美国房市的问题小。对我国金融体系的后续冲击不可低估。因此，我们必须采取一系列切实有效的措施，防止房市、股市的危机进一步恶化。具体来说，除了继续放松银根外，政府应该大幅度降低乃至暂时取消房地产交易等税种，过几年再根据市场情况恢复征收，使人们相信现在购房最合算。同时在稳定股市后续政策上加大力度：暂停新股发行；增大融资范围和比例，缩小融券范围和比例；设立平准基金；减税让利，使上市公司赢利预期增长，从根本上挽救股市的颓势。从扩散源头防范金融风险，稳定经济发展预期。

改革开放 30 年来的实践证明，藏富于民和留富于企是社会财富最有效的利用方式，通过财政退税、减税，把钱留给民间社会，特别是企业和中低收入家庭去花，以此带动民间消费的增长，既刺激经济，又推动经济模式向内需转型。尽管当前全球经济形势不容乐观，美国更是陷入自 1929 年以来“百年一遇”的金融危机中，但是，中国幅员辽阔，人口众多，市场丰富，需求巨大，如果调控措施得当，完全有条件、有能力化“危”为“机”，在全球经济一体化的推进过程中，在有效拉动内需和社会资源的有效利用之后，在未来五年、十年乃至二十年，发展得更好、更快，完全可以实现风景这边独好，保持我国经济的较高增长和良好运行态势。



编者导言： 寻找战胜危机的智慧之匙

余其敏

次贷危机何处是尽头？

美国次贷危机恰如飓风的形成过程：它刚开始时还只是华尔街的一团阴云气流，随后逐渐升级，加速放大，发展成为山呼海啸横扫世界的风暴。

被称为“世界金融市场的心脏”的曼哈顿，其金融体系的大坝竟一朝溃于次贷之蚁穴。当法国巴黎银行（BNP Paribas）披露其在美国次级抵押贷款证券方面出现未曾料到的巨额亏损时，暴露了金融风险管理体系以及作为其核心的模型的缺陷，动摇了投资者对于对应机构偿付能力的信任。接下来是华尔街五大投行之一的贝尔斯登轰然倒下；紧接着是房贷总额超过 5 万亿美元的“房利美”、“房地美”两个巨无霸濒临破产被政府接管；再后来是 9 月份两个星期内华尔街第四大投行雷曼兄弟公司宣告破产，第二大投行美林被贱卖，五大投行仅存的高盛、大摩也处于风雨飘摇之中，与此同时，美国最大的保险公司 AIG 也因次级债巨额亏损朝不保夕，被迫实行国有化；华互银行等近 30 家银行倒闭；9 月份美国工业生产创 34 年最大跌



幅……一波比一波猛烈，“多米诺”效应还在加速，华尔街金融帝国摇摇欲坠。今年诺贝尔经济学奖获得者保罗·克鲁格曼（Paul Krugman）10月18日在接受记者采访时直言：美国经济正在面临严重衰退。

就像墙倒众人推，当房价下跌危及信贷体系银行不得不收紧房贷提高房贷门槛之时，楼市需求更加萎缩房价就还会加速下跌，反过来又使房贷危机进一步加深。没有人知道这一场危机中还有多少金融机构会破产。尽管美国政府通过了7000亿美元的救市计划，但那只是治标——暂时缓解一些金融机构的流动性困境，不能治本——稳定房价。如何消化约50万套空置单户住宅，是摆脱危机的关键所在。正如美联储前主席艾伦·格林斯潘（Alan Greenspan）在《美国次贷危机的教训》一文中所言：只有最终当住宅价格企稳，同时住宅资产净值随之能够为出现问题的抵押贷款证券提供支撑时，这场二战结束以来最为严重的危机才会结束。

然而，格林斯潘和华尔街那些“神童”，谁都无法预测美国房价何时能见底企稳。2008年8月，美国旧房环比大跌2.2%。这是一个不妙的信号——房贷危机还在深化。乐观者认为在2009年上半年美国房市才能平稳。

次贷危机昭示：全球化是一种 共生共荣的经济生态关系



机。全球化使世界各大小经济体相互依存，你中有我，我中有你，荣衰与共。打个比方，就像股市上的上市公司交叉持股，风险同担，一家跌了，大家受损。全球化和虚拟经济最容易产生蝴蝶效应，而互联网的普及又会把局部市场的恐慌情绪迅速传染到全球每个角落，并使之放大。没有哪个经济体能处在真空之中而不受到冲击。

就像自然界的海啸，其在千里之外激起的浪头往往高过始发处。许多经济体股市的跌幅，都大大超过华尔街的跌幅，那些哄抬石油价格赚欢了的石油出口国，早前还对华尔街的危机幸灾乐祸，最终自身也受损：世界经济出现衰退迹象，对石油的需求将会减少，油价也难免步入下降通道，10月中旬原油价跌破70美元。石油大国俄罗斯自称不会发生金融危机，但其股市已跌掉70%以上，其间不得不8次休市，并且创造了单日暴跌19.1%的惊人跌幅。人们百思难得其解：为何几个月前还在为通胀发愁的世界，怎么一夜之间会面临急剧的通货紧缩？

正如作者在本书中论述的，这场危机告诉世人，全球化的本质是一种共生共荣的经济生态关系，而非你降我升的跷跷板关系。携手合作，共荣共存，才是世界的出路。中国提出的和谐世界，将得到世界的广泛认同。

虚拟经济膨胀和全球化、网络化使世界经济的系统性风险容易扩散和放大，而现有的被视为先进的风险模型、计量经济学模型已经难以预测这些风险。亦如格林斯潘所说，这些模型“无法捕捉到驱动全球经济本体的全部主导变量”。本书作者打了一个比方：现代全球化、网络化的市场经济，就像一艘越来越精密、复杂的飞船，它需要有更科学的控制模型系统和安全



预警系统，同时也需要驾驶者能熟练识别、运用这些信号，具有更专业的驾驭能力。

面对席卷全球的金融风暴的冲击， 中国经济的内忧大于外患

次贷风暴对中国会有怎样的冲击？中国应该如何应对？我们面临的是什么样的“牌局”？应当怎样“出牌”？

本书作者指出：次贷危机对各经济体的影响的程度，除了本身与次级债的关联度以外，更主要的是内因。

对中国经济而言，当前内忧大于外患。美国次贷危机对中国的影响，主要在于市场心理影响层面，即恐慌情绪也会传导到中国的股市和楼市，这是间接影响。直接的影响并不大，因为中国的金融投资机构基本上多是内向型的，与华尔街的业务关联度不大。中国经济今天面临的问题，主要不是输入型，而是本身结构失衡的问题。

可以说，当前中国经济的问题，外部冲击由内因而起作用。这是由于，第一，中国的房市和股市的问题比美国大，中国房价特别是地价的泡沫远比美国房市的泡沫大，而且中国房地产在经济结构中的总量太大，有的大城市房地产占财政收入的50%上下，这是很危险的。过去房市火爆房价暴涨，主要是投资、投机性购房炒上去的，买房子的人买涨不买跌，越涨越抢着买，把未来的需求和市场空间透支了，待到房价预期不涨了，甚至下跌了，买盘就会急剧减少。房地产体量太大，其急



速下滑必然带动整体经济下滑，而中国股市由于制度设计缺陷和监管漏洞、信息不对称等问题，始终跳不出暴涨暴跌的泥潭。超高溢价 IPO 助涨了强势利益群体掠夺弱势投资大众的恶风。从去年以来 A 股从高峰最多暴跌了 70% 以上，创下了全球资本市场之最。这种非理性暴跌不仅使投资者信心崩盘，纷纷逃离市场，更严重的是，使中国改革开放 30 年的两大成果缩水了：一是使改革开放以来形成的近亿中产阶级的相当一部分变穷了，二是使改革开放以来积累的几十万亿民间财富大大缩水。这必然缩减大件商品包括住房、汽车、高档电器的消费，冲击实体经济。而房价、车价大跌不仅影响同业及相关行业上市公司的业绩而使股价下跌，而且还影响到投资人对银行等金融机构的信心，进而沉重打击股市，形成恶性循环。

第二，市场信息不透明不对称使经济生活缺乏预警系统，将加剧危机。必须引起注意的是：利益集团扭曲市场信息，很可能短期误导市场和决策，进而酝酿更大的市场风险。前几年，中国房市一直被一边倒的唱涨的声音所主导，“涨价合理”、“房价将持续大涨二十年”等浮华论调出自主流经济研究机构并见诸各大主流媒体。为了应付中央调控房价的要求，一些房价涨得太快的城市就报低房价涨幅，以至于 2005 年、2006 年中国大中城市房价涨幅都只有 5.5%~5.6%——这当是全世界最健康的涨幅，还需要调控个啥？而当 2007 年主要大城市商品房成交量开始下降，拐点已经出现时，房地产业界、学界和一些地方政府为维系高房价高地价，又齐声封杀拐点论，继续唱涨，导致了中国楼市最后的疯狂。直到一些主要大城市住宅成交量几个月暴跌一半以上，实际房价已大跌 20%~



30%的2008年夏天, 北京的房地产开发巨头还不承认拐点, 还在唱涨。可仅仅一个多月后, 他们又急呼救市, 难道市场的逆转是一夜之间发生的? 市场有其自身的运行规律, 那种试图通过扭曲信息去谋求利益最大化, 是一种利令智昏的行为, 最终会受到市场的惩罚, 并且使整体经济和社会付出代价。市场经济是靠信息来调节的, 扭曲信息就可能使调节机制紊乱, 不能及时反应防患于未然, 非要等到撞了南墙才回头, “病症”加重了才去下“猛药”。

为什么央行会在2008年6月中旬股市刚刚回暖时突然猛烈提高存款准备金率1个百分点, 央行高官同时放言“不排除采取更猛烈的货币政策”, 使股市急转直下, 向下突破3000点, 房市加剧下跌, 而仅仅过了两个月, 央行又不得不两次急降双息(降低贷款利率0.27个百分点, 降低中小银行存款准备金率1个百分点)。10月8日再次宣布降低存贷款利率0.27个百分点。为什么会出台如此剧烈摇摆的货币政策? 6月份猛提存款准备金率是必要的吗? 有关方面对经济形势的研判有无偏差?

通缩的风险已经大于通胀的风险

本书作者认为, 信息失真将可能加剧系统性风险, 因为它容易使学界和管理层号错“脉”、开错“药方”。如前所述, 全球化、网络化和虚拟经济体量庞大使现代经济系统性风险增大, 更需要科学调控, 否则, 调控系统的任何偏差, 都会导致



差之毫厘，谬以千里的失误。

中央提出科学发展观，首先是科学决策，科学地调控经济，而这要基于对整体经济走势的科学研判。几个月前，管理层的主要调控方向是防止全面通胀，保持经济平稳增长。央行采取的货币紧缩政策，对抑制通胀发挥了作用。但随着房地产市场的降温，通胀的风险正在变小，通缩的威胁正在加大。有关各方应该及时把握这一个根本变化，调整调控思路。

作者分析认为，通胀已不是当前经济生活的主要矛盾，这是因为，引发通胀的三大主要因素正在变化和逆转。拉动通胀的外因——国际石油价格已经大幅回落，并可能步入下降通道；通胀的内因——房地产和公共投资过热正在快速降温，今年下半年房地产开工量将减少30%~40%，明年新房开工量还会进一步减少，明年国内仅钢材需求量将减少1亿吨以上，钢材价格将从高峰跌掉30%以上，其他相关建材价格也将大幅下跌，铁矿石价格、煤价也会走低，PPI的拐点即将出现。通胀的第三个因素——垄断利益集团抬高物价，中国更具有管控的行政优势和财力优势。可以预料，在未来一两年，通胀也不是主忧。而由于房地产大幅下滑，其在国民经济总量中占的份额太大，而且其下滑又是疾速式的，对整体经济下滑的拉动能量很大。加上股市非理性暴跌，投资者财富大幅缩水，必然缩减大件商品的消费和民间投资，建筑业和房地产服务业的萎缩使失业大量增加，经济萧条的阴影替代了经济过热。这种变化并非一夜之间发生的，而是由于缺乏前瞻的一边倒的思维方式，使我们不能做出及时的预调反应，以老药方治新病，反而会恶化病情。