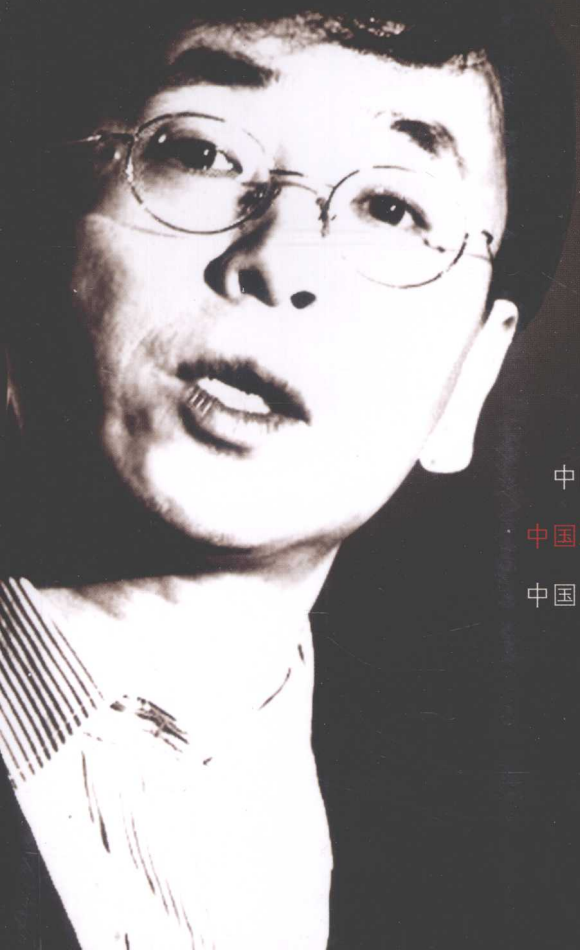


# DOUBLE DIP 再危机

泡沫破灭时，我会通知你

财新丛书  
Caijin book  
series

谢国忠/著



中国的钱看上去那么多，大部分人却没钱消费，为什么？

中国政府完全有能力降低房价，房价却持续攀升，为什么？

中国的实体经济相对薄弱，资产市场却异常红火，为什么？

中国已是最大的经济体之一，我们的底气真的足吗？

未来20年，中国是超越美国，还是未富先老？

凤凰出版传媒集团  
江苏文艺出版社  
JIANGSU LITERATURE AND ART  
PUBLISHING HOUSE



# DOUBLE DIP 再危机

泡沫破灭时，我会通知你

谢国忠/著

编选：莫之许

译者：胡 蛟 王 晶

吴 燕 吴慧萍

吴 铮 刘志洁

汪 旭 于海荣

凤凰出版传媒集团



江苏文艺出版社

JIANGSU LITERATURE AND ART  
PUBLISHING HOUSE

**图书在版编目（CIP）数据**

再危机：泡沫破灭时，我会通知你 / 谢国忠著；王晶等译. —南京：  
江文艺出版社，2010.7

ISBN 978-7-5399-3881-3

I. ①再… II. 谢… III. ①经济学—文集 IV. ①F0-53

中国版本图书馆CIP数据核字（2010）第123334号

**上架建议：大众经济学**

**再危机：泡沫破灭时，我会通知你**

**著 者：**谢国忠

**翻 译：**王晶等

**责任编辑：**刘 霁

**特约编辑：**于向勇

**出版发行：**凤凰出版传媒集团

江苏文艺出版社 <http://www.jswenyi.com>

**集团网址：**凤凰出版传媒网 <http://www.ppm.cn>

**印 刷：**三河市鑫金马印装有限公司

**经 销：**新华书店

**开 本：**720×1040 1/16

**字 数：**300千字

**印 张：**17.5

**版 次：**2010年7月第1版

**印 次：**2010年7月第1次印刷

**书 号：**ISBN 978-7-5399-3881-3

**定 价：**39.80元

（江苏文艺版图书凡印刷、装订错误可随时向承印厂调换）

# “冷的头脑热的心”——序言

胡舒立

收入此书的约 50 篇文章，都在从前的《财经》杂志和现今的《新世纪》周刊的谢国忠（Andy Xie）专栏上发表过，我也认真拜读过。我和 Andy 相识于 90 年代中期，十数年来常有联络交谈，自信对于他的见解还是熟悉的。但是今天系统读完这些文章，我却觉得文章新鲜如初，并生发出许多更深入的感受。

Andy 有思想，好写好议。记得他当年在摩根士丹利做亚洲首席经济学家时，几乎每两天一篇英文长文，写毕寄给大家，就包括了我。我几乎每篇必看，也转给同事们看，大家都喜欢。当时职务在身，Andy 不愿意写专稿。2006 年离开投行后，我专门约请他先后担任了《财经》和《新世纪》的特约经济学家，为杂志写专栏。Andy 痛快地答应了。语言是思维的工具，他仍然用英文思维，写英文，我们设了专人翻译，力争把文章中的哲学意味翻译出来。文章的英文，也同时发表在《财新网》，Andy 还是同步通过 Email 发给友人们。

Andy 是经济学家，但他的文章有一种哲理意味。《新世纪》主编王烁主修哲学，一直评价 Andy 是“经济学家中的哲学家”，我们都认同。

Andy 勤思。我每每诧异、钦佩他不倦的思索。他总是思如泉涌，侃侃而谈。我们相会，常态是他讲，我听，我的每一个问题都会引来他的长篇回答。聆听他的表述是一件快事，不仅听得有趣，而且受益良多。在朋友们聚会场合，只要他在，就是谈话中

心。他总在不无率真地阐述着自己的观点，有时还喜欢跟别人辩论。当然，无论是说还是辩，他都是为了求得真知，毫无炫耀之意。对于 Andy 来说，思考是一种快乐。

Andy 善思。他喜爱着眼大问题、根本问题，常常是别人认为“不言自明”的事，他也会思辨再三。我想，这可能就是称他为“哲学家”的主要依据了。他不像一般分析师那样，留连于数据的迷宫里。Andy 也追踪数据，但他更乐于探索不同经济变量之间深层次的因果关系。他的眼光常跳出经济，将经济现象置于更宏大的视野里，探究经济与政治、社会、文化、历史、环境等领域的复杂关系。这样思考洗去匠气，其结论更为深刻也更为可靠。我常想，在当今的中国经济学界，不缺乏能建立或熟练运用数学模型的专家学者（他们诚然有极可贵的作用），但是，我们更期待中国能出现熊彼特、亚玛蒂亚·森那样能够融通多个学科、对人类命运展开深入思考的经济学家。

Andy 的立场是独立的、一以贯之的。他总是以批判的眼光来看待政府的政策。在本轮经济危机爆发后，当“信心”在各国被渲染得无比重要时，他却尖锐地指出，“信心并不是中国家庭消费相对疲软的原因，事实上，收入低、财富积累少才是真正的肇因。”当人们为美国经济的暂时企稳而欢欣鼓舞之时，他却“不合时宜”地举出数据，质疑道，“在美国金融机构尚未降低杠杆率的情况下，我们怎么能说危机已经结束了呢？”在许多人眼中，Andy 总是“看空”的，其实不然，他自己曾多次表示，从长期来看，他对中国经济是乐观的。我想，这种“看空”毋宁说是他独立思考的标志，也是萨缪尔森所谓“冷的头脑和热的心”的体现。在中国社会、学界，“诺诺”之人很多，我们极需珍惜、尊重这样的谔谔之士，至于他的观点对错，那是尽可以自由讨论的事情。

正因为他具有这样的思想者气质，他的观点是深刻的、引人深思的，他的判断是准确而有力的。

让我们重温一些他当年的论述，体会一番时间的力量：

——对于市场与政府的关系，他说，“在市场之上有一个非常强势的政府，这是中国私营部门发展缓慢，以及知识产权创新匮乏的主要原因。主导中国经济的是行政权力而非市场规则。现有的市场规则往往会被官员随意更改。在这种环境下，企业的长期规划没有太大意义。”

——对于所谓“中国模式”，他的概括是“中国经济增长模式的基础是由政府主导的投资和由外国主导的出口。”“中国既未形成自己的一流品牌，也未发展出主流技术。”

——对于房价，他说，“中国的房价从根本上应被看作一种税收。”“更深层的原因是，过去十年地方政府财政收入比重下降，刺激它们去寻找新的收入来源，并最后落在了房地产市场。”因此，需要政治体制改革。

.....

因而，读者阅读此书时，除思考文章内容之外，还不妨体味、借鉴他的思考方式，这也许比文章本身更重要。

Andy 的思考是前瞻的。已被广泛接受的一种说法是，他早年之所以能赢得业界认可，是因为他作了三大成功预言：亚洲金融危机、香港回归后的房价下跌和上世纪末中国的通缩。再任举一例，我们正为之焦虑的劳工问题，我在重读这些文章时发现，他多年前就预见到其严重性了，他还提出了政策建议，让城市接纳他们。Andy 并非一名占卜者，他的预测之所以应验，并无神秘之处，不过是他学术功底和批判思维自然而然的结晶。

Andy 喜欢预言，但他并没有超自然的力量，不可能做到事事

应验，这本来是再正常不过的事，却也引起了一些议论。

我认为，预言虽然不是检验分析正确与否的惟一标尺，但至少是一个重要的标尺，否则，分析便在很大程度上失去了意义和作用。但是，预言又是一件冒险的事情。其实，Andy 对此认识得非常清楚，他曾在《二次探底之忧》一文中说，听别人预测未来，基本上是浪费时间。事实上，经济本身就预示所谓“经济预测”根本没用。他还说过，“其实从经济学上来说，预测是没有任何意义的，经济或股市并不以人的预测而改变，但是人都希望有奇迹发生，这是人的本性，因此也就有了预测。”我的看法略有不同：如果预测成为共识、成为理性预期，那必将影响人们的经济行为。因此，Andy 有些悲观预言没有兑现，焉知不是这种预期警醒政府、从而采取了相应措施的结果呢？

应该说，Andy 的观点能有今天的影响力，其实还得益于他的写作。他用英文写作，文笔晓畅而生动。他善于把复杂的经济学原理形象化，如“通货膨胀就像一条河流，而货币升值如同暂时阻断流水的大坝，当坝内的存水漫到边缘，通胀就会再次发生。”他的文章中不时出现一些妙喻，如“或许再过一个月左右的时间，央行又会采取新的行动。投机者又开始坐不住，分析家们又会像工蜂一样出来收拾局面，然后投机热潮继续。”加之 Andy 英文甚佳，文章常见诸国际知名媒体，他能成为具有国际影响的观察家便不难理解了。

如今，Andy 正处于知识、阅历和精力理想结合的盛年。我诚挚祝福他事业日进，并继续为我们的读者奉献更多富有洞见的好文章。

## 目 录 CONTENTS

### 第一辑 **30 年经济最大调整在即**

最伟大的套利 /3  
向何处大转移 /9  
灾难的启示 /15  
双重调整无法阻挡 /21  
30 年经济最大调整在即 /27  
求诸效率 /32  
我们和日本一起变老 /38  
中国发展模式限制 /43  
政府应当为私营企业做什么 /48  
二次探底之忧 /51

### 第二辑 **楼市泡沫破裂时，我会通知你**

中国房地产难题有解 /59  
诊断高房价 /65  
动真格才能缩小地产泡沫 /71  
房地产陷阱 /73  
中国政府有能力让房价降下来 /78  
最后的探戈 /81

## 目 录 CONTENTS

|                 |                     |
|-----------------|---------------------|
| 第三辑 <b>走向滞胀</b> | 楼市泡沫破裂时，我会通知你 /89   |
|                 | 中国进入通货膨胀时代 /92      |
|                 | 通胀反击战 /98           |
|                 | 通货膨胀，政府何为？ /104     |
|                 | 地价“硬着陆”经济“软着陆” /110 |
|                 | 独特的泡沫 /116          |
|                 | 走向滞胀 /119           |

|                 |              |
|-----------------|--------------|
| 第四辑 <b>泡沫惊梦</b> | 中国没有巴菲特 /133 |
|                 | 泡沫难驯 /139    |
|                 | 降息幻象 /145    |
|                 | 流动性祛魅 /151   |
|                 | 宽松投机 /157    |
|                 | 泡沫惊梦 /162    |

|                    |                 |
|--------------------|-----------------|
| 第五辑 <b>人民币乌云压城</b> | 中美贸易失衡求解 /169   |
|                    | 中国不会让人民币贬值 /175 |
|                    | 先加息后升值 /181     |

## 目 录 CONTENTS

避免下下策 /185  
美元向好 /190  
美元会在什么情况下崩盘? /195  
人民币乌云压城 /197

### 第六辑

**勿将更深的痛苦留给明天** 苦捱“核冬天” /205  
世界经济冰火两重天 /211  
勿把更深的痛苦留给明天 /217  
全球亦将失去 10 年? /222  
第二次衰退 /227  
信心把戏 /232  
“刺激—复苏”春梦难长 /238  
“绿芽”难长 /243  
不稳定的平衡 /248  
不同的退场 /254

### 附录:

**谢国忠网络访谈：中国应该给百姓发股票 /260**

# 再危机

泡沫破灭时，我会告诉你

## 第一辑 30年经济最大调整在即

---

出口是中国经济高速发展的火车头，中国的制造业模式是通过价格竞争获得加工贸易（OEM）的市场份额。大量剩余劳动力、低位的工资、能源价格、工业土地价格，以及忽视环境成本的原因，共同促成了中国模式的成功。

由于中国当前的出口规模已经非常大，在这个基础上，高增长率很难长久维持。在未来10年，中国出口的年均增长率可能会从过去25年间的16%降至6%-8%。此外，所有这些因素都出现了逆转。货币升值、工资上涨和原材料价格上涨不断吞噬出口企业的利润，中国经济必须转移为以内需增长为基础。

为此，中国应该提高制造业的技术、质量与品牌，关注发展中国家的市场需求。提高家庭收入占GDP的比例，实行超大城市战略。应将更多的关心放在结构性调整之上，而不是指望刺激性政策。

试图通过刺激重现高速增长，只会带来通货膨胀。一旦通货膨胀导致人心惶惶，将出现快速紧缩，从而引发另一场危机。2012年，或许就会到来。



# 最伟大的套利

各种形式的套利，包括外国企业在中国劳动力市场上的套利，以及外国人对生活成本的套利，是中国经济发展的重要动力

经济学大厦是在几个基础性学说上建立起来的——亚当·斯密的“看不见的手”、大卫李嘉图的劳动分工和凯恩斯的流动性理论等。其中，斯密“看不见的手”的概念是迄今最重要的一个。他认为，个体追求利益最大化的行为会增加全社会的福利。一个更现代的表述是，在一定的条件下，市场的自发调节能够达到帕累托最优，也就是说，经济实现了最有效率的资源配置。

不过，帕累托最优未必是社会愿意看到的。比如，如果所有的土地都归一个人拥有，这也是帕累托最优的，但对社会而言却是一件坏事。理论上说，这个控制土地的人可以令每个人都努力工作，而仅仅给他们以勉强维生的工资，他自己则占有全部剩余。这就是市场调节虽有效，但革命在历史上却屡见不鲜的原因所在。

革命最重要的诱因就是财富集中，最主要的目的在于重新分配财富。历史留给我们的一个教训是，“看不见的手”的作用是有局限的，一个成功的社会需要在效率与公平间取得平衡，例如对收入进行必要的二次分配。但是，更多历史证据还是支持最大限度地发挥市场调节的作用。所有试图过度束缚“看不见的手”的国家都失败了。例如前苏联，其低效率的计划经济最终走向崩溃。

## 套利常在

“看不见的手”的本质是市场竞争。每个人都希望自己赚钱，都希望以

## 再危机：

泡沫破灭时，我会通知你

更低的价格将竞争对手赶出市场。竞争使价格趋近于成本，并使低效率的参与者出局。这一点在购物过程中表现得淋漓尽致。购物者会在一条街上货比三家，这促使商家最终把价格降到商品成本、经营成本加利润边际（已收回投资成本）之和的水平上。在不同城市间，如果一种商品的价格存在价差，就会有人把它从价格低的城市贩卖到价格高的城市。这就是经济学中所讲的套利。在这个例子中，套利活动的有效性以两地间的运输成本为限，直到两地间的价差小于运输成本为止。

运输成本是市场竞争中的主要“摩擦力”。马可·波罗用了数年时间，历尽艰辛才来到中国。在那个时代，西方世界丝绸、香料的价格是东方的 50 ~ 100 倍。尽管这刺激了很多商人冒险来到东方，但在现代航运业兴起之前，这种贸易的数量不足以使其抹平东西方的价差。二战后，世界运输业最重大的发明是集装箱化。这并非什么新技术，而是将世界范围内集装箱的规格标准化，从而形成规模经济，使远洋运输的成本大大下降。

更有趣的是，由于全球变暖的影响，北极冰层不断融化，使得经过北极的商业航线成为可能，这样从东亚到欧洲的航线距离将大大缩短，甚至巴拿马运河也会成为多余。实际上，今天的运输成本已经很低了。1 千克货物从上海运到纽约只需花费 1.5 元人民币，这就是 T 恤价格在这两个城市几乎相同的原因所在。

在金融市场上，套利活动取决于信息传播的速度。例如，证券市场指数期货的价格可能会与现货市场的价格背离，反应快的交易者会在两个市场间套利。这种交易无须承担任何风险。当然，这种机会吸引了很多人，使现货市场与期货市场的价差变得越来越小。这种套利活动的利润最终会趋向于零。比如，汇丰银行的股票在香港、伦敦和纽约都挂牌交易，股价经常是不同的。从理论上说，你可以对此进行套利，但这要求交易者在短时间内完成买入、转移、再卖出的操作，才能实现利润。在实际中，这是很难做到的。操作本身需要成本，各地价格的相对高低也可能转换，所以同一股票在不同市场上的价格可能不同，并且能持续相当长时间。

世界上最重要的套利活动出现在劳动力市场，这也是驱动中国经济增长最重要的力量。中国的出口在 2007 年可能增至 1.1 万亿美元，约占 GDP

的40%。出口增长给GDP增长带来的直接贡献可达4个百分点；间接地，出口会刺激银行储蓄的增长，因此带来更大规模的投资。

出口的繁荣是生产从低成本国家向中国转移的结果，拥有分销渠道的跨国公司可以通过向低成本国家转移生产来获利。当然，由于跨国公司之间存在竞争，它们的利润率最终也会回落到一般水平上。富有国家的消费者和中国的工人是最终的受益者。中国已经成为轻工业产品最重要的生产者，而且我认为，这一套利过程会进一步把像汽车零件这样的中等技术含量产品的生产转移到中国。在10年内，中国的人均年收入将从现在的2000美元上升到4000~5000美元。

## 生活成本套利难

以上谈到的几种套利活动已经广为人知。下面我想讨论的生活成本套利则并未受到广泛关注，而它可能给中国及其邻居带来深远的影响。长久以来，很多著名的出版物，如《经济学人》都对世界主要城市的生活成本进行排名。最近的调查显示，挪威的奥斯陆是世界上最贵的城市，而韩国的首尔是亚洲最贵的。这样的调查通常选取一篮子消费价格进行比较，包括房租、日用品、教育、餐饮等。当然，由于不同地方人们的消费习惯不同，这种比较不可能做到完全精确。

对生活成本进行套利是很难的。即使苏州的日用品比上海便宜，上海人都到苏州去买日用品也是不现实的。但是，如果苏州的汽车比上海便宜，套利就成为可能，因为运输成本相对价差显得很小。英国人现在会到纽约去购物，因为英镑兑美元的比价已经从10年前的1:1升到1:2。

汇率经常受到贸易平衡和资本流动等宏观因素的影响。英镑的上扬与从俄罗斯和中东流入的石油美元有很大关系。尽管一些英国人到纽约去采购，但这对资本流出的影响不足以抵消那些俄罗斯大亨们给英国带来的资本流入。不过，来自俄罗斯的资本流入是暂时的，但英国人到美国的采购却会持续下去。最终，这种因素会促使英镑贬值。

## 再危机：

泡沫破灭时，我会通知你

尽管购物之旅可以被看做生活成本套利的一种形式，但终极的套利方式还是人们从成本高的地方搬到成本低的地方。生活成本高的城市工资也高，因此困难在于如何找到一份收入相仿的工作。这对于那些自由职业者和客户不在乎你住在哪里的人是可行的。有些基金经理也在加入这一队伍。比如巴菲特把家安在内布拉斯加州，因为他长线持股，不用每天都关注市场。有些经理却不得不住在纽约、伦敦、香港这样的金融中心，以便及时了解每一个可能影响市场的传言。对多数人而言，搬到低成本的地方意味着只能拿到更少的工资，这使他们放弃了这样的打算。

不动产价格的差异是一道更难逾越的障碍。1989年夏天，我在东京工作，当时那里正经历着大规模的房地产泡沫。我去拜访一个朋友，他住着一座非常小的独栋房子，与旁边的房子挨得很紧，大约有120平方米。朋友告诉我，房子价值600万美元，而他家的年收入是12万美元，当时美国和日本国债收益率都超过6%；也就是说，不动产的价格相当于家庭年收入的50倍，而房屋价值的利息收入是他们家庭年收入的3倍。我提醒他们可以卖掉房子，用收益购买美国国债，这可以让他们在美国过上国王般的生活，然后等房地产价格下跌后再搬回来。但我的朋友轻描淡写地回答我：“我们日本人不这么做。”

正是因为日本人不曾打算套利，资金不断涌入楼市，却鲜有人获利撤资，日本的房地产泡沫才被吹得如此之大。像纽约、香港这样交易文化发达的城市，其房地产泡沫永远不可能像当时东京那样严重。1997年香港楼市大跌时，其泡沫水平不过东京的一半。

## 中国的动力

尽管日本人可能不愿意，但利用房地产进行生活成本套利者大有人在。很多台湾人退休后搬到上海。5年前，台北房价大约是上海的3倍。一个退休者卖掉台北的房子，可以在上海买到差不多大的房子，还能留下一笔储蓄。对于那些籍贯本来就在上海的台湾人来说，套利就更可行了。

不过现在，这一套利的空间已经不存在了，因为两地房价相差无几。当然，这种套利对于武汉这样更便宜的城市还是可能的。有人会说，从文化归属感的角度讲，这种套利对海外华人可能比较容易，对其他国家的人就困难得多。这的确有道理，不过也有例外。我注意到，很多韩国人就因为套利而搬到了中国。

韩国正经历着房地产泡沫。首尔的房价大约是上海的 2.5 倍。不过，房地产的价格总是很难比较，任何比较都含有主观性。我想讲讲我自己的观察。一套坐落在市中心的 150 平方米的公寓，在上海大约值 350 万元人民币，在青岛值 180 万元，在烟台值 100 万元，在首尔却要 900 万元。如果一个韩国人卖掉他在首尔的房子，把家搬到烟台，他的下半生靠省下的那 800 万元，大可以衣食无忧。当然，你会说烟台的生活是不同的，很多韩国人会不习惯，但事实上，已经有成千上万的韩国人搬到那里了。

当地人告诉我，大约有 2 万韩国人居住在烟台。我觉得有些夸张，不过这个数字也不会太小。在烟台、威海、青岛，很多小企业都是韩国人开的。假以时日，相当一部分韩国人口都可能移民到山东。韩国有 5000 万人，其中 5% 来到中国是完全可能的。如果真是这样，将给韩国经济带来巨大影响。这从本质上说，就是对房价或地价进行套利。在初期，这种移民会使本国消费下降，本国通货膨胀和利率水平也随之下降，从而刺激房价进一步上行，也进一步鼓励了向外移民的套利活动。但最终，削弱的住房需求会抵消低利率对房价的刺激作用，不动产价格会下跌，使移民套利活动不再活跃。现在看来，中国的台湾已经到达了这一阶段。而韩国还处在第一个阶段，韩国人还有机会从中受益。

对中国而言，这种移民的迁入带来资本、技术和购买力。台湾人正成为上海消费和住房市场上的重要购买力，韩国人在山东半岛上也扮演着类似的角色。这种套利就好像水往低处流。发达国家的生活成本高，如果工作机会可转移到相对欠发达的地方，住在高成本地方的居民就会想移民到低成本的地方。这种套利将持续到两地的生活成本差异不再显著为止。

如果经济增长可以通过这样的套利活动轻易实现，那么，为什么并不是所有国家都在进行套利呢？原因在于，很多国家是不欢迎移民的。比如