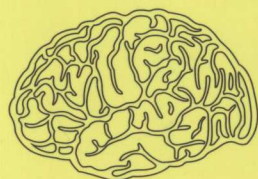


夏斌 / 著

危机中的 中国思考



上卷 / 华尔街今夜无眠

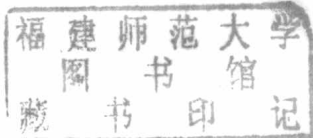
東方出版社



危机中的 中国思考

上卷 / 华尔街今夜无眠

夏斌 / 著



T1022200

1022200

东方出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

危机中的中国思考. 上 / 夏斌 著. —北京: 东方出版社, 2012. 9
ISBN 978-7-5060-5370-9

I. ①危… II. ①夏… III. ①中国经济—研究 IV. ①F12

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 220848 号

危机中的中国思考 (上): 华尔街今夜无眠

(WEIJIZHONG DE ZHONGGUO SIKAO SHANG: HUAERJIE JINYE WUMIAN)

作 者: 夏 斌

责任编辑: 孙秀丽

出 版: 东方出版社

发 行: 人民东方出版传媒有限公司

地 址: 北京市东城区朝阳门内大街 166 号

邮政编码: 100706

印 刷: 北京市文林印务有限公司

版 次: 2012 年 12 月第 1 版

印 次: 2012 年 12 月第 2 次印刷

印 数: 8001—11000 册

开 本: 710 毫米×1000 毫米 1/16

印 张: 23

字 数: 335 千字

书 号: ISBN 978-7-5060-5370-9

定 价: 56.00 元

发行电话: (010) 65210059 65210060 65210062 65210063

版权所有, 违者必究 本书观点并不代表本社立场

如有印装质量问题, 请拨打电话: (010) 65210012

作者语

我在 2003 年给他人一书写序时曾说过：

“人们多称经济学是‘显学’，是人文科学的‘皇冠’。翻阅《汉语大词典》，显学是指著名的学说、学问。《韩非子·显学》所载：‘世之显学，儒、墨也。’古希腊的 Philosophia(哲学)一词，意即爱智慧。马克思主义概括，哲学是关于世界观的学问，是自然科学、社会科学和人类思维的最高概括与总结。古人也称：‘知人则哲。’由此一系列看来，难道哲学不比经济学还‘显’？金融大鳄乔治·索罗斯在反省市场原教旨主义、现代经济学与经济社会的《开放社会——改革全球资本主义》一书‘导言’中，开宗明义说道，‘这是一本实践的哲学著作’，‘涵盖许多层面：哲学的和实践的，公共的和个人的’。看来，一个熟谙市场经济的索罗斯，欲透彻地解释经济社会，仍想求助于哲学的思考。还曾记得，一个世界级的经济学大师说过，经济学是一门不成熟的科学。所以我想，称经济学为显学的，肯定是出于经济学家或爱好经济学的学者口中、笔下，也许哲学家、史学家等只是不计较而已。”

同时又曾说：

“从事于经世济用之学的经济学者，基本可分三类：一是理论经济学者——专攻原创经济学。假定前提，数学推导，创新理论；二是政策经济学者——参考理论，根据脚下踩的国土现状，研制制度、政策；三是‘飞机场式’的经济学者（保罗·克鲁格曼认为经济学作品大体分三类，即希腊书信式、动态报道式和飞机场式），其经济学作品多是用经济学最佳兜售者语言写成，此类书大多在飞机场销售（当然也包括宾馆、书亭）。这三类经济学者，社会都需要。恐怕在我们所处的伟大的、特殊的转轨时期，政策经济学者更为重要。因为我始终认为，体现经济学的学问，其基本规则是唯一的。我们这一代大多数经济学者的使命，恐怕多是研究如何逐步‘转轨’、‘过渡’，研制一定的制度、政策，使我们的经济和体制去最大限度地贴近、发挥唯一的‘基本规则’功能。原创经济学者很重要，但那是凤毛麟角，规则不可能不断涌现，不断被人发现。飞机场式学者也重要，要让‘显学’能经世、能济用，社会缺不了他们。然而，一个经济学者一般从事其中一项或两项，当然不乏三项兼而有之者也存在。但要视精力、阅历和相关知识了。”

今天，作为一个研究经济政策的经济学者，写一篇文章、作一次演讲，我更在乎以下三点：

第一，要会发现问题。即思想要敏锐，能见微知著，察于青萍之末，善于捕捉经济运行中的新矛盾、新问题。而且，在重大问题和矛盾的发现和思想、观点的形成中，重要的，不是在某一问题上，自己曾说过没有，说了多少，而是什么时候说的，是不是最先去发现，最先去说的。是独特的发现，独特的见解？还是鹦鹉学舌，或受人启发，再作补充延伸、详细描述？这至关重要。因为要做一个出色的政策研究者，必须善于发现新问题，学会洞察历史新趋势、新特征，在旁人还对一经济现象习以为常时，能及时、果断地提出现象背后的问题实质，这对需要前瞻性决策之人而言，是最大的福音。“世界上没有两片完全相同的叶子，人不能两次踏进同一条河

流”，历史不会简单重复。因此作为学者，自然不应去说旁人已说过的观点（即使为了证明某一新的观点，要说，也要表明引了谁的观点，又为了想说明什么），嚼人家已嚼过的馒头，这既浪费自己的时间，也浪费他人的时间。

第二，要能准确判断。政策研究要真正经世济用，面对错综复杂的矛盾和问题，必须能透过现象抓实质，正确把握经济规律、经济大势，以及规律与大势所呈现的新特征。因为在不同时空下，由规律与大势所决定的新特征其表现的现象往往是不同的，不同的学者出于不同的视角可以有不同的简单的或复杂的情景描述。但对决策者而言，至关重要的，是要了解矛盾与问题的实质，不需要一般的描述。因此作为研究者能否以三言两语，作出准确无误、简洁明了甚至接近大白话的判断，这是命穴。啰里啰唆、模棱两可、故弄玄虚的判断，是不被人欢迎的。其实，世上任何一门学问都可以作出近似“大道至简”的结论。若“道”不能“简”，只是你的理解问题。言简意赅，写短文，说短话，远比洋洋大言要难，因这要有深邃的洞察力、扎实的文字功底。当然，为了作出一判断，阐述一观点，需不需要稍复杂的推理、实证过程，又需视当时决策者的知识功底与眼力而定。政策研究切忌长篇说理、教育人式的文字。

第三，要具操作性。政策研究不是理论范式的研究或熊彼特所说的经济分析方法的研究。自然，在发现问题、作出判断后的第三步，要能提出可具操作的政策或制度建议。因为政策研究要回答的：不仅是“应该怎么办”，而主要是“具体怎么办”。要“有破”，还要“有立”。不是光批评现行政策，而是要能提出新的建设性意见。所谓建设性意见，自然其潜台词或者前提是，你先要了解现行的实际运行是如何的？矛盾症结及细节又在哪里？否则的话，所提建议往往被实际操作部门人士所嘲笑为“隔靴搔痒”，“不生孩子不知肚子疼”，“不当家不知柴米贵”。但要真能做到这点，必须要有曾经的实践，或者深入实践的调研。舍此是难以做好政策研究的，至多是经济现象解释、理论推理（严格讲，出色的理论成果最终

还是来自于实践)。

自认为,经济政策研究如能做到上述三点,其思想、其观点,就能从一国经济的发展、政策制度的历史演变中找到“影子”,就能见证历史,影响历史。这是政策研究者的使命。这使我想起20世纪80年代中期,一位美国经济学家曾说的一句话,他们所关注与推崇的中国经济学家,不是把美国的西方经济学知识介绍到中国来的人,而是从中国改革开放历史中能找到他的思想“影子”的人,因为前者只是教授。这句话曾默默影响着我搞政策研究工作,也一直是我不努力方向中所注意的。尽管自己离这个要求差距还很远很远,但起码在认识上,头脑还是清楚的。

本书汇编了自己在美国2008年金融危机前后几年的研究文章、演讲稿、与海外官员学者的对话、答记者问、报告以及“微博摘录”,分上下两卷。绝大多数已公开,有的未公开过。这些文稿的特点:第一,主要是围绕美国危机的主题进行思考,即对中国与外部经济、对外国际收支平衡所涉及的国内经济、货币政策、相关的改革开放措施,包括金融监管等进行的思考。但并不包括金融改革与开放的全部政策内容,因后者的范围更广,包括对各类金融机构的监管、金融市场建设的具体建设问题等,也尽可能不包括货币政策运行中的短期分析和技术细节等。第二,文稿有长有短,参差不齐。因为有的是内部研究报告,字数要求很严,仅限两千字左右,微博则更短。所以读者会发现,有些文稿仅是指出问题、作出判断、提出建议,或者有的几乎就是数条干瘪瘪的建议和仅是提出发问。之所以如此,因为写一文稿的语境、当时听者或读者对正讨论问题的判断,往往已“路人皆知”,故无需赘言了。第三,忠实原意。编此书时,仅对原文稿的个别标点符号做了纠正,对前后文章思想、观点重复较多的地方,作了删减或省略。除此之外,基本未动。特别是对思想、观点、政策建议均保持原貌。“丑媳妇不怕见公婆。”今天看来,也许有些思想、观点未必全面,自己也不满意,或者有的甚至是错的,已直接、间接影响了历史的,也未作修改。因

为历史是无法修改的。人的认知水平永远有局限。一个人的思想、观点不可能是一成不变,也不可能是永远正确的。留这些在书中,也许对后人研究中国经济政策史的人会有兴趣。为此,全书对每一篇文章、演讲、报告等的编辑,按时间顺序排列,并一一注明了刊载的媒体或公开的出处,以便查证。

另外,本书收入了我在2009年纪念中国改革开放30周年期间撰写的《30年伟大实践的理论——关于建立渐进改革有效理论框架的认识》一文。这是一篇纯理论探索的文章,尽管与美国金融危机、宏观经济政策没有直接关系,但该文体现的认识、思想方法,应该说始终影响着我日常的政策研究,故特收入本书下卷。

在此书编辑过程中,要特别感谢国务院发展研究中心刘焯女士、薄岩女士及萨日娜女士,她们在书稿的电子编辑中付出了辛勤的劳动。要特别感谢东方出版社的陈涛先生、孙秀丽女士,对本书的编辑提出的不少好建议及付出的辛苦。



2012年8月

目录

(上 卷)

多视角看人民币汇率问题	001
(2003 年 11 月 16 日)	
借您一副眼镜看中国的货币政策	009
(2005 年 8 月 5 日)	
国际货币体系失衡下的中国汇率政策	021
(2005 年 11 月底)	
解决全球经济失衡:美国应负起大国责任	050
(2006 年 2 月 10 日)	
放慢股票境外上市的节奏	054
(2006 年 2 月 17 日)	
警惕货币供应偏多 规范非银行融资体系	058
(2006 年 4 月 3 日)	
中国外汇储备最优规模应为 7000 亿美元	063
(2006 年 4 月 11 日)	
新形势下金融开放政策应实现八方面调整	069
(2006 年 5 月 22 日)	
关键在决策	073
(2006 年 8 月 3 日)	
新时期中国的开放政策应进行策略性调整	075
(2006 年 8 月 4 日)	

“第一届中国金融市场分析年会”演讲实录	080
(2006 年 8 月 12 日)	
抓住机遇 用好外汇 加快推进我国和谐社会的建设	090
(2006 年 8 月)	
天津金融改革不能简单复制深沪	094
(2006 年 9 月 10 日)	
主要经济体都要调整结构	097
(2006 年 10 月 6 日)	
小步改革外汇储备管理体制时机已成熟	100
(2006 年 10 月 30 日)	
要善于在世界经济矛盾中寻求不断发展	104
(2006 年 12 月 3 日)	
从汇金到汇投:国家外汇储备操盘哲学四问	109
(2007 年 3 月 11 日)	
中国金融开放应坚持“以我为主”战略	113
(2007 年 4 月 5 日)	
“金融弱国”的应有思维	117
(2007 年 4 月 15 日)	
中国资本市场的“短腿”:私募股权基金	125
(2007 年 6 月 6 日)	
关于当前汇率调整的策略思考	130
(2007 年 6 月 27 日)	
论经济失衡:以政策组合拳遏制中国宏观经济“三过”	133
(2007 年 8 月 13 日)	
关于房地产调控的若干意见	140
(2007 年 9 月 21 日)	

谨防货币政策受困于经济结构调整	143
(2007 年 11 月 22 日)	
密切关注不确定性 相机抉择从紧政策	147
(2007 年 12 月 25 日)	
关于 PE 市场的四点意见	150
(2008 年 1 月 19 日)	
近 37 年全球国际储备快速增长意味什么?	154
(2008 年 5 月 6 日)	
关于宏观形势若干问题的主要看法	160
(2008 年 6 月 23 日)	
压物价不应是宏观经济政策的首要目标	164
(2008 年 7 月 5 日)	
全球通胀下的中国五策	166
(2008 年 7 月 15 日)	
全球化背景下的物价上涨和中国对策	173
(2008 年 7 月 15 日)	
美国金融危机的历程、影响及我国的应对策略	189
(2008 年 9 月 24 日)	
我们应注意观察进军风险	194
(2008 年 10 月 6 日)	
对美救市措施的评估及我国应取的策略	203
(2008 年 10 月 9 日)	
不要对世界金融峰会抱有太大希望	210
(2008 年 10 月 30 日)	
中国应寻求石油交易中的货币多元化	213
(2008 年 11 月 3 日)	

关于在 G20 金融峰会上我国利益诉求的建议	215
(2008 年 11 月 5 日)	
尽快启动海外贷款策略,追求国家的长短期利益	220
(2008 年 11 月 7 日)	
会见美国前副财长亚当斯先生的谈话	222
(2008 年 11 月 12 日)	
在“世界知识论坛”上的演讲	227
(2008 年 11 月 15 日)	
关于解决中小企业融资难的 12 条建议	233
(2008 年 11 月 20 日)	
全球经济衰退下的中国两大历史机遇	236
(2008 年 11 月 21 日)	
从全球通胀到美国金融危机	242
(2008 年 11 月底)	
会见美联储理事沃什时的谈话	268
(2008 年 12 月 3 日)	
如何总结美国金融危机教训?	274
(2008 年 12 月 26 日)	
全球化趋势和中国科学发展	277
(2009 年 2 月 16 日)	
对当前宏观经济形势的评估	285
(2009 年 2 月 28 日)	
短期就业至上 中长期消费为纲	287
(2009 年 3 月 9 日)	
是“百年一遇”还是“史无前例”的危机?	291
(2009 年 3 月 21 日)	

现在正是用外汇储备买技术的好机会	294
(2009 年 3 月 23 日)	
G20 后的中国路线图	298
(2009 年 4 月 11 日)	
消费为纲:中国应对危机的首要对策	306
(2009 年 6 月 7 日)	
2009 年 7 月初的一次发言	312
(2009 年 7 月 7 日)	
如何实现消费为纲?	320
(2009 年 7 月 14 日)	
下半年应发出稳定货币的信号	324
(2009 年 7 月 15 日)	
关于我国金融中心建设的若干看法	327
(2009 年 7 月 23 日)	
中国生产的酒 中国人要自己喝	334
(2009 年 8 月 2 日)	
中国经济:复苏中的结构问题	339
(2009 年 8 月 10 日)	
中国房地产市场应以消费品为发展导向	344
(2009 年 8 月 17 日)	
附录 下卷导读	349

多视角看人民币汇率问题^①

(2003 年 11 月 16 日)

一、人民币汇率升值压力在一定程度上是全球经济失衡的表现

目前,全球经济失衡最主要的表现是美国经常项下逆差处于历史高位并继续扩大。从历史经验看,高于 GDP 的 5% 的经常项下逆差是无法维持的。

美国 1983 年后经常项目转入逆差并持续扩大,并于 1987 年达到顶点。美元实际汇率则于 1985 年达到高位,其后急剧贬值,到 1990 年时已经贬值 37%。随着美元贬值,逆差局面得到改观,并于 1991 年实现顺差。1998 年以后逆差再次急剧扩大,到 2002 年达到 GDP 的 4.6% 的水平,远高于 1987 年 3.4% 的水平;美元实际有效汇率则从 2001 年开始贬值,到 2003 年第一季度已经贬值 8%。目前,由于布什政府的大规模减税政策等原因,逆差有继续扩大的压力。由于美国不

^① 此文刊载于国务院发展研究中心编 2003 年 12 月 1 日《调查研究报告·择要》,参与写作的还有高善文。

可能无限积累对外债务,逆差的扩大在增加对流入资金需求的同时,势必影响投资者信心,减少资金的流入,从而对美元汇率产生持续的压力。在对美资本流入减少背景下又迫使美国长期利率上升,这将损害美国长期增长的前景。又由于 2001 年美国信息技术泡沫崩溃以后,消费扩张已成为支持美国经济的主要力量。因此如何在保持美国经济回升的同时增加美国国内的储蓄率,并防止美元的急剧滑落,将是未来全球经济面临的主要挑战。

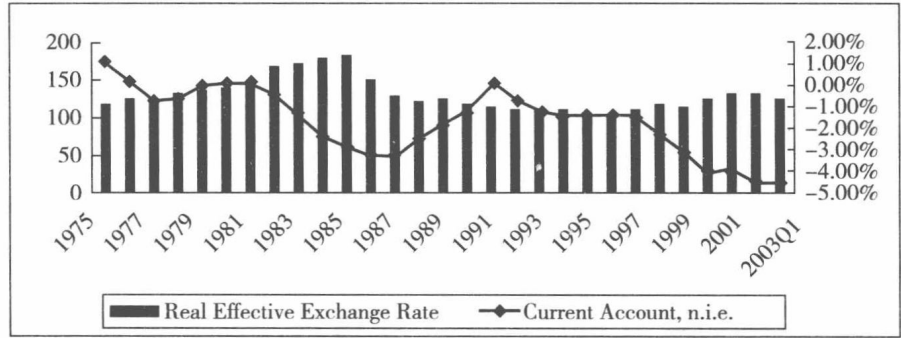


图 1 1975 年以来美国的经常项目顺(逆)差
占同期 GDP 的比重和美元实际有效汇率变化图

数据来源:IFS。

由于亚洲大部分货币盯住美元,这些地区经常账户顺差的急剧扩大及其对汇率的影响,迫使各地区中央银行进行广泛的干预,这将进一步加剧地区之间的摩擦,未来的不确定性也许主要是美元进一步贬值的幅度和速度,并影响全球经济的长期稳定。由于人民币汇率在亚洲地区的重要性,人民币汇率的调整将可能在全球范围内产生影响。

二、汇率升值压力对货币政策的影响

面对汇率升值压力和大量资本流入带来的基础货币扩张,中央银行的货币政策必然遭遇三难选择:固定汇率制度、资本自由流动和独

立的货币政策三个目标之间顶多能选择两个目标,要同时实现三个目标是不可能的。

中国作为一个大经济体,需要独立的货币政策。在技术上,这是因为中国的经济周期同国际经济周期不同步(与美国相比,两者在1978—2002年期间,GDP增长率的相关系数为0.38),所以不能追随其他国家的货币政策,否则经济的波动将更剧烈。进一步讲,中国作为一个越来越重要的经济体,内需的扩大将成为推动经济长期发展的主要力量,这也需要独立的货币政策来支持。

在这种情况下,要维持汇率基本稳定,货币政策的独立性就取决于资本控制的有效性。然而,从经常账户结售汇与贸易顺差的巨大差异以及误差遗漏项的急剧变化看,国际资本仍然可以在一定程度上规避有关管制。那么从经验角度看,资本控制的有效性有多大?或者说资本套利的存在对货币政策的影响有多大?

在现实生活中,由于各国的金融资产之间不是可以完全相互替代的,存在风险方面的差异。比如中国的国债和美国的国债就不是一个价格,存在主权风险的贴水。

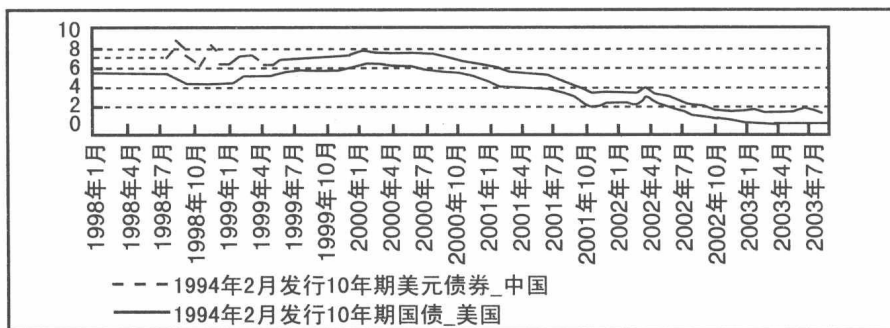


图2 中美10年期债券收益率比较

数据来源:Reuters。

中国主权风险贴水平均大约在1.4个百分点。如果资本控制是完全无效的,则在固定汇率制度下,中美之间的利差必须维持在1.4个百分点的水平(考虑到交易成本要稍高一点),否则就存在套利机

会。然而观察历史经验(见图3),中美之间的利差在1994年以来并不稳定,而是经历了相当大的变化。

进一步看,如果资本控制完全无效,在其他条件不变的情况下,当利差明显高于1.4个百分点的水平时,国际收支基本盈余结汇率应该处在非常高的水平,一旦利差低于1.4个百分点,结汇率将立即下降到非常低的水平。考虑到现实情况,两者之间的弹性至少应该非常高。

然而考察中国二十天以内再贷款利率和美国联邦基金利率之差与国际收支基本盈余结汇率之间的关系(见图3),可以看到尽管国际套利资本的流动无法完全排除,但其影响并不大。例如,在1994—1996年以及1999—2001年期间,人民币贬值或者升值的预期都不强烈,但此间中美之间仍然维持比较大的利差。

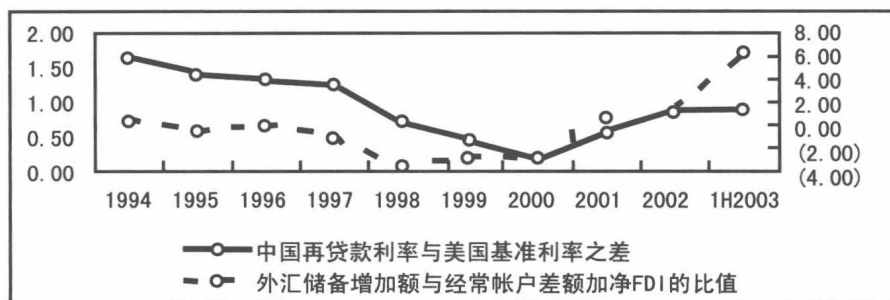


图3 中美利率差与国际收支基本盈余结汇率

数据来源:IFS,外管局。

更进一步看,中国的利率每提高1个百分点(假设美国利率不变),则结汇率平均上升0.05,该弹性并不大。换句话说,这意味着以800亿美元的国际收支基本盈余为基础,中国利率每提高1个百分点,则基础货币投放将扩大40亿美元,而对此我国央行完全可以通过其他政策手段来吸收。

这就是说,无论从中美利差的历史经验看,还是分析国际收支基本盈余结汇率对利差的弹性看,中国都能够自主确定利率水平,即中国仍然拥有货币政策的自主权。在中国能够自主确定利率水平的条