

金融危机扰动下的 趋势思维

经济观察不能满足于揭示“不确定性”，而应该透过“不确定性”来判断趋势。在一个明显“经济过热”或者“经济萎缩”的环境下判断经济运行趋势，相对容易；而在金融危机扰动、经济正在找方向的环境下把握经济趋势是比较困难的。本书以银行经济学家特殊的岗位视角，真实反映“临床医生”对经济趋势的诊断观察。

THINKING ON ECONOMIC TRENDS

黄志凌 著



THINKING ON
ECONOMIC TRENDS
UNDER THE DISTURBANCE OF THE 2008
FINANCIAL CRISIS



人民出版社

金融危机扰动下的 趋势思维

黄志凌 著

THINKING ON
ECONOMIC
TRENDS
UNDER THE DISTURBANCE OF THE
2008 FINANCIAL CRISIS



责任编辑：曹 春

装帧设计：木 辛

责任校对：吕 飞

图书在版编目 (CIP) 数据

金融危机扰动下的趋势思维 / 黄志凌 著. —北京：人民出版社，2017.5

ISBN 978-7-01-017645-1

I. ①金… II. ①黄… III. ①金融危机-影响-中国经济-研究

IV. ①F124

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 094982 号

金融危机扰动下的趋势思维

JINRONG WEIJI RAODONG XIA DE QUSHI SIWEI

黄志凌 著

人民出版社 出版发行

(100706 北京市东城区隆福寺街 99 号)

北京盛通印刷股份有限公司印刷 新华书店经销

2017 年 5 月第 1 版 2017 年 5 月北京第 1 次印刷

开本：710 毫米 × 1000 毫米 1/16 印张：23.75

字数：265 千字

ISBN 978-7-01-017645-1 定价：68.00 元

邮购地址 100706 北京市东城区隆福寺街 99 号

人民东方图书销售中心 电话：(010) 65250042 65289539

版权所有·侵权必究

凡购买本社图书，如有印制质量问题，我社负责调换。

服务电话：(010) 65250042

用趋势思维探寻“危与机”（代序）

（一）

翻开经济发展史，尤其进入市场经济以来，大大小小的经济危机贯穿始终。虽然每一次危机发生之时，都会给社会生产力带来沉重的打击，引起生产要素重新组合、分配，但是值得庆幸的是，每一次经济脱轨导致的危机都会得到自我复苏，甚至多数情况下经济都上升到了更高的水平。周期循环结果告诉我们，波浪式前行、螺旋式上升是危机周期的一般规律。每一次危机并不是简单的周期性的重复，而是孕育着新的希望。如果我们能够针对危机根源，采取有效的改进措施，不仅可以应对危机的负面影响，还可以从危机中寻求发展机遇，实现涅槃重生。

2008 年的金融危机，美国再一次以实际行动证明了，积极应对危机的过程，也是经济寻求嬗变、不断改进提升的过程。作为危

机的发源地，为了应对危机，美国采取了一系列的改革措施，2010年以来开始呈现全面复苏的态势，量化宽松政策（Quantitative Easing, QE）^①适时退出，房地产市场逐渐回暖，失业率处于下降通道，市场对美国未来经济持续增长的共识和信心大幅增加。美国是如何从危机中实现嬗变的呢？总体来看，美国经济修复策略主要有三个关键措施：一是美联储深刻理解了“金融危机—信用成本上升—真实经济持续下滑”的理论逻辑，并以其理论为基础，创新货币政策工具，稳定金融市场信心；二是美国政府针对实体经济出现的“空心化”和工业制造业不断萎缩的趋势，出台了《2009年美国复苏和投资法案》《振兴美国制造业框架》《制造业促进法案》等，通过降低制造业成本、加大投资、完善相关税收和法律等一系列再工业化措施，推动美国工业生产总值从2009年3.2万亿美元的低点（相当于1998年的水平）迅速回升至2013年的3.6万亿美元；三是美国经济修复过程在金融层面是“去杠杆”过程，在实体经济层面是“重建经济基础、升级全球经济制高点”过程。同时，美国政府在救市时充分尊重市场规律，干预行为依托市场机制而间接发挥作用，从而形成市场与政府的良性互动。

国际社会也对巴塞尔委员会第二版资本协议（Basel II）没有经受住危机的考验进行了深刻的反思和检讨。全球的政府首脑们深刻认识到，做实资本监管的基础、加强系统性风险管理，才是维持金

^① 量化宽松是一个比较年轻的经济学词汇，最早在2001年由日本央行提出，主要是指中央银行通过购买国债等中长期债券，增加基础货币供给，向市场注入大量流动性资金的干预方式。量化指的是扩大一定数量的货币发行，宽松即减少银行的资金压力。2008年11月25日，美联储首次公布将购买机构债和MBS，标志着首轮量化宽松政策的开始。

融体系稳健运行的长久之计。2009年，G20匹兹堡峰会上明确提出全球监管改革的相关议题。此后，国际金融稳定理事会（Financial Stability Board, FSB）^①与巴塞尔委员会密切合作，全面而深入地分析了金融危机所暴露出来的金融制度性缺陷，提出了宏观审慎和微观审慎相结合的全球统一资本监管制度，即通常所说的巴塞尔第三版资本协议（Basel III）。2010年12月，G20首尔峰会正式审定通过 Basel III，要求成员国制定实施时间表，全面落实有关监管框架要求。

比较而言，中国在2012年以前对于这次国际金融危机的反思相对不够深入，有些监管部门和大型金融机构或多或少存在幸灾乐祸心理甚至盲目自信情绪，在参与国际规则制定、执行国际规则方面过分强调中国特色与特殊国情，很少从中汲取经验教训。然而，2013年以后，情况发生了急剧变化。中国经济步入深度调整期。落后低端产能过剩问题日趋严重，现代服务业和技术密集型产业比重偏低，新兴战略性行业规模尚不足以支撑经济结构调整重任。在多重因素的作用下，中国经济增速开始出现明显回调，由国际金融危机前高达14%的增长速度，回落到7%以下。同时，金融体系发展也面临着新问题、新挑战。国有企业杠杆率高企、房地产金融过度繁荣、影子银行与非正规金融快速发展以至于监管严重滞后，多重矛盾逐渐显现。

^① 金融稳定理事会（Financial Stability Board, FSB）是协调跨国金融监管、制定并执行全球金融标准的国际组织，其前身是金融稳定论坛（FSF），是七个发达国家（G7）为促进金融体系稳定而成立的合作组织。2009年4月2日在伦敦举行的二十国集团（G20）金融峰会决定，将FSB成员扩展至包括中国在内的所有G20成员国。

随着经济下行压力加大，银行业发展也面临着增速放缓、利差收窄、不良上升、金融脱媒等多重挑战。社会各界对于商业银行的抱怨声此起彼伏，即使是一些职业银行家也对银行业的经营和发展现状不满，主要表现在：企业家认为经济增速持续下行，而银行贷款利率与各种服务收费虽有调整但仍然过高，企业财务成本负担过重；老百姓认为到银行办理业务经常排队，服务态度不好，可选择的产品有限，理财与存款的收益率低，中低收入人群向银行借款特别困难；银行家认为社会信用约束软化导致风险暴露迅速增加，宏观政策调整与市场化改革已经引致同业竞争激烈、息差收窄、经营压力不断增大，银行不再是垄断性行业；地方政府认为国有银行对地方经济的推动力在衰减，即使自己办地方金融机构也达不到预期目标；监管机构对金融秩序忧心忡忡，对地方政府干预金融也颇有微词。上述各方对银行业现状的不满，说明当前银行业到了必须变革的时候。

作为经济学家，不仅要直面中国经济现实矛盾，还必须善于在各种危机扰动中寻求嬗变之策，探索变“危”为“机”的路径和方法。鉴于此，几年来我尽可能利用各种机会，深入经济前沿调研、走访、座谈、讨论，形成了一些关于中国经济金融问题的所思所想。这些思想轨迹大部分是第一次公开披露，目的不在于“是与非”的争论，也不是用“事后诸葛亮”的套路证明谁比谁更聪明，而是试图通过对国内外经济金融问题的梳理，推动各界充分重视从危机中反思并汲取教训，积极寻求、抓住危机中的机遇，顺应趋势，主动改革，实现经济与金融发展的嬗变。

（二）

经济观察不能满足于揭示“不确定性”，而应该透过“不确定性”来判断趋势。从宏观经济运行的角度来看，在一个明显“经济过热”或者“经济萎缩”的环境下判断经济运行趋势，相对容易，而在金融危机扰动、经济正在找方向的环境下把握经济趋势是比较困难的。2008年国际金融危机爆发，中国经济也受到了同步冲击。随着2008年第四季度启动所谓的“四万亿经济刺激计划”，中国经济增长出现了短暂的“V型”反转。然而，这种经济刺激效应没有维持太长的时间，2011年经济增长速度开始下滑，但许多人依然认为这是短期波动与调整，对于经济增速持续下行的趋势、风险以及必要的应对等，都缺乏心理准备。这种状况持续到2015年，市场开始出现焦虑、失望与悲观，对于经济结构变化趋势和难得的改革发展机遇视而不见。

中国经济发展面临前所未有的问题，寻找出路是各界的共同责任。经济运行不断遭遇新问题，这是不可避免的。对于中国经济而言，以往遭遇波动和调整时，宏观经济调控政策总能找到有效的办法，但2012年以后情况似乎变了，随着经济体量的增加和结构变化，经济运行规律、调控方式等方面都呈现出与以往不同的特点，一些传统上行之有效的办法突然变得无效，以往的经验不再灵验，一些习以为常的数据规律也在产生变化，人们在面对不同于以往的经济数字、经济形势时往往产生认识上的分歧。更让人担忧的是，市场及舆论对中国经济的指责、批评通常以欧美经济规律为范本，

关注总量与习惯性指标，缺少深入结构的观察与分析，或者对于结构与趋势变化轻描淡写。经济走势的“V型”“W型”“L型”“U型”等各种字母象形分析很多，但将复杂的中国经济形势套用简单的字母形象分析很勉强，很难准确描述中国经济的阶段特征，因而很难达成共识。前所未有的复杂形势困扰着中国经济的转型与发展，亟待经济学家帮助寻找出路。

认识分歧明显加大，使得政策设计十分纠结。诚然，近年来经济运行总体平稳，结构调整取得积极进展，高新技术产业发展迅速，服务业继续较快增长，绿色发展成效显现，城镇新增就业好于预期，城乡居民收入和经济增长保持协调，社会大局保持稳定。但经济走势持续分化，地区、产业、企业之间增长差异较大，经济运行中的矛盾和问题仍然较多，尤其是金融风险 and 资产泡沫积聚的潜在威胁越来越大。也就是说，尽管经济运行趋稳，但金融风险与经济下行压力仍然很大。这意味着当经济增速明显下行，仍可能加码稳增长政策支持力度；与此同时，宏观上又希望防范高杠杆和资产泡沫带来的金融风险。因此，兼顾经济稳定增长与防风险的双重政策目标，具体政策设计与操作的难度很大。由于不同角度评估的政策效应截然不同，客观冷静深入分析、建设性的对策研究就显得极其重要。我们必须正视中国经济面临一系列前所未有的困惑：传统的外向型经济面临“天花板约束”；低端投资、短平快思路受到市场约束；资本、货币效率不断下降；社会与环境压力前所未有；国家安全面临一系列挑战。我们也必须看到 2012 年以后中国经济运行发生了一系列前所未有的变化：经济增长空间仍然很大，经济发展开始追求更具有可持续性和国际竞争力的结构、更低消耗与更高

产出的增长方式，同时国民分享更多经济增长成果，经济发展开始呈现新的趋势与规律。

（三）

经济观察史表明，追赶型经济体经济上台阶相对容易，但上台阶之后经济升级更加困难。前者是单一的 GDP 数量积累，后者是经济结构、增长方式、社会发展、国际地位等质的变化。有分析表明，1960 年以来，在全球 100 多个追赶型经济体中，只有 12 个国家和地区完成了追赶任务，实现了经济结构和增长方式的转型切换，我们对此要有充分的心理准备。

保持中国经济升级势头，既是策略，又是战略。经济升级趋势明显，应该是不争的事实；中国经济能否转型成功，取决于中国经济升级的势头能否持续。

一是消费成为拉动经济增长的绝对主力，消费升级正在推动经济转型升级。当前中国经济的增长方式正在发生转变，驱动经济增长的力量正在悄然改变，投资对经济的拉动越来越弱，消费开始扮演起重要的角色，2015 年第二、三、四季度消费对 GDP 的贡献分别达到 60%、58%、66%，资本形成总额的占比下降至 40% 以下；2016 年第二季度更是达到了 73%，而资本形成总额占比则降至 37%，净出口更是出现负值 -10.4%。消费升级将是未来中国经济发展最重要的推动力，居民消费仍有巨大潜力。随着城镇化进程的进一步推进，农村居民成为新城镇居民后，其家庭设备及服务、医疗保健、交通和通信、文教娱乐服务消费类需求将会进一步扩大。

另外，随着中国居民可支配收入的提高，居民对服务型消费支出的需求也将不断增加，医疗保健、金融服务及保险领域的消费金融需求必将不断涌现。

二是高技术、高端装备产业加速增长，低端制造业增速持续回落，技术进步正在推动产业升级。工业内部结构升级，低端制造业、高污染、高能耗工业占比降低，高技术、高端装备、清洁工业的占比提升。出口结构优化，高技术产品出口全球份额显著提升。从贸易形式上看，低附加值的加工贸易占比不断降低，一般贸易占比平稳上升，高科技产品出口占比提高，已成为亚洲高端科技产品出口的主导力量。

科研经费投入逐年提高，接近发达国家水平。研发经费继2010年超过德国之后，2013年又超过日本，已成为仅次于美国的世界第二大研发经费投入国家。

三是经济运行效率与社会发展水平显著改善，正在缩小与发达国家的差距，能否保持这种势头至关重要。单位GDP能耗逐年下降，物流水平位居世界中等水平。单位GDP能耗从1980年的2.665吨标准煤/万元降低至2015年的0.662吨标准煤/万元。中国物流指数达到3.531，高于俄罗斯、巴西、印度，居发展中国家前列，次于意大利、日本、美国、英国、德国等发达国家，位居世界中等水平。与此同时，国民对于分享经济增长成果的期盼十分强烈，国家顺势而为的政策安排使民生持续改善。公共财政对民生领域支持逐年提高，基本社会保险覆盖人数较本世纪初大幅增加。

冷静观察中国经济现实，无论是行业还是地区，甚至是一家具体企业，在现实经济生活中难受还是好受、主动还是被动，取决于

是否把握住了经济升级趋势。未来全球经济还会继续找方向，但传统经济经过近十年的整合，该淘汰的大部分已经淘汰，能够留下至今的，应该是市场认可的。新的业态、经济结构中快速成长的行业，有一个不断确认过程，必然会有大量淘汰现象，波动是不可避免的。因此，经济趋稳是有基础的，短期波动也是不可避免的，关键在于我们必须把握已经确认的经济升级趋势，并坚定地予以推进。这是基于趋势思维作出的判断。

增强中国经济的市场引力至关重要。一个国家在国际上的政治经济地位往往取决于其国内市场引力大小。市场引力越大，话语权越大；市场引力下降，话语权就不断丧失。由于大型经济体内部拥有庞大的市场空间，凭借经济总量、技术垄断、货币优势，其市场行为与政策取向具有一定的国际市场影响力。国家市场战略的核心是增强市场引力。衡量市场引力时，经济总量只是一个方面，更重要的是市场活力（经济增长保持上升势头至少是在较高水平上的稳定运行、市场开放程度较高、外资流入与民间投资增速较快、PMI处于扩张水平、经济创新能力很强等），以及外部世界能否“搭上便车”。纵观 20 世纪以来的美国经济，其经济总量在全球范围内无人匹敌，因而没有人会无视、放弃美国市场。然而真正决定美国市场纵深的是其经济活力和市场开放状况，凡是美国经济活力衰退、市场封闭之时，美国对于全球的引力也同步下降；美国经济在金融危机之后率先复苏，数据显示的经济活力不断增强，其全球竞争的市场纵深也得到前所未有的加强。日本的经济总量也很大，但其市场引力有限。俄罗斯国土面积全球第一，军事实力仅次于美国，但国内市场容量不大，有限的资源优势并不构成全球不可替代性，相

反的是在资源输出和金融市场方面对欧洲市场形成了严重依赖，市场纵深十分狭小，面对美欧的经济制裁就显得十分痛苦。

中国改革开放以来，不断增强的市场活力吸引了全球投资者的目光，经济总量在国际金融危机期间跃居全球第二位，国际政治经济地位明显提升。2011年以后，随着经济增速放缓，市场悲观情绪蔓延，甚至出现一定程度的资本外流现象。与此同时，国际贸易摩擦迅速增加，以至于本来不是问题的“市场经济地位”被某些国家炒作成棘手问题。虽然问题的原因很多，也很复杂，但市场引力是不容回避的重要原因。

因此，解决问题的根本出路在于“努力做好自己的事情”，通过深化改革唤醒居民消费需求与民间投资需求，立足于激活国内市场、利用市场力量升级制造业技术水平，使经济增长尽可能保持在6.5%—7.5%的通道里运行更长时间，形成稳定的消费预期与投资预期，同时加大投资与贸易服务开放力度，增强中国市场对国际社会的吸引力，使之成为周边国家甚至主要发达国家经济恢复的重要依托。狭隘的“货币战争”“贸易战争”无济于事。主动增强自身市场引力比被动诉求“市场经济地位”要重要得多，有意义得多。

当然，作为银行经济学家提出上述建议，可能不同于学院派经济学家和市场分析师的看法。但是，银行经济学家有其特殊的岗位视角，既靠近政府与市场，又在政府与市场之外，既有直接的宏观感受，又大量接触微观需求，对于特定行业、市场的现状与趋势有着深刻理解和把握，在经济观察中会有独特的感受和特殊的发现，这些观感可能不入流具体的学术门派，但真实反映了“临床医生”的诊断观察。就我自己而言，早年的宏观经济研究背景和多年的风

险经理职场实践，养成了趋势思维习惯；切身感受到的国际金融危机冲击，独特的职业体会与前瞻性应对思考，将来仍有参考和借鉴意义；专业视角观察的中国金融波动分析，重在感悟危机扰动时刻酝酿的“金融改革之机”；更大尺度、更宽视野的趋势思维，旨在帮助深陷危机困扰的中国经济寻找突破方向，期盼中国经济在危机扰动中嬗变。这些是我整理、出版本书的初衷。

2017年2月于北京金融街

目 录

用趋势思维探寻“危与机”（代序）	001
------------------	-----

第一章 金融危机的逻辑思辨：理论推演、实践观察与 前瞻性分析	001
-----------------------------------	-----

传统理论认为，生产过剩导致价值循环受阻，再生产难以为继，引发经济衰退亦即经济危机，继而信用违约集中爆发致使银行大面积倒闭，最终产生金融危机；然而2007年的次贷危机则展现出另一种情形，宽松政策催生出的经济泡沫在紧缩政策下迅速破灭，由此引发行业性信用违约并酿成金融危机，继而金融机构破产与债务工具急剧减少波及实体经济，导致经济循环受阻并最终引起经济衰退亦即经济危机。2015年以来，随着中国经济增速趋缓、世界经济复苏乏力、金融风险不断暴露，再次发生金融危机的担忧充斥论坛和专业媒体，引发了我们对金融危机逻辑与现实判断的深入思考。

一、经济危机与金融危机的逻辑思辨	001
二、警惕房地产泡沫形成过程中的政策因素	007
三、对中国金融市场波动的几点思考	011
四、再次发生全球性金融危机的前瞻性分析	019

附 1 金融危机反思与国际金融监管行动扫描	030
附 2 金融危机正在改变全球银行业的经营模式	052

第二章 金融危机波及中国时的风险感受：把握趋势才能 主动应对 067

风险经理的天然使命是判断“不确定性”，最有价值的工作是从“不确定性”中寻找趋势。笔者于2011年2月至2013年7月上旬履行中国建设银行首席风险官职责，其时也是中国大型商业银行应对金融危机关键时期。作为职业风险经理，亲历危机既是痛苦的，也是十分“幸运”的。事后回顾当时的所思、所想与所为，虽然有很多遗憾，但也为自己和同事的职业敏感和前瞻安排感到由衷欣慰。这里摘取了几个分析和应对当时银行风险压力的场景，是当时思想认识水平的真实记录。

场景之一：警惕宏观环境之变（2011年9月）	067
场景之二：关注经济找方向时期的系统性风险 （2012年8月）	082
场景之三：早半拍感知风险压力：长三角地区调研 报告（2012年9月）	100
场景之四：银行业面临的趋势与挑战（2013年 1月11日）	114
场景之五：关于经济下行趋势下的客户选择备忘录 （2013年2月18日）	123
场景之六：深刻理解巴塞尔协议和资本监管取向 （2013年6月8日）	129

第三章 深化金融改革势在必行：特殊时期的特别关注 149

2012年以来，随着经济增速趋缓的压力不断增大，深化金融改革不断出现在政府文件、高层官员讲话、专业论文中，主要涉及改革背景与改革意义、发展困境与近期具体改革任务等

方面。作为银行经济学家，笔者以为深化金融改革之所以受到广泛重视，既与经济发展阶段有关，也与一些长期存在、多年来一直困惑我们的金融运行的深层次问题有关。

一、深化金融改革为何再成热点	149
二、前瞻性构筑银行破产预防机制迫在眉睫	155
三、存款利率市场化是深化金融改革的攻坚战	160
四、发展中国民营银行意义深远	166
五、关于集中宏观审慎监管职责的考虑	169
六、关于微观审慎监管转型的思考	172
附 中国大型银行的市场困惑与转型思考	177

第四章 信用经济呼唤征信体系：经济走向成熟不可或缺的

基础建设

199

随着互联网技术和移动终端技术、大数据技术、云技术的蓬勃兴起，直接融资快速发展，直接融资与间接融资的界限越来越模糊，跨界和延伸金融服务越来越普遍，对传统金融市场、金融产品、金融业务、金融结构与组织等方面产生了深刻影响，以商业银行金融交易数据为主的征信系统无法满足市场信用交易的多元化征信服务需求。如何完善中国征信体系，创新征信服务，强化征信监管法规制度，以更好地满足经济发展需要，是事关中国信用体系建设的重要课题。

一、征信体系提供了评价和展示信用的平台，是 社会经济金融健康发展的基石	199
二、征信市场发展模式没有一定之规，技术进步 影响市场方向	201
三、信用软约束凸显我国征信体系建设滞后， 多元化、多层次征信体系建设挑战巨大	204
四、坚持市场化取向是推进中国征信体系建设的正确 选择	209