

中国经济在过去的三十多年获得了长足的发展。然而，过去成功的经验在新环境与新约束下不能继续复制，中国经济亟需实现增长模式的转型。中国的渐进式改革固然实现了平稳的经济增长，避免了社会动荡，但同时也形成了强大的既得利益集团，造成未来不得不面对『惊险一跃』的挑战。

全球危机下的

中国变局

QUANQIU WEIJIXIA DE
ZHONGGUO BIANJU

张明◎著

全球危机下的中国变局

张明 著



中国金融出版社

责任编辑：王慧荣

责任校对：潘洁

责任印制：陈晓川

图书在版编目 (CIP) 数据

全球危机下的中国变局 (Quanqiu Weijixia de Zhongguo Bianju) / 张明著. —北京：中国金融出版社，2013. 4

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6819 - 7

I. ①全… II. ①张… III. ①中国经济—文集 IV. ①F12 - 53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 039526 号

出版

中国金融出版社

发行

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京松源印刷有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 19.75

字数 243 千

版次 2013 年 4 月第 1 版

印次 2013 年 4 月第 1 次印刷

定价 45.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6819 - 7/F. 6379

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

本书献给我的父亲张绍仲先生、母亲吴再华女士

作者简介

张明，经济学博士，副研究员，中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室主任，中国社会科学院国际金融研究中心副主任。研究领域为国际金融与宏观经济。入选中组部首批青年拔尖人才支持计划（2012）。曾任 Asset Managers Group 中国区副总裁（2005—2007），负责私募股权投资业务。曾任毕马威华振会计师事务所（KPMG）审计师（2002—2003），参与若干中国企业的股份制改造、海外上市及财务报表审计。曾在哈佛大学肯尼迪政府学院（2011—2012）与中国香港金融管理局（2008）做访问学者。出版学术著作 8 部，完成省部级课题 20 余项，在《世界经济》、《世界经济与政治》、*China and World Economy*、*Review of International Political Economy* 等国内外核心期刊上发表学术论文近百篇，在《人民日报》、《财经》、《中国金融》、《中国外汇》等财经媒体上发表财经评论 500 余篇。主要社会兼职包括：《中国社会科学》、《世界经济》等多家核心期刊匿名审稿人；《国际经济评论》与《环球财经》编委；中国社科院研究生院、对外经济贸易大学金融学院、西安交通大学管理学院与上海交通大学海外教育学院客座教授；中国金融 40 人论坛与上海交通大学现代金融研究中心特约研究员；中央电视台、北京电视台、凤凰卫视与第一财经电视台特约评论员等。

序 言

我在 2009 年出版的财经随笔集《觉今是而昨非》到现在已经快三年了。如果说 2007 年至 2009 年那个三年期间，自己还是一个涉世未深的国际经济与金融市场的观察者。那么过去这三年期间，我对如何分析、判断甚至预测经济与金融问题有了更多的经验、乐趣与感怀。2007 年至 2009 年的三年间，我基本上是凭借在学校期间学习的经济学屠龙术，尝试着分析复杂的现实问题。而过去的三年间，我或许已经形成了自己的一套分析框架与推理逻辑，来研判国内外的经济金融问题。现在回过头来看三年前的随笔集，既有初生牛犊不怕虎的锋芒，也颇有一些疏漏或逻辑不能自洽之处。今何是，昨何非？或许“觉今是而昨非”这句《归去来兮辞》中的名句，也同样适用于今天的自己。眼前这本新的财经随笔集，正是我过去三年间对国内外宏观与金融问题的一些新思考。

中国经济在过去 30 多年来获得长足的发展。然而，过去成功的经验在新环境与新约束下不能继续复制，中国经济亟须实现增长模式的转型。中国的渐进式改革固然实现了平稳的经济增长、避免了社会动荡，但同时也形成了强大的既得利益集团，造成未来不得不面对“惊险一跃”的挑战。2011 年，我与朋友们合写了一本《2012：直面危机的中国经济》的小书。所谓“刀锋上起舞”，是形容未来 10 年的中国经济犹如一只蚂蚁在刀刃上爬行，左右各面临一个陷阱，一个是泡沫经济加上人口老龄化的日本陷阱，另一个是社会阶层固化加上民粹主义下的民主的拉美陷阱。中国经济增长虽无

近忧（2013 年与 2014 年仍能实现较快增长），但有远虑（未来 5 ~ 10 年潜在增长率可能显著下滑）。为了梳理自己对中国经济的一些系统性思考，2012 年我在《投资者报》上开了一个双周专栏。我试图在这个专栏中，把自己对中国宏观经济的观察与思考进行较为系统的归纳。这些专栏文章，构成了本书第一篇“中国宏观经济”的主体部分。

2005 年 7 月汇改至今，无论是人民币对美元汇率还是人民币有效汇率，都经历了超过 30% 的升值。目前人民币市场汇率距离均衡水平可能已经不远。这意味着中国政府在人民币汇率形成机制改革方面取得了重大进展。然而，“革命尚未成功，同志仍需努力”。中国央行仍需进一步降低对外汇市场的干预，增强人民币汇率的灵活性，尤其是应该增强人民币每日汇率中间价的连续性。2009 年夏天以来，中国政府一直在非常积极地推进人民币国际化。而人民币国际化与中国资本账户开放，其实是一枚硬币的两面。那么，人民币国际化应该成为中国政府当前的战略中心吗？当前是中国政府加快资本账户开放的时间窗口吗？我的回答是否定的。本书第二篇“人民币汇率与人民币国际化”，是对我近年来参加国内有关政策讨论的文献回顾。

我是 2007 年夏天获得经济学博士学位的。我的正式研究生涯，也可以说是从 2007 年夏天，在导师余永定老师的敦促下，对美国次贷危机的研究开始的。当时没有想到，这轮全球金融危机一直延续至今，并且可能继续深化与扩张。从目前来看，美国的金融危机已经结束，美国经济面临的难题是如何应对危机的后遗症。但由于美国政府对危机的反应相当及时到位，美国经济与金融市场的调整相对充分，导致美国经济在两三年后可能浴火重生。欧洲债务危机仍在肆虐，其最终解决与其说是经济问题，不如说是政治问题。德国的最终决定至关重要，但我认为德国人最终依然会通过埋单的方式

来推进欧元区财政与政治的一体化。日本的危机即将复出水面，从2013年起日本国债市场可能成为下一个风险的爆发点。尽管这场全球金融危机起源于美欧发达国家，但恐怕最终依然会终结于新兴市场国家。我对国际金融危机的一些思考，汇集在本书第三篇“全球金融危机”之中。

2011年8月至2012年7月，我受福特基金资助，在哈佛大学肯尼迪学院做访问学者。能够在全世界最著名的学府中重新开始一段学生生活，是我非常珍惜的人生际遇。这一年时间里，我静下心来，不但系统地听了几门课，而且不求甚解地旁听了大量的讲座。哈佛的讲座，可谓是精英荟萃，观点纷纭，论辩激烈，引人入胜，更何况很多讲座还带红酒与简餐，这也算一种附加的福利吧。尽管自己从事的是经济方面的研究工作，但我听了很多政治、历史、艺术、心理等方面的讲座。这些讲座，开拓了我的思路，培养了我的新兴趣。本书第四篇“在哈佛听讲座”，既记录了一些精彩讲座的内容，也糅杂了自己的体会与评论。

我喜欢看书，但看后辄忘，不求甚解。这几年书评写得不多，令人遗憾。不过，本书第五篇“财经书评”中，还是收录了几篇对近年来几本重要畅销书的书评，例如《断层线》、《这次不一样》和《不可思议的年代》。此外，本篇也收录了几篇对朋友著作的书评或序言。

自己是一个国际金融领域的专业研究者，写财经评论只是副业。然而，一旦踏上这条路，似乎就兴之所至地难以回头。2004年至今，完成的财经评论已经超过500篇，难免良莠不齐。选入《觉今是而昨非》与这本随笔集的文章，只是其中很少一部分。我是本着两个原则来挑选文章的，一是希望能够带给读者一点附加值，二是具有一点趣味性。当然，这只能由读者来检验了。

感谢中国社会科学院世界经济与政治研究所的同事们。我的导

师余永定老师，不断督促我深入观察国内外宏观经济与金融市场上发生的新问题，对我取得的一点微不足道的成绩都给予鼓励，还能宽容我经常写些旁门左道的小豆腐块文章。他对我形成自己的研究兴趣与分析框架起到了至关重要的作用。我只能用继续努力工作来回报导师的关怀。感谢张宇燕、何帆、高海红、孙杰、张斌、姚枝仲、邵滨鸿、冯晓明、张支南、宋泓、陈虹、刘东民、黄薇、卢瑾、肖立晟、徐奇渊、李君伟、冯维江等师友一直以来对我的关心与支持。世界经济与政治研究所这个团队具有非常独特与强大的凝聚力，能够成为其中的一员，我深感自豪。

感谢我的硕士导师何璋老师，他对我的鼓励是我多年来不断前行的动力。感谢多年以来亦师亦友的钟伟教授，难忘我们在一起做课题以及小酌的时光。感谢我在不同学习阶段的所有同学们，学生时代的友情是我们终身不变的慰藉。感谢“经济聊斋”与“刀锋”团队的战友们。感谢世安篮球队的朋友与家属们。

这本文集中的很多文章，都写于我在哈佛的一年时间里。在这一年内，既与一些老朋友在美国相聚，也认识了很多新朋友。在此感谢所有和我在肯尼迪学院 Ash 中心相聚过的 Fellow 们，以及很多我在哈佛结识的师生们。

感谢《投资者报》的张春辉女士、FT 中文网的徐瑾女士、《财经》的李华芳先生、《中国外汇》的荣蓉女士与孙艳芳女士、《中国金融》的陈翎女士、《证券市场周刊》的罗威女士、《上海证券报》的沈飞昊先生等媒体的朋友，为你们撰稿是我的一大乐趣。

最后，感谢我的家庭。我的父母、岳父母与妻子给我的研究工作提供了无微不至的关怀。感谢上苍，给了我一个宝贝女儿。我将在陪伴她成长的过程中，愉快地慢慢变老。

2013 年 1 月

目 录

第一篇 中国宏观经济	1
2012 年中国经济无近忧	3
2012 年中国货币政策前瞻	7
2012 年我们可以买些什么	10
国企改革两个刻不容缓	14
未来 10 年中国应努力避免两个陷阱	18
中国的海外投资净收益为何为负	26
中国的商品与资产价格为何会轮番上涨	34
别因稳增长而放松调结构	39
中国通货膨胀的三个故事	43
一线城市的房产价格为何越调越涨	48
当前的短期资本外流有多严重	51
不必过分担忧短期资本外流	55
未来 20 年中国经济增长的动力是什么	58
如何根治产能过剩的顽疾	61
QE3 对中国经济影响几何	64
中国经济增长的质量堪忧	68
短期资本或将重新流入中国	72
中国经济的宏微观表现为何脱节	75
美国大选结果对中国经济影响几何	78

全球萎靡中的中国亮点	81
2013 年中国货币政策的基调	87
为何中国央行开始青睐逆回购	91
警惕中国银行业系统性风险	94
中国的影子银行体系会爆发危机吗	97
中国金融改革的前景	102
 第二篇 人民币汇率与人民币国际化	 107
人民币汇率为什么要动起来	109
人民币是否已近均衡汇率	114
人民币汇率何去何从	119
人民币为什么会“外升内贬”	122
人民币汇率为何“中度低估”	127
以资本账户开放促人民币国际化是否可行	130
资本账户开放应谨慎	134
双向套利 人民币国际化跛足前行	141
前海改革与人民币国际化	145
中国应该采取什么样的汇率制度	149
人民币汇率为何连创新高	152
 第三篇 全球金融危机	 155
中国通胀率为何比美国高	157
新兴市场经济体货币政策将会趋同	160
欧债危机何处去	165
欧债危机到了最危险的时候	170
国际资本青睐西方吗	173
欧债危机访谈	178

愁云惨淡的欧元 10 周年	181
欧债危机也是新规契机	184
南欧国家的减债之路	186
中国投资者是否将重新增持美国国债	189
希腊退出欧元区几成定局	192
应关注欧元区内部的经常账户失衡	196
欧洲货币一体化的是与非	198
美元汇率缘何重返强势	201
美国经济即将浴火重生吗	204
QE3 能够取得预期效果吗	208
日本会爆发主权债务危机吗	211
 第四篇 在哈佛听讲座	 215
资本项目管制会议	217
中国模式是否难以为继	221
听傅高义讲邓小平	224
在哈佛商学院听开发性金融	227
在 MIT 讨论中国经济	230
朝鲜的政治更替：哈佛视角	235
人性中更美的天使	238
欧元区政府的六宗罪	241
美国会衰落吗	245
拯救大兵希腊	248
财政政策之辩	250
布加勒斯特会议散记	253
哈佛中国论坛	259
普罗迪谈欧债危机	263

中国 VS. 印度：经济增长与国家能力	265
第五篇 财经书评	271
深入透析次贷危机的根源	273
金融危机总是重复重复再重复	278
超复杂时代下的生存之道	282
政治人也是利己的	286
石油价格的分析框架与经济学人的成长轨迹	289
如何增强中国经济增长的可持续性	293
经济大时代的冷峻观察者	297

第一篇

中国宏观经济

2012 年中国经济无近忧

在相关评论中，2009 年是最困难的一年，2010 年是最复杂的一年。没想到 2011 年继续复杂，2012 年依然复杂。这种没有最复杂、只有更复杂的无奈表达，凸显了近年来全球金融市场与实体经济经历的动荡不安与面临的不确定性。

2011 年夏天至今，我在哈佛大学肯尼迪学院作访问学者。到美国这半年多时间以来，耳边充斥着中国经济即将硬着陆的言论。其中具有代表性的是“末日博士”鲁比尼（Roubini）教授的观点。他认为，中国房地产泡沫破灭在即、中国商业银行对地方投融资平台的贷款将大量变成坏账、制造业与基础设施领域均存在显著的产能过剩、居民消费增长乏力，因此，中国经济的高速增长阶段已经结束，未来中国经济的增长前景将变得一片暗淡。在与一些美国基金经理交流的过程中，他们对中国的热情似乎已经转变为忧虑，以至于他们对中国的投资更加谨慎。

的确，2012 年中国经济面临着新的“内忧外患”。房地产市场量价齐跌可能造成的投资下滑与金融风险、地方投融资平台资金断裂与效益低下可能造成的地方政府财政拮据与商业银行不良贷款，可谓中国经济面临的两大内忧。欧债危机恶化升级加剧的全球经济衰退可能抑制中国出口增长，全球金融市场动荡加剧了中国外汇储备资产保值增值的难度，伊朗危机恶化升级可能造成全球原油价格高位振荡，可谓中国经济面临的三大外患。

对于经济研究者而言，做预测是充满风险的。我们经常听说的一句箴言是：“你可以预测时间，也可以预测价格，但不要同时预测时间与价格”。但鉴于读者们的记忆通常是短暂的，而且目前的注意力都集中于“韩方论战”之上，我在这里偷偷摸摸作点预测也无伤大雅。

2012 年中国经济增速将在 2011 年 9.2% 的水平上继续回落，但出现“硬着陆”的风险很低，估计全年经济呈现出前低后高的走势，GDP 增速可能在 8.5% 左右。尽管中国经济面临着上述内忧外患，但与忧心忡忡的外国经济学家或基金经理们不同，我们更看重的是具有中国特色的一些因素：其一，中国的城市化依然在延续，近年来居民收入的增速快于 GDP 增速，尤其是非熟练劳动力工资涨幅强劲，这决定了居民消费增长依然具有弹性；其二，尽管房地产宏观调控可能导致商品房投资增速显著回落，但中国政府关于保障型住房的宏大承诺不可能沦为笑柄，这意味着 2012 年保障型住房投资的增长在很大程度上能够对冲房地产投资的回落；其三，中国政府手中还有很大的刺激经济增长的政策空间。目前中国政府财政赤字与政府债务水平很低，一年期基准贷款利率高于 6.5%，大型金融存款准备金率高达 21%。通过实施扩张性财政与货币政策来避免经济增长率显著下滑是“毛毛雨”或者“分分钟”的事情。（但请注意，我在这里讨论的是维持短期经济增长的能力，2008 年以来扩张性财政货币政策的负面效果是非常惨痛的。）

从宏观经济增长的“三驾马车”来看，2012 年我们不能对净出口增长报以太大希望：外需萎缩、国际贸易摩擦的增加、人民币升值压力与国内要素价格市场化均会对出口增长造成显著冲击。消费与固定资产投资将成为 2012 年中国经济增长的两大支柱。这意味着，2012 年净出口对 GDP 增长的贡献率可能为负，而消费与投资可能各自贡献 GDP 增长的一半左右。