



中国经济还好吗？

新常态下的财富困局与突围契机

钟伟◎著



股市新疲态下还有机会吗？互联网金融为何在退潮中风险频现？
房价的拐点在哪里？为什么央行应视存量债务置换为改善货币调控的机会？

读懂中国经济未来走向，发掘资产保值增值之道



ZHEJIANG UNIVERSITY PRESS

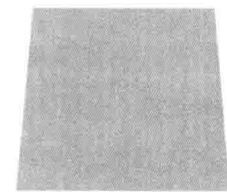
浙江大学出版社



中国经济还好吗？

新常态下的财富困局与突围契机

钟伟◎著



ZHEJIANG UNIVERSITY PRESS

浙江大学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国经济还好吗? 新常态下的财富困局与突围契
机 / 钟伟著. —杭州: 浙江大学出版社, 2017.1(2017.2 重印)
ISBN 978-7-308-16485-6

I. ①中… II. ①钟… III. ①中国经济—宏观经济—
研究 IV. ①F123.16

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 284602 号

中国经济还好吗? 新常态下的财富困局与突围契机

钟 伟 著

责任编辑	杨 茜
责任校对	杨利军 高士吟
封面设计	卓义云天
出版发行	浙江大学出版社 (杭州市天目山路 148 号 邮政编码 310007) (网址: http://www.zjupress.com)
排 版	杭州中大图文设计有限公司
印 刷	杭州钱江彩色印务有限公司
开 本	710mm×960mm 1/16
印 张	14.25
字 数	207 千
版 次	2017 年 1 月第 1 版 2017 年 2 月第 2 次印刷
书 号	ISBN 978-7-308-16485-6
定 价	42.00 元

版权所有 翻印必究 印装差错 负责调换

浙江大学出版社发行中心联系方式: 0571-88925591; <http://zjdxbs.tmall.com>

The background of the page is decorated with several thick, parallel diagonal stripes in a light gray color, running from the top right towards the bottom left. These stripes are spaced out and cover most of the page area.

股市新疲态下还有机会吗？互联网金融为何在退潮中风险频现？
房价的拐点在哪里？为什么央行应视存量债务置换为改善货币调控的机会？

读懂中国经济未来走向，发掘资产保值增值之道

自序 以一颗自由而无害的灵魂

近年来,“经济学家”这个称谓和群体形象并不太好,财经文集的出版也反应平平。在过去 20 年,我既出版过学术著作,也写过财经随笔集,不免会有一种疑问:既然经济学家的整体形象不佳,为什么中国民众仍然需要他们?

一种可能的解释是,经济学家是个很宽泛的群体,这个群体覆盖了传统媒体和新媒体的财经记者、高校和研究所的学者、金融机构和咨询机构的商业性研究人群以及大量所谓新型智库的研究人员。这个群体如此庞大,自然会良莠不齐,不少知名度很高的所谓经济学家,甚至并没有接受过任何经济学的基础训练。如果试图以名博利,难免就会行为失当。

另外一种可能的解释是,面对错综复杂的经济现象,中国民众需要经济学家的帮助,哪怕其中不少所谓帮助并不太靠谱,甚或是纯粹忽悠。也许不少民众以为,经济学家群体具有他们不具备的超常智慧和专业技能,因此愿意去阅读去倾听甚至轻信他们的言论。由于行业隔阂,普通民众确实很难甄别哪些研究者是靠谱的,而哪些是哗众取宠的,最终名气大、语言通俗易懂者会获得更多关注。

其实经济学家很难否认这一点:他们本质上并不具有预测经济运行的能力,更不具有指点民众如何才能发财致富的秘诀。经济学家很可能被有意无意地推上了指点江山、解剖财富密码、前瞻政策得失的“国师金主”甚或“神棍”的神坛。

面对这个被互联网大大压缩的时空，我们确实需要一颗自由而无害的灵魂。所谓无害，是指你的存在对你赖以生存的社会、国家和民众，至少不是一个有害角色。或者说，没有人因为你的生存而受到了太大的伤害。你可以是伟大的或者卑微的，显赫的或者无名的，你可以是不可一世的成功者或者不名一文的小角色，但你至少应该是无害的。那样便好，活着时心安，心无亏欠地走了也无痕迹。所谓自由，是指你的存在，哪怕你的肉体 and 生存有着诸多的限制和无奈，但即便把我们关押在果壳之中，我们也仍然有自由得像宇宙王一般的灵魂。许多事我们无法做，许多理念无法表达，但自由的灵魂从未失去。

以一颗自由而无害的灵魂，我们这样安静地活着，就拥有了三条命。第一条命是真实的生存之苦，今天的老人也曾是昨天的孩子，我们总是要在滚滚红尘中走过一生。第二条命是虚幻的爱情之美，诗酒年少的爱情，茶醉书香的中年幻境，甚至不肯老去的隐秘之爱，总是那么美好，随着生命这团蛋白质的灭失，因荷尔蒙失衡而衍生的爱情，也会消散。第三条命是阅读、思考和写作。即便一切文字只是付诸流水，不是藏之名山，但我们的生存和爱，因为我们的文字而编织出了一条或绚烂或苍白的生命，它驻留在这个世界的时间，长过前两条命。

我们已经失去很多，而所谓经济学家或者普罗大众，似乎并没有太过留意，甚至没有叹息。我们住在钟鼓楼畔，但早上起来却不再天真地推开窗，期望深深呼吸一口带着青草味的新鲜空气，听钟鸣鸟声。我们走在黄浦江畔，但无论正午还是黄昏，我们却不再天真地低头，期望江水波浪中突然跃出一条大鱼，或从江堤爬上一队螃蟹。我们对股市、楼市、人民币、外币投入了太多的热情，我们被互联网、出境游和人生的小目标激励得太急切，我们所失去的，也许比我们想象中更多。

我们究竟要怎样美好的明天？还是我们只是想要无节制的、由我们武断定义的更好的明天？许多时候，也许仅仅是我们不够寂寞，不够以一颗自由而无害的灵魂来对待这个世界而已。

由于日渐懒惰或者日渐不愿去表达，也由于我的视力每况愈下到很糟糕的程度，在2012年11月写完《国家破产：主权债务重组机制研究》一书之后，我相信我

已不会再出版任何书籍。热情不再和视力模糊不是关键,关键在于,我逐渐怀疑自己或平淡或专业的所谓研究的真正价值到底几何。在我看来,大多数书籍、杂志和文字自始至终都不应该被印刷出来,更不值得被传播,以免浪费地球本就不多的资源,而成为一种有害的举动。很感谢蓝狮子的陶英琪,她的坚持和鼓励让我动了心;感谢策划编辑李姗姗,我有从不保留自己文稿的习惯,我的文字也不像年轻时那样精致、无误、干净,这给文档收集、整理和编辑带来了巨大困难。如果本书给您带来些许收获,那我会如释重负;如果本书让您觉得浪费了纸张油墨,那我会羞愧自责。但请相信,文字后所隐藏的,是一颗自由而无害的灵魂。

钟 伟

2016年11月12日

于北京 知止斋

目 录 | CONTENTS

第一章 何妨以历史之名解读货币

- 央行资产负债表应扩张而非收缩 3
- 中国会否走向零利率甚至是负利率 9
- 国库现金管理:国际经验、中国实践及未来取向 20
- 2016 年利率下行如抽丝 28
- 克服对人民币汇率浮动的恐惧 30
- 中国央行是否具有大规模释放流动性的能力? 33
- 为什么央行应该视存量债务置换为改善货币调控的机会? 35

第二章 透视金融和互联网金融产业

- 诡秘的逻辑 43
- 《中华人民共和国商业银行法》应予修订的内容及其对银行估值的影响 47
- 被误读的利率市场化:中国央行的自渡和渡人 52
- 互联网金融为何在退潮中风险频现? 59
- 金融功能的局限性 64
- 颠覆和伪装:微信春节红包的可能意义 67

- 尾巴大不过躯干：互联网金融长尾市场伪论 72
- 离岸和匿名时代可能正在消亡之中 75
- 在轻盈和沉重之间：从 IT 企业的特性看互联网金融 77
- 谈谈余额宝的监管思路 81

第三章 股市之殇

- 重估中国，再燃希望 87
- 股市新疲态下还有机会吗？ 90
- 第二次掉进同一条河流 97
- 泡沫不在左口袋，就在右口袋 100
- 债转股：历史、现状及政策局限 103
- “深 V”或“露点”——风格艰难转折的时刻 110

第四章 优质资产荒下的地产谋变

- L 形还是 U 形？经济增长受制于房地产复苏 117
- 房票：一种兼顾去库存和留人口的政策建议 123
- 楼市去库存：若担心场外配资，何妨半卖半送？ 127
- 去库存和留人才：政府艰难的平衡术 132
- 楼市热潮怕的是政策左右互搏 135
- 中国房地产：泡沫应该不会溃破 138
- 聪明人买房，懒人买车 144
- 房产税将击穿中国楼市泡沫 147
- 孰先孰后：个人所得税、房产税还是遗产税？ 150
- 储蓄率如何影响房价？ 152

第五章 中国经济现状与改革契机

- 中国经济转型切勿轻犯的十个错误 167

2016 年中国经济转型需“咬弹”精神	182
新常态和经济长期趋势线	184
中国经济新常态和全球工业 4.0	187
补足有效供给的“短板”	191
改革几乎是中国经济的宿命	194
出租车行业的没落:从专车看政府特许的荒诞	200
从马桶盖中隐含的常识看待供给侧管理	207
2016 年国人或将面临求职难、提薪难	210
合并深圳惠州,建立直辖大深圳	213
香港所忧为内伤,不是跌打损伤	215



央行资产负债表应扩张而非收缩

在整个“十三五”期间，中国经济都将处于转型中，局面类似于 1998—2003 年。次贷危机爆发至今的 7 年多时间里，中国经济的结构转型进展有限，现在看来，拖延改革是最大的系统性风险。许多问题积累到今天，不仅是“too big to fall”（大到不能倒下），而是“too big to exist”（大到不能继续存在）。

货币政策也面临诸多挑战。在此笔者给出了 5 点建议。

1. 货币政策宜全力迎战“费雪债务”

费雪债务指的是一国经济增长、通货紧缩和债务膨胀之间相互作用、相互增强的恶性循环。如果陷入这种循环，经济萧条将带来通缩，如果货币政策没有适当的对冲措施，则债务增长有可能快于资产形成，最终使经济陷入危险境地。

现在看来，中国已显露出陷入费雪债务的一些征兆。例如通缩，以 GDP 平减指数来观察，中国当下的相关状况已比东亚金融危机期间更为糟糕。例如国企已呈现出债务膨胀比资产积累更快的势头。当经济体陷入费雪债务时，萧条和通缩会使债务危机加速爆发。

费雪给出的“药方”是，努力推动货币的对内和对外贬值，以缓解甚至逆转通

缩,为经济复苏提供可能。从费雪债务效应看中国货币政策,指向很明确:对外贬值,对内贬值,全力迎战通缩。

2. “利率走廊”不宜太宽

让我们回到一个古老的费雪公式,即 $PY=MV$ 。在这个公式中, M 是流通中的货币供给量,产出 Y 是慢变量,物价水平 P 的变化也不是足够快,但货币流通速度 V (更准确地,其实应是货币乘数)是不可控的快变量。

我倾向于认为全球没有任何央行有能力高频检测 V ,更不可能具备迅速调控 V 的能力。因此,在经济运行处于非常状态时,要将货币供应量维持在比较机械和稳定状态是不可能的。例如经济增长为 0,通缩为 -2% ,并不意味着该国央行应将 $M2$ 的供应控制在 0 以下,这正是日本率先提出和实施量宽操作的历史经验。再例如,经济下行期间, V 将持续放缓,迫使央行对货币供应量做出对冲性的扩张,如果 V 缩减一半,货币供应就应扩张 1 倍,否则市场仍会感觉流动性紧张。

当下中国的情况便是如此,不管央行统计是否曾奇迹般地出现 $M2/M0$ 的改善,我们都应认识到,中国经济转型和衰退将导致货币流通速度持续下降,中国私营企业和居民正在迅速增持现金,大量现金将处于既不投资也不消费的货币窖藏状态。

我无意否定货币主义和泰勒规则,那些都是经济处于常态时的规范表述,但甚至弗里德曼本人也在《美国货币史》一书中多次指出经济萧条时央行持续释放流动性的必要性。因此在当下,在价格和数量并重的背景下,中国央行宜以价格优先,数量次之。在萧条和恐慌状态下,由于货币流通速度的完全不可控性,央行试图控制货币数量的努力通常是徒劳的,控制货币总量的尝试应在经济复苏明朗化之后。

当下中国央行仍在价格和数量之间存在兼顾矛盾,矛盾的突出点就在于“利率走廊”。通俗来说,也就是利率区间管理,这种区间管理给数量控制以一定余地。或者可以这么说,处于越窄的利率区间,意味着央行越将价格置于优先考虑位置,

而将数量置于其次；处于越宽泛的利率区间，则意味着央行对价格优先的考虑越不坚决，对数量控制恋恋不舍。

从 2016 年年初一个月的货币市场运行情况看，央行“利率走廊”太宽，传递给市场的信号是央行对市场流动性的松紧有非常大的容忍性，因此利率走廊没能发挥稳定市场流动性的良好功能，也给金融体系带来了不少困扰。在我看来，过于宽泛的利率走廊，最终可能沦为流动性异常时的干预预案，也就是它的政策指向仅仅是为了避免“危机性的钱荒”重新出现。

3. 走向零利率和有序信用重组

当我们重新思考如何降低实体经济的融资成本时，就需要关注融资成本的构成。

本·伯南克在这个问题上提出过一个清晰的设想。^① 融资利率=无风险利率+信用溢价。其中无风险利率取决于货币政策的宽松程度，与信用溢价无关；信用溢价取决于融资主体的违约风险，与货币宽松无关。因此一国央行只能影响融资成本，但不可能决定融资成本。本·伯南克在研究中引入 CCI 因子（美 10 年期投资级企业债收益率—美 10 年期国债利率）来衡量信用溢价，信用溢价通胀是逆周期的，因此尽管央行做出了很大努力，经济衰退将导致融资主体违约风险持续上升，最终融资成本也是趋升而非下降。

重复上述简单事实，在于说明从货币政策角度看，行其可行，禁其不可行。就无风险利率而言，中国央行至少应在面对通缩风险时，将“零利率”作为可考虑的政策取向。这是央行迎战通缩、降低融资成本所能做的。同时引导信用重组的有序性，避免违约蔓延，但央行无力降低信用溢价，这是央行不可能做到的。在当下中国对钢铁、煤炭行业实施定向去产能的尝试中，央行应容忍这些行业信用溢价的急

^① 本·伯南克(Ben Bernanke)，美国经济学家，前美国联邦储备局主席。——编者注

剧上升，而不是相反。

从本·伯南克的尝试看中国央行如何降融资成本，可作为的是努力将无风险利率降至零；不可作为的是冒着道德风险去控制信用违约。

4. 推动央行资产负债表的扩张而非收缩

在经济好转之前，清理有毒资产通常是徒劳的。从20世纪80年代至今，美国货币政策的实践是，政府买入“有毒资产”并进行封闭，等待经济复苏之后再逐步处置“有毒资产”。随着中国经济的艰难转型，金融体系的不良资产也将逐步上升。央行面临如何向金融体系注入流动性的挑战。

在中国，外汇储备兼有资产性和负债性，资产性体现在其出现在央行资产负债表的资产端；负债性主要体现在央行资产负债表的法定准备金要求上。这大致是中国人民银行行长周小川所称的应对外汇储备增加做一个“池子”的形象描述。

当下随着外汇储备规模的持续下降，准备金和超储余额也有下降趋势，这带来了中国央行资产负债规模的收缩趋势。这一点非常有趣，一国央行资产负债表的收缩无论如何难以和扩张性货币政策挂钩。如果央行资产负债表持续收缩，将给中国实体经济复苏带来更大困扰。

我们认为，可行的做法是央行和商业银行之间，启动较大规模的再贷款—长期信贷资产之间的互换。这些银行体系内的长期信贷资产，所指向的基础资产大致是基建贷款和保障房建设贷款，贷款主体不是地方政府就是国有企业，也就是说，在央行以再贷款和银行的长期信贷资产互换时，是央行信用、地方政府信用、国有企业信用三方的交换，最终信用主体指向的都是国家信用。

央行可能会对这样的操作犹豫不决，毕竟目前商业银行贷存比并不高，银行获得了央行的流动性，会去做有利于实体经济的事情吗？这种担心是一种多虑，目前中国重要银行几乎都是国有的，从本质上说，这种互换是未来央行维持资产负债表不萎缩甚至有所扩张的重要手段；这些长期信贷资产究竟是优质还是有毒，也很难

判断,但其违约责任是相对明确的。

从阻止央行资产负债表收缩看,央行和商业银行之间的再贷款—长期信贷资产互换的必要性日益上升,央行和银行资产负债表的重叠,为央行主导下的金融超级监管以及央行未来主导资产证券化,打下了必要基础。

5. 挑战“过冲贬值”的可能性

人们容易观察到,零利率也好,“双降”也好,都会对维持人民币汇率稳定带来更大压力。人们在讨论货币政策的“不可能三角”^①,其实“不可能三角”可以简化为“不可能对角”,也就是央行只要选择了资本管制,那么货币政策独立性一定受到损害,这和该国选择了固定还是浮动汇率制度无关。

从三元悖论到二元悖论,显示了全球几乎只有美联储可以拥有近乎独立的货币政策决策,其他国家央行都受到美联储政策外溢的冲击,2016年以来全球资产价格空前联动地发生共振,显示了全球主要央行的政策协调和政策透明度的重要性。从避免“费雪债务”效应看,推动人民币对内和对外双贬值来全力抗击通缩是必要的。就对内的货币努力而言,央行资产负债扩表、持续“双降”、零利率取向等是未来的可能趋势;就对外的货币努力看,顺应汇率市场化、透明化,使得人民币国际化能从相对正确的汇率信号出发,是必不可少的。但当下央行明显陷入了对内和对外政策相互冲突的犹豫之中,有可能导致的短暂政策取向是:对内流动性的数量和价格宽松不足,同时对外汇率调整也“一步三回头”,这会让市场更无所适从,也会让费雪债务威胁加深。

从改革开放以来的中国汇改历程看,1994年汇率并轨之前,人民币汇率调整是阶梯性贬值,1994年是“一次性过冲贬值”,2005年7月和2015年8月都是一次

^① 不可能三角(Impossible Trinity),是指经济社会和财政金融政策目标选择面临诸多困境,难以同时获得三个方面的目标。在金融政策方面,资本自由流动、汇率稳定和货币政策独立性三者不可能兼得。——编者注