

- 救助金融机构成本谁担？
- 四万亿投资是功还是过？



# 货币泡沫

从金融危机到全球通胀

The Monetary Bubble

From Financial Crisis to Global Inflation

张志前 编著

金融危机还未退去，通货膨胀已粉墨登场。全球通胀和金融危机之间有着怎样的联系？究竟是谁一次次吹大货币泡沫？到底谁应该对通货膨胀负责？如何防止财富被通胀偷走？……本书将为您一一作答。



中国经济出版社  
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE



# 货币泡沫

从金融危机到全球通胀

The Monetary Bubble

From Financial Crisis to Global Inflation

张志前 编著

四万亿投资是功还是过？



中国经济出版社  
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

• 北京 •

## 图书在版编目 (CIP) 数据

货币泡沫/张志前编著.

北京: 中国经济出版社, 2012. 2

ISBN 978 - 7 - 5136 - 1220 - 3

I. ①货… II. ①张… III. ①通货膨胀 - 研究 IV. ①F820. 5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 226827 号

责任编辑 伏建全

责任审读 霍宏涛

责任印制 张江虹

封面设计 任燕飞设计工作室

出版发行 中国经济出版社

印刷者 北京市人民文学印刷厂

经销者 各地新华书店

开 本 710mm × 1000mm 1/16

印 张 12.5

字 数 170 千字

版 次 2012 年 2 月第 1 版

印 次 2012 年 2 月第 1 次

书 号 ISBN 978 - 5136 - 1220 - 3/F · 9108

定 价 28.00 元

中国经济出版社 网址 [www.economyph.com](http://www.economyph.com) 社址 北京市西城区百万庄北街 3 号 邮编 100037

本版图书如存在印装质量问题, 请与本社发行中心联系调换 (联系电话: 010 - 68319116)

版权所有 盗版必究 (举报电话: 010 - 68359418 010 - 68319282)

国家版权局反盗版举报中心 (举报电话: 12390)

服务热线: 010 - 68344225 88386794

## 本书十大视点

- 视点一 物价几乎每隔十年就会翻一番
- 视点二 价值投资今天已很难获得成功
- 视点三 货币泡沫是一切金融危机的根源
- 视点四 美国“量化宽松”将导致全球通胀
- 视点五 通货膨胀是政府另一种财政收入
- 视点六 欧债危机根源是财政与货币不统一
- 视点七 政府支持是金融机构不倒的关键
- 视点八 外汇储备实际是本国资源的浪费
- 视点九 房地产还有十到二十年“白银期”
- 视点十 “寅吃卯粮”可以获取通胀收益

# THE MONETARY BUBBLE

序 一

21 世纪第二个十年伊始,全球经济面临二次探底的风险,美国经济复苏依旧乏力,欧洲债务危机愈演愈烈,新兴国家经济结构有待优化。发达国家金融机构财务状况恶化,实体经济萎靡不振。为拯救出现困难的金融机构和刺激实体经济,各国央行向市场注入了大量货币,暂时缓解了危机。然而,随之而来的通货膨胀压力成为影响全球经济的重要因素。在金融危机爆发后,我国政府也出台了4万亿元的投资计划,同时采取了积极的财政政策和宽松的货币政策。从2010年开始,我国各地陆续出现了不同程度的物价上涨,始于农产品,并陆续传导到食品和其他消费品,通胀压力突显。中央已把保持物价水平总体稳定作为宏观调控的首要任务。中国宏观经济将走向何方,通货膨胀将如何演绎,宏观政策将如何调整,不仅是政府和学界关注的问题,也是企业、投资者和老百姓关心的问题。

那么,通货膨胀产生的根源是什么?该如何应对?我带着对这两个问题的兴趣,阅读了此书书稿,感受颇多。作者用通俗易懂的语言,深入浅出地向读者讲述了通货膨胀的来龙去脉及应对措施,使非经济专业的读者都可以读懂。本书从金融危机之后出现的全球通货膨胀入手,深入分析了本轮通胀产生的原因,用事实和数据阐释了通货膨胀的本质是一种货币现象,造成通货膨胀的根源是央行过度发钞和宽松的财政货币政策。在全球经济金融一体化条件下,超发的货币流到哪里,必然会推高哪里的商品或资产的价格,形成泡沫。该书还对在通货膨胀下如何做好投

资,实现资产和财富的保值增值提出了投资和消费的建议。这些观点和建议对于我们如何认识和应对当前的通胀具有很好的参考价值。

张志前先生是我的同事,长期从事金融和经济政策研究工作,有着中央部委、央企总部、国有商业银行总行的工作经历,对很多经济现象和问题有着自己独到的分析和见解,公开发表多篇有影响力的论文,出版了《越南危机》、《楼市迷局》等畅销书。他这次对通货膨胀问题进行了比较系统的梳理和研究,并提出了货币泡沫的概念,将通货膨胀及很多经济泡沫归结为货币泡沫。他将自己收集的资料和研究成果编著成了本书。对于所有关心通货膨胀问题的人来说,本书将提供一个较为完整的参考。

在为此书写序之时,我国消费价格指数上升的势头已经开始减缓,但通货膨胀压力仍未完全消除。书中对于制伏通货膨胀的观点和建议是否有效,关于通货膨胀下的投资之道是否合理,留给时间和实践去检验。

是为序。

张睦伦

中国建银投资有限责任公司总裁

2011年10月30日

# THE MONETARY BUBBLE

---

序 二

---



2010年7月开始以来的这一轮通胀,已经持续了一年多。虽然这轮物价上涨目前还被控制在较为温和的范围内,尚未演化为恶性通胀,但是其社会影响已经相当严重,不断上涨的物价正给消费者(特别是低收入人群)及部分企业带来不利影响。从粮、棉、油、糖到水、电、煤、气,涉及衣、食、住、行、用的几乎所有消费品价格次第走高,居民的直接生活成本大大增加。加之目前官方公布的CPI可能还低估了真实的通胀,普通百姓对于物价上涨的感受要远远大于数字所体现出来的。

尽管此次物价上涨可从结构性、输入性、投机炒作及成本推动等不同角度加以解释,但根本原因在于大量超发的基础货币,本质上还是一个一个货币现象。通胀从来都是货币现象,这次也不例外。

再深一步分析,超量的货币来自于哪里,又是如何一步步传导到最终物价的。我个人认为,主要是通过三个渠道:

首先,投资拉动致使主动超发货币,这是流动性泛滥的国内基础。货币供应量主动过度增长,成为推动通胀的直接因素和根本原因。货币供应总量依然较多。2008年底,我国M2余额34.55万亿元,2010年9月末,M2余额78.74万亿元,短短4年多时间,M2余额增加了1.2倍,而同期GDP年增长不到1倍。从相对比例来看,M2与GDP相比大致是2.46:1,位居世界第一,货币超发十分严重,美国的M2与GDP相比只有0.6:1。

其次,外贸顺差、热钱流入导致被动超发货币,这是流动性泛滥的国际基础。持续不断的巨额资本流入,尤其是巨额经常项目顺差致使央行

被迫在市场上购汇并大量投放基础货币。据测算,迄今为止我国外汇占款持续膨胀,已超过 20 万亿元,是基础货币投放的 1.2 倍,这是中国流动性泛滥的根源。中国央行一直不得不为此持续采取包括央票对冲在内的诸多手段,加以紧缩,但央行只能对冲其中一部分,市场流动性依然十分充裕,很容易引发通胀。

最后,在上述两个条件的基础上,超发的货币推动资产价格尤其是房价急剧膨胀、泡沫化严重。这是比货币超发本身更值得重视的问题,是资产泡沫向通胀传导的趋势。本世纪以来中国通胀形成存在一个清晰逻辑:货币超发—资产泡沫—物价上涨,这是长期货币超量累积的过程。超量的货币推动土地和房产价格起来后,才通过相应的传递渠道向物价的各个领域扩散。这是需要一个长期时间累积的结果。

2003 年以来,中国物价上涨主要由两部分构成:食品和城市服务性价格。食品上涨与货币的逻辑链条虽长但依然清晰:货币投放过多,导致资产价格特别是房地产价格上涨过快,直接导致消费价格中的居住类价格上涨,并驱动人工价格上涨,人工价格和居住类价格上涨又间接地导致大量使用土地和劳动力的农产品的价格上涨。城市服务性价格的上涨与货币的关系也很明确,是由于地价和房地产暴涨直接驱动城市人工成本快涨,如果城市生活成本大幅攀升,农民工去沿海地区务工的意愿就会大幅下降,这就是当下出现“用工荒”的原因。居民的生活压力一再加大,进而倒逼工资不得不随之上涨。这种“物价—工资”螺旋式上升的态势,是一个自我强化的循环,是最令人头疼的。

这个链条表明本轮通胀是一个非常典型的货币现象,消费品价格、投资品价格、劳动力价格、不动产价格等都出现了普遍和明显的上涨。而且,中国式通胀是一个常年货币超发的累积效果,不是某一个时点货币发多了,也不全是反危机这两年货币信贷膨胀的事。因此,收紧货币不是万能的,它不能解决通胀的深层次问题,但想要抑制通胀不收紧货币却是万万不能的。

就中长期而言,多因素致使未来我国仍将面临较大的物价上涨压力。一是农产品价格上涨具有客观性和持久性,食品价格仍可能出现惯性上涨;二是低要素成本时代很难再现,非食品价格上涨是一个长期过程;三是物价上涨的货币基础依然存在,前期货币信贷高增长的时滞效应还将持续一段时间;四是房价若继续上升或维持高位将从总需求压力和成本推动两个方面增加通胀压力;五是世界已进入新一轮通胀周期,国际大宗商品价格或将高位徘徊,输入性通胀因素仍将对我国物价产生严重负面影响。

综合考虑本轮物价上涨的各种因素,预计未来几年之内的通胀形势都难免会有反复,并将会呈现“上快下慢”、“上易下难”的特点,使得所谓价格黏性问题越来越大。长期看我国将面临较大的物价全面上涨压力,温和通胀恐将成为一种中长期的常态。

面对这样一种状况,自通胀开始攀升以来,就不断地有学者提出,应提高通胀容忍度,将CPI设定的警戒线提高到4%甚至更高。我始终认为“提高对通胀容忍度”这一提法不宜提倡,这一建议是危险和有害的。我们宁可提高对经济增速下滑的容忍度,也不宜过度提高对通胀的容忍度。通胀的中长期化与提高对通胀的容忍度并无必然联系。因为低通胀一直以来是各国央行货币政策管理的主要目标之一,不会轻易改变。通胀仍然是我国当前及未来很长一段时期内面临的主要风险,较高的通胀目标显然有违社会公平,绝不能因为通胀高企或控制难度加大就人为提高通胀容忍度,这只会带来下一轮更高的通胀。如果人为提高对通胀率上升的容忍度,将会造成更高的通胀预期和民众的恐慌,致使货币政策陷入严重困境,既损害经济发展也影响社会稳定。

张志前同志的这本专著,较为系统全面地分析了通货膨胀的发生机理及其应对举措,特别是强调了“通货膨胀的本质是货币现象,本轮通货膨胀的根源同样是由于全球货币超发”,“宽松的政策和过多的货币投放,必然形成货币泡沫和通胀压力”,“货币泡沫是当今一切经济泡沫的根源,是金融危机和通货膨胀根源”,“通货膨胀的实质就是货币泡沫”等

一些核心观点,有思想、有深度,对此我非常认同,也深受启发。可以预见,这本书的出版,对于我们理解通货膨胀与货币泡沫,引发和深化我们对通货膨胀的研究,推动我国经济继续保持平稳较快发展,无疑是非常积极作用的。

为此,写下一篇小文作为呼应,是为序。

王军

中国国际经济交流中心咨询研究部副部长

2011年10月22日

# 目 录

|          |       |
|----------|-------|
| 序 一 /张睦伦 | / I   |
| 序 二 /王 军 | / VII |

|     |     |
|-----|-----|
| 导 言 | / 1 |
|-----|-----|

|     |      |
|-----|------|
| 第一章 | / 11 |
|-----|------|

## 逃不开的通货膨胀

自从纸币流通以来，通货膨胀就一直伴随着我们。在不同的经济周期和社会环境下，通货膨胀可以控制在很小的范围内，甚至在局部和短时间内还会出现通货紧缩。但这时候通胀恶魔并没有死亡而是睡着了。一旦条件达到，它就会苏醒过来发威。

从“蒜你狠”说起 /13

CPI 步入爬行轨道 /16

无法调控的房价 /18

蒸蒸日上的大宗商品 /22

通胀膨胀已悄然而至 /26

|     |      |
|-----|------|
| 第二章 | / 29 |
|-----|------|

## 资本泡沫越吹越大

在纸币成为流通货币之后，货币发行的数量不再受到自然资

源的限制，而主要靠发钞机构的自觉。货币泡沫和流动性泛滥为金融业的发展注入了强心针，虚拟经济迅速膨胀并超越了实体经济而独立存在，金融危机成为了不可避免的经济毒瘤。

- 从资金短缺到资金过剩 /31
- 价值投资已不再奏效 /34
- 虚拟经济虚火太旺 /37
- 资本过剩危机重重 /42
- 问题金融机构该不该救助 /44

### 第三章

/49

#### 通货膨胀追本溯源

通货膨胀是在纸币流通的条件下，由于信用货币发行过度，引起的货币贬值和一般物价水平上涨的经济现象。很多因素会引起物价水平的上涨，但连续的、大范围的、较大幅度的物价上涨归根结底是货币发行过多，即出现了货币泡沫。

- 西方经济学的几种解释 /51
- 寻找通胀的幕后推手 /55
- 探究通货膨胀的本质 /58
- 货币泡沫孕育新的危机 /62

### 第四章

/67

#### 谁制造了货币泡沫

货币过度超发而引致的通货膨胀是政府制造的。靠多印钞票来筹集资金的方式实际上是对全体公民增收了一道通货膨胀税。财政入不敷出是造成央行超发货币的重要原因。欧债危机的根源在于货币政策和财政政策的不统一。

- 究竟谁应该对货币泡沫负责 /69
- 政府为什么需要通货膨胀 /73
- 政府丧失发钞权后的痛苦 /77

|              |     |
|--------------|-----|
| 什么是中央银行发钞的底线 | /81 |
| 中央银行为什么要有独立性 | /84 |
| 出现通货膨胀对谁有利   | /87 |

## 第五章

/91

### 通货膨胀的前世今生

在有文字记载的历史里，许多统治者都使用滥发货币方式来逃避、废弃皇室或政府债务，掠夺老百姓的财富。纸币的出现，为政府无偿掠夺民众财富打开了大门。政府通过印刷纸币，几乎可以无偿地掠夺人民手中的财富。

|               |      |
|---------------|------|
| 金属货币时代的通货膨胀   | /93  |
| 难以想象的恶性通货膨胀   | /97  |
| 发达国家的通货膨胀     | /102 |
| 欠发达国家的通货膨胀    | /106 |
| 改革开放以来我国的通货膨胀 | /109 |

## 第六章

/113

### 如何制伏通货膨胀

物价水平的波动虽然源于多种因素，引发通货膨胀的原因也有很多。但如果排除制度变革、战争、自然灾害等因素，也排除政府纯粹为了掠夺财富而大量印发钞票的恶性通货膨胀，温和的通货膨胀一般是在经济运行呈现出过热状态时产生的。

|            |      |
|------------|------|
| 宏观调控要逆周期而动 | /115 |
| 经济增长不是越快越好 | /119 |
| 外汇储备多了也有麻烦 | /121 |
| 经济结构调整势在必行 | /125 |
| 人老了但钱薄了怎么办 | /127 |
| 流动性过剩是洪水猛兽 | /130 |
| 严防通胀预期噩梦成真 | /131 |

## 第七章

/135

### 通胀下的理财之道

通货膨胀是一个零和游戏，因此不可能人人都跑赢通胀。在金融投资领域，风险和收益总是形影相随的。即使偶尔有少数战胜的情况也只能算你运气好。通过科学的理财虽然无法保证你战胜通胀，但是至少可以减少我们的财富缩水。

跑赢CPI没那么容易 /137

盛世也需要藏点金 /140

数砖头比数钞票更踏实 /144

谁说通胀股市无牛市 /148

放短线也可以钓大鱼 /151

持有外币需擦亮眼睛 /153

## 第八章

/157

### 通胀下的生存之道

我们手中的钱放到哪里才能不被通货膨胀偷走呢？答案是：放在别人的钱包里。在通胀的阴影下，拥有实物总是优于拥有货币。如果你能提前消费，那就可以避免通胀造成的损失；更进一步，如果你有条件可以借钱消费，那你就可以获得通胀收益了。

会花钱等于会赚钱 /159

负利率是你存款的小偷 /162

千金散尽还复来 /166

怎样做一个消费达人 /170

适当“寅吃卯粮” /173

主要参考文献 /177

后记 /179



# THE MONETARY BUBBLE

## 导 言