



中国金融四十人论坛书系
CHINA FINANCE 40 FORUM BOOKS

陈元 钱颖一◎主编

房地产市场是否会崩溃

民间借贷风险是否会演变为「中国版次贷危机」

人民币贬值时代是否来临

中国经济中长期增长是否会陷入失速困境

如何进行顶层设计以深化改革

不能看空中国



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE



中国金融四十人论坛书系
CHINA FINANCE 40 FORUM BOOKS

陈元 钱颖一◎主编

房地产市场是否会崩溃

民间借贷风险是否会演变为「中国版次贷危机」

人民币贬值时代是否来临

中国经济中长期增长是否会陷入失速困境

如何进行顶层设计以深化改革

不能不看中国



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

北京

图书在版编目 (CIP) 数据

不能看空中国/陈元, 钱颖一主编.

北京: 中国经济出版社, 2012. 4

ISBN 978 - 7 - 5136 - 1464 - 1

I. ①不… II. ①陈…②钱… III. ①宏观经济—研究—中国 IV. ①F123. 16

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 040520 号

责任编辑 乔卫兵 黄 静 李亚婷

责任印制 石星岳

封面设计 华子图文

出版发行 中国经济出版社

印 刷 者 三河市佳星印装有限公司

经 销 者 各地新华书店

开 本 787mm × 1092mm 1/16

印 张 24.5

字 数 420 千字

版 次 2012 年 4 月第 1 版

印 次 2012 年 4 月第 1 次

书 号 ISBN 978 - 7 - 5136 - 1464 - 1/F · 9250

定 价 65.00 元

中国经济出版社 网址 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



CHINA FINANCE 40 FORUM
中国金融四十人论坛

致力于夯实中国金融学术基础，探究金融界前沿课题，
引领金融理念突破与创新，推动中国金融改革与实践。

中国金融 40 人论坛书系编委会

主 任：陈 元 国家开发银行董事长
谢 平 中国投资有限责任公司副总经理
钱颖一 清华大学经济管理学院院长
主 编：管 涛 国家外汇管理局国际收支司司长
黄益平 北京大学国家发展研究院教授
魏加宁 国务院发展研究中心宏观经济部副部长
阎庆民 中国银行业监督管理委员会主席助理
袁 力 中国人寿保险股份有限公司董事长
钟 伟 北京师范大学金融研究中心主任

执行主编：王海明 中国金融 40 人论坛秘书长

编 委：廉 薇

编 辑：欧阳觅剑 王 芳 耿丽颖 郭 峰

序 言

现在正值年初，大家都非常关注国际、国内的经济形势。对于国际经济形势，我比较悲观。我认为在未来相当长的一段时间内，整个国际经济很可能会危机四伏。国际经济尤其是发达国家经济，很可能会像日本自 1991 年以来一样，陷入一个比较长期的发展相对缓慢、政府债务不断积累、货币政策相对宽松的时期。

对于我国经济，我认为仍然是“风景这边独好”。固然现在有不少人唱衰中国经济，但实际上，他们对中国经济的特性并不完全理解。中国经济即使在外环境相对较差的状况之下，维持较高增长的可能性仍非常高。只要我们充分利用自身的发展潜力，以及我们内源资金和外汇储备的优势，我相信我国可以仍然维持 8% 的平均增速到 2030 年。

这本《不能看空中国》是对一年来中国金融 40 人论坛成员提交的文章和双圆桌内部讨论情况的部分汇总。2011 年是不平静的一年，通胀压力高企、房地产价格下跌风险显现、中小企业倒闭与民间资金链条断裂、地方融资平台债务到期难以偿还、影子银行业务高速发展，甚至对中国中长期增长动力的质疑等等，都引发了对中国经济可能发生硬着陆的担忧，“看空中国”的论调一时充斥国际资本市场。对于中国经济的当下和未来，论坛成员既有共识也有分歧，本书均如实列出，呈现给读者不同的解读视角。在此，我仅略谈几点个人看法。

全球经济可能陷入疲软“新常态”

目前大家比较关心的是欧债危机，学界普遍的看法是那些主权债务危机比较严重的国家如果不进行结构性改革，提高他们经济的整体竞争力，任何



不能看空中国

短期的金融稳定方案只能是赎买时间，就像吃止痛药一样，仅能见效一时，一段时间之后，这些问题都会再卷土重来。所谓结构性改革就是要降低工资水平、减少社会支出、减少政府赤字和债务、金融去杠杆。但是我们知道，这些结构性改革基本上都是减少需求、减少资金供给，这会使失业率上升，放缓经济增长速度。

其他国家也发生过类似的金融经济危机，过去在碰到这个问题的时候，国际货币基金组织，其实是整个现代宏观经济学主流框架，会建议这些国家在进行结构改革时，同时通过货币贬值增加本国产品出口竞争力，由外需拉动来补偿内需不足，为结构改革创造空间。

但是目前发生债务危机的欧洲国家，如希腊、意大利、爱尔兰、西班牙等，根本就没有自己的货币。所以这些国家没有降低汇率以提高出口竞争力的选项。当然欧元区整体可以进行贬值，以提高欧元区整体的出口竞争力。可是目前面临的现实条件是，不仅欧元区存在当前这种结构性问题，美国、日本也存在类似问题。而且，目前不仅欧元区失业率高企，美国失业率也始终居高不下，日本失业率相对于欧洲和美国确实低一点，但是相对日本自身长期的历史水平又高出许多。

欧元区跟美国、日本都属于发达国家，他们的产品是相互竞争的。如果欧元区用贬值的方式增加出口，美国、日本就要减少出口，失业率就会增加，他们的经济会无法承受。因此，如果欧元区真的用贬值的方式增加出口，很可能会导致美国和日本也同样用贬值的方式来对冲欧元贬值的影响，出现竞争性贬值，最终达不到实际效果。

由于存在这种竞争性贬值的可能性，这些国家和地区利用贬值手段创造结构改革的空间大为缩小。所以我判断在未来相当长的时间里，这些结构性的问题会一直存在，失业率也会相当高。为了解决这些短期的问题，有关国家会不断地出台短期金融稳定方案，但是每次方案出台之后，舆论界和金融界都会认为力度不够，政策效果可能仅能维持几个月、几个星期，甚至几天。

因此，全球经济很可能会出现所谓的“新常态”的长期化，这个词是美国太平洋基金管理公司总裁埃里安提出的，目前已为大家所熟知。全球经济很可能在相当长的时间内都是“新常态”。“新常态”是指经济增长率很低、风险非常大、失业率高企的经济状态。在这段时间里，货币政策会非常宽松，

因为每次的解决方案都是货币政策。而政府债务在高失业率、高社会支出的状况之下，也会积累得非常快。日本1991年时积累的政府债务只占国内生产总值的60%，现在已超过220%，这种情形在很多国家都会出现。

政策相对宽松，名义利率相对更低，发达国家房地产市场普遍过剩，所以低廉的资金不会流向房地产，而会流向股票市场，在没有实体经济的支撑下这会造成发达国家股票市场泡沫的不断发生、破灭。此外，短期资金也会大量流向国外，不仅炒高石油、粮食价格，也会有不少短期投机性资金流向发展中国的股市、房市，同时推高汇率。高汇率会伤害实体经济。当实体经济的增长减弱，高企的股市、房市就会变成一个明显的泡沫，而泡沫总会破灭，从而投资资本就会开始唱空，游资大量抽离。这种资金的大量涌入和涌出会给发展中国家宏观管理带来许多困难。

由于发达国家国内生产总值占全世界的比重，按照市场汇率来计算仍然达到60%，按照购买力平价来计算也要达到40%。因此，发达国家经济普遍处于这种状况，会使全球经济增长相对缓慢，风险增加。未来五年、十年或相对更长一段时间里整个国际宏观经济都会是这种格局。

“中国奇迹”还能延续20年

对于我国经济，我认为仍然是“风景这边独好”。固然现在有不少人唱衰中国经济，但实际上，他们对中国经济的特性并不完全理解。

比如说，现在唱衰中国经济时常常主要是因为中国信贷增速下降较多。在美国经济泡沫破灭之前，美国也出现信贷增速放缓。当时美国的房地产市场泡沫很大，现在大家认为中国的房地产市场泡沫也很大。如果没有足够信贷资金的支撑，房地产价格会大幅下跌，甚至崩盘，就会出现金融经济危机。我认为，持这种看法的人首先就不太了解中国房地产市场的特性。在美国、欧洲等国家，房地产的购买大量靠高杠杆，也就是要向银行大量举债去投机房地产市场，而中国人普遍是拿自己的钱购买房地产，银行按揭的比重相对较低。在这种状况下，房地产价格下跌，并不会引起抛售。只要不抛售，就不会崩盘。

有人看到中国信贷增长比较慢，就认为中国的经济增长会比较慢。但是，



不能看空中国

持这种看法的人没有注意到中国在上一轮四万亿积极政策刺激时，资金 3/4 来自于信贷，1/4 来自于财政。如果需要下一轮刺激经济，中国可以更多地利用财政，更少地利用信贷。利用信贷流向较难控制，利用财政手段，效果会较好。

对中国经济来说，即使外部环境不好，内部反周期刺激的空间很大，经济应该可以维持较高的增长。第一，我国作为发展中国家，产业升级的空间还非常大，交通、电力之外的基础设施投资，以及环境、城市化方面的投资规模仍会很大，而各种社会工程的投资空间也很大。这些投资从投资回报率来讲，还是相当好的项目。第二，政府财政赤字上也有很大空间。目前，我国政府积累的债务仍较低。比如，按照财政统计来讲，我国现在的政府债务在 GDP 中的比重大概是 37%。包括地方政府担保的投融资平台的债务，也只是 GDP 的 40%，在国际上仍属非常低的水平，政府可利用的反周期财政手段还是非常大的。第三，我国外汇储备丰富。跟很多发展中国家不一样，很多发展中国家如果采用反周期的刺激政策，不仅受到国内资金的限制，还要受到外汇储备的限制。中国不会出现过去所讲的发展中国家在投资上面临“双缺口”限制的现象。

因此，我觉得中国经济即使在外外部环境相对不好的状况之下，维持比较高的增长的可能性仍非常高。

此外，我国是一个发展中国家，而发展中国家在经济发展过程当中，还可以充分利用后发优势。2008 年我国的人均收入按照购买力平价计算是美国的 21%，相当于日本 1951 年、台湾地区 1975 年、韩国 1977 年的人均收入。购买力平价代表我们经济、技术、产业的总体发展水平，实际上也衡量了劳动生产率、工资的水平。日本从 1951 年到 1971 年维持了 20 年平均每年 9.2% 的经济增速，台湾地区从 1975 年到 1995 年维持了 20 年平均每年 8.3% 的经济增速，而韩国从 1977 年到 1997 年维持了 20 年平均每年 7.6% 的经济增速。改革开放以后我国经济发展的轨迹及其内源动力，其实跟东亚其他经济体是非常相似的。所以，从现代经济增长的内涵、产业结构、技术结构的不断调整，以及作为一个发展中国家，可以充分利用跟发达国家的差距的后发优势来讲，我相信中国再维持 20 年 8% 的平均经济增速是完全有可能的。

若果真如此，20 年以后，也即 2030 年，我国经济会是什么态势呢？日本

在维持了 20 年 9.2% 的平均经济增长后，人均收入在 1971 年达到美国的 65.6%；台湾地区在 20 年的高速增长之后，人均收入达到美国的 54%；而韩国在 20 年的快速增长之后，人均收入达到美国的 50%。

因此，只要我们充分利用这种发展潜力，以及我们内源资金跟外汇储备的优势，我相信我国维持 8% 的平均增速到 2030 年，中国的人均收入按照购买力平价计算，应该至少可以达到美国的 50%。我国人口是美国的四倍，所以中国经济规模按照购买力平价计算届时应该至少是美国的两倍。当然，如果按照市场汇率来计算，就要看我们的汇率升值多少。目前购买力平价跟市场汇率比较的话，若市场汇率为 1，则购买力平价计算就约要乘以 2。因此，若按照这样的市场汇率计算，到 2030 年，中国经济规模至少跟美国相当。这是我对中国短期跟中长期经济形势的看法。

扩大内需仍应以投资为主

这里，我想对国内讨论比较多的几个问题提一点自己的意见。

第一，扩大内需仍要以投资为主。在发达国家经济增长乏力、外需相对不足的状况下，我国将很难靠出口来拉动经济，需要调整经济发展模式，就要增加内需，靠增加内需维持前面所说的经济增速，这一点是肯定的。但需要讨论的问题是，增加内需是不是一定要像国内外现在很多人主张的，以消费为主？在这一点上，我持保留意见。我认为，在中国目前这个发展阶段，还是要以投资为主。因为要维持每年 8% 的经济增长 20 年，要靠产业结构和技术的不断升级，而产业结构跟技术的不断升级必须由投资作为载体。

第二，现在中国的发展若要真正对国际经济有积极贡献，应该更多地依靠投资，而不能靠消费。现在发达国家面临“新常态”，失业率很高，要增加出口来解决这个问题。发达国家的出口主要是资本品，如果中国减少投资，增加消费，中国从发达国家购买的资本品就会减少，不能帮助发达国家解决现在面临的结构性问题，也不能帮它们解决失业问题。而且，如果中国增加消费，全球消费品的价格就要上升，而发达国家从中国进口的主要为消费品，这样，发达国家居民的实际可支配收入就会减少，对本国生产的非贸易性质的服务等商品的购买就会减少，这样也无助于发达国家降低失业率。因此说，



中国增加消费内需对发达国家无益，甚至有害。

第三，我国必须吸取发达国家的经验教训。不管是美国还是欧洲，之所以陷入当前的危机，都是过度消费造成的。在中国目前的发展阶段，投资跟消费有很大的不同。投资是现在增加投入，短期产生需求，增加就业；到了下一期变成生产能力创造收入，这个收入可以继续搞投资和增加消费，可以再继续提升内需。而消费则是现在消费之后，下一期就没有了，无法增加下一期的需求，是无源之水，不可持续。

当然并不是说，中国没有提升消费的空间，中国消费的比重还是比较低的。但，并不是中国的消费增长慢，而是比重比较低。我个人认为，解决消费比重过低的办法在于改善一次分配，而不能过度强调二次分配。所谓改善一次分配，就是在生产过程当中将劳动报酬所占的比重提高。目前消费者、劳动者的报酬占比比较低，我觉得跟我们的经济金融结构有关，例如金融机构以大银行和股票市场为主，导致的结果就是劳动力相对密集的中小企业、农户得不到资金支持，抑制了他们的成长，从而抑制了对劳动力的需求，而这样劳动力的价格也被压低。此外，低收入阶层主要以劳动收入为主，消费倾向比较高，收入分配比重的这种结构性扭曲，导致这一人群收入相对较少，对消费也有抑制作用。此外，能得到资金的这些企业是大企业或者是富人，消费倾向较低，并且，这些人得到的资金价格偏低，是有补贴的，而补贴则来自于低收入人群，因为这些低收入者把资金存放到金融体系，却得不到金融服务。所以，结果是收入低的人去补贴大企业 and 收入高的人，当然会造成收入结构的不平衡。

要改善一次分配，要首先改善我们的金融结构。在中国这样的发展中国家，实际上，具有比较优势的产业以劳动密集的中小企业为主，金融结构也应该以能够服务中小企业为主的地区性中小金融机构为主。当然，并不是说我国不应该有大银行和股票市场，而是说，我们现在的金融结构和发达国家的金融结构应该有所不同，我国的金融结构应该更加注重服务中小企业。从这一角度出发，改善一次分配，增加低收入人群在国民收入中的比重，消费结构自然可以得到改善。当然二次分配也要进行，二次分配应该主要针对那些鳏寡孤独和临时性失业人群。

人民币国际化的冷思考

下面谈谈我对人民币国际化问题的看法。这个问题目前在国内外讨论都非常热烈。中国即将成为世界最大的经济体，将来也会变成一个高收入国家，加上我国人口在全世界当中的比重，中国肯定将会是全球最大的经济体和贸易体，人民币终有一天要变成储备货币。

但是，目前我们是不是就应该往这个方向上去做呢？或者，人民币国际化步伐应该如何掌握？我觉得我们还必须从我们是发展中国家这个现实出发，从我国人均收入按照购买力平价计算是美国的21%，按照市场汇率计算是美国的10%这一现实出发。我们一切政策的核心点，必须是如何不断地提高我国的人均收入，这是我们经济政策考虑的第一着眼点。考虑到这个政策着眼点，就会发现，如果目前加速人民币往储备货币方向去走，会有很大问题。

因为人民币要作为储备货币，第一，人民币必须完全可以自由兑换；第二，资本账户必须完全放开；第三，我国资本市场必须非常发达。而从这几点来讲，我国的条件均不成熟。我国金融结构不能过度偏重于资本市场，我国金融机构必须以地区性中小型间接金融机构为主，这有利于我国经济持续发展和改善收入分配结构。

如果人民币完全可自由兑换，资本市场完全放开，那可以想象，在未来十年、二十年内，短期投资性资本会充斥我国金融市场，不断地流进流出，扰乱我国金融秩序。我国三万多亿美元的外汇储备规模确实不小，但是如果相较于国际性投资资本来讲，这仍算是小数目。2011年年底俄罗斯在几个月之内就流失了超过1/3的外汇储备。中国作为一个发展中国家，肯定还有很多结构性问题存在，如果人民币完全可自由兑换，资本账户完全放开，那么完全有可能今天唱高中国，大量投机资金流入，人民币汇率上升较多，不利于经济增长，失业也会增加；而突然有一天唱衰中国，大量外汇流出我国，这样的大进大出不利于中国的发展。

所以我觉得我们必须实事求是。人民币资本账户的开放、人民币国际化的进程，必须立足于中国现实，不能把其作为当前主要目标。当前我国经济政策的主要目标仍必须是怎样创造有利环境，在外部环境相对不好的情况下



不能看空中国

仍保持内部的相对稳定，然后充分利用我国的经济发展空间，再维持 20 年或更长时间的快速增长，这样才有利于我们实现现代化的目标。

杜毅夫

论坛顾问、世界银行高级副行长、首席经济学家

2012 年 1 月 20 日

目 录

序 言	(1)
-----------	-----

第一章 世界看空中国？

2012 是终点还是起点	(3)
大动荡下的中国之忧	(24)
全球经济艰难复苏下的中国政策选择	(29)
需求转型：避免中国经济“硬着陆”	(34)
CF40 双周圆桌：国内经济的短期问题与中期风险	(61)

第二章 房地产崩溃？

房价会大跌吗	(71)
房地产市场与趋势	(81)
房地产形势与调控政策	(101)
2012 年房地产风险能否实现“软着陆”	(114)
CF40 双周圆桌：房地产市场调控与宏观经济风险	(119)

第三章 中国版“次贷危机”？

温州风险是否会演变成“中国版次贷危机”	(141)
多方合力解决中小企业融资困境	(151)
地方债务问题应当如何化解	(156)



基础设施投融资与地方政府融资平台规范发展	(164)
----------------------------	-------

CF40 双周圆桌：民间借贷、融资平台与金融体系建设	(174)
----------------------------------	-------

第四章 人民币贬值时代？

谁动了外汇市场	(199)
---------------	-------

人民币贬值包含中国忧虑	(211)
-------------------	-------

当前中国外汇形势变化总体利大于弊	(213)
------------------------	-------

人民币双向浮动以避免新“广场协议”陷阱	(218)
---------------------------	-------

第五章 中长期增长失速？

大国的挑战：2011—2020 年的中国	(229)
----------------------------	-------

中国经济是否经过了刘易斯拐点	(248)
----------------------	-------

影响中国经济增长的人口因素	(267)
---------------------	-------

从“规模红利”转向“制度和劳动生产率红利”	
-----------------------	--

——中国经济发展的第三个 30 年	(279)
-------------------------	-------

CF40 双周圆桌：中国经济增长放缓：争论与对策	(285)
--------------------------------	-------

第六章 做好顶层设计

改革需要顶层设计	(303)
----------------	-------

顶层设计和金融体制改革	(314)
-------------------	-------

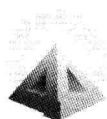
中国金融体系三大基础性改革	(319)
---------------------	-------

如何推动中国资本市场健康发展	(332)
----------------------	-------

CF40 双周圆桌：顶层设计与改革的动力	(348)
----------------------------	-------

附录一：中国金融 40 人论坛简介	(369)
-------------------------	-------

附录二：中国金融 40 人论坛组织架构与成员名单（2012 年） ...	(371)
--------------------------------------	-------



中国金融四十人论坛
CHINA FINANCE 40 FORUM

第一章

世界看空中国？



Chen Yuan Chen Yuan
Wu Xiaoling Wu Xiaoling
Qian Yingyi Qian Yingyi
Yi Gang Xie Ping Yi Gang Xie Ping
Jiang Chaoliang Jiang Chaoliang
Zhu Min Qin Xiao Zhu Min Qin Xiao
Li Ruogu Lin Yifu Li Ruogu Lin Yifu
Huang Qifan Hu Huabang Huang Qifan Hu Huabang
Yu Yongding Lian Ping Yu Yongding Lian Ping
Gaolian Guan Ping Gaolian Guan Ping
Weihua Fan Wenzhong Weihua Fan Wenzhong
Ge Fang Xinghai Jia Kang Ge Fang Xinghai Jia Kang
Li Fuan Liu Chunhang Li Fuan Liu Chunhang
Ba Shusong Bai Chongen Ba Shusong Bai Chongen
Jianing Yan Qingmin Jianing Yan Qingmin
Tao Zhou Daoxu Tao Zhou Daoxu
Long Guoqiang Ba Shusong Bai Chongen
Li Wei Jianing Yan Qingmin
Jianhua Ding Zhijie Jianhua Ding Zhijie
Chen Chao Chen Chao
Liu Yong Liu Yong
Xu Gang Xu Gang
Jiangchun Jiangchun

