

RISK?

YES

NO

危机 挑战 与 变革

未来十年中国经济的风险

张明 著

人民东方出版传媒

 东方出版社

YES

NO

危机 挑战 与 变革

未来十年中国经济的风险

张明 著

人民东方出版传媒
 东方出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

危机、挑战与变革：未来十年中国经济的风险 / 张明 著. —北京：东方出版社，2016.3
ISBN 978-7-5060-8973-9

I. ①危… II. ①张… III. ①金融风险—研究—中国 IV. ①F831.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 050702 号

危机、挑战与变革：未来十年中国经济的风险

(WEIJI、TIAOZHAN YU BIANGE; WEILAI SHINIAN ZHONGGUO JINGJI DE FENGXIAN)

作 者：张 明

责任编辑：郭 国

出 版：东方出版社

发 行：人民东方出版传媒有限公司

地 址：北京市东城区东四十条 113 号

邮政编码：100007

印 刷：北京汇林印务有限公司

版 次：2016 年 5 月第 1 版

印 次：2016 年 5 月第 1 次印刷

印 数：1—5000 册

开 本：710 毫米×960 毫米 1/16

印 张：20.25

字 数：258 千字

书 号：ISBN 978-7-5060-8973-9

定 价：42.00 元

发行电话：(010) 85924663 85924644 85924641

版权所有，违者必究 本书观点并不代表本社立场

如有印装质量问题，请拨打电话：(010) 85924602 85924603

本书献给张婉婷小姐

序 言

前有金融险滩

巴菲特曾经说过，只有在退潮之后，才能发现谁没有穿游泳裤。很可能，等到退潮之后，我们才会发现，大家都没有穿游泳裤。2007年美国次贷危机之后，发达国家的金融机构如同“多米诺骨牌”，一张一张地倒掉，那时，我们还在隔岸观火。中国经济进入新常态之后，潜在的金融风险会逐渐提高。

过去30年，中国经济尽管有起有落，但大致保持了较高的增长速度。眺望前路，中国的潜在增长速度将不可避免地放缓。在经济下行时期，存在多种内在的螺旋形下滑机制。比如，越是不肯采用积极的财政政策，经济增长就越慢；经济增长越慢，财政压力就越大。再比如，越是去杠杆，资产价格下跌越快；资产价格下跌越快，去杠杆的压力越大。如果低估潜在的金融风险，可能会导致准备不足、应对失措。

此外，金融体系的复杂程度较之10年前、20年前大为增加。影子银行的规模急剧膨胀、混业经营日益流行、金融体系的对外开放程度显著提高、互联网金融野蛮生长，而与此同时，金融监管框架却严重滞后，完全不适应新的形势。2015年以来，股市、汇率等的波动加强甚至相互强化，充分显示了国内金融市场内生传染性已经形成。

在过去的 30 年中，质疑中国经济、预言中国将会爆发金融危机的声音不绝于耳，但每一次悲观预言都会最终落空。原因何在？其实，并不是说中国已经做得十全十美。我们身在中国，深知中国经济的错综复杂，存在着各种弊端和瓶颈。但是，所有的人都已经注意到的问题，并不是真正的问题；真正的问题是没有预料到的问题。早在 20 世纪 90 年代，中国的银行体系就已经暴露出巨大的问题，从技术上讲已经资不抵债，但恰恰因为危机已经迫在眉睫，中国政府反而能够破釜沉舟、迎难而上、果断动手，通过注资、剥离不良贷款，以及后来的推动国有商业银行上市、改善银行治理结构等政策，较为有效地化解了潜在的风险。“成功是失败之母”，或许，正是由于这一成功的改革经验，使得人们会低估未来的金融风险。大部分人都不相信中国会出现流动性危机，理由是大的金融机构都是国有的，当出现流动性短缺的时候，政府无非是把钱从一个口袋，转移到另一个口袋。但是，中国出现局部的流动性危机并非绝无可能，当年的“钱荒”就是一例。如果再出现流动性紧张，我们还能轻易过关吗？大部分人都相信，从整体上讲，中国的资产大于负债，因此，财政状况仍然良好，即使出了问题，救助金融体系也有足够的实力。问题在于，西班牙和意大利的资产也大于负债，欧元区从整体来看资产也大于负债，但它们怎么会出现债务危机，而且银行危机到现在也无法化解呢？

经济学者的职责在于，对可能存在的潜在风险提出客观的分析。这会让经济学者的角色变得更不受人欢迎，总是像“乌鸦嘴”一样。“国家不幸诗家幸”，经济越是困难，值得研究的题目也就越多。“诗家不幸国家幸”，假如决策者对学者的预言能够听得进去，未雨绸缪，学者的预言可能就不会实现。

张明博士所在的研究团队是中国最好的宏观研究团队之一。早在 20 世纪 90 年代，这个团队就已经在关注中国的外汇储备是否过多的问

题。早在 2003 年，这个团队就已经提出人民币需要升值、人民币汇率应该更灵活。早在 2006 年，这个团队就已经建议中国的外汇储备应该采取更为积极的管理方式。早在 2010 年，这个团队就提醒，人民币国际化应该缓行，资本账户自由化的风险不容忽视。这个团队多次预言，中国的房地产市场和股票市场存在泡沫。1997 年，这个团队紧密跟踪了东亚金融危机。2007 年，这个团队就已经关注到起源于美国的金融危机。这个团队反复地研究当年日本的教训、20 世纪 30 年代大萧条的教训、国际金本位制兴衰的教训，希望能够以古鉴今，从别人的失误中汲取经验和教训，少走一些弯路。

张明博士在这本财经评论集里，记录了他过去 3 年内的主要媒体文章。他预测了美联储的政策走势，及其可能对中国带来的冲击。他谈到“一带一路”中应注意各种潜在的风险。他分析了中国金融体系中的潜在风险点，并提出了可能化解风险的各种手段。他的预言或许不会实现，最好不会实现，但总是要有人保持冷静和客观的立场，带点忧患意识，为我们讲出来可能出现的风险。“知我者谓我心忧，不知我者谓我何求。”政策从来不是完全由学者的观点决定的，历史是交汇在一起的混流。张明博士的这本财经评论集，和他之前的几本文集一样，最大的价值无非在于立此存照。我们来过，我们见过，我们评论过。



2016 年 4 月 12 日于纽约

自序

2009年，我出版了第一本财经评论集《觉昨是而今非》。2012年，我出版了第二本财经评论集《全球危机下的中国变局》。按照每三年出一本财经评论集的写作计划，2016年将是我的第三本财经评论集问世之时。

随着时间的推移，我的分析框架逐渐成熟，财经评论的分析重点与写作风格也不断变化。最近几年，我的写作大致具有如下特点：第一，分析重点从国际金融问题逐渐转向中国金融问题，尤其是关注金融系统性风险与资产证券化；第二，我参加的宏观经济政策辩论已经开始由人民币国际化与资本账户开放等问题，转为中国货币政策等问题；第三，我开始更加关注中国经济增长的中长期动力问题；第四，我越来越少接媒体的约稿，而是主动给媒体写系列评论文章。而手头这本评论集，就忠实地反映了我的上述变化。

2013年夏天，我到上海浦东万豪酒店参加上海金融与法律研究院的一个会议，期间《东方早报之上海经济评论》的编辑郑景昕找我喝咖啡，邀请我在他们那里开一个专栏。我就萌发了开设新专栏并撰写一系列分析中国金融系统性风险的文章的想法。两人一拍即合，一写就是

九篇。我后来把这九篇文章汇集为一篇长文，题目就叫《九论中国金融系统性风险》，这篇文章在圈内引发了一定反响。

2013 年秋，我与中国社科院世经政所的博士生邹晓梅、博士后高蓓组成了一个开展资产证券化研究的小组。其实，我早在 2005—2006 年就对资产证券化进行了初期研究，并在 2006 年与古川令治先生合作出版了《资产证券化手册》。但由于美国次贷危机的爆发中断了中国国内的资产证券化实践，我就中止了这方面的研究。到 2013 年下半年，我发现在中国国内推动资产证券化的时机已经成熟，尤其是随着利率市场化压缩了商业银行利差、潜在增速下行导致商业银行体系不良贷款率上升之后，商业银行会日益依赖资产证券化来提高资产周转率，正所谓“盘活信贷存量”。迄今为止，我们团队已经完成对美、欧、日等发达经济体资产证券化经验的梳理、对资产证券化研究文献的综述、对中国资产证券化实践的述评以及资产证券化影响商业银行利润率与经营风险的定量研究，可谓成果斐然。在《上海经济评论》的专栏结束对金融系统性风险的讨论之后，我就以这些研究为基础，撰写了关于资产证券化的专栏文章。

在中国社科院世经政所这个宏观重镇，不参加宏观经济讨论几乎是不可能的。近年来，我参加的宏观经济讨论有三点值得一提。一是从 2012 年开始，我旗帜鲜明地反对中国央行在当前形势下加快资本账户开放的做法。在各种不同的公开与内部场合上，我作为反方，与正方的官员以及学者进行了多次讨论。对于资本账户开放这种重大事宜，讨论得越充分越好。后来的政策走势表明，有关当局还是比较充分地吸收了正反双方的观点。二是从 2014 年下半年起，我对央行定向宽松的政策举措表示质疑，认为迟早央行会转向全面宽松。在这一方面的讨论上，我在 FT 中文网上发表的 3 篇文章构成了一个有机整体。《中国货币政策的难以承受之重》指出，财政政策不发力，把宏观调控的压力推给了央

行，给央行造成了很大麻烦。《当前中国政府应采取什么样的金融政策组合》指出，定向宽松政策由于具有透明度差、对预期影响能力弱、增强了央行与其他部门的冲突等问题，效果不一定好，全面降准与全面降息才是更明智的选择。《全面降准的概率正在上升》指出，当前（2014年10月底）已是央行全面降准或降息的时间窗口。从2014年11月起，央行开始进入全面宽松周期，这验证了我之前的观点。三是从2014年底至2015年6月，中国股市快速攀升，而在2015年6—7月，中国股市出现暴跌。我的几篇文章讨论了股市为何暴涨、为何暴跌，以及股市涨跌与企业去杠杆之间的联系。在股指爬上5000点之时，我的文章《牛市还能持续吗？——从四个故事说起》提示了股市可能大幅震荡，尤其是创业板与中小板可能剧烈调整的风险。

虽然近几年我研究的中心已经转为中国宏观金融问题，但我依然对国际金融形势的变化持续关注，这是因为，国际金融与国内金融是不分家的。这几年我比较关注世界经济的长期性停滞以及主要发达国家货币政策的分化等问题。本书中选取的文章主要关注了美联储货币政策的变化以及引发的全球震荡、全球停滞与分化中暴露的新风险、希腊主权债务危机的最新走向等。讨论中国金融系统性风险离不开对全球经济的研判。我始终觉得，如果中国爆发金融系统性危机的话，那么危机的扳机性因素很可能是外生性冲击。

在序言的结尾，照例又是致谢的部分了。第一，感谢我的博士导师余永定老师与硕士导师何璋老师，他们不仅帮助我塑造了自己的经济学分析框架，而且在做人做事方面给我做出了持续的表率。第二，感谢我所在的研究机构——中国社会科学院世界经济与政治研究所，这个国内外享有盛誉的机构既给了我一个从事学术与政治相结合研究的绝佳平台，又给我提供了一个宽松自由的研究氛围。由于师友数量众多，我就不一一感谢了，感谢世经政所所有领导与同仁对我一直以来的大力支

持。第三，感谢诸位媒体的朋友，特别是《上海经济评论》的郑景昕、FT中文网的徐瑾、《彭博商业周刊》的赵继成、《中国外汇》的荣蓉与孙艳芳、《中国金融》的赵艳芳与许晓萍、《财经》的李华芳、《人民日报》的强薇等。你们的鼓励与敦促是我持续写作的动力。第四，感谢我的同学、师兄姐妹与挚友们，我们一起度过的欢乐时光，是我从事枯燥工作的一大慰藉。

最后，感谢我的父母、岳父母与妻子。他们用自己的辛劳给我创造了一个进行学术研究的良好氛围，我需要不时在做研究与陪家人之间进行痛苦的权衡，而他们对此完全理解与支持。感谢我的宝贝女儿甜甜，我把这本汇聚了过去3年财经评论的著作，题献给她。

张明

2015年7月15日

目 录

序 言 前有金融险滩 // I

自 序 // V

上篇 全球宏观经济：停滞、分化与动荡

国际金融体系的改革与重建 // 003

改革国际货币体系，难度不小 // 009

结构调整应成为下阶段世界经济主旋律 // 019

主要大国应对危机的策略比较及危机演进的前景展望 // 023

发达国家货币政策大分化 // 029

强势美元对全球经济影响几何 // 033

欧元汇率有望趋势性走弱 // 037

汇率战与贸易战阴影正在重新袭来 // 041

警惕美联储加息可能引爆新一轮汇率战 // 045

本币贬值是天使还是魔鬼 // 049

金砖与灵猫为何沦为“脆弱五国” // 053

新一轮新兴市场动荡的溯源与展望 // 057

在希腊问题上德国人做错了什么 // 065

欧洲主权债务水平缘何创出新高 // 069

卢布汇率剧烈波动的原因及对中国金融改革的启示 // 073

全球金融市场近期为何剧烈调整 // 079

为何不会爆发新一轮国际金融危机 // 083

当前全球经济的四大特点及其对中国经济的冲击 // 087

中篇 中国宏观经济：潜在增速下行、金融风险上升

探寻中国经济的中长期增长动力 // 093

中国经济新常态：内涵与展望 // 103

畅想中国梦：人民币国际化与国际货币体系改革 // 109

中国对外经济战略升级版应该关注的几个问题 // 115

直面一带一路的潜在风险 // 119

如何防范金融开放进程中的潜在风险 // 125

加快资本账户开放的八大迷思 // 133

城镇化迷局 // 139

短期资本流动与中国货币政策 // 143

银行间市场“钱荒”的根源及政策涵义 // 151

钱去哪儿了 // 155

影子银行下一步 // 159

- 警惕互联网金融行业的潜在风险 // 165
- 当前中国政府应采取什么样的金融政策组合 // 171
- 中国货币政策的难以承受之重 // 175
- 如何走出当前的宏观经济困境 // 179
- 全面降准的概率正在上升 // 183
- 资本外流与人民币贬值 // 187
- 人民币汇率形成机制改革的进展、问题与建议 // 193
- 人民币汇率改革背景下的人民币国际化：进展与问题 // 199
- 中国出现通货紧缩了吗 // 207
- 温州企业家为什么跑路 // 211
- 如何破解温州融资连环套 // 215
- 股市何以至此，将去向何方 // 219
- 牛市还能持续吗——从四个故事说起 // 223
- 反思股市震荡中的傲慢与恐慌 // 229
- 企业去杠杆与中国股市涨跌 // 237

下篇 中国金融系统性风险及其化解手段

- 中国私人部门的系统性风险：高杠杆与房地产 // 245
- 同业借贷已成为金融系统性风险的主要结点 // 249
- 未来十年中国主权债危局 // 253
- 中国会出现经常账户逆差吗 // 257
- 风险是如何在部门之间传染的 // 261

濒临失效的传统风险减震器 // 265

中国金融危机爆发的可能路径 // 269

未来十年中国经济面临的两大陷阱 // 273

如何应对中国金融系统性风险 // 277

日本管理金融系统性风险的经验教训 // 281

何为资产证券化 // 285

资产证券化的三个核心概念 // 289

流行的资产证券化产品 // 293

资产证券化为何会迅速崛起 // 297

美欧日的资产证券化道路有何不同 // 301

未来十年中国资产证券化大有可为 // 305

上 篇

**全球宏观经济：
停滞、分化与动荡**

