

中国五金网

困境与突破

25位著名经济学家 对当前金融形势的思考

[illegible]

UPCOMING BREAKTHROUGH
IN CHINA'S
FINANCE DILEMMA

25位著名经济学家
对当前金融形势的思考

中国金融
困境与突破



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

北京

图书在版编目 (CIP) 数据

中国金融困境与突破——25 位著名经济学家对当前金融问题的思考/王建等著
北京: 中国经济出版社, 2012.3

ISBN 978 - 7 - 5136 - 0531 - 1

I. ①中… II. ①王… III. ①金融—研究—中国 IV. ①F832

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 214812 号

责任编辑 聂无逸

责任审读 霍宏涛

责任印制 常毅

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 710mm × 1000mm 1/16

印张 16

字数 225 千字

版次 2012 年 3 月第 1 版

印次 2012 年 3 月第 1 次

书号 ISBN 978 - 7 - 5136 - 0531 - 1/F · 8750

定价 39.00 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

本书作者全阵容：（按书中先后顺序）

王 建 向松祚 樊 纲 王湘穗 李稻葵
梅新育 余永定 周其仁 贾 康 巴曙松
易宪容 宋国青 周天勇 郭树清 魏加宁
李 扬 王国刚 王松奇 肖 耿 周小川
张燕生 钟 伟 吴晓灵 厉以宁 黄益平

编委委员：（按照参与重要性顺序）

田 云 师瑞娟 李 娜 田崇英
杨才勇 赵晓玲 王 丽 乔亚妮
张丽娟 张泽川 张晓丹

策 划 人： 聂无逸

出品单位：中国宏观经济信息网

序 言

自 1979 年以来，中国已经经历了 30 多年的改革、开放和发展，金融领域随着中国经济的巨大变化，也发生了很大变化。但不可否认的是，由于金融是经济的核心，从稳步推进中国市场化进程的要求出发，金融领域是到目前阶段在体制改革方面最滞后的部门了，以至于中国经济在今天面临的诸多难题都与金融问题有关，而金融业自身发展中的许多难题甚至是困境，更与金融领域的改革滞后直接相关。

更重要的是，自新世纪以来新全球化的发展，特别是 2007 年美国次债危机爆发以来，世界经济与金融体系正在经历着前所未有的动荡，由于今天的中国经济已经深深融入世界经济体系之中，以不变的金融体制应对激烈变化的世界经济格局，就使中国政府在进行宏观调控的时候，越来越力不从心了。

比如，利率是重要的宏观调控工具，但是由于有国际热钱的存在，中国政府在为紧缩宏观需求而加息的时候，却往往由于与国外利差拉大而引来更多热钱，从而引起更多货币投放，这与加息的目的恰是相反的，这就大大限制了利率手段的使用，也使中国以国内经济为目标的宏观调控过程，不能独立于国外完成。

再如，2001 年时，中国的外汇储备才刚刚过 2000 亿美元，但是到今天已经超过了 3.2 万亿美元，因此早在新世纪初，外汇占款投放的货币就

已经成为了全部货币投放的原因，并且大大超过了经济增长对货币的需要。这么庞大的多余人民币投放怎么收回来，现在已经成了一大难题，而庞大的外汇储备集中掌握在国家手里，怎么才能在外部货币与金融市场的剧烈波动中保值、增值，是更大的难题。

对国内经济来说，金融领域里所面临的问题与难题就更多了，在此很难全面列举。我们仅看 2010 年四季度到目前为防通胀所进行的货币紧缩过程，就能看出其中的许多大问题。从发达市场经济国家的历史经验看，紧缩货币而防通胀，应该在半年到 9 个月就看出效果，但是从 2010 年 10 月份开始紧缩后，直到 2011 年 6 月消费物价还在上涨，其后到 10 月份的 4 个月内，物价水平虽然回落，幅度却很有限，直到 11 月才出现了明显回落。其回落周期超过一年是中国的特色吗？好像又不是，因为 2004 年也曾进行过一次以防通胀为目标的货币紧缩，从 5 月开始到 10 月份就见到效果了。但是这次见效的时间却远长于上次，那么是什么机制发生了变化呢？至少目前是没有答案的。此外，货币紧缩的同时，却出现了大量银行内资金流出，以及地下钱庄高利贷泛滥的情形，银行紧缩贷款，得利的不是物价，却是地下钱庄，受害的是大量中小企业，这种情况说明，即便银行的主体是国企，政府也不能全面掌控金融活动。

现在大家都已认识到，当代中国金融业的难题必须用改革体制来解决，但是如何改似乎意见仍没有统一。意见难以统一也有深刻原因，因为中国在 30 年改革中，其他领域的市场化改革基本是参考现代市场经济国家做的，但是美国次债危机的爆发却说明，现代高度市场化的金融体系中蕴涵着重大缺陷，这就让中国的金融体制改革不能随便照搬，而是必须进行大量取舍。

但是取什么、舍什么呢？西方国家银行的混业经营应不应该学？衍生金融产品应不应该鼓励发展？利率市场应不应该搞？人民币国际化与开发中国资本市场的步子应不应该迈？这些问题由于发达市场经济中的金融体系出了大毛病，使中国金融体制的改革一下子失去了参照物，因此改革的难度就比以往任何领域中的改革都大了。

以上说的这些只是我个人的浅见，中国宏观经济信息网联合中国经济

出版社推出这本书的目的，就是把站在中国经济思想最前沿的一部分学者对金融问题的思考，能够汇集起来，保留下来，让所有对这方面问题感兴趣的中国人，能够更方便地了解当代中国金融领域中的困难是什么，希望在哪里，并唤起广大有识之士对中国金融重大问题的思考、关注和讨论，从而推动与促进社会共识，推进中国的经济发展。中国宏观经济信息网是中国宏观经济学会的下属单位，对经济现实问题的研究和学术普及始终抱有很高的热情。他们再三恳请我这个秘书长来作序，我虽不是专门研究金融问题的学者，但被他们的情感和真诚所感染，只好勉强对读者说几句我对这方面问题的看法。是为序。

中国宏观经济学会 王建
2011 年 12 月

目
录 Contents**第一部分 国际金融动荡——中国的危机与困境****王建：美股暴跌与美国次债新危机前景分析**

——新美债危机已经开场，中国须及时调整政策方向 / 003

向松祚：全球经济危机和经济科学新思维

——这场危机告诉我们必须彻底转向完全崭新的宏观经济思维来解释
人类经济 / 013

樊纲：欧美经济不会二次探底但会保持长期低迷

——欧美经济放缓长期化对我国外贸增长的影响 / 025

王湘穗：经济危机尚未过去 全球格局已然变化

——美欧两分天下的格局已经改变，多极化的雏形出现 / 031

李稻葵：世界经济下一轮危机或来自美国

——当前世界表现出来的危机在欧洲，但更大危机在美国 / 039

梅新育：欧债危机可能给中国带来三个层面的机遇

——欧债危机为我们带来国家、企业、个人三个方面的机遇 / 045

余永定：后危机时期的全球公共债务危机和中国面临的挑战

——中国外储正遭受美债价格下降与美元贬值的双重打击 / 063

第二部分 国内金融风险——通胀、地方债、房产泡沫**周其仁：货币超发是通胀根源**

——物价总水平上涨是因为流通中钱的总量太多 / 075

王建：紧缩型货币政策不抑通胀抑增长

——本轮通胀不是货币供给过量的结果，因此紧缩型的货币政策无效
/ 081

贾康：打造地方税务体系 防范地方债务风险

——中国的省以下并没有真正进入分税制状态才是地方财政问题的病根 / 089

巴曙松：地方债务问题应当如何化解？

——流动性问题将会成为未来几年地方债务的重要风险 / 097

易宪容：中国房地产信贷风险有多大？

——房地产业下隐藏着政府融资平台、产能过剩、房地产信贷三大风险 / 107

宋国青：低利率引发高房价

——房贷利率的歪曲导致中国房价偏高 / 115

周天勇：房地产调控如何走出两难困境

——延长使用年限、确立近似产权、土地平等准入、废除招拍挂 / 119

第三部分 有形之手的调控艺术——油门？刹车？

郭树清：宏观政策进与退

——财政政策发挥作用的余地更大更重要 / 129

魏加宁：民间借贷的风险评估与治理

——民间借贷总体风险可控，信贷调整应向民营、中小企业倾斜 / 137

李扬：影子银行体系发展与金融创新

——加强影子银行监管是我国金融业健康发展和稳定的先决条件 / 143

王国刚：央行资产负债掣肘货币调控

——央行的货币政策调控能力较弱，措施较少，效果也常常不能如意 / 149

王松奇：宏观调控应避免“反应过度”倾向

——当前经济中存在的多种问题是前期宏观政策“反应过度”的后遗症 / 167

肖耿：加息为什么这么难

——货币政策应更注重调价格，数量则以平稳为准 / 173

第四部分 为金融体系“刮骨祛毒”——进入金融调整新周期**周小川：关于推进利率市场化改革的若干思考**

——选择具有硬约束的金融机构，在一定程度上把财务软约束机构排除在外 / 183

张燕生：扩大资本输出打造中国的全球生产体系

——扩大资本输出，实现外汇储备多元化管理，创造多元化出口需求 / 191

余永定：人民币国际化需重申来时路

——推进人民币国际化必须考虑当前国际金融形势和国内金融改革现状 / 201

钟伟：国际货币体系的百年变迁和远瞻

——彻底的货币自主权毕竟仅是一种昂贵的理念 / 211

吴晓灵：让金融回归服务业

——金融业的本质是服务业，金融改革的核心是使其回归本质 / 223

厉以宁：将小微企业划分出来定做金融服务体系

——为小微企业量身定做金融服务体系，减轻小微企业赋税 / 229

黄益平：推进市场化应对金融风险关键发展债券市场

——中国金融风险不能忽视，资本市场改革和发展是关键 / 235

专家简历 / 239

国际金融动荡

——中国的危机与困境

第一部分

中国金融困境与突破



UPCOMING BREAKTHROUGH IN CHINA'S FINANCIAL DILEMMA

美股暴跌与美国 次债新危机前景分析

——新美债危机已经开场，
中国须及时调整政策方向

王建

中国宏观经济学会副会长、秘书长，研究员，国务院授予的“国家级有特殊贡献的专家”。国家“十一五”、“十二五”规划专家委员会委员。

两年前我说过，2009、2010 年都没有问题，但是 2011 年要出大问题，去年末我又写文章说 2011 年 7 月以后美国会爆发新一轮次债危机，现在看我说对了，而美股 8 月初以来出现的连续暴跌，就是美国开始进入新一轮金融危机的警号。

美股暴跌的真实原因

有人问我，你不是说危机会在 7 月出现吗，怎么到 8 月初才发生美股暴跌呢？其实这些人没有注意到，美股的这一轮下跌是从 7 月 22 日以后开始的，从 7 月 23 日到 8 月 4 日美股开始暴跌前的 8 个交易日，道指已出现了罕见的“八连跌”，已累计下跌了 6.8%。如果说“八连跌”是新次债危机的序幕，那 8 月 3 日以后的 3 次暴跌，就是新次债危机正剧的开场了。

大家之所以没有注意到危机从 7 月下旬开始露头，是因为注意力都被闹得沸沸腾腾的美国国债上限问题和欧债问题吸引过去了。其实这两个问题根本都不是问题，拿国债上限问题来说，事关美国经济的生死线，两党、两院谁也不敢拿这个事情开玩笑，通过提高上限的决议本来毫无悬念。如果要讨论美国国债问题，更应该讨论的是增发的这两万亿美元国债谁会来买，因为即使美国国会批准美国财政部可以再多发十亿美元的国债，没有人买这个国债上限还是白提高。以往时候，美国国债的六成以上是由美国民间的机构与居民买走的，但是 2010 年以来就已经开始卖不动了，这是迫使美联储搞 QE2 的根本原因。所以在美债问题上真正要命的问题，是越发越多的美债谁来买的问题，放着这样的问题不讨论，却把一个

不是问题的美债上限问题拿来炒，显然就是为了转移人们的视线。

欧债问题也是如此。美国先是用手中的三大评级公司打掉欧元区部分国家的主权债务信誉，又是用手中的媒体机构把欧债问题夸得比天大，其实欧洲经济比起美国来要健康得多。一般用当年新发国债与累积国债对GDP的比率来衡量经济的健康程度，而2010年的情况是，从新发国债看，欧元区是4%，日本是6%，美国是10%。从累积国债看，欧元区是85%，美国是100%，日本是200%，显然不管怎么看都是欧洲经济最健康，而且直到目前国债让美国评级公司已经降到垃圾级别的几个欧元区国家，一个也没有发生债务违约问题，凭什么你美国就是三A级，人家就得是三C级呢？更可笑的是在8月2日美国通过债务上限后，本来似乎已经是乌云散尽了，却来了个8月4日的美股暴跌，在解释原因的时候，竟然又把欧债问题拉出来说话，说是欧债问题引起美股暴跌，但为什么当天欧股反而跌得比美股还浅呢？比如英、德的股市都是下跌了3.4%，法国股市下跌了3.9%。

有人说美股暴跌是因为标普下调了美国的主权信用级别，但标普调级是在8月5日，暴跌却发生在8月4日，更何况前面还有个“八连跌”。

总之，对美股暴跌的原因有各种不同的解释，而在我看来都是牵强附会，我之所以能准确预测美国经济在2011年7月以后会出大事，根据是美国在次债危机爆发后，庞大的有毒资产并没有得到处理，而是被掩盖和冻结起来，因此一旦冷冻期过去，又面临必须清偿的时候，这些有毒资产就会重新“发酵”，成为压垮美国金融机构的重负。不仅如此，美国庞大的衍生金融资产的基础，是美国金融体系对美国实体经济23万亿~24万亿美元的贷款，是这些房贷、汽车贷款、学生贷款和信用卡贷款被美国金融机构证券化后又被衍生化，才形成了数百万亿美元的衍生金融资产，所以一旦底部垮了，盖在上面的这座衍生金融大厦必然会跟着垮下来。

在次债危机第一次爆发时，到2008年底，在美国大约5千万个用贷款买房的家庭中，有200万个家庭出现了债务违约，当时主要是借“次贷”的低收入家庭还不起房贷，所以才叫“次贷危机”。但是到去年末，由于美国经济在危机爆发后复苏始终乏力，失业率重新回升，居民收入萎缩，

所以发生房贷违约的家庭已超过 500 万个，并且在 2010 年 9 月新增房贷违约家庭首次超过了 10 万户。而且由于房价下跌超过 40%，致使 85% 的房贷借款家庭，其贷款已高于房价，所以有美国机构统计说，大约有 2000 万个房贷家庭已经不想继续背房贷了，反正当时在借房贷时首付很少，甚至可能没有首付，把这些用贷款买的房子扔给银行对自己更有利。所以，如果美国有 2500 万个家庭，即超过一半的房贷家庭要发生房贷违约，超过一半的衍生金融泡沫就得跟着破灭，美国庞大的衍生金融大厦就非倒不可，从而对美国的金融体系形成毁灭性打击。因此目前的情况已经比爆发次债危机的 2007、2008 年要危险很多了。

问题还在于，一个标准的衍生金融合约一般是 5 年，所以在 2007 年爆发次债危机时发生违约的金融资产，应该是在 2002 年签的，而 2005 年以后美国才进入衍生金融产品疯狂增长的高峰期，而 2009—2010 这两年由于美国冻结了有毒资产的清算，所以到目前这个阶段开始必须进行清算的时候，到期的有毒资产规模就会比 2007 年时要大得多。而我说 2011 年美国的危机会在 7 月出现，根据也是上次就是在 7 月发生了金融合约集中到期而不能兑现，所以推测 7 月应该是金融合约集中到期的一个重要时点。

我说的这些许多还是根据情况推测的结论，而没有相关的新闻报道来印证，因为美国的主流媒体都在华尔街的金融大佬们手里，在 2009 年初以后，我们在美国的新闻报道中，就再也见不到那些在上次危机中形成的庞大的有毒资产的身影，但是我们却知道，日本在资产泡沫破灭后的 15 年里，曾经有大量的、不断的关于处置以及应该如何处置有毒资产的报道。

然而这样天大的矛盾，想藏又怎么能藏得住呢？美国的金融机构因为最了解内幕，所以到危机袭来时已经知道这场危机难以化解，所以就开始抛售股票套现，这才是这场股市暴跌的真实原因，也通过股市暴跌这个现象，暴露出一点狐狸尾巴。比如，8 月 4 日在美国股市暴跌中，领跌的就是银行股，其中，美国银行下跌了 20%，摩根斯坦利下跌了 14%，AIG 下跌了 10%，当天的下跌中，其他板块还有红有绿，只有银行股全部是绿盘报收。那我们可以想想，在 7 月到 8 月初这段时间，除了在讨论美国的国债上限会有什么负面影响，当时有什么负面消息会使美国的银行股

发生暴跌呢？消息当然有，但是没有披露，而是被华尔街的金融家们深深地掩盖起来，而且还拿美债、欧债问题来转移公众的注意力，而他们这样做的目的，就是要掩盖真相，以免市场在获得真相后会发生对美国金融资产的更大规模抛售，就是要用“信息不对称”的手段，好使自己跑得更顺利。

在这场暴跌前还有一些迹象也在说明新危机即将到来，就是美国政府在7月份再次提出要对美国公司汇回国内的利润大幅度减征所得税，从35%减到5%，据说可以吸引回来3千亿美元，而这个做法只是在2008年次债危机爆发最严重的时候才采用过，所以这个举措也显得奇怪，因为危机爆发时才会采取的措施，又何以会在没有危机的时候被拿出来用呢？答案只有一个，那就是潜在的危机已经可以看得很清楚，必须赶紧采取对冲措施了。

如果减税是财政政策，在这场暴跌发生前，货币政策也已经登场了。新千年以来到次债危机爆发前，美国广义货币M2的年增加额在3700亿美元左右，次债危机爆发后为了救市，2008年美国的广义货币M2猛增了7500亿美元，其后的2009和2010年分别只增加了2900和2800亿美元，但是从2010年末到2011年7月25日，M2却突然从8.82万亿美元猛增到9.32万亿美元，即7个月内就投放了5000亿美元，月均投放量达到714亿美元，已经超过了2008年月均625亿美元的救市水平。其中，在6月20日到7月25日这一个月出头的时间里，就集中投放了2480亿美元，是前7个月全部投放量的一半，而在2008年时的最大月度货币投放额也没有超过2千亿美元。请问假若没有爆发大危机这种做法正常吗？但为什么又被所有媒体“忽略”了呢？如果不是美联储必须循例按时公布美国的货币数据，这样大的情况变化我们也追踪不到。美联储这样大规模的投放货币，加上从7月23日开始的美国股市“八连跌”，我们不难猜到美国在7月前后这样大规模地投放货币，是在为那些重陷债务泥沼的美国金融机构紧急“输血”。