



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

价格的逻辑

谢平 管涛 黄益平 魏加宁

阎庆民 袁力 钟伟

主 编



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

价格的逻辑

谢平 管涛 黄益平 魏加宁
阎庆民 袁力 钟伟



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

北 京

图书在版编目 (CIP) 数据

价格的逻辑 / 谢平等主编. —北京:

中国经济出版社, 2011. 4

(中国金融四十人论坛)

ISBN 978 - 7 - 5136 - 0657 - 8

I. ①价… II. ①谢… III. ①金融—

研究—世界 IV. ①F831

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 045572 号

责任编辑 乔卫兵 张梦初

责任印制 石星岳

封面设计 华子图文设计有限公司

出版发行 中国经济出版社

经 销 者 各地新华书店

承 印 三河市佳星印装有限公司

开 本 787mm × 1092mm 1/16

印 张 27.5

字 数 420 千字

版 次 2011 年 4 月第 1 版

印 次 2011 年 4 月第 1 次印刷

书 号 ISBN 978 - 7 - 5136 - 0657 - 8/F · 8804

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 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

中国金融 40 人论坛书系编委会

主 编：谢 平 中国投资有限责任公司副总经理
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研究部
副部长
阎庆民 中国银行业监督管理委员会主席助理
袁 力 中国保险监督管理委员会主席助理
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：张 斌 廉 薇

编 辑：欧阳觅剑 耿丽颖 王 勋

序 言

此次国际金融危机爆发以后，为应对危机的冲击，发达国家纷纷采取量化宽松的货币政策。危机过后，由于发达经济体复苏缓慢、失业高企，纷纷实行第二轮量化宽松政策，造成全球流动性泛滥，大量资金涌入包括中国在内的新兴市场经济体，带来本币升值、资产价格上涨及通胀水平提高的压力。

为了应对此局面，中国采取了多种政策手段。一是发挥价格机制的引导作用。2010年10月和12月、2011年2月三次上调金融机构存贷款基准利率，并继续推进人民币汇率形成机制改革。二是综合运用法定存款准备金率和央行票据等数量型对冲工具，抑制流动性过剩。三是加强外汇管理，坚决打击“热钱”流入。这些政策起到了积极的效果。

宏观经济政策有四大目标，分别是经济增长、充分就业、物价稳定和国际收支平衡。前三个目标中国政策执行的效果都非常好。经济增长方面，2001年到2010年的十年间，我国GDP年均增长10.5%；就业方面，过去十年城镇新增就业平均每年达到1000万；物价方面，虽然现在有一定通胀压力，但过去十年我国CPI平均增速2.2%。第四个目标，我国国际收支方面不平衡问题较为突出，顺差还比较大，外汇储备规模增长较快。这就是为什么“十二五”规划提出国际收支趋向基本平衡的要求。趋向基本平衡并不意味着压出口，我们要更加重视进口在宏观调控和结构调整中的重要作用。这一思路实际上是符合科学发展观的。“十二五”规划的主题就是科学发展，主线就是加快转变经济发展方式。

另外，从2009年G20匹兹堡峰会开始，包括中国在内的20国领导人都共同支持了一个增长框架，这个框架叫做“强劲、可持续和平衡增长”



框架。面对当时由于金融危机造成的衰退和增长乏力，各国领导人要求通过各项政策实现经济强劲增长，同时也要求增长模式是可持续的。可持续的含义就包括了发达国家和发展中国家在资源、环境、碳排放等领域的可持续。同时各国领导人还强调，增长模式应当是平衡的。平衡就意味着，赤字国家与盈余国家在发展中实现更为平衡的关系。总体而言，经济增长要能够长期持续下去，就一定要是强劲、可持续并且平衡的增长。

可以说，“十二五”规划的科学发展、转变经济发展方式的主题和主线，与 G20 共同提倡的“强劲、可持续和平衡增长”框架之间，有一个巨大的交集（即两个集合的重叠部分）。前者是中国模式，也是我们的指导思想。后者是 G20 这个当前全世界最重要的经济治理平台上，各国领导人经过认真研究和长期讨论所形成的框架。两个思维模式中存在很大的交集，这个交集就是我们和世界其他主要国家增长框架的共同之处。扩内需、调结构、减顺差、促平衡，则是这个交集中最核心的部分，也是应对当前国内形势和国际上发达国家量化宽松货币政策的关键。

本书集结了中国金融 40 人论坛成员近一两年对于利率、汇率、物价、资产价格等问题的思考成果，希望能为读者理清价格的内在逻辑，以帮助读者更好地认识利率与汇率改革、通货膨胀与资产价格泡沫风险等问题，更深入地理解市场经济的运行规律。

是为序。

易纲

2011 年 3 月 29 日

目 录

序言	(1)
----------	-----

第一章 “货币战争”席卷全球

似曾相识的货币战	(3)
中美汇率战的成因与发展	(10)
从“贸易战”到“货币战”	(18)
量化宽松下的国债危机	(23)
债务换债务的游戏及其风险	(26)
量化宽松环境下的政策及市场走向	(29)
CF40 双周圆桌:汇率争端下的国际压力应对	(40)

第二章 通胀威胁中国经济

结构性通胀还是全面通胀的开始	(65)
货币、流动性与通货膨胀	(98)
工资上涨、刘易斯拐点与通胀压力	(109)
大宗商品价格走势及对通胀与增长的影响	(122)
转型中的通胀风险与货币政策	(150)
CPI 走势与金融紧缩政策节奏成为关键变量	(174)

第三章 资产价格上涨风险

中国经济面临的主要风险是资产价格泡沫	(187)
--------------------------	-------



资产价格与通货膨胀预期的关系	(194)
货币政策如何应对资产价格波动	(205)
挡得住的货币,挡不住的房价	(232)
房地产市场与调控政策分析	(235)
房地产调控与房地产税	(247)
如何避免重蹈日本泡沫经济的覆辙	(252)
CF40 双周圆桌:通货膨胀与资产泡沫风险	(260)

第四章 遏制通胀之策

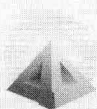
货币政策控通胀 结构调整稳增长	(279)
升值、加息与临时性的资本管制	(297)
对负利率的理解及对策	(315)
不让经济减速就难以控制通胀	(320)
更多利用汇率手段遏制通胀	(324)
把问题想简单了:用人民币升值来稳定物价	(327)
逐步弱化我国央行的准财政职能	(331)
2010-2011 年中国货币政策分析与展望	(348)
CF40 双周圆桌:宏观调控政策与资产价格应对	(362)

第五章 推进利率与汇率改革

应提高存款利率并启动市场化	(377)
中国利率市场化的路径	(381)
从汇率并轨经验看利率市场化改革	(384)
汇率政策应更加主动与灵活	(387)
克服“浮动恐惧”	(395)
短期参考一篮子货币 长期推进汇率改革	(403)
“外升内贬”背景下的人民币汇率改革	(410)

附录一:中国金融 40 人论坛简介	(423)
-------------------------	-------

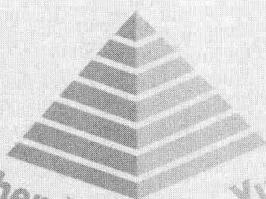
附录二:中国金融40人论坛组织架构与成员名单(2011年)	(425)
-------------------------------------	-------



中国金融四十人论坛
CHINA FINANCE 40 FORUM

第一章

“货币战争”席卷全球



Chen Yuan Chen Yuan
Wu Xiaoling Wu Xiaoling
Qian Yingyi Qian Yingyi
Yi Gang Xie Ping Yi Gang Xie Ping
Zhu Min Qin Xiao Zhu Min Qin Xiao
Jiang Chaoliang Jiang Chaoliang
Li Ruogu Lin Yifu Li Ruogu Lin Yifu
Huang Qifan Hu Huaibang Huang Qifan Hu Huaibang
Yongding Guan Ping Yongding Guan Ping
Gaolian Fan Wenzhong Gaolian Fan Wenzhong
Fang Xinghai Jia Kang Fang Xinghai Jia Kang
Fuan Liu Chunhang Fuan Liu Chunhang
Ba Shusong Bai Chongen Ba Shusong Bai Chongen
Jianing Yan Qi Jianing Yan Qi
Tao Zhou Tao Zhou
Gang

似曾相识的货币战

论坛理事 缪建民

历史是一面镜子

经济困难时期，通过货币贬值转嫁国内经济困难的这一幕在历史上总是一再上演。在“一战”后，欧美主要国家的货币均恢复了金本位，但当时英镑兑黄金的汇价定得较高，而法郎兑黄金汇价严重低估，致使英国经济的竞争力受损，贸易赤字严重，大量黄金流向法国。在1929年经济危机发生后，英国、美国在1929-1930年经济出现了巨大困难，但汇价低估的法国经济在1929-1930年则相对稳定，巴黎游人如梭，商店生意兴隆。当时，德国失业人口450万，英国失业人口200万，美国失业人口则更多，而法国只有19万。法国人当时自豪地将此经济成果看做法兰西文明的成就，其实法国人只是享受了货币低估带来的好处。

迫于经济压力，1931年9月20日英国宣布放弃金本位，英镑急剧贬值，在随后几个月中又先后有25个国家脱离金本位。脱离金本位后，尽管世界其他地方还普遍存在通缩，但由于英镑贬值，英国很快结束了通缩，1932年物价就上升了2%。

英国脱离金本位、英镑贬值，挽救了英国经济于崩溃，但打击了坚持金本位的法国、美国等国家的经济，并使以英镑作为储备的国家如法国、瑞典、荷兰、比利时等遭受了十分惨重的损失。法国央行损失了1.25亿英镑，荷兰银行几乎损失了所有资本。由于担心这些坚守金本位的国家效仿英国，在欧洲大陆和美国有大量货币被兑换成黄金加以储藏，致使银行被挤兑、流动性



收缩、黄金外流，这迫使美联储不得不在 1931 年 10 月加息，把利率从 1.5% 加至 3.5%，这大大加剧了当时的通缩。

所以 1933 年 1 月罗斯福总统上任后，直白地说到，“我们被英国人耍了，现在我们应该做的比英国放弃金本位更极端，英国债务人还债比美国债务人轻松一半”。在此判断下，1933 年 4 月 18 日，罗斯福宣布放弃金本位，美元贬值，到 1933 年年底英镑兑黄金共计贬值 30%，美元则共计贬值 40%。

美元贬值，使美国经济重新获得了活力，当年价格回升 10%，物价上涨后利息支出负担及资金实际成本下降，企业愿意借贷并投资，消费者愿意消费。而美元则在经济恢复后自然反转，使罗斯福执政的第一任期 GDP 扩张 40%。可见在 20 世纪 30 年代的经济危机中谁先脱离金本位、谁的货币先贬值、谁的货币贬值大，谁就先得益，经济就先走出通缩、率先复苏。

中国曾为当时以邻为壑的国际货币体系付出过沉重代价

中国在 20 世纪 30 年代初流通白银货币，而中国的主要贸易国家实行的是金本位，1929 年经济危机后全球白银价格急跌，相当于白银货币相对于金本位汇率的贬值，这使中国出口取得了竞争优势。1930 - 1931 年，当西方国家正在经历巨大通缩压力时，中国不仅没有通缩，还有温和通货膨胀和经济增长。

但 1931 年 9 月 20 日英国等国家相继脱离金本位后，中国的白银货币尽管对美元还在贬值，但相对于英镑等货币大幅升值，这使中国的国际收支状况恶化，国内价格下跌，经常账户赤字扩大，经济出现衰退。

1933 年 4 月美国也脱离金本位，中国的白银货币相对于美元、英镑等主要货币全面升值。同时美国 1933 年的白银收购计划使国际市场白银价格在 1933 年几乎翻了两倍。白银价格大幅上涨、汇价大幅升值，白银兑美元从 1932 年末的 1 银元兑 19 美分到 1935 年 4 月的 1 银元兑 41 美分，引发了中国的严重通缩，极大地危害了当时的中国经济。迫使中国在 1935 年 11 月 3 日进行全面货币改革，全面使用法币，不再使用白银货币。

从 20 世纪 30 年代的欧洲和中国的经验教训可以看出，货币贬值是调整全球经济不平衡的一种手段。在面对全球性货币贬值风潮下，哪一国的货币坚挺或大幅升值，该国就将承担强大的国际收支压力和通缩压力，从而在很

大程度上要为货币大幅贬值的贸易伙伴国家埋单。

似曾相识燕归来

这次全球金融危机尽管没有造成类似 20 世纪 30 年代般的大萧条，但也造成了自大萧条以来最严重的大衰退。为应对这次大衰退，西方各国先后采取了包括货币贬值在内的各种刺激措施。在应对这轮危机中，率先实行货币贬值的仍是英国，美国随后。第一轮的刺激措施把西方经济拖出了通缩和衰退的泥潭。但自 2010 年二季度以来，西方经济复苏再次失去了动力，通缩风险再次显现，一方面经济增长后继无力，另一方面失业率居高不下。特别是 2010 年 11 月美国国会进行国会中期选举，经济问题成为美国最现实、最迫切的政治议题。

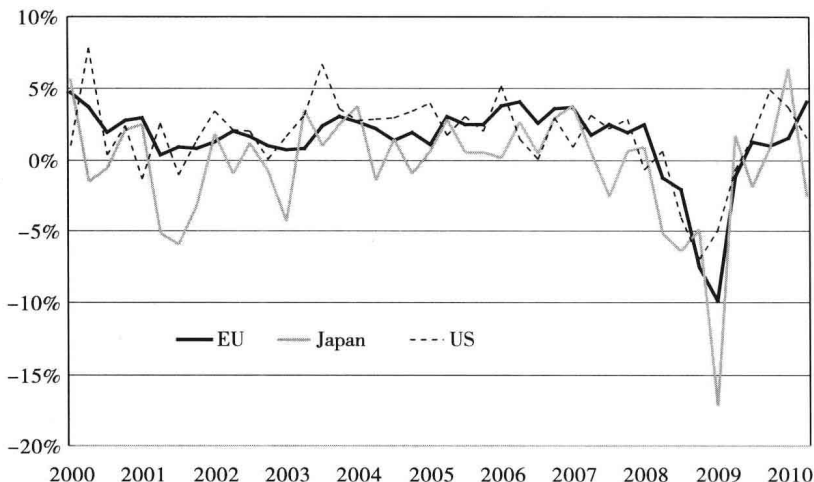


图 1 美国、欧元区、日本 GDP 增速 (季环比年化, 季调后, %)

在财政刺激手段有限、传统货币政策已走到尽头的情况下，只得再次动用非传统货币政策，实行第二轮量化宽松，通过印钞、买国债，压低长期利率，对内刺激投资、消费，对外推动货币贬值，以通胀防通缩。

根据经济学家分析，若额外购买 5000 亿美元国债，相当于减息 0.5% ~ 0.75%。若联储额外购买 2 万亿美元国债，美国 2011 年 GDP 增长 0.3%、2014 年增长 0.4%。这一政策取向已导致美元最近大幅贬值，推动了以美元



图2 美国、欧元区失业率 (%)

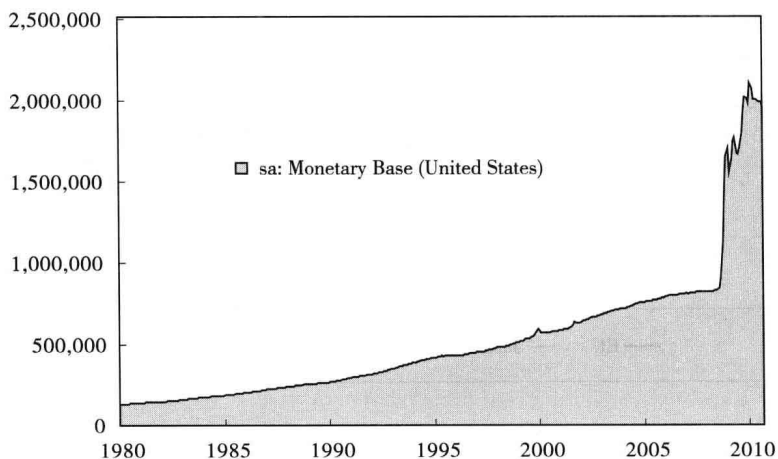


图3 1980 年以来美国的基础货币

计价的风险型资产价格的上涨，并引发了大量资金流向利率较高、经济增长较快的新兴市场，使新兴市场货币面临巨大的升值压力，引起了国际货币体系的严重紧张，“货币战争”似乎一触即发。好像20世纪30年代的全球货币混乱及竞争性贬值情况又回来了。其实“货币战争”就像核战一样，既能伤害别人，也会伤害自己，在全球经济一体化的今天，谁也承担不了这个后果。当然，目前要通过在各国间达成货币协议来调整全球不平衡几乎是不可能的。在近代金融史上唯一的货币协议就是1985年的“广场协议”。

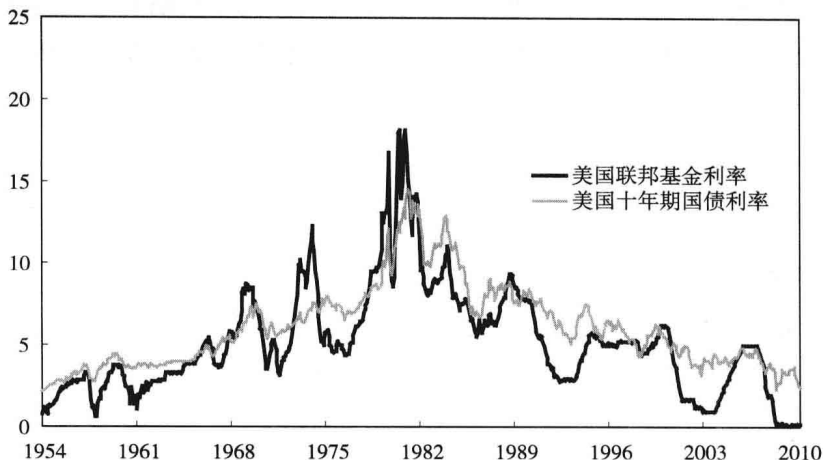


图4 美国长短期利率水平



图5 美元指数走势图

目前来看，量化宽松这一政策的真正风险在于，在这种非传统货币政策工具的使用上，美联储也无经验，在分寸的把握上面临很大的考验。如果进入11月份美联储量化宽松的操作力度不如预期，则有可能导致美元反转。在当前利差交易规模巨大的市场环境下，美元反转会引发新一轮美元计价的风险型资产价格较大幅度下跌，强化通缩风险，使货币政策效果达不到预期目的，实现不了美联储实现充分就业与物价稳定的双重目标。但如果美联储量化宽松的操作规模和进度大于市场预期，则有可能推动美元持续贬值，引发



大宗商品和新兴市场资产价格泡沫，并诱发美国国内中长期的恶性通胀。由于目前全球沽空美元的力量似乎是一边倒，短期内第一种风险在累积，中长期第二种风险更大。

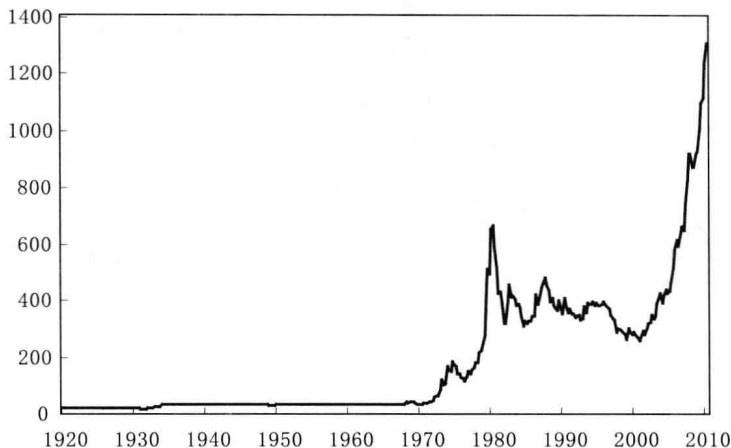


图6 黄金价格走势

但无论何种情况出现，都会造成市场的不稳，增加全球金融市场的不确定性，因此货币正在成为左右全球金融市场的主导因素。

中国应从容做出自主政策选择

目前复杂的国际金融形势使中国的宏观政策面临两难选择。一方面，由于中国国际收支盈余不断增加，同时已经历了较长时间的温和通胀，在正常金融环境下，中国有必要适当加息并使人民币适度升值。但在目前外部不确定性很大、美元短期利率接近零、长期利率在量化宽松政策下还在下降的情况下，人民币大幅升值将导致资金大量流入，增加货币调控的难度，削弱中国的出口竞争力。20世纪30年代初的历史教训十分深刻。因此在目前全球经济金融环境下，一方面，人民币过快、过大升值条件并不具备；另一方面，目前通胀明显，人民币适度升值有助于管理通胀预期，推动经济结构的调整。

因此，结合历史经验、全球货币体系的现状和中国的国情，我们的汇率政策应坚持自主、渐进、可控原则，根据市场状况、宏观调控需要及国家战略来把握人民币短期升值的节奏和幅度，既要考虑经济因素，也要考虑战略

因素和国际经济不平衡的状况。短期而言，美元走势出现反转的可能性在增加，11月美国国会中期选举结束后，货币问题政治化的情况也可能会有所缓和。但着眼长远，我们应通过调整经济结构、增加进口、削减出口退税、加强外汇管理等手段努力实现国际收支平衡、特别是对美贸易的平衡，减少外汇储备的过快增长，以减轻在人民币汇率上的外部压力和储备货币贬值带来的风险，推动宏观经济的平稳健康发展。

(2010-10-17)^①

^① 本书所有文尾标注时间皆为作者提供文稿的时间。