

⑥ 经济学家系列
Economists



刘焜辉 著

大通胀与再平衡

“后危机时代”的抉择

经济刺激后遗症正在显现,中国经济结构如何再平衡?
全球货币泛滥已成定局,大通胀要如何面对?



中信出版社 · CHINACITICPRESS

⑥ 经济学家系列
Economists

刘焯辉 著

大通胀与再平衡

“后危机时代”的抉择

中信出版社
CHINA CITIC PRESS

图书在版编目 (CIP) 数据

大通胀与再平衡：“后危机时代”的抉择 / 刘煜辉著. —北京：中信出版社，2011.3
ISBN 978-7-5086-2661-1

I. 大… II. 刘… III. 通货膨胀—研究—中国 IV. F822.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 019076 号

大通胀与再平衡——“后危机时代”的抉择

DATONGZHANG YU ZAIPINGHENG

著 者：刘煜辉

策划推广：中信出版社 (China CITIC Press) 蓝狮子财经出版中心

出版发行：中信出版集团股份有限公司 (北京市朝阳区惠新东街甲 4 号富盛大厦 2 座 邮编 100029)
(CITIC Publishing Group)

承印者：中国电影出版社印刷厂

开 本：787mm×1092mm 1/16 印 张：16.5 字 数：150 千字

版 次：2011 年 3 月第 1 版 印 次：2011 年 3 月第 1 次印刷

书 号：ISBN 978-7-5086-2661-1/F·2247

定 价：40.00 元

版权所有·侵权必究

凡购本社图书，如有缺页、倒页、脱页，由发行公司负责退换。

服务热线：010-84849283

<http://www.publish.citic.com>

服务传真：010-84849000

E-mail: sales@citicpub.com

author@citicpub.com

自序 | Preface

很少有人想到，这么快（一年多的时间），世界经济就从炙热的世界金融危机中走了出来，这一切皆拜赐于史无前例的全球政府空前一致的货币、财政刺激。

20世纪30年代的那场大萧条告诉我们，不救会有多么不好，但是救呢，也没有答案，所以是史无前例的。当世界经济出现迅速反弹时，人们以为世界金融危机已经远去，经济学家们也开始憧憬下一轮经济周期的重启。然而就在此时，反危机的扩张性财政政策和货币政策的后遗症也开始逐步显现：以政府部门的“杠杆化”抵消私人部门“去杠杆化”；以大規模货币刺激去为金融机构与金融市场“补血”，并没有解决危机的深层次根源，却引发了金融风险的财政化和金融风险的货币化。2010年的上半年是欧洲主权债务危机，下半年又打起了全球“货币混战”。

发达国家新一轮的量化宽松货币政策（QE2）给全球经济带来了无尽的动荡。第二轮量化宽松货币政策所释放的货币和信用跑不到真实经济里面去，都跑到哪里去了呢？一部分（可能是大部分）在全球金融货币市场（尤其是债市和衍生金融市场）自我循环，一部分跑到大宗商品市场，一部分以“热钱”的形式进入新兴国家的资产市场（楼市和股市）。所以我们看到全球经济呈现出相当怪异的现象，实体经济总体萎靡不振，但石油

价格再次攀升到每桶 80 美元，铜价上涨到每吨 8 000 美元以上，超越了危机前，创了新高，美国股市又回到了 2008 年 9 月雷曼兄弟公司倒闭前的水平。以传统消费者物价指数衡量的全球通胀水平处于很低的水平，但很多新兴市场国家的资产价格却剧烈飙升（譬如中国楼市），通胀预期急剧恶化（譬如当下的印度和中国）。

所以我在想这本书的书名时，一直在斟酌是用“后危机”还是“危机后”。最后之所以决定用“后危机”，而不用“危机后”，是因为我坚定地认为危机还没有过去，我不太相信反危机中不断出现的向好指标能够持续，世界经济能重回过去数十年的“黄金时代”。

记得反危机刚开始时，经济学家们热烈地争议着未来世界经济复苏的各种形态，V形、W形、U形、L形等各种说法莫衷一是。现在他们都偃旗息鼓了。

经济运行有其自身的规律。根据经典的周期理论，“繁荣——衰退——萧条——复苏”是经济运行必经的 4 个过程。我不能确定，全球经济是否可以不经过萧条就直接由衰退转向复苏。

经济学家熊彼特在其名著《经济发展理论》的第六章中专门论述了萧条出现的必然性。萧条其实是经济进行自我疗伤的一个必然过程。有了萧条，未来的繁荣才会更健康。在政治周期的短视目标下，政治家的干预其实是通过“抽大烟”改变经济的自然规律，于是萧条不常出现，取而代之的却是衰退结束得更快，但复苏却不得不延后。

经济要走出危机，必须出现熊彼特式的“破坏性创造”，它来自于对既有资源配置结构的根本性调整，从而产生出新的经济模式和财富创造方式。

具体地讲，美国必须完成回归实体经济的“再工业化”。“再工业化”

也绝非回归传统制造业，而是基于实体创新的制药业，替代能源、使用新能源或者节约能源的绿色汽车业为核心的所谓低碳经济模式。美国是领导型经济，它必须恢复其“重构、创新和再投资”的体制活力，为全球经济的下一个长周期设计驱动力。

而中国，则要适时地抓住全球经济格局变化的机遇，加快对国内的政治经济体系进行锐意改革：加快居民、政府、企业以及居民与居民之间的财富分配上的调整，挖掘国内需求；减少垄断、放松行政管制；最大限度地释放改革的制度红利，降低过剩储蓄，实现向内需主导的转型，为全球经济创造“净需求”。

这就是我在本书中要讲的和希望看到的“再平衡”。

很遗憾，现行规则和秩序的“黏性”太强了，我们很难看到全球经济向着希望的轨道前行。

美国特别偏好使用货币政策来解决其经济问题，而不管政策是否有效。这种习惯来自于所谓的“美元的结构权力”。因为当今全球经济体系的许多规则和制度的制定都与作为世界货币的美元密切相关，没有其他力量能够改变这一点，也没有力量能够制衡美国的行为。美国愿做的总会做，即使在别人看来，其行为已经近乎疯狂。应该讲，作为一种润滑剂，美元为全球经济体系的扩张提供了信用基础，作为唯一驱动全球经济增长的“净需求”的提供者，它让被美元捆绑的全球经济由此踏上了失衡的征程。

由于贸易分工和金融分工不断深化，美国、亚洲新兴国家、石油生产国就成为全球经济结构失衡的三极。后两类国家靠输出廉价商品、劳务和资源，创造了大量的“商品美元”和“石油美元”，形成了“美元——商品美元——石油美元”的三角关系，使全球供需和分工体系维系在“脆弱

的平衡”上。全球经济一旦美元化就无法与之脱钩，似乎成为一个不可逆的过程。在这样的背景下，新兴国家的金融自主性将面临着长期的根本性挑战。

未来的情景或只有两种。

一是全球弱势货币竞赛已不可避免。当市场理性预期显灵而致美元失控，将迎来美元和美元债务的抛售狂潮，大宗商品和贵金属成为避险的天堂，债务市场的崩溃将拖垮美国经济。届时美国联邦储备委员会（以下简称美联储）可能别无选择，只能加息。全球资本流向的逆转将刺破泡沫，终结全球资产大通胀的盛宴。

二是在美国结构性调整曙光初现前，全球经济将长时间泡在流动性的“汪洋”之中。外部世界将继续忍受着弱美元的“盘剥”，被动地等待着美国“再工业化”结构调整的完成，但一旦美元重获支撑而进入长期上涨趋势，被推向资产泡沫化的新兴国家将会一片狼藉。

无论哪种情景，“后危机时代”等着我们的都将是“大通胀”。

中国如何逃出此“生死劫”？中国如何求赎？这是我在本书中非常想和大家探讨的事情。

非常感谢蓝狮子财经出版中心的帮助和愉快的合作。在我的研究生涯中，曾得益于许多良师益友的指导和帮助，特别是我所供职的单位——中国社会科学院，那里汇聚了诸多德高望重的前辈先贤，他们对国际宏观经济问题的深刻洞察与理解，以及无与伦比的政策经验一直深深地影响着我。

刘焯辉

2010年11月5日于北京黄寺

目录 | Contents

自序 / VII

The first | part

第一部分 再平衡 / 1

全球经济再平衡的猜想 / 3

“低增长、低利率、高通胀”时期的到来 / 16

“高储蓄”之惑 / 33

“仰之弥高、钻之弥坚”的经济转型 / 41

世界留给中国的时间和好运气不多 / 50

最好不要再次阻止经济的自然减速 / 55

人民币汇改成功的关键在于突破结构性痼疾 / 60

人民币汇率升值的压力源自投资的经济 / 63

牺牲了家庭，中国如何再平衡？ / 66

“十二五”期间国有资本应该战略性撤退 / 69

The second | part

第二部分 通胀与滞胀 / 73

- 中国通胀的逻辑演进与治理困局 / 75
- 求赎大通胀 / 87
- 伯南克的“不道德” / 93
- 唯有主动减速应对量化宽松 / 96
- 周小川心中的“池子”是什么? / 99
- 如何看待全球和中国的通胀前景? / 103
- 资产泡沫之后必是滞胀 / 110
- 滞胀隐现 / 114
- 中国或会容忍更低的经济增长和更高的通货膨胀 / 119
- 无奈的弱美元 / 122

Contents

The third | part

第三部分 “宽货币”与泡沫 / 127

- 中国“宽货币”终结的内外条件 / 129
- 中国货币扩张的退出 / 135
- 看不出泡沫“软着陆”的前景 / 141
- 重读朱总理离任时的经济嘱托 / 144
- 中国的资产泡沫向纵深挺进 / 147
- 灰色收入与中国房地产泡沫 / 150
- 中国房地产泡沫如何了结? / 153

The fourth | part

第四部分 地方政府融资平台的“幽灵” / 157

清理地方政府融资平台债务的宏观成本 / 159

地方政府融资平台大调查 (2010) / 165

The first part

第一部分

再平衡

全球经济再平衡的猜想

关于全球经济失衡的流行词是所谓的“中美国”（Chimerica），或者说“中美互补”，这个词最早是由哈佛大学的历史学教授弗格森提出的，之后获得了广泛的认同。

但是中国的高层似乎对这个词并不感冒，因为这个说法常常被华盛顿利用，成为其推卸危机责任的借口。危机后，我们经常看到美国的财经高官出来不断地攻击中国的高储蓄。

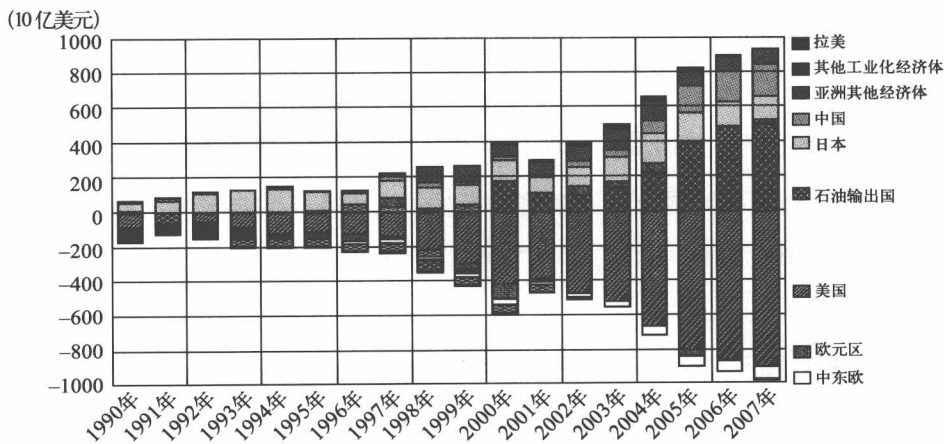


图 1-1 1990 年以来主要经济体的经常项目差额

资料来源：国际货币基金组织《世界经济展望》和《贸易统计》及欧洲央行工作人员的估算

客观上讲，如果抛开一些政治的干扰，这个提法基本上还是成立的。

我们不能简单地将“中美国”理解为中国的实力已经达到了可以与美国平起平坐的地位，要知道中国举国的消费才抵得上美国加利福尼亚州一个州的总消费；中国、日本、德国和印度四国的消费总和才只能抵上美国消费的70%；简单计算，美国家庭储蓄率上升5个百分点，中国便需要增加40个点的消费来平衡，显然两国实力是不可能对等的。

“中美国”事实上只是描述了在全球化过程中中美两国各自所扮演的奇特经济角色：美国这个典型的“过度消费”大国需要大量“外供”，而中国这个典型的“超低消费”大国需要大量“外需”，于是双方便形成了“镜像互补”。

尽管在美国的经常项目逆差中，中国并不是最大的贡献者（石油美元循环构成了美国经常项目逆差的最大项），但是中国却是2003年以后美国逆差增量的最大提供者（贡献率接近70%）。2008年，中国对美国出口占美国进口份额的20%以上，中国对美国的贸易顺差占到了美国贸易逆差的45%。

在相当长的一段时间内，所有的参与者都从这个模式中获益。

《华尔街日报》曾有篇文章将国家按照近十几年的全球经济模式分为三类：“知识生产的头脑国家”、“物资生产的躯干国家”和“资源供应的手脚国家”。

以美国为代表的“知识生产的头脑国家”，以其极其发达的金融系统为全球配置资源，由于中国输出通缩，极大地满足了美国消费者的福利；同时中国输出储蓄，所以美国的长期利率一段时间内被压制在低位（特别是2004年中期后美联储开始启动17次的加息周期，但在很长一段时间内美国的长期利率却并不随之上升，美国的利率期限结构呈现罕见的驼峰

状，这一现象被认为是中国输出储蓄造成的)，而股市、楼市上升使得美国家庭获得了资产型储蓄，产生了财富效应。

以中国为代表的“物资生产的躯干国家”，承接了世界工厂的角色，获得了巨额的贸易，“重商主义”的经济模式实现了最现实的好处，经济总量的快速增长支持了社会的稳定。2001~2007年，中国国内生产总值中出口份额从20%跃至36%，几乎翻了一番，而同期全球国内生产总值中出口份额也从24%升至31%。换句话说，中国对时机的把握近乎完美。

以俄罗斯、巴西、澳大利亚为代表的“资源供应的手脚国家”，受到以中国为代表的新兴经济体强劲的产能扩张的推动，不仅出口大增，而且价格上升，分享了全球化的红利。

世界经济不是跑得很好吗，怎么后来就出问题了？哪个环节出了问题？我们还能回到过去吗？

换个视角看从失衡到危机

带着这些疑问，我们必须换个视角看失衡。

回归基础的供求分析框架，最近10年，全球总供给能力全面上升主要得益于两个因素：全球化的红利扩散和网络信息技术的溢出效应。同时网络信息技术的推广使用，又进一步推动了全球化的发展，两者相得益彰。所以，我们会发现，原有的工业生产方式几乎完全被重构：跨国公司接管了全球的产供销链条。

尽管要素有国界，但资本却可以以光速在全球金融市场中穿梭，可以迅速地在地球上的任何一个角落找到最合适的劳动力和要素资源相结合生

产出产品，然后极其便利地被运送到任何一个有购买能力的人手中。在全球各行各业活跃的沃尔玛式的巨头渔网式地搜索下，理论上可以使全球的生产商都能被推到生产函数的边界上。

但在总供给上升的同时，全球总需求结构却在恶化。

作为全球需求的驱动力，低工资和低工资增长率使得美国雇员报酬在可支配收入中所占份额长期下降。

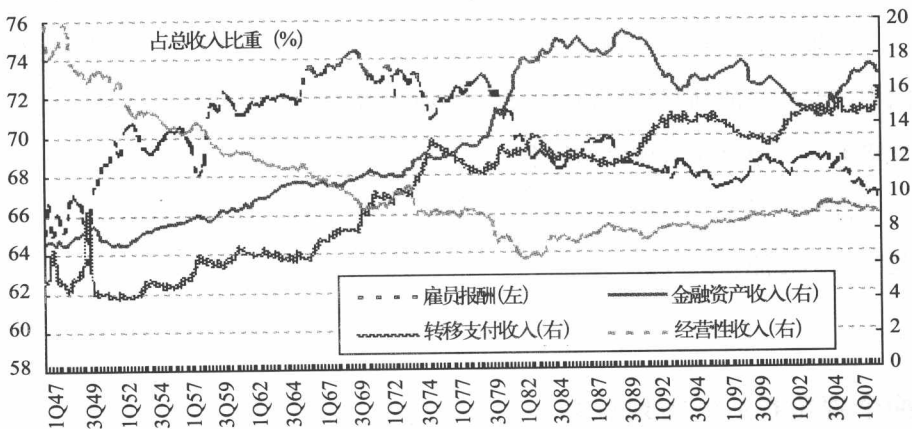


图 1-2 美国的家庭收入结构的变化

注：1Q47 表示 1947 年第一季度，3Q49 表示 1949 年第三季度……以此类推。

资料来源：CEIC

对于普通的美国中低收入劳动者而言，全球化带来的劳动力的替代和竞争使得其同雇主义价的能力大幅减弱。这一情况所导致的结果就是，美国的中低收入劳动者在近 30 年的全球化不断推进的过程中，工资性收入始终无法得到有效增加。

全球化在某种程度上就是美国“去工业化”的过程，大量的制造业工

人开始转向低端服务业（建筑、零售、休闲），而低端服务业的工资水平却远低于制造业。

因此，21世纪以来，美国的工资增长率显著低于劳动生产率的改善。

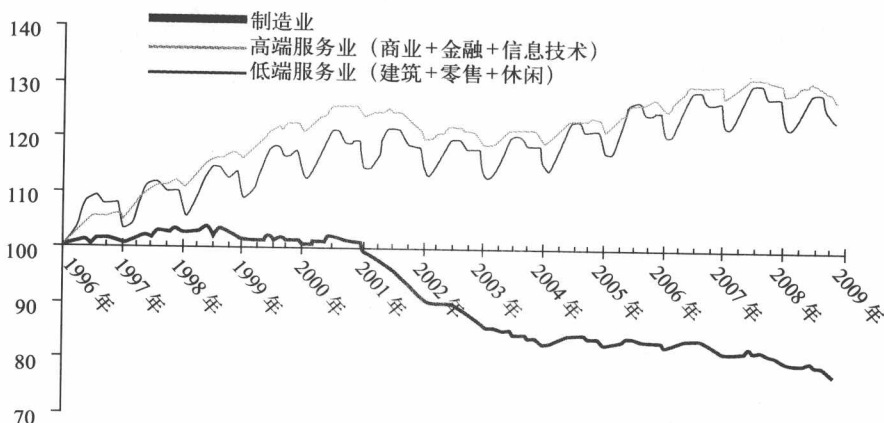


图 1-3 美国就业结构 (1996 : 1 = 100)

资料来源：美联储、美国供应管理协会、美国服务业联合会

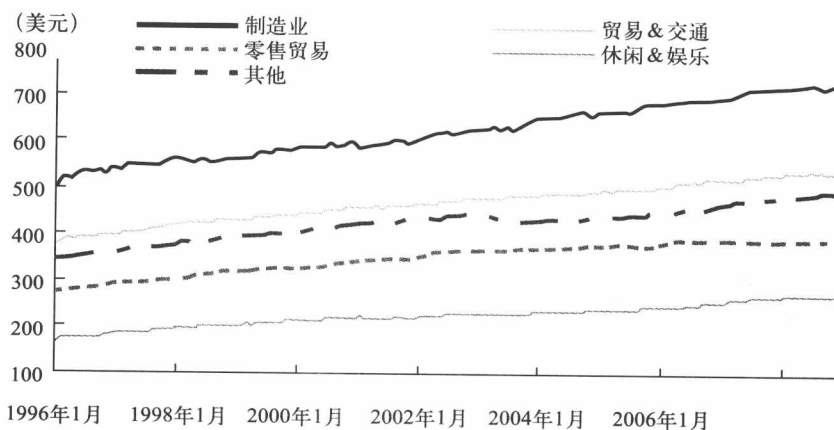


图 1-4 美国制造业和低端服务业周工资水平比较

资料来源：美联储、美国供应管理协会、美国服务业联合会