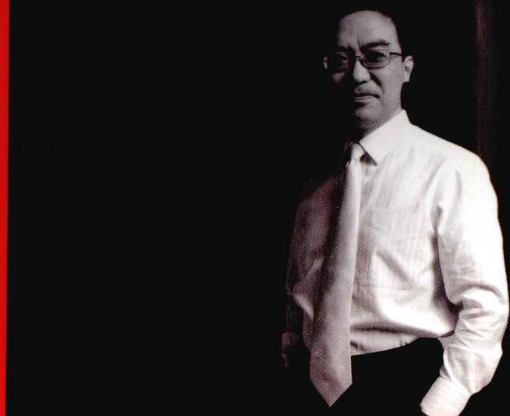


③

经济学家系列
Economists



何帆 著

一盘没有下完的棋

后金融危机时代的中国与世界

国家间经济冲突已在眼前！
贸易摩擦如何应对？海外投资如何进行？中国如何平稳地崛起？



中信出版社 · CHINACITICPRESS

③ 经济学家系列
Economists

何帆 著

一盘没有下完的棋

后金融危机时代的中国与世界

中信出版社
CHINA CITIC PRESS

图书在版编目 (CIP) 数据

一盘没有下完的棋：后金融危机时代的中国与世界/何帆著. —北京：中信出版社，2010. 11

ISBN 978 - 7 - 5086 - 2309 - 2

I. 一… II. 何… III. ①经济发展—研究—中国 ②世界经济—研究 IV. F124 F113. 4

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 175124 号

一盘没有下完的棋——后金融危机时代的中国与世界

YIPAN MEIYOU XIAWAN DE QI

著 者：何 帆

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)

经 销 者：中信联合发行有限责任公司

承 印 者：北京诚信伟业印刷有限公司

开 本：787mm × 1092mm 1/16 **印 张：**14.75 **字 数：**174 千字

版 次：2010 年 11 月第 1 版 **印 次：**2010 年 11 月第 1 次印刷

书 号：ISBN 978 - 7 - 5086 - 2309 - 2/F · 2080

定 价：36.00 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



人能感受冷暖，也能感受悲欢，但是，在感知历史的巨大变化时，我们常常会变得迟钝、犹豫。当年日本偷袭珍珠港之后，美国的广播中断了正常节目，紧急插播这条新闻，结果很多听众打去电话抗议，因为他们没能知道当地的橄榄球赛究竟是哪个球队赢了。很多中国人也是在2008年10月之后才感受到美国金融危机的。不少企业家谈道，自己从乐观到悲观的转变，就是在2008年国庆节前后。国庆节之前，大家还觉得形势大好，国庆节之后，好像灯突然被拉灭，一下子找不到北了。可是，美国金融危机并不是在2008年10月才爆发的。2006年年底，美国的房价已经开始下跌。2007年年初，一批发放次级按揭贷款的房地产金融机构纷纷破产。2007年8月，各国央行联手救市，向银行体系注入大量的流动性，试图消除市场上的恐慌。到这时候，我们已经可以准确无误地判断，这是一场席卷全球的金融危机了。然而当时绝大多数中国的学者和官员仍然认为那只是发生在美国的事情，对中国不会有太大的影响。2008年第四季度，中国经济经历了急剧的下滑，但到2009年年初，就开始出现反弹的迹象了。全世界的汽车都卖不出去，生产汽车的企业一家家倒闭，中国居然能在2009年卖出1300多万辆汽车，还把别人生产汽车的企业都买过来了；全世界的钢铁产量都在下跌，唯独中国的钢铁产量逆风上扬；全世界的房地产泡

沫都已经破灭，唯独中国的房价一涨再涨。不是说这是一次百年不遇的金融危机吗，怎么这么快就离我们远去了呢？

2008 年，两位著名经济学家肯尼思·罗格夫（Kenneth Rogoff）和卡门·莱因哈特（Carmen Reinhart）写了一篇很有影响的论文《这次不一样了：过去 800 年来的金融危机》。在这篇论文中，他们发现了一个规律：金融危机的到来首先表现为银行危机，银行危机带来经济衰退，然后为了防止经济下滑，各国政府增加财政支出，刺激经济增长，但最后的结果是财政赤字和政府债务增加，主权债务风险大大提高。有趣的是，每一次当银行危机刚刚平息，主权债务危机尚未到来的时候，由于政府的经济刺激政策暂时发挥了作用，经济下滑的势头得到了遏制，人们都会产生一种幻觉：这一次可能跟上一次不一样了，这一次的金融危机似乎没有那么严重。遗憾的是，当我们认为这一次不一样的时候，很可能是我们看错了。我们之所以看到了 V 形反弹，或许是因为我们站得太近，如果我们退后两步，看得更广，或许，我们就会发现，V 的后面还跟着 V：全球经济仍然存在着二次探底的可能性。我们正走在悬崖峭壁的边缘，但是，山中的浓雾让我们看不清楚，我们还以为自己走在平坦的大路上。当太阳出来，迷雾散去的时候，我们就会发现，其实我们离悬崖的边缘只有数尺之遥。

从另外一个角度来看，或许，这一次的确不一样了。人不能两次迈进同一条河流。在经历了金融危机之后，全球经济和中国经济都会出现巨大的转变。巴菲特说过，只有在退潮的时候，才能看出谁没有穿泳裤。如今，全球经济退潮了，放眼一看，大家都没穿，全球经济都没有穿泳裤。过去 20 多年的黄金经济增长时代已经一去不复返了。或许，只有爆发一次科技革命，才能真正拯救全球经济。但我们至今仍然无法知道，哪一个产

业才是未来的主导产业。美国经济将经历长期低迷，美国家庭将被迫增加储蓄，减少消费，大腹便便的美国消费者不得不痛苦地减肥了，但这又会对全球经济带来影响。一旦美国的消费减少，全球市场上就会出现一个巨大的需求缺口，而这将迫使中国寻找新的发展道路。

过去20年，有两个火车头拉动了中国的经济增长。一个是全球化，另外一个城市化。全球金融危机爆发之后，中国的出口进入一个漫长而漆黑的隧道。全球化的列车晚点了。展望未来20年，拉动中国经济增长的主要动力将是城市化列车。城市化带来的不仅仅是楼房和道路的建设，而且意味着生产要素在地域上的重新配置和优化，更多的农村人口将进入城市，服务业将有更多的发展机会，政府的政策将从片面追求GDP（国内生产总值）变得越来越关注社会公平，这将是一个巨大的转变。中国有句古话“行百里者半九十”，中国的改革还没有走到九十里，我们可能刚刚走完五十里，忘记曾经有过的成绩，警惕仍然熟悉的“经验”吧！

“雄关漫道真如铁，而今迈步从头越”。

何帆

2010年6月6日

目录



自序 / VI

The first | part

第一部分 金融危机西与东 / 1

导读 / 3

第一章 该死的金融危机 / 6

全球金融危机的幽灵 / 6

格林斯潘的遗产 / 10

引火烧身 / 12

该死的金融危机 / 15

迪拜错不当诛 / 19

解读美联储救市政策 / 21

世界经济最不稳定的因素仍然是美国 / 27

各有各的退出 / 31

全球经济调整的西方修辞术 / 34

一盘没有下完的棋 / 37

希腊危机恶化对全球经济的影响 / 41

下一个主权债务危机在哪里? / 47

帮倒忙的国际金融监管合作 / 50

反思宏观经济政策 / 54

第二章 东亚金融危机的历史教训 / 60

谁引发了东亚金融危机? / 60

日本银行和东亚金融危机 / 64

危机传染到东南亚 / 67

The second | part

第二部分 变化、冲突与应对 / 73

导读 / 75

第三章 变动中的力量格局 / 78

美国金融危机将引起全球化的退潮 / 78

“脱钩论”给了东亚一种错误的安全感 / 81

黄金时代、镀金时代和黑铁时代 / 83

大国自稳 / 86

新兴大国争的是第二名 / 89

中国到非洲做什么? / 92

人口涨落 国家浮沉 / 96

扎进西方世界心脏的一根毒刺 / 100

未来 100 年 / 104

矛和盾的军备竞赛 / 107

第四章 20 余年出口梦 / 112

“中国制造”的标签意味着什么? / 112

穷人的创新 / 115

鞋子可能是高科技, 但电脑绝对不是高科技 / 119

出口病 / 122

为什么美国国会如此反华? / 125

中国开放服务 美国开放投资 / 129

富士康之后的汛期预报 / 132

第五章 人民币汇率争议 / 139

走自己的路, 让人民币升值 / 139

汇率浮动 以动谋定 / 142

国际货币基金组织瞄准人民币: 糟糕的枪法,

错误的目标 / 145

警惕汇率成为中美谈判中打不开的死结 / 148

冰箱里的人民币汇率 / 153

第六章 不以险棋争胜负 / 157

为什么要成立一家独立的外汇投资公司? / 157

中国的国家外汇投资公司应该买什么? / 160

The third | part

第三部分 泡沫与改革 / 169

第七章 是泡沫总会破灭的 / 173

利好在发酵 泡沫正狂欢 / 177

房地产的沙堆 / 183

全球化列车晚点 城市化列车超员 / 186

什么会刺破中国的房地产泡沫? / 189

第八章 最后一次改革 / 194

底线 / 194

应对失业洪水 点亮改革之灯 / 200

近看是 V，远看是 W / 203

保增长并不一定能促就业 / 206

中国经济，留下来补课 / 209

第二代改革为什么如此困难? / 213

在我们衰老之前的最后一次改革 / 217

后记 / 223

The first part

第一部分

金融危机西与东

美国金融危机并不是从 2008 年才开始的。2006 年年底，在美国南部一些阳光明媚的地方，房地产价格就已经开始下跌了。那时，我们以为这不过是一场局部的房地产危机。但是，我们错了。2007 年上半年，一些专门发放房地产次级抵押贷款的金融机构纷纷破产，那时候，我们以为这不过是由于金融机构不够谨慎才引发的次级贷款危机。但是，我们又错了。到 2007 年 8 月，我们才突然醒悟：一场席卷全球的金融危机到来了。

触发此次全球金融危机的导火索是美国的次级抵押贷款市场。次级按揭贷款主要面向那些收入较低、负债较重的人，他们大多是中低收入阶层或新移民。次级按揭贷款的流行刺激了美国居民负债买房，因为大家都幻想房价会越涨越高。但是，这种寅吃卯粮的做法是难以持续的。近年来美国住房价格回落、利率逐渐上升，次级市场上的借款人越来越难以按期偿付贷款。次级贷款的违约率开始急剧上升，受此牵连，一些接近次级的贷款甚至优质贷款的违约率也开始上升。

从房地产危机扩散到金融危机，是因为银行通过资产证券化，将抵押贷款打包做成证券，卖给投资者。但是，这并非美国金融危机的根本原因。商业银行往往建立一个银行之外的金融机构，专门购买其发行的证券，比如 MBS（Mortgage-backed Security，即住房抵押贷款支持证券）。这种机构被叫做“SIV”（Structured Investment Vehicle，即结构投资机构）。

这些时常被称为“影子银行”的 SPV (Special Purpose Vehicle, 简称 SPV) 和商业银行之间存在着千丝万缕的联系, 在一定程度上成了跨国商业银行逃避金融监管的工具。这提醒我们, 美国金融危机的原因远比我们想象的更加复杂。

2008 年年底, 人们关注波罗的海三国, 2009 年年底以来, 人们关注希腊、葡萄牙、西班牙等“欧猪五国”(PIIGS)^①。金融机构的危机逐渐演变为主权债务危机。据《经济学人》杂志预测, 到 2014 年, 预计发达国家政府债务占 GDP 的比例将超过 120%, 为发展中大国的 3 倍。除此之外, 遭受金融危机打击较大的发达国家还存在救助金融机构带来的大量的隐含债务, 这会使发达国家的债务负担更重。历史证明, 金融危机之后, 财政赤字和政府债务往往会增加, 主权债务风险也将大大提高。这意味着金融危机还远没有到谢幕的时候。

金融危机席卷全球, 带来了世界性的经济低迷。各国政府纷纷出招: 一是救市, 即抢先拯救出了问题金融机构, 以免爆发系统性的风险; 二是通过扩张性的财政和货币政策刺激经济增长; 三是着力发展新兴产业, 抢占新的经济制高点。但是, 扩张性的财政政策将导致债务负担加剧, 扩张性的货币政策可能带来资产价格泡沫、能源和初级商品价格暴涨或通货膨胀。各国均在考虑刺激政策的退出。但西方国家能否顺利地实施退出策略非常令人怀疑。如果不是有序地撤退, 很可能会引起辙乱旗靡的溃逃。在未来一段时期, 导致世界经济不稳定的最大因素, 仍然是美国。

^① 另外两国为意大利、爱尔兰。PIIGS 为这五个国家的首字母, 这五个国家因为发行了过多的债券而陷入财政危机。——编者注

金融危机之后，各国加强了政策协调。但是，我们注意到，发达国家在短期内纷纷通过扩张性的财政和货币政策刺激经济增长，对所谓的结构调整却是三心二意。由于发达国家实施极度宽松的货币政策，导致金融市场上潜在的流动性规模巨大。这些资金很可能会流入新兴市场。短期投机资本的大进大出，才是导致新兴市场出现金融危机的根本原因。从各种迹象来看，各新兴市场面临的风险都非常类似于20世纪90年代初期东亚金融危机的前夜。西方国家的经济刺激是否要以别国经济为垫脚石呢？调整经济结构，是我们既定的目标。我们需要继续坚定地走自己的路，但也要警惕别人占我们的路，让我们无路可走。

第一章 | 该死的金融危机

全球金融危机的幽灵

2007 年爆发的美国金融危机引发了一场严重的全球经济衰退。根据国际货币基金组织（IMF）的预测，2009 年，全球 GDP 增长率将降至 0.5%，其中发达国家的增长率为 -2%。国际货币基金组织发布的《全球金融稳定报告》估计，全球金融体系因亏损导致的资产减记约为 4.4 万亿美元。按照 2008 年的水平计算，国际货币基金组织估算的全球资产减记规模相当于过去 37 年的政府开发援助（ODA）的总和，美欧金融机构的资产减记规模相当于其 GDP 总和的 13%。

早在 2006 年年底，美国南部一些阳光明媚的地方，房地产价格就已经开始下跌了。那时，我们以为这不过是一场局部的房地产危机。但是，我们错了。2007 年上半年，一些专门发放房地产次级抵押贷款的金融机构纷纷破产，那时候，我们以为这不过是由于金融机构不够谨慎引发的次级贷款危机。但是，我们又错了。到了 2007 年 8 月，我们才突然醒悟：一场席卷全球的金融危机到来了。

2007 年 8 月 9 日，欧洲央行为区域内的银行体系提供了 950 亿美元的紧急贷款。此前，法国巴黎银行旗下的 3 只基金损失惨重，被迫停止了基金的赎回。这一坏消息引起了欧洲银行体系的恐慌，流动性迅速枯竭。仅

仅一个星期之前，巴黎银行的首席执行官博杜安·普罗特（Baudouin Prot）还信誓旦旦地称，该银行在美国次级抵押贷款市场上仅有少量投资。在欧洲央行的历史上，像这么大规模的资金注入还是第一次，即使是2001年发生“9·11”恐怖袭击事件之后，欧洲央行也只是向市场提供了690亿美元的资金。欧洲央行之所以果断出手，是看到欧洲的银行体系在弥漫的悲观情绪下已经瘫痪。银行之间互不信任，没有人知道哪家银行可能还隐藏着巨额的亏损。希望借入资金的银行数量超过了希望发放贷款的银行数量，由此造成了隔夜拆借利率的上升。2007年8月9日，欧元区隔夜拆借利率猛升到4.7%，达到2001年10月以来的最高水平，比欧洲央行的基准融资利率高出了0.7个百分点。

欧洲市场流动性紧张的局面很快蔓延到了美国市场。联邦基金利率（即商业银行间隔夜拆借利率）上升至5.375%~5.5%，远远高于美国联邦储备委员会（下称美联储）设定的5.25%的目标利率。美联储通过两次公开市场操作向市场上投放了240亿美元，这是惯常规模的两倍。这样做是为了将准备金注入银行体系，从而缓解利率上升的压力。具有讽刺意义的是，就在2007年8月7日美联储公开市场操作委员会的公告里面还提到，尽管金融市场波动较大，对有些家庭和企业的放贷条件收紧，但经济仍然会持续增长。

2007年8月10日，日本银行将隔夜拆借利率目标（overnight call rate target）提高到0.54%，并通过货币市场操作向市场注入了1万亿日元。澳大利亚储备银行通过回购向银行体系注入了49.5亿澳元，但仍然无法改变澳元下跌的颓势。韩国银行也表示准备向市场提供流动性支持。

各国中央银行联合行动提供巨额流动性的做法，似乎仅仅是加剧了市