

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

目 录

[自序](#)

[第一部分](#)

[金融危机西与东](#)

[导读](#)

[第一章该死的金融危机](#)

[全球金融危机的幽灵](#)

[格林斯潘的遗产](#)

[引火烧身](#)

[该死的金融危机](#)

[迪拜错不当诛](#)

[解读美联储救市政策](#)

[世界经济最不稳定的因素仍然是美国](#)

[各有各的退出](#)

[全球经济调整的西方修辞术](#)

[一盘没有下完的棋](#)

[希腊危机恶化对全球经济的影响](#)

[下一个主权债务危机在哪里？](#)

[帮倒忙的国际金融监管合作](#)

[反思宏观经济政策](#)

[第二章东亚金融危机的历史教训](#)

[谁引发了东亚金融危机？](#)

[日本银行和东亚金融危机](#)

[危机传染到东南亚](#)

[第二部分](#)

[变化、冲突与应对](#)

[导读](#)

[第三章变动中的力量格局](#)

[美国金融危机将引起全球化的退潮](#)

[“脱钩论”给了东亚一种错误的安全感](#)

[黄金时代、镀金时代和黑铁时代](#)

[大国自稳](#)

[新兴大国争的是第二名](#)

[中国到非洲做什么？](#)

[人口涨落 国家浮沉](#)

[到时候，车臣战争会怎么打呢？](#)

[扎进西方世界心脏的一根毒刺](#)

[未来100年](#)

[矛和盾的军备竞赛](#)

[第四章20余年出口梦](#)

[“中国制造”的标签意味着什么？](#)

[穷人的创新](#)

[鞋子可能是高科技，但电脑绝对不是高科技](#)

[出口病](#)

[为什么美国国会如此反华？](#)

[中国开放服务美国开放投资](#)

[富士康之后的汛期预报](#)

[第五章人民币汇率争议](#)

[走自己的路，让人民币升值](#)

[汇率浮动以动谋定](#)

[警惕汇率成为中美谈判中打不开的死结](#)

[冰箱里的人民币汇率](#)

[第六章不以险棋争胜负7](#)

[为什么要成立一家独立的外汇投资公司？](#)

[中国的国家外汇投资公司应该买什么？ 8](#)

[不以险棋争胜负](#)

[第三部分](#)

[泡沫与改革](#)

[导读](#)

[第七章是泡沫总会破灭的](#)

[泡沫有了，啤酒在哪儿？](#)

[利好在发酵 泡沫正狂欢](#)

[谁说房价只涨不跌](#)

[房地产的沙堆](#)

[全球化列车晚点 城市化列车超员](#)

[什么会刺破中国的房地产泡沫？](#)

[第八章最后一次改革](#)

[底线](#)

[应对失业洪水 点亮改革之灯](#)

[近看是V，远看是W](#)

[保增长并不一定能促就业](#)

[中国经济，留下来补课](#)

[第二代改革为什么如此困难？](#)

[在我们衰老之前的最后一次改革](#)

[后记](#)

自序

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1 300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

第一部分

金融危机西与东

导读

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）](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过多的债券而陷入财政危机。——编者注)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的金融机构，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。

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场的恐慌。2007年8月9日美国、英国、法国和德国的股市都出现了下跌，10日，股市继续低开低走。日本、悉尼和中国香港的股市也出现下跌。投资者担心，可能会有更多的金融机构受到美国的次级抵押贷款市场危机的影响，更担心这次危机会引起多米诺骨牌效应，影响到世界经济的稳定。资金如惊弓之鸟，逃向安全之地。政府债券随之高涨。美元也暂时受到追捧，因为很多投资者发现已经无路可逃。之前盛行的日元套利交易受到很大的打击，日元回流本土，导致日元升值。

1997年东亚金融危机之后最大的一次全球性的金融危机即将到来。这次危机的策源地不在新兴市场，而是在世界金融中心——美国。从1998年的长期资本管理公司（LTCM）危机，到之后的网络泡沫崩溃和美国经济衰退，时任美联储主席的格林斯潘一直采取降低利率的方式刺激经济增长，大量的流动性涌入金融市场，导致了资产价格的泡沫。

此次全球金融危机起因于美国的次级抵押贷款市场。在美国的住房抵押贷款市场上，所谓的优质贷款市场主要面向信用等级高（信用分数在660分以上）的优良客户，而次级贷款市场（Subprime Market）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。“ALT A”（Alternative A）贷款市场则是介于二者之间的庞大灰色地带，它主要面向一些信用记录不错但缺少固定收入、存款、资产等合法证明文件的人。面向次级贷款市场的金融机构在最近几年推出了很多

新的贷款品种，如：无本金贷款（interest only loan）、可调整利率贷款（ARM, adjustable rate mortgage）、选择性可调整利率贷款（option ARMs）等。这些贷款的共同特点就是，在还款的开头几年，金融机构能够提供优惠贷款利率，因此借款人每月需要付的月供数额很低，等到一定时间之后，一般是在两三年之后，贷款的利率会被提高，借款人的还款压力突然增加。这些创新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，而利率则会保持在极低的水平。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。很多金融机构之所以破产，不只是因为次级贷款，那些集中于优质或接近次级的贷款的机构也遇到越来越大的压力。

过去几年如日中天的投资银行、对冲基金和私人股权基金也面临着困境。次级抵押贷款和ALT A贷款的总额高达2万亿美元。投资银行将这些贷款包装成为抵押债务凭证（collateralized debt obligation, CDO），兜售给投资基金、退休基金、保险基金以及外国投资机构等，而风险较高的抵押债券凭证也被对冲基金看中。当时，这些金融机构因为涉足次级抵押市场而出现的亏损开始浮出水面。2007年6月，美国第五大投资公司贝尔斯登公司（Bear Stearns）旗下的两只基金已经出现亏损并引发美国股市大跌。

各国央行如何通过提供流动性、充当最终贷款人角色拯救金融市场呢？尽管在过去10年内金融市场经历了多次风险，却都化险为夷，但是这次情况可能真的不一样了。这次危机的性质不仅仅是流动性短缺，其根源是家庭和企业的过度负债，很多家庭和企业已经到了资不抵债的地步，仅仅提供临时性的流动性支持，已经无法挽救其命运。过去10年之内，受到错误政策和贪婪欲望驱动逐渐膨胀起来的泡沫，最终还是要以破灭收场。

格林斯潘的遗产

在华尔街看来，格林斯潘是神，或者按照格林斯潘的传记作者鲍伯

·伍德沃德（Bob Woodward）的说法，他是个“艺术大师”。20世纪90年代美国总统大选的时候，华尔街流传着一个说法：管他谁当选呢，只要格林斯潘还是美联储主席就够了。

确实，在执掌美联储的19年间，格林斯潘领导美联储成功应对了纽约股市大崩盘、墨西哥金融危机、亚洲金融危机、网络经济泡沫、“9·11”恐怖袭击事件等一系列危机，使美国经历了长达10年的高速增长低通胀的“新经济”时代。

然而，2007年美国次级贷款危机的爆发，使得他往日的辉煌顿时黯然无光。次贷危机出现之后，危机的严重程度越来越出乎人们的意料。一开始不过是美国的一些地区出现了房地产价格的下跌，但是到2007年8月，突然演变为全球性的金融危机。美联储、欧洲中央银行等各国央行的鼎力合作，终于使市场度过了最恐慌的时候，但病来如山倒，病去如抽丝，次贷危机的坏消息不断传来，真是“没有最坏，只有更坏”。

在这种背景下，对格林斯潘的质疑越来越多。《纽约时报》把格林斯潘称为“泡沫先生”，很多经济学家指责格林斯潘，认为他要对网络泡沫和房地产泡沫负责。对格林斯潘的批评最为犀利的著作之一，或许就是由威廉·弗莱肯施泰因和弗雷德里克·希恩所写的《格林斯潘的泡沫：美联储的无知年代》（Greenspan's Bubbles: The Age of Ignorance at the Federal Reserve）。

他们在这本书中指出，美联储在过去19年里最关键的时候犯下了一系列错误：1987年股市崩溃、20世纪80年代的储蓄与贷款协会危机、1998年的长期资本管理公司倒闭危机、2000年的科技股泡沫、对千年虫的盲目恐惧、2007年以来的次贷和信贷危机等。令人吃惊的是，格林斯潘在每一次危机中所犯的错误的都是一样的，他在不停地重复过去的错误。而且，他善于改写自己过去的记录，以便为自己的错误开脱。

经常被人们提起的“格林斯潘对策”是说，当资产价格下跌的时候，格林斯潘会立即出手，但是当资产价格上涨的时候，他却坐视不管。比如，1998年长期资本管理公司危机之后，美联储在1998年9月已经降了一次息，而市场也较为稳定，但到10月15日，格林斯潘就又匆忙临时召

开会议，再次降低利率。这是美联储历史上最不负责任的举动之一。当市场形成预期，相信只要市场低迷，政府一定会救市之后，投机行为便成了全民娱乐，这直接触发了1999年之后网络股的疯狂上涨。

是泡沫总会破灭的。当网络泡沫破灭之后，格林斯潘故技重施，仍然希望通过降低利息刺激美国经济。而且，在降低利息的同时，美国的住房贷款机构不断放宽房贷标准，尤其是针对收入较低、信用等级较低的客户，开发出各种新型贷款，比如可调整利率。这种所谓的创新使得没有足够金融知识和风险意识的贷款人盲目贷款。房地产价格从2006年之后开始下跌，很多贷款买房者才震惊地发现，他们所要偿还的贷款，已经远远超过了房产的价值。

2008年，格林斯潘在国会作证。他充满疑惑地说：“我发现了一个缺陷，但是我不知道它有多么严重，也不知道它会持续多久。这件事情使我深感苦恼。”有国会议员问他：“也就是说，你发现你自己对这个世界的看法、你的价值观都是不对的？你过去的一套不再管用了？”格林斯潘回答说：“完全如此，正是如此。这正是我感到震惊的原因。因为在过去40多年甚至更长的时间里，我都有非常雄辩的证据，证明我过去的做法都会如愿以偿，从无失误。”

“出来混，迟早是要还的”。格林斯潘制造了泡沫，而他过去所享受的尊重和爱戴中又有多少泡沫呢？股市泡沫破灭了，房地产泡沫破灭了，最后破灭的，则是格林斯潘自己的泡沫。

引火烧身

现在，大家都已经比较清楚，这次金融危机的起因是金融机构盲目发放房地产抵押贷款，不严格审查贷款人的信用等级，还用“可调整利率贷款”等所谓的金融创新诱惑没有偿还能力的人去贷款。当利率上升、房价下跌之后，这些风险最高的次级贷款的违约率急剧攀升。与此同时，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。这就是为什么起源于房地产市场的危机最后会波及金融市场的每一个角落。

但是，有一个问题令人困惑。按道理，资产证券化是为了将风险转移给其他的投资者，因此，应该发生的结果是其他的投资者遭受损失，而商业银行幸免于难，但为什么我们看到的恰恰是那些最大的、最活跃的跨国商业银行们一个个轰然倒塌了呢？

关键在于，风险并没有被转移出去，而是在金融市场上绕了一圈之后，又回到了商业银行自己家里。

要理解这一点，首先要知道银行是干什么的。银行从储户那里得到存款，然后把这些钱贷出去。设想这样一种情况：如果银行已经把储户的钱贷出去了，但是所有的储户同时到银行，要求马上取走他们的存款，那么银行一定会被挤兑得破产。银行不可能把所有的存款都放在保险柜里面等着储户来取。在银行业发展的早期，甚至一直到20世纪30年代美国大萧条的时候，都出现过这种银行遭到挤兑而破产的情况。大萧条之后，美国政府开始对银行存款实行保险，以政府的信誉担保银行的安全。但政府同时要求银行拿出一部分钱，作为“资本金”，以应对不测之需。后来，这种要求成为了国际惯例。按照国际银行监管标准——《巴塞尔协议》，银行的资本金充足率必须达到8%。

但是对那些自我膨胀的跨国银行来说，拿出这些钱做资本金是很不划算的，因为这意味着至少有8%的钱不能贷款出去，不能生利息了。银行想了个办法，就是把自己的贷款做成证券，卖给资本市场上的投资者。比如，银行把自己账上的抵押贷款拿出来，做成MBS。向银行借钱

买房子的人，每个月都要向银行还钱，银行拿到钱，就可以支付利息给买它的证券的投资者。左手接钱，右手给钱，不过是换个手的事情。这样一来，从理论上说，银行的风险就转移给了买它证券的投资者，如养老金基金、共同基金、保险公司，甚至外国的投资者。

但银行在做这些交易的时候，不是自己亲自出马，而是建立一个银行之外的金融机构，专门干这件事情。这种机构被叫做“SIV”（结构投资机构）。这是花旗集团在1988年“发明”的。现在，人们经常把这种机构叫做“影子银行”，它的功能就是来买这些MBS，或是其他的长期证券。“影子银行”的钱从哪里来呢？靠在短期货币市场上发行商业票据。

SIV为什么能在货币市场上圈到这么多钱呢？当SIV发行短期票据的时候，商业银行会跑过来给它撑腰，对SIV发行的短期商业票据提供担保。有了商业银行的担保，SIV发行的短期商业票据的利率就很低。它们能用很低的利率把钱圈进来，再去投资利率更高的MBS，就可以大赚其钱。接着，商业银行跑到监管机构那里说：“你看，我的贷款已经不在自己的账上了，在SIV的账上，你怎么还能要求我拿出8%的资本金呢？”于是，这些商业银行大大降低了自己的资本金比例。可是，那些SIV和商业银行之间仍然有着千丝万缕的联系。

关键在于，这种担保关系把商业银行和SIV牢牢绑在了一起。当货币市场上的投资者发觉这些短期商业票据其实是一出双簧表演之后，没有人再愿意买这些商业票据，SIV就不能继续玩借新债还旧债的游戏了。于是，所有的风险再度回到了商业银行的资产负债表上。当这些以资产为基础的证券价格狂跌之后，只有4.3%的损失是由投资者承担的，绝大部分的损失又传回了商业银行。这才是商业银行遭受巨大损失的真正原因。

更有讽刺意义的是，到最后，银行索性不让“影子银行”帮它们买证券了，有的商业银行或投资银行自己赤膊上阵，买了MBS或其他证券，放在自己的账上。这样做的好处是：有很多MBS得到了AAA评级，在计算风险权重的时候比贷款的风险更小。2005年夏天，瑞银集团

（UBS）的一个部门专门负责出售抵押债务凭证（CDO，另外一种证券化产品）。到2006年，这个部门发现风险管理部门把这些抵押债务凭证

当做无风险资产，但是其收益率却比真正的无风险资产——如国债——要高很多。这不就是免费的大餐吗？于是它们不卖了，自己留着。2006年2月，它们自己持有的抵押债务凭证有50亿美元，到2007年9月，居然增加到了500亿美元。花旗银行在2007年夏天也持有高达550亿美元的AAA级抵押债务凭证。

总结美国金融危机教训的时候，我们不能一味地去责怪资产证券化，去责怪金融创新。错不在金融创新，而在于跨国商业银行做局，最终引火烧身，把自己做进去了。

该死的金融危机

为了跟踪金融危机的最新发展，我们还得补习补习世界地理知识。2008年年底，人们突然开始关注远在波罗的海沿岸的三个小国——爱沙尼亚、拉脱维亚和立陶宛。这三个波罗的海国家，加起来的总面积还不及江西省，人口大约相当于一个青岛市。这三个小国在历史上或被瑞典占领，或被德国侵略，或被俄国瓜分，它们曾经是前苏联最小的三个加盟共和国，直到1990年和1991年才相继宣告独立。还没有过多久消停的日子，波罗的海三国就被卷入了这场金融海啸。拉脱维亚政府还因金融危机下台了。但是，这一切和我们有何相干？拉脱维亚的人口只有230万，不过相当于北京市海淀区的人口，我们为什么要去操心遥远的北方的烦恼？

当年，印度尼西亚发生海啸的时候，很多人不是死于第一波海啸，而是死于第二波潮水。当第一波海啸过去之后，人们的警惕性就放松了，但第二波海啸和第一波一样突如其来，很多刚刚回到海滩的人们又被卷入了滔天巨浪。如今，金融危机的新冲击波可能会给整个世界带来更严重的打击。在第一波金融海啸到来的时候，有一张流传甚广的照片：一位雷曼兄弟的年轻雇员，抱着自己的纸箱，黯然走出公司的大楼，不知自己的前途何在。到第二波金融海啸袭来的时候，受到影响的已不再仅仅是华尔街的小伙子们。世界政治经济的格局正在悄然变动，而真正的受害人将正式登场。许多遥远甚至偏僻国度的穷苦人们，或许就要遭受缘起于金融危机的灭顶之灾。

回到波罗的海三国的故事。这三个国家曾经是东欧的“明星”，被誉为波罗的海三虎。尤其是拉脱维亚和爱沙尼亚，2002～2007年间，它们的年均经济增长率分别是9.1%和9%，几乎要赶上中国了。但2008年9月之后，它们突然遇到了危机。外资大量流出、贸易逆差急剧扩大、国内银行间货币市场流动性突然干涸、国债违约的风险大幅度提高。到2008年第四季度，拉脱维亚经济增长已经变成-10.5%。2008年11月，国际货币基金组织和欧盟突然提供了75亿欧元的贷款给拉脱维亚，这相当于给冰岛提供贷款的两倍。

时移世易。当年波罗的海三国的风光无限，主要源于外资的大量进入和巨量的信贷扩张。而且，更要命的是，这些国家的金融命脉均由外资银行，尤其是西欧的大银行控制。外资拥有拉脱维亚银行53.2%的所有权，在爱沙尼亚和立陶宛，这个比例甚至高达99.2%和92%。外国公司在波罗的海国家大量投资，主要是因为这里的劳动力价格便宜，而外资银行忙于在这里开疆拓土，主要是因为在这里贷款的收益率更高。由于这些国家的本国货币从长期来看有升值的压力，因此如果能借外汇，波罗的海国家的企业甚至居民都乐意借外汇。在拉脱维亚，如果你向一家外资银行贷款买房，你能借到的是外币，比如瑞典克朗。而且，外资银行在这里发放的按揭贷款，很多都不要首付、不查信用，活脱脱是美国次级抵押贷款的翻版。在信贷急剧膨胀的刺激下，这些国家的房地产市场泡沫越来越严重。在拉脱维亚的首都里加，一般的公寓房子，能够卖到140万欧元，赶上了伦敦的价格。想象一下延边的房子卖到了上海的价格，大概也不过如此吧。

欧洲那些经济发达的富国从2007年8月起就已经陷入了金融危机。欧洲的很多银行在投资抵押贷款金融产品中遭受巨大的损失，流动性严重不足。为了收缩战线，它们不得不从东欧国家往回撤。所谓“风声鹤唳，草木皆兵”，有序的撤退很快变成疯狂的溃逃，资本纷纷“逃向质量”，抛售东欧国家以本币发行的债券，转向美国国债、德国国债等更加安全的资产。欧洲央行为了挽救信心，对欧元区的银行提高了贷款保护额度，相形之下，本来已经风雨飘摇的东欧显得更加不安全。更加棘手的是，由于波罗的海国家的企业和居民借了大量的外债，出现了严重的货币错配（currency mismatch）。欧洲进入经济衰退之后，东欧国家的出口陡然下滑，贸易赤字不断扩大，这给其货币带来了贬值的压力。贬值本来是一种常规的经济调节手段，但是要命的是他们借了那么多的外债，一旦本币贬值，他们还债的压力就会大幅提高，甚至可能带来全民破产的局面。

金融危机环环相扣。一旦波罗的海国家的金融体系崩溃，欧洲的银行体系将再度受到重创，尤其是瑞典的银行。瑞典的两个银行，一个是瑞典银行（Swedbank），一个是北欧斯安银行（SEB），它们在波罗的海国家的风险敞口高达800亿美元。德国、奥地利、意大利、法国和比

利时等国的银行也在中东欧有大量贷款。“里加流感”可能很快会传染到全球金融市场。

有没有办法救波罗的海国家呢？欧盟东扩的时候，已经拉拢波罗的海国家成为成员国。如果听任这些欧盟的新成员国破产，欧盟会丧失政治基础。而如果要救，欧盟又缺乏财政调节机制。很难想象让英国的老百姓多交税来帮助波罗的海国家的银行。如果让波罗的海国家立刻加入欧元区呢？欧元区内有统一的货币政策，但如果通过这一途径救波罗的海国家，就意味着要几乎无限制地向他们提供欧元，而这又酝酿着整个欧元区崩溃的危险。小小的波罗的海三国，很可能动摇欧盟和欧元的前途命运。

再看更吊诡的地缘政治。波罗的海国家对俄罗斯有着特别的意义。这三国是俄罗斯屏蔽德国攻击的战略屏障。第二次世界大战刚刚打起来的时候，苏联就借机和爱沙尼亚签订了“互助条约”，随后占领了波罗的海三国。但西方始终不承认苏联对波罗的海三国的统治。铁幕两边围绕波罗的海国家一直在暗暗较劲。当年苏联解体，就始自波罗的海三国的独立。俄罗斯对这三国仍然念兹在兹。更微妙的是，波罗的海三国都有大量的俄罗斯居民。立陶宛的俄罗斯人大约占总人口的9%，而拉脱维亚和爱沙尼亚的俄罗斯人分别占其总人口的35%和30%。如果欧盟无力救助波罗的海国家，俄罗斯能够作壁上观吗？这三个国家如今经济危机严重，愤怒的人们纷纷上街游行，亲西方的拉脱维亚政府已经宣告下台，俄罗斯如今的势力又和当年苏联解体之后不可同日而语，这些都是必然出事的温床。

当年东亚金融危机几乎接近尾声的时候，印度尼西亚发生了暴动，学生上街游行、商店被抢、银行被迫关门，最终导致苏哈托下台。全球金融危机爆发之后，金融海啸带来了经济衰退，而经济衰退可能引发政治地震。令人扼腕叹息的是，动荡和地震不会发生在金融风暴的台风眼，反而会出现在偏僻而遥远的地方。我仿佛能看到成千上万个家庭陷入困顿和绝望。而这一切，都是因为一场该死的金融危机。

迪拜错不当诛

每当世界最高大楼建成的时候，往往就是经济衰退到来之际。1929年纽约股市崩盘之前，华尔街的克莱斯勒大厦和帝国大厦相继落成。1997年东亚金融危机爆发之前，吉隆坡的双子塔楼刚刚刷新了芝加哥西尔斯大厦的纪录。这一魔咒再次应验，当世界第一大楼迪拜塔即将在2009年12月前完工启用的时候，迪拜债务危机不期而至。2009年11月26日，迪拜最大的国有企业“迪拜世界”无法按时偿还即将到期的35亿美元债券，宣布将暂停偿还债务6个月。这一消息使得刚刚风平浪静的国际金融市场再度掀起波澜。

当迪拜世界违约事件出现之后，有很多评论指出，这是由于迪拜过去盲目扩张、大规模投资，尤其是千金一掷发展豪华的房地产，最后导致债台高筑、地产泡沫崩溃。这当然是迪拜危机带给我们的最大的教训。近年来，尤其是在美国金融危机爆发之后，各国纷纷采取了扩张性的货币政策，大量的过剩资本涌入房地产市场，推高了房地产价格。但是，房地产是个高度顺周期的行业，当经济繁荣的时候，到处花团锦簇、歌舞升平，房地产是对盛世最好的献礼。房地产开发商的利润滚滚而来，金融机构也乐于大量提供开发贷款和按揭贷款，但是，一旦经济陷入衰退，楼市可能在一夜之间崩盘，地产商会像被冻死的苍蝇一样纷纷坠落，而房地产投资带来的坏账，会给经济带来长久而痛苦的伤害：银行的不良贷款会大幅增加，企业的资产负债表急剧恶化，很多个人也会因此变成“负翁”。从这个角度来看，迪拜事件是一个及时的警报，它提醒其他国家有必要更加关注资产价格泡沫。

迪拜的好大喜功和盲目投资只是这次危机的一个原因，迪拜是犯了错，但错不当诛。危机的另外一个原因是国际金融市场上存在着大量的过剩资本，而掌管投资基金的经理们可以轻易地动用资金，在很短的时间之内进入新兴市场，他们进去的时候会推高当地的资产价格，而一旦市场上有风吹草动，又会仓皇出逃，引爆金融危机。在国际资本的流动过程中，起到决定性作用的始终是供给因素，而非需求因素。新兴市场之所以能吸引到这么多的国际资本，归根结底是因为国际金融市场上存

在大量的过剩资本，这些钱需要找到一个炒作的题材，这才产生了新兴市场的故事。希腊神话中的英雄奥德修斯历经艰险，回到家乡之后，发现有一帮无赖求婚者正缠着自己的妻子，而且在自己的家中狂吃滥喝，几乎耗尽了他的家产。来到新兴市场的国际资本就是这样的求婚者。但是，当新兴市场被一群看似狂热的追求者包围之后，慢慢地就忘记了自己只是一个被炒作的题材，慢慢地就相信了这一切都来自于自己的魅力。国际资本并不一定是阴谋的主使，但是，我们时刻需要记住的是，国际资本是没有情义的，也是没有理性的。迪拜事件之后，资本可能会再度“逃向质量”。这种逃跑很可能是非理性的“羊群效应”。就拿迪拜来说，这次危机在很大程度上是流动性危机，而非资不抵债的危机。直到2009年，迪拜所有到期的债务均被偿还了，尽管有的时候是通过政府发新债还旧债的方式。尽管迪拜欠了800~1 000亿美元的债务，但是阿布扎比的总资产估计超过5 000亿美元。但是，如果国际资本撤离新兴市场，一场接着一场的资本盛宴就会黯然散场，金融动荡将不期而至，迪拜的房地产市场在散场之后，价格将急剧下跌，这将引发银行坏账、企业融资成本上升、失业率攀高、经济增长停滞，一场新兴市场的流动性危机最后就真的变成了资不抵债的危机。具有后觉之明的专家们会纷纷指责这一切都是迪拜自己的错，而真正的元凶却逍遥法外。

汹涌的国际资本流动对迪拜来说是洪水，对中国来说也一样。我们注意到，2009年对人民币升值的预期再度升温，大量热钱悄然流入中国。目前，在全球处于接近于零的超低利率时代，各国央行从瓶子里面放出了魔鬼，现在他们开始头疼如何把魔鬼装回去。这是应该加强资本管制，扎牢篱笆的时候，而不是迎接“客人”的时候。每一个新兴市场，在翻手为云、覆手为雨的国际资本面前，都是难以保护自己的猎物。监管和遏制国际资本流动，本应是现行的国际货币体系的职责。遗憾的是，在美国金融危机爆发之前，国际货币基金组织对即将到来的危机没有发布任何警报，在美国金融危机爆发之后，国际货币基金组织对伺机而动的国际游资也毫无警惕，这是现行国际货币体系的失职和耻辱。在这种没有外援的情况下，我们需要自己保护自己。就像防范H1N1流感病毒一样，自己勤洗手是不够的，还要把牢每一个病毒可能入侵的关口，对于潜在的带菌者，必须隔离。

解读美联储救市政策

金融危机爆发之后，美国实施了各种救市政策。有些措施是直接针对出问题的金融机构的，如对美国国际集团（AIG）、花旗银行等的救助，也有一些措施是对金融市场加强监管，或者是修改过去的监管条例，如对“卖空”的限制，对按市定价（mark to market）会计准则的修改等，但对美国经济影响最为深远的主要是扩张性的财政和货币政策。

从财政政策来看，2009年2月13日小布什仍然在任时，美国就推出了1 680亿美元的经济刺激计划。奥巴马上台之后，又增加了7 000多亿美元的资金，这些资金一是用来减税，二是用来增加投资，包括对基础设施投资、对新产业的扶持、帮助贷款人再融资等。

另外，联邦存款保险公司提高存款保险的上限，提高担保水平，也是为了给消费者提供更多的存款安全，减少恐慌。美国财政部还有一个解决不良资产的计划（TARP, Troubled Asset Relief Program），允许一些出问题的机构向美国财政部发行优先股和认股权证，最低规模是加权风险资本的1%，最高不超过3%，这实际上是通过注资来补充金融机构的资本金。美国财政部长盖特纳还推出了“公私合营”的政策，通过引入私人资本，让私人资本参与购买金融机构的不良资产。

从货币政策来说，美联储从2008年以来就一直在降低利率，包括联邦的基金利率、再贴现率、银行同业间拆借利率，现在已经没有进一步降息的空间。美联储声明，将在非常长的时间内保持零利率。当利率传导政策失灵后，美联储采取了数量宽松政策，即改变美联储资产负债表的规模或结构，试图对金融市场和经济活动产生影响。而这主要是通过三类措施实现的：第一类是向商业银行提供流动性，但出问题的不仅仅是商业银行，还包括货币市场、衍生品市场等。第二类措施是向其他金融市场提供流动性，比如购买商业票据，实际上是为了救货币市场。通过定期拍卖工具（TAF），美联储购买了一些ABS（Asset backed Security，资产抵押证券，一种证券化资产）和汽车、住房等贷款的证券，购买的时候是以低于市场的价格买进的，这是为了解决其他金融市场出现的问题。第三类措施是购买长期国债和一些长期证券。美联储在

2009年3月宣布要购买2~10年的长期国债，同时购买期限较长的MBS和ABS。这将会改变美联储资产负债表的资产结构。原来美联储持有的美国国债多为1~4年期，现在它通过购买长期国债进行了资产调整，并和商业银行进行了资产置换。

以上应对危机政策实施的后果就是美国财政赤字的增加，这是不可避免的。根据美国国会预算办公室的估计，2009年预计美国财政赤字规模达到1.7万亿美元，占GDP比例高达约11.9%，为1945年来最高，2010年赤字占GDP比例将达到7.9%，规模为1.1万亿美元，随后赤字规模将逐渐缩小。到2019年，根据估计，赤字最后基本会稳定在占GDP 1%~2%左右的水平。

如果为财政赤字融资，最有效的办法还是发行国债。2007年，美国政府债务占GDP比例为65.5%。美国经济刺激政策意味着未来国债发行规模将继续扩大。美国国债余额占GDP的比例低于日本和一些欧洲国家，进一步发行国债的空间仍然较大。我们估计，美国将会以更大的规模、更快的速度发行国债。这就给中国带来很大的影响。从目前来看，在持有美国国债的国外投资者中，中国比包括日本在内的其他国家持有的比例都要高。如果美国发行新国债，对中国来说就是一个两难的选择，中国若不买，美国新国债卖不好，美国就会被迫提高新国债的收益率，这就会影响到中国过去买的那些美国国债的价值；如果中国继续购买美国国债，因为中国购买的美国国债存量已经很大，现在又有国债泡沫，所以如果继续增持会使得风险扩大。按道理来说，中国应该减少持有的国债，但因为中国购买的国债数量太多，不可能在一夜之间减持。对中国来说，现在已经处在一个深度套牢的地步。

美国扩张性货币政策带来的结果是美联储的资产负债表迅速膨胀。美联储现在采取的数量宽松政策和传统的货币政策不太一样。它主要是从商业机构购买证券，客观上改变了央行的资产负债表，实际上是要影响市场上的利率和贷款水平，所以美联储主席伯南克不太愿意把其政策称为数量宽松，他说这种措施和日本的措施不一样，这是信贷宽松，旨在解决当前信贷紧缩的问题。

从数量宽松的影响机制来说，第一，数量宽松政策释放了政策信

号，意味着即使利率为零，美联储仍然将通过数量宽松保持宽松的货币政策。第二是资产组合途径。各种资产不是完全可替换的，现在美联储不断增加货币供给，现金可能太多。如果居民觉得现金太多，则会把一部分现金转为其他资产。如果转为其他资产，这些资产的价格就会提高，资产价格提高的话，根据托宾Q理论，就会刺激投资，从而刺激经济增长。第三是通过财政的渠道。美联储购买美国国债的方式，实际是通过印钞票的方式为财政赤字融资。这样正好打个时间差。随着美国经济的复苏，美国国债占GDP的余额慢慢减少。现在它通过花钱方式为赤字融资，以后预算状况就会改善，这可以使得现在的美国政府放开手脚减税或者增加公共支出。第四，通过相对价格的渠道，美联储可以改变自己的资产负债表。美国现在担心的问题是，中国和其他国家都在减持长期国债，或者换成短期国债，美国希望通过对长期国债的购买把长期国债的收益率压低，同时，美联储希望能够借此压低按揭贷款的利率，这样就能刺激美国的消费。

美国数量宽松政策的实施的主要原因之一是要弥补国债发行的缺口，现在无论是美国国内还是国外的投资者，购买美国国债的意愿都不是特别强烈，美国通过自己购买长期国债，实际上是要阻止外部投资者大量抛售美国长期国债。另外一个原因是美国希望改善私人信贷市场的条件。但关键得看政策是否有效果。第一，能不能降低有效长期利率和抵押利率。我们看到，当数量宽松政策的消息出来之后，长期国债利率立刻下降，但随后又慢慢回升。另外，从传统上来说，抵押贷款利率和长期国债利率之间有比较稳定的关系，金融危机之后，风险进一步加大，现在抵押贷款利率和长期国债利率的差距不断扩大，即使能把长期国债利率降低，能不能同时压低抵押贷款利率还不太确定。第二，数量宽松政策是否能改善信贷紧缩的困境？美国金融危机不仅仅是流动性危机，还是一个资产负债表的危机，如果企业和家庭出现了资产负债表的恶化，在比较长的时间内都不敢借款，有点钱都要赶紧拿来还债，那数量宽松政策未来对借贷刺激的效果也不会很强烈。

数量宽松政策是否会导致美元进一步贬值呢？现在各国央行都在采取扩张性的货币政策，英格兰银行比美联储实行数量宽松政策的时间还要早一点。从货币角度来说，美元相对于其他货币贬值的可能性不是太

大。但我们同样看到，美元相对于黄金、石油等大宗商品的价格还会出现贬值。

目前全球都在关注，美国的这些“宽松政策”未来是否会带来通货膨胀？第一，从短期来看，数量宽松政策没有带来通货膨胀，尽管基础货币大量增加，但货币乘数在下降，所以广义货币并没有明显增加。美国基础货币增长快，M0增长很快，但M1、M2的增长并不非常大，商业信贷增长状况也没有明显改善，大量放出的钱最后是由商业银行放回了央行，变成了超额存款准备金。

第二，即使M2增长速度加快，但是经济仍然处于衰退时期，未实现充分就业，因此 $PT=MV$ 的货币数量论公式并不成立。因为货币供给M的增加会在经济衰退时期刺激经济产出增长，这意味着总产量T也相应增加，物价水平P未必会提高。

但是，我们担心通货膨胀的出现可能会早于市场预期。现在美国发行国债和数量宽松政策都在增加国债的泡沫，大家出于安全都还在买国债，但这个泡沫早晚要崩溃，如果投资者放弃国债选择其他的资产，就会导致其他资产的价格上涨。国际油价和初级产品价格的反弹可能也会超过预期，这些商品价格的上涨，一是由于过去的超跌出现了回调，但也可能意味着流动性正逐渐释放出来，投资者正放弃国债，进入石油和大宗商品市场。

从长期来看，增发货币为赤字融资迟早会带来通货膨胀。美联储在非常时期实施了数量宽松政策，一旦经济出现复苏，它是否能及时实施退出策略，将前期释放出来的流动性及时回收呢？

从乐观的角度来看，有一些因素可能会导致退出策略自发、有序地实施。随着市场信心的恢复，金融机构对美联储贷款的需求就会减少，美联储就不需要再向金融机构提供服务。另外，美联储法案第13条规定，在市场处于非常时期时才能贷款给金融机构。一旦市场不处于非常时期，按法律的要求，它就要终止数量宽松的政策。再者，美联储有很多和其他商业银行、机构的交易，买的是短期证券、短期债券，可能很容易脱手。最后，伯南克在前段时间的政策中体现的是他对大萧条的研

究，接着就是对通货膨胀目标制度等的理论研究、央行信誉的研究，因为未来解决通货膨胀的预期肯定需要先下手为强，这些方面可能会对他有影响。

我们看到，在2009年9月之后，给商业银行的准备金已经可以支付利息了，如果到时美联储想收回流动性，也可以通过给商业银行准备金增加利息的支付，财政部也会有一些配合，发一些债券，这样等于又从市场上赎回了一些现金。但困难在于，第一，现在美联储已经开始越来越多地买进长期证券，这是很难出手的，尤其是买了很多烂资产，这些品种将来可能没了，到时怎么出手呢？另外可能有很多政治上的压力，央行的独立性受到影响，一方面来自国会，另一方面来自财政部，如果需要财政部的配合，它就会更多地介入。第二，从时间和承受选择上来说也有很大不确定性，毕竟这些事情以前没有做过，如果选择的时间太慢、程度太少，通货膨胀预期一下就会起来。

那么，美国的“宽松政策”对中国会产生哪些影响？

我们要设想最坏的结果，作最坏的准备。通货膨胀风险可能会过早到来，这会中断美国和中国经济的复苏。本来经济危机就是病来如山倒，病去如抽丝，需要进行缓慢调整。如果一定要经济在很短的时间内反弹，它又会带来风险，可能会使你所有的救市政策前功尽弃。

另外，要关注流动性出来后，国际资本流动可能逆转。现在热钱流出，以后热钱会流入。中国国内现在增发信贷，同时又有很多热钱流入，当国外热钱、国内热钱在中国资本市场上会师时，资产价格的泡沫就出来了。最后，能源和大宗产品价格上涨会加重中国企业经营负担，中国外汇储备依然面临巨大风险。

如果从全球经济互动的角度看，美国采取宽松货币政策以后，很多新出来的流动性很可能会向新兴经济体和其他国家转移，在美国还没有出现很大通货膨胀压力的情况下，其他经济体会更早出现通货膨胀压力。

世界经济最不稳定的因素仍然是美国

美联储主席伯南克2009年7月21日在美国国会作证，汇报2009年上半年的货币政策。美国金融危机爆发之后，美联储采取了极其扩张的货币政策，先是下调基准利率，直到进入“零利率”，继而实施“数量宽松”政策，通过扩大央行资产负债表的方式，继续向金融市场注入流动性。这一做法引起市场的普遍担忧：极度宽松的货币政策是否会让美国陷入通货膨胀？美联储用什么办法能够将释放出来的流动性收回？伯南克在国会作证时，针对人们的担忧特别指出：“美联储公开市场委员会已经密切关注和退出战略有关的问题，我们非常有信心，在适当的时候，我们有各种必要的工具可以用来执行退出战略。”

伯南克谈道，随着经济复苏和金融市场形势好转，美联储在一定程度上能够自动退出“数量宽松政策”。首先，随着信贷紧缩局面的缓解，向美联储贷款的需求就会减少。美联储向银行和其他市场主体发放的贷款，已经从2008年年底的1.5万亿美元减少到了不足6 000亿美元。其次，在早期的救市方案中，采用了向运行良好的商业银行、存款公司、证券交易商以及货币市场基金发放短期贷款（通常以公司债、市政债券、MBS 和ABS 为抵押品）的方法。这些贷款期限短，且资产质量较好，容易出手。美联储的数据显示，美联储所持有的短期商业票据已从2009年1月的3 500 亿美元减少到2 500亿美元。

除此之外，美联储还可以主动出击，收回流动性。根据伯南克的说法，最重要的工具是提高对商业银行准备金支付的利率。2008年第四季度，美联储终于获得了国会的授权，可以对存款类机构的法定和超额准备金支付利息。为了得到这一权力，美联储争取了将近一个世纪。得到这一授权之后，美联储如获至宝。根据伯南克的解释，如果美联储需要收回流动性，就可以提高准备金利率，鼓励商业银行把更多的钱存在央行里面，不担风险，又拿利息。此外，美联储还可以卖出其持有的证券，一种办法是暂时卖，即签订回购协议，先将美联储持有的证券卖出，同时承诺在未来再买回来；另外一种是完全卖掉，尤其是将其持有的长期证券在市场上出售。

伯南克言之凿凿，但市场会相信他的话吗？7月21日的《华尔街日报》上刊登了一幅漫画：伯南克拿了一只像地球那么大的麻袋撒钱，但只准备了一只公文包来回收。想退出？没有那么容易。

第一，给商业银行在央行的存款支付利息固然可以增加商业银行贷款的机会成本，回收部分流动性，但问题在于，并非所有在央行有存款的机构都能享受到利息。像政府支持企业（GSE, Government Sponsored Enterprises, 包括房利美、房地美和12家联邦房屋贷款银行）、初级交易商都在美联储存钱，但它们却无法得到利息，因此，它们很可能会以低于央行存款利率的水平发放贷款。美国商业银行间联邦资金市场的规模本来就不大，其中大量资金还掌握在这些机构手中。因此，伯南克的撒手锏未必真的那么有效。

第二，美联储购买了许多长期证券，其中有很多质量较差的资产，这些资产可能难以出手或者难以以合适的价格在市场上出售。另外，美联储对金融机构的救助资金也可能难以全额收回。据财政部的预估报告，美国政府对花旗集团3 010 亿美元的担保资产到2008年年底已亏损9亿美元。美国国际集团的亏损金额虽尚未公布，但由于美国国际集团的欧洲业务资产损失非常严重，据估算，美国政府对美国国际集团的救助资金中将有30%实际帮助的是欧洲金融机构，加之美国国际集团奖金门事件造成的亏损，这些资产都将成为美联储的“呆坏账”而无法收回。

第三，即使美联储手中真的有工具，但胸中是否有决心仍然令人怀疑。美国经济仍然一团糟，实施从紧的货币政策可能会让本来就虚弱的美国经济再度陷入衰退。从美联储历来管理货币供给的历史来看，成绩实在不敢恭维。远的来说，20世纪70年代中期，正是由于美联储积极地为美国财政赤字融资，最后才酿成了高通货膨胀。1979年保罗·沃尔克（Paul Volcker）担任美联储主席前夕，美国的年通货膨胀率已经达到15%。近的说，2003年之后，美国已经出现经济复苏，却一直保持着宽松的货币政策，最终导致了这场金融浩劫。央行在决定货币政策调整的时候，往往是不见兔子不撒鹰，只要真的没有看到通货膨胀起来，就不会动手，但一旦通货膨胀的预期已经出现，再去治理，就难上加难了。

最后，可能最棘手的问题就是，如果美国继续大量发行国债，美联储到底买还是不买。美国2009财政年度（到2009年9月30日结束）的赤字预算已经达到1.8万亿美元，以后可能还会继续增加。为了弥补巨额的财政赤字，美国不得不大量发行国债。问题是过去的大买家——如中国、日本和石油出口国——都意识到持有过多美元资产的风险，而且，如果这些国家受到美国经济衰退的影响，出口速度下降，能够挣到的美元就会减少，能够用来购买美国国债的资金就会减少。美国国债的供给不断增加，但需求却在减少，能够补上这个窟窿的，就只有美联储了。但美联储购买美国国债，就是赤裸裸地印钞票偿债。这种财政赤字货币化的现象，只有一个后果，那就是通货膨胀。根据银行家、财经作家马丁·哈钦森（Martin Hutchinson）的估算，德国魏玛共和国时期有50%的政府支出是靠发钞票维持的，最终的结果是史上有名的恶性通货膨胀，在过去6个月，美国已经有15%的政府支出是靠美联储支撑的。这已经不能不让我们提高警惕。

如果不是有序地撤退，那么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。

各有各的退出

美国金融危机爆发之后，世界各国争先恐后地实施经济刺激政策。无论是发达国家，还是发展中国家，概莫能外。据国际货币基金组织提供的数据，截至2009年6月，20国集团成员为应对金融危机所承诺的各种经济刺激措施，金额已经高达11.9万亿美元。正是由于如此大手笔的账单，世界各国才买到了市场的信心，也买到了恢复经济增长的时机。我们之所以能够免于类似1929~1933年那样的大衰退，经济刺激政策要居首功。但是，如果在经济恢复增长之后仍然维持非常规性的经济刺激政策，可能会带来资产价格泡沫和通货膨胀，也可能造成财政赤字的不不断恶化。“争渡，争渡，惊起一滩鸥鹭”。世界各国如何退出经济刺激政策，是未来世界经济舞台上最有看头的戏。

经济刺激政策退出的时机在很大程度上决定了它的成败。如果退出过早，则可能引发金融市场新的动荡，使得经济复苏半途夭折。1933年全球经济陷入大萧条，20世纪90年代之后日本经济坠入失去的10年，都是殷鉴。但如果退出过晚，则可能导致两个问题：一是扩张性的货币政策导致流动性泛滥，可能推高资产价格和初级商品价格，甚至可能带来全面的通货膨胀。二是扩张性的财政政策可能导致发达国家债台高筑，增加未来的偿债压力，且对长期经济增长带来损害。

究竟什么时候是退出的最佳时机？究竟采取什么样的次序“撤退”？这取决于各国的国情。一些资源型国家，比如澳大利亚和挪威，已经采取了加息措施收紧货币政策。这主要是由于这些国家的经济增长比预期的更加迅速，通货膨胀开始抬头。估计像新西兰、加拿大这样的资源型国家，在未来半年内实行加息政策的可能性更大。随后，一些信贷增长速度太快、已经出现资产价格泡沫和通货膨胀风险的新兴市场国家可能也会选择退出。但是欧美各国“敦刻尔克大撤退”的时刻似乎还没有到来。尽管美国和欧元区已经出现了反弹，但强劲的经济复苏仍然杳无音信。首先，迄今为止，发达国家金融机构的去杠杆化进程尚未结束，很多金融机构仍然存在大量的亏损，一旦出现加息，将会导致金融机构现有资产的质量急剧恶化。其次，高失业率成为困扰各国的首要问题。美

联储主席伯南克预计，在2010年年底前，美国失业率将维持在9%以上。如果就业形势没有实质性的改善，各国政府在退出刺激政策时必然顾虑重重。

但是，中国并不应该因此放松警惕。无论欧美国家退出过早还是过晚，都会引发国际金融市场的动荡，而中国很可能是台风的登陆点。目前，发达国家采取了前所未有的超低利率政策，大量的流动性蠢蠢欲动、蓄势待发。如果中国加息太早，则大量套利资本会滚滚流入，推高股市和楼市，带来资本市场的价格泡沫。但是，如果我们退出过晚，国内的流动性没有及时收回，国内市场上的过剩资本同样会流入资本市场，国外资本也会闻风而动，流入中国。而且，我们不能想当然地假定西方国家一定能成功地撤退。要警惕西方国家在退出经济刺激政策时出现失败或失控。从过去20多年的经验来看，大部分新兴市场爆发金融危机，都发生在美国的货币政策、汇率政策出现急剧调整的时候。对此，我们要做好充分的预案。

我们能够做的，首先是建立阻挡外部冲击的防火墙。一是可考虑加强资本管制，防止投机资本大进大出。当前还不是畅谈资本账户自由化的时候，而是要未雨绸缪，把篱笆墙上能补的漏洞都补好。加强资本管制，不仅是要加强对资本流入的管制，还要加强对资本流出的管制。这是因为，从国际经验来看，在放松资本流出的初期，往往会有更多的资本流入，因为投资资本考虑到撤退的合法通道已经打开，就会更加肆无忌惮地流入！二是可考虑增加汇率的灵活性，以换取货币政策的自主性。在国际资本无孔不入的情况下，一国往往会面临汇率稳定和货币政策自主性之间的两难选择。像香港这样的小型开放经济体，可以通过联系汇率制度将港币盯住美元，但其货币政策会不断受到外部冲击的影响。如果中国认为国内的经济稳定要比汇率稳定更加重要，就应该放弃汇率稳定的目标，让汇率波动起来，变成一道缓冲外部冲击的防波堤。

我们不应坐等发达国家退出之后才开始考虑中国的退出策略。中国的国情和发达国家并不一样，我们的退出策略也应和欧美国家不同。中国的经济刺激政策也包括积极的财政政策和货币政策两个方面，但我们的财政政策最需要担心的问题不是财政赤字，而是财政投资的低效。如

果世界经济处于较长时期的低迷，中国要作好准备，继续坚持积极的财政政策，但财政支出的投向应适度调整。要退出的是盲目新建、扩建铁路、公路、港口等基础设施，退出的资金应投向教育、卫生、社会保障等公共产品。因此，我国财政政策退出的基本策略是结构上的调整。宽松的货币政策面临的主要挑战是资产价格泡沫和通货膨胀预期。在通货膨胀压力并没有正式显现之前，我们的货币政策退出，应赢在提前出牌，精准点控。比如应采取措施遏制楼市的过快上涨，防范信贷扩张中出现的不良贷款，适度降低信贷增长的速度等。

全球经济调整的西方修辞术

美国金融危机爆发之后，各国之间的经济政策协调日益频繁。从8国集团峰会，到20国集团峰会，各种宏论不绝于耳。大致说来，西方国家应对金融危机的一揽子政策首先是救市，即在危机最严重的时候，在火线上抢救出了问题的金融机构；到了2008年年底2009年年初，西方国家的政策重点转入扩张性的财政和货币政策，目的是保增长，缓解经济衰退带来的痛苦；如今，在继续采取扩张性财政和货币政策的同时，西方国家开始热衷谈论全球经济调整。一方面，西方国家认为全球国际收支失衡是导致金融危机的根源，因此，治本之策是纠正这种失衡，美国要减少消费，增加储蓄，东亚国家要增加消费，减少储蓄。另一方面，气候变化已经成为不可回避的全球问题，各国要联合起来，应对气候变化。尤其是发展中国家，也要积极加入西方倡导的减排计划之中。

这些观点不能说完全没有道理，但是，在观察全球经济协调的时候，我们不能仅仅听其言。如果仅仅听信口头和纸面上的话，我们可能会被西方的修辞术迷惑。

第一，全球经济遇到的最要害的问题，在各国的经济协调中仍然付诸阙如。就业始终是一国经济政策的最重要目标。从近期的情况来看，世界各国的失业问题日益严峻。美国的失业率已经超过了9.5%的警戒线。预计未来美国的失业率将在9%~11%的区间内居高不下。这是奥巴马上台之后遇到的“9·11”。美国现在遇到的失业问题，是无法仅仅通过刺激经济增长解决的。在金融危机之后，美国的产业结构将发生较大的变化，很多就业机会将一去不返，比如房地产行业的建筑工人，钢铁、汽车行业的产业工人都将面临大规模失业。为本国居民提供就业机会，是各国遇到的最大的挑战。但是，在目前各国出台的经济刺激方案和增长方式转型计划中，对创造就业均无良策。而且，一旦西方国家的失业率上升，可以预料的是，贸易保护主义将迅速抬头。这将对全球经济复苏带来极其不利的影响，尤其是会损害到发展中国家的利益。怎样避免这样的问题？如果出了这样的问题，该怎么惩罚始作俑者？我们很想知道，但西方国家一直是顾左右而言他。

第二，主要发达国家选择的主导产业可能会存在失误。西方国家之所以关注气候变化，除了对全球气候问题本身的关注之外，另外一个用意是想借助气候变化调整经济结构，通过发展新能源，发展环保产业，寻找新的经济增长点。全球经济的真正复苏，需要一场轰轰烈烈的技术革命，因此，各国均在寻找新技术的突破点，并希望能够在未来抢占经济增长的制高点。但是，目前的这种选择是否能成功，仍然不得而知。新能源在GDP中所占规模相当有限，在可以预想的未来，全球经济可能仍然主要依靠化石燃料。新能源的发展将受到国际油价波动的极大影响，只有在油价持续保持高位的情况下，新能源才能稳定发展，但油价的走势不是简单的上升，而是剧烈的波动。油价下跌将对新能源的发展产生不利影响。对新能源的投资也可能严重不足，过去的风险投资基本上是为IT行业量身定做的，对新能源的投资周期长、风险大，国际资本并未作好准备。总之，有可能出现技术突破、扮演主导角色的行业不一定是新能源。新材料、生物工程等均有可能会出现较大的技术突破，因此我们在选择新的主导产业时应更加慎重。

第三，要注意“言外之意”，要警惕发达国家的“隐藏计划”。发达国家在国际场合大谈全球经济调整，要求各国之间加强协调，他们也可能以此为幌子，从各方面限制发展中国家的赶超。很多新的贸易壁垒有可能通过环境、气候变化、食品安全等方式显现，比如以国内立法的形式，对发展中国家的产品出口进行限制。发达国家也可能借发展新兴产业的契机，为其科技产品出口寻找市场。

最后，要观其行，而不仅仅是听其言。全球经济调整的确是不可避免的，而且，哪个国家调整得最早，调整得最好，就有可能在未来国际经济格局的竞争中保持长期的优势。但是，短期的保增长目标可能会和长期的增长方式调整出现冲突。因为增长方式的调整可能带来转型的成本和代价，有可能使得经济复苏更加缓慢。只有眼光长远的政府才敢于在经济相对低迷的时候顶住压力，锐意改革。可惜，我们看到的是西方各国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。如果美国采取扩张性的财政政策，鼓励美国人增加消费，那么，美国的消费率怎么才能降低呢？发达国家采取的扩张性政策增加了大量的流动性，这些流动性可能会进入石油、初级产品

市场，或流入新兴市场，带来新的泡沫，并延缓各国经济增长方式的调整。从各种迹象来看，新兴市场面临的风险非常类似于20世纪90年代初期，即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？全球经济调整是否就是要走别人的路，让别人无路可走呢？

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。

一盘没有下完的棋

伦敦。维多利亚皇家港口以北的EXCEL国际会展中心。这里是20国集团伦敦峰会的会场。参会的领导人齐聚一堂，大家都是来自五湖四海，为了一个共同的目标，走到了一起。来的都是政治家，每个政治家都明白，当下最大的政治莫过于抵抗金融危机、拯救世界经济。

伦敦峰会的宣言言辞恳切，每段话的主语都是“我们”，极言团结合作、共襄盛举之意。然而，20个演员同台亮相，唱的却绝不是同一首歌。政治就是对利益的计算，国与国之间的合作，无非是在讨价还价的谈判之后找到一个均衡点。

美国总统奥巴马曾说，他这次到20国集团峰会上是要听大家说的。这样的表白说明美国也清楚，他们在这次峰会上会处于守势。谁让美国是这次全球金融危机的始作俑者呢？奥巴马此行，本来是想号召大家一起实行经济刺激政策，但应者寥寥。反而是在金融监管和国际货币体系改革问题上，欧洲咄咄逼人，美国步步防守。对美国来说，防守是最好的打法，不被人攻破防线就是胜利。令人佩服的是，从伦敦峰会的公告中，几乎看不出美国在哪个议题上有明显的让步。更有可能的结果是，在之后的具体谈判中，美国还会反守为攻。

欧洲早就对美国耿耿于怀，欧洲国家认为这次金融危机是因为美国金融监管的篱笆墙没有扎牢，才捅出这么大的娄子，还把欧洲也拉下水。早在20世纪90年代，美国的长期资本管理公司危机爆发之后，德国就想推动对对冲基金的监管，但美国和英国一直充耳不闻。在金融危机爆发之后，德法对加强金融监管的态度越来越强硬。从伦敦峰会的公告来看，可以说德法想要的东西基本上都要到了。欧洲想要的究竟是什么呢？过去欧洲大陆的金融业被英美金融业压得喘不过气来，如今，借加强金融监管的契机，欧洲国家有了在局部战场上收复失地的绝好机会。比如，德国总理默克尔就严厉谴责美国的信用评级公司在本次金融危机中扮演了不光彩的角色。她开出的治病药方是什么呢？建立一家欧洲的信用评级公司！在推动国际货币体系改革的问题上，欧洲也是急先锋。表面上看，如果改革国际货币基金组织，欧洲可能损失最大，因为欧洲

的投票权会相对削弱，但从短期利益来看，国际货币基金组织增资最大的受益者是欧洲国家。当前金融危机中处境最狼狈的当属中东欧国家。如果中东欧国家经济崩溃，多米诺骨牌倒塌之后，首当其冲受到影响的就是唇齿相依的欧洲国家。现在，大家掏钱给国际货币基金组织，这些钱明处是借给中东欧国家，暗地里补贴的却是欧盟。

新兴国家似乎受到了格外的礼遇。比如在晚宴排座次的时候，坐在东道主英国首相布朗左边的是印度尼西亚总统苏西洛，右边是中国国家主席胡锦涛。奥巴马则坐在布朗的斜对面，跟德国总理默克尔和韩国总统李明博坐在一起。20国集团俨然有取代8国集团的阵势。相比20国集团伦敦峰会的风光，2009年7月在意大利的拉奎拉市召开的第35届8国集团峰会就略显冷清了。但实际上，新兴国家和发展中国家的利益在这次伦敦峰会上仍然没有得到应有的重视。

发展中国家最担心的问题之一是贸易保护主义。大多数发展中国家都希望通过国际贸易走上发展的道路。但发达国家进入衰退期之后，各项贸易保护主义政策纷纷出台，最终的受害者一定是在发展中国家的穷人。尽管伦敦峰会的公告中高调宣称要抑制贸易保护主义，但2008年20国集团华盛顿峰会上各国也有同样的表态。结果怎么样呢？根据世界银行的一项跟踪研究显示，在华盛顿峰会之后，20国集团的19个成员国（还有一个成员是欧盟）中有17个实行了不同形式的贸易保护政策。美国2009年年初通过的《2009年美国复苏与再投资法案》（American Recovery and Reinvestment Act of 2009）赫然列着必须买美国货的条款。该条款称，凡是美国政府提供拨款和支持的建设项目，必须用美国国产的钢铁和制造品。

国际货币体系的改革同样忽视了发展中国家的呼声。国际货币基金组织可能是这次危机中意外的赢家。过去几年里，金融市场风平浪静，没有金融危机，也就没有人向国际货币基金组织借钱，国际货币基金组织已经囊中羞涩，几乎要抛售黄金换钱花了。全球金融危机的爆发，使得本来已经被边缘化的国际货币基金组织又站到了国际舞台的中心。这次伦敦会议上，国际货币基金组织得到了5 000亿美元的增资，还临危受命，被赋予了加强金融监管等职能。增资之后就要改革。如今，能够

拿出钱来给国际货币基金组织的几乎都是新兴国家，但新兴国家的地位真的能有所提高吗？以中国而言，这次中国承诺为国际货币基金组织提供400亿美元的支持，但这能够让中国的投票权上升一两个百分点就不错了。美国仍然是一股独大，有一票否决权。而且，国际货币基金组织在发展中国家的信誉非常恶劣，很多国家都厌恶国际货币基金组织颐指气使的傲慢派头，韩国、泰国等曾在东亚金融危机之后向国际货币基金组织借款的国家都将借款行为视为奇耻大辱。如果国际货币基金组织不改革、不反省，即使钱多了，恐怕愿意借钱的国家仍然不多。

或许是因为缺乏了解的缘故，新兴国家对发达国家主张的加强金融监管基本上没有什么回应。但加强金融监管就是要重新制定游戏规则，新兴国家的失语，会导致其今后在金融竞争中的失利。举20国集团峰会公告中明显失当的一个例子来说，发达国家竭力主张加强对所谓“避税天堂”的监管，理由是“避税天堂”里藏匿了大量非法资金，成了各国黑社会和腐败分子洗钱的地方。这样的理由实在令人费解。第一，爆发全球金融危机的地方是美国，跟“避税天堂”有何相干？该不会又是想抓本·拉登，就到伊拉克去找子虚乌有的“大规模杀伤武器”？第二，如果说某些国家或地区的税率或监管程度较低就是“避税天堂”，那么美国国内各州之间的税率、监管程度也高低不一，这些国内的“避税天堂”如何来算？其实，美国为了鼓励外国投资者，对外国投资者在美国境内投资的收入提供免税优惠，这样说来，美国岂不也是“避税天堂”？第三，即使要对“避税天堂”加强监管，也应该集中在反洗钱、反黑钱上，何以银行保密成了矛头所指？瑞士银行以对客户资料的高度保密吸引了各国的客户，这些客户中是否都是黑帮老大？那些普通储户的秘密，谁来保护？其实，瑞士是在20世纪30年代引入对客户的保密协议的，那是为了防止纳粹德国对犹太人的肆意掠夺。第四，即使要加强对“避税天堂”的监管，真正有问题的那些“避税天堂”，要么是英皇派去总督，要么是在美国的翼护之下，只要美英各扫自家门前雪，何必劳动20国集团大驾呢？我翻来覆去地读20国集团峰会的公告，发现对新兴国家威胁最大的金融安全隐患，公告里却几乎只字未提。比如，外资大肆控股新兴国家的金融体系，是这些国家遭受金融危机传染的病源。全球金融危机爆发之后，资本从新兴国家疯狂外逃，使得这些国家猝不及防。一个不受约束和管教的霸权国家过度借债，自顾自地大量印钞票，它的汇率和利率变

动给整个世界带来了极大的冲击。为什么这些重要得多的问题，20国集团会议上却闭口不提呢？

伦敦峰会闭幕了，但这却是一盘没有下完的棋。就像下围棋一样，从布局、序盘，到中盘、收官。如今，我们大致处于中盘阶段，或是快要收官了。这正是较量手筋、反复打劫的时候，但最后的胜负如何，仍然是个未知数。围绕规则的谈判可能不像峰会这样引人注目，但却是真正的战场。

希腊危机恶化对全球经济的影响

2010年5月初，受到希腊主权债务危机的影响，国际金融市场出现了较大的动荡。欧美股市连续暴跌，石油价格和大宗商品价格大幅度下跌，黄金价格创下历史新高，美元强劲反弹而欧元则大幅度走低。市场担心，希腊危机可能会蔓延到其他欧洲国家。更有人担心，这可能引起全球经济的第二次探底。5月10日，欧盟紧急公布了规模为5 000亿欧元的欧盟稳定计划，国际货币基金组织也承诺出资2 500亿欧元。这一计划暂时稳定了市场信心，国际金融市场渐趋平静。但是，这场危机仍然没有得到最终解决。欧盟和国际货币基金组织有可能实施规模更大的援助，希腊也有可能被迫进行债务重组。如果在救助过程中措施失当，可能会引发新一轮金融危机。但是，总体来看，欧洲主权债务危机对世界经济的负面影响仍然在可控范围内，世界经济的复苏步伐可能放缓，但是出现二次探底的可能性仍然较小。

一、希腊主权债务危机的恶化及风险的蔓延

欧盟在救助希腊的问题上存在较大分歧，一直犹疑不决，错失了救助的最佳时机，这是导致希腊危机不断恶化的主要原因。希腊危机爆发之后，欧盟迟迟没有提供援助，而是希望希腊通过缩减财政开支、增发国债融资来渡过难关。德国在救助希腊的问题上态度尤其消极。欧盟对于是否需要国际货币基金组织参与救助也举棋不定。直到2010年3月，当希腊出台的加税裁员减薪政策引发国内多次大罢工，在金融市场上发国债融资也越来越困难，市场上对欧洲主权债务的担心已经从希腊一国扩大到“欧猪五国”之后，欧盟才将希腊危机列为春季峰会的议题。3月25日，欧元区通过了救助希腊的方案，但具体细节却没有公布。4月11日，欧盟和国际货币基金组织提出总额450亿欧元的援助计划。随后，欧盟4月22日公布的最新统计数据显示，希腊和欧洲国家的财政状况比预期的还糟糕。4月27日，标准普尔将希腊的主权信用评级调至垃圾级。5月2日，欧元区和国际货币基金组织公布了三年总规模达到1 100亿欧元的救助计划，其中800亿欧元由欧元区各成员国按5%的利率向希腊提供双边贷款，国际货币基金组织按3%的利率提供300亿欧元备用资

金。

遗憾的是，市场此时已经成为惊弓之鸟，希腊危机的风险蔓延到了全球金融市场，并导致2010年5月第一周出现了罕见的全球金融市场动荡。5月5日，希腊爆发全国性大罢工，引发欧洲股市普遍大跌。5月6日，美国股市盘中下挫近千点，创下历史上单日盘中下跌点数之最。外汇及期货市场也出现了1987年股灾以来最混乱的情况。国际油价在一周之内下跌超过10美元。金属、农产品等品种均大幅下跌。大量资金撤离股市和商品市场，涌向黄金和美元资产以避险，黄金价格再次突破1200美元（每盎司），创下历史新高。

二、希腊主权债务危机对全球经济的影响

欧盟和国际货币基金组织在2010年5月10日紧急公布，提供总额7500 亿欧元的欧盟救助计划，该计划适用于所有欧盟成员，此举是为了遏制市场上的恐慌心理。

这一救助计划从短期来看稳定了市场情绪，使得希腊危机暂时有所缓解，但其无法从根本上解决欧洲主权债务危机。首先，这一救助计划的实际规模可能远远无法满足救助的需要。在7 500亿欧元的计划中，由欧盟财政预算出的只有600亿欧元，其余4 400亿欧元则来自欧元区国家的双边互助协议。但是，欧洲大部分国家的财政状况都在恶化，在自顾不暇的情况下能否伸出援手，值得怀疑。即使这些资金都能到位，考虑到希腊的GDP只占欧盟的2.6%，危机爆发以来就已经耗费了1 100亿欧元的救援资金，如果经济规模占欧元区1/3以上的“欧猪五国”同时陷入危机，7 500 亿欧元也可能远远不够。其次，外部的援助仅仅暂时缓解了希腊的资金需求，希腊未来的债务负担还会像雪球一样越滚越大。即使救援资金低于市场利率，其利率仍然有5%，远高于希腊的潜在GDP增长率。国际货币基金组织和欧盟施加援助的同时，均要求希腊削减财政赤字。但如果希腊将其财政赤字占GDP的比例从当前的14%削减到3%。超过10个百分点的紧缩政策将给希腊经济带来严重的衰退，进而使得其财政状况加速恶化。

欧洲主权债务危机将会持续较长时间，希腊当前的流动性危机将逐渐演变为资不抵债危机。我们预计，欧盟和国际货币基金组织有可能会在将来实施规模更大的救助计划，同时，希腊等国很可能会采取和债权人债务重组的做法。比如，在国际货币基金组织的组织下，希腊用新债换本息都打折之后的旧债。这更像2005年阿根廷金融危机的处理办法，当年，即使国际货币基金组织提供了巨额援助，阿根廷最后还是被迫采取债务重组的做法。这种做法会给金融机构带来较大的损失，因为很多国际金融机构都持有欧洲国家的主权债券。据标准普尔的研究，如果采取债务重组，希腊政府债券将跌至票面价值的30%。目前，希腊政府债券市场的总值为2 650 亿欧元。假设政策操作不当，很有可能使得金融机构的资产负债表再度恶化，主权债务危机演变为金融机构危机。

但是我们认为，由希腊危机导致全球经济二次探底的可能性不大。首先，希腊经济规模较小，对全球经济的影响并不大。其次，尽管希腊危机可能会出现扩散，但触发欧洲大国如西班牙、意大利等国主权信用危机的可能性不大。葡萄牙的信用评级已经被调低，但葡萄牙经济规模仅占欧元区的1.7%。西班牙、意大利的经济规模在欧元区分别占11.8%和16.8%，2009年，两国财政赤字占GDP的比例分别为11.2%和5.3%，而公共债务占GDP的比例分别为53.2%和115.8%。一旦西班牙和意大利的主权信用评级被调低，将会触发更为严重的欧洲债务危机。但是，意大利和西班牙的债务中大部分是内债，而非外债。2009年，意大利和西班牙的政府债务中外债的比例分别为42.9%和47.3%，甚至低于德国的48.5%。第三，从短期看，希腊危机使得欧元出现了贬值，这对欧洲经济的复苏有一定的刺激作用。从2008年11月全球各主要经济体陷入衰退到2009年11月之间，欧元对美元累计升值7.5%。欧盟各国和欧元区16国经季节调整后的出口同比均转为负增长。但是，希腊危机爆发之后，欧元开始急剧贬值。从2009年12月到2010年3月底，欧元对美元累计已贬值10.4%。欧元的贬值促进了欧元区出口的反弹。2010年1月之后，欧元区16国和欧盟的出口均出现了正增长。最后，主要发达经济体，比如欧元区、英国和美国的经济形势没有出现明显的恶化。欧元区4月制造业采购经理人指数由3月的56.6增至57.6，服务业采购经理人指数从3月的54.1增至55.6，说明希腊危机并未严重影响欧元区的整体经济活动。尽管市场上有关于英国和美国债务危机的担心，但是，英国不属于欧元

区，如果遇到冲击，可以通过贬值的办法，在一定程度上缓解债务压力。2010年4月，美国制造业采购经理人指数升至60.4，增长速度是2004年7月以来的最高水平。制造业订单也在增加。美国私人投资可能在2010年下半年复苏，并带动就业形势的好转。总体来看，世界经济仍然处于缓慢复苏的过程之中。但是，由于欧洲主权债务危机将持续较长时间，而且可能进一步恶化和蔓延，因此也有可能减缓世界经济复苏的步伐。

三、中国的对策

欧洲主权债务危机对中国经济的影响包括：第一，欧洲经济如果下滑，将会影响到中国的出口。尽管对“欧猪五国”的出口仅占五国出口总额的3.5%，但欧盟是中国最大的出口市场，占中国出口总额的17%。中金公司的分析指出，2008年我国出口的下滑速度大大快于贸易伙伴的经济下滑速度，正是因为国外进口商难以获得贸易融资，因此，一旦金融市场又出现动荡，对我国的出口打击较大。第二，美元升值使得国际原材料价格大幅下滑，有利于降低我国的进口成本，抑制输入型通货膨胀压力。第三，欧元走弱使得人民币伴随美元升值，短期内要求人民币升值的国际压力可能会暂时趋缓。据中金公司2010年5月11日发布的报告，“人民币在最近一个月对欧元升值7.6%，对英镑升值3.1%，对其他新兴市场货币也明显升值”。

我国在当前国际国内形势下可采取的对策包括：

首先，应将欧洲主权债务危机视为一个长期问题，密切跟踪其发展态势，并准备相关的预案。在当前阶段，鉴于欧洲主权债务危机尚未尘埃落定，我国不宜参与和欧盟、国际货币基金组织关于救助欧盟的合作，也不宜购买欧洲国家的主权债务。从目前的形势判断，欧洲主权债务将会继续恶化，未来可能会出现针对欧洲债务危机的国际谈判，比如在20世纪80年代为应对拉美债务危机出台的布雷迪计划，我国应提前研究，准备预案。

其次，在复杂的国际经济形势下，应提高我国的宏观调控政策的灵

活性和应变性，并加快结构性改革。从增加政策灵活性的角度来看，如果世界经济形势较为稳定，应继续坚持紧缩政策，如果出现较大的外部风险，也可考虑推迟加息、升值政策；从增加政策应变性的角度来看，有必要增加新的投资项目储备，尤其是在环境保护、国土整治、教育卫生等方面的项目，同时可以加速资源价格改革，加快服务业的发展，以便更好地调整产业结构，确保经济稳定增长。

最后，应该吸取欧洲货币合作的教训，在推动东亚经济合作的过程中，避免陷入欧洲式的陷阱。从欧洲主权债务危机中可以看出，欧洲的货币合作尽管取得了令人瞩目的成绩，但其内在的缺陷仍然较多。比如缺乏相应的预警机制、货币政策统一但财政政策分立、缺乏退出机制、成员国差异较大等。欧洲主权债务爆发之后，甚至有很多关于欧元即将破产的言论。我们认为，无论是希腊或德国，退出欧元区的成本均太高，欧盟分崩离析的可能性很小。不过，这次危机也提醒我们，在推动亚洲经济合作的时候，应对借鉴欧洲的经验采取更为审慎的态度，不宜过早加入机制化的货币合作。

下一个主权债务危机在哪里？

全球金融危机爆发之后，我们首先看到的是金融机构如同多米诺骨牌，一张接着一张倒掉。但是，从2009年年底的迪拜危机开始，到至今阴霾未散的欧洲国家主权债务危机，似乎预示着国家违约的风险已经超过了金融机构。如今，人们一般认为，政府的信誉比企业要高，因为企业可能会破产，但国家是很难破产的，国家有能力动员各种资源，用于偿还债务。但是，如果是企业或个人违约，债权人可以将之诉诸法庭，国家违约之后，有什么机制能迫使国家履行偿债义务呢？在古代历史上，政府违约的例子举不胜举。即使到了近代和现代，也仍然有大量的政府违约事件。伯仁斯坦（Borensztein）和帕尼兹（Panizza）在2008年国际货币基金组织的一份研究报告中提到：1824～2004年，拉丁美洲国家有126次政府违约，非洲国家有63次违约，亚洲国家的违约率最低。

印度贾瓦哈拉尔·尼赫鲁大学的钱德拉塞卡（Chandrasekhar）在第三世界网络的刊物《第三世界复兴》（Third World Resurgence）2010年2月的封面文章中指出，发展中国家政府违约，往往爆发在信贷急剧膨胀之后。20世纪80年代，拉丁美洲爆发债务危机，就起源于向外国银行的大量借款。外国银行突然增加对拉美国家的贷款，是由于20世纪70年代石油冲击之后，巨额资金流入国际银行。发展中国家债务危机的爆发，一是借款规模过大，二是突然遇到了外部冲击。在经历了这样的痛苦之后，大多数发展中国家对借外债甚为警觉。中国在对外开放之后选择以引进外国直接投资为主要的利用外资的方式，也是因为吸取了拉丁美洲的教训。但在过去10年中，由于发达国家普遍实行低利率，国际金融市场上又充斥着大量资金。这些资金主要流向两个地方：对发达国家和发展中国家的私人贷款，以及对发达国家政府的贷款。正是这些变化，带来了新的主权债务危机，而这次的主权债务危机主要将爆发在发达国家，甚至是核心国家。英国《经济学家》杂志在2009年12月3日的一篇文章中谈道，到2007年，20国集团中主要的发达国家，政府债务占GDP的比例已经达到80%，而这一比例比20国集团中主要的发展中大国要高一倍。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

国家还存在着救助金融机构带来的大量隐含债务，这会使发达国家的债务负担更重。

下一个主权债务危机可能爆发在什么地方？当前市场上最为担忧的恐怕是英国。据说，国际金融市场上做空英镑的资金已经是当年索罗斯投机英镑时的八倍。除美国外，英国是各国政府中拿出最多资金救助金融机构的国家，这些救助可能会在将来转化为财政成本。英国除了金融业，几乎没有其他支柱产业，但英国银行体系在危机中遭受了巨大损失，至今依然面临诸多风险。人们担心，一旦英国的数量宽松货币政策退出之后，英国银行业可能再度陷入困境。英国银行业对建筑业和商业房地产部门存在巨大的风险敞口，进一步亏损的风险较大。英国银行业还持有相当多的政府债券。根据摩根大通的估计，2009年第二、三季度，英国四大银行持有约700亿英镑（1 100亿美元）的政府债券。一旦政府债券的信用评级被调低，或市场上认为政府债务有违约风险，都将导致银行资产质量将急剧恶化，银行业将损失惨重。更为微妙的是，英国已决定在2010年5月6日举行大选。布朗的执政能力近来备受质疑。最新民意调查显示，工党的支持率已经跌至28%。预计下一届英国政府很可能是多党联合执政的政府¹，但这样一个派系纷争、缺乏权威的政府，如何才能拿出有效的政策，加强财政纪律性，实在令人怀疑。

如果英国爆发主权债务危机，那不啻又是一颗金融原子弹爆炸。但是，最值得我们担心的主权债务危机是在美国。当前，美国的财政赤字创下了历史纪录，债务总额创下了历史纪录，对外国的负债也创下了历史纪录。美国在未来违约的可能性越来越大。穆迪评级机构已经警告，可能会调低美国的国债评级。一旦美国的国债评级被降低，结果就是国债价格下跌、收益率上升，这将动摇全球金融市场的基础。就美国政府而言，美国国债收益率每上升一厘，政府利息总支出就增加超过1 200亿美元。

美国会不会赖账不还呢？2008年，两位著名经济学家肯尼思·罗格夫和卡门·莱茵哈特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，他们谈道，金融危机之后总是伴随着财政赤字和政府债务的增加，主权债务风险将大大提高。但是，罗格

夫在这篇文章中错误地把美国称为“违约处女”，即从未出现违约的少数几个国家。事实上，美国政府在历史上曾经不止一次地违约。比如，大萧条期间，美国曾把黄金价格从一盎司20美元调至35美元，这就意味着美元贬值；1973年，尼克松突然宣布美元和黄金脱钩，也是一次昭然违约。

为了还债，美国无非有三种办法，一是增加税收，二是通货膨胀，三是货币贬值。让美国通过增加税收的办法偿还债务，就像指望一个没有节制、过度肥胖的家伙通过艰苦的减肥，重新恢复苗条身材一样，几乎是没有任何希望的。如果靠通货膨胀，会遇到两个问题，一是美国国债和通货膨胀挂钩的部分大约有20%左右，因此通货膨胀上去了，美国的债务负担也会随之上去。二是美国现在仍然遇到通货紧缩的压力，尽管伯南克像直升机撒钱一样增加货币供给，但是信贷市场仍然紧缩，在这种背景下，想用通货膨胀减少债务负担，难度变得更大。那么，最有办法的办法就是货币贬值。这实际上是通过向外国债权人转嫁负担，达到减少债务压力的目的。中国至少持有1.7万亿美元的美资产，如果美元贬值30%，中国的损失将超过5 000亿美元。

中国持有的巨额外汇储备，已经变成了放在美国的人质。抛售或是继续持有美元资产，都不可避免地会遭遇美元贬值的风险。及早调整外汇储备的资产结构，可能是在不得已中必须要作的准备，调整中国的发展战略，放弃盲目依靠出口和引进外资的传统政策，才是真正的治本之策。

帮倒忙的国际金融监管合作

在金融危机之后，国际金融监管合作越来越流行，但是，在很多时候，这一合作往往是在帮倒忙。从过去30多年的历史来看，关于国际金融监管的国际合作尽管取得了许多成绩，但是也犯了许多严重的错误。尤其是追求金融监管标准的统一化，可能会让各个国家在同一时间犯同样的错误。国际金融监管合作不能代替各国国内的金融监管。各国采取适宜本国国情的监管措施，要比制定更多的国际标准更为重要。国际金融监管合作应该鼓励各国金融监管的差异化，而非同质化。

马克·莱文森（Marc Levinson）在2010年5~6月号的《外交》杂志中发表了一篇文章，其中谈道，国际金融监管合作的历史源自20世纪70年代。1974年6月，联邦德国关闭了在科隆的赫斯塔特银行（Bankhaus Herstatt）。赫斯塔特银行的规模并不算大，但是其在外汇市场上非常活跃。倒闭之前，赫斯塔特银行已经收到了一些交易对手付给它的马克，但是其相应的美元支出并没有汇出。等美国市场第二天开张之后，其美元代理行终止了所有赫斯塔特银行的对外美元付款，这对当时的支付结算系统产生了连锁性冲击，导致外汇市场在数月内交易量骤减。美国在几乎同一时间，遇到了富兰克林国民银行的倒闭问题。为了防止出现系统性的银行危机，1974年年末，美国、加拿大、日本和欧洲9个国家的代表在巴塞尔成立了一个新的国际组织——银行法规与监督管理委员会，即后来的巴塞尔银行监管委员会。巴塞尔银行监管委员会在成立之初，主要任务是提供能够预测银行危机的早期预警指标。

1983年，在美国国会的推动下，巴塞尔委员会的任务有了重大的转变。1983年墨西哥金融危机爆发之后，美国国会要求美国银行提高其资本金比例，但是美国的银行家一致反对，他们的理由是，其他国家的银行可能会因此更占优势。尤其是日本的银行，当时在规模上超过了美国，而且其贷款利率非常低，因为日本政府允许其保持较低的资本金率。美国国会和银行界达成了一个妥协，要求里根政府敦促巴塞尔委员会制定一个银行监管的国际统一标准。美国在1986年和英国一起，达成了一个双边的关于银行资本监管的条例。这是为了降低银行危机的风险

而签订的第一个国际协议。日本害怕美国和英国会联手制定对日本的银行不利的规则，因此也参与进来。1988年，巴塞尔委员会终于制定了所谓的《巴塞尔协议》。

后来，在金融业的其他领域也陆续出现了各种各样的国际组织。1983年成立了证券委员会国际组织，1994年成立了国际保险监管者协会，1999年东亚金融危机爆发之后成立了金融稳定论坛，如今20国集团又将之扩大为金融稳定委员会。2001年，原国际会计准则委员会进行了改组，成立了国际会计准则理事会。2002年成立了存款保险国际协会。

从过去30多年的实践来看，金融监管标准的国际统一化一直受到各种批评。巴塞尔委员会从1998年开始制定新的巴塞尔协议。2004年通过了《巴塞尔新资本协议》，27个巴塞尔委员会的成员国都采用了这一协议，很多新兴经济体也追随其后。

从这次金融危机的爆发来看，《巴塞尔协议》至少在如下几个方面存在严重的缺陷：（1）仅仅注重资本充足率，忽视了流动性风险。在这次全球金融危机中，由于信贷紧缩，很多资本金充足的银行仍然难以获得流动性，被迫关门大吉。（2）对风险的错误估计。由于《巴塞尔协议》对不同的业务要求的资本金充足率不一样，比如，对按揭贷款的资本金要求低于对大企业的贷款，这就导致银行热衷于能节省资本金的业务。在《巴塞尔新资本协议》下，外国银行对冰岛银行的贷款与其对信用较高的跨国公司的贷款相比，只需要更少的资本金，因为冰岛政府的信用评级很高。《巴塞尔新资本协议》也使得银行有更大的冲动去做资产证券化，因为这也能减少对其资本金的要求。（3）过分依赖大银行的自我风险评估。《巴塞尔新资本协议》允许大银行根据自己的内部风险模型，评估其资本金要求。这次全球金融危机已经证明，这一做法是彻底失败的。整个巴塞尔框架都是基于一种对市场力量的盲目相信，但是，2007年之前能够为股东提供最高回报的银行，在这场全球金融危机中，受损的程度最厉害。股票投资者偏好的是更愿意冒险的银行，而不是相对保守的银行。

不该做的做得太多，该做的又没有做。对跨国银行的监管一直存在巨大的漏洞。目前通行的惯例是，母国政府负有主要的监管责任，但这

一模式是有问题的。冰岛政府允许其国内银行在国外急剧扩张，在荷兰、英国吸收大量存款，但是当其国内的银行破产之后，冰岛又拒绝偿还荷兰和英国储户的存款。雷曼兄弟在美国和英国均有大量业务，但是，2008年9月，雷曼兄弟濒临倒闭的时候，美国政府和英国政府都袖手旁观，这才导致金融危机再度恶化。就在雷曼兄弟宣布破产之前，它从伦敦汇了80亿美元，以保护美国的货币经理的利益，但却损害了欧洲的利益。除了银行业，其他的金融业，如证券业、期货业和保险业，都缺乏对跨境交易的监管。

全球金融危机之后，各国金融监管部门纷纷要求加强合作，推动改革，如要求银行增加资本金、限制银行高管的薪酬、加强对跨国保险公司的监管等等。这些措施是针对上一次金融危机提出来的，能有助于防止爆发和这次性质一样的全球金融危机，但问题是，每一次金融危机的爆发原因都是不一样的，因此我们无法相信这些措施能够防范未来的危机。

各国金融监管者应该把更多的精力放在加强国内监管方面。在金融监管方面，整齐划一不是最优的选择。多样性才是力量。西班牙经历了严重的房地产市场危机，但其国内的大银行却都能挺过危机，这主要是因为西班牙没有完全执行《巴塞尔新资本协议》。西班牙要求其国内银行在繁荣的年份，要额外拨出一些储备，以应付未来可能出现的亏损。各国金融监管部门守土有责，而且只有各国金融监管部门，才有能力实施有效的金融监管。一个更好的金融监管框架是采取属地管辖的原则。这当然会给跨国金融巨头们带来很大的不便，它们只能在各个国家，按照当地的监管规定，设立互相分离的子公司。这意味着金融全球化的倒退，但是却能够提供一个更好的安全网。毕竟，和跨国金融巨头们要付出的额外成本相比，发生金融危机之后世界经济要付出的成本更大。

有人担心，这样会带来恶性竞争，即哪里的监管标准最低，金融机构就会到哪里，这就会带来不公平竞争，但是，这种担心是站不住脚的。如果真有恶性竞争，那么金融机构早就会逃离纽约或伦敦，到其他地方去了。吸引金融业的并不仅仅是优惠政策和宽松的监管，还有投资环境的整体质量。如果一国能够切实提高其金融监管的水平，那么发生

的可能就是良性竞争。

指望一群全球监管者制定出来一套精确的操作程序，然后就能放诸四海而皆准，显然是不切实际的幻想。国际金融监管合作的真正推动力量，恐怕是那些跨国金融机构，因为只有这样，它们才能真正获得讨价还价的能力，国际金融监管合作高在云端，而它们则可以在地下为所欲为。各国有各国的国情，维护金融监管的独立性是至关重要的。和国际惯例接轨是一种不成熟时候的冲动，现在，我们应该认识到，参考国际惯例，结合中国国情，制定适合我们自己的监管框架，才是合理的目标。在国际金融的博弈中，国际资本的力量应该被削弱，各国立法者和监管者的力量应该增强，国内民众的利益应该得到更充分的保障。

反思宏观经济政策

国际货币基金组织的三位经济学家奥利维尔·布兰查德（Olivier Blanchard）、德尔阿里西亚（Giovanni Dell’Ariccia）和保罗·莫罗（Paolo Mauro）发表了一份《反思宏观经济政策》的报告，在学术界和宏观决策部门引起了极大反响。这篇报告首先回顾了危机之前宏观经济学家们的共识，其次反思了金融危机揭示出的宏观经济学的错误，最后，试图提出未来的宏观经济新范式。

按照这三位经济学家的介绍，在此次全球金融危机之前，宏观经济学家大多认为，货币政策需要钉紧一个目标，即通货膨胀，需要用好一个政策工具，即政策利率。只要通货膨胀被稳定住，产出缺口就会稳定在较小的水平，货币政策就算大功告成。在金融危机之前，宏观经济学家认为财政政策仅仅扮演次要的角色，而金融监管基本上不属于宏观经济政策的范畴。在危机之前，流行的货币政策制度是通货膨胀目标制。各国政府均认为，通货膨胀不仅要保持稳定，而且还要维持在较低的水平，比如发达国家常将通货膨胀的目标定在2%左右。各国央行在选择货币政策工具的时候大多放弃了货币数量目标，转而使用短期利率。这是基于两个假设：一是货币政策的效果是通过利率和资产价格发挥作用的，而非通过货币数量；二是各种不同的利率以及资产价格之间通过套利相互联系，只要调整短期利率，就可以牵一发而动全身。在凯恩斯时期，财政政策曾被当做主要的宏观稳定工具，但是，后来的经济学家认为，由于李嘉图等价²的存在，财政政策的有效性值得怀疑，而且，由于受到政治因素的影响，财政政策相比货币政策而言，行动更为迟缓，也更容易受到政治的干扰。宏观经济学家研究财政问题的时候，更多地关注债务的稳定性，而非财政如何发挥自动稳定器的作用。

但是，在此次全球金融危机爆发之后，传统的宏观经济学共识暴露出了一系列致命的缺陷。第一，稳定的通货膨胀可能是宏观稳定的必要条件，但并非充分条件。即使通货膨胀保持稳定，产出缺口还是可能会出现变化；即使通货膨胀保持稳定，资产价格还是可能会出现严重的泡沫；即使通货膨胀保持稳定，经济结构中的失衡依然会恶化（比如房地

产投资比例过高、消费比例过高、经常账户赤字过高等)。第二,当通货膨胀水平过低的时候,就会出现流动性陷阱³,利率政策工具一降再降,降到零的时候就无法再降了。尤其是在面对通货紧缩压力时,流动性陷阱将会使货币当局束手无策。第三,即使有套利行为,金融市场仍然是分割的,一个市场上出现了问题,就会传染到整体金融体系,而且,金融危机再次提醒人们,投资者时常出现非理性行为,泡沫和泡沫的破灭会对经济带来巨大的冲击。第四,当人们意识到货币政策已经无招可用,而经济低迷将长期持续的时候,财政政策再度受到重视。第五,金融监管会对宏观稳定带来冲击。在此次金融危机中,金融监管不力、各国间的金融监管存在“制度套利”的空间,均使得金融危机的严重程度被放大,由于没有关注宏观监管,有些监管措施,如按市值定价(mark to market)的做法,看似有助于单个金融机构的健康,但却酿成了整个金融体系的动荡。

关于未来的宏观政策范式,这份报告提出了若干富有争议的设想。其中引起最多关注的就是,他们建议把通货膨胀的目标提高,比如从2%提高到4%。尽管这可能会引起一些扭曲,但是可以有效地避免零利率陷阱。他们还建议,宏观决策部门应考虑采取周期性的监管工具:如果杠杆率过高,应要求资本金充足率提高;如果流动性太少,应引入对流动比率的要求;为了遏制房价上涨,应降低担保品贷款率(loan to value ratio);为了限制股价暴涨,应提高保证金的要求。他们提到,对于小型开放经济体来说,关注汇率稳定是有道理的,因为大幅度升值会导致贸易品部门萎缩,即使之后货币再次贬值了,贸易品部门也可能无法再恢复到原来的水平,汇率的过度波动会对金融稳定带来巨大的负面影响。就财政政策而言,政府应注意在经济形势好的时候创造出更多的“财政空间”,以便以丰年补歉年,同时,宏观经济学家应更多地去研究如何才能设计出更多的自动稳定器。首先,政府干预经济的规模可以进一步扩大,税收进一步采用累进制,进一步扩大社会保险的覆盖面。其次,应考虑在特殊时期,对低收入家庭实行税收减免,或是临时性地转移支付。

这份报告的作者均为国际货币基金组织的重要人物,尤其是布兰查德(Blanchard)是该组织的首席经济学家和研究部主任,这份报告将会

在较长时间内成为被各国宏观决策者广泛讨论。从目前各国央行的表态，以及2010年2月28日在韩国召开的20国集团财政部长和央行行长副手会议上来看，宏观决策者对这份报告的建议仍然狐疑不定，甚至提出反对。比如，曾任德国央行行长的阿克塞尔·韦伯（Axel Weber）就说，把通货膨胀目标提高到4%是“玩火”，“鲁莽且破坏性极大”。一般而言，发展中国家的通货膨胀要高于发达国家，水涨船高，如果发达国家的通货膨胀提高到4%，发展中国家会不会涨到10%以上？可以设想，如果发达国家真的像这份报告建议的那样，把通货膨胀目标提高到4%，将对世界经济带来巨大影响。我们必须紧密跟踪有关的讨论，以及发达国家宏观政策有可能出现的变化。

此前，在2009年9月的《金融与发展》杂志上，哈佛大学经济学家杰弗里·弗兰克尔（Jeffrey Frankel）写过一篇反思国际货币经济学的文章。弗兰克尔写道：“在国际货币经济学领域，考试的题目总是那些，但是答案却每隔十年一变。”他列举了国际货币体系中在经历了金融危机之后的五个变化。变化之一是7国集团过时了，20国集团发挥着越来越重要的作用。变化之二是汇率制度的双极理论假设（corners hypothesis）过时了，中间汇率制度越来越时兴。按照双极理论假设，一国要么实行完全浮动的汇率制度，要么实行严格的固定汇率制度（如货币局制度、美元化或货币同盟）。但是，这一假说在理论上和实践中均未得到证实。国际货币基金组织将其大约一半左右的成员国的汇率制度安排列为中间汇率制度，其中包括了爬行钉住、钉住一篮子货币、可调整的钉住等。变化之三是，“货币操纵”的说法过时了，外汇储备变成了新的美德。美国的法律和国际货币基金组织的条款中均有“不公平的货币操纵”的说法。一般来说，这是指贸易盈余国需要升值。按照同样的逻辑，贸易赤字国需要贬值，但这一点却很少被提及，这是一种不对称的逻辑。弗兰克尔提到，人民币从2005年开始升值，2007年更是提高了钉住欧元的权重。2008年，人民币出现了回归钉住美元汇率制度的迹象。美国人觉得这会对美国不利。事实是，2008年欧元突然对美元贬值，如果人民币在2008年还是像2007年那样更多地和欧元挂钩，那么人民币相对于美元会贬值，而非升值，这会让美国的制造商的竞争力更加受损。传统上，汇率相对浮动的国家不需要太多的外汇储备，但是，大部分发展中国家利用2003~2007年的世界经济繁荣，积累了大量的外汇

储备。在2008年的恐慌之中，凡是有大量外汇储备的国家，都成功地避免了急剧贬值。变化之四是，通货膨胀目标制变得过时了，反对资产价格泡沫变得越来越迫切。通货膨胀目标制要求货币当局仅仅钉住通货膨胀，尤其是CPI（消费者物价指数）。但是，很多国家还关注汇率的稳定，尤其是小型开放经济体，对于大国来说，资产价格更重要。整个20世纪，资产价格泡沫最终酿成经济危机的例子举不胜举。过去，格林斯潘教条地认为，央行很难判断资产价格泡沫，而且就算泡沫崩溃，央行只要降低利率，就能拯救经济。事实上，判断资产价格泡沫并不比判断通货膨胀走势更难，而且央行确实有手段刺破资产价格泡沫。如果央行犹豫不定，行动过晚，则带来的产出损失会非常巨大。变化之五是，美元特权正在衰落，多极的国际储备资产正悄然出现。如果美国的经常账户赤字居高不下，美元还能维持稳定吗？如果美国的债务压力增加，美元还能维持稳定吗？1980年之后，美国的债务积累到10万亿美元，从1973年到2009年，美元对其他主要货币贬值了30%。从这一历史经验来看，美元的衰落是必然的。表面上看，现在的国际货币体系和布雷顿森林体系最初的格局类似，各国央行争相购买美元，以避免本币升值。历史总是惊人的相似，1971年，由于美国实施了扩张性的财政和货币政策，导致其贸易赤字迅速减少，并导致布雷顿森林体系的解体。国际货币体系从美元独霸到多极共存的演变是缓慢的，但到一定的时候，会出现一个急剧的转折点。历史上的经验是1931~1945年，英镑霸权让位于美元。弗兰克尔和陈庚辛（Menzie Chinn）曾经预测，美元霸权没落的时间大约出现在2022年左右。多极的国际货币体系的确不如单极体系更有效率，但是，它可能会更安全。

第二章 东亚金融危机的历史教训

谁引发了东亚金融危机？

十多年前，一场在泰国爆发的金融危机很快波及整个东南亚，然后传染到韩国，酿成了一场震动全球的金融风暴。现在回头去看，这场危机依然惊心动魄。

东亚爆发金融危机，出乎大多数经济学家的意料。从1993年世界银行发表《东亚的奇迹：经济增长和政府政策》报告之后，东亚国家便被视为发展中世界的优秀毕业生，东亚模式成为其他发展中国家学习的榜样。国际货币基金组织也没有意识到东亚会出问题。在1996年年底的雅加达会议上，国际货币基金组织还认为东南亚联盟的经济前景非常好。

对东亚模式提出质疑的经济学家也有，保罗·克鲁格曼（Paul Krugman）就是一个。1994年，克鲁格曼在《外交杂志》上发表了《亚洲奇迹的神话》一文。他指出，东亚奇迹其实是靠高投资驱动的，但是高投资并没有带来生产率的增长。1986~1990年泰国投资率为33%，到1991~1995年则增加到41.1%。马来西亚的投资率在1986~1990年间为23.4%，但是到1991~1995年已提高到39.1%。韩国的投资率也从1986~1990年间的31.9%增长到1991~1995年间的37.4%。克鲁格曼说，东亚的模式和前苏联的模式是一样的，东亚的经济增长是不可持续的，所谓的东亚四小虎⁴，其实是纸老虎。但是，包括哥伦比亚大学经济学教授巴格瓦蒂（Bhagwati）等在内的很多经济学家认为，克鲁格曼说得并不对，因为根据对全要素生产率的核算，东亚的生产率确实提高了，而且，东亚的高投资率在经济上是合理的，因为在东亚的投资回报相对较高。

尽管后来发生的东亚金融危机使克鲁格曼名声大噪，但是克鲁格曼并没有预言到东亚会爆发金融危机。1996年，联合国也发表了一个报告，说由于劳动力价格的提高，东亚的经济起飞已经基本结束。但这也不是东亚爆发金融危机的真正原因。从宏观基本面的情况来看，在爆发金融危机之前，东亚国家的财政状况并不差，通货膨胀率也不高，唯一出现恶化的宏观指标是1996年东亚的出口恶化。泰国1995年的出口总额

增长了25%，但是1996年却下降了1%。马来西亚的出口增长从1995年的26%下降到1996年的6%，印度尼西亚从13%下降到10%，韩国从30%下降到4%。但是东亚出口下降的主要原因是当年电子市场不景气。出口下降同样不是东亚金融危机爆发的原因。

金融危机有金融危机的规律。1996年3月，两位女经济学家卡门·莱茵哈特和格雷西拉·卡明斯基（Graciela Kaminsky）合作发表了一篇讨论银行危机和货币危机的关联的论文。她们指出，很多国家在放松对银行的管制之后，其后果是贷款大量增加，贷款质量下降。银行贷款质量下降限制了央行实行紧缩的货币政策，所以在遇到外部失衡的时候央行只能任由货币贬值。她们还指出，发展中国家爆发的危机比发达国家更严重。

这篇论文没有引起东亚国家的关注，因为她们论文里使用的例子大部分是拉美国家。拉美国家往往有大量的赤字，通货膨胀也很高，但是东亚国家的财政赤字并不严重，通货膨胀也很低。不过，著名的索罗斯基金在纽约的一个分析员读到了莱茵哈特和卡明斯基的论文，此人叫阿梅尼奥·弗拉加（Armenio Fraga），是个巴西人。1997年1月，他和另一个索罗斯基金的分析师，新西兰人罗德尼·琼斯（Rodney Jones）一起到了曼谷和汉城（今首尔）。

阿梅尼奥·弗拉加和罗德尼·琼斯是直接引发泰国金融危机的两个关键人物。他们发现泰国的情况并不妙。泰国在20世纪90年代初期就已经开放了国内银行部门，泰国的银行和金融机构可以给本地顾客提供美元贷款。泰国公司更愿意借美元，因为美元利率比泰铢利率低，于是，私人部门的外债急剧增长。到1997年8月，泰国的中央银行承认，泰国的外债共有900亿美元，其中730亿美元是对私人部门的贷款。大量的外债用于房地产投资。1992~1996年，曼谷共建房子75.5万套，比国家原本计划的数量多一倍。住宅空置率达到25%~30%。商业地产空置率也达到14%。这导致贷款质量下降，由于借款是美元，汇率风险增加。但是在当时，泰国的银行家并没有特别担心。他们自认为自己和企业及政府的关系很铁，因此不害怕风险。此外，日本在东亚有大量的投资，所以泰国人相信万一出事，日本会出手救助。1985年日元升值之后，日本大

量对外投资。1992~1995年，东亚共吸收了大约350亿美元的日本投资，占日本对外投资的1/4。不过日本的情况也发生了变化，日本银行业的不良贷款比例很高，所以日本银行变得更加谨慎。

1997年2月，琼斯写了一个报告，说泰国很可能爆发金融危机。这份直接导致泰铢危机的报告这样写道：

“泰国目前的固定汇率制度面临压力。泰国中央银行已经连续6个月抛售外汇储备，但是在1月和这个月前期仍然面临着巨大的压力。到目前为止，他们的反应是在现期和远期泰铢市场上同时干预，并允许利率提高了300个基本点。

到目前为止，基本面情况是脆弱的。从20世纪80年代开始出现的债务/地产高潮已经破灭，这将引发一场即将到来的银行危机。据估计，银行和金融公司的贷款中有16%是不良债权。事实上，每一家上市的地产公司债务负担都很重，从技术上讲它们都已经资不抵债。目前已经没有地产交易。

另外，从1992年开始的开放对外国债务市场的自由化导致私人部门对外借债急剧增加。私人部门的债务从1990年年底的100亿美元已经上升到现在的850亿美元。其中银行部门的债务有400亿美元，公司的外债有350亿美元，此外外国人还持有大约100亿美元的以泰铢计价的商业票据。与此形成鲜明对比的是，据称，泰国中央银行的外汇储备只有大约360亿美元。

银行/债务危机伴随着经常账户的恶化。1996年，泰国的经常账户赤字占GDP的8%，而且到1997年并没有改善的迹象。美元的急剧升值（泰铢钉住的是一篮子货币，其中83%是美元），传统的出口产品——如纺织品和鞋子——竞争力下降（由于工资成本的上升和中国的竞争），使泰国的出口出现了20多年来的最低点。

祸不单行。1996年马德祥（Banharn）政府还失去了对财政政策的控制。1996年，政府支出提高了30%，这是最近20年来增长幅度最大的一年。与此同时，经济的缓慢增长导致财政收入不足，因此泰国的财政

状况严重恶化。1995年泰国的财政盈余占GDP的3%，到1997年财政赤字将占GDP的2%。尽管新上任的财政部长安雷（Amnuay）试图控制支出的增长，但是永猜裕（Chavalit）政府却仍然预测1997年财政支出要增长23%。”

弗拉加和琼斯建议索罗斯基金做空泰铢，随后，索罗斯基金建立了数十亿美元的空仓。当脆弱的信心崩溃之后，危机如同山崩般轰然到来。5月，琼斯回到曼谷，发现他所预期的银行危机已经变成一场全面的金融危机。

值得一提的是，后来到了1999年，当巴西遇到金融危机的威胁时，弗拉加临危受命，成为巴西央行行长。

日本银行和东亚金融危机

金融危机是羊群效应。山坡上一群羊在安静地吃草，忽然有一只羊感觉到有危险的信号。它可能确实是看到了草丛中饿狼贪婪的眼睛，也可能纯粹是出于莫名的恐惧。这只羊突然发足狂奔，其他羊也随着它仓皇而逃，转瞬间，山坡上只剩下扬起的灰尘。

对冲基金可能是感觉最为敏锐的那只羊。但是如果只有对冲基金这一只羊，羊群效应就无从谈起，金融危机也不会发生。尽管在东亚金融危机中对冲基金受到很多指责，比如1997年9月，在中国香港召开的国际货币基金组织会议上，马来西亚首相马哈蒂尔就公开指责索罗斯，他甚至说，金融危机是犹太人的阴谋，因为像索罗斯这样的犹太人不愿意看到穆斯林的进步，所以蓄意发起货币投机。艾肯格林（Eichengreen）和马蒂斯（Mathieson）1998年发表了一份关于对冲基金和金融危机的报告，他们指出，对冲基金的规模和其他机构投资者——如共同基金、养老基金、保险公司等——相比要小得多。当时，对冲基金的规模估计为1 500亿美元，但是养老基金的规模是13万亿美元，共同基金的规模也有7万亿美元。在东亚金融危机爆发的时候，并不是所有的投资者都仓皇而逃，也不是所有的投资者在第一时间就同时撤出。最早撤出泰国的不是机构投资者，而是商业银行。1994~1996年，商业银行和股权投资者在流入东亚的资本中占大多数。从1996年到1997年第三季度，欧元债券的投资者和非银行贷款人仍然为东亚提供资金，但是商业银行的股权投资者已经撤离，到1997年第三季度之后，私人投资全线撤退，国际货币基金组织的贷款等官方的资本代替了私人资本，为东亚提供融资。所以，导致东亚金融危机爆发的根源是商业银行的撤资。

在商业银行撤资的狂潮中，首当其冲的是日本的商业银行。根据伦敦经济学院迈克尔·金（Michael King）的研究，1997年年中到1998年年中这一时期东亚的资本外逃中，有大约1/3是日本资本外逃，其规模大约为230亿美元。日本的商业银行从泰国撤出了120亿美元的贷款，从韩国撤出了80亿美元的贷款，从印度尼西亚撤出了40亿美元的贷款。日本的商业银行早在泰国发生金融危机之前就已经开始了撤资。1997年3

月，泰国发生挤兑和金融银行股暴跌事件，几天内，存在问题的金融公司的8亿美元存款被公众提出，日本的商业银行立即对此作出反应，在随后的半年里撤出了46亿美元的贷款。

为什么日本的商业银行会如此着急地撤回贷款？主要原因在于日本的商业银行从1990年日本房地产市场和股票市场泡沫破灭，以及1995年日本金融危机之后，已成为惊弓之鸟，对任何可能导致不良债权增加的风波都非常敏感。

进入20世纪90年代之后，由于国内经济不景气，日本的银行开始增加对外贷款。大量贷款给了日本公司在东亚地区的分支机构。日本的商业银行对东亚的贷款达到2 750亿美元，占该地区跨国贷款的1/3。日本的商业银行提供了泰国海外借款的54%，印度尼西亚海外贷款的39%，马来西亚海外贷款的36%。但是，20世纪90年代之后，日本金融业遇到了越来越多的困难。1990年股票市场价格持续下降之后，日本金融业一方面不良资产增加，另一方面自有资本比例急剧下降。1995年日本爆发了金融危机，东京协和和安全两家信用社发生挤兑。紧接着，宇宙信用社、兵庫银行、太平洋银行、阪和银行先后破产。在日本影响深远的住宅专门金融公司（即住专）在1993年前后不良资产大量增加，被迫进行清算。与此同时，日本银行还面临着加入《巴塞尔协议》的压力，如果不能按照《巴塞尔协议》的要求将资本金充足率提高到8%以上，就不能再涉足利润丰厚的国际市场业务。在这种压力之下，日本的商业银行不得不撤回在海外的贷款，以减少不良债权的比例。在这一时期，日元汇率的大起大落也给日本商业银行的经营带来了影响，当日元升值的时候，日本的商业银行能够从海外贷款中得到意外的利润，但是当日元贬值的时候，它们所从事的套利交易又变得赔本了。

在国内股市和房地产市场低迷的背景下，日本银行的资产不断缩水，在《巴塞尔协议》的压力下，日本的商业银行不得不压缩贷款规模，频繁波动的日元汇率令日本的商业银行难以控制风险，而且经历过1990年日本股市和房地产市场泡沫破灭之后，日本的商业银行对股市和房地产市场的风险更加警惕，所以，当1997年年初东亚国家如泰国和韩国出现了房地产市场过热、公司破产和金融机构的挤兑风波之后，日本

的商业银行是逃得最快的。事实上，这可能从一个角度解释了为什么东亚金融危机首先发生在泰国，而不是韩国，虽然在1997年年初，韩国所暴露的问题更加引人注目。1997年1月，韩国的第二大钢铁企业韩宝钢铁公司宣告破产。调查证实，韩宝破产案涉及了韩国政界、金融界和企业界的数十名要人，在被捕判刑者中甚至包括时任韩国总统金泳三的次子金贤哲。1997年3月，另外一家韩国财团三美集团的旗舰企业三美钢厂宣布破产，这些事件在国际上引起的震动都相当大。但是，韩国和泰国不同的地方在于其从日本商业银行的借款只占其海外借款的25%，而泰国从日本的借款占其海外借款的50%。

谁和日本靠得最近，谁就先遭到了遗弃。

危机传染到东南亚

1997年年初，泰国已经感受到了风雨到来前的不安。银行体系的不良债权高筑，如果泰国银行将所有的不良债权都注销，那么其资本充足率会由8.2%降至0.3%。新的财政部长上台后发现，泰国央行已经给有问题的金融机构提供了高达80亿美元的贷款。为了保卫泰铢，泰国央行曾经抛出了230亿美元的外汇储备，而其外汇储备的总额不过是300亿美元。1997年7月1日，泰国首相还发表了讲话：“我永远不会让泰铢贬值。（泰铢贬值的话）我们都会变得一贫如洗。”但第二天，财政部长就宣布，泰国将采取有管理的浮动汇率制度，泰铢随之狂跌。

泰国的金融危机很快波及马来西亚、印度尼西亚和菲律宾。这三个国家都实行了事实上的钉住美元汇率制度，因此被投机者认为是最脆弱的环节。和泰国一样，马来西亚的出口出现了下滑，经常账户赤字扩大。20世纪80年代，马来西亚的出口增长率高达20%，但是从1985年之后，出口就开始下滑。马来西亚的出口占GDP的比例高达84%，当出口疲软之后，经济增长必然受到影响，此外，在东亚地区，出口才能换回资本，所以出口下滑会导致资本来源枯竭。1996年，经常账户逆差已经占到GDP的5.7%，到1997年又剧增到7%。马来西亚的银行业比泰国更糟糕。金融机构的贷款总额占GDP的155%，这在亚洲也是最高的比例。1995年之后，贷款增长速度超过了30%。马来西亚和泰国的不同之处是没有积累过多的外债。马来西亚银行业的贷款扩张不是由于借外债，而是起源于央行的冲销政策。1992年马来西亚林吉特小幅度升值，随后，大量热钱流入。马来西亚央行通过发行央行票据冲销新增的外汇储备。随着冲销规模的扩大，由冲销带来的债务逐渐扩大，1994年其规模已经占到GDP的50%。马来西亚并没有通过财政偿还这笔债务，而是通过货币化将之化解。马来西亚的商业银行之所以能够获得贷款增长的来源，主要方式是通过将其持有的央行债权转化为准备金。非银行金融机构的贷款增长也非常迅猛。1996年非银行金融机构的贷款总额占GDP的53%，这个数字比很多发展中国家银行贷款占GDP的比例都高。非银行金融机构的贷款又主要集中在房地产。1996年年底，对房地产的贷款占马来西亚金融体系贷款总额的45%。房地产泡沫破灭之后，金融体系

的不良债权问题更加恶化。

由于国内银行业不良债权的掣肘，面对经常账户逆差的扩大和信贷的急剧扩张，马来西亚央行也投鼠忌器，无法提高利率，因此林吉特只能大幅度贬值。马来西亚总理马哈蒂尔在多个场合公开批评索罗斯，甚至说这是犹太人对穆斯林的威胁。这些言论更加引起了市场的恐慌，并引起林吉特的进一步贬值。因为市场担心马来西亚会实施各种管制措施。事实上，为了拯救股市，马来西亚确实实施了禁止卖空的措施，但是当流动性急剧减少之后又不得不作罢。1997年9月，马来西亚曾经动用600亿林吉特购买遇到流动性危机的公司的股票。政府的养老金基金也入市干预，但是最终，马来西亚的股市市值在危机爆发之后的一年之内仍然蒸发了2/3。多少年辛勤劳动创造出来的财富转瞬之间灰飞烟灭。1998年9月马哈蒂尔实施资本管制并逮捕了亲西方的财政部长安瓦尔·易卜拉欣（Anwar Ibrahim）。

印度尼西亚在危机中遭受的打击最大。但是在1997年，印度尼西亚和泰国、韩国的情况并不相似。印度尼西亚已经连续7年保持了强劲的经济增长，也没有贸易逆差。石油价格较高的时候，印度尼西亚积累了较多的收入并减少了政府债务。20世纪80年代，石油价格下跌之后，印度尼西亚卢比曾经数次大幅度贬值，随后又多次小幅度贬值。20世纪90年代资本流入，外汇储备增加，卢比反而面临升值压力。印度尼西亚最脆弱的地方是国内的金融体系。1993年财政部长马尔埃·穆罕默德（Mar-ie Muhammad）履新之后发现，印度尼西亚的7家国有银行中，有6家已经资不抵债。截至1996年4月，国有银行的坏账占印度尼西亚金融机构坏账的72%。随着对金融业管制的放松，国有银行难以再维持较大的存贷利差，因为对存款的竞争导致了存款利率的提高。由于印度尼西亚的利率太高，其国内企业借了大约550亿美元的外债。但是，总体来说，印度尼西亚的贷款增长并不像韩国、泰国和马来西亚那样疯狂。从1991年起，贷款的年增长率为20%，但是其年均名义GDP的增长率是17%，所以其贷款的增长仍然是比较健康的。

泰铢贬值之后，印度尼西亚采取了一系列防范措施：就在金融危机在泰国爆发的两周之后，卢比的波动区间从8%扩大到12%，利率从8%

提高到30%。1997年8月中旬，印度尼西亚宣布放弃爬行的钉住汇率制度，采取更为灵活的有管理的浮动汇率制度。9月，印度尼西亚宣布推迟370亿美元的公共基础实施建设项目，将外国人持股比例提高到49%，并降低了153类产品的关税。这些政策是如此激进，以至于索罗斯基金决定做多卢比！10月，印度尼西亚宣布将向国际货币基金组织寻求帮助，接受国际货币基金组织的贷款协议。

国际货币基金组织的贷款协议中要求印度尼西亚实行一系列的结构性改革。16家有问题的银行被迫关闭，其中就有苏哈托总统的子女办的银行。这些银行的倒台引发了整个银行体系信心的丧失，央行不得不紧急向有问题的银行提供流动性支持。恰在此时，苏哈托因病消失在公共场合，这更传递出一个信号，即苏哈托政权已经失去了对全局的控制。出于恐慌，大量的资金流出印度尼西亚，尤其是华人资本争先恐后地逃跑，使得卢比一路狂泻。1998年1月，印度尼西亚和国际货币基金组织签署了一项新的贷款协议，这次国际货币基金组织要求的改革已经不仅仅是宏观政策，他们要求印度尼西亚对国有垄断企业实行私有化，废除对消费者的价格补贴，并进一步开放进出口贸易。但是，这些过于激进的改革引起了失业率的上升和社会的不满。在雅加达的大街上，华人成为绝望的失业者和暴徒的泄愤对象，结果有大约1 200人丧生，150名妇女被强奸，40座购物中心和4 000家商店被烧毁，数以千计的汽车和民房被纵火。印度尼西亚的大学生上街游行，抗议苏哈托的独裁统治。5月，苏哈托被迫下台。

菲律宾在1997年夏天也爆发了金融危机。1996年，菲律宾的经济增长势头仍然较为强劲，尽管1996年其经常账户逆差占GDP的比例为4.3%，但这一比例从1993年起是逐渐下降的，主要原因是在外工作的菲律宾工人汇回的侨汇补偿了贸易逆差。当泰国金融危机爆发之后，投资者也从菲律宾撤资，迫使菲律宾央行不得不动用外汇储备保护菲律宾比索。菲律宾央行还提高了利率，但是这引起了人们对银行不良债权的关注。和其他东亚国家一样，菲律宾也借了很多美元。比索的急剧贬值使得借美元外债过多的企业面临破产的风险。菲律宾的股市也随之下跌了60%。但是总的说来，菲律宾受到危机的冲击相对较小，因为菲律宾银行在之前的10年内已经经历了3次金融危机，所以其贷款政策比较谨

慎。

托尔斯泰说，幸福的家庭是相似的，不幸的家庭各有各的不幸。遭受金融危机的国家并不都是面对同样的问题。但是，当着火的时候，哪怕飘过来的只是一点点火星，也会引起更大范围的火灾。

第二部分

变化、冲突与应对

导读

美国金融危机的全面爆发再次显示，繁荣和衰退的轮回是资本主义无法逃避的宿命。从20世纪90年代至今，尽管经历了网络泡沫破灭、“9·11”袭击、安然破产等事件的冲击，美国经济仍始终保持着较快的增长。与此同时，中国、印度等新兴的发展中大国迅速崛起，出口能源和初级产品的发展中国家收入大幅度增加。回顾历史，那是全球化高歌前行的黄金时期。但是，随着美国金融危机的爆发，全球化将受到严重挫折，并经历一次巨大的退潮。

20世纪90年代以来，全球经济进入了一个长达近20年的高增长、低通胀的时期。然而，在这段时期的头10年和后10年，经济增长模式和经济增长质量有着显著的差异。如果说1991~2000年是全球经济的“黄金时代”，那么2001年以来则是全球经济的“镀金时代”。1991~2000年期间，随着前苏联解体、印度开放、中国加速对外开放，为全球经济服务的劳动力突然剧增，这段时期，大量的资本流入IT行业，并带来了一场声势浩大的技术革命，带动了劳动生产率的提高。2000年到全球金融危机爆发之前，尽管全球经济增长仍然很快，但是对新技术的研发投入已经大大削减，资本流入房地产，酿成了房地产泡沫。全球金融危机之后，全球经济可能会进入“黑铁时代”。只有爆发一次技术革命，才能拯救世界经济。美国金融危机之后，全球经济格局将出现较大的调整。从长期的视角来看，尽管美国受到的冲击较大，但由于其经济活力较强，调整速度较快，在未来全球经济中的地位可能不会出现明显的下降。欧洲和日本的经济遇到的挑战则大于美国。这些国家体制较为僵化、人口老龄化严重，且全球金融危机之后，欧洲和日本的出口受到影响，对外投资收益将大幅度下降，因此，估计欧洲国家和日本的相对地位将下降。新兴大国比重提高，挤占的是欧洲和日本原有的份额。

发达国家，尤其是欧洲和日本，会因为人口老龄化的问题加速衰落。从现在到2035年，大多数欧洲国家65岁以上人口与18~65岁人口的比例将会增加两倍甚至更高。人口老龄化将导致经济增长的发动机熄火，社会保障体系的负担加重。更为棘手的是，进入老龄化社会之后，

一国的改革动力也会消失。一个年轻人居多的国家，能够有勇气和魄力作出暂时的牺牲，完成艰难的改革，但一个老年人居多的国家，很难再作出调整。人种之间、民族之间的出生率差异极大，出生率较低的发达国家包括日本、德国和意大利等国，发展中国家的出生率显著高于发达国家。信奉伊斯兰教的国家人口出生率大大超过基督教国家。这种人口的涨落在很大程度上会导致国家的沉浮。即使欧洲不被“伊斯兰化”，也会被“非洲化”。移民的涌入从经济上给西方国家增加了新鲜的血液，但是在政治上却埋下了内部冲突的地雷。美国金融危机引起全球化的退潮，人口老龄化使发达国家在移民政策上举棋不定，国际政治中的文明冲突渗透到国内政治的分歧分化，这会从基础上动摇发达国家赖以立国的社会契约。

对于中国来说，这意味着发展战略必须调整。全球经济将会进入长久的低迷，美国居民将会被迫提高储蓄率，减少对中国产品的需求。中国的出口进入了一个漫长而漆黑的隧道。过去30多年，中国迅速成长为“世界工厂”，外部和内部的因素都非常重要。从外部的因素来看，随着信息技术的迅速发展和统一的世界竞争平台的形成，很多行业的模仿壁垒和垄断利润都在快速下降。在这种新的竞争环境下，成本优势成为任何企业参与竞争的必要条件。以最低的成本生产最新的产品、寻找到最优性价比的企业将成为赢家。中国最大的优势就是廉价的劳动力，而成功的中国企业，必须创造性地把这种优势转化为自己的竞争力。这就是“穷人的创新”。

全球金融危机之后，中国的出口将遇到越来越多的贸易保护主义。势如潮水般的中国出口，将加剧中国和很多国家的利益冲突。中国崛起的过程中将伴随着越来越多的猜疑和反对。如果我们一意孤行地鼓励出口，最后会发现在很多场合，中国的声音都变得无人喝彩。该调整发展的战略了。中国无法继续依靠出口实现经济增长，也无法依靠出口实现社会进步，更无法依靠出口完成和平崛起。中国经济得了出口病，只有早治才能早好。讳疾忌医，终将导致病入膏肓。

与调整出口导向战略相关的，是应该尽快推动人民币汇率改革。有很长一段时间，人民币汇率事实上已被冻结，被储存在了冰箱里，但

是，把人民币汇率放到冰箱里面是没有办法保鲜的。与其按兵不动，不如主动出击。全球金融危机之后，中国在不断寻找新的发展道路。在调整中国经济发展战略的所有方案中，汇率改革都将是必不可缺的。外部的升值压力不可避免地会日益喧嚣，但一个成熟的国家需要做到不为外物所惑。有升值的刺耳声音也好，没有升值的刺耳声音也好，我们都不需要管。做好中国自己的事情，是当前最迫切的任务。

第三章变动中的力量格局

美国金融危机将引起全球化的退潮

美国金融危机的全面爆发再次显示，繁荣和衰退的轮回是资本主义无法逃避的宿命。从20世纪90年代至今，尽管经历了网络泡沫破灭、“9·11”袭击、安然破产等事件的冲击，但美国经济始终保持着较快的增长。与此同时，中国、印度等新兴的发展中大国迅速崛起，出口能源和初级产品的发展中国家收入大幅度增加。回顾历史，那是全球化高歌前行的黄金时期。但是，随着美国金融危机的爆发，全球化将受到严重挫折，并经历一次巨大的退潮。

受到美国金融危机的影响，全球经济将进入低速增长的时期。美国的金融危机以房地产市场上次级贷款违约率上升为导火索，随后，一张张多米诺骨牌陆续倒掉。一批批对冲基金倒掉。五大投资银行已经倒掉了三家，剩下的摩根士丹利和高盛也做了“变性手术”，变身为“银行控股公司”。美国最大的保险公司美国国际集团被政府收购。加利福尼亚州等地的大批地方中小银行濒临倒闭。美国国会推出7 000亿美元的救市方案，动用的资金相当于对伊拉克和阿富汗两场战争费用的总和。尽管坏消息不断传来，但最寒冷的冬天尚未到来。尽管华尔街已经是风声鹤唳、草木皆兵，但美国股票市场仍然只是小幅下调。当次贷危机演变为信贷危机之后，金融体系的瓦解必然会对企业的正常运转带来冲击。企业的资金压力将更大，最终会引发股市的进一步下挫。当楼市和股市双双跳水之后，居民的财富会大大缩水，消费不得不缩减。当消费出现下降，推动美国经济增长的发动机就会熄火。在这个相互依存的时代，美国经济进入衰退或缓慢增长之后，欧洲、日本会步其后尘，东亚经济也难以独善其身。

中国融入全球化恰恰是在过去十多年的世界经济高速增长期。中国在20世纪90年代初期进一步打开国门，恰逢美国实行低利率，全球金融市场上流动性充裕，大量外资涌入中国；中国在20世纪90年代后期尽管也经历了东亚金融危机的冲击，但得益于国际分工的深化，中国的出口却开始不断增长；中国在加入世界贸易组织之前曾非常担心“狼来了”，但这次我们的运气又是非常之好，全球经济一片红火，带动了中国的出

口迅猛增长。正是借助良好的国际经济形势，中国的改革才真正唤醒了经济的活力。

中国从全球化中获益良多，如果说美国是全球化最大的受益者，那么中国很可能就是第二大受益者。引进外资使得国内企业找到了学习和模仿的标杆，缩短了中国企业走向国际的摸索期。出口部门的扩张为上千万农村剩余劳动力找到了工作的机会。跨国公司大举进入中国，但不畏强敌的中国企业正是在和对手的激烈竞争中脱颖而出，成长为受人尊重的新兴全球企业。全球化启迪了我们的思想，开拓了我们的思路。中国文化素有开放的胸襟，沐浴着来自四面八方的清新之风，中国人创新和创业的热情也熊熊燃烧起来。

但是，成功之中孕育着危机。由于我们过分追求出口和引进外资，使得中国的国际收支呈现出独特的“双顺差”格局。我们不仅有巨额的贸易顺差，还有巨额的资本账户顺差，结果是外汇储备不断累积，到今天已经将近2万亿美元。全球金融危机的爆发，使得中国处于进退两难的“人质”地位。中国持有大量的美元资产，这些美元资产均有进一步缩水的可能性。中国持有数千亿美元的机构债，这些资产的价值已经大打折扣。中国还持有大量的美国国债，但由于其他市场萎靡不振，投资者大量购买美国国债，导致其收益率不断下降。考虑到美国国会救市方案的资金来源还会来自增发国债，美国国债的收益率还将继续下降，中国的外汇投资面临持续缩水的尴尬局面。一个人均收入排名在100名之后的国家，却在出现金融危机的时候为富国承担最终贷款人的角色，这是我们坚持过去错误的发展模式酿成的苦果。

全球金融危机的进一步升级，必然波及中国的出口。自2007年年中到2008年9月，出口部门已经频频告急：进口成本大幅飙升、劳动力成本居高不下、贸易摩擦愈演愈烈。展望未来，出口部门的前景将更加暗淡。在这艰难的时刻，只有那些最具竞争力的企业才能熬过寒冬，并看到更明媚的春天。这将是一个出口部门产业重组的时机，优胜劣汰，我们有信心看到，一批更加强悍的中国全球性企业将在危机之后破茧而出。但是，还要看到的是，大批的缺乏竞争力的中小企业将哀鸿遍野。要不要救这些企业？关键在于如何去救。海啸即将登陆，因此我们应该

让这些企业离开险境，离得越早越好，离得越远越好。如果一味坚持过去的发展模式，试图去扶助这些企业，实际上是在贻误转型的时机。

全球金融危机将带来全球化的退潮，中国必须未雨绸缪，及早应对。过去，我们对基础设施投资太多，但对人力资本投资不足；我们的制造业发展日新月异，但服务业却沉痾不起；我们的储蓄居高不下，但国内消费却迟迟难以启动；我们长于占领国际市场，却拙于推动国内竞争.....种种隐患，在高速增长时期可能被暂时掩盖，在外部环境日益恶化的时候，问题将被醒目地暴露。中国的全球化之旅刚到中途，但我们已经变得比起航的时候更加清醒：太平洋上不太平，全球化的风暴可以使航船倾覆。寻找新的航线，绕过危险的暗礁，才能到达光明的彼岸。

“脱钩论”给了东亚一种错误的安全感

我们不能既盼望从全球化中得到好处，又奢望能够在全球化的风险中独善其身。

时下有一种非常流行的观点，认为中国经济，甚至新兴市场经济正在和美国经济“脱钩”。然而，这种“脱钩论”只能是一种暂时的幻觉，而且将会给我们一种错误的安全感。

从GDP增长率来看，美国经济一直低迷不起，但中国经济却高歌猛进。尤其是2007年以来，美国经济遭遇了次级贷款危机，增长率再次下跌到2%左右，但是中国的经济增长却一直在8%之上。

中美经济增长速度似乎是在“脱钩”，但美国经济的低迷主要是因为投资下滑，其消费仍然增长较快。美国的投资下滑确实对中国经济影响不大，但是美国的消费和中国的出口，和中国的经济增长之间从来没有“脱钩”过。

“脱钩论”者津津乐道的，是东亚区域内的贸易联系比以往更加紧密，但是这并不说明东亚经济已经形成了一个互帮互助的“世外桃源”，而只是贸易的形式从过去的产业间贸易变成了目前的产业内贸易。越来越多的行业开始将生产的链条分开，放在不同的地区，以便得到规模经济和部分地区低要素成本的好处。然而，和“脱钩论”者想象的不一样，东亚经济在1997年金融危机之后，不仅没有在增加内需方面有显著改善，反而越来越依赖外需，东亚地区是在进行产业内贸易，但产品的真正需求在欧美市场，尤其在美国市场。东亚地区不断膨胀的外汇储备就是一个佐证。

为什么“脱钩论”是错误的？因为它违反了一个基本事实。在全球化时代，一国和全球经济的联系日益紧密，一方面我们通过国际贸易能够获得更多的收益，但另一方面，外部冲击通过贸易渠道和金融渠道给我们带来的风险也越来越大。我们不能既盼望从全球化中得到好处，又奢望能够在全球化的风险中独善其身。

“脱钩论”的危险在于，它将给我们一种错误的安全感。对于中国经济而言，我们需要保持警惕，防范美国经济下滑对中国出口以及中国经济前景可能带来的冲击。

一个值得忧虑的现象是：美国经济越来越多地靠消费支撑，消费占GDP的比例已经提高到72%。过去几年美国消费的增长，主要不是来自收入的增加，而是财富的增加。美国的就业状况始终没有好转，包括白领和蓝领工人的工资都没有显著提高，美国居民过去几年的消费增长，主要来自于低利率政策刺激了住房和汽车等靠抵押贷款的消费。与此同时，过去几年中国的贸易顺差急剧提高，2005年以来，即使是人民币的持续升值也没有减缓贸易顺差的增长速度。结果是净出口对中国经济增长的贡献逐渐提高，大约有1/3的经济增长是靠净出口拉动的。

如果消费对美国经济的重要性提高了，净出口对中国经济增长的重要性也提高了，那么一旦次贷危机进一步恶化，就很有可能引起美国的消费下滑，消费下滑很可能导致美国经济进入较为严重的衰退，美国经济“硬着陆”的概率会更大。这样，中国经济受到的负面影响不是更小，而应该是更大。

当然，2008年全球经济的走势仍然需要进一步观察。如果美国和欧洲各国政府的干预政策生效，次贷危机带来的损失会被逐步消化，金融市场上的恐慌心理逐渐平息，全球经济也可能只是经历程度较小的增长放缓。

2007年年底，中国已经积累了高达1.5万亿美元的外汇储备，在防范潜在的金融危机方面具有相当的承受力。中国的财政状况也非常健康，财政收入不断提高，即使出现了出口滑坡、增长停滞，通过扩大财政支出，加大对公共产品的投资、刺激国内消费，仍然可以维持较快的经济增长。

但“脱钩论”给了我们错误的安全感，如果我们承认中国是全球化最大的受益者之一，那么我们同样需要警惕，当全球经济走势出现逆转时，中国也会是最可能的受害者之一。这就是全球化时代的现实主义。

黄金时代、镀金时代和黑铁时代

全球金融危机爆发之后，最可哀叹的事情之一就是，那个全球经济增长的黄金时期已经一去不复返了。世界经济将会进入长期的低迷，等待风浪过后继续出海的人们在海边会等到望眼欲穿。或许，只有爆发一次新的技术革命才能拯救世界经济，但遗憾的是，我们不知道未来的主导产业将是什么。如果我们能够赶上新兴产业的快车，就能抢占经济增长的制高点。但在这次洗牌的过程中，手气不好、行动迟钝的选手将被无情地淘汰出局。

20世纪90年代以来，全球经济进入了一个长达近20年的高增长、低通胀的时期。然而，在这段时期的头10年和后10年，经济增长模式和经济增长质量有着显著的差异。如果说1991~2000年是全球经济的“黄金时代”，那么2001年以来则是全球经济的“镀金时代”。

经济增长靠什么？无非靠更多的劳动力投入、资本投入和更高的劳动生产率。20世纪90年代，资本、劳动力以及科技进步这三种经济增长的基本要素同时对生产力产生了极大的促进作用。首先，前苏联、东欧国家开始向市场经济转轨，中国、印度等发展中国家进一步对外开放，全球化覆盖的人口数量急剧提高。其次，信息技术在20世纪90年代后期迅猛发展，并改变了原有的生产方式、产业布局、国际分工和国际贸易。生产方式的变革实现了生产链条的无限细分、随意组合，国际贸易实现了从产业间、产品间贸易到产业内贸易、产品内贸易的转变，发展中国家参与国际分工的机会大大增加。最后，信息技术革命带动了美国股票市场的繁荣，而股票市场的繁荣又促进了对技术创新的投资。在这段时期里，全球各主要股指涨幅均在100%以上。大量的资金投入到了IT行业，推动了信息技术的革命以及信息高速公路的基础设施建设。更为幸运的是，由于突然增加了大量的富余劳动力，“工资价格螺旋”的通胀传导机制被阻断。尽管资产价格急剧上涨，各国央行大量增发货币，但通货膨胀却始终没有出现。快速的信贷扩张和高增长、低通胀共同构成了一个“黄金时代”。

进入21世纪之后，全球经济增长模式发生了巨大的转变，经济增长

的质量逐渐下降。首先，技术进步基本处于停滞状态。信息技术带动的科技革命到2002年基本告一段落。2001年以后，美国研发投入的GDP占比一路下滑，新的科技革命迟迟没有出现。发达国家在这段时期已经习惯于通过离岸生产和外包的方式降低成本，而非通过技术创新提高竞争力。其次，全球范围内的人口红利逐渐消失。比如，中国于2004年起，职工平均实际工资水平开始上扬。连中国这样劳动力充裕的国家，也一度出现了“民工荒”。最后，资产价格泡沫日益泛滥，并严重脱离了实体经济。2002年之后，美国通过连续降低利率的方式刺激消费，尤其是住房消费，导致美国的房地产市场在2002~2005年间出现了异常火爆的局面，但2007年之后，次贷违约率的提高最终刺破了泡沫，并使得美国经济陷入了一次空前的危机。

当20多年的经济高速增长停滞之后，我们遇到的将是混乱和悲观的“黑铁时代”。失业率居高不下将会成为困扰全球各国的难题。这次危机之后，高失业率伴随着产业结构的调整，有些部门的就业机会将像渡渡鸟一样从此绝种。伴随着高失业率到来的将是愈演愈烈的贸易保护主义。尽管金融危机的地震已经过去，但是，金融市场上仍然会余震不断。蛰伏在全球金融体系中的大量过剩资本随时有可能决堤而出，能源、初级商品价格可能在国际游资的追逐之下，出现巨大的泡沫。

对于中国来说，这意味着发展战略必须调整。在过去20多年里，有两个火车头拉动了中国经济的增长，一个是全球化，另外一个城市化。如今，全球经济将会进入长久的低迷。美国居民将会被迫提高储蓄率，缩减对中国产品的需求。中国的出口进入了一个漫长而漆黑的隧道。全球化的列车晚点了。很多坐车的人等不到下一班车到站，纷纷要求退票换车。

正是在这一背景下，城市化的列车超员了。从全球化列车上下来的乘客争先恐后要挤上城市化的列车。2009年，中国的房地产业几乎在一夜之间，从冬天迈入夏天，房价不停地上涨，地价不断创出新高。极度扩张的货币政策对助长房地产业的“繁荣”负有直接的责任，但是，上车的人多，车上的座位少，也是导致房地产业异常火爆的另一个原因。在挤车的过程中，出现了很多“黄牛党”，他们的真实意图不是为了坐车，

而是为了炒作车票。先占座，占好座，再倒卖车票。这些投机者看准的，就是想上城市化列车的人会越来越多。

冷眼旁观，城市化列车已经超载了，这辆车出轨的可能性大大增加了。没有挤上车的人或许会觉得遗憾，其实，没有什么好遗憾的。我们没有上车，但是会更安全。

大国自稳

谈论中国崛起的声音越来越多。几乎所有的人都相信，21世纪是中国的世纪。中国的GDP规模什么时候会超过美国呢？2020年？2030年？2050年？答案或有不同，但这似乎只是一个时间早晚的问题。或许，用不了一两代人，我们就能看到中国取代美国成为世界第一。

但是，这样的判断是非常有误导性的。与其说21世纪是中国的世纪，不如说是美国的世纪。在未来至少50年的时间之内，美国在全球的势力都是很难撼动的。2008年，美国的GDP总规模为14万亿美元，超过了紧随其后的日本、中国、德国和法国的总和。美国地广人多，资源丰富。比如说，尽管美国进口大量的石油和天然气，但实际上，美国石油产量大约为沙特阿拉伯的85%，其天然气产量仅次于俄罗斯。美国建立了横行全球的庞大海军，凡是有海洋的地方，就有美国的势力。这支海军不仅保证了没有国家能够入侵美国，而且还控制了全球贸易体系。还有经常被人们忽视的一点是，美国提供了全世界最大的出口市场，这成为美国和其他国家讨价还价时候的巨大优势。当年签订《广场协议》⁵的时候，日本提出的日元升值幅度比美国原本希望的幅度还要大！其原因就是日本担心如果升值的幅度达不到美国的要求，美国就会对日本实施贸易制裁。

我相信中国的经济实力将会越来越强大。但是，中国自古就是一个大陆国家。中国的政治和文化从基因上就缺乏对外扩张的因素。中国的大战略不是挑战美国的权威，做新的霸主，而是如何保持中国的稳定，继续推动中国自身的发展。中国人的希望很简单，无非是自己过上小康生活，最好世界上能出现大同社会。

但这样低调而务实的目标，实现起来也有很大的难度。中国的经济增长在过去30年里保持了9%以上的速度。但没有哪个国家能够永远保持高速增长，中国也不例外。一旦中国的经济增长速度放慢，潜在的风险就会被释放出来。从历史的角度来看，中国2000多年来遇到的最大挑战，主要是内部的不稳定。复旦大学葛剑雄教授在《统一与分裂》一书中谈道，中国历史上统一与分裂的时间几乎同样多。固然，在现在的

政治体制下，发生历史上的军阀割据的可能性已经几乎没有了。但是，值得注意的是：（1）在过去20多年的对外开放过程中，东西部的差异已经越来越大。东部的发展水平已经接近发达国家，但西部的贫困仍然触目惊心。东部的发展一方面靠来自国外的资本和技术，另一方面也靠来自西部的劳动力，甚至西部的资本也被吸干，转移到了东部。东西部的经济发展差距越来越大。（2）1994年的分税制改革在很大程度上推动了财政体制的建设，但遗留下的问题也很多。地方的财源越来越枯竭，地方财政最多不过是吃饭财政，要想建设和发展，就得另外想办法，要么从银行借钱，要么靠卖地圈钱。这使得地方政府变得越来越像敛财的机器。（3）和其他国家相比，中国的省区规模过大，行政层级过多。美国有51个州，俄罗斯有80多个联邦主体，包括加盟共和国、州和直辖市等。中国却只有30多个省级行政区划。中国的很多省，从经济规模和人口数量来看，都不亚于一个中等规模的国家。

假设中国经济增长的速度放慢，而地区间的差异扩大，各地政府将更为激烈地争夺资源。东部地区将越来越向国际市场靠拢，而西部地区则会日益依赖中央的输血。各地将竞相实施保护主义，以保护本地的利益。考虑到省、区的规模如此之大，如果地方政府实施保护主义，能够获得的收益也会相当可观，这无形中鼓励了各地之间画地为牢。地方政府卷入经济活动程度越深，与中央宏观政策之间越可能出现冲突，地方就会有更大的积极性游说甚至要挟宏观政策的制定。过去20多年里，中国经济的增长在很大程度上靠的是各地政府之间的“锦标赛”竞争，这种竞争发挥了地方的自主性，提供了各种政策实验和制度创新的机会，也极大地改善了基础设施建设和城市化的发展。但是，成也萧何，败也萧何。在未来20年内，导致中国不稳定的主要因素将是这种越来越无序和低效的地方竞争。

未雨绸缪。为了消除未来不稳定的隐患，首先，需要调整中国的发展战略。我们不能再继续鼓励出口、鼓励吸引外资、鼓励东部地区搭乘全球化的快车，而把负担沉重的西部地区抛弃在站台上了。为了追求更为平衡的发展战略，我们必须打通贯穿中国东西的交通体系，改革交通运输的管理体制，使得物流和人流能够畅通，大幅度地降低西部地区发展经济遇到的交易成本瓶颈。我们还要切实提高西部人民的收入水平，

把东部的企业家和资金吸引到广阔的西部市场。其次，财政体制改革已经到了攻坚战的时期，而且，这样的改革不应再仅仅是单兵突进，而必须是全面推动。厘清中央和地方的财权和事权，使得地方政府把更多的精力用于提供和改善公共服务，而非千方百计地招商引资，卖地买房。最后，行政区划改革早就应该提到议事日程上了。省级行政区划必须增加数量、缩小规模。2 000多年前，贾谊在《治安策》中就提到，“欲天下之治安，莫若众建诸侯而少其力”。如果省级行政区划的规模缩小，地方官员的行为模式将会有很大的改变，各地经济竞争的是哪里最开放，最守规则，因为地方的规模越小，保护主义的收益就越小。从国际上看，最为开放的国家几乎都是小国。

大国崛起固然值得期待，但那是自然选择的结果，而非主观努力的方向。在当前的国际国内、政治经济形势下，崛起事小，稳定事大。

新兴大国争的是第二名

全球金融危机爆发之后，新兴大国在国际政治经济事务中的影响力日隆。在金融危机之前，新兴大国的崛起就已经引起了国际社会的关注。在发达国家召开8国集团峰会的时候，邀请新兴大国出席已经成为一种惯例。全球金融危机之后，包括发达国家和新兴大国在内的20国峰会风头甚至压过了传统的8国峰会。2008年11月底的华盛顿峰会、2009年年初的伦敦峰会以及2009年9月的匹兹堡峰会，都引领着全球国际经济调整的步伐。

新兴大国的崛起，一方面是因为其在全球金融危机之后的增长表现明显好于发达国家，对全球经济的影响已经到了不容忽视的地步，另一方面，也是由于全球金融危机之后，发达国家的经济地位受到了挑战，在某些问题上，它们不得不考虑和接受来自新兴大国的意愿。同时，为了增加其全球治理的合法性和让新兴大国承担更多的责任，它们也会诱使新兴大国加入到“游戏”当中。

国际舞台上崭露头角的新兴大国，看来是意气风发，到了该大展宏图的时候了。新兴大国的崛起，势必要求对旧有的国际政治经济利益格局进行调整，因此，它们会更多地提出改革甚至革命的呼声。从表面上看，攻守之势异矣，美国作为旧的霸主将逐渐衰落，新兴大国作为未来的霸主将日益兴起，未来的角逐将爆发在新旧霸主之间。

但是，这种判断很可能是错误的。

首先，尽管新兴大国的经济反弹较为强劲，但是，我们必须看到的是，各新兴大国都没有完成经济增长方式的转变。新兴大国传统的增长方式，要么是靠出口廉价的商品和服务，比如中国和印度，要么是靠出口能源和初级产品，比如巴西和俄罗斯。如果全球经济陷入较长时期的衰退，发达国家难以走出危机阴影，贸易保护主义抬头，新兴大国却依然高度依赖外部需求和外国投资，那么，发达国家和新兴大国的经济增长率都将下跌，而新兴大国受到的冲击可能更大，经济下滑的速度可能更加猛烈，它们的相对经济实力将受到较大幅度的削弱，国际地位也可

能随之下降。当前的国际经济环境与20世纪90年代初期具有一定的相似性，发达国家实施扩张性的货币政策导致全球流动性泛滥。这种情况下，不排除国际资本流入新兴市场，催生资产价格泡沫的可能性。这种情况对新兴大国的可持续发展也是一种打击，新兴大国的经济增长也会遇到挫折。

其次，从长期的视角来看，尽管美国受到的冲击较大，但由于其经济活力较强，调整速度较快，在未来全球经济中的地位可能不会出现明显的下降。欧洲和日本的经济遇到的挑战则大于美国。这些国家体制较为僵化、人口老龄化严重，且全球金融危机之后，欧洲和日本的出口受到影响，对外投资收益将大幅度下降，因此，估计欧洲国家和日本的相对地位将下降，而新兴大国比重提高，挤占的是欧洲和日本原有的份额。

最后，根据美国国际政治学者乔治·莫德爾斯基（George Modelski）的研究，在国际政治历史上存在着若干次霸权更迭，每个周期大约有100年的时间。先是葡萄牙，然后是荷兰、英国和美国接连粉墨登场，扮演世界的领导者。但是，莫德爾斯基特别指出，在霸权的更迭中，全球政治中的“挑战者”国家都失败了，如西班牙、法国、德国和前苏联；而那些成功的世界强国，通常都是先前的世界领导者的同盟，如荷兰取代葡萄牙，英国取代荷兰，美国取代英国。

因此，新兴大国的奋斗目标不应该是挑战美国，而应该争取取代欧洲和日本，成为美国最重要的盟友，坐到第二把交椅上。美国一方面需要进一步拉拢新兴大国，以便争取新兴大国在国际事务中的支持，新兴大国也不能不重视和美国之间的双边关系，另一方面，美国也不能忽视传统上的盟友，即使这些盟友的地位可能逐渐衰落。因此，在某些问题上，美国可能会和欧洲、日本一起去排挤和压制新兴大国。新兴大国在政治体制、文化传统等方面与美国的巨大差异也会使美国和新兴大国之间的结盟变得更加复杂而困难。

可以设想，未来全球政治经济的主要冲突不是发生在美国和新兴大国之间，相反，很可能是发生在衰落者和崛起者之间。由于欧洲和日本的地位相对下降，新兴大国成为其直接的竞争对手。新兴大国在国际事

务中影响力提高，就意味着欧洲和日本的影响力下降，因此，对新兴大国崛起最大的阻力很可能来自欧洲和日本。从这一角度，我们或许可以理解，为什么欧洲的一些政治势力在近期突然变得比过去更加反华。这种冲突或许才刚刚拉开帷幕。

此外，值得关注的是，新兴大国之间也存在着竞争和制衡。新兴大国在产业结构上往往具有相似性，有可能在贸易问题上产生争端。2008年，巴西对原产自中国和印度的商品、阿根廷对原产自中国的商品采取了相应的反倾销措施。另外，资源输出国和资源进口国之间存在着利益冲突。比如俄罗斯和巴西都是能源输出国，而以中国和印度为首的新兴大国则是能源消费大户，这既蕴藏着提供合作的潜力，也蕴藏着冲突的来源。最后，新兴大国之间存在着一定的政治矛盾。相邻的国家之间，比如中国和印度、中国和俄罗斯之间往往会存在领土上的争端和政治上的互不信任。作为拉丁美洲最为强大的两个国家，巴西和墨西哥在许多问题上，包括联合国改革的具体方案上也存在着许多争端和分歧。

一个新的合纵连横时代已经到来。这个时代的行动指南仍然是现实主义，但是，我们需要的是更加灵活善变的现实主义。

中国到非洲做什么？

中国的身影重新出现在非洲大陆。20世纪六七十年代是中国和非洲的蜜月期。中国对非洲国家的民族独立解放运动以及其建国之后的经济建设提供了很多支持。20世纪80年代之后，中国经历了外交政策的调整，更加强调大国外交和睦邻关系。到了最近10年，中国重新发现了非洲。这是因为中国和非洲都发生了变化。中国从一个封闭和内向的国家变成了在国际舞台上日益活跃的大国，而非洲经济也在最近10年持续增长，进入了一个难得的“黄金时期”。非洲大陆资源丰富、土地广阔、人口年轻、具有高度的成长性。现在是非洲复兴的前夕。中国之所以到非洲，是为了帮助非洲实现经济起飞和可持续的增长。非洲的可持续增长对中国来说收益最大，非洲对于中国不仅仅意味着资源和矿产，也不仅仅意味着潜在的市场，非洲将是中国在政治和经济领域全面而平等的合作伙伴。

中国要到非洲去做什么？重商主义不应该是中国非洲政策的导向。中国的非洲战略越来越以经济利益为主导，这种务实的风格受到了非洲国家的欢迎，但也在国际社会中遇到了很多质疑。尤其是西方言论指责中国帮助非洲完全是出于自己的利益，而并不关心非洲人民的福利。所以中国应该在其非洲政策上高擎“道德旗”。中国到非洲，就是为了把“和谐世界”和“共同发展”的理念带到非洲。如果非洲国家欢迎中国，中国就一定能够在国际社会赢得支持；只有让非洲的人民得到实惠，非洲国家才可能诚心地欢迎和接纳中国。

因此，中国对非洲的援助首先应强调民生问题。尤其是在粮食生产、工业化、就业和疾病防治等方面中国应发挥更大的作用。

非洲大多数国家尽管有广阔而肥沃的土地，但是却一直被饥荒困扰。只有解决非洲的粮食问题，才能给非洲带来社会稳定和经济发展。中国在粮食生产方面具有很大的优势。中国的粮食亩产能够达到1 500斤，而非洲的亩产量只有100~200斤。妨碍非洲粮食产量提高的原因往往是基础设施投资不足。尽管包括世界银行和经济合作与发展组织（OECD）国家在内的国际援助帮助非洲进行了不少基础设施投资，但

是西方援助项目的建设成本和维护成本都太高，道路渐渐失修，农田渐渐荒芜。中国之所以能够实现非洲农业的可持续发展，一个主要原因是因为中国的基础设施投资成本低、效率高。如果中国在对非洲的官方援助上能够加强对农村的农田水利、交通通信等方面的投资，农业企业便可以后续跟进。以非洲的自然条件，加上中国的技术和资金，可以在较短的时间内解决非洲的温饱问题。据说，尼日利亚总统在访问中国的时候曾经感慨，只要中国的一个县到了非洲，就能够解决整个尼日利亚的粮食问题。在解决非洲国家自身的粮食问题之后，增加的粮食产量可以向中国出口。对于非洲国家来说，这样就会增加出口种类，改善贸易条件，能够带来更多的外汇收入，促进经济增长。中国目前从非洲进口多种农产品，比如中国是尼日利亚最大的木薯进口国。中国向非洲国家开发农产品市场，与欧美国家实行高度的贸易保护政策、拒绝对非洲开放国内农产品市场形成鲜明对比。对于中国来说，由于土地和水资源稀缺，进口农产品可以帮助中国节省有限的土地和水资源。

非洲的矿产资源对中国来说是非常关键的。在中国工业化和现代化的过程中，对资源和能源的需求仍然会持续增长。但是，过分强调开发和投资非洲矿产资源，既片面理解了中国目前所面临的资源和能源安全问题，也容易给其他国家渲染中国在非洲的“殖民主义”授以口实。中国需要稳定的能源和资源供应，在这一点上，中国和其他国家的利益并不冲突。如果仅仅强调独占所有权，其实是难以保障能源和资源安全的。所有权是脆弱的，一旦投资国出现政局动荡、政策调整（如将海外投资收归国有）、恐怖主义、绑架、抢劫以及罢工等事件，中国在该国的投资就可能会受到伤害。海外投资的目的应该以对冲价格风险为目的，在这一点上中国应该借鉴日本在巴西等国铁矿山投资的经验。日本也是一个资源匮乏的国家，尤其对钢铁的需求很旺，所以其对巴西、澳大利亚等国的铁矿山进行了投资。如果铁矿石价格上涨，日本的进口成本固然会提高，但其投资收益也相应增加，这就对冲了价格上涨的风险。因此，中国在非洲的能源开发和投资应该不求拥有，但求参与。尽管经济学中有所谓的“资源诅咒”，即资源最丰富的地方，经济发展反而受其拖累，但是，对非洲国家来说，能源和初级产品开发应该是其发展工业化和城市化的一个历史机遇。中国应帮助非洲国家在开采的基础上就地深加工，帮助非洲国家在开采矿山的同时，建设出一座座新兴的城市。

非洲市场对中国企业来说是一个新的领域，但是，把非洲视为中国廉价产品的出口市场是片面和短视的。廉价产品无序地冲击非洲，将导致非洲国家的制造业受到较大冲击，失业问题加剧。中国企业之间在非洲陷入恶性竞争，扰乱了市场秩序。如果非洲自己的制造业无法发展，非洲人民的收入水平无法提高，非洲所能够为中国产品提供的市场容量就是有限的，而且会逐渐萎缩。中国的制造业正处于产业结构升级的过程中，中国企业必须切实提高产品的竞争力，但是，如果企业都去非洲倾销廉价产品，就会延缓中国企业的技术进步。中国企业应该效仿20年前到中国投资的外资企业，更多地和当地的企业合作，雇用当地的劳动力，帮助非洲发展制造业，帮助非洲企业加入全球分工和价值链条，为非洲经济提供“造血机制”。对中国来说，这有助于减少国际上对中国的贸易保护主义，缓解中国和其他国家的贸易摩擦。当非洲的经济发展、人均收入提高之后，会为中国出口产品提供更多的市场。

通过发挥在粮食生产方面的优势，中国可以帮助非洲国家摆脱饥荒，改变落后和贫穷的生活方式；通过中国企业和非洲企业的合作，扩大中国在当地的投资和雇工，中国可以帮助非洲提高就业；通过发挥在传染病防治方面的优势（尤其是治疗疟疾），中国可以帮助非洲人民提高健康状况。如果中国帮助非洲国家解决了粮食、工业化、卫生和就业问题，当地人民对本国政府的支持程度就会提高，非洲的政局会更加稳定，政府治理逐步得到改善，经济发展自然会更快更好。民心所向，中国在当地人民心目中的地位就会有显著提高，因为他们能够切身感受到中国带来的实惠。非洲国家的政府在民众的支持下，则会更加支持中国——中国不仅仅能够给它们提供紧迫的资金和现代化的国会大厦，还可以帮助它们得到本国人民的选票。

人口涨落 国家浮沉

美国金融危机的爆发将带来全球化的退潮。即使是比较乐观的估计也认为，美国至少需要2~3年的时间才能走出危机的阴影。最悲观的预言可能是吉姆·罗杰斯（Jim Rogers），他说，美国复苏可能“在我们的有生之年都看不到了”，于是，他带着女儿到新加坡定居了。20世纪90年代之后，全球经济之所以能够高歌猛进，是和信息技术革命分不开的。托马斯·弗里德曼（Thomas Friedman）的《世界是平的》一书中，讲述的就是信息技术革命对生产方式乃至我们的社会生活带来的冲击。如今，信息技术革命已经式微，如果说还有什么能拯救美国经济，那就只有再爆发一次新的科技革命了。

技术的突破会发生在哪个领域？可能会是在环保、新能源，也有可能是新型材料，但我更感兴趣的是生物技术和医疗革命。如果生物工程能够出现商业化契机，医疗技术能够出现突破性的革命，将会对人类社会带来什么样的影响？

20世纪初期，即使在最发达的国家，人口的预期寿命也不过45岁，但是到如今，发达国家的人口预期寿命已经超过80岁。这在很大程度上要归功于医疗卫生条件的改善。但是，困扰西方社会的一大难题是人口老龄化。随着妇女文盲率的降低、避孕药具的合法化，再加上持续的经济增长，很多西方国家出现了人口出生率的下降。20世纪中期，在第二次世界大战之后，婴儿的出生率曾经有过一次井喷式的增长，这就是所谓的“婴儿潮”，但结果是，那一代人的数量既比其父辈多，也比其子女多。等到生育高峰一代退休的时候，西方国家的老龄人口将会急剧增长。从现在到2035年，大多数欧洲国家65岁以上人口与18~65岁人口的比例将会增加两倍甚至更高。

如果年轻人的人口总是多于老年人，如果经济能够一直保持增长，那么社会保障体系就能顺利地运转下去。但是，如果老年人的人口超过了年轻人，而且一旦退休的人多，干活的人少，经济增长的速度就会放缓，这时候，社会保障体系就变成了一颗滴答作响的定时炸弹。更为棘手的是，进入老龄化社会之后，一国的改革动力也会消失。一个年轻人

居多的国家，能够有勇气和魄力作出暂时的牺牲，完成艰难的改革，但一个老年人居多的国家，就很难再作出调整。日本就是这样的例子，在过去20年里，日本走马灯似的换政治领导人，但没有一届政府能够拿出像样的改革方案。而应对老龄化社会的政府政策，一是征收更高的税收或增加更多的社会保障支出，但这将带来更高的财政赤字；二是减少退休福利，但这在政治上是很难实行的。唯一的希望可能是出现了突破性的生物工程和医疗技术的创新，人们的预期寿命得到大幅度的提高，这将释放出巨大的潜在劳动力，困扰西方国家的老龄化问题很可能会得到缓解。

不过，即使找到了长寿药，各国仍然会面临人口变化带来的社会冲击。人种之间、民族之间的出生率差异极大，出生率较低的发达国家包括日本、德国和意大利等国，发展中国家的出生率则显著高于发达国家。伊斯兰国家的人口出生率大大超过基督教国家。这种人口的涨落在很大程度上会导致国家的沉浮。

如果发达国家变成了老龄化社会，谁来为这些老年人打工，谁来服兵役？进入老龄化的发达国家必须补充更多的移民。美国吸引了大量的墨西哥移民，而欧洲则吸引了大量的非洲和阿拉伯移民。据估计，到2020年，西班牙裔美国人将占美国总人数的20%。有个笑话说，一个外国游客在靠近墨西哥边境的美国小城买东西，跟小店的老板讲英语，小店的老板马上很不高兴地说：“讲西班牙语！这里是美国！”在英国最流行的男孩名字中，穆罕默德这个名字排名第五。鹿特丹人口的40%信仰伊斯兰教。到2015年，俄罗斯军队中一半以上的士兵会信仰伊斯兰教！

到时候，车臣战争会怎么打呢？

即使欧洲不被“伊斯兰化”，也会被“非洲化”。移民的涌入从经济上给西方国家增加了新鲜的血液，但是在政治上却埋下了内部冲突的地雷。在一个全球化的时代，资本可以周游世界，但劳动力却只能困守家中。西方发达国家的工人会从全球分工中遭受损失，因为很多工作，尤其是非熟练劳动力的工作会转移到发展中国家。但是这些工人同时又是消费者，他们能够购买到越来越廉价、越来越多样的商品。这种收入分配的变化对政治的影响将是复杂的。当一国国内经济不景气的时候，最容易成为出气筒的就是外国的劳工和外来的移民。结果，发达国家的贸易保护主义和经济民粹主义很容易抬头。种族之间的隔阂是很难用政策消融的，即使在美国这样号称是“大熔炉”的国家，即使共同生活了200多年的时间，白人和黑人之间的猜忌乃至敌意都难以化解。美国金融危机引起全球化的退潮，人口老龄化使发达国家在移民政策上举棋不定，国际政治中的文明冲突渗透到国内政治的分歧分化，这会从基础上动摇发达国家赖以立国的社会契约。

哈佛大学政治学家塞缪尔·亨廷顿（Samuel Huntington）的《文明的冲突与世界秩序的重建》一书，表面上说的是文明的冲突，其实担忧的是人口消长对世界格局的颠覆。人口增长过快的国家往往经济相对落后、政局不稳定。在广大发展中国家，青少年人数激增，城市化的进程将他们召唤到了人口密集的大城市。他们怀着美好的梦想到了城市，但是却发现自己的容身之地是肮脏破败的贫民窟。人类历史上风云动荡的时候，往往都出现了青少年人口激增的现象。据说，基督教的新教改革就是历史上青年运动的典范之一，而20世纪20年代青少年人数的迅速增长，为法西斯和其他极端主义运动提供了生力军。巴基斯坦的人口将从如今的1.58亿增长到2050年的3.05亿。如果这些国家没有办法为新增劳动力创造出足够的就业岗位，就很容易引起社会动荡。

中国也未能置身局外。为了保证人口的自然增长，每个育龄妇女平均应生育1.7~2.1个孩子，但是，中国育龄妇女的生育率总和已经连续10年低于这一水平。中国将会以更快的速度进入老龄化社会，而且

是“未富先老”。2005年，60岁以上的人口占中国总人口的11%，到2030年，这一比例就会上升到24%。调整过时的计划生育政策已经刻不容缓。中国的人口变化还会遇到的一个独特问题是男女比例失调。目前全国男女出生比例为117：100，有的省份甚至高达135：100。到2020年，中国处于婚龄的男性人数将比女性多3 000万~4 000万。男孩和女孩的社会地位到那时会有一个彻底的改变。到了那时，就不是“女为悦己者容”，而是“男为嫁己者容”了。男孩们需要使出浑身解数，争夺稀缺的女孩资源。可以设想，在社会地位较高的家庭中，男孩子仍然可以找到配偶，比如他们可以从比自己社会地位较低的家庭中娶走女孩，但是在婚姻市场上受到最大歧视的一定是社会地位最低的家庭中的男孩。这些男孩的经济收入最低，甚至可能没有工作；社会地位最低，很可能处处遭人白眼。多么可怕的情况：有那么多穷困的男孩，没有工作、没有钱、没有老婆、没有家庭、没有希望、没有慰藉。社会抛弃了他们，他们就会抛弃这个社会。

狂野地预测一下未来的世界：50年之后，欧洲将是一个伊斯兰世界，美国将有一个讲西班牙语的总统，日本将沦落为一个发展中国家，而中国将会成为男用化妆品的最大消费市场。

扎进西方世界心脏的一根毒刺

大约十多年前，我刚刚到美国读书。开学第一天，学校为我们这些“少数民族”留学生专门开了一堂新生辅导课（Orientation）。让我印象深刻的是，辅导老师半开玩笑半认真地跟我们说，到了美国得学会一个“最牛的词”：The powerful D。她说，你们遇到麻烦的时候，比如说停车停在了不该停的地方，警察要给你贴条子，你就说：“D...D...D...”，不等你把这个单词完整地说出来，警察就会乖乖地走人了。什么词的力量如此之大？原来是discrimination，中文意思是歧视。美国人最怕的就是别人说他们种族歧视。

听完之后，我不过是一笑置之。但是，慢慢和美国人接触多了，才发现种族歧视的确是美国最大的禁忌。美国白人喜欢结交黑人朋友，热衷黑人文化，喜欢领养外国小孩，喜欢下外国馆子，喜欢信外国宗教，做这些是因为可以让他们标榜自己是最没有种族主义倾向的人。在美国，言语稍有不慎，就能被定性为“种族歧视”。有一次，我和高年级本科生一起听计量经济学课。老师在黑板上写了个“^”符号，兴之所至，开了个玩笑，说：“这多像顶中国小帽子啊。”话音未落，一个华裔学生马上正色问道：“老师，你刚刚说的什么？”那个老师当时脸就吓白了，他赶紧用了足足五分钟时间，反复解释自己没有任何要嘲笑中国人或亚洲人的意思。他是热爱中国文化的，甚至还要举例，说自己的孩子在幼儿园都学汉语。我在下边，又想笑又感慨：当年“文化大革命”革命小将们的气势大概也不过如此吧。

从进步的意义讲，反对种族歧视，是西方人对自己过去干过的错事和蠢事的反思。一位美国朋友告诉我，美国白人之所以对黑人充满负罪感，是因为黑人的祖先是被白人拐卖过来的，而不是自己主动选择移民的，因此现在的白人感觉要为自己的祖先赎罪。诚哉斯言，不过要说起来，美国白人最应该有负罪感的应该是对印第安人，杀了人家的人，抢了人家的地。遗憾的是，美国人好像并不喜欢反思他们对印第安人的恶。我很想继续和我的美国朋友探讨这一问题，但他已经毫无兴趣了。

这种反思很难说是彻底的，它不仅无助于解决少数民族的问题，无

助于提升西方的道德水准，而且还正在使西方变得更加脆弱和无助。民族主义是西方人打开潘多拉盒子之后放出来的第一个恶魔，而当下这种对少数民族的特殊态度，以及西方流行的文化多元主义，就是盒子底部飞出来的天使。遗憾的是，这个软弱的天使没能收回恶魔，相反，她委身嫁给了恶魔。结果，恶魔不仅没有消失，反而继续繁衍生息。

罗马帝国崩溃之后，西欧陷入了小国林立、长年混战的局面。民族主义本来就是在这种支离破碎的政治地图上长出来的毒蘑菇。民族主义在很大程度上不是天然的产物，而是国家之间为了加强对本国居民的控制，而有意强化出来的意识形态，是“想象的共同体”。民族主义硬化了一个群体与另一个群体之间的差异，并不断地挑起仇恨与屠杀。正如亨廷顿在《文明的冲突与世界秩序的重建》中引用的一本小说中所说的：“除非我们憎恶非我族类，我们便不可能爱我族类。”正是在长年的征战之中，才最终演化出了民族国家、民族主义。在世界上其他地方，原本没有民族主义这种东西，西方征服了世界，也就将民族主义的毒牙种到了各个地方。巴尔干半岛号称“欧洲的火药桶”，这里有异常复杂的民族和宗教。但是，当西方还没有到这里之前，当地的民族认同感相当淡漠，大家都相安无事。当民族主义被传播到这个地区之后，战火才开始绵延不断。非洲的卢旺达，原本相安无事地生活着许多不同的部落。20世纪30年代，当时的比利时统治者非要把卢旺达人分成两个民族，一个叫“胡图族”，一个叫“图西族”。电影《卢旺达饭店》中，一个西方记者问当地人这两个民族究竟有什么不同。据说，区分的标准是鼻子的高度和走路的优雅程度。20世纪90年代爆发的卢旺达大屠杀，西方引进的民族主义，又是始作俑者。

如今的文化多元主义，依然在硬化群体之间的差异。尽管这一主义已不像过去的民族主义那样咄咄逼人，而是表现为隐忍和退让，但其基因是一样的。这种观念要求区别对待少数民族，给他们更多的补偿，给他们更多的自由。但是，善良的愿望并没有得到令人满意的结果。美国社会中的黑白界限依然分明，黑人不仅没有感到满意，反而变得越来越愤怒。问题出在哪里？恐怕就是走了岔路。美国的创始人早已经提醒人们要“合众为一”，美国一直号称自己是“大熔炉”，结果呢，这个大熔炉变成了分离器。欧洲的情况比美国更差。美国是世界上最开放的移民国

家之一，源源不断的新移民为美国补充了新鲜的血液，但欧洲已经步入人口老龄化，一步步日薄西山。人口老龄化带来了移民问题，但欧洲在这方面做得更差。一方面，欧洲的民族主义更加严重，尤其是一些激进的种族主义者又沉渣泛起；另一方面，为了遏制国内的极端民族主义者，欧洲的文化多元主义更加绥靖，更加软弱。按照现在的人口变化速度，50年之后，欧洲可能会是一个伊斯兰世界。如果欧洲没有认真地思考如何融合和团结不同人群的问题，如何处理不断萎缩的盎格鲁-撒克逊人口和潮水般涌来的非洲、中东、中亚人口之间的矛盾，那么，在不久的将来，欧洲将会土崩瓦解。

或许，有一个古老的国度能够为西方世界提供智慧。中国自古以来就没有民族的概念，汉族人口中包含了人类学意义上完全不同的人种，包含了不同的宗教信仰，包含了异彩纷呈的语言、习俗和文化。这才是真正的“大熔炉”。我曾经读过一本《犹太史》。书中说道，犹太人漂流到世界各地，都遭遇到当地人的白眼，因此他们在异乡仍然顽强地保留着自己的习俗和传统。唯独有一支犹太人，到了中国的河南，被当地善良而懒惰的农民同化了。这才是最成功的民族政策。

未来100年

作为一个研究宏观经济的学者，如果要预测一年之后的事情，我都会觉得很不可靠，更不用说5年、10年之后的事情了。但是，有一次出国开会，我在机场的书店发现了一本叫《未来100年大预言》的书，居然预测的是未来100年全球政治格局的变化。作者是乔治·弗里德曼（George Friedman），美国的一位地缘政治学家。对作者的那份自信和勇气，我自叹弗如。未来100年是什么样的呢？我来对他书中的内容作个转述。

美国爆发金融危机之后，很多人认为美国在全球的霸主地位受到了挑战，美国正在衰落。弗里德曼则认为恰恰相反，他认为，美国领导全球的时代才刚刚拉开帷幕。21世纪将是美国的时代。这一立论的基础是，全球地缘政治竞争的焦点已经从亚欧大陆转为对海权的竞争，而美国拥有独一无二的海上霸权。凡是有海洋的地方，就有美国的舰队。美国控制了所有的海上贸易运输线，因此也就控制了整个全球经济体系。

很多人谈到“金砖四国”的崛起。弗里德曼对这几个国家都不看好。在他看来，中国从地缘政治的角度来看只是一个孤岛。中国的北部是人烟罕至的西伯利亚，西部是沙漠和戈壁，南部是青藏高原和横断山脉，东部面向浩瀚的太平洋，但却缺乏强大的海军。因此，中国历来都没有对外扩张的野心和能力。印度和巴西也受到地理位置的制约。印度孤悬南亚次大陆，而且内部各邦之间差异极大。巴西的势力从来没有超过南美洲。巴西最关心的事情不是全球政治，而是阿根廷在干什么。

在“金砖四国”中，短期内（他的短期是指未来10~20年）最有扩张冲动的是俄罗斯。俄罗斯是一个地域广阔、资源丰富但人口稀少的国家，而且俄罗斯的西部是一片平原，一马平川，无险可守。当年拿破仑入侵俄国走的是这条通道，希特勒进攻前苏联走的也是这条通道。为了保证自己的安全，俄罗斯一定会尽可能地把国境线向西推进，“以空间换取时间”。如果国境线离莫斯科能远一天的路程，俄罗斯就能获得多一天的动员时间。而且，普京上台之后，放弃了前苏联的工业化模式，转为依赖能源的出口。能源的出口使得俄罗斯的国力突然大增，而且，

能源也变成了俄罗斯对外讨价还价的砝码。乌克兰不听话，断你的气，欧洲国家不让步，断你的油、断你的气，那些进口俄罗斯能源的国家，会像吸毒一样越来越上瘾，越来越有依赖性。

但是，弗里德曼预言：俄罗斯很可能会撑不下去，有一天会第二次解体。一是由于战略的调整会使得俄罗斯的工业基础越来越虚弱，二是俄罗斯的人口会越来越稀少。当俄罗斯有一天再度衰落，就会给全球政治留下巨大的真空。这将酿成全球政治的动荡。

俄罗斯周边的国家将乘虚而入。首先是东欧国家。在弗里德曼看来，西欧已经变得年老体衰、行动迟缓而且日益厌世，但东欧将有很强的后劲。尤其是在俄罗斯向西扩张的过程中，美国势必会增加对东欧的支持，以遏制俄罗斯。他认为波兰将崛起，成为东欧的盟主。其次是中东地区。伊拉克已经被美国打败，陷入长久的动荡；伊朗在宗教上属于伊斯兰的少数派，因此伊朗也缺乏号召力；埃及在经济上过于落后；沙特阿拉伯过于腐败；最终，能够领导中东的可能会是土耳其。土耳其是伊斯兰世界中唯一的工业化国家，也是北约的成员国、美国的盟友，而且，土耳其也没有忘记往昔奥斯曼帝国的荣光，因此，一旦北方的俄罗斯衰落下，土耳其就会将其力量向高加索山脉以北扩张。最后，是东亚地区。弗里德曼认为日本是这一地区最大的威胁。日本人口老龄化严重、资源稀缺，因此迫切需要对外扩张，一是可能增加对中国东部的投资，利用中国的人口和资源，二是会觊觎俄罗斯在远东的资源。

在这些国家刚崛起的时候，美国最初都是支持的。美国支持东欧以遏制俄罗斯，支持土耳其以稳定中东、封锁俄罗斯，支持日本以制衡中国。但是，迟早会有一天冲突会爆发。弗里德曼甚至虚构了一场未来的战争，发生在2050年11月24日下午5点。他以这场假设的战争来描述未来的地缘政治冲突和军事技术变革，真是绝好的好莱坞电影题材！

但是，弗里德曼坚信，这场战争的胜利者一定是美国。美国在军事、经济和政治上的优势会让挑战者再度失败。世界重新恢复和平，并迎来一次空前的经济繁荣。弗里德曼最离奇的预言是，100年之后能够取代美国的新霸主是墨西哥。

21世纪，世界人口会在达到一个顶峰之后逐渐下跌。这是我们在过去数百年内从来没有遇到的现象。人口的减少会加剧各国之间对移民的争夺。墨西哥邻近美国，而且人口出生率又高，所以美国会千方百计地吸引墨西哥移民。但是，墨西哥移民和其他地方的移民不同。如果是华人移民到美国，意味着在很大程度上要把家庭、文化、传统抛在后面，远渡重洋，融入美国这个“大熔炉”。但是，墨西哥移民，尤其是美国南部的墨西哥移民却并非如此，他们可以早上在墨西哥，下午在美国。国界并不是一个地理的概念，而是人口的概念。当大量的墨西哥人越过国界，来回穿梭的时候，美国和墨西哥的国界就会日益模糊，美国将逐渐被墨西哥化。

对弗里德曼这本书的评价已经超过了我的专业能力。但是，我知道的是，到我很老的时候，我都会记得曾经读过一本书，说墨西哥会灭了美国。而且，我也在考虑，是不是得学一点西班牙语了？

矛和盾的军备竞赛

如果世界上最锐利的矛能够戳破世界上最坚固的盾，会怎么样呢？很可能，这个世界上就会有更多的暴力冲突。如果这个世界上最坚固的盾能够抵挡世界上最锐利的矛，又会怎么样呢？很可能，这个世界上就会有一段比较消停的日子。

这种矛和盾的军备竞赛，就是国际政治学中著名的“进攻-防守武器假说”。按照这种假说，当进攻性武器占优势的时候，战争爆发的频率更高。克劳塞维茨在《战争论》中就表述过这一思想。他认为当防守的力量占上风的时候，敌对双方都不愿意首先发动进攻，所以能够遏制战争的冲动。奎斯特（Quester）在《国际体系中的进攻和防守》中写道：“进攻带来战争和帝国，防守支持独立及和平。”哥伦比亚大学政治学教授杰维斯（Jervis）在1978年发表的一篇论文中对“进攻-防守武器假说”进行了系统的分析。他谈道，进攻性武器占上风的时候，首先发动进攻就更有利可图，但如果稍有迟疑，让对手首先动手，代价就会更大。这就会使得双方都会争着开火。防守性武器占上风的时候，谁先开火，谁的伤亡就越大，谁能沉住气，谁的胜算就越多，所以战争爆发的可能性就减少了。

中世纪晚期，防守性的武器占了上风。频繁的十字军东征，使得各国都加紧修筑城堡和要塞。结果攻城变得越来越难，攻下一座城池耗费的时间越来越长。久攻不下，补给就会成问题，到时候自然要灰溜溜地撤军。此外，在这一时期，骑士的铠甲从板甲变成了锁子甲，这大大降低了骑士的机动性。防守方的长矛方阵可以有效地抵御骑兵的进攻。英国出现的长弓也增加了防守的优势。因为其射程更远，使得敌人难以接近。总之，到1300年，防守性武器战胜了进攻性武器，欧洲出现了相对的和平。

15世纪中期，大炮从辅助性的进攻武器变成了战场上的主力。重型火炮的发展使得进攻性武器重振雄风。1453年君士坦丁堡的沦陷是这个时期“进攻-防守”力量转变的重要转折点。中世纪最坚固的城堡，在不到两个月的时间之内就被土耳其攻陷，原因就在于匈牙利籍的火炮设计

师乌尔班为土耳其的穆罕默德二世造出了威力空前的巨炮。中世纪巍峨高耸的城堡在新型火炮的轰击下，几乎不堪一击。这一时期，在捷克爆发的胡斯战争（Hussite Wars）中，胡斯军采用了战车和火炮相结合的战术。战车保护火炮，火炮发动进攻，极大地提高了进攻的威力。在大约两个世纪的时间之内，进攻的优势不断提高。中世纪沉重的盔甲渐渐不见了，步兵的机动性大大提高。防守一方的长枪兵、戟兵和重甲骑兵都慢慢退出了历史舞台。整个欧洲都开始学习土耳其的作战方法，步兵配备短剑和长弓，同时有轻骑兵护卫。在这一时期，威尼斯多次发动了对土耳其的战争，英国和法国之间也出现了百年战争。

到了16世纪，修筑城堡的技术又得到了提高。为了避开炮弹，城堡不再修筑得高耸入云，而是尽可能的贴近地面。这一时期出现了棱堡，即把城堡修成五角形，躲在城堡里面的枪炮手可以对接近的敌人交织开火。当时法国著名的军事工程师沃邦（Vauban），设计并建造了数百座要塞，其精细的施工和复杂的结构至今仍令人叹服。16世纪的城堡和13世纪的城堡已经不可同日而语。攻下一座城池的时间从几天延长到几个月，甚至几年。只要食物和弹药储备充足，像威尼斯或梅斯这样的城市，几乎是坚不可摧的。

18世纪早期，进攻一方又占了优势，于是，欧洲又进入了长达数个世纪的战乱。大炮的机动作战能力提高，炮筒的长度被缩短，这能提高炮弹的速度，使其能够炸开城墙。火炮的机动性也大大增加。6匹马就可以牵引一门12磅炮弹的火炮，要是8磅炮弹的火炮或6英寸的榴弹炮，只要4匹马就够了。这个时期，装备火枪的重步兵成为陆军的主力，燧发枪甚至线膛枪都已经出现。骑兵也开始重视火力的配备，七年战争（1756~1763）中出现了携带火炮的骑炮兵。普鲁士的腓特烈大帝和法国的拿破仑之所以能够在欧洲开疆拓土，所向披靡，在很大程度上是因为借助了进攻性武器的威力，当然，也和他们对作战策略进行了大刀阔斧的改革有关。

到19世纪晚期，防守的力量东山再起。这在美国内战期间体现得最为明显。战争开始的时候，南北双方还都能灵活发动进攻，但到战争后期，基本上就转变成了壕沟战。这一时期的步枪射程为拿破仑时期滑膛

枪的两倍，能够在1 000米之外射杀敌人。1874年发明的铁丝网也能够有效地减缓敌人的进攻速度，躲在战壕中的机枪手和步枪手可以更从容地消灭敌人。如果在进攻方和防守方之间有大片的开阔地带，敌人想穿越过来，必定要付出惨重的伤亡。遗憾的是，当在第一次世界大战刚刚爆发的时候，大部分将领都相信进攻性的武器胜于防守性武器。尤其是在非洲殖民地的战争和美国与西班牙的战争中，早期的加特林机关枪几乎取得了压倒性的优势，不由得让人们坚信，机关枪是一种进攻性的武器。1914年夏天，欧洲的将军们发动战争的时候，都觉得有了神威的机关枪，这次大战可以速战速决，打完仗正好回家过圣诞节。结果这一仗整整打了4年，双方都困守在折磨人的战壕里面。整整4年时间过去，欧洲的将军们才想明白，机关枪其实是防守性武器。

1930年之后进攻又占上风。第二次世界大战的帷幕是一支德国的装甲坦克部队向骑在马背上的波兰骑兵发起了闪电战。冷战之后，核武器的出现使得防守力量占据上风。在核时代，进攻的成本是带来全面的核毁灭，因此，几乎不可能再发动全面战争了。

到21世纪，攻守之势发生了什么变化呢？雷默在新书《不可思议的年代》中谈到了一个令人难以置信的故事。

我们都知道，美国拥有着压倒性的军事优势，而这一优势基本上是在美国强大的空军的基础上的。当美国发动对伊拉克的战争时，靠的就是占绝对优势的空中力量。伊拉克当然也有地面雷达和地对空导弹，但是，美国自有其对策。当地面雷达开启并搜索空中的飞机时，这些雷达会发射出微波光束，然后等待接受信号。但这些信号恰恰能让美国的飞机准确地找到敌人的位置，所以，只要雷达一开，美国的飞机上的导弹就会直接瞄准地面防空基地，以每小时2 000英里的速度呼啸而下，直接摧毁敌人的基地。美国飞行员在沙漠风暴行动开始后不到24小时，就发现他们只要在伊拉克地面防空雷达监视的频道中播放战斗机出动的信号，所有的伊拉克地对空导弹就会全部关闭。萨达姆花了数千万美元，辛辛苦苦建造起来的防护系统，顷刻之间变成了无用的废物。

但是，中国发明了一种不起眼的装置，这个装置只有一个旅行箱那么大，里面有上千个微型发射器。打开这个装置的开关，它就开始发射

出一万个地对空导弹的频道信号。这真是一件令人恐怖的事情。美国飞行员知道，从地面发出的一万零一个地对空导弹信号中，只有一个是真的，而且肯定有一个是真的。可是，哪个才是真的呢？没有人能告诉这个可怜的飞行员。他只知道一件事情，那就是正有一枚速度比音速快5~6倍的导弹，直接飞向他的飞机。

且不论这个故事的真伪如何，至少，我们或许要承认，如今，进攻的成本更小。“9·11”事件中的恐怖分子大约花了100万美元，就完成了袭击美国的计划。而美国为了防止这样的袭击再次发生，在警察、机场安检和其他系统花费的代价大约是每小时100万美元。这意味着什么呢？冷战时期的短暂和平可能将一去不复返了。尽管我们不太可能会遇到大国与大国之间的常规性战争，但是，按照“进攻-防守武器假说”，我们在将来会遇到更多的暴力和冲突。

第四章**20**余年出口梦

“中国制造”的标签意味着什么？

这一切都是从一个美国家庭主妇的异想天开开始的。圣诞节刚过两天，住在路易斯安那州的萨拉在清理圣诞礼品的时候突然发现，“中国制造”的货物正在源源不断地侵入普通美国人的家庭：中国的玩具、中国的袜子、中国的DVD。萨拉的职业是记者，于是她产生了一个好奇的想法：如果过一年没有“中国制造”的日子，会怎么样？萨拉说服了她的丈夫凯文，还拉进了两个懵懵懂懂的孩子，一个四岁，一个一岁，共同进行这个“试验”。在接下来的一年中，这一家人果然把萨拉的想法付诸实施。《离开中国制造的一年》一书就是萨拉对这段经历的描述。

每一个中国读者都会非常好奇：“中国制造”对美国人的生活究竟意味着什么？萨拉在书的结尾写道，一个中国记者采访他们一家，试图寻找各种证据，证明美国人不买中国货的日子会变得如何悲惨。中国记者想知道，不买中国货，是否会导致萨拉和凯文感情破裂，孩子们失去幸福，这一家人被主流社会视为“怪物”。相信很多中国读者也会希望从书中读到，美国人已经离不开中国的产品，这对我们的自尊心将是极大的满足。

的确，没有“中国制造”的日子有很多烦恼。就像萨拉说的，以前再平常不过的购物在那一年里都变成了一种煎熬。没有中国的塑料轮子，凯文没有办法给儿子造漂亮的木头赛车。为了给孩子买鞋，萨拉跑遍了商场，最后只好忍痛订购了一双价格68美元的意大利童鞋。孩子们眼巴巴地看着“鳄鱼医生”、充气游泳池、塑料光剑，掰着手指头盼望这一年早点过去，他们就可以尽情地买中国玩具了。凯文穿着一只深蓝、一只橙色的拖鞋，似乎在嘲笑太太的古怪念头。蜡烛、打印机墨盒、太阳镜、咖啡机、捕鼠器，购买所有这些东西，都让萨拉一家大伤脑筋。

但是，萨拉一家仍然过得很好。每个人都有选择自己生活方式的权利。特立独行的生活会有自找的麻烦，但是我们仍然会在身边看到很多素食主义者、丁克家庭、背包族。如果萨拉一家继续坚持没有“中国制造”的生活，可能会遇到更多的麻烦，但绝没有到离开“中国制造”就无法生存的地步。有自尊心的中国人，大可不必在美国人生活中的“中国

制造”上去寻找民族自豪感。

为什么美国的市场上到处是中国货呢？这是经济全球化的结果。全球化的理想状态是没有国家，只有市场，所有的生产要素和商品都可以自由流动，资本可以自由流动，劳动力也可以自由流动。但是，我们毕竟还生活在一个个的民族国家内，国界是一堵无形的高墙，使得要素的流动非常困难。尤其是人的流动，更是日益受到限制。中国的劳动力便宜，美国的劳动力昂贵，按照市场经济的原则，美国应该“购买”更多中国的劳动力，也就是说，吸收更多的中国移民。但是，即使是美国这样标榜“自由”的国家，对劳动力的自由流动也是百般限制的。如果劳动力不能自由流动，那么全球化也只能说是开放了一半的市场经济。不过，只要有一半的开放，市场经济就如同空气，如同水流，可以趁势而入。如果中国的劳动力没有办法到美国，美国的资本就会到中国来。如果中国的劳动力无法到美国的工厂上班，美国的工厂就会干脆搬到中国来。这就是我们现在看到的世界经济：国外的资本（当然包括了美国的资本）在中国投资建厂，利用中国劳动力丰富的优势，制造出产品之后，销售到美国的市场。这是一个生态链条，链条断了，整个生态系统都会被破坏，各个链条之间的关系是相互平衡和合作的，而不是互相竞争的。是的，美国的家庭正在享受着中国的衬衫、鞋子、玩具、iPod，但是，就在我写这篇文章的时候，我用的是IBM的电脑、Windows的操作系统、Google的搜索引擎。有没有中国家庭愿意试验一下一年没有“美国制造”的生活？

如果一定要对“中国制造”加以评论，那么我们需要关注的并不是中国制造了多少，而是中国在制造什么。当我们对中国正在成为“世界工厂”、“世界制造业中心”的话题津津乐道的时候，不要忘记了，这固然反映出中国的竞争力不断提高，但也提醒我们反思，农民工正拿着微薄的工资，工厂正朝河流中倾泻着污浊的废水，石油、钢铁、铜和橡胶等一系列进口商品价格正节节拔高。这些增长的代价都意味着我们正在“补贴”富裕的美国家庭。不知道中国的读者读到美国人会对买一双60多美元的童鞋感到不可思议的时候作何感想？我们出口到美国的产品甚至会比在国内销售的产品更便宜，这样的出口，这样的制造，会给中国带来多少利润，多少福利？

萨拉的眼睛只盯着“中国制造”的标签。但是，那些“美国制造”的产品里往往会有“中国制造”的部件，“中国制造”的产品里也会有“美国制造”的部件，因为国际贸易的格局已经从产品和产品的贸易变成了产品内部的贸易。过去典型的国际贸易是根据要素禀赋，即一个国家在哪些生产要素上有资源优势。中国的劳动力资源丰富，就会生产劳动力密集型的产品，比如鞋子；美国的科技发达、资本丰富，就会生产技术密集和资本密集的产品，比如飞机。中国用一亿双鞋子换一架飞机，说的就是这种贸易格局。而产品内部的贸易是说，任何一个产品，任何一个产业，都会把生产环节的链条配置到不同的地方，从而得到专业化的收益。比如电脑，芯片会在美国生产，显示器可能在中国台湾地区生产，鼠标和键盘则在广东生产，最后再组装起来。过去的生产是在流水线上，现在的生产则更像孩子们玩的积木，拆开了是一块块的，拼起来可以是各种各样的“产品”。据说，空中客车已经在天津的滨海新区筹建一个A320客机的总装线。如果在天津组装出来的飞机出口到国外，这架飞机上是不是也会贴上“中国制造”的标签呢？

在这个全球化的时代，“中国制造”的标签意味着什么？

意味着什么都不是。

穷人的创新

日本和韩国实现经济起飞的时候，主要是在少数产业集中突破，比如钢铁、汽车、电子等。但中国走的是另外一条道路。中国制造业的崛起，体现在大多数产业制造环节的大规模的全面突破。这是一次中国本土企业上演的“百团大战”。从服装、鞋子，到家电、手机、计算机，甚至是卫星，中国的企业都有涉足，而且在很短的时间内迅速崛起。环顾宇内，中国是唯一一个既和美国竞争，又和非洲竞争的国家。

中国的制造业企业何以能够在很短的时期内迅速崛起？外部和内部的因素都非常重要。从外部的因素来看，随着信息技术的迅速发展和统一的世界竞争平台的形成，很多行业的模仿壁垒和垄断利润都在快速下降。在这种新的竞争环境下，成本优势成为任何企业参与竞争的必要条件。以最低的成本生产最新的产品、寻找到最优性价比的企业将成为赢家。

曾任长江商学院教授的曾鸣和欧洲工商管理学院的彼得·威廉森（Peter Williamson）在《龙行天下：中国制造业未来十年新格局》中谈道，这恰恰是中国的优势，在中国这样的市场上，消费者最关注的就是价格，产品的性能和质量并非是胜出竞争的最重要因素。这是跨国公司完全不熟悉的市场。中国的企业却如鱼得水，它们面对的是一个扩张速度极快、地区差异巨大、配套条件较差的市场环境，在这种环境下更加能够磨砺出企业的生存技能。残酷的价格战迫使中国企业把有限的资源优势发挥到极致，把成本做到了别人想象不到的程度。

曾鸣和威廉姆斯将中国企业的创新称为“穷人的创新”，因为中国最大的优势就是廉价的劳动力，而成功的中国企业，必须创造性地把这种优势转化为自己的竞争力。他们总结了三种“穷人的创新”。

第一种是整合创新。整合创新的精髓是：“综合就是创新”。和欧美的跨国公司相比，中国企业缺乏原创性的、高端的技术创新，但是，它们有着超强的学习和模仿能力。随着中国企业技术水平的迅速提高，它们逐渐跨越了很多产业的进入壁垒。一旦能够进入这些行业，中国的企

业就会发挥劳动力廉价的优势，发挥大规模生产的优势，将价格水平大幅度降低，首先是找到一个边缘化的市场进入，钻进针尖，但是最终能把这个针尖扩大成进入主流市场的大门。

比如海尔在海外首先将产品打入大学生宿舍，它开发的冰箱把盖翻转，就能做书桌，非常适合美国大学面积狭小的学生宿舍。酒柜过去也有一个很小的细分市场，主要是针对葡萄酒的温度要求很高的用户。海尔发现了这个市场，便开发研制了一款时尚美观的酒柜，而且价格比原有的产品低一半。海尔还和沃尔玛合作，开始在全美国大量地销售产品，卖得非常好，一度占领了80%~90%的市场份额。直到后来美国的企业开始复制这一模式，市场份额才跌到50%多。

第二种是流程创新。聪明的中国企业利用充足的廉价劳动力，对一些技术含量较高的产品的生产流程也进行了调整，增加了人力的使用，减少了对机器设备的投资。

这样做首先的好处是降低成本。同样是生产锂电池，日本企业生产10万只锂电池的生产线，需要雇用200多名工人，投资1亿美元购置设备，但中国的比亚迪则雇用了2 000多名工人，但只花费5 000万元人民币进行设备投资，分摊下来，日本企业的成本是5~6元，而中国企业的成本则只有1元钱。另外一个好处是，这种半自动、半人工的生产流程在柔性化生产上有巨大的优势，既能满足客户个性化的要求，又能做到大规模生产的低成本。日系的电池厂使用完全标准化的生产流程，上一个新品种可能需要几周，但是比亚迪把人调一调，加一两个小流程，几天的时间就可能上一个新品种。

随着世界变得平坦，越来越多的生产也相应地变得模块化、标准化，中国企业的战略创新恰恰顺应了这一趋势。中国的战略是“小米加步枪”，即以廉价的人工和自动化控制结合起来，核心环节用自动化控制，其他环节用人工。较量的结果是，国外的全自动往往很难和中国的半自动比拼。

第三种是颠覆性创新。“一穷二白，好画最新最美的图画。”中国企业具有特有的“后发优势”，由于没有过去的积累，自然也没有历史的负

担，所以在选择发展道路的时候可以异军突起，实现“蛙跳优势”。

华为就是这样的一个例子。华为最强的一个技术是光纤技术，它是世界上最早用光纤的企业之一。由于起初跨国公司已经占据了中国的城市市场，华为在开发出程控交换机之后只能走“农村包围城市”的道路。农村地形复杂，传统的技术难以覆盖广大的地域，所以华为只得采用当时并未成熟的光传输技术，形成了一套非常适合中国农村的解决方案。同样，华为在2G时代没有市场份额，因此一开始就赌上了最先进的软交换技术，但是西门子、爱立信这些公司在考虑从2G升级到3G的时候，首先考虑的都是如何更好地利用自己已经有的产品，锁定自己已经有的客户，这反而使得它们更加畏首畏尾。华为在全球第一个实现了软交换的3G项目，并打入中东、欧洲等市场。

中国企业的这种“穷人的创新”是否有其局限性呢？如果一个行业难以被拆分成模块化，而是必须依靠一个完整的系统，中国企业的模仿和创新就难以奏效。以化妆品市场为例，决定竞争力高下的不仅仅是成本，也不在于技术，而是一个复杂和严密的体系，从原料的采购，到产品的开发设计，到精心设计的促销和品牌推广，一环扣一环。中国的企业尽管可以在个别环节突破，比如对某个概念进行炒作，或是大面积推广营销渠道，但是最后总是输在整体系统的竞争力方面，这就是为什么宝洁、联合利华、欧莱雅等跨国品牌在中国的地位一直岿然不动的原因。中国的金融机构难以发展起来，同样也是受到这个问题的困扰。银行的竞争力不仅仅体现在硬件或产品，更体现在公司治理、信用体系、企业文化等多个方面，很多成功的秘诀是“只可意会，不可言传”的“隐藏知识”。在这些行业，中国企业的劣势就比较明显。

然而，这些瓶颈正在逐渐被打破。很多行业变得越来越开放，也逐渐出现了更多专业化的设计公司 and 研发公司，这使得新的公司和小的公司更容易获得外部支持，跨国公司对技术的垄断逐渐被打破，新的进入者就更容易在统一的竞争平台上和传统的跨国公司进行合作和竞争。

异军突起的中国企业开始从容地向海外市场扩张。它们是不按牌理出牌的选手，它们的出现改变了全球经济的竞赛规则。那些习惯于领跑、习惯于没有竞争对手的跨国公司，突然发现中国企业的身影就在它

们的后面，这些后来居上的对手咄咄逼人，而且充满了赶超的激情。正如美国经济学家杰弗里·萨克斯（Jeffrey D.Sachs）说的：“我终于理解了9%的经济增长率意味着什么——一个从不停止运转的经济，工作昼夜不停地轮班倒以弥补失去的时间。对中国而言，需要弥补的时间是550年。”

鞋子可能是高科技，但电脑绝对不是高科技

已故的商务部原部长吕福源同志曾经到广东视察。一位企业家在向部长汇报的时候说，他原来是做鞋子的，现在开始生产电子产品。部长非常高兴地说：“你很了不起嘛，从劳动力密集型产业转移到了技术密集型产业。”企业家嘿嘿一笑，说：“部长，我原来做的是鞋子的模具，倒是还可以算得上有点科技含量，现在做电子产品，找一些打工妹组装，是做地道的劳动力密集型产品！”

这个故事反映出中国对外贸易正在发生的静悄悄的变化。过去的贸易是典型的产业间贸易。中国生产鞋子，美国生产飞机。生产鞋子的国家有大量的廉价劳动力，所以就集中生产和出口鞋子这种劳动力密集型的产品；生产飞机的国家有高科技，所以就集中生产和出口飞机这种科技密集型的产品。按照比较优势理论，这两个参加国际贸易的国家都能够获得利益。不过，这样的国际分工很容易会让生产鞋子的国家感觉郁闷。正如薄熙来同志做商务部部长的时候经常挂在嘴边的一句话：中国出口一亿双鞋子才能换回一架飞机。

值得庆幸的是，国际贸易的格局正在变化。现在的国际贸易更多的是产业内贸易。任何一个行业，鞋子也好，飞机也好，都可能会被拆分为许多不同的生产环节，这些生产环节又可能被分配到不同的国家。一个很好的例子就是，空中客车A320已经在天津投资建了一条总装线。为什么会发生这样的变化？这在托马斯·弗里德曼的《世界是平的》一书中有很好的诠释。随着信息技术的发展，产生了很多工作流软件，这样就使得生产环节可以被拆分出来，分配给世界各地的不同的人们去做，最后又可以非常方便地将之组装起来。一个大家已经熟知的例子是笔记本电脑的生产。芯片可能在美国生产，主板可能在中国台湾生产，键盘可能在越南生产，显示器或许是在马来西亚，但是最后会在苏州或是福建组装。一件产品在进入市场之前，就已经周游了世界一圈。

我们过去讲外资到中国，都认为老外图的是中国的劳动力便宜。但是这已经是一种过时的看法。中国的剩余劳动力有可能已经到了从供给过剩到供给不足的拐点，劳动力的成本以后只会增加，不会减少。中国

的土地价格也可能会上涨。随着对环境保护的重视，企业在环境保护方面的成本也会提高，那么，外资会不会舍弃中国，另寻新欢呢？很难。因为对外资企业来说，中国在吸引投资方面的最大优势是沿海一带已经形成了高度成熟和复杂的生产网络。一家较大的外资企业旁边，会有数十家、上百家甚至上千家供货商为它提供零部件。如果外资撤走，它很难在一夜之间带走所有的供货商。

如果外资不大规模撤出中国，那么中国的对外出口仍然会非常强劲。这就带来一个问题，那就是中国的贸易顺差不可能急剧减少。中国现在参与产业内贸易的形式表现为加工贸易，即从国外进口原材料和中间产品，然后在国内加工、组装。既然是加工贸易，出口的价值肯定要大于进口的价值，否则就没有意义了。而且，随着中国国内配套生产能力的提高，进口和出口之间的价差会越来越大。过去我们进口需要9元钱，组装之后以10元钱卖出去，在国内只赚1元钱，但是现在可能是进口仅仅需要3元钱，组装之后卖10元钱甚至更多，这些价差都会转化为贸易顺差。

美国越来越热衷于指责中国对美国的贸易顺差，但是，在产业内贸易的格局下，这种对贸易数据的统计是非常具有误导性的。现在的国际贸易统计只能按照所谓的原产地原则统计出口，很难区分在某一个国家之内真正实现的价值增加。假如说天津组装出来了空中客车A320，那么这也能算做“中国制造”吗？事实上，中国对美国大量的贸易顺差，是由在中国投资的美国企业，从事加工贸易之后出口美国形成的。我们曾经大体作过一个估算，如果扣除这一部分“在美国的美国人”的贸易顺差，“中国人对美国人”就没有贸易顺差了，甚至可能是贸易逆差。

我们过去划分产品和产业的标准也要改变了。过去的产业政策习惯于划分劳动力密集型或是科技密集型产业。但是，劳动力密集型产业中也有高科技的生产环节，高科技产业中也有劳动力密集型的生产环节，我们又该如何去区分呢？还是拿鞋子说事。是的，鞋子确实是典型的劳动力密集型产品，但是我们在广东东莞参观的时候，却发现一家鞋厂还生产带全球卫星定位系统的鞋子！美国的治安环境越来越糟糕，校园暴

力层出不穷，所以美国的富人会给他们的孩子定做这样的高科技鞋子，万一孩子被绑架了也好知道到哪里去了。这样的鞋子价格比笔记本电脑还高。你说它是劳动力密集型产品还是科技密集型产品？电脑常常被视为高科技产品，但是在中国，生产电脑的企业所做的事情往往只是把不同的零部件组装起来，你说它是劳动力密集型产品还是科技密集型产品？生产芯片的企业肯定是高科技企业，但是最后要生产电脑的企业，往往是专门做最后一个环节的组装和装配。所以，鞋子有可能是高科技，但电脑绝对不是高科技。

出口病

中国经济遇到的问题，有的是因为我们过去做得不好，有的则是因为我们过去做得太好。成功是失败之母。在过去20年时间里，出口的高速增长改变了中国经济的面貌。中国经济只用了20年的时间便一跃成为世界工厂。中国出口的产品，上至高科技产品，下至3元钱一条的领带、10元钱一条的裤子。在全球市场上，只有中国能够既和美国竞争，又和非洲国家竞争。美国记者萨拉写的《没有中国制造的一年》一书，记述了一个普通的美国家庭一年时间不买中国产品的经历。和全世界的消费者一样，美国的消费者也被物美价廉的中国产品宠坏了。做母亲的想给孩子买一双运动鞋，打电话给美国的制造商，人家说，我们从20世纪50年代就不在美国生产鞋子了。

但为什么中国要出口这么多呢？是因为中国的产品价格便宜、质量可靠吗？中国产品的价格的确便宜，很多出口产品的价格比在国内的价格还低。过去20年内，中国产品的质量也有了很大的改善。但是，即使物美价廉，为什么一定要卖给美国人呢？为什么就不能卖给中国人呢？赚美元是赚钱，赚人民币难道就不是赚钱了吗？

我们的出口之所以多于进口，是因为我们自己没有办法把所有中国制造的产品都买下来。首先，中国人的收入增长不够快，在国民收入分配中，国家得到的财富越来越多，但居民得到的财富份额却在减少。地区间、城乡间、国有部门和非国有部门间的收入差距越来越大，富人越来越富，穷人也越来越多。其次，我们的收入无非分为消费和储蓄两个部分。消费是在现在花钱，储蓄是为了应付将来花钱。中国的储蓄率在全世界算是很高的，因为我们的预防性储蓄太高。换言之，中国人缺乏安全感，没有完善的养老保险、失业救济、医疗保险，我们只得没日没夜地工作，尽可能地为自己多攒钱，为家人多攒钱。正是由于国内的消费不足，所以中国企业生产出来的产品没有办法全都卖给中国人，只好为剩余的产品寻找海外市场。

为什么中国的企业热衷于出口？首先是拜全球化之所赐。全球化使得“世界变平了”。哪怕是中国的这些刚刚如雨后春笋般出现的小企业，

一样能快速进入全球市场。不知道该卖给谁？没关系，沃尔玛知道，它会把订单送到你的门口。不知道该如何配送？没关系，UPS（美国联合包裹）可以帮你来做。想到全球市场去吗？只要买一张通向全球市场的列车车票，就可以马上出发。相比之下，要想开拓国内市场，恐怕要麻烦得多。交通运输成本太高。公路是修了不少，但全世界70%的收费公路都在中国；全中国人均拥有的铁路长度只有大约一根香烟长。即使再修更多的铁路、公路，各种交通运输的管理难以协调，物流配送不能达到“无缝链接”。如果企业出口到国外市场，信用证一开，大体上收款就有把握了，但在国内市场做生意，第一次、第二次合作可能非常顺利，可是第三次等你发货过去，可能就石沉大海了，到最后所谓的合作伙伴也消失得无影无踪。出口到国外，有各种各样的优惠政策，出口退税、汇率低估、劳动力便宜，甚至土地的价格都会享受补贴，但如果到国内市场销售，恐怕遇到的是层层盘剥、处处设防，国内的地区保护主义，应付起来甚至难于国外的保护主义。

金融危机之后，再想继续过去的出口强劲增长，已经是不可能的了。这次金融危机影响了美国人的消费。消费占美国的GDP高达70%，如果消费萎缩，美国将经历较为持久的经济衰退。由于美国家庭过去一直是借债消费，所以才导致美国的贸易逆差越来越大。但金融危机之后，美国家庭的债务增加，收入减少，必然会被迫减少消费，增加储蓄，美国的贸易逆差也一定会减少。事实上，最近两年，美国的贸易逆差占GDP的比例已经迅速减少。美国的贸易逆差减少，对中国产品的需求就一定会减少。有的学者认为中国产品都是价格低廉的必需品，因此出口下降未必剧烈，但事实可能恰恰相反。美国收入最低的家庭中已经有很多出现了资产负债表危机，他们负债太多，但债迟早是要还的，因此将不得不更加节衣缩食，而这些家庭消费的大部分产品是中国制造，因此中国出口产品的比例将很可能下降。

金融危机之后，中国的出口将遇到越来越多的贸易保护主义。过去的贸易保护主义主要来自美国，但今后欧洲和其他发展中国家可能也会加入限制中国出口的阵营。中国是制造业大国，而欧盟也是以制造业为主。中国出口鞋子，西班牙也出口鞋子，难怪西班牙会焚烧中国的鞋子；意大利出口时装，但中国也出口服装，而且仿造的速度和质量都在

提高；德国出口汽车，中国也开始出口汽车，而且德国人怎么看怎么觉得中国的汽车长的样子和他们的汽车很像。过去，欧盟对中国是“善意的忽视”，但今后，欧盟会把中国视为主要的竞争对手。由于中国的产品席卷了全球市场，影响到一些发展中国家对发达国家的出口，而且中国的产品已经进入了这些发展中国家的国内市场，发展中国家的国内企业日益感受到中国企业的竞争压力。过去一些对中国是全天候友好的发展中国家，如今也开始对中国表示不满。势如潮水的中国出口，将加剧中国和很多国家的利益冲突。中国崛起的过程中，将伴随着越来越多的猜疑和反对。如果我们一意孤行地鼓励出口，最后将会发现在很多场合，中国的声音变得无人喝彩。

该调整发展的战略了。中国无法继续依靠出口实现经济增长，也无法依靠出口实现社会进步，更无法依靠出口完成和平崛起。过去20多年里，中国得了出口病。这种病不像癌症那样会导致肌体的死亡，但是也不像高血脂、高血压那样只是增加富贵人的不便。得了出口病，更像得了糖尿病，会导致身体对药物的依赖越来越严重，甚至失去了自我调节的能力，并导致更多的紊乱和疾病。中国经济得了出口病，早治早好。讳疾忌医，终将导致病入膏肓。

为什么美国国会如此反华？

政治和经济常常同床异梦。从经济学的角度来看，中国和美国是两个天然的贸易伙伴。国际贸易理论中的比较优势和资源禀赋理论都像是为了给中美贸易作注释的。然而最近一段时间，来自美国的贸易保护主义使得中美贸易的发展蒙上了阴影。全球化追求的是长远的利益和全体的福祉，但政治家关心的是如何迎合选民，从而得到他们的选票。遗憾的是，选民和政客同样短视。当一国国内出现经济衰退和经济困难的时候，找一只替罪羊几乎是政客的天然本能。美国经济尽管已经开始复苏，但是失业问题仍然非常严重。美国经常账户逆差已经到了难以维持的地步。巨额经常账户逆差的原因是美国国内的居民储蓄太低，政府赤字过高，但是指责中国的所谓“货币操纵”远比调整美国国内政策更加轻松惬意。

一个有趣的现象是，经济学家一直注意到，在政治体系内部，行政部门似乎比立法部门更倾向于自由贸易。杰格迪什·巴格瓦蒂（Jagdish Bhagwati）在《贸易保护主义》一书中就谈道，当初英国废除《谷物法》在一定程度上得益于持自由贸易立场的皮尔首相权势很大，能够力排众议。一项影响很大的民意调查显示，美国国会远比美国的普通公众和工商界反华。调查显示，1994年有46%的美国公众对华态度友好，到2005年这一比例已经上升到59%，但是在国会里面，只有19%的议员对华态度友好。2005年，24%的美国公众认为中国在经济上对美国构成威胁，15%的美国公众认为中国在军事上对美国构成威胁，但是在美国国会中，54%的议员认为中国是经济上的对手，36%的议员甚至认为中国还是美国在军事上的敌人。

为什么美国国会如此反华呢？这里面的原因很多，比如台湾当局对美国国会的游说活动不容忽视。很多新一代的中国问题专家大多在中国台湾地区受过教育，对台湾地区更有亲近感。

我们希望从政治经济的角度对此作一分析。中国对美国的产品出口集中度过高，而美国对中国的出口集中度不够，这可能是影响美国国会对华态度的一个重要因素。总体来看，中国产品占美国进口的13%。这

一比重并不高。值得指出的是，中国在美国的贸易逆差中所占的比重在1991年是22%，到2005年是23.3%，十多年来并无大的变化，那种认为中国出口带来美国贸易逆差扩大的说法是没有根据的。

不过，在一些行业中，来自中国的进口已经占美国总进口的30%、40%甚至60%。根据美国东方经济学家（The Oriental Economist）的分析师理查德·卡茨（Richard Katz）的计算，在美国商务部统计的五位码的150种产品中，中国出口排名前10名的产品占其对美国出口的60%，前15名占71%。中国对美国出口的前10名产品占美国进口的平均份额是43%，前15名的平均份额是42%，但是其他产品的平均份额只占8%。我们根据中国的数据计算，结果同样显示出中国出口过度集中的趋势。2000年，在HS六位码共5 119类产品中，中国出口额最大的前10类产品的出口额占当年出口总额的13%，到了2003年，前10类产品的出口额已占当年出口总额的20%。尤为重要的是，2000年这前10类产品分别出现在两位码的7个分类中，而到了2003年，前10类只出现在4个分类中。这说明不仅出口额越来越集中，而且出口产品的类别也越来越集中。2000年出口额最大的前10类产品的贸易顺差为179亿美元，占当年全部贸易顺差的74%，而2003年出口额最大的前10类产品的贸易顺差已达488亿美元，为当年全部贸易顺差的1.9倍。这种状况将使中国在未来的国际贸易摩擦和国际冲击中面临较大的风险。

由于中国对美国的出口过度集中，无形中可能损伤了美国相关行业的利益，尤其是中小企业主的利益，而那些中小企业主是共和党的主要选民。根据奥尔森的理论，受损的企业集中在少数行业，这意味着参与游说活动的企业更容易达成集体行动，而从中国进口中得益的消费者由于人数众多却无法团结，于是主张保护主义的声音会更加响亮。美国对中国的出口越来越多，2000年之后，美国的整体出口几乎没有增长，但是对华出口翻了一番，美国对中国的出口占其出口总额的比重由2000年的2%已经上升到4.2%。相反，日本如今只占美国出口的6%，这只有它在20世纪80年代水平的一半。遗憾的是，美国对中国的出口相当分散。只有少数美国的出口部门高度依赖于对中国的出口。根据理查德·卡茨的计算，在美国商务部统计的450种六位码产品中，只有14种产品的中国进口能够占到美国出口的25%以上。而这14种产品的出口额更加微不

足道，仅仅占美国出口总额的2.6%。看看这些行业，令人惊讶的是，主要是虾和贝壳、金矿石、大豆、森林产品、棉花等资源产品和农产品！这些行业在美国政治中的影响和制造业相比人微言轻，对国会的影响力并不大。我们总是认为中国购买美国的飞机将会影响其对华政策，但实际上，中国只占美国飞机出口的6%，而且飞机出口仅仅占美国出口的3%。

中国对美国的意义应该更加重要，尤其是考虑到跨国公司对中国的大规模投资。这些公司在中国赚得钵满盆满，为什么就不替中国说话呢？因为美国的跨国公司关心的是影响其长远利益的问题：知识产权保护。面对中国不断提高的竞争力，死守知识产权保护似乎是让跨国公司的大亨们晚上睡得更踏实的唯一出路。越来越多的美国企业开始抱怨中国的知识产权保护。美国贸易谈判代表已经将中国和其他13个国家列入“首要观察的国家”（priority watchlist）。如果情况进一步恶化，美国甚至会考虑动用超级301条款对中国实施制裁。

贸易不应该仅仅是少数利益集团的政治游戏。在经济全球化的今天，贸易保护主义的代价也被成倍地扩大。从历史经验来看，全球化进程也会出现倒退。在这个全球化发展的十字路口，妥善处理中国和美国之间的贸易摩擦，不仅关系到两国的经济利益，而且将会影响整个全球化的进程。

中国开放服务美国开放投资

奥巴马于2009年11月16日第一次踏上中国的土地。这是全球经济陷入80多年来的最严重的经济危机之后，世界上最大的发达国家和世界上最大的发展中国家领导人之间的会面。不过，遗憾的是，恐怕奥巴马访华不会给中国带来什么喜出望外的消息。当我们从金融危机中逃出来，惊魂甫定的时候，没有坏消息就是最好的消息。对待奥巴马访华，最适宜的心态和看电影《建国大业》一样：看的是明星，不是剧情。

但是，值得关注的是，中美关系在金融危机之后却悄悄地进入了表面平静、实际上暗潮汹涌的时刻。过去，关注中美关系的学者喜欢说，中美之间是“爱恨交加”。总之，好也好不到哪里，坏也坏不到哪里。如今，形势变了。中美关系的重要性到了前所未有的地步，中美关系的脆弱性也到了前所未有的地步。

在过去将近20年的时间里，中美之间的经济互补性不断加强，以至于有了“Chinamerica”（中美共同体）的说法。中美经济成了连体婴儿。中美经济互成镜中倒影：中国出口，美国进口；美国发债，中国买债。如果中美之间的经济关系出现破裂，全球化一定会开倒车。但在过去20多年时间里，中国的经济实力和民意发生了巨大的变化。20多年前，中国希望加入世界贸易组织的时候，是多么迫切地想要登上全球化的列车，甚至上车后再补票都在所不惜。20多年后，中国经济依然火红，全球经济却一片黯淡，或许，中国应该考虑到站下车了？

全球经济格局急剧变动，中国和美国又是变动的核心。这很像两个跌跌撞撞地进入青春期的孩子，身体的发育速度超过了自己的协调能力，对自我的认知忽而极度自信，忽而极度自卑。坦率地说，中美两国都长于内政，拙于外交。这是大国的特质。任何一个大国，关注国内事务都远多于关注国际事务。但中美之间对各自在全球体系中的位置，恰恰是要通过确定和对方的关系才能明了的。想判断中国未来会扮演什么样的角色，首先要准确预言美国未来会如何演变。想知道美国在未来是继续称霸还是衰落，同样要考虑中国会怎样崛起。在这个过程中，少不了会有摩擦和冲突。青春期男孩们的友谊，就是在推推搡搡中磨合出来

的。中美之间，进入了要重新界定各自定位、试探彼此之间的底线和边界的敏感时期。

让我们感到厌倦的是，话题还是陈旧的。中美热衷于讨论的还是一些互相挑剔对方脸上粉刺的青春期的话题。这些话题都是幼稚、琐碎而无解的。中美之间的贸易摩擦是无解的。“板凳不让扁担绑在板凳上，扁担偏要绑在板凳上”。这就是我对中美贸易摩擦的定性。中美之间关于人民币汇率问题的争执也是无解的。汇率问题的重要，但是把汇率和贸易差额问题搅和在一起，是典型的言不及义，离题万里。

跳出窠臼，构造新的大格局，是中美关系中最迫切的任务。通过谈判达成利益的交换，这是构筑未来中美关系的基本出发点。美国经济学家帕拉萨德（Prasad）曾经提出“大交换”（grand bargain）的思路，即把中美之间的主要议题捆绑打包，彼此交换。比如他认为，中国应该加速人民币汇率改革，让人民币汇率机制更加灵活，作为交换，美国应该支持中国在国际货币体系中发挥更重要的作用，比如提高中国在国际货币基金组织中的投票权，帮助中国加入金融稳定论坛等。

“大交换”的思路是好的，但具体的建议值得商榷。人民币汇率很难作为一个交换的筹码。我们不知道美国想要几斤，也不知道中国能提供几两。中国当然应该在国际货币体系中发挥更重要的作用，但是，对于一个高度关注国内事务的大陆国家来说，如何到国际舞台上唱戏，似乎还不在最紧迫的日程表上。能够拿来交换的东西，必须深深地契合中美双方国内的重大利益需要。

我们建议，中国可以开放服务业，美国可以开放投资领域，以此开拓新的合作领域。中国的制造业在全球都具有竞争力，但是服务业却相对落后，其中的一个重要原因就是制造业对外开放较早，而服务业到今天还“养在深闺”。如果中国能够开放包括金融、医疗、教育、娱乐、交通、通信等方面的服务业，将有助于引进先进的管理经验和商业模式，通过竞争激活国内企业，通过开放引入服务业的市场化法律建设。服务业发展了，中国就能够有更多的民间投资机会，更多的就业机会，民众的生活质量和福利水平就能得到较大提升。对于美国来说，到中国投资服务业，能让美国的优势产业享受到更广阔的发展机会，而不是像把没

有竞争力的制造业转移到中国一样，演出一场胜利大逃亡。中国服务业的开放，无疑将给美国企业带来更多的市场空间，给美国人带来更多的就业机会。

美国对中国开放投资领域，一方面能够让中国的企业加快对外投资，迅速成长为全球企业；另一方面，也有助于中国在保持美元资产的比重大体不变的情况下，把低收益的债权投资转移为更有收益的股权投资。对美国来说，这意味着继续吸引来自国外的资金，弥补美国的财政赤字和贸易赤字，而且，中国投资将创造更多的就业机会，这对陷入失业泥潭的美国来说，无疑是最大的福音。

这一“大交换”最有意思的地方恐怕在于：开放服务业是美国想要的，但其实是美国需要的；开放投资是中国想要的，但其实是美国需要的。想想中国那些辛苦攒钱供孩子出国留学的家长吧，他们等待着教育开放，比美国的学校更为着急。据说美国各州，都要到中国成立招商引资办公室了，美国人需要中国人的投资，也比中国想要走出去的企业家心里更加急切。

富士康之后的汛期预报

2008年8月，一位网名为markm49uk的英国人购买了一部iPhone手机，刚刚开机，就发现该手机内存有几张中国打工妹的照片。他把这几张照片发到网上，这个中国小姑娘身穿工作服、头戴工作帽、圆圆脸蛋、笑容可爱。随后，人们发现，这个姑娘就是为苹果的iPhone手机做代工商的深圳富士康公司检测车间的一名员工。这个姑娘被称为“iPhone girl”，一时红遍互联网。iPhone girl笑得如此灿烂，或许是因为她在这个工厂里面感受到了变化和希望：她不再是亲人身边的小姑娘，如今已变成一个能够独立生活的成年人了；她接触的不再是故乡那个沉闷闭塞的小村子，她已经到了大城市，融入成千上万的工人大军之中，有那么多的兄弟姐妹和她体会着同样的喜怒哀乐；她们用自己的双手，能够生产出来像iPhone这样酷的产品！然而，不到两年之后，同样是这个富士康公司，却出现了十几例职工跳楼的悲剧。iPhone girl如果看到这些新闻，她又会有什么样的感慨呢？我们不知道。据说，时隔不久，iPhone girl就被富士康开除了。

从2010年5月21~27日，在一周时间内，富士康发生了大约6起跳楼和割腕事件，几乎是每天一起。就在富士康老板郭台铭亲自视察工厂之后不到几个小时，又有一名年轻工人跳楼身亡。富士康的管理人员讲，他们这回真的已经是束手无策了。“我们知道他会跳楼。我们还派了两个工人睡在他的身边。”但是，他拼命地挣开了同伴阻拦他的手，纵身从7层的阳台上跳了下来。是什么样的力量，能够让一个人对生命不再留恋，能够让一个年轻人如此决绝地走向死亡？

苹果的首席执行官乔布斯说，富士康不是血汗工厂，而是一个拥有游泳池、餐厅和电影院的厂区。是的，富士康是一家跻身世界500强的企业，其工资福利相对较高，工作生活管理也较为规范。每周工作5天。周一到周五的加班费是工资的1.5倍，周末是2倍，节假日是3倍。公司免费提供食宿，免费为员工洗衣，免费用大巴车接送住在园区之外的员工。但是，这每周5天的工作制是24小时不间断的5天。富士康的工人实行的是两班倒，在高强度的工作环境下，你得一个月每天站着做12

个小时白班，到了下个月马上转为12个小时的夜班，如此轮换6个月。基本工资是如此之低，以至于你不加班，就没有办法攒下钱来。员工是有宿舍，但是到了规定的时间，所有的宿舍门都要关闭，甚至连上厕所的时间都有严格的规定。富士康实施的是准军事化管理。管理层和一线员工天天在一起，但却好像是两个泾渭分明的阶层。担任管理层的大多是一些傲慢而粗俗的台湾人，一线员工是整个科层制度中最卑微下贱的底层。干得好是没有奖励的，干得不好就等着挨骂吧。走错一个车间，立刻就会被开除。2009年7月，员工孙丹勇因为弄丢了一部iPhone样机，便遭遇了富士康保安无休止的审讯、搜身，最终，孙丹勇选择以跳楼自杀的方式抗议公司对自己的不信任。这是没有铁丝网的监狱，这里关的是一群刚刚步入社会、刚刚来到城市、激动而迷惘的年轻人。他们带着青春澎湃而来，却又黯然退去。他们为富士康带来了每年4 000亿元的营业额，但富士康为什么连他们的一张天真的笑脸都留不住呢？

跳楼事件之后，富士康在2010年6月1日将深圳厂区普工基本工资从900元加到了1 200元，6月6日再次公布从2010年10月1日起，将通过三个月考核的员工最低工资调高到2 000元。从900元涨到2 000元，最低工资已经涨了一倍多。乍看起来，富士康已经非常慷慨了。但是，富士康上调的仅仅是深圳地区员工的最低工资，国内其他地方的富士康工厂的最低工资大多低于深圳。据估计，此次富士康加薪，每年需要增加的支出不会超过38亿元，还不到其营业总额的1%。据传，富士康可能还会考虑向内地迁厂，因为内地的基本工资比深圳低很多，这样一来，深圳的加薪就不过是虚晃一枪了。

富士康真加薪也好，假加薪也好，事实自有定论。富士康去也好，留也好，这不过是企业为了生存的技巧，并不是杜绝此类事件的关键。富士康是初春坚冰上出现的第一道裂纹，是初秋飘然而落的第一片黄叶。富士康跳楼事件的发生，意味着天气要变化。多年之后，我们回头再看，也许会发现，这里原来是季节变换的边界。

富士康事件将带来一场加薪的浪潮。理由很简单，中国农民工的工资早就到了该提高的时候了。与沿海出口企业农民工作出的巨大贡献相比，他们所得到的回报是极其微薄的。美国劳动力平均每小时工资大约

18美元，最低工资标准接近每小时6美元。德国西部工人的工资是平均每小时27.87欧元，东部地区是17.37欧元。墨西哥的劳动力平均工资也达到了每小时4美元，而中国制造业中农民工的工资大多数连每小时1美元都没有。以平均工资而论，在制造、建筑和服务业，中国劳动力的小时工资只有印度劳动力小时工资的60%~80%。被压弯的农民工的脊梁，支撑着日益畸形的中国经济。中国的出口企业尽管发展迅猛，但归根到底，赚的是农民工的血汗钱。大量的中国企业依赖着低工资、低利率、高耗能、高污染的模式发财，彼此之间为压低价格杀红了眼。这是堕落到底的“竞争”，也是涸泽而渔的“发展”。

富士康跳楼事件宣告，中国廉价劳动力的时代将一去不复返了。这不是因为各地政府都在上调最低工资标准，而是因为在劳动力市场上，供给与需求的力量出现了扭转。在工资水平被压低的情况下，对廉价劳动力的需求持续旺盛，但是，劳动力的供给却出现了悄然的变化。短短十多年的时间，第一代农民工就已经像榨汁机里面吐出来的甘蔗渣，被彻底榨干了。新增加的农民工大多是“80后”、“90后”为主的“民二代”。首先，第二代农民工的数量开始锐减。这在很大程度上“归功于”高不可攀的房价、教育费用、医疗费用。进城打工的农民很快就发现，他们已经养不起孩子了。这真是极具讽刺性的现象：中国的房地产商和计划生育委员会居然结成了战略联盟。其次，很多“民二代”自幼跟着父母进城，他们已经习惯了城市的生活，对工作的条件、未来的期待，都和其父辈、兄辈很不一样。他们和城里的孩子一样泡在网上，能不能上网，会成为他们找工作的必选条件之一。劳动力供给的萎缩、劳动力人口年龄结构的变化，会带来劳动力市场上的转折点。未来的劳动力工资将持续上涨，而且工人对福利的要求也会越来越高。

我们可以比较容易地预测，从长期来看，这将引发哪些变化。劳动力成本的上涨，将宣告全球低通货膨胀时代的结束。未来的通货膨胀压力将越来越多地来自成本推动，而这是最难以治疗的通货膨胀病。资本会逐渐替代劳动，这将迫使中国的企业放弃低成本竞争的商业模式，致力于技术创新，逐步提高生产自动化的程度。沿海的企业有一批会转移到内地。如果农民工不需要再背井离乡，而是能够在家乡上班，这是一件好事。美国著名经济学家杰弗里·萨克斯有一次到甘肃的农村参观，

深有感慨地说，在中国农村看到的情景，别的国家只有到打仗的时候才能看到：所有的青壮劳动力都不在村里。另外一批沿海企业可能会移师海外，去越南、印度，甚至非洲。这也是一件好事，因为能在国内留下来的一定是更有竞争力的企业。

所有这些故事都将缓慢地发生。这些预测有点像气候科学家告诉我们，二三十年后全球气温会上升多少度。这当然是非常重要的。但是，从近期的形势来看，更值得关注的是，这种缓慢的气候变化会带来哪些异常的天气灾害：南方是否会下雪，北方是否会高温，森林是否会因为干燥而引起火灾，荒山是否会因为暴雨带来塌方。富士康跳楼事件之后，我们可能会突然陷入一个雷雨不断的汛期。

现在播报汛期预告。

要求加薪会具有一定的传染性。毕竟，这是被压抑了多年的正当需求，一旦被点燃，势必会迅速蔓延。由政府主导提高最低工资，并不能阻隔火势的扩散。非熟练劳动力的工资很低，熟练劳动力的工资也不高。工资提高了，福利是否也要跟着提高，除了低工资，社会福利匮乏可能是令劳动者更忧心忡忡的问题。农民工市场，或许是全世界最自由的劳动力市场，也是最缺乏安全感的劳动力市场。恹恹惶惶的农民工兄弟们，在经济周期的风雨飘摇中动荡不安。提高最低工资标准是政府和企业可以承受的，但是，随后发生的事情可能会令人猝不及防。当手铐去掉之后，剩下的脚镣就会变得格外难以忍受。在当前的劳动力市场上，最缺乏的就是劳资之间的工资协商机制，在以私人企业和外资企业为主的出口部门，缺少能够代表工人利益的工会组织。这无形之中增加了劳资谈判的难度。在战争中，如果突然把敌人的统帅炸死，未必会很快结束战斗，相反，剩下的各支部队会群龙无首，各自为战，最后反而会使得战争旷日持久。最近数年来，由于招工机制、劳动力来源等多种因素的变化，农民工的组织程度已经大为提高。在浙江等地调研时我们经常听到，当地农民工“闹事”的时候，往往是来一车人，讲的是同样的方言，拿的是同样的“武器”。如果上游的河道已经解冻，下游的河道依然冰封，就容易出现凌汛。为了避免洪水泛滥，引导河水浩荡东流，建立起能够担当劳资谈判中介的工会组织，已经是迫在眉睫的事情了。

如果要寻找更为彻底的破解之道，恐怕需要每一家企业、每一级政府反思，资方和劳方一定要站在对立的两面吗？我们不妨来看一家巴西企业的故事。20世纪80年代，巴西处于恶性通货膨胀的困扰之中。在光景好的年份，价格一年涨一倍。在光景不好的年份，比如1990年，通货膨胀率高达1 000%。巴西的一家企业Semco当时已经走到了破产边缘。这家企业的首席执行官塞姆勒（Selmer）为了保住祖上的这份产业，想尽了各种办法，都以失败告终。最后，他绝望地告诉工人，要么减少工人的工资，要么裁员。塞姆勒的工人们商量之后，同意大幅度降低工资，但要求管理人员也减少工资，和大家同舟共济，而且希望加强对公司财务的监督，公司每一张支票上，都必须有一个工会代表同时签名。工人们还希望等有利润的时候能有更多的分红。塞姆勒当时哪里有什么利润分给大家，所以就答应了工人，反正他损失不了什么。

令人意想不到的，这一变革彻底改变了企业的面貌。为了省钱，员工们情愿做更多的工作。他们不仅自己当保安和门卫，还到职工食堂里面帮忙。负责监督公司财务的工会代表对每一笔支出都要刨根问底。塞姆勒决定干脆彻底放权。有一次，他在建一个新厂时让员工自己去找厂址，让员工自己投票，决定到底在哪里建厂。最后，工人们选择的新厂址和巴西最持久的工人骚动的发源地只有一街之隔，但塞姆勒照样同意了。结果，邻街的工人上街游行，塞姆勒的工人们却依然在工厂里忙着技术革新。有一个生产分队的工人想要在早晨7点开始工作，但是他们发现叉车司机要到8点才上班，于是，这个小组的工人个个学会了开叉车。两个月之内，塞姆勒的公司就不再亏损，四五个月之后，居然就有了赢利。最后，塞姆勒的公司很快成为巴西增长最快的公司之一。

温习中国革命的历史，发动群众是我们能够战胜敌人和困难的制胜法宝。展望互联网、全球化和“大规模协作生产”的时代，发动群众是风靡世界的时尚，是企业创新的标杆。

第五章人民币汇率争议

走自己的路，让人民币升值

自从2005年7月汇率制度改革之后，人民币逐步实现了升值。2006年5月之后，人民币基本保持了持续升值的趋势，尤其在2006年年底的这段时间，升值的幅度明显加快。11月，人民币汇率的一道道心理关口被轻松突破，当月累计升值近400个基点。12月4日，人民币汇率更是创出1美元兑7.8240元的新高。

导致人民币升值加速的因素很多。从基本面的情况来看，中国的贸易顺差继续扩大，2006年前三季度贸易顺差已经达到1 099亿美元，超过2005年全年水平。外汇储备毫无悬念地超过了一万亿美元。严重的外部失衡带来了人民币汇率调整的压力。从美元的汇率走势来看，这段时间美元再显颓势。按贸易额加权计算，2006年10月中旬以来，美元汇率下跌了近4%，这个跌幅的一半以上发生在2006年11月20日以后。从市场因素来看，2006年年底，由于各企业和机构对现金的需求增加，因此将抛出美元购买人民币。2006年12月14~15日，以美国时任财政部长保尔森带队的美国高级经济代表团到北京参加首次中美战略经济对话，也是人民币加速升值的一个背景。

2007年人民币汇率政策是应该在2006年年底的升值趋势基础上趁热打铁，提高汇率制度的灵活性并进一步推动人民币适度升值，还是会在2006年年底的上涨行情之后进行回调？我们认为，2007年人民币会面临来自国内和国外的压力，升值趋势难以遏制，顺水行舟才是合宜的做法。

2007年美国经济将会出现衰退，主要是由于美国房地产市场的迅速降温。住宅投资在美国的GDP中大约占6%，估计下半年美国住宅投资会下降15%，这会直接导致GDP增长下滑大约1个百分点。住房市场下滑导致居民财富减少，会进一步影响到美国2007年的经济增长。美联储的加息周期到2006年基本到顶，2007年，如果美国经济形势恶化，美联储可能会小幅度降息，而欧洲央行和日本银行继续加息的可能性很大，这会缩小美国 and 欧洲以及日本的利差。美国同时存在着巨额的贸易逆差和财政赤字，这种双赤字的格局会导致美元贬值。从最近的趋势来看，

一些国家的央行，尤其是新兴市场和发展中国家的央行开始调整自己的外汇储备结构。美元在全球央行外汇储备中所占的比重正在萎缩，一些国家甚至实行了更为激进的措施，比如俄罗斯已经将其外汇储备中美元资产的比重由85%减少到了45%。这些动向均会影响到市场对美元的信心，并加剧美元的进一步贬值。

2007年中国经济仍然会保持较快的增长，但是内外失衡的问题依然存在。2005年7月汇率改革之后中国的贸易顺差不仅没有减少，反而继续增加。这一方面反映出人民币的升值幅度其实并不大，尤其是在美元贬值加速的时候，中国对其他货币比如欧元和日元是在升值的，这使得人民币的实际有效汇率不仅不是升值，反而是在贬值。另一方面，也反映出贸易顺差受汇率变动的影响不大。中国的贸易顺差主要是由加工贸易贡献的，加工贸易受汇率的冲击并不大。假如贸易顺差和外资流入仍然增势不减，外汇储备的膨胀也是不可避免的。这将给中国的宏观政策带来更多的制约和束缚。

我们认为，人民币小幅度升值的成本被低估，而适度升值的风险被高估。小幅度升值不利于打消市场上对人民币的升值预期，反而会鼓励热钱流入。适度的升值却有利于使市场预期出现分化，目前市场上只有对人民币升值的单边预期的尴尬局面将会被打破。升值尽管会给出口部门带来一定的困难，但是政府可以通过其他的政策帮助出口企业以及出口部门的劳动力进行调整，比如税收的减免和对失业工人的培训等。

对人民币汇率调整的一个不利因素是来自美国方面持续不断的政治压力。人民币汇率调整是中国国内的宏观政策，指望人民币升值纠正美国的贸易逆差更是不切实际的幻想。来自美国的政治压力对中国加快汇率改革不仅没有帮助，反而会制造不必要的麻烦。然而，对中国来说，重要的是对自己的国家利益作出准确的判断，屈从于美国的压力让人民币升值是错误的，为了抵制美国的压力而人为地让人民币不升值也是不明智的。美国企业研究所有份报告称，人民币不升值对美国是有利的，因为美国可以进口廉价的中国产品，同时中国会用挣得的外汇购买大量的美国国库券，这相当于为美国的贸易逆差提供了融资。这份报告还谈道，既然中国人总是不肯屈从于美国，那么如果美国施加更大的压力要

求人民币升值，中国就越不肯这样做，这样美国的目的就达到了。总之，如果我们不是根据自己的利益，而是根据别人的态度作出决定，即使避免了掉进一个陷阱，也很可能会掉进另外的陷阱。走自己的路，是最理智的选择。

汇率浮动以动谋定

美元兑人民币汇率破“7”之后，关于人民币升值的讨论再度升温。和几年前的讨论不同的是，如今学者和官员们对于升值的必要性已经基本达成共识，分歧在于什么是合适的升值方式。2003年和2004年，当人民币面临升值压力的时候，热钱的流入尚不严重，政府担心的主要是升值可能会对出口部门带来不利影响。几年过去了，我们已经看到，中国的出口对汇率并不敏感，尽管面临着不断升值的压力，出口部门仍然发展迅猛。但是，在错过了升值的最佳时期之后，汇率调整已比几年前更为棘手。如今，市场上对人民币升值的单边预期成为政府考虑汇率问题时不得不顾忌的问题。升值的收益在于为货币政策松绑，如果央行不再需要被动地买入美元、增发货币、实行冲销政策，通货膨胀的压力就能得到缓解，制造业竞争过度而服务业发展不足的结构性失衡也能顺势改善。但不恰当的升值会进一步加剧市场对人民币升值的预期，热钱会滚滚而来，并吹起股票市场和房地产市场的泡沫，一旦有一天这些热钱突然出现逆转，则资产价格的泡沫将应声破灭，中国经济将遭遇真正的金融危机。

什么是最好的升值方式？我们认为，在当前形势下，通过暂时尝试人民币汇率完全自由浮动，可以成功打破市场上对人民币升值的单边预期。放开汇率浮动，不仅不会导致混乱和失控，相反，破釜沉舟才能反败为胜，汇率浮动之后，才能以动谋定。

和很多人想象的不同，如果实行人民币汇率小幅慢走，看似稳妥，其实风险最大。小幅升值最大的弊端是强化了市场上对人民币升值的单边预期。全世界的人都认为人民币升值没有到位，全世界的人都会预期人民币将进一步升值。这将使得货币当局处于非常被动的局面，中国人民银行几乎成为外汇市场上美元的唯一买家。尽管中国在改革开放以来几乎所有的重大改革都遵循着渐进主义的策略，但是在汇率问题上，不适宜照搬在其他领域里的历史经验。以日本的历史为例，日本从20世纪80年代之后开始了日元升值的历程，日本政府一直试图干预外汇市场，缓解日元升值的幅度，但日元该升值还是一路升值，干预市场的唯

一“成效”是让人们产生了越来越强烈的预期：日元是永远要升值的。这真是温水煮死了青蛙。

人民币可不可以一次性升值呢？我们从2003年就主张，一次性较大幅度的升值胜过小幅度多次升值。但是，一次性升值的弊端在于，没有人知道应该升多少。值得注意的是，最适宜的升值幅度不是一步到位，而是要升到大约一半的位置。换言之，升值的目标不是让市场上所有的人都相信，人民币升值已经到头，该掉头贬值了。如果所有人都相信人民币升值到位，那么热钱就会转身逃走，包括国内的资金也会大量流出。最为理想的情况是，市场上有一半人认为人民币已经升值到位，但有另一半人认为人民币还有升值空间。看多和看空的力量势均力敌，就会创造出一个“均衡”的汇率。遗憾的是，即使央行“幸运”地猜测到了最合适的升值幅度，也仍然难以赢得市场的信任。

如果猜不透市场的心，只有让市场自己来选择，才能完全扫清市场上猜忌的疑云。市场会选择恐慌和混乱吗？这几乎是不可能的。首先，市场上的猜谜者各有各的谜底，但大部分人对2008年美元兑人民币升值幅度的预测都在10%左右。根据对人民币无本金交割远期市场（NDF）的观察，一年期美元兑人民币的升值幅度也在10%左右。换言之，让市场自己去选，他们也会大体选择升值10%左右。其次，考虑到中国外汇市场上的特殊结构，最大的美元卖方是中国银行等国有商业银行，从其自身的各种约束条件来看，即使人民币汇率完全自由浮动，也不可能大规模抛出美元头寸。最后，我们建议货币当局采取暂时放开汇率浮动，中国采取的汇率制度是有管理的浮动汇率，如果开始暂时浮动的试验，就可以在检验市场的多空博弈，体察由波动指向的“均衡”汇率之后，随时根据形势和需要加强管理。看到了市场的底牌之后，央行再行出牌，就能有更大的信心。市场和政府的默契会自此形成。

汇率放开浮动之后，升值的幅度很可能会迅速达到10%左右。这是否会给出口企业带来较大的伤害呢？有可能会，但是也不会像许多人想象的那么严重。我们采访的很多企业都预期2008年人民币会加快升值，而且大部分企业都认同升值的幅度会达到10%左右，所以很多企业在制订2008年的计划时，已经充分考虑到了升值因素，并作了预案准备。既

然人人都知道2008年年底会公布答案，那么和年初公布答案又有什么不同呢？出口企业2008年普遍面临较为艰难的处境，但是这主要不是因为汇率，而是因为美国次级贷款危机导致外部需求萎缩、进口的原材料和能源价格飞涨、国内的劳动力成本上升、出口优惠政策取消和环境保护力度加强等因素。在这种情况下，帮助出口企业渡过难关，不能靠汇率政策和货币政策，而应该靠财政政策。相比货币政策，财政政策更适宜于进行“点”调控和结构调整。

假如要尝试暂时放开汇率浮动，那么2008年上半年应该是最佳时机。由于美国次级贷款危机的局势尚未好转，很多美欧金融机构遭受了投资次级债的损失，出现了流动性的短缺，因此2008年上半年的国际资本流动的主要方向应该是资金流回美国。所以即使人民币升值幅度较快，国际资本也无暇顾及中国。如果到次贷危机尘埃落定之时再尝试，国际资本很可能会重新扑向新兴市场，到那时候，汇率调整会难上加难。

汇率是中国当前宏观调控的关键。汇率是纲，纲举目张。调整名义汇率，其实是各项政策中最轻松、最便捷的选择。2008年的春天桃红柳绿，人民币汇率自由波动正当其时。

国际货币基金组织瞄准人民币：糟糕的枪法，错误的目标

关于人民币汇率的争论再度升温，这次是国际货币基金组织扮演了主角。2007年6月，国际货币基金组织通过了《对成员国双边监督的决定》，对如何监督成员国的汇率政策进行了更严格的规定，尤其是增加了汇率“根本性失衡”（fundamentally misalignment）的说法。中国很可能成为第一个被贴上汇率“根本性失衡”标签的国家。如果国际货币基金组织认定中国的汇率存在“根本性失衡”，毫无疑问，大洋彼岸的美国政客们会弹冠相庆，针对中国的各种贸易保护主义政策会纷纷出笼。

国际货币基金组织是1945年成立的。成立国际货币基金组织的目的是为了当成员国出现经济危机的时候提供紧急贷款和政策监督，而和国际货币基金组织同时成立的世界银行是为了向落后国家提供资金支持。正如凯恩斯曾经指出的，基金其实是一个银行，银行其实是一个基金。

布雷顿森林体系解体之后，原来被国际货币基金组织奉为圭臬的固定汇率制度被浮动汇率制度代替，基金的合法性就受到了很大质疑。1997年东亚金融危机之后，国际货币基金组织更是因为反应速度慢、援助力度小、贷款条件苛刻而受到指责，很多国家把向国际货币基金组织要贷款视为耻辱，并以提前偿还贷款的形式表示抗议。东亚金融危机之后，由于各国的经济复苏较为强劲，向国际货币基金组织提出贷款要求的国家越来越少，长此以往，国际货币基金组织的生存都会出现危机。2005～2007年，美国一直在施加压力，要求国际货币基金组织在汇率监督方面加大力度。美国财政部前副部长蒂姆·亚当斯（Tim Adams）从2005年9月就开始推动国际货币基金组织改变汇率监督的规则。他曾经嘲笑国际货币基金组织一直是“在方向盘上睡觉”。

但是，当国际货币基金组织匆匆忙忙地制定出关于政策监督的新决定之后，才发现这是一个烫手的山芋。美国的本意是让国际货币基金组织冲锋在前，如果国际货币基金组织能够在人民币汇率问题上对中国施加更大的压力，美国就可以坐享渔翁之利。但是，国际货币基金组织的任务不是只监督中国的汇率政策，它应该对所有国家都实行同样的监督。2007年8月1日，国际货币基金组织在一份报告中指出，美元可能被高估了10%～30%。这份报告一出，美国政界哗然。美国时任财政部长鲍尔森在次日就指出，测量一个国家货币的公平价值是不可能的。美国时任财政部助理部长马克·索博尔（Mark Sobel）在国会作证的时候说，“没有一种可靠、准确的方法能计算出一个国家汇率的合适水平”。

尽管鲍尔森和索博尔的话透露出了美国的霸道和傲慢，但是从技术上讲，经济学家确实没有对如何计算一国的均衡汇率达成共识。经济学家所用的计算均衡汇率的方法，大部分都和中国的现实相差甚远。均衡汇率理论的一个隐含的假设是充分就业，但是中国却有着巨大的剩余农村劳动力。均衡汇率的计算要求一个国家的经济结构比较稳定，但是中国在过去十多年里经历了经济结构的急剧调整。中国现在出口的产品和十多年前的产品已经大不一样，这使得任何对中国进出口汇率弹性的估计都是有缺陷的。尺子是静止的，但物体却是不断运动的，最后的测量结果一定是刻舟求剑。国际学术界关于人民币汇率是否被低估的研究非常多，但至今为止并没有哪个研究能够令人信服地确定人民币汇率的最

合适水平。各种估计的结果相差极大，这是因为各种理论的假设条件和计算方法五花八门。就连国际货币基金组织2006年的一份研究论文也指出，由于使用的方法不同，对人民币均衡汇率的估计结果不可能统一，模型中细小的修改就会导致结果的巨大差异⁶。既然枪法如此糟糕，如果不是出于政治目的，国际货币基金组织怎么会如此草率地把中国列为汇率“根本性失衡”的国家呢？或许是为了掩人耳目，国际货币基金组织声称，并非只有中国一家有此“殊荣”，和中国一样存在汇率“根本性失衡”的还有马尔代夫。你相信吗？国际货币基金组织每年的行政费用就差不多有500万美元，但是他们所做的事情却是去检查一个印度洋上的蕞尔小国是否汇率失衡。就算马尔代夫汇率失衡，又怎么样？没有人会关心的。就连马尔代夫人也不会关心的，因为他们真正关心的是全球气候变暖之后这个国家是否会沉入海底！

人民币汇率确实存在着低估，但是奢望通过汇率调整解决中国当前所面临的内外失衡是不现实的。中国之所以存在巨额的贸易顺差，原因是复杂的：由于国内储蓄太高，而国内储蓄高又是因为缺乏完善的社会保障体系；加工贸易对贸易顺差的贡献远远大于一般贸易，而中国的加工贸易之所以如此繁荣是因为全球化带来了国际分工的深化。中国的环境恶化可能是比汇率低估更为严重的政策扭曲。国际货币基金组织如果把靶子集中在汇率问题，那就是选择了错误的目标。

根据国际货币基金组织的章程，基金的宗旨首先是：通过一个常设的机构促进国际货币合作，提供在国际货币问题上的磋商与合作机会。如果国际货币基金组织作为在宏观政策和国际金融领域最有权威的国际组织，真的要承担起维护国际经济稳定职责的话，那么其监督的重点就不应该是各国的汇率，而应该是国际金融市场上那些带来可能带来动荡的因素。尽管人民币的确存在低估，但是我相信，没有人会相信中国会触发一场国际金融危机。我们在1997年之后经历的最大一次金融危机现在正在美国上演。带来这场危机的根源是美国错误的货币政策，以及兴风作浪的国际资本。

国际货币基金组织正在瞄准人民币，但是，它的枪法是糟糕的，目标是错误的。

警惕汇率成为中美谈判中打不开的死结

美国是世界上最大的发达国家，中国是世界上最大的发展中国家，两国在经济和政治上的合作潜力是巨大的。当然，中美之间存在的矛盾和冲突也是不容忽视的。但是，在这些矛盾和冲突中，汇率问题并不是最重要的。美国过分关注人民币汇率问题，是瞄准了一个错误的目标。人民币汇率政策调整与否，对美国的经济利益没有显著的影响。中国根据自己的国情，已经确立了逐步改革汇率制度的政策，而来自美国的政治压力会使中国在汇率改革问题上更加被动。在全球化的背景之下，中美之间存在很多需要迫切加强合作的领域，如果美国过分关注中国的汇率问题，会妨碍两国在更重要、更宽广的领域进行合作。

美国之所以关注汇率问题，主要原因是：（1）美国日益积累的贸易逆差达到了不可持续的状态。中国对美国的出口增长迅猛，因此有些美国人怀疑中国刻意保持汇率低估，有低价倾销出口商品的嫌疑，中国的出口导致了美国贸易逆差扩大。（2）美国制造业的就业状况一直不容乐观。即使是过去几年，美国经济处于高速增长时期，制造业的失业率还是居高不下，这引起了很多美国工人的不满。有些美国人声称，来自中国和印度的竞争导致美国人失去了就业机会。由于中国的出口产品主要是制成品，所以很多美国人认为中国对美国的出口抢走了美国工人的就业岗位。

然而，无论是美国还是中国的经济学家，都无法认同这些观点：

（1）从美国贸易逆差的来源来看，2006年起石油出口国已经超过了东亚，成为美国贸易逆差的主要来源。中国对美国的贸易顺差确实有所增加，但是这主要是由于原来东亚国家和地区出口到美国的产品转移到中国来生产，只是美国进口的来源地发生了调整，对美国贸易顺差规模的扩大并没有影响。值得指出的是，中国在对美国出口扩大的同时，还进口了越来越多的美国产品。中国从美国的进口，从1995年的161亿美元增长到2005年的487亿美元，增长了202%，与此同时，日本从美国的进口减少了13%。经济学家普遍认为，美国贸易逆差的扩大是因为美国的国内储蓄率太低，换言之，是美国国内的宏观失衡导致了其外在的贸易

失衡。（2）贸易逆差没有导致失业率增加，恰恰相反，美国贸易逆差较多的时候，失业率相对较低。这是因为，贸易逆差意味着内需旺盛，反映出国内经济处于繁荣时期，就业机会自然较多。当然，美国制造业的萎缩、制造业就业岗位的增加是不可否认的，但这是美国国内经济结构调整的结果。美国是最早进入后工业化社会的国家，居民的消费结构中服务品所占比重增加而制造品比重减少，这样的消费格局变化导致了经济结构的转变，服务业兴旺而制造业衰退，这才是导致美国制造业就业机会减少的根源。

如果人民币大幅度升值，美国会从中获利吗？不会。人民币大幅度升值会减少中国的对外出口，但是不会减少美国的进口。美国从中国进口的主要是生活必需品，其价格弹性并不高，也就是说价格的高低不会影响其消费的多少。人民币升值之后，美国人可能会转而购买其他发展中国家的产品，如果这些国家的产品比中国产品的价格更贵，美国的贸易逆差不仅不会减少，反而会扩大。如果生活必需品的进口价格提高，势必会挤占美国人的其他消费支出，可能会减少国内总需求，失业状况会更加恶化。中国出口锐减后，经济增长也会放缓，对美国产品的进口也会减少，同样不利于美国减少贸易逆差，同样会导致美国就业状况恶化。由于美国有大量在中国的直接投资，人民币的大幅度升值会影响这些美国投资的赢利状况，减少美国对外投资的利润汇回。由于中国人民银行的负债主要是以人民币计价，资产却有一半以上是以美元计价，人民币升值会导致中国人民银行的资产负债表恶化，中国可能被迫抛售其外汇储备中的美元资产，结果会导致美元急剧贬值。事实上，人民币不升值更有利于美国：一方面，美国从中国进口了廉价的产品，而且在把这些产品的生产转移到中国的同时，也把生产这些产品过程中对资源和能源的消耗、对环境的污染转移到了中国；另一方面，中国从美国进口产品之后，外汇储备相应增加，中国的外汇储备仍然以美元资产为主，尤其是中国持有大量美国的国库券，这相当于为美国的贸易逆差进行了融资，有助于维持美国的低利率和稳定增长。最近几年，包括俄罗斯、瑞士在内的不少国家纷纷调整其外汇储备的资产结构，大量减持美元，中国仍然保持着美元为主的资产结构，这对维持美元的国际货币地位是一种极大的支持。

中国政府根据自己的国情，已经确立了逐步调整人民币汇率政策的目标。这是一个综合的政策组合：（1）人民币会逐渐升值。（2）人民币汇率制度会从过去的钉住美元汇率制度转为真正意义上的有管理的浮动汇率制度。（3）逐步建立一个有效的外汇市场，通过市场供求反映汇率水平。中国政府之所以要考虑调整汇率政策，主要是考虑到：

（1）钉住美元汇率制度会影响到中国货币政策的自主性。（2）汇率低估不利于中国产业结构的调整，出口部门可能会出现恶性和低水平的竞争。

必须强调的是，汇率政策改革是中国政府调整发展战略的宏大计划中的一个组成部分，不能忽视其他政策措施，过分强调汇率政策改革本身：（1）汇率政策改革本身无法解决中国的贸易顺差。中国的出口产品对汇率缺乏弹性，即使人民币升值，也无法立竿见影地减少中国的出口。这主要是因为中国的贸易顺差基本上是由加工贸易创造的，而加工贸易对汇率变动并不敏感。根据日本和中国台湾的经验，即使本币持续升值，顺差仍然可能继续存在。（2）汇率政策改革本身也无法纠正中国的产业结构失衡。汇率是贸易品和非贸易品的相对价格，因此汇率调整会有助于非贸易品的发展，这从理论上讲是完全成立的。但是，中国服务业的不发达还有其他原因，如政府的过度管制、基础设施投资不足、人才缺乏等，所以单靠汇率调整是无法撬动产业结构调整这样一个巨大的目标的。

汇率改革不是万能的，但是没有汇率改革却是万万不能的。汇率改革是对价格的调整，价格会影响到资源配置，因此汇率改革是其他改革的催化剂。基于这样的考虑，中国政府在汇率改革方面是有决心的，也是有自己的全局安排的。美国不能把汇率改革的任务简单化、政治化。如果把汇率改革简单地等同于人民币升值，那么就会忽视更重要的改革目标。人民币升值的幅度究竟需要多大，取决于其他配套改革的进展程度，没有人能够确定到底怎样才是合适的升值幅度。一个外国政府，通过一种政治程序，要求中国政府改变一种重要的价格变量，这才是违反市场经济原则的。这种做法在政治上也是不明智的。中国政府的汇率政策改革需要得到广大民众的支持。只有得到民众广泛支持的政策才能最终获得成功。在美国是这样，在中国也是这样。如果来自美国的政治压

力过于强硬，势必会削弱中国政府在推动汇率改革方面的国内政治支持，反而会使中国的汇率政策调整更加迟疑和缓慢。

美国政府对中国汇率政策的关注还表现在要求中国扩大人民币日交易波动区间，扩大人民币日交易量。这也是中国政府汇率政策调整的一个方面，而且，从2005年汇率改革以来，人民币汇率的波动幅度逐渐扩大，尤其是出现了双向的波动。这种双向的波动非常有利于打击市场上对人民币的投机现象，因为对人民币的投机是基于人民币必然升值的单边预期。如果市场上对人民币汇率的变化出现了双边预期，即有人预测人民币升值，有人预测人民币贬值，央行就有更加灵活的政策操作空间。但是，由于人民币汇率长期保持稳定，中国的外贸和国际借贷80%以上是以美元计价的，外汇市场上避险工具缺乏，所以中国的企业和金融结构承受外汇风险的能力是脆弱的。提高中国企业和金融机构承受外汇风险的能力，是一个“从干中学”的进程。

美国要求中国采取钉住一篮子货币，直至完全浮动的汇率制度。这种要求是模糊而令人费解的。在汇率制度的光谱上，钉住一篮子货币的汇率制度更接近固定汇率制度这一极，而完全浮动的汇率制度则是在另外一极。中国2005年汇率改革的时候称将以一篮子货币为参考，这是因为公开货币篮子的构成，以透明化的方式钉住一篮子货币是非常困难的。根据国际货币基金组织的统计，在1973~1999年，曾经有48个国家先后宣布采用钉住透明的一篮子货币的汇率制度，但是大部分国家连续钉住的时间都不超过5年，平均的挂钩成功率只有49%。20世纪70年代，美国单方面废除了美元和黄金挂钩的承诺之后，国际金融体系进入没有统一国际规则的后布雷顿森林体系，各国只能按照本国的国情选择适宜的汇率制度。中国当前能够选择的汇率制度只能是过渡性的，未来的发展方向是逐渐扩大灵活性。

中美战略对话机制是一个非常具有建设性的创新，其目的应该是消除双方的误解，确立具有战略意义的目标，最大化两国间的合作收益。将汇率问题放在日程表中的优先地位是不妥当的。要求中国在较短的时期内完成长期的目标也是不现实的。汇率问题的政治化会变成中美之间一个打不开的死结，当两国纠缠在这个打不开的死结上时，更重要的议

题将被忽视，政治的短视会导致合作机会的丧失。

冰箱里的人民币汇率

很久没有听到国际上要求人民币升值的声音了。美国金融危机爆发之后，我们的耳根一下子清净了起来。美国财政部和美联储变得非常客气，而且相当克制，国际货币基金组织也不再玩弄汇率“根本性失衡”这个含混不清的概念了。难道国际上要求人民币升值的言论尘埃落定了？

且慢，我们注意到，美国总统奥巴马在2009年9月底的20国集团匹兹堡峰会上把全球经济失衡与再平衡列为重点议题，弦外之音无非是指责人民币低估。在2009年10月初的7国集团财长和央行行长会议上，久违的要求人民币升值的老调又重弹了。尽管在2009年10月15日公布的《国际经济和汇率政策报告》中，美国财政部小心翼翼地避免把中国列为“汇率操纵国”，但美国的全美制造商协会等利益集团仍在紧锣密鼓地向美国政府施加压力。遭受金融危机打击之后，尽管美国政府出台了扩张性的财政和货币政策试图刺激经济增长，但投资和消费始终没有起色，失业率居高不下。在这一背景下，净出口成为拯救美国经济的一根稻草。2008年净出口为美国GDP增长贡献了1.2个百分点，2009年第一、二季度分别贡献2.64和1.60个百分点。为了进一步刺激本国的出口，美国非常迫切地希望其他货币升值。今后，美国将会步步紧逼，施加对人民币升值的压力。

从中国的国内形势来看，升值的压力也不期而至。自2005年7月启动人民币汇改以来，截至2008年第二季度，人民币对美元名义汇率升值超过20%。然而，从2008年下半年开始，人民币汇率的升值趋势突然停止，并转而回归事实上的钉住美元的汇率制度。2008年下半年，人民币的有效汇率随着美元的逆市反弹而继续升值。进入2009年后，人民币有效汇率随着美元的下挫而有所贬值。

面对国际上和国内的升值压力，人民币汇率政策可以有三种选择。第一种是一次性地实行较大幅度的升值。比如人民币在一次性对美元升值15%之后，宣布在一段时间之内维持汇率不变。这种措施的好处是能够较好地打消市场上的升值预期。缓慢的升值会加剧升值预期，升值预期会导致热钱流入。人民币汇率改革的原本用意是希望借汇率的浮动，

力保货币政策的自主性，但2005年小幅度升值的效果恰恰造成了货币政策的被动。缓慢升值强化了市场上的升值预期，大量国外资金流入中国，导致国内的流动性泛滥，并引发了2006年和2007年的股市、楼市暴涨。不过，考虑到当前出口复苏乏力，政府采取一次性大幅度升值的可能性微乎其微。

第二种对策是考虑让人民币钉住一篮子货币。2005年的汇率改革公告中就谈道，人民币汇率要参考一篮子货币进行调节。但是，从2008年下半年以来，人民币已经放弃了对一篮子货币的参考。如果正式地钉住一篮子货币，对维护中国的贸易竞争力是最有利的。为了维护一国的贸易竞争力，适当的汇率安排应该是保持实际有效汇率的稳定。实际有效汇率是一国货币与所有的贸易伙伴国的双边汇率的加权平均，并扣除通货膨胀因素。钉住一篮子货币又可以有两种选择：第一种是以中国的对外贸易为加权，实行钉住“大篮子”，即货币篮子中包括所有的主要贸易伙伴；第二种选择可以是钉住SDR（特别提款权），即钉住一个“小篮子”，因为SDR现在包括美元、欧元、日元和英镑四种货币。“小篮子”比“大篮子”相比，有一定的局限性。但假如有一个像中国这样的大国货币钉住SDR，就会大大提升SDR的国际地位。中国在国际货币体系改革的谈判中也会有更大的讨价还价余地。

第三种对策就是保持现状，什么都不做。当前的人民币汇率事实上已经被冻结，人民币汇率被储存在了冰箱里面。但是，把人民币汇率放到冰箱里面是没有办法保鲜的。与其按兵不动，不如主动出击。金融危机之后，中国已在寻找新的发展道路。在调整中国经济发展战略的所有方案之中，汇率改革都将是必不可缺的。外部的升值压力不可避免地会日益喧嚣，但一个成熟的国家需要做到不为外物所惑。有升值的刺耳声音也好，没有升值的刺耳声音也好，我们都不需要管。做好中国自己的事情，是当前最迫切的任务。

第六章不以险棋争胜负⁷

为什么要成立一家独立的外汇投资公司？

2007年3月“两会”期间，时任国务院副秘书长楼继伟召集财政部、中国人民银行、中国银行业监督管理委员会（简称银监会）、中国证券监督管理委员会（简称证监会）、中国保险监督管理委员会（简称保监会）等十多个部门召开了一次部际联席会议，讨论国家外汇投资公司的筹备事宜。此前，市场对于呼之欲出的国家外汇投资公司有数种传言，比如一度有传闻说政府将成立两家机构，一家负责离岸投资，另一家负责处理国内投资，仍然以原来的汇金为基础。在这次会议上，国家外汇投资公司的轮廓已经大致清晰：这将是一家由国务院直接领导的公司，初步投资规模在2 000 亿美元左右，筹资方式为该公司面向央行或商业银行发行人民币债券，用发债收入与央行外汇储备进行置换。

成立国家外汇投资公司的背景是：在经常账户和资本账户持续双顺差的推动下，中国的外汇储备规模急剧增长。从2004年起，外汇储备年均增长2 000万美元以上。截至2006年年底，外汇储备达到10 633亿美元。如果这一趋势持续下去，到2011年左右，中国外汇储备规模将突破2万亿美元。外汇储备对持有国而言并非免费的午餐。持有外汇储备的成本至少包括：第一，官方外汇储备大多投资于发达国家债权，而债权的收益率一般远低于直接投资的收益率。例如当前美国10年期国债收益率仅为4.5%左右，而FDI（外商直接投资）在中国的收益率至少在15%以上。这意味着持有外汇储备具有很高的机会成本。第二，外汇储备作为资产项反映在中国人民银行的资产负债表上，对应着本币负债。美元大幅贬值不但会直接造成外汇储备价值缩水，还会造成央行资产负债表恶化，增加央行实际债务水平。第三，在中国特色的强制性结售汇制度下，外汇储备累积将会导致以外汇占款形式发放的基础货币存量增加，即使通过央行票据和定向票据的方式对冲，外汇占款飙升还是造成中国国内流动性泛滥的主要原因。流动性泛滥不仅容易形成股票市场和房地产市场泡沫，而且给政府宏观调控造成了很大困难。因此，参照国际通行模式，从中国外汇储备中剥离一部分，进行积极管理就显得势在必行。

外汇储备积极管理是指在外汇储备超过了满足流动性和安全性所需规模的前提下，将富余储备交由专业投资机构管理，拓展资产种类，延长投资期限，从而提高外汇储备资产的整体收益水平。实施外汇储备积极管理能够提高外汇储备的收益率，将一部分外汇储备从央行的资产负债表中转出，因此有助于降低持有外汇储备的成本。国际上实施外汇储备积极管理比较成功的国家是新加坡和挪威。新加坡从1981年开始对外汇储备实行积极管理。主要负责外汇储备管理的新加坡政府投资公司（以下简称GIC），其投资领域除了美、欧政府债券之外，也有股票、房地产以及直接投资（special investment）。其目前管理的储备资金大约为1 000亿~1 500亿美元，规模位居世界最大基金管理公司之列。淡马锡控股（Temasek，以下简称淡马锡），是另外一家介入新加坡外汇储备积极管理的企业。淡马锡原本负责对新加坡国有企业进行控股管理，从20世纪90年代开始，淡马锡利用外汇储备投资于国际金融和高科技产业，至2007年公司资产市值达到1 003亿新元。成立于1998年的挪威银行投资管理公司（以下简称NBIM）主要负责管理挪威政府通过石油出口获得的外汇储备，目前投资于一个范围广泛的证券组合，估计其规模也在1 500亿美元。同样拥有大量外汇储备的韩国和马来西亚，已经模仿GIC，建立本国的政府投资公司。中国政府实施外汇储备积极管理的第一步是在2003年年底成立了中央汇金公司，该公司负责利用外汇储备对国有商业银行和证券公司进行股权投资，目前该公司投资组合中包括中国建设银行、中国银行、中国工商银行、银河证券、申银万国、国泰君安等，迄今为止，获得了不错的收益率并积累了一定经验。中国政府实施外汇储备积极管理的第二步，是仿效新加坡GIC以及韩国主权财富基金韩国投资公司（KIC）的模式，成立国家外汇投资公司来多元化地投资于全球范围内的金融资产以及实物资产。

成立一家由国务院领导的国家外汇投资公司，避免了外汇储备积极管理的职能分散于若干不同的部门手中，避免了各个部门由于有不同的目标和政策而互相掣肘。在确立了建立独立的国家外汇投资公司之后，应立即着手协调、重组现在分属不同部委的权力和职能。从国际经验来看，建立独立的投资机构是为了将外汇储备的管理分隔起来，避免各种国内政治压力试图瓜分外汇储备。外汇储备是国家的战略储备，除了必须遵守《公司法》以及所有适用于公司的法律、法规外，挪威和新加坡

都对保护外汇储备不被擅自动用制定了严格的法律制度。挪威的石油基金法案规定，石油基金可以被转移到经过议会批准的中央政府预算基金，除此之外，不能用于其他任何目的，不能借给中央政府或者私人部门。在新加坡，1991年新加坡宪法的修正案建立了保护关键资产和外汇储备的“两把钥匙”制度。这一制度规定，总统对政府动用或者减少既有储备的决定拥有否决权，与此相应，包括GIC和淡马锡在内，宪法第五条款下法定部门、政府企业的董事会成员、主要高级管理人员的任免，也必须得到总统的批准。1999年7月出版的白皮书对上述宪法条款进行了解释，根据这一解释，上述条款的实质，是要求政府和宪法第五条款下的法定机构和政府企业必须在其任期内保持预算平衡，不得动用过去的储备。GIC和淡马锡都注册为私人企业，但由政府全资拥有。作为私人企业，两家公司具有与政府制定决策、管理市场、维护公共利益不同的职能，完全按照商业原则运作。NBIM是一家单独的管理单位，没有获取敏感中央银行信息的通道，也必须遵守商业原则和金融市场的投资规范。

在围绕中国外汇储备积极管理的争论之中，我们不难看出各个部门的利益取向和政治博弈。我们也隐约看到，有的部门和利益集团试图将外汇储备转化为公共支出，借外汇储备积极管理的时机获得更多的资金和权力。因此，我们要密切关注这一政策讨论的动向。我们不仅仅需要看出政府在外汇储备管理这一问题上的水平高低，而且要检测出政府能否有魄力和决心不被各种政治压力和部门利益俘虏。

中国的国家外汇投资公司应该买什么？⁸

新加坡GIC公司的投资领域包括：股票、固定收益证券、外汇、初级产品、货币市场、衍生投资工具、房地产和私人股权。综合这一经验以及听到的一些传闻，我推断中国的国家外汇投资公司的潜在投资对象包括：外国政府债、机构债和企业债，外国公司股票，外国直接投资，购买能源和初级产品等。

比较流行的说法是，中国的国家外汇投资公司初始的2 000亿美元来自中国人民银行注入的外汇储备。由于这2 000亿美元是从新增的外汇储备中产生的，因此它不会直接影响到中国人民银行对现有外汇储备资产结构的大幅度调整。换言之，现有的外汇储备资产结构中，美元资产仍然会占有较大比重。即使是新增加的这部分外汇投资公司的投资，也会有相当部分投资于美国国债。这意味着中国持有的美国国债的总体规模可能继续上升，但是新增外汇储备中美元国债所占的比重将会下降。中国的国家外汇投资公司成立的初衷就是实现外汇储备投资的多元化，在该公司设立之后，减持初始资产组合中的美国国债似乎是必然之举。毫无疑问，大规模减持美国国债将引发市场连锁反应，导致美国国债收益率迅速上升和美元贬值，而这将给中国人民银行以及国家外汇投资公司的存量美元资产造成严重打击。因此我们预期，中国的国家外汇投资公司对美国国债的减持必然是渐进和谨慎的。

市场预期中国的国家外汇投资公司在减持美元的同时会增持东亚国家国债，特别是日本和韩国的政府债。这对该公司降低美元贬值风险很有好处，但是却容易引发市场各方对该公司决策过程中是否掺杂政治目标的考虑。已经有外国评论指出，中国政府通过国家外汇投资公司增持东亚国家或地区的政府债（例如日本或中国台湾），其目的可能在于扩大对这些国家或地区的政治影响力（Green，2007）⁹。

除国债之外，中国的国家外汇投资公司在固定收益证券方面的选择还包括机构债和企业债。其中尤其值得该公司考虑的投资类型是美国国内的MBS（住房抵押贷款支持证券）。目前MBS已经成为美国债券市

市场上最重要的投资品种，是机构投资者分散投资组合风险的重要选择。购买信用评级为AAA的机构债和企业债，能够在不显著提高违约风险的前提下拓宽国家外汇投资公司的资产组合。

中国的国家外汇投资公司进入外国股票市场必然会显著改变市场上多空双方力量对比并加剧股价波动。由于缺乏投资经验，该公司在投资初期的行为有可能会被投机者所利用，因为高买低卖而产生部分损失。但是我们认为国家外汇投资公司进行股权投资非常必要，原因在于：第一，持有股权投资可以帮助中国对冲很多类型的风险。例如，通过购买埃克森-美孚、BP（英国石油天然气公司）、壳牌等公司的股票，有助于对冲国际原油价格上涨的风险；通过购买美国向中国出口产品的那些公司的股票，有助于对冲人民币升值的风险¹⁰；通过购买房地产信托投资基金（REITs）的股票，有助于对冲大量持有股票和债券的风险¹¹。第二，国家外汇投资公司对股票的投资是长期持有而非短线炒作，只要股票市场处于上升周期，这种投资策略就能够在很大程度上避免高买低卖所产生的损失。第三，中国的国家外汇投资公司的建立有助于推动中国的基金管理行业。随着中国逐渐进入老龄化社会，必须有足够的投资收益保障，中国的国家外汇投资公司作为一个尝试，能够鼓励中国的海外投资，提高基金的管理水平。

温家宝总理在政府工作报告中直言，中国的对外投资太少，原财政部部长金人庆把国家外汇投资公司解读为中国的淡马锡，这表明中国政府希望通过国家外汇投资公司来增加对外直接投资，尤其是对外国企业的股权投资。淡马锡和GIC的经验表明，对外汇储备的积极管理还可以在推动国家经济发展中发挥战略性作用。新加坡能够成为亚洲主要的金融中心、航运中心，GIC和淡马锡功不可没。GIC在新加坡和全球的金融投资，为新加坡编织了国际性的金融投资网络，这一网络对推动新加坡金融业的发展至关重要。新加坡能够成为亚洲主要的金融中心，固然有其作为国际航运中心这一地理位置的优势，但也与淡马锡对新加坡国有企业成功的控股管理有密切关系。最近几年，淡马锡又在积极调整投资结构，加大对亚洲新兴市场国家金融、高科技企业的投资，这些战略举动，对加强本国的优势产业，推动本国企业实现产业升级，保持新加坡持续发展潜力，正在发挥积极作用。从淡马锡参与中国建设银行和中

国银行的海外上市过程而赚得盆满钵满可以看出，战略投资行业的回报率是非常高的。而且鉴于中国的国家外汇投资公司的独特背景，该公司作为战略投资者应该会受到很多外国企业的欢迎。中国需要投资哪些行业？第一，作为一个制造业大国，中国的产业结构升级换代必然要从现在从事的加工和组装，向附加值更高的研究和发展、物流、品牌等环节发展，比如物流行业，在IT技术的帮助下，重新整合了产业链，不仅能够瞬间实现全球范围内的采购和销售，而且已经控制了很多企业的生产决策。中国的制造业很有可能通过“反向工程”模仿和复制国外产品，但是像沃尔玛这样的物流企业我们无法复制，通过对这一行业的战略投资，可以打通中国制造企业进一步发展的瓶颈。第二，中国对能源和资源类公司的投资也非常关键。日本对海外的铁矿山进行了大量的投资，这样一来，当铁矿石价格上涨的时候，尽管日本进口铁矿石的成本上升，但是它同时可以从投资铁矿山的收益增加中得到补偿。中国投资能源和资源类公司的思路也应该是以分散风险而不是简单的获得所有权为目标。第三，借鉴新加坡的经验，中国有必要增加对国外金融机构的投资。国外金融投资机构非常看好中国未来的潜力，通过帮助中国企业上市、进入中国本土开展业务等方式，国外金融机构实际上已经从中国获得了丰厚的收入，通过加强对国外的金融机构的投资，中国可以借助国外金融机构的管理更好地分享国内经济增长的红利，而且为中国金融机构下一步对外投资创造良好的条件。但是，我们认为在该领域也存在一定隐忧：其一，高收益隐藏着高风险，要从战略投资中获益，需要对投资对象的深入了解和对未来行情的准确判断，对于国家外汇投资公司这样的新进入者而言，需要较长时间来熟悉市场和培养挑选企业的眼光。其二，由于中国的国家外汇投资公司具有独特的政府背景，使得该公司在对发达国家某些战略性行业进行股权投资时会遭遇很大阻力。

中国是一个需要源源不断地进口初级产品和能源的发展中大国，因此全球初级产品和能源价格上涨将会显著恶化中国的贸易条件。通过国家外汇投资公司的投资来削弱或对冲价格上涨造成的损失，也是该公司成立的目标之一。对此我们的建议是，参与控股优于购买所有权，购买所有权优于建立战略性储备。首先，在对国际初级产品和能源市场的未来行情无法准确判断之际，在高价基础上建立战略性储备是一种非常不明智的投资策略，直接购买或参股供应商（矿藏或油井）的做法优于建

立战略性储备的做法。其次，直接购买所有权的风险来自于，一方面，中国目前能够增加海外投资的地区往往是欧美等国进入较少的地区。这些地区的政治格局往往更加动荡，因此增加了海外投资的风险。国有化、恐怖主义、当地的政治动荡，都是中国在这些地区投资不得不面对的风险。另一方面，很多产油国和美国的关系比较紧张，中国 and 这些国家的接触会增加中美之间的猜忌和敌意，这将在一定程度恶化中国和美国之间的关系，于是会使得安全问题包括能源安全变得更加迫切，甚至会演变成“自我实现的诅咒”¹²。

不以险棋争胜负

中国的国家外汇投资公司成立前后，激起了轩然大波。人们纷纷猜测，它究竟是国际金融市场上凶猛的白鲨，还是温和的蓝鲸？时至今日，外汇投资公司仍然只是偶露峥嵘，仍然笼罩着一层神秘色彩。

中国的国家外汇投资公司投资策略和目的的不透明，使得对它的猜测可能会逐渐演变为猜忌，从而可能导致它在海外的每一次出手，都将引起关注或抵制。发达国家和国际货币基金组织正在积极筹划为主权财富基金制定规则。2008年3月，美国已经和新加坡、阿拉伯联合酋长国就主权财富基金的投资准则达成了协议。在这一背景之下，中国的国家外汇投资公司能够天马行空、独自驰骋的空间会越来越少。

提高政策的透明度有助于提高信誉、增进合作，最终给作为国家外汇投资公司的中国投资有限责任公司带来更大的行动空间。而提高政策透明度，首先要对外汇投资公司的投资目的和策略进行明确的定位。

在围绕外汇投资公司的讨论中，最流行的观点是要为国家的长期战略配置资产，比如购买战略性资源或高新技术，也有的观点强调，外汇投资公司的投资必须具有较高的回报，因此管理非常之财，应有非常之道。遗憾的是，越是带有国家战略意图的投资，越容易招致海外的不满。同时，在追求高回报的强烈动机下，也极其容易铤而走险，增加遭受损失的可能性。投资的第一要义是不赔钱，对于一家运作国家财富的公司来说，更应该战战兢兢，如履薄冰。

外汇投资公司的目标应该是使其管理的部分外汇储备能够保值和增值，除此之外，其他目标应摒弃。如果外汇储备的投资从长远来看给中国带来了战略性的收益，那么这种收益也只能是额外的回报，而不是直接追求的目标。我们持有外汇储备，是为了最终用外汇储备从国外进口商品和服务，因此，衡量外汇储备的保值和增值，应该以其实际购买力为标尺，既不能用美元做标准，也不能用人民币做标准。最简单的原理是，根据中国的进口需求，按照一篮子货币计算外汇储备的购买力变化。

外汇投资公司的投资策略，不应该是充满激情和创意的，恰恰相反，其投资策略应该尽可能平凡，尽可能简单。理智的投资总是乏味的。外汇投资公司的投资策略，一是要坚持长期投资，二是要善于对冲风险。

从理论上讲，主权财富基金的策略不会和普通的共同基金或养老基金有什么差别，它们都是要通过在不同的市场和不同的资产中建立资产组合，控制风险并实现整体收益的最大化。和私人投资者不同的是，主权财富基金应该更加有耐心，不计较一城一池的得失，而着眼于长期的稳定收益。时间是投资者最好的朋友。但是，这就要求对外汇投资公司的绩效评估标准有所不同。用收益率的鞭子，让善于跑长跑的主权财富基金和热衷短跑的私人基金一起竞赛，会把一个马拉松选手累死在百米跑道上。

主权财富基金还要善于对冲风险。购买海外战略资源对于减少中国的资源短缺、保卫能源安全是没有意义的。举例来说，虽然中国可以购买非洲的油田，可我们不能肯定非洲国家什么时候会将外国投资收归国有。油价上涨得越厉害，国有化的冲动就会越强烈。此外，即使我们拥有了海外的油田，但如何将海外的石油运回国内？没有强大的海军和对航道、海峡的控制权，我们仍然会束手无策。通过对外投资可以较好地对冲中国经济增长中的潜在风险。假设油价上涨，中国的进口成本上升，这时如果中国在海外的石油公司中有股份，那么投资的收益或许可以弥补进口成本上升的损失。

这种思路可以有多种应用。假设人民币仍然不断升值，中国的出口企业受到损失，其他国家向中国出口产品的企业却会赢利。中国的金融企业竞争力较弱，在进一步的对外开放中可能会受到国外竞争对手的冲击，但是，我们可以购买更多的海外金融机构的股权，以投资收益去补贴国内的金融企业。

国际上已经有一些学者尝试将风险对冲的思路引入外汇储备的管理战略之中。如果一国持有外汇储备是为了进行自我保护，防止有朝一日出现大规模资本外逃的时候，外汇储备迅速被耗尽，那么可以通过建立适当的资产组合，进行风险对冲。假设出现资本外逃，那么导火索应该

是中国经济出现了衰退，或是股票市场或房地产市场出现暴跌，或是人民币升值趋势结束。针对这些潜在的风险，我们可以增加和中国经济波动正相关程度较小甚至负相关的国家、产业和公司的投资，比如中国的出口减少可能意味着墨西哥的出口增加，中国的服装行业滑坡可能意味着孟加拉国的服装行业兴旺；我们也可以购买对中国股票指数的看跌期权或做空股指期货，当然，做空的风险远远大于做多，因为价格上涨的空间是没有界限的。

不以险棋争胜负，保持一份淡定的气度，遵循一种平实的风格，或许可以奠定外汇投资公司在国际金融市场上稳固而受欢迎的地位。

第三部分

泡沫与改革

导读

资产价格泡沫可能是中国经济当前面临的最大敌人。历史上，美国股票市场的泡沫曾经引领了大规模的创新，但是，泡沫不一定总会带来新技术和新产业的发展。同样是在美国，2007年以来，由房地产泡沫破灭引发的这场金融危机就没有带来什么新兴的产业。在中国的股票市场上，泡沫破灭之后，我们只看到居民财富灰飞烟灭，企业亏损水落石出，银行的不良资产急剧增长。中国的牛市从来不是由于地平线上出现了新技术的曙光，而是因为市场上流动性过剩。流动性过剩的同时，落后的金融体系能够为居民提供的投资机会却奇缺，山洪滚滚而来，河道却狭窄浅薄，自然泛滥成灾。

2009年以来，中国实施了极度扩张的货币政策。只要银行继续放闸，流动性就会滚滚而下，这其中，必然会有大量的资金渗透到股市和楼市之中。即使政府已经意识到资产价格上涨过快的风险，但是调整货币政策仍然会遇到各种挑战。比如，中国经济增长的基础仍然不稳定，急刹车式的货币政策调整会使得经济复苏突然熄火。2009年以来增加的投资项目中大部分为投资周期长、资金需求大的大型固定资产投资。如果中国人民银行突然紧缩银根，大量的投资就会变成烂尾项目，因此央行很可能会投鼠忌器。

然而，是泡沫就一定会破灭的。中国股市在2010年上半年处于持续低迷的状态，但从2009年以来，房地产价格却快速上涨。一个房地产只涨不跌的神话很可能会在不久的将来破灭。今天的房价涨得越疯狂，明天下跌的时候，就会跌得越痛。一旦房价大幅度下跌，一些中国家庭的财富将会再度被剥夺，中国经济将会陷入长期的困顿，而那个一直被娇惯的房地产行业，将会由于过度服用兴奋剂，在没有长大之前就未老先衰。当年，日本在高速增长时期年均GDP增长速度超过10%，但是在20世纪90年代泡沫破灭之后，一下子进入了零增长率的泥潭，都说日本有“失去的10年”，事实上到现在都失去20年了，自民党都下野了，经济依然毫无起色。日本的教训，可为殷鉴。

政府的政策一定要调整。亡羊补牢，犹未晚矣，如果今日能够利用来自外部需求减少带来的挑战，加速结构调整，必然会为中国未来的长久发展创造更坚实的基础。过去，我们对基础设施投资太多，但对人力资本投资不足；我们的制造业发展日新月异，但服务业却沉疴不起；我们的储蓄居高不下，但国内消费却迟迟难以启动；我们长于占领国际市场，却拙于推动国内竞争……种种隐患，在高速增长时期可能被暂时掩盖，在外部环境日益恶化的时候，问题将被醒目地暴露。

十字路口，歧路徘徊。走哪条路？走过去的路，必然是死路一条，走陌生的路，必然是荆棘丛生。有挑战才有应战，选择最艰难的路，才是最令人踏实。中国能否迎来持久的繁荣，尚待朝着正确的方向迈出坚定的步伐。

第七章是泡沫总会破灭的

泡沫有了，啤酒在哪儿？

从酗酒者手中拿走酒杯可能是最不受欢迎的事情。喝多的人从来不会承认自己已经醉了。即使当资本市场上泡沫已经泛滥的时候，投资者仍然个个热情高涨。关于股市泡沫的一种高论是：股市如同啤酒，没有泡沫就不像啤酒了。

的确，从历史经验来看，有很多次泡沫最终都留下了宝贵的商业基础设施，带动了新行业的迅猛发展。在南北战争之后，美国掀起了建设铁路的热潮。在19世纪80年代，美国一共建造了7万多英里的铁路。一个接一个的铁路公司感染了疯狂的情绪，但由于负债太多、竞相降价，这些公司纷纷遇到亏损的压力。最终，大约有1/4的铁路公司宣告破产。然而，也正是铁路泡沫给美国留下了从大西洋延伸到太平洋的铁路体系，统一的国内市场出现了，运输价格大幅度下降；也正是由于有了铁路，才出现了像西尔斯这样的邮购零售公司，而可口可乐这样的普通消费品公司才得以成为家喻户晓的品牌。

20世纪末，网景（Netscape）的上市带来了互联网泡沫。网景给投资者展示了一个美好的前景：凡是在现实世界中能够找到的需求，在网络上都可以复制。大家过去在超市买东西，以后就可以到网上商店买东西，过去在书店买书，以后就可以到亚马逊网站（amazon.com）上买书，甚至像交友这样的社交活动，都可以在网上实现。与此同时，由于当时的美联储主席格林斯潘在20世纪90年代后期不断降低利率，市场上的资金充足，导致风险资本的规模不断膨胀。这些资本开始涌入硅谷。从1998年年底到2000年年初，互联网公司的股价平均上涨了5倍之多。但是到了1999年，很多网络公司的业绩仍然很不理想。市场上的怀疑和恐慌情绪逐渐酝酿。2000年3月，网络泡沫终于破灭。纳斯达克指数从5049点一路跌落到1139点。网络股的繁荣导致光纤电缆公司的过度投资，在5~6年的时间内，一共有大约1万亿美元的投资用于铺设各种光缆。当盲目投资的通信公司破产后，银行通常会把它们接管过来，把原来1美元铺设的光缆以10美分的价格出售给新公司。光纤“高速公路”创造了一个更加完整的全球商业网络，新一代的网络企业蓬勃兴起，同

时，服务型和知识型工作也可以很方便地转移到低成本国家，这才出现了蔚为壮观的“离岸生产”和“外包”浪潮。

但是，泡沫不一定总会带来新技术和新产业的发展。在中国的股票市场上，泡沫破灭之后，我们只看到居民财富灰飞烟灭，企业亏损水落石出，银行的不良资产急剧增长。为什么泡沫四散之后，我们找不到啤酒呢？

美国的股市泡沫之所以会带动大规模的创新，是因为每次泡沫的出现，都是因为出现了让人有无限遐想空间的巨大投资机会。股市泡沫使新技术备受追捧，可以大举筹资，突破资金的瓶颈。泡沫破灭之后，资本市场上出现了重新洗牌，盲目跟风的投资者血本无归，被清理出场，但新的基础设施却留了下来。中国的牛市却从来不是因为地平线上出现了新技术的曙光。以2005年6月～2007年10月的这轮牛市为例，2005年股市开始上涨，是因为当时股价被严重低估，价值重估带动了股市回暖。但是到2006～2007年，股市的上涨是因为市场上流动性过剩。由于中国缺乏完善的社会保障体系、公共卫生和公共教育体系，因此居民的预防性储蓄居高不下。这部分储蓄过去大多存放在银行存款账户上。2007年之后，通货膨胀黑云压城。尽管中国人民银行为了遏制通货膨胀频频提高利率，但遗憾的是，存款利率的提高始终跑不过通货膨胀。为了不让辛辛苦苦的积蓄缩水贬值，越来越多的钱从银行流入股市和楼市。流动性过剩的同时，落后的金融体系能够为居民提供的投资机会却奇缺，山洪滚滚而来，河道却狭窄浅薄，自然泛滥成灾。

在中国的股票市场上，国有股始终占据主导地位。在中国经济中，国有企业已经只占1/3，但是在股票市场上其比例却高达80%以上。这反映出政府在发展股票市场时，原本考虑的并不是通过这个市场更好地配置资源，而是希望能够为国有企业融资开辟“第二战场”。由于股权融资的代价低廉，得到资金的企业也不懂得珍惜，大量的资金投入“无底洞”般的“技术改造”，或是朝秦暮楚的“兼并重组”，甚至再度流入股票市场进行投机。股权分置改革虽然已基本完成，但随着国有银行和几家大型国有企业的上市，国有股份占绝对比重的这一情况进一步得到了强化。固然，国有企业中也有成功的范例，但是，大部分国有企业的辉煌

来自于其制度性的垄断权力。它们的业绩越好，实际上证明了其垄断权力越大。它们对待投资者和对待消费者一样，是傲慢而怠慢的。中国经济中最成熟、最先进的外资企业，我们无法投资，中国经济中最有活力、成长性最好的私有企业，我们也很难投资。只要国有股份占绝对地位的现象不改变，投资者就有充足的理由质疑资本市场的效率，质疑中国股市的投资价值。

制造业竞争力强而服务业落后的产业结构也会带来金融市场上的扭曲。不同的企业特征，要求不同的金融机构与之配合。传统的企业大多集中在制造业，产出的多为市场广泛接受的成熟产品，工艺精湛可靠，生产过程相对固定，风险可控，回报稳定。新兴企业则多为高科技企业或服务业企业，这些企业以投入新要素、开发新产品、创造新市场为主，成败的不确定性较大，一旦成功则回报颇高。相比较而言，传统企业生产各阶段的风险比较容易辨识，因此更适宜于通过银行体系融资。以技术创新为利润源泉的新兴企业则需要证券市场融资。如果由少数固定的银行机构投资创新性项目，常常会产生妨碍创新的效果。创新活动虽然不确定性较大，但是一旦成功，将会带来巨额回报，总体来看，创新收益足以回馈金融市场。遗憾的是，在中国的股票市场上，其实是传统企业居多，而新兴企业寥寥。在这样的产业结构基础上发展资本市场，无法引导资本去支持大规模的创新，相反，整个资本市场上将死气沉沉，没有激情，也没有梦想。那些空洞而幼稚的“题材”、“概念”，是中国股市缺乏想象力和智慧的最好佐证。当产业结构和金融结构出现脱轨的时候，经济的列车就会发生事故。我们曾经研究过日本在20世纪80年代后期出现的股票市场和房地产市场泡沫，发现一个重要的原因就是日本的金融改革过于激进，但产业结构调整始终没有进展。和今天的中国一样，日本的制造业企业敢于在全球市场上竞争，但国内的服务业却一直受到政府的保护，效率低下、发展滞后。所以，当日本一下子放松金融管制时，大量的过剩资金纷纷流入股票市场和房地产市场，最终酿成了日本的股票市场和房地产市场的泡沫。

不是所有的泡沫下面都有啤酒。请先把啤酒斟上，然后我们再来讨论泡沫。

利好在发酵 泡沫正狂欢

2008年之后，中国股市一路狂跌了70%。2009年以来，中国股市又迅速暴涨了70%。尽管沪深股市在2009年7月29日这一天双双下跌5%，遭遇了近8个月以来的最大幅度杀跌，但是，从随后两天的反弹就可以看出，这只是中国股市继续冲高过程中遇到的小小挫折。导致资产价格上涨的各种因素仍然在发酵之中，在2008年之后的一两年之内，中国的股市都会被浸泡在各种利好消息之中，我们可能会迎来一场空前的泡沫的狂欢，最终，当泡沫破灭之后，中国经济将会被抽干精气，长久地萎靡。中国经济能否在未来保持持续稳定的增长，在很大程度上要看这次我们能否平安渡过资产价格泡沫这个“滟潏堆”。

政府把当前的货币政策定调为适度宽松的货币政策，但是如果仅就银行信贷的增长速度而言，恐怕货币政策已经变得极度宽松。只要银行继续放闸，流动性就会滚滚而下，这其中，必然会有大量的资金渗透到股市之中。从各种迹象判断，政府很可能会错失货币政策调整的最佳时机。传统的货币政策主要盯住通货膨胀，当资产价格上涨，同时CPI（消费者物价指数）和PPI（生产者物价指数）蛰伏不动时，政府可能就会犹豫不定，此其一。从通货膨胀的测量来看，政府更关注的是同比数据，而非环比数据。2008年下半年通货膨胀明显回落，因此以同比数据来测算会低估2009年下半年的通货膨胀水平，此其二。即使是下半年CPI和PPI出现了同比的正增长，但如果增长速度没有达到3%或4%，恐怕决策部门还会担心紧缩货币政策是不是会师出无名，此其三。

即使政府已经意识到资产价格上涨过快的风险，调整货币政策仍然会遇到各种挑战。首先，中国经济增长的基础仍然不稳定，急刹车式的货币政策调整会使得经济复苏突然熄火。其次，2009年新增的投资项目中大部分是新增的项目，且大多数为投资周期长、资金需求大的大型固定资产投资。项目要一期一期地上马，贷款要一批一批地贷，如果中国人民银行骤然紧缩银根，大量的投资就会变成烂尾项目，因此中国人民银行很可能会投鼠忌器，在至少未来一两年内保持宽松的货币政策。再次，当企业和居民纷纷涌入股市之后，股市便开始了击鼓传花的游戏，

低利率导致流动性泛滥，高资产价格导致流动性流入股市和楼市，一旦中国人民银行釜底抽薪，提高利率，金融危机马上就会被引爆。

在国内流动性闸口洞开的同时，国外的热钱即将流入。2009 年第二季度外汇储备净增长1 778 亿美元；其中贸易顺差仅能解释348亿美元的外汇储备增长；FDI（外商直接投资）仅能解释183亿美元的外汇储备增长；欧元对美元升值的估值效应能够解释339亿的外汇储备增长；以上因素不能解释的外汇储备增长高达908亿美元。这说明，短期国际资本流入很可能是导致近期外汇储备急剧增长的最重要原因。需要提醒读者的是，这恐怕只是一个序幕。当热钱流入中国的时候，并不是主要流入股市和楼市，因为中国对外资投资股票和房地产有严格的控制，因此，像索罗斯这样的金融大鳄的钱，不会偷偷摸摸地从地沟流入内地的股市。当索罗斯们要投机中国的时候，他们会堂而皇之地抢滩香港股市。从2005年前后的经验来看，热钱流入中国，主要是由于国内外利差，以及人民币升值预期。当前，全球各国央行纷纷实行低利率政策，利差空间并不大，所以，热钱是否会大举涌入中国，关键看人民币升值预期。2008年之后，人民币事实上又回归了钉住美元的汇率制度。人民币汇率被“冻结”了。遗憾的是，“冻结”的汇率制度无法保鲜，恰恰相反，由于汇率缺乏灵活性，积累一段时期之后，汇率调整的压力会逐渐增加，升值预期在未来两三年内会再度不期而至，到那时候，热钱流入的狂潮才会尾随而来。

当前，全球各国纷纷采取极度扩张的货币政策，全球流动性的泛滥程度甚至超过了东亚金融危机前夕的泛滥程度，也超过了世界金融危机前夕的泛滥程度。当金融危机阴晴不定的时候，流动性会潜伏不动，但一旦世界经济逐渐企稳，金融市场风平浪静，这些钱就会脱缰而出，大量的流动性会流到什么地方呢？最理想的状态是，出现了类似IT革命那样的重大技术突破，出现了新的主导产业，但是，从目前情况来看，无论是新能源、环境保护还是生物科技，距离正式的加冕登基，仍然前路渺茫，在近期内，全球流动性最容易去的地方还是新兴市场，尤其是中国。当国内的过剩流动性和国外的热钱在中国的资本市场胜利会师的时候，资产泡沫的狂欢可能就到高潮了。

是泡沫总会要破灭的，而且，泡沫越大，破灭之后的后遗症越严重。说泡沫真是言轻了。泡沫破灭之后，是长久的衰退，是漫长的调整，是失败的折磨。当年日本经济在泡沫经济破灭之后，经历了“失去的10年”，目前仍然没有恢复元气，美国经济在经历了这次金融危机之后，也要被迫承受艰难变革的痛苦。别人摔跤，我们是感觉不到疼痛的。但克鲁格曼曾经说过，经济学家唯一的样本是历史，这其中包括了我们自己的历史，也包括别人的历史。能否从历史中吸取教训，决定着我们在未来的命运。

谁说房价只涨不跌

进入2009年之后，买房的人和卖房的人都没有想到，楼市几乎在一夜之间从冬天进入了夏天。2008年下半年，地产商们普遍感觉到了压力。据说，当时万科的走廊里，灯都是隔一盏才亮一盏的。2009年之后，银行信贷突然开闸放水。原本是地产商苦苦哀求银行，现在倒过来了，银行反倒求着地产商赶紧借钱。房地产的销售量和房价一路走高，房地产投资也开始迅猛增加。2008年年底买到房子的人窃窃自喜，2009年没有赶上买房的人后悔不迭。各路炒房“英雄”重出江湖，那些声称房价要回调的学者们显得格外的迂腐和可笑。买房才是最佳投资的说法越来越深入人心。

但是，房价真的只涨不跌吗？

流行的说法是，土地是稀缺的，只有这么点地，但人口却越来越多，所以房价一定会上涨。尤其是像北京、上海这样的大城市，全国人民，甚至全世界人民都要来买房，房价怎么可能会下降呢？人们总是根据自己的经验得出判断的。过去十多年是中国房地产的黄金增长时期，我们身边随处可以找到早早买房，早早发财的事例。这些身边的事例，再加上耳边听到的“投资策略”，使得大多数人越来越相信房价会继续上涨。

任何投资品都是有周期的，股票如此，黄金如此，房地产也是如此。但是，房地产的周期来得更长，长到超过了我们的经验和心理因素所能把握的时间长度。买房很可能是我们一生中最大的一笔开支，如果是我们自己住，有可能会住上三四十年。从长期来看，房价究竟会如何变动，关系到我们每个人的财富。

经济学家现在能够找到的时间跨度最长的房价数据可能是阿姆斯特丹的房价。马萨诸塞大学的皮特·埃特赫斯（Piet Eichholtz）教授收集了1628~1973年间阿姆斯特丹王子运河（Herengracht canal）边上的房屋价格指数。《非理性繁荣》一书的作者罗伯特·希勒（Robert Shiller）教授和卡尔·凯斯（Karl Case）一起研究了美国房地产的长期价格指数，

大致可以追溯到美国从19世纪末以来的房价变动趋势。这些对房价长期变动趋势的研究结果是令人气馁的：从长期来看，房价并不像我们想象的那样会不停地上涨。

从阿姆斯特丹的案例来看，阿姆斯特丹的房价在过去350年内增长了一倍，这意味着每年房价只增长0.2%。美国20世纪90年代的房价（扣除了通货膨胀因素）跟19世纪90年代的房价相比，几乎没有增长。美国在过去100多年的时间内，真正称得上房地产黄金时期的只有两个时期，一个是第二次世界大战之后，另一个则是在20世纪90年代后期以来，即在这次世界金融危机之前美国房地产经历的疯狂上涨。

为什么历史的数据和我们的感觉相差会如此之远？首先，人们认为土地必定稀缺的想法并不完全正确。跟所有的土地资源相比，城市里面拿来开发住宅的土地面积仅占很小的比例。美国城市地区土地面积只占其国土面积的2.6%。如果大城市的土地变得越来越昂贵，那么地产商将会想办法寻找替代资源，比如提高建筑密度。未来的城市规划也会对土地价格带来很大的影响。我们退休之后愿意居住的地方很可能不是现在的大城市。中国当前房价高涨，一个重要的因素就是土地价格在房价中所占的比例过高，而这又和现行的地方财政体制有关系。目前城市土地拍卖，地价越拍越高，反映的很可能是地方政府的敛财欲望，而非土地的实际稀缺程度。地价被人为推高，房价自然会跟着虚高。

其次，人口因素的变化也会给未来的房价带来巨大的冲击。当前房价高涨，在一定程度上是和计划生育政策有关系的。由于现在的新婚夫妇都已经是独生子女，当独生子女夫妇买房的时候，往往需要双方的家庭提供财力支持，因此，当他们购房的时候，其实是六个有收入能力的人在供养一套房子：男孩和女孩，男孩的父母、女孩的父母。这或许可以解释为什么中国年轻人买房的平均年龄很小，但买的房间面积很大。高房价会进一步加剧出生率的下降。城里的人们不愿意生孩子，不是因为计划生育抓得严，而是房价太高，以至于人们养不起孩子。当出生率不断下降之后，中国将会突然进入人口老龄化社会，到那时候，对住房的需求将会急剧萎缩。如果收入不平等的局面没有得到根本的缓解，城里人的房子是无法卖给进城的农民工的，中国将会进入房地产大量过剩

的时代。

再次，中国的房地产市场仍然处于混乱的局面。既有在市场上流通的商品房，又有各种产权杂乱的央产房、军产房、小产权房。至今为止，二手房市场仍然发展滞后。这意味着中国的房地产存量中有大量的闲置，同时遗留着许多重大的历史问题和利益分配问题。这些问题都是悬在房地产市场上的达摩克利斯之剑。

最后，说实在的，让我们考虑未来三四十年的事情可能是太过奢侈了。中国的房子没有土地所有权，只有70年的使用权，饶是如此，我们居住的房子能有70年的寿命吗？就连开发商自己都承认，中国的房子平均寿命只有30年。这意味着我们买房子的时候，其实买到的房子价值要扣掉一半，或是价格要多算一倍。

一个房地产只涨不跌的神话，很可能会在不久的将来破灭。美国的房价会下跌，英国的房价会下跌，香港的房价会下跌，东京的房价会下跌，为什么中国的房价就不会下跌呢？今天的房价涨得越疯狂，明天下跌的时候，就会跌得越痛。一旦房价大幅度下跌，一些中国家庭的财富将会再度被剥夺，中国经济将会陷入长期的困顿，而那个一直被娇惯的房地产行业，将会由于过度服用兴奋剂，在没有长大之前就未老先衰。

房地产的沙堆

2008年年底，中国房地产市场曾出现回调迹象，很多房地产商觉得冬天可能就要来了。据说当时南方有一家规模很大的房地产公司，员工去领圆珠笔，已经不发整支笔，而是只发笔芯了。但是，在世界金融危机爆发之后，中国房地产业因祸得福，几乎在一夜之间，从冬天进入了夏天。在事实上极度宽松的货币政策和一系列针对房地产的优惠政策刺激下，中国的房地产市场经历了爆发性的增长。

从房价收入比（住房价格与城市居民家庭年收入之比）、房价租金比（住房价格与房屋月租金之比）和空置率（空置商品房面积与可供应商品房总面积之比）等指标来看，均可判断，中国的房地产市场已经出现了严重的泡沫。一般来说，发达国家的房价收入比是1.8~5.5，发展中国家为4~6。在美国，中等收入家庭用3~5年的收入就能买到一套独用住宅，在中国，普通城市居民家庭以整整10年的收入，也未必能买到一套“蜗居”。

中国社会科学院发布的《房地产“蓝皮书”》中谈道，城市房价对农民和农民工来说更是高不可攀。房价与农民工的年收入之比更是达到22倍，与农民的年收入之比更是逼近30倍。一个农民，不吃不喝30年，也无法在城市中拥有一个容身之所。单从房价这一点来看，农民进城——实现城市化几乎是遥遥无期的。他们只能是城市繁华世界中的匆匆过客。

另一方面，当前的房价租金比已经超过了400，比一般的国际水平高了两倍还多。租金不如月供多，反映出当前房地产市场上的投资投机成分是相当大的。

所有的泡沫最终都会破灭。中国的房地产泡沫迟早也会破灭。但是，为什么房价到现在为止还是一路上扬呢？

出于诚实，我必须承认，经济学家最不擅长做的事情就是预测。不单我不擅长，比我牛得多的经济学家也会预测错误。近日重读克鲁格曼

的书，偶然发现他在2002年就已预言，美国的房地产市场已出现泡沫，很快就会爆发金融危机，变得像20世纪90年代的日本一样。结果呢？2003年，他错了。2004年，他错了。2005年，他又错了。2006年，看起来他该对了，但是还是错了。直到2007年，美国金融危机如海啸一般汹涌而来，他的预测终于应验了。

这个故事说明了什么？说明市场是个复杂的系统，我们无法准确地预测下一个时点会出现什么情况。凡是复杂系统，从本质上说都是无法预测的。

你到沙滩上散步，看到一个孩子在玩沙子。闲来无聊，你也跟孩子一起堆起了沙堆。松散的沙子会逐渐形成一个像金字塔一样的沙堆。随着沙堆慢慢变高，也就会变得越来越陡峭。到最后，这个沙堆就会突然崩塌。丹麦物理学家巴克（Per Bak）就曾经思考过这个问题。假设我们一粒一粒地把沙粒堆起来，到什么时候，你再往上面增加一颗沙粒，整个沙堆会突然崩塌呢？

这个问题看似简单，却难倒了全世界的科学家。在第一阶段，沙粒落下之后，并不是散落各处，而是互相组合，慢慢形成一个锥形体，这就是物理学家所说的“自组织过程”。但是，到第二个阶段，沙堆会变得非常不稳定，再增加一颗沙粒，就会导致整个金字塔的崩塌。但问题在于，我们不知道哪颗沙粒会导致沙堆崩塌。可能再掉下来一颗沙粒，就会导致沙堆崩塌，但也可能再落下上千颗沙粒，沙堆仍然岿然不动。

中国的房地产市场目前已经进入了第二个阶段，变成了一个不稳定的体系。泡沫随时可能破灭，但我们无法预测何时会破灭。从短期来看，恐怕中国的楼市还会继续暴涨。2010年，货币政策仍然会保持宽松，大量的热钱可能会流入中国，居民的通货膨胀预期越来越强烈，所有这些因素都可能导致房价走高。

而且，金融理论的最新发展已经表明，过去我们信奉的“有效市场”假说是有缺陷的。资产价格并不是在超过基本面支撑的内在价值之后就会马上下跌，在低于基本面支撑的内在价值之后就会马上上涨。投资者往往是非理性的，金融市场上的“羊群效应”会经常发生。当房价走

高的时候，会带动更多的人买房，导致房价继续增高，房价增高，会导致更多的人买房，又会推动房价继续增高，这是一个“自我实现的预言”。所以，我们往往会看到，当牛市刚刚出现的时候，资产价格的上涨会比较缓慢，但是到牛市快要崩溃的时候，恰恰是资产价格上涨最为疯狂的时候。

中国的房地产市场已经变成了一个击鼓传花的游戏。你如果现在再去买房，唯一能够从中赚钱的办法就是，找到一个比你胆子更大的人，让他接你的下一棒。但你怎么知道自己不是那个接最后一棒的人呢？照理说，城市居民买房者，一定不是中国城市化赛跑中跑最后一棒的，接最后一棒的应该是农民工。农民工变成城市新市民的时候，才是中国城市化最后成功的时候。遗憾的是，中国的农民工太穷了，太累了，看来这次他们是没办法接上最后一棒了。所以，在中国的房地产市场上，最悲惨的人是那些接倒数第二棒的人。

他们是谁呢？

全球化列车晚点城市化列车超员

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。

进入20世纪90年代之后，中国进入了对外开放加速的新时期。外国资本大量涌入中国，农村的剩余劳动力滚滚流向东部沿海。在这一时期，国际分工和国际贸易也发生了巨大的变化。过去的国际贸易是产业间的贸易，比如中国生产劳动力密集型的产品，美国生产资本密集型和技术密集型的产品，再互相交换，因此令中国人有了“一亿双鞋子换一架飞机”的感慨。20世纪90年代之后，出现了产业内的分工，任何一个产业，都会有劳动密集型的生产环节，这些生产环节大多可以被转移到中国，于是，中国加入国际贸易的机会一下子大大增加。

2008年，美国金融危机的海啸冲击了中国的出口部门。中国的出口在2008年第四季度经历了急剧下滑。2009年以来，出口形势略有好转，但是，考虑到美国经济仍然没有出现持续复苏的信号，而且美国居民的储蓄率在短期内增长较快，预计美国贸易逆差的减少也会加速，这意味着中国的出口将进入一个漫长而漆黑的隧道。全球化的列车晚点了，很多坐车的人等不及下一班车到站，纷纷要求退票换车了。

除了全球化，中国还有城市化的列车。中国的城市化率从1978年的17.9%一路上升到2008年的45.7%。在未来10年，中国的城市化率仍然将以年均1%~2%的速度提高。城市化带来的不仅仅是楼房和道路的建设，而且还意味着生产要素在地域上的重新配置和优化。城市的空气是自由的。在这里，创新将集聚，创业将扩散。

当全球化的列车晚点之后，从这趟车上下来的乘客争先恐后地要挤上城市化的列车。2009年，中国的房地产几乎是在一夜之间，从冬天迈入了夏天。房价不停地上涨，地价不断创出新高。极度扩张的货币政策对助长房地产的“繁荣”负有直接的责任，另外，上车的人多，车上的座位少，也是导致房地产业异常火爆的一个原因。

全国房价上涨速度最快的地方，不是上海和北京，也不是杭州和深圳，而是温州一个不起眼的县级市：瑞安。在这个小小的县城，房价甚至超过了北京和上海的水平。温州以炒房著称，而这其中的一个原因，就是过去的温州商人主要从事制造业，靠出口赚钱，但制造业已经是千军万马过独木桥，赚了钱的温州商人，不愿也不敢再对出口投资，就转而搭上了城市化这趟列车，他们的真实意图不是为了坐车，而是为了炒作车票。这些投机者看准的，就是想上城市化这趟列车的人会越来越多。

在黄牛党的队伍中，陡然又增加了国有企业的身影。近几年拍卖出来的天价地王，几乎都有国有企业的身影。这些国有企业并非都是专门做房地产开发的，它们之所以涉及这一领域，无非是看中了房地产的丰厚利润，而且凭借其融资成本低的优势，先圈钱，后圈地。上车之后，先占座，占好座。

国有企业不计成本地拿到了土地之后会做什么呢？第一种可能是自己不开发，到手卖给别人开发。但谁会是后面的买家呢？下家想把地王迎娶回家，需要付出的成本比当初的天价更高。土地的价格越高，开发的风险就越大。谨慎的开发商一定会知难而退。或许，这些土地投资会成为国有企业的“走麦城”，并将再次印证盲目多元化是企业走向绝地的必由之路。

第二种可能是国有企业拿到土地之后真的要摇身变为开发商了。这将意味着房地产领域国进民退的故事再度上演。房地产业原来是一群民营的房地产商的天下。这群房地产商有着敏锐的商业嗅觉，高超的商业技巧，逐利而来，饱食而去。但是，当国有企业进入房地产业之后，这些原本坐在头等舱的房地产商们，可能就要被排挤到二等舱或三等舱去了。

在非洲的原野上，鬣狗和狮子都是食肉动物。鬣狗外表丑陋，但智商极高。它们行动迅速，耐力极强，听觉和嗅觉都很敏锐，捕猎技巧高超，捕食成功率比狮子还高。鬣狗善于团队作战，集体围捕羚羊、斑马、角马，往往不在话下，甚至可以杀死半吨重的非洲野牛。但是，当鬣狗打下猎物之后，狮子就会施施然地赶来，把鬣狗赶跑，享受鬣狗的

猎物。鬣狗们只能在旁边垂涎欲滴地看着，等到狮子们走开，才能过去啃啃剩下的骨头。一直以来，人们都以为鬣狗是食腐类动物，其实，这是因为狮子们抢走了鬣狗的食物，鬣狗才不得不吃腐烂的肉。

房地产行业是不是也会和石油、电力、铁路一样，变成了一个国有部门呢？或许，中国城市化的前半场比赛已经踢完了，到下半场，上场的球员可能会不一样，比赛的规则可能也会不一样，甚至，上半场踢的是足球，下半场可能会改成打乒乓球.....

什么会刺破中国的房地产泡沫？

2008年年底，房地产市场曾经出现过回调的迹象。当时，很多房地产商感觉到，冬天可能就要到来。但是，美国金融危机爆发之后，房地产业却因祸得福。2009年，房地产业几乎在一夜之间，从冬天进入了夏天。在极度宽松的货币政策和一系列针对房地产的优惠政策刺激下，中国的房地产业经历了爆发性的增长。2009年中国房价连续10个月上涨，而且涨幅越来越快。从最近的一系列政策变化可以看出，政府已经开始对房地产泡沫表现出关注和担忧。但是，中国房地产的泡沫究竟会怎样被刺破呢？

首先，回答一个老问题：为什么要关注房价的上涨？如果房子只是一种“正常市场”上的“正常商品”，供求决定价格，它爱高就高，爱低就低，政府管它做甚？问题在于，房子不是一种普通的商品。首先，住房是人们的基本需求，如果低收入家庭无房可住，就成了社会问题，就需要政府解决。其次，在中国，房子还是投资品。由于中国的储蓄率居高不下，但银行存款利率却低得可怜，逼得中国的老百姓一定要去投资，好让自己的血汗钱不贬值。投资什么呢？看来看去，无非股票和房子，两相比较，房子似乎还更加靠谱，所以，买房子的人越来越多。理解中国房地产市场的变动，一定要把房子当做投资品，要用金融市场的逻辑理解房地产市场的波动。

如果房价上涨，会带来两个问题。第一，房价上涨，会拉动房地产投资增长，而房地产几乎成了中国经济中硕果仅存的“支柱产业”，所以，房地产投资的过快上涨，最终会带来经济全面过热，通货膨胀抬头。还记得2007年猪肉价格上涨吗？很多学者说，那是因为猪得了蓝耳病（即猪瘟疫），其实，猪肉价格上涨最重要的原因是农民都进城盖房子了，养猪的农民越来越少，吃猪肉的人越来越多，猪肉价格不涨才怪。第二，房价上涨，会吸引更多的企业投资房地产。从单个企业的角度来说，这无可厚非：制造业不赚钱，服务业不让赚钱，只好投资高利润的房地产行业。但是，设想一下，如果所有的企业都成了房地产企业，这个经济体系就会变得非常脆弱。森林中不能只有一种树，经济体

系中也不能“罢黜百家，独尊一家”。在复杂的经济系统中，如果所有的企业都变成“同质”的，那将是非常危险的事情。

更令人担心的是，过快的房价上涨会导致房价突然暴跌。当牛市刚刚出现的时候，资产价格的上涨会比较缓慢，但是到牛市快要崩溃的时候，恰恰是资产价格上涨最为疯狂的时候。这就是行为金融学所说的“羊群效应”：所有的人在贪婪的时候一起贪婪，在恐慌的时候一起恐慌。由于中国没有经历过一次完整的房地产市场从涨到跌的周期，所以“羊群效应”在中国表现得更加疯狂：人人都是“喜羊羊”，没人害怕“灰太狼”。

然而，是泡沫就一定会破灭的。假如房价疯狂下跌，我们都在一条船上，谁都跑不掉：地方的土地财政将出现巨大的窟窿，银行的土地开发贷款、对房地产商的贷款以及对买房人的按揭贷款都会成为坏账，涉及房地产开发的企业资产负债表会急剧恶化，指望买房养老的中国家庭也会陷入困窘和绝望。假设中国没有办法绕过这道险关，以前二三十年的经济繁荣，都可能会在一夜之间化为乌有。当年，日本在高速增长时期，年均GDP增长速度超过10%，但是在20世纪90年代泡沫破灭之后，一下子进入了零增长率的泥潭，都说日本有“失去的10年”，事实上到现在都失去20年了，自民党都下野了，经济依然毫无起色。日本的教训，可为殷鉴。

什么会刺破中国的房地产泡沫呢？主要看两个因素：一是流动性；二是杠杆率。流动性决定了房价会不会提高，杠杆率决定了房价下跌对实体经济的冲击有多大。从表面上看，这两个因素对中国楼市都是利好。

先看流动性。2009年，为了应对美国金融危机的冲击，中国采取了极度扩张的货币政策。一年时间，银行新增加的贷款超过10万亿元。货币发行过多，在短期内不会马上引起通货膨胀，因为商品和服务的价格调整是有“黏性”的，调整起来很慢，但是，股市和楼市却可以被迅速推高。正是由于大量的资金流入股市和楼市，才导致了2009年的火暴牛市。我们估计，2009年至少有6万亿元流入了股市和楼市。那么，2010年的流动性还会有这么多吗？可能会减少一些。如果还是像2009年这样

的刺激力度，我们预测2010年中国的GDP增长率会达到16%！但是，我们很难设想政府会猛踩刹车。估计2010年中国的货币供应量增长仍然会在20%左右，2010年还是“不差钱”。流动性多就意味着房价会继续上涨。

再看杠杆率。中国的房地产市场和其他的市场很不一样。比如，中国人尽管很穷，但是买房的都是年轻人，而且一买就是大房子。这是因为年轻人买房的时候往往都要依靠双方的父母，是整整一个大家庭的人来供养一套房。而且，越是有钱的人，似乎在买房子的时候越不用按揭，拎着一口袋现金就付全款。从最近两年按揭贷款的数量和商品房销售额推断，靠按揭买房的大约只占1/5。还有，中国人买房的首付比率是比较高的，至少是20%，买第二套房子可能得首付40%~50%。单从房地产市场来看，中国的杠杆率远远比美国、日本都要低。杠杆率低就意味着中国的房地产市场更加有抗跌性。

遗憾的是，中国的房地产市场看似风平浪静，实则暗流涌动。刺破中国房地产泡沫的导火索，很可能不在房地产市场上。

第一，货币政策的调整最有可能导致流动性的减少。美国金融危机爆发之后，中国经济实现了强劲的V形反弹。展望2010年，中国经济仍然可能会保持较高的经济增长，但值得担心的问题是，如果增长速度过快，就会带来全面过热和通货膨胀。我们预测2010年的通货膨胀率仍然会在3%左右，但从2009年的趋势来看，通货膨胀会逐渐升温，到2009年年底可能会升高至4.9%左右。假设通货膨胀再度抬头，中国人民银行就会采取加息或其他紧缩政策，一旦流动性收紧，房价很可能应声而落。更具意味的是，2010年如果出现过热，祸根很可能是在房地产部门。房地产投资增长越快，房价下跌的概率就越大。房地产企业大干快上的结果，是给自己挖一口更深更大的坑，到时候栽进去。

第二，尽管按揭贷款的杠杆率不高，但是房地产商贷款的杠杆率却很高。中国的房地产商严重依赖银行贷款。回想2008年下半年，银根紧缩几乎让一批房地产企业破产。房地产商贷款的杠杆率很高，地方政府贷款的杠杆率比房地产商贷款还高。各地政府的融资平台杠杆率高到什么程度，我们望都望不到顶。各地政府需要这么多的贷款，主要用于基

基础设施投资。不幸的是，这一轮基础设施投资中，很可能会有大量的重复建设、豆腐渣工程、无法带来正收益率的项目。今年明年，项目没有完工，问题也不会出现，但两三年之后，竣工剪彩之日，就是问题浮出水面之时。地方政府一旦出现财政压力，银行的坏债很快就会增加。坏债增加之后，银行就会不得不收缩信贷。房地产企业随之会出现资金周转的问题，银行对房地产企业的贷款也会进一步恶化，于是银行就会不得不进一步收缩信贷。所谓“城门失火、殃及池鱼”，风险从来都不是能够完全隔断的。多米诺骨牌效应，可能会在中国的房地产市场再度上演。

所以，看中国房地产市场的拐点，不能只是看房地产。货币政策的调整、银行坏债的增加，是悬在中国房地产市场头顶的达摩克利斯之剑。最大的风险很可能不是在2010年，而是在更晚的时候，但中国房地产调整的时刻来得越晚，要栽的跟头就越狠。

第八章最后一次改革

底线

据说，纽约的一只蝴蝶扑扇一下翅膀，最终可能会使北京出现风暴。那么，如果从太平洋彼岸过来的是一场海啸呢？在那段时间里，整个世界都屏住呼吸，看着华尔街的金融危机一天天恶化。美国金融海啸的波浪一波一波地传到了全球经济的每个角落。当这场金融海啸到了中国的时候，会给中国经济带来怎样的地震？

就在2007年下半年，当次贷危机已经演变为一场席卷全球的金融危机之后，中国仍然在远处旁观。很多国内的官员和学者都不愿意承认次贷危机对中国会有很大的影响。他们似乎过于迷信在一些投资银行中流传的“脱钩论”，即中国的经济增长已经和美国的经济增长脱钩了，尽管美国经济会出现下滑，中国经济仍然会高速增长。从表面上看，这种乐观的情绪似乎是可信的。2007年，中国的GDP增长率几乎达到12%，连续5年，中国的GDP增长率都超过了10%。谁能相信一个开足马力前进的巨大的经济体，会突然之间失去动力呢？

其实，从2007年年中，我们就隐约观察到了冰上的细微裂痕。2000年之后，中国的出口增长速度年均超过20%。出口成为推动中国经济增长的重要源泉。2007年，净出口对GDP的贡献将近1/3。但是，2007年的第二季度，出口订单就开始陆续减少了。2008年之后，出口形势更是急转直下。

慢性病

出口的恶化并不仅仅是由于来自全球金融危机的传染病，至少到目前为止，出口出现的问题大多反映为过去几年积累的慢性病。

第八章最后一次改革过去几年，中国的进口价格开始不断提高。中国进口的产品主要是能源、矿产品和农产品，这些产品的供给是相对缺乏弹性的。中国进口的增长速度超过了国外的供给增长速度，因此这些产品的进口价格不断提高。石油、铁、铜、大豆，几乎所有中国购买的产品，价格都出现了急剧的上涨。中国出口的产品主要是制造品。随着

技术的进步，制造品的价格不断下降。进口价格提高而出口价格下降，中国的贸易条件不断恶化。

过去几年，中国的沿海地区出现了“劳工荒”。劳动力的工资在过去十多年里都没有上涨，但到了最近几年，劳动力的工资开始以每年10%~20%的速度上涨。中国社会科学院的蔡昉教授甚至认为，依靠廉价劳动力的“人口红利”已经消耗殆尽。

自20世纪90年代中期以来，中国一直保持着贸易顺差。中国之所以能够出口如此多的产品，一方面是由于中国人勤劳肯干，由于中国的生产能力不断提高，在全球市场上，中国是唯一一个既和美国竞争，又和非洲竞争的国家。但是，另一方面，这也是由于一系列要素价格的扭曲，比如能源的价格是廉价的，电力的价格是廉价的，劳动力的价格是廉价的，资本的价格是廉价的，汇率也是低估的。错误的价格导致资源的错误配置，大量的资源进入出口部门，千军万马过独木桥。

尽管进口成本上升、劳动力成本上升、环境保护成本上升等问题在四五年前就已经可见端倪，但中国的出口企业仍然如同温水中的青蛙，不觉得未来会有多大的风险。尽管我们已经看到在广东、浙江一带已有大批的中小企业倒闭，但是出口部门最寒冷的冬天还没有到来。中国之所以能够保持较大的贸易顺差，是由于美国保持了较大的贸易逆差。美国贸易逆差的根源主要是美国的居民储蓄过少、消费过多。但是，随着美国金融危机的爆发，美国的居民将被迫储蓄更多、消费更少，这将导致美国的贸易逆差不断减少。事实上，过去两年美国贸易逆差的减少速度已经出乎很多经济学家的意料。如果美国人减少消费，就一定会减少对中国产品的进口需求，中国的出口必然出现下滑。海啸即将登陆，但一大批出口企业必然仍旧恹恹惶惶地待在拥挤的海滩上。如果我们不去帮助它们，让它们离开险境，且离得越早越好，离得越远越好，那么，当大洋彼岸的海啸真的到来的时候，依然身处险境的企业可能死无葬身之地。

人质

中国的金融机构在美国金融危机中的直接损失是相对较小的。这不是因为中国的金融机构在控制风险方面的能力更强，或是有预知未来的能力。中国没有出大事，是因为我们的运气好。凡是我们犯错误的时候，总有人犯比我们更大的错误，这才提醒了我们，原来有些事情是不能做的。遥想东亚金融危机前夕，中国曾经想推行资本账户的自由化，但东亚金融危机的爆发使我们认识到，资本管制原来是隔绝国内经济和国外投机资本的防火墙。这次，中国的金融机构并非没有涉足次级抵押贷款的金融产品，而是当我们刚刚开始犯错误的时候，华尔街就爆发了金融危机，这才提醒了我们，对外投资的风险是巨大的。

但是，不要忘记，中国还有将近2万亿美元的外汇储备。如今，我们的外汇储备正处在深度套牢的状态。中国的外汇储备中大约70%是美元资产。如果我们抛售美元，美元将急剧贬值，中国的外汇储备会迅速亏损，但是如果我们仍然持有美元，从长期来看，美元仍然有贬值的风险，中国的外汇储备很可能会缓慢缩水。中国已经被绑架，成了人质。

我们何以会到这样的地步？这恰恰是昨日的成功，酿成了今日的苦果。中国的外汇储备一部分来自于贸易顺差。中国人辛辛苦苦生产出来价廉物美的产品，出口到美国之后，换回的美元，其实不过是一张张绿色的小纸片。我们的外汇储备，还来自于源源流入的外商直接投资。很多政府官员都认为，引进外商直接投资是多多益善的，但是，不要忘记，中国的国内储蓄是大于国内投资的。尽管中国人很穷，但是中国人是不缺钱的。既然不缺钱，我们为什么要引进外国人的钱呢？引进外资的唯一理由是吸收国外的先进技术和先进管理经验，但遗憾的是，从很多案例中可以看到，我们并没有通过引进外资提高中国的研发能力和创新能力，我们引进的只是外国的钱。借钱是要付利息的，我们引进外商直接投资后，要付的利息就是外商投资的利润率。根据世界银行的一项研究，在华外资企业的投资收益率达到了20%以上。我们投资美国国库券的收益率又是多少呢？顶多3%~4%。想象一下，一个穷人，以20%的利率从一个富人那里借到钱，然后又用3%~4%的优惠利率把这些钱贷给那个富人！在中国过去的发展战略中，掩盖着巨大的福利损失。

底线

过去10年是全球化的黄金时期。中国从全球化中获益良多，如果说美国是全球化最大的受益者，那么中国很可能就是第二大受益者。中国融入全球化正好是在过去十几年世界经济高速增长的时期。中国融入全球化之时，恰逢美国实行低利率的时期，全球金融市场上流动性充裕，大量外资涌入中国；中国在20世纪90年代后期尽管也经历了东亚金融危机的冲击，但得益于国际分工深化，中国的出口开始不断增长；中国在加入世界贸易组织之前曾非常担心“狼来了”，但这次中国的运气又是非常之好，全球经济一片红火，带动了中国的出口迅猛增长。

但是，繁荣背后蕴藏着危机。20世纪末和21世纪初，悬在全球经济头上的达摩克利斯之剑就是全球国际收支失衡。一边是美国贸易逆差的不断扩大，另外一边是东亚、中东等地区的贸易顺差不断膨胀、外汇储备越积越多。从表面上看，这种体系是稳定的。中国、日本和其他一些贸易盈余国对美国出口，并将获得的美元用于购买美国国债，为美国的贸易赤字提供融资。但这种格局是无法永远持续下去的。无论是美国的贸易赤字，还是中国的外汇储备，在超过了一个较为合理的规模之后，过度的膨胀必然孕育着巨大的风险。如何打破这种不合理的格局？在全球经济高速增长时期，是找不到出路的。美国无节制的消费者和中国拼命赚钱的出口企业都不愿意有所改变。在过去十几年，中国经济成了美国经济的镜中倒影。表面上中国辉煌的出口业绩、“世界工厂”的桂冠，慢慢地已经露出斑斑锈迹。

底线在什么地方？底线在于回归常识和理性。只有认认真真地做品牌、做营销，才能建立成熟的企业，过去依靠雪花般飞来的订单，热衷于做贴牌生产，看似识时务，其实是投机取巧。只有努力培育国内需求，改善国内民生，才能为持续的经济增长铺平道路，一味寄希望于外部需求，看似心胸开阔，其实是避重就轻。

十字路口

政府的政策一定要调整。亡羊补牢，犹未晚矣，如果今天能够利用来自外部需求减少带来的挑战，加速结构调整，必然会为中国未来的长久发展创造更坚实的基础。过去，我们对基础设施投资太多，但对人力

资本投资不足；我们的制造业发展日新月异，但服务业却沉疴不起；我们的储蓄居高不下，但国内消费却迟迟难以启动；我们长于占领国际市场，却拙于推动国内竞争……种种隐患，在高速增长时期可能被暂时掩盖，在外部环境日益恶化的时候，问题将被醒目地暴露。

企业也必须调整。今日之痛，源于昨日的大意和懒惰。中国的出口企业之所以身陷困境，不是因为出口太多，尽管全球化面临退潮的风险，但全球贸易将一如既往地继续提高全球福祉；我们之所以身陷困境，也不是因为做制造业，在未来的世界市场上，最具有竞争力的制造企业一定是中国的。我们过去习惯了简单的赚钱方式，依赖于优惠政策，依附于国外订单，没有自己的品牌，没有自己的销售队伍，没有自己的研发，当外部市场风云突变之后，中国的企业突然发现自己是如此孤单。《世界是平的》一书许诺我们，只要加入全球化，登上“日益平坦”的世界舞台，就会后来居上，实现繁荣。但是，那个平台还不是我们的，它是别人的，如果舞台上的明星匆忙谢幕，那我们快乐的跑龙套生涯也会很快结束。

该是做功课的时候了。我们奉为榜样的老师已经没有了，我们习惯的高速增长可能要结束了，我们走的路突然没有了。十字路口，歧路徘徊。走哪条路？走过去的路，必然是死路一条，走陌生的路，必然是荆棘丛生。有挑战才有应战，选择最艰难的路，才最令人踏实。中国能否迎来持久的繁荣，尚待朝着正确的方向迈出坚定的步伐。

应对失业洪水 点亮改革之灯

2009年我们应该最关心什么？是8%的经济增长率吗？保持经济稳定快速增长当然是重要的，但是当失业的山洪滚滚而来的时候，谈论经济增长率的数字似乎显得太苍白了。2009年中国遇到的最大挑战将是失业的压力。失业洪水出现了两次惊心动魄的洪峰。

第一次失业洪峰在2009年春节之后到3月。按照以往的惯例，农民工在春节之后会返回城市，寻找打工的机会。但是，受到全球金融危机和国内经济下滑的影响，吸纳农民工就业最多的两个行业，出口行业和房地产行业都已经成了重灾区。根据陈锡文的估计，在1.3亿外出就业的农民工中，大约有15.3%，即2 000多万农民工是因为失去了工作或找不到工作被迫返乡的。春节之后，这些农民工该怎么办？回到沿海地区，沿海地区已经盛况不再；留在当地，很难想象相对落后的中西部地区能够为这么多的返乡农民工提供就业岗位。

第二次失业洪峰在2009年6~8月，这是每年大学生毕业和找工作的时候。2009年有611万应届毕业生，加上往年没有找到工作的学生，到2009年夏天，劳动力市场上将涌入将近1 000万大学生，势如潮水。根据2009年中国社会科学院《社会蓝皮书》的预测，2009年大学生的失业率将超过12%。这可能还是保守的估计，其实2008年毕业的560万大学生中，到2008年年底还有150万人没有找到工作，这一比例逼近了1/4。2009年的就业形势，只会更加严峻。

一旦失业洪水决堤，其后果不堪设想。农民工的组织性其实超过了我们的想象。常人以为农民工到了城市里面就变成了散沙，没有组织，也没有集体行动的能力。中国农民工确实没有工会，但是到城市的农民工大部分是通过同乡、同宗的关系相互联系的，他们有自己的社会网络，尽管这一社会网络的下半部分扎根在农村，只有上半部分的枝丫显露在城市。在社会急剧变迁的过程中，农村的宗法势力已经逐渐抬头，在很多地区俨然已经实际上控制着农村社会的秩序。当今社会信息的沟通和交流已经无法屏蔽，而同宗同乡的社会网络却具有极其有效的号召力，这很容易导致更多、程度更激烈的群体性事件。农民工的无助程度

也可能超过我们的想象。常人以为，农民工没有了城市的工作，至少可以回家种地。但是，很多农民工在进城的时候已经将自己的土地转包给了别人，他已经没有自己的土地了。而且，很多农民工从十几岁就外出打工，即使他仍然有自己的一小块土地，他很可能已经不会种地了。在既没有医疗保险，又没有失业养老保险的情况下，仅仅依靠土地为农民提供社会保障，已经越来越行不通了。如果农民工想回城市回不去，想留在农村留不住，没有土地也没有工作，绝望之下，极有可能导致更多的恶性事件发生。

亨廷顿在《变革社会中的政治秩序》中谈道，在大多数现代化国家之中，“城市往往是国内反对派的中心；中产阶级是城市反对派的集中点；知识分子是中产阶级反对派内部最活跃的集团；而学生则是知识分子内最有内聚力也最有战斗力的革命者”。但是，革命一定要出现一个联盟。在社会存在越来越多的不满，但是并没有出现暴动的时候，一定是学生和农民之间难以沟通、没有共鸣。但如果在短短一年之内，农民和学生的就业状况都急剧恶化，我们很难想象，绝望的农民遇到绝望的大学生之后会出现什么样的局面。

尽管2009年就业形势严峻，但是，从另外一个角度来看，这恰恰是加速中国进一步改革的契机。洪水固然会泛滥成灾，但是其中也蕴藏着巨大的能量，如果能够有效地利用洪水的能量，便可以化危机为机遇。历史的演进往往如此，有压力才有反应，有应战才有挑战。失业的洪水看似可怕，其实正好为改革提供能量，点亮改革之灯。

发轫于1978年的改革可为佐证。在计划体制时期，国家和公民之间实际上存在着一个隐含的社会契约。“劳动人民当家做主”这句渐渐褪色的标语，形象地描述了当时的社会契约。所谓劳动人民，即国家有为公民提供就业机会的义务，而作为回报，公民对政府提供合法性支持。但是，在计划体制时期，真正享受到就业权利的只有城市里面吃公家饭的人，包括政府机关、事业单位和国有企业的员工等。即使如此，随着人口增长，政府也越来越难以继续通过国有部门提供就业机会。为了解决城市中的就业问题，政府从20世纪50年代就开始组织城市中的年轻人到边远农村建立农场，“文化大革命”之后，更是动员大批知识青年上山下

乡。

但是，这种做法显然不是长久之计，很多中国人的家庭被生生地分割开，而且一代人的青春也被无谓地消耗掉了。邓小平上台之后，让知识青年回城，无疑是做了一件深得人心的好事。但是，就业压力随之而来。到1979年，返城知青大约有1 700万人，加上320万没有就业的留城青年，大约有2 000万没有工作的年轻人，这数字相当于当时中国城镇人口的1/10。没有工作的回城青年很快出现了不满和焦躁的情绪，当时各地不乏包围火车站、包围市政府要工作的群体性事件。解决就业成了政府的心头之患。正是由于严峻的就业压力，习惯于计划体制的共产党“置之死地而后生”，摒弃了过去的教条，锐意探索新的道路。1978年10月召开的“全国知识青年上山下乡工作会议”上，当时还是北京大学讲师的厉以宁，提出了通过股份制解决就业问题的思路。究其本源，政府之所以采纳股份制改革的建议，不过是就业压力太大，什么药都想拿来试一试。

如今，中国经济又到了调整发展战略的十字路口。解决农民工和大学生的就业问题，不能指望零敲碎打的政策，而是必须得做一篇大文章。为什么农民工会遇到就业压力？是因为出口行业在过去几年出现了畸形的发展，政府和企业盲目追求出口的数量，无节制地消耗以农民工为主的廉价劳动力。整整一代农民工的青春被消耗在喧闹而杂乱的加工工厂里。他们的技能几乎没有得到任何提高，收入水平一直难以上升，工作环境和福利待遇难以得到改善。为什么大学生的就业会出现问题？就是因为我们的产业结构与教育体制严重不匹配。适合大学毕业生的工作大多是在现代服务业，但中国的服务业恰恰发展滞后。其根源就是支柱性的服务性行业无不受到政府的过度管制，甚至是直接垄断。过度管制和政府垄断的后果是服务业供给不足、质量奇差、价格昂贵，需求最终也会受到严重抑制。教育的失败本身就是一个例证。中国的大学，最大的成功之处就是把一群青春洋溢的孩子圈在围墙的里面，没有让他们窜到大街上游荡；中国的大学，最大的失败之处就是没有让这些孩子在学校里面学到有用的东西。

失业洪峰滚滚而来，应对得当，中国的新一轮改革就将冲决障碍，

东流而去；应对不当，这股洪水可能导致决堤，后果不堪设想。

近看是V，远看是W

中国的宏观经济数据越看越乐观，很多指标看上去都很像出现了V形的反转。全球经济一片黯淡，中国经济却似乎风景独好，2009年第二季度GDP同比增长速度可能逼近8%，第三季度很可能超过9%。美国三大汽车巨头陷入危机，通用汽车申请破产保护，中国这边汽车却卖得异常火爆，2009年汽车销量突破了1 000万辆，达到1 364万辆。美国的房价仍然在下跌，中国的房价却开始上涨了。全球股市依然低迷，中国股市已经疯狂反弹。咦，奇怪了，不是都说全球经济正在经历1929~1933年大萧条之后最严重的危机吗，我们在2008年第四季度也曾跟着惊慌了一阵，怎么这么快就完事了？

有一种可能性是，我们站得太近，所以看到的是V。如果倒退两步，再仔细看，看到的或许就是W。到目前为止，我们还无法排除中国经济出现二次探底的可能性。而且，短期的反弹越是迅猛，出现二次探底的概率就越大。

扩张性的财政政策和货币政策，是中国经济服下的两剂猛药。相比之下，扩张性的财政政策有些冲劲不足，扩张性的货币政策却实在大胆有余。2009年6月银行新增信贷1.5万亿元，按照这样的速度，2009年全年的信贷增长可能超过10万亿元。信贷闸口放水之后，大量的资金首先流入基础设施建设项目。2009年5月之后，居民住房贷款开始加速增长，大量的资金又随之流入房地产市场。宽松的信贷政策，浇灌着固定资产投资的高速增长，而在消费和出口都萎靡不振的情况下，固定资产投资就是中国经济的输液瓶。

一般来说，若像这样敞开来放水，最终总会泛滥的。货币发出去了，是不是通货膨胀就会接踵而至呢？切莫着急。且坐好了，等着看一部跌宕起伏的三部曲吧。其实我们从2005年就经历了这样的一波三折，只不过这一次，很可能会更加有戏剧性。政府从2003年、2004年就开始关注经济过热，并实施宏观调控。但从2005年起，货币政策悄然转向，广义货币超速增长。货币突然增发之后，首先起来的不是通货膨胀，而是资产价格泡沫。这是因为，商品的价格是有黏性的，不可能说变就

变，得慢慢预热，但股票价格说涨起来就能涨起来。演到第二出戏，就轮到资产价格泡沫和实体经济过热同台亮相了。2007年，股市从2 600点飞涨至6 000点，经济增长超过了13%。然而，到了2008年，股市的财富突然之间灰飞烟灭，实体经济急转直下。泡沫、过热、衰退。这三部曲，谢幕不久，今日犹历历在目。

历史仿佛在重演。2009年货币政策的扩张程度远远超过2005年，资产价格上涨速度之快也很可能超过上一轮牛市。到了2009年下半年，股市、楼市暴涨，虚幻的繁荣就会随之出现：房地产开工的项目可能会增加，农民工又回到城里盖房子了；养猪不如盖房赚钱，养猪的农民就会越来越少，猪肉价格又会涨起来了。农产品价格上涨了，通货膨胀恐怕就要登堂入室了。经历了美国金融危机之后，中国的潜在经济增长率应该被调低的，因此，哪怕2009年的增长率只有8%、9%，其实可能就已经是过热的信号了。最后，等到人人都看到通货膨胀和经济过热的时候，政府再想调控，不猛踩刹车是停不下来的，但一旦踩得过猛，发动机可能就熄火了。

有没有可能避免这种结局呢？

出路之一，是美国经济出现了意想不到的好转。美国人又开始买东西了，而且还和过去一样爱买“中国制造”的产品。这样，中国的出口就上去了，过去的好日子就又回来了。但是，这很难。美国的失业率已经超过了9.5%的警戒线，工资水平也在下降，美国居民的收入将继续下降。在泡沫经济时期负债累累的美国家庭，哪怕有了点钱，也会首先想到还钱，而不是消费。不要以为中国产品都是生活必需品，美国人一定得买。恰恰相反，美国现在财务最困难的就是中低收入家庭，而中低收入家庭购买的中国货最多。过去的好日子，真的是一去不复返了。

出路之二，是中国的货币政策及早刹车。中国的财政状况非常好，因此，经济刺激政策应该更倚重财政政策而非货币政策，何不增发国债，收紧信贷？恐怕还是很难。拨出去那么多水，即使想收回来，也不是旦夕之间的事。按照货币政策的传统，只有看到通货膨胀出现，才会考虑出招。但现在的情况是，资产泡沫会来得很快，通货膨胀会来得较慢，怎么办？稍一犹豫，就可能错失“退出”宽松货币政策的良机。

出路之三，是不再应急式的保增长，政策的重心放在改革和结构调整上。过分依靠外需而内需不足，国内储蓄过多而消费过低，制造业过度竞争而服务业过度垄断，能源和环境的制约日益凸显。如果政策的重心放在调整结构上，就能纠正过去的发展战略中的失误，为长期的经济增长创造条件，何乐而不为呢？说起来容易，做起来很难。方向有了，但没有地图。缺的不是共识，而是细致入微、有效可行的方案。此外，利益集团盘根错节、激励机制扭曲变形，更是让结构调整难上加难。

中国经济，越看越乐观，越想越担忧。

保增长并不一定能促就业

中国经济的强劲反弹已经有目共睹。我们预计，2009年第三季度GDP同比增长率将超过9%，第四季度甚至可能达到10%¹³。但是，在拉动经济增长的三驾马车中，净出口仍然是拉后腿的，消费变化不大，对经济增长的影响可以忽略，唯一能拉动经济增长的只剩下投资了。那么投资的增长又靠什么呢？靠地方政府的热情，以及银行放贷的积极性。各地政府纷纷将“完成固定资产投资任务”作为一项政治工作来抓。吉林省发改委提出固定投资增速不低于40%的目标；广西则提出2009年要完成6 000亿元投资任务，比2008年增长62%。2009年上半年，银行新增贷款已经达到7.37亿元的天量。

增长是保住了，但挑战依然严峻。从民生的角度来看，增长只是一个数字，就业才是真金白银；增长只是一个手段，收入的增长才是最终的目的。如果换成以促就业为考评目标，恐怕当前的形势就不容乐观了。从劳动力就业市场上来看，城市劳动力市场的供求比例，自2008年第四季度经历了有记录以来最严重的恶化——供求比例由0.97急剧降至0.85——之后一直没有出现明显的好转迹象。虽然中国的城镇登记失业率这一数据并不完全准确，但从变化趋势来看，该指标在2009年第一季度陡然升到了历史峰值（4.3%）。2009年的失业大潮，有两次洪峰，一次是年初农民工返乡，第二次就是春末夏初，大学生找工作。失去工作的农民工，至少在2 000 万人以上，而2009年应届毕业生有611万人，加上往年没有找到工作的，可能有1 000万名大学生要找工作。

当前的经济反弹并不能自动地解决就业压力，相反，如果继续延续当前的一些错误做法，保增长的政策甚至可能会和保就业的目标冲突。

如果只要增长的数字，最直接有效的办法就是投资重工业、基础设施建设。但是，重工业吸纳的就业岗位远远少于轻工业。比如，在“废弃资源和废旧材料回收加工业”，平均每9万元投资对应1个就业岗位；而“黑色金属冶炼及压延加工业”（比如钢铁行业）平均需要155万元投资方能对应1个就业岗位。但是，2009年1~5月，前者的投资额仅为55亿元，而后者却近1 000亿元。2009年前5个月第三产业的投资共有2.9万

亿元，主要流向了公共设施、基础设施建设和房地产业。其中，房地产投资1.2万亿元，铁路、公路、机场建设等相关投资合计4 180亿元；相比之下，对教育和卫生的投资分别仅为937亿元和416亿元。能够提供大量就业机会的服务业依然受到种种发展制约，并没有在缓解就业压力方面发挥应有的作用。

重工业优先将加剧就业压力。过去也不是没有这样的教训。建国初期，我们选择了优先发展重工业的战略，重工业占国家投资的比重高达50%以上，而苏联的重工业投资所占的比例最高也不过40%。每一亿元投资，用在轻工业能创造1.6万个就业岗位，用在重工业只能创造5 000个就业岗位。正是产业结构的高度失衡，导致城市就业机会越来越少，最终，甚至到了要上学、要工作年龄的青年人只能被送到偏僻的农村的地步，这就是“上山下乡”运动的由来。“文化大革命”期间，约有1 400万名知识青年上山下乡，1/10以上的城镇人口以这种形式被送往农村。

过去，农民工大多在出口部门就业，那么，保就业是否就意味着要保出口呢？我们注意到，2008年以来，政府加大了出口退税的力度，这一政策的目标之一就是希望通过保出口实现保就业。我的同事姚枝仲和田丰作了相关的测算，初步的结论是，通过出口退税政策提供就业岗位的效果并不令人乐观。出口退税率提高，能够降低出口商品的价格；出口商品的价格降低，能够促进出口的增长；出口增长能拉动经济增长；经济增长能带动就业增长。这样的推理在逻辑上是没有问题的，遗憾的是，中国出口商品的价格弹性太小，出口价格每下降1%，出口收入只会上升0.46%。中国的就业弹性太小，2007年中国的就业弹性只有0.04，即GDP增长一个百分点，劳动力的增长率只有0.04%。这样算下来，如果按照财政部预算，2009年出口退税总额为6 708亿元，大约能增加38万人的就业；如果2009年出口退税总额为8 000亿元，大约能增加45万人就业。这意味着，为了保住一个出口部门的就业岗位，我们要花大约170万~200万元¹⁴，但实际上，农民工一年的工资不过2万元！

保增长、促就业、调结构。本来是有9个字，到了一些地方官员那里，就爽快地缩写成“保增长”3个字了。被删减的不仅仅是潜在的就业机会，对民生的关心也被轻易地忽视了。如果我们实现的增长是“没有

就业的增长”，那么上报的政绩就是得不到民心的政绩。

中国经济，留下来补课

从2009年的情况来看，中国经济这个考生至少在一门课程上取得了非常优异的成绩：2009年中国的GDP增长率达到8.7%。这个分数跟过去相比可能并不算高。过去20多年，中国的年均GDP增长达到了9.5%左右，而在过去几年，甚至一度冲高到12%。不过，不要忘了，考试的分数是会随着考题的难易程度变化的。过去题目容易，人人成绩都好，我们必须考100分才能得全班第一。现在考的是奥数题，大家都不及格，我们能够考到六七十分，就能把别人通通比下去。在全球金融危机之后，全球经济一片低迷，只有中国经济仍然保持着高速增长，我们还是全班第一。

但是，中国经济并不是一个好学生，他偏科偏得很严重。2009年，中央政府定的政策基调是：保增长、调结构、保就业、促民生。这一年，中国经济在GDP增长这一科超水平发挥。原定的目标是“保8%”，2009年超额完成了任务。但是，在其他三门课的考试中，中国经济的成绩却并不尽如人意。

先说就业。随着中国经济的强劲反弹，就业形势似乎有改善的迹象。我们在广东等地调研的时候发现，有些地方又出现了“民工荒”，但这可能是一种假象。当前有些出口企业之所以难以招到工人，一个原因是它们收到的都是短期的订单，所以需要的是短期的工人，而工人不愿意接受短期的工作。2009年随着房地产投资的增长，可能会有更多的农民工返回城市，但如果房价上涨难以持续，这可能为下一轮农民工失业埋下祸根。大学生的就业形势在未来将会继续恶化，而学生是社会最不稳定的群体之一。失业问题不改善，居民的收入就不会增加。2009年尽管经济增长很快，但是居民可支配收入增长率却在下降，而且收入分配继续恶化，企业利润所占比例在增加，居民收入所占比例在萎缩，富者愈富，贫者愈贫。

再说结构调整。当大量的公共投资流入基础设施和重化工业之后，产业结构失衡的问题不仅没有改善，反而会进一步恶化。这种资金的流向也导致了就业的困境，因为越来越多的钱流入了那些烧钱的资本密集

型部门，能够用来创造就业机会的资金越来越不足。中国出口企业面临的困境是，在国际市场上有沃尔玛、UPS这样的跨国服务企业为其服务，但在国内市场上却要越过重重险阻。拯救中国出口企业的关键，就是要发展服务企业。改善民生的关键，也是要发展服务企业。

一张考卷，题目有难有易。有经验的考生，会先做容易的题目，再做更难题目。但有的题目看似容易，实际上却暗藏陷阱。中国经济当前遇到的挑战是当外需萎缩的时候，如何提高内需，这道题目看似容易，答案不是显而易见的吗？直接刺激内需不就行了！但这正是我们担心的，按照这种解题思路，会渐渐误入歧途。

提振内需的关键是提高居民的消费意愿和企业的投资意愿。提高居民消费意愿似乎更容易，我们可以给居民更多的补贴、提供更便利的消费信贷、发放各式各样的消费券，更直白一些，最简单最有效的办法就是让居民继续买房。据我们的估计，2009年前10个月至少有6万亿元人民币流入楼市和股市。楼市的上涨对于拉动居民消费似乎立竿见影，但这是典型的饮鸩止渴。政府最近的表态显示其希望狂热的房地产能够降温，但城市化的列车继续前进。2010年政策的重点会转移到城镇化，或许，政府希望通过中小城镇吸引更多的农民进城。但这一政策可能会出现意想不到的副作用。其一，地方政府并没有作好迎接进城农民的准备，在现有的城市规划中，几乎根本没有考虑农民工的住房、医疗、子女就业等问题。其二，假如让农民选择，他们最愿意去的地方一定是大城市，而不是中小城市。对于农民工这样的相对低素质的劳动力来说，反而是大城市更容易给他们提供就业机会。看看纽约熙熙攘攘的唐人街，我们就能够明白了。大城市的人数越多，能够派生出来的工作机会就越多。试想，在一个只有10万人的小镇上，能够容纳几家理发店呢？但是在北京、上海这样的大城市，一个小区就会让几家理发店生意兴隆。考虑到以上两个因素，我们不得不担心，鼓励城镇化的政策，带动的可能不仅仅是农民进城之后的“刚性住房需求”，而是闻风而动的投机客。假如二三线城市的房价到2010年也被推高，那中国的房地产泡沫就真的到了摇摇欲坠的时候了。

解题的诀窍往往是间接做一条辅助线。提升居民消费意愿的关键是

提高其收入，而提高居民收入的关键是企业的兴盛和投资意愿的增加。当前企业投资意愿不强，是因为在利润下降之后，可用的自有资金有限，也是因为在很多部门已经出现了产能过剩。这看起来是解不开的死结，但如果换一个角度，就柳暗花明了。在保就业、调结构和促民生这三门课中，中国经济首先要补的是调结构。调结构肯定要控制原来的高耗能、高污染和过度依赖出口的产业，但更有效的是开放原来被封闭起来的服务业。如果我们能够尽快出台对服务业的鼓励措施，引导民间资本和国际投资流入物流、仓储、运输、通信、金融、保险、教育、医疗等行业，将释放出巨大的投资机会。尤其是这些行业在发展的初期需要硬件的投资，盖商品房是盖房，盖医院也是盖房，这在一定程度上能够保持我们投资的连续性，消化部分过剩产能，但越到后来，结构转型的效果就越明显，软件就得跟上，技术就得升级。服务业的好处，一是帮助制造业提高竞争力，扩展国内市场；二是创造更多的就业机会；三是减少能源消耗和环境污染；四是从长期提高人力资本；五是改善老百姓的生活质量.....

还需要我继续列下去吗？

第二代改革为什么如此困难？

中国在过去20年经历了经济的高速增长。为什么中国的经济增长速度这么快，经济体制改革如此成功？新古典经济学家给体制改革和经济增长开出来的药方通常被称为“华盛顿共识”。“华盛顿共识”包括：稳定的宏观经济政策、价格自由化、私有化、贸易自由化、金融自由化等。如果说“华盛顿共识”是老师给学生布置的作业，那么中国就像一个从来不做作业的学生，但每次到考试的时候都比别的学生考得好。那些听话的学生，比如俄罗斯、拉美的一些国家，增长绩效远远不如中国，甚至还出现过严重的倒退。

更让经济学家迷惑的是，中国的经验是“摸着石头过河”。换言之，中国的改革并没有清晰的战略和方案。当改革刚刚开始的时候，我们并不知道自己要走向何方。“试验”是中国改革成功的一个重要经验。比如对外开放是从四个经济特区开始的。当时深圳无非是紧靠香港的一个小渔村。政府的想法是，如果成功就推广，如果失败，就是关掉也无大碍。这种“试错法”可以将改革的政治风险最小化。“试错法”还有一个好处，那就是很多事情我们可以“从干中学”，慢慢摸索。但是，“试错法”也有其局限。只有在封闭的经济体系中，我们才可以从容地进行试验，才可以出错就改正。在开放条件下，国际规则以及日益密切的国际贸易金融联系都有可能使得我们的“试验”受到限制。

中国改革成功的另外一个经验是：高速增长有助于改革成功。随着经济高速增长，出现了新增的财富，这部分新增的财富可以逐渐稀释掉过去遗留的历史包袱。所以，没有非国有企业部门的崛起，国有企业改革根本不可能成功。我喜欢的一个比喻是《生死时速》。这是一部好莱坞大片，电影中有个恐怖分子将炸弹放在公共汽车下边，如果汽车的行驶速度过快，炸弹会爆炸；如果汽车的行驶速度太慢，炸弹也会爆炸。中国的情形也是如此。金融体系的不良债权、社会保障体系的巨大亏空、日益扩大的贫富差距、泛滥成灾的腐败问题.....这些都是绑在中国这辆列车下面的定时炸弹。我们无法把车子停下来，拆掉炸弹再轻装出发，我们必须维持持续稳定的高速增长，才能在增长中解决问题。

中国的经济增长和改革还能像过去20年那样有惊无险、顺利过关吗？我们希望如此，但是，也必须承认，第二代改革要比第一代改革困难得多。

第一代改革是由一些具有超凡魅力的政治领导人推动的。他们更需要的是勇气和胆识。他们可以依赖的是一个相信权威而且比较齐心协力的官僚体系。支持改革的官员大多是少壮派，血气方刚，敢于冒险，而且没有可以失去的既得利益。第二代改革的领导人是从科层制的梯子上逐级攀登上来的，他们没有机会像老一代领导人那样可以具有超凡魅力，只能靠实干和团结赢得支持。到了第二代改革的时候，曾经站在改革前线的少壮派大多已经主政一方，他们会比年轻时候更加成熟，但也少了锐气。正如美国经济学家曼瑟尔·奥尔森（Mancur Olson）所说的，在边界稳定的社会中，利益集团逐渐滋生。利益集团在体制内和体制外都开始繁衍，慢慢地侵蚀着经济的活力。

第二代改革的议题也和第一代改革不同。第一代改革主要需要做的是框架的构建，其中稳定的宏观经济政策、价格体系改革和所有制改革是最重要的，这些改革较少有争议，而且效果非常明显。第二代改革则要烦琐得多。《世界是平的》一书的作者托马斯·弗里德曼把第一代改革称为“批发型改革”，第二代改革称为“零售型改革”。我们也可以不太严格地说，第一代改革是“宏观的”，第二代改革是“微观的”，或是用流行的说法，是“结构性改革”。想象一下，在20世纪90年代初期，中国的改革出现停滞危险时，邓小平需要做的就是到深圳等地走一趟，把静止的皮球踢动，然后这个球就会自己欢快地跳跃前进。第二代改革的任务比“踢球”复杂多了。教育、医疗卫生、社会保障、环境保护、研究开发、收入差距……这些都是第二代改革不可回避的任务。但是，完成这些任务之后，成绩是很难看出来的，可是，稍微有所松懈，出现的问题就是灾难性的。这不像第一代改革的那些任务，完成之后效果是立竿见影的：高速的GDP、回落的通货膨胀率。那会使得第一代改革者更加自信。

第二代改革要完成的使命更加重要。这些改革将为中国未来增长创造扎实的基础。如果我们不在今天抓紧这些改革，那么中国将会失去

经济增长的动力。举例来说，为什么中国的制造业能够具备较强的竞争力？一个原因就是中国的廉价劳动力所受教育程度相对较高。很多在出口企业工作的打工妹是初中毕业或是高中毕业。和中国形成鲜明对比的是，在印度，农村妇女的识字率大约只有40%。然而这种人力资本的优势是过去我们重视基础教育的结果，在过去20年内，政府并没有对教育和卫生有足够的投入，如果长此以往，中国将会陷入一个廉价劳动力的陷阱。第一代改革对公民福利的提高其实是间接的，因为增长率提高未必意味着就业机会的增加，也不一定会带来居民福利水平的提高。比如，高污染带来的高增长反而会带来居民福利水平的恶化。相反，第二代改革的目标是直接为居民的人力资本投资、为环境的可持续性投资，能够切实而有效地提升居民的福利水平。

但是，第二代改革所能赢得的社会支持却明显不如第一代改革，社会矛盾会更加突出。这可能是因为有的改革成本会过分集中，但收益却相当分散。贸易自由化改革就是一个很好的例子。进口更多的农产品对中国是有好处的，因为中国不仅土地资源稀缺，而且水资源更加稀缺，进口农产品，等于进口了土地和水资源。但是，农产品贸易自由化却会直接损害农民的利益。事实上，我们在财政政策上“支农”，在贸易政策上却在“伤农”，最后农民的净福利可能会下降。当改革的受损者是弱势群体时，这样的政策就会格外不得人心。经济学理论指出，在这种情况下，对受损者进行直接补贴是最优的。可是这在政治上却是最困难的。说到农民的处境困难，人人都会同情，但是要额外征税补贴农民，你试试看？

有的改革，成本近在眼前，但收益却在遥远的未来。比如，加强对环境污染的治理，马上会影响到当地的GDP和就业，地方政府首先就不愿意，当地的居民可能也会有意见。可是，环境保护是惠及子孙的政策，并且对环境的破坏有时候是不可恢复的。对教育和公共卫生的投资也有同样的问题。对非熟练劳动力的培训，怎么看都不是一个紧迫的问题，但是其影响是深远的。这些因素除了在经济上会制约中国的产业结构升级，对中国社会和政治的演变也有影响：对非熟练劳动力是否及如何培训，会影响到非熟练劳动力和熟练劳动力之间的收入差距，也会影响到这两个社会集团的政治动员形式，如果非熟练劳动力的收入远远落

在熟练劳动力的后面，如果非熟练劳动力缺乏工会将其组织起来并提供一个表达其利益的渠道，他们就会变得绝望而动荡，到那时，一根小小的火柴都可以点燃整个社会不满的烈焰。

有的政府部门已经和特定利益集团的利益紧密联系。第二代改革比第一代改革更依赖政府部门之间的协调、合作，上下级之间的沟通、团结。然而，政府部门的利益出现分化和硬化，各个政府部门之间越来越难以沟通和协调。主管部门和所管理的行业之间容易形成一个利益共同体，于是，政府就会被特殊利益集团“俘虏”。住房和城乡建设部可能会更同情房地产商，卫生部可能会更反对医药改革。有时候，政府部门会更倾向于利益集团中的利益集团。证监会的管辖范围涵盖了股票市场和债券市场，但是，它可能会更偏向于股票市场。体育总局可能会更偏向于竞技体育，甚至是竞技体育中的特定项目。有时候，政府部门自己就是特殊利益集团。过多的管制带来了寻租的机会。寻租就是有意地制造稀缺。山西公路上繁忙而“超载”的货车是一个壮观的现象，但是，为什么会有这么多的货车呢？因为对铁路的投资不足。为什么对铁路的投资不足呢？因为铁道部不仅负责对铁路的监管，而且还直接决定对铁路的投资和运营。铁路投资不足使得货运紧张，但是铁路工作人员却从中获得了寻租的机会。中国的政府机构改革不能说不果断。1998年的机构改革将40个部级单位缩减到29个，政府雇员缩减了50%，但是，规模的缩减不是最重要的，甚至也可能是不正确的。重要的是对政府部门职能的重新设计和修正。

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”，从头开始吧。第二代改革是新的长征。

在我们衰老之前的最后一次改革

20多年来，中国经济快速增长，与此同时，收入差距也在不断拉大，不同的社会阶层悄然出现。如果社会真的像层层楼梯那样，能够让底层的人拾阶而上，社会分层反而可能成为社会进步的动力。但问题在于，在我们这个激烈变动的转型时期，社会阶层的可识别性并不强。遥想20世纪80年代，个体户最先发家，但现在练摊的却大多是下岗职工。这种大起大落极易给人幻灭和无常的感觉，在一定程度上助长了人们唯利是图，只讲结果不计手段的心态。更为严重的是，由于没有相应的社会伦理缓冲贫富分化所带来的负面影响，各个阶层之间存在着隔膜和对立的情绪。穷人并不认为富人的钱来路正当。富人鲜有对底层公民的关怀和起码的尊重，虽然他们中有很多人原本就是从贫寒和卑贱中挣扎出来的，到了山顶反而拼命鄙视山下的大众。政府和富人之间一直互不信任。政府怀疑财富的正当来源，也警惕财富对社会秩序的腐蚀。如果没有对私有产权的完善保护，富人有再多的财富也会像桌子上的灰尘一样被轻轻抹去。富人越是觉得不安全，就越是挥霍无度，或是向海外转移资产，而这更加加深了政府的成见。

从另一个方面来看，收入分配方面日益出现不平等只是个信号，利益集团对政治博弈的深入渗透对中国的经济增长将有更深远的影响。任何经济政策必然会引起收入再分配，必然会有赢家和输家。围绕着利益的冲突，国内各阶层的政治博弈将愈演愈烈。每个阶层均试图影响政策的形成，以便使最终出台的政策对自己最有利。利益集团之间的充分竞争对当政者实际上是有利的，因为当政者可以根据自己的目标游刃有余地选择和哪些利益集团结盟，这样既有高瞻远瞩的战略规划，又有脚踏实地的政治支持。但是，如果没有强而有力的制衡，那些依靠特权发家的权贵阶层和发家之后跻身权贵的新贵阶层对政策形成的影响力将越来越大，政府会逐渐成为利益集团的“俘虏”。这将对经济增长和收入分配带来极大的负面影响，并最终影响到政府的合法性。当政者为了保持利益集团之间的力量平衡，应该主动地创造或默许一个和权贵阶层针锋相对的新阶层，否则，中国未来的改革恐怕将是“如此冰霜如此路”。

在这个背景之下，“中产阶级”或曰“中等收入阶层”的概念引起了学者和政府的关注。尽管在欧美，中产阶级这个词更多地带有贬义色彩，因为中产阶级是指遵循传统的社会价值观，比如星期天带着全家上教堂，追求虚荣生活却沾沾自喜，年纪虽然不老但绝非风华正茂的那群人。但在中国，中产阶级这个概念被赋予了理想的色彩。从媒体的大肆宣扬中我们能够发现，中国的中产阶级意味着比普通人提前享受到现代生活、有品位、国际化、年轻、有知识、富有创新精神等。他们大多白手起家，靠自己的智慧和胆量改变了人生的命运，因此他们在大众中有较高的社会认同；他们支持中国的改革并对未来充满信心；他们反对权贵阶层，因为他们的事业要发展壮大不仅不需要仰人鼻息反而迫切需要扫清各种政策上的障碍。其实，真正符合这种描述的有财产也有理想的中产阶级并不多，但是我们有一个梦想，我们梦想，如果能够有这样一批新兴的力量成长壮大，定能为中国的经济改革和社会转型助一臂之力。所以说，他们在这个关键时刻匆匆忙忙地粉墨登场，在很大程度上也是时势造英雄。

“十六大”报告里也谈到要壮大中等收入阶层。以目前的实际情况来看，失业率居高不下，城乡壁垒仍然高墙耸立，垄断的高等教育供给和竞争越来越激烈的劳动力市场需求矛盾重重，要想在短短20年时间内把中产阶级的比重提高到发达国家的平均水平即40%左右，让社会分层从目前的“金字塔形”转变为“橄榄形”，诚然绝非易事。但是，形势逼人，时不我待。为什么中等收入阶层的壮大对中国如此重要，因为未来20年将是在我们衰老之前的最后一个改革机会。

里昂信贷银行的一份报告认为，中国经济和东亚经济将在未来20年内成为世界经济的发动机。其理由是和其他地区相比，亚洲的人口结构非常年轻。亚洲（不包括日本）超过65岁的人口占总人口的比重只有6%，而美国为12%，日本和欧盟均为17%。按抚养比率，即14岁以下和65岁以上人口占15~64岁人口的比重来看，亚洲的抚养比率从1965年的顶峰79%一路下降，估计到2020年将达到谷底48%，欧洲的趋势恰恰相反，1985年的抚养比率为47%，到2040年可能达到75%。过去，亚洲国家总是把人口当成负担，当成必须嗷嗷待哺的饥饿的嘴。但是，随着收入水平的提高，人口从负担将变成潜在的消费者。万事达卡（Master

Card) 亚洲部的首席经济学家王月魄 (Hedrick Wong) 博士从他们的业务经验中看到, 当人均收入超过5 000美元之后, 人们的消费行为将发生质的变化。原来的消费是精打细算的, 缺什么才买什么, 比如家里酱油用完了打发孩子去打瓶酱油。过了5 000美元这一门槛, 人们将变成“随心所欲的消费者”, 从统计数字来看, “随心所欲的消费者”每挣1元钱会花掉6角钱。此外, 亚洲的家庭规模正越变越小。1980年亚洲家庭的平均规模是4.8人, 到2000年为3.9人, 但仍然高于美国的平均规模2.6人。随着家庭规模越来越小, 家庭数目的增长速度比人口的增长速度更快。对于房屋、汽车这样的大件消费品来说, 家庭, 而不是个人, 才是基本的消费单位, 这意味着这些耐用消费品的销售前景在亚洲非常看好。亚洲国家目前的储蓄率高达32%, 中国更高, 达到40%左右, 而拉美国家仅有19%, 这样高的储蓄中分流一部分到消费, 可以有力地推动国内市场的壮大, 而不会对宏观经济稳定带来过大的负面影响。

如果这份报告的预言是准确的, 那么在未来20年, 仅从市场发展潜力来看, 中国的经济增长是完全有保障的。过了这20年呢? 中国经济很可能会进入低速增长时期。从国际经验来看, 能够在40年内维持高于7%的平均增长速度的国家也只有韩国和新加坡, 如果放宽到5%, 也至多增加日本、土耳其等国家, 可谓寥寥无几。所以未来20年是中国经济跳跃龙门的最后一次尝试。中国的改革一直走的是渐进式道路, 在增长的过程中逐渐化解矛盾。不难看出, 持续稳定的经济增长对于中国的改革进程至关重要, 这颇有点像《生死时速》中的那辆公共汽车, 速度太快或太慢都会引发爆炸。如果不在经济形势较好的未来20年内想办法拆除隐藏的炸弹, 到车速降下来之时, 必定是大难将至之日。

在一个人口结构相对年轻的社会中, 推行改革的难度要低得多, 因为年轻人的决策时域更宽广, 如果改革会以牺牲暂时的利益来换得长期的收益增加, 我们预期年轻人比老年人更容易妥协。以年轻人为主的社会将有更大的流动性, 所谓“流水不腐, 户枢不蠹”, 利益集团找空下蛆相对困难。过了这20年呢? 中国将迅速地进入老龄化社会。到了那个时候再推行结构改革几乎只有死路一条。日本就是一个很好的例子。在过去的十多年里, 日本经济百病缠身, 这其中当然有宏观政策失当、外部经济环境恶化等原因, 但归根到底, 就像曾经担任过日本大藏省财务次

官的神原英资所指出的，强烈的保护主义倾向和人口老龄化趋势相互交织，使得日本的政治经济结构中形成了牢不可破的“铁三角”：受到高度保护的农业和国内制造业、服务业与国内的银行业有着千丝万缕的联系，他们在政治体制中有不可思议的影响力，使得任何可能损害被保护阶层利益的结构性改革都注定胎死腹中。难怪神原英资会发出感慨：只有爆发一次危机才能拯救日本经济。

里昂信贷银行的报告指出，成长中的年轻消费者是发动未来经济增长的发动机，按照我们的设想，他们同样是保持政治稳定和推进政治改革的生力军。这真是一个非常幸运的巧合。政府在刺激经济增长的同时又能深化政治改革。但是，值得指出的是，尽管柏拉图和孟子那时就曾有过中产阶级保证社会稳定、“有恒产者有恒心”的命题，但这一命题的实现其实需要更多其他的条件。亨廷顿在《变化社会中的政治秩序》中指出，中产阶级也可能是革命的先导。此外，我的担心是，如果新兴的中产阶级过分沉湎于精致的生活、浮华的社交，我们实在无法对他们寄托太大的期望。中产阶层的财富伦理和人生观念仍然在混沌中逐渐澄清，大道多歧，没有清晰的出路，这些喜欢自称“小资”、“雅皮”的人们将很快自我放逐在都市的灯红酒绿之中。政治上对其收入合法性的承认只是第一步。吸收某些明星企业家进入政治圈子最多只能是象征性的：身怀十几亿元甚至数十亿元的富豪榜人物和刚刚创业、为了数百万元甚至数十万元贷款焦头烂额的小企业家会有多大的利益一致呢？如果后者的崛起将使前者平添许多强有力的竞争对手，我们能够指望大富翁们为小企业家们撑腰说话吗？

后记

本文收录了我在过去几年里关于中国经济和全球经济的一些研究心得。在写这些文章的时候，美国金融危机不期而至，而且一波接着一波，冲击着全球经济的每一个角落。这是一个惊心动魄的年代。本书中的文章，大多是为了跟踪全球经济的发展，并试图作出自己的判断。当然，我所交出的考卷只能算勉强及格。我的判断和预测中有很多失误的地方。或许可以说，这本书就是一本我自己犯错误的记录：我没有预测到2008年下半年中国经济下滑的幅度如此剧烈，也没有想到中国的经济反弹如此迅猛。对2009年失业和股市的预测，均有错误之处。能够称得上勉强及格，是因为时隔数年，回头来看，一些大的判断基本正确。我在2007年上半年就谈道，一场席卷全球的金融危机即将到来。我们从2003年就呼吁，人民币汇率应及早调整。我们在中国投资有限责任公司成立之前就建议，中国应采取更积极的外汇储备管理方式。至今，我仍然认为，全球经济和中国经济仍然存在着二次探底的可能性，美国是全球经济中最大的不稳定因素，中国的房地产泡沫迟早会破灭。这些判断，只能留待未来验证了。

在本书成书的过程中，最大的问题是全球经济和中国经济的变化太快，以至于很多数据、判断和预测，马上就过时了。比如，在写本书中的一些文章时，中国的外汇储备还只有1.5万亿美元。为了避免阅读上产生歧义，我对原文进行了一些调整，比如原文中的“去年”、“今年”都改成了具体的年份，但是，更多的修改可能会带来学术上不诚实的嫌疑，因此，我尽可能地保留了原文的内容，当然也就包括了当时所作的很多错误判断。这些错误，将让我在今后的研究中更加“战战兢兢，如履薄冰”，同时，也算对读者有个交代。

感谢我在中国社会科学院世界经济与政治研究所的师友们：余永定教授、张宇燕教授、邵滨鸿老师、高海红老师、姚枝仲博士、张斌博士、张明博士、徐奇渊博士等。我的进步得益于他们的提携与激励。也感谢蓝狮子财经出版中心的王留全，中信出版社的沈家乐、徐立政，能

够与热爱书、热爱思想的编辑合作，是每个作者最大的幸运。

[注解1](#):2010年5月11日，英国已成立以保守党和自由民主党联合执政的新政府。保守党领导人卡梅伦任首相，自由民主党领导人克莱格任副首相。——编者注

[注解2](#):李嘉图在《政治经济学及赋税原理》一书中提出了“李嘉图等价”这个后人以他名字命名的观点：征税和发行国债这两种政府筹措收入的主要方式对经济的影响是等价的。——编者注

[注解3](#):流动性陷阱（liquidity trap），是英国经济学家凯恩斯提出的一种假设，又称凯恩斯陷阱。其含义是：当一定时期的利率水平低到不能再低之时，无论货币数量如何增加，利率再也不会下降。即使是利率低得接近于零，也不能够使银行借款、商业投资和消费者真正运作起来。利率太低，人们宁愿持有现金，最后扩张性货币政策失去了作用。在流动性陷阱的情况下，投机性货币需求的利率弹性为无穷大。——编者注

[注解4](#):指泰国、马来西亚、菲律宾和印度尼西亚。——编者注

[注解5](#):广场协议：1985年9月，美、法、英、德、日五国财政部长及央行行长在纽约广场饭店签下协议，迫使日元升值。——编者注

[注解6](#): Steven Dunaway, Lamin Leigh, and Xiangming Li, “How Robust are Estimates of Equilibrium Real Exchange Rates: The Case of China”, IMF Working Paper, October 2006.

[注解7](#): 此文系作者与张明、陈平合著。

[注解8](#): 本文原题“寻觅外储投资舞台——国家外汇投资公司投资领域之辨”，写作于2007年5月，中国投资有限责任公司（China Investment Corporation，简称中投公司）于2007年9月29日在北京成立；本文系作者与张明、陈平合著。

[注解9](#): Green（2006）指出，中国的国家外汇投资公司的投资行为面临区域内政治冲击风险。如果北京购买了台北或东京股票市场上的大量股票和债券，人们将会如何反应？如果基金积极投资东亚国家债券的话，那么中国政府与这些国家政府之间的关系就更加复杂了。挑战在于基金的投资目标应该透明。

[注解10](#): 当人民币升值之后，中国对美国的出口减少，但是美国对中国的出口增加，所以购买美国向中国出口产品的那些公司的股票有助于对冲人民币升值对中国出口带来的负面影响。

[注解11](#): 研究表明，房地产信托投资基金产品具有明显的抗通货膨胀能力（与债券相比），房地产信托投资基金产品与股票指数的关联程度很低。

[注解12](#): 即使中国稳定地得到了海外能源的所有权，但是在发生危机状态下，由于我们无法保障海上或陆地的运输线的安全，一旦运输线被掐断，即使坐拥海外油气资源，也一样望洋兴叹。因此从经济学的逻辑上来讲，除非中国的投资大幅度增加了世界石油的供给，以至于能够压低国际油价，这些投资对中国才是有益的，但靠中国的投资改变国际油价是不现实的。

[注解13](#): 参见中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心的《2009年第二季度宏观经济形势报告》。实际上，2009年中国第三季度GDP经济增长率为8.9%，第四季度为10.7%。

[注解14](#): 参见：姚枝仲、田丰，《出口退税率调整对中国就业的影响》，中国社会科学院世界经济与政治研究所工作论文。