

余永定

yuyong@public.bta.net.cn

编者注：2007年7月是亚洲金融危机10周年。围绕这一主题，中国银行举办了“亚洲金融危机十周年研讨会”。本文是余永定研究员在会议上的整理讲话稿。2017年，我们又迎来了亚洲金融危机20周年。过去10年中，东亚国家在区域经济、金融方面的合作又有了进一步的深化，但仍然缺乏实质性的进展。在国际金融秩序动荡、全球化趋势未明、中国经济面临各种挑战的今天，让我们一起来分享这篇旧作，或许会有新的启示

## 亚洲金融危机 10 周年和中国经济

### 东亚模式的主要特点

东亚模式的特点有很多，归纳起来，有两点最重要。

第一点，东亚经济都有非常高的投资率——这种高投资率是以高储蓄率为基础的，但投资率要高于储蓄率。第二点，对外贸易在东亚经济中占有十分重要的地位，进、出口占 GDP 的比例都很高。东亚国家几乎毫无例外，都有经常项目的逆差，但这些年国家出口的增长速度都一直非常快。东亚模式实际上存在了二、三十年，这样一种模式之所以能够存在，必有其合理性。但这种模式是否能够持续呢？衡量这种模式能否持续的最重要的指标是什么呢？最重要指标之一是这些国家的经常项目逆差占 GDP 之比，而同这一比例相关的另一比例是外债余额占 GDP 之比。这些国家二、三十年间都是经常项目逆差，但是这种模式居然被延续下去了，主要就是在金融危机爆发之前它们的经常项目逆差占 GDP 的比并不太高，泰国之所以突然爆发了金融危机，很重要的一点是在 1995、1996 年它的经常项目的逆差占 GDP 的比分别达到了 8% 和 8.1%。墨西哥金融危机之所以爆发，是因为国际金融界发现墨西哥的经常项目的逆差占 GDP 之比达到了 7.5%。7.5% 成了一个诅咒，一旦一个国家的经常项目逆差占 GDP 的比例达到这个数值，国际金融市场就会发生恐慌，当然还有其他的一些与此相关的指标，经常项目逆差占 GDP 的比例是否能够维持在一个适度的水平上，是决定东亚模式是否能够

维持的一个重要条件。

东亚模式应该说是成功的，但它有非常致命的弱点。其最致命的弱点是难以承受国际资本的突然逆转，不仅包括国际资本，也包括本国的资本。如果资本的流动方向突然发生变化，那么这个模式就变得不可持续，而具有这种模式的国家资本流动方向之所以发生逆转，往往是由一些人们预想不到的外部冲击造成的，比如泰国在 1996 年出口的增长速度就急剧下降，1996 年出口速度由 1995 年的双位数字降到了一 1.9%。出口增长速度的暴跌成了泰国金融危机的触发点。

## 发生亚洲金融危机的原因与性质

发生亚洲金融危机的原因很多。概括来主要有 5 条。这 5 条中若干条的组合便构成危机的充要条件。

1. 大量的经常项目逆差。但是大量的贸易逆差、经常项目逆差（当然也不要太大），并不一定会导致金融危机。泰国在爆发金融危机前 20 多年基本上都是经常项目逆差。新西兰、澳大利亚还有美国都长期保持经常项目逆差，也没有发生危机。相反的例子则是墨西哥，当经常项目逆差达到 7.5% 的时候就爆发了金融危机。

2. 汇率政策缺乏灵活性。但是，这也不一定会导致危机。港币是盯着美元的，是货币局制度。但是香港至少没有发生类似东南亚这样的金融危机。但是，另一方面，在金融危机发生之后，如果泰国的汇率制度比较灵活，不是像在 1997 年 5 月份以后那样，大量动用外汇储备，与国际资本相搏，死保泰铢，而是让泰铢贬值，泰国可能会避免危机。即便未能避免危机，危机的程度要减轻许多，也不至于一下子把几百亿的外汇储备全都赔光。又如英国，英国的资本市场、银行体系各方面都是非常好的，也不存在经常项目的逆差问题，但是 1992、1993 年却出事了。这同英国当时的汇率制度缺乏灵活性是有关系的。当时为了参加欧洲一体化进程，英国的汇率制是盯着马克的。在遭受抛空的情况下，为了维持英镑对马克的汇率稳定，英国只能提高利息率。但面对严重的失业，英国政府无法长期维持高利率，这种情况让索罗斯钻了空子。事先抛空英镑的索罗斯大赚了一把。如果英国从一开始就让英镑贬值，索罗斯也就无法从中得利了。

3. 资产泡沫严重。资产泡沫不一定导致危机，但是资产泡沫的破裂一般会导致危机，日本就是明显的例子。另一方面，如果这个泡沫不是特别严重，或银行体系非常健全，则泡沫破灭并不一定会导致金融危机。比如 1997 年香港回归前，香港股市

是有泡沫的，但是没有发生危机，最根本的原因是香港的金融体制比较完善。资产泡沫破灭并未拖倒一批银行。

4. 金融体系脆弱。日本的资产泡沫严重，而且金融体系非常脆弱。泡沫崩溃加上糟糕的银行体系，就一定会产生危机。金融体系脆弱使得一个国家无法运用利率率武器来保卫本国货币。香港虽然泡沫破灭，但是由于金融体制比较健全，它没有发生金融危机。在港币遭受投机攻击的时候，又是因为银行体系健全，香港货币当局可以通过提高银行间拆借利息率的办法，反击和惩罚沽空港币的国际投机者。

5. 资本的自由流动。资本自由流动对东南亚国家特别是发展中国家是非常重要的。中国和马来西亚在当时的银行体系的健康状况并不好，中国有大量的债权，资本充足率不足，但是中国没有发生危机，马来西亚存在着大量的资产泡沫，马来西亚到处是房子，到现在还卖不出去，但是也没有发生严重的危机，为什么？因为有资本管制。

总的来说，东亚金融同上述 5 条有关。这 5 条都是非常重要的，但是这里有某种组合问题。首先，一国经济出现 1、2、3、4、5 中的单独一项，都会有问题，但是不一定会出现危机。其次，如果出现 1+2+5 就会出现国际收支的危机，这是墨西哥的例子。再次，如果是 2+5 那么就会产生货币危机，英国就是一个例子。第四，3+4 是发生金融危机的充分必要条件，只要有这两条就一定会发生金融危机，到现在还没有发现反例。最后，如果同时出现 1+2+3+4+5 那就会发生金融危机、国际收支危机和货币危机。这 5 条的交集是爆发上述三项危机的充分必要条件，东南亚金融危机就是这样一种综合性的危机，它不是单独的货币危机也不是单独的经常项目危机或金融危机，所以不要简单地说是金融危机，而不作具体分析。“幸福的家庭大体相同，不幸的家庭各有各的不幸”，要具体问题具体分析。

对亚洲金融危机的定性可以说是众说纷纭。有货币危机、经常项目危机、资本项目危机、国际收支危机和金融危机等等不同的说法。前面提到 2+5 是货币危机，3+4 是金融危机。日本并不存在着货币贬值的问题，也不存在着投机资本冲击的问题，它就是单纯的金融危机。但“泰国金融危机”则是个综合性的危机。货币危机、经常项目危机、资本项目危机、国际收支危机和金融危机的因素在泰国一应俱全。早期，许多人认为泰国危机是国际收支危机，这并不准确和全面。墨西哥金融危机是典型的国际收支危机。但泰国不是，泰国长期有经常项目逆差，但有逆差不一定有危机。汇率灵活也不一定解决问题。事实上，尽管一直维持经常项目逆差，直到危机爆发前不久

泰铢一直面临升值压力，而不是贬值压力。因为资本流入的势头始终很猛。直到 1997 年 4 月，泰国政府还在美国成功发行了 7 亿美元的 Yankee 债券。资本流向是可以突然发生的。一旦发生就会如潮水般的流入或流出，特别是流出。菲律宾经济是东亚中最糟糕的，但菲律宾却没有发生危机，其原因是因为没有资本流入。没有资本流入自然也就没有危机了。今年 4 月，泰国原财政部副部长谈到泰国金融危机时，他把泰国的危机总结为资本账户危机，这种总结是有道理的。因为对于泰国来讲，虽然 1、2、3、4、5 条全有，但是第 5 条对泰国来讲是非常重要的。他说，他不想把泰国金融危机的原因归结为过早放弃了资本管制，因为“资本管制”是个贬义词；但当时他们没有把资本的流动管理好。恰恰在十年后的今天，泰国再次面临如何管理好资本流动的问题。

## 中国模式的主要特点

中国的模式有什么特点呢？对比一下，不难看出中国模式与东南亚的模式从非常广泛的意义上来讲是基本一致的。中国模式不过是东亚模式的一种类型。但是中国有一些重要特点。第一，中国也是高投资率，这个高投资率也是用高储蓄率支持的，但是中国的储蓄率高于投资率，不但储蓄率高于投资率，而且中国还引入外资来支持中国的高投资率，这是中国的一个特点。第二，中国高度依赖对外贸易，而且在过去十几年中始终是贸易顺差。与此相关，中国的货币是有竞争性的，特别是 1995 年实行了汇率改革以后，人民币是非常有竞争性的，这一点毋庸置疑。第三，中国是国有银行支配的金融体系，在东亚其他国家，银行都在整个金融市场当中占了最大比重，中国也是这样。中国同其他国家的不同的地方是银行国有。尽管中国的银行问题很多，但中国老百姓对国有银行的信任程度还是很高的。很难设想在中国会出现系统性的挤兑现象。最后，中国有比较严格的资本管制。严格、有效的资本管制是中国在 1997、1998 年得以避免金融危机的最关键因素。

## 中国模式的优缺点：安全和效率的妥协

中国模式基本上是一种安全和效率的妥协，在两端之间取了一个中间点。中国模式的优点是抗御外部冲击的能力比东南亚其他国家都强。事实上，中国模型的设计（如果有设计的话）就是要保证在开放条件下中国经济不会因外部冲击而出现危机。中国模式的弱点也很明显，就是它的资源配置效率不高，由于中国模式的前两个

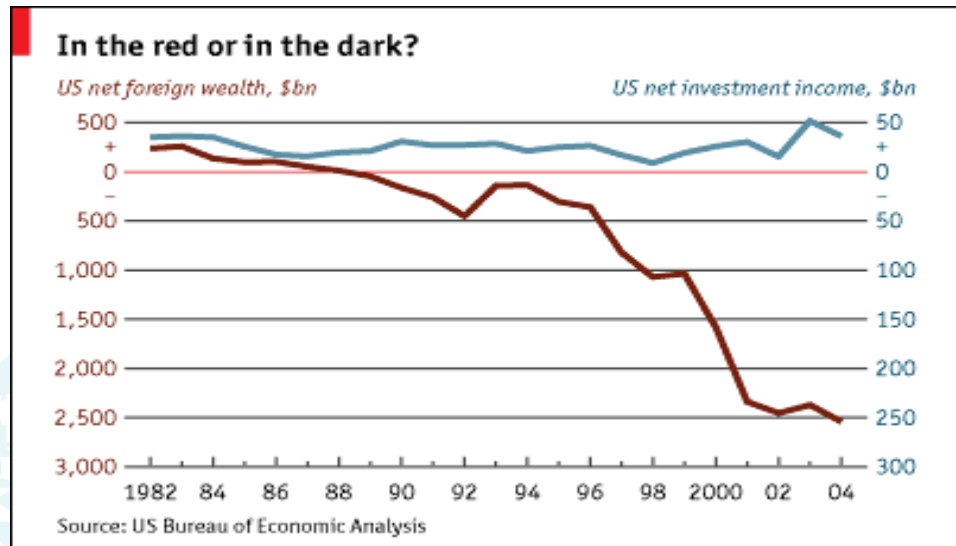


特点，它就必然要有经常项目顺差和资本项目顺差，这是中国模式所决定的。在模式下，经济规模的扩大必然会导致双顺差越来越大。外汇储备十分重要，较高的外汇储备对中国的经济金融安全是十分必要的。但是另一方面，这种模式的资源配置效率不高。

第一，以人均 GDP 来算，中国在上世界上排名第 128 位。但是，从 2005 年开始，中国就是世界第 3 大资本输出国。穷国没有理由成为资本输出国。第二，中国是世界第三大 FDI 引入国，但中国并没有把 FDI 变成了经常项目逆差，这是 John Williamson 一再强调的：如果要利用外资，就要把 FDI 转化成经常项目逆差，但我们没有。借钱的国家没有理由不把钱不把钱花掉，以购买外国产品与技术。第三，中国现在积累的 1.2 万亿美元的外汇储备，构成对美国的巨大补贴。美国的一般教授，比较明白的人，都对目前中美之间的状况非常高兴，希望永远维持这种状况。许多美国政府官员也非常明白这一点。美国对中国施压，要人民币升值，在很大程度上是要迫使中国在金融市场开放上做出进一步的让步。我们的一些缓解升值压力的政策实际上正中美国决策者的下怀。第四，自从 2002 年以来，美元按照实际购买力来计算，它已经贬值了 20% 以上，以后还会贬值，而且可能会大贬。计算一下，现在 1.2 万亿美元的外汇储备所能购买的东西跟五年前相比差了多少，这是很容易算出来的。萨莫斯说中美之间是“金融恐怖平衡”。但这种“平衡”非常不对称，主动权完全在美国一方。

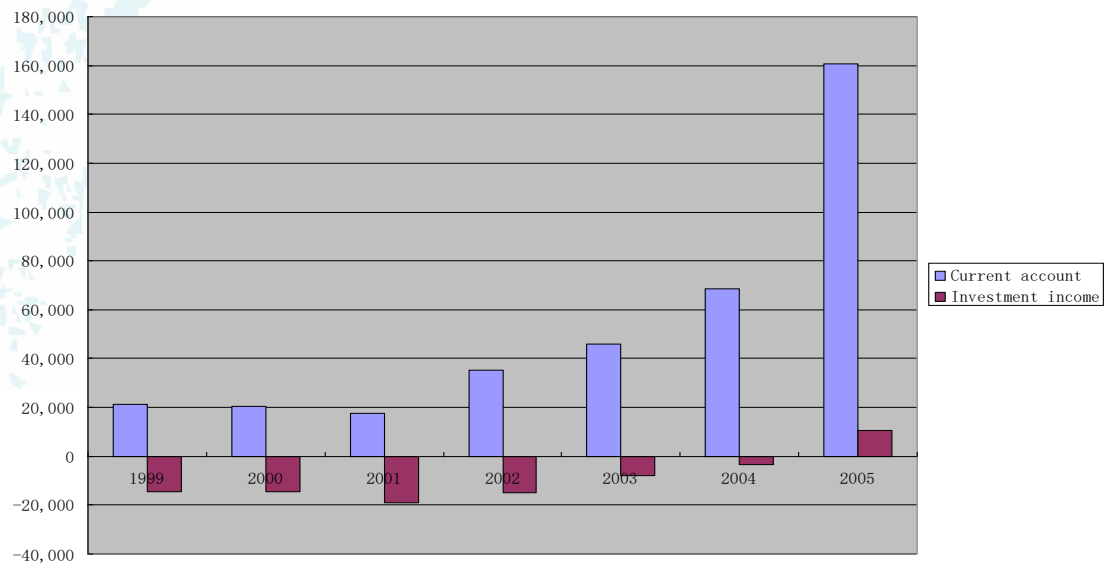
中国不断地用实际资源和血汗交换美国政府的借据。我们之所以会处于这种状态，同国际金融制度的不合理安排有关。由于美元是国际储备货币，中国和其他东亚国家不断积累美元，比美国人还怕美元贬值。只要美元继续充当国际储备货币，美国的消费与投资就不受收入的约束，打个借条就可以了。更有甚者，美国还因它的花钱如流水而得到奖励。美国是世界上最大的债务人，2004 年其净债务是 25,000 亿美元以上，但当年得到的净海外投资收益是 500 亿美元左右。你跟人家借钱，你不但付给人家利息，而要人家给你付利息，这对美国是一笔极为划算的买卖。

## 美国作为债务人获得的补贴



一个国家是否是资本输出国，唯一的判别标准是这个国家是否有经常项目顺差。中国从1990年以后，除了1993年以外，一直都是经常项目顺差，也就是说中国一直在向世界、特别是向美国提供资本。但作为一个债权国，一个给人家提供金钱的国家，直到2005年，中国的经常项目中的投资收益一直是负的。就是说在此之前，把钱借给别人，不但得不到借钱的收益，相反，债权人还得给债务人付利息。

## 中国的经常项目盈余和投资收入赤字



日本并不是以它的投资效益高而著称的，但是同中国相比，日本至少有一个很大的不同：在日本的经常项目顺差中，投资收益始终是正的。从 2005 年开始投资收益顺差超过贸易顺差成了它的经常项目顺差的最主要构成部分。

在维持大量经常项目顺差的同时，投资收益为逆差或仅有少量顺差，有什么值得担忧的地方吗？当然有。一个面临年龄老化、国内投资收益偏低的社会，为了熨平代际消费，必须通过取得外国资产的方式进行储蓄。获取外国资产的过程就是资本输出过程，而资本输出的过程就是实现经常项目顺差的过程。日本多年来的贸易顺差可以看作是日本为迎接老龄社会到来所作的准备。在今后 10~15 年内，中国赡养率的上升将导致中国国民储蓄率的下降。如果届时中国投资收益项目逆差增加或顺差不够大，中国的国民储蓄率必将大大下降，中国就会因投资不足而陷入经济停滞。如果中国在未来 10~15 年不能实现投资收益的大量顺差，中国经济就将因资源跨代配置的失败而陷入困境。这就是说，我们这种模式不但存在资源配置效率不高的问题，还存在不可持续问题。

## 中国经济的中长期问题

中国的增长模式在过去 20 多年中是成功的，指出它存在的问题并不是否定它的成功。问题是，经过 20 多年的发展，中国经济已经进入了一个新阶段。中国的内部条件和外部环境已经不允许我们继续走老路了。我们需要改变目前的的增长模式和发展战略，这是中长期问题。对这个问题政府已经发出了非常明确的信号，也制订了非常明确的计划。在长期调整中有两个关键：一个是要消除各种市场扭曲，取消对外资和出口的各种各样的优惠政策。尽管这些政策一般来说在过去发挥过重要作用，但在新的环境下，形势发生了变化，我们要取消对外资的优惠政策，给自己国民待遇，鼓励公平竞争。公平竞争是非常重要的，过去我们给外资和出口企业优惠，现在我们要把这这些政策改过来。

另外还有一个问题对中国来讲非常重要：要分清市场和政府的功能。政府不应该管它不能管的事情，但是它必须管市场不能管的事情。为此，笔者曾就调整我国的增长战略、增长模式提出过相关的 15 条建议，这里不再赘述。

## 当前宏观经济形势中的主要问题

目前的宏观经济形势，至少面临着四个问题：第一，经常项目顺差继续增长；第

二，通货膨胀率已经超过了 3%；第三，投资的增长速度继续维持在很高的水平上；第四，资产价格飞速上涨。

## 控制流动性过剩是保证宏观经济稳定的关键因素

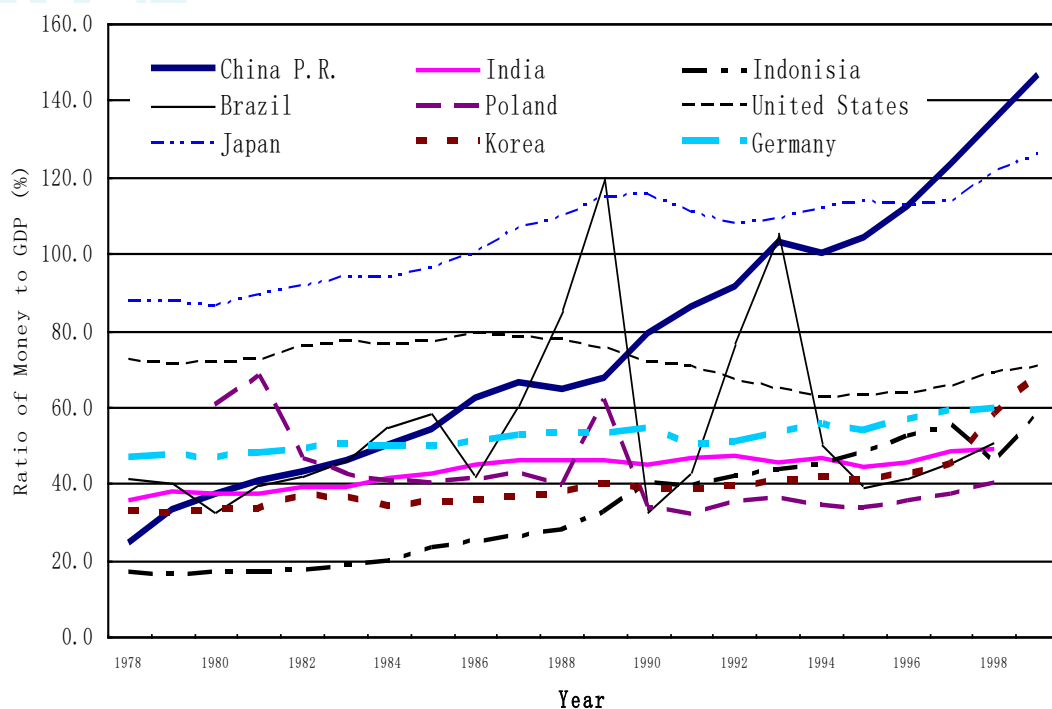
总的来说，我们的经济现在处于“偏热”状态，大家都认为原因是由于流动性过剩。流动性过剩有各种各样的定义和说法。“流动性过剩”这种说法来自英文的 excess liquidity。所谓“liquidity”原指商业银行所拥有的随时可以用于“投资”（如放贷）的资产。例如，商业银行金库中所存放的现金就是最典型的“liquidity”。excess liquidity 的准确翻译应该是“过剩流动性资产”。其定义为：商业银行所拥有的超过法定要求的存放于中央银行的准备金和库存现金。从这个定义出发，容易看出所谓“过剩流动性资产”就是商业银行所拥有的超额准备金。商业银行所拥有的超额准备金越多，金融体系中的过剩流动性资产就越多。excess liquidity 这个词本身是中性的，不包含是否过多的判断。现在可以约定俗成地把 excess liquidity 理解为流动性过剩。为什么商业银行会持有超过法定要求的准备金（准备金+库存现金）呢？一种可能性是：应付不确定的冲击。其他可能性包括：支付体系不发达，商业银行必须持有较多流动资产（如现金），以应付支付的需要。超额准备金的多少在一定程度上反映了过剩的流动性的多少，流动性是否过剩应该怎么来测量呢？有几种测度的方法。最简单的测度方法是看超额准备金率（用超额准备金除以存款总额）的高低。根据经验，如果中国的超额准备金率是 4%、5%、6%、7%、8% 等等，一般来说流动性是过剩了。但如果小于 3% 就不一定是过剩。流动性是否过剩的第二个比较常用的度量尺度是广义货币对名义 GDP 之比。这个度量尺度还可以从动态的观点来看：如果广义货币增长速度 - 通货膨胀率 - GDP 增长速度 > 0，这个差额也可以作为流动性过剩的衡量尺度。例如，如果一国的国民总产值增长速度为 10%，通货膨胀率为 3%，货币供应量的增长速度就应该为 13%。如果该国货币供应量增长速度超过 13%，该国就存在流动性过剩。当然还有其他更多的说法。但综合来看，度量的尺度包括超额准备进率、 $M_2$  增长速度、货币市场的利息率、信贷的易获得性等等。当然，还可以从结果上看，就是看通货膨胀率和资产价格的变动。

如果是在一个月以前或者两个月以前，流动性过剩的讲法是不同的。中国的流动性过剩有两个来源，但这两个来源实际上是统一的，是一个硬币的两个方面，这两个方面是可以统一起来的。第一个来源就是长期以来，中国的广义货币的增长速度远远



高于名义的 GDP 的增长速度。这就是为什么在上世纪八十年代许多老经济学家所说的“笼中老虎”。当时认为，货币供应增长如此之快通货膨胀肯定要发生，但通货膨胀始终没有发生，这是怎么回事呢？就是老虎进到笼子里去了。广义货币中不仅包括交易媒介（M1），而且包括财富的储存形式面（储蓄存款）。我们既需要使用货币（M1）进行交易，也需要把货币（储蓄存款）作为一种财富的保有形式来持有。在简单的货币数量理论中，货币只是交换媒介，并不具有价值储存功能。所以，按照货币数量理论，货币增长速度如果超过名义 GDP 的增长速度就一定带来通货膨胀（通胀率上升）。但是，如果把货币同时看成一种财富的保有形式，老百姓“要攒钱”，看着人民币就踏实、高兴，货币供应的增长速度超过名义 GDP 的增长速度就可能不会引发通货膨胀。过去就是这种情况：由于中国人有很高的储蓄偏好（原因多多），同时又没有其他的投资渠道，积攒货币、积攒储蓄存款成了中国人生活的重要目标。于是，中国的广义货币占 GDP 的比例达到 160%，多少年以来一直是世界第一。尽管如此，中国没有发生通货膨胀，老虎一直呆在笼子里。

不同国家的  $M_2$  - GDP 比值



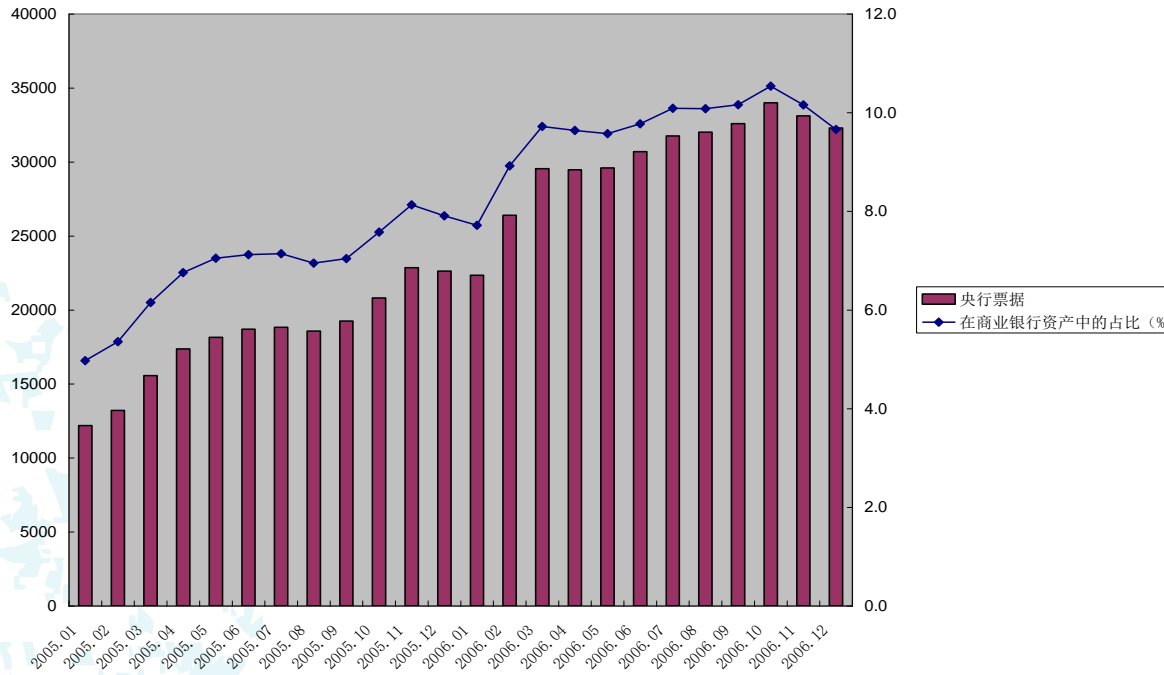
现在情况发生了变化。一方面，利息率很低，实际利息率是零，老虎在笼子里吃

不到什么好东西；另一方面，投资机会增加，特别是 5 月 30 号之前股票价格疯涨，取出存款投进股市就赚钱，储蓄存款开始向股市转移，这个过程是非常自然的，因为资本市场可以提供高得多的回报。这后一种情况意味着，中国的货币需求函数发生了变化。在其他因素给定的条件下，货币需求量减少了。“存款搬家”不一定是坏事。中国需要把融资来源中的资本市场这块做大，但“存款搬家”速度要适度，不能太快。

假设没有双顺差，不存在央行对冲不对冲的问题，中国是否仍然会出现流动性过剩的问题呢？答案是肯定的。因为中国经济中对货币的需求（主要是储蓄存款的需求，其次还有金融创新导致的对现金需求等）减少了。在货币需求减少的情况下，如果货币供应不变，就有可能出现流动性过剩、通货膨胀和资产泡沫。

流动性过剩的第二个来源是中国的双顺差加上人民币升值速度缓慢。第二个来源在过去几年中一直是大家关注的焦点。这几年来每年我们有 1500~2000 亿美元的经常项目顺差，500 亿左右的 FDI。如果人民银行不干预，必然是人民币升值，而且升值幅度相当大。干预外汇市场意味着向银行体系注入流动性。基础货币的增长，导致货币供应的增长，于是导致流动性过剩。但这里所说的流动性过剩，还并不是现实中的流动性过剩，因为央行同时还做了对冲。如果它充分对冲了，就不会造成流动性过剩。如果对冲过度，还可能会造成流动性不足。因为经济的正常增长需要基础货币有一定程度的增长，现在基础货币增长的唯一的来源是外汇储备增加导致的外汇占款增加。过去一直在说中国存在严重的流动性过剩，这种提法应该加以修正，以免产生误会。这里所说的流动性过剩实际上有两重含义：第一，如果没有对冲，现实中的流动性将严重过剩。第二，由于进行了对冲，现实中的流动性过剩基本得到了控制，但中国的金融体系为此承受了很高的成本，对冲难以为继。中央银行在同时做两件事：一件事情是稳定人民币，另一件事情是执行货币政策。这两件事情放在一起考虑，就可以决定对冲的力度，是百分之百对冲，还是 70%或 80%的对冲。中央银行可以灵活掌握对冲力度，在稳定汇率的同时实行适度从紧的货币政策。由于货币需求的减少，在其他情况不变的条件下，中央银行的对冲力度可能需要相应增加。对央行来说，不存在难以为继的问题，问题是商业银行要承担越来越大的对冲成本。从商业银行的角度来说，对冲是不可持续的。商业银行的资产中如果赢利低的资产占的比重越来越大，那么商业银行的赢利能力就会下降。大致算来，央票在商业银行资产中的比例大概要占 10%左右。此外，准备金率现在是 11.5%，准备金率的利息率是 1.8%，这就意味着商业银行中盈利很低的那一块资产的比例在不断上升。

### 央行票据占总资产的比重稳步上升



### 准备金稳步上升

	adjustment
2003 (09/21)	7%
2004 (04/21)	7.5%
2006	8%
2006	8.5%
2006	9%
2007 (01)	9.5%
2007 (02)	10%
2007 (03)	10.5%
2007 (04)	11%
2007 (05)	11.5%

如果继续对冲下去的话，这个比例还会上升，商业银行可能还有承受力。比较台

湾和其他一些地区经济的数字就可以发现这一点，台湾的这个比例比我们现在要高，准备金率也曾经比我们现在高。但商业银行肯定不愿意永远这么承受下去，它总是希望把它的资产运用于投资于投资回报率更高的地方。持续的对冲最终将导致利率率的大幅度上升，而大幅度上升的利率率将因外资的流入而使旨在吸干过剩流动性的对冲政策完全失效。

总而言之，中国出现流动性过剩，不仅仅同外部因素（国际收支不平衡）有关，而且同内部因素有关。前者是双顺差条件下维持汇率稳定的必然结果。后者同货币需求量减少导致的货币供给量相对过剩有关。不管产生过剩流动性的原因是内部还是外部因素，中央银行必须采取升息、对冲、提高准备金率等政策措施恢复货币供给与需求的平衡。

## 当前形势中值得注意的几个问题

首先是当前流动性是否过剩的问题。流动性过剩应该说是得到了控制，一个重要例证就是超额准备金率已经降到 1% 左右了。按照最传统、最标准的定义来看，很难说现在流动性还很过剩。但是，超额准备金率下降这样一种结果是许许多多因素决定的，其含义还需要进一步分析。仅仅根据超额准备金率的变化来判断流动性是否过剩还是不够的。如果商业银行的贷款意愿增加（这可能是种种外生因素所致），即便央行并未提高法定准备金率，超额准备金率也会因商业银行贷款的增加（因而银行存款相应增加）而下降。在这种情况下，超额准备金率的下降并不意味着超额流动性已被吸干、央行不应该继续使用提高准备金率的方式抑制流动性过剩。在目前情况下，判别流动性是否过剩还是要看通货膨胀率和资产价格（股市和房地产）的变化。当然，其他信息也不能漏掉，特别是通货膨胀率指标有滞后性。总的来说，中国依然存在流动性过剩的问题，但流动性过剩的程度也不是很高。

第二个问题是 5 月 30 号之后股市市场发生了变化，今后会怎么办？对资产价格的变化是否应该调控？央行货币政策很难以资产价格为目标的，因为资产价格的波动十分猛烈，货币政策最忌缺乏稳定性，不应该、也难于根据资产价格的变化而逆向变化，以 CPI 的增长速度作为货币调控目标是有问题的。在西方通货膨胀率分核心通货膨胀率和总体通货膨胀率（core inflation 和 headline inflation）。西方的货币政策是针对核心通货膨胀率，即不考虑食品和石油价格的通货膨胀率，因为食品和石油价格波动太厉害，不能老跟着它们变。中国的 CPI 包括了食品和石油价格，因而中国

货币当局对CPI波动的反应可用稍微滞后一些。央行对资产价格的政策应该是“关注”，但关注并不意味着袖手旁观。政府不应该惧怕对资本市场进行干预，在必要时甚至应该敢于采取非常规的直接干预。以股市为例，制度建设是中国股市稳定发展的基础。在正常情况下，政府只是市场的“守夜人”，政府应该尽量减少对于股票市场的干预。但是，在非常时期，如果股市疯涨，泡沫严重（这并不是无法判断的）或股市面临崩盘的危险，政府绝对不能听之任之，必须“该出手时就出手”。香港政府在港股发生灾难的时候的做法就是一个很好的例证。政府对资产价格的波动预设一个不宣布的大区间，资产价格超过这一区间就加以干预，以保持资本市场的稳定。

第三个问题是中国的投资增长速度是否过高。这本来是一个没有什么争议的问题。但最近许多经济学家提出，中国投资的边际效益很高，因而应该继续进一步提高而不是降低投资的增长速度。这样一来，中国投资增长速度是否过高又成了一个有争议的问题。投资边际效益高很可能是各种价格扭曲的结果。同时，在历史上，在经济增长速度较高时期，中国投资的效益一般都是较高的。中国的投资效益基本上是顺周期的。投资增速是否过高，投资率是否过高似乎是不能通过投资效益来论证的。但无论如何，中国的投资增长速度是否过高确实是一个应该进一步研究的问题。由于缺乏令人信服的数据，在这方面很难进行有益的国际比较。我个人认为，在能源与原材料消耗大大超过国际标准的情况下，如不考虑周期性因素，中国投资效率很高的说法难以令人信服。抑制投资过热依然是我们应该继续坚持的政策。

此外，中国目前的外汇管理问题、特殊国债的发现问题的发现以及央行与财政部在执行货币政策与汇率政策的分工问题、通货膨胀问题和资产泡沫问题等等也是十分值得关注的。本人已经就这些问题发表过一些不成熟的看法。这里不再赘述。

## 中国是否面临一场东亚金融危机式的危机？NO！

中国是否面临一场东南亚式的金融危机呢？否！中国离这一天还远得很。但居安思危，防患于未然是十分必要的。我们有必要设想各种各样的危机演进预案。这样我们才能避免危机，才能处变不惊。为了避免危机的发生、发展并对经济造成致命的打击，我们需要建立多道防线：第一道防线就是确实要吸干过剩的流动性，以确保经济稳定，不发生严重通货膨胀和资产泡沫。第二道防线是要坚持把银行改革做下去。我们已经取得了很大的成就，但是并不巩固，因为如果宏观经济形势逆转了、变坏了，我们现在银行是否还能有一种非常好的表现呢？第三道防线就是跨境资本流动的管



理必须要加强。现在由于资本是流入，所以大家不太在乎，好像不会形成危机。但资本进来也会有问题的。有几点应该特别明确，就是资本管制或者资本管理在中国并不是无效，它是有用的，有一些人说资本管制无效，干脆扔掉算了，笔者认为不应该这样。在东南亚金融危机期间，中国银行体系有不少问题，但是中国没有发生危机，就是因为我们有资本管制，这一点是非常重要的。虽然我们的管制有很多的漏洞，但实际上还是有效的，这是已经经过证明了的。另外，对“严进宽出”这样的提法我们要做更为全面的理解！现在投资资本正在源源流入中国，以便人民币升值一旦到位，便在充分获利之后迅速撤离。如果我们能够使投机资本确信，想跑并不是那么容易，投资资本的流入将会大大减少。有关方面应该在这方面制定出可信的有威慑力的方针。资本管制是中国金融稳定的最后一道防线，这一道防线守住了，中国绝对不会出事，这道防线守不住，那我们就有可能出事。而资本管制的彻底放弃，即人民币的自由兑换，应该是我们所有市场化改革的最后一步，其他没干完之前绝对不能做这个事，这一步迈出去，就意味着我们市场化改革已经基本结束。

为了说明为什么我们不能放弃资本管制，可以简单算一笔帐。现在的人民币存款总额大概 17 万亿左右，相当于 2.3 兆美元。在正常的情况下，人们是不会仅仅持有本币资产的。比如在香港，香港人资产中的相当一部分是外币资产，不是港币资产。凭心而问，如果人民币是可以自由兑换的，人们是不是会把一部分资产兑换成美元、英镑或者日元的资产？可以肯定是的。人们不会百分之百的换，因为人们对国家是有信心的，但是人们总是想以防万一或者有点事情需要外汇，把部分（如 20%）的人民币资产换成外币资产。换 20%就是 4000 亿美元以上了。据说，中国 80%的储蓄存款是由 20%的储户拥有的。如果此言不虚，一旦人民币自由兑换，中国“存款搬家”（不是搬到中国股市，而是搬到外国金融市场）的规模就将是更为巨大的。与此同时，中国的 FDI 存量是巨大的。外国人的钱总是要走的。即便本金不走，利润也是要走的。假设中国 FDI 存量是 5000 亿美元，外企的利润率是 20%（世界银行认为跨国公司利润率是 22%），年流出量为 1000 亿美元。如果我们认为世界银行高估了跨国公司的利润率，假设利润率只有 10%，那也有 500 亿美元。中国现在的短期外债是 1690 亿美元左右。你把所有这些项目加起来应该不少于 6000 亿美元。如果在某一年，由于某种原因，中国经济出了问题。而此时恰逢中国实行人民币自由兑换，或资本管制已经不复存在，你可以想象中国将会发生什么事情。如果大家决定把这相当于 6000 亿美元的人民币换成外汇，其他人跟着凑热闹，资本的外流量就是极为巨大的。在短期内

资金大量流出，人民币就会大幅贬值。如果人民币贬值，大家就会更急着把人民币资产换成外汇资产。在这种情况下，中国的外汇储备再多也无济于事。因此，我们不得不防，因为中国这个国家太大，出了事没人能救我们。

声明:本报告的版权为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所有,未经书面许可,任何机构不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表,欢迎注明资料来源的引用。

