

上海金融论丛 2012

SHIERWU SHIQI JINRONG FAZHAN
XINGSHI HE CELUE XUANZE

“十二五”时期 金融发展形势和策略选择

上海市金融学会 编

学林出版社

上海金融论丛 2012

SHIERWU SHIQI JINRONG FAZHAN
XINGSHI HE CELUE XUANZE

“十二五”时期 金融发展形势和策略选择

上海市金融学会 编

学林出版社

图书在版编目(CIP)数据

“十二五”时期金融发展形势和策略选择/上海市
金融学会主编. —上海: 学林出版社, 2012. 11
(上海金融论丛)
ISBN 978 - 7 - 5486 - 0434 - 1

I. ①十… II. ①上… III. ①金融—文集 IV.
①F83 - 53

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2012)第 246008 号



“十二五”时期金融发展形势和策略选择

编 者——上海市金融学会

责任编辑——齐 力

特约编辑——刘益民

封面设计——周剑峰

出 版——上海世纪出版股份有限公司

学林出版社(上海钦州南路 81 号 3 楼)

电话: 64515005 传真: 64515005

发 行——上海世纪出版股份有限公司发行中心

(上海福建中路 193 号 www. ewen. cc)

排 版——南京展望文化发展有限公司

印 刷——启东市人民印刷有限公司

开 本——787×1092 1/16

印 张——23.75

字 数——44 万

版 次——2012 年 11 月第 1 版

2012 年 11 月第 1 次印刷

书 号——ISBN 978 - 7 - 5486 - 0434 - 1/F · 30

定 价——47.00 元

(如发生印刷、装订质量问题,读者可向工厂调换。)

目 录

一 宏观经济金融形势

全球宏观大图景：三次失衡、三个世界、三足鼎立	邵 宇(003)
共同货币战略与碳金融前景	温 天 顾文硕 陆丽娜 范向伟(018)
全球资本流动对大宗商品价格的影响	祁国中 卢庆杰(037)
中国高房价的决定：泡沫、基本面与周期波动	
——基于面板数据的实证研究(1999—2009)	傅 勇(057)
中小企业的融资障碍与宏观因素的影响	郭丽虹(072)
上海银行业“十二五”时期面临的发展形势和策略选择	
.....	李 麟 高 红(088)

二 货 币 政 策

全球复苏不同步、货币政策“外溢效应”与中国应对	
.....	余文建 顾铭德 刘 斌 傅 勇(101)
通胀治理与人民币发行方式的改革	胡海鸥 冯 霞(122)
我国货币政策价格效应时滞的实证研究	胡俊华(140)
货币政策与最优融资选择	
——基于公司治理因素的实证研究	陆文彬 陈鹤飞(150)

三 金 融 监 管

“两个中心”建设中的银行业行为监管	廖 岷(167)
基于保险业顺周期性和金融业系统性风险上的保险逆周期监管	

- 中国保监会上海监管局课题组(184)
- 稳健货币政策下企业融资趋势多元化的监管
- 李 倩 黄 宇 韩爱华(196)

四 上海国际金融中心与国际航运中心建设

- 以跨境人民币业务为契机加快上海国际金融中心建设
- 连 平 周昆平 仇高擎 鄂永健 吴 博(205)
- “十二五”时期上海航运金融服务创新发展研究
- 中国工商银行上海市分行课题组(222)
- 人民币离岸和在岸市场协调发展研究..... 朱钧钧 刘文财(242)

五 金 融 市 场

- 全球交易所跨国并购背景下我国证券市场国际化战略研究
- 刘 遼 司徒大年 卢 涛 李 科 潘妙丽(259)
- 全球交易所并购浪潮下我国金融市场组织者的发展路径
- 雷电发 黄 妍 董 琦(282)
- 我国股票市场系统性风险评估指标体系研究
- 闻岳春 石建勋 刘春彦 肖敬红 王婧婷 张宗祥(295)
- 上海基金管理公司竞争力
- 基于京、沪、粤三地的竞争力比较研究
- 刘铁磊 陈伟忠 王大飞(312)

六 商 业 银 行

- 金融市场快速发展背景下的商业银行经营创新
- 上海城市金融学会课题组(333)
- 影响商业银行盈利能力的核心要素..... 陈秋敏 王 政(348)
- 贸易融资链架构下票据池综合服务方案的创新..... 应俊惠 肖 斐(360)



宏观经济金融形势

全球宏观大图景：三次失衡、 三个世界、三足鼎立

邵宇

从学术界到政界再到商界，从国内到国外，关于国际经济失衡的争论从未停息。从人民币升值论到美元霸权论，从次贷危机到欧债危机，在动荡不断的国际经济体系里，似乎没有谁是无辜的。自1971年布雷顿森林体系的固定汇率制瓦解后，几十年来从未对国际货币体系进行如此郑重的讨论。在这样的背景下，对目前国际经济格局及其根本矛盾给出一套稳健而有效的分析框架是十分重要的，也有利于我国经济的转型，有助于我国进一步增强在国际上的话语权。本文的创新点在于构建起一个颇有特色的理论分析框架，在这个框架中可以看到国际经济重大失衡的逻辑以及如影随形的国际货币体系变迁，还可以看到美元本位下被流动性驱动的三个世界以及这个体系的根本矛盾，帮助理解未来国际经济格局，也对人民币国际化策略提出部分思考。

一、三次失衡：国际货币体系进化的内在逻辑

（一）国际货币体系的演进

自从有了跨国贸易，国际经济的失衡就成为可能。贵金属本位下，贸易失衡导致的贵金属流动，与朝贡体系以及后来崛起的殖民主义一起，成为贵金属流动的主要驱动力。自从有货币以来，任何的国际经济活动都是建立在国际货币的平台上的。在贵金属本位下，国际贸易的失衡以贵金属的转移来弥补，汇率蜕化为货币所含本位金属的比率。把贵金属及其铸币当作商品的话，全球的国际收支是平衡的；而金汇兑本位下，两国货币的汇率由货币兑黄金的平价决定，并被锁定在黄金输出和输入点划定的区间内。

随着实体经济和国际贸易的扩张，对交易媒介和价值贮藏等货币功能的需求的增长逐渐超出了贵金属可以承载的极限。从银本位到金银复本位再到金本位，各国对货币本位制的选择主要取决于本国贵金属的保有量以及主要贸易伙伴的货币选择。19世纪以来，国际贸易的加速发展和始于欧洲的工业化加速了这个进程，并将贵金属本位的先天缺陷残酷地暴露出来。

银本位盛行了几个世纪,却始终没有形成国际货币体系。作为殖民主义代表的英国在其黄金储备的支持下,首先选择了金本位。经过金银复本位的过渡后,其他迈入工业化的国家和其周边的农业国也逐次跟进。第一次世界大战是金本位的断点,战后对其不合时宜的复辟扭曲了金本位的机制,让其变成了大萧条在国际间传导的主要渠道,其后退出金本位竟成为各国实体经济恢复的有效手段。二战结束后布雷顿森林体系是对金本位的第二次复辟,但该体系“特里芬两难”等矛盾在资本主义“黄金时代”的大扩张下加速激化,最终还是崩溃了。其后全球经济进入了美元纪年的纸本位时代,美元由黄金的影子变成货币的货币,成为了国际货币体系的核心。二战结束后,美元霸权的全新模式开始驱动全球经济,失控的国际流动性反噬了实体经济,次贷危机后,所有的问题都暴露出来。

(二) 银本位下的失衡：中英贸易与鸦片战争

银本位下,白银首先在某个区域内作为货币流通,然后突破区域经济,在更广泛的商业贸易往来中扮演结算的重要角色,并逐渐扩展其发挥作用的地域范围,最终成为全球通行的支付手段之一。如果从亚洲的角度分析世界白银流通的话,可以清晰地发现银本位时代亚洲长期支配着世界白银的市场。而美洲、亚洲和欧洲则被白银联系在一起。

15 世纪前,欧洲的白银生产未能满足本区域内的全部交易需求,因此产生了对交易媒介的强烈需求。16 世纪以来,重商主义在欧洲兴起,新大陆发现后,大量的白银流入欧洲。在 17 世纪,黄金在欧洲被铸成硬币,而欧洲的主要货币由白银转变为黄金。西方国家先后过渡到金银复本位制,1816 年前后又逐渐被金本位制所取代。同时,更多的白银以贸易支付的形式,从欧洲流入亚洲(表 1)。

表 1 1601—1780 年西欧黄金与白银流出情况(单位:吨,银当量)

时 期	到波罗的海岸	到地中海岸	从荷兰到亚洲	从英国到亚洲	合计
1601—1650	2 475	2 500	425	250	5 650
1651—1700	2 800	2 500	775	1 050	7 125
1701—1750	2 800	2 500	2 200	2 450	9 950
1751—1780	1 980	1 500	1 445	1 450	6 375
合 计	10 055	9 000	4 845	5 200	29 100

资料来源：麦迪逊,《世界经济千年史》,黄金也按照一定比例折算成白银。

直到 1820 年鸦片贸易在中国兴起之前,中国的 GDP 比欧洲和其衍生国的总合还要高。在这个朝贡体系与殖民体系并存的世界中,中国一直是全球最大的经济体和白银吸收者。16 世纪中至 17 世纪末,西属美洲的白银产量约占全球的 80%,这个区域生产的白银有很多最后都输进了中国。即便如此,与朝贡体系下中国从附属国获取的白银比较,这个时期从西欧获取的白银比例仍然较低。(表 2)

表 2 1550—1700 年中国白银进口主要来源(单位:吨,银当量)

时 期	日 本	菲 律 宾	从葡萄牙贩运到澳门	合 计
1550—1600	1 280	584	380	2 244
1601—1640	1 968	719	148	2 835
1641—1685	1 586	108	0	1 694
1685—1700	41	137	0	178
合 计	4 875	1 548	428	6 951

资料来源: Von Glahn, *Fountain of Fortune: Money and Monetary Policy in China*。

18 世纪以来,中国是英国最大的逆差制造者:丝织品和茶叶逐渐成为英国从亚洲进口的商品中重要的组成部分。从 18 世纪中叶起,白银一直占英国东印度公司对华输出货值的 90%;及至 18 世纪末,英国已是中国第一大外贸伙伴,他对中国的贸易输入值已占有所有西方国家的 90%左右,输出值也占 70%以上。

在重商主义的影响下,进入 19 世纪,走私鸦片成为中英实现白银平衡的途径。鸦片贸易给中国带来了严重的灾难:中国的国际收支很快逆转,盈余变为赤字,且每年须以大量白银支付贸易上的差额,19 世纪 20 年代中期后,鸦片贸易愈演愈烈,白银外流越来越大。中英对贵金属的争夺和贸易失衡带来的矛盾终于无法调和。鸦片战争后,中国的白银储备飞速流失,导致的经济紧缩限制了中国经济成长:中国 1952 年的人均国民生产总值甚至要低于 1820 年的水平,这一百多年来中国在世界 GDP 中所占的比重从三分之一下降到了二十分之一,实际人均收入则从全球平均水平降到了平均水平的四分之一。作为失衡的另一方,英国则利用战利品和殖民掠夺加速资本原始积累,确立了世界霸主地位。

(三) 金本位下的失衡:从一战到二战

这次失衡的特点是贸易保护和战争债务的积累与崩溃。它传导的平台是国际金本位,它的表现是黄金跨境流动的失衡(货币黄金和民间黄金大量而持续地

流入美国),它的巅峰是大萧条,它的解决方式是第二次世界大战。国际金本位制下黄金自由铸币、自由兑换和自由输出输入的特点,使其具有自动调节贸易失衡的作用,能够防止持续失衡的问题。另外,国际金本位制包含六条重要的游戏规则:(1)固定的官方黄金价格,或者说是“金平价”,在这个价格上本币能与黄金自由兑换;(2)黄金能够自由输出输入,经常账户和资本账户的划转与交易也不受任何的限制;(3)所有银行券和铸币由做有标记的国家黄金储备支持,存款货币的长期增长则依赖于金矿储备的可得性;(4)如果出现由国际性的黄金外流所导致的短期流动性危机,国内银行可以较高的利率向中央银行寻求借贷,即中央银行必须承担最后贷款人的职责;(5)如果第一条规则,即本币与黄金的自由兑换被临时中断,那么在危机过后应尽快按照传统的平价水平恢复兑换——如果需要的话,黄金流出的经济体应不惜以国内经济的通货紧缩为代价;(6)各国一般价格水平(名义价格)由世界黄金供需市场内生决定。

但金本位制最终还是崩溃了,原因是多方面的:第一,黄金生产量的增长幅度远远低于商品生产增长的幅度,黄金不能满足日益扩大的商品流通需要,这极大地削弱了金铸币流通的基础。民间流通和新产的实物黄金开始向银行体系、政府和央行聚集,从金币本位到金块本位再到金汇兑本位的变化,本质上是由这个矛盾驱动的。第二,黄金存量在各国的分配不平衡。1913年末,美、英、德、法、俄五国占有世界黄金存量的三分之二。黄金存量大部分为少数强国所掌握,必然导致金币的自由铸造和自由流通受到破坏,削弱其他国家金币流通的基础。第三,第一次世界大战爆发,各国为了筹集庞大的军费,纷纷发行不兑现的纸币,黄金被参战国集中用于购买军火,并停止自由输出和银行券兑现,金本位制随之告终。

虽然两次世界大战的主要战场都不在美国,但大战之间国际经济矛盾激化的主要驱动力却是美国,其中一条主要的线索就是美国“以我为主、以邻为壑”的战略在国际金本位的纽带下导致的重大失衡。

在1921年,盟国欠美国的债务已高达120亿美元,美国(特别是美国政府)在一战之后脱颖而出成为世界主要的债权人。战争结束后,美国对盟国的权益转变成政府间债权,造就了美国国际资本积累的黄金时期。一战结束时,以英国为代表的其他盟国一起,逼迫德国还债。美国的战争债权中虽然包括商品,但美国却仍然要求盟国以美元或等价的美国政府有价证券偿还——实际上这些债务的总面值已经达到了200亿美元,超过了当时美元平价下全世界黄金储备的价值。

要想这种债务循环成为可能的话,美国必须大量地接受欧洲的商品和服务,以便这些国家能获得美元或黄金。但是,美国并没有将从债务偿付中得到的资

金用于购买国外产品和资产,奉行经济孤立主义的美国切断了国际资金回流的通道,持续保持着大规模的资本(黄金)和贸易双顺差。一方面,美国坚持让盟国全额偿还战争债务,并限制对一些国家的继续贷款;另一方面,美国实行贸易保护,从而使这些债务偿还成为不可能完成的任务,这进一步打击了全球贸易,在1929年经济危机爆发之前,作为美国直接和间接债务人的英国和德国,出口占GDP的比重明显小于一战之前。

美国对债务的强硬态度和对本国市场的保护使得德国及同盟国几乎崩溃的经济无法通过顺差获得美元来偿还债务。这些债务实际上很多是为了战争和战后恢复服务的,支撑这种连环债务链的资产、产能和消费都不存在。其后,美国为了吸收黄金,实施贸易保护,控制美元输出和私人对欧洲借贷,又使债务偿还唯一的可能通道关闭了。美国逼盟国,盟国逼德国,这条债务链早就脱离了当时实体经济的支付能力,最终引发了第一次货币战争。

美国在20世纪30年代的深度衰退引起了世界经济的通货紧缩,这种衰退又因美国提高关税和从国外撤回投资而进一步加深。十多年里积累下来的债务负担在危机的催化下,令欧洲的汇率体系开始土崩瓦解。美国国会1930年通过的转嫁经济危机成本的《斯穆特-霍利关税法》引发了一场多达60个国家卷入的全球性汇率贸易战,反而造成了“贸易萎缩—经济危机加深—贸易进一步萎缩”的恶性循环。

为了解决通缩,罗斯福在1933年4月让美元与黄金脱钩,令美元贬值。由于欧美当时的出口商品构成有很强的相似性,这意味着汇率竞争和关税保护是他们争夺彼此市场和其他全球市场份额的重要手段。美元与黄金脱钩后开始贬值,英镑区在一年多前脱离金本位带来的国际竞争力优势很快就消失了,欧洲在债务重压之下的国际收支状况普遍恶化。在一战后的债务链上,盟国不停压榨德国,被债务逼上绝路的德国最终屈服于超级通货膨胀,法西斯主义抬头,二战爆发。由于美国在两次世界大战中支付的成本比欧洲小得多,美国成为新的领头羊,美元霸权的大幕缓缓拉开。

(四) 美元本位下的失衡:国际货币体系的结构性失调

美元本位下,全球经济的失衡变成了常态,按照制度背景不同,以布雷顿森林体系崩溃为分水岭,这些失衡可以划分为两个阶段。第一个阶段的失衡源自布雷顿森林体系的制度安排与全球化大生产的根本矛盾。而在第二个阶段,失去贵金属约束的货币体系导致的失衡逻辑则与之前所有的失衡完全不同,从外围到核心,危机连续不断,失衡愈演愈烈,而流动性是失衡的重要推手。

二战结束后,美国的实力使其成为资本主义阵营的领头羊,并创建了布雷顿森林体系:所有的货币都与美元挂钩,而只有美元与黄金挂钩。但布雷顿森林

体系天生有不可调和的矛盾：双挂钩的安排下，美元取得了国际核心货币的地位，但是各国为了发展国际贸易，必须用美元作为结算和储备货币，这样就会导致流出美国的货币在海外不断沉淀，对美国来说就会发生长期贸易逆差；而美元作为国际核心货币的前提是必须保持美元币值稳定，特别是对固定数量的黄金保持平价，这又要求美国必须是一个长期贸易顺差或者平衡国。

除此之外，布雷顿森林体系还有其他缺陷：美元和黄金之间的可兑换性，会使人们随着美元负债相对于美国所拥有黄金的存量的上升而动摇。但人们更容易忽视的一点是，布雷顿森林体系内，大部分经济体实施的是对美元的可调整盯住汇率制，并依赖于这种调整来校正国际收支失衡，一旦经济基本面使国际收支长期失衡，失衡国家的货币就会受到投机冲击。正是因为如此，布雷顿森林体系保留了对资本项目的管制。但是，当布雷顿森林体系崩溃，经合组织(OECD)国家逐步开放资本账户后，国际流动性的力量越来越大，这个矛盾没有消失，反而被美元本位体系继承下来了，并变得更严重。

换个角度看“特里芬两难”，它表明布雷顿森林体系既继承了传统金本位下的矛盾，又暗示了未来美元霸权下单极货币体系的问题。美元本位是布雷顿森林体系瓦解后靠历史惰性而存在的。如果必须用一个国家的货币作为世界货币，那么，美元确实最符合条件。美国的经济规模、债券市场、产权保护制度、金融机构和政治稳定，以及美元的历史和现状，都为美元的国际地位奠定了基础。与之前失衡的最大不同在于，纸本位的国际货币体系不仅会受到失衡的冲击，其本身更是失衡的主要根源：从中心国家到外围经济体，世界经济陷入了危机的循环。流动性这个因素被创造出来后，实体经济和货币体系的关系倒挂了。

外围国家不能发行国际货币导致了其国内金融体系货币的错配，他们的货币不能进行国际借贷，即使是二十国集团(G20)中的新兴经济体也不能例外。规模越来越大的国际资本让新兴市场经历了痛苦的波动，这导致新兴经济体对储备货币需求的增加，并正迎合了核心国家扩张消费与获取资源的愿望。储备货币的发行国为满足外围国家对储备资产不断增长的需求而背负着财政赤字和外部赤字，而且没有一种现成的机制来强迫盈余方或储备发行国进行调整。在当前的国际货币体系下，储备资产的供需两旺不可避免地体现为国际收支的失衡。

在中国因素的催化下，美元霸权所积累的一系列矛盾在次贷危机中集中爆发了。中国因素体现在两个方面，一是产品和产能过剩。这逼迫美国制造业空心化，向中国转移，以及产业向金融业为代表的服务业和知识经济产业升级，这就形成了贸易赤字。二是资本过剩。中国积累的资本逼迫西方投资积累的剩余资本，都投入到房地产、基础金融产品和衍生品中，这就推动了资产泡沫的堆积，

直到最后崩溃。

我们看到不同货币本位下失衡,都以贸易开始,主权债务如影随形,大多以战争形式结束。三次失衡在某种程度上都有一致的逻辑,贸易的失衡带来货币竞争,各个国家都试图通过经济和政治的途径来进行内外均衡的调整,但再平衡的稳态往往是要求各方同时平衡,关键是谁来肩负买单成本和责任,历史证据显示,政治或经济上的弱势国家往往成为牺牲品。实际上美元本位下,为了对应均衡,降低为美国买单的成本,德国、日本和中国都有自己的策略,中国的均衡本质上和美国绑在一起,而德国和日本的均衡策略目前都面临崩溃。全球经济失衡并不是经济全球化所固有问题的关键所在,关键性的问题在于全球经济失衡所表现出的利益分配、治理制度、经济增长与生态环境的关系,以及经济全球化与民族国家文化多样性之间的差异冲突等问题。研究了这些全球失衡的历史以后,为了更全面地分析离我们最近的美元本位下的失衡和次贷危机的根源,本文下面一部分将详细分析美元驱动的全球经济模式,并描绘国际经济体系内三个代表性集团,以及他们之间的相互作用。更重要的是,流动性如何强化他们之间的作用。

二、美元本位下的三元世界：消费国、生产国和资源国

二战以后的布雷顿森林体系为资本主义世界第一次全球分工创造了稳定的货币环境。政治和军事实力强大的美国毫无疑问成了中心国家。中国改革开放后,美国的麻烦就开始了,中国的因素激化了美元本位的矛盾,使得所有问题最后以流动性崩溃的方式暴露出来。

（一）开放经济的三元格局

在全球化的进程中,“比较优势”的概念有了新的发展。由于加入国际竞争的经济体的发展水平很不一致,资源禀赋和劳动力成本的差异成了构成相对优势的最大要素。在布雷顿森林体系构筑的国际货币环境下,形成第一次全球大分工的格局:消费国、生产国和资源国这三个大集团的雏形基本成型。

考虑到国际收支中资本项目交易有跨期、易反转的特点,本文采用经常账户的差额占比来判定国际分工中各经济体的基本定位。通常来说,经常账户的差额主要来自贸易账户,而该账户的其他部分主要反映了跨境投资的利润汇入汇出和经常转移等情况。在国际分工中长期承担资源输出和生产职能的经济体,贸易上表现为盈余,海外投资的利润也通过经常账户汇入,经常账户会长期呈顺差状态;而消费型国家经常账户会出现持续逆差。

消费国的领导者是居于国际货币体系核心的美国,其他主要代表则是引发这次欧债危机的南欧国家。与生产国绑在一起的资源输出国经常账户也是长期

顺差,且其幅度变动与生产国往往一致。

现代化产业在全球范围的分工,从根本上说,是逐利的资本与各国禀赋共同决定的结果。这些禀赋既包括石油和大宗原材料这样的自然资源,也包括固定资产和劳动力资源,还包括科技和管理这样的生产要素,同时国际铸币权其实也是一种禀赋——赋予了信用货币体系下对应国家以印刷货币换取现实资源的能力,当这种权利过于集中地聚于美国手中时,美元霸权就产生了。

(二) 美元驱动的全球化大生产

1. 消费国:铸币者持续消费

美国是消费国的绝对代表,从根本上来说,美国的赤字和债务并不起源于无节制的消费,而是起源于为世界提供流动性的需要。在美元本位制下,发行货币的担保是美国政府的信用而不是黄金:20世纪70年代以来,因为没有足够的商品和资本输出相抵对冲,美国政府必须向国外借债以保证美元的信用。国外企业通过贸易得到美元,在本国不能消费,于是通过央行再贷给美国。美国政府将这笔美元反过来用到国内。于是,美国每发行1块美元,在世界上实际上创造出2块美元的信用。1块钱变为国外政府持有的债务,1块钱返回美国消费。在这个循环里,不是消费导致债务,而是债务促进消费。这就像银行中,是贷款生成存款,而不是存款生成贷款。国际上有对美元的需要,美国政府就得印钱,这些钱通过贸易和对外投资输出,其中的一大部分又通过购买美国的债务回流。

这样,美国在纸本位时代的国际经济体系内只做两件事情,一件是通过经常账户透支,对外支付美元,也就是向国际市场注入流动性,另一件事是通过财政赤字衍生债务,再让部分流动性回流到国内,而这些赤字的背后往往是政府消费,对应的是美国积极的财政政策,甚至是对外战争。当美国经常账户逆差处于不可持续状态的时候,美国可以有三种调整的办法:一是劝说或迫使其他国家调整宏观政策,二是放任美元贬值,三是调整美国国内政策。对于美国政府来说,一是上策,二是中策,三是下策。

2. 生产国:努力实现均衡

如果说消费国产生的根源是货币特权的话,生产国的产生则来自国际分工。根据国际分工和经济发展阶段的不同,贸易失衡本来就具有阶段性发展的特征:美国建国后贸易长期逆差,而后在1874年至1970年中有93年顺差,1973年后又持续38年逆差;德国在第二次世界大战后已连续60多年顺差;日本从1981年以来也连续29年保持顺差;韩国的贸易除了在1997年外,也保持了40年的顺差。

在美元霸权进化的时期,世界各国都在一定程度上被它拉入了美元驱动的全球化分工体系,这也培养了一些代表性的生产型经济体:德国、日本和中国。

这些国家在其贸易输出的巅峰期,其经常账户顺差占全球之比都曾超过20%,他们的出口在全球的占比也一度达到10%。德国、日本和中国先后面临过外部失衡的问题。这些国家造成大量的顺差主要是由其基本面因素导致的全球分工决定的,如中国的资源与成本优势,德国的地缘与区域一体化背景,日本的精密制造与工艺技术等等,但是各自选择的汇率均衡策略却完全不同:日元因“广场协议”升值,出口受挫,日本采用低利率政策来缓和升值,但导致泡沫;德国用欧元区对外贸易的整体平衡来保持欧元不会有升值压力;中国则是利用其有限可兑换性和生产型货币特征,即强大的产能和外汇储备基础伴随实体经济增长的扩张,并且还有健康的对外资产负债表和潜在的庞大市场。最后,德日的对外均衡策略在这次全球危机后相继崩溃了,作为新兴贸易大国的中国坚持了下来。

2001年中国加入世界贸易组织以后,很快成为亚洲零部件出口的主要组装地;此外,中国自身的出口规模也开始加速增长。中国变成了亚洲工厂的总部,其贸易账户区内逆差,区外顺差的特征正反映了“亚洲—中国—欧美”这种上下游关系。以中国为核心,“亚洲生产—欧美消费”这种全球东西分工的根本失衡开始深化,其代表就是亚洲的官方储备资产在全球高达60%的占比。

3. 资源国:受美元制约

资源国的产生来自两个方面:一是自然资源禀赋,二是对外部其他资源的渴求。由于原材料以国际货币——或者说大部分以美元——标价和结算,那么无论资源的购买者是谁,最终都会导致国际货币数量增加。例如石油输出国虽然囤积了大量的财富,但实体经济却依然存在严重问题,一个正常经济体的产业结构被部分挖空了:出口的石油换来了外汇,直接用于进口商品和服务,以支撑奢侈的消费。除消费外,资本却无处可去,这些资金最终不得不再次游弋在海外,这制造了一种非常特殊的流动性:石油美元。

石油美元在性质上大多是国际短期资金,可能在国际间大量而迅速地移动,从而对各国的金融市场甚至实体经济造成冲击,特别是金融体系尚未完善或者相对封闭的新兴和发展中国家。每个国际油价快速上涨的时期,石油美元都要兴风作浪一番。

(三) 倒挂的国际经济体系

按照布雷顿森林体系,资本流动的目的是为了纠正商品贸易中的支付不平衡,但在今天变成了另外一个模式:不但资本流动的数量和速度大大超过了商品的流动,而且在发达国家资本流动的控制权已经从政府转移到了私人手里。国际经济体系逐渐倒挂:金融不但是经济的服务业,而且是经济发展的主宰;货币不只是商品交易的媒介,而且是商品定价的依据;各国经济的相互渗透的主要渠道不再是商品交易,资本流动所占的比例越来越高。

贸易和资本流动的增长率远高于世界 GDP 的增长率,也超过了美国 GDP 的增长率,在 1993 年至 2008 年间,美国 GDP 规模翻了近一番,但世界贸易额增长了 3 倍多。在同一时期,金融一体化程度大幅上升,资本流动和外汇储备规模大幅增加,这尤其反映了亚洲贸易顺差的增长。国际资本流动从 1994 年的不足 0.5 万亿美元增长到 2007 年的 3.4 万亿美元;其中,外商直接投资(FDI)从 0.25 万亿美元增长到 2.2 万亿美元。全球的外汇储备总额增长了 4 倍多,全球外汇市场的交易规模仅在过去的 9 年间就增长了 2 倍。

美元本位下的全球分工加大了实体经济的流动,但虚拟经济的规模扩大得更快。在过去的十年中,资源输出国和亚洲持有的储备资产也提高了 3 倍;通过资金回流,十大境外债权人对美国国债的持有量提高了 5 倍。如同 DNA 的双螺旋结构,美国的过高负债模式与中国为代表的高储蓄高投资加出口模式,正是多年来全球“生产-消费”失衡的两极。这种均衡实际上针对所有对美贸易盈余国家,例如包括日本和石油输出国。

在资本相对过剩的环境下,为了谋求更高利润率,资本开始自我升级,产业升级方向最初有两个:一是传统意义上的高科技领域;二是向服务业升级,特别是生产服务业。但是更为醒目的是,20 世纪 70 年代以来金融衍生品的出现和迅速风靡。金融衍生品具有两面性:一方面它是通过金融市场转移和分散风险的工具,另一方面它也是通过金融市场交易获利的手段。虽然它们发明的初衷是用于金融风险管理,但它的滥用又最终成为次贷危机的导火索。

总的来说,本次危机的原因其实并不复杂,是相对过剩资本被低利率政策引诱到房地产上产生了泡沫。但金融创新使得这个泡沫转换成为市场价格波动风险,而且还加以放大。然后这些市场和信用风险又集中到几个大机构,而使得市场变得更加脆弱。最后利率上升导致基础资产质量恶化,继而导致上层的债券价格崩溃再使得大机构资不抵债而破产。紧接着,作为国际短期资本栖息地的全球货币市场工具,无论种类,无论币种,其规模统统开始进入下跌的通道。这些金融产品的天量的合约价值挥发后——其实他们从来就没有存在过——实体经济被反噬了,发达经济体们经历了二战以来最痛苦的下行。

因此,本文可以得出结论:美元本位下的全球经济失衡并不是源于汇率的失调,也不是来自货币和财政政策的失误,全球失衡是现行国际货币体系给世界经济带来的结构性缺陷,只要现行国际货币体系结构不变,无论什么样的政策调整都无法防止失衡的反复出现。

三、迈向三足鼎立的国际货币体系

本文上一部分分析了美元体系的悖论,以及这套既不稳定也不公平的不成