

欧美主权债务

风险溢出效应及中国应对策略研究

陈建奇 著

国家社会科学基金 (12CGJ016) 资助成果



知识产权出版社

全国百佳图书出版单位

欧美主权债务

风险溢出效应及中国应对策略研究

陈建奇 著

国家社会科学基金 (12CGJ016) 资助成果



知识产权出版社

全国百佳图书出版单位

图书在版编目(CIP)数据

欧美主权债务风险溢出效应及中国应对策略研究 / 陈建奇著. — 北京: 知识产权出版社, 2016.11

ISBN 978-7-5130-4529-2

I. ①欧… II. ①陈… III. ①债务管理-风险管理-研究-西方国家②债务管理-风险管理-研究-中国 IV. ①F831.2②F832.4

中国版本图书馆CIP数据核字(2016)第251081号

内容提要

金融危机爆发以来,欧美主权债务高位运行问题日益突出,其潜在的溢出效应构成未来重大不确定性风险源。本书分析欧美主权债务风险溢出效应问题,通过创新理论分析框架,结合欧美经验数据的实证分析,研究欧美主权债务风险演变趋势及其可持续性,客观揭示欧美主权债务风险溢出效应传导机制、传导渠道及影响程度,评估欧美债务风险叠加对国际货币体系及中国外汇储备安全性的溢出效应,在此基础上提出防范主权债务风险负向溢出效应的国际政策协调与中国开放宏观战略选择。

责任编辑:李娟

责任出版:孙婷婷

欧美主权债务风险溢出效应及中国应对策略研究

OUMEI ZHUQUAN ZHAIWU FENGXIAN YICHU XIAOYING JI ZHONGGUO YINGDUI
CELUE YANJIU

陈建奇 著

出版发行: 知识产权出版社有限责任公司

网 址: <http://www.ipph.cn>

电 话: 010-82004826

<http://www.laichushu.com>

社 址: 北京市海淀区西外太平庄55号

邮 编: 100081

责编电话: 010-82000860转8594

责编邮箱: aprilnut@foxmail.com

发行电话: 010-82000860转8101/8029

发行传真: 010-82000893/82003279

印 刷: 北京中献拓方科技发展有限公司

经 销: 各大网上书店、新华书店及相关专业书店

开 本: 720mm×1000mm 1/16

印 张: 13.75

版 次: 2016年11月第1版

印 次: 2016年11月第1次印刷

字 数: 214千字

定 价: 49.90元

ISBN 978-7-5130-4529-2

出版版权专有 侵权必究

如有印装质量问题,本社负责调换。

前 言

近年来欧美主权债务高位运行,希腊、爱尔兰、西班牙等频频爆发欧债危机,美国主权债务在2011年丧失“AAA”评级,2013年美国政府还因为财政预算问题而出现关门现象。欧美主权债务高位运行状况短期内难以改观,其潜在的溢出效应仍将是未来重大不确定性风险源。研究分析欧美主权债务风险溢出效应问题,不仅对于促进全球经济稳步复苏增长具有重要的理论和现实意义,而且对于促进中国开放宏观经济稳定及外汇储备风险防范具有重要的政策含义。对此,本书专题研究欧美主权债务风险溢出效应,并探讨中国的应对策略。

本书首先分析溢出效应的理论内涵,针对IMF(国际货币基金组织)近年来对系统重要性经济体溢出效应的评估进行综述,同时,对学术界关于财政政策溢出效应的相关研究文献进行梳理。在此基础上,分别研究欧美主权债务风险的演变及根源。研究发现,欧债危机直接根源在于欧元区成员方财经纪律松弛不断推升财政风险,而金融危机超常规赤字政策使本已债台高筑的财政风险暴露出来。深层次根源在于欧元区的制度设计缺陷,欧元区汇率调节手段缺失、劳动力成本分化及强势欧元内生债务国预算约束软化三者构成的制度设计缺陷内在推动危机国债务的非常规累积,该机制的延续必然要求盈余国对赤字国的转移支付,但各国财政的独立运作制约了制度缺陷的修复空间。

关于美债风险演变及根源问题。研究表明,相比“欧猪”国家的财政状况,美国财政问题并不乐观,但美国没有爆发债务危机的重要原因在于美国拥有独立的货币政策,美联储可以通过持续发行货币满足美债偿还需求。然而,美国国债丧失“AAA”最高评级,客观上反映美国财政面临深层



次结构性矛盾。美国财政债务问题既有金融危机背景下超常规救助的因素,也与美国特定的财经制度安排相关。固守总需求刺激的宏观政策成为当前财政收支矛盾的短期原因,财经纪律松弛构成美国财政困境的制度原因,共和党的赤字偏好导致美国财政错过收支矛盾整顿改善的良机,“医疗保险”及“婴儿潮”引发的“银发海啸”成为制约修复美国财政的深层次根源。

关于欧美主权债务风险溢出效应的问题,其理论机制主要是三个方面,即对金融资本市场产生溢出效应、对大宗商品价格产生溢出效应、对国际贸易产生溢出效应。从欧洲主权债务风险波动溢出效应的实证分析来看,欧元区主权债务风险波动对美国、英国、日本及中国四个系统重要性经济体的溢出效应并不相同。美国、英国与欧元区具有相近的产业结构,欧元区由于债务问题而引发的经济减速会增大美国和英国的市场份额,虽然短期内会通过降低英美外需而降低经济增速,但从长期来看,替代效应更为显著,而中国与欧元区处于产业链的不同阶段,相互之间合作关系强于竞争关系。欧元区经济债务问题引发的增速变动对日本影响较为中性。总体来看,欧洲债务风险波动对其他国家的溢出效应有赖于外国经济体与其经济体的产业结构的相似度。

从美国主权债务风险波动溢出效应的实证分析来看,美国扩张性财政政策在短期内对英国的影响最大,但对于欧元区的影响不管在短期还是长期都持续为负面。同时,美国扩张性财政政策往往增加低收入群体的社会福利,促使该群体从中国等发展中国家购买更多的消费品,因为低收入群体大多对发达国家生产的高档消费品的需求较弱,由此促进中国等外需增长。当然,长期来看,美国扩张性财政政策对中日英的影响均由正转负,潜在原因在于美国扩张性财政政策可能引发利率上升,促使国际资本流动进而推高其他经济体利率,构成对其他经济体的负面影响。

欧美主权债务风险对国际货币体系稳定性的溢出效应不容忽视。欧美主权债务风险上升本质上反映欧美信用风险升级,动摇了支撑欧元、美元稳定的信用支撑,美元、欧元主导的国际货币体系稳定性将受到影响。通过构建分析框架研究表明,欧美主权债务风险将通过债券市场价格变动而



影响国际货币体系稳定性。在现代国际货币体系下,当国际储备货币发行国实际经济增长率大于或者等于通货膨胀率与国际货币发行国国债收益率之和时,国际储备与实际GDP之比的动态路径将收敛,国际货币体系具有内在稳定性;相反地,国际货币体系稳定性难以保证。结合经验数据实证研究发现,欧美主权债务风险升级引发债务风险溢价上升,推升利率水平,促使美欧实际经济增长率小于通货膨胀率与国债利率之和的趋势难以改变,预示美元和欧元主导的国际货币稳定性不容乐观。

关于降低溢出效应的欧美财政政策空间问题。通过构建理论分析框架及实证分析表明,当前美欧等发达经济体财政赤字已经偏离稳态水平,财政政策空间显著缩窄,由此倒逼央行推行量化宽松货币政策,量化宽松货币政策通过债务货币化拓展财政政策空间,但即使考虑金融危机期间超常规的量化宽松货币政策,当前美欧仍然难以实现财政债务负担率的稳定,预示财政政策空间的缩窄。因此,美欧等发达经济体债务高位运行的潜在风险问题短期内难以有实质性改善。

欧美主权债务高位运行的事实引发国际社会对欧美主权债务信用风险的担忧,中国巨额外汇储备的“安全性、流动性、收益性”面临较大挑战,同时,欧美债务水平高位运行制约宏观经济的改善,加剧了中国产能过剩问题。因而,中国应对欧美主权债务风险波动的战略选择需要以外储管理创新及产能过剩治理为重点。第一,中国应理性评估自身债务风险,注重构建可持续的公共财政体制,避免重蹈覆辙。第二,加快“走出去”步伐必须兼顾“走出去”的收益与外汇储备变化对市场影响之间的平衡。第三,稳外需与扩内需并举,稳步化解产能过剩。第四,加快经济发展方式转变,促进产业由低附加值向高附加值延伸。第五,积极推动国际经济规则调整,稳步提升国际话语权。

目 录

第1章 导论	1
1.1 研究背景和问题提出	1
1.1.1 债务危机频繁上演	2
1.1.2 债务风险升级的溢出效应不容忽视	4
1.1.3 中国应警惕欧美主权债务风险升级的双向溢出效应	5
1.1.4 欧美主权债务风险溢出效应亟待深入的研究应对	7
1.2 主要内容及重要观点	8
1.2.1 主要内容	9
1.2.2 研究方法	12
1.2.3 研究重点	12
1.2.4 主要观点	13
第2章 溢出效应理论溯源、内涵及文献综述	14
2.1 溢出效应的理论溯源、内涵界定	14
2.2 IMF关于溢出效应的评估报告综述	17
2.3 学术界关于财政溢出效应的研究综述	21
第3章 欧洲主权债务风险演变及根源分析	26
3.1 欧洲债务“抱团”危机事件观察	26
3.2 欧债危机根源分析:基于危机时点的数据分析	32
3.2.1 直接根源:危机的超常规应对及财经纪律松弛	32
3.2.2 长期根源:制度设计缺陷及经验证据	33
第4章 美国主权债务风险演变及根源分析	42
4.1 欧债危机折射美国债务风险:欧债危机爆发前的数据比较	42



4.2	美国财政债务规模演变观察:赤字与债务水平变化	46
4.3	美国财政结构演变观察:财政预算结构及特征	49
4.3.1	美国财政预算收支结构	49
4.3.2	美国财政收支结构演变特征	52
4.4	美国债务风险升级根源:财经纪律及社保制度	56
第5章	欧美主权债务风险演变溢出效应:统计分析	66
5.1	欧美主权债务风险演变的溢出效应	66
5.1.1	欧美主权债务风险对金融资本市场的溢出效应	67
5.1.2	欧美主权债务风险对大宗商品价格的溢出效应	73
5.1.3	欧美主权债务风险对国际贸易的溢出效应	77
5.2	欧美主权债务风险对中国的溢出效应	81
第6章	欧美主权债务风险对系统重要性经济体的溢出效应: 实证研究	88
6.1	欧美主权债务风险波动的溢出效应理论模型选择	88
6.1.1	动态计量分析方法的选择	89
6.1.2	GVAR 计量分析方法的优点及特征	95
6.1.3	变量定义与平稳性检验	97
6.2	欧美主权债务风险对系统重要性经济体溢出效应 的实证分析	108
6.2.1	欧洲主权债务风险波动溢出效应的实证分析	108
6.2.2	美国主权债务风险波动溢出效应的实证分析	115
第7章	欧美主权债务风险对国际货币体系稳定性的溢出效应: 实证研究	122
7.1	国际货币体系稳定性演变	123
7.2	主权债务风险影响传统下国际货币体系稳定性的机制	126
7.2.1	基本分析框架	126
7.2.2	纳入主权债务风险的扩展分析框架	129
7.2.3	综合分析框架	130
7.3	欧美主权债务风险影响现代国际货币体系稳定性的机制	133



7.3.1 基本分析框架	133
7.3.2 纳入反映主权债务风险变化的收益率变量的 扩展分析框架	135
7.4 欧美主权债务风险对现代国际货币体系稳定性影响:实证分析	138
第8章 降低溢出效应的欧美财政政策空间分析	145
8.1 全球经济复苏增长分化新常态构成欧美宏观经济不确定性环境	145
8.2 发达经济体财政债务高位运行状况尚未实质性改变	153
8.3 降低负向溢出效应的欧美财政政策空间分析	160
8.3.1 宏观财政政策空间理论分析框架	160
8.3.2 欧美发达经济体财政政策空间:实证分析	165
第9章 中国外汇储备应对欧美主权债务风险升级的选择	169
9.1 欧美主权债务风险升级对中国外汇储备的影响	169
9.2 “走出去”战略成为应对外汇储备管理困境的占优选择	174
9.3 对外资产负债结构失衡倒逼“走出去”战略提速	176
9.4 “走出去”战略如何解决外汇储备难题:对外投资空间评估	180
9.4.1 大国经济增长伴随对外直接投资稳步扩张是客观规律	180
9.4.2 中国对外直接投资空间评估	182
9.5 加快“走出去”步伐应对外汇储备管理困境的政策建议	185
第10章 中国宏观经济应对主权欧美债务风险升级的选择	188
10.1 欧美主权债务风险升级影响中国宏观经济的表现:产能过剩	188
10.2 “马歇尔计划”不是中国应对欧美主权债务风险的占优选择	193
10.3 中国宏观经济应对欧美主权债务风险的宏观政策困境	197
10.4 中国宏观经济应对欧美主权债务风险的战略选择	200
参考文献	204

第1章 导论

1.1 研究背景和问题提出

近年来全球经济遭受诸多冲击,金融危机及地缘政治风险等相互交叉,构成全球经济较大不确定性因素。主要发达经济体实施超常规的财政货币扩张性政策应对宏观经济减速,但以欧债危机为代表的发达经济体财政债务风险升级不仅导致相关经济体财政政策空间缩窄,而且构成全球经济的较大负面影响。欧债危机不仅导致希腊等危机国家陷入深度衰退,而且呈现向欧元区核心国家、东欧外围国家、金融资本市场等显著的负向溢出效应。美国主权债务在2011年丧失“AAA”评级,2013年美国政府还因为财政预算问题而出现关门现象。上述事件引发全球资本市场、外汇市场剧烈波动,显示了欧美主权债务风险变化潜在的溢出效应。如何防范或者消除欧美主权债务风险演变的负向溢出效应,已经构成促进全球经济金融稳定的重要内容。

然而,欧美主权债务水平依然高位运行,财政整顿尚未取得实质性的突破。根治欧债危机的财政联盟构建短期内难有大的进展,2015年年初希腊大选中最大反对党激进左翼联盟(Syriza)击败执政的保守党,促使希腊“脱欧”风险上升,欧债风险再次出现波动。美国在第二次世界大战后“婴儿潮”引发的“银发海啸”,促使“医疗保险”(medicare)和“医疗救助”(medicaid)等财政社保支出刚性增长,导致美国债务持续攀升。欧美主权债务高位运行状况短期内难以改观,其潜在的溢出效应仍将是未来重大不确定性。对于货物出口跃居世界首位及拥有近4万亿美元外汇储备的中国来说,如何保



障在欧美主权债务风险波动的背景下的宏观经济稳定性及外汇储备安全性尤其重要。为此,研究分析欧美主权债务风险溢出效应问题,不仅对于促进全球经济稳步复苏增长具有重要的理论和现实意义,而且对于中国应对开放宏观经济波动及外汇储备风险防范具有重要的政策含义。

1.1.1 债务危机频繁上演

财政债务危机是债务风险升级的极端情形,然而,虽然欧美财政债务高位运行的局面没有改变,但注定要再次发生财政危机吗?相信不同的群体会有不同的答案,尽管都有其背后的道理,但各方均难以预测未来欧美财政问题会如何发展。就像金融危机以来的欧债危机一样,尽管有人预计欧元区失衡模式难以持续,但谁也没有想到会以主权债务危机的形式爆发。客观来说,评判欧美财政风险确实是一件富有挑战的事情。但有一点是确定的,财政债务危机并不少见。

观察近半个世纪世界经济的演变,不难发现财政债务危机是难以挥去的故事,其中当属20世纪80年代以来的拉美危机最为典型,此后还有俄罗斯债务危机、墨西哥债务危机。从经济理论讲,财政危机最重要的是债务危机,即一国采取违约等手段拒绝偿还财政债务,以此标准来看,债务危机并非什么新话题,前IMF首席经济学家罗格夫出版的关于财政状况的专著《未来的挑战:这次不一样》(Reinhart, Rogoff, 2009)表明,历史上几乎每个国家都有债务违约的历史,英国、法国等都曾经出现违约。

可见,财政危机在历史上并非鲜见,但问题是人类总是不断学习,不断进步,历史经历的事件在当今可能将逐步消停,各国可以通过不断学会而更好地应对财政困境,从而避免旧事重犯。

要回答上述问题,也许看看当今世界大事记,就不言自明。就在本次金融危机爆发不久,世界忧心忡忡应对金融危机之时,号称海湾明珠的迪拜阿拉伯联合酋长国向世界发出债务危机的信号,令危机前景更加模糊。但最为瞩目的还是2009年希腊债务危机,此后爱尔兰、葡萄牙等都向国际



机构申请援助,欧洲多国抱团爆发财政危机的事实不仅向世界各国表明债务危机在现实社会爆发的可能性,而且揭示了财政状况背离经济发达程度的可能性。

相比历史主权债务问题集中在发展中国家的现象,本次债务危机显著特点是债务风险在发达国家集聚。希腊债务危机暴露了发达国家财政状况的脆弱性。紧跟希腊之后的意大利、葡萄牙、西班牙及爱尔兰等欧元区较弱经济体集团财政状况不容乐观,除此之外,塞浦路斯也经历了危机的问题,更令人担心的是,美国财政债务绝对额位居全球首位。

结合实际数据来看,如果美国是欧元区的成员,那么美国或许已经爆发了债务问题。图1-1是2010年欧债危机爆发之时部分发达国家赤字占GDP比重及债务占GDP比重,数据显示,2010年日本债务占GDP达到了220%的水平,将其他国家远远抛在脑后,美国尽管相对水平不比日本严重,但其绝对债务水平却是日本的两倍多,而且其所处位置显然与欧洲较弱经济体集团不相上下,其中的含义不言而喻,即显示美国潜在的债务风险也不容低估。

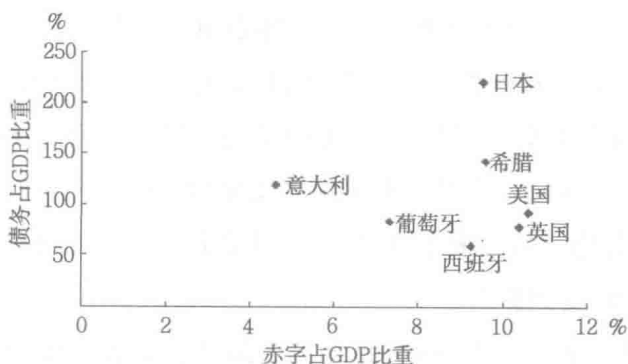


图1-1 2010年欧债危机时部分发达国家赤字占GDP及债务占GDP比重

资料来源:IMF全球经济数据库、欧盟统计局。

综合来看,本次金融危机以来欧美主权债务风险的升级尤其是欧债危机的爆发,表明历史在不断重演,相比历史主权债务问题集中在发展中国家



家的现象,本次债务问题的显著特点是债务风险在发达国家集聚。希腊债务危机暴露了发达国家财政状况的脆弱性。美国作为债务绝对水平最高的发达国家,其风险必然难以忽视,欧美债务风险高位运行的问题越发突出。

1.1.2 债务风险升级的溢出效应不容忽视

欧美主权债务风险不仅受到相关各国的重视,也受到世界其他主要国家的持续关注。究其原因,在于欧美属于世界最大的发达经济体,欧美债务风险所释放的影响远远超过本国的范围,通过金融、贸易、产业等渠道向其他国家产生溢出效应。如果世界各国不加强协调共同应对风险,那么可能对其他国家乃至全球经济产生重大影响。

从国际金融渠道看,欧美拥有全球最重要的国际金融中心,欧美债务风险升级的直接影响是主权债务相关资产大幅缩水,企业尤其是金融机构资产负债表将面临挑战,有些企业可能因此出现资不抵债而面临倒闭,股市将大幅下挫。在当前金融全球化的背景下,持有欧美主权债务的其他国家企业尤其是金融机构将面临资产缩水难题,资本市场同步大幅震荡的情况或难避免。另外,当今世界国际货币体系由美元及欧元主导,而支撑美元及欧元货币稳定的是欧美的信用,从本质上看,欧元及美元就是欧美央行对货币持有者的负债,欧元、美元的信用与欧美财政主权债务信用相当。欧美主权债务风险上升最根本的体现是欧美信用风险的升级,动摇了支撑欧元、美元稳定的最根本因素,欧元及美元可能因此出现波动,国际货币体系稳定性将受到影响。

从贸易及产业渠道看,欧美是世界上最开放的经济体,与全球其他国家的联系极为紧密,也成为其他很多国家的重要贸易伙伴,在此情况下,欧美主权债务风险上升将缩窄财政政策空间,财政整顿构成经济下行的压力,由此将降低对其他国家的进口需求,导致其他国家贸易下降。如果欧美主权债务风险没有得到有效的控制,那么欧美主权债务问题可能引发本



国经济大幅减速,由此将通过国际贸易渠道对其他经济体形成紧缩效应,结果是全球经济面临较大的下行压力。与此同时,从全球产业分工看,欧美位于产业技术最前沿。欧美主权债务风险升级客观上形成对科技创新支持的财税政策空间的缩窄压力,欧美科技创新步伐可能会受到影响,对全球前沿技术的创新构成负面影响,由此将对其他经济体产业转型升级及结构调整形成外部冲击。

综合欧债危机以来的情况看,欧债危机并不孤立,它已经呈现向金融领域传染的迹象。结合主权债务CDS(信用违约互换)变化与金融部门CDS变化的关系,可以发现,欧洲主权债务CDS变化与金融部门CDS呈现显著的正相关关系,本次欧债危机引起的国债CDS持续上升,导致金融部门CDS也出现上升现象,欧债危机呈现向金融部门传染的现象。欧债危机影响金融部门的另一渠道是影响商业银行的资产,如果欧债出现违约,商业银行持有的相关主权债务资产将出现亏损,某些商业银行将陷入困境,由于商业银行在金融系统乃至实体经济中扮演非常重要的角色,其危机可能引发金融系统性危机。相比2008年雷曼兄弟的资产,欧债危机可能影响的商业银行资产显然高几个数量级,因而,欧债危机对商业银行乃至金融经济的影响难以低估,如果欧债危机没有得到有效控制,那么通过金融渠道等溢出效应可能成为欧债危机影响的重要表现。

1.1.3 中国应警惕欧美主权债务风险升级的双向溢出效应

欧美主权债务高位运行的事实引发国际社会对欧美主权债务信用风险的担忧,欧债危机警示国债的“金边无风险债券”的美誉不再成立,中国巨额外汇储备“安全性、流动性、收益性”面临重大挑战,社会各界对改革外汇储备管理制度的呼声日益强烈,其中不乏将大量外汇储备转为购买黄金或者投资实体经济等建议,外汇储备管理制度的改革十分迫切。但与经济总量跃居世界第二相比,中国金融开放改革仍然有待推进,有评论认为中国仍处于“金融弱国”也不无道理,在此背景下,中国外汇储备管理应秉持什



么理念？这对于外汇储备管理制度改革至关重要，小国心态可以相对超脱地制定自身决策，而大国思维则必须权衡相关行为对外部市场的溢出效应，中国面临着“金融弱国”的小国心态与经济大国的大国思维之间的权衡。

国家决策适用“小国模型”在于其行为对外部影响很小，在国际交往中是价格的被动接受者。相比而言，中国外汇储备在总量上已构成了影响外部市场的能力。截至2014年中国外汇储备总额达到3.84万亿美元，是2012年德国GDP的1.1倍、法国GDP的1.4倍、英国GDP的1.5倍，英德法都是当今世界大国，预示中国外汇储备规模的巨大，揭示其对外部市场的潜在影响力。

在美国财政部公布的2014年1月世界其他国家政府持有其国债的最新数据显示，中国持有美国国债1.27万亿美元，占中国外汇储备总额的1/3左右。如果中国政府由于美国主权债务信用风险上升而要减持美国债，那么其对美国国债市场乃至全球金融市场的影响不容忽视。在美联储实施第二轮量化宽松(QE2)政策之前，中国持有美国国债占到美联储所持美国国债的一半，即使在QE2之后，仍然高达40%，目前规模相当于美联储QE2数量的两倍，回顾QE2对市场的强烈影响，折射出中国外汇储备制度管理变革的溢出效应难以低估。

上述仅仅考虑外汇储备减持美债可能形成的影响，但外汇储备的管理变革显然不是局限于金融产品之间的置换，毕竟美国国债比全球其他金融资产的风险依然较低，持有较多美债从金融产品配置方面看依然是合理的。即便从国家战略角度考虑有适当增持黄金的必要，但截至2014年9月，世界各国官方持有黄金储备31866.1吨，总额1.5万亿美元左右，占中国外储40%左右。如此看来，中国通过大量减持美债而增持黄金的做法可能导致黄金价格大幅飙升，而且其他国家也未必能大规模出售黄金。因而，中国外汇储备管理改革需要突破金融资产的结构调整而考虑向实体经济的转换问题。

如果探讨将外汇储备较多投资实体经济的问题，那么首先需要解决的是将外汇储备由央行的资产转为国家可以动用的资产。按照成立中投公



司时注资的做法,假如中国希望动用5000亿美元外汇储备,那么必须由财政部在市场上发行3万多亿元人民币国债,然后将筹集所得资金向人民银行购买外汇,人民银行再通过外部市场拍卖外汇金融资产而获得5000亿美元的现金。如此操作可能引发国内外债券市场及国际金融市场的双重波动,而且将大幅增加中国财政的债务水平,相关影响随着动用的外汇储备规模变化而不同。特别地,美联储从金融危机前2008年8月至2014年9月6年时间实施超常规宽松货币政策而导致美联储资产大幅增长,2013年9月中国外汇储备总额是其一倍多。美联储非常规货币政策已对美元主导的国际货币稳定性形成较大影响,招致国际社会的广泛关注和批评。如果中国外汇储备短期内大规模调整而投资实体经济,那么可能引发经济金融较大不确定性,显示外储备改革不应局限小国心态。

然而,外储改革可能引发溢出影响并不意味着相关制度可以持续。观察中国外汇储备演变,从2000年1月到2014年12月外汇储备上升了20多倍,中国人民银行因为购买外汇储备而被动投放的货币达超过25万亿元人民币,形成了近几年货币较为宽松的格局,即便2008年修订后的《外汇管理条例》不再实施结售汇制度,但外汇储备依然继续增长了1万多亿美元,构成当前超过100多万亿元人民币的货币供应量M2的内在动因,预示货币政策独立性的下降,但中国大国经济成长亟待独立货币政策,内在引发外汇储备管理的大国思维。因而,欧美主权债务风险升级必然影响到中国外汇储备的管理,而外汇储备的管理又必须创新,特别是必须秉承大国心态。

1.1.4 欧美主权债务风险溢出效应亟待深入的研究应对

虽然包括美国本土一些经济学家在内的学者对美国财政状况持乐观态度,认为美国财政状况是由于本次危机而恶化的,但危机过后或许能够缓和,因而美国财政问题也许没有想象的那么严重。这种观点的前提是危机过后美国财政政策能全身而退,然而,结合当下的美国经济来看,尽管美国经济呈现复苏向好态势,但结构性问题依然存在,奥巴马第一个任期内将



赤字减半的计划未能按时完成,体现了美国财政整顿低于预期的事实。当前美国财政赤字依然处于较高水平,财政债务负担尚未出现企稳下降的现象,预示美国财政债务累积的风险值得关注。

欧债问题的根治客观上需要欧元区制度安排需要重大的创新,着力解决深层次的问题。一方面,必须在现有制度下,构建完备的退出机制及惩罚机制,加入欧元区的弱国可以借助欧元这一公共产品,获取超额的利益,特别是获得额外的信贷资金,满足过度的消费需求,构建欧元区惩罚机制,有助于促进成员方主动进行必要的调整,而退出机制则是应对极端情况的最后策略。另一方面,欧元区必须成立财政联盟,建立规范的转移支付制度。欧元区成员方具有不同的经济周期和竞争力,必须通过财政转移支付平滑周期性的赤字,与欧洲央行统一的货币政策形成一致的制度安排,理顺财政政策与货币政策的矛盾。当然,如果不能有效实现上述目标,欧债问题就没有实现治本的目标。

由此可见,欧美主权债务问题的化解都具有潜在的挑战及困难,虽然欧美都采取各自的措施进行财政整顿,但效果有待观察。在此背景下,欧美主权债务问题依然面临较大的不确定性,当前持续累积的欧美主权债务客观上增大潜在的债务风险。如何评估欧美主权债务风险变化的溢出效应?欧美主权债务如何演变?中国应如何防范欧美主权债务高位运行的负向溢出效应?等等,这些问题都亟待进行深入的研究。

1.2 主要内容及重要观点

本书总体思路依据“理论、实证及对策”的逻辑,通过创新理论分析框架,结合欧美经验数据的实证分析,研究欧美主权债务风险演变趋势及其可持续性,客观揭示欧美主权债务风险溢出效应传导机制、传导渠道及影响程度,评估欧美主权债务风险叠加对系统重要性经济体溢出效应,以及对国际货币体系稳定性的溢出效应,在此基础上,分析中国外汇储备及宏观经济应对欧美主权债务风险溢出效应的政策选择。主要研究内容及重