

改革开放下的 中国国际金融实践

GAIGEKAIFANGXIDEZHONGGUO
GUOJIJINRONGSHIJIAN

作者 李慧芬

山西出版传媒集团
山西人民出版社

改革开放下的 中国国际金融实践

GAIGEKAIFANGXIDEZHONGGUO
GUOJINRONGSHIHAN

作者 李慧芬

山西出版传媒集团



山西人民出版社

图书在版编目(CIP)数据

改革开放下的中国国际金融实践 / 李惠芬著. -- 太原 : 山西人民出版社, 2017.4

ISBN 978-7-203-09549-1

I. ①改… II. ①李… III. ①国际金融-研究 IV. ①F831

中国版本图书馆CIP数据核字(2016)第070996号

改革开放下的中国国际金融实践

著 者: 李惠芬

责任编辑: 贺 权

复 审: 梁小红

终 审: 员荣亮

出 版 者: 山西出版传媒集团·山西人民出版社

地 址: 太原市建设南路21号

邮 编: 030012

发行营销: 0351-4922220 4955996 4956039 4922127 (传真)

天猫官网: <http://sxrmcbs.tmall.com> 电 话: 0351-4922159

E-mail: sxskecb@163.com 发行部

sxskecb@126.com 总编室

网 址: www.sxskecb.com

经 销 者: 山西出版传媒集团·山西人民出版社

承 印 厂: 山西三联印刷厂

开 本: 787mm × 1092mm 1/16

印 张: 27

字 数: 300千字

印 数: 1-800册

版 次: 2017年4月 第1版

印 次: 2017年4月 第1次印刷

书 号: ISBN 978-7-203-09549-1

定 价: 35.00元

如有印装质量问题请与本社联系调换



目 录

1 导论	001
1.1 写作背景	001
1.2 写作的目的、特点与主要内容	011
2 中国的国际收支	026
2.1 中国国际收支统计制度与交易发展概述	026
2.2 中国国际收支差额的变化	032
2.3 中国经常账户差额变化的国际比较与货物进出口差额的外部来源	058
2.4 中国国际收支平衡关系的变化	066
2.5 中国国际收支存在的问题与调节对策	080
3 人民币汇率制度的演变与汇率变动	090
3.1 新中国成立至 1978 年人民币汇率制度的演化与汇率变动	090
3.2 1979 年至 1993 年人民币汇率制度的变革与汇率变动	096
3.3 1994 年至 2005 年 6 月人民币汇率制度的改革与汇率变动	114
3.4 2005 年 7 月人民币汇率形成机制的改革及其完善	124
3.5 2005 年 7 月汇改以来人民币汇率的变动与人民币升贬值利弊	136
4 人民币的实际汇率、有效汇率与均衡汇率	160
4.1 人民币的实际汇率	160
4.2 人民币的有效汇率	169
4.3 人民币的均衡汇率	178

4.4 人民币实际有效汇率变动与进出口需求的价格弹性	202
5 中国的外汇市场	217
5.1 中国外汇市场概述	217
5.2 中国银行间外汇市场的发展与完善	224
5.3 中国银行对客户外汇市场的衍生品业务	242
5.4 银行结汇、售汇业务管理度的完善	249
5.5 中国外汇市场交易与人民币中间价和交易价的变动	257
6 中国的国际储备	264
6.1 中国国际储备规模与构成的变化	264
6.2 中国国际储备地位与构成的国际比较	276
6.3 中国国际储备管理体制的建立与完善	285
6.4 中国外汇储备的规模管理	292
6.5 中国外汇储备的结构及其管理	309
7 中国的外债	330
7.1 中国外债规模的变化	330
7.2 中国外债结构的变化	333
7.3 中国外债在外资中的地位及其与内外经济平衡的关系	343
7.4 中国外债偿付力的变化及其国际比较	347
7.5 中国面临的外债风险及其防范对策	357
8 人民币国际化	368
8.1 人民币国际化概述	368
8.2 人民币国际化进程	370
8.3 离岸人民币市场的发展	389
8.4 人民币国际化路径	401
8.5 人民币国际化发展的局限性、引发的问题及对策	407
结束语	416
主要参考文献	418

1 导论

20 世纪 70 年代末,中国迈出了新时期改革开放的脚步,封闭之门逐渐向世界敞开。经历了近 40 年的风雨路程,中国已发展成为了世界经济和贸易大国,并正在走向世界投资大国的行列。中国作为经济和金融全球一体化中的重要一员,坚持以对外开放推动国内经济的改革与发展,内外部经济相互交融,彼此推动。金融处于中国改革开放的前沿,有关国际金融理论与改革实践的研究随之而起,且步步深入,其对经济发展和政策的制定与实施变得日益不可或缺。

1.1 写作背景

1.1.1 中国经济持续快速增长,对世界经济的影响力显著增强

就中国经济总量及世界排名的变化来看,2005 年,中国的 GDP 达到 22685.99 亿美元,由第 7 位一跃超过意大利和法国,排在美、日、德、英之后,成为世界第 5 大经济体,占世界 GDP(471040.46 亿美元)的 4.82%,占排名第 1 的美国 GDP(130937.26 亿美元)的 17.33%;2006 和 2007 年,中国的 GDP 分别赶超英国和德国,位居世界排名第 4 和第 3;2009 年,中国的 GDP 升至 50594.20 亿美元,首次超过日本 50351.42 亿美元的 GDP,晋升世界排名第 2,占世界 GDP(597800.08 亿美元)的 8.46%,占排名第 1 的美国 GDP(144187.39 亿美元)的 35.09%;2013 年,中国 GDP 高达 94906.03 亿美元,并连续第 5 年蝉联世界排名第 2,占世界 GDP(764313.19 亿美元)的 12.42%,占最大经济体美国 GDP(166631.60 亿美元)的比重连续第二年超过一半,达到 56.96%,比排名第 3 位的日本和第 4 位的德国分别超出 45817.40 亿和 57452.86 亿美元;2015 年,中国 GDP 已是连续第二年突破 10 万亿美元大关,创 108664.44 亿美元新纪录,并继续保持世界第二大经济体的位置,占世界 GDP(734336.44 亿美元)的比重升至 14.80%,占最大经济体美国 GDP(179469.96 亿美元)的比

重则进一步升至 60.54%，与分列第 3、第 4 位的日本和德国的 GDP 相比，超出数额分别增至 67431.86 亿和 75106.72 亿美元。中国经济在世界经济中处于相对更加领先的地位。^①

就中国国际贸易量变化来看，中国货物进出口总额在 2004 年跃升至世界第 3 位，该排名一直保持至 2008 年；2009 至 2012 年，货物进出口总额稳定地站上世界第 2 的位置；2013 年，货物进出口总额首次成为世界第 1，达到 41589.99 亿美元，占世界的 10.99%，比排名退居第二的美国所占比重略高出 0.67 个百分点；中国的货物出口总额在 2008 年跃升至世界第 2，在 2009 年攀上世界第 1 的位置，到 2013 年，货物出口总额达到 22090.07 亿美元，占到世界出口总量 18.95 万亿美元的 11.66%，比排名第 2 的美国所占比重高出 3.33 个百分点，已是连续第 5 个年头排名第 1；中国的货物进口总额在 2008 年排至世界第 3，在 2009 年成为世界第 2，这一排名被延续到了 2013 年，该年的货物进口总额达到 19499.92 亿美元，占到世界进口总量 18.89 万亿美元的 10.32%，比排名第 1 的美国所占比重低 2.01 个百分点；在 2001 至 2005 年、2006 至 2010 年、以及 2011 至 2013 年三个不同时期，中国货物进出口总额占 GDP 的比重平均分别为 51.18%、55.64% 和 47.23%，中国货物和服务出口额占 GDP 的比重平均分别为 29.70%、33.72% 和 27.40%，以上两项比重虽均由升转降，但仍都居于历史相对较高水平^②。

就中国吸收外国直接投资流量变化来看，自 1992 年以来中国实际吸收外国直接投资一直为发展中国家第 1。2000 年，实际吸收外国直接投资 407.2 亿美元，占世界的 2.91%，排至世界第 9 位；2002 年，吸收外国直接投资 527.4 亿美元，占世界的 8.1%，占发展中国家的 32.5%，占亚洲的 55.53%^③。2010 年，中国吸收外国直接投资 1057.4 亿美元，占世界的 8.6%，占到包括东亚、东南亚和南亚在内的亚洲国家直接外资流入量 3000 亿美元的 35.3%，占到东亚地区直接外资流入量 1880 亿美元的 56.4%，是东盟国家直接外资流入量 790 亿美元的 1.3 倍^④。中国吸收的外国直接投资增速和所占比重虽呈现一定起伏，但排名总体趋于上升。自 2010 年起至 2013 年，中国吸收外国直接投资就稳定地站在千亿美元之上，2013 年进一步增至 1239 亿美元，占世界比重平均

①资料来源：世界银行数据库、世界银行网站、数据库。

②资料来源：世界银行网站、数据库；

③资料来源：联合国贸发会议《世界投资报告》(2004)；

④资料来源：联合国贸发会议《2011 年世界投资报告》；

保持在 8.53%,连续稳居世界第 2 的位置,与排在第 1 位的美国所占比重的差距已缩小至 2.43 个百分点^①。

就中国对外直接投资流量变化来看,2000 年实际对外直接投资仅有 9.16 亿美元,占世界的 0.08%,排至世界第 18 世界;2003 年,实际对外直接投资 28.5 亿美元,仅占世界的 0.29%,对外直接投资仍停留在较低水平^②。自 2004 年起,中国对外直接投资规模迅速扩大,在世界的排名总体趋于上升,2012 年,实际对外直接投资已升至 878.04 亿美元,占世界的比重达到 6.06%,并首次成为全球第三大对外直接投资国,仅次于美国和日本;2013 年,实际对外直接投资进一步增至 1010 亿美元,较上年增长 15%,占世界的比重创 7.12% 的历史最高水平,并继续紧随美国和日本之后,稳居全球第 3^③。

1.1.2 全球国际收支失衡历日旷久,新兴经济体国家和地区政策转型艰难

国际收支是开放经济下一国全部对外经济活动的账户反映。国际收支不平衡主要表现为贸易账户和经常账户的失衡。经常账户交易包含贸易账户,其反映的是实际资源在国际间的流动,其顺差表明了一国所具有的长期而可靠的自有外汇来源。贸易账户收支是国际贸易和国际金融两门学科的重要交叉内容,但两个学科研究问题的角度和侧重点各不相同,在国际金融学科中,更加注重对贸易收支差额变化的分析,并探究其在整个国际收支均衡中的地位,同时,还需要分析它对汇率预期的影响。

在经济全球化时代,由于各国经济发展战略、宏观政策、资源禀赋、经济和金融结构等多方面因素的影响,各国和各地区间贸易收支不平衡倾向愈发明显。全球贸易账户失衡,还往往导致彼此间经常账户的失衡,从而进一步增强了实体经济发展的不平衡。进入本世纪以来,全球贸易不平衡出现新的变化,比如:石油输出国和一些能源输出型转轨国家的贸易顺差猛增;包括中国在内的东亚国家贸易顺差急剧扩大;中国对美国以及欧盟贸易账户顺差日益庞大;德国贸易顺差持续扩大;美国、英国的贸易逆差居高不下;长期贸易顺差国日本在 2011 年也出现了自 1980 年以来的首次贸易逆差,并且逆差额迅速升高等。

分别就世界排名前三的货物贸易顺差国和逆差国的状况来看,以 2013

①资料来源:联合国贸发会议《2014 年世界投资报告》。

②资料来源:联合国贸发会议 FDI 数据库。

③资料来源:联合国贸发会议《2014 年世界投资报告》。

年数据为例,中国货物贸易顺差高达 2609.49 亿美元,排名第 1;德国货物贸易顺差高达 2588.85 亿美元,排名第 2;沙特阿拉伯货物贸易顺差高达 2077.17 亿美元,排名第 3;美国货物贸易逆差高达 7500.14 亿美元,排名第 1;英国货物贸易逆差高达 1685.13 亿美元,排名第 2;印度货物贸易逆差高达 1508.25 亿美元,排名第 3。^①

再分别就世界排名前三的经常账户顺差国和逆差国的状况来看,2013 年,德国经常账户顺差高达 2392.97 亿美元,排名第 1;中国经常账户顺差高达 1482.04 亿美元,排名第 2;沙特阿拉伯经常账户顺差高达 1354.40 亿美元,排名第 3;美国经常账户逆差高达 -3767.63 亿美元,仍高居榜首;英国经常账户逆差高达 -1222.23 亿美元,排名第 2;巴西经常账户逆差为 -747.69 亿美元,排名第 3。^②

不少学者认为,由于新兴市场国家在高储蓄、低消费结构基础上,大多采取了出口导向型经济发展战略,因而其经济增长很大程度上依赖于廉价的出口,国内民间资本成长缓慢,一旦实施政策转型,内需增加,资源和要素价格提高,本币升值,严重削弱企业出口,就会引起企业大规模倒闭现象,造成大批劳动力的失业,进而引发社会震荡。因此,这些国家短期难以放弃对汇率升值的干预,也就使得这种既定的有着潜在风险的经济发展模式得以延续。近年来,新兴市场国家和地区由于巨额的贸易顺差,引发货币升值预期,因而不断引起大规模短期投机资本的涌入,大型跨国银行和资产管理公司大量进行无对冲的资金投入,使这些国家外汇市场承受巨大压力,一旦被迫开始资金撤离,货币危机将随即爆发。贸易账户以及经常账户不平衡已成为了世界经济增长的一个非常不稳定的发动机,新兴经济体国家和地区经济调整更是进退维谷。

1.1.3 资金国际循环形成差异化格局, 新兴经济体巨额外汇储备管理面临空前挑战

自上个世纪 80 年代后,发达国家通过直接投资方式,将劳动密集型生产与服务行业纷纷转移到劳动力和能源及原材料等要素价格便宜、市场广阔、并实施经济和金融自由化改革的新兴市场国家和地区,从而推动这些国家固定资产投资持续扩张,使其储蓄得以迅速增加,出口快速提升。经历了上世纪

^①资料来源:IMF 网站,货物贸易数据。

^②资料来源:IMF 网站,国际金融统计报告数据。



90年代的亚洲金融危机后,亚洲新兴市场国家和地区经济逐步恢复,其一方面继续坚持出口导向战略,控制汇率的升值,一方面则大力引进外国直接投资,同时,不断放松资本管制,并大量对外举债,进行长期或短期外汇资金的借贷或筹集。此外,为应对金融危机和潜在的资本外流,有关政府还被迫采取了不断积累外汇储备的政策。作为由发达国家所主导的全球产业分工深化的结果,由外商投资企业经营的加工贸易即成为中国和亚洲其他国家或地区巨大贸易顺差的主要来源,并使这些国家和地区积累起巨额的外汇储备。

资金国际回流的现有渠道主要是:中国和亚洲其他贸易外汇盈余国家,其外汇储备被有关政府大量投向发达国家,特别是投向拥有有效金融市场体系的核心国——美国的债券市场;中东地区和俄罗斯等国以石油、天然气等能源出口获得的丰厚的美元收入,大部分转换为石油欧元或石油日元等,但其又大部分通过欧洲地区的银行对美国证券进行投资,最终实现了石油美元资金向美国的回流;欧盟整体经常账户已由大体平衡转为大量顺差,同时还有由美国直接投资流入而形成的顺差,但其仅拥有相对较少的外汇储备,顺差更多地是通过持有美国证券资产而形成的逆差来抵消,欧盟实际是用自己的实物资产、股权资产来交换美国的证券资产。总之,中国和亚洲其他贸易外汇盈余国家、以及中东产油国、欧洲的银行及其他投资者,用巨额资金投向美国国债及其他证券,成为了资本净输出国,而美国则用各种金融资产凭证交换其他国家的实物商品(包括资本品或消费品)、以及股权资产,其巨额贸易赤字的缺口通过美元资本回流予以填补。

资金国际循环的差异化格局对新兴经济体外汇储备管理造成实质性影响,其主要问题:一是新兴市场国家和地区官方储备资产持续增加,势必以其实际资源过多输出和环境恶化为代价,并且仅能以较低的利息收益作为投资回报,资金处于更大的风险境地;二是新兴经济体国家在作为资本净输出国把钱存放国外的同时,还负有大量的对外债务,贷款偿还负担日益沉重,存贷利息之差以及汇兑损失(比如,当美元升值时还债负担加重)等因素构成了持有外汇储备的大量额外机会成本。

就全球外汇储备状况来看,以2014年4季度数据为例,全球外汇储备总额为116005.59亿美元,同比下降4.35%,其中,中国外汇储备余额为38430.18亿美元,同比略增0.09%,占全球外汇储备的33.13%,排名第1;日本外汇储备余额为12605.48亿美元,同比增长1.89%,占全球外汇储备的10.87%,排名第2;其他外汇储备在3000亿美元以上的国家或地区外汇储备

余额有升有降,其占比排名依次是:产油大国沙特阿拉伯占 6.31%,瑞士占 4.70%,能源出口国俄罗斯占 3.32%,韩国和巴西分别都占 3.13%,香港地区占 2.83%,印度占 2.76%;新兴经济体和发展中国家外汇储备整体占 66.76%;发达国家外汇储备整体仅占 33.24%,其中,德国、英国和美国外汇储备分别仅占 1.66%、1.17%和 1.14%;欧元区整体占 6.41%,欧洲央行仅占 0.63%。

就发展中国家对外债务状况来看,截至 2013 年末,全部发展中国家对外债务存量为 55063.72 亿美元,与 2007 和 2000 年的外债存量相比,分别增长 81.06%和 117.86%,其中,东亚与太平洋地区、拉美和加勒比地区、以及欧洲和中亚地区对外债务存量占发展中国家外债总量的比重分别为 30.38%、27.16%和 22.41%,其外债存量占其 GNP 的比重平均分别为 14.8%、27.4%和 63.9%。包括中国在内的中等收入债务国的外债存量占到发展中国家外债总量的 97.33%,其中,中国外债存量达到 8744.63 亿美元,占发展中国家外债存量的 15.88%,排名第 1(自 2004 年以来,中国的外债在发展中国家始终保持第 1 的位置),比排名第 2 的巴西外债所占比重高出 7.12 个百分点,其他主要债务国依次为墨西哥、印度、土耳其、印尼、马来西亚、匈牙利、哈萨克斯坦、以及南非等国;除中国和巴西以外,其他主要债务国外债存量占 GNP 的比重均大大超过 20%的国际警戒线^①。

由上可见,中国及其他新兴经济体国家和地区国际储备管理所遭遇的问题,比其他发展中国家更加凸显。

1.1.4 各国间利率和汇率联系日渐紧密,美元汇率变动成为国际金融活动的主线

美元汇率是全球一体化和各国对外开放条件下维系全球经济均衡的核心变量,其重要性体现在:(1)美元汇率走向与全球金融危机的深化和经济复苏直接相关;(2)美元汇率是连接国际金融市场的纽带,与股市、债市、大宗商品及黄金等价格密切相关;(3)美元汇率与全球流动性和各国通货膨胀紧密相关;(4)美元汇率与美国以及其他各国财政和货币政策的调整息息相关;(5)美元汇率与国际货币体系演变及改革进程步步相关。

从 1972 年至今,美元汇率有四个阶段相对处于弱势(汇率趋于下降),有三个阶段相对处于强势(汇率趋于上升),即从 1972 至 1978 年、1986 至 1995 年、2002 至 2008 年、以及 2010 至 2011 年,美元相对处于弱势;从 1979 至

^①资料来源:根据世界银行网站发布的外债数据计算。



1985年、1996至2001年、以及2012年至今,美元相对处于强势。在40多年时间内,美元约有65%以上的时间相对处于弱势,而有大约16年的时间相对处于强势。

美元是逆周期货币,即美元汇率波动与全球经济波动方向相反,当全球经济低迷时,避险需求增强,美元汇率将走强;而全球经济一旦复苏,冒险需求增强,投资者就会借入低息美元,用来购买收益率更高的货币资产,美元作为套利货币,将重拾弱势。2008年全球金融危机掀起层层波澜,全球经济失衡的矛盾得到充分显现,随着全球经济增长周期的变化以及各国利率政策的调整,美元对主要货币汇率波动更加跌宕起伏。2009年,世界GDP增长率大跌至-2.1%,美联储政策利率迅速调低至0.13%的历史最低点,美元名义有效汇率指数(以2010年为100),则由上年的98.02升至103.44;2010至2013年,全球经济总体呈现缓慢复苏,避险需求进一步解除,美联储政策利率没有变化,低利率政策使美元成为套利交易的标的,进而导致美元对加息国家货币贬值,美元贬值预期导致的外汇投机推动美元进一步贬值,因而同期美元名义有效汇率指数,由100分别降至95.07、98.23和99.84;2014年,世界GDP增长率预期为2.6%,美联储政策利率依旧为0.13%,但是,由于美联储开始实施退出量化宽松货币政策,逐步减少了其国债购买,货币相对趋于紧缩,利率预期上升,经济增长受到抑制,因而美元名义有效汇率指数则升至102.36。

美元等主要货币汇率作为各国经济均衡中的重要砝码,其任何变动都将产生广泛的影响,而对新兴市场国家和发展中国家或地区的影响则更大。造成这一结果的内部原因是:这些国家或地区没有健全的国内金融体系,防御汇率风险的能力较低;出口产品差异化较小,处于完全竞争,具有较高的价格敏感性;其经济的对外依附性强,并没有做好适应本币升值的准备,对汇率风险承受力更弱;新兴市场国家货币在国际外汇市场的份额仍微不足道,难以在规模上形成对主要货币的替代。其外部原因是:汇率成了一些发达国家通过贬值转嫁危机的工具,使新兴市场国家和发展中国家或地区成为发达国家危机的受害者;在主要货币汇率大幅波动的背后,作为主导力量的往往是市场情绪和投机因素,而与主要国家经济基本面无关。新兴市场国家和发展中国家或地区的货币汇率变动大多数时候是被动的,其货币升贬值往往反映的是主要货币发行国的经济形势与政策变化,而与经济面无关,其汇率变动源于经济和金融的外部冲击,因而不能成为吸纳外部冲击的工具。

世界银行2014年1月发布的《全球经济展望》报告就称,发展中国家增

长前景仍容易遭遇全球利率上升和资本流动潜在波动的逆风,特别是当美联储开始退出其大规模的货币刺激政策之际。如果利率上调速度大幅加快,发展中国家的资本流入有可能在数月内锐减 50%以上。经常账户存在巨额赤字的国家、外债占比较大的国家及近年信贷大量扩张的国家最容易受其影响。

在全球经济增长和需求放缓的持续影响下,美元走势更加难以预料。预测未来一段时间美元将在宽幅震荡中由贬转升,其理由是:(1)美国经济呈现相对较强的复苏,奠定了美元升值的物质基础;(2)美联储升息预期和货币紧缩力度的加大将给美元升值提供助力;(3)美国消费引擎将逐渐恢复,进出口贸易的重要性相对下降,对弱势美元的政策需求降低,美国将重新回归强势政策;(4)由于受欧债危机加深、欧元区和日本采取的大规模量化宽松政策、以及欧元及日元等主要货币汇率基础不稳定的影响,美国市场仍是唯一的国际安全港,全球对美元需求会不断增强,美元汇率将继续上升。

1.1.5 发达国家深陷巨额内生性债务缠绕,全球经济和金融跌入长期低迷

本世纪头 10 年的中期,在美国以及欧洲等地区的一些发达国家,出现了个人和家庭过度消费、企业债台高筑、银行甘冒更大信贷风险、政府也选择巨额赤字预算大肆举债的现象,发达国家债务过快增长构成全球经济增长的脆弱根基。

在美国,早在里根总统时期,国家债务水平就开始大幅攀升,到了奥巴马时期,由金融危机引发的政府刺激性开支又一次促使债务激增。政府曾试图通过低利率的信贷机制解决低收入人群的住房问题,形成一套“低储蓄、高消费、高负债”经济格局。低利率导致流动性充裕和市场融资条件放松,从而引起次贷大幅增加,住房需求膨胀。大量高杆杆、高风险的次贷衍生品被卖给了现金充裕的华尔街,又使得美国降低了储蓄,商业投资兴旺,居民投资强劲,这不仅推动股价上涨,还刺激了美国进口,其国内得以保持较低的通胀率,央行可以维持低利率,消费者能以低利率借贷,从而保持高消费。这种高消费需求所增加的预期利润,又吸引了来自更多的国外投资,因而更加刺激了股市和楼市泡沫,进一步助长了美元强势,并使其进口变得便宜,贸易逆差不断积累。如此循环,美国依赖向别国举债度日的局面迟迟未能改变,贸易和经常账户赤字不断增加,美国经济对外依赖性则更强。

2002 至 2007 年,美国各财年国债发行量一直稳定在 5000 亿美元左右,2008 财年的国债发行飙升到 1.47 万亿美元,国债发行总量超过 10 万亿美元;



美国国债发行总量在 2009 财年达到 11.91 万亿美元,2010 财年超过 13 万亿美元,2011 财年超过 15.48 万亿美元,已基本赶上美国约 15.3 万亿美元的经济总量。为防止出现美国有史以来的首次债务违约,引发又一次全球经济衰退,于 2012 年 1 月美国参院投票同意将政府举债权限提高 1.2 万亿美元,使该财年国债总量提高至 16.74 万亿美元。美国政府虽提出多项债务削减计划,但并未解决社会福利等项目的长期来源问题,政府借贷仍在飞速增长,其 2013 财年的国债发行总量已超过 17.03 万亿美元,超过当年 16.77 万亿美元的 GDP 总值^①。美国中央政府债务(包括国内债务和国外债务)占 GDP 的比重,在 2010 至 2013 年分别达到 85.6%、90.1%、94.3%以及 96.1%^②,已达到或接近 2010 年欧洲债务危机发生国 100%上下的比重。

在欧洲地区,内部经济发展严重不平衡,其人均 GDP、金融深化程度、对外贸易竞争力、对外资的依赖程度、以及金融监管能力等均存在较大差距。一些国家在高社会福利制度下历来就存在高负债,财政养老等支出不断增加,政府债务节节攀升,而欧元的问世大大掩盖了其债务风险,使资金需求膨胀,资产市场出现过度繁荣,房地产业爆发式增长。由于其经济对银行系统的融资依赖比美国更高,同时忽视与金融深化和房地产开发有关的金融监管,致使银行形成大量不良债权。在欧元区内部的贸易中,德国及荷兰为主要顺差国,法国等其他大部分国家为逆差国,由于处于同一货币区内,成员国既不能通过利率解决通胀或通缩,也不能通过汇率解决贸易顺差或逆差。逆差国面临通缩,只能利用政府借债,从而造成政府赤字和债务(包括内债和外债)的不断攀升。

2009 年美国率先爆发的次贷危机逐步蔓延至欧洲,希腊、爱尔兰、西班牙等国的房地产泡沫被刺破,私营部门陷入困境,银行偿债危机相继爆发,政府不得不为金融机构的所有债务提供担保,并向银行系统注入大量资金,从而将银行的“有毒资产”转移至政府,致使政府长期主权信用评级纷纷遭遇降级,融资成本急剧上升,并最终酿成一场规模空前的政府债务危机即主权债危机。为了拯救危机,德国等贸易顺差国政府只能经由银行将巨额财富投入危机发生国发行的债券,欧洲央行以及国际金融机构最终不得不出资拯救濒临破产的债务国,其资产面临严重缩水。而债务国政府被迫采取的紧缩财政

①资料来源:美国财政部网站发布的数据;

②资料来源:世界银行网站发布的数据。

计划又进一步阻碍了国内消费与投资,使经济更加疲弱,失业率处于欧元问世以来的最高水平,并引发一系列重大暴力事件和政局动荡。由内外债务共同推动的经济增长终究是不可持续的,要想靠借钱推动增长,就必须年复一年地去借更多的钱。欧元区内在 2000 年前最早加入的 12 个成员国中,除了卢森堡、芬兰和德国外,其他绝大部分国家中央政府债务占 GDP 的比重均持续上升。2012 年,排在前四位的重债国希腊、意大利、葡萄牙以及爱尔兰,该比重分别为 163.6%、126.2%、122.8%以及 120.5%,都超过《马斯特里赫特条约》所规定的红线(60%)1 倍以上^①。

国际债务危机给世界经济发展尤其是新兴经济体以及发展中国家的经济带来重大消极影响:(1)加剧全球股市的震荡。不断加剧的债务危机,使避险需求急剧增加,资金一旦大量撤离债务危机国以及新兴市场,将造成各个股市、债市的全线暴跌;(2)引起国际信贷资金的枯竭。美国和欧洲各大银行出现筹资困难,将大幅削减对新兴市场企业和公司的贷款,甚至会将其信贷全面冻结,从而使新兴经济体资金链发生断裂;(3)造成全球流动性短缺压力。不仅债务危机国家流动性会收紧,而且其国际投资者会被迫将投资撤回本国,进而造成新兴市场资金流出;(4)伤及实体经济。债务危机国家需求受到压抑,进口减少,还将使出口导向的新兴经济体出口下滑,经济因此而受到牵连;(5)引起全球货币发行的增加。由于资金快速流出,债务国以及一些新兴市场国家可能会改变政策重心,从控制通胀转向促进增长,采取降息,以致超发货币;(6)全球金融系统将面临不稳定局面。因为主要债务国银行相互持有对方银行的资产,且风险敞口巨大,一方发生债务危机,势必蔓延至另一方,并可能引爆全球金融系统性危机;(7)阻止汇率的市场化。中国和其他新兴市场国家在国际金融动荡之际,更加倾向于维持汇率的相对稳定,因而将会继续保留本币实际钉住美元的做法,或暂时停止本币升值,以致延误汇率市场化改革的时机;(8)造成世界经济减速。债务危机国家经济下滑,贸易和投资环境恶化,将导致全球贸易失衡加剧,投资和信贷减少,并引发货币战,最终拖累全球经济的增长;(9)欧元的存续面临不确定。欧元区单个国家的债务最终成为欧元区的债务,债务危机最终就体现在欧元汇率的波动上。欧元作为与美元相抗衡的第二大国际货币的地位,正在遭遇自欧元问世以来最严重的威胁,它也使国际货币体系改革前途难料。

^①资料来源:世界银行网站发布的数据。



1.2 写作的目的、特点和主要内容

当今世界经济正处于重大转型期,转型是全方位的,虽然艰难而漫长,但却是大势所趋。如何有效转型,在转型中实现内外经济协调和可持续增长,使世界经济在各国以及各地区之间重新达到新的平衡,这是各国所追求的共同目标。金融转型也势必跨入这一长期而艰辛的经济转型历程,中国与其他各国政府、国际机构、以及经济实体正面临着一系列亟待研究和解决的重大金融问题。从金融角度研究如何实现内外经济协调和可持续增长,是国际金融学的研究主旨,也是中国学者理应承担的职责。

国际金融学是从国家层面或宏观层面讨论货币在国际间的收付运动、价格、市场交易、以及资金在国际间的借贷等问题的一门学科。有关国际金融问题的研究,内容日趋丰富,技术手段日益先进,数量日益翻新,质量不断有新的飞跃,成果更具指导性、操作性,但同时也存在着一些不足:现有的国际金融教材,受篇幅所限,更多的内容放在相关理论和基本知识的介绍上,对中国相关问题的介绍较为简略;相关著作研究大多突出理论性或专题性,对初学者或实际工作者而言,偏于深奥;有关论文或者篇幅相对较短,或者集中于某一问题的探讨,其论证形式趋于模式化、复杂化。

本书作者本着求真务实的态度,以中国为视角,以政府、机构、企业及个人经常发生的对外交易性金融活动为主要研究题材,对中国国际金融实践活动特别是改革开放以来的国际金融改革实践从多个方面展开讨论,从事物发生的源头上进行挖掘,并层层细化,将其历史轨迹和发展脉络进行全面梳理和归纳,从中得出中国国际金融活动的一些规律。本书写作目的即是:以期对从事国际金融活动或相关领域研究的读者,给予一定的引导和帮助,更便于其对中国国际金融概貌特征的总体把握;将国际金融理论和知识更好地融入到中国的实践中去,并使从业者在实践中探求到理论研究的方向和突破口;为计量工具的运用奠定良好的金融专业基础,从而建立起更加符合中国国情的数学模型或公式关系,以进行更加严谨的学术推理,提出更加合理可行的相关实施方案,来为中国内外经济协调发展战略的宏观设计与政策执行提供借鉴和指导。

本书写作特点是:第一,更侧重于以相关理论为指导,通过相关变量与内外均衡的内在关联性来分析其变化,揭示其原因,并找出存在的问题及其对策;第二,就汇率和外汇市场而言,更侧重于对制度和政策的运行及其效果、

以及相关理论应用的探讨;第三,尽量采用详实的数据,并借助于直观的图表形式,用文字叙述的方式加以系统性阐述,更加易读、易懂;第四,从纵向和横向、历史和现实等多角度进行比较;第五,应用严谨的逻辑推理方法,来证明结论的正确性。

本书内容包含中国的国际收支、人民币汇率、中国的外汇市场、中国的国际储备、中国的外债、以及人民币国际化等国际金融领域当中的几个重要方面。所欠缺的是,对其他一些相关内容,诸如资本管制和人民币可自由兑换、中国货币市场和资本市场的开放、货币危机及其防范以及国际货币制度改革与区域货币合作等问题尚未做深入分析,尤其是对有关国际收支和汇率等理论及其在中国的应用问题,也有待利用计量等手段做进一步专门研究。本书主要研究内容及观点如下:

1.关于中国的国际收支

国际收支是一国整个国际金融活动的反映,因而成为国际金融研究的入门。中国的国际收支问题被作为本书研究的切入点,该项研究分为五个部分:第一,中国国际收支统计制度与交易发展概述。有关中国国际收支交易的发展,分交易规模变化与交易结构变化两个层面介绍;第二,中国国际收支差额的变化。该部分对中国国际收支总差额变化作了阶段性分析,并归纳出其变化的特点,同时还进一步总结了各有关不同时期中国国际收支差额结构的变化及其呈现的特点,特别是对经常账户差额构成和金融账户差额构成的变化分别进行了阐述;第三,中国经常账户差额变化的国际比较与货物进出口差额的外部来源。通过对中国经常账户差额变化与主要经常账户顺差国家和地区进行比较,与世界和主要类别国家或地区及美国进行比较,归纳出中国经常账户差额变化的一些特点,同时,还从中国货物贸易差额的外部来源分析入手,对中国与前十大主要贸易伙伴国家或地区货物进出口差额的变化特点,特别是与美国货物贸易差额的变化特点加以总结;第四,中国国际收支平衡关系的变化。首先,揭示出国际收支基本账户间的平衡关系,以及国际收支与内部经济的关系,其次,分析了中国国际收支平衡指标的变化特征,并对中国国际收支结构性失衡的深层次原因做出详尽分析;第五,中国国际收支存在的问题与调节对策。

从中国经常账户顺差与主要经常账户顺差国家或地区的比较来看,结果显示:中国经常账户顺差大国的地位没有根本改变,但顺差大国地位相对下降;中国经常账户顺差额占 GDP 的比重降幅更为显著,并趋于合理。