



国际货币研究系列丛书

国际金融形势评论(2014)

全球货币治理的坚守与革新

后金融危机时代

曹彤 编著



机械工业出版社
CHINA MACHINE PRESS



国际货币研究系列丛书

国际金融形势评论(2014)

全球货币治理的坚守与革新

后金融危机时代

曹彤 编著



机械工业出版社
CHINA MACHINE PRESS

本书是对国际货币政策与宏观金融的研究专著。在大量数据的基础上,本书对2013年国际金融形势及人民币国际化的动态作出了全面而翔实的分析,直观地展现了一年来的国际金融形势的变化。本书首先对2013年度全球各主要经济体的金融形势分别进行总体评价并按月度深入分析,然后详述了各季度人民币在东南亚接受程度,最后是关于东南亚经济发展和人民币离岸市场的两个专题报告。

本书适合金融研究人员和金融从业人员,以及对国际金融感兴趣的读者阅读。

图书在版编目(CIP)数据

后金融危机时代全球货币治理的坚守与革新:国际金融形势评论:
2014/曹彤编著. —北京:机械工业出版社,2014.5

(国际货币研究系列丛书)

ISBN 978-7-111-46449-5

I. ①后… II. ①曹… III. ①国际金融—研究—2014 IV. ①F831

中国版本图书馆CIP数据核字(2014)第073452号

机械工业出版社(北京百万庄大街22号 邮政编码100037)

策划编辑:李 鸿

责任编辑:雅 倩

装帧设计:胡 畔

北京忠信印刷有限责任公司印刷

2014年5月第1版·第1次印刷

170mm×242mm·17印张·259千字

标准书号:ISBN 978-7-111-46449-5

定价:38.00元

凡购本书,如有缺页、倒页、脱页,由本社发行部调换

电话服务

网络服务

社服务中心:(010) 88361066

教材网:<http://www.cmpedu.com>

销售一部:(010) 68326294

机工官网:<http://www.cmpbook.com>

销售二部:(010) 88379649

机工官博:<http://weibo.com/cmp1952>

读者购书热线:(010) 88379203

封面无防伪标均为盗版

前 言

2013 年无疑是国际货币史上重要的转折之年。影响程度和范围仅次于 1929 年经济“大萧条”的国际金融危机进入了第五个年头，全球终于看到了期盼已久的标志着危机结束的数项重要事件发生：美国启动了退出 QE3 的程序；欧元区汇率企稳并出现趋势性回升；爱尔兰、希腊停止接受国际援助，国内财政和金融状况趋于稳定；全球国际贸易额重拾升势，发达国家固定资产投资开始升温。尽管我们还不能认为金融危机已完全结束，但至少可以确信，全球经济已经进入“后金融危机时代”。

正是由此，全球金融在 2013 年表现出强烈的理念碰撞与反思：一方面，延续着 2012 年的创新与突破，一系列全新的金融观念与金融工具继续涌现，异彩纷呈；另一方面，传统金融治理的思想和理念明显恢复，开始对危机期间的一系列金融创新进行重新思考与再认识。

从货币政策方面来看，2013 年全球中央银行有将应对金融危机的临时性措施固定化、长期化的趋势：美联储迟迟不愿退出 QE3，日本反复强化 QE 政策，欧洲央行也明确捍卫其低利率政策。但与此同时，美国、欧洲及发展中国家相当多的央行官员、经济学家和金融从业者开始公开质疑量化宽松政策的长期效应，呼吁货币政策回归中性，反对将临时性救急措施变成长期货币政策工具，常态化使用。在长期利率能否被人为地持续压低、货币供给与通货膨胀之间的关联度是否已经降低、货币政策对就业有无足够的政策弹性、财政债务货币化的边界到底在哪里等方面，这两种货币管理理念的碰撞均有明显体现，尤其是美国，在是否和如何以 Taper 机制退出 QE3 政策方面表现得最为充分。

从发达国家的财政政策方面来看，2013年各方争论的焦点不再如上一年的那样在持续刺激（美国、日本）和恢复刺激（欧洲）之间作单向选择，而是在财政刺激与财政可持续之间进行组合与取舍，具体表现为对财政政策运用边界的争论与质疑。其中，美国两党在螺旋式上调财政赤字上限问题上终于爆发了重大冲突，甚至不惜以政府停摆为赌注；日本在上调消费税的问题上展开了国民大争论，尽管最终有条件地通过该法案，但各方仍是质疑不断、言辞激烈。在财政债务方面，各国一改危机以来普遍默认的通过央行予以货币化的做法，国别之间呈现出明显差异。美联储在2013年底终于作出每月减少100亿美元购债规模（包括50亿美元政府债券）的计划，欧洲央行则全年没有进一步购买政府债券的行动，日本却一再增加央行购买国债的额度，日本的QE政策在内涵界定和操作力度上越来越偏离传统的货币理念，且无意回头。

在全球金融治理方面，为应对金融危机所形成的改革共识日渐弱化，新的结构性改革方案却在大胆尝试中。旨在弱化美国“一股独大”的IMF改革几乎被完全搁置，G20会议和金融稳定委员会的机制效用也被明显弱化，但发达国家央行之间的美元货币互换机制却变得协议化、常态化，以美元为核心的危机救助机制得以强化。欧元区的财政一体化进程明显放慢，久谈未果，但统一银行监管机制却进展顺利，截至本书完稿时已完成全部法定程序，即将登场，“货币强、财政弱”的欧元治理机制并未改变，反而进一步被强化。甚至作为第二次世界大战后全球贸易唯一治理组织的WTO，也在维持与革新的路径选择上出现了显著分化。美国主导的TPP、TTIP谈判正式启动，各种双边和多边贸易谈判也是此起彼伏，全球性金融和贸易治理结构进入了重构调整期。

发展中国家金融合作方面也交织着分化与新生。金融危机期间凝聚起来的合作意愿开始分化，金砖国家开发银行谈判进展缓慢；日本开始在东南亚展开与中国的货币合作及竞争，为东盟10+3清迈协议的货币机制增添了许多不确定因素；同时，中国政府在国际货币合作方面态度积极，人民币货币互换机制扩展到英国和欧洲央行，上合组织开发银行在积极推进中，习近平主席倡议筹建的亚洲基础设施投资银行得到东盟各国的普遍响应。

总之，2013年国际金融度过了危机的转折点。全球货币治理的视角不再是如何救助、如何求稳的单一思维，而是如何既巩固危机救助效果又保证未来可持续发展的双重思维，同时开始对近五年来一系列新金融理念与政策工具进行审慎的接受并反思。

当然，中国的情况仍然显示出一定的与众不同。五年来，中国的经济和金融状况均持续向好，GDP总额进一步拉开与第三位日本的差距而向美国接近，国际贸易总额一举超过美国位列全球第一，利率、汇率、资本项目下管制的市场化改革在有条不紊中快速推进，人民币国际化在不平衡状态中波浪式前行，深圳前海和上海自贸区的金融改革试点也日见成效。总体上看，中国抓住了百年来第二场最严重的国际金融危机的机遇，逆势超越。

但是也应该看到，在经济全球化的背景下中国很难独善其身，跨越式逆势发展难免顾此失彼。五年来，中国金融体系中还是积累了相当多的不稳定因素：一方面我们的货币供应总量（M2）全球第一，另一方面却是利率高企，企业融资紧张至极；一方面中央政府能力强劲、逆周期调控，另一方面却是地方政府债务缠身、泥潭深陷；一方面银行系统财务指标稳健，风险准备充分，另一方面却是影子银行环绕，表外业务隐患重生。可以说，中国金融业也在矛盾与纠结中寻找着破解的思路与答案。

这就是2013年，新旧理念的碰撞与反思、坚守与革新。

从积极的一面看，毕竟救助危机的临时性措施开始见效，全球主流声音开始向常态化金融治理回归；但从消极的一面看，全球金融界始终未对本次金融危机的根源进行系统性反思，始终未触及“全球金融治理结构性缺陷”这一根本命题，甚至随着危机逐渐淡去，反而在强化对既有治理结构的路径依赖。我们由此可以断言，下一场金融危机注定无法避免，而且由于本次危机救助过程中注入了海量货币，下一场金融危机将会来得更快、更猛。

中国人民大学国际货币研究所是国内侧重于宏观金融领域的专门学术研究机构，重点关注国际金融秩序的演进、国际货币体系的重构、人民币国际化的推进等重大课题。自2010年起，我带领的团队开始跟踪国际金融形势及人民币国际化的最新动态，坚持每个月、每个季度、每个年度撰写研究报告，梳理、透视、解析全球各主要经济体的金融形势及人民币国际化的进展

状况。自2013年以来，我们开始将这些研究报告编撰成书，以便更为全面和直观地展现一年来的国际金融变化态势，为金融研究人员和从业人员提供较为全面的参考资料。本书是继2013年《财政危机下的金融困局与突破——国际金融形势评论（2013）》之后的又一国际金融形势评论集成。我们希望经过若干年的坚持，逐步积累出一部国际金融界的编年史，为后代学者更为系统的研究工作提供连续史料。

本书基本参照我们定期报告的篇章结构进行集结，共分为六章：第一章是年度国际金融形势总体评价；第二章到第五章分别是美国、欧洲、日本和中国金融形势月度分析报告的汇总，因为12月份报告同时又是年度报告，因此月度报告的时间跨度为1月到11月；第六章是人民币在东南亚接受程度的专门报告，汇集了4个季度和2个专题的研究报告。

在本书的编写过程中，我要特别感谢中国人民大学国际货币研究所的曲双石^①、许元荣^②、赵然^③、杨丰^④四位研究员，他们承担了撰写定期研究报告中繁杂的基础性工作，也对本书的集成给予了有力的支持。其中，曲双石和许元荣协助完成了前五章的工作，赵然和杨丰协助完成了第六章的工作。同时，还要感谢《环球财经》和《当代金融家》等优秀的财经媒体，它们为研究报告的定期发表提供了特别帮助。此外，本书的出版得到了中国人民大学国际货币研究所、机械工业出版社的大力支持，在此一并表示感谢。

曹彤

2013年2月8日

-
- ① 曲双石，经济学博士研究生，现任中国人民大学国际货币研究所副研究员，国务院发展研究中心国际技术经济研究所助理研究员。参与多项国家部委重大课题，撰写研究报告、发表财经评论文章及学术文章80余篇。
 - ② 许元荣，北京大学硕士，现任中国人民大学国际货币研究所副研究员，国投期货研究部首席研究员。主要研究方向为全球经济增长、货币政策以及金融市场的趋势、风险和投资策略。
 - ③ 赵然，经济学博士研究生，现任中国人民大学国际货币研究所研究员，首都经济贸易大学金融学院讲师。主要研究方向为货币国际化与国际资本流动，于《金融研究》《国际金融研究》《财经》等期刊杂志发表多篇文章。
 - ④ 杨丰，现任中国人民大学国际货币研究所副研究员，注册国际投资分析师（CIIA），美国管理会计师（CMA）。主要研究方向为人民币国际化、中央银行以及债务危机，曾撰写和发表《货币创造不能导致信用创造——量化宽松无法改变经济颓势之原因探析》《简化资产大置换》《重新定义美元指数》《美国国债：预测与展望》等十余篇论文和报告。

目 录

前言

第一章 2013 年国际金融形势评论	(1)
美国：经济增长提速，QE 削减启动	(3)
欧洲：增长出现转机，信用仍无起色	(12)
日本：安倍得失参半，货币战略升级	(19)
中国：改革调整结构，利率约束杠杆	(25)
第二章 美国月度金融形势评论	(33)
2013 年 1 月：量化宽松前途未卜	(34)
2013 年 2 月：经济温和复苏	(38)
2013 年 3 月：减支正式启动	(40)
2013 年 4 月：就业恶化	(43)
2013 年 5 月：货币政策将更加灵活	(46)
2013 年 6 月：何时退出量化宽松引关注	(49)
2013 年 7 月：“缓慢到温和”的增长	(52)
2013 年 8 月：QE 退出提上议事日程	(54)
2013 年 9 月：金融市场保持强势	(56)
2013 年 10 月：美国政府停摆	(59)

2013年11月：经济增长强劲	(63)
第三章 欧洲月度金融形势评论	(66)
2013年1月：意大利政局动荡	(67)
2013年2月：欧元升值	(70)
2013年3月：塞浦路斯现乱象	(73)
2013年4月：危机接踵而至	(77)
2013年5月：欧洲央行降息	(79)
2013年6月：稳定迹象乍现	(82)
2013年7月：危机或复燃	(84)
2013年8月：不同国家显差距	(87)
2013年9月：复苏曙光再现	(88)
2013年10月：经济弱势复苏	(91)
2013年11月：扩大宽松力度	(95)
第四章 日本月度金融形势评论	(97)
2013年1月：财政风险骤升	(98)
2013年2月：“安倍经济学”登场	(100)
2013年3月：央行人事落定	(103)
2013年4月：日本货币政策大宽松	(105)
2013年5月：世界关注日元	(107)
2013年6月：日本新政	(109)
2013年7月：“安倍经济学”初见成效	(111)
2013年8月：对华出口降至冰点	(114)
2013年9月：经济前景不明	(116)
2013年10月：“安倍经济学”效果减弱	(118)
2013年11月：经济数据不及预期	(120)
第五章 人民币国际化进程月度评论	(122)
2013年1月：QDII2浮出水面	(123)
2013年2月：人民币离岸中心建设全面开花	(126)

2013 年 3 月：交通银行存款利率冲顶	(129)
2013 年 4 月：人民币与澳元直接兑换	(131)
2013 年 5 月：央行出手压汇率	(135)
2013 年 6 月：人民币国际化指数（RII）显著提升	(137)
2013 年 7 月：人民币进军伦敦，中英签署货币互换协议	(139)
2013 年 8 月：非居民人民币存款初具规模	(141)
2013 年 9 月：人民币跻身国际货币前十位	(144)
2013 年 10 月：上海自贸区起航，中欧签署货币互换协议	(147)
2013 年 11 月：债券利率快速攀升	(150)
第六章 东南亚人民币接受程度季度评论	(154)
2013 年 1 季度：新加坡人民币业务发展提速	(155)
2013 年 2 季度：人民币国际化拓展至英国	(178)
2013 年 3 季度：人民币成为世界第八大国际交易货币	(198)
2013 年 4 季度：人民币成为全球贸易融资核心货币	(222)
专题 1：2014 年东南亚经济展望	(249)
专题 2：人民币离岸市场快速发展，仍有巨大潜力	(256)

第一章

2013 年国际金融形势评论

2013 年，国际金融形势的总体特征是步出金融危机，进入“后金融危机时代”。美国经济表现强劲，金融危机期间的救急性货币政策逐步见到成效，美联储围绕着 QE3 的坚持与退出进行了长达半年的激烈争论，终于在年底启动了退出程序。欧洲经济起起伏伏，但总体向好，尤其是爱尔兰、希腊等重灾国的财政和金融状况明显恢复，带动了欧元区政府债券融资利率明显下降，南北欧债券利差明显收窄，国际资本重新流入，欧元汇率稳步走高。日本经济则是围绕着“安倍经济学”一路展开。“安倍三支箭”分别射出，以激进的货币政策拉高物价、以提高消费税率降低财政赤字、以经济结构性改革构筑增长动力，看似逻辑严谨，实则步步惊心。总体上看，日本内部经济表现尚可，但大幅降低汇率的做法导致贸易摩擦升级，以邻为壑的政策恐难持久。中国经济实现了宏观调控目标，在国际间依然表现靓丽，金融改革加速推进，利率、汇率、资本管制三大领域的改革进展显著，深圳前海和上海自贸区的试点扎实推进，地方政府债务和影子银行的治理提上议程，人民币国际化进入稳步推进期，国际贸易结算货币和金融交易计价货币的市场占比进一步提升，本币货币互换领域拓展到英国和欧元区，离岸金融中心从中国香港和新加坡拓展到巴黎和伦敦，香港的人民币业务经过 2013 年上半年的徘徊之后重新提速，在银行间市场已超过美元，成为香港第二大融资货币。

总体上看，“后金融危机时代”既带给人们更多的欣喜和希望，也带给人们更多的理性与反思。本次金融危机是对经济“大萧条”后各国所积累的货币治理理论、理念和经验的一次大检验，危机期间各类金融制度创新和金融工具创新层出不穷，某种意义上已经全面突破了 20 世纪以来的传统宏观

金融理论和观念。然而危机过后，这些特殊做法是要长期保持还是应及时收手，似乎是简单的选择，但在全球经济普遍存在产能过剩、有效需求不足的当下，却是个难以抉择的命题。因此，全球金融在 2013 年表现出强烈的理念碰撞与反思，有将危机应对常态化的日本，也有将危机救助退出与经济表现相挂钩的美国，更有徘徊在两者之间举棋不定的欧洲。但总体上看，趋势仍然是恢复传统金融治理，重新思考危机期间的一系列金融创新。全球货币治理在坚守与革新中孕育着新生。

美国：经济增长提速，QE 削减启动

2013 年美国金融形势总体态势回顾与分析

回顾 2013 年，美国经济表现出了很强的韧性。虽然伴随着 6 月份 QE 退出“演习”、财政紧缩冲击、债务上限争斗、长期利率抬高等因素的干扰和冲击，但经济增长势头并未受挫，成为此轮全球经济复苏的领先者。我们先来看看这一年美国经济金融领域的重要数据和新的变化。

美国 GDP 的增长带给市场更多的惊喜：1 季度为 1.1%，2 季度为 2.5%，3 季度达到 4.1%，如图 1-1 所示。虽然美国 GDP 的统计方式有所调整，但达到这个水平实属不易，是金融危机以来 5 年间的次高水平。之所以这样说，是因为 2013 年美国实施了金融危机以来最大规模的财政紧缩政策。2012 年美国政府财政赤字为 GDP 的 6.8%，2013 年大幅削减为 4.1%，紧缩幅度达到 GDP 的 2.7%，如图 1-2 所示，对应的政府支出额度削减 4090 亿美元。2013 年过后，美国的财政负担大为减轻，预计经济会有更好的增长表现。

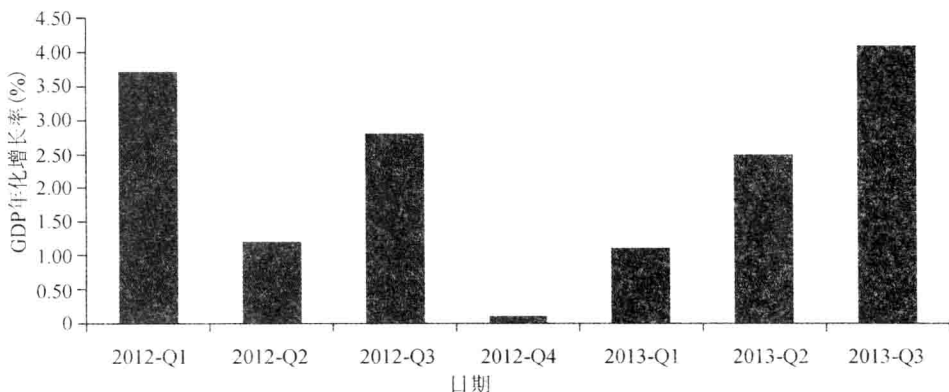


图 1-1 2013 年美国实际 GDP 经季调环比年化增长率

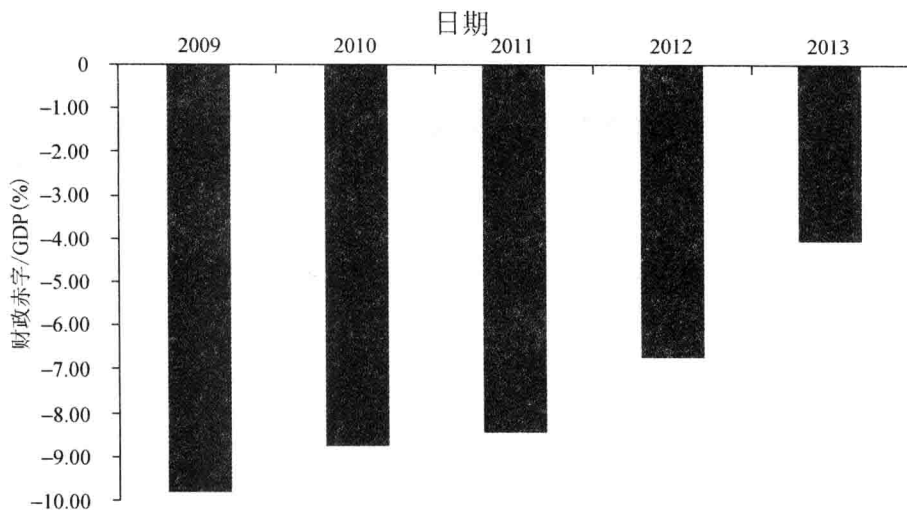


图 1-2 2009 ~ 2013 年美国政府财政赤字占 GDP 比重

2013 年亦是对美联储货币政策具有转折意义的一年。从 2009 年 3 月到 2013 年底，美联储先后推出了三轮大规模的资产购买计划（LSAP），资产负债表规模从危机前的 8500 亿美元膨胀至超过 4 万亿美元，扩大了 470%，如图 1-3 所示。其中 2013 年资产购买规模略多于 1 万亿美元，这样激进的货币扩张政策在美联储 100 年的历史绝上仅有。随着经济形势的好转，更出于

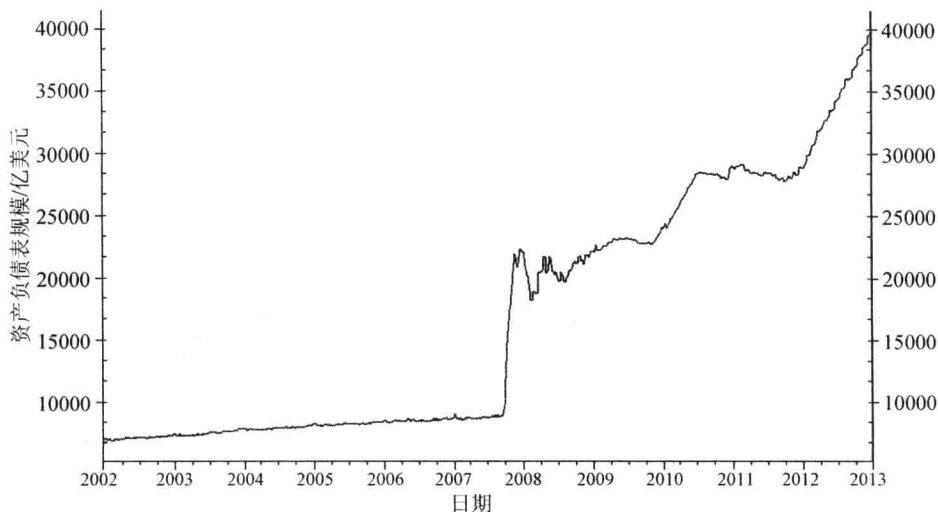


图 1-3 2002 ~ 2013 年美联储资产负债表规模走势图

各方面对持续性货币扩张政策的质疑，美联储终于在 2013 年 12 月份的 FOMC 会议上宣布开始削减 QE 规模，逐步淡出资产购买政策，将政策重心转移至低利率的保持和维护上来。

回顾 2013 年美联储货币政策基调的演变过程，可谓是一波三折。在 1 季度的两次 FOMC 会议上，美联储均明确表示依据经济形势尚不能削弱宽松力度，继续维持每月 850 亿美元的资产购买计划。但 4 月份公布的 FOMC 会议纪要显示，有部分美联储官员认为应减缓购债速度，此信息导致黄金价格两日内暴跌 15%。5 月 22 日伯南克首次声明，若就业市场持续改善，可能在“今后几次会议”中的某一次开始逐步放缓 QE3 购债速度。6 月份 FOMC 会议纪要则明确提出，2013 年晚些时候会开始缩小 QE 规模，2014 年年中彻底结束 QE。金融市场为之震动，新兴市场股市、货币闻声大挫。9 月份 FOMC 会议政策立场略有反复，但 12 月份 FOMC 会议正式启动 QE 削减计划，市场预期也得以确立和稳定。

2013 年美国就业数据的持续改善，是美联储选择在 12 月正式 Taper（逐步削减购债规模）的重要原因。美联储最早确定的 QE 终止条件是失业率降至 7%，后来进一步调整为 6.5%。如图 1-4 所示，从失业率的实际表现来看，2013 年年初是 7.9%，到年底已经改善至 7%，在 2014 年内进一步下滑到 6.5% 的退出门槛问题不大，美联储的货币政策节奏和就业市场改善节奏

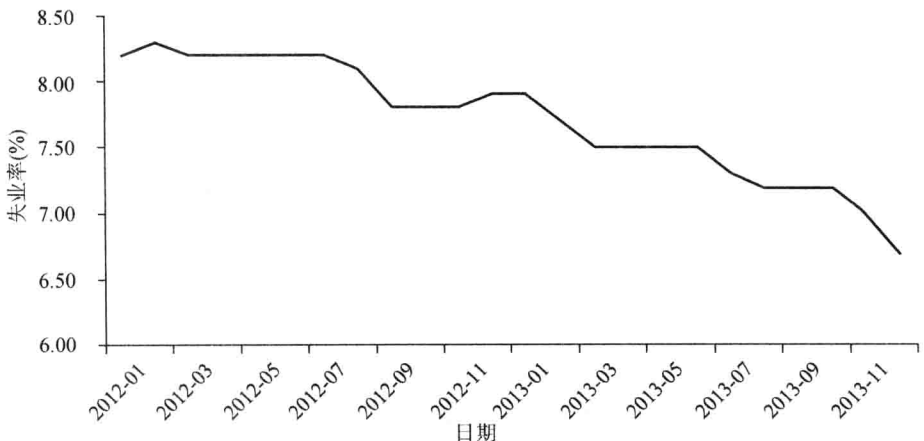


图 1-4 2012 ~ 2013 年美国月度经季调失业率

基本上契合。但是，美国的通胀表现依然不尽如人意，11月份还处于1.2%的偏低水平（见图1-5），距离美联储2%的通胀目标仍有距离。因此，美联储在决定削减QE的同时，反复强调低利率政策维持不变，防止通缩。

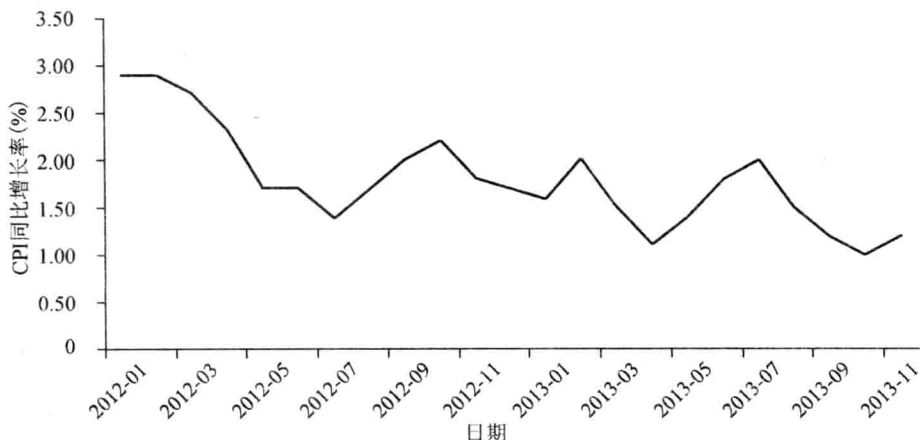


图 1-5 2012 ~2013 年美国月度 CPI 同比增长率

2013 年美国的资产价格表现非常强劲。如图 1-6 所示，道琼斯指数从年初的 13100 点一路爬升至年底的 16360 点，涨幅高达 25%，已经比 2007 年上一轮周期顶点高出 16%，成为全球金融市场的引领者。房地产走势也基本

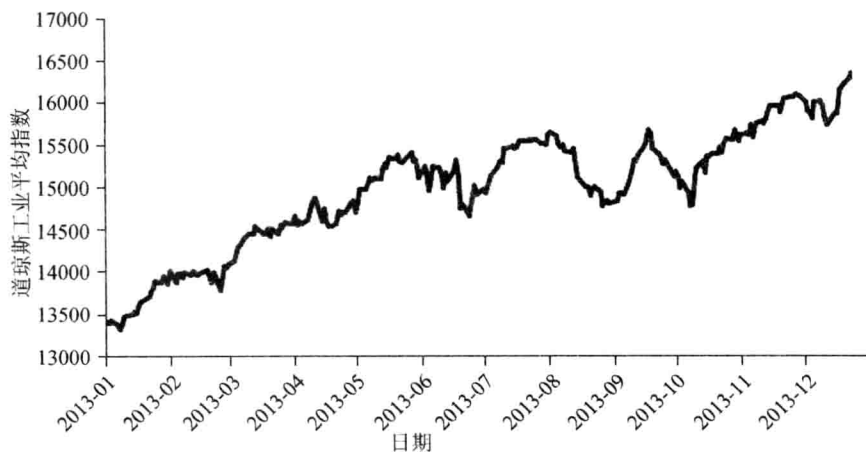


图 1-6 2013 年美国道琼斯工业平均指数

恢复到了金融危机前的最佳状态，并开启了一轮新的强劲周期，住宅投资增速在 20% 上下波动，房价涨幅同比也超过 13%，如图 1-7 所示。随着资产价格的上涨，美国居民的家庭财富显著提升，2013 年财富总额升至 88.4 万亿美元，其中金融资产达到 61.9 万亿美元，均为历史新高。实际上，通过宽松政策推升资产价格，修复家庭部门和企业部门的资产负债表，从而带动实体经济复苏，正是伯南克政策思维中一个重要传导机制。此前人们广泛质疑和批判量化宽松的资金并没有流入实体经济的时候，伯南克就清晰地表达了上述政策逻辑。

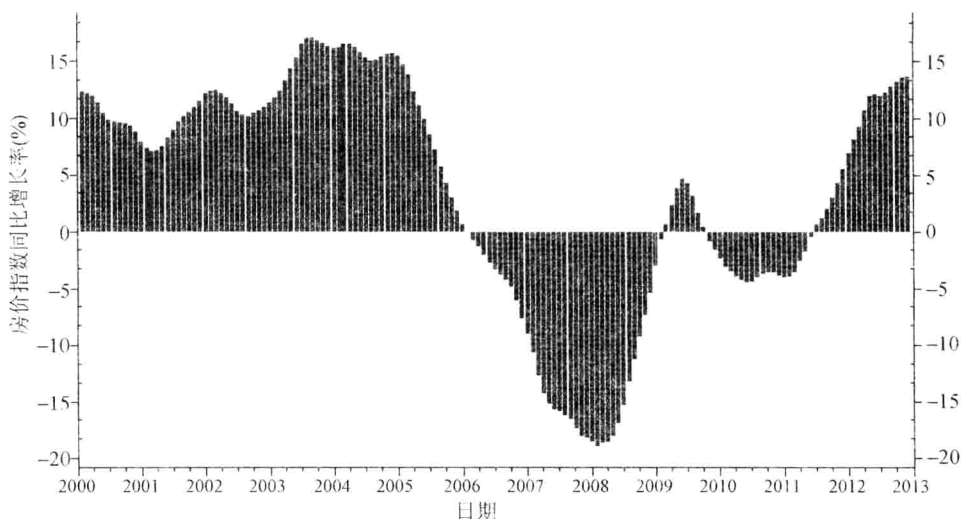


图 1-7 2000 ~ 2013 年美国 20 个大中城市月度房价指数同比增长率

美国经济增长强劲的周期性动力与结构性动力

美国经济为何具有很强的弹性和韧性？为何能够在并不乐观的全球经济格局中实现超出预期的表现？这需要对其增长背后的驱动因素作一个详细考察。

从增长动力来看，美国经济增长速度抬升受到周期性动力和结构性动力的共同支撑。