



IMI书系

国际货币研究系列丛书

Series of International Monetary Studies



“新特里芬难题”与 人民币国际化战略

王 芳 著

 中国人民大学出版社



IMI书系

国际货币研究系列丛书

Series of International Monetary Studies

Xintelifen Nanti yu
Renminbi Guojihua
Zhanlue

“新特里芬难题”与 人民币国际化战略

王 芳 著

中国人民大学出版社

• 北京 •

图书在版编目 (CIP) 数据

“新特里芬难题”与人民币国际化战略/王芳著. —北京: 中国人民大学出版社, 2015. 10

ISBN 978-7-300-21318-7

I. ①新… II. ①王… III. ①人民币—金融国际化—研究 IV. ①F822

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 102323 号

IMI 书系

国际货币研究系列丛书

“新特里芬难题”与人民币国际化战略

王芳著

Xintelifen Nanti yu Renminbi Guojihua Zhanlüe

出版发行	中国人民大学出版社		
社 址	北京中关村大街 31 号	邮政编码	100080
电 话	010-62511242 (总编室)		010-62511770 (质管部)
	010-82501766 (邮购部)		010-62514148 (门市部)
	010-62515195 (发行公司)		010-62515275 (盗版举报)
网 址	http://www.crup.com.cn http://www.ttrnet.com (人大教研网)		
经 销	新华书店		
印 刷	北京宏伟双华印刷有限公司		
规 格	170 mm×228 mm 16 开本	版 次	2015 年 10 月第 1 版
印 张	13	印 次	2015 年 10 月第 1 次印刷
字 数	225 000	定 价	39.00 元

版权所有 侵权必究 印装差错 负责调换

国际货币研究系列丛书

编辑委员会

顾问 苏 宁 王兆星 潘功胜

任志刚 (Joseph Yam Chi Kwong)

罗伯特·蒙代尔 (Robert A. Mundell)

史蒂夫·汉克 (Steve H. Hanke)

埃德蒙·阿尔方戴利 (Edmond Alphandery)

主 编 陈雨露

编 委 (以姓氏拼音为序)

贲圣林 曹 彤 郭庆旺 胡学好 纪志宏

焦瑾璞 Rainer Klump Il Lee Hong 刘 珺

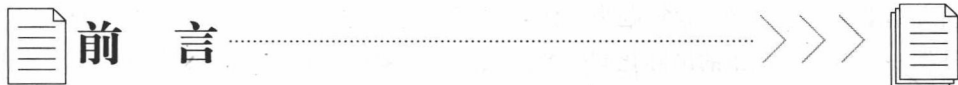
陆 磊 David Marsh Herbert Poenisch

瞿 强 Alfred Schipke Anoop Singh

Wanda Tseng 涂永红 王永利 魏本华

向松祚 宣昌能 张 杰 张晓朴 张之骧

赵海英 赵锡军 周道许



著书立说，在我心目中是件非常神圣的事情。

虽说在高校从事教学科研工作总是有很多机会要写东西。想要通过考核或是职称评定，论文、报告、教材等各种形式的研究成果哪个也少不了。但这么多年下来，对于把自己名字印上封面、独立完成一部学术著作这件事，我一直犹豫不决，总觉得时机和条件还都不够成熟。

什么叫时机和条件的成熟呢？大概就是能够较为系统地把一个问题想明白、写清楚吧。可是，我们对事物的认识是有过程的，事物本身还在不断地发展，人的思想也会变化。如果还不能充分肯定已经“想明白”，真的可以做到“写清楚”吗？与其这样，不如等什么时候想好了再动笔吧。就这么自我安慰着。一直没想好，也就始终没动笔。

了解我的师长、挚友们其实早就看穿了。他们只用两个字就极为生动、传神地诠释了我所有的内心纠结。一是“怕”，二是“懒”。白纸黑字，学术专著，于我的确是有压力的。说来说去，都是因为缺少以著书方式向大众展示自己思想的勇气和胆识。再加上一贯的拖沓作风，总觉得不着急，以后有大把时间去整理那些已经完成的研究工作。结果呢？明日复明日，万事成蹉跎！

事情一拖再拖，终于无法再拖了。说来奇怪，当一个事情从“可以做”变成“必须做”的时候，也就没有了讨价还价，没有了回旋的余地，顾虑和借口也就全无用武之地了。没有退路也就只能前进了。

最早接触货币国际化问题，还是十几年前一个偶然的时机。当时只是很幸运

地跟着陈雨露教授和杨明师弟合作完成了一篇论文，却让我从此与人民币国际化研究结下了不解之缘。这篇题为《作为国家竞争战略的货币国际化：美元的经验证据——兼论人民币的国际化问题》的论文，主要针对货币国际化收益搭建了理论分析框架，利用实际数据具体测算了美元国际化经济利益中可计量的部分（包括1981—2002年间实现的美元国际铸币税收益和运用境外美元储备投资产生的金融业净收益，此外还对1946—1980年间美元国际化产生的金融业净收益进行了估算），并在若干合理假设下使用相同逻辑简要预测了2010—2020年间人民币作为周边区域内重要国际货币之一可能实现的经济利益。文章发表在《经济研究》2005年第2期。根据中国期刊网的统计，该文迄今被引用260余次，下载近6000次，被视为国内人民币国际化研究的奠基性文献之一。

十年前，我们的结论是：随着经济地位的上升，如果仍然继续为其他货币发行国源源不断地提供国际铸币税收益和金融业收益，无疑是资源的浪费，同时也损失了自己享受巨额货币国际化利益的机会。这是一个国家间相互竞争货币国际化利益的研究视角。但是由于“货币国际化利益的存在并不构成谋求货币国际化的充分必要条件”，所以仅仅从积极的国家利益竞争的角度出发，恐怕尚不足以论证“人民币国际化应该上升到国家战略高度”这一命题。

也是机缘巧合，之后几年在参加社科基金重大委托攻关项目和中国人民大学研究品牌计划的过程中，我有机会对国际金融危机、特里芬难题等问题有了更加深入的探讨。研究进展有时断断续续，理论发现或显零零散散，但长期积累下来，一个观点却越来越清晰：人民币国际化是我们摆脱现行国际货币体系不公正性危害、保障国家金融安全的有效途径。这实际上从防御视角出发论证了人民币国际化的必要性，与十年前“利益竞争论”观点一起构成了完整的论据支撑：人民币国际化是重要的国家战略，首先是因为可以实现“自保”，其次还在于能够“获利”。值得注意的是，人民币国际化不仅对中国有利，还可以促进国际货币体系的改革与完善——这是连续四年组织和撰写《人民币国际化报告》而得出的重要结论。

在“一超多元”的现行国际货币格局下，一边是新兴市场国家更容易受外部冲击而发生国际金融危机；另一边是居于世界经济和金融核心地位的美国，由于缺乏约束机制，的确可以利用美元霸权侵害其他国家的利益。次贷危机扩大化、美国推行及退出量化宽松政策对全球经济产生广泛影响等，都是美国利用美元主导地位实现危机转嫁和政策溢出的有力证据。全球经济和金融过度依赖美元是当

前牙买加体系最突出的问题，也是引致全球经济失衡和爆发系统性金融危机的关键。作为一个发展中大国，中国不仅要在中短期内防范和管理危机，有效保障国家财政金融安全，还必须在战略选择和制度建设上找到解决之道。通过人民币国际化有力推动国际货币体系改革，才能够从根本上解决美元主导的现行国际货币体系的制度缺陷。

如果从2009年中国人民银行开始试点跨境人民币业务算起，人民币国际化实践至今仅有五年时间，却已经取得了显著进展。以中国人民大学研究团队创设的人民币国际化指数（RII）来衡量，人民币在国际范围内执行贸易结算、金融交易和官方储备等职能的实际程度从2009年底的0.02%已经提高到2014年底的2.40%左右。^①人民币从一种新兴货币迅速成长为全球第五大常用支付货币。根据环球同业银行金融电讯协会（SWIFT）统计，2014年12月人民币作为支付货币的市场份额创历史新高达到2.17%，距离日元的2.69%只有一步之遥。如果“一带一路”规划顺利落地，随着亚投行、丝路基金等正常开展业务，只要没有重大不利事件发生，少则两三年，多则四五年，人民币国际化水平就将超过日元和英镑，跻身主要国际货币的行列。

2014年下半年，涂永红教授与我合作完成了名为《人民币国际化的战略思考和道路选择》的一组文章，旨在总结过去展望未来。讨论中我们都注意到这样的情况，尽管人民币国际化在实践中成就斐然，但在许多人的观念中却可能不以为然或是不置可否。有人强调信用货币国际化注定是死路一条，人民币国际化也终将失败，何必多此一举劳民伤财。有人觉得是为时尚早，放着那么多国计民生的困难还没有解决，货币当局和金融市场还难以承担国际货币发行的责任与风险，现在追求人民币国际化只是浪得虚名的冒险之举。有人批评人民币国际化是“无证驾驶”、“违章操作”，认为没有资本账户可自由兑换哪里来的国际货币资格，或是认为在贸易顺差条件下推动货币国际化简直就是天方夜谭。如此种种，表明货币国际化研究有着很大的理论空白，关于人民币国际化战略价值和道路特征的阐述还都远远不够。

《“新特里芬难题”与人民币国际化战略》一书，记录了近几年来我在人民币国际化相关问题研究中取得的点滴进展。与其说是学术成果，还不如看作是个人

^① 由于部分统计数据获取的滞后性，2014年底RII数值为估算值。2013年底RII实际值为1.70%。

在研究工作中所思所想的一个总结。感谢《人民币国际化报告》项目，让我多年来持续关注这一主题，从历史经验和理论文献中不断挖掘新的思想火种，在整个研究团队的共同努力下连绵成片，逐渐照亮人民币国际化研究的当下和未来。

战场上，争夺战略要地的作战总是特别激烈，双方指挥官都会下达“猛攻”、“死守”这样的极端命令。历来兵家必争之地的战略意义都极为重大，失守就将被动挨打，控制制高点才能占据主动。在这种情况下，已经不是要不要打的问题，必然是不惜一切代价地争夺控制权的问题。当然，在确保拿下目标的前提下，付出的代价越小越好。

人民币国际化，是中国摆脱本币弱势地位造就的“危机原罪”的唯一途径，是纠正现行国际货币体系不公正性的有效办法。如同争夺战略要地一样，人民币国际化不是“没必要做”或“可做可不做”的事情，而是必须完成的战略目标。现在争论的重点，不应再是要不要人民币国际化，而应是怎样实现人民币国际化——弯路能不能少一点？代价能不能小一点？风险是否可控？冲击可否化解？

本书致力于讨论两个问题。第一，为什么必须作为国家发展战略来推动人民币国际化？第二，当前应该如何推动人民币国际化？不过，书中给出的只是个人研究的心得体会，既不是标准答案，也不会是最终答案。由于水平有限，其中难免有错误或偏差，敬请广大读者批评指正。

本书获“中国人民大学科学研究基金项目 14XNQ002”的支持，在此表示感谢！

王 芳

2015年3月于北京



目 录



第 1 章 货币危机的逻辑：国际经验和中国假说	1
1.1 货币危机理论的变迁	2
1.2 什么导致了货币危机？	6
1.3 政策决策在货币危机问题上有多重要？	18
1.4 中国财政金融安全与货币危机：一个假说	23
第 2 章 特里芬难题解读	32
2.1 引言	33
2.2 特里芬难题的提出	34
2.3 贸易顺差会阻碍人民币国际化吗？	38
2.4 美国经常账户逆差是怎样形成的？	45
2.5 美国经常账户逆差：一个货币失衡的分析逻辑	49
2.6 结语	57
第 3 章 人民币崛起：破解“新特里芬难题”	60
3.1 发展中国家为何更容易遭遇危机？	62
3.2 全球经济过度依赖美元和“新特里芬难题”	66
3.3 以贸易为契机的人民币崛起战略	72
第 4 章 货币国际化经验借鉴	75
4.1 国际货币格局变迁回顾	76
4.2 货币国际化经验总结及启示	94

第5章 人民币国际化的机遇和挑战	107
5.1 人民币国际化起航	108
5.2 人民币国际化的历史机遇	113
5.3 人民币国际化面临巨大挑战	119
5.4 结论与建议	123
第6章 以离岸市场促进人民币国际化	126
6.1 对离岸金融市场的基本认知	127
6.2 以离岸市场促人民币国际化的内在逻辑	131
6.3 人民币离岸金融中心选址研究	137
6.4 结语	145
第7章 积极推动人民币加入 SDR 货币篮子	147
7.1 有利的时间窗口已经打开	148
7.2 人民币成为 SDR 货币的可行性	149
7.3 SDR 货币篮子及其筛选标准	150
7.4 现行筛选标准的主要不足	154
7.5 对现行筛选标准的改进方案	159
7.6 结论和政策建议	161
附录1 作为国家竞争战略的货币国际化：美元的经验证据 ——兼论人民币的国际化问题	165
附录2 人民币国际化的战略思考和道路选择	180



货币危机的逻辑：国际经验和 中国假说

作者的话：

2007—2008 年次贷危机逐渐扩大化，最终演变成为全球性金融海啸。同一时间段，笔者正在美国西海岸的伯克利大学做为期一年的访问学者。那时候除了在校听课和参加讨论，就是高度关注着美国和全球金融市场每天的起伏变化，以及为陈雨露、郭庆旺两位教授主持的国家社科基金重大委托攻关项目“中国财政金融安全：预警机制与风险控制体系”撰写子课题报告。

牙买加国际货币体系运行至今不足 40 年，爆发了大大小小百余次国际金融危机，给相关国家造成巨大经济损失。学术界对此始终高度关注，积累了大量研究成果。2008 年全球金融危机成为了国际金融危机理论发展的一个转折点。一些学者尝试摆脱针对单个危机“就事论事”的研究模式，一些学者将研究对象从危机发生国扩展到整个国际货币体系。

笔者当时主要研究货币危机的形成逻辑。随着研究工作的不断深入，兴趣点逐渐集中在两个问题上。第一，新兴市场国家是货币危机的重灾区，危机发生频率和经济受损程度都相对更高，但在形式各异的危机表现背后是否存在某种共性规律？第二，为什么经常账户逆差、外债负担等指标可以用来预警新兴市场危机，但是在研究美国问题时就会失效？美国和新兴市场国家是否实际上存在着两种截然不同的危机形成逻辑？

以下这篇文字的工作底稿最早形成于 2008 年秋季，对前述第一个问题做出了较为深入的探讨。其中主要观点曾在“全球经济失衡：危机时期国际金融体系所面临的挑战”国际研讨会上进行宣讲，得到积极响应。但是对第二个问题来说，

囿于当时对美国次贷危机扩大化等问题的认识还很有限，事实上只是隐约感觉是这么一回事，至于“为什么如此”以及“有怎样影响”等还没有什么清晰的思路和明确的答案。

看起来货币危机形成逻辑与人民币国际化研究之间似乎没什么联系。然而，正是这时期产生的兴趣与疑问，为几年以后“特里芬难题”的研究工作带来了巨大的启发，促使我将国际金融危机理论与现行国际货币体系制度缺陷联系在了一起，进而提出了以人民币国际化战略破解“新特里芬难题”的核心观点。

自从主要国家相继实行信用货币制度以来，货币危机就成为了国际金融史上经常发生的事情。虽然一直没有普遍可接受的规范定义，却丝毫不影响人们对于是否发生了货币危机形成及时、准确的判断。事实上，无论究竟是什么导致了货币危机，经济生活总在演绎着相似的逻辑：因为担心贬值，持有者争相抛售某种货币，而正是这种资本外逃在很大程度上（尽管未必完全如此）造成了贬值的压力（Krugman, 2000）；当压力或迅速或缓慢地不断积累，终于使得深度贬值从一种可能变成现实的时候，货币危机便已经呈现在人们面前了。

1.1 货币危机理论的变迁

出于对 20 世纪七八十年代一系列固定汇率制度失败案例的关注，Krugman (1979) 开始了对货币危机理论的奠基性研究。他当时或许并未预见到世界经济将在 20 世纪 90 年代进入一个“货币危机时代”——欧洲货币危机、墨西哥金融危机、亚洲金融危机、俄罗斯金融危机、巴西货币危机……十几年间，不仅大批新兴市场国家经历了货币危机的洗礼，许多发达国家也遭遇了金融困难或金融动荡；有的国家看来非常不幸，反复受到货币危机的打击，有的国家似乎略显无辜，莫名其妙地就被卷入了区域性金融危机；一些国家不仅金融市场遭受严重冲击，实体经济运行也被牵连，甚至陷入了政治危机和社会危机。接踵而来的货币危机不仅震惊了政策决策者，也令众多研究者感到措手不及，激发了巨大的研究热情。迄今为止，得到普遍认可的货币危机理论模型已经从第一代发展到第三代，探索第四代模型的努力也一直在进行中（见图 1—1）。

受到 Salant 和 Henderson (1978) 思想的启发，Krugman (1979) 开创性地

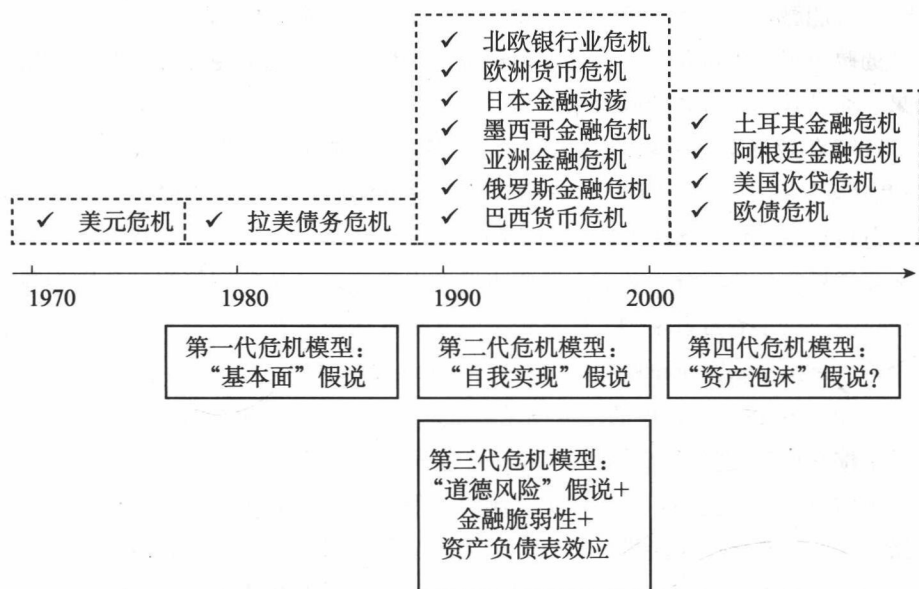


图 1—1 牙买加体系下主要国际金融危机和理论发展轨迹

运用不可再生资源的价格稳定机制研究固定汇率制度的货币危机问题，后经 Flood 和 Garber (1984) 的线性模型简化，成就了第一代货币危机理论。第一代模型较好地解释了布雷顿森林体系崩溃时的美元危机和 80 年代拉美债务危机，认为政府主要经济目标之间的矛盾与冲突将最终导致固定汇率制度无法维持。换言之，对这些经济体来说，货币危机的发生不可避免。而巨额财政赤字、快速信用扩张和外汇储备流失等宏观经济基本面状态的恶化则是促使货币危机发生的直接原因，所以第一代模型也称为货币危机的“基本面”（fundamentals）假说。

然而“基本面”假说对 20 世纪 90 年代欧洲货币体系危机明显缺乏解释力。原因是某些被迫退出联合浮动汇率机制的国家其宏观基本面并未显著恶化，却仍然在外汇市场上遭遇投机攻击而发生货币危机。针对这种情况，Obstfeld (1994, 1996) 设计了政策决策者与市场交易主体之间的动态博弈模型，认为放弃固定汇率制实际上是政府在权衡利弊得失后主动的政策选择，而市场投机行为可能导致出现多重均衡解。这类分析被统称为第二代货币危机理论。第二代模型具有两大显著特点：一是特别强调预期的作用，主张货币危机具有“自我实现”（self-fulfilling）的性质，在传导过程中体现出羊群效应（herding）和传染效应（contagion），结果在信息不完全的市场上，“太阳黑子”（sunspot）或市场恐慌等随机过

程都有可能触发并扩大危机。二是改变了关于经济政策影响的结论，通过建立非线性的政府损失函数及其最大化行为模式，指出货币危机可能是内生的政策决策结果，而且是一个合意的政策选择。

1997年亚洲金融危机呈现出许多新的特征，单纯借助“基本面”假说或是“自我实现”假说显然都无法给出令人信服的完满解释，于是便催生出了第三代货币危机理论。第三代模型注意到这些国家更多依赖间接金融，银行业在危机中扮演着重要角色；另外，其国内股票市场也大都经历了从急剧膨胀到急剧崩溃的变化过程。由于着重点不同，所以论证时实际有三种形式。

首先是由 McKinnon 和 Pill (1996)、Krugman (1998) 提出，而后由 Corsetti 等人 (1999a) 进一步拓展的“道德风险”假说，认为新兴市场国家普遍存在“过度借款综合征”。意思是说因为借款时有政府显性或隐含的担保，私人部门会出现严重的道德风险问题：一方面银行倾向于发放过多的高风险贷款，另一方面也刺激了企业去从事高风险投资项目，结果是银行体系经常受不良债权困扰，也造成了资产价格剧烈震荡。值得注意的是，一国的金融开放程度越高，私人部门借外债就越容易，此类问题也就会越快被激化。最终当基本面不再安全时，资本外逃致使货币大幅度贬值便只是时机问题了。

其次是 Radelet 和 Sachs (1998)、Chang 和 Velasco (1998) 将封闭条件下的银行挤兑模型 (Diamond and Dybvig, 1983) 扩展到小型开放经济体系中，认为是因“金融的脆弱性”而出现的“金融恐慌”促使危机自我实现。对这些国家而言，无论金融自由化还是对外开放金融市场都是在较短时间内完成的，金融体系的脆弱程度相对更高。从金融机构的经营活动看，存在着以短期外币债务融资支持长期本币贷款投资的现象，不得不面对期限错配 (maturity mismatch) 和货币错配 (currency mismatch) 的双重难题。在开放条件下，一旦国外债权人对该国金融体系的流动性有所怀疑，市场信心不足，就会出现恐慌性资本外逃，导致货币危机和银行业危机孪生爆发。

第三种形式由 Krugman (1999)、Aghion 等人 (2000) 提出，认为亚洲货币危机的关键在于企业部门：如果企业的外债水平较高，则外币风险头寸大，“资产负债表效应”就大，发生危机的可能性就高。其基本分析思路是：亚洲国家的银行通常只在企业提供足额担保时才肯发放贷款，因而在总量上，一国投资总水平取决于企业财富总额；当企业部门持有的外债过高时，国外债权人就会看淡该国经济，于是资本流入减少，该国货币就会贬值；而持有外币债务的企业从资产

负债表看其企业财富急剧下降，从国内银行申请到的贷款减少，全社会投资规模相应减少；进而社会总需求大幅度降低，经济陷入衰退，国外债权人的悲观预期得以自我实现。

在展望下一代危机模型时，Krugman (2003) 保持了对企业部门的兴趣，意图将企业的“资产负债表效应”继续扩展，比如考虑把研究重心从企业持有外债向企业持有金融资产方向转移，以便鉴别资产价格震荡的影响及其与货币危机之间的联系机制。Krugman 甚至猜测，到了第四代危机模型，汇率无需再是鉴别货币危机压力必不可少的关键指标，而是由资产价格等其他因素予以替代。Shimpaleea 和 Breuer (2005) 更多的是从制度角度尝试对货币危机做出解释。但直到目前，成熟的第四代货币危机理论仍未问世。

现在的情况是，每一轮危机似乎都会产生一代新模型，每一代模型都能够在事后对危机做出解释，但却无法于事前预测危机的发生 (Krugman, 2003)。这个事实多少有些让人沮丧，但也指明了货币危机理论进一步拓展的方向：我们需要建立某种更加一般的金融危机模型，特别是要在危机预警和风险防范问题上寻求突破。需要特别指出的是，尽管有人批评第三代危机模型杂糅有余，整合不足，但由此开始，货币危机已经不再被单纯地理解为“主要是货币政策方面的危机”，而是更多地与金融体系脆弱性本质以及实体经济部门表现联系起来考虑。

2008 年全球金融危机成为了国际金融危机理论发展的一个转折点。一些学者尝试摆脱针对单个危机“就事论事”的研究模式，一些学者将研究对象从危机发生国扩展到整个国际货币体系。Reinhart 和 Rogoff (2011) 聚焦债务问题与金融危机的关系，尝试从一百多年的金融危机史中找到共同的危机逻辑。Eichengreen 等人 (2012) 更重视现代金融市场和金融机构的实际运作，致力于解释美国次贷危机发展成为全球危机的作用机制和实现渠道。Obstfeld (2012) 则从全球经济失衡角度探讨金融危机的起源，继续强调经常账户差额的重要意义。不少学者注意到新兴市场国家成为国际金融危机重灾区和美国次贷危机扩大化的事实，认为这种“不公正性”根源于牙买加体系下美元本位制和浮动汇率制等内在制度缺陷 (王道平和范小云, 2011)，并开始讨论中国在国际货币体系改革中的角色和定位 (夏斌和陈道富, 2010; Prasad and Ye, 2012)。除一些中国学者强调现行国际货币体系的缺陷导致新兴市场国家成为国际金融危机重灾区 (向松祚, 2013) 外，McKinnon (2013) 是少数几位不讳言美元本位制必须做出调整的外国学者之一，但他给出的 G2 解决方案也引起不小争议。

1.2 什么导致了货币危机?

从危机的冲击根源到传导过程到经济表现,似乎每一轮具体的危机都表现出若干新的特征。难怪有人感叹,稳定有序的经济总是相似的,发生危机的地方却是各有各的不幸。回顾历史上主要的危机事件及相应的理论探讨,发现一些共性因素,将有助于我们从一般意义上理解货币危机的压力都来自于哪里又都释放到哪去。

1.2.1 危险的宏观基本面

为什么拉丁美洲的某些国家似乎更容易遭受货币危机困扰?发展经济是落后国家的最高使命。历史经验表明,经济发展的关键在于如何提高储蓄率(Lewis, 1955)。拉美国家的总储蓄率一贯不高(见图1—2),且早期大多奉行进口替代的工业化策略,从而“双缺口”成为制约其经济增长的最大阻碍(Chenery and Strout, 1966)。在谋求摆脱“储蓄缺口”和“外汇缺口”约束的过程中,拉美国家一直深受巨额外债负累,宏观经济面相对比较动荡,或许正是其频发货币危机的主要原因。

要解决投资储蓄缺口,可以有两个途径:一是依靠内力,以财政赤字政策刺激国内需求;二是借助外力,利用外资注入解决“双缺口”困境。但必须看到,这两种选择都有陷入危机的风险(见图1—3)。

首先,财政赤字是一种扭曲的对内宏观经济政策,必须通过某种方式予以弥补。如果货币当局持续地通过信贷扩张发行货币,就会造成国内通货膨胀,对外贸易逆差增加,内在地形成本币贬值、外币升值的压力。固定汇率制下,货币当局进入外汇市场卖出外币,买进本币。若上述政策行为不加调整,该国外汇储备必然走向枯竭。这其实就是Krugman第一代货币危机模型的主要观点。

在中央银行明确拒绝了财政赤字货币化后,赤字弥补通常是以发行公共债务的方式完成的。尽管政府是特殊债务人,总是可以“借新还旧”,但是当债务额累积到一定规模后,国民经济的承受能力就会减弱,债务的可持续性将受到质疑。一方面,如果举债资金不是用于生产建设而是进入消费领域,就会使得“债务带动经济增长”的目标落空,无法产生偿债能力而进入经济的良性循环。另一

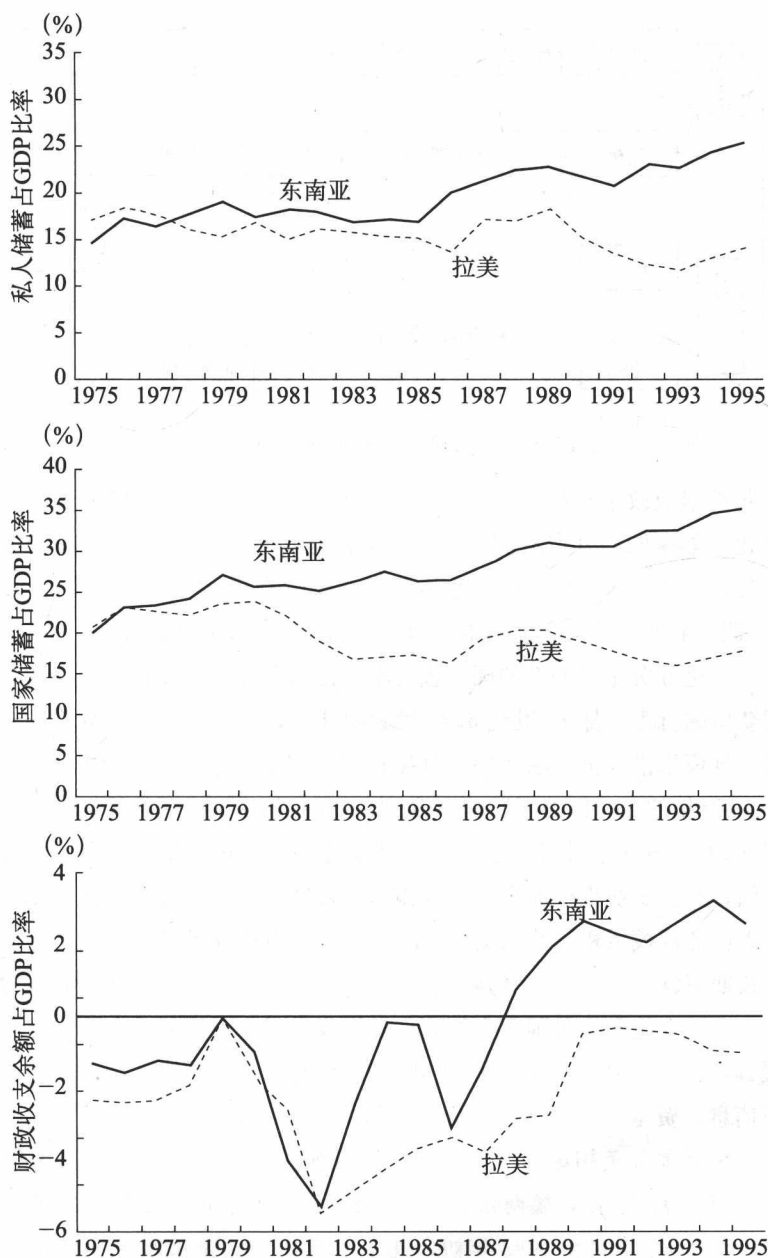


图 1—2 发展中国家储蓄率和财政赤字趋势 (1975—1995 年)

注：本图数据样本中，拉美国家包括阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥、巴拉圭、秘鲁、乌拉圭和委内瑞拉，东南亚国家包括印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、新加坡和泰国。

资料来源：IMF 网站 WEO 数据库。