

---

中美经济从同步走向分化，  
面对挑战大于机遇的“新周期”，  
如何把握经济、政策、投资新方向？

---

# 旧格局 与新周期

全球金融周期下的中国经济

赵巍华 徐以升 著

# 旧格局 与新周期

全球金融周期下的中国经济

赵巍华 徐以升 著

图书在版编目(CIP)数据

旧格局与新周期:全球金融周期下的中国经济 / 赵巍华, 徐以升著. — 北京:中国友谊出版公司, 2015.4

ISBN 978-7-5057-3509-5

I. ①旧… II. ①赵… ②徐… III. ①中国经济 - 研究  
IV. ①F12

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 067405 号

书名	旧格局与新周期:全球金融周期下的中国经济
作者	赵巍华 徐以升
出版	中国友谊出版公司
策划	杭州蓝狮子文化创意有限公司
发行	杭州飞阅图书有限公司
经销	新华书店
印刷	杭州钱江彩色印务有限公司
规格	710×1000 毫米 16 开 20.25 印张 289 千字
版次	2015 年 4 月第 1 版
印次	2015 年 4 月第 1 次印刷
书号	ISBN 978-7-5057-3509-5
定价	49.00 元
地址	北京市朝阳区西坝河南里 17 号楼
邮编	100028
电话	(010)64668676

# 序

国家开发银行原副行长 高坚

冷战结束之后特别是21世纪以来，对全球经济、金融和政治等格局影响最大的事件当属中国崛起。中国崛起首先也主要体现在经济总量和增速层面。21世纪头10年，中国经历了翻天覆地的变化。中国一跃成为世界第二大经济体。一直以来，我的看法是中国经济迎来了两个机遇：从需求方面看，中国加入世界贸易组织（WTO）大大增加了各国对中国加工品的需求；从供给方面看，基础设施的改善，大大提升了加工业的劳动生产力。而基础设施的改善是和国家开发银行自21世纪初开始的基础设施投资分不开的。

这种需求和供给方面的机遇有特定的历史条件。关于这一轮高增长的起源、实质和前景，曾有不少书籍和文章进行过讨论和分析，这些讨论大多围绕人口因素、实体经济和产业格局等层面展开。赵巍华和徐以升的《旧格局与新周期》更深刻地提示了产生这两个机遇的历史条件，并提出了“新周期”的思想。我认为年轻人研究这样深层次的问题是难能可贵的。

《旧格局与新周期》一书的角度比较独特，该书站在全球和国内货币金融格局的角度，通过货币金融对实体经济多层次的影响机制，全面、系统且深入地梳理了2001年以来中国经济“旧格局”的多个方面。阅读本书，能使读者从一个较新颖的角度更好地理解中国经济的过去、现在和未来。本书从多个层面梳理并分析了2001—2013年中国经济的“旧格局”。

从国民经济核算角度看，这一时期我国经济增长由投资和出口主导；从资产负债表角度看，我国经济增长是由地方政府部门和非金融企业部门主导的资产负债表扩张所推动，所有非金融部门的资产负债表均大幅扩张。投资增长需要融资扩张支持，没有融资扩张就没有投资增长。2008年以后，经济增长越发依赖投资增长，而融资的扩张越发依赖外部的债务融资膨胀；非金融部门资产负债表扩张需要负债或者所有者权益端扩张来与之匹配，2009年以来通过债务融资撬动财务杠杆是资产负债表扩张的最主要动力。

2009年以来，融资扩张形成了债务的堆积，而投资增长则形成了产能和资产供应过剩。产能过剩与债务堆积是相生相伴的一对问题。由于债务融资的期限较短，而过剩产能的流动性较差等原因，因此债务的再融资或者债务问题的化解往往是更为紧迫和重要的问题。

由于“旧格局”下投资欲望过于强烈，因此长期以来融资决定着投资。融资主要是金融部门提供的，信用的创造往往对应着债权债务关系的形成。央行通过基础货币供给向金融机构和非金融部门提供融资，而商业银行为代表的金融机构则通过自身的信用媒介作用在对外提供融资的同时派生信用。在“旧格局”下，央行的基础货币供给是由外汇占款主导的，即央行大致以其外汇资产为背书来投放基础货币。而央行外汇资产最终来源于国际收支。2010年以前，我国国际收支盈余主要是由经常项目盈余来提供，而这种盈余既植根于中国过剩储蓄和美国双赤字的全球经济结构性失衡格局，也植根于全球化进程繁荣时期的产业跨国转移。2010年以来，国际收支盈余变动主要由资本项目变动来影响，美联储非常规货币宽松政策的出台和谢幕通过资本项目对我国资本项目盈余的变动产生了重要影响。“旧格局”下金融机构的信用派生受到大政府主导下信用供给和需求的影响。政府信用支持和后发国家非常规宏观政策等因素，使得金融部门的信用供给和非金融部门的信用需求均很强烈。政府信用广泛介入信用环节，也使得“刚性兑付”和“风险大锅饭”普遍存在。

温故是为知新，通古是为鉴今，我国经济正告别“旧格局”并迎来“新周期”。2008年后，特别是2013年以来，随着美国经济和政策转向、欧日等经济在底部震荡，

以及中国等新兴市场国家的结构性问题持续积累等，全球经济进入相对收缩的低增长时代，全球化呈现明显的退潮之势，我们正迎来不同于以往几十年的“新周期”。近几年来，全球国际贸易增速持续低迷，国际贸易在全球经济总量和增长中的作用下降，部分国家正大力推动跨太平洋伙伴关系协议（Trans-Pacific Partnership Agreement, TPP）和跨大西洋贸易与投资伙伴协议（Transatlantic Trade and Investment Partnership, TTIP）等高标准贸易区域化框架，以取代WTO下低标准的贸易全球化框架。而我国恰恰是10余年来WTO框架下最大的受益者。作为主导货币国的美国，其财政和贸易双赤字持续改善、美联储开始逐步收紧非常规的货币宽松政策，这使得大量美元不断从全球市场回流美国，全球市场的美元供给趋于紧缩，跨国金融活动有收缩之势。2001—2013年美国先后通过经常项目和资本项目对外（主要是新兴市场国家）输出美元，这近似等同于美联储对新兴市场实施货币宽松政策；而当美元趋势性回流，则意味着美国对前些年大举借入美元债务的新兴市场国家实施货币紧缩政策，美元走强背景下新兴市场持续承压也就在所难免。

由于2008年之后低效率的投资“狂飙突进”，我国非金融部门债务规模和过剩产能规模均井喷，经济增长动力不断下降，微观层面比宏观层面寒意更甚。对我国而言，当下的要务在于设法收拾“旧格局”下狂欢后散落的一地鸡毛（产能过剩、债务高企、微观活力不足等），并通过改革挖掘红利应对较为寒冷的“新周期”。从“旧格局”到“新周期”绝非一个轻松的历程，“旧格局”下遗留和堆积的各种问题纵横交织、错综复杂，不少矛盾交织的敏感点往往牵一发而动全身。我国未来经济增长的瓶颈是体制上的约束，基本的生产要素，如土地和资金的价格还没有完全放开。金融领域改革的重点，比如利率和汇率的市场化仍未完成。国家的经济管理职能的改革是一个长期任务。“基础货币发行机制转型”、“债务去杠杆”和“人民币汇率”是本书所强调的新旧转型过程中三个矛盾集中点。

最后，在全球众多国家结构性问题凸显的背景下，各国难有通过无痛改革走出困局的可能，有时是需要审慎谋定的基础上大刀阔斧、敢于担当的决心和勇气。在复杂的形势下，目标太多也往往难以顾全，当各目标发生矛盾时，需要客

观分析短中长期的利害得失，有取有舍、以大局为重。

本书通过对这三个主题的深入分析，讨论了财政预算改革、货币政策转型、人民币国际化等众多举足轻重的重要话题，展望了中国经济在“新周期”中的若干图景，值得一读。

## 推 荐

**房四海**（申万宏源证券集团总部首席经济学家、香港九方宽客宏观研究院院长）：

1987年诺贝尔经济学奖得主索洛的索洛经济增长模型，对美国宏观计量实证的结果表明，支撑美国100多年经济增长的反而是索罗残差，即全要素生产率（TFP）。这一歪打正着的宏观计量结果，正是索洛经济增长模型隐含的唯一亮点。这也是中国十八大之后新一代领导人反复强调的，中国增长必须从要素驱动向创新驱动的宏观计量经济学之依据。

然而，即便是在创新最前沿的美国，也走了一些弯路。2001—2007年美国国家资产负债表靠加杠杆的手段，以房地产泡沫支撑发展的模式，终于引发2008年的全球金融危机。但目前走出这一危机的唯一国家还是美国，美国走出危机的方式就是整体去杠杆，鼓励产业和社会创新。

《旧格局与新周期》论述的就是这一事实，本书从货币锚、国家资产负债表，以及全球产业链再平衡，这个三位一体的全球宏观最核心的主题出发，客观论述了过去的全球事实，并对未来做了展望。

经过本轮危机，美元体系比过去更强大了，这得益于美国国家总体去杠杆和美国新产业的兴起。货币锚稳健，去杠杆既非要素驱动而是新产业兴起，全要素生产率提高，看起来是三个问题，其实逻辑指向一致。

目前中国宏观政策的主要指向，反腐败、放松管制从而鼓励创新，降低杠杆并鼓励人民币走出去。我们相信中国的未来会更美好。本书出版正是时候。



**李蓓**（上海泓湖投资管理有限公司投资总监）：

本书全面、严谨、客观、科学。以全球互联互通的框架，分析了央行、财政、银行体系、实体企业4大主体的动态关系的发展变化。对于一些焦点问题的讨论，有着基于科学方法的深度分析。例如：讨论4种不同的基础货币发行机制对宏观经济各主体的影响；运用高等数学以微分建立动态债务杠杆分析模型，分析影响一国债务杠杆水平趋势的因素等。

该书的特点使得它非常适合用来了解当代经济的背景，并学习科学严谨的分析方法。我能想到的非常适合本书的读者群体是，高校经济类学生、金融市场上的周期性行业分析师和商品分析师等。

**刘海影**（上海国富投资管理有限公司合伙人、首席经济学家）：

中国经济奇迹正遭遇30年来最大的挑战。波谲云诡的局势中，大格局把握最重要，本书打通金融与实体、中国与国际、债务与汇率，以新颖的实体经济与货币金融三重对应关系分析框架，对中国经济与金融未来需要应对的挑战做出了精彩分析，提前预言了即将到来的金融经济新周期。

**孟原**（太平洋投资管理公司亚太投资决策委员会委员）：

无可奈何花落去，似曾相识燕归来。难破难立，中国债务推动投资的旧格局似乎已经难以为继，结构性改革举步维艰，“新常态”<sup>①</sup>的平衡艰难摸索尚未确立。

2015年，全球主要经济体宏观政策走势日益分化，美国经济复苏势头良好，美联储即将结束零利率开启加息周期，欧洲、日本加码量化宽松（QE）对抗通缩增长压力，新兴市场经济和大宗商品艰难挣扎。

《旧格局与新周期》涉及的都是“Billion Dollar Question（非常重要的问题）”：

---

① “新常态”（New Normal）是太平洋投资管理公司（PIMCO）在2008年金融危机之后创出的新名词，表示宏观经济从繁荣—衰退周期到正常的恢复过程，即经济转型、再平衡过程。——编者注

新年伊始，外汇与大宗商品市场巨幅波动由何驱动？美联储货币政策紧缩，外围新兴市场是否重蹈20世纪90年代危机覆辙？中国如何平稳去杠杆，防范“明斯基时刻”（即资产价值崩溃时刻）和债务通缩？财政改革如何化解政府信用推动的债务金融风险？央行货币政策在利率调控、数量调控和汇率稳定多目标约束下如何艰难选择？世界第二强的人民币汇率走势政策如何抉择利弊？怎么理解钱荒不断的利率市场的重重迷雾？

认识作者徐以升多年，每次对谈都获益良多，他虽非市场第一线的投资者，但局外人的超脱和笔耕不已的勤奋往往使他获得不同寻常的客观视角。

三类读者会从这本新作中获益良多，第一类是财经货币当局的宏观决策者和研究人员，本书立论视野宏大，追溯2000年来国际经济金融波动和国内信用投资资产周期的共振，探索中国财政货币信用利率汇率的复杂联系，对“新常态”下的宏观决策有重要参考意义；第二类是我们这样的金融市场第一线，特别是固定收益投资交易者，本书从纷繁复杂的宏观经济、政策、市场信号中梳理提炼出有逻辑的分析框架，信噪比极高；第三类是金融、地产、贸易等企业的管理人员，相比市场上汗牛充栋的宏观经济著述，本书作者是大胆假设小心求证的诚实思考者。

### **莫泰山**（上海博道投资管理公司董事长）：

本书既有对中国经济“旧格局”来龙去脉的梳理，又有对“新周期”的特点和宏观政策应对的系统思考，既有开阔的大视野，也有对核心问题模型化的雕琢，实为对当前“新常态”下经济、金融体系研究的一本力作。对本书印象最深有三个方面。

第一，站在全球尤其是中美的角度思考中国经济的问题。认为“旧格局”的形成，是中美各自的结构失衡在一起有效平衡的结果，而今天的“新周期”，也和金融危机后这种平衡的打破有关系。在中国已经深度融入全球化的今天，站在全球的角度思考问题，而不是就中国而论中国，有利于全面、系统地分析和把握问题。

第二，提出中国实体经济和货币金融存在的三重对应关系。这应该是一个较

好理解中国经济和金融的分析框架，道出了货币和经济互为表里的关系，也有利于全面理解我们的“旧格局”，更有助于我们思考如何应对“新周期”。

第三，对中国经济如何“漂亮的去杠杆”做了系统的思考。债务杠杆率过高是各个经济体都需严肃面对的问题，书中通过模型刻画，而在此基础上提出的很多思考和政策建议，非常具有参考意义。

**缪子美**（荷宝投资管理集团亚太股票联席主席兼中国首席投资总监）：

中国每年的国内生产总值增长超过50%是由政府或国企的投资所带动的，经济金融政策的转变是我们作为股票市场投资参与者的必修课题。作者以金融从业人员的语言来陈述各种经济问题的来龙去脉，很有创意及独特的见解。

投资者在股票市场上最容易犯的错是顺应市场随波逐流，短线投机，忽视研究总体宏观经济的基本功，细读本书将对投资者提升内功大有帮助。

**彭文生**（中信证券全球首席经济学家）：

本书聚焦货币金融体系与实体经济的相互联系，重新审视驱动中国经济周期的机制和因素，有别于传统的划分实体与虚拟经济的视角。在这个框架下，作者对债务压力的来龙去脉、人民币汇率前景等关系当前经济运行和未来发展的热点问题提出了独到的分析和观点，值得一读。

**孙涛**（国际货币基金组织高级经济学家）：

格局和周期，是分析过去、把握现在、展望未来的关键视角。把握格局便于定位空间，摸准周期便于锁定时间。古往今来，既有以空间换时间的经典案例，也有以时间换空间的砥砺故事。《旧格局与新周期》把时空经纬联系在一起，结合中美经济金融格局演变，对比中美经济金融周期，分析了全球经济失衡、美元升贬周期、国内经济增长模式转换、资产负债表扩张、债务压力及去杠杆化趋势等当前许多国家面临的重大问题，探讨了旧格局和旧周期向新格局和新周期的转换。该书资料翔实，论证有力，有助于读者理解当前国内外经济金融格局和发展

趋势，对思考中国改革尤其是金融改革具有借鉴意义。

**唐毅亭**（北京乐瑞资产管理有限公司董事长）：

我上大学的时候，总觉得货币银行学很难学进去。工作以后，又曾有相当长的一段时间负责银行的资金交易和债券交易业务，其中重要的内容就是与央行公开市场操作作为对手方。令人惊讶的是，2000年以来央行的货币政策和公开市场操作完全不同于货币银行学教科书上的标准操作。仔细揣摩，原理上是相同的，但是表现形式完全不一样。主要原因是货币银行学教材源自西方货币金融实践，而2000年以来我们国家的货币金融条件完全不同于西方国家。

本书对2001年以来的货币金融格局进行了非常好的梳理和总结，建立了以外汇占款为基础货币投放之源，以金融体系资产负债表大规模扩张为特点的“旧格局”经济运行框架。在旧格局中，投资高涨、产能过剩、资产价格飙升。与其相对应的是金融部门资产负债表大幅扩张，非金融部门负债率直线上升，经济运行效率恶化。在“新周期”里，过去的外汇占款投放渠道萎缩，金融部门资产负债表扩张速度降低，非金融部门去杠杆正在进行时。

本书更像一本完全源自我国货币金融实践的货币银行学，解决了很多传统的货币银行学教材无法解释的问题，是一本学习了解中国货币金融格局的必读好书。

**王家春**（中国人保资产管理股份公司首席经济学家）：

这本书突破了目前依然多见的“就中国论中国”和过分聚焦于“增长/通胀”的狭窄框架，把中国经济置于世界货币金融经济体系尤其是“中美循环”的大格局之中，全面把握货币金融体系与实体经济之间的交互影响，进而对中国经济由“旧格局”向“新周期”切换的必然性以及“新周期”主要特征，给出了全面、独到的分析。对于机构与个人投资者思考其长期资产配置，此书很有启发意义。

**薛澜**（禾其投资合伙人）：

2001年是中国的一个历史性的转折点，虽然之前已经改革开放20多年，但中

国仍然是一个在很多人眼中封闭的运行体。但随着中国加入WTO，中国作为世界经济最重要的一分子开始崛起。这是世界经济政治布局的新起点。

在《旧格局与新周期》中，作者以货币金融为出发点，详尽地讨论了实体经济过去15年来如何面对境内外局势的剧变而转变。这期间，中国经历了加入WTO后外贸急升带来的失衡，美国“9·11恐怖袭击事件”之后的极度信贷扩张以及随之而来的金融体系的崩溃，国内流动性过剩带来的房地产泡沫和产能的急剧过剩，以及金融危机后全球量化宽松而国内反其道而行的紧缩。

迈入2015年，中国金融政策又站在一个新起点，需要面对即将到来的美国加息周期，国内经济的不振。创立亚投行以期在国际货币金融上有更多话语权，但随之而来的政治经济两方面的挑战亦会不可避免。

温故知新，这本书提供了很多扎实的分析，帮助我们在众多的不确定中找到一些对前景判断的可靠依据。

**徐小庆**（敦和投资有限公司宏观策略总监）：

作为一名曾经从事债券研究的分析师，我认为本书提供了一个很好的框架去理解为什么2003—2013年这10年中国利率中枢在不断上移，其对应的正好是美元弱势周期，引发了中国货币快速扩张、高通胀以及企业过度加杠杆，而书中也详尽分析了在新周期中上述各方面已经或者将要发生的重大变化，随着美元强势周期的到来和中国经济开始去杠杆，低通胀低增长将成为常态，利率中枢或许重新下移，并进而对各类资产的定价产生深远影响，相信从事投资的朋友们都能从书中获得很大的启发。

**杨爱斌**（北京鹏扬投资管理公司总经理）：

当前中国经济已正式步入“新常态”发展阶段，如何准确理解中国经济“新常态”的内涵，如何正确把握未来中国经济金融政策的大趋势，如何积极防范化解中国经济转型期的经济金融风险，市场是存在一定分歧和广泛争论的。赵巍华和徐以升合著之《旧格局与新周期》，立足大视野，基于大周期，系目前本人所读

到的国内最深刻最全面对上述问题进行探讨和思考的专著，欣然推荐。

本书首先全面地阐述了中国高投资、高储蓄、高出口的旧经济增长模式的形成根源，系统论述了中国实体经济的高增长与中国货币金融体系快速扩张的高度相关性，并深刻指出其实质是以中美两国为典型代表的全球经济失衡关系的互为映射的自然结果。2008年金融危机的爆发，反映全球经济失衡达到史无前例的程度，其背后根本原因是以美国为代表的逆差债务国无法在如此高的债务水平继续履行偿还债务，而以中国为代表的顺差债权国也不愿意继续增加债权而转向实物资产并推高全球通货膨胀水平，并最终摧毁美国金融部门和私人部门的高杠杆运作模式。

2013年以来，全球经济出现“大分化”的新格局，集中表现是英美等发达经济体逐步走向复苏，但在金融危机前后表现良好的新兴经济体反而面临回落风险。本书指出，其原因是金融危机后作为全球经济失衡一方的发达经济体，如英美等发达国家凭借全球储备货币的地位，通过量化宽松的货币政策压低名义利率和汇率水平，逐步控制政府债务过度扩张，显著降低非金融部门的债务杠杆水平，实现了经济金融的大调整，即所谓漂亮的去杠杆。但非常遗憾的是，作为硬币另一面的新兴经济体国家，如中国、巴西和俄罗斯等资源国，未能在金融危机后调整结构，反而在外部资本流入压力下，在政府信用支持下，通过各种形式的货币信贷放松，进一步刺激房地产、基础设施或工业产能等固定资产投资，形成当前产能过剩、债务压力加剧的不利局面。

针对当前我国债务杠杆风险如何化解的问题，本书前瞻性地提出通过降低融资成本、控制温和通胀、在全面深化改革推动下建立依靠经济转型升级和生产率提升的创新驱动型增长模式，实现经济可持续、更加均衡增长，并最终实现所谓“漂亮的去杠杆”，规避过度紧缩或恶性通货膨胀主导的所谓“丑陋的去杠杆”。

不仅如此，本书还详细探讨了人民币汇率政策如何选择，为实现中国经济成功转型和化解金融风险争取时间和空间。事实上，我们认为人民币汇率的低估在旧格局的形成有着核心关键因素的作用，在“新常态”下，在美元走强、人民币汇率软钉住美元的背景下，人民币实际有效汇率逐步走向高估将加剧中国经济的转型风险，这需要政策制定者在制定人民币国际化、资本项目开放等重大政策上要极为

慎重。

总之，本书理论基础扎实，专业水准颇高，值得一读。

**张晓朴**（中国银监会政策研究局副局长）：

本书的研究基于实体经济和货币金融的三重对应关系：投资—融资、资产—负债、资产价值—货币供给，对我国经济格局的演变历程和一些重要问题给出了较为独特的分析，同时从债务去杠杆、人民币汇率机制改革、基础货币发行机制转型三个方面给出了新周期的应对举措。本书视角新颖，逻辑清晰，非常值得一读。

**张智威**（德意志银行大中华区首席经济学家）：

中国经济上一轮的繁荣周期从2003年开始启动，其主要特征是高投资和大量的贸易盈余，其间伴随着房地产的持续繁荣和财政收入的高速增长。在国际上，与此对应的是美国的贸易赤字和低储蓄率，分析人士也将中美经济和金融之间的这种紧密联系称为“Chinamerica（中美国）”。但是2008年金融危机之后，这种模式发生了深刻的变化。美国家庭部门（household sector，又译“住户部门”、“居民部门”）的储蓄率开始提高，政府部门的资产负债表加速膨胀，对外贸易则出现了盈余；中国的企业部门杠杆率快速上升，地方政府债务问题日益严峻，在贸易盈余减少的同时还出现了更频繁的跨境资本双向流动。

中国经济在新的国际环境下如何应对这些挑战？赵巍华和徐以升两位学者在本书中给出了自己的答案。他们的分析不局限于现象的描述，对经济面临的风险没有回避，而是通过设立清晰的分析框架来讨论未来可能出现的不同情境，并且提出解决方案。分析方法既借鉴了国际前沿的思想，又切合中国实际情况。本书展示了作者广阔的国际视野和对当下市场关心的宏观问题的敏感，对政策制定者和投资者具有很高参考价值。

（以上排名按音序排列）



目 录

**序** /高坚 001

**推 荐** 005

**上部 “旧格局”**

**第一章 起点2001：产能与货币共同融入世界** 003

**第一节** 融入国际生产分工体系和国际货币金融体系 007

**第二节** 投资与出口主导的高增长时代 014

**第三节** 美国财政金融扩张以及中国过剩储蓄主导全球化繁荣 022

**第二章 货币金融是过去10年经济的中心环节** 031

**第一节** 全球经济从共同繁荣走向大分化 035

**第二节** 货币金融和实体经济的关系：并非虚拟和实际 046

**第三节** 再谈中国经济：从实体经济与货币金融的三重对应关系  
出发 051



第三章	<b>外汇占款创造基础货币机制的兴衰</b>	065
	第一节	央行“被动”主导的基础货币发行机制 069
	第二节	外汇占款的兴衰与全球经济结构失衡、再平衡 083
	第三节	对基础货币发行机制的进一步探讨 089
第四章	<b>“大”政府推动下的信用繁荣</b>	095
	第一节	银行业信用扩张的繁荣10年（2001年至今） 100
	第二节	“大”政府推动旺盛的债务融资需求 108
	第三节	非常规货币政策与信用繁荣 113
	第四节	扩散的政府信用保证加剧信用扩张 119
第五章	<b>资产负债表视野下的“高增长时代”</b>	129
	第一节	债务扩张主导的非金融部门资产负债表膨胀 133
	第二节	“赶英超美”式的金融机构资产负债表扩张 141
	第三节	资产负债表是一面镜子 154

## 下部 “新周期”

第六章	<b>美元与全球货币金融、经济新周期</b>	161
	第一节	美国财政从全面扩张到相对收缩 164
	第二节	美国再工业化收窄经常账户赤字 171
	第三节	美元汇率从弱势周期转强势周期 179
	第四节	全球进入美元紧缩周期 183
	第五节	美元紧缩周期下的中国经济金融变化 187