

Witnessing the
Global Financial Crisis

亲历 全球金融危机

■ 孙 涛 著



电子工业出版社
PUBLISHING HOUSE OF ELECTRONICS INDUSTRY
<http://www.phei.com.cn>

Witnessing the
Global Financial Crisis

亲历 全球金融危机

■ 孙 涛 著



電子工業出版社
Publishing House of Electronics Industry

内 容 简 介

作者根据在国际货币基金组织参与和应对全球金融危机的亲身经历，描述和分析了自本次全球金融危机爆发以来国际经济金融领域出现的一些热点问题，并以此为背景讨论了关于中国经济金融的一些重大问题。本书集国际经验和中国国情于一体，探讨推动中国改革开放的紧迫性和政策建议。

本书有助于读者理解本次全球金融危机，研判危机发展趋势，思考中国经济金融改革和政策取向。

图书在版编目 (CIP) 数据

亲历全球金融危机 / 孙涛著 . —北京 : 电子工业出版社 , 2013.8

ISBN 978-7-121-21139-3

I . ①亲… II . ①孙… III . ①金融危机—研究—世界 IV . ① F831.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 177157 号

策划编辑：张 昭

责任编辑：夏平飞 特约编辑：张燕虹

印 刷：三河市双峰印刷装订有限公司

装 订：三河市双峰印刷装订有限公司

出版发行：电子工业出版社

北京市海淀区万寿路 173 信箱 邮编 100036

开 本：720×1000 1/16 印张：22.25 字数：230 千字

印 次：2013 年 8 月第 1 次印刷

定 价：45.00 元

凡所购买电子工业出版社图书有缺损问题，请向购买书店调换。若书店售缺，请与本社发行部联系，联系及邮购电话：(010) 88254888。

质量投诉请发邮件至 zltz@phei.com.cn，盗版侵权举报请发邮件至 dbqq@phei.com.cn。

服务热线：(010) 88258888。

序言

Preface

自2007年全球金融危机爆发以来，国际经济、金融领域出现了大量新现象，并引致了大量新政策和新挑战。最突出的新现象，当推以美国为首的发达经济体深陷债务泥潭，持续经受危机冲击而难以自拔；与之对应的新政策，自然以美、欧、英、日相继推出极度宽松的货币政策最令人瞩目。如何从史上规模最大、持续时间最长的全球量化宽松货币政策中有序退出，便自然地成为全球和世界各国面临的最大挑战。

在经济、金融全球化的条件下，中国自然也难独善其身。中国虽未发生长期持续的经济危机和债务危机，但是，经济结构严重扭曲，发展方式迟迟难以转变，致使国民经济中不平衡、不协调、不可持续问题愈演愈烈。与此同时，为应对危



机冲击所采取的数以万亿计的财政和信贷刺激政策，由之引发的地方政府融资平台急剧膨胀、金融部门系统性风险急剧增大，以及近年来国际资本跨境流动规模急剧增大等，也都向中国的宏观调控当局提出了前所未有的严峻挑战。

客观看待、冷静分析以上种种出现在世界和中国的新现象、新政策和新挑战，对于仍在艰难恢复的道路上踟蹰的世界各国和中国，其必要性自不待言。但是，要想使分析切中要害，对策恰如其分，殊非易事。这需要研究者既具备全球视野，也深谙中国国情——具备全球视野，才不至只见树木不见森林；了解中国国情，才可避免隔靴搔痒。然而，要实现两者的有效结合，需要研究者有参与国内外经济金融活动的丰富经历和深厚的研究积累。

我愿意向读者推荐这部专著，就是因为本书的作者正是这种少数初备丰富专业经历和深厚研究积累的作者之一。作者孙涛在中国社科院获得经济学博士学位后，进入中国人民银行总行工作。在那里，他对中国经济金融体系的运行及其调控机制有了初步的了解。在人民银行期间，作者兼职在中国社科院金融所从事了2年多的博士后研究。在同一批年龄相仿且同样具有探索精神的新生代经济学者们的砥砺前行

中，他拓宽了自己的研究视野。意识到国际化和进一步专业化的必要性，作者继而果断地参加了国际货币基金组织的全球招考，并于2007年5月进入这一最具全球视野的国际金融组织工作。进入国际货币基金组织几个月后，便逢美国次债危机爆发，作者得以直接参与撰写国际货币基金组织的旗舰刊物之一——《全球金融稳定报告》——达五年之久，并借此对全球金融危机的爆发、演变和政策应对有了直观的认知和体会。此外，作者在此间还参加了国际货币基金组织和世界银行对中国金融体系进行的首次金融稳定评估，不但进一步了解了中国金融体系的现状和问题，而且与其同事一道，提出了一系列针对性很强的政策建议。目前，作者仍在密切跟踪和参与亚太地区的经济金融发展并向国际组织和有关国家提供政策建议。本书正是作者上述经历和研究积累的产物。

作者描述和讨论了自本次全球金融危机爆发以来国际经济金融领域的主要热点问题，如非常规的货币政策和流动性扩张、财政悬崖、安倍经济学、资本流动和系统性风险等。与此同时，作者结合其对国际问题的理解，也集中深入讨论了若干中国经济金融的重要问题，如地方政府融资平台、房地产风险、国家资产负债表冲击、资本项目开放、宏观审慎

监管和维护金融稳定等。在上述讨论中，作者提出了一些值得深入思考的问题，并表达了一些独到的观点。

由于与作者有长年的密切联系，我得以先睹了本书中的一些篇章，并从中受益颇多，此次集中研读，更感觉其中若干分析和论断，尤其值得关注。不妨举几例说明。

(1) 关于非常规的货币政策和全球流动性扩张。作者认为，非常规的货币政策和相应的全球流动性扩张，是身陷债务危机的主要储备货币发行国的自救之举。流动性扩张的主要效果不是防通缩，而是稀释债务。然而，并非所有国家都有资格和能力在危机期间以增发货币方式为其财政赤字融资。只有一国的金融资产规模足够大、货币的国际储备性质足够强、该国货币政策在国际上的“势”足够大，其在危机期间以增发货币为其财政赤字融资的可能性才越大。作者还认为，我们不需要对发达国家采取的上述自保政策大惊小怪，因为这是个靠山吃山、靠水吃水且通行弱肉强食原则的世界。任何一国政府都有诱使央行使其财政赤字货币化的内在要求，更有通过发行本币来稀释本国债务的不可抑制的内在冲动。问题是，该国的央行是否拥有，以及在多大程度上拥有国际储备货币发行权。因此，争取储备货币发行权，是

任何大国都必然争取和保有的“制高点”。

(2) 关于中国房地产风险。作者认为，中国房地产业面临三个层面的风险：本轮信贷激增带来的银行不良贷款风险、居民储蓄占比相对下降的风险、国内富人在全球范围内重配资产（资本外逃）的风险。这三者都会导致国内可用储蓄下降和债务压力上升，从而启动“债务加速器机制”。较之我们已见到的国内外其他分析观点，作者的这一判断显然更为专业和一针见血。中国能否成功承受住第一层面风险的考验，取决于近年银行改革的实际效果和现在政府掌握的各类资源；能否成功承受住后两个层面风险的考验，则取决于政府能否进一步推进关键领域的改革。

(3) 关于中国资本项目开放。作者认为，全球流动性扩张，凸显了美欧英日诸强国对国际储备货币的垄断地位。因此，中国资本项目开放进程与成败，便在深层次上关乎中国能否打破国际储备货币被少数国家垄断的局面，关乎中国能否成为在全球扩张流动性并稀释自身债务的金融强国。而成功实现资本项目开放绝非朝夕之功：资本项目开放既不意味着资本项目本身的单兵突进，也不意味着毫无保留地开放全部40余个科目，而应是在准备关键前提条件的基础上，逐



步消除结构性资本管制，保留并灵活运用“纠偏式”的资本管制。而且，资本项目开放更需要一系列深刻的改革支持：不首先对内打破国内利益集团垄断，不继续在国内推动资本、劳动力和土地的市场化，也就很难对外打破少数国家对国际储备货币的垄断。因此，只有摒弃国内的局部利益，打破部门分割格局，才能最终获得更大的国家利益和国民福祉的增进。这或许是在全球流动性扩张大背景下，我们开放资本项目时需要特别参考的辩证法。

作者特别讨论了提升中国政府和国内研究机构的研究水平问题。作者结合自己在国际货币基金组织从事调查研究的体会，剖析了国际货币基金组织能够不断推出质量较高的研究报告的原因。作者认为，较高的人员素质、较强的合作精神和团队意识、充分的数据资料、严格的内部审核、前沿的动态培训和多元化的意见等，都是支撑其引领全球重大经济金融问题讨论的原因。无疑，这些运转机制和制度支撑对中国研究机构的发展不乏借鉴之处。

在俯拾皆是的闪光观点之外，我更看重作者对推进中国改革开放紧迫性的关注。作者认为，全球经济金融竞争的胜者属于那些在经济繁荣时期（或危机未爆发前）敢于自我否

定、自我扬弃的国家。在当前金融危机和全球经济不振的大背景下，各国都在不同程度地孕育着改革共识和力量，并已开始实施。在全球竞争格局重塑过程中，谁能在今后占据有利竞争态势，在很大程度上取决于谁最能居安思危并主动深化改革。这意味着，对于中国而言，只有果断推进实质改革，才能在这场激烈的全球竞争中真正取胜，才能避免大的金融危机冲击，才能不至于长期停留在国际二流、三流大国的地位上。我深深地赞同他的判断。

我相信，本书一定能够对中国经济金融改革的研究者和决策者们有所裨益。

中国社会科学院副院长 学部委员 经济学部主任

李扬

2013年7月13日于北京

前言

Forward

本书收录了近几年我在国际货币基金组织工作期间撰写的25篇中文文章。

2007年5月，我从中国人民银行来到国际货币基金组织工作。同年8月，次债危机开始席卷美国。2008年9月，美国雷曼兄弟公司倒闭。2009年10月，希腊债务危机爆发。2010年5月，债务危机向其他欧洲国家蔓延。到2012年年底，欧元区经济仍陷经济紧缩和债务高企的困境。我在国际货币基金组织经历了本次全球金融危机的整个过程。这段经历为我观察、理解本次全球金融危机的演进、政策应对和各国博弈提供了一个较好视角。

作为防范和化解危机的全球平台，国际货币基金组织



在此期间也经历了许多不平凡的事情。既有多年全球经济繁荣导致的2007年11月的裁员，又有危机骤临时的招兵买马和内部重组。既有就防止危机蔓延提出政策建议，又有大规模向危机国家提供资金救助；既有对新兴市场国家政策的调整（如缓和对资本管制的反对），又有开始对发达国家提出警告（如预警债务危机和政策外溢效应）。

相应地，我很自然地经历了基金组织分析危机、应对危机和防范未来危机的过程。例如，在雷曼兄弟公司倒闭压力不断增大期间，我目睹和参与了基金同事就雷曼兄弟公司是否应该倒闭、如何倒闭以及倒闭可能造成的连锁反应的讨论。其讨论之激烈和思想碰撞是局外人难以想象的。再如，我有幸在参与撰写基金组织的旗舰刊物之一《全球金融稳定报告》的部门工作了五年，参与撰写了多期《全球金融稳定报告》。还如，过去5年间，以美欧英日为代表的主要国家当局出台了大量的危机救助政策和防范政策。美欧英日货币极度宽松，多国财政赤字猛增，债务高涨，各种不同意见纷至沓来。风起云涌的危机和内部的争论，让我领略了基金的内部政策讨论之激烈和外部协调之艰难。本书上篇收录的一些文章就是我在从事上述工作时的一些体会和思考。

在从事有关全球经济和金融事务分析的同时，我还有幸参加了国际货币基金组织和世界银行联合展开的“中国金融稳定评估”，与评估团成员一道，我在2009—2011年期间参加了与各相关部委、金融机构和地方政府进行的多场会谈，对中国的经济金融体系有了进一步的了解。相应地，结合国际经验和教训，我对中国面临的一些重大问题进行了一些思考，对防控金融风险、推进改革开放提出了一些建议。本书下篇收录的文章就是在这个背景下写出的。当然，本书所有文章仅代表个人观点，与任何机构无关。

概言之，本书收录文章所反映的基本想法有三。一是危机是永恒的，这是由人性决定的（参见第九章“危机与麻雀”）。二是国家利益是永恒的，这是由资源稀缺性决定的（参见第十章“财政悬崖猜想”）。三是全球经济金融竞争的胜者属于那些在经济繁荣时期（或危机未爆发前）敢于自我否定、自我升华的国家，这是“优胜劣汰”规律决定的（参见第七章“危机无疆，储蓄是金”）。

总之，世界经济仍将不太平，金融市场仍将波动。经济金融全球化并不意味着世界的大同，而是意味着更为激烈的竞争和危机压力的时隐时现。对于中国而言，只有适



时果断推进实质改革，才能在这场激烈的全球竞争中真正取胜，才能避免大的金融危机冲击。

上篇 危机中的世界 01

- 第一章 后危机时代应加强金融体系的宏观审慎监管 // 03
- 第二章 恼人的资本流动和定量宽松 // 07
- 第三章 全球通胀与美国债违约 // 15
- 第四章 全球央行大博弈 // 27
- 第五章 美欧复苏吃力，恐难逆风飞扬 // 41
- 第六章 系统性风险及其监管 // 47
- 第七章 危机无疆，储蓄是金 // 57
- 第八章 透视美国经济复苏困局 // 81
- 第九章 麻雀与危机 // 93
- 第十章 财政悬崖猜想 // 103
- 第十一章 安倍经济学和黑田通胀 // 117

下篇 改革中的中国

135

第十二章 萧规曹随还是另辟蹊径? ——评中国经济超日赶美 // 137

第十三章 如何应对房地产风险 // 159

第十四章 宜利用美国量化宽松政策处置中国地方政府融资平台风险 // 167

第十五章 寻求金融稳定的支点——解读IMF《全球金融稳定报告》 // 173

第十六章 世界经济主要风险及中国应对策略 // 181

第十七章 诊断中国金融稳定 // 191

第十八章 中国经常项目盈余占比下降的喜与忧 // 203

第十九章 全球流动性扩张和中国资本项目开放 // 215

第二十章 化解地方政府融资平台风险 // 233

第二十一章 地方政府融资平台: 谁之忧, 谁之幸? // 237

第二十二章 国家资产负债表: 国际经验 // 255

第二十三章 中国宏观审慎政策有效性研究 // 289

第二十四章 中国资本项目开放的可能影响 // 323

第二十五章 在IMF作研究的一点体会 // 331

后记 // 339

上篇

危机中的世界