

为什么美国、欧洲连续出台多轮前所未有的量化宽松货币政策和财政刺激计划？

金融秩序的变化如何引发各国的利益博弈？

在全球金融危机中金融业如何进行重组与变革？

拉动中国和全球经济复苏的引擎在哪里？

全球金融新秩序的建立有哪些根本问题要解决？

Eyes on the Financial World

聚焦新秩序

国际金融热点精述

肖钢◎主编



中信出版社·CHINACITICPRESS

013057846

F831
235

Eyes on the Financial World

聚焦新秩序

国际金融热点精述

肖钢◎主编



北航

C1669101

F831
235

图书在版编目 (CIP) 数据

聚焦新秩序: 国际金融热点精述 / 肖钢主编. —北京: 中信出版社, 2013. 7

ISBN 978-7-5086-4002-0

I. ①聚… II. ①肖… III. ①国际金融-研究 IV. ①F831

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 091090 号

聚焦新秩序——国际金融热点精述

主 编: 肖 钢

策划推广: 中信出版社 (China CITIC Press)

出版发行: 中信出版集团股份有限公司

(北京市朝阳区惠新东街甲 4 号富盛大厦 2 座 邮编 100029)

(CITIC Publishing Group)

承 印 者: 北京诚信伟业印刷有限公司

开 本: 787mm×1092mm 1/16

印 张: 18.75

字 数: 219 千字

版 次: 2013 年 7 月第 1 版

印 次: 2013 年 7 月第 1 次印刷

广告经营许可证: 京朝工商广字第 8087 号

书 号: ISBN 978-7-5086-4002-0/F·2926

定 价: 48.00 元

版权所有·侵权必究

凡购本社图书, 如有缺页、倒页、脱页, 由发行公司负责退换。

服务热线: 010-84849555 服务传真: 010-84849000

投稿邮箱: author@citicpub.com

| 序言 |

2008 年全球金融危机爆发以来，国际形势风云变幻，世界格局剧烈变革，全球经济金融进入大挑战、大变革与大调整的新阶段。

旧秩序已经被打破，而新秩序正在构建之中。国际金融领域的新事件、新现象、新问题、新规则层出不穷，冲破了传统理论框架，考验着各国的智慧与应对能力，折射出各国利益的博弈，反映了世界经济结构调整变化，引起了政界、学界、工商界和社会公众的空前关注。

中国已全面融入经济全球化中，既分享了红利，也做出了贡献。在这一过程中，中国的综合实力、国际竞争力和国际影响力都迈上了一个新台阶。中国已成为全球第二大经济体、第一大贸易国。其贸易量已占全球贸易总量的十分之一，外汇储备已占世界的三分之一，开始从贸易大国向投资大国转变。与此同时，金融业快速成长，金融市场化、国际化程度不断提高，人民币国际化跨越式发展。在这种情况下，国际金融事件的发生、国际金融规则的变化对中国经济

影响日益明显，需要我们高度重视。

正因如此，我们对近 5 年来国际金融热点问题进行了系统梳理和专题研究，以短小精悍的篇幅、通俗易懂的语言、平实生动的评述，加以深刻阐释，并集结成书，展示在读者面前。我们相信，这种努力对于普及国际金融知识，研究国际金融危机，了解国际金融体系的变化，推动中国金融体制的改革与发展，以及探讨国际金融新秩序，均具有积极意义。同时，也为有志于从事国际经济金融研究的人士，提供了难得的、鲜活的史料参考。

—

当前国际金融危机形势正在逐渐缓和。美国经济温和复苏，欧元区经济下行风险降低，日本经济也出现好转迹象，新兴经济体和发展中国家仍保持较快的增长势头。全球金融市场乐观情绪上升，国际资本开始回流。美国道琼斯指数、英国富时 100 指数、德国 DAX 指数和日经 225 指数均大幅反弹，恢复或超过危机前的水平。金融机构的经营状况逐渐改善，美国银行业已连续 3 年实现盈利增长，“问题银行”的数量大幅下降，欧洲“银行业联盟”正在组建。

我们认为，当前危机有所缓和，是由多种因素共同促成的，主要包括：

一是财政、货币政策的刺激作用。美欧等危机国家纷纷出台前所未有的、大规模财政刺激计划和连续多轮的量化宽松货币政策。过去 5 年，央行资产规模快速膨胀，美联储资产已扩大 3.5 倍，规模高达 2.9 万亿美元；欧洲央行资产已扩大 2.5 倍，规模高达 3 万亿欧元。

二是全球经济再平衡的推动作用。这场危机暴露了世界经济结构性失衡的问题和矛盾。危机之后，许多国家根据本国经济发展的不同特点，采取了一些结构性的改革措施，发达国家着手调整过度消费及高福利的模式，提出“再工业化”、新能源等战略；发展中国家则调整过度依赖出口和投资的模式，优化出口结构，加快新兴产业发展，增加居民收入，扩大国内需求。

三是新兴经济体的突出贡献。危机以来，新兴经济体的表现优于发达经济体，以“金砖五国”为代表的新兴经济体成为拉动世界经济的主要动力，其GDP占比显著提高。据国际货币基金组织（IMF）统计，按购买力平价计算，最近5年世界经济增长的70%来自新兴经济体。中国政府在危机之初的4万亿投资以及一系列扩大内需的刺激政策，成为拉动中国和全球经济复苏的重要引擎。新兴经济体有关加大基础设施建设、鼓励企业投资等政策的效应正在逐步显现。

四是国际治理机制的明显改善。危机爆发之后，世界各国开展了多方位的合作，共同应对危机。2008年11月，二十国集团（G20）首届峰会在华盛顿召开，至今已召开了7次。峰会在应对危机、全球经济再平衡、国际货币体系改革、全球金融监管等问题上取得了丰硕成果，成为全球经济金融治理的重要平台。欧洲主权债务危机爆发后，欧盟委员会、欧洲央行和国际货币基金组织组成的“三驾马车”，在欧债危机处理中提供了重要的决策和资金支持。新兴经济体之间的合作明显加强。2013年3月，第五届金砖国家峰会决定建立金砖国家开发银行，并筹建金砖国家外汇储备库。国际金融监管合作取得显著成果，全球系统重要性金融机构监管得到重视和加强。

然而，众多迹象表明，一些根本性、结构性问题尚未得到解决，金融危机还远未真正过去，全球经济金融新秩序的建立仍然任重道远。

一是政府债务不可持续，宽松货币政策的副作用不容忽视。前所未有的积极财政政策蕴含债务风险，使一些国家政府债务高企，违约风险不断上升。根据IMF的统计，2012年发达国家政府债务余额占GDP的比例已经上升到110%，为“二战”以来的最高水平。财政的捉襟见肘，促使其推出多种形式的量化宽松货币政策，而且规模日益扩大。这虽然改善了金融市场的流动性，但也造成了全球货币总量的膨胀，催生了通货膨胀预期和资产价格泡沫的隐患，加大了各国宏观经济管理的难度。

二是全球经济再平衡任务更加艰巨。危机后，许多国家采取了多种措施以

推动全球经济再平衡。但是，由于产业格局调整的长期性，以及短期利益和长期利益之间的冲突，全球经济再平衡必然是一个长期的过程。在再平衡过程中，各国应高度重视内生增长机制的培育与形成，使经济走上可持续发展道路。

三是各国之间的博弈更加激烈和复杂。危机使全球经济格局发生了重大变化，发达国家实力犹存，新兴经济体整体实力上升，经济金融力量此消彼长，各国之间的利益博弈更加激烈，对规则制定和国际货币体系主导权展开角逐。一些国家竞相推出量化宽松货币政策，采取更加隐蔽的贸易保护和金融保护措施，进一步使利益博弈复杂化。

二

金融危机以来，国际金融发生的新变化涉及方方面面，本书选取了有代表性的60个热点问题，从这些问题的历史背景、现状、发展趋势进行解析，对中国产生的影响及启示等方面进行探讨。归纳起来主要有以下五个方面：

第一，财政货币政策转变。为应对危机，西方发达国家通常采取“需求管理政策”，即通过减税增支和降低利率，增加社会总需求，刺激经济复苏和增长。与以往不同，这次危机是由政府、企业、家庭和金融机构的“去杠杆化”而引发的资产负债表衰退所导致的，这一新特征对传统的宏观管理政策提出了挑战。

欧美等发达国家政府债务高企，实际上再依赖财政政策刺激经济已无余地，只好让央行承担更多职责。市场利率已处在超低水平，传统价格型工具刺激作用有限，发达国家央行又普遍采取超常规量化宽松货币政策，扩大自身资产负债表，采取竞争性货币贬值的手段，造成全球流动性泛滥，金融风险加剧，央行的独立性也受到质疑。

建立健全国家资产负债表，保持债务的可持续性。我们对资产负债的考察

不能仅看单个部门，而应将政府、家庭、企业和金融机构等部门纳入统一的框架内加以考虑。不仅要了解国家资产负债的整体存量信息，还要揭示潜在的风险，以及金融风险在不同部门乃至国家之间的传导途径。要将国家资产负债表及其管理能力纳入宏观调控体系建设，坚决守住防范风险的底线。

及早规划并适时退出超常规的量化宽松货币政策。量化宽松货币政策难以解决经济的内在结构性问题，同时实施时间越长，货币总量失控的风险就越大。为规避量化宽松货币政策带来的长期负面影响，应提前规划并择机退出。各国央行要加强合作，防止以邻为壑的“货币战”，反对各种形式的金融保护主义。

解决债务问题要有新思路。美国应及时化解“债务上限”和“财政悬崖”的潜在风险，避免债务规模的积累和扩大。欧洲应尽早启动有序的债务重组，有效化解危机。有关各方应通力合作，减轻重债国的债务压力，维护金融市场稳定。同时，监督其推进结构性改革、削减债务和财政赤字的力度和进度，真正帮助陷入危机的国家早日走出困境。

第二，国际货币体系改革。金融危机暴露了当前国际货币体系中以美元作为国际储备货币的内在缺陷，改革国际货币体系的呼声日益高涨。当前，国际货币体系改革可先从以下几个方面实现突破：

完善国际金融治理机制。加快 IMF 的份额和治理结构改革，提升新兴市场和发展中国家的话语权。推动 IMF 监督职能范围由汇率扩大到财政、金融和监管等领域，提高监督的全面性、公平性和有效性。利用 G20 平台带动多边和区域合作，进一步发挥 G20 在全球经济金融治理和政策协调中的作用。

加快推进国际储备货币多元化。超主权货币是长期性远景，而亚元等区域货币设想存在内在的缺陷，实现困难重重。当前应推进储备货币多元化的改革，进一步提高欧元、日元、英镑、人民币等货币在国际储备货币中的比重。

扩大特别提款权（SDR）的使用范围。逐步扩大 SDR 在私人领域的使用，进一步发挥其在国际贸易、大宗商品、金融资产中的定价作用，完善 SDR 作

为国际货币的职能。积极研究人民币纳入 SDR 定值货币篮子等相关问题。

稳妥推进人民币国际化。进一步推进人民币跨境贸易结算，推动大宗商品以人民币定价，积极推动人民币离岸金融中心的建设，扩大人民币的资本输出和经济援助。多管齐下，全面提高境外持有人民币的意愿。

第三，金融监管体系塑造。金融危机促使各国反思金融监管的顺周期性，重视防范系统性风险，加大对金融机构特别是系统重要性金融机构的有效监管。

健全宏观审慎监管框架。应把单一机构的监管与宏观经济金融问题联系起来看待和处理。将防范系统性风险、降低顺周期效应作为宏观审慎监管的主要内容。强化对系统性风险的预防和管理，建立健全风险预警机制和处置机制。加强对系统重要性机构的监管，保持金融体系的稳健运行。

加强金融监管。继续稳步推进巴塞尔协议Ⅲ的实施，加强对资本和流动性等方面的监管。严格区分银行零售金融业务和投资银行业务，严格限制自营投机性业务，在传统业务与高风险业务之间建立防火墙。提高评级机构的透明度和客观性，打破大型评级机构的行业垄断。

建立适合本国特色的监管组织架构。加强监管者之间、监管者与被监管者之间的沟通和交流，由单向被动式监管向互动式和联动式监管转变。加强保护金融消费者权益的制度建设，完善消费者保护工作。健全经济金融信息共享机制，为完善金融监管协调创造良好条件。

增强中央银行运用货币政策工具的自主性和灵活性，强化其稳定金融体系、协调货币政策与金融监管的职能。

第四，金融业重组与变革。金融机构要加快自身经营管理方式和结构调整的步伐，重视完善风险管理架构，构建核心竞争力。

完善公司治理。健全金融从业人员的激励约束机制。建设对股东、投资者、交易对手和社会负责任的企业文化，加大信息披露。建立健全“风险与成本相抵扣、长期与短期激励相协调”的薪酬制度，避免过度冒险。

稳妥推进综合经营。金融综合经营是顺应客户需求、提高服务效率、改善收益结构的必然趋势。应加快金融综合经营相关立法，对金融控股公司要实行“主监管”制度，对相关业务实行并表监管，避免出现监管真空。集团内部要进一步完善不同业务之间的防火墙，防范金融风险的交叉传染。

加快结构调整。金融机构加快业务和收入结构的调整和转型是适应新形势下的必然选择。应在竞争中形成差异化发展的格局，构建资本节约型的发展模式，降低资本消耗，更好地服务于实体经济。

加强风险管理。金融业是经营风险的行业。风险管理是金融机构的生命线，是其经营发展的永恒主题。要健全金融机构风险防范预警体系、评估体系和处置机制，着力防范和化解部分领域、行业和企业潜在风险，全面提升金融业综合实力和抗风险能力。

完善金融机构救助机制。金融机构具有较强的外部性，其破产倒闭可能引发经济金融危机，使全社会付出巨大的代价。政府应高度关注金融体系的稳定性，对陷入困境的金融机构应以兼并重组为主，避免因破产倒闭而引发的系统性风险。

第五，金融基础设施完善。全球金融体系顺利运转需要进一步创新金融市场工具，完善基础设施。

积极完善银行间支付清算系统、信用评级标准等金融市场基础设施的建设。新兴经济体要高度重视基础设施在稳定金融体系和提高国际竞争力方面的作用。要充分利用国际金融秩序重建的契机，努力提高话语权。

优化国际金融中心布局。随着全球经济中心逐渐东移，香港、新加坡、上海等国际金融中心迎来难得的发展机遇。要扩大和强化国际金融中心的全球资金调度、多元化融资平台、全方位市场交易以及财富管理等功能。加强金融中心之间的分工与协调，努力实现共同发展。

加快新兴经济体的债券市场建设。大力发展本币债券及其他新兴债券。亚洲各国应高度重视债券市场建设，扩大投资者基础，增强市场流动性，安排好

债券发行计价货币，充分发挥香港国际金融中心在亚洲债券市场建设中的作用。

丰富和发展碳金融、能源金融等市场。碳金融作为金融体系应对气候变化的重要创新，是各国抢占低碳经济制高点的关键之一，对全球经济与金融格局将产生广泛而深远的影响。能源是关系全球经济命脉的重要资源性商品，随着国际金融市场的迅速发展，能源的金融属性逐步增强。应鼓励有实力的金融机构进入碳金融和能源金融等新型市场领域，提升金融服务能力，构建多元化的市场结构。

三

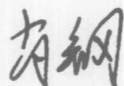
金融危机带来了经济金融制度的深层次变革，在国际格局调整中金融分量开始上升。过去，各国综合实力的竞争主要体现在经济、政治、军事、外交与科技等方面。经济力量是一国参与国际竞争的基础；军事力量是一国保卫自身利益的支撑；科学技术作为第一生产力，是增强经济和军事力量的重要推动力。金融危机以来的实践表明，金融力量正成为各国竞争的重要领域，成为影响国际格局变化的新因素。

主权货币的国际化是金融力量的集中表现。主权货币国际化仰赖经济实力，但又可超越经济实力，成为引导国家竞争战略的关键因子。一个国家拥有国际储备货币职能的货币，不仅可以带来铸币税、降低贸易成本等收益，更能增强对全球资源的调控能力。货币角逐产生于美元对英镑的替代，日元和马克随后加入这一竞争，而欧元的诞生和壮大也不断挑战着美元的国际地位。

金融市场规模的话语权是金融力量的主要手段，掌握了话语权就会处于主动地位。危机以来，信用评级标准、金融监管、金融会计准则、反洗钱与大宗商品定价权等规则制定仍由西方国家主导，但新兴市场国家正在积极参与，力争更大话语权。

金融机构的竞争能力及国际金融中心建设是金融力量的重要体现。金融机构是金融市场的重要参与者，是各国金融实力对比最为直接的载体。国际金融中心是开展国际资本借贷、证券发行、外汇交易和金融产品研发的核心场所。世界各国国际金融中心的数量、规模和成熟度是衡量金融竞争力的重要标志。

危机催生变革，孕育新的希望。构建国际金融新秩序需要理论创新，需要各国共同创造，共同推动！



2013年3月9日

序 言 / VII

第一部分 财政货币政策转变 / 1

国家资产负债表 / 3

美国“财政悬崖” / 7

美欧英日中央银行应对危机的货币政策操作 / 11

央行货币互换 / 16

汇率战 / 19

金融保护主义 / 24

央行独立性 / 29

金融政策目标的“不可能三角” / 33

欧洲猪国 / 37

欧洲“三驾马车” / 40

欧债危机救助措施 / 42

欧元区一体化机制建设 / 47

第二部分 国际货币体系改革 / 53

国际货币基金组织改革 / 55

G20 推动国际货币金融改革的作用与困难 / 60

超主权货币 / 64

特别提款权 / 67

特里芬难题 / 71

金砖国家开发银行与储备基金 / 74

亚洲金融合作基金 / 77

亚元 / 81

人民币国际化 / 85

第三部分 金融监管体系塑造 / 89

宏观审慎监管框架 / 91

巴塞尔协议Ⅲ / 95

流动性覆盖率 / 98

全球系统重要性银行 / 101

金融消费者保护 / 106

美国《多德—弗兰克法案》 / 110

沃尔克规则 / 114

英国银行业“围栏”改革 / 118

金融交易税 / 121

影子银行 / 125

庞氏骗局 / 130

反洗钱 / 133

“避税天堂”改革 / 137

金融监管套利 / 140

热钱 / 144

日元套利交易 / 148

第四部分 金融业重组与变革 / 151

贝尔斯登公司倒闭 / 153

雷曼兄弟破产 / 156

美国的“两房”机构 / 160

摩根“伦敦鲸”事件 / 164

五大投行转制 / 168

问题资产救助计划 / 172

有毒资产 / 175

去杠杆化 / 178

金融高管薪酬 / 181

“占领华尔街”运动 / 184

对冲基金 / 188

主权财富基金 / 192

第五部分 金融基础设施完善 / 197

伦敦银行间同业拆借利率操纵丑闻 / 199

欧元区各国中央银行间的支付清算系统 / 203

存款保险机制 / 207

国际评级机构改革 / 212

泰德利差 / 216

离岸金融中心 / 219

亚洲债券市场 / 223

人民币点心债 / 227

人民币合格境外机构投资者 / 232

能源金融化 / 235

碳金融 / 239

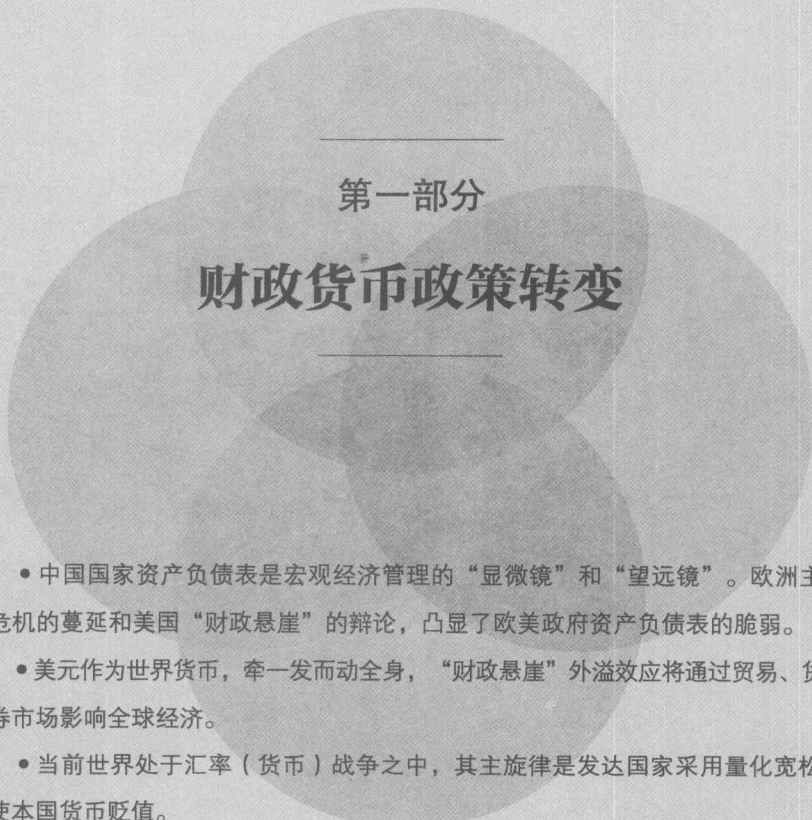
附 录 / 247

附录 1 全球经济主要指标一览 / 249

附录 2 全球金融主要指标一览 / 263

参考文献 / 273

后 记 / 283



第一部分

财政货币政策转变

- 中国国家资产负债表是宏观经济管理的“显微镜”和“望远镜”。欧洲主权债务危机的蔓延和美国“财政悬崖”的辩论，凸显了欧美政府资产负债表的脆弱。
- 美元作为世界货币，牵一发而动全身，“财政悬崖”外溢效应将通过贸易、货币、债券市场影响全球经济。
- 当前世界处于汇率（货币）战争之中，其主旋律是发达国家采用量化宽松等手段使本国货币贬值。
- “欧洲猪国”经济特征和治理缺陷何以使金融危机成为压倒骆驼的最后一根稻草。
- 欧洲“三驾马车”的目标是解决欧债危机，他们主要的救助方式和救助效果面临挑战。