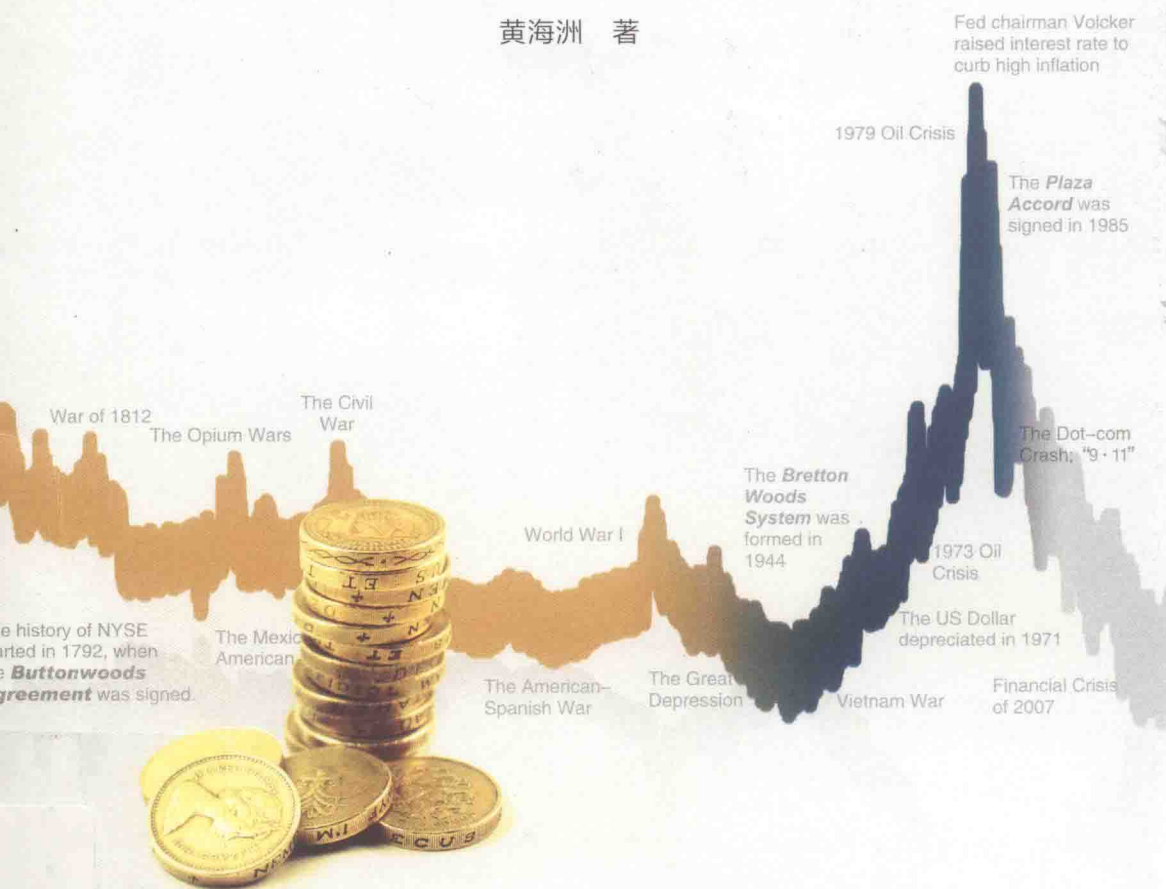


研究大国经济兴衰，求解全球金融体系演进的密码  
分析全球金融危机，探究全球金融体系变革的真谛  
在对比中学习借鉴，于历史中发现未来

# 全球金融体系

## 危机与变革

黄海洲 著



中信出版集团

# 全球金融体系

## 危机与变革

黄海洲 著

图书在版编目(CIP)数据

全球金融体系: 危机与变革 / 黄海洲著. -- 北京:  
中信出版社, 2019.1  
ISBN 978-7-5086-9560-0

I. ①全… II. ①黄… III. ①国际金融体系—研究  
IV. ①F831

中国版本图书馆CIP数据核字(2018)第226443号

全球金融体系: 危机与变革

著 者: 黄海洲

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)

承 印 者: 北京楠萍印刷有限公司

开 本: 787mm×1092mm 1/16

印 张: 23.5 字 数

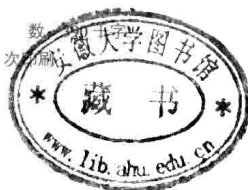
版 次: 2019年1月第1版

印 次: 2019年1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 978-7-5086-9560-0

定 价: 68.00元



版权所有·侵权必究

如有印刷、装订问题, 本公司负责调换。

服务热线: 400-600-8099

投稿邮箱: author@citicpub.com

## 前言 ■■■

今年是亚洲金融危机发生 20 周年和 2008 年全球金融危机发生 10 周年，也恰逢中国改革开放 40 周年，值此特殊时刻，我将自己十余年来从全球金融体系和一些国家金融制度演变的历史视角，对全球经济、金融和市场问题，尤其是全球金融危机问题、全球金融体系演化、全球经济结构调整和全球资本市场趋势等重大议题，在政策、学术和投资策略层面上的一些思考和分析呈现在这本书中，抛砖引玉，希望引起大家对全球金融体系问题的进一步关注、讨论与研究。

从大航海时代开始，全球化浪潮越来越影响全球政治、经济和社会。全球金融体系、全球金融危机以及全球货币体系的几次变革值得仔细研究与反思：从金本位的落幕，随之伴生的两次世界大战以及其间的全球大萧条，到布雷顿森林体系的建立、瓦解及其伴随的 20 世纪 70 年代全球滞胀和 90 年代开始的“大稳健”式繁荣，到 2008 年百年一遇的全球金融危机后开启的全球货币体系第三次寻锚之旅。纵观全球金融体系的危机和变革历程，一个国家和地区的金融危机不仅与本国和本地的金融体系有关，也深受全球金融体系的影响。得金融者安天下、富国民、兴科技，在这样的背景下，研究全球金融体系对分析金融危机赋予了新的必要和意义。

从全球金融体系出发对一些大国兴衰的探讨，以及在面临大的金融危机——尤其是 2008 年发生的百年一遇的全球性金融危机时，

深入研究和讨论有关金融危机的政策应对、市场分析及理论思辨让我们获益良多：在制度层面，有助于完善金融制度和体系的设计；在政策层面，有助于应对金融危机并尽快走出危机；在市场层面，有助于改进投资策略，优化全球资产配置；在学术层面，有助于提出新形势下的新课题，为完善经济理论提供新的方法和视角。事实上，对 20 世纪 30 年代“大萧条”的经济政策应对和经济理论思辨，催生了宏观经济学这一新学科和经济学中的凯恩斯主义这一新学派；如今对 20 年前亚洲金融危机和 10 年前全球金融危机的政策应对和学术思考，不仅引发了对政策框架的深刻反思和突变式重构的期待，也开启了对宏观经济学和金融学革命性融合的新探索。

本书收录了自 2005 年以来公开发表的一些分析、评论和市场研究文章，主要发表于《比较》《财经》《国际经济评论》等。所有文稿均保持原貌，只是在文字上做了极少的修饰，力求反映随着全球金融体系的不断演化，作为一个身居市场一线的研究人员对问题分析、政策建议和市场策略逐次展开研究和认识的过程，尤其是对全球金融危机及其演化等重大问题从初始判断到深入分析的过程。尽管多年后回头看当时的一些分析和判断未必都尽如人意，但分析过程和分析结果有时同等重要。对于一些未能亲身经历危机或未能真正关注危机的读者而言，深入认识和复盘 2008 年发生的百年一遇的全球金融危机及其演化过程至关重要。大危机必将触发大探索、引导大创新，学术、政策和投资界将长期关注危机研究，就如 20 世纪 30 年代发生的“大萧条”影响了学术、政策和投资界的研究至少半个世纪一样。

本书由六部分组成。第一部分剖析全球金融危机及其传导机制。这部分收录了从 2007 年 8 月到 2012 年 3 月发表的 6 篇文章，主要关注 2008 年次贷危机在美国的全面爆发和逐步蔓延，它对欧洲经济体产生的巨大冲击和随后引发的 2012 年欧债危机，以及美

国在危机过程中的一系列应对措施，包括量化宽松（QE）和长期再融资操作（LTRO）等新政策工具。

2007年中，次贷危机尚未全面爆发，但危机的一些苗头已逐步显现。这部分收录的第一篇文章发表于2007年8月，关注次贷危机转变为全球金融危机的风险，认为此次金融危机是“21世纪新危机”，将挑战全球央行，亚洲和新兴市场国家难以独善其身，或成为危机的“牺牲品”。发展中国家必须关注发达国家的金融市场，包括衍生品和交易机制。2007年夏天，中国经济面临过热问题，正在积极实施宏观调控，文章建议中国宏观调控政策要留有余地，以减少外界突发因素给中国带来的意想不到的冲击。

第二部分探讨全球经济在面临百年一遇全球大危机时的再平衡机制。这部分收录了从2011年10月到2014年6月发表的5篇文章，主要分析了全球化透支问题、全球再平衡的新特点、新兴市场的动荡和应对，美国、欧洲和新兴市场国家经济增长面临的分化，以及全球经济是否面临长期停滞的问题。

全球化的深入酝酿了透支问题的全球化。几年来持续发酵的欧洲移民问题，2012年的欧洲债务危机问题，今天的全球贸易摩擦问题都与全球化透支有关，也与全球治理机制的不够完善有关。例如欧元区的进一步整合及和平崛起面临不少挑战；全球化透支也使美国、欧洲和新兴市场国家的经济增长面临分化。对美国、欧洲和新兴市场三大板块的多维度分析显示全球经济长期停滞的结论明显依据不足。美国去杠杆基本完成，长期增长具备优势，政策空间最大；欧元区处于中间，面临不少长期结构性问题；大多数新兴市场国家政策空间受到较大制约，但增长潜力巨大。2012年发表的文章认为全球再平衡具有新特点，即“美国将更美，欧洲正在殴，金砖要贴金”。

2008年危机后，美国是如何完成去杠杆的呢？美国采用的政策并非基于简单的凯恩斯主义或是货币主义的教科书模型。伯南克

在认真研究美国“大萧条”的教训后，认为处理金融危机和完成去杠杆的关键在于两点：第一，维持金融体系稳定。不能像“大萧条”时那样，放任几千家金融机构倒闭而不管，所有应对危机的政策措施应以维护金融体系稳定为第一要务。在危机发生的时候，只有金融体系稳住了，央行货币传导机制才能恢复工作，政府因而避免了在总需求端实施大规模的凯恩斯主义财政刺激。在雷曼兄弟破产之后，美国财政部和美联储救助了所有出问题的金融机构，例如投资银行高盛和摩根、商业银行花旗、保险公司美国国际集团等。系统性风险通过大规模的及时救助得以控制和化解。第二，维持适度的经济增长，稳定资产价格。美国实施了三次量化宽松，逐渐抬高了资产价格，利于去杠杆。居民杠杆率从2008年危机之前占GDP的100%降到2012年的80%，之后进一步降到70%；金融机构杠杆率则从2008年之前占GDP的120%降到85%，之后进一步降到80%。而同期美国政府的杠杆率则显著提升。正是政府的选择性有所作为，维持了一定水平的经济增长，稳定了信心。否则经济在通缩中打转，杠杆率反而会被动上升，形成死亡循环。

第三部分剖析了中国经济在面临百年一遇全球大危机时的再平衡机制。这部分收录了从2006年3月到2012年1月发表的4篇文章，主要讨论了全球经济格局转变与中国经济转型之间的关系。

从全球金融体系的视角探讨中国经济再平衡非常必要。一方面，改革开放以来，中国经济持续高速发展，已经成为全球经济体系和全球金融体系的重要组成部分，并且是成长最快的一部分，对全球产生了重要影响。影响的第一阶段是1994年之后，中国的出口降低了全球消费品价格，进而压低了全球通货膨胀和通货膨胀预期。第二阶段是2000年之后，提升了全球大宗原材料的需求，从而拉动了一系列以出口原材料为主的新兴市场国家的经济发展。第三阶段以2007年2月27日为标志，先是中国股市的暴跌，紧

随其后是美国道琼斯工业平均指数大跌，并波及全球市场，自此，中国市场与全球金融市场的联动效应开始逐渐显现。另一方面，中国的自然禀赋和改革开放也要求中国应积极成为全球化中的重要力量，善用全球化中的有利因素，化解全球化中的风险，从而使中国经济更上一层楼。

第四部分讨论人民币国际化问题。这部分收录了从2005年9月到2017年7月发表的5篇文章，分析和讨论了人民币国际化面临的机遇、挑战和策略；人民币国际化可以起到新一轮改革开放推进器的作用；《广场协议》后德日经济表现的巨大差异对人民币国际化的启示。

从全球金融体系的视角探讨中国经济的进一步改革开放和进一步全球化，人民币国际化是非常重要的议题和政策选择。一方面，人民币国际化可以成为“新的改革开放推进器”。另一方面，2008年爆发的全球金融危机必将带来全球经济再平衡，也为人民币国际化创造了环境和动力。在实施策略上，这部分中的文章建议人民币国际化分三步走：“第一步，支持人民币在双边贸易中作为计价单位，促其成为结算货币；第二步，积极利用中央银行之间的互换协议，促进人民币成为投资货币；第三步，创造条件使人民币成为特别提款权（SDR）的一部分，促其成为储备货币。”令人欣慰的是，人民币已于2016年10月纳入了特别提款权。

第五部分讨论中国发展新战略。这部分收录了从2006年7月到2014年4月发表的5篇文章。本部分的第一篇文章发表于2006年，从大金融史的角度分析和讨论中国发展的中长期金融政策和策略；两篇文章讨论改革开放的新内涵和新策略，以及对外开放的新布局；一篇文章讨论中国经济的长期投资问题；还有一篇文章讨论了中国城镇化中住房制度改革的理论分析框架，并围绕地权、房权和税收三个核心变量，提出了产权和使用权多维分割的政策建议。



本部分的第一篇文章从大金融史的视角探讨四个相关专题：金融创新与英国的强盛，金融制度与美国的崛起，金融博弈与欧元的诞生，金融政策与中国的发展。随着时代的进步，全球金融制度建设不断进步，金融理念不断发展。大浪淘沙，拥有先进金融制度和金融理念的国家替代了落后的国家。金融体系方面落后也会挨打，其表现形式可能是金融危机。为了实现中国在中长期能够快速、稳定、和平地发展，中国在金融方面要具有战略高度的开阔视野，并使自己成为国际金融格局里负责任战略博弈者之一。

中国经济的长期增长是由市场化、城镇化、全球化推动的，城镇化将是未来推动经济增长的最主要动力。中国应该更好地利用全球化带来的市场和资源，更好地在真实资产和金融资产之间进行匹配。在城镇化住房制度建设方面，政策设计应围绕地权、房权和税收三个维度的核心变量，在商品房、租赁房和经济适用房三个领域，应进行相应的系统性政策组合和税收调整。文章在讨论新形势下中国对外开放的战略布局时提出了十点具体改革建议。

第六部分讨论全球货币体系寻锚和经济金融理论创新。这部分收录了从2016年7月到2017年5月发表的两篇文章，讨论并分析了全球金融体系和全球货币体系的未来走向，同时对经济金融理论提出了一些新思路和新想法。全球金融体系的问题博大精深，现在又处在对政策框架的深刻反思和突变式重构，以及实现宏观经济学和金融学革命性融合的前夜，本部分的两篇文章希望为进一步探讨全球金融体系的问题打开两扇窗户。

本部分的第一篇文章讨论全球货币体系寻锚，认为2008年发生的全球金融危机是20世纪70年代开始的第二次全球货币体系之锚的终结，也开启了全球货币体系的第三次寻锚之旅，其重要性堪比全球金融体系放弃金本位之后，30年代“大萧条”开启的第一次全球货币体系寻锚之旅。第一次寻锚之后建立的布雷顿森林体系带动了二战之后长达26年的全球经济复苏和繁荣。文章认为，锚

不是简单的金本位概念……全球货币体系也不可能再回到金本位。锚有更广义的概念，要满足对内稳定通胀预期，对外稳定大国之间的汇率。新的锚可能不只是依靠“大稳健”时期的通胀目标制，新的锚替代老的锚需要基于信用货币和国际合作的制度创新。

本部分的第二篇文章讨论国家资本结构，力图为货币经济学、财政理论和国际金融学提供一个新的、统一的微观理论基础。一个国家发行的主权货币和以本币发行的主权债是国家资本结构中的股票，以外币发行的主权债是债务，通货膨胀源于多发货币（股票）后在国民之间的财富转移（股权稀释）。欧元区国家在1999年初使用欧元，相当于重置资产负债表，实行股转债。中国的国家层面股权、债权情况与美国、日本和英国相似，外债较少、股权较多。

历史潮流浩浩荡荡，金融理论和理念创新波澜壮阔，历史一次又一次地向世人展示了拥有先进金融制度的国家如何屹立在全球金融时代的潮头。在金本位制度下，英国首创了中央银行制度，大大提升了基于金本位信用的金融体系效率，降低了金融体系风险，替代了固守金本位狭隘定义的西班牙，战胜了坚持重商主义和金本位保守主义的法国，尽管西班牙与法国都曾拥有比英国更多的黄金储备。脱离金本位后，美国牵头创立的布雷顿森林体系在全球经济走出“大萧条”以及第二次世界大战后的经济恢复起到了重要作用。美国在20世纪70年代后逐渐创立了不依赖于金本位信用的主权货币，2008年大危机之后，进一步创新和改进主权货币体系的功能，成功避免了由“百年一遇”的大危机可能引发的“百年一遇”的大萧条，在危机后不仅率先成功完成了美国经济的去杠杆，而且创造了巨量的金融财富。

以史为鉴，可知兴衰、防危机、长智慧。本书从政策层面分析今天中国和全球经济及金融体系面临的机会和挑战，从市场层面理解和把握投资机会，从学术层面探讨和展望需要突破的一些问题，希望会对读者有所启发和帮助。

本书收录的一些文章得益于多年来与政策界官员、学术界同人和金融界及企业界人士的对话、讨论与合作，一些思想火花的碰撞让我受益匪浅。在此，我要向他们致以最诚挚、最衷心的谢意。

感谢中金公司历任领导长期以来对宏观政策、全球市场及学术研究的高度重视和倾心指导，感谢中金公司各位同人——尤其是研究部、股票业务部同人一直以来对宏观政策、全球市场研究的大力支持和帮助。感谢中国金融40人论坛（CF40）各位同人和中国世界经济学会各位同人就许多相关问题的有益讨论。

本书《全球金融体系》这一标题来自过去几年在清华大学五道口金融学院和上海交通大学上海高级金融学院兼任特聘教授时业余时间上课的题目，一些文章和草稿也在班上与同学们广泛讨论过。在此，感谢所有同学对此课程的积极参与和批评指正。感谢五道口金融学院和上海高级金融学院领导和同人多年来的关心和支持，以及两学院优越的学术氛围。

我对全球金融体系问题的关注始于二十多年前伦敦经济学院（LSE），在那里与帕特里克·博尔顿（Patrick Bolton）、查尔斯·古德哈特（Charles Goodhart）和许成钢教授结缘，成为亦师亦友的合作者。之后在国际货币基金组织（IMF）的工作更加深了我对此问题的兴趣，也开阔了我的视野。借此机会感谢在伦敦经济学院和国际货币基金组织进行讨论和合作的同事。

感谢本书中部分文章的合作者：帕特里克·博尔顿、侯振海、李志勇、刘刚、汪超、王慧、王水林、吴洁云和周诚君等。也感谢多年来在学术上交流、切磋和合作的所有国内外朋友，由于篇幅有限，也怕挂一漏万，就不再一一列举，你们的帮助与付出我永远感恩于心。书中表达的观点系个人学术观点，不代表作者工作或相关单位的政策或市场观点；在学术方面的遗漏和不足与合作者无关。

本文集在出版过程中得到了中信出版集团吴素萍和孟凡玲等人

的大力帮助,《比较》《财经》《国际经济评论》等编辑部肖梦、邵滨鸿、崔秀梅等的大力支持,还有冯丹云、傅诚刚、李文漪和刘茜的大力协助,在此一并感谢。

最后,我要衷心感谢家人长期以来无私的付出、关爱和支持。我爱你们!

黄海洲

2018年10月

## 目录 ■■■

前 言	V
-----	---

### 第一部分 全球危机与传导

次贷危机对中国的启示	2
危机发生后的美国经济增长范式	7
美国经济低迷何时休?	24
美国经济复苏和欧洲债务危机	35
第三轮量化宽松猜想与“伯南克期权”	39
欧洲债务危机和长期再融资操作效应	42

### 第二部分 全球经济再平衡

全球化透支与欧洲问题	50
全球经济复苏之路: 艰难前行?	54
全球再平衡的新特点	83
新兴市场动荡与应对	111
不可轻言长期停滞	118

### 第三部分 中国经济再平衡

从国际市场视角看中国经济发展 .....	124
中国金融市场开始影响全球 .....	134
全球经济格局转变与中国经济结构转型 .....	145
备战危机 .....	155

### 第四部分 人民币国际化

人民币形成机制的改革及其政策	
影响 .....	174
中美经济金融互动与人民币国际化 .....	184
人民币国际化：新的改革开放推进器 .....	189
美元和人民币何去何从？ .....	197
人民币国际化与区域经济一体化 .....	209

### 第五部分 中国发展新策略

中国发展的中长期金融政策和策略 .....	216
全球流动性、投资和“种树经济” .....	232
改革开放的新内涵和新策略 .....	240
中国对外开放在新形势下的战略布局 .....	244
城镇化中住房制度的理论分析框架和相关	
政策建议 .....	280

## 第六部分 全球货币体系大调整

全球货币体系第三次寻锚 .....	328
国家资本结构：理论创新与国际比较 .....	350

第一部分

# 全球危机与传导



## 次贷危机对中国的启示

### 导读

此次次贷危机爆发于全球最发达国家，并逐步蔓延到全球，最终演变为一场全面的金融危机。由于美元是各国政府的储备货币，也是全球最主要的交易和结算货币，危机不会导致美元本身的大幅贬值，但通过流动性过剩等传导机制挑战了全球央行，成为 21 世纪新危机。在这场危机的旋涡中，亚洲和新兴市场国家难以独善其身。意识到“危”，把握住“机”，发展中国家必须关注发达国家的金融市场，并及时采取措施应对外来危机的冲击和影响。中国经济目前虽然面临过热问题，正在积极实施宏观调控，但宏观调控政策要留有余地，以减少外界突发因素给中国带来的意想不到的冲击。

每一次危机都是新的，但都是流动性危机。在全球金融一体化的今天，只要你是金融市场中的一员，其他国家如果发生金融危机，你就很难不受影响。发展中国家必须关注发达国家的金融市场，以助于采取措施应对外来危机的冲击和影响。但发展中国家金融开放必须积极推进，除了增强银行体系的稳定性，还要积极增强整个金融体系的稳定性和金融市场的稳健性。美国次级房贷只是美国房贷市场的很小一部分，目前次级房贷危机给金融机构带来的损

\* 原文发表于 2007 年第 8 月第 32 期《证券市场周刊》。