

Economic Growth and Financial
Development in Post-crisis Era

后危机时期的 经济增长与金融发展

王胜邦◎编译

- ◎ 关注后危机经济困境的历史逻辑
- ◎ 回应当下经济金融发展的理论关切
- ◎ 探索未来经济金融体系的演进方向

 中国金融出版社

后危机时期的经济增长与金融发展

王胜邦 编译

 中国金融出版社

责任编辑：任 娟

责任校对：张志文

责任印制：陈晓川

图书在版编目（CIP）数据

后危机时期的经济增长与金融发展（Houweiji Shiqide Jingjizengzhang yu Jinrong-fazhan）／王胜邦编译．—北京：中国金融出版社，2016.9

ISBN 978-7-5049-8641-2

I. ①后… II. ①王… III. ①金融事业—经济发展—研究—中国

IV. ①F832

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2016）第 177792 号

出版
发行 **中国金融出版社**

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 （010）63266347，63805472，63439533（传真）

网 上 书 店 <http://www.chinafph.com>

（010）63286832，63365686（传真）

读者服务部 （010）66070833，62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京市松源印刷有限公司

尺寸 170 毫米×230 毫米

印张 23

字数 361 千

版次 2016 年 9 月第 1 版

印次 2016 年 9 月第 1 次印刷

定价 59.00 元

ISBN 978-7-5049-8641-2/F.8201

如出现印装错误本社负责调换 联系电话（010）63263947

编译前言

(一)

金融危机以来，全球主要经济体携手重建金融监管规则，在监管当局的强力推动下，全球金融体系的稳健性明显增强，金融危机似乎渐行渐远。然而，全球范围内经济复苏进程仍乏善可陈，虽然美国经济表现相对突出，英国出现了不平衡的复苏，欧元区依然游走于增长与衰退之间，日本远未走出通货紧缩的阴影；与此同时，新兴市场也风光不再，告别了高增长。这场国际金融危机以及后危机时期的经济低迷充分暴露了危机之前二三十年间形成的“欧美消费—东亚生产—其他地区提供基础原材料”的全球经济链条和分工布局的脆弱性：过度依赖欧美国家债务推动的消费需求和资产价格上涨。进一步的分析表明，欧美国家债务累积一定程度上是金融创新过度的自然结果，债务积压显著放大了经济脆弱性，使得局部领域的风险释放极易转化为系统性金融危机；而后危机时期私人部门竞相被动去杠杆进程，显著加重了公共财政负担，严重恶化了短期经济增长环境，并可能损害长期经济增长潜力，使得经济陷入长期停滞（secular stagnation）。为应对后危机时期经济增长面临的挑战，全球主要中央银行（以下简称央行）均放弃经典的货币理论，实施量化宽松的货币政策，以期重振需求，挽回颓势；然而，结果却不尽如人意。乐观派认为，通过以时间换空间，至少为寻求新的增长动力赢得了时间；悲观派认为，通过扩大货币供给来应对目前困境实际上是重复危机之前的错误，对价格稳定和金融稳定的负面影响终究会显现，非常规货币政策无异于饮鸩止渴。总体而言，能否摆脱以及何时摆脱后危机综合症还存在很大的不确定性。

过去几年间，在参与后危机时期国际金融监管改革工作中，为深入了解和把握国际金融危机的原因、应对措施及其对金融体系稳定性的影响，笔者翻译了一系列研究文献，前期译文收录在《国际金融危机与金融监管改革》^①中，本书收集的译文超越了对金融危机直接原因和金融监管规则的技术性讨论，重点探讨后危机时期经济运行和金融发展问题，包括经济增长前景、债务问题、货币政策新范式、全球金融治理等。本书选编的文章具有以下三个特点：一是问题导向。作者大多兼具学者和政策制定者两种身份，选编的文章是他们在不同场合的演讲稿，场景感很强，主要从理论角度分析重大现实问题，而不是纯学术的探讨，尤其关注政策选择时所面临的困境。二是视野开阔。文章主要从发达市场与新兴经济互动、经济运行与金融体系相互联系、金融全球化和网络化等更宏观的视角，回应后危机时期经济运行和金融发展中面临的重大关切和理论命题。三是大历史视角。大多数文章高度关注现实问题的历史逻辑，通过“讲故事”的方式探究当下难题的历史根源，短则几十年，长则数千年，用历史智慧折射现实，启示未来。需要特别指出的是，这些文章的观点和政策主张并非完全一致，有的甚至截然对立，译者也不完全赞同。这或许是因为后危机问题的复杂性，或许是因为作者不同的学术背景和职业角色。激烈的思想交锋有助于丰富我们对复杂经济现象的理解，避免受制于单向和狭隘的思维。

（二）

虽然经济增长是一个长盛不衰的话题，但伴随着第二次世界大战以来工业化国家长达几十年的持续增长，经济周期理论逐步取代了经济增长理论在经济学中的核心地位。相应地，宏观经济政策的目标也定位于缓解经济周期性波动，甚至是盯住通胀。正如卢卡斯（Lucas，2003）所言，“从所有实际目标来看，防止萧条的核心问题已经解决了，实际上已经解决几十年了”。但危机以来发达国家贫乏无力的、不平衡的经济复苏进程及其广泛的溢出效应，引发了经济长期停滞的担心，增长问题重新成为学术界争论的焦点。

《货币政策与经济复苏》是美联储主席珍妮特·耶伦（Janet L. Yellen）于

^① 该书已于2013年由中国金融出版社出版发行。

2014年4月在纽约经济学俱乐部发表的演讲。耶伦认为，在后危机经济复苏进程中，美联储应该采取系统化的政策措施应对经济冲击，但由于联邦基金利率已逼近零界，不得不采用非常规的货币政策，该框架包括三个方面：一是通过前瞻性指引（forward guidance）承诺联邦基金利率较长时期内维持零界附近，直到具备上升的条件；二是通过大规模的资产购买向市场注入流动性，目的是绕开名义利率零界的约束，压低长端利率，刺激需求；三是通过美联储与公众的沟通机制，引导市场公众的预期，避免市场过激反应。在政策实施过程中，美联储重点关注劳动力市场表现（如失业率、劳动参与率、工资增长率等）、通胀率是否向2%的目标回归、导致经济运行偏离预测轨迹的因素三个方面的问题。耶伦承认，由于政策工具和经济走势都史无前例，经常出现意料之外的变化，美联储在与市场沟通过程中，措辞经常含混不清，且不断调整；但随着经济复苏的确定性增强，沟通也更加有效。通读本文可以发现，美联储确定货币政策时，完全基于对美国国内经济走势的判断，根本未考虑其溢出效应。正如拉古拉迈·拉詹（Raghuram Rajan）所称，“我们做必须做的事情，其他人可以调整适应”。由于美元在国际货币体系中的特殊地位，美联储政策的域外影响是显而易见的，2013年年中，美联储宣布可能削减资产购买规模，导致资本大规模逃离新兴市场，引起印度、印度尼西亚、巴西等国货币剧烈贬值。随着美国经济的好转，2014年美联储开始削减资产购买的数量，并于2015年底提高了联邦基金利率，开启货币政策常态化的进程，但全球其他主要央行仍延续非常规货币政策。全球主要经济体的货币政策分化是未来一段时期全球经济增长和金融市场面临的最大的不确定性。

印度储备银行行长拉古拉迈·拉詹（Raghuram Rajan）曾出版了《从资本家手中拯救资本主义》、《断层线》^①等优秀著作，对英美金融资本主义的过度繁荣提出了批评，并发出过警告。本书收集了拉詹近年来发表的3篇演讲。《从衰退走向增长》一文分析了从后危机时期的大衰退走向经济增长的备选途径和风险。拉詹认为，无论是为了兑现政治承诺，还是防止经济持续恶化引发

^① 《从资本家手中拯救资本主义》中文版2015年由中信出版社出版。《断层线》中文版2011年由中信出版社出版。

的收入差距扩大和人力资本永久性损失，以及出于对持续通货紧缩的担心，发达国家尽快恢复增长的政治意愿都非常强烈。然而，由于债务减记等传统手段不具有可行性，短期内无法提高潜在增长率，同时公共部门债务居高不下，采用非常规货币政策几乎是唯一的政策选项，但目前主要央行的非常规货币政策并未创造出新的需求，只是通过本币贬值将对国外的需求转移为对国内的需求，这种缺乏协调的、以邻为壑的非常规货币政策可能产生击鼓传花式的危机（musical crisis），成为威胁全球可持续增长和金融体系稳定性的重要风险源。如何解决国际货币政策体系无序（non-system）的问题？拉詹给出的答案是强化国际货币基金组织（IMF）等多边国际机构的功能，一方面为全球经济增长提供长期资本支持，另一方面监督各国宏观经济政策的实施。我猜想，拉詹的建议很大程度上与他本人长期供职于 IMF（曾任首席经济学家）的经历有关。综观近 20 年 IMF 的表现，包括亚洲金融危机后迫使东亚各国实施改革和紧缩型政策、本轮金融危机之前极力鼓吹金融创新完全忽视其潜在危害，以及后危机时期对发达经济体采取竞争性货币贬值表现出的一筹莫展，笔者认为目前多边国际机构的治理架构、行为意愿和行为能力决定了其难以承担该重任。这进一步表明，即便工业化国家经济增长前景可期，由衰退转向增长的道路也不可能一帆风顺。

关于经济增长的长期前景，学术界存在两种明显不同的观点。一种观点认为，以数据技术为代表的新一轮科技创新会拉动经济走上增长轨道，目前的经济低迷只是“黎明前的黑暗”，经济增长前景可期。另一种观点认为，二战后，有利于经济增长的“低垂果子”采完后发达经济体将不可避免地陷入增长的低谷，人口老龄化、财富差距的扩大、教育水平的高位徘徊等因素显著拉低了潜在增长率。英格兰银行首席经济学家安德鲁·霍尔丹（Andrew Haldane）的《经济增长：快与慢》一文从经济学、历史学、社会学和心理学等多个角度对人类经济增长历史进行了考察，结果表明，从 1750 年到 2000 年的 250 年间，全球 GDP 年均增速约为 1.5%；而工业革命前的 3000 年内，全球 GDP 年均增速仅为 0.01%。霍尔丹认为，从大历史角度来看，18 世纪下半叶工业革命以来特别是第二次世界大战以后，全球资本主义经济的高速增长并非常态，而是技术革命带来的额外惊喜，或许只是一个历史插曲；技术创新只是推动经济增长的必要条件，而不是充分条件，经济持续增长依赖于实

物资本（physical capital，如工厂和机器）、人力资本（human capital，如技能和专业技能）、智力资本（intellectual capital，如思想和技术）、基础设施资本（infrastructure capital，如交通网络和法律体系）的长期累积。相对于实物资本而言，人力资本、智力资本、基础设施资本的培育和积累需要更长的时间，也面临着更大的困难。霍尔丹观点的一个合理推论就是，即便长期内科技创新或许有可能创造新的增长奇迹，但最起码中短期内工业化国家增长前景堪忧。

近年来，虽然全球主要央行采取大规模的量化宽松货币政策，向市场注入巨额流动性，但通胀水平远低于政策目标，并且通货紧缩阴影始终挥之不去，这都强化了市场对经济下行的预期。英格兰银行副行长本·布劳德本特（Ben Broadbent）的《通货紧缩经济学》从收入和利率两方面分析了通货紧缩的影响，并考察了全球通货紧缩的历史。他认为，英国近期通货紧缩源于消费价格下降而非名义上的工资下降，能源价格大幅下跌实际上提高了居民部门的实际收入，一定程度上这种通货紧缩是“有益的”；在大多数情形下，若“中性”的实际利率较高，温和的通货紧缩不会引发经济衰退；经济史也表明，发生持久且广泛通货紧缩的概率非常低，尤其是采用浮动汇率的国家；然而，经济危机之后，发达经济体的实际利率被严重压低，名义利率接近零界，压缩了货币政策的空间，发生持续通货紧缩的可能性相对较高；对于资产负债表规模庞大的国家而言，最重要的威胁是债务紧缩而不是通货紧缩，应高度关注利率与名义收入增长率之间的缺口。布劳德本特进而认为，总体上无须过度担心持续通货紧缩的风险，一旦能源价格下跌的直接效应消退，核心通胀率就会明显上升。纵观整个 20 世纪，人类撕去了货币的黄金封印，释放出了通胀这个魔鬼。弗里德曼（Milton Friedman，1970）认为，“通胀在任何地方都是一种货币现象，货币供给增速超过实体经济增速是通胀的唯一源头”。若果真如此，长期来看，全球经济增长面临的最大挑战可能并非通货紧缩，而是源于非常规货币政策的通货膨胀。

（三）

历史不会简单重复，但逻辑总是相似的。历史上任何一次大危机都与债务的膨胀和崩溃密切相关，本轮危机之后债务问题受到广泛关注，成为讨论金融

危机起源和影响的重要切入点。英国金融服务局（FSA）前主席阿代尔·特纳（Adair Turner）先生于2013年2月和2014年3月在伦敦城市大学CASS（卡斯）商学院发表了两次长篇演讲，演讲高屋建瓴、气势磅礴、观点尖锐，全面反映了特纳先生关于债务累积的根源和后果的见解，以及如何摆脱混乱局面的政策主张。国际清算银行（BIS）副总裁赫尔威·汉农（Hervé Hannoun）着重讨论了全球债务积压对央行的挑战。

《债务、货币和魔鬼：如何走出困境？》深入讨论了以总需求管理为目标的宏观经济政策与金融稳定之间的内在联系。在特纳看来，建立在传统经济学框架基础上的货币政策和财政政策最大的误区就是对私人银行体系采取了自由放任的态度，忽视了杠杆累积与信贷周期之间的复杂密切的联系；事实上，正是由于对部分准备（fractional reserve）私人银行体系的放任自由创造了过量私人信贷，推高了全社会的杠杆率，显著放大了经济脆弱性，酿成百年一遇的国际金融危机，并导致后危机时期的债务积压、去杠杆和经济复苏乏力。面对如此混乱的局面，实施常规货币政策（通过利率手段管理通胀预期）和财政刺激政策以及危机后达成共识的宏观审慎工具虽然优于不作为，但远远不足以引领经济走出困境。因此，非常时期需采取非常之策，应大胆采用被传统政策信条视为禁忌的政策——财政赤字的货币化融资（OMF），即利用公共部门的特权货币（fiat money）创造弥补财政赤字，刺激总需求。特纳认为，OMF可能是唯一有效的方法，虽然存在很大的政治、经济风险，但通过适当规则设计和央行独立性能够约束OMF不被滥用，至少不应将OMF排除在政策选项之外。特纳所著的《债务与魔鬼：信用、货币与全球金融体系》^①进一步批判了危机之前的经济政策的理论基础，包括有效市场假说（EMH）和理性预期假说（REH），正是在这些错误理论指导下的经济政策使得自由银行体系制造了太多的错误债务，制造了金融危机、债务积压以及后危机时期的经济衰退，同时由于这些错误理论完全禁止特权货币创造，错过了使用OMF的良机，使得经济复苏弱于应有水平。后危机时期，政策当局面临着风险与收益之间的权衡，而不是在可能的完美与必然的灾难之间作出选择，绝对的信念和简单规则是危

^① 该书中文版由中信出版社于2016年4月出版。

险的。

在《财富、债务、不平等和低利率：四大趋势与启示》一文中，特纳分析了近三四十年西方发达国家出现的四个明显趋势：日益扩大的贫富差距、持续上升的财富收入比、不断攀升的私人部门杠杆率（债务不断累积）、逐步走低的实际利率。特纳认为，这四大趋势之间存在多重且自我强化的相互联系，不断推高了经济增长的信贷强度（credit intensity），扩大了经济的脆弱性，制造了国际金融危机并可能使得发达经济体陷入长期停滞。在笔者看来，特纳提出的以下三个观点尤其发人深省：一是似乎与金融稳定无关的趋势，如贫富差距扩大，对金融稳定的潜在影响很大。因此，缩小贫富差距（至少控制其进一步扩大）不仅本身很重要，而且事关金融稳定。二是以信息技术（ICT）为代表的新一轮技术创新无疑将创造出巨大的经济“利益”（bounty），未来经济肯定变成信息技术密集型的，就业将分为“高科技”（high-tech）和“高接触”（high-touch）两大类，且两大类之间的不平等将越来越严重。因此，信息和通信技术密集度的上升将进一步扩大不平等。三是虽然经济的知识密集度明显提高，但现代经济中房地产却越来越重要，房地产成为社会财富最重要的组成部分，相当一部分投资指向了房地产，房地产贷款在全部授信中的占比持续上升，且具有很强的内生性，理解房地产市场的动态特征对于维护宏观经济和金融稳定非常关键。特纳甚至认为，宏观经济不稳定的核心就在于不受约束的私人银行体系创造债务的无限能力与缺乏供给弹性的特定位置城市房地产之间的内在矛盾。

2014年11月，赫尔威·汉农在第50届东南亚央行行长会议（SEACEN）上发表了题为《中央银行和全球债务积压》的演讲。汉农认为，危机之前的15年间发达经济体的债务膨胀失去了控制。债务积压问题部分源于发达经济体宏观政策的宽松性偏向，实际上这也是债务驱动型增长模式的一部分。宽松货币政策拉低了利率，为市场主体债务融资提供了激励，也使得扩张型财政政策得以持续。理论上摆脱债务积压的备选方案包括推动经济更快的增长、债务重组或违约、通胀、财产税、金融抑制、私有化和紧缩（austerity），然而现阶段可行的方案并不多。虽然央行实施的非常规货币政策有助于去杠杆，但也面临着一系列重大挑战，包括量化宽松政策可能刺激私人部门债务进一步上升、

非常规货币政策潜在的财富分配效应、对财政风险的影响以及非常规政策回归常态化的时机和策略等。在汉农看来，特纳主张的 OMF 属于奇谈怪论，根本不可能解决债务积压问题，唯一可行的方法是逐渐增加高负债经济主体的储蓄，去杠杆的努力必然会在很长时间内影响经济增长。

(四)

历史上政府都是大危机的最后风险承担者。在本次危机最剧烈的时刻，央行发挥了中流砥柱的作用。面对后危机时期的经济萎缩，在公共财政不堪重负的情况下，央行再度扮演孤胆英雄的角色，创设许多新型的数量型工具，向市场注入流动性，以拉动经济复苏。量化宽松（QE）的力度之大、范围之广、持续时间之长史上未见，但最终效果如何目前尚不得知。

2013 年 6 月，后来任印度储备银行行长的拉詹在国际清算银行克劳克特（Crockett）纪念讲座上发表了题为《在黑暗中摸索：危机后的非常规货币政策》的演讲，在全球央行行长面前，对发达国家的量化宽松货币政策提出了尖锐的批评。拉詹认为，这场金融危机的根源在于工业化国家的增长动力萎缩，危机之前被伴随金融繁荣的债务支撑型需求的快速增长所掩盖，金融危机标志着债务支撑型增长模式的终结，危机后欧美国家经济衰退，部分原因是债务支撑型需求的消失，其乘数效应又引起了其他需求的下降，共同导致了需求低迷，因此要走出危机必须进行结构化改革，寻求经济增长新的动力源。即便按照凯恩斯主义的观点，拉低利率一定程度上能够刺激总需求，但由于需求并非无差异的，且危机之前数年间形成的需求与供给之间存在错配，非常规货币政策的有效性令人存疑，顶多也就是黑暗中的探索（a step in the dark），并且非常规货币政策的实施还可能产生许多意料之外的影响：一是鼓励过度风险承担并导致投资扭曲；二是广泛的溢出效应，引起跨境资本异常流动、汇率竞争性贬值以及资本流入国的信贷繁荣；三是延误了后危机时期宝贵的改革时机并潜藏巨大的道德风险；四是退出过程中的不确定性。具有深厚经济思维的西方央行行长为何采取这种“出力不讨好”的政策？拉詹认为，或许是他们在花费了亿万美元拯救私人银行以后，就此打住在政治上无法交代，这种想法激励央行行长创新；或许是宗旨意识，即在破损不堪的世界上，央行自认为应倾其

所能来拯救世界。无论如何，可以确定这样一个事实：央行行长并非是独立于政治和意识形态以外的技术官僚，因为他们已经沾染了政治色彩。

2014年4月，拉詹在美国布鲁金斯学会（Brookings Institution）发表了题为《竞争性宽松货币政策：昔日重现吗？》的演讲。该文是《在黑暗中摸索：危机后的非常规货币政策》的姊妹篇，着重讨论了非常规货币政策的退出和溢出效应。该文指出，当今世界债务高悬，结构性转变亟待进行，发达经济体和新兴经济体均先后不同程度地参与了竞争性宽松货币政策进程，总需求被扭曲且未达到预期，金融风险却有所上升。非常规货币政策的退出道路不可能一帆风顺，因为长时间实施极度宽松的货币政策，抬高了金融机构和借款人的财务杠杆以及抵押品价值，促使人们过度承担风险，一旦政策转向、利率环境变化，市场参与者竞相去杠杆和去风险（de-risk）将加剧非常规政策退出的潜在不良后果。在经济高度全球化的今天，非常规货币政策的溢出效应是显而易见的，当主要经济体采取极度宽松的货币政策时，大规模资本流入导致的本币升值和国内资产价格上升使得流入国（主要是新兴市场）杠杆率明显上升，扩大了经济脆弱性。这正是许多新兴市场对发达国家采取非常规货币政策“爱恨交加”“进退失据”的原因，一方面承认非常规货币政策有助于扩大全球需求，资本流入也有助于弥补国内资本不足；另一方面又担心潜在风险上升，发达经济体单方面实施政策退出可能诱发严重的危机。拉詹认为，极度宽松的货币政策更像是病因而非良药，无论是发达经济体还是新兴市场经济体，都需要提高适应能力，增强发展后劲，否则全球可能会进入另一个平庸乏味的经济周期。近两年全球经济增长的表现似乎验证了拉詹的观点。

众所周知，英国卡梅伦（Cameron）政府上台后，对英国监管架构进行了重大调整，英格兰银行同时履行货币政策和金融监管两项职能，英格兰银行内部分别由货币政策委员会（MPC）和金融政策委员会（FPC）负责货币政策和宏观审慎监管政策的制定。英格兰银行前首席经济学家、副行长查尔斯·比恩（Charles Bean）的《货币政策的未来》是对英格兰银行新框架的一个理论概括。比恩认为，危机之前的“大稳健”（Great Moderation）时期货币政策的最大失误就是仅关注价格稳定（商品市场的均衡），完全忽视了信贷扮演的特殊角色，未觉察到金融风险悄无声息地快速累积，埋下了金融危机的种子并导致

危机之后的“大灾难”（Great Tribulation）。因此，未来的货币政策必须与宏观审慎监管政策协同，在其理论框架中表现为价格稳定曲线（PS）和金融稳定曲线（FS）都是向右下方倾斜的曲线，但两者斜率不同，两条曲线的交叉点意味着商品市场与信贷市场同时达到均衡；其政策含义就是 MPC 与 FPC 之间的有效沟通能够同时实现价格稳定与金融稳定的目标。在笔者看来，这样一个简洁优美的分析框架理论上是有吸引力的，但如何运用于实践还有待探索，效果如何还有待检验。例如，物价波动更加频繁，价格周期转换较快；而金融风险潜伏期较长，金融周期转换较慢；利率工具的优势在于无孔不入，而审慎监管工具的针对性则更强。不同决策主体即使在同一屋檐下也不可能消除两者之间内在的紧张关系，同时由于政策工具的组合变得更加复杂，客观上扩大了与市场沟通的难度。

（五）

过去几十年间经济全球化进程明显提速，全球贸易增速显著，远远超过全球产出增速，跨境资本流动、跨境金融交易的增速远远超过贸易和投资增速；由美国次债市场波动一步一步演化为国际金融危机的事实表明全球金融体系联系的紧密程度可能远远超出我们的想象，任何一个国家（特别是大国）都无法独善其身，即便参与程度有限，也会被动地卷入其中。从全球而不是本国视角理解金融体系发展演变并探索重建全球货币和金融的路径是全球化时代面临的重大课题。

在本轮危机后，伯南克等人（Bernanke, 2005, 2009；Krugman, 2009；King, 2010）将危机主要归因于亚洲国家（特别是中国）大规模的贸易盈余（储蓄过剩），因此，所谓的全球失衡（经常账户失衡）受到学术界和政策当局的广泛关注，甚至成为二十国集团（G20）最迫切和最重要的议题。国际清算银行两位著名经济学家克劳迪奥·博里奥（Claudio Borio）、申玄松（Hyun Song Shin）和普林斯顿大学教授哈罗德·詹姆斯（Harold James）共同完成的《国际货币和金融体系：基于资本账户历史的考察》对经常账户失衡引发金融危机的观点提出了严肃批评。该文认为，经常账户仅关注了全球商品市场的失衡和净资本流动，却忽视了日益增长的跨境金融交易、总资本流动以及存量

(stocks) 的重要性；在高度全球化的经济中金融市场占据支配地位，仅关注经常账户无法理解当今的困境，甚至分散了我们的注意力；国际货币和金融体系的致命缺陷 (achilles heel) 并非经济账户不对称调整导致的“过度储蓄” (excess saving)，而是放大了金融繁荣与衰退，即“过度金融弹性” (excess financial elasticity)。关注总资本流动和存量对金融稳定的影响必须超越国民收入核算和国际收支统计使用的基于居民原则确定的“经济边界”，因为跨国公司（银行和非金融公司）的全球化运作、主要国际货币（特别是美元）在全球范围内的普遍使用以及两者相互交叉显著扩大了跨境资本流动规模，并形成了非常复杂的全球资本流动网络。作者对两次世界大战之间以及新近国际金融危机前后两段历史的回顾分析结果表明，经常账户失衡以及汇率安排不是金融危机的根源，复杂的资本跨境流动不仅会放大特定国家的金融脆弱性，而且在危机跨境扩散过程中扮演了重要的角色。该文研究结论对于我国构建维护金融体系稳定运行的制度框架具有重要启示。近年来，随着我国经济向新常态过渡以及金融市场双向开放不断加快，金融体系运行的国内、国际环境正在发生深刻变化，2015 年下半年以来，我国股市深度调整、人民币汇率大幅度贬值、资本外流明显加快，并不能全部归结于国内因素。未来一段时期内，必须高度重视对外开放进程中内部脆弱性积累与外部风险的相互传递和叠加：一是加强国内金融监管，将全部金融活动置于有效监管之下，抑制金融弹性，防止过度运用金融杠杆；二是完善国际收支统计，全口径监测资本流动的规模、方向、期限、类型、币种、主体，通过内外联动，及时识别高风险活动和主体；三是坚持底线思维，按照渐进、审慎、可控的原则稳妥推进人民币汇率形成机制改革、人民币国际化进程以及设计资本项目开放的步骤和时机，不可操之过急，避免同时受到国内和国际两方面不利因素的冲击。

2014 年 10 月，安德鲁·霍尔丹在伯明翰大学 Maxwell Fry 全球金融年度讲座上发表了题为《管理全球金融：系统性的视角》的演讲。霍尔丹认为，过去 30 年间国际货币和金融体系经历了微型革命 (mini-revolution)，已演变为一个真正的系统 (genuine system)。这个系统兼具脆弱性和稳定性双重特征。伴随着金融全球化进程，过去几十年间，危机（特别是银行危机）发生概率不断上升，且危机的规模和溢出效应也同步扩大；同时，全球金融网络稳定性

也出现了一些积极变化，包括国际资本流动中股权投资（特别是 FDI，即外国直接投资）占比上升、债务融资占比下降、国家自我保障程度特别是外汇储备快速增长、应对外部融资冲击的官方机制不断强化（包括 IMF 等多边机制、清迈倡议等区域机制以及双边货币互换机制）。但是，总体而言，全球金融的规模与日益紧密的相互联系已超出其金融基础设施的承载能力，存在断层线。为此，必须采用系统化的方法确保金融全球化稳定运行，同时防范最不利的后果，具体包括四个方面：一是加强全球金融监管，核心是监控全球资金流动情况，并画出溢出效应和相关性的图表，使决策者既可以实时监控金融系统的发展、收缩和规模的变化等动向，也可以进行模拟和压力测试，预测即将到来的剧烈变化。二是引入新型债务合同，以便于在不利条件下实施主权债务重组。三是实施宏观审慎监管，包括尽快实施国际一致的逆周期资本要求，增强全球银行体系应对信贷周期转换的能力；探讨建立全球一致的跨境资本流动管控措施。四是鉴于金融系统本质上是全球性的而非区域性的，区域性安排不可能取代多边保障机制，应强化 IMF 等多边机构的财务实力，改进国际流动性保障机制。

现任 IMF 首席经济学家、著名国际经济学家莫瑞斯·奥伯菲尔德（Mearice Obstfeld）的《国际货币体系：与不对称相伴前行》围绕着“国际流动性”和“汇率决定机制”两大核心问题详细梳理了后布雷顿森林体系的演进过程，基于后危机的现实分析了现行国际货币体系面临的困境。该文认为，在后布雷顿森林体系下“特里芬难题”（Triffin Dilemma）依然存在，只不过全球储备增长由政府赤字而不是国际收支赤字驱动。现代“特里芬难题”的动力特征源于两个不对称：一是新兴市场经济体和发展中国家增长速度超过了高信用的工业化国家，二是发达国家的信用普遍高于发展中国家。关于改革国际流动性提供机制，奥伯菲尔德认为，固定汇率机制终结后，发达国家以及新兴市场经济体都迅速融入全球化进程，贸易和投资推动的外部资产快速积累，为应对日益上升的外部风险，新兴市场经济体只能被动地大幅增加外汇储备进行自我保护，这对于持有者和发行者而言都是有成本的，并且有可能降低全球金融体系的稳健性；虽然 2008 年金融危机之后，IMF 的财政资源大幅度扩充，并开发出许多新型流动性工具，但相对于现代危机的规模和负面影响仍相形见绌，且

由于制度设计上的缺陷，IMF 既不可能承担起全球最后贷款人的角色，短期内也难以构建其他有效的国际流动性机制，这涉及财政、金融监管、道德风险等更广泛的议题。关于汇率决定机制，奥伯菲尔德的分析表明，在浮动汇率时代经常账户的失衡不仅未减少而且更加旷日持久，并且不断增加的金融资本流动性使得为赤字融资以及处理超额储蓄变得更加容易；浮动汇率有助于降低单个国家流动性需求的论断已经被证明是完全错误的；作为一个整体，新兴市场（尤其是中国）通过限制本币升值，扩大出口，并且不同程度地实施资本管制，积累了大量的外汇储备，加剧了全球失衡。他认为，贸易盈余国家应主动寻求减少顺差，赤字国家也应受到更严格的限制或付出更高的信用成本；IMF 应该明确阐述其主张，大量且持续的外部失衡的威胁将导致清偿力危机，敦促各国采取合作政策以使纠正全球失衡的过程更加容易。然而，新兴市场经济体与发达市场在经济结构、增速以及经济周期等方面存在的诸多不对称，导致许多国际经济政策协调无法发挥作用，在民族国家主导的世界里难以找到简单的解决方案。正如埃肯格林（Eichengreen, 2008）所言，建立美丽的货币新世界取决于全球经济格局的变化和主要经济体的合作意愿。我猜想，无论结果如何，中国都能够扮演更积极的角色。

（六）

经历长达三十余年的高速增长，中国经济取得了非凡的成就，但也积累了制度性缺陷和结构性矛盾。支撑我国经济高速增长的改革红利、全球化红利和人口红利渐行渐远，或正在加速消失，主要表现为对外依赖度过高、产能严重过剩、环境约束强化、房地产市场出现趋势性变化、金融风险逐步暴露等，这些均将通过某种方式最终体现为经济成本的上升，拉动潜在增长率中枢进一步下移。当然，与处于类似发展阶段的国家相比，我国经济增长前景较为乐观：一是人均 GDP 水平较低，按照跨国趋同理论，经济增长空间仍很大；二是虽然人口老龄化加速，但劳动力基数庞大且平均受教育年限较短，人力资本上升依然可期；三是我国幅员辽阔，且区域差距和城乡差距大，国内需求旺盛；四是我国产业门类非常完整，供给能力强大，几乎可以自主提供所有产成品。

前景可期，机遇尚在，挑战巨大。党的十八届五中全会通过的“十三五”

规划建议提出了“创新、协调、绿色、开放、共享”的五大发展理念。将这些发展理念转换为经济增长政策和行为，需要统筹解决好短期增长与长期可持续、改善供给与稳定需求、体制改革与结构调整、立足国内与面向全球、促进增长与严控风险等一系列重大关系。发达经济体从危机之前的大稳健突变为危机之后的大衰退甚至可能陷入长期停滞，为我们提供了数万亿美元的教训。我相信本书的编辑和出版能为关心中国经济和金融发展的学术界、业界和政府部门人士提供有价值的信息。

感谢文章的版权所有授权翻译这些文章，使得更多人有机会领略大师们的真知灼见。本书的编译工作跨越了三年，凝聚了许多朋友的心血和智慧，中国银监会郑珊珊女士、中国银行徐惊蛰女士、交通银行石峰睿先生、国家开发银行蒋怡然女士、北京银监局李好雪博士、北京银行张晓利女士参与了部分文章的翻译工作，感谢他们付出的努力，但笔者对译文的质量负责。特别感谢《比较》杂志副主编吴素萍女士，过去六年间，《比较》杂志发表了20余篇我翻译的文章，没有她的鼓励我不可能完成如此重任，本书的策划、编辑和出版也归因于她的努力。中国金融出版社第五图书编辑部亓霞主任和任娟女士为本书出版做了大量卓有成效的工作，一并致谢。

王胜邦

二〇一六年一月二十日