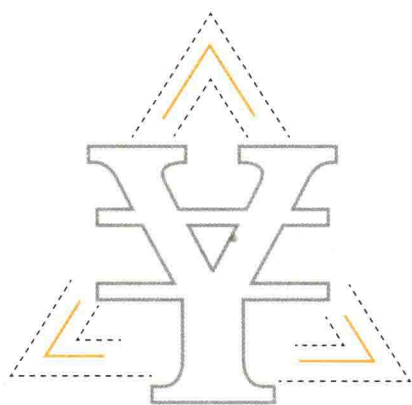


穿越危机

世界剧变的中国选择

王永利◎著



世界走过头了，金融危机还未远去
中国的货币政策、宏观经济政策等应该如何应对与选择
金融改革需要大思维、大举措、大突破

姚余栋

杨 涛

管清友

—— 重磅推荐 ——

穿越危机

世界剧变的中国选择

王永利◎著



穿越危机

世界剧变的中国选择

王永利著

图书在版编目 (CIP) 数据

穿越危机:世界剧变的中国选择/王永利著.

--北京:中信出版社,2018.1

ISBN 978-7-5086-8407-9

I. ①穿… II. ①王… III. ①中国经济—研究 IV.
① F12

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 292203 号

穿越危机——世界剧变的中国选择

著 者:王永利

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:三河市西华印务有限公司

开 本:787mm×1092mm 1/16 印 张:22.5 字 数:250千字

版 次:2018年1月第1版 印 次:2018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 978-7-5086-8407-9

定 价:58.00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

在应对全球金融危机的 10 年，中国乃至世界都发生了巨大的变化。经济学家、中央银行家和各国政治家普遍都曾经经历理论与实践的挑战。至今，人们对这次危机的本质、演变和前景并未达成共识。在应对危机的过程中，人们发现，新出现的问题比解决的问题还要多。怎么看？怎么办？这是历经 10 年仍然悬而未决的一个问题。此书是王永利博士对上述问题的思考。他曾经从事金融理论教学研究工作多年，并长期在大型金融机构从事业务管理工作。此书是知行合一的产物，也是读万卷书，行万里路的生动写照。我读过其中很多内容，常感“心有戚戚焉”，拍案称道！我们也曾多次当面探讨，惺惺相惜。此书还汇集了作者对互联网金融新业态、新特征和监管思路的前瞻性思考，很多思路我们也曾当面探讨过，之后的发展实践和监管实践（如近期监管当局对代币首次发行的监管措施）表明，这些思考和建议十分务实和富有远见卓识。而互联网金融又恰恰是后危机时代诸多新现象、新特征中无法忽视、不可避免的一个庞大的体系，是当今世界应对危机的理论贫困之后又一个实践挑战。言不可能完全及义，词不可能完全达意，一言以蔽之，此书是一位具有深厚的理论功底和丰富的实践经验的金融工作者长期思考与实践的结晶，值得认真学习和探讨，我郑重推荐给读者。

民生金融智库首席经济学家 管清友

2017 年 9 月

历史其实在不断重演。

危机没有走远，面对失灵的年代、剧变的世界、棘手的麻烦，中国如何变？怎样选择？

从发现危机的本质、找到世界剧变的动因、理解世界的新常态，到认清货币运行的逻辑、寻找两大政策工具应对之策，再到回归本源，寻找金融新方位，走一条必经的改革之路——这既是危机阴霾之下艰难的选择，也是必走的道路，现在已经到了必须改变的时刻。

而探析经济金融热点问题，厘清真相，也许能帮助我们穿越危机的迷雾，甄别方向……

我试图用这样一种逻辑线索将危机及肇因、全球裂变、中国经济，包括财政与货币政策、人民币汇率、互联网金融及数字货币等串联起来，组成一张关于中国经济与金融的拼图。在这张拼图上，不同的人从不同的维度可能会看到不同的挑战与机遇，甚至悖论。但相信会有一定的共鸣，因为预见从来只需一种证明——事实。正如书中有些预测性的判断在事后得以印证一样，这种前瞻性预判与我的经历须臾不可离。

回首 2008 年全球性金融危机爆发，其引发世界经济大幅衰退，标志着世界经济金融以及政治格局深刻变化已经由量变迈向质变阶段。

尽管金融危机爆发后世界主要经济体采取了力度空前的联合救

市行动，有效地抑制了危机的迅速恶化和巨大冲击，使 21 世纪百年一遇的全球金融危机并未形成 20 世纪金融危机引发的那种大萧条。但时过九年，在宏观政策工具潜力挖掘殆尽的情况下，全球经济仍处于“整体低迷、此起彼伏”的状态，难以自拔。产能过剩（需求不足）进一步增强、资源环境的承受力更加脆弱、货币总量和社会负债大规模扩张、社会贫富差距快速拉大、各种社会矛盾和地缘冲突明显加强，越来越多的人深切感受到，经济金融危机的隐患并未消除，反而可能聚集更大的危机隐患，引发更加可怕的经济金融乃至社会危机。这又促使人们重新反思前期对金融危机根源的认识和对世界局势变化的认知，进一步反思应对危机的策略以及运用宏观政策的合理性，这就带出了很多亟待研究解决的热点问题。

我自研究生毕业并留在中国人民大学任教近两年后，于 1989 年 5 月进入中国银行总行，长期负责财会制度的制定和实施、总体的资产负债规划和管理，涵盖宏观研究与战略规划、流动性管理、利率定价和风险管理等。直接参与了 1993 年中国财会制度改革和 1994 年中国外汇体制改革在中国银行的方案制定和实施工作。2003 年 11 月，我加入了总行领导班子，担任总行党委委员、行长助理，参与了中国银行股改上市的有关工作。2006 年 8 月，我任中国银行副行长。2007 年之后，我直接负责中国银行应对美国次贷危机和全球金融危机的领导工作，在雷曼公司倒闭并引发金融危机之前，集中处理了 80 亿美元的次贷证券产品，隐性减少数十亿美元的损失，成为这个阶段全球金融机构唯一的案例。从 2009 年开始，我负责中国银行 IT 蓝图的实施工程，彻底解决了中国银行核心系统不统一、技术支持明显落后于同业的老大难问题，并在此基础上推动“中国银行全球统一支付平台”建设和其他应用系统的提升，为中国银行的发展奠定了重要的科技基础。与此同时，高度重视互联网技术的影响，积极探索互联网金融的

发展。2015年8月，我加盟到一家大型互联网公司并担任金融板块CEO（首席执行官），直接开展互联网与泛金融相结合的规划和探索，发起成立“共享金融100人论坛”并担任理事长，成为全球区块链商务理事会（GBBC）首届理事。

独特的工作经历，扎实的理论功底，加之持续的思考和研究，使我对商业银行的经营管理、货币体系和货币政策、外汇与汇率管理、人民币国际化、国际货币与金融体系、政府债务与财政政策、互联网技术发展及其在经济金融领域的应用等方面，有很多认识和见解，形成了丰富的实践经验和理论成果。具体包括如下几方面。

不断加深对全球金融危机根源的研究，特别是放在全球化和上百年的历史的大背景下进行深入分析。我从2010年开始就明确指出，自20世纪从全球金融资源最集中的美国爆发金融危机，并引发全球性金融危机、经济大萧条之后，进入21世纪，再次从全球金融资源最集中的美国爆发金融危机，并引发全球性金融危机和经济大衰退，其原因是非常深刻的，依靠传统的政策思维和应对方法，很难消除危机隐患。在此基础上，形成了题为“世界走过头了，危机远未过去”的文章，将相关的看法进行了系统论述。实践证明，这极具预见性。

我在上述研究的基础上又明确指出，世界格局正在发生由量变到质变的剧烈变革。这突出表现在以下几方面。

世界政治经济格局深刻变化

20世纪第二次世界大战之后形成的东西方两大阵营尖锐对抗、苏联与美国两极相对平衡的格局，随着少数中间派国家面向西方开放，推动全球化进程加快，东西方阵营的发展态势和国际影响格局发生了变化。随后中国等国家实施改革开放，世界格局进一步变化，

最后苏联解体、东欧剧变，东方阵营瓦解，美国一极独大，全球化进入高潮。

全球化高速发展，在推动世界经济加快发展的同时，大规模资本和产能的转移又不可避免地产生过剩和危机，危机爆发又迫使相关的国家扩大投资和货币投放，进一步聚集危机隐患。全球化的发展，还将更多的国家和地区融合到一起，形成风险关联体和命运共同体。

东南亚爆发金融危机之后，先前吸纳和聚集的大量国际资本急于寻找新的目的地，但当时中国金融尚未开放，难以进入。俄罗斯随即爆发债务危机，拉美金融再次剧烈动荡。日本和欧洲经济低迷，非洲地区潜力有限，难以吸纳太多的国际资本。在这种情况下，国际资本大量涌入北美。其中，除一小部分流入加拿大，绝大部分流入美国。而流入美国的资本，除一小部分流入房地产，推动美国住房价格开始步入小幅上升通道外，绝大部分投入原本已经过热的网络产业，令网络泡沫更为膨胀。尽管美国货币当局大幅度提高基准利率（联邦基准利率在2000年推高到6.5%），但还是难以控制局势，最后2000年10月纳斯达克崩盘、网络泡沫破灭。

这给美国经济带来了巨大的冲击，迫使美国政府采取一系列政策措施刺激房地产发展，美联储也开始大幅度降低基准利率，推动房地产价格加快上升，进而推动房地产贷款标准不断降低，次级房贷大规模增长，房贷资产证券快速发展，这在很大程度上缓解了网络泡沫破灭带来的冲击。但祸不单行，2001年，美国又遭受令人震惊的“9·11”恐怖袭击，美国的反恐局势和投资环境骤然恶化，大量国际资本开始外流。此时，全球产能过剩和流动性过剩（货币总量和社会负债过大）问题已然显现，如果没有新的增长点和动力，全球经济将陷入低迷乃至衰退。

在这种情况下，中国成为全球经济重要的亮点。1997年东南亚

金融危机和 1998 年中国南方严重洪灾，一度使中国经济形势非常严峻，但这也推动中国掀起了一轮深刻的变革，包括全面深化金融体制改革，诸如成立中共中央金融工作委员会，将国有金融机构的人事组织关系从地方政府独立出来，实行垂直管理；发行专项国债，补充四大国有商业银行资本金；成立四大资产管理公司，对口剥离四大国有银行不良资产；剥离商业银行附属公司，推动商业银行专业化经营；推动商业银行资产负债比例管理，弱化贷款规模管理，等等。到 2001 年已经呈现出良好的发展态势，加之中国巨大的市场和发展潜力，吸引了全世界的广泛关注。此时，在美国遭遇恐怖袭击、全球经济急需新的增长点和拉动力的情况下，世界贸易组织（WTO）终于在 2001 年 12 月正式接受中国加入。

中国加入 WTO 之后，进一步扩大改革开放，吸引大量国际资本和产能流入，推动中国经济快速发展，成为新的“世界工厂”，也带动世界经济增长和大宗商品价格上升，催生了以“金砖五国”为代表的新兴经济体快速发展，大大削弱了以美国为首的七国集团（G7）的国际影响力。

大量资本外流，加之大宗商品价格上升，迫使美国自 2004 年 6 月开始，不断提高基准利率，最终使美国住房价格在 2006 年底摸顶回落，大量次级贷款难以收回，进而到 2007 年引发次贷证券危机（次贷危机）。这种局势的发展，最终引发 2008 年美国全面的金融危机并向全球蔓延。

全球金融危机爆发后，20 国集团（G20）联合采取力度空前的救市运动，中国更是迅速调整宏观政策，采取了举世瞩目的经济刺激计划，在主要经济体中率先止跌回升，迅速跃升为世界第二大经济体，国际外汇储备快速增长，国际影响力迅猛提升。可以说，全球金融危机的爆发和中国的强势崛起，成为世界格局深刻变化的

重要转折点。这种局面非常类似进入 20 世纪后，美国的强势崛起推动世界格局深刻变化的状态。

中国经济发展正由高速增长转向中高速增长，经济增长新常态正在形成

中国经济自 2001 年加入 WTO 之后持续保持 10% 以上的高速增长（金融危机期间略有调整），为世界经济增长做出了巨大贡献。但传统的发展模式也使资源消耗过大，环境破坏严重，社会债务急剧扩张，生活成本快速提高，人口增长乏力，特别是有效劳动人口自 2011 年已经开始萎缩，产能过剩问题日益严峻。从 2012 年开始，经济增长速度下滑，经济维稳压力不断增强。可以说，进入 21 世纪头十年的高速发展只能是特殊时期的特殊结果，不可能成为可持续的发展常态。尽管在五年前中央政府就指出中国经济将转入新常态，但什么是新常态，如何转入新常态，目前仍处于探索过程中。2017 年国家围绕供给侧改革，在货币供应、金融监管、房地产政策等方面做出一系列重大政策调整，标志着发展模式的重大转变，经济增长新常态正在形成。

全球经济将长期面临产能过剩、有效需求不足的挑战

中国加入 WTO 之后，带动世界经济再次加快发展，但也使全球性产能过剩问题更加突出。全球金融危机爆发后，大规模的投资和货币投放，使问题更加严峻。实际上，这是人类长期致力于提高生产力和劳动效率，不断扩大对外延伸乃至全球化发展的必然结果。其中包含全球化、货币脱金、记账清算、人口增长、技术进步等多

种因素的影响。综合各种影响因素，可以得出结论：中国加入 WTO 带动的新一轮全球化发展，已经使世界经济走过头了，传统经济理论和宏观政策难以解决问题，全球经济将长期面临产能过剩、有效需求不足的挑战。这迫切需要理论创新、模式创新。

全球金融危机爆发后，全球化发展受到挑战，原来积极倡导、大力推动全球化发展的重要国家，转而加强投资和贸易保护，撇开既有的国际组织创新建立区域组织和新的规则，逆全球化发展态势明显。但交换和交流、广泛的投资和贸易、全球化发展和共享文明成果，是人类社会发展的必然方向，也是世界经济共同发展的必由之路。因此，中国率先提出并大力推动的“一带一路”倡议，旨在构建新型全球化发展模式和路径，可谓立意深远、意义重大。

互联网时代正在形成，将给人类社会带来深刻冲击

随着宽带传输、移动通信、影像和生物识别等信息技术的发展，互联网的覆盖面和渗透率不断加强，云计算、大数据、区块链、人工智能等广泛应用，互联网已经成为人类社会运行不可或缺的重要基础设施，万事万物互联、随时随地互联的状态正在加快形成，这正在对人类的组织形态、思维和行为模式等产生极其深刻的冲击和影响。

随着互联网“互联互通、跨界融合”的不断增强，原有的社会分工或运行环节将重新组合，产业链垂直整合、横向开放不断加强，经济运行的流程化、自助化、无纸化（数字化）、智能化等日益显现。长期以来形成和运行的以所有权为核心，拥有所有权才能行使使用权的模式，可能加快向以使用权为核心转化，更多地通过分时租赁实现资源共享，大大提高资源的利用效率，推动共享经济发展。其中也会对金融产生巨大冲击，推动金融发展轨迹产生重大转变：由

长期以来不断脱离实体经济，成为相对于实体经济专业化、独立化运行的“虚拟经济”体系，转而越来越将金融功能融入实体经济一体化运行，金融的信息交互和综合交易平台将加强，传统的机构网点和人工操作将削弱。网络化发展还将推动法律和监管体系的变革。

上述几个方面的变化，正在推动世界格局发生剧变。中国是其中最重要的推动因素。中国正处在非常关键的转型调整期，深层次矛盾不断暴露，面临非常激烈的挑战。但中国仍处在难得的战略机遇期，具备很多重要的比较优势，所以，我始终坚信“世界格局剧变，中国风景独好”。

清算方式（记账清算）对货币、资金跨境流动、外汇管理和人民币国际化的影响非常深刻。

交易活动的资金清算，由传统的现金清算转向通过中介组织的记账（转账）清算，是货币金融发展史上非常深刻的变革，但却并没有引起人们甚至是专家学者的足够重视和准确把握，结果造成在与货币金融相关的问题上经常出现严重的基础性错误。我对此深感忧虑，用很多篇幅论述“清算与货币”“记账清算与货币金融”“全球化、货币脱金、记账清算与金融危机”等，希望能引起人们对清算方式的足够重视和准确认知。

早在 2012 年，我在国家还在想方设法抑制热钱流入、控制货币过快增长的时候，就一再提醒要提前做好应对人民币升值预期扭转、社会集中购汇和外汇大规模流出的准备，不断强调“外汇储备事关重大，大扩大收都要积极应对”。

我对互联网与金融的结合，互联网金融的定位，以及当前火热的区块链、虚拟货币、ICO（Initial Coin Offering，代币首次发行）等方面有一些看法。需要特别指出的是，迄今为止，货币都是有价值做支撑的，即使在去金属本位制之后，央行基础货币投放的基本

方式仍是购买货币储备物，包括黄金、外汇等，依然是有价值做支撑的。在此基础上才有货币的信用投放，包括发放贷款、购买债券等。信用投放增强了货币投放和总量调控的灵活性，使货币政策成为与财政政策并列的两大宏观调控政策工具之一。但信用投放也产生了货币滥发或失控的可能性，因此必须建立健全货币管理体制，包括区分中央银行和商业银行等，严格控制央行的信用投放，并对商业银行信用投放实施严格的监管和财务约束。因此，总体来看，当今的货币是法定货币，有信用投放的因素，但绝不是像很多人认为的那样，是纯信用货币，可以由央行随意印制和投放。相对而言，没有真实价值做支撑的比特币等，只能是虚拟货币，只能在一定范围内使用，不可能颠覆或取代法定货币。各种“网络虚拟币”，应该定位于“网络商圈币”，并应加强相应的监管（现在定位于“虚拟商品”而缺乏足够的金融监管是不合适的）；“网络虚拟币”只能是依附于法定货币的衍生产品，很难脱离法定货币，也很难颠覆或取代法定货币体系。

本书中一些文章是基于当时的热点发表的，时间跨度比较大，因此，难免有重复和体系性不足的感觉。而且，为了保持文章的时效感，此次编辑基本上保持其发出时的原汁原味，在文字上基本没有修改，其中也难免存在差错或不足，敬请读者谅解和批评指正。

此书的编撰和出版得到了中信出版社副总编辑乔卫兵、策划编辑寇艺明，《经济观察报》编委欧阳晓红，我的学生陈静等的大力支持，在此表示诚挚的感谢！

王永利

2017年11月

序 / I

前言 / III

第一部分 世界正在剧变

第一章 危机还没走远

金融危机的三大隐性“导火索” / 003

全球需求不足，对理论和政策挑战不小 / 018

全球性贫富差距为什么越来越严重？ / 024

世界走过头了，危机远未过去 / 031

第二章 存疑的刺激性货币政策

美联储缩表真有那么可怕吗？ / 053

货币的演变与总量调控 / 058

揭晓五大央行的资产扩张 / 077

仅靠刺激性货币政策难以抑制经济颓势 / 084

对美联储退出 QE 应该有准确的认识 / 089

第三章 中国经济先机

世界格局剧变，中国风景独好 / 096

谁的 21 世纪？两大经济体的百年较量 / 107

- 全球经济调整，中国怎么变？ / 121
- “一带一路”倡议——影响全球的重大战略规划 / 130

第二部分 政策工具平衡

第四章 中国的货币调控政策

- 中国的货币总量急需消肿 / 141
- 外汇占款波动，货币政策取向如何？ / 151
- 货币总量影响因素与调控政策把握建议 / 159
- 中美央行资产与货币总量缘何反差巨大？ / 169

第五章 两个政策工具如何协调

- 房产税的核心是促进房产资源合理配置 / 171
- 地方政府债务问题探析 / 175
- 缺位的国有资产负债表和审查制度 / 184
- 货币量化宽松与财政永续负债 / 192
- 经济换挡，财政与货币政策怎么协调？ / 197

第三部分 货币的运行逻辑

第六章 货币投放与外汇管理

- 记账清算与货币金融 / 207
- 积极应对外汇储备的大扩大收 / 217
- 巨额外汇储备争议之外，获益几何？ / 227
- 怎样看懂国家海外净资产及其净收益？ / 236
- 汇改十年再出发 / 245

第七章 人民币的国际化推进

建设人民币国际金融中心，支持“一带一路”倡议 / 249

中国的全球清算体系建设亟待推进 / 253

人民币国际化对境内货币金融的影响与应对 / 256

关于国际货币与外汇储备 / 260

人民币加入 SDR 的责任与义务 / 265

第四部分 金融发展的取向

第八章 金融新方位

金融改革发展需要大思维、大举措、大突破 / 271

大力发展债券市场意义重大 / 281

存款保险制度重在国家不再全额担保存款 / 287

银行“混改”差点啥？改什么？ / 293

第九章 新金融路径

理性看待网络虚拟币与区块链 / 299

不得不说的“数字货币” / 314

ICO 火了，对网络虚拟币更需准确定位与监管 / 323

为什么互联网金融在中国发展得更迅猛？ / 327

金融产品交易平台是互联网金融的核心内容 / 335

第一部分 世界正在剧变

第一部分 世界正在剧变

第一部分

世界正在剧变

世界经济走过头了，危机远未过去；传统经济理论和宏观政策难以解决问题，刺激性货币政策几乎无能为力；全球经济将长期面临产能过剩、有效需求不足的挑战；而处于调整转轨关键时期的中国，尽管经济下行压力大，但国际比较优势仍在增强。