

美联储从过去5年的宽松转向未来5年的紧缩

美国向上，欧洲趋稳，新兴市场危机

全球从同步荣衰到大分化

中国会继续繁荣，还是遭遇考验、迎来危机？

经济、股票、货币、债券、商品投资如何把握？

大分化

THE GREAT DIVERGENCY

全球经济金融新格局

徐以升 许元荣◎著



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

F11
140

大分化

THE GREAT DIVERGENCY

全球经济金融新格局

徐以升 许元荣◎著



中国经济出版社

CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

北京

F11
140



图书在版编目 (CIP) 数据

大分化: 全球经济金融新格局/ 徐以升, 许元荣著.

北京: 中国经济出版社, 2014. 3

ISBN 978 - 7 - 5136 - 3054 - 2

I. ①大… II. ①徐…②许… III. ①世界经济—研究②国际金融—研究 IV. ①F11②F831

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 011040 号

责任编辑 乔卫兵 崔清北 黄 静

责任审读 贺 静

责任印制 马小宾

封面设计 华子图文

出版发行 中国经济出版社

印 刷 者 北京科信印刷有限公司

经 销 者 各地新华书店

开 本 710mm × 1000mm 1/16

印 张 16.5

字 数 244 千字

版 次 2014 年 3 月第 1 版

印 次 2014 年 3 月第 1 次

书 号 ISBN 978 - 7 - 5136 - 3054 - 2

定 价 38.00 元

中国经济出版社 网址 www.economyph.com 社址 北京市西城区百万庄北街 3 号 邮编 100037

本版图书如存在印装质量问题, 请与本社发行中心联系调换 (联系电话: 010 - 68319116)

版权所有 盗版必究 (举报电话: 010 - 68359418 010 - 68319282)

(举报电话: 12390)

服务热线: 010 - 68344225 88386794

序言

从大繁荣、大危机到大分化？

夏斌（国务院参事、原中国人民银行货币政策委员会委员）

在美国次贷危机前的 2005 年底，我曾警示道^①：

“作为拥有国际储备发行权的世界第一大国，美国的货币政策仅仅从解决国内经济矛盾的需求出发，一直保持低利率政策，发行了过多的美元。……巨额的货币资金必然要在全世界各个角落猎取利润。”

在 2006 年初我又补充道^②：

“尽管目前全球经济的失衡不可能长时期维持，但在短期内又不可能迅速打破这种‘失衡中的平衡’。这就要求世界各国特别是资本借入国和资本输出国双方加强紧密合作，各自加快结构调整，逐步消除全球经济的明显失衡状态。”

“持有较多美元储备的发展中国家和新兴国家，要加快国内的经济结构调整与改革，发展内需；美国作为世界第一大国，应该对解决全球经济失衡负起第一大国的责任。……能否进一步减少军费开支，减少联邦预算赤字，创设有税收优惠的储蓄产品以提高国民储蓄等。”

很遗憾，学者的声音在严酷的世界政治、经济现实面前，总是显得如此的苍白。

2007 年，美国爆发次贷危机。2008 年，美国爆发了笔者认为不仅是

① 此文《国际货币体系失衡下的中国汇率政策》内容曾载《第一财经日报》2005 - 12 - 14，简见《危机中的中国思考》第 26 页、第 35 页、第 43 页，东方出版社。

② 见《第一财经日报》2006 年 2 月 16 日。



“百年一遇”而是具有新特点的“史无前例”的经济危机，导致了全球经济的衰退。

危机后，同样又是严酷的世界政治、经济现实决定，而不是由学者的建言所左右，全球经济特别是主要经济大国都纷纷进入了不管嘴上承认还是不承认的结构调整新周期，进入了全球需求减弱的历史时期。

面对这样一个新的历史时期，我在 2008 年总结 2001 年以来七、八年间全球经济“大繁荣”时说：^①

“前一轮全球经济周期表现的现象是，世界经济发展不平衡。穷国是高储蓄、低消费；富国是高消费、低储蓄，通过扩张信用，在借钱的过程中扩大了赤字，扩大了进口，带动了全球需求，同时带动了其他国家的经济增长。全球的供需失衡，是全球化中‘人口红利’高回报和美元过多现象的共同结果。进一步分析这种局面背后深刻的制度原因，是国际货币体系有问题，是没有约束美元供给的制度。这些问题的引爆点，先是通胀，后是次贷危机，这个泡沫吹得太大了。这就是这一轮世界经济周期内在的发展逻辑。”

2008 年大危机的根本原因，如笔者在 2008 年底、2009 年中反复强调的，是美国政府错误判断（或者说利用）这一轮全球化趋势，长期推行错误的利率政策，刺激了信用膨胀；其他拥有大量低廉劳动力、资源等出口主导的国家，在享有全球化收益时，又一味追求收益而忽视了自身的结构调整，客观上不自觉地助推了美国错误政策的长期推行，造成了全球失衡，最后导致了危机。而美国政府的错误政策之所以能长期推行，有客观的、深刻的制度基础配合，这就是以美元为主导的国际货币体系。”^②

今天，当“大繁荣”、“大危机”过后，全球经济正进入什么新格局？

为减轻危机对美国政治、社会稳定大冲击，美国政府不得已采取的渐进的、长达数年的凯恩斯主义政策迟早要退出。加上此期间美国“重返制造业”政策的扶植、“页岩气革命”的准备、降低消费率增加储蓄率的政

① 见夏斌：《危机中的中国思考》第 251 页，东方出版社。

② 见夏斌：《中国金融战略：2020》（简装中文简体字版）第 43 页，人民出版社。

策调整（美国居民储蓄率已由 2007 年的 2.1% 上升到目前 2013 年第三季度的 5%）、财政赤字的减少以及重新捡起的贸易保护主义政策等等。各种政策的组合效应，促使美国经济正走出衰退，走向复苏。

而陪同美国曾一起祭起凯恩斯主义大旗的新兴国家，由于有些国家该旗举得“过高、过于用劲”，现在累积了不可忽视的系统性风险，增长速度将受到影响。发达国家中的欧元区和日本等，分别又由于货币与财政政策的不协调、人口结构问题、高福利问题等，与美国相比，仍迟迟难以吞下过去 10 年曾经“大繁荣”带来的苦果。

因此，当世界主要大国特别是美国走向复苏之时，世界经济格局自然会出现与危机前“大繁荣”，与过去五、六年“同吃苦”时的不同局面。

可以说，全球经济由实体经济和虚拟经济两个方面组成。在虚拟的金融方面，尽管有其特殊的运行规律，但说到底，金融是流，实体是源，金融最终受制于实体。各国实体经济间的竞争，又取决于生产效率的竞争。然而，在各国自主发行主权货币的全球范围内，其竞争的载体不得不借助于各国共同默认的符号，即美元仍是当今世界主要的国际货币。而美国货币政策的出发点绝不会慈善地考虑他国利益，只是本能地从本国经济增长、就业、通货膨胀、国际收支等因素出发。

因此，基于一定的条件，当各国实体经济发展出现了明显的差异，全球范围内的交易与竞争却又仍依附于、受制于出自美国本国国家意志的美元政策时，在这一“中心货币与非中心货币”国际货币格局下，由不同要素组成的而又一体化的世界经济，自然会衍生、分化出各种景象，与各国共处繁荣、共处危机与衰退漩涡时不同，并会在不同的金融市场——汇率、利率、股市、债市等方面，显现出似乎“新鲜”的景象。

徐以升、许元荣的《大分化——全球经济金融新格局》一书，正是抓住了这一转折变化，从世界经济过去的“大繁荣”、“大危机”，思考走出危机后的世界经济在出现什么新景象。

这本书以“大分化”为关键主题词，从经济增长、国家财政与主权债务、债市、利率、汇率、股市等各个角度，前瞻性地分析预测了今后世界经济格局变化中可能出现的各种“热闹”景象，引经据典，以数据为支



撑，予以了详尽的分析。尽管对未来的世界经济格局与发展特征，会仁者见仁、智者见智，肯定存在不同的观点，但这掩盖不住在这方面的研究中，此书不失为一本引领性的好书。特别是对中国读者或对研究中国经济的海外读者来说，最后一章“大分化格局的中国前景”，读后可以引发更多的思考。

若对此书提一点意见，也是我看此书初稿时的思考，即全书各章内容间的内在因果逻辑关系，曾引起我的思索。如果本书能让读者在一口气读罢此书之后，脑中顿然确立起一个简洁、完整、有联系的危机后世界经济格局变化的分析框架，则是更好了。

是为序。

夏斌

2014. 1. 15

目 录

CONTENTS

序言	1
第一章 美国大转向与全球分化	1
第一节 2001—2010：不对称的全球化繁荣十年	5
第二节 美国大转向	7
第三节 全球经济分化与区域化特征自 2010 年加剧展开	12
第四节 大分化的中国疑问	17
第二章 美国与发达国家分化	21
第一节 美国经济、金融一枝独秀	23
第二节 日本和欧元区各自存在难以解决的问题	33
第三节 美国生产端复苏是支撑分化的坚实基础	41
第四节 美国的货币、金融中心地位是分化的根本原因	47
第三章 发达市场与新兴市场分化	53
第一节 发达市场整体向上与新兴市场整体向下	56
第二节 发达市场与新兴市场抗风险能力已显著分化	60
第三节 发达市场和新兴市场分化根源	69
第四节 中美脱钩——发达市场与新兴市场分化案例	74



第四章 新兴市场分化	81
第一节 新兴市场的同步繁荣	84
第二节 新兴市场已呈现分化态势	90
第三节 脆弱五国（BIITS）	98
第四节 三次新兴市场危机与美国货币政策转向	106
第五章 全球财政与主权债务形势分化	109
第一节 美国财政大转向：从绝对扩张到相对收缩	112
第二节 发达国家财政分化：欧元区改善、日本恶化	119
第三节 新兴市场财政赤字扩张、债务规模加剧	128
第四节 新兴市场区别于发达国家：国债扩张能力有限	134
第六章 全球债市与利率分化	137
第一节 全球债市与利率分化的大图景	140
第二节 发达国家债市与利率表现：利率小幅上升，不伤经济大局	142
第三节 欧债危机国家债市与利率：正在走出雾霾	147
第四节 新兴市场债市与利率：利率走高造成实体金融双重挑战	149
第五节 新兴市场自身的大分化：中国债市和利率面临最复杂局面	153
第七章 全球货币分化	161
第一节 21 世纪初至今货币格局变化及逻辑回顾	163
第二节 全球货币分化的三层含义和背后逻辑	167
第三节 美元：领先复苏带动美元迎来升值周期	168
第四节 欧元保持相对稳定、日元长期贬值	174
第五节 新兴市场货币整体走弱，内部分化	183
第八章 全球股市分化	187
第一节 发达市场和新兴市场股市从“共振”到“大分化”	190

第二节	美、德股市引领发达市场，日、英、法紧随其后	201
第三节	“脆弱五国”成为新兴市场股市最大风险	205
第九章	大分化格局的中国前景	213
第一节	中国增长空间：辞旧易迎新难	216
第二节	中国房地产：“去 QE”进程能否引发泡沫破裂	222
第三节	地方政府债务：信用风险和增长风险的双重挑战	226
第四节	去 QE、高利率、高杠杆：三重交叠如何演化	230
第五节	大分化背景下中国宏观政策：由扩张到防御	235
第六节	中国的四道防线：在全球大分化进程中能否确保无虞	240
后 记		248



大 分 化
全球经济金融新格局

第一章 美国大转向与全球分化

每一次大的全球经济金融危机，背后都有国际格局含义。

2008 年的全球经济金融危机，让人们想起 20 世纪 30 年代的大萧条，想起 70 年代的发达经济体滞涨危机。这两场危机都具有很强的国际体系、格局含义。

大萧条危机，本质是以英镑、大英帝国为主导的国际货币经济金融体系，在往美元、美国主导的国际货币经济金融体系过渡的过程中，没有国家愿意承担国际责任的“霸权缺失”所导致的。在这之后，美元体系得到了建立。

70 年代的货币金融与经济危机，则是美国与欧洲、日本在布雷顿森林体系下的“中心—外围”^① 结构崩溃所导致的。不过，这并没有引发美元体系的危机，而是在 80 年代未参与“二战”的拉美在经历繁荣之后爆发债务危机，成为美元体系的“新外围”，并在冷战体系解体和中国改革开放之后，过去与布雷顿森林体系并列的卢布体系整体纳入成为美元体系的“新外围”。这重建了美元体系的“中心—外围”结构。这一新的美元体

^① 中心、外围概念，源于 1949 年阿根廷经济学家普雷维什（Raul Prebisch）提出，“中心—外围”论在 20 世纪 50—70 年代在巴兰、弗兰克、萨米尔·阿明、沃勒斯坦等人做了演进。这一时期的“中心—外围”论强调国际分工层级，在经济层面强调国际商品交换的不平等性。但国际学界对“中心—外围”论有很多质疑，比如英国学者安东尼·布鲁尼认为，剩余从外围国向中心国的转移并不是外围国家不发达的原因，至少不是惟一的原因，过分强调外围经济的不发达状况，并将责任归咎于中心国，却没有看到在二战后的数十年间，外围国同样爆发了工业化，而且也无法解释为何在外围国内部的资本主义经济发展也是极端的不平衡。

本书的“中心—外围”结构，则基于布雷顿森林体系建立之后国际货币体系美元的中心地位，以中心—外围结构来理解国际货币体系结构。尤其是在上世纪 70 年代布雷顿森林体系解体之后，全球信用货币体系进一步形成了以美元为实际中心地位的中心—外围结构。麦金农《失宠的美元本位制》（2013）、李扬《失衡与再平衡》（2013）均使用了国际货币体系“中心—外围”结构的说法。笔者还将在《国际货币体系和国际体系的“中心—次中心—外围”结构》的课题研究中，进一步论证和描述这一结构。



系，也被称为“布雷顿森林体系Ⅱ”。

2008 年的危机，本质是所谓“布雷顿森林体系Ⅱ”的体系危机。在 2008—2009 年，华盛顿和伦敦 G20 会议均以改革美元主导的国际货币体系、提升新兴市场在国际体系中的地位为目标。但是，这低估了新的美元“中心—外围”结构的反刍力和修复能力。美元体系显然不会自动退出历史舞台。

2010 年开始爆发的欧债危机，让人们认识到欧元区在新体系中“次中心”的角色还不够稳固，2013 年美联储酝酿 QE 退出所导致的新兴市场调整则预示着下一场危机的到来。而无论是欧元区的“次中心危机”，还是新兴市场的“外围危机”，都不仅不会对美元和美国的“中心”产生大的负面冲击，还会对美元和美国的中心地位产生巩固效应。

这就是我们当前和未来所面临的格局图景。这一图景自 2010 年开始展开，将维系到美联储未来持续的紧缩周期结束，一般认为美联储宽松将在 2014 年完成量的宽松退出，将在 2015—2016 年开启加息退出零利率政策，美联储的加息周期将维持三年左右，即 2018—2020 年。

以 2010 年为分界点，我们正处于 2010—2020 年新的全球周期。与这一周期对应的是 2000—2010 年的全球扩张周期，或者说是 1990—2010 年的大的全球扩张周期。

当前这一新的全球周期的图景是什么？在“中心—次中心—外围”国际货币体系与国际体系里，是中心向上（美元和美国经济体系）、次中心趋稳（欧元和欧元区经济体系、英、日、加、瑞士等个别发达国家货币和经济体系）、外围向下（绝大部分新兴市场货币和经济体系）的大分化格局。

大分化格局，在 2010—2012 年的欧债危机表现为美、欧的大分化；在 2013 年，则开启的是发达市场与新兴市场的大分化。充分认识我们所处的国际货币金融经济体系和国际体系新阶段，充分认识我们当前所处的全球大分化格局，是观察中国经济大环境的前提，是解构中国经济发展所谓“战略机遇期”的基础，也是我们做出各种政治、经济、金融、投资决策的出发点。

第一节 2001—2010：不对称的全球化繁荣十年

2001—2010 年，是繁荣的金砖十年。

2001 年，美国高盛首席经济学家吉姆·奥尼尔首次提出“金砖四国”（BRIC）概念，BRIC 为巴西、俄罗斯、印度、中国四国英文名首字母。BRIC 概念一出，立即流行，并在 2001 年美联储格林斯潘时代开启宽松政策周期之后，成为国际资本的流向目的地。新兴市场 10 年繁荣周期也肇始于此。2008 年的危机是这种繁荣的一个中止符，雷曼破产危机之后伯南克开启的美联储量化宽松新周期，将新兴市场的繁荣周期推到了 2010 年的顶峰。

有很多指标可以表征这十年全球体系尤其是新兴市场的繁荣。客观地说，这 10 年是全球经济体的“同步繁荣”。各国之间并没有出现此前全球经济曾经广泛出现的“零和博弈”，即一国的繁荣以另一国的衰退为代价，而是同享全球化红利。

以美国为首的发达经济体进入以消费扩张为代表的繁荣周期，美国国内消费的扩张则带动了新兴经济体对美国的出口，这放大了新兴经济体的产能投资和出口扩张。新兴经济体的投资周期和产能扩张，则拉动了全球大宗商品市场和大宗商品出口国的繁荣。

有四个指标可以衡量过去 10 年的全球经济金融体系的繁荣。一是全球 GDP 的增长，二是全球贸易，三是新兴市场外汇储备增长，四是全球股票市场。这几个指标，互相影响、相互携进。

但是，这种经济金融表面的“同步繁荣”，在本质上却呈非对称性。是外围货币和外围经济体，对美元中心货币和美国中心经济体的依附性繁荣。这种不对称性和依附性，决定了体系性危机的必然性。

其一，同步繁荣的背后，有一个全新的国际体系链条，即在实体经济



层面，新兴市场总体对美国进行产品出口，获得贸易顺差；但在金融层面，新兴市场国家再将积累的贸易顺差，投向美国金融市场。在这个包含经济、金融双层含义的国际体系当中，新兴市场国家出口货物、进口美元和美国国债；美国进口货物、出口美元和美国国债。

其二，1996—2010年，金砖四国和东亚主要新兴市场累计经常账户顺差2.85万亿美元，但在金融市场效应之后，新兴市场累计的对外净资产规模反而下降3370亿美元。新兴市场国家在实体经济层面的贸易顺差优势，并没有转化为对外债权净资产的胜势。反过来，对于美国来说，1996—2010年累计产生6.98万亿美元经常账户逆差，占全球逆差的60%，但期间其对外净债务却只增长了2.3万亿美元，这期间美国通过金融效应获得的收益高达4.67亿美元，其中大部分为2001—2007年间获得，占3.86万亿美元，占同期美国GDP总额4%。这被国际学界称之为“暗物质”的国家间财富关系，^①其实在本质意义上表征了在当今国际经济金融体系里不同国家的不对称地位。这是新兴市场十年繁荣、表面贸易失衡背后的真正失衡。

2010年的国际货币金融经济体系，相比1990年、2001年的国际货币金融经济体系都有什么区别？

1990年的国际货币经济金融体系，是冷战结束之后美元重建其“中心—外围”体系的开始，是以中国 and 原苏东体系解体后成为美元新外围的开始，欧元在这一时期刚刚酝酿成立，还没有体系性的成长；2001年，是美元新外围体系建立，这对美元体系是好消息，但欧元确认成立，并开始在欧元区内部“去美元化”，一步步往次中心地位迈进。2010年，表面是欧元区主权债务危机的开始，实质则是欧元区通过危机加强整合制度建设，进一步坐实次中心地位的开始，在布雷顿森林体系建立超过60年之后，终于有一个可以与美元中心地位竞争的货币，美元担忧其中心地位，开始进入收拢外围新阶段。在2010年，美国开始了在财政、实体经济、货币金融，以及能源、外交、军事等众多领域的“大转向”。

第二节 美国大转向

随着全球金融开放、金融一体化程度提高，全球金融越来越呈现出周期性变化。这其中，规模越来越巨大的国际资本流动起到了核心作用。伦敦商学院教授 Helene Rey 在其最新的学术文章“全球金融周期和货币政策独立性”（the global financial cycle and monetary policy independency）中称道，在资本账户不受限制的情况下，汇率制度变得无效，世界主要经济体的货币政策将会出口到其他国家。即一个国家不管实行的是浮动汇率还是固定汇率，只要资本自由流动，其货币政策就会受到主要经济体（特别是美国）央行政策的影响。按照此理论，美联储货币政策会通过国际资本流动，影响全球的货币环境，美联储货币政策周期性变化导致了全球金融的周期性扩张和收缩。这样，国际资本流动引起了全球的金融周期（global financial cycle）。

美元主导国际经济金融周期，美国主导国际周期。充分认识美元和美国的战略转变，是认识全球经济金融体系和全球体系的前提。当前，进一步充分认识 2010 年以来美国在诸多领域所发生的重大转折，是我们认识未来经济金融体系的格局的前提。2010 年以来的美国有什么重大转向？^①

第一，美联储从 10 年宽松政策周期转向未来 5 年左右的紧缩周期。

2013 年 12 月 18 日，美联储宣布将开始每月缩减资产购买，这是美联储开始从过去 10 年的货币宽松周期转向紧缩周期的标志性事件。随着美联储退出 QE 完成，按照当前的一致预期，美国将在 2015 年底左右开始加息。美国的货币政策正在发生从极度宽松向紧缩的大转向。

^① 第一财经研究院集合国际关系组、能源组、经济金融组的年度课题报告《美国大转向——美国内外战略的新周期》《世界能源新格局——美国“能源独立”的冲击及中国应对》已与本书同步出版。