

DEBT, CURRENCY
AND RELATED REFORMS

债务、货币与改革

王建业◎著

本书讨论国际金融与债务危机
对中国和国际货币体系改革的影响

 中国金融出版社

债务、货币与改革

Debt, Currency and Related Reforms

王建国 © 著

 中国金融出版社

责任编辑：赵天朗

责任校对：刘 明

责任印制：陈晓川

图书在版编目 (CIP) 数据

债务、货币与改革 (Zhaiwu、Huobi yu Gaige) / 王建国著. —北京：
中国金融出版社，2012. 5

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6250 - 8

I. ①债… II. ①王… III. ①债务危机—研究—世界②中国经济—经济体制改革—研究 IV. ①F811. 4②F121

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 013697 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 北京松源印刷有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 25

字数 378 千

版次 2012 年 5 月第 1 版

印次 2012 年 5 月第 1 次印刷

定价 55.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6250 - 8/F. 5810

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947

序

2011年5月，随着市场对希腊债务重组预期的加深，我应国际常设仲裁法院和荷兰政府的邀请赴海牙参加“主权债务争端解决机制顾问组”会议，我行首席经济学家王建国陪同前往，我们是唯一的亚洲和发展中国家代表。在飞机上，建国谈了他将加入中国进出口银行以来的文章汇编成集，并请我做序的想法，我欣然同意。无独有偶，他给本书起的书名就从“债务”开始。

我国对外经济工作日趋复杂，面临诸多挑战，有太多的问题需要思考。我常常感到我们在这方面的研究不是太多了，而是太少了，不是太精了，而是有待深化。从事这方面工作人员的专业水平仍需提高，视角仍需拓宽。我们不仅要研究发达国家，也要研究发展中国家，更要研究中国经济。只有知己知彼，才能百战不殆。建国是科班出身，又长期在国际货币基金组织工作，他分析的角度也许与其他同志略有不同，他的努力值得支持。

正如建国在他的前言里提到，过去的几年不同寻常。经济思想史上有所谓的长、短周期理论，这些理论真能解释发达国家此次危机的本质吗？近来美国最大的资产管理公司之一太平洋投资管理公司创始人格罗斯（Bill Gross）又有了所谓后危机时代“新常态”（“new normal”）理论，即美国等发达国家进入低增长时期。但这一“理论”只涉及表象，不预示未来。西方经济学对美国的高债务、高失业、低增长束手无策。

自从马克思继承古典经济学、欧洲哲学和社会主义理论的精华，创造性地分析早期工业资本主义社会的根本矛盾，揭示其发展规律之后，世界经济与政治发生了翻天覆地的变化，资本主义社会也出现了各种形态，西方的政治学、经济学也有所发展。然而，辩证唯物主义哲学的否定之否定原理不可抗拒，资本主义社会或制度并非永世长存，必将为更高级的人类

社会形态所取代。

我认为要真正认识此次危机的本质，要想预知世界经济的未来，必须运用马克思主义哲学，吸收现代经济分析的最新技术和成果，认真研究当代资本主义的由来及演变，揭示其内在矛盾和发展规律。这是摆在我们面前的一项重要任务。希望其他有志开拓的经济学者与我们一起努力。

李若谷

2011 年 11 月于北京

前言

过去的几年极不寻常。战后的世界经济可曾见过主要发达国家公共债务平均超过 GDP 的 100%?① 可曾见过主要储备货币发行国中央银行实行名义零利率,实际负利率将长达 5 年或更长?可曾见过国际货币基金组织可贷资金增加三倍,大部分用于救助发达国家,但资金仍然不足?可曾见过现代宏观经济学陷入困境,无论什么学派,凯恩斯主义还是货币主义均无力在西方重振增长,降低失业?② 可曾见过主要发达经济体经济停滞而发展中国家维持 6% 的增长率?正如地质年代变更伴随气候异常,地球板块碰撞产生海啸和地震,这几年的事件有什么内在联系?说明什么?预示着什么?也许这些问题不仅仅限于经济,也许只有后人才能回答得更清楚,但当时的质疑和分析应是寻找答案的开始。本书属于后者。

记得在国际货币基金组织工作期间曾参与前苏联解体后的经济转型工作,当时可谓“前所未有”。20 世纪 90 年代末在国际货币基金组织内部的一次碰头会上,时任核心部门(即现在的战略、政策和评审局)局长 Jack Boorman 坚称不能使用购买力平价 GDP 计算成员国份额(投票权),可谓“不可能”。③ 2008 年初国际货币基金组织的中期预算并没有预料美国严重的金融危机及发达国家爆发性的救助需求,可谓“没想到”。和近几年世界上发生的事件相比,此前的“前所未有”已不算什么,“不可能”、“没想到”的亦已发生。世界经济正在发生结构性的变化,国际政治及其他上层建筑也将重构。正是带着这样一种感觉,自 2008 年 10 月回国工作后,作者断断续续地撰写(或合著)了收入本书的经济与金融类论文。除少数

① 20 国集团中发达国家 2010 年公共债务平均占 GDP 的 104% (见 IMF, 2011a, 表 5a)。

② 许多西方主流经济学家已开始问同样的问题,见 Hall (2010) 和 Caballero (2010)。

③ 按购买力平价 GDP 计算成员国份额将提高(降低)发展中国家(发达国家)在 IMF 的相对投票权。

几篇外，收入本书的大部分文章均未公开发表过。

收入本书的文章从内容分有三部分。贯穿第一部分的一条主线是债务和资产负债表分析，以作者回国后第一篇关于美国金融危机的文章开篇，以目前仍在深化的欧元区债务危机收尾。这些年发达国家的危机并不仅仅在金融、债务领域，对这一段历史的反思有助于研判未来。第二部分是对储备货币和国际货币体系改革的思考。作者在国际货币基金组织内部目睹了近二十年国际金融组织重大决策的偏颇和治理结构的缺陷，深感推进改革的必要，对相关问题有感而发，希望有的放矢。第三部分主要对中国经济一些中长期问题进行探讨，关注的重点是中国经济与金融的长治久安，强调的是抓住机遇，改革与发展。在本职工作的范围内，作者也曾组织、参与了一些行业调研。本书侧重宏观经济与政策，因此没有包括太多这方面的文章。每一部分的文章基本按写作时间先后排序。

回过头来看，这三十来篇文章分量不一，有对有错。自己觉得写的比较好的文章主要集中在第二部分，例如《国际货币基金组织与国际金融体系的改革》，《人民币不完全兑换条件下的国际化》及《人民币、特别提款权与国际货币体系改革》等。世界和中国经济分析（第一和第三部分）中的若干个基本判断目前来看经受了这几年时间的考验，例如2009年对美国债务可持续性、与美元前景，主要经济体财政和货币超常规刺激政策退出顺序及其对新兴市场国家影响，2010年年中对希腊债务迟早重组，以及2011年10月对欧元区债务危机及欧元前景的分析。^④关于中国经济，作者在2009年3月底对控制银行系统准财政行为，避免政府或有债务累积的分析现在看来也没有错。也许是长期在国际货币基金组织工作形成的偏见，作者始终认为在所有的改革中，夯实稳健财政的制度基础最重要，也更重视国际资本流动对货币总量和宏观经济稳定的影响。从回国之日起，作者始终强调金融领域的改革，支持金融创新，强调抓住机遇加强和完善我国的金融制度。

比较明显错判的例子包括作者在2009年上半年低估了中国反危机措施的全球影响，对美国2008—2009年衰退的持续时间作出了比实际情况悲观

^④ 关于超常规刺激政策退出顺序及希腊债务重组的表述，另见中国进出口银行内部刊物《中国与世界经济评论》2009年12月（创刊号）第三章，第一节，及2010年6月号第一章，第一节。

的预测。此外，作者低估了美国国债在现行国际货币体系下的避险功能及美联储多次“量化宽松”对美国债市场需求的影响，尽管作者至今仍然认为美国国债目前很低的市场收益率并不反映美国财政中长期的偿付能力和未来通货膨胀的趋势。

这批论文讨论的主要是与宏观经济政策有关的问题，而非纯理论的探讨。在方法论上也与作者在国际货币基金组织工作期间的工作论文有所区别。虽然没有运用经济计量，数理模型等手段，但仍然注重数据，讲求实证，力图实事求是。当然理论上也并非毫无新意，在《推动国际货币体系改革的实质性进展》一文中提出的全球版“三元悖论”将传统国际经济学里的三元不可能理论从一国推广至全球，为分析主要经济体在国际金融领域里的博弈提供了新的思路。

没有2008年的回国工作，就不会有本书的著作。作者感谢在国际货币基金组织工作期间及回国前后予作者热忱帮助的原人民银行戴乾定，张之骧，魏本华同志，以及与作者同时公派出国北京大学经济学院已退休的晏智杰教授。本书的完成和出版得到了许多同志的帮助。中国进出口银行董事长，行长李若谷是我的北大学长，出国留学也比我早，本人又长期坚持对国际经济与政治前沿问题的研究和思考。不管工作有多繁忙，他都仔细阅读我写的每一篇文稿，或从战略、全局的高度提出改进意见，或阐明他对某些问题的看法，以供进一步探讨。几篇作者认为写得较好的文章均是与他多次讨论成文。总法律顾问李健是我的同事，也是我的北大校友，他不仅一直鼓励我多写，是我文章的忠实读者，也为我提供了所有关于法律问题（例如经济合作组织“君子协定”）的可靠咨询。作者感谢本书中所有的合作者，中国进出口银行的所有同事，尤其感谢曾在经济研究部工作过的杨纪东，严启发，冯春平在作者回国头几年与作者经常共进午餐时愉快、有益的讨论，感谢李晓炜，缪林燕，李晚晴，魏旭晔，陈叶青（现在在浙江省银监系统工作）在资料搜集，图表制作，文稿打印方面的帮助。最后，中国金融出版社何为同志不怕麻烦，组织、编辑，促成了本书的出版，作者深表感谢。

王建业

2011年11月于北京

目 录

第一部分 国际金融危机与世界经济

1. 美国“百年一遇”的金融危机·····	3
2. 二论美国偿付能力的危机·····	26
3. 国际金融不平衡与近期世界经济走势·····	39
4. 美国债务的可持续性与美元前景·····	53
5. 日本经济“脱欧（美）返亚”与亚洲共同货币·····	68
6. 后危机时代的国际金融再平衡·····	82
7. 国际金融危机改变世界经济版图·····	96
8. 欧洲债务危机带来的挑战与机遇·····	112
9. 超常规刺激政策加剧全球失衡·····	123
10. 欧元区债务危机与欧元前景·····	136

第二部分 国际货币体系改革与人民币国际化

11. 国际货币基金组织与国际金融体系的改革·····	149
12. 人民币不完全兑换条件下的国际化·····	167
13. 德国马克和日元国际化的启示·····	180
14. 推动国际金融体系改革的几点建议·····	189
15. 国际金融监管改革与中国金融发展·····	192
16. 推动国际货币体系改革的实质性进展·····	214
17. 人民币、特别提款权与国际货币体系改革·····	228
18. 有条件合作提供国际金融公共产品·····	241

第三部分 中国经济

19. 把握时机优化我国的外汇资产配置·····	259
--------------------------	-----

20. 正确研判系统风险 改革完善金融制度	264
21. 促进国家汽车产业调整振兴规划的实施	267
22. 投资海外无形资产	283
23. 中国信用评级业的发展与国际金融秩序的重构	290
24. 储蓄、投资与经济增长	300
25. 人民币汇率：固定还是浮动	313
26. 不平衡复苏、人民币汇率与中国外汇储备	322
27. 美国与欧洲地方财政危机对中国财税改革的启示	338
28. 对政策性金融的重新认识	350
29. 金融安全与财政、金融领域的改革	358
30. 资本账户变化与扩大对外投资	360
31. 中国外贸的结构性变化	371
参考文献	374

第一部分

国际金融危机与世界经济

1. 美国“百年一遇”的金融危机^①

——根源、治理及教训初探

一、引言

这次源于美国的金融危机自 2007 年 4 月初露端倪，迄今已一年半有余。其间虽然资本市场暴跌、商品市场大幅震荡、金融机构频频告危，但美国及主要国际金融组织，包括国际货币基金组织，曾一度坚持认为美国市场发达、经济弹性大、美国中央银行（美联储）及其政策深得市场信任，因而美国经济也许不会进入衰退，即使进入衰退，危机也将是较浅的，2009 年下半年将反弹复苏。

然而，尽管美国及其他主要发达国家的货币、财政当局单独或联手数度救市，此次危机不仅没有像 1987 年或 2001 年那样迅速见底，反而愈演愈烈。2008 年 9 月 15 日开始的那个星期则彻底改变了人们对此次危机的看法。在短短的几天内，百年券商——雷曼兄弟公司倒闭；美国第三大投资银行美林证券变相破产，被美国银行低价收购；世界最大保险公司——美国国际集团为获美国政府及美联储的救援，不得不接受其苛刻条件；^② 美联储不断救市而导致资产负债表日益恶化，美国财政部不得不发债为其补充资本。在其后的一周内，高盛及摩根士丹利为得到从美联储获取紧急贷款资格，申请并获准成为（商业）银行控股公司。至此，美国五大投行全部消失，华尔街的象征——独立投资银行成为历史。此外，美国最大的储蓄银行——华盛顿互惠银行也因资不抵债，被美国联邦存款保险公司接管。

此次危机对经济的破坏力巨大，从房地产次级抵押市场蔓延到整个资本市场及金融体系，从银行界伤蚀到实体经济，从美国波及其他发达国家、新兴市场经济及发展中国家，全球经济迅速减速，发达国家同步进入

① 本文原载中国进出口银行内部刊物《经济与金融》总 13 期（2008 年 11 月 19 日）。

② 这些条件包括政府持有近 80% 的股权，变卖资产清偿债务，贷款利率高达 LIBOR 加 850 个基点。

衰退已成定局。危机还对美国政局带来前所未有的影响。假如相当一部分美国人在数周前还不能接受一位黑人当选总统，那么这场危机已使之成为现实。正如格林斯潘所说，此次危机“百年一遇”。

此次危机引起的问题很多，本文试图分析并回答其中主要的三个：

一是为什么此次危机愈演愈烈，并成为全球性危机？美国的经济危机周期性发生，不足为奇。与 2001 年一样，这次危机也由资产泡沫破灭开始，但为什么市场崩盘屡创历史之最，屡救不止？其最深层的根源在哪里？正确地回答这一问题将有助于预测这次危机的深度及延续时间。

二是如何看待美国及其他发达国家在现有国际金融调节机制框架下对危机的处理？换句话说，迅速放松银根、大量注入流动性、修改资本市场规则以及宣布巨额“救市”方案，为何收效不大？这些措施的长期效果是什么？

三是新兴市场国家可以从此次危机中得到什么启示与教训？尽管危机远未结束，有些教训仍未显现或尚需时日来认识，人们已开始重新审视西方的金融及经济制度和政策。各种观点众说纷纭，涉及的领域大到国际金融制度、政府与市场的关系、国家所有制、银行业监管、凯恩斯主义政策，小到金融创新、市场规则等。及时总结，有利于发展中国家稳定经济，在制度建设方面少走弯路，更加积极主动地参与国际金融制度的改造，并为在下一轮经济增长和全球化中获得更大利益打下基础。

二、偿付能力危机

从 2007 年 8 月开始，美联储向银行系统大量注入资金，美国基础货币激增（见图 1.1 和图 1.2）。为使 7 000 亿美元的“受损资产拯救方案”（TARP）得到批准，美国财长保尔森在国会做证时，曾形象地将拯救方案的作用比做“疏通”血管，也就是打通信贷资金渠道，以挽救美国经济。美联储不仅前后 8 次降息，而且增设各种贷款窗口，不断扩大抵押品的范围及贷款对象，以应对流动性紧缺。^③但这次危机真的是一次资金渠道不

^③ 这些工具包括延长贴现窗口贷款期限，定期标售信贷（Term Auction Facility），与发达国家央行的货币交换（International Currency Swaps），定期证券抵押贷款（Term Securities Lending Facility），主要交易商信贷（Prime Dealer Credit Facility），以及商业票据信贷（Commercial Paper Funding Facility）。

通、流动性短缺的危机吗？

（一）流动性与偿付能力——表象与根源

流动性与流通中的货币量是相近但并不相等的概念。货币供应增加只是提高流动性的必要而非充分条件。流动性指信贷的难易程度或成本高低，又分融资流动性与售资流动性（Buiter, 2008）。前者与企业或金融机构资产负债表的负债方、企业的资信有关，后者与资产负债表的资产方、资产的种类及质量有关。两种流动性又是相互关联的，特别是需要抵押资产举债的时候。其联系的关键是资本充足率，也就是企业的偿付能力或生存能力。这次危机经历了次贷资产泡沫破灭，售资流动性恶化（资产市场下跌），融资流动性恶化，借款人、企业破产等阶段。借款人、企业的偿付能力不足才是这次金融危机产生、深化的根源。

有人认为，每次危机都有居民及企业破产，因而都是偿付能力的危机。这种说法并没有错。但与以往的危机相比，今天的美国金融危机同以往的危机比有着量和质的区别。破产和受到破产威胁的个人和企业已涉及美国经济主体的相当部分，美国经济的失衡已到了不得不调整的地步。美元作为国际储备货币也许给人以美国具有无限偿付能力的假象。但假象终究不能成真，推迟的被动调整也许来得更猛烈。

（二）美国经济的高杠杆运行

在危机初期，美国的次级抵押贷款 1.1 万亿 ~ 1.2 万亿美元。^④ 据高盛公司估算，其中的坏账部分只有 4 000 亿美元，小于美国 2007 年股市市值的 2%。一般来讲，这种规模的资产损失并不足以引发全面的金融危机。有人认为监管不严，金融创新特别是抵押债务证券（CDO）和信用违约掉期（CDS）等金融衍生品的流行，才是这次危机的罪魁祸首。虽然金融衍生品确实将违约风险从间接融资市场扩大到直接融资市场，从银行业扩展到保险及其他行业，但金融衍生品的存在和发展并不是大规模违约破产的微观基础。

美国偿付能力危机的微观基础是其经济主要部门日益恶化的财务状况及资产泡沫条件下的资源错位配置。这又突出地表现为金融业的过度膨胀

^④ 据 IMF 估计。

和高杠杆运行。作为储蓄与投资的中介，金融业依靠杠杆（负债/权益比）立业。但高杠杆在产生高资本收益率的同时带来了高风险。这种风险在金融创新的条件下变得更加复杂。^⑤ 有资料表明，美国金融机构的金融杠杆率在过去几年里迅速上升，其中投资银行因不受普通银行在监管方面的限制，更是将杠杆率推到了极高的水平（见表 1.1）。在融资流动性急剧恶化，资本金不足，无法应对借短贷长的资金困境情况下，独立投资银行的消失也就不难理解了。值得一提的是，需要从高杠杆到低杠杆调整的不仅是金融业，也包括美国的最终消费主体——居民乃至整个国家。

表 1.1 美国金融机构杠杆率

年份	2003	2004	2005	2006	2007
商业银行					
花旗银行	9.1	9.3	9.6	12.4	14.3
美国银行	14.0	11.3	11.7	10.2	10.7
摩根大通	15.7	10.0	10.2	10.7	11.7
美联银行	11.4	9.4	9.9	9.1	9.2
投资银行					
雷曼兄弟	22.7	22.9	23.4	25.2	29.7
美林	15.6	19.0	18.1	26.2	30.9
摩根士丹利	23.3	25.5	29.8	...	...
高盛	17.7	20.2	24.2	20.6	25.2

注：杠杆率 = 负债/权益。

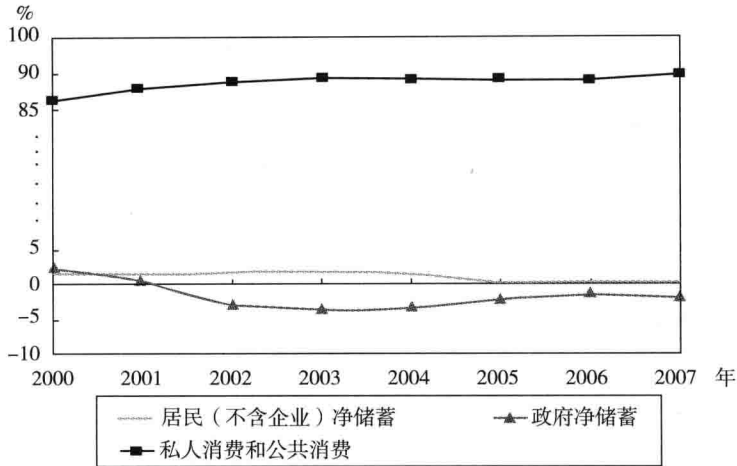
资料来源：各金融机构历年年报。

（三）过量举债消费及资源错位配置

从表面上看，此次危机的触发和深化是投资者信心不足所致，但实际上是美国最终消费主体过量举债消费难以为继的结果（见图 1.1）。2002—2007 年，美国家庭部门负债总额占 GDP 的比重从 71% 飙升至 100%，同期政府（含联邦和地方政府）的负债也大幅上升（见图 1.2）。由于收入大部分用于消费，美国私人及政府储蓄率逐年下降，近乎于零，从而导致国际收支经常账户赤字的上升，在 2006 年史无前例地达到 GDP 的 6%，该年美国吸收了世界上储蓄盈余的 3/4，因此引起美国净外债不断上升（见图 1.3）。美国经常账户赤字的可持续性，也就是全球金融失衡问题不是没有

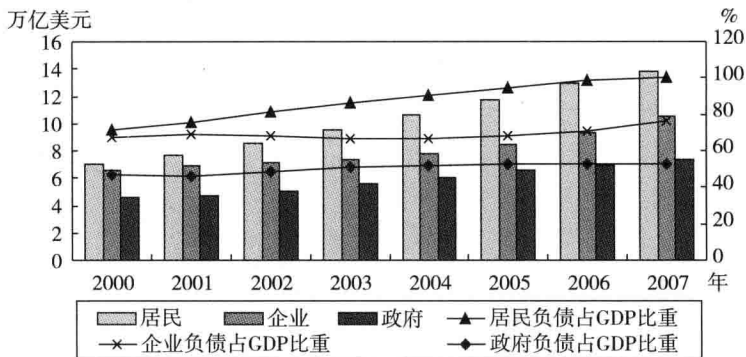
^⑤ Counterparty Risk Management Group (2005)。

引起争论，但美国经济决策的主流当时认为美国投资环境好，金融业效率高，继续吸纳世界“过量”的盈余不成问题，而美国国际收支的调整可通过盈余国家的货币升值和亚洲及欧洲国家增加内需来逐渐完成。^⑥



资料来源：U. S. Bureau of Economic Analysis。

图 1.1 美国消费与储蓄占 GDP 的比重



资料来源：U. S. Department of Treasury。

图 1.2 美国各经济部门负债情况

^⑥ Summers (2004), Bernanke (2005), 美国总统经济报告 (2006)。