

一书读懂

货币和金融体系

Central
Banking
101

【美】H. 罗斯（Joseph Wang）著
李卓楚译 王永钦校

极简 央行课

陈志武（香港大学经管学院讲席教授、香港大学人文与社会科学研究所以所长）

李扬（中国社会科学院学部委员、国际欧亚科学院院士）

王永钦（复旦大学经济学院教授、教育部青年长江学者）

· 诚挚推荐 ·

格致出版社 上海人民出版社

一书读懂

货币和金融体系

Central
Banking
101

〔美〕H·W·王 (Joseph Wang) 著

李卓楚 译 王永钦 校

极简
央行课

陈志武 (香港大学经管学院讲席教授、香港大学人文与社会科学研究所所长)

李扬 (中国社会科学院学部委员、国际欧亚科学院院士)

王永钦 (复旦大学经济学院教授、教育部青年长江学者)

· 诚挚推荐 ·

格致出版社 上海人民出版社

版权信息

COPYRIGHT

书名：极简央行课：一本读懂货币和金融体系

作者：【美】王造 著；王永钦 校

译者：李卓楚

出版社：格致出版社；上海人民出版社

出版时间：2023年5月

ISBN：9787543234185

字数：94千字

本书由上海世纪出版股份有限公司格致出版社授权得到APP电子版制作与发行

版权所有·侵权必究

推荐序

溯流而上：探寻全球流动性之源

王永钦

潮起潮落，世界各国如百舸争流，随着金融周期跌宕起伏；溯流而上，方知全球金融管道活水之源——货币。金融合约则如朵朵翻滚的浪花，亦如涌动的暗流，织就了相互嵌套的资产负债表之网，推动着整个经济体系的前行。可见，实体经济离不开货币及金融合约的助力，更加毫不夸张地说，正是流动性的创造，推动世界金融体系不断向前发展和完善。

诚然，金融管道创造的流动性恰如一把“双刃剑”。回首过往，细数许多重要的全球金融周期，无一不能追踪到流动性创造的刀光剑影。2008年，影子银行体系流动性蒸发，引发全球性金融危机；2022年，美联储实施加息紧缩性货币政策，世界上几乎所有的资产类都大跌，各国的经济增长亦深受影响。

世界金融与货币体系犹如江海奔腾，浪花四溅，看似触手可及、妇孺皆知，但欲真正理解其动力之源，以期乘风破浪，则绝非易事。

《极简央行课》一书风格独特，语言洗练，是一本关于现代货币市场和金融体系的最佳入门读本。更为难能可贵的是，本书作者在美联储工作、观察和思考多年，该书对于以美联储为核心的全球货币金融体系如何运作、信用如何创造的刻画可谓入木三分，深入浅出。因此，我们引荐此书，唯愿带领中国读者一起溯流而上，探寻全球流动性创造之源，窥视金融管道的动力机制，赋能金融界同仁劈波斩浪，共同助力中国早日成为全球流动性创造的金色彼岸。

01 / 货币体系以及美元的全球性市场

货币经济学就是“流动性”的经济学。货币创造特别是美元创造像是控制社会经济大潮奔涌向前的“闸门”，在美联储这个世界性中央银行的掌控之下，为整个金融体系源源不断地注入流动性。

货币与流动性

有学者认为，人类社会的发展就是一部寻求流动性和安全资产的历史。何为货币（流动性）？在现代社会，流动性（货币或者安全资产）就是“不受任何质疑”（no question asked）、价值在任何状态下都比较稳定的、人们普遍接受的金融合约，在任何时候都能做到“一元钱就是一元钱”。

具有这种特点的资产或金融合约就成为不同阶段流通于社会的“货币”，继而，这些货币的流动性之源成为人们关注的焦点。我们所使用的硬币、钞票和纸币等都是法定通货，通货是一种常见的货币形式，但它们并非是最主要的类型。毋庸置疑，美联储、商业银行和各国财政部、最近四十年兴起的影子银行都在货币体系中扮演着重要的角色。随着人类的不断进步，在现代社会中，商业银行创造的“短期债”（短期存款）因其具有很强的流动性能够被所有人“接受”，而逐渐被视为理想的货币形式之一。银行存款是商业银行创造的货币，其与通货可以互换。美国的中央银行准备金则是由美联储发行、只能由商业银行持有的一种货币。由政府发行的美国国债虽然可能具有很长期限而并非短期债，但以国家主权信用作为担保的美国国债，有着较高的流动性与安全性，随时可以兑换成通货，在实际上成为大公司和金融机构的“货币”。这些机构不会持有大量的现金，也不会将资金存放在商业银行（因为其数额已经远超过联邦存款保险公司存款保险的上限），亦不会持有央行准备金（因为只有商业银行才有资格持有准备金）。因此，国债就是机构最理想的货币形式。此外，国债是具有收益率的，美国国债收益率被视为所有美元资产的基准利率，因而美国国债也是一种安全资产。如后文将提及的，美国国债因其高安全性与高流动性而被全世界广泛接受。正如本书所概括的，“现代金融体系中最主要的货币包括法定通货、银行存款、中央银行准备金和国债”。

不同货币类型有着不同的信息敏感程度和被“接受”程度，流动性也略有差异。无论如何，“不受任何质疑”是所有货币类型的共同特性，这也意味着，像股票这类对信息高度敏感的资产是难以成为“货币”的。例如，从国家记账单位的角度来看，银行存款的价值似乎从未有过波动。你可以随时用100美元中央银行存款偿还100美元债务。但是，如果以苹果公司股票支付100美元债务，那么所需股票的数量就会因时而动。因此，在用苹果公司股票结算时，苹果公司可以发行小面额的股票和硬币。但是设想一下，如果所有市场价格都以苹果公司股票报价，一般价格水平自然就会随着苹果公司股票的价值、股份分割和合并等变化而不断发生改变，股东收到分红的形式也将是价值不确定的股票（而非法定货币），这显然不是最优的货币形式。这样，我们也就不难理解为什么比特币等基于区块链技术创造的“数字货币”会失败了：巨大的波动性使得它们“有太多被质疑的问题”

（too many questions asked）的地方，这不符合我们对货币的定义，也为日常支付带来了巨大的麻烦。人们喜欢我们总结的四种“货币”是有据可循的。

实际上，安全的短期债意味着“流动性”，货币经济学就是“流动性”经济学。这些流动性略有差异的货币类型之间可以相互转换。国债具有很强的流动性，它作为机构投资者持有的重要货币类型，与其他货币类型能够很便利地互相转化。国债持有者可以在市场上出售国债，或者以其为抵押品申请贷款，从而将国债转化为银行存款或现金。如前文所述，商业银行也可以让银行存款与现金实现互换。

美国经济学家明斯基曾说，“每个人都能创造货币，问题是如何让它被接受”。至此，我们同样可以说，源于资产的流动性，每种资产都具有一定的“货币性”（moneyness），只是不同类型资产的货币性或流动性的程度不同而已。如果对所有金融资产排序，包括通货、国债、银行短期债等在内的货币的流动性最高，其次是AAA级政府支持机构的MBS，再次是AAA级公司债，以此类推，直到对信息最敏感从而货币性最低的股票。货币的高流动性特征，使得货币创造以及货币市场不容小觑，也正是货币创造与货币市场，为我们理解整个金融乃至经济体系提供了重要视角。

当流动性过剩、货币政策宽松之时，通常全球所有资产价格都会同时上涨，经过市场—投资者的反馈循环便能自我实现式地创造出更多的流动性。相反地，金融危机的背后，往往会隐含着流动性不足引起的流动性危机。事实上，现实世界中许多问题的根源都是流动性问题，因此，不了解流动性也将无法真正了解金融体系。

美元的国际货币特征与美联储的地位

事实上，世界上所有经济体都对流动性资产有着巨大需求，正如前文所说，在当前全球化的金融体系中，美元已成为世界流动性之源，以致全球对美元存在大量需求。这一特征使美元显著区别于其他货币，并在贸易与金融方面发挥着独特作用。

具体而言，可从以下四个维度理解美元的独特性：第一，美元作为国际货币，在全球范围内被广泛使用，具有很强的流动性。在离岸市场，其他经济体也需要使用美元发行债务。第二，以美元计价的借款往往是低成本的，是融资时的一种理想选择。特别是对于新兴市场经济体这类外国借款者而言，美元借款有着更大的吸引力。第三，美元往往是国际贸易结算货币，全球贸易大多基于美元结算。第四，美元是重要储备货币，并且被视为全球避险资产。基于这些独特性，美国国债天然成为国际金融中无可替代的抵押品。

美元市场是全球性市场，并且大多数美元由美国境外投资者持有。全球美元体系的触角已经远远超出美国国境，这些在美国境外持有的美元被称为欧洲美元。欧洲美元这一离岸市场的规模之大，是世界上任何其他货币无法比肩的。离岸美元市场包括离岸美元银行与离岸美元资本市场，两者密切相关。离岸美元银行体系作为美元资金中介，其中以美元计价的资产规模与美国商业银行部门的总资产规模相当，并对美国信贷状况、美国贷款风险溢价有着重要影响；离岸美元资本市场则为极具深度和流动性的市场。借款人可以通过在美国境外发行以美元计价的债券而获得美元，并通常将这些美元存放于离岸银行，离岸美元市场的两个部分便自然而然地紧密联系在一起。

在国际视角下，美国建立起了以美元为基础的国际清算体系，这借助于美联储的货币互换网络。这种央行间的货币互换，发生在包括欧洲、澳大利亚、韩国、日本、英国、瑞士等在内的各国和地区之间，涉及公司金融角度的各种贸易结算。这些贸易需要大量欧洲美元，并与美元本身有着千丝万缕的联系，例如当韩国企业从中国企业进口之时，它们用美元支付，并因为世界经济中许多经济体所使用的货币都与美元密切相关，而只面临有限的汇率风险。

前文介绍了现代货币的四种形式，而这些货币的背后都离不开政府与中央银行。在历史上，最初并没有中央银行，货币一度非常依赖于商业银行信用创造，但长期面临金融危机的挑战。尤其在1929年前，单纯银行所创造的信用没法做到“不受任何质疑”，常常遭到银行挤兑，许多银行都在金融危机中倒闭。于是美国各州的银行之间可能组成银行联盟，统一地发行同种货币，以使互相之间可以清算，降低挤兑，但仍然没有解决问题。直到1933年存款保险制度的建立和美国央行（美联储）作为最后贷款人在特殊时期为商业银行提供流动性，美国才消除了系统性的银行挤兑，并经历了1933年至2007年这段“平静期”。随后的2008年金融危机则是因为影子银行系统而爆发。

本书进一步基于美联储视角，搭建货币体系与金融体系的全球架构，同时阐述了中央银行对金融体系起到的重要作用。需要注意的是，由于美元的国际货币特征，美联储不仅作为美国的中央银行发挥着重要作用，目前而言，其在世界上的地位同样独一无二。它扮演着“世界的中央银行”这一角色，也是全世界中央银行与美元银行体系的最后担保人。金融危机期间，美联储愿意向外国银行放贷，为离岸美元市场提供支持。美联储的加息或缩表也会通过各类金融管道传导到世界其他国家和地区，波及股票市场、债券市场，也对发展中经济体产生深远影响。庞大的离岸美元体系，增强了美国货币政策对外国经济的影响力，也抬升了全球金融体系的不稳定性风险。然而，恰恰是美联储这种在全球金融体系中的中心地位，为我们提供了观察全球流动性创造的独特视角。

综上，美元在全球市场中的作用不可忽视，而美国强大的金融能力，从根本上离不开其背后设计精巧的制度体系。因此，全球金融领域任何的暗流涌动，甚至刀光剑影，最终都取决于各自制度基础的较量。美国相对完善的法治体系使大众对美元和美国的金融合约有较强的信心，间接地，美元所能购买的商品（如石油和金属等以美元结算的大宗商品）也在实际上成为美元的抵押品，赋予美元在全世界范围内支配流动性的能力。美元的这种制度优势，使得美国能够通过层层抵押与杠杆，低成本地撬动其他经济体的资源，从而为美国金融体系源源不断地创造流动性，由此掀起的金融浪潮也如惊涛骇浪一般，不时冲击着全球金融与实体经济。

02 / 全球金融体系及其新变化

过去几十年，我们共同见证了全球金融体系及其制度基础的历史演变。本书对这些演变进行了及时而全面的刻画与探讨，在此，我们先简要呈现一些最主要的变化，以飨读者。

现代货币政策框架

“大浪淘沙去尽，沙尽之时见真金。”在世界金融浪潮的拍打之下，一个对于货币政策框架的最新理解——现代货币政策框架也逐渐成形，水落石出。现代货币政策框架将货币政策与抵押品之间的逻辑紧密联系，由此诞生出了许多创新型货币政策。

以2008年金融危机为分水岭，危机之前，美联储主要采用的是价格型货币政策框架，即重点关注价格变量——利率，通过调整美国的央行准备金以干预市场利率，从而调控社会流动性水平。随着危机时期的量化宽松（QE）政策陆续出台，原体系中很稀缺的准备金在危机后逐渐增多，从而使准备金需求曲线由向下倾斜的形状转变为更加水平的形状。除此之外，短期政策利率的不断下降以致触及零下限，也使得价格型货币政策逐渐失灵。于是，美联储开始寻求新的数量型货币政策框架。与此同时，美国的政策界也日益意识到作为流动性之源——抵押品的重要性。因此，危机之后，数量维度取代从前的价格维度，成为货币政策新的更重要的操作工具，并且越来越受到西方国家的青

睐。以美联储为例，基于长期资产的抵押品效应，通过回购与逆回购，实施量化宽松的货币政策，以达到降低长期利率水平、促进经济增长的政策目标，准备金和银行存款的增加则是其必要的副产品。与数量型货币政策相辅相成的是《巴塞尔协议III》等新监管规则的诞生。这些监管规则聚焦于金融机构的杠杆行为以及资产端的高质量流动性资产（HQLA）的持有情况，同样将数量维度作为其关注的重心。不仅如此，《巴塞尔协议III》还提高了对国债的要求，强调高质量流动性资产，使国债整体变得更加稀缺。国债正是资产负债表资产端的重要抵押品。美联储以这种抵押品思想为基础，实施扩表或者缩表，包括到期时不展期的被动型政策，也包括主动抛售等在内的主动型政策。从根本上看，现代货币政策框架开始更加关注资产负债表，尤其重视资产端的抵押品。作为“世界的中央银行”的美联储，也已从原先体系中的最后贷款人，转变为如今的做市商（dealer of last resort）角色。

然而，天下没有免费的午餐，对货币市场的监管在实际上增加了流动性创造的难度。在金融危机之后，《巴塞尔协议III》等对于货币市场的监管规则强调具有安全性的高质量流动性资产，限制私人市场的抵押品，导致金融市场融资成本上升，流动性创造变困难，从而在整体上可能导致金融市场运行的低效——这是金融体系所付出的代价。此外，这些监管也伴随着另一个副作用——安全资产变得更加关键，而国债正如前文所述是一种重要的安全资产——因此，在国债市场出现任何风吹草动之时，这些涟漪将很容易沿着水面传播开来，不断交融、放大，可能致使在金融体系内发生其他连锁问题。

全球经济虽波诡云谲，与国际货币体系相适应的新的货币政策框架日渐成形。美联储的调控力显然已经超越了美国国界，通过货币互换等多种渠道为全世界提供着流动性，展现出了美国货币政策向全球延伸的巨大影响力。其中，美国国债是最重要的流动性之源，具有很强的流动性，在世界范围内被广泛接受。美国财政部以国债形式创造货币，为机构投资者提供了一种储存大额资金的方式；美联储喜欢通过购买国债来实施量化宽松的货币政策。我们可以看到这样一条路径：

央行创造货币，而后政府用这些钱直接补贴居民。这一点有助于我们厘清财政政策和货币政策之间的关系。

理解现代经济体通货膨胀的一个重要视角也离不开国债。美国通货膨胀的原因之一与政府发行过多国债，而政府又直接用其补贴居民有关。事实上，国债和央行创造的货币是一种外部货币

(outside money)，这有别于商业银行创造的内部货币

(inside money)，前者能够导致通货膨胀而后者则不会。相较而言，商业银行虽然也能够进行信用创造，但其资产负债表两端要相互匹配，并且与实体经济联系起来，从而使得它创造的信用不会导致通货膨胀。比如银行借钱给苹果公司，而后苹果公司会生产苹果手机。如果商品和服务是通过美联储直接印钞补贴居民而得以被购买，这种信用创造则会引发通货膨胀。

“他山之石，可以攻玉”，本书给我们的最大启发在于，中国的货币政策框架正面临挑战，各界必须重新审时度势，有所作为。一方面，利率是重要的宏观经济变量，利率市场化是经济和金融领域最核心的改革之一。改革开放以来，中国一直在稳步推进利率市场化，建立健全由市场供求决定的利率形成机制，中国人民银行也逐步构建并完善了自己的货币政策工具箱以引导市场利率。经过近30年的持续努力，中国已经形成了短期货币市场中以常备借款利率 (SLF) 为上界、央行对金融机构存款利率为下界、以逆回购利率 (RD007) 为目标利率的短期政策利率和利率走廊机制，并在中期和长期分别通过中期借贷便利 (MLF) 和贷款市场报价利率 (LPR) 对市场利率发挥方向性和指导性作用，而其中大多数工具都是基于作为抵押品的特定资产。总的来说，中国已经基本形成了基于回购交易或抵押品的数量型货币政策框架，这与美国货币政策框架的变动基本一致。从全球金融体系的角度看，如今货币体系要求有更安全的高质量流动性资产，使得安全的抵押品更加稀缺，因此新的体系在提高系统安全性的同时，也会伴随金融体系流动性创造成本的提高，而影响金融市场的效率。另一方面，从基础货币创造的角度看，2014年前，中国的货币创造中超过90%的基础货币发行是基于外汇占款；此后，中国人民银行启用了新的货币政策来代替外汇占款发行货币，开始接受国内的公司债、国债等来创

造基础货币。中国货币政策体系如何重构、中国国债扮演何种角色、如何以中国国债为抵押创造货币，这些都是非常值得思考的话题；而这本书中的美国经验，为我们提供了思考与探索的方向。

抵押品逻辑：影子银行与回购市场

随着数量维度逐渐成为中央银行货币政策关注的焦点，在全球金融市场尤其是货币市场中，抵押品的流动性创造功能亦愈发重要。在抵押品框架之下，各种工具将不同市场参与者相互连接在一起。例如，中央银行实施的资产购买计划和逆回购，金融机构间的回购与主经纪商业等交易形式。此外，国际金融市场中的外汇掉期业务作为外汇交易的主导方式，本质上也是一种国际版的回购，它用本币作为抵押品借外币，无疑也是一种对抵押品逻辑的运用。

“抵押品”是现代货币体系与金融大厦的基础，已成为理解全球金融市场和经济运行的重要视角。任何经济体都需要足够的抵押品以维持其正常运行。在这些抵押品中，有一部分比如国债等，可以由政府来提供；而另外一些，比如企业现金、回购协议以及银行信贷，则可以由私人部门提供。新兴市场经济体和发展中经济体往往面临相对而言更为严重的抵押品短缺问题，因此，它们通常会持有大量美国国债以及AAA级安全资产作为抵押品。正如前文已提及的，国债作为机构的“货币”，可以作为一种安全资产，提供给金融相对不发达的经济体。这些经济体及其银行希望持有更安全的债，而美国国债就是一种理想选择。一般意义上讲，若某一经济体抵押品不足，它可以在国际金融市场购买其他经济体“生产”的抵押品。事实上，安全资产（抵押品）短缺正是近20多年全球宏观经济的重要问题。

面对抵押品短缺的金融体系，美国证券化市场和影子银行系统蓬勃发展——崛起的影子银行为全球经济带来了更多的安全资产，以满足世界各经济体尤其是金融不发达的经济体对于金融资产的巨大需求。正是由于美国国债的稀缺性，为了填补安全资产的空缺，私人部门开始创造并提供安全资产，而这使得影子银行成为现代金融体系中不可忽视的部分。

影子银行作为非银行金融机构的主要载体，通过回购市场、正式金融体系与美联储建立起千丝万缕的联系。影子银行资产结构复杂，嵌套程度高，是金融体系中的中介而非货币创造者，它的基础商业模式是利用短期贷款去投资长期资产。影子银行涵盖了大量不同类型的金融机构，包括一级交易商、货币市场基金、交易所交易基金、住房抵押贷款性房地产投资信托基金、私募投资基金和证券化工具等。

然而，2008年美国爆发的金融危机正是源于雷曼兄弟倒闭所引发的影子银行挤兑；在历史长河之中，这次金融危机可以看作私人部门“制造”安全资产所经受的一次挫折。尽管如此，影子银行的影响依然持续存在并值得关注。

不仅是影子银行，各类非银行机构在金融稳定方面的重要性也正越发受到全世界的重视。包括公募基金、养老金在内的这些非银行机构，正面临像银行挤兑一样的赎回问题，如2022年9月底英国爆发的养老金爆仓危机等。由于债券市场价格下跌，市场中抵押品面临赎回，并形成正反馈；这在短期内造成流动性紧张局面，并引发市场挤兑。许多现实问题，在本质上都可以通过抵押品框架得到解释。

此外，回购市场也为我们理解抵押品逻辑提供了例子。在当下的金融体系中，回购市场与外汇掉期市场共同成为有抵押的货币市场的主要部分。回购市场规模庞大，且对于现代金融体系至关重要。美联储通过回购和逆回购便利工具，成为回购市场上的活跃借款者和贷款者。很多资产通过回购市场才具有杠杆功能，这些金融产品被用作抵押品在回购市场借款。截至2022年底，在中国银行间货币市场中，回购市场已超过90%。实际上，回购市场就是流动性的深层来源，是低成本杠杆的市场。回购市场中的每种资产通过抵押功能而拥有一定的“货币性”，它们的资产价格中包含着这种货币性或者抵押功能的价值。因此，了解货币市场是了解金融市场的基础，金融市场与货币市场是不能互相割裂的。

抵押品框架提示我们，现代金融体系下的货币市场已经脱离了过去单一的利率维度——抵押品或者说杠杆、折扣率已成为货币市场的关键变量，并在全球金融中愈发重要。这一抵押品维度在2008年金融危机

之前是鲜为人知的。在2008年，回购市场的流动性蒸发，影子银行发生挤兑，抵押品折扣率成为主要调整维度；以100美元MBS作为抵押品为例，在2008年之前折扣率很低，而在2008年后，折扣率上升至约45%，流动性随之蒸发。

正如华尔街俗语所言：“抵押品就是货币。”而回购市场进一步打通了抵押品市场与货币市场之间的联系。抵押品可以通过折扣率渠道，转化为货币。在金融危机时，这些抵押品资产变得信息敏感，这印证了金融危机之后，私人抵押品重要性下降的这一调整。而货币是信息最不敏感的，金融危机后，《巴塞尔协议III》对市场流动性提出了更高的数量要求，金融机构将大量美国国债等安全资产封存在其资产负债表当中，进一步加剧了市场中的国债稀缺问题。总体而言，唯有基于抵押品逻辑，方能真正理解现代货币与金融体系。

03 / 关于本书：从美联储视角理解全球货币和金融体系的入门佳作

“潮平两岸阔，风正一帆悬”，抵押品作为流动性之源，逐步演化出的现代金融与制度体系，在世界格局形成的堤岸之间激荡奔涌。湍流之间，新的方向、新的视角得以形成，但许多金融体系新变化都尚未得到主流教科书的总结。非常幸运的是，本书如一缕清风，不仅搭建起了中央银行基础知识的框架，刻画了现代金融市场的运行机理，还提供了现代中央银行以及货币政策运行规律的概括性介绍，助力刚刚踏入金融浪潮的弄潮儿们，见微知著，扬帆远航。

这是一本难得的金融科普读物，语言简洁凝练，深入浅出，风格独特。作者王造博士曾经在纽约联储的公开市场交易室工作多年，并在自己的长期观察中形成了独特的思考与洞见，是少有的真正洞察当今货币和金融体系、并将自己的理解系统成书、与我们分享的人。这本书是作者经验的浓缩，在内容上共分为货币和银行体系、货币市场与资本市场、美联储观察三大部分。作者详细列出资产负债表的各种情形，清楚地展示这个世界经济运行背后的货币机制。本书的架构清晰、系统，读者可以跟随作者的思路，追根溯源，一起解开中央银行与金融体系的深层奥秘。

追根溯源，本书所关注的货币流动性创造与金融体系背后，其实是国家制度。一国制度安排（尤其是法律）会影响各类资产与金融合约的流动性，影响抵押品的创造供给以及被“接受”程度，也影响整个金融大厦的组建、运行与相互协调。本书刻画的“国际货币”美元，正是由世界上最大的经济体、美国强大的军事力量、健全的法律体系以及中央银行（美联储）所共同支持的。金融与货币体系无法离开完善的相关法治建设和国家制度而存在，这从根本上决定了一国是否能够成为全球流动性来源的中心。

具体来看，一国的法律体系会塑造经济体中的抵押品结构，其中的抵押品包括实体经济抵押品（real collateral），分为资产（如房地产）与未来现金流两种；在此基础上，这些抵押品结构会进一步支持而创造出银行贷款、债券等金融合约；这些金融合约进而成为货币市场（回购市场）的金融抵押品（financial collateral），而创造出货币（流动性）。同时，主权国家可以直接创造出国债这种基础性抵押品（也是一种“货币”），其抵押品则是包括国家的税收等方面的国家能力，与一个国家的法治等基础制度也密不可分。可见，法律体系等基础性制度是决定一个国家货币体系、金融结构及其在国际货币和金融体系中的地位的根本因素。

回望过去20余年，中国已经逐渐成长为世界第一的贸易大国，中国货物与服务贸易总额已跃居全球首位；但在国际金融方面，我们仍然有长远的路要走。在21世纪，人民币是否能够成为全球主导货币，中国能否成为一个金融大国？面对这些问题，我们同样需要去追溯流动性之源这一根本性问题。在中国，最近20多年之中，房地产是信用创造和流动性创造最重要的抵押品。然而，中国的抵押品结构过于单一和集中于房地产部门。抵押品局限于与企业内在价值关系不大的土地与房地产，会加剧实体经济对这类资产价格的敏感程度。进而，这些资产价格波动会迅速通过抵押品渠道传递到实体企业，造成企业信贷的扩张或收缩，加剧金融体系的脆弱性和周期性。与欧美等发达金融市场相比，中国以银行信贷为主的间接融资占比过高，以债券市场和股票市场为主的直接融资发展不充分。因此，中国金融体系的结构矛盾突出，银行贷款对房地产抵押品过度依赖，不仅会制约企业创新，

也会催生资产泡沫，积累金融风险，恶化收入分配结构，加剧经济发展的脆弱性。房地产泡沫的本质是一个抵押品稀缺问题。

正如前文所述，中国货币政策框架面临重塑的任务，尤其是要充分发挥国债在其中的作用。在2014年之前的很长时间内，中国90%之上的基础货币发行依靠外汇占款（即主要利用美元外汇作抵押发行货币，这在大国中很少见），使得中国经济存在明显的顺周期倾向：在美国经济联系密切、GDP增速也较高的时期，货币发行就多。而货币发行的顺周期性，容易导致中国经济过热、泡沫化严重。2014年至今，中国央行的一系列新型货币政策工具已充分体现基于抵押品的货币政策优势。例如，中国央行创设了以MLF等为代表的工具，其创造的基础货币基本上弥补和替代了下降的外汇占款。借助这些工具，中国形成了新的基于抵押品的货币政策框架，以对市场流动性进行引导和调控。但是，由于中国国债市场规模相对中国的GDP而言仍然较低，且中国的国债发行缺乏规律性，没有发挥安全资产的作用，长期来看，基于MLF等的基础货币创造模式可能会在未来面临抵押品不足的问题。并且，中国国债的短缺还可能会刺激市场参与者创造和使用“准安全资产”（比如企业可能会增加可作为合格抵押品的债券发行），一定程度上增加了金融市场的风险。因此，中国国债的短缺影响着人民币国际化进程。也是因此，为了提升人民币的国际影响力，提高中国金融市场在国际金融市场中的地位，中国应该抓住历史机遇，尽可能建立一套比较好的国债发行体系。

大国兴衰，亦如潮起潮落。金融是国家重要的核心竞争力，而货币是金融体系的流动性之源。中国作为世界第一的贸易大国如何能成为世界第一的金融强国，成为全球的流动性之源，并影响世界的金融和经济大潮，本书也给了我们很多启发。“好风凭借力，扬帆正当时”，相信读者通过作者系统而全面的框架性介绍，能够更好地理解美元主导下的全球流动性创造和全球金融体系，也能更好地理解中国经济和金融的现在和未来。

中文版序

全球货币体系经历了长久的沉睡，虽然不时也伴随着短暂的急剧变化。在过去的一个世纪中，世界体系从以黄金为基础的英镑转变为以黄金为基础的美元，最后转向了基于法定通货的美元。这些转变是破坏性的，反映了在整个时期中不断涌现的政治和经济冲突。两次世界大战和冷战从根本上改变了全球政治秩序，而全球货币体系必然要适应新的政治现实。美元成为新的全球货币体系的基础，并且在过去几十年中一直发挥着这一作用。

美元体系的非凡之处在于它的影响远远超出美国国界，触及世界经济的方方面面。在美国境内外，美元被美国人和世界其他国家人民创造与接受。美元被用于进行大部分全球贸易，绝大多数外汇交易都用美元进行。近三分之一的美元银行系统位于美国境外，其中包括中国各银行持有的1万亿美元资产。美元的影响范围之广是其他任何货币都难以企及的。

居于美元体系中心的是管理该体系的美联储。美联储设定美元的短期利率，在危机时期是世界上最后的美元贷款人。美联储的决策沿着美元体系的传导影响着世界各地的投资者和实体经济的参与者。例如，因为世界各国许多公司以美元借贷，所以美元利率的变化直接影响着这些国家的经济状况。因此，各国央行和投资者必须密切关注美联储的决定。这使得美联储成为世界上最重要和最强大的金融机构之一。

美元的主导地位既是美国的一种特权，也是一种限制。美国能够进行大规模赤字支出而明显只遭受有限的副作用，也可以将其货币体系武器化，从根本上切断整个国家与全球贸易的联系。然而，美国如果不积极地参与外国金融市场，将无法控制美国的国内利率。这种权衡对于任何寻求在全球货币体系中发挥更大作用的国家而言，都是必须考虑的众多决策之一。