

【" 国际经济金融形势 " 专题】

陈卫东：国际金融协调制度之痛

刘 珺：祛魅全球金融资本主义

向松祚：如何防范和应对卷土重来的全球金融危机？

王永利：全球性有效需求不足将给传统经济理论和宏观政策带来极大挑战

王 毅：全球可持续发展进入 2.0 时代

【IMI 研报】

张超、张家瑞：2015 年 11 月中国经济金融形势评论

【IMI 研报·人民币国际化报告 2015】

系列三十一：区域货币使用促进区域经济合作

系列三十二：欧盟的经济一体化进程



IMI 顾问委员会

(以姓氏拼音为序)

Edmond Alphandery

Yaseen Anwar

Steve H. Hanke

李若谷

李 扬

Robert A. Mundell

潘功胜

任志刚

苏 宁

王兆星

夏 斌

IMI 学术委员会

主任委员：陈雨露

委员（以姓氏拼音为序）

贲圣林、曹彤、陈卫东、丁志杰、Robert Elsen、郭庆旺、胡学好、纪志宏、焦瑾璞、金煜、Rainer Klump、Il Houn Lee、刘珺、陆磊、David Marsh、Juan Carlos Martinez Oliva、Herbert Poenisch、瞿强、Alain Raes、Alfred Schipke、Anoop Singh、Wanda Tseng、涂永红、王永利、魏本华、向松祚、宣昌能、张杰、张晓朴、张之骥、赵海英、赵锡军、周道许

IMI 管理团队

所 长：张 杰

联席所长：曹 彤

执行所长：贲圣林

副 所 长：向松祚 涂永红 宋 科

中国人民大学 国际货币研究所简介

中国人民大学国际货币研究所（IMI）成立于2009年12月20日，是专注于货币金融理论、政策与战略研究的非营利性学术研究机构 and 新型专业智库。研究所秉承“大金融”学科框架和思维范式，以“融贯中西、传承学脉、咨政启民、实事求是”为宗旨，走国际化、专业化和特色化发展道路，在科学研究、国际交流、科研资政以及培养“能够在中西方两个文化平台自由漫步”的国际金融人才等方面卓有成效。

Established on December 20, 2009, International Monetary Institute (IMI) is a non-profit academic institution and think tank focusing on research on monetary finance theory, policy and strategy. Taking the discipline framework and thinking model of “the General Theory of Macro-Finance”, IMI follows the principle of connecting East and West, linking up academic studies, serving government and public, and seeking truth from facts. Aiming to build a world-class think tank focusing on the studies on international financial theory, strategy and policy in an international, professional and featured approach, IMI has been proved very fruitful in promoting academic exchanges, serving society, facilitating practices of financial reform at home and abroad and facilitating cultivation of financial talents “who are able to flexibly move between the East and West cultural platforms.”



IMI

更多精彩内容请登陆国际货币网
<http://www.imi.org.cn/>



国际金融协调制度之痛

陈卫东¹

自从美国 2014 年 10 月退出量化宽松政策以来,美联储加息成为全球市场的热议话题,它俨然成为影响全球经济发展的达摩克利斯之剑。近一年来,尤其是 2015 年 8 月以来,美国加息临近的猜测和传言更是引发了全球金融市场的动荡,大量资本从发展中国家流出。全球多个国家的货币竞相贬值,至 2015 年 9 月 7 日,巴西雷亚尔、哈萨克斯坦坚戈、土耳其里拉等货币较年初贬值 20%以上,新西兰元、澳元、智利比索等十多种货币贬值 10%以上(人民币较年初贬值 3.8%)。股市出现大幅波动,至 2015 年 9 月 7 日,希腊综指、印尼综指、新加坡海峡综指、马来西亚综指等近十个国家较年初出现了 10%以上的降幅。全球经济大有再陷危机之势。有些人断定这是全球经济进入新的“七年危机周期”的迹象。

美国经济对于全球的重要性是毫无疑问的。作为美国国内宏观调控政策的一种选择,在经济好转时,货币政策适当收紧,这对经济的长远健康发展未必是坏事。然而,美国政策变化却引起全球如此敏感的反应,恐怕是历史少见的。

过度的市场反应只是表象,折射出的问题则是,全球经济发展动力不足,由此导致全球经济金融脆弱性在增强。从另一个方面说,在当今全球经济金融联系日益紧密的情况下,全球经济金融运行的规则却软弱无力,制约了经济发展,建立新的国际金融协调制度极为迫切。

全球经济金融脆弱性在加深

全球经济金融联系越来越紧密,敏感性也越来越强,这源自全球经济金融的脆弱性。从近十年的发展看,引起各国经济金融波动的因素不仅仅局限于各国国际收支的不平衡、债务的积累或是金融机构的不健康,也包括相对单一的经济增长方式等。全球流动性过剩及其逆转,以及在此过程中全球资本流动的大进大出,

¹ 陈卫东,中国人民大学国际货币研究所学术委员、中国银行国际金融研究所常务副所长

导致当今国际金融市场异常变动。全球经济金融脆弱性加深表现在：

第一，经济周期问题的积累及危机处理政策的后续影响。各国经济摆脱不掉周期发展的规律，全球经济也是如此。不平衡的过快发展会成为后一阶段经济减速的前奏。在上一轮高速发展之际，以石油、铁矿石等为代表的大宗产品价格飙升，造就了一些资源国家的过度繁荣，其价格回归，自然会导致 GDP 的下滑。

大宗商品价格过高同样是一种泡沫，如同房地产和股票泡沫一样。此中既有需求的推动，也有金融投机的推动。尽管高价对资源出口国带来财富效应，但也带来了社会财富的畸形分配、畸形消费以及资源的过度开发问题。大宗商品涨价过度后的回落，符合价值规律。其实，回归正常价格是对全球消费者的福利。但其大幅度的回归，所造成的冲击和影响是巨大的。特别地，当一国经济发展过度依赖大宗商品出口时，它会变成新的脆弱型国家。

不合理的治病用药会在相当程度上改变一个人的体质，甚至会产生严重后果。2008 年国际金融危机有类似情形。危机过后，主要国家采取了量化宽松政策，通过大量注入流动性纾解市场萎缩。全球货币超量供应，引起流动性过剩。当超量货币供应不能推动实体经济发展时，它只会带来通货膨胀或者资产泡沫。到目前为止，大多数国家还没有出现通货膨胀，过剩的流动性推动股票等资产价格的快速增长，如从 MSCI 全球成长指数看，其在 2015 年 7 月 20 日曾升至 235.6，为历史最高点。虽然欧元区、日本经济复苏不稳，但股市增长较好（即使经历了 8 月份的调整，截至 8 月 26 日，法国 CAC40 指数、德国 DAX 指数和日本日经 225 指数分别较年初上涨 5.3%、2%和 6.8%），脱离同期 GDP 的表现。新兴经济体的股市也与经济基本面存在背离现象。全球股市在近两年的上涨更多不是由经济基本面推动，而是与美国、欧洲、日本的量化宽松政策和大多数国家的货币宽松政策推动的流动性过剩不无关系。

在 2008 年国际金融危机中，发达国家金融机构处于风暴中心，很多机构因为高杠杆和过多的次贷资产投资而出现巨大的亏损。这些金融机构大部分仍在恢复元气的过程中，已经恢复元气的机构也还处于业务调整过程中，盈利能力仍待提升，因此，对市场的变化承受力不强。随着各国金融监管的加强，金融机构去杠杆化趋势明显，贷款增速明显下降，对经济的推动力减弱。

第二，全球经济增长乏力、复苏不稳导致市场信心不稳。2009 年后，美国



经济率先开始复苏，英国等随后跟上。但是，欧元区受债务危机拖累，经济复苏缓慢，至今仍受制于希腊债务危机的羁绊。日本经济依旧低迷，“安倍经济学”效果不彰。由于全球最主要的经济体增长乏力，百年一遇的大危机阴影未散，市场情绪非常不稳。

第三，全球虚拟化联系的加深。全球经济联系越来越紧密，但反映实体经济联系的贸易增长并不高。1990~2007 年，全球按汇率计 GDP 年均增长 3%，2008~2015 年（2015 年为预测数）GDP 年均增长约 2.1%。1990~2007 年全球国际贸易增长 6.9%，2008~2015 年平均增长约 3.1%（2015 年为预测数），过去一年，全球贸易增长降为 1.2%。贸易增长乏力，对全球经济增长拉动作用大幅下降。从对外直接投资（FDI）看，1990~2007 年，全球 FDI 年均增长 17.2%，2008~2015 年则为-3.3%。

危机后的紧密联系更多体现在资本流动的方面。由于全球流动性过剩，资本在全球不断寻求投资、套利机会，国际金融危机后，短期资本流动数量更大，更为频繁。据国际金融协会（IIF）估计，每年流入和流出新兴市场的私人资本从 2000~2002 年的平均 1000 亿美元上升到了 2010~2014 年的平均 1 万亿美元以上。2013 年末，全球未平仓的衍生品名义价值规模达到了 710.6 万亿美元，为全球 GDP 的近 10 倍。实体经济之外的金融联系在不断加强，这种虚拟化联系的脆弱性是不言而喻的。

从各国市场变化看，最近一段时间全球股票市场和汇率市场的联动明显加强，但这种联动似乎更多是基于市场情绪，而非由实际经济数据决定。各国脆弱性指标正在发生变化。巴西、南非、土耳其等国外债、短期债务等指标都处在安全范围内，甚至于财政赤字问题也并不突出，但它们依然成为当前比较脆弱的国家。除了因为大宗商品价格下降的冲击外，资本的流动是重要推手。在互联网时代，各种信息快速传播，负面信息很容易演化为看空市场的抛售行为，一国政策释放的信号，很容易被各种参与主体进行不同的解读，形成冲击市场的巨大力量。

全球经济发展正处于新的转折点：需要新的发展动力，也要寻找新的平衡状态。发达国家没有担当起经济增长动力的能力，一些发展中国家因为新的脆弱性而面临巨大的外部冲击风险。

作为金融市场价格信号的重要基础，货币政策的调整对一国金融市场可以快

速产生影响。对于大国来说，这一调整可能会引起全球反应，如同近期美国加息传言对全球股市、债市、汇市及短期资本流动造成的影响。由于时滞原因，货币政策对实体经济的影响可能要在半年以上才能显现出来，同时这种影响可能还是衰减的。在此情况下，仅仅寄希望于通过货币政策的调整解决各国经济发展的问题，进而解决全球经济发展问题是不现实的。

国际协调制度难以建立

国际经济金融形势需要更有效的国际协调方式，但是，到目前为止的多边制度建设还不能适应新形势需要，所聚焦的政策建议都不是立足于解决当前最突出的问题。

全球经济增长缺乏动力，包括发达国家在内，经济复苏不稳，经济发展也有各种长短期问题，这表明全球并没有完美的发展模式。但是，一些国家总愿意把问题归结到他国的发展上。全球舆论也总是以发达国家的模式为最优范本来评判各国尤其是新兴市场经济体发展面临的问题，并以此作为讨论协调规则的重要依据。但这种依据是不具有说服力的。

现行的市场规则没有为全球经济恢复创造好的条件。国际货币体系并不能监控到全球流动性水平，对全球资本的无序流动，也没有好的对策和措施建议。全球过剩的流动性和资本的无序流动是造成资产泡沫和冲击汇率市场、各国金融市场的主要力量，是一些国家经济脆弱性的重要根源。

国际货币体系规则的完善难以推进。近些年来，改革国际货币体系规则的呼声很高。但是，由于某些大国的阻挠，一些改革方案如提高发展中国家在国际货币基金组织的份额和投票权等，迟迟不能获准通过。不过，即使新的方案能够通过，似乎也不能解决现今全球发展的基本问题。比如，全球通用的货币还是少数国家的主权货币，它首先是由该国国内经济状况决定，而不会考虑国际市场发展的需要。非主权货币如 SDR 缺乏坚实的信用基础，而且，其数量与现实的市场需要也是脱节的。目前，SDR 数量只相当于全球 GDP 的 0.3%，全球贸易的 1%，全球国际储备的 3%。

国际货币基金组织解决各国危机的能力是有限的。它对每一国家的救助都是有限的，条件还比较苛刻。而它所推行的简单市场法则似乎也并不可靠。各国经



经济发展差异很大，靠 IMF 的局外判断，要提出比较完备、可靠的方案并非易事。

IMF 永远是不知道各国具体发展情况的“场外指导”。

2008 年国际金融危机后，全球多边协调有所加强，但效果仍不明显，如 G20 峰会既没有规范的运作，也没有合理的约束规则，因而它不能成为解决全球经济问题的有效机制。

持久的协调机制是在各方平等的基础上形成的，而当前国际新秩序的形成被理解为新兴势力对传统大国的挑战，传统势力则想办法抑制新兴势力的兴起和在国际舞台上的发言权，延滞了新秩序的建立。

总体来看，当今国际金融市场发展无序，协调机制力不从心。经济学理论在讨论一国经济问题及调节政策时认为，一种目标需要一种政策手段。面对如此复杂的市场环境，面对各国复杂的发展情况，如何建立与之相适应的国际金融协调政策体系及工具，是一项巨大的挑战。

努力推动国际新共识的形成

要建立新的协调机制，需要对全球经济发展核心问题有清醒的认识，而且，对基本发展思路要达成共识。

第一，更加综合、更加全面地分析和判断各国经济发展面临的问题和困难。全球经济发展的动力来自于各国生产能力和消费能力的形成。各国总是在其比较优势的基础上，形成可持续的发展模式。如果各国不能找到适合于自身资源禀赋基础的发展之路，则任何政策建议都不具有持久的生命力。国际协调制度应该从这样的视角看全球经济金融发展，并且按此原则帮助各国寻找到合适的答案。

2008 年国际金融危机以来，理论界和多边组织最热门的说法是，要推动结构化改革，这差不多是各国经济发展建议的中心词。实际上，各国经济发展面临的困难和障碍并不相同，其具体措施和政策自然应该有差别。如果不能从一国经济发展的基础和发展历史来分析问题，将极大地限制对一国真实情况的把握。国际多边协调机制应该抛开意识形态，客观地分析、总结各国在比较长时期内经济金融发展的经验教训。在此基础上，形成对经济发展模式纠偏的建议。

第二，从平抑周期发展的角度推动新的规则出台。全球经济如果不能平抑周期性发展变化，则很难找到解决问题的办法。经济周期发展导致全球经济高峰和

低谷的出现。高峰与低谷互相强化，合理的宏观调控政策可以起到一定的抑制作用。全球投资及生产、资源和资产价格的周期性波动影响了全球经济的平稳发展。如果能较合理地评估产量及价格的过度偏离，采取适当的抑制措施，可以使国际协调机制发挥作用，避免危机发生。

如对于单一资源发展的国家，应该积极支持鼓励其经济结构的调整，同时，对大宗商品的价格，形成一定的国际协调机制，尽量避免资源价格虚高增长(特别是加强对金融投机因素的限制)；推动资源输出国建立平抑基金，利用高价格时的高税收，建立社会发展基金，在低价时加大对社会发展投资，起到平抑经济周期影响的作用。

第三，形成推动增长的共识。各国为解决其贫困状况、就业问题、环境治理问题所付出的努力，应该受到全球的尊重和支持。国际协调推动的政策措施应该高度重视各国为推动生产能力的形成和生产方式的进步所做的努力，并提供有效的措施支持。如果抛开这一根本点，孤立地讨论金融政策、贸易政策及相应的制度安排，则很难达成共识，也很难推动协调政策的落实。

国际金融协调机制完善的方向

国际金融制度的建设和完善是国际协调机制建设的重要组成部分。国际金融协调制度变革方向的出发点应该是推动全球经济发展新动力的形成。抛开经济发展研究金融发展是找不到解决问题的答案的。国际金融制度应该有利于推动全球资金流向各国生产能力形成的领域，有利于各国经济发展的资金筹措，有利于保证各国金融市场的平稳发展。

从目前形势看，国际金融协调制度建设应该兼顾以下几方面的问题：

第一，监控资金平衡问题，即从全球供求平衡状态看，既能促进有效生产，又要避免流动性泛滥。国际金融制度要监控国际金融市场交易的有效性，既要平稳运行，又不至于过度脱离实际。有必要构建更加合理、有效的资本管理政策框架。从近二十年的发展经验看，简单地放松资本管制，形成纯粹的自由市场，是一种理想的理论状态，很难成为现实中平稳运行的最优状态。为了提高国际金融市场的运作效率，需要对一些交易规则进行完善。当前的国际金融协调制度对新技术应用和金融产品创新系统性影响前瞻性不够。对金融机构的全球跨界运作溢



出效应的分析和监控不够，而这些微观机理是改变全球金融生态的力量。

第二，结合各国经济平衡状态看待国际收支的不平衡。各国经济的平衡包括产业结构平衡、区域发展平衡、财政收支平衡、国际收支平衡等多个方面。国际收支的失衡是反映国内经济发展不平衡的一个方面，不是全部。在一定程度上，也是各国一定历史阶段中积累的生产方式运行的结果。因此，各国经济发展存在的薄弱环节和症结，远不是国际收支平衡的政策建议就能解决的。

第三，强化国际货币基金组织对成员国应对危机的支持能力。应该建立快速反应的机制，以解决现实危机为使命，但不应简单地、强制性地对各国持久发展的制度安排进行改变。如何建立有效的危机救助机制和推动被救助国支付能力的形成，是国际货币基金组织的重要课题。

第四，国际金融制度应该倡导包容式发展，如对各国发展道路选择的支持和相互理解。在当前的形势下，全球经济很难单独靠一个国家提供发展的动力。因此，国际金融制度应该支持各国寻求经济发展道路的努力。新的国际规则应该有利于各国协同起来，共同解决当今面临的发展问题，而不是采取种种措施抑制他国的经济发展。

祛魅全球金融资本主义

刘 珺¹

松祚兄《新资本论》切中肯綮，直指全球金融资本主义，手笔大，角度新，思考深，辨析强。身处“新经济”，如何定义所处时代的特征，如何完成身份认证，是一项极其复杂的工作，学界业界观点林林总总，其中亦不乏执牛耳者的“黄钟大吕”。而《新资本论》蹊径独辟，聚焦于全球金融资本主义，概念化之，分析之，解剖之，并祛魅之，读后不禁大呼过瘾。书中提及“全球金融资本主义重塑了全球产业模式和产业分工体系”，与我曾发表的一篇文章异曲同工，特摘录原文如下，权作他山之石。

比较优势无“竞争”

理论的适用性是有边界的，其成立亦有严格定义的前提条件，理论本身不是目的，重在指导实践，解读和运用理论的“锚”只能是人类的实践活动，因此，就字面理解理论，就原意诠释理论，结果便是患上认识论的“幼稚病”。另外，不可否认理论有一定的时代性，而社会科学理论往往又兼具利益表达的功能，不同的利益导向驱动不同的理论解读和运用。现以比较优势（comparative advantage）理论为例。

（一）国家至上的“嫁衣”

从历史观和时代性进行分析，比较优势理论是英国重商主义之后，另一种“国家至上”的阐述。

重商主义。产生于西欧封建制度解体和资本主义生产方式发展的初期，其核心思想是通过国家的力量以维护本国在贸易上的优势，极大化贸易顺差、财富净流入，本质上是带有“原罪”的国家保护主义，更是贸易保护主义的渊薮。

亚当·斯密的绝对优势。其核心思想是在国际贸易中一国应发展生产成本绝对低的产品，出口换取生产成本不占绝对优势的产品，从而使各国资源均得到

¹ 刘 珺，中国人民大学国际货币研究所学术委员、中国光大集团股份公司副总经理



最有效利用，并从相互贸易中获益。该理论在行动上推动了英国工业产品霸权主义。

大卫·李嘉图的比较优势。该理论在绝对优势理论的基础上，提出了比较成本贸易的概念，认为一国应生产机会成本低的产品，以生产率的差异确立比较优势并在贸易中获利。在绝对优势理论下，先进国家不会与落后国家贸易，而在比较优势理论下却可以相互贸易，实质仍然是推行早期集体工业霸权，并促使落后国家打开大门，保证英国的国际贸易利益最大化。

18 世纪—19 世纪是英国工业革命强盛时期，英国的利益广布海外乃至全球，以长远维护国家利益计，客观上需要“思想的武装”，比较优势理论应运而生。那么，在形而上的华丽嫁衣下隐藏着哪些“真实的谎言”呢？

（二）理论祛魅

比较优势理论不仅是英国工业资产阶级的发展指南，也是其国际贸易理论的一块奠基石。对先进国家的意义不言自明，对落后国家是否裨益有加呢？国际贸易实践表明，比较优势战略的实施并不能改变发展中国家的落后局面。

1、比较优势理论中并无“竞争”一词

若将比较优势理论误读为成本比较优势向国际贸易整体竞争能力的转化，那么代以“比较竞争优势”的名称并无不可，其实后者的出现频率远高于前者，甚至一度混淆了该理论的“学名”。客观现实是，比较优势理论重在分析国际贸易中成本等要素的比较优劣，进而指导贸易政策的制定，并没有勾画出比较优势自然演变为竞争能力，更没有推论出比较优势就是比较竞争优势。

在比较优势理论指导下，各国只要安守现状，将生产成本、自然资源的相对优势最大限度地发挥，自然能将国际贸易这个蛋糕做大，但结果却导致国际贸易福利的不均衡分配，落后国家付出高消耗等成本，只获得了低附加值，而先进国家则坐享低投入、高收益，结果是落后国家在竞争力上依然徘徊不前，无力与先进国家抗衡。从 2011 年各国竞争力排名可见一斑（详见表 1），发展中国家的综合竞争力和西方发达国家存在很大差距。从比较优势的逻辑推演出去，只要一个国家、企业甚至个人把握好其生产成本或者资源禀赋上的比较优势，就能有效地转化为市场需求，“靠山吃山，靠水吃水”，就像我国改革开放早期浙江、东莞等，但结果是否如理论描述的双赢呢？

表 1 2011 年部分国家竞争力指数排名

国家	总指数		分类指数					
	排名	数值	基础设施		效率增强		创新与成熟度	
			排名	数值	排名	数值	排名	数值
中国	26	4.9	30	5.33	26	4.7	31	4.15
巴西	53	4.32	83	4.33	41	4.4	35	4.02
南非	50	4.34	85	4.32	38	4.44	39	3.93
印度	56	4.3	91	4.25	37	4.46	40	3.92
俄罗斯	66	4.21	63	4.61	55	4.19	97	3.24
科威特	34	4.62	34	5.25	67	4.05	66	3.51
泰国	39	4.52	46	4.88	43	4.38	51	3.75
墨西哥	58	4.29	67	4.59	53	4.21	55	3.65
发达国家								
美国	5	5.43	36	5.21	3	5.49	6	5.46
日本	9	5.4	28	5.4	11	5.19	3	5.75
英国	10	5.39	21	5.6	5	5.43	12	5.17
德国	6	5.41	11	5.83	13	5.18	5	5.53

数据来源：世界银行，国家统计局

2、科技外生与全球竞争格局固化

在推行比较优势战略时，发展中国家按照要素的机会成本和低附加值初级产品成本优势，确定本国在国际分工中的位置。这样发展中国家与西方工业国之间形成了一个“经济循环系统”：西方工业国组织要素、输出技术，生产出的产品占领海外广阔市场，而拥有成本优势的海外各国为工业国源源不断地提供廉价生产要素。从比较优势理论看，该循环系统堪称“完美”，通过世界范围的要素整合，实现产出最大化、成本最小化，进而增进了总体社会福利，似乎是“帕累托最优”。该系统中发展中国家技术靠引进、模仿，工业国却严防先进科技的扩散，科技的外生阻碍了导入、吸收和深化，比较优势战略的实施固化了这种国际分工，以发达国家（主要是美欧）为轴心，低端的永远低端，高端的永远高端。

另外，比较优势战略由于过分地强调静态的贸易利益，而忽视了贸易的动态利益，即国际贸易对产业结构演进、技术进步以及制度创新的推动作用。长期执行单纯的比较优势战略会阻碍一国的产业结构升级，对低成本生产要素的依赖催生了发展惰性，加之环境成本是跨代际的，现在的生产者和获益者并不一定承担应有的成本，何况环境的价格符号化很难精确，因此处在国际分工最低端的发展



中国被动加主动地焊接到了产业链的原有位置，以巨大的投入换取微薄的现实利益，人为压低国民的福利，甚至可能殃及子孙。

3、审视比较优势理论的假设前提

比较优势理论发端于产品近乎同质的时代，比较优势直接体现在价格和数量上，在当时背景下对国际贸易的形成有较强的解释力。而作为其假设前提的“市场完全竞争”和“规模经济不变”与现实情况相去甚远。20 世纪 90 年代以来，全球经济发生了巨变，规模经济与技术进步成为影响国际贸易的重要因素。新材料对传统生产要素形成替代；新技术对密集型劳动生产形成替代；且以自然资源为中心的分工体系逐渐被以知识技术为中心的国际分工体系所代替，尤其进入 21 世纪，智力资源与科技进步成为国家分工和国际贸易的决定性因素。简言之，比较优势理论的前提假设与现实不符，即便元理论有涉及竞争的内容，到如今也徒有其表了，切莫坠入“比较优势陷阱”。

4、无竞争的比较优势最符合谁的利益？

亚当·斯密和大卫·李嘉图之后，英国很好地继承并发扬了这一理念，面对拥有生产要素比较优势国家的逐步“醒悟”，英国不惜动用武力在全球范围内继续推行比较优势贸易，以期维护既定利益格局的“经济循环”。比如，17 世纪到 20 世纪期间，英国对拥有丰富、廉价生产要素和广大市场的东方进行残酷的殖民扩张与统治，最大限度地打压这些国家的民族产业。正是这无竞争的比较优势贸易极大地掠夺了东方的资源，遏制了东方发展，延续了英国的繁荣，同时，这种贸易模式的长期推行，在东方人心目中逐渐形成了西方先进与东方“低人一等”的强烈落差，这种文化和民族心态上的负面影响若置入理论评估的方程式，正负的天平会更倒向发达国家。

（三）历史陷阱与现实沼泽

在历史演化过程中，盲从比较优势战略并寄希望从这个“经济循环”中立国、强国者甚众，但成功者寥寥，教训却不少。

1、阿根廷：“农本”之误国

阿根廷在 20 世纪初被誉为“世界的粮仓和肉库”，人均 GDP 排名前列，高出日本一倍。一直到 20 世纪 30 年代，国际分工处在关键期，阿根廷成为拉美国家中最早制定应对经济全球化发展战略的，但却误判比较优势，视农牧业为核心

竞争力，倾全国之力于国际初级产品市场。阿根廷作为初级产品供应地、低端制造业的生产地区和工业品消费国与欧洲建立了联系，其国策更强化了这一国际分工格局，结果是阿根廷经济高度依赖于欧美，导致经济体系周期性危机频发。显然，在这个模式下欧美工业国攫取了高额利润，阿根廷靠牺牲本国资源、市场仅获得了微薄回报，一旦欧美发生经济危机，需求减弱，阿根廷国内生产必将中断，引发负债急升，出发债务违约。除政治混乱的因素外，迷信古典经济学的比较优势理论，恪守“农本”的“非工业化”的道路使“即将进入第一世界的第一候选国”（世界银行的预测）滑向了“第四世界”。

2、石油国家

另一个极端案例是石油国家。在西方主导的国际分工体系中，海湾及拉美等国家拥有丰富的自然资源，这些国家以本国石油资源“富国”，沉溺于石油美元，丰富低廉的能源除创造出炫目的人均 GDP 外，也为西方工业国后工业化时期的科技创新提供了资源保证。小利在石油国家，大利却落入发达国家口袋，更不必说长远之利。借助资源类产品在财富上提供的“窗口机会”，石油国家若不能实现经济转型、政治革新，若不能实现国际分工链条上的位置提升，最终难逃“荷兰病”之命运。

简言之，西方主流所倡导的“比较优势”的贸易模式看似“完美”，但安于这个国际分工体系的所谓强国也只是一个“梦”。农牧产品、“石油美元”在眼前确实为这些国家带来了巨额财富，但挖完了“金矿”或许前方就只剩下无尽的沼泽地了。

（四）敢问路在何方？

国际形势变了，理论亦须发展，在现行的国际分工体系下扬长避短和跨越发展，着力点在竞争力，而且是核心竞争力。对中国而言，不同的发展阶段必须有不同的战略，但需要注意的是，任何阶段不仅要依托比较优势，更要找到并培育核心竞争优势。

数据显示（表 2），截至 2010 年中国的制造业增加值全球第一，但从制造业增加值构成看，附加值高的机械制造业增加值占比 24.5%，而日本、韩国、德国分别达到了 37.2%、45.7%和 35.7%，其竞争力虽有进步，但仍有很大差距。

表 2 制造业增加值及其构成

国家	制造业增加值(亿美元)		主要行业所占比重 (%)							
			食品、饮料和烟草		纺织和服装		机器和运输设备		化工	
	2000	2010	2000	2010	2000	2010	2000	2010	2000	2010
中国	3849.42	19061.86	14.39	11.81	11.22	9.98	14.1	24.5	12.0	10.8
日本	10340.92	9702.04	11.43	10.98	3.04	2.15	33.9	37.2	10.4	10.7
韩国	1345.55	2081.42	8.26	6.32	8.00	4.94	41.3	45.7	9.5	7.9
美国	15430	17794.74	13.02	13.59	3.43	2.23	29.7	24.7	11.8	15.2
德国	3924.73	5679.02	8.15	7.57	2.28	1.70	32.7	35.7	9.8	9.9

数据来源：世界银行，国家统计局

1、“出口导向”是对比较优势理论的粗读

在工业化推进初期，受技术、制度等方面因素的制约，发展中国家选择通过技术含量不高、进入门槛低、要素价格低、自然资源富集的比较优势来发展本国工业，用市场换取技术，完成初级产业资本积累、增强国力，其作用不可低估。问题是，该模式得以延续的前提是进口国的需求能够消化出口国的产能，而目前陷入危机的美欧给出的答案恰恰是否定的。客观地讲，苦苦在低端产业链逡巡的“出口导向”经济模式，是新兴经济体融入全球化的一个环节。但固守该模式，除优势渐弱、自然环境恶化外，亦会对科技进步、制度创新形成阻力。

2、“实业强国”是对比较优势理论的反思

国之强大还在实业。沙中建塔的迪拜，过度虚拟化的华尔街，金融虚胖的爱尔兰，以及实业乏善可陈的南欧，经济“去工业化”程度深的国家在危机面前“免疫力”差，而实体经济健康特别是制造业发达的德国却木秀于林，成为欧债危机处理过程中的定海神针。可见，任何国家的强盛，都要立足于实业，虚拟经济的发展可以提升实体经济的运行效率，但不能舍本逐末，任由虚拟经济自我循环，自我实现，自我膨胀，最终自我毁灭，虚拟经济特别是金融业一定要本着“实需原则”，回归服务于实体经济的轨道。

3、“核心技术”是对传统比较优势理论的否定

传统比较优势理论难以解释近现代日本、韩国与美国之间的贸易关系。统计显示上世纪 50 年代，拥有资本优势的美国向日本出口劳动密集型产品，而日本却向美国出口技术和资本密集型产品。为什么出现这种状况？答案在于传统比较

优势理论的技术外生性。纵观欧美国国家的发展史，每一次技术革新都深刻地改变着生产方式、资源配置以及本国的国际分工地位。西方主流的技术封锁，发展中国家的安守，只能是不不断固化全球分工格局，二者发展差距将不断加大。

缺乏核心技术者在竞争中惯用三法：一是压缩成本；二是差别化战略；三是制定和掌握行业标准。现今全球化时代，发达国家、跨国公司仍牢牢掌握着主动，只要将核心技术及规则制定掌控在手中，就能稳固利润的绝大部分。例如PC行业，全球的PC生产商都要向英特尔和微软纳贡，接受WINTEL标准；中国的格兰仕已成为世界最大的微波炉生产商，但关键件磁控管仍然依赖进口。因此，不要片面而强调贸易优势，不要片面强调品牌，在“微笑曲线”的权衡中，科技的笑靥永远强于品牌的“酒窝”。没有核心科技，品牌不可能建立，没有核心科技，任何资源投入、劳动力付出、环境成本都将徒劳。

世易时移，对比较优势理论需要重新认识，传统的比较优势理论中没有“竞争”之元素，更没有全球自由竞争市场建设的意图，只有“廉价”、只有“低成本”、“安于现状”，发展中国家若固守理论陈规，不及时顺应潮流调整经济战略，恐陷入国际分工的低端磁场，坚持技术立国，力争在关键领域、战略产业的核心技术方面有所突破，才能占据全球价值链的重要位置。

以此为《新资本论》作评，一则交差，二则希望引起善思者共鸣。



如何防范和应对卷土重来的全球金融危机？

向松祚¹

去年年底和今年年初，我在多个场合（包括多家电视台）发出两个警告：一是 2015 年全球金融危机很可能卷土重来；二是中国爆发系统性金融危机的可能性超过 60%。

第一个警告基于四个基本事实：其一，全球经济复苏普遍放缓+希腊债务危机将可能诱发全球性债务危机；其二，全球主要中央银行货币政策分道扬镳（美联储加息、欧央行和日本央行及其他许多央行大搞量化宽松），加剧全球投机性资金流动，进一步诱发和加剧债务危机和资产市场泡沫破灭危机（股票市场和房地产市场价格全线下跌），新兴市场国家情况最危险；其三，全球主要央行货币政策分道扬镳、各行其是，加剧投机性资金流动和汇率动荡，汇率危机将诱发和加剧债务危机、股市危机和房地产市场危机；其四，全球经济复苏普遍放缓+美联储加息，加剧大宗商品价格全线下跌态势，反过来进一步加剧全球债市危机、股市危机和经济颓势。因为全球股市里，与大宗商品价格相关的股票板块总市值超过 5 万亿美元，全球债市里与大宗商品价格相关的债券余额近 2 万亿美元，全球近 40 个国家的经济增长和货币汇率与大宗商品价格直接相关。

第二个警告亦基于四个基本事实：其一是我国民间高利贷、担保链、担保圈等各种信贷怪圈愈演愈烈，已经形成系统性金融风险，稍有风吹草动，链条将轰然断裂，多米诺骨牌效应不容轻视；其二是长期依赖负债扩张、产能严重过剩和杠杆率（高负债）极高的制造业和房地产业已经和正在形成大量不良贷款，严重威胁到银行体系资产安全；其三是股市严重背离实体经济基本面快速暴涨（今年年初做出此判断时，股市刚刚进入狂飙期），股灾或大幅回调难以避免；其四是地方政府债务已经形成“堰塞湖”，一旦决堤，后果不堪设想。所幸，今年中央政府连续出台政策，为数万亿地方政府债务展期，算是暂时解除了地方政府债务

¹ 向松祚，中国人民大学国际货币研究所副所长、中国农业银行首席经济学家

危机的“炸弹引线”。当时我没有特别强调的是，随着国际投机资金开始剧烈动荡，尤其是国际资金从新兴市场国家流向发达国家，人民币汇率将承受巨大压力（贬值压力）。而人民币一旦开始快速贬值，将迅速传导到股市、楼市和整个实体经济。汇率危机诱发股市危机、楼市危机和经济危机的概率和速度不容低估。

最近数月，全球股市、债市、大宗商品价格市场、尤其是新兴市场国家的汇率表现、再加上始终象一个幽灵那样徘徊的希腊债务危机，似乎已经印证了我去年底或今年初的判断。

我并非要显示自己有预测经济危机之能力，我根本没有这个能力。我只是想说，种种迹象表明，全球金融危机真的已经卷土重来了！

现在需要深入研究的重大问题是：如何防范和应对已经卷土重来的全球金融危机？尤其是我国国内金融危机一触即发（有人已经将 6 月底开始的股灾定义为金融危机了！），加上全球金融市场之急剧动荡和危机，我们要如何防范和应对呢？

此问题太大，此处分四点，先说个大概。

如何稳定股市

这是目前当务之急。股灾已经重创投资者信心，从近两个月的情况来看，救市并不成功，许多努力付之东流。我不知道监管部门或更高部门还有什么锦囊妙计，单从市场表现（笔者写这些文字的时候，股市暴跌近 9%！）来看，投资者已经对救市投了反对票！

为今之计，我建议四条：其一，立刻取消涨跌停板限制，让市场风险一次性释放。该承担损失甚至破产的机构就让它承担损失，该承担损失甚至破产的投资者就让他承担损失。中央银行通过流动性管理，足以防止部分机构和个人破产引发系统性金融危机。其二，宣布注册制改革和 IPO 重启时间表。军中无戏言，立下军令状。到时间不能实行注册制，主要负责人引咎辞职。其三，明确列出因为股市操控、内幕交易、私相授受、随意改名、恶意造假套现的公司名单，勒令限期退市，并处以重罚。必须借股灾危机之时，彻底清除股市害群之马。股灾正是重建建立股市规则和监管权威之时，机不可失，失不再来！唯有如此才能重建投资者信心，打击那些股市害群之马。其四，明确宣布“救市措施”的退出时间



表以及如何退出，给市场以明确预期。预期管理对金融市场极其重要或者最重要，比任何真金白银还要重要。稳定预期才能重建信心。

以上四条，读者诸君必然认为或不可能或不可行或不能行或加剧股灾或者儿戏甚至胡说八道。然而，须知乱世需用重典。以霹雳手段刮骨疗毒，比吃点儿止痛药要管用得多！何况事实证明，那些看似“精心设计”的救市措施并不管用。长痛不如短痛，必须痛下决心，将需要改革的举措一次性推出，让风险一次性释放。清除股市体内剧毒，才有新生之可能。

如何管理汇率

近期人民币汇率机制的进一步改革和汇率连续几天的贬值（其实贬值幅度不大），引发国际金融界和普通百姓的高度关注。为今之计，我认为人民币汇率仍然应该以稳定为主，不宜出现大幅度或快速贬值。

理由是：其一，汇率持续快速和大幅度贬值必然引发无数人兑换美元之需求，即使按照每个公民一年兑换 5 万美元来计算，短期内出现大量本币兑换美元，必然引发连锁反应，汇率可能出现崩盘之势，到时候要稳定就难了，何况还有大量非法兑换渠道，数量无数估计。大量本币兑换外币除了加剧汇率贬值甚至崩盘以外，还会引发国内银行体系的流动性危机。其二，据不完全统计，我国外债在 1-1.2 万亿美元之间，短期外债超过 7000 亿美元，大部分为美元计价外债，一旦汇率快速贬值，偿还外债的压力立刻快速上升，企业将被迫抛售资产、兑换外币偿还外债，股市、楼市、汇市将同时承受巨大压力。历来新兴市场国家债务危机引发汇率危机和经济金融危机，都是一个路子。中国不可蹈别人覆辙，必须未雨绸缪。其三，最近几年，我对我国开放资本账户的观点有较大改变。之前非常积极，现在非常慎重，关键是我国国内金融体系还是太脆弱，经不起折腾，尤其是股市，2014-2015 年不到一年时间搞成现在这个样子，实在是不敢相信。如果资本账户开放，我们有没有能力管控风险？现在看来是大有疑问。所以目前不应该因为急于开放资本账户、急于要人民币加入 SDR 而加速汇率浮动步伐。汇率浮动是需要许多条件的。目前我们还不具备这些条件。其四，人民币汇率贬值对出口帮助其实非常有限。根据多个研究机构的研究结果，影响我国出口的因素主要有三个：一是出口竞争力或比较优势相对下降（主要指出口的产业结构问题），

二是劳动力成本快速上升，三是实际汇率升值。汇率位列第三。再说，我国进出口目前已经占到世界的 10%，再难有快速增长了。指望汇率贬值刺激出口从而稳定增长，不现实，不可能。

如何稳定楼市

股市、楼市、汇市、债市、银行体系多位一体，共生联动，风险相关，必须联系到一起来分析。所谓“330 新政”之后，一线城市楼市回暖，然而成交额依然同比下降（环比上升是因为之前下降得厉害）。尤其是三四线城市和部分二线城市房地产市场依然低迷甚至困难。我国房地产市场整体产能过剩是公认的事实，许多房地产企业债台高筑是不争的事实，居民购房需求透支是不争的事实。如果股市持续萎靡、汇率持续贬值、流动性出现紧张，那么许多投资者和开发商将被迫大幅降价出售房产，加剧房地产市场下降颓势，加剧银行收回贷款之势头，引发地产商的资金链断裂。根据权威部门统计，房地产行业的全部信贷资金占据全部社会融资总量的 40%，这是非常可怕的债务率！

为了稳定房地产市场，防止出现资产价格崩盘诱发流动性危机和系统性金融危机，有如下建议：其一，不要再盲目上马保障房或廉租房之类的项目了，政府可以低价收购地产商的商品住宅作为保障房或廉租房。房地产商面临资金链断裂风险，必须面对现实，让利出售。其二，通过降低首付比例等等许多措施鼓励老百姓多买房，买二套、三套、四套或多套，其实是最大的损招或恶招！居民资产配置自有规律，人为创造政策让大部分资产都配置成为房地产，以后想套现的时候卖给谁去？这些怪招只是增加风险积累或者让风险往后拖。这些损招、怪招、恶招不要再出了，适可而止吧。其三，各地都要详细统计房地产存量、保有量和未来供给量以及需求量（估计数），结合人口增长或减少趋势，做好房地产市场的前瞻指引和需求引导，不要为了短期项目或稳增长，不计代价地鼓吹房地产还要繁荣多少年等等，不仅误导开发商，更是误导投资者或购房者。

流动性问题

货币银行学教科书老生常谈，总是将所谓广义货币供应量或狭义货币供应量当做是流动性的指标。这是大错特错。2008 年全球金融海啸之后，多国采取量



化宽松货币政策，广义货币供应量急剧增加许多倍，按说市场流动性极其充足，但许多国家都出现过几次流动性危机(包括美国)。中国近七年来 M2 增速之快、总量之高众所周知。然而，我们先有 2013 年 6 月的流动性危机（“钱荒”），后有今年股灾引发的流动性危机（之所以紧急救市，是因为股灾引发了流动性危机！）可见，M2 或广义货币供应量再高，也不等同于流动性充裕，更不等同于不会发生流动性危机。

我在《汇率危局》、《争夺制高点》和《新资本论》等著作和文章里，一再详细精确定义了流动性。流动性不等于货币供应量。流动性取决于市场参与者的风险偏好。如果市场参与者风险偏好为零（认为未来完全可靠，没有风险和不确定性），市场流动性为无穷大（此时哪怕没有任何货币供应量，流动性也是无穷大！），此时市场利率可以降低为接近零（完全不同于中央银行人为将基准降低为零）；如果市场参与者风险偏好为无穷大（认为未来风险和不确定性为无穷大，谁都不可信），此时市场流动性则为零（即使 M2 或广义货币供应量非常大，流动性还是零！），市场参与者的流动性偏好为无穷大，此时市场利率也是无穷大（无论你出多高利率，有钱人或机构也不会或不敢借钱给你。2013 年中国的“钱荒”是经典案例）。市场流动性为风险偏好或流动性偏好的倒数。风险偏好或流动性偏好是一回事。2008 年 9 月 15 日雷曼破产引发美国金融市场几乎停摆，就是因为市场参与者的风险偏好急剧上升，没有人愿意拆借资金给任何人或机构。

由此可知，无论是监管货币政策或货币市场的中央银行，还是监管股票市场的证监会，监管银行体系的银监会，监管保险市场的保监会，监管债券市场的财政部或其他部门，最根本的任务是要创造一个良好的制度环境或市场规则，引导和稳定市场预期，稳定市场风险偏好，降低市场不确定性，由此才能真正降低市场利率，真正减少系统性金融风险爆发的概率或频率。许多政策措施看似威猛异常，其实却大幅增加了市场不确定性，反而加剧金融危机爆发的概率或频率。

为政者和监管者需要深思！更需要深刻正确的理论指引！不能蛮干啊！

全球性有效需求不足将给传统经济理论和 宏观政策带来极大挑战

王永利¹

2008 年全球金融危机爆发，世界经济严重衰退之后，主要经济体纷纷采取了力度空前、不断加码的救市行动，很多国家创记录地大幅度降低利率，甚至进入“零利率”、“负利率”时代，并且在美国的带动下，越来越多的国家加入非传统的量化宽松行列，央行大规模扩张基础货币投放。

然而，在危机爆发 6 年过后，世界经济并未出现人们曾经预期的快速反弹和普遍担心的严重通货膨胀，反而进入一个“持续低迷（secular stagnation）、此起彼伏”的“新常态”（new normal），很多国家通货紧缩、经济下滑的压力反而在增强。这超出很多人的想象，人们不仅要问：世界经济到底怎么了？！

一、大规模全球化发展推动世界经济跨越式发展

在人类社会历史发展上，人们总是千方百计地致力于提高劳动生产率，而劳动生产率的提高则会创造剩余劳动，剩余劳动则会创造交换，交换又会创造新的需求，新的需求又会推动新的发展。

当一定范围的生产力提高，使得其自身的原材料供应或产成品销售难以满足生产力需求时，经济活动必然向外扩张，以拓展原材料来源和产成品市场。这就会推动经济金融向着全球化的方向发展，并在充分挖掘原材料、劳动力和销售市场潜力，充分交流思想和文明成果、发挥社会分工和特长的基础上，推动世界经济不断加快发展。每一轮大规模的经济全球化，都会推动世界经济大规模跨越式的发展和繁荣。

例如，在欧洲工业革命推动劳动生产率大幅度提高之后，工业化先发国家就开始向外扩张，并推动了一轮大规模的经济全球化运动。而美洲的开发，特别是

¹ 王永利，中国人民大学国际货币研究所学术委员、乐视高级副总裁、中国银行原副行长



美国的成立，更是吸引大量的资本、产能和人才向美洲，特别是向美国流动。这也带动了世界经济的快速发展。

再例如，自上个世纪 60 年代开始，原来处于世界两大阵营（以美国为首的西方资本主义阵营和以苏联为首的东方社会主义阵营）之外的中间派国家开始推动改革开放，并主要向西方阵营开放市场，随着资本和产能的进入，以及原材料和资源的开发利用，助推了相关国家经济的发展。之后，以中国为首的发展中国家的改革开放，更是为全世界提供了巨大的原材料、劳动力和市场空间，再次推动了新一轮经济全球化运动，并带动了世界经济 20 多年的高速发展和繁荣期（1987 年至 2007 年成为一个长达 20 年的被经济学界称作“大稳定”的繁荣时期）。

二、资本和产能的大规模转移很容易引发大规模的金融和经济危机

人类追逐利益最大化（逐利）的本性与信息不充分、不对称的客观存在，非常容易造成区域性、阶段性的产能过剩和流动性过剩（需求不足），进而引发区域性、阶段性的金融或经济危机。资本和产能全球化转移的范围和规模越大，就越容易造成全球性、长时间、严重的产能过剩和流动性过剩，就越容易引发全球性金融大危机乃至经济大萧条。

实际上，1929-1933 年的大危机大萧条，就是以美洲的开发，特别是美国的崛起为核心带动的经济全球化高速发展之后，在全世界范围内形成阶段性的产能和流动性严重过剩造成的，并率先从产能和资本高度聚集的美国开始爆发。

而 2008 年底爆发的全球性金融大危机以及经济大衰退，则是以中国为核心在发展中国家改革开放带动新一轮经济全球化告诉发展之后，再次造成全球范围内产能和流动性严重过剩造成的，其中，金融危机再次从全球资本高度聚集的美国开始爆发。

三、全球化潜力消耗殆尽，世界经济将长期低迷

在以中国为核心的发展中国家实施改革开放，为世界经济和金融发展提供了巨大的市场和需求，并带动新一轮全球化高速发展近 30 年之后，世界经济金融

已经发展过头，现在，全球化的潜力已经消耗殆尽（世界上已经很难再找出像上世纪八十年代中国改革开放那样为全世界提供的巨大市场空间，无论是非洲，还是印度的发展，都无法与中国的改革开放相比），全球性有效需求已经严重不足，世界经济难以再有大规模的增长，可能将长时间保持整体低迷状态。

二战之后，随着和平时期经济建设的发展，世界人口也快速增长，已从二战结束时的 20 多亿人口，增长到目前超过 70 亿人口，其人均寿命、人均生产能力和消费水平也大幅度提高，这成为推动世界经济发展的主要因素。但目前巨大的人口也给地球的承载能力带来了巨大挑战，自然法力用其无形之手开始抑制人口增长：随着工业化、城市化、信息化的发展，人们学习和工作的压力不断加大、生活节奏不断加快，生育能力随之下降。现在越来越多的国家进入人口低增长甚至负增长状态，具备良好素质的适龄劳动人口的增长更是乏力，老龄化问题日趋严峻，进而抑制劳动力的供应和消费需求的提高。这一趋势日益明显且难以逆转。

2015 年 1 月，美国麦肯锡全球研究所发布研究报告称，在过去的 50 年里，全球经济规模扩大至原来的 6 倍，年均增长 3.6%。这其中有 40% 归功于人口红利：过去 50 年里，劳动力每年增长 1.7%。但未来 50 年劳动力年均增长可能只有 0.3%，全球经济增长可能只有 2%，经济规模可能只会翻一番，而这远远不足以福利制度和债务利息提供资金支持。

同时，世界经济快速发展也使地球的承受能力受到严峻挑战。2015 年 1 月，一个国际专家团队在美国的《科学》周刊上发表研究报告称，在其长期跟踪观察的地球 9 大指标中，人类活动已使气候变化、生物多样性、土地使用、生物地球化学循环 4 大指标超出了地球的自然承受极限，其他指标也在明显恶化，这让人类处于危险的境地，需要面对整个地球不稳定的风险，而这种急剧变化自 1950 年开始出现。

可以肯定的是，受种种因素的影响，新一轮全球化推动经济发展的高峰已过，世界经济已经进入重大调整期，受地球承受力和世界有效需求不足的约束，世界经济正在转入总体上持续低迷的“新常态”。在这种状态下，新的技术和产品出现，可能淘汰旧的技术和产品；新的市场发现，可能淘汰旧的市场；有的国家经济增长加快，有的国家经济增长可能会下滑。这种“零和游戏”又会加剧国际竞争和国际矛盾，容易引发货币战争，激化地缘政治矛盾甚至引发局部战争。



四、全球性有效需求不足将给传统经济理论和宏观刺激政策带来极大挑战

在人类社会发展的历史上，人们一直在努力提高生产力，满足人们不断增长的物质和文化需求。而提高生产力，根本上就是增强人类对地球资源的索取和开发能力。人类社会总是不断改进社会制度，力求刺激和调动人们的生产积极性，解放和扩大社会生产力。各种经济政策和经济理论，也都是注重于刺激生产和消费需求。在遇到金融危机或经济衰退时，都会采用刺激政策，扩大政府开支或货币投放。由此，也就形成了广泛应用的刺激性经济理论和宏观政策。

例如，长期以来，世界各国的货币政策目标，都是保持温和的通货膨胀率（如 2%、3% 甚至更高），实际结果低于目标 50% 以上，就认为出现通货紧缩，就要采取措施扩大货币投放。由此，尽管各国货币政策都强调“保持币值稳定”，但实际上并不是保持通货膨胀率长期为零，允许阶段性有上有下，而是只允许正的通货膨胀率，不能接受负的通货膨胀率。也就是说，即使不出现金融危机，世界各国实际上也在实施刺激性货币政策。

再如，为刺激经济发展，世界各国纷纷加大政府开支，同时竞相降低税收，以维持较好的国际投资环境。但这也使越来越多的国家政府负债累累，政府债务面临危机，政府信用受到挑战，进而可能威胁国家法定货币（信用货币）的生存基础。同时，不断降低税收，特别是所得税、遗产税，又削弱了社会财富二次分配的力度，在很大程度上加深了两极分化，抑制了中产阶级的发展，进而加剧了社会矛盾，影响了人们幸福指数的提升，甚至在物质财富增加的情况下，人们的幸福指数反而不断下降，社会治安和管理的成本不断上升。

特别是在 2008 年全球金融危机爆发、经济严重衰退的情况下，世界各国以及国际组织仍然习惯于主张刺激性宏观政策，主要经济体纷纷扩大投资和货币投放，反而使产能和流动性过剩问题更加严重。金融危机爆发后大量资本从发达国家流入发展中国家，并大量投入到能源、矿产和基础设施等方面，结果造成更加严重的供给过剩而使价格大幅度下跌（2014 年石油、煤炭、铁矿石等大宗商品价格下降幅度超过 50%，进一步促使粮食、棉花、食糖等价格也出现大幅度下滑。当然，这其中也有美元升值的影响），大规模的货币投放没有推动世界经济增长，反而将使全球不可避免地要面对更加严重的金融危机和经济危机风险。

实际上，刺激性的经济理论和宏观政策适用的是地球仍有足够的资源有待开发，社会仍有足够的潜在需求有待挖掘，即使遭遇金融危机和经济衰退，也只是周期性的、短时间的问題，采取刺激政策、渡过危机难关，将赢得更好发展。然而，现在世界经济发展阶段已经发生了根本性转变，地球承受能力和有效需求已经难以再大幅度扩大，世界经济增长和规模扩张已经难以再维持危机前的水平，原来适用于地球大量资源和社会需求有待挖掘和开发阶段的刺激性经济理论和发展方式已经不适用了，亟需寻找新的发展道路、发展方式，形成新的发展理论和政策工具。这需要有新思维、大举措、大转变，需要全世界的共同努力。

在全球化已经难有大的提升空间，全世界有效需求已经难以进一步扩大的情况下，人类需要重新审视和正确定位自己的人生观、世界观和价值观，从注重对地球资源的索取，转化为加强地球母亲的保护，强化节能减排，加大可再生资源和地球外资源的开发利用；从过度追求经济增长和规模扩张，转化为注重经济发展的质量和效益，注重社会就业和人均产值的提高；从鼓励高消费、高浪费、高负债，转化为鼓励适度消费、坚决杜绝浪费、严格控制负债；从注重扩大政府投资刺激经济增长，转化为更加注重教育、科研和社会保障；要合力推动全球一体化发展，深化全球财税和货币金融体系改革，调整和统一全球税费政策，联合打击腐败和违法行为，合理控制贫富分化。



全球可持续发展进入 2.0 时代

王 毅¹

今年 8 月初联合国各方就 2015 年后发展议程达成一致，其共识文件《变革我们的世界——2030 年可持续发展议程》将提交 9 月举行的联合国发展峰会正式通过。这是全球可持续发展的又一个里程碑，全球可持续发展正全面进入 2.0 时代。

可持续发展的目标经历了一个阶段性跃升过程

可持续发展的概念最早提出于 1987 年世界环境与发展委员会《我们共同的未来》报告，它是指“既满足当代人的需要，又不对后代人满足其需要的能力构成危害的发展”。这一理念在 1992 年联合国环境与发展大会上被包括中国在内的 100 多个与会国普遍接受，经过之后 20 多年的发展演化，形成了包含经济发展、社会进步和环境保护三个支柱及以消除贫困、保护自然、转变不可持续的生产和消费方式为核心要素的综合发展框架。

面向 2030 年的可持续发展议程集目标、行动、实施路径和手段于一体，在 2000 年联合国提出的以“减贫”为核心的千年发展目标基础上，提出了综合的可持续发展目标，力图消除贫困、保护地球，通过构建全球伙伴关系，培育一个和平、公正、包容的社会，让所有人共享繁荣。其 17 个相互联系的可持续发展目标和 169 个具体指标涵盖消除贫困和饥饿、保障健康生活和受教育权利、维护性别平等、促进就业、重视水资源、保障人人享有可持续能源、应对气候变化、保护海洋资源和陆地生态系统、推动可持续工业化与创新、加强可持续发展全球伙伴关系等内容。同时，新议程十分注重实施路线图和手段，规定了跟踪和监督机制，特别强调合作和构建伙伴关系，并建立相应的金融保障，呼吁发达国家兑现发展援助承诺。与千年发展目标相比，可持续发展目标的标准更高、覆盖面更

¹ 王 毅，中国人民大学国际货币研究所特约研究员、中国人民银行调查统计司副司长

广，指标之间的关联性更强，反映了国际社会对可持续发展的最新认识和发展需求的日益多样化。

高度重视全球可持续发展面临的严峻挑战

近 20 多年来，可持续发展理念在全球得到广泛传播，同时，全球环境与发展形势也发生了深刻变化。一方面，世界各国在实现千年发展目标方面取得了一定进展；另一方面，人口快速增长、贫困问题远未解决、气候变暖凸显、区域环境污染严重、战略性资源和能源供需矛盾加剧等，导致环境保护与发展面临新的困境。实现可持续发展面临的挑战依然严峻，主要是：

缺少具有法律约束力的制度安排，议程实施难以保证。过去 20 多年，尽管提出了不少宣言、议程和实施计划，但由于缺少强制性的法律规范和全球领导力，一些国家特别是发展中国家的环境保护政策难以主流化，可持续发展的实质性进展不如预期。与此同时，发展中国家虽然在纸面上维护了“共同但有区别的责任”原则，但难以真正获得实惠，发达国家并没有完全兑现支持发展中国家的承诺。另外，仅以自上而下的政府作用为主的可持续发展多边治理框架难以达成既定目标，需要改变治理结构，发挥全社会力量及各类国家集团的积极作用。

新兴市场经济体崛起成为重要现象，但还没有形成实质领导力。新兴市场经济体崛起以及到 2030 年至少二三十亿人口将逐步摆脱贫困、走向现代化的进程，无疑会改变全球经济发展、资源配置、环境保护乃至安全格局，也会引发各种潜在冲突。不可否认，新兴市场经济体和发展中国家的话语权在不断提升，但在全球治理中仍然没有形成实质领导力，发达国家主导的全球治理秩序显然难以适应全球可持续发展的新要求。

在世界经济复苏乏力和多元利益难以协调的双重影响下，全球绿色进程有所减缓。在国际金融危机的持续影响下，一些国家开始减少对绿色部门的财政支持。同时，受全球气候谈判难以达成约束性碳减排协议影响，观望态度和现实主义策略在很多国家渐占上风。在没有解决好政治承诺及资金、技术、公平和包容性手段存在实施缺口的条件下，全球有可能进入绿色低碳发展的相对低潮期。

当然，挑战和机遇是相互依存并可以相互转化的。尽管 2030 年可持续发展议程为避免歧义，没有把绿色经济作为重要内容加以阐述，但在其任务中已明确



指出实现持久、包容和可持续经济增长的重要性。创新可持续发展方式和占据绿色竞争力制高点，无疑是未来世界经济竞争的一个基本趋势。

努力发挥作为“负责任大国”的作用

中国是最大的新兴市场经济体，世界各国对中国寄予很高期望，希望中国在可持续发展领域发挥重大作用。中国是最早参与可持续发展行动的国家之一，并于 1992 年签署了联合国《里约宣言》。1994 年，中国率先发布了国家级 21 世纪议程——《中国 21 世纪议程》。经过 20 多年的努力，中国无论在发展理念、制度建设、实践探索与国际合作方面，还是在减少贫困、节能减排、发展循环经济方面，都为全球可持续发展做出了实质性贡献，提供了可资借鉴的经验和模式。

中国目前正在开展的生态文明建设，是理念、制度和行动的综合体，是可持续发展与中国国情相结合的具体体现。展望未来，绿色和可持续无疑将成为引领中国发展的重要驱动力，并将深刻影响和塑造未来产业升级、城市发展及空间格局。可持续发展将与智能、包容、全球化等因素一起重构要素组合模式、产业分工与资源配置方式，创造面向 2030 年的可持续发展新模式。

中国还将在与自身能力相适应的范围内，积极参与乃至引领全球可持续发展治理的变革。在理念上，以国内加快推进生态文明建设为基础，构建基于生态文明价值观的中国对外话语体系，向国际社会传播生态文明理念和实践。在重点领域上，把握当前国际热点，致力构建“新型全球发展伙伴关系”与“人类命运共同体”，把绿色转型发展、应对气候变化、解决区域性环境问题作为当前及未来相当长时期的重点工作。在制度建设上，总结国内实践经验，探索建立全球绿色供应链和生态红线制度、区域性分工合作与生态补偿制度、风险共担与环境争端解决机制，弥补全球可持续发展治理体系的制度缺口。在治理机制上，利用亚洲基础设施投资银行、金砖银行、南南合作基金，完善和创新全球可持续发展金融制度，并结合“走出去”与“一带一路”建设，推进全球可持续技术与产品的合作共赢。

2015 年 11 月中国经济金融形势评论¹

张超² 张家瑞³

一、月度中国经济热点评析

（一）对中央经济会议的理解

11 月 10 日，习近平主席主持召开中央财经领导小组第十一次会议（下称“会议”），研究经济结构性改革和城市工作。习近平主席对中国经济目前的症结把握非常准确，句句切中要害！官媒总结本次会议结果，提出对中国经济发展的总体要求：“经济结构性改革的 7 个要；城市工作的 6 个要；战略上坚持持久战；宏观政策要稳；产业政策要准；微观政策要活；改革政策要实；社会政策要托底”。其中如何理解“经济结构性改革”和“宏观政策要稳”是把握下一阶段我国宏观经济发展思路的核心。

1、如何理解推进经济结构性改革

经济结构改革提出来不是一天两天了，习近平主席在会议上再次强调经济结构改革的重要性和紧迫性，看来经济问题的核心依然是结构问题。关于结构改革，习近平主席提出了“7 个要”：一要针对突出问题、抓住关键点；二要促进过剩产能有效化解；三要降低成本；四要化解房地产库存；五要防范化解金融风险；六要坚持解放和发展社会生产力；七要坚持社会主义市场经济改革方向。我理解习大大的“七个要”是要求：经济结构性改革要以解决经济“症结点”为突破点，不断提升生产效率，并依靠提效率降低生产成本，引导需求降低库存，同时，在金融领域保持底线思维，坚持制度改革，已达到全社会以创新和效率提升为基础的经济的发展。

习近平主席对于经济结构的问题把握非常精准，在七个“要求”中有四个涉及效率问题，而且有两个直指生产效率问题。并在会议中直接提出“在适度扩大总需求的同时，着力加强供给侧结构性改革，着力提高供给体系质量和效率，增强

¹ 本文系中国人民大学国际货币研究所研究报告，编号 IMI Report NO.1517

² 张超，中国人民大学货币研究所研究员、国家开发银行资金局

³ 张家瑞，中国人民大学货币研究所研究员、中欧国际商学院

经济持续增长动力”。对于宏观经济中“拉动需求”的老路存在的问题直言不讳，并给出了解决之法——“供给端”管理。

解决经济问题倚仗“需求拉动”的核心是依靠“货币和财政的刺激政策”来提高总需求，使潜在需求与实际产出达到均衡。而依靠改善“供给端”问题解决经济问题的核心思想是“提高全要素生产效率”，市场可以自动调节使实际产出回归潜在产出，所以根本不需要所谓的“刺激政策”来调节总需求。与“刺激需求”不同，通过“供给端”解决问题往往需要政策上的简政放权、放松管制、鼓励创新、降低税负等配套政策。

2、如何理解“宏观政策要稳”

宏观政策内涵很广泛，既包括产业政策、社会政策、税收政策等具体领域宏观政策，也包括货币政策、财政政策等全局性政策。我认为会议提出的“宏观政策要稳”特指货币政策。通观习近平主席执政以来各种经济政策大思路，“改革”是其核心思想，无论是产业调整、放松管制、鼓励创新等等，无一是以“稳”为出发点的政策，唯独货币政策始终如一在强调“稳健”。再回顾央行前几日刚刚公布的三季度货币政策执行报告，也反复提及货币政策需要“稳健”。我们可以预期稳健的货币政策应该是下一阶段的主旋律。

同时观察我国目前的宏观经济情况，固定资产投资占 GDP 的比重已经超过 45%，我国的投资边际收益率已经逐渐下滑，“新增 GDP/固定资产投资”显示当前我国投资的效率已经非常低了，持续放松货币政策对经济的刺激效果已经下降。事实上，如果不跳出“三驾马车”式的传统“需求拉动”的思维方式，不从较长期的供给端去思考，不转变经济增长方式，提高效率和创新，我国即便进一步放松银根，对经济的刺激效果也不会明显，甚至有落入流动性陷阱的可能。

3、如何理解“产业准、微观活、改革实、社会托底”

“产业政策要准”的核心在于产业政策需符合“经济结构调整”的大要求；“微观政策要活”和“改革政策要实”的核心是放松不必要的管制，释放经济发展活力，恢复经济增长的内生性动力；“社会政策要托底”是维护社会稳定以保障经济发展。

我认为，改革的核心是提高效率。无论是国有简政放权、企业改革、金融改革、土地改革，其核心问题就是提高生产资料的利用效率，通过改革促进全要素

生产率。以效率提升为基础，辅之市场化的要素价格，引导资本和劳动在不同部门间的重新配置，恢复经济增长的内生动力。

综上所述，习近平主席在中央财经领导小组第十一次会议上的讲话再一次给中国经济指出了方向，作为经济运行的观察者和参与者，从会议中释放出的经济信号和管理思路变化非常值得关注。会议也为今后一段时间中国经济发展规划出了一条道路，这不但给中国经济注入一针强心剂，更是给解决问题开出了一剂良方。

（二）人民币国际化遇到了“鬼门关”？

1、SDR（特别提款权）货币篮子对人民币说“不”！

近期，人民币加入 SDR 货币篮子的问题再次成为热点。此前几度传言人民币将加入 SDR 货币篮子，又几度推迟，纷纷扰扰，好不热闹。经过媒体热炒，国人对人民币加入 SDR 非常看重，认为人民币加入 SDR 才是人民币国际化的标志。其实未必！

对于人民币屡遭 SDR 拒绝，国内的媒体和专家们提出了各种猜测，阴谋论（西方社会故意设置障碍）成为主要观点。暂且不论以美国为首的西方国家延缓人民币加入 SDR 的目的到是什么，SDR 这个小诱饵实在配不上人民币国际化的大胃口。正所谓 SDR 向人民币关了一扇窗，但全世界还为人民币留着门。

2、对于人民币国际化，特别提款权不够特别

SDR 的本质就是一种各国央行的储备货币。SDR 是由 IMF（国际货币基金组织）创造出来的，其目的是希望部分取代美元成为全球主要的储备货币。和其他货币不一样的地方是，SDR 没有一个私人市场，其流动性和货币的收益率都是由 IMF 规定而非由市场决定的。但由于 SDR 自身设计的缺陷以及 IMF 成员国利益诉求的不一致，严重阻碍了 SDR 的发展。SDR 自身的“组合性”使得其带有与生俱来的“博弈性”。到目前为止，SDR 在全球储备中所占份额不足 4%。SDR 给成员国带来的经济利益有限，尤其是受到分配机制不合理的影响，许多成员国并没有从 SDR 中获得什么好处。

综合来看，如果仅仅考察 SDR 本身，人民币的加入货币篮子对 SDR 或人民币来说都无足轻重，就像当年日元的加入一样。就目前 SDR 的使用的广泛程度而言，人民币加入 SDR 货币篮子的象征意义大于实际意义，仅表明国际社会对

人民币或是中国经济的某种程度的认可。但就目前的国际经济、政治大环境而言，SDR 货币篮子的变更对于中国和世界太无足轻重，深刻的变化都在微小事件中慢慢孕育。

说到对人民币国际化有决定性影响的因素，毫无疑问当首推人民币在世界范围内使用的广泛程度。人民币的使用广泛度与管制的自由度成正比，但就目前国际环境而言，人民币的自由度又与国际做空中国的程度成正比。在这样的情况下，想通过某些标志性时间改变大环境难度很大。所以，笔者认为人民币加入 SDR 对人民币本身的使用和传播并无决定性影响。人民币加入 SDR 从历史的角度看，仅可为认定某些历史时刻提供了标志。

3、不以“入”喜不以“迟”悲

可以说，国人对人民币加入 SDR 的热情是由今年 6 月 11 日央行发布《人民币国际化报告》时引发的。《报告》激发了国人对人民币国际化的热情和期望，认为只有加入 SDR 才意味着国际社会对人民币的认可，而 IMF 突然宣布推迟考虑人民币加入 SDR 货币篮子，又浇灭了大家的热情，大喜大悲都在瞬间完成。11 月初，又有消息提及人民币加入 SDR 的可能性，而后又是推迟审议的传闻。回顾到这一系列的新闻、旧闻有种说不出的感觉，是悲？是喜？或是两者皆有？

(1) “落花有意，流水无情”

其实悲与喜都大可不必。借用仓央嘉措的名句：“你爱，或者不爱我，爱都在哪里，不增不减”，人民币加入 SDR 何尝不是呢：“你要，或者不要我，我都在哪里，不悲不喜”。我们推动人民币加入 SDR，其本意是扩大 SDR 的代表性，拓展其使用范围，进而与人民币国际化互推互助，然而“落花有意，流水无情”。但任你“流水”多情绝情，人民币国际化这朵“花”最终还是要落的。中国推动人民币国际化不但有自身发展的需求，也有其他国家的需要，是互惠互利的事，而加入 SDR 只是“花落”过程中的一个阶段罢了。而有时候我们这朵“花”太在意别人对我们的看法，太希望得到别人的欣赏，而忽略了“落花”的必然性。

(2) “名至”更要“实归”

中国已经成为全球第二大经济体，迫切希望通过加入 SDR 提升自己在 IMF 和全球经济格局中的声望。人民币和中国经济实力获得认可，是一种政治上的诉

求。这种诉求是否要通过 IMF 来满足未尝可知，因为 IMF 自身也存在体制上的问题。我国倡导建设亚投行从某种意义上讲也包含了我国对 IMF 的失望。像之前提到的，人民币加入 SDR 储备货币的篮子，更主要的意义是配合人民币国际化进程，提升人民币在国际市场中的地位和比重。当人民币真正从 RMB 变成 CNY 的时候，我国在国际经济和金融市场的诸多诉求自然能够得到满足。加入 SDR 应该是人民币国际化瓜熟蒂落的结果，而不是翘首期盼的依靠。

4、人民币国际化应吸取的经验教训

（1）日元国际化的教训

虽然政治上蝇营狗苟，但是日本作为经济体还是令人尊敬。日元作为地理概念上离人民币最近的一种国际化货币，其货币文化与人民币相似之处最多，回顾和总结日元的国际化之路对于处于国际化起步阶段的人民币而言较为重要。

从 20 世纪 50 年代起，日本通过扶植战略性产业、鼓励出口，获得了快速的经济增长。在此基础上，日元国际化之路大体上可以分为三个阶段：消极期、繁荣期及再区域化期。

日元国际化有三大教训值得我们思考。首先，本币国际化需要建立在独立货币主权基础上。纵观日元国际化发展路径，日本在政治、经济、能源和军事领域长期依附于美国，这种在政治和军事上的依附关系，必然决定了日元国际化受美国利益影响。其次，本币国际化应先易后难，可以把货币区域化作为突破口。日元国际化受阻后才重新重视区域化，这种本末倒置的做法动摇了日元在国际上推广的基础。最后，本币国际化需要稳定的金融体系和稳健的汇率政策。日元的急剧升值虽然短期吸引大量热钱涌入日本，但是日本金融体系无法承载快速升值所造成的热钱快进快出，对实体经济和金融资产造成的冲击是难以弥补的，甚至是毁灭性的。

（2）德国马克国际化的经验

德国是老牌的制造业强国，德国制造的国际声誉和在全球生产体中所扮演的重要角色客观上促进了德国马克的国际化进程。德国的经济发展基础与我国相似程度较大，作为大力实施制造业强国战略的中国，德国马克的国际化经验对处于国际化起步阶段的人民币既具有参考价值，又对人民币国际化进程助力“中国制造 2025”战略具有借鉴意义。

首先，马克国际化有强有力的制造业基础和国际贸易地位。纵观马克的国际化进程，德国制造业对于推动德国马克在国际贸易计价和结算中的使用发挥了极为重要的作用。正是由于德国企业处于价值链的上游，德国制造的品牌和技术优势，才赋予德国企业具有较强的议价能力，才促使马克在国际贸易中的地位。如果某国出口的是石油、矿石、农产品和初级工业品的话，在商品议价和交易货币选择上就无法掌握主导权，本币在国际化的贸易结算职能发挥就会受限。

其次，马克国际化过程中伴随着德国严谨、稳健、灵活的监管政策。马克国际化进程中，德国始终保持着严谨和稳健的监管政策，特别是在固定汇率制度下灵活调整措施引导国外资金流向，用严厉的资本管制政策和灵活的调整措施有效的方式保护了国内金融市场和实体经济，促进了德国制造业的稳健发展，推动了马克的稳健国际化。因此，不是国际化就要放松监管，越是国际化货币越需要强有力的金融监管机构，更需要严谨、稳健、灵活的监管政策。

最后，马克国际化有德国银行业国际化作为支撑。银行业的国际化程度一定意义上决定了一国货币的国际化程度，德国为了推进马克国际化成立了很多大型银行来支持马克走出去，德意志银行就是在这样的背景下成立的。自 1986 年起，德国银行业海外快速扩张，都是为后期马克的金融服务和国际清算夯实基础。

5、人民币国际化是大势所趋，但需谨慎前行，质量比时间重要

人民币国际化有一个大前提：服务于我国经济发展的需要。而就我国目前经济发展而言，改革经济发展方式和培养新的经济增长点是最重要的工作。过去我国经济依靠劳动力成本和融资成本低廉的优势快速、粗放的增长，目前已经形成了严重的产能过剩和企业资产负债表失衡。调结构、去产能、修复资产负债表，这三项改革是我国经济能够持续发展和重新走向高速增长的必要条件。没有经济发展这棵大树，人民币国际化这颗“落花”也会被“流水”无情地吞噬。

综上，人民币国际化的大趋势不可逆转，人民币国际化只是一个时间问题。在目前的大环境下，加入或者不加入 SDR，早加入或晚加入，并不是人民币国际化的核心问题。我们现在需要的是务实的工作和一步一个脚印踏实的前行。在这条康庄大道上，没有人能够设下“鬼门关”。

二、中国宏观经济数据简析

（一）当期宏观经济仍不乐观

工业增加值低位徘徊。规模以上工业增加值同比实际增长 5.6%，比 9 月份回落 0.1 个百分点，从环增长 0.46%。部分行业去产能缓慢，加上工业产品需求持续萎缩，传统工业供过于求的格局没有实质改观，采矿、能源、原材料等行业有进一步探底的过程。高技术工业保持了高增速，但占比较低，只有 10%，当期看工业回暖还需时日。

固定资产投资结构改善缓慢。全国固定资产投资（不含农户）447425 亿元，同比名义增长 10.2%，增速比 1-9 月份回落 0.1 个百分点，环比增长 0.72%。全国房地产销售自二季度以来持续回暖，但由于库存高企，销售无法有效传导至投资端，房企开工的热情不高。制造业投资低位徘徊，显示工业部门加杠杆需求低，在产能过剩未有实质缓解的情况下，制造业低迷将会持续一段时间。

社会消费品零售稳健增长。社会消费品零售总额 28279 亿元，同比名义增长 11.0%。其中，限额以上单位消费品零售额 12612 亿元，增长 8.4%。消费提升的主要动力来自于汽车。由于近期国务院颁布的针对新能源与小排量汽车的减税与撤销限购的措施效果明显，推动汽车消费大幅回升至 7.1%。

（二）CPI 创五个月新低

如同我们预测的，10 月份 CPI 继 9 月回落后再次下行，创年内新低，同比增长 1.3%，低于市场预期（财新调查均值为 1.4%），与我们之前的预期（1.34%）相当接近，考虑到数据取值的有效位数，可以认为误差近似为 0。CPI 环比下跌 0.3，与我们之前的预期（-0.25%）相当接近，考虑到数据取值的有效位数，同样可以认为误差近似为 0。

如同我们之前一再强调的，10 月 CPI 回落主要是由于推动近期 CPI 走高的三驾马车——肉禽类（主要是猪肉）、蛋类、鲜菜价格在 9 月基础上进一步下滑。其中，食品环比增速下降 1.0%，加速下滑；非食品环比上涨 0.1%，与上月相比略有下滑。对食品项继续分析，粮食环比上涨 0.1%；肉禽类环比下跌 0.9%，六个月来首次跌破零，其中猪肉环比下跌 1.9%，六个月来首次跌破零；蛋类环比下跌 6.9%；水产品环比下跌 0.8%，比上月略有回升，但仍持续四个月在零以下；鲜菜环比下跌 5.6%，与上月相比加速下跌；鲜果价格小幅回落，环比下跌 0.5%。

展望未来，我们维持过去的判断，猪肉供给端的下降是大趋势，结合流动性

的宽松，猪肉的绝对价格在较长时间内将维持在较高位置，但环比增速将会收窄。其次考察蛋类、鲜菜，其受双节、天气等特殊因子的影响将降低，因而价格将会大概率回归正常水平。2015 年剩下的两个月里，CPI 水平总体维持 1.5%-2%之间是大概率事件。

(三) PMI 显示经济正筑底

制造业 PMI 初值为 49.8，与上月相同，显示制造业以及中国经济正处于一个筑底的过程中，相较于经济增速快速下行，经济筑底过程将是一个缓慢而相对“平静”的过程。

从短期看，10 月数据与 9 月相同，并没有延续持续下滑的态势；从中期看，制造业 PMI 正处于经历年内波动的后期，单向的趋势并不显著；从长期看，制造业 PMI 处于阶段性筑底过程中。虽然目前的数据依然低于“50 枯荣线”，但围绕“50 枯荣线”上下波动。

中采制造业 PMI 分项指标趋势平稳、趋好。观察中采 PMI 生产、新订单、成品库存、原材料库存和就业这五分指标，生产指标虽有微幅下降，但年内持续高于“枯荣线”，相比 8 月低点持续反弹；新订单指标在延续三季度改善趋势，高于“枯荣线”，继续小幅反弹；成品库存较 9 月份小幅改善，虽然断言企业去库存压力缓和尚早，但库存压力并未持续恶化；原材料库存和就业两项指标年内均处于“枯荣线”下方，但总体维持平衡态势。所以分项指标的走势也不支持经济持续恶化的判断。

中采制造业 PMI 生产和订单指数显示结构调整加速。观察中采 PMI 生产指标中不同规模企业的分项指标，小型企业经历 9 月大幅下降后，10 月生产有所恢复，大、中型企业的生产整体平稳，而小型企业的生产在三季度波动较大，我们判断后续将维持平稳回升态势。而新订单分项指标显示，中型企业在经历年 9 月的困难时期后，订单情况小幅改善。小型企业生产活动恢复以及中型企业订单预期的回升说明中国经济结构调整持续加速，经济活力的主要驱动力正在发生转变。虽然总体指标性数据还处于比较“难看”的阶段，但结构性变化正在孕育，现在正处于量变到质变的过程中。

三、中国金融市场数据简析

10 月金融数据公布，M2 同比 13.5%，创 15 个月新高，超市场预期；新增贷款 5136 亿，低于市场预期；社融增量 4767 亿，低于市场预期。

金融数据预示经济企稳可期

M2 同比回升表明资金使用率回升，经济活动活跃度开始提高。M2 同比 13.5%，创 15 个月新高，超市场预期。但 M2 已经显著偏离政府目标 12%，且偏离幅度逐渐扩大，货币宽松将受到约束。

通观数据和管理层思路的转化，“宽财政”正在从预期走向现实，基本面可能出现投资驱动的拐点。从政策取向来看，一味向银行注水对实体经济帮助并不大，“宽货币”向“宽信用”转换是未来的重点，货币政策需要促进资金从银行体系进入实体经济，经济企稳回升可期。

四、10 月中国主要经济数据

指标名称	GDP: 累计同比	GDP: 第二产业: 工业: 累计同比	固定资产投资完成额: 累计同比	社会消费品零售总额: 当月同比	CPI: 当月同比	PPI: 生产资料: 当月同比	PMI	社会融资规模: 当月值
2015-01					0.76	-5.60	49.80	20,469.00
2015-02			13.90	10.71	1.43	-6.24	49.90	13,564.00
2015-03	6.95	6.10	13.50	10.24	1.38	-5.93	50.10	12,407.00
2015-04			12.00	10.00	1.51	-5.92	50.10	10,557.00
2015-05			11.40	10.13	1.23	-5.95	50.20	12,362.00
2015-06	6.97	6.00	11.40	10.63	1.39	-6.24	50.20	18,581.00
2015-07			11.2	10.5	1.60	-6.90	50.00	7,188.00
2015-08			10.90	10.8	2.00	-6.95	49.7	10800.00
2015-09	6.9	6.9	10.3	10.9	1.6	-5.9	49.8	119400.00
2015-10			10.2	11	1.3	-5.9	49.8	124175.00



系列三十一：区域货币使用促进区域经济合作¹

编者按：

人民币国际化是中国人民大学国际货币研究所(IMI)的重点研究领域。自 2012 年研究所首次发布《人民币国际化报告 2012》并首创人民币国际化指数(RII)以来,已经连续三年编写并发布《人民币国际化报告》。尽管时间不长,报告因其独立性、客观性和决策参考性,得到了社会各界尤其是政策部门的高度关注。同时报告还被译成英文和日文同步发布,在国内外理论与实务界均产生较大影响。《人民币国际化报告 2015》主题为“一带一路”建设中的货币战略。报告从理论探讨、历史经验和实证检验等多个角度出发,系统梳理了“一带一路”与人民币国际化这两大国家发展战略之间相互促进的逻辑,强调“一带一路”建设中的货币战略应当从大宗商品计价结算、基础设施融资、产业园区建设、跨境电子商务等四个方面寻求有效突破。《IMI 研究动态》将连续刊登《人民币国际化报告 2015》节选系列文章,以飨读者。

本文节选自《人民币国际化报告 2015》第四章。

一、区域经济与货币合作的理论探讨

上世纪 90 年代以来,世界各地的区域经济合作进入快速发展的轨道。区域经济一体化组织数量不断增加,并在全球范围内形成了区域经济合作的发展浪潮。中国倡议并推动实施的“一带一路”建设,正是促进区域经济一体化的重要战略。

在区域经济合作中,制定优惠关税、消除贸易壁垒等贸易一体化措施是优先考虑的事情。截止到 2014 年 6 月 15 日,向世界贸易组织(WTO)申报的区域贸易协定(Regional Trade Agreements, RTAs)已经达到 585 个,包括关税同盟(Custom Unions, CU)、优惠贸易协定(Partial Scope Agreement, PSA)、自由贸易协定(Free Trade Agreements, FTA)、经济一体化协定(Economic Integration Agreements, EIA)等多种不同类型。不断增多的区域贸易协定,不仅说明全球经贸联系正在日益强化,而且体现出新世纪以来区域经济合作的重要价值。

除了贸易一体化外,区域经济合作还涉及经济一体化、金融一体化、生产要

¹ 整理人:中国人民大学国际货币研究所研究员赵雪情、中国人民大学国际货币研究所科研专员安然

素一体化、产品市场一体化等其他方面。区域内不同层次的合作方式体现了区域经济合作的范围和深度。一般认为，贸易一体化是区域经济合作的基础和最低层次，经济一体化则体现了区域间较强的经贸联系和更为相似的经济周期，是区域经济合作的深度表现。

蒙代尔在 1961 年提出“最优货币区”理论。从那时开始，对区域货币的讨论就没有停止过。上世纪 90 年代以来，伴随着区域经济一体化的发展趋势，学术界围绕着区域经济和货币合作问题进行了广泛探讨。

学者们从事的实证研究表明，货币对于区域经济合作，特别是贸易合作，具有非常重要的作用。Helliwell（1996）发现，加拿大两省之间的贸易份额是加拿大一个省同美国一个州贸易份额的 20 倍，这在很大程度上归功于加拿大国内贸易使用同种货币，但是对美贸易却要涉及两种货币。Rose（2000）也发现，如果两个国家使用相同的货币，其贸易份额是使用不同货币的两个国家贸易份额的三倍。Frankel & Rose（2002）提出“告示效应”可能是货币联盟对贸易影响的一个途径和原因。在这一点上，即使反对欧洲货币联盟的 Feldstein 也承认，不同国家更多地使用同一种货币可以有效降低区域内部的贸易成本。

大量研究结果表明，货币合作对于区域经济合作起到了很好的提升和促进作用。除了对贸易的直接作用，Rose & Engel（2002）指出，货币联盟内的国家具有更小的实际汇率波动和更加一致的经济周期，其内部的经济一体化程度要明显高于其他国家。Adjoute & Danthine（2003）认为，货币的统一有利于提升区域内金融市场的稳定，促进区域内的金融市场一体化程度。Melitz（2004）进一步提出，统一的货币使得区域内各国对于外生冲击表现出相似的反应以及经济的同步变动。

然而尴尬的是，在以往的研究中，对货币合作的定义大多着眼于货币统一或者建立货币联盟。而对很多国家而言，统一货币意味着一国货币主权的丧失，没有独立自主的货币政策，使得这一选择的代价十分昂贵。同理，建立类似欧元区那样的货币联盟，也必须面临体制整合、政策妥协等众多问题困扰，并且“最优货币区”理论对区域内国家的贸易水平、经济增长、通货膨胀和金融发展等提出了苛刻要求，使得建立货币联盟也是困难重重。所以，对那些尚且处于合作起步阶段的经济区域来说，货币问题显得既不重要，也不迫切。



本报告在货币合作界定方面做了更加细化的拓展,提出以区域内最频繁使用的本币比例作为区域货币合作的代理变量。这个定义更具一般性。因为只有使用区域内部货币,才能促进区域经济政策协调、抵御国际资本冲击(Goldberg & Tille, 2008);而无论是统一货币还是货币联盟,都是在区域内最频繁使用的本币比例达到特定程度后的产物。总体上,当区域内最频繁使用的本币比例逐步上升时,有利于区域内贸易合作与发展,促进区域贸易一体化。

不过,由于贸易货币的使用存在较大惯性,所以在区域货币引入的初期可能会受到一些阻碍。长期以来美元一直是主要贸易计价结算货币,引入区域本币遇到的首要难题就是结算成本明显高于美元,对区域贸易发展不利。但是从中长期看,随着本币使用比例的提高,不仅能够防范汇率频繁波动引起的贸易和投资不确定性,降低区域内各国的汇兑成本,还能加强区域内各个国家的汇率协调和货币合作,避免以邻为壑的竞争性货币政策带来经济灾难,从而有利于区域经济发展以及地区金融稳定。简而言之,提高区域内最频繁使用的本币比例,可以节约交易费用,防范汇率风险,增强区域内经济合作,能有效提高区域内的贸易福利效应,促进区域内贸易和经济一体化。

二、区域货币使用和区域经济合作的现状

从交易的角度看,区域货币使用既涉及贸易计价结算,也涉及金融计价结算。本报告使用国际清算银行每三年发布的全球外汇交易数据(Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity,以下简称Triennial Survey)¹来衡量每个国家对每种货币的使用程度,则区域内各国数据汇总起来得到这个区域对各种货币的使用情况。为研究方便,将区域内最频繁使用的本币比例定义为:区域内各国家外汇交易量最大的本币与区域内所有国家外汇交易量的比值。²

本报告对区域经济合作的衡量主要集中在两个方面:贸易一体化和经济一体化。贸易一体化程度,度量的是区域内各国之间贸易的紧密程度、依赖程度,是

¹ 国际清算银行每三年公布一次的 Triennial Survey,是目前市场上关于外汇和衍生品市场最全面准确的信息来源,帮助政策制定者和市场参与者更好的从事金融活动、防范金融风险。

² 由于欧元 2001 年才出现,因此接下来的研究选取 2001 年以后的样本数据。

区域经济合作低层次的度量。经济一体化程度，要求区域内各国的经济具有一定的相关性，这会对区域内国家产业结构、贸易结构、政治关系等提出更高的要求，是深层次的区域经济合作的度量指标。

对贸易一体化的衡量方法主要有两种——区域内贸易份额（intraregional trade share）和区域内贸易密度（intraregional trade intensity）。区域内贸易份额，是区域内各国之间的进出口贸易总额与区域内各国的进出口贸易总额的比值，最为直接的衡量了区域内各国之间贸易的独立性和对区域内各国的重要程度。区域内贸易密度是一种相对值。它首先要计算区域贸易比重（regional trade share），是本区域进出口贸易总额同世界进出口贸易总额的比值。区域内贸易密度是区域内贸易份额与区域贸易比重的比值，它是一个相对性指标，衡量了区域内贸易相对其他贸易的重要程度。

对于经济一体化的度量，普遍采用的是最简单的相关系数的方法。首先从世界银行 WDI 数据库中获得区域内各个国家以美元表示的国内生产总值的年度数据，并对这些年度化的 GDP 数据进行对数化处理，利用对数化的 GDP 数据算出区域内各国家两两之间的相关系数，对这些相关系数取平均值就是衡量经济一体化的指标——产出相关性（GDP Correlation）。这个指标能够很好的体现出区域内各个国家之间的独立性和相互依赖。经济一体化程度高的区域，区域内各个国家具有相似的经济周期，并且对外生冲击的反应是一致的。本报告选取了 12 年和 20 年作为相关系数计算的时间跨度，即分别对应区域内短中期和中长期的经济一体化程度。

本报告选取 16 个区域经济合作组织作为研究对象¹：比荷卢经济联盟（Benelux）、欧洲联盟（EU）、欧洲自由贸易联盟（EFTA）、独立国家联合体（CIS）、欧亚经济共同体（EAEC）、东南亚国家联盟+中日韩（ASEAN+3）、经济合作组织（ECO）、曼谷协定（Bangkok Agreement）、南亚区域合作联盟（South Asian Association for regional cooperation）、太平洋岛国论坛（PIF）、海湾阿拉伯国家合作委员会（GCC）、安第斯国家共同体（CAN）、三国集团（G3）、北美自由贸易区（NAFTA）、南方共同市场（MERCOSUR）以及亚太

¹ 由于数据无法获得，非洲和中美洲区域经济合作组织不在本文研究范围。



经济合作组织（APEC）。研究所涉及的主要变量及其定义见表 1。¹

表 1 主要变量及定义

变量	变量定义
IT share	区域内贸易份额
IT intensity	区域内贸易密度
GDP Correlation-12	以 12 年为时间跨度的产出相关性
GDP Correlation-20	以 20 年为时间跨度的产出相关性
Currency	区域内最频繁使用的本币比例
Currency2	区域内最频繁使用的本币比例的平方
Dgdp	区域内将最频繁使用的本币作为本国货币的国家的 GDP 占区域内国家总 GDP 的比例
Risk	区域内国家总体风险的平均值
Trade openness	区域内国家的平均贸易开放程度
Mettrade	区域内工业制成品贸易占 GDP 比例的差异（标准差）
GDPpc	区域内人均国内生产总值的差异（标准差）
Urban rate	区域内城镇化水平的差异（标准差）

（一）区域内本币使用情况

由表 2 不难看出，区域内最频繁使用的本币比例存在着明显的区域差异。这种差异性与美元的超级国际地位有关。在所有包含美国的区域经合组织中，区域内最频繁使用的本币是美元，于是区域内最频繁使用的本币比例都非常高，几乎接近 100%。而在那些不包含美国的区域经合组织中，由于美元也占有相当高的比例，所以直接压低了区域内本币使用比例。此外，不同区域经合组织的贸易和经济一体化程度存在显著的差异，有些区域经合组织内部各国之间产业结构、贸易结构、经济发展水平都相似，有些则正好相反，各国之间存在巨大差异。

表 2 主要变量的描述性统计

变量	样本量	平均值	标准差	最小值	最大值
IT share	208	0.1987	0.2107	0.0064	0.7206
IT intensity	208	3.9005	4.3100	0.3141	22.069
GDP Correlation-12	208	0.8432	0.1739	0.6336	0.9967
GDP Correlation-20	208	0.8618	0.1441	0.0812	0.9934

¹ 各国之间的进出口贸易数额来自于 IMF 贸易分布统计数据库（IMF Direction of Trade Statistics）和 CEIC 全球宏观经济数据库（CEIC Global Database）；国家总体风险来自于 EIU 国家风险模型数据库（EIU Country Risk Model）；国内生产总值、工业制成品贸易占 GDP 的比重、人均国内生产总值、城镇化水平、来自于世界银行 WDI 数据库（World Development Indicators）。

Currency	208	0.5842	0.2140	0.1786	0.9633
Currency2	208	0.3881	0.2522	0.0319	0.9279
Dgdp	208	0.6609	0.2161	0.1033	1
Risk	208	41.7561	11.7338	12.5	61
Trade openness	206	86.9009	37.6258	37.75	221.333
Metrade	192	29.7002	21.0692	5.3703	92.7292
GDPpc	208	11770.29	10569.82	622.065	42824.6
Urban rate	208	16.2603	8.9909	1.1547	35.3412

为方便分析，以下选择五个主要的区域经济合作组织进行比较——欧盟、东盟 10+3、海合会、北美自由贸易区和南方共同市场。由图 1 可知，这五个组织的区域内最频繁使用本币比例总体来说是相对稳定的。

北美自由贸易区最频繁使用的本币是美元，比例在 90% 左右。对北美地区而言，以美元作为区域内主要使用货币，能最大程度地节约交易成本，有利于贸易和经济的稳定发展。

欧盟是全球区域经济合作程度较高的地区，区域内最频繁使用的本币是欧元，比例略低于 50%。主要原因在于，伦敦是世界上最重要的国际金融中心，在英国交易的外汇品种繁多、数额巨大，欧元交易在伦敦仅仅占据三分之一的份额，降低了欧元的整体比例。

在东盟 10 国框架下，每个国家的货币都占据一定比例，但都不到 10%，区域经济发展和一体化程度有限。但是在“东盟+中日韩”机制引入以后，中、日、韩三国市场的巨大需求有效带动了东盟 10 国的发展，日元也因而成为“东盟 10+3”框架内最频繁使用的本币。

南方共同市场最频繁使用的本币是巴西亚雷尔。但是从图中可以看出区域内最频繁使用的本币比例波动十分巨大，这与区域内各国经济发展、政治格局的剧烈变动有关。20 世纪末，南美各国普遍爆发经济危机，此时巴西经济稳定正增长，使得巴西亚雷尔在区域货币使用中占据主导地位。但是进入 21 世纪初，南美各国经济腾飞，阿根廷的经济增长率连续 5 年超过 8%，其他国家也超过 5%，导致巴西亚雷尔的地位迅速下滑。

对海合会国家来说，美元、欧元的使用比例普遍较高，使得区域内本币使用比例相对较低。区域内最频繁使用的本币是沙特阿拉伯的里亚尔，比例在 20%

左右。

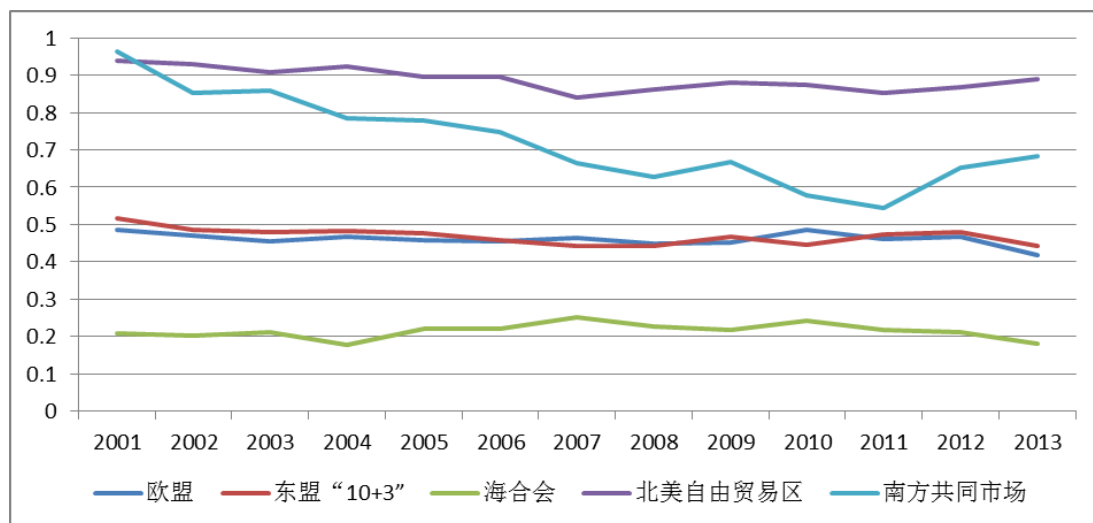


图 1 区域内最频繁使用的本币比例

（二）区域贸易和经济一体化程度

主要区域经合组织的贸易一体化程度见图 2 和图 3。可以看出，五个组织的区域内贸易份额相对稳定，但区域内贸易密度则有明显的趋势性变化。

欧盟各国之间没有关税，有着统一的货币欧元，贸易成本低廉，并且欧盟各成员国之间存在贸易互补性，使得欧盟的区域内贸易份额很高。但进入 21 世纪以来，以“金砖五国”为代表的新兴经济体迅速成长，使得欧盟、北美等发达国家的区域贸易比重不断下降。这也是导致欧盟、北美等经济合作组织区域内贸易份额稳定而区域内贸易密度上升的原因之一。

海合会国家具有相似的出口结构，贸易互补性较差，因此贸易一体化程度较低。东盟 10+3 的贸易一体化程度在 21 世纪以来没有明显变化。南方共同市场的区域内贸易密度进入 21 世纪以后迅速下降，主要是因为原来的基数低——贸易总量同世界贸易总量的比值很低，因此在南美各国贸易发展的同时，这一比例的迅速上升导致区域内贸易密度下降。

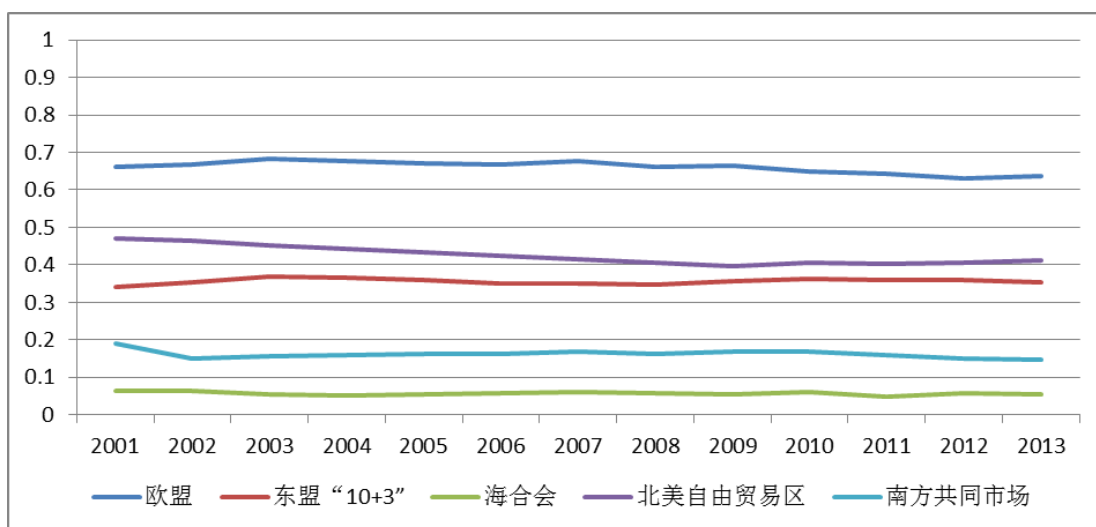


图2 区域内贸易份额比较

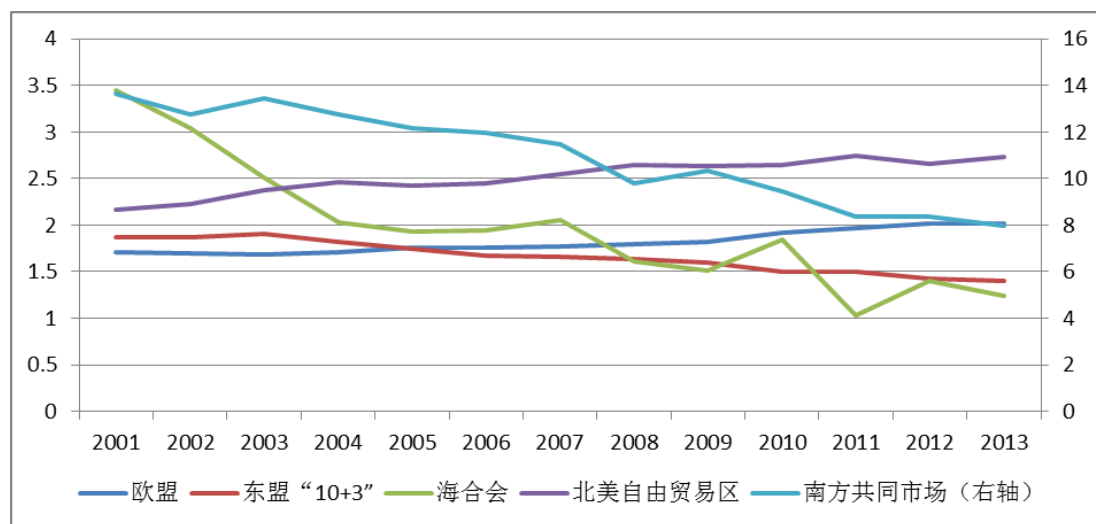


图3 区域内贸易密度比较

图4和图5反映主要区域经合组织的经济一体化程度。前者给出了以12年为时间跨度的产出相关性，后者给出了以20年为时间跨度的产出相关性。世界上各地区的产出相关性自21世纪以来整体呈现上升趋势，说明在经济全球化的整体趋势下，区域之间、国家之间的经济联系越来越紧密，世界范围内经济一体化程度不断提高。

海合会国家具有相似的贸易结构、产出结构和经济发展模式，对外生冲击的响应具有很强相似性，所以区域内的产出相关性很高。梁柱（2010）研究发现海湾六国的经济周期长期同步与其高度依赖石油出口有关，这也是其产出相关性一直较高的主要原因。

北美自由贸易区从建立开始，加拿大和墨西哥对美国的经济依赖性便不断上

升，从而使得区域内的产出相关性比较高。

欧盟不断扩张对经济一体化的影响十分巨大。产业结构、经济发展模式不同的国家具有不同的经济周期，很难做到经济一体化。虽然随着时间的推移，欧盟成员国之间的产业融合不断加深，使各国之间经济周期趋于同步，但非对称冲击仍然会制约区域内的经济一体化程度。

南方共同市场以新兴经济体为主，经济波动比较剧烈。其产出相关性的波动也比较剧烈。

东盟 10+3 是南北合作的典范。自由贸易区的建立，加强了各国之间的联系，使得区域经济一体化程度不断提高。但利益交织的多强格局，使东盟 10+3 框架内各国产出相关性的波动比较复杂。

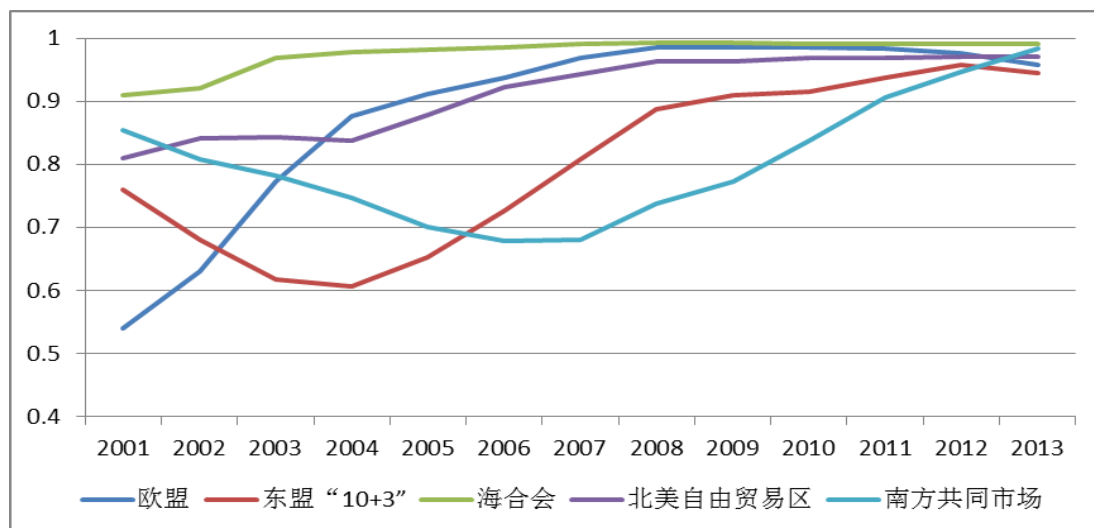


图 4 区域经济一体化程度（以 12 年为时间跨度）

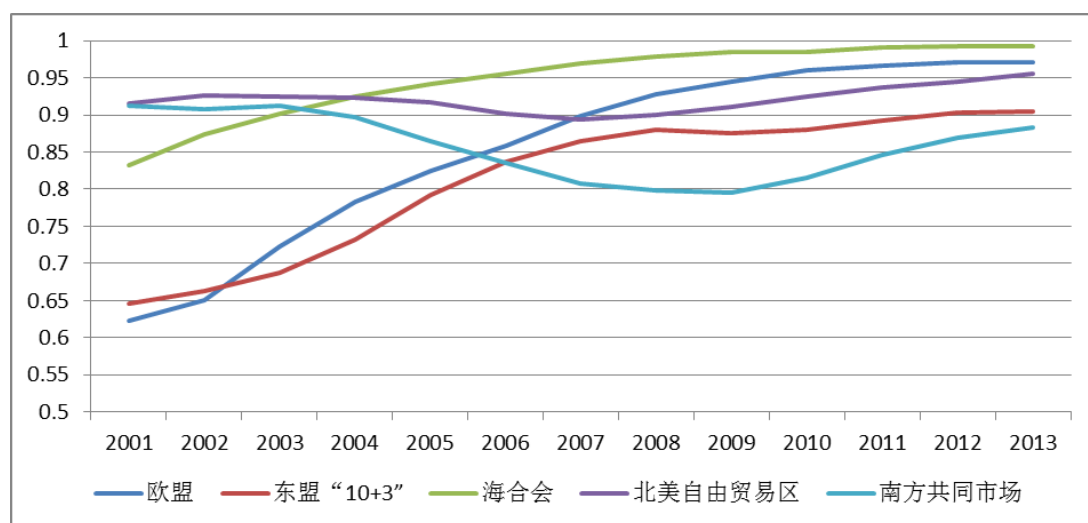


图 5 区域经济一体化程度（以 20 年为时间跨度）

三、区域货币使用促进区域经济合作的研究证据

（一）区域货币使用对贸易一体化的影响

区域内货币合作对贸易合作有巨大的促进作用，这一结论是大多数人认可的。本报告使用区域内最频繁使用的本币比例作为区域货币使用的度量指标，在分析中引入二次项，得出区域货币使用与区域贸易一体化呈现“U型”关系的结论。即：当区域内最频繁使用的本币比例较低时，该货币使用比例的提升不会增强区域内贸易一体化程度，反而会产生抑制作用；当区域内最频繁使用的本币比例较高时，该货币使用比例的提升会迅速提高区域内贸易一体化程度。

区域货币使用与贸易一体化之间的这种“U型”关系，对于不包含美国在内的区域经合组织几乎都是成立的。究其根本，主要是与区域货币的国际地位有关。

布雷顿森林体系崩溃后，只有一些比较发达的国家选择了自由浮动的汇率制度，大多数国家仍将美元视为一种稳定的锚货币。进入 20 世纪末期，非洲和拉美的一些国家开始实施美元化，以求稳定国内的经济、降低通货膨胀、促进金融市场的深化和节约持汇成本。在此背景下，赋予美元“牙买加体系超级国际货币”的称号真是一点也不为过。以美元充当贸易计价结算货币，可以降低交易成本，使区域内贸易更加直接透明。当区域内最频繁使用的本币比例较低时，贸易活动使用区域内本币计价结算，还需要不断地进行美元汇兑并采取汇率风险防范措施，在时间和金钱上均要付出昂贵成本。此时，扩大区域内本币使用并不会促进区域内贸易发展，反而因为提高了交易成本而产生一定的抑制作用。

值得注意的是，使用美元进行区域内贸易计价结算虽然可以降低交易成本，但也要付出一定的代价。首先，使用美元进行计价和结算，使得区域内各国对美国的经济依赖性提高，美国国内的货币政策和经济周期会显著影响区域内贸易和经济发展。在 2007 年美国次贷危机爆发初期，包括中国在内的大部分新兴经济体的经济运行情况基本良好，但却由于对美元的过度依赖而在金融危机扩大化的过程中倍受打击。这是很多区域经济合作组织不愿意接受的事实，也是一个区域独立健康发展必须摒弃的。改革现行的国际货币体系，减少对一个主权国家货币的依赖已经成为市场的共识（吴晓灵，2009）。第二，在国家层面上，如果货币制度选择美元化，或是货币政策美元化程度较高，就会丧失货币政策和汇率政



策的独立性。美联储在制定货币政策时只会考虑本国利益，无法兼顾他国利益。而且实行美元化的国家不能利用货币政策和汇率政策弥补财政赤字、维持国际收支平衡。如果一国货币政策的美元化程度较高，则不仅货币政策独立性和有效性被削弱，还会使官方外汇储备遭遇“美元陷阱”的困扰。此外，区域经济合作的目的在于弥补单一国家的势单力孤，要力求通过区域经济合作的方式来扩大自己的话语权，维护整个区域的共同利益（Krugman, 1991）。在非美国参与的区域经济合作组织内普遍使用美元，事实上是将区域内成员国在世界市场上的话语权拱手让与他人，从长远看对于提升整个区域的竞争力来说显然是不利的。

货币区的成本和收益随着环境的变化而不断变化（Michael Artis, 2002）。同样地，区域货币使用的成本和收益也随着环境的变化而不断变化。美国次贷危机最终蔓延成为全球性金融危机的事实，让越来越多国家认识到扩大区域内货币使用的重要性，特别是其对区域贸易发展、区域经济独立等所具有的积极作用。以此为契机，随着区域内最频繁使用的本币比例进一步提升，不仅降低交易成本、规避汇率风险等好处开始显现，还可以更好地服务于区域经济发展目标。实行类似欧元区的货币同盟，可以视为迅速提高区域内最频繁使用的本币比例的一种激进做法，由此可以迅速跨过“U 型”底部，产生区域货币使用对区域内贸易一体化的促进作用。不过，与自然选择推动的区域货币使用相比，昂贵的制度成本和一些国家货币工具的失效，可能会加剧区域内的经济动荡，造成区域内部分成员国出现国际收支失衡或经济失衡。这也是货币联盟很难在其他地区推广的原因。

（二）区域货币使用对经济一体化的影响

区域货币使用对经济一体化的影响，有着两种截然相反的观点。内生性假说（endogeneity hypothesis）认为，建立货币区可以促进区域内贸易，增大区域内贸易的比重，提升区域内国家相互依存性。当需求冲击或政策冲击到来时，区域内各国家的相互联系将使其经济周期趋同。专业化假说（specialization hypothesis）则认为，货币区带来的区域内贸易发展会加剧区域内部的贸易分工、加快贸易转移，使各国充分发挥比较优势，提升专业化程度，从而区域内国家更容易遭受非对称性冲击的影响，区域内各国经济周期的趋同性下降。在十多年的学术讨论中，内生性假说的声音逐渐占了上风。原因可能是：区域内贸易分工主要存在于低技

术含量产业，高技术产业仍然呈现分散化（Knarvik，2000）；国家遭受非对称冲击所受的影响与对称性冲击相比要更小，在国家层面上来说，影响是十分平滑的（Grauwe，2000）。

“内生性假说”提出在货币区建立后，最优货币区会产生自我强化的效应，贸易一体化和经济一体化相伴相随、同向发展（Frankel and Rose，1998）。在此基础上，Boeri（2005）提出货币区建立使要素流通更加便利，有利于形成统一的劳动力市场，促进经济周期的趋同；Schiavo（2008）发现货币一体化可以促进资本市场一体化，然后促进区域内各国家产生相近的经济周期。

本报告得出的结论支持了内生性假说。即：区域货币使用可以提高区域内的经济一体化程度，使区域内各国家之间的经济周期趋同。¹我们认为，随着区域内最频繁使用的本币比例的提高，降低了区域内的交易成本，促进了区域内部的贸易和投资，提高了区域内各国之间的产业相关性，增强区域间各国的经济联系，从而促进经济一体化程度。其作用效果主要体现在两个方面：

第一，随着国际分工的深化和市场经济的发展，世界范围内的贸易与经济合作不断发展。区域内的国家通常是寻求生产力水平的提高、贸易经济的发展而推动成立区域合作组织，因此区域内的国家具有相似的产业结构、贸易结构或者经济具有互补性。相对于美元、欧元等国际货币，本地区货币可以更好地服务于区域内各国的经济发展。随着区域内最频繁使用的本币比例的提高，能够逐渐抑制、摆脱美元的数量变化、汇率变化等对本地区经济的影响。形成区域贸易的集合体，降低了汇率波动风险和金融交易的成本，便利区域内贸易的发展，提高区域整体的经济发展水平。

第二，上世纪九十年代以来，多极化的世界政治格局逐步形成，国际经济力量对比变化剧烈，国际间的经济竞争日益激烈。随着区域内最频繁使用的货币比例的提高，这种货币开始逐渐成为国际货币，代表本地区在全世界范围内行使国际货币职能，增强本区域在世界格局下的话语权。努力发展有利于本区域的贸易谈判，共同发展以保护区域的整体利益。富景筠（2012）认为，东亚经济合作症结在于事实上与法理上的一体化之间缺乏有力的互动关系，要努力培育制度内生的一体化环境。不追求“亚元”的构造和其他外部制度环境，在自然演进的过程逐

¹ 由于数据来源和观测区间的局限性，新世纪以来经济全球化趋势可能对研究结果的准确性有所影响。



步扩大区域内最频繁使用的本币比例，是东亚经济货币合作的重要路径，也是“一带一路”战略实施中的重要举措。

总体来说，提高区域内最频繁使用的本币比例，能够有效促进区域内经济合作。提高区域内最频繁使用的本币比例所带来的汇率风险降低、贸易成本降低、经济波动降低的收益，会逐渐超过使用美元等国际货币的收益，从而促进区域内各国贸易发展和一体化程度的提升。贸易一体化是区域经济合作中低层次、最直接的表现形式。发展区域货币在开始阶段并不会带来区域内贸易的发展，甚至可能因为成本上升导致贸易下滑。但从长远来看，区域内货币是最适合区域发展的货币，它的发展壮大能够激活本地区经济发展的活力、抵御外生波动的冲击、降低区域内贸易的成本。同时，从深层次的经济一体化来看，区域内货币的发展能够带动区域经济的一体化进程，增强在国际竞争中的话语权，实现区域发展的共同目标。

系列三十二：欧盟的经济一体化进程¹

编者按：

人民币国际化是中国人民大学国际货币研究所(IMI)的重点研究领域。自 2012 年研究所首次发布《人民币国际化报告 2012》并首创人民币国际化指数(RII)以来,已经连续三年编写并发布《人民币国际化报告》。尽管时间不长,报告因其独立性、客观性和决策参考性,得到了社会各界尤其是政策部门的高度关注。同时报告还被译成英文和日文同步发布,在国内外理论与实务界均产生较大影响。《人民币国际化报告 2015》主题为“一带一路”建设中的货币战略。报告从理论探讨、历史经验和实证检验等多个角度出发,系统梳理了“一带一路”与人民币国际化这两大国家发展战略之间相互促进的逻辑,强调“一带一路”建设中的货币战略应当从大宗商品计价结算、基础设施融资、产业园区建设、跨境电子商务等四个方面寻求有效突破。《IMI 研究动态》将连续刊登《人民币国际化报告 2015》节选系列文章,以飨读者。

本文节选自《人民币国际化报告 2015》第四章。

18 世纪 60 年代,欧洲尤其是西欧各国普遍通过工业革命迈入资本主义社会,极大地提高了生产力。19 世纪交通工具的发展更是拉近了整个世界的距离。由于各具比较优势,欧洲各国之间的区域性分工逐渐形成,跨国贸易不断发展,彼此间经贸联系日益紧密。但是在经济联系加强的同时,欧洲各国的竞争也不断加剧。由于民族主义盛行,各国普遍采取贸易保护主义政策。经济冲突上升到政治冲突,便引发了世界大战。

经过战争洗礼的欧洲各国发现,经济一体化是各国迅速发展、重新崛起的捷径,并在二战后成功地进行了两次尝试。1944 年,比利时、荷兰、卢森堡共同设立经济联盟,并一直存在至今。1952 年,在美国的支持下,法国、西德、意大利、比利时、荷兰、卢森堡六国签订《欧洲煤钢共同体条约》,建立统一的煤钢共同市场,取消关税限制。这两次尝试虽然只是欧洲一体化的第一步,却是最重要的一步,让各国意识到了欧洲一体化的优势所在。

1957 年,法德六国签订《罗马条约》,建立欧洲经济共同体和欧洲原子能共同体,将共同市场延伸到其他领域。1965 年,签订《布鲁塞尔条约》,将欧

¹ 整理人:中国人民大学国际货币研究所研究员赵雪情、中国人民大学国际货币研究所科研专员安然



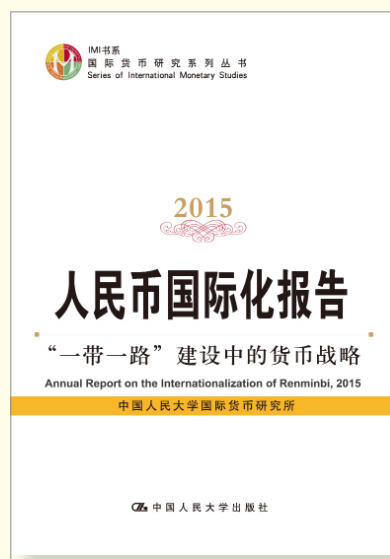
洲煤钢共同体、欧洲原子能共同体和欧洲经济共同体进行统一，叫做欧洲共同体。英国等其他欧洲国家由于不满法德六国将其排除在外，于 1960 年联合丹麦、挪威、瑞典、瑞士、奥地利和葡萄牙建立欧洲自由贸易联盟，但它内部的经济一体化程度还是无法和欧洲共同体相提并论。为了欧洲国家的进一步联合，扩大共同市场、完善关税体系、提升联盟力量，1973 年欧洲共同体进行了第一次扩充，接纳英国、爱尔兰、丹麦，从而确立了欧洲共同体在欧洲区域一体化中的地位。

欧洲共同体成立后，欧洲各国为更深层次的经济一体化而不停努力。建立统一的市场，实现要素自由流动，推出区域共同货币，设立超越国家的管理机构——在欧洲共同体各成员国的努力下，逐渐都成为了现实。1991 年通过的《马斯特里赫特条约》提出建立欧洲政治联盟和欧洲经济货币联盟，标志着欧盟开始从经济贸易联盟转向经济、政治、货币、外交、安全等多方面深层次的一体化联盟。通过多次扩充，至今欧盟已经拥有 28 个成员国。

1999 年，欧元启动。之后，欧盟凭借稳定的地区经济政治形势、平稳较快的经济发展水平、强大的经济总体规模、完善的金融体系，使欧元成为世界市场上重要的国际货币之一，反过来进一步推动了欧洲整体经济的发展。欧盟的一体化进程是一种尝试、一种模式，它开创了世界舞台上区域经济合作的新范式。之后，很多区域经合组织纷纷效仿欧盟推动一体化进程，但还没有一个像欧盟那样获得巨大成功。

《人民币国际化报告 2015》

“一带一路”战略和人民币国际化战略，是中国在 21 世纪作为新兴大国而提出的两个举世瞩目的重要规划。本报告认为，“一带一路”建设的“五通”目标表达了中国提供全球公共物品的良好意愿和历史担当。课题组从理论探讨、历史经验和实证检验等多个角度出发，系统梳理了“一带一路”与人民币国际化这两大国家发展战略之间相互促进的逻辑，强调“一带一路”建设中的货币战略应当从大宗商品计价结算、基础设施融资、产业园区建设、跨境电子商务等四个方面寻求有效突破。



具体而言，一是利用沿线国家对华大宗商品贸易的重要地位，以及中国在经济和金融方面的区域内领先优势，积极推动沿线大宗商品实现人民币计价结算。二是利用中国在基础设施建设方面的经验和资金动员上的能力，大力促成人民币成为沿线基础设施融资的关键货币。三是在沿线产业园区规划和建设中积极引导人民币的使用，促进人民币离岸市场合理布局，形成全球人民币交易网络。四是大力支持沿线跨境电子商务的人民币计价和跨境支付，积极争取根植于民间的对人民币的广泛认同与接受。



刊 名：IMI 研究动态

刊 期：周 刊

主 编：曹 彤

主办单位：中国人民大学国际货币研究所

出版单位：《IMI 研究动态》编辑部

北京市海淀区中关村大街 59 号
文化大厦 605 室，100872

电 话：86-10-62516755

邮 箱：imi@ruc.edu.cn

设计承印：翰风广告

IMI RESEARCH INFORMATION

Weekly

CAO Tong

International Monetary Institute of RUC

Department of IMI research information

Address: Room 605, Culture Square, Renmin University of
China, No. 59 Zhongguancun Street, Haidian District,
Beijing 100872, P.R. China

Tel: 86-10-62516755

E-mail: imi@ruc.edu.cn

Hanfeng Advertisement

内部交流 仅供参考 未经许可 不得转载

本期责编：宋科 安然 徐哲

刊发日期：2015 年 11 月 23 日



微博·Weibo



微信·WeChat