

世界需要建立新的全球金融规则

张 斌 胡志浩

由于国际金融领域缺乏必要的公共秩序，全球范围内的资源配置扭曲不断加剧并酿成金融危机。各国之间缺乏合作的债务杠杆调整机制，严重制约了全球经济的可持续复苏。结束当前国际金融体系的无政府状态，效仿WTO规则，谋求建立基于宏观审慎和避免囚徒博弈困境的国际金融规则是帮助全球经济以最小的代价走出困境的政策依托。建立全球金融规则，在解决全球资源配置失衡方面更有效率，可以减轻单个国家结构调整的负担，对于一国内部其他领域的改革也有帮助，有望成为推动国内相关改革的助推器，可以让一些国家的改革尽快走出国内政治泥潭。

关键词：全球金融规则 货币政策 金融政策 金融危机

全球经济一体化时代，金融市场价格不仅是一个国家内部跨部门、跨时间的资源配置杠杆，也是重要的跨国资源配置杠杆。2008年的全球金融危机表现为全球重要金融市场价格的剧烈调整，反映了投资者对既有全球资源配置格局的缺乏信心和恐慌，提出了在全球范围内重新配置资源的诉求。

2008年的金融危机高峰虽已过去，但危机暴露出来的问题并没有充分解决，仍在继续发酵。欧洲主权债务危机波澜起伏，再次对全球金融市场稳定和全球经济复苏带来重大挑战；美国的公共债务负担难以持续，将拖累美国和全球经济复苏；中国的情况也不乐观，出口和房地产投资主导的经济增长模式难以持续，投

作者张斌系中国社会科学院世界经济与政治研究所研究员；胡志浩系中国社会科学院金融研究所副研究员。

资者担心地方融资平台坏账会拖垮中国的银行体系。正如国际货币基金组织在2012年春季《全球经济展望》中指出的，全球经济复苏异常脆弱，一些经济体还面临着金融市场动荡和实体经济下滑的恶性循环的威胁。

这篇文章的讨论重点是什么样的全球货币和金融政策调整才能让全球经济以最小的代价尽快走出困境，走上可持续的增长轨道。重点回答以下几个问题：1) 为什么爆发金融危机？2) 金融危机以后，为什么难以实现可持续的全球经济复苏？3) 需要哪些关键政策调整，才能让全球经济以最小的代价尽快走出困境，迈入可持续的增长轨道？

过去对此已有很多有价值的研究，特别是对危机原因的讨论，学术界已有较多共识。这篇文章与过去研究的最大不同，在于写作的出发点。第一，这篇文章完全是工具导向型的，这个导向决定了讨论问题的视角。比如，拉詹对美国次贷危机的原因作了非常细致深入的分析，但是基于这些分析并不能得出哪些才是避免危机爆发的最有效政策手段。^[1]如果以解决问题作为研究的出发点，对于金融危机原因的分析视角会有更强的选择性。第二，文章立足于全球视角。重点放在全球视角，一方面是因为这篇文章主要关注的是全球经济复苏，而不是某一个单独国家的经济复苏；另一方面是因为在当前全球经济高度一体化的背景下，单凭一个国家的内部政策远不足以帮助全球经济走出困境。

文章主要结论包括：第一，由于国际金融领域缺乏必要的公共秩序，全球范围内的资源配置扭曲不断加剧并酿成危机。在新兴市场经济体崛起并要求对全球经济资源配置格局做出重大调整的背景下，迫切需要确保全球公共秩序调整有序。遗憾的是，金融危机前国际社会不仅没有及时建立新秩序，一些传统的合理规则也被抛弃，盲目乐观、机会主义与不合时宜的发展理念战胜了基本的常识。全球资源配置失衡不断加重，金融市场上重大的价格调整在所难免。第二，国家之间缺乏合作的债务杠杆调整机制，严重制约了全球经济的可持续复苏。为了实现全球经济资源的合理再配置，发达经济体需要削减债务并降低杠杆，新兴市场经济体需要扩大内需并提高杠杆。国与国之间如何合理分担杠杆调整带来的损失是巨大的挑战，美国凭借其有利的国际货币地位可以相对轻松地转嫁损失，但是欧元区则陷入了极大的困境。欧债危机爆发三年以来，欧元区一直挣扎在不同的讨价还价当中，但迄今为止也没有找到合理的解决方案。第三，结束当前国际金

[1] 拉詹：《断层线》，中信出版社，2011年7月。

融体系的无政府状态，效仿WTO规则，谋求建立基于宏观审慎和避免囚徒博弈困境的国际金融规则是帮助全球经济以最小的代价走出困境的政策依托。

建立全球金融规则的好处非常明显：第一，在解决全球资源配置失衡方面更有效率。在一些系统性重要大国缺乏协同调整的前提下，单独某个国家的政策调整找不到合理的坐标，调整过程会异常复杂。只有联合行动才能让全球资源配置尽快向合理水平靠拢。第二，这是更加对称的调整方式，可以减轻单个国家结构调整的负担。第三，这些规则对于一国内部其他领域的改革有帮助，有望成为推动国内相关改革的助推器，可以让一些国家的改革尽快走出国内政治泥潭。全球经济未来会经历一个很长的艰难时期，结构调整必然伴随低迷的经济增长和社会矛盾增加。这也是一个异常重要的时期，确立什么样的经济治理框架将决定全球经济体未来几十年的经济增长格局以及各国的经济增长命运。

规则缺失，酿成危机

繁荣之后总是危机。过去一百多年，世界经济在繁荣和危机之间历经三次大的交替。19世纪末到20世纪初，美国、德国和日本经济崛起，挑战英国主导的全球经济治理规则，接下来发生了金本位破产和世界经济大萧条；20世纪50-70年代，西欧和日本成功战后重建，挑战美国主导的全球经济治理规则，接下来发生了布雷顿森林体系崩溃与发达经济体的滞胀；20世纪90年代以后新兴市场经济体崛起，再次挑战发达经济体主导的经济治理规则，接下来发生了新世纪初的全球金融危机。前两次危机之后，旧的国际货币体系都崩溃了。此次危机后，美元主导的国际货币体系还在持续，尽管关于国际货币体系改革的呼声高涨。

新的重要经济力量崛起以后，总会伴随着全球性危机，对这个现象的概括性回答是快速的生产率进步与既有的全球经济治理规则严重冲突，是生产力与生产关系之间的严重冲突，危机是冲突的集中体现。每一次后进国家的崛起都伴随着后进国家生产技术和效率的持续、快速提高，这要求重要的相对价格（特别是金融市场上的利率、汇率和大宗商品价格）做出系统调整，引导资源和利益重新配置，并因此带来一系列既有经济治理框架下难以应对的问题。社会各界往往无法基于新出现的问题及时调整经济治理规则，而是一味地维护旧的相对价格和资源配置格局，这其实也是在维护旧的认知理念和旧的利益分配格局。新的经济势力与既有的政治势力难以达成妥协，市场价格也因此丧失了方向，全球资源配置失

衡加剧，金融危机由此而生。这是爆发危机的一般性规律。以下具体分析2008年金融危机背后的生产率进步与经济治理规则缺位之间的冲突。

（一）新兴市场经济体崛起

经历了反反复复的发展模式试验和惨痛失败教训之后，以中国和印度为代表的新兴市场经济体终于找到了经济赶超的道路。经济崛起初期，增长的核心动力来自于工业部门的发展。通过推进国内工业部门的市场化改革和对外开放，以中国和印度为代表的新兴市场经济体实现了经济持续高速增长。国内的市场化改革政策为国内工业部门制定了有效的公司治理机制以及相对公平的市场竞争环境。对外开放政策放松了技术、资本和市场等要素对工业部门发展的制约，加速了工业部门的发展。与新兴市场经济体的高速经济增长相对照，发达经济体因为已经接近了技术前沿，再加上人口年龄结构方面的不利影响，经济增长潜力有限，只能保持相对稳定的低速增长。

21世纪以来，以中国和印度为代表的中低收入经济体与发达经济体的经济增长差距大幅拉开，中低收入经济体的经济增长与发达经济体的增长趋势在过去十年成功脱钩，实现了二战以来最成功的赶超。2000—2010年，OECD国家GDP平均增速1.77%，中低收入经济体GDP平均增速5.96%，二者的差距为4.19%，而在1970—1999三十年间，二者的差距只有0.89%。新兴市场经济体是中低收入经济体当中增长表现最好的国家，其经济增长速度与发达国家经济增长速度的差距更大。

中低收入经济体的经济崛起并非都来自于技术进步和生产率提高。中国、印度的增长主要来自于工业部门主导的技术进步和生产率提高；还有一些能源输出国近十年的经济崛起主要来自于贸易条件的改善。前者是主动的经济增长，后者的经济增长主要依附于别国的经济增长。

（二）经济结构失衡凸现

新兴市场经济体崛起的过程，也是这些经济体内部生产率持续快速提高的过程，这改变了全球市场的供求格局，内在地要求包括利率、汇率、资产价格、大宗商品价格等一系列重要金融市场价格进行趋势性的调整，引导资源在全球范围内重新配置。这要求每个国家在投资、消费、收入分配环节上做出重大调整。

由于新兴市场经济体的生产率持续快速提高，基于市场经济逻辑下的合理反应是：发达经济体资本流入新兴市场经济体，新兴市场经济体货币升值并伴随资产（相对）价格上涨，投资和收入快速增长，居民消费和福利水平增速提高；资

本流出发达经济体，货币贬值、资产（相对）价格下降，投资和收入增速趋缓，居民消费和福利水平增速趋缓。大宗商品相对稀缺性提高，价格上涨。

现实与上述经济逻辑下的价格调整和资源重新配置并不完全相符。最突出的表现是中美之间的贸易失衡，以及欧元区内部经济体之间的贸易失衡。以中美贸易失衡为例，作为经济增长潜力较低的美国，本应该是通过贸易顺差的方式输出资本，国内储蓄流向国外谋求（较国内）更高的投资收益率。但现实当中美国是资本净输入国，美国借用其他国家的储蓄支持消费。作为经济增长潜力较高的中国，本应该是通过贸易逆差的方式净输入资本，吸引其他国家储蓄支持本国的投资或消费支出。但实际上中国是资本输出国，把本国的储蓄借给美国，支持其消费支出。国际资本流动显著违背了一般性的市场逻辑。

这个有悖于一般性市场逻辑的现象并不奇特。资本从中低收入经济体流向发达经济体的现象普遍存在。^[1]经济学界近期对这一现象提出了很多解释。比较主流的观点是美国拥有发达的金融市场，可以提供优良的金融服务，实现储蓄保值；中低收入经济体难以提供高质量的金融服务，虽然能制造财富但不能为储蓄很好的保值增值。因此资本从中低收入经济体流向美国，并借助于美国发达的金融服务再次投资于全球市场，谋求财富保值增值。^[2]形象地看，美国在国际社会上的角色像是一个投资公司，一边从国外借入大量资本，一边把这些资本再投资于国外，从中牟取投资收益。很多经济学家认为这样做符合美国的比较优势。

从国外借入资本，并利用自身的金融服务比较优势再投资于国外，是提高美国生产率和收入的重要途径，对其他国家的资源配置可能也有利。但这并不意味着美国应该是净资本输入国，也不能颠破高增长潜力国家输入资本、低增长潜力国家输出资本的一般市场经济原理。事实上，美国在借入国外资本后，并不是全部再投资于国外，而是把相当大的部分用于国内消费。美国通过资本项目顺差吸纳的国外资本只有稍多于一半数量被用于海外投资，剩下三到四成被用于弥补其庞大的贸易逆差。即便美国对外资产负债表上的资产收益率远高于负债利率率，但是在贸易逆差的拖累下，美国总体上处于严重的净负债状态，而且对外净负债规模不断扩大。总体上看，美国是在借用其他国家的储蓄支撑国内的过度支出，

[1] Lucas, Robert, "Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries?", *American Economic Review*, 80 (2): 92 - 96, 1990.

[2] Caballero R. J., E. Farhi and P. O. Gourinchas, "An Equilibrium Model of 'Global Imbalances' and Low Interest Rates", *The American Economic Review*, 2008, 358-393.

国内的过度支出主要来自于过度消费，而不是投资。

（三）规则缺失

新兴市场经济体的崛起以及美国作为全球投资者角色，并不必然带来有悖于合理资源配置的经济结构失衡。学术界从多个视角讨论了金融危机和经济结构失衡的原因。最具代表性的是以下四个视角：一是美联储维持了过低的利率；二是疏于监管的金融体系造成了金融衍生品的过度发展和对风险的严重错误定价；三是中低收入经济体内部贸易品/非贸易品相对价格扭曲，即真实汇率失衡；四是国际货币体系存在内在缺陷。更进一步看，这些视角所归纳的原因背后，都凸现了一个更根本性的问题：由于国际金融和货币领域内缺乏一套公共治理规则，上述价格扭曲才迟迟得不到纠正，资源配置失衡才不断加剧并引爆金融危机。

美国的资源配置扭曲来自于利率和资产价格扭曲。价格扭曲的直接原因是政府和市场投资者的盲目乐观和机会主义战胜了那些基于常识的一般性规则和纪律。2008年金融危机之前，学术界和美国决策层内部对美国资产价格泡沫、私人部门储蓄率过低并且入不敷出、经常项目赤字难以为继等一系列现象屡次表示担心。全球失衡成为2004—2007年间国际宏观经济学界讨论最多的问题。但与此同时，对“新经济”的乐观态度也颇具影响力，许多研究者认为在新的国际经济环境下全球失衡局面可长期持续。美联储前主席格林斯潘既认同“新经济”，也担忧资产价格泡沫和金融衍生品交易，但最终选择了有悖审慎原则、有悖常理的长期低利率政策。泰勒认为，如果美联储能够按照过去一直沿用的泰勒规则行事，美国利率就不该这么低，金融危机的损害也不会这么大。^[1]不仅美国货币当局放弃了规则，而且美国的公共财政在私人部门显而易见的入不敷出局面下，依然选择了减税和扩大公共福利覆盖范围，显然也违背了常理。市场投资者更是把常理放在脑后，市场在很长时间里认同的不再是常理而是想象中的故事。盲目乐观和机会主义做法的背后，暴露出来的问题是规则和纪律的缺失。

中低收入经济体的资源配置失衡和价格扭曲主要来自于工业部门优先发展理念压倒了公平竞争的市场经济规则。近代历史上，每一个成功的经济赶超都依托于现代工业部门的崛起。对于后进国家，通过学习国外已有的生产模式和管理经验，工业部门生产率可以在很短时期内快速提高，成为全社会经济增长的发动机。但是工业部门的发展并不必然带来贸易顺差和国内经济结构失衡。工业部门

[1] Taylor, John B., *Getting Off Track: How Government Actions and Interventions Caused, Prolonged, and Worsened the Financial Crisis*, Hoover Institution Press, 2009.

的生产效率提升会带来国内工业产品的相对价格下降，以服务业为代表的其他部门面临更为有利的相对价格变化，吸引资源流入到这些部门。在工业品与非工业品相对价格的灵活调整下，经济资源在各部门之间会合理配置。鉴于工业部门发展带动了整体生产率提高，中低收入经济体总体上应该保持资本净流入格局。

现实中，后进国家优先发展工业部门的观念根深蒂固。为尽快实现经济赶超，政府往往采取一系列市场干预的措施刺激经济资源流入工业部门，违背了市场经济核心的公平竞争规则。这些干预措施一般包括对外汇市场的持续干预，对各种要素价格的补贴或者是直接的价格干预，以及对工业部门以外其他部门有失公平的非市场竞争规则。干预的后果是阻断了相对价格变化对资源配置的合理调整，经济资源过度流入工业部门，尤其是出口和进口替代部门，造成了中低收入经济体工业与其他产业之间的发展失衡。中低收入经济体快速积累的工业部门生产能力在加速经济增长的同时，也带来了国内供求之间的严重失衡以及产业结构扭曲造成的收入分配恶化。工业部门生产能力远大于国内的消费能力，只能通过输出资本/贸易顺差的方式释放国内的贸易品部门产能。这种增长模式造成了经济增长与福利改善的脱节，经济增长严重依赖外需。特别是对于大型中低收入经济体，这种发展模式难以为继，外需扩张的瓶颈会不断凸现，产业结构扭曲造成收入分配恶化和内需不足，这会加剧供求失衡，让经济增长陷入困境。

缺乏规则的国际金融和货币体系难以有效遏制美国方面的入不敷出和后进国家工业部门的过度发展。如果存在相应的国际货币和金融体系设计可以自动纠正严重的经常项目失衡，如果发达国家和后进国家的利率和汇率失调可以得到更早纠正，如果在对跨境资本流动和金融监管方面更加审慎，金融危机就可能避免。即便发生危机也不会如此严重。还有很多个类似的如果，哪怕有一个环节能对全球资源配置失衡有所纠正，危机就不会如此剧烈。遗憾的是，当前的国际金融体系基本处于无政府状态，没有制度化的公共产品和治理规则，无法及时纠正不断加剧的全球资源配置失衡。加速的经济和金融全球化与规则缺失形成强烈反差。金融危机爆发看似偶然，实则必然。

规则缺失，复苏艰难

（一）走出困境的依托

金融危机之后，在全球各国政府的联合强力刺激下，全球经济一度出现强劲

反弹，但是好景不长。2010年开始，发达经济体公共部门债务问题恶化，再次引发全球金融市场动荡；新兴市场经济体在前期刺激政策以及全球低利率、大宗商品价格高企的冲击下，遭遇严重的国内通货膨胀压力，开始采取紧缩政策遏制通货膨胀和经济过热，经济增长大幅滑坡。

需要在全球范围内实现资源配置的有效重组，市场供求才能重新步入可持续的良性动态循环路径，金融市场压力才能缓解，经济复苏才能持续。对于发达国家，资源配置重组的具体内容是去杠杆化，尤其是公共部门的去杠杆化。这也是当前全球经济复苏面临的巨大挑战。在进一步讨论公共部门的去杠杆化进程为何艰难以前，先了解去杠杆化的基本内容。

一般而言，公共部门的去杠杆化主要依靠三个渠道：一是宽松货币政策带来的通货膨胀和货币贬值；二是财政紧缩；三是破产和债务重组。这三个渠道对于降低公共债务/公共收入比的作用机制不同，对经济增长的影响也不同。

宽松货币政策对降低债务收入比的影响是双管齐下。一方面，通货膨胀降低了公共债务的真实成本；另一方面，以通货膨胀手段降低真实利率并刺激货币贬值，会刺激投资、公共财政收入和贸易余额的增加。罗格夫与莱因哈特在对全球800年来债务危机历史的研究中指出，几乎所有面临严重主权债务问题的国家，都主要借助于通货膨胀与货币贬值缓解债务压力。^[1]但利用通胀和货币贬值手段化解债务问题也是有限度的，制约因素来自于：首先，如果通胀过高，以至于引起国内市场价格体系的巨大不确定性，严重的通胀会破坏投资、生产和消费活动并引起真实收入水平的下降，这不仅不会降低债务收入比，甚至可能因为收入的下降而提高债务收入比；其次，如果存在严重的经济结构扭曲，通胀上升所引发的真实利率下降并不能有效刺激投资和收入增长，以通胀手段降低债务收入比的作用会大打折扣；最后，通胀取向的货币政策造成国家之间的竞争性货币贬值，这也会让以通胀手段降低债务收入比的作用大打折扣。

财政紧缩对于降低公共债务收入比的作用更直接。但是，在化解较大规模公共债务压力的时候，财政紧缩的余地有限。一方面，严重的财政紧缩会降低总需求，拖累经济增长，财政紧缩在减少公共债务的同时也会减少公共财政收入，抵消通过紧缩手段降低公共债务收入比的效果。如果面临非常大规模的公共债务压力，在不依靠其他手段的情况下，需要非常大的财政紧缩才可能显著降低公共债

[1] 罗格夫、莱因哈特：《这次不一样：800年金融荒唐史》，机械工业出版社，2011年5月。

务收入，这个会是严重的经济衰退过程。另一方面，严重的财政紧缩会面临国内的巨大政治压力，以至于无法实施。

完全依靠财政紧缩还清债务就好比是让身体虚弱的人继续节衣缩食还债。放在个人身上，这个做法尽管不太人道，也许还有可能发生。放在国家身上，结果更可能是欠债不还。没有哪个法院能把这个国家送进监狱，但一定有足够的选民把采用这个方案的政府赶下台。欧债危机爆发以来，短短一两年时间里欧元区国家发生了一连串的现任政府倒台事件，足以说明过度依靠财政紧缩政策行不通。

破产和债务重组在降低债务方面的效果立竿见影，这需要债权国的谅解和让步，只有这样才能有序地进行债务重组。如果缺少债权国和债务国的妥善沟通和安排，这个过程当中会出现信用体系的破坏和巨大的恐慌，实体经济会受到严重的负面冲击，经济增长剧烈滑坡，企业破产和失业现象会非常严重。

平稳地走出公共债务困境，成功的关键在于在以上三个手段中取得平衡，三个手段缺一不可。每个国家在平衡使用上述三个手段时面临的制约条件不同。以通货膨胀，或者是以破产和债务重组手段降低杠杆涉及到债权国与债务国之间的利益再分配。在当前国际金融和货币体系缺乏公共秩序的环境下，美国因为其国际储备货币发行国地位，很容易利用这些手段，甚至是过度依赖这些手段；其他国家则很难借助于这些手段。

（二）为何欧元区难以走出危机？

欧元区债务危机国家的问题有很多共性，希腊公共债务危机是一个典型案例。希腊公共债务危机的直接原因是公共财政长期的入不敷出，以及金融危机期间财政收支缺口的进一步扩大。更深层次的原因是：1) 希腊加入欧元区后，融资成本显著下降。加入欧元区以前，希腊国债收益率大大高于欧元区核心国家的国债收益率，1995—1999年间的希腊和德国的十年期国债收益率差额在2%~10%不等，但是加入欧元区后，希腊的国债收益率迅速与欧元区核心国家的国债收益率趋同，大大节省了希腊公共财政的融资成本。2) 中低收入经济体的生产率冲击和美联储的货币政策共同促成了长期的低利率，进一步降低了公共财政的融资成本。3) 中低收入经济体的生产率冲击在带来正面供给冲击的同时，也造成希腊经济国际竞争力下降和结构性失业压力，希腊政府依靠公共债务扩张的方式，掩盖了需求方的负面冲击，维系了短期内的高水平国民福利和经济增长。

希腊之所以陷入严重的公共债务危机，同样源自于规则设计缺陷。不得不反思：为什么早已入不敷出的希腊还能对外持续举债？为什么还有投资者借钱给希

腊？为什么没有防火墙机制提前发现和处理问题？希腊只是欧洲重债国家的缩影，其他国家也都是类似的情况，虽然程度有所不同。没有事前的防火墙机制可以补救，当务之急是处理债务危机国家的困境，这些国家陷入了财政危机、金融市场动荡、实体经济下滑的恶性循环当中。

欧元区国家难以真正走出危机，因为区域内的债权国与债务国无法达成协议，去杠杆化的重要手段缺位。债务国和债权国都各有苦衷，没有明确有效的争端解决机制，债权国和债务国不断拉锯，金融市场也因此屡受冲击。

还以希腊为例解释当前欧元区国家为何难以真正走出危机。由于欧元区统一货币政策的存在，通货膨胀和货币贬值手段在化解希腊债务危机的过程中缺位，债务重组不足以化解希腊面临的流动性和清偿能力问题，更大的负担落在了财政紧缩方面。希腊政局无法在经济已经陷入衰退的局面下选择严重的财政紧缩，即便上一任政府做出了承诺，下任政府也无法实施。

问题的另一边是债权人，就欧元区而言主要是德国。德国同样面临着艰难的选择。支持欧洲央行放开货币闸门会大大缓解当前的紧张局面，但这会给德国带来巨大损失和风险。德国自2004年以来的经常项目顺差占GDP比保持在5%~7%之间，德国积累了大量的海外净资产，而这些资产多投资在欧元区内。如果支持在欧元区内引入更高的通货膨胀，意味着作为债权人的德国将蒙受巨大的债权价值缩水损失。支持在欧元区内引入更高的通货膨胀的另一个困难是，通货膨胀会发生在德国，而不一定是债务危机国家。从欧元区内结构调整的角度看，德国比其他贸易逆差国（也是债务危机国家）有更高的通胀有利于化解欧元区内部的结构不平衡，但是在债务危机国家自身也需要通胀的条件下，德国需要有多高的通胀才能满足需要呢？这对于恪守通胀纪律的德国来说是难以接受的挑战。

希腊和德国难以达成和解，欧元区域内的各种救助措施虽然在稳定金融市场上发挥了积极作用，但是始终也没有触及到问题核心。每个国家都有选择不合作的理由，但是不合作的结果是更加糟糕，不仅是对于希腊和德国，还有欧元区其他国家和全球经济。这再次凸显了公共规则缺失的不良后果。

（三）美国和中国的角色

美国的去杠杆化进程相对顺利。金融危机以后，美国政府采取了强有力的货币和财政刺激政策手段，避免私人部门过于剧烈的去杠杆进程。从美国国内结构调整的角度看，这些措施有利的一面是向其他国家转嫁债务负担，不利的一面是延缓了结构调整的进程，长期的负利率造成消费和投资的继续扭曲，使得美国经

济在整体上入不敷出的局面进一步延续。但是从稳定金融市场和短期内的经济增长角度看，这些措施发挥了非常重要的作用。这些措施的一个重要后果是美国的公共财政部门承受了更大的负担。

美国同样面临着不可持续的公共债务负担。美国联邦政府的债务存量占GDP的比重达到二战以来的最高位，在现有政策框架下还会继续快速增长。美国政府债务存量有两种定义：一种是由私人部门持有的联邦政府债务，截至2010年这个口径下债务占GDP之比是62%；还有一个是包括政府部门（政府企业）和私人部门在内的所有部门持有的联邦政府债务，截至2010年这个口径下债务占GDP之比已经接近100%。两种口径下，目前的联邦政府债务占GDP之比已经是二战以来的最高点。美国国会预算办公室认为如果政策不做出重大调整，未来20年美国的财政赤字占GDP的比重会持续上涨。难以为继的公共财政状况成为美国经济头号中长期问题。

美联储的政策对其他国家带来了负面的溢出效应，加大了其他经济体的负担。借助于美元的国际货币地位以及美联储极度宽松的货币政策，美国公共债务的利息负担被降到了最低水平，这为美国政府平稳地解决其公共债务负担留出了更充裕的时间。但这些政策带来了显著的负面外溢效应。首先，美联储的极度宽松政策造成了全球大宗商品价格的再度急剧上涨，这为其他经济体的经济结构调整和宏观经济稳定带来了新的压力。特别是对于欧元区，大宗商品价格上涨是通货膨胀压力的主要来源，遏制了欧洲中央银行利用货币政策手段化解债务危机的政策空间。其次，美联储的极度宽松政策同时也是促使美元贬值的政策，这提升了美国的出口竞争力，但同时也增加了美国主要贸易竞争伙伴欧元区和日本的经济增长压力；最后，美联储极度宽松的货币政策最终会带来通货膨胀和货币贬值，国外投资者持有的大量美国国债资产未来会面临严重的真实购买力价值损失，这是变相的赖账。

中国在金融危机之后采取了庞大的货币和财政刺激政策，主要是为了弥补国内工业品部门在外需崩溃后留下的巨大产能过剩，并以此维护较高的经济增长速度。这些政策会刺激中国增加进口、减少出口，这是一个国家增加杠杆的过程，能够弥补在发达国家去杠杆化进程中带来的需求不足问题。金融危机以后全球经济经历了非常强劲的反弹，中国的经济刺激政策发挥了举足轻重的作用。

但是，中国的经济刺激增长并不能长期延续，这些刺激政策的核心内容是基础设施建设投资，以及由此带动的其他部门投资。诸多基础设施投资项目的投资

收益难以保障，银行部门将因此面临庞大的不良贷款风险。银行已经收紧了对这些投资项目的贷款审批，中国经济增速也因此开始快速滑落。

中国还没有建立起可以摆脱外需依赖的增长模式。把更多资源从工业部门转移到服务业部门是让中国市场供求恢复平衡的唯一出路，也是中国经济摆脱过度依赖外需增长模式的唯一渠道。从全球角度看，中国摆脱外需意味着发达经济体将面临更多的外部需求，这在发达国家的去杠杆化进程中弥足珍贵。中国目前经济政策的核心关注点还是确保现有的工业企业利益，而不是破旧立新。中国还没有足够的政策调整奠定服务业的可持续发展。经济刺激政策以增加银行坏账和通货膨胀为代价，非常短命。一旦国内经济情况糟糕，中国的工业部门将再次面临巨大的产能过剩，向外部市场释放产能将会成为唯一选择。届时，发达国家的去杠杆化进程将面临新的压力。

过去三十年，以刺激中国工业部门发展为导向的经济发展战略取得了巨大成功。这样的经济政策导向不仅在决策层思维中根深蒂固，也产生了相关的强势利益集团维护这套政策体系。这样的环境下，完全依靠内部力量推动中国经济结构转型异常艰难，外部的强制性规则和约束弥足珍贵。这些外部规则有助于中国避免陷入更加严重的经济结构失衡和金融市场动荡局面。

需要什么样的全球金融规则？

金融危机以后，国际社会广泛认识到了当前国际金融和货币体系的缺陷，并认识到了这些缺陷与金融危机之间的关系。^[1]在历次G20会议上，金融体系和国际货币体系改革的议题一直都占有重要位置。迄今为止，国际社会在国家内部的金融业监管方面取得了进展，美国、英国等国家出台了新的金融监管法案，新的巴塞尔协议也已经出台并得到了广泛重视。但是在更加宏观的层面上，特别是国际金融与货币体系改革方面迄今为止还没有建树。

正如每个国家需要政府提供公共产品一样，联系日益紧密的国际金融体系同样需要公共产品。这些公共产品的作用，在于为每个国家的金融活动提供外部强

[1] International Monetary Fund, “Strengthening the International Monetary System: Taking Stock and Looking Ahead”, Policy paper of March 23, 2011; Lin, Justin Yifu and Volker Treichel, “The Unexpected Global Crisis: Researching Its Root Cause”, World Bank Policy Research Working Paper Number 5937, World Bank, 2011.

制性纪律，消除国家之间的囚徒博弈困境，进而纠正全球资源配置失衡，预防金融危机。我们已经反复目睹了缺乏这些公共产品的悲剧。20世纪90年代以来，金融市场危机时有发生，当然可以把这些问题归咎为个别国家自身的问题，但是如果有力强的外部强制性纪律和国际社会的及时援助，危机可以避免，即便爆发危机，危机的破坏程度也会大大减轻。

需要全球金融规则的另一个重要理由是这些外部强制性纪律也是推进国内改革的有力工具（commitment device）。由于复杂的政治因素，很多符合一般性市场经济规则的金融政策很难在国内实施。全球金融规则可以让问题简单化，更容易在全球范围内推广那些改善资源配置、降低风险的制度框架。WTO在这方面就是很成功的例子。以下是我们对未来国际金融规则的具体建议。

（一）在G20国家推行统一的有管理浮动汇率体制

布雷顿森林体系解体、2008年金融危机和迟迟难以化解的欧元区债务危机都充分证明，汇率手段在调节资源配置方面发挥着至关重要的作用。仅靠汇率手段未必能达到国家之间的资源合理配置，但是僵化的汇率形成机制会加剧资源配置失衡。有弹性的汇率价格手段是促进全球资源合理配置的必要保障机制。但是，完全的浮动汇率体制同样面临着严重缺陷。^[1]一个处于中间状态的、统一的有管理浮动汇率体制是目前最好的选择。统一的有管理浮动汇率体制下，可以由各国按照统一的规则干预外汇市场，或者把干预外汇市场的权力统一交给国际货币基金组织，由该组织根据某个国家的申请干预外汇市场。这样做的好处在于：一是充分发挥汇率价格杠杆合理调节国际资源配置的功能；二是保障公平市场竞争；三是避免汇率过度波动对实体经济造成损害；四是大大节省对国际储备货币的需求，帮助各国保持合理的国际收支头寸。

（二）对国际收支失衡的强制性调节

经常项目余额与GDP之比不超过4%是一个参考标准。合理的资源配置并不一定对应着经常项目平衡，但一旦经常项目余额与GDP之比过大，全球资源配置扭曲加剧和爆发金融危机的概率就会迅速增加。出于宏观审慎的原则，有必要限制经常项目余额与GDP之比。对超过4%的顺差国和逆差国同时惩罚，惩罚资金同时也是未来的危机救助基金，或者用于对承担负面溢出效应国家的补偿。

[1] Charles, Engle, "Exchange Rate Policy", prepared for the wrap-up conferences of the BIS Asian research programme, The International Financial Crisis and Policy Challenges in Asia and the Pacific, in Shanghai, 6-8 August 2009.

（三）对国际储备货币发行国的纪律约束

确保国际储备货币的价值稳定至关重要。现有国际货币体系下，国际储备货币同时也是主权国家货币。国际储备货币发行国面临着履行国际货币职能与国内货币职能之间的冲突，现实中往往是以牺牲前者为代价保全后者。

维护国际储备货币价值稳定的基础是该主权国家公共财政的可持续性。鉴于私人部门难以维系的债务负担最终会由政府承担，同时需要对国际储备货币国家的私人部门债务有所约束。对于现有的储备货币发行国施加外部纪律可能很难奏效。应该鼓励储备货币多元化，引入国际储备货币的竞争，以此令储备货币发行国接纳外部纪律约束。

（四）完善短期资本流动监管

不可否认短期资本流动对于分散风险和优化资源配置的积极作用，但是由于全球范围内存在大量的监管套利和政策套利机会（新兴市场经济体正处于快速的制度化建设进程当中，其中涉及的改革很难在短期内全方位推进，那些渐进的、局部的改革措施势必会带来政策和监管套利机会），再加上金融机构内部严重的信息不对称和委托代理问题，短期资本流动对很多国家的宏观经济稳定造成巨大威胁。增加短期资本流动透明度，通过征税方式减少过高频率的短期资本交易，限制金融企业严重的货币错配，甚至是在某些特定时间段严格限制短期资本流动都应该考虑当中。

（五）最后贷款人与全球金融市场稳定机制

金融危机期间，中央银行建立了广泛的货币互换协议，这些协议的进一步多边化和制度化可以发展成为全球储备货币池，在短期内为金融市场提供充裕的流动性。更核心的问题是由谁支配和按照什么样的规则支配这些公共资源，这需要一个更强有力的国际金融机构，国际货币基金组织、国际清算银行（BIS），或者是其他新成立的组织。

（六）建立国际债务争端解决机制

不能任由国际债务争端对全球金融市场稳定和实体经济发展的负面影响长期持续下去。缺乏争端解决机制的后果是陷入金融市场动荡与实体经济滑坡的恶性循环，时间拖得越久，越有可能以极端方式解决问题。当前环境下，需要利益相关方共同参与，明确地确定化解危机的时间表、各方的责任以及违约的后果，建立机制性措施促进尽快解决争端。■