

中国经济专题——2021春北大国发院双学位课程

第7讲 从次贷危机到中美关系

《宏观经济学二十五讲：中国视角》第11讲

徐高

2021年4月24日



北京大学国家发展研究院
National School of Development

议程

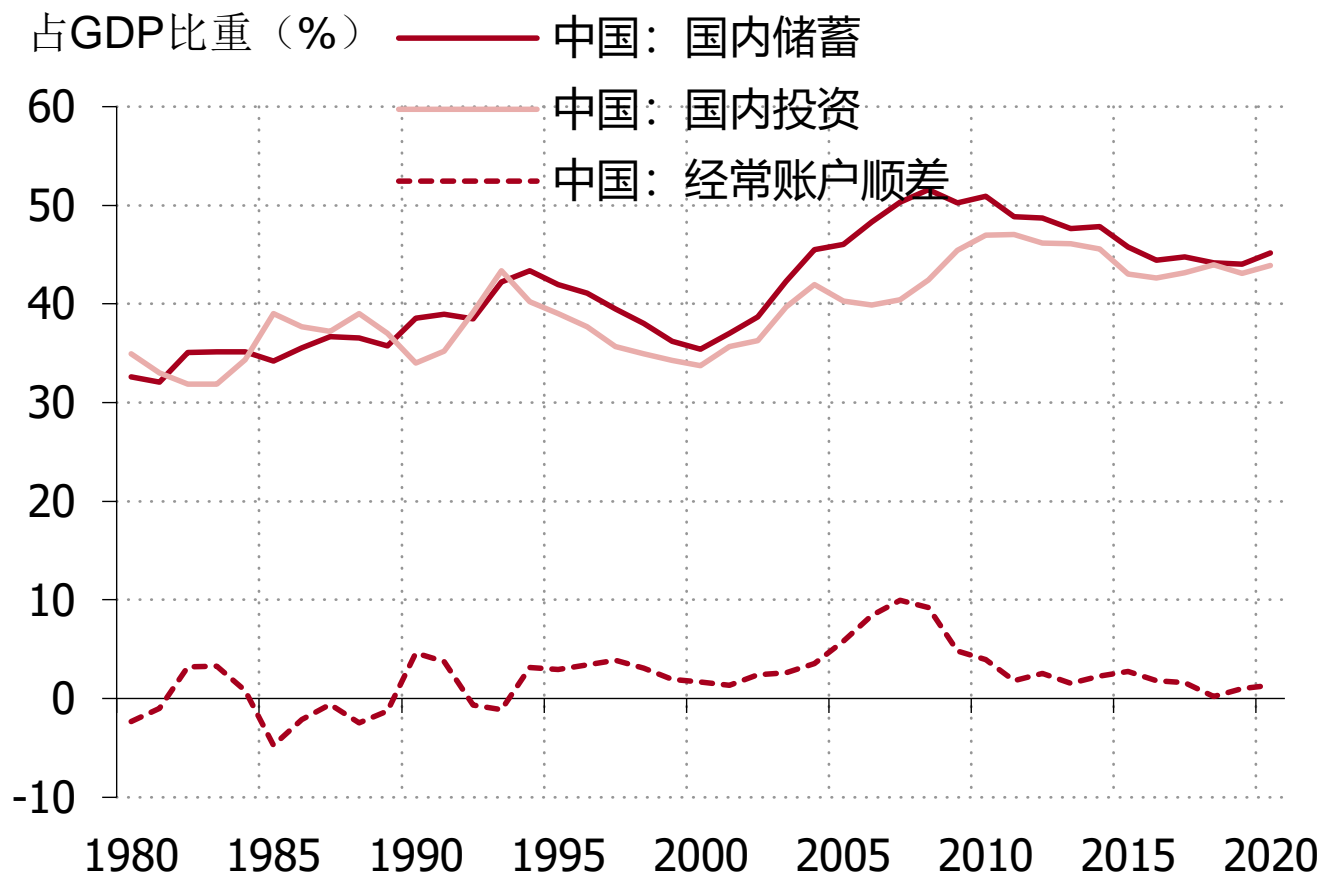
- ◆ 次贷危机的宏观背景
- ◆ 国际货币体系与美元的中心地位
- ◆ 经济视角下的中美关系

复习：联系经常账户与内部平衡的会计恒等式

$$CA = \underbrace{Y}_{\text{产出}} - \underbrace{(C + I)}_{\text{内需}}$$

$$CA = \underbrace{S}_{\text{储蓄}} - \underbrace{I}_{\text{投资}}$$

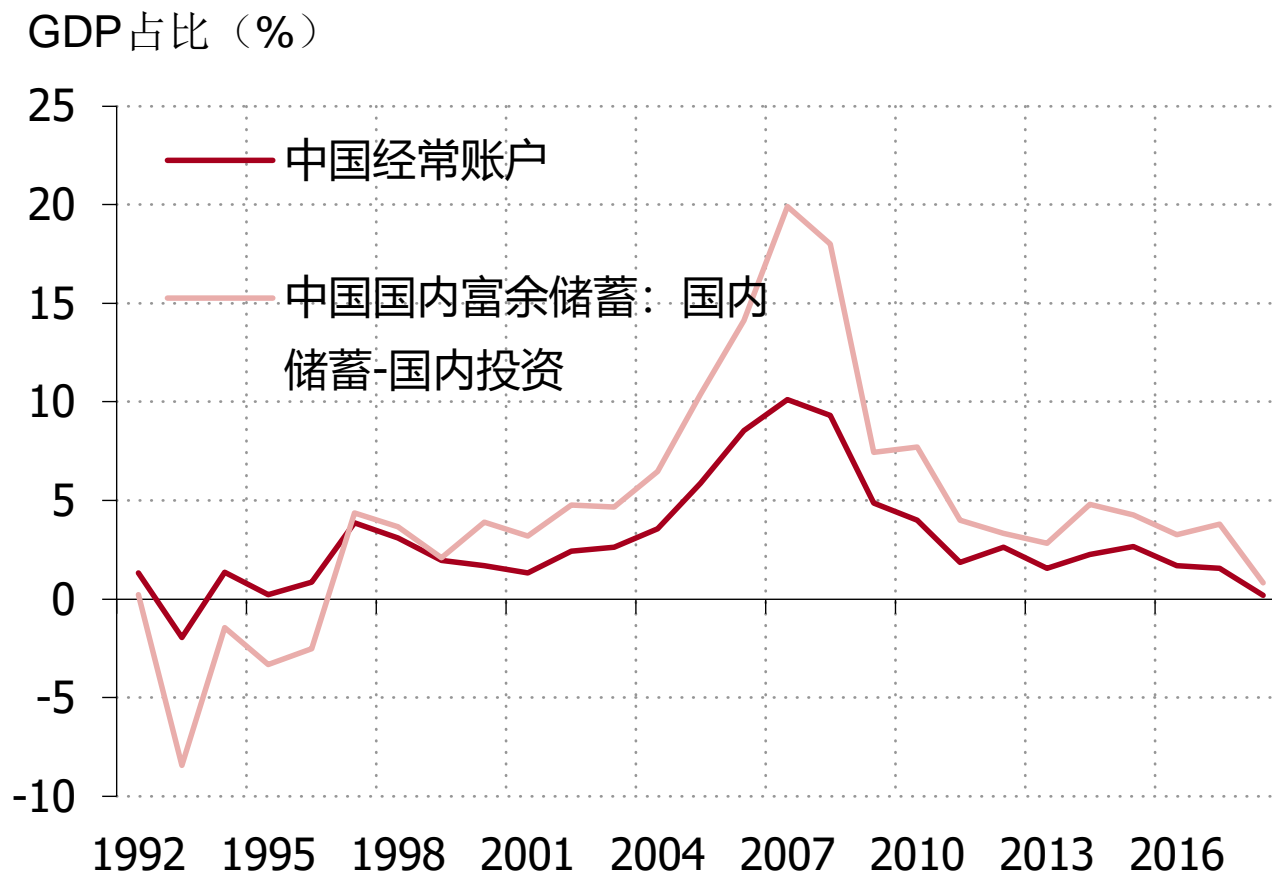
中国国内储蓄长期多于国内投资



数据来源：IMF



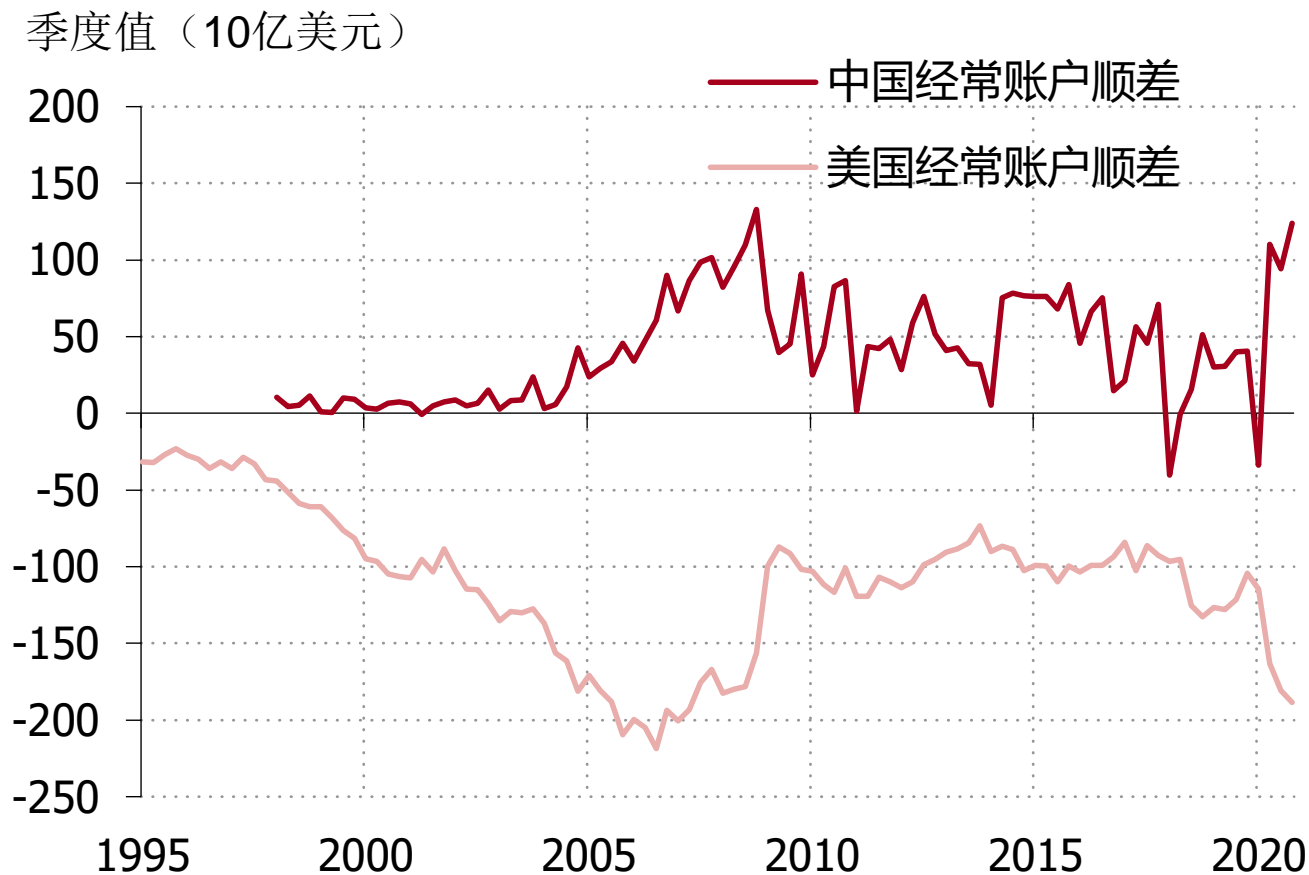
中国内部失衡（储蓄过剩/消费不足）演变成为了外部失衡（经常账户长期顺差）



数据来源：CEIC



最近20多年，中美之间形成了“中国生产—美国消费”的失衡格局，并在次贷危机前和新冠疫情后尤其明显



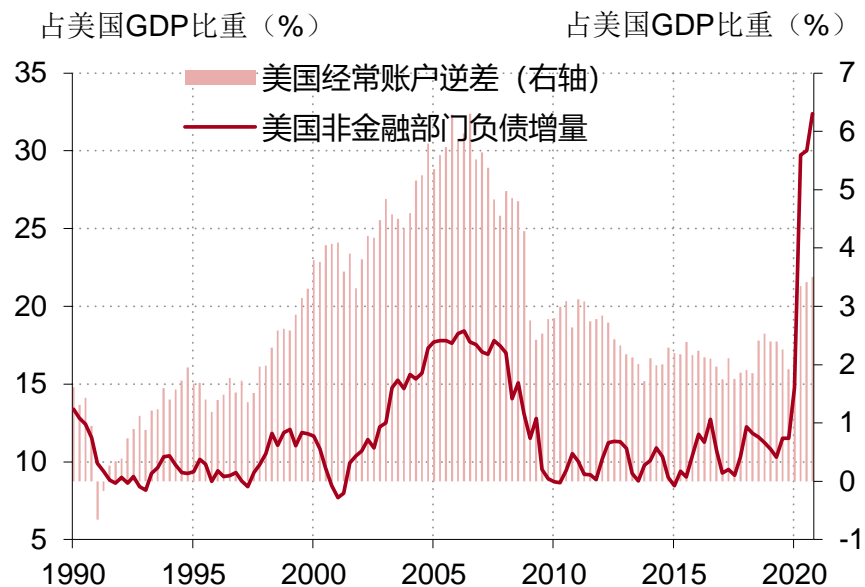
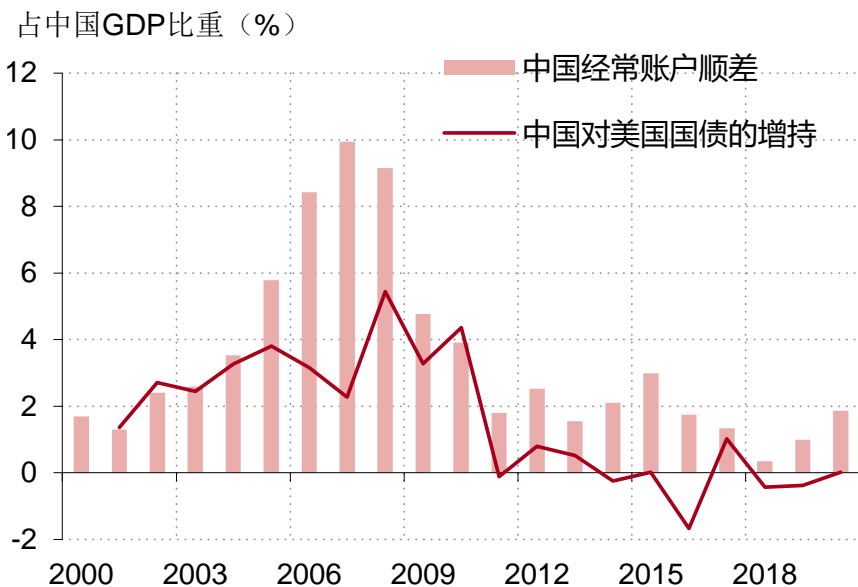
资料来源：万得



全球失衡背后是全球资本流动的链条： 顺差国的储蓄流向逆差国（主要是美国）

中国的顺差大部分借给了美国

美国的逆差对应其国内杠杆率的上升



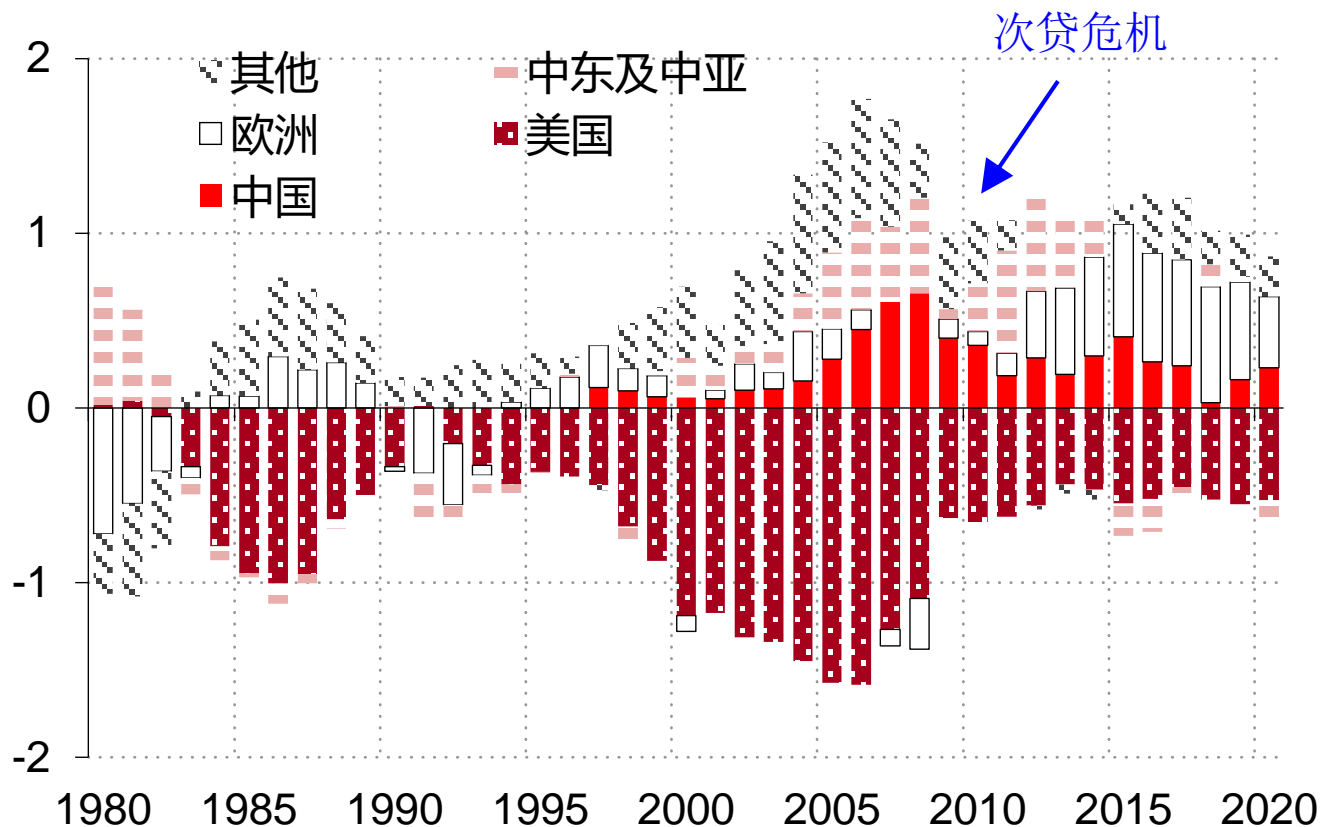
资料来源：万得



北京大学国家发展研究院
National School of Development

中美之间的失衡嵌入到了“全球失衡”（Global imbalances）中

经常账户盈余（%，占世界GDP比重）

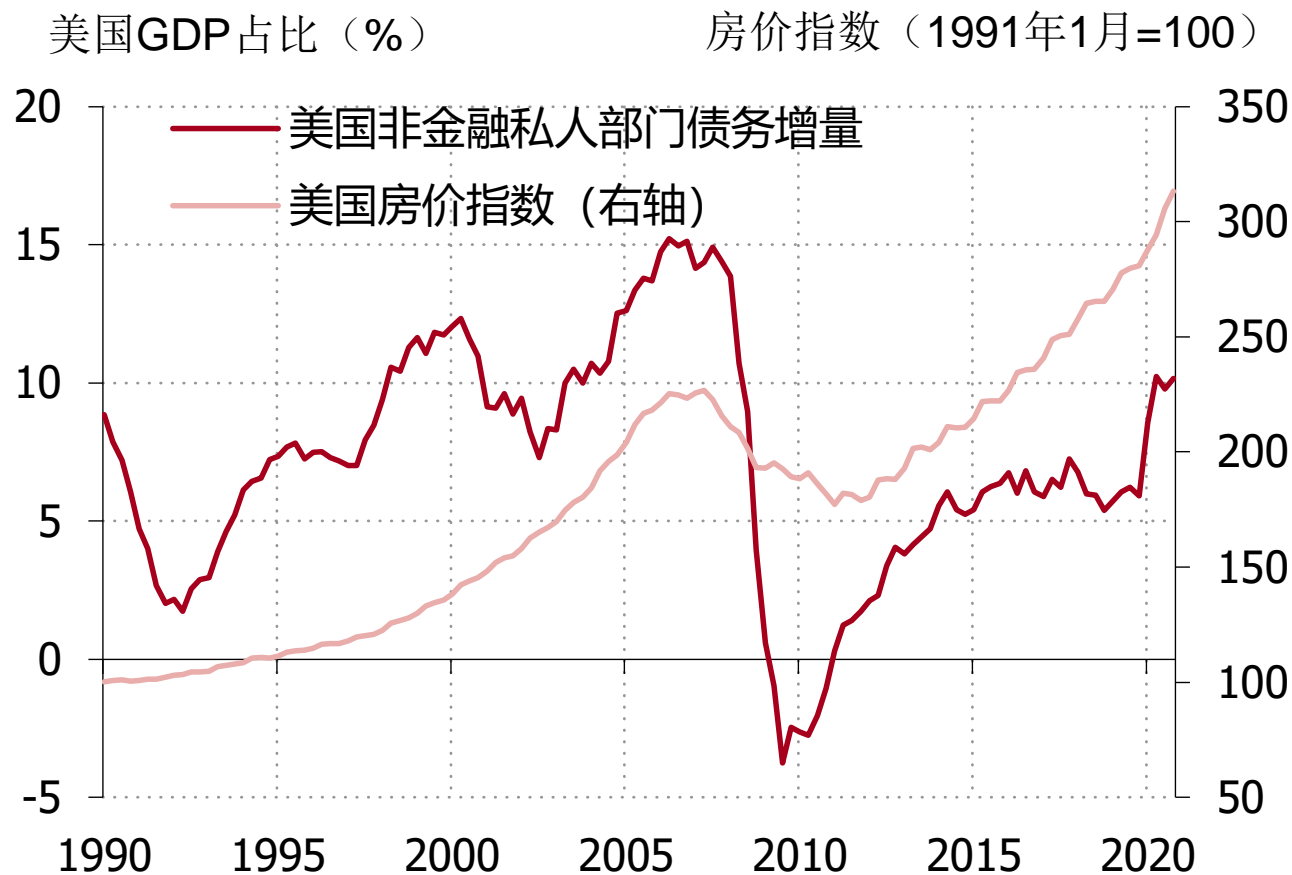


数据来源：IMF



北京大学国家发展研究院
National School of Development

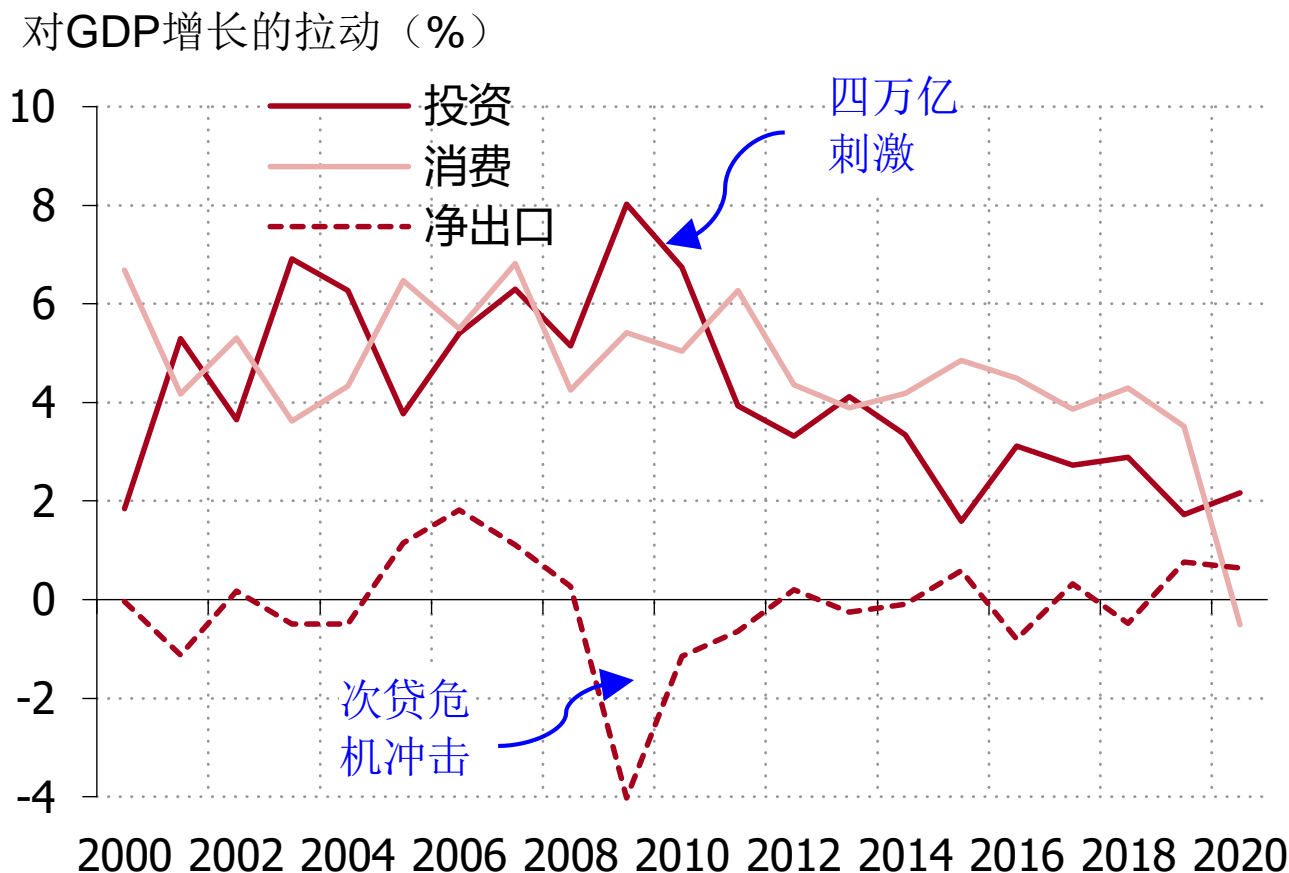
次贷危机终结了美国的加杠杆，令全球失衡剧烈收缩，从而打击了全球总需求和经济增长



资料来源：CEIC



次贷危机时期全球失衡的收缩打击了我国的外需，令我国 经济面临沉重下行压力



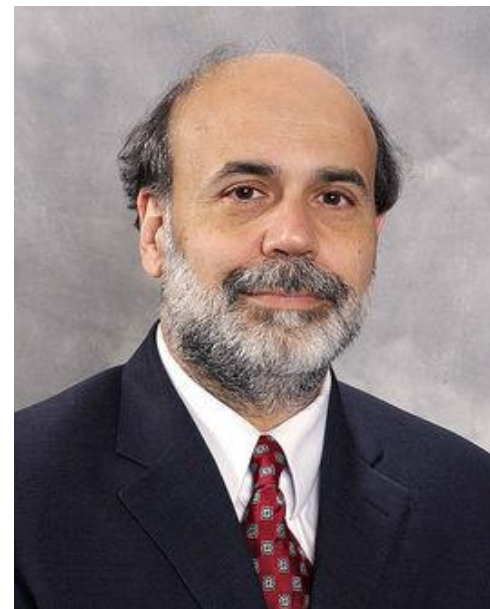
资料来源：CEIC



全球储蓄过剩（saving glut）

“在过去的十年中，几种不同力量合起来造成了全球储蓄供给的显著增加——全球储蓄过剩——可以解释美国经常账户赤字的增大，以及全球较低的长期利率水平……全球储蓄过剩的一个特别有趣的方面是之前流向发展中和新兴市场经济体的信贷流动发生的逆转，让这些国家从之前的国际资本市场的借款人变成了净借出者。”

——伯南克（Ben S. Bernanke），2005年



议程

◆ 次贷危机的宏观背景

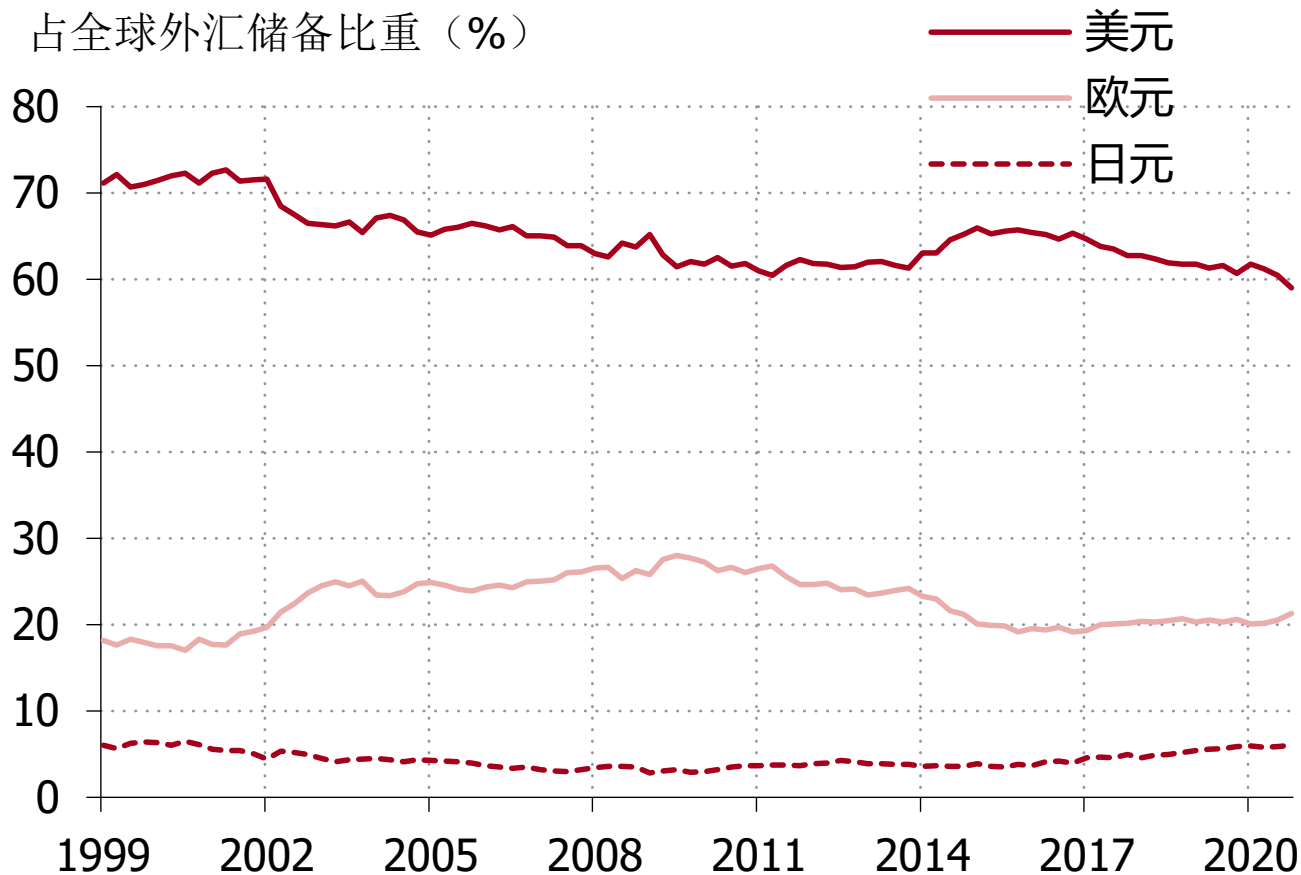
◆ 国际货币体系与美元的中心地位

◆ 经济视角下的中美关系

国际货币体系现状

- ◆ 国际货币体系（International Monetary System）：与国际支付相关的一系列规则与制度
- ◆ 国际货币体系历史沿革
 - 金本位（Gold Standard，二战前）：货币与黄金直接挂钩
 - 布雷顿森林体系（Bretton Woods，二战后到1971年8月15日）：美元与黄金挂钩，其他货币与美元挂钩（从而间接与黄金挂钩）
 - 牙买加体系（1971年至今）：货币完全与黄金脱钩，法定货币体系建立
- ◆ 当前国际货币体系的基本特点
 - 法定货币（fiat money）体系，币值稳定建立在央行信誉（人们的信心）之上
 - 汇率安排多样化，浮动汇率与固定汇率并存
 - 美元居于中心地位
- ◆ 当前国际货币体系存在的主要问题
 - 体系具有内生不稳定性
 - 美元所处的中心地位带来了不平等
 - 非对称的外部不平衡调整压力以及随之而来的全球失衡

美元仍然是最主要的国际储备货币，居于国际货币体系的中央



资料来源：万得



当前国际货币体系存在三个主要问题

◆ 体系具有内生不稳定性

- 特里芬难题：国际储备货币发行国，为满足世界对货币的需求，会出现持续的国际收支逆差，而这逆差反过来又会动摇人们对储备货币的信心，最终有可能导致国际货币体系的崩溃

◆ 美元所处的中心地位带来了不平等

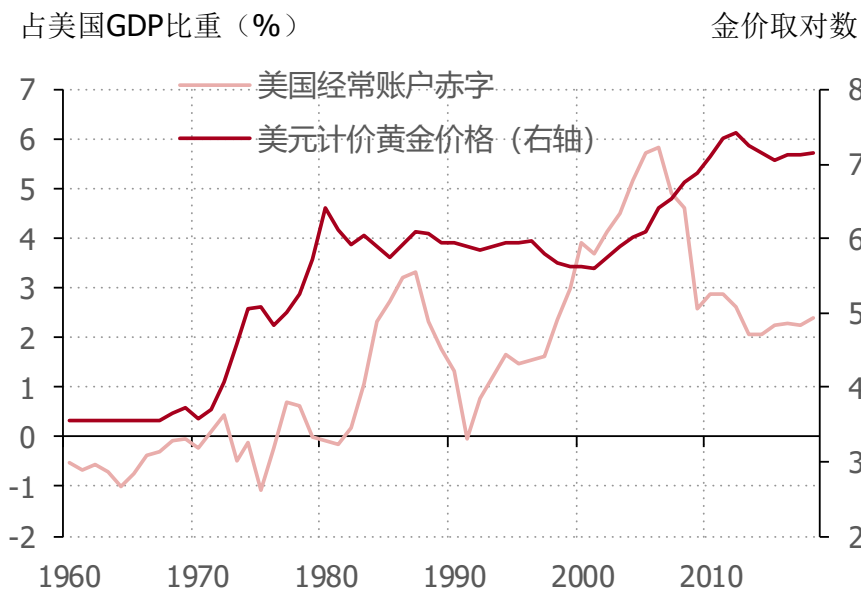
- 美国获取“过度特权”
- 美元“绑架”世界

◆ 非对称的外部不平衡调整压力，以及随之而来的国际不平衡

- 外部不平衡所施加的调整压力只出现于国际收支逆差国（美国除外）；对美国与顺差国而言，缺乏自动的机制调整其外部不平衡
- 重要结果：全球失衡（美国持续逆差，亚洲与石油输出经济体持续顺差）

当前国际货币体系具有内生不稳定性

美元与黄金脱钩后，美国经常账户逆差大幅扩张



数据来源: Wind

◆ 特里芬难题 (Triffin Dilemma, 1960)

- 美国为满足国际社会对国际流动性的需要，需要有国际收支逆差
- 而持续的逆差会危及人们对美元的信心，动摇美元的地位

◆ 只要以主权货币作为主要国际清偿手段，就会碰到特里芬难题以及随之而来的不稳定性

◆ 解决方案：发行超主权的国际货币



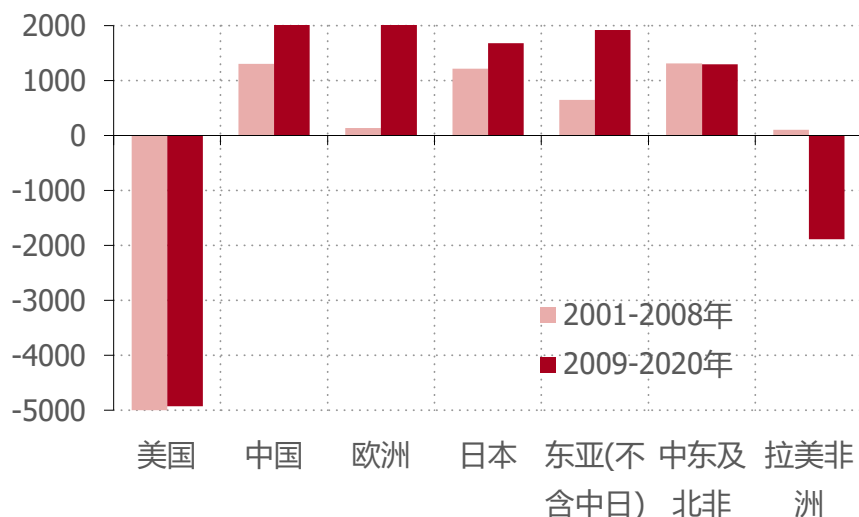
美元的中心地位带来了不平等

- ◆ 美国具有“过度特权”（**Exorbitant privilege**，戴高乐、德斯坦，1960年代）——美元作为国际储备货币所获得的特权
 - 美国用自己的货币支付进口，不会发生国际收支危机。因此美国是唯一一个不会面临外部调整压力的贸易逆差国
 - 美国可以用本币在国际市场上成本低廉的借债
 - 美国的外债主要以美元形式存在，美元的贬值会缩减美国的外债水平
 - 粗略估计，这些“特权”在几年内就可为美国带来超过万亿美元的收益
- ◆ 美元绑架世界
 - 全世界大部分国际储备资产以美元形式存在，其资产价值很大程度上受到美国政策的影响
 - 但其他国家难以约束美国政策，因为任何“用脚投票”的行为都会损害美元资产的价值，从而损害这些国家自身的利益
- ◆ 解决方案：发行超主权国际货币，在国际间平等分配国际货币发行所带来的收益

非对称的调整压力带来了全球失衡

全球失衡程度巨大

累积经常账户盈余（10亿美元）



数据来源：IMF

- ◆ 非对称调整压力（凯恩斯、1940年代）
 - 对贸易顺差国和美国，缺乏自动的机制调整其外部不平衡
 - 仅逆差国（美国除外）会受到外部不平衡所施加的调整压力——国际收支危机
- ◆ 导致越来越严重的全球失衡
 - 美国是主要赤字方，而亚洲和石油输出国是主要盈余方
- ◆ 凯恩斯解决方案：设立“国际清算联盟”，同时向盈余国与赤字国征税，强制调整



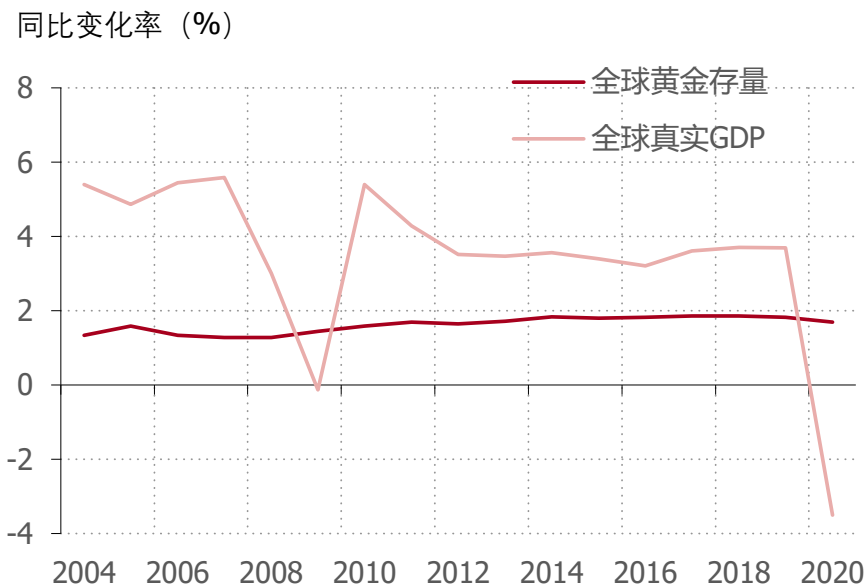
国际货币体系可能的发展方向

- ◆ 除现行制度之外，五种可能的方案
 - 重回金本位？
 - IMF特别提款权（SDR）？
 - 发行超主权的国际货币？
 - 多种主权货币（美元、欧元、日元、人民币）共同居于中心地位？
 - 基于区块链技术的数字货币？
- ◆ 这些备选方案能很快取代（美元居于中心地位的）现状吗？
 - 不能！在可预见的未来，现行国际货币体系还将继续存在下去，美元的中心地位还将继续保持

重回金本位绝不可能

- ◆ 黄金供给有限，增长缓慢，不能满足全球经济发展的需要
 - 地表黄金总量19万吨，每年增长不足2%
 - 世界经济增长速度快于黄金增长速度，重回金本位将会带来持续的通货紧缩
- ◆ 金本位意味着国家间实行固定汇率制，汇率的调节功能丧失
 - 大萧条的教训
 - 欧元区的教训
- ◆ 世界已经不可能重回金本位

黄金存量的增长远远赶不上全球真实GDP的增速



IMF的特别提款权（SDR）不是货币，并面临IMF内部的很大政治阻力

- ◆ 特别提款权（**Special Drawing Rights, SDR**）：由国际货币基金组织（IMF）分配的对一篮子货币的“索取权”
 - SDR本身不是货币，而更像是国家间的“信贷额度”
 - 在IMF的协调下，一个国家可以用其持有的SDR向别国换取美元、欧元、人民币、日元和英镑这5种货币
 - 2016年10月规定，5种货币在SDR中的权重分别为41.73%、30.93%、10.92%、8.33%和8.09%
- ◆ 所面临的障碍
 - SDR根本就不是货币
 - 规模太小：目前总量不到目前全球外汇储备的5%
 - 市场参与者有限，流动性不足
 - 来自于美国的政治阻力很大（美国在IMF中拥有一票否决权）
 - 欧元区的教训：统一的货币联盟需要统一财政，否则无法稳固

发行超主权的国际货币的政治阻力极大，可能性极小

- ◆ 由一个超主权的国际机构发行国际货币、并辅以相应的制度设计，是国际货币体系的“终极”解决方案
 - 更稳定——特里芬难题得以化解
 - 更公平——货币发行的“过度特权”可在全世界各国之间平等分配
 - 外部不平衡的调整更对称——钉住该国际货币的顺差国家相对自由浮动的逆差国家来说，汇率会自动升值，从而调整外部不平衡
- ◆ 班科（Bancor）——凯恩斯的伟大设想
 - 建立全球银行——国际清算联盟（International Clearing Union）
 - 发行基于30种商品（包括黄金）的国际货币“班科”
- ◆ 所面临的障碍
 - 政治阻力无比巨大，在可预见的未来不可能实现

多种货币共处中心位置的模式面临不小阻力

◆ 优点

- 竞争可以增强对储备货币发行国的约束
- 不平等性有所改善：各储备货币发行国分享“过度特权”

◆ 缺点

- 特里芬难题仍然存在
- 资产组合在储备货币之间的调整会加大汇率的不稳定性
- 规模经济受损

◆ 所面临的障碍

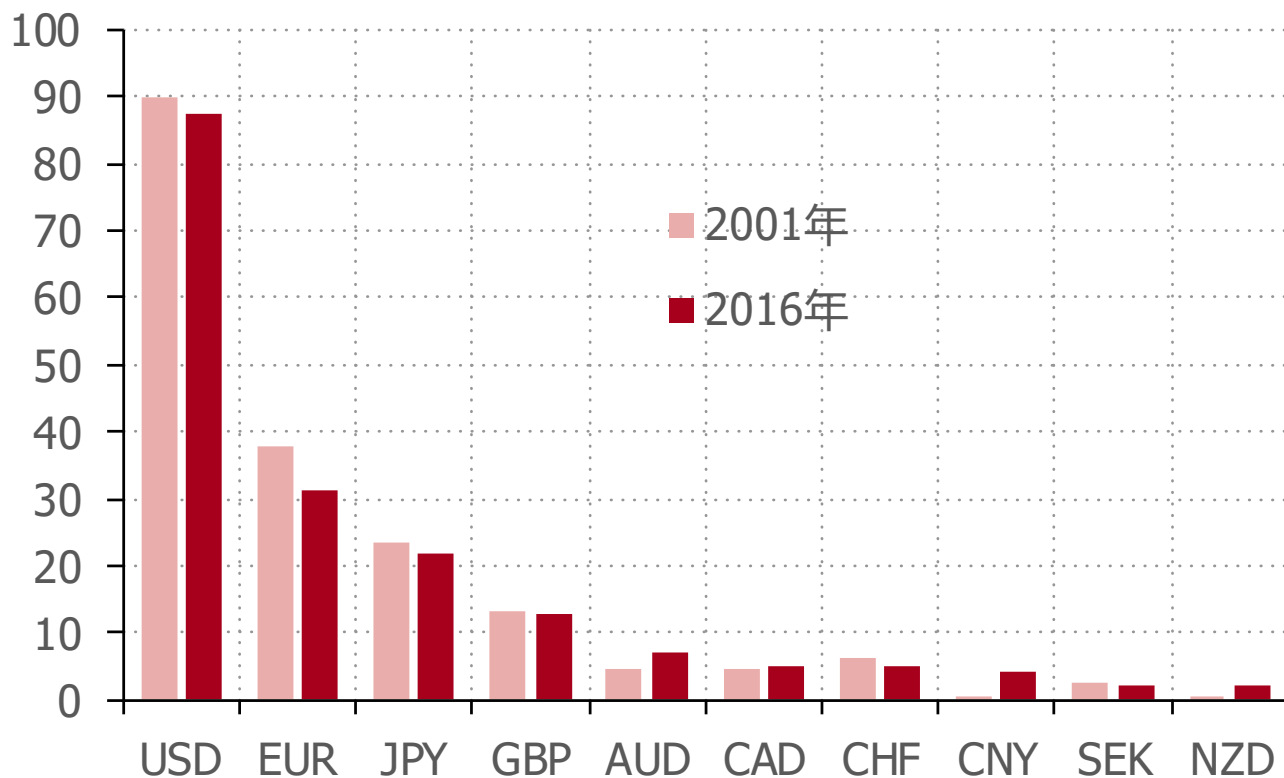
- 货币使用中的“网络效应”抬高了新储备货币的进入门槛
- 欧元、日元、人民币目前的竞争力都不足以挑战美元
 - 欧元：形成财政联盟之前，货币联盟并不稳固，市场仍怀疑其可持续性
 - 日元：日本经济持续低迷，汇率波动太大
 - 人民币：面临资本项目下不能自由兑换，国内金融市场吸纳能力有限等障碍

前景尚不明朗的区块链与数字货币

- ◆ 区块链与数字货币的联系与区别
 - 区块链是一种去中心化、分布存储的数据库技术
 - 数字货币可以基于区块链的技术（如比特币），也可以不基于区块链
 - 区块链可以用来支持数字货币，也可以支持其他应用场景（如供应链金融）
- ◆ 基于区块链技术的数字货币的弊端
 - 去中心化动摇了国家对货币发行的垄断权，必然受到国家的打压
 - 区块链技术在“去中心”与“性能”之间面临两难
- ◆ 央行数字货币的前景
 - 一个国家内部的数字货币（**Digital Currency**）将难以与电子支付（**Electronic Payment**）区分开（**人民银行的DC/EP**）
 - 国家间可能可以利用区块链技术来避免超国家央行的设立必要
- ◆ 无论是区块链，还是数字货币，都仍然处在早期的摸索阶段

美元还将长期处于国际货币体系的中央

占全球外汇交易比重（%）



资料来源：BIS

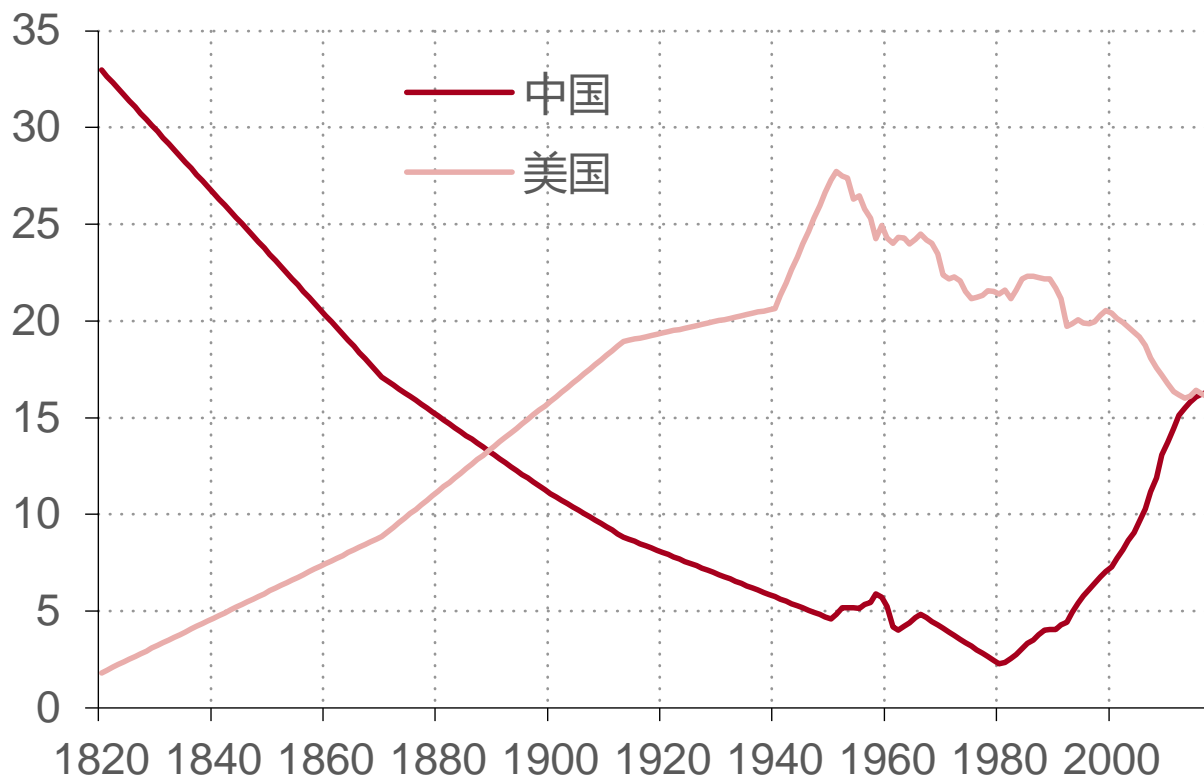


议程

- ◆ 次贷危机的宏观背景
- ◆ 国际货币体系与美元的中心地位
- ◆ 经济视角下的中美关系

从购买力平价来计算，中国的经济体量已经超过美国，重回世界第一

占世界GDP比重（%，购买力平价计算）

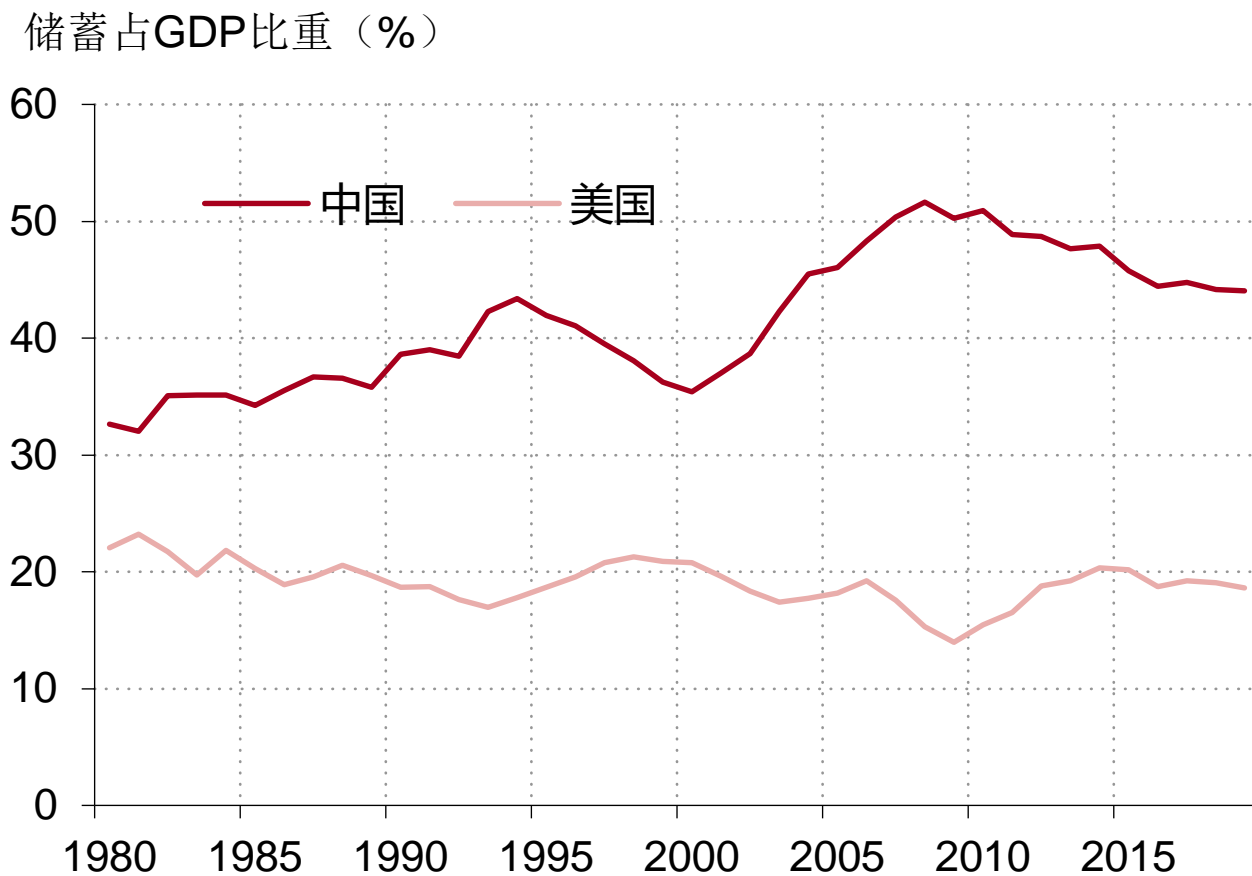


数据来源：Angus Maddison，IMF



北京大学国家发展研究院
National School of Development

中国的储蓄率远高于美国



资料来源：IMF



中国的高储蓄和高投资带来了我国产能的快速扩张，其增速远远高于美国

工业产能同比增长率（%）



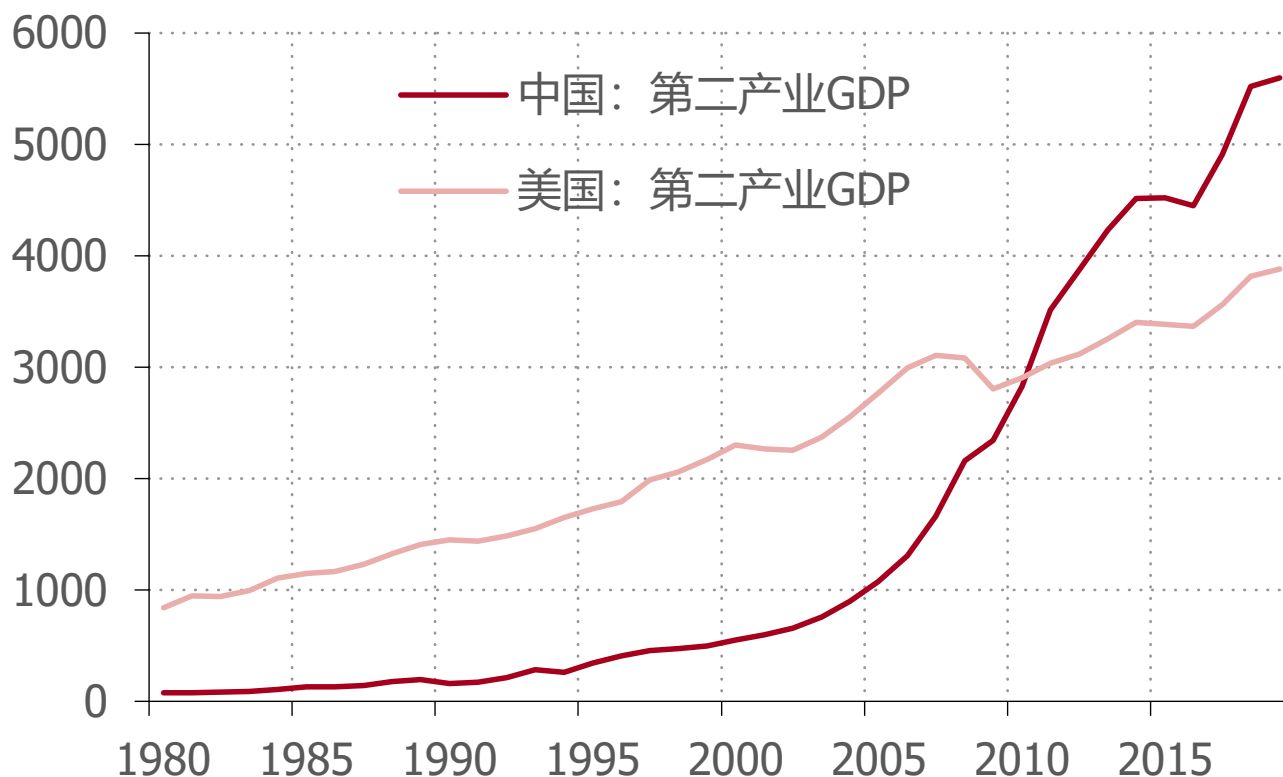
资料来源：Wind



北京大学国家发展研究院
National School of Development

按市场汇率计算，中国的第二产业（工业和建筑业） GDP已经明显超过美国

现价年度GDP（10亿美元）

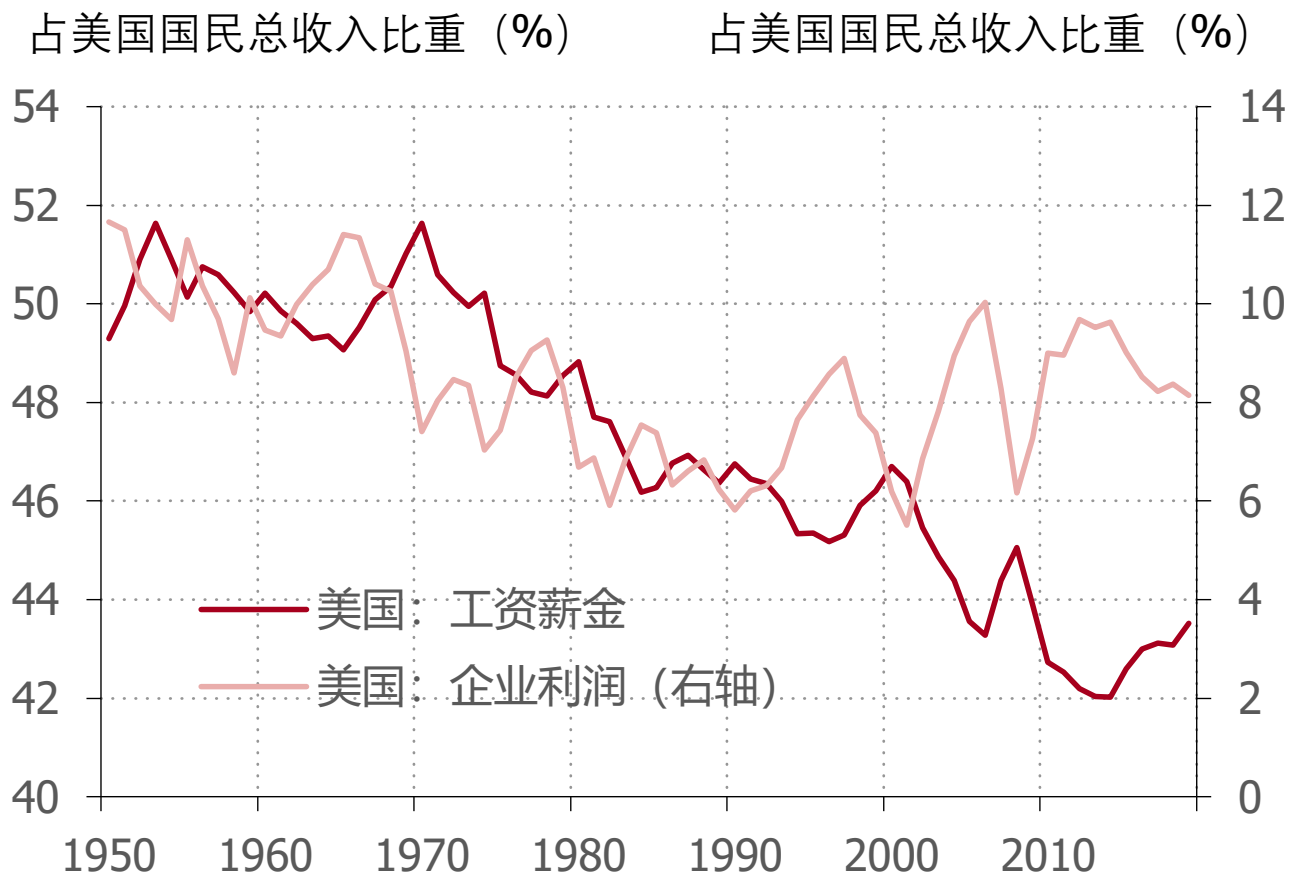


资料来源：Wind



北京大学国家发展研究院
National School of Development

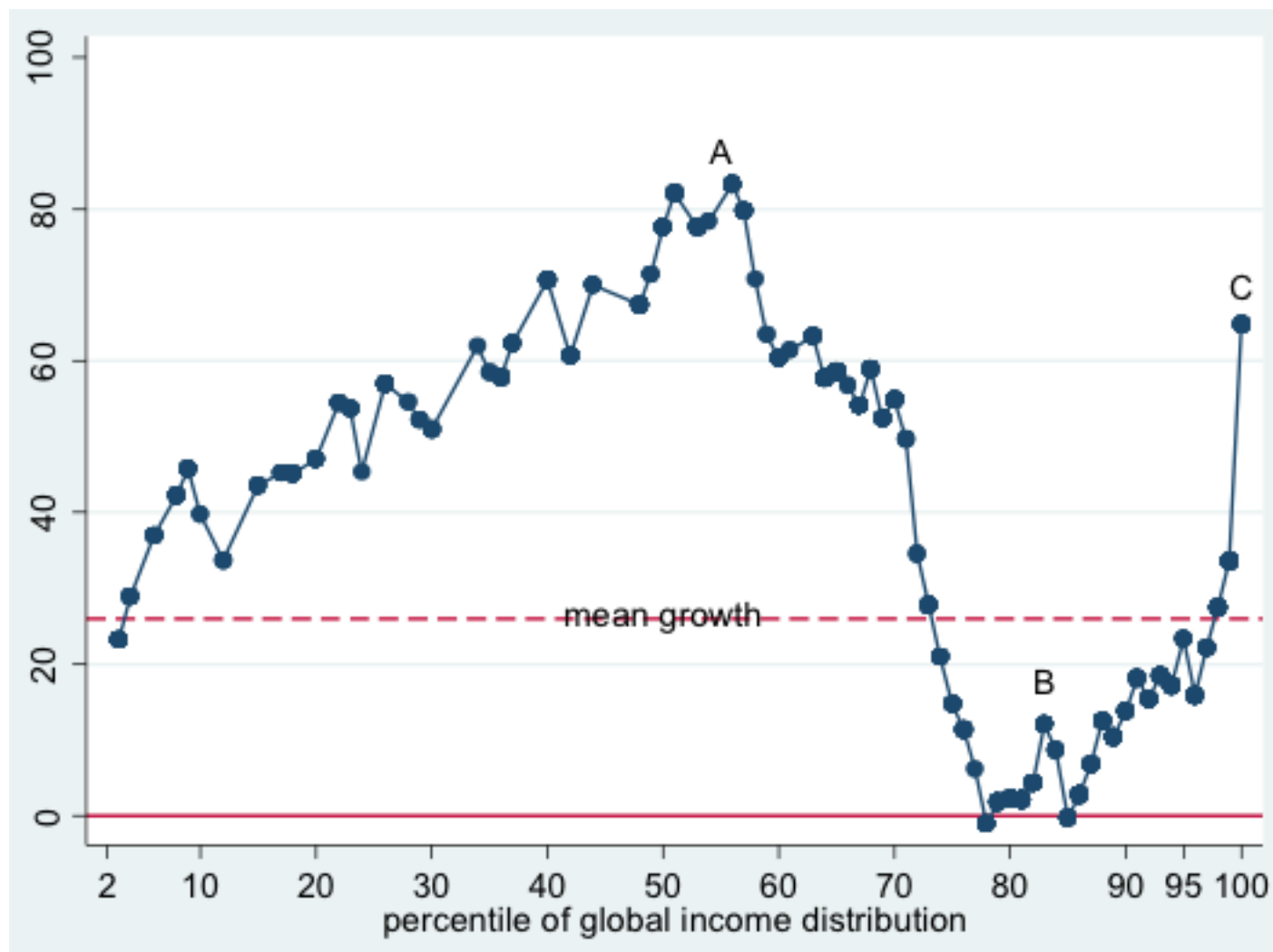
在最近30年的全球化中，美国工资与企业利润的走势背离，反映了美国居民与企业家之间收入差距的拉大



资料来源：Wind



“大象曲线”（Elephant Curve）显现出了美国劳工在全球化中的失意



资料来源：Milanovic, 2016, The greatest reshuffle of individual incomes since the Industrial Revolution, <https://voxeu.org/article/greatest-reshuffle-individual-incomes-industrial-revolution>

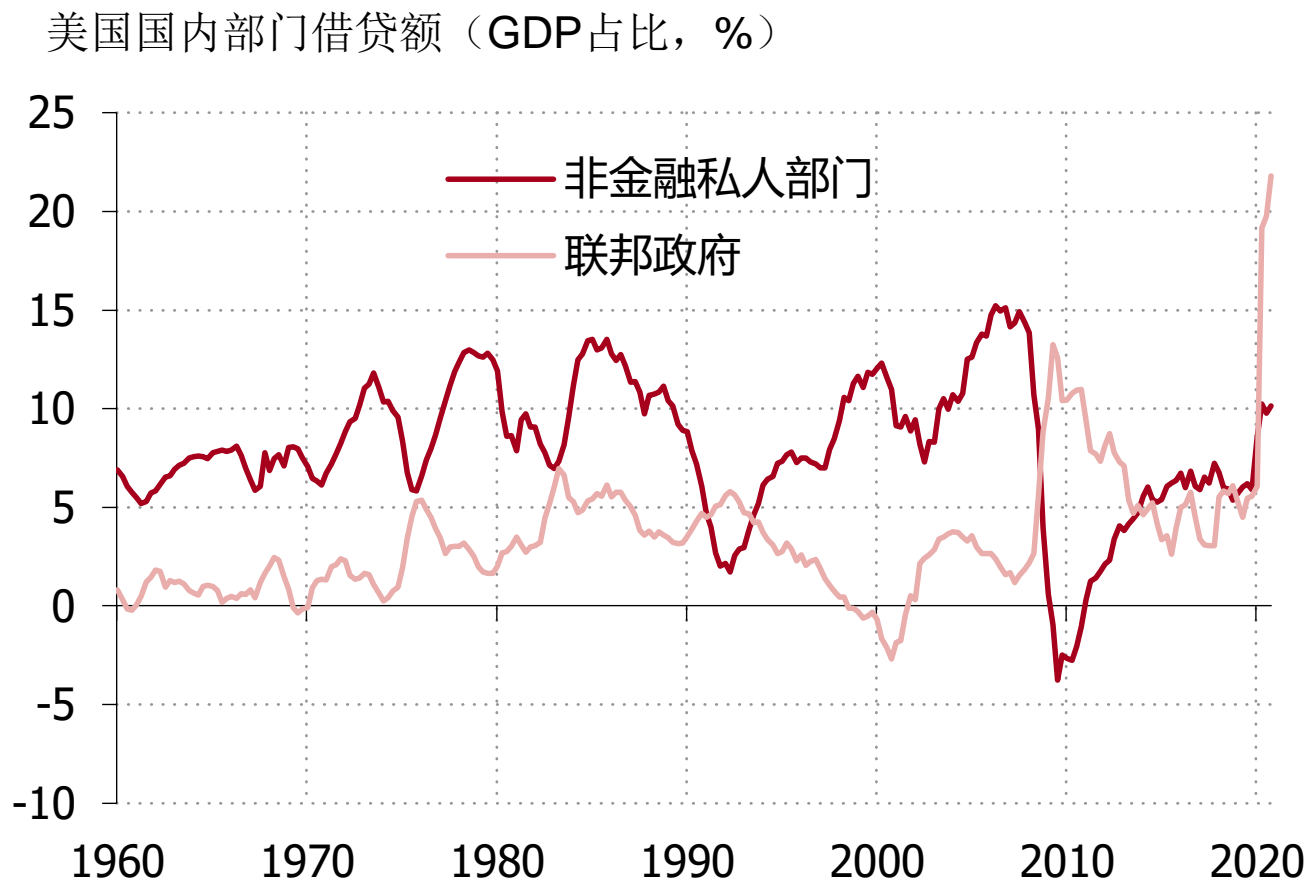


北京大学国家发展研究院
National School of Development

美国对中国不满很大程度上是其内部阶级矛盾激化所致

- ◆ 中国产能的快速扩张挤压了美国产能的空间（表现为美国企业因来自中国企业的竞争而倒闭）
- ◆ 美国国内收入不平等的拉大，带来美国社会的撕裂
 - 全球化配置的资本与本土劳动者这二者间的收入差距拉大
 - 资本回报与工资收入差距的拉大（《21世纪资本论》的核心观察）
 - 高收入阶层（拥有资本和全球化能力）和低收入阶层（仅拥有低水平劳动力技能）间收入差距的拉大
- ◆ 美国的外部失衡是其内部失衡的表现；美国内部（资本家与劳工间）阶级矛盾的激化是美国对中国敌意的一个重要来源
- ◆ 美国内因不解决，对中国的敌意就难以消除

在政府主导之下，美国加杠杆的速率已经创下了“二战”以来的最高水平

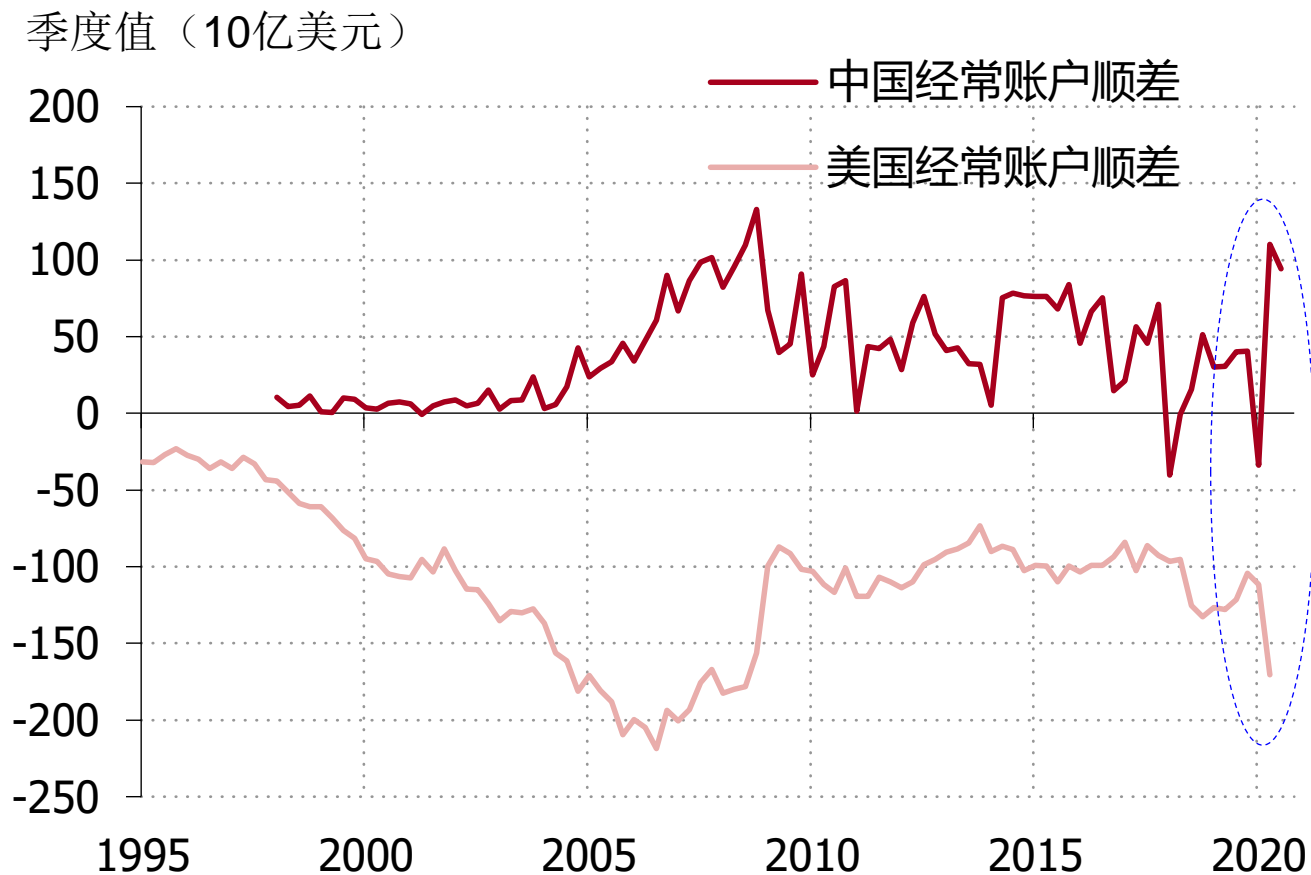


数据来源：万得



疫情令 “中国生产——美国消费” 的全球循环再度强化

中国经济专题——2021年春季学期



数据来源：万得



北京大学国家发展研究院
National School of Development

根据中美第一阶段贸易协定之规定，2021年中国对美进口将会激增，这将起到中美关系稳定器作用

中国从美国进口（10亿美元）

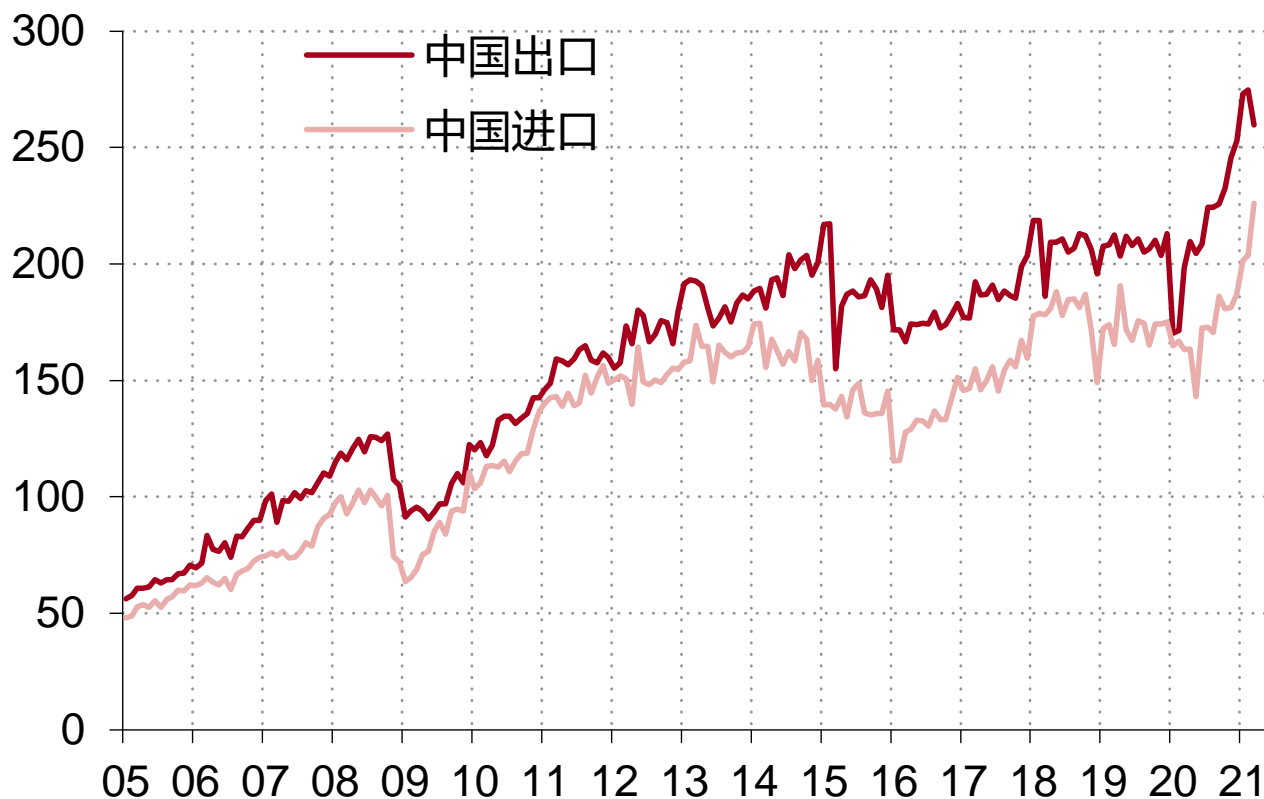


数据来源：万得



疫情让中国的产能处在更加有利的位置 ——中国出口走强不仅是“订单转移”的结果

月度进出口（10亿美元，季调）



数据来源：万得



北京大学国家发展研究院
National School of Development

谢 谢

授课教师简介

徐高博士是中银证券总裁助理兼首席经济学家，分管公司的研究部和机构业务部。他还是北京大学国家发展研究院兼职教授，在北京大学给研究生和本科生开设宏观经济学、金融经济学和投资研究等课程。他目前还是中国首席经济学家论坛理事，中国证券业协会证券分析师、投资顾问与首席经济学家委员会委员。之前，徐高曾历任光证资管首席经济学家、光大证券首席经济学家、瑞银证券高级经济学家、世界银行经济学家、国际货币基金组织兼职经济学家等职。徐高毕业于北京大学国家发展研究院（原中国经济研究中心），获经济学博士学位。徐高出版了《宏观经济学二十五讲：中国视角》和《金融经济学二十五讲》两本畅销的经济学教科书。

