

SHI=D  
上海金融与发展实验室  
SHANGHAI INSTITUTE FOR FINANCE & DEVELOPMENT



NI=D  
国家金融与发展实验室  
National Institute for Finance & Development

# 2020上海国际金融中心论坛

后2020时代的全球格局和上海国际金融中心建设

2020年8月·中国上海

## 2020 上海国际金融中心论坛

后 2020 时代的全球格局和上海国际金融中心建设

国家金融与发展实验室

2020 年 8 月 1 日

## 殷剑峰

上海金融与发展实验室

理事长

国家金融与发展实验室

副主任

### 殷剑峰：后 2020 全球货币金融格局—没有货币锚的时代

后 2020 时代全球货币金融体系将是一个没有货币锚的时代。前 2020 全球货币金融体系是金字塔结构，美元处于金字塔顶端，下面是欧元、日元、英镑、人民币等等，再是其他货币，美元是货币体系当中的霸权货币。前 2020 货币金融体系能否持续？在新冠疫情爆发前就已经显示这个体系正在发生变化，其中一个重要指标是全球外汇储备大幅放缓。全球外汇储备 60%以上是美元，外汇储备积累无论是相对 GDP 还是绝对规模事实上都在放缓，这个背后有两个因素，其一是 2018 年中美贸易争端之后全球化开始转变成去全球化趋势，中国等新兴经济体积累外汇储备的速度和能力都受到影响；其二是以美元为主的国际货币体系正在遭受质疑。

我们来看一组统计数据。1870 年以来，在过去 150 年中新冠疫情导致的经济衰退仅次于 1914 年第一次世界大战、1930-1932 年全球大萧条、1945-1946 年第二次世界大战刚刚结束时期，其严重程度远超 2009 年全球金融危机。这次疫情带来的冲击与以往衰退都不一样，几乎完全是由疫情冲击导致的衰退。以后会发生什么变化？我们从最新疫情数据可以看到，现在以美国、巴西、

印度为主的三个国家，每天新增病例占全球 60%以上，而且还是加速上升。如果按照这种疫情发展速度，可以预期到明年春天这个疫情都很难控制住。在这种情况下，美国由于政治方面原因急于恢复经济、解除隔离措施，这个结果会怎么样？我们可以从 NBER 上发表的一篇关于 1918 年西班牙大流感的文章得到启示。1918-1920 年西班牙大流感时期，全球 17 亿人，有 10 亿人感染，死亡 2500 万到 1 亿人。当时正值第一次世界大战，以美国为例，美国总统威尔逊不允许搞隔离。这篇文章研究发现，在没有采取官方隔离措施的情况下，经济依然不会好，由于劳动力死亡，人们主动规避措施依然导致了当时美国经济发生严重衰退。这个研究对于现在含义是什么？如果疫情不控制住，想恢复经济是不可能的。如果按照西班牙大流感这个分析，预期到明年美国、巴西、印度，还有南非、墨西哥，他们经济都很难得到恢复。

这种情况下以美元为霸权货币的国际货币金融体系会发生什么变化？上世纪 60 年代美国经济学家特里芬提出了特里芬难题，针对当时美元盯住黄金，其他货币盯住美元的布雷顿森林体系提出一个质疑，即美国作为霸权货币必须有足够的黄金储备，但是黄金是越来越少的。特里芬难题在布雷顿森林体系崩溃之后并没有得到解决，由于目前大家持有美元作为外汇储备主要是投资美国国债，现在特里芬难题主要表现在美元作为霸权货币，其背后的财政是否可持续。在这次疫情爆发前，美国很多经济学家都在探讨一个话题，就是美国的财政上限（fiscal limit）在哪里。虽然这些研究用了很多不同的方法，但基本结论是，按照当时美国财政赤字和政府杠杆率，美国财政是不可持续的。这意味着政府要违约，违约有两种方式，一种方式是法理违约，就是赖帐不还钱；还有

一种方式，按照 IMF 报告的说法是事实违约。什么是事实违约？虽然没有法理上的违约，但是通过通货膨胀、修改合约条款减少利息支出进行事实违约。事实上，在主权债务上这种事实违约有很多，我们国家过去几年就发生过一次事实违约。2015 年地方政府债务置换，将地方政府以银行为主的高息债务变成低利息的地方政府债券，这种强迫性转换如果参照 IMF 的研究就是一次违约。这次疫情爆发之后，从 3 月份到现在，美联储的资产从 4 万亿极速扩张到 7 万亿，扩张主要部分就是购买美国国债。如果说疫情爆发前按照美国经济学家的研究，认为美国财政不可持续，那么疫情爆发之后这个答案就更加明确了。

美元作为霸权货币背后有一个现象就是美国保持了长达几十年的经常项目逆差，这是他能够输出货币的一个手段。美国的长期经常项目逆差是从 1976 年开始的，其可以保持长期经常项目逆差有两个关键原因，一是 1976 年的石油美元体系，1975 年美国 and OPEC 达成协议，是有贸易用美元进行交易，这构成了美元的一个支撑；二是 2001 年中国加入 WTO 后，由于当时人民币是盯住美元的，而中国在全球可贸易商品产业链中的地位不断强化，导致与中国进行贸易的其他国家的货币跟着中国一起盯住美元，形成了美元在可贸易商品中的一个支撑。现在这两大支柱都在发生变化：中美贸易争端爆发后，中美之间恐怕难以回到以前的那种关系；石油前段时间出现负价格，石油美元体系也在受到挑战。

如果美元有问题，那么第二、第三层级的欧元、日元、英镑如何。这些货币也面临一个问题，疫情爆发前这些国家都面临非常严重人口老龄化问题，在人口老龄化背景下，这些政府的杠杆率非常高，政府支出主要是用于养老人，导致这些国家面临经济长期停滞格局。但是与美国不同，总体来看欧元区和日

本经常项目是平衡的，政府债务主要是对内负债，但是美国国债境外持有人购买了很多，所以欧元区和日本之所以财政还可以持续，主要是因为国内储蓄率相当高，欧元区作为整体也是经常项目基本平衡。

还有一个问题，关键储备货币国/区域在全球实体经济中的份额是在下降的，比如美国现在 GDP 占全球份额只有 21%，但是美元在外汇储备中份额是 60%以上，经济规模越来越小，储备货币份额却很高，从理论来看这也是不可持续的。

未来会怎么发展？先看看全球供应链结构。世界银行与亚洲开发银行做了一项关于全球价值链的研究，从全球价值链可以看出全球供应中心、经济中心就有三个，2000 年之前是欧洲的德国、亚洲的日本和美洲的美国；到 2017 年可以看到形成了另外三个中心，德国没有变化，美国没有变化，亚太地区经济中心变成了中国。这种结构事实上从经济层面也预示着未来全球货币体系应该是除了美元和欧元之外，人民币也应该成为一个重要支撑货币，所谓三足鼎立。既然是三足鼎立的全球的贸易生产结构，全球货币体系也应该是这样一种结构，也就是人民币应该成为关键储备货币，不仅仅是国际化。问题是人民币能否成为储备货币呢？储备货币一个重要职能是提供以国债为主的安全资产，但是中国财政体制存在两个严重不平衡，一个是中央和地方不平衡，还有一个是区域间不平衡。中央地方不平衡主要表现在中国政府负债主要是地方政府，中国广义政府负债杠杆率很低，比美国和日本都低，但是政府负债当中 70%是地方政府；而地方政府负债现在主要是两部分，一部分是地方政府债券，另一部分是城投债券。2015 年置换的地方政府债券基本不具有流动性，不能称之为安全资产；

今年二季度为了抗疫的需要，城投债券发行速度再次抬高，增速是 2017 年以来最高的，未来是否可持续，地方政府财政问题是一个令人关注的问题。

人民币能否成为关键储备货币，从金融角度来看，比较中美对外资产和负债可以发现，中国存量资产/负债只有美国 1/6 左右，而且我们的资产当中主要是收益很低的外汇储备，而美国资产中很多是直接投资，所以美国尽管净资产头寸是负的，但是美国总体是盈利的。

从金融机构规模来看，过去十年中国金融机构资产规模大幅度增长，增长主要是银行，现在银行资产规模是 290 万亿人民币，美国是 140 万亿人民币，我们银行业是美国银行业两倍多。但是我们的非银行金融机构，保险和养老金只有美国 1/10，包括券商、公募基金在内的非银行机构只有美国 1/4，为什么我们资本市场发展有问题，非银行金融机构落后是其中一个重要原因。

从债券市场看，我们规模大概只有美国 1/3。与财政体制相关，我们的债券市场存在一个结构上的失衡，作为安全的资产中央政府债券规模太低，美国国债占到整个债券市场 40% 以上，而我们是萎缩的。如果债券市场国债这类的安全资产少，其他国家想持有人民币他买什么，所以这是一个制约。

股市方面，我们的市值只有 60 万亿，美国是 300 多万亿。事实上，从 90 年代一直到今天，中国股市和美国股市有一个奇怪现象，中国股市被美国股市的表现锁定在一个上限和下限内，道琼斯指数乘以 10% 基本是中国上证综指的下限，乘以 20% 基本是上证综指的上限，除了如 2006 年股改、2015 年股灾等一些特殊阶段，其他时期上证综指差不多就锁定在这个区间波动，所以在定价方面事实上是被美股锁定的。

从行业结构来看，美国股市的行业结构与他的经济结构是一致的，以信息技术产业、服务业为主，中国行业结构是以工业以及支撑工业的银行股为主。前十大上市公司市值，美股过去十多年来上涨主要是靠科技股，前十大公司都是代表性科技股，中国前十大公司贵州茅台、五粮液、中国石油，其他都是银行这种夕阳产业，而且还是国有垄断企业，这也是中国股市涨不上去的一个原因。

总结一下，未来美国因为疫情、因为财政不可持续，美元会面临问题，而且在后 2020 时代所有的变化都不要用前 2020 时代数据去做线性推断，说不定哪一天美元就崩盘了，黄金能够涨到历史最高点，事实上本身就代表美元地位一个衰落。后 2020 时代美元恐怕有问题，欧元、日元由于人口老龄化和长期停滞可能也撑不起来；而人民币面临财政问题、金融问题，恐怕一时难以成为替代性货币。所以后 2020 时代没有货币锚，大家不知道锚在什么地方，在到处漂。前 2020 时代经济金融发展一个轨迹可能会发生根本性变化，前 2020 时代主要是发达国家通过直接投资输出资本，有众多年轻人口的新兴经济体快速工业化，中国就是这样的典型；但是，后 2020 时代如果没有良好的国家治理体系包括良好的卫生体系，众多年轻人口只不过是病毒的温床，所以有人说印度人口很多有可能在制造业方面取代中国，我觉得后 2020 时代，这些国家恐怕都失去了机会。其他趋势性因素，包括 5G、人工智能、工业机器人等的发展，都会发生一些新的变化。

2020 是很奇怪的一年。事实上，在半个世纪前，日本一位研究长周期理论的经济学家条原三代平就说过一段话：“世界经济当然不会是过去历史的简单

重演，我们暂且假定今后历史进程和过去是一样的：从 1970 年往后推 50 年，那么 2020 年就是下一个世界经济长期繁荣的顶点。”后 2020 时代包括上海国际金融中心建设恐怕都要采取一些完全与以往不同的策略，补短板，迎接全球经济金融结构重大调整带来的机遇。