

美国持续量化宽松政策和主权债务困境

钟伟 谢婷

【内容提要】人口老龄化和债务危机,成为限制发达国家经济增长的重要因素。美国二次量化宽松政策的推出,以及后续持续量化宽松的趋势,引发全球国债竞争性发行问题。量化宽松政策之下,通货膨胀预期骤增,而发达国家的就业状况和经济增长问题并没有得到解决,实体经济的持续复苏需要虚拟经济的相对缩减和重大技术创新的涌现。在全球经济体系相对混乱之际,中国应在人民币国际化、推进区域货币金融合作与改革国际货币体系三个层面开展行动,化危机为机遇,发挥应有作用。

关键词: 持续量化宽松 主权债务危机 人民币国际化

一、发达国家经济增长趋于缓慢的两大因素

次贷危机给全球带来的最深刻变化是全球经济增长重心的转移,显著特点是欧美日经济脆弱性加大,新兴国家在全球经济增长中的重要性上升。我们可以用两个词来形容困扰欧美日等发达国家经济增长的因素:一是人口老龄化,二是严重的债务问题,这使得发达国家在未来很长时间内经济增长很难与新兴国家相提并论。

(一) 人口老龄化成为经济增长的潜在负担

近年来经济的快速发展,生活水平和医疗保健水平不断提高,发达国家逐渐出现人口老龄化现象,较为苛严的移民政策加剧了这一趋势。人口老龄化趋势不仅给社会带来了沉重的养老负担,也成为各国经济增长的潜在阻碍因素。此外,人口老龄化还将改变全球的贸易和金融模式。例如,欧美日等涉及养老和医疗的公共基金(public funds)不仅入不敷出,同时又广泛投资于主权债和市政债等资产组合,私

作者钟伟系北京师范大学金融研究中心教授;谢婷系北京师范大学金融系博士研究生。

人部门的债务和公共部门的债务纠缠在一起，老龄化问题和债务问题密不可分。

第一，从发达国家的社会保障来看，无论是采取高福利模式，还是采取社会保险模式，财政对社会保障的资金投入上升将给各国财政带来更大压力。例如美国在公共养老金方面的支出已经超过了GDP的7%。如果维持目前的养老金制度不变，到2050年，大多数发达国家的养老金支出总额将翻一番，更不用说加上私人养老金及医疗保险方面的额外支出，这些国家的债务负担将达到GDP的三倍多。如果不采取措施改革现行养老金制度，大多数发达国家的主权债务将上升至“不可持续的水平”。^[1]

第二，政府覆盖养老和医疗的公共基金，通常投资在国债上，这使得债务问题更突出。肯特发现在统一预算管理体制下政府社保基金的积累并没有降低公共部门的债务水平；^[2]理查德提出，各国社保基金大量投资国债市场，导致发达国家的国债市场被放大，引发政府国债筹资成本的下降，进而增发国债，政府为解决代际问题而建立的社保基金通过国债市场又重新回到政府，并转化为财政支出，由此产生了社保基金积累与政府债务同步增长的现象。^[3]

人口老龄化加上债务问题，无疑使欧美日比其想象得更贫困，经济复苏的长期前景更黯淡，未来经济增长的引擎正由发达国家向以金砖四国为代表的发展中国家转移。

（二）债务问题加大全球经济增长和金融稳定的不确定性

目前发达国家债务主要包括两个方面：一是私人部门的债务，例如次贷就是美国居民的债务；二是政府部门的债务，例如欧美日的财政赤字，以及庞大的国债余额等。次贷危机的本质是美国居民部门的债务危机，而解救次贷危机的方案本质上是扩大政府债务以掩盖私人债务，债务困境在危机后有增无减。

1. 私人债务增加了金融、财政体系的脆弱性

2010年发达国家的金融体系存在较大压力，加之居民储蓄率普遍较低（欧洲15%，美国仅2.7%），高度依赖海外资金增加了这些国家政府财政状况的脆弱性，提高了政策调控的难度。由于债务问题导致银行资产缩水增加了银行资不抵债而破产的风险，进而引发整体经济的流动性不足，这是金融危机如此严重的重要原因。

第一，美国居民消费信贷、商业和居民房地产市场，以及公司贷款的坏账率将

[1] Mrsnik, M. and D.T. Beers, "Global Aging 2010: An Irreversible Truth", Standard & Poor's, Oct. 7, 2010.

[2] Kent A., "Is the Social Security Trust Fund Worth Anything?", NBER Working Paper No. W9845, July, 2003.

[3] Disney R., "Crises in Public Pension Programmes in OECD: What Are the Reform Options?", *The Economic Journal*, 2000.

在2010年达到最高峰，导致银行业资产减记和贷款损失拨备上升，信用恶化将持续对银行的资产负债表构成压力。美国私人部门去杠杆化进程取得了一定效果，私人债务规模从2009年3月的峰值逐步降至目前的约40.2万亿美元，约为GDP的278%。但金融部门的去杠杆化、州市地方政府的债务压力，以及居民债务包袱仍然没有实质性的解除。

第二，债务问题是欧元区普遍状况，对经济增长的影响不可忽视。欧元区的主要金融机构在债务国家都有不同程度的资产敞口，如法国巴黎银行（BNP Paribas）有80亿欧元，法国兴业银行（Societe Generale）有130亿欧元，荷兰国际集团（ING）有80亿欧元。不良债务问题对这些银行的资产造成压力，迫使银行收缩信贷，影响了欧元区银行体系的正常运作和融资需求。由于欧元区政府债务大量被国内外金融机构持有，债务危机使得欧元区金融机构的融资成本被迫抬升，导致西班牙等国家爆发银行流动性危机的几率上升。此外，中东欧和独联体国家因国际资本流入恢复缓慢，出口增长停滞不前，难以在短期内拉动国内经济增长，私人部门对外债务违约不可避免。

2. 庞大的政府债务规模压缩了政策调控空间

各国政府和央行在2008-2009年采取了超常规的财政和货币政策，在恢复市场信心、改善金融系统稳健性、促进消费和投资方面取得了一定成功，但也显著增加了各国政府的债务负担。有趣的是，发达国家取代了发展中国家，成为饱受债务问题困扰的主角。预计2010年全球政府债务总规模将达到43.9万亿美元，比2009年的39.7万亿美元增长10.5%，占全球GDP的比重从上一年度的71.0%上升到73.8%。在债务构成当中，经合组织代表的发达国家政府债务规模最大，占全球政府债务总规模的91.2%，各级政府债务与GDP的比率为90.3%，远远超过60%的警戒线，预计2015年将达110%，其中又以欧元区国家尤为严重。（见表1）

表1 欧美日发达国家各级政府赤字和债务数据（%）

国家	指标	2010*	2009	2008	2007	2006
美国	赤字/GDP	10.7	11.4	6.5	2.8	2.2
	债务/GDP	89.6	83.0	70.4	61.9	60.9
日本	赤字/GDP	8.2	7.4	2.7	2.5	1.6
	债务/GDP	199.2	192.9	173.8	167.0	172.1
英国	赤字/GDP	11.5	11.3	4.9	2.7	2.7
	债务/GDP	82.3	72.3	56.9	47.4	46.1
欧元区	赤字/GDP	6.6	6.3	2.0	0.6	1.4
	债务/GDP	92.4	86.3	75.8	71.0	74.5

资料来源：经合组织。

* 2010年为预测值。

由于欧元区的单一货币体制，处理这些国家的赤字和债务问题更为复杂。希腊等国因经济萎缩、债务快速上升引起了市场的强烈担忧，导致利率飙升，债务风险由利率风险升级为信贷违约风险并迅速蔓延到周边国家，政府持续救助金融机构和为私人部门贷款提供担保，使政府债务和利率进一步上升。对此，欧元区同步实行了大规模的财政紧缩，经济面临通缩风险，政府财政收入减少，对财政政策的可持续性构成挑战；而政府融资总量和成本的上升，都对私人部门产生了挤出效应，这将影响欧元区经济在中长期的潜在增长。我们较为悲观地认为，希腊、爱尔兰、葡萄牙、西班牙、英国、美国、法国、意大利甚至委内瑞拉都存在较大的私人部门和公共部门债务风险，其在削减赤字、促进就业和推动增长方面有较大困难。

二、二次量化宽松及主权债发行竞争日益凸显

（一）二次量化宽松（QE2）推出显示了美国宏观调控政策余地枯竭

为了应付金融危机，美国在2009年大幅度增加财政赤字，同时利率降到0~0.25%，跌入“流动性陷阱”。美国宏观调控几乎已无计可施，由企业补充库存带来的短暂经济复苏在2010年的2、3季度后再度回落到2%左右。经济增长没有起色，失业率居高不下，扩大赤字和降低利率杠杆均无法取得显著效果。持续量化宽松，在本质上仍属于政府公共债务的扩大化，只是这种债务扩张从主权债务膨胀，变成了美联储资产负债表的膨胀，从央行直接向财政注资，变成了央行绕道市场通过债券买卖间接注资。如果不能收获刺激通胀或者刺激就业的作用，那么量化宽松也将陷入困境。美国的选择不是一种新思维和新操作，而是20世纪90年代日本政府已经经历过的路程。

1. 货币政策：维持在低利率和软汇率的空前水平

在通常情况下，央行对抗通货紧缩的政策工具是降低利率，以及创造储备来降低短期信贷市场利率。就货币政策而言，美联储已经创造了足够的储备来推动联邦基金利率的下降，目前美国基准利率已经维持在接近零利率的水平，降无可降；如果想进一步宽松，唯一的途径就是增加储备，而这对短期利率并不能产生更大的影响。因此，美联储进一步调控的手段只能是通过印钞票从市场上回购美国国债，把更多的货币注入经济中，即二次量化宽松。

就汇率而言，次贷危机以来，美元汇率大体经历了两个阶段：第一阶段是2008年10月到2009年6月，期间全球资本避险的需求推高了美元汇率；第二阶段是2009年3季度至今，美元整体走弱。以美元指数而言，从88跌到80，总体贬值约

9%，除了欧元对美元在 1.2~1.5 的区域内振荡之外，期间日元对美元从 107 升值到约 83，升值 25%，加元和澳元升值约 20%，巴西雷亚尔对美元升值约 30%，印度卢比对美元升值约 9%。可以说，在过去 5 个季度，美元成功地除人民币和卢比之外的几乎所有主要货币，均显著地持续贬值了。量化宽松无非是使得主要国家的货币再度承受新一轮美元的贬值风潮。

2. 财政政策：高预算赤字已难再扩张

美国财政部债台高筑，2010 年度预算赤字接近 1.3 万亿美元，在未来 3 年美国国债对 GDP 的占比有可能超过 100%。在次贷危机爆发前的 10 年，美国联邦政府预算赤字很少超过 GDP 的 3%，但 2009 年以来，预算赤字持续超过 8%。几乎扩张到极致的财政政策，却仅收获了 2010 年第 3 季度不足 2% 的增长、接近 10% 的失业率以及危险的零通胀。从宏观调控而言，美国恐已无良方。在这样的背景下，美联储采取量化宽松实属无奈。

（二）市场对 QE2 的戏剧性反应凸显诸多问题

市场对美联储 QE2 的直接反应表现在美元汇率和国债收益率的变化上。

第一，美元汇率戏剧性地走强了。美元指数在 11 月大幅上升 5.5%，从 10 月初的 76 点上升到 80 点，创 2010 年 5 月以来最大月增幅。QE2 的美元贬值论遭到市场的怀疑。美元对主要货币的意外升值，显示了市场对增长好转的预期增强，对通货膨胀和财政赤字的担心也有所上升。

第二，美国国债收益率，尤其是中长期国债收益率有所上升。美联储通过二次量化宽松，每月回收 750 亿美元中长期国债，已使 10 年期国债的收益率上升了超过 50 个基点，但仍在 3.4% 左右；30 年期国债收益率上升了约 80 个基点，达到 4.4% 左右。长债利率回升可能是因为债券市场对美联储货币政策持续性的不信任，一是美联储大举购买国债是否能达到影响长期利率的预期效果；二是即使能够影响长期利率，鉴于目前利率水平处于历史最低点，购买国债能否刺激需求增长。如果未来 3~5 年美国经济的勉强复苏，那么中长期国债收益率必然上升并导致价格大跌。

QE2 导致的市场变化，显示出了两个问题：一是美联储陷入了对中长期利率调控的两难境地。如果继续容忍中长期利率的上升，则刺激美国投资和消费的困难更大，经济复苏更困难；如果国债中长期利率维持在较低水平，则 2011~2012 年即将发行的国债对投资者缺乏吸引力，国债发行难度加大。二是美联储选择推出 QE2 的时间，恰好与第一次量化宽松（QE1）出台的时间窗口有类似之处，都是美国舆论批评欧债危机的高潮期。虽然 QE1 开始于 2008 年 10 月，但美联储在 2009 年底至 2010 年初加大力度，累计购买了 1.725 万亿美元的金融产品，这恰好是希腊被几大国际评级机构狂轰滥炸之时，其长期主权信贷评级连续遭受下调的打击。爱尔兰债

务危机始于2010年9月政府公布的赤字和公共债务占GDP的比例，爱尔兰国债利率随即飙升；随后美媒发表多篇评论，指出适度方案不会产生作用，以及爱尔兰银行的私人债务危机可能引发本国甚至其他国家的公共债务危机。恰好美联储此时推出QE2，这显示出欧美在主权债务发行方面存在着竞争关系。

三、持续量化宽松及对发达国家债务危机的影响

2010年全球金融危机对发达国家信用的影响将相当深入和持久，主要发达国家信用风险呈现加速恶化的趋势，欧元区部分国家，如希腊、西班牙、葡萄牙、冰岛等国信用危机的走向尤其值得关注，其他地区的国家信用风险略有上升或趋于稳定。全球债务问题凸显，目前债务存量以及经济增长速度，决定各国财政问题的解决将是一个漫长的过程。

（一）QE2之后的持续量化宽松及其蔓延

发达国家债务增量仍占2010年全球债务增量的绝大部分，金融体系还存在较大压力，信贷紧缩的局面将持续。货币政策虽然向金融体系提供了宽松的资金支持，但是银行为降低风险暴露敞口并未将流动性以贷款方式真实传导给市场，导致货币政策效果欠佳。欧洲、美国、日本情况不乐观，甚至美国也可能步欧洲的后尘出现债务危机。美国和日本都存在持续量化宽松的可能。

QE2推出后，市场上对美联储仍然缺乏信心，根据伯南克2002年的思路，以及考虑到美国经济目前增长疲弱、失业高企和通货紧缩的现状，在中期角度内难有强劲复苏，居民和政府的储蓄低下、债务沉重，因此，美联储可能继续采取量化宽松，扩大美联储从市场上收购资产的品种。仅有两次量化宽松是不够的，我们预估美国在2012年之前累计大约会有4~5次的量化宽松的操作，这也反映了投资者对于央行可信性（credibility）的怀疑。这种怀疑主要在于，二次量化宽松最可能带来的是通货膨胀，而不是就业增长和经济增长。

持续的量化宽松并没有得到预想的结果。如果说QE1面对的是金融业随时可能崩溃，那么QE2面对的是居高不下的失业率。美国劳工部发布的数据显示，11月美国失业率不降反升了0.2个百分点，达到9.8%，创下四个月来的新高，并已连续14个月在该水平附近徘徊，这个数字要回归到5%~6%的正常水平至少需要4~5年时间。与此形成对比的是，美国企业盈利状况却得到极大改善，尤其是大型跨国企业、道琼斯工业指数表现良好，这反映出美国企业在金融危机裁员后，利用低利率创造的廉价资金，投资新兴市场获取了更大收益。在此情况下，美联储继续实行量

化宽松，对本国就业市场的刺激效用将非常有限。

（二）持续量化宽松可能导致全球流动性失衡

从货币发行的增长来看，量化宽松政策推出后美国货币供应大增，但一年以后又跌回较低水平， M_2 增速也降到20年来的低位，反映了量化宽松政策效果短暂。美国再度量化宽松背后，货币政策通过购买国债对金融机构进行注资，在短期内显示出，释放的流动性将很可能不完全被实体经济吸收，银行传统的企业信贷、滚动消费信贷和房地产信贷基本不见恢复，却将导致大宗商品市场和新兴国家资本市场的膨胀；在中长期内显示出，日本经济已经衰老，欧元区正在衰老，美国经济则即将衰老，发达国家和新兴国家之间经济的不同步和落差将不断扩大，并使全球经济格局发生大调整。

第一，大宗商品价格上升更不利于全球经济复苏。投资者将扩大投资品种，特别是高增长的新兴市场和大宗商品出口国及它们的货币将受到投资者的青睐。第二，新兴国家将饱受热钱、资产泡沫和经济过热的困扰。第三，未来国际货币体系将进入持续动荡的时期，大国之间的货币汇率缺乏稳定关系，可能出现大幅波动。第四，美国的持续量化宽松易导致欧日的跟进，以及新兴国家强化资本管制的报复行为。鉴于新一轮量化宽松货币政策和美元对主要货币贬值对各国经济的破坏性影响，日本、英国和欧洲的央行分别宣布扩大购买资产规模，这可以视为追随美联储的宽松货币政策，也是应对日元、英镑和欧元兑美元升值的汇率干预行动。新兴市场各国央行也纷纷干预汇市，巴西、泰国启动资本管制措施，对外国投机资本征税；韩国将考虑限制资本流入的方法；亚洲地区其他央行准备出台措施以阻止过度投机。因此，美联储的“量化宽松货币政策”具有负面示范作用，将引发不同经济区域的保护和管制竞相被滥用。

（三）量化宽松加大国际社会对发达国家政府债务问题的关注

全球经济开始复苏，但产出恢复的速度总体较慢且不平衡，全球政府债务规模继续快速增长。2009年全球财政收入下降9.0%，而支出却增加了3.6%，导致全球赤字水平上升到占GDP的7.3%。2010年全球财政收入会有所提高，但仍未恢复到2008年的水平，在财政支出继续上升的作用下，赤字占GDP仍将高达6.8%。未来全球债务危机主要不是在新兴国家，而是在发达国家。

第一，以美国为例，自1987年以来，美国中长期国债危机四伏，却长期被忽略了，收益率不断降低，损害了债权人的利益。就中长期国债的年化收益率而言，在1990年之前的5年约为10%，1991-2005年间约为6%~8%，目前大约在4%。过低的中长期利率也显示，美国国债风险相对比较高，交易价格对利率波动更敏感，存在着较大的下跌空间。

第二，在目前的情况下，欧洲、日本和美国都存在国债收益率过低的问题，相比之下美国只是稍好一些。例如，德国的10年期国债收益率仅为2.9%，30年期国债收益率约为4.1%，均略低于美国中长期国债的收益率水平。欧洲债务危机正逐渐蔓延至欧元区的中心。

第三，考虑到人口和债务问题，发达国家只有依赖重大技术创新，以及中东资源国和东亚顺差国家的持续经济增长，才能逐步缓解债务危机。发达国家需要有重大的技术创新，只有围绕重大创新激发新投资、新产业集群、新就业，并最终创造新的超额利润，这些因素将是世界经济重回健康可持续发展的关键所在。未来3年左右最有希望出现创新，但创新的方向还不明确。另外，发达国家政府债务从新兴市场国家中央银行、石油出口国和主权财富基金获得的投资规模巨大，为其提供了充裕的融资来源，只有这些国家经济的持续稳定增长，发达国家政府债务的可持续性才不会受到较大质疑。

四、量化宽松和债务困境背景下中国的政策选择

量化宽松政策是美国通过国际贸易和汇率，将主权债务危机传导给与其有竞争关系的国家的一种手段，从短期来看可能有刺激复苏和通胀的效果，但从长期来看，将使得美国公共部门的债务问题更为严峻，国际货币体系也变得更为动荡。这使得中国必须慎重看待发达国家主权债务危机的趋势，审视储备管理体系的投资组合，以及人民币国际化的可能方式。

（一）量化宽松之下中国仍连续增持美国国债的忧虑

美国国债是中国外汇储备的重要投资渠道之一，根据美国财政部最新发布的国际资本流动报告（TIC），2010年10月中国净增持美国国债233亿美元，自6月以来连续4个月净增持，累计增持631亿美元。目前中国持有美国国债余额为9068亿美元，仍为美国最大的债权人。量化宽松背景下，中国对美国国债的持有量不减反增，有在权衡国际主权债市场格局下不得已而为之的困难。

从短期看，欧债和日债收益并不优于美国国债，风险似乎更大，以及政治敏感性因素更多。此外，美国经济和美元汇率在可以预见的2011—2012年期间，似乎也好于欧元区和日本。在这场全球范围内的主权债务困境当中，人民币升值预期使得国际投资者看好中国，热钱纷纷流入中国市场，在此背景下，中国增持流通性更好的美元资产，仍是相对安全的选择。

从中期看，中美之间更需要维持稳定互补的经济关系。中美经济的高度互补性

决定了双方不是零和博弈的对手，而是互利共赢的伙伴。为了加强中美沟通与合作，中国希望美国经济尽快复苏。中国的经济措施，包括对美债的增持，对于帮助美国经济复苏以及促进美国就业具有重要的意义。这些措施为未来比较稳定的中美关系提供了一个框架。

但从长期看，问题仍然不言而喻。美国中长期债券价格风险较大，而中国的经常账户顺差仍会存在。回顾东亚危机和次贷危机期间，恰好也是中国经常账户顺差对GDP的占比分别超过3.5%和8%的峰值时期，这显示中国经常账户顺差不仅取决于自身的外向型激励，更多的是取决于外部对中国出口商品和服务强大的刚性需求。中国在未来有可能渐进地将经常账户顺差控制在GDP的3%以内，但外汇储备仍将持续增长。中国储备增量持续投入美国长债市场是否是唯一的或者主要的选择？我们不能确认当前美国债券市场是否已经处于底部，持续的量化宽松政策，不排除未来美联储购入10年期以上国债以及其他更多类型公共债务的可能性，因此即便美国国债收益率不是重大风险，美国主权债偿债风险也是重大问题。

中国政府在增持美元资产时，也许可以考虑附加特定条件下要求美国财政部赎回的政策；要求联邦政府推动国会减少针对中国的贸易和投资保护主义政策。这种条件性的附加，比获得美国联邦政府的口头承诺更为可靠。如果美国主权债务违约风险上升，那么也可以和国际投资者共同要求美国政府在发债时，加入债务重组程序的相关条款，避免债务重组的重大法律风险和程序风险。

（二）量化宽松后中国的应对对策

第一，就储备管理而言，次贷危机后全球资产价格泡沫基本卷土重来，但实体经济仍然低位徘徊，因此中国把储备资产组合局限在金融领域已经没有太大空间，中国外汇储备的投资必须思考“去金融化”的可能。全球的资产价格泡沫仍然存在，首先应加强外汇管制，防止国际热钱涌进；其次，外汇储备的投资应转向实物类资产，如收购海外的铜矿、金矿等，储备管理选择的资产组合，从长期看，必须更少地虚拟化，更多地实体化，选择企业股权、资源、技术等和实体经济更密切的资产组合才是出路。

第二，就人民币汇率政策而言，应当非常关注政策的可持续性，对升值空间进行合理评估。在我们看来，本币对外持续升值对内持续贬值，造成币值的实际修正节奏很快，东亚一些国家的经验表明，本币从持续十多年的对外升值，陡然间转向急剧贬值仅需两个季度。另外，20世纪80年代后期和90年代中期，美国长期国债的年收益率高达8%~10%，较高的储备运用收益给日元较快升值提供了空间，但目前中国面临的情况则不然，发达国家的债务问题，以及主权债低下的收益率，都大大限制了人民币升值的空间。

第三，在人民币国际化方面，应以跨境贸易的人民币结算为突破口，提升人民币在计价、结算、投资、储备等领域的地位。中国应继续推进贸易的自由化和资本项目的自由化，在资本跨境自由流动方面做进一步努力，促进贸易、投资的便利和资源的有效配置。目前人民币国际化，一是由目前的准周边化发展为正式周边化，以人民币作为贸易结算货币，为出口企业打开更大空间；二是扩大人民币在境外直接挂牌交易的范围，便利双方企业筹集对方货币的支付，缓解贸易支付对流动性的需求；三是推动进出口双向使用人民币结算，推动代理行模式和清算行模式的共同发展，尤其是出口的人民币结算和代理行模式的发展，做大跨境购售汇的总体规模；四是进一步扩大境外人民币贷款，积累人民币债权，争取人民币计价，逐渐使人民币成为计价货币，最终向储备货币转化。

第四，推动香港成为人民币离岸中心，使境外人民币结存有良好的投资渠道、规范的回流机制和较佳的流动性。尝试香港资本市场的上市公司运用人民币 IPO，交易时间和 A 股市场的同步化；在港发行人民币的主权债、金融债和高信用等级企业债。2010 年香港金融管理局放宽在港发行人民币债券限制，允许香港及海外企业、金融机构在港发行人民币债券，以往规模很小的人民币计价债券越来越受香港投资者热捧。港企和国际金融机构在港发行人民币债券，不但为香港人民币债券市场增加了新类别的发债体，而且为投资内地的香港企业开辟了一个新的融资渠道，有助于优化企业人民币收入与借贷的财务结构。此外，对香港的较为成功的经贸和金融政策，也可考虑移植到中国台湾，推动台湾金融行业依托大陆进行发展。

第五，关注未来全球主权债务危机及其重组过程，要求欧美日等发达国家发行主权债时，加入对债权人有利的条款，一旦债务违约，就相应启动债务重组机制。例如，联合行动条款（CAC）允许大多数国债持有人在寻求债务重组方面不顾小部分国债持有人的意见；欧盟稳定机制（ESM）将在发生主权债务重组情况下使投资者承担部分损失，要求政府实施稳健的财政政策，并防范主权债务危机；设计发起条款（Initiation Clause），债务人出现债务拖欠、宣布延期偿付或出现连带拖欠以后，可以简单推迟债权人的强制执行行为，债权人有权执行加速条款谋取自己的权益。发达国家的主权债务违约和陆续发生在非洲、拉美和东亚的债务违约不同，发达国家在债务重组的司法管辖和重组程序方面，很可能有超越债权人的较强能力，如果不能正视未来有可能发生在发达国家的主权债务违约风险，那么债权人将陷入困境并使自身利益蒙受损失。▲

pressure in China: Increasing prices of grain and other commodities, rapid growth of wages and extremely loose monetary policy conditions. They will combine to make inflation China's biggest macroeconomic risk in 2011. To control inflation, the PBOC should comprehensively tighten monetary policies, including interest rate hikes and currency appreciation.

The Sustained Quantitative Easing of the US and its Sovereign Debt Plight

Zhong Wei & Xie Ting

40

Population ageing and public debt crisis have prevented the developed economies from achieving a solid recovery. The US QE2 and possible new quantitative easing have led to the problem of global competitive issuing of debt. Against the backdrop of continued QE, inflation expectations have become ever strong while developed economies are yet to find real solutions to joblessness and slow growth. Sustained recovery of the real economy requires relative contraction of the virtual economy and emergence of major technological breakthroughs. Given the disorderly global economic landscape, China should play an active role in pushing forward RMB internationalization, regional currency and financial cooperation and reform of the global monetary regime.

QE2 Shocks and China's Policy Response

Zhang Liqing

50

This article analyzes the background and causes of the US Fed's QE2 policy as well as its economic consequences and challenges China is to face. It holds that if the liquidity increase following the QE2 can be absorbed within the US, explosive inflation and asset bubbles in the country would repeat the "boom, bubble and bust" cycle of the 2002–07 period; if the liquidity produced by the QE2 flows into the emerging markets, those economies would possibly suffer from financial turbulence similar to that in the latter half of the 1990s. While uncertainties remain, the dollar is set to depreciate thanks to the QE2 policy. As policy responses to QE2, China should allow faster appreciation of the yuan, adopt prudent or even tight monetary policy, strengthen control of capital, continue to adopt the pro-active fiscal policy, enhance financial regulation and actively push reform of the international monetary regime.

Sluggish Growth and Growing Import Restrictions—Outlook of U.S. Macro-economy and Policies in 2011

Zhang Ming & He Rui

57

The U.S. economy will maintain a sluggish growth in the coming years, because none of the following factors—private consumption, fixed-asset investment, inventory investment and net exports—could provide a strong boost for its economic growth. Seen from macroeconomic policies, the U.S. government will continue to pursue a relatively loose fiscal policy, but the space for another huge stimulus package is very limited. The Fed will continue to adopt the quantitative easing policy. However, QE may fail to significantly improve the credit crunch, stimulate private consumption and fixed-asset investment growth. Moreover, QE will sow the seed of inflation and US dollar depreciation in the mid-term. Both the fundamentals and the QE will drive down the dollar and there is a strong incentive for the U.S. government to maintain a weak dollar to increase exports and reduce its debt burden. If the U.S. government could not achieve the goal of increasing exports through dollar depreciation, they would impose harsher import restrictions. The slow growth of the U.S. economy mixed with its policy choices would have a series of negative impacts on the Chinese economy and the Chinese government should make active and timely policy adjustment to mitigate the impact of U.S. policies.