

金砖四国国际金融实力提升对 国际金融及其治理的影响*

王 信

【内容提要】近年来,金砖四国金融开放度提高,国际金融实力有所提升,有利于为国际市场提供低成本资金,维护国际金融稳定,推动国际金融体系改革。但受制于金融发展滞后,四国在国际分工中仍处于劣势,其国际金融实力的上升与实体经济及对外贸易的发展不相称,难以在国际金融治理和国际经济不平衡的调整中发挥重大作用。未来四国应加快国内金融改革,大力发展金融市场;进一步密切四国之间以及四国与其他新兴经济体的贸易投资联系;加强政策协调,推动国际货币金融体系改革。

关键词: 金砖四国 国际金融实力 金融发展

随着实体经济和国际贸易的快速发展,金砖四国国际金融实力和影响力也在逐步提升。未来四国能否在国际金融舞台上发挥非常重要的作用,其对国际经济金融格局和治理的影响等问题,引起普遍关注。本文概述金砖四国国际金融实力提升的表现和局限性,分析国际金融实力与有关国家国内金融发展的关系,探讨金砖四国对国际经济金融格局和治理的影响,最后是结论性评述。

一、金砖四国国际金融实力的有限提升

近年来,四国积极参与经济金融全球化,整体经济和对外贸易较快发展,国际

作者系对外经济贸易大学金融学院兼职教授。

* 崔莹、齐璠为本文资料的搜集、整理做了大量工作,特此致谢。

金融实力和影响力有所提升。但整体来看，受国内金融发展相对滞后的影响，四国国际金融实力与其在世界经济和对外贸易中的地位相比还较弱。

（一）金砖四国国际金融实力逐步提升

对外金融资产、负债与GDP之比上升，金融开放度提高。国际投资头寸表显示的对外金融资产、负债是一经济体多年来国际收支交易的综合结果，比名义的政策规定更能反映资本管制和跨境资本流动的实际状况。用存量数据，可避免国际收支流量数据可能波动较大的问题。根据表1，近年来金砖四国对外资产、负债与本国GDP之比大体呈上升之势。2007年美国次贷危机爆发后，由于汇率和跨境资本流动的急剧变化，四国对外资产、负债曾出现显著波动。

表1 金砖四国对外资产、对外负债与GDP之比

年份	对外资产/GDP(%)				对外负债/GDP(%)				对外净资产/GDP(%)			
	俄罗斯	巴西	中国	印度	俄罗斯	巴西	中国	印度	俄罗斯	巴西	中国	印度
2004	69	22	48	25	70	67	34	33	-2	-45	14	-8
2005	68	19	55	23	72	57	36	31	-4	-38	18	-8
2006	74	22	64	28	78	57	40	35	-4	-35	24	-7
2007	84	27	71	35	96	69	36	40	-12	-42	35	-5
2008	61	25	65	29	46	42	32	34	15	-17	33	-5
2009	90	30	70	31	81	69	33	43	10	-38	37	-13

资料来源：IMF, International Financial Statistics.

用金融开放度指标(FI)可较好地反映一国与国际金融融合的程度。但对外资产中包括储备资产，由于外汇储备积累导致对外金融资产增加、金融开放度上升，不一定反映资本管制放松和民间对外投资能力增强。很大程度上，这恰恰说明这些经济体可能还存在较多资本管制，民间资本流出渠道有限。扣除储备资产，用调整后的金融开放度指标(FIA)更能合理反映一国实际的金融开放程度。^[1]

由表2可看出，近年来金砖四国FI时有波动，但总体呈提高之势。2008年金融危机后，各国国际金融活动萎缩，该指标都有所下降。四国中，俄罗斯最高，中国、巴西次之，印度最低。考虑外汇储备的影响，从调整后的金融开放度FIA来看，情况发生较大变化：2004年以来，俄罗斯、巴西呈下降之势，中国先升后降，印度则缓慢提高。2009年，俄罗斯FIA最高，巴西次之，中国降至第三，印度仍最

[1] 王信：“对当前人民币可兑换程度的测度”，《中国金融》，2010年第10期。

低。俄罗斯的 FIA 高于韩国，但显著低于日本、德国。从历史比较看，中国目前的 FIA 低于西德 1980 年的水平，与日本 20 世纪 80 年代中期的水平相当。^[1]

表 2 金砖四国及日、韩、德三国调整前后的金融开放度

年份	印度		巴西		中国		俄罗斯		日本		韩国		德国	
	FI	FIA	FI	FIA	FI	FIA	FI	FIA	FI	FIA	FI	FIA	FI	FIA
2004	0.58	0.08	0.90	0.58	0.82	0.27	1.39	0.97	1.37	1.09	1.03	0.41	3.05	2.99
2005	0.55	0.10	0.76	0.51	0.91	0.30	1.39	0.90	1.66	1.33	1.07	0.46	3.44	3.36
2006	0.64	0.12	0.79	0.51	1.03	0.37	1.52	0.89	1.78	1.44	1.17	0.57	3.66	3.59
2007	0.75	0.15	0.96	0.49	1.08	0.39	1.80	1.01	1.88	1.54	1.36	0.76	3.84	3.77
2008	0.63	0.17	0.68	0.36	0.98	0.33	1.06	0.62	1.61	1.32	1.19	0.70	3.72	3.65
2009	0.74	0.20	0.99	0.49	1.04	0.30	1.71	1.03	1.78	1.47	1.63	0.90		

注：FI=(对外金融资产+对外金融负债)/GDP；FIA=FI*(1-储备资产/对外资产)。
资料来源：IMF, International Financial Statistics.

对外资产扩大，外汇储备的增长尤为突出。近年来，金砖四国各项对外投资扩大，成为国际金融市场不可忽视的力量。从对外直接投资来看，根据联合国贸发会的统计，2005 年以后，四国对外直接投资从较低的起点上迅速增长，2008 年达 1470 亿美元，占当年全球对外直接投资（FDI）的 9%，而 10 年前该比率不到 1%。^[2]就对外直接投资存量而言，过去几年都是俄罗斯最大，中国、巴西次之，印度最小。到 2009 年，中国已有反超俄罗斯之势。由于中国经济规模大、发展快，对外直接投资潜力较大。目前，四国对外直接投资与其吸引的外商直接投资相比仍较小。根据各国的国际投资头寸（International Investment Positions）统计数据，2009 年底，四国对外直接投资存量分别为：巴西 1576.7 亿、中国 2296 亿、印度 772.1 亿、俄罗斯 2488.9 亿美元，合计 7133.7 亿美元，而吸收的外商直接投资存量达 12903.6 亿美元。

从对外证券投资（不含外汇储备的投资）和贷款来看，四国从较低的起点上较快增长，但与经济规模相比仍较小。这可能是因为这两类资本流动波动性大，因此四国仍保留一定的限制。以中国为例，居民和企业可通过合格境内机构投资者制度（QDII）有序投资境外金融市场，但 QDII 的资格及其投资额度都须经批准。近年

[1] 王信：“对当前人民币可兑换程度的测度”，《中国金融》，2010 年第 10 期。

[2] United Nations Conference for Trade and Development (UNCTAD), 2010, *World Investment Report 2010*.

来，四国金融机构逐步扩大对外贷款，但业务量与全球规模相比微乎其微。根据国际清算银行（BIS）的数据，截至2009年6月末，中国、印度的跨境银行贷款存量都是1040亿美元，俄罗斯、巴西分别为1470亿、960亿美元，四国合计仅占全球跨境银行贷款存量的2.1%。尽管中国商业银行国内信贷规模庞大，但对外贷款几乎是空白，对外贷款主要由政策性银行进行。

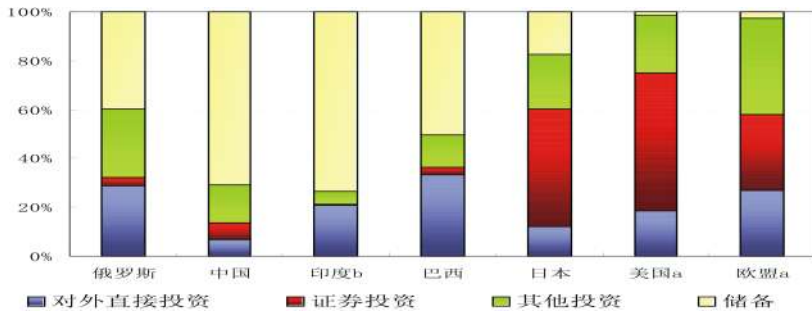


图1 2009年末金砖四国和美、日、欧盟对外金融资产结构

注：a. 2008年底的数据；b. 2009年10月的数据。

资料来源：IMF, International Financial Statistics.

表3 金砖四国外汇储备全球占比 (%)

年份	2005	2006	2007	2008	2009
俄罗斯	4.22	5.78	7.15	5.81	5.38
巴西	1.25	1.63	2.69	2.64	2.92
印度	3.51	3.79	4.62	3.43	3.42
中国	19.11	20.58	23.10	26.80	30.02
合计	28.09	31.79	37.56	38.68	41.74

资料来源：IMF, International Financial Statistics.

四国对外资产中最引人注目的是外汇储备的快速增长。中国、印度储备资产占本国对外资产之比超过70%，俄罗斯、巴西该比率也远高于发达经济体（图1）。从全球范围看，四国拥有的储备占全球之比不断提高，中国的地位尤为突出（表3）。

外汇储备增加，有助于扩大对外支付能力，防范跨境资本流动冲击风险。但对储备增长是否必然导致国际金融实力大幅增强，需要深入分析。在金本位、金汇兑本位和布雷顿森林体系期间，各国货币都直接或间接地与黄金挂钩，黄金是最终清偿手段。通过经常项目顺差，一国可自主地获得黄金，这对其经济金融稳定发展至关重要。二战后，美国正是凭借拥有全球3/4的货币性黄金储备，在国际金融舞台上呼风唤雨。但金本位早已让位于信用货币本位，一国拥有的外汇储备以几种主要

的国际货币计值，需要投资于相关国家的金融市场。在储备货币相对于该国货币贬值，储备货币发行国金融资产收益下降，以储备货币计价的商品和服务价格上升等情况下，该国都会受到账面甚至实际的损失。

中国、俄罗斯成为对外净资产国。2004年以来，与本国GDP相比，中国对外净资产基本上越来越大，俄罗斯则经历从净债务国转为净债权国的过程。由于国际金融危机的影响，俄罗斯、巴西的净资产（负债）情况变动很大。相对于其他较为依赖国外资本流入的新兴经济体，中国、俄罗斯作为对外净资产国，可较好地防范国际收支的风险。但这是否意味着它们已成为国际金融强国，值得深入分析。从发达国家情况看，19世纪下半叶英国、20世纪初以后的美国，随着实体经济实力增强，对外净输出资本，成为金融强国。日本、德国20世纪60、70年代亦如此。但不能过分夸大对外净资产对新兴经济体的含义。中国在人均收入、人均资本存量还较低的情况下对外净输出资本，宝贵的金融资源为外国所用，而不是充分用于国内消费和投资，很大程度上反映了国内金融市场不发达、有效配置资源的能力较弱。^[1]长远来看，这不利于经济发展和国际金融实力的进一步提升。

部分金融机构国际化程度提高，中、俄货币开始“走出去”。金砖四国越来越多的金融机构随着自身实力的增强，开始扩大国外业务，但仍处于起步阶段。总体来看，金砖四国具有较强国际竞争力、在国际上广泛开展业务的金融机构不多。在中国，尽管不少金融机构规模庞大，业务量和盈利增长很快，甚至超过国际同行，但其业务基本集中在国内。据中国银监会统计^[2]，截至2009年底，中国5家大型商业银行共收购或参股5家境外机构，收购金额约合71.3亿美元。2009年末，中国的银行国外资产占其总资产的比重为2.3%。据巴西中央银行统计，巴西的银行国外资产占其总资产比重为2.5%。

受中国国民经济、对外贸易等实力显著增强等因素影响，海外对人民币需求增大。中国正进行人民币跨境贸易投资结算试点，2010年以来有关业务量较快增长。到2010年7月末，银行累计办理跨境贸易人民币结算业务916.4亿元，这与中国进出口总值相比仍微乎其微。目前，在港澳开办人民币存款、贷款、汇款、汇兑、债券发行等业务，到2010年8月末，香港人民币存款约1000亿元，仅占香港银行存款量的1.8%左右。未来人民币“走出去”可能有较大空间，但该过程只能是渐进的；受人民币尚未基本可兑换等因素限制，人民币成为国际货币还有很长的路要走。俄罗斯2006年下半年宣布卢布基本可兑换后，积极推行卢布国际化，如能源等大宗

[1] Wang Xin, "China as a Net Creditor: An Indicator of Strength or Weaknesses?", *China & World Economy*, Vol. 15, No. 6, 2007.

[2] 《中国银行业监督管理委员会2009年报》。

商品的卢布定价。但美国次贷危机恶化后，卢布汇率波动大，国内金融市场大幅下挫，影响了卢布国际化的进程。印度、巴西本币国际化的路途更加遥远。

综上，金砖四国中，中国对外投资和对外净资产规模最大，国际金融实力最强；俄罗斯金融开放程度最高，与中国一样对外净输出资本，也有较强的国际金融实力；印度、巴西经常项目仍是逆差，需要外资流入来弥补，其中巴西金融开放程度高，有一定的脆弱性。

（二）四国国际金融实力的增强与其经济、贸易发展不相称

近年来，金砖四国整体经济和对外贸易较快发展，在世界经济中的地位进一步提高。根据IMF《世界经济展望》（*World Economic Outlook*）公布的数据，按购买力平价计算，2007、2008年，四国的GDP占全球的比重分别为21.3%和22.3%，2009年该比重升至23.5%，比2000年高7.2个百分点。在四国中，中国经济总量占据半壁江山。此次国际金融危机以后，四国对世界经济增长的拉动作用更为明显。2010年上半年，中国、印度、巴西、俄罗斯的经济增长率分别为11.1%、10.6%、8.9%和4.2%，而发达经济体的增长普遍低迷。

金砖四国的发展，在对外贸易上表现得尤为明显。2006、2007和2008年，四国外贸总额平均增长率分别为24.3%、21.2%和31.3%，分别比当年世界贸易总额增速高15.5、14.1和28.6个百分点。但危机后四国贸易的下滑也更明显。2009年，四国贸易总额比上年下滑21.2%，比全球贸易额的下降高10.5个百分点。

与其整体经济、对外贸易的发展相比，金砖四国国际金融实力的提升有限。2004-2008年，金砖四国GDP占美国、欧盟、日本GDP之和的比重不断提高，上升了11个百分点；四国进出口占比的提高更快，达16.2个百分点；对外直接投资、证券投资和其他投资的占比则有一定波动，五年内相关比率的提高最多不过2.4个百分点（表4）。

表4 金砖四国有关指标总量相对于美国、欧盟、日本加总的比重（%）

年份	GDP	进出口	对外直接投资	对外证券投资	对外其他投资
2004	13.0	27.9	4.0	1.1	4.6
2005	15.1	32.2	4.8	1.3	4.9
2006	17.3	35.9	5.9	2.1	4.6
2007	20.2	39.4	7.1	2.0	5.3
2008	23.9	44.1	6.4	2.5	6.9

资料来源：IMF, International Financial Statistics.

金砖四国对外投资的扩大落后于实体经济与对外贸易的发展，是四国国内金融发展相对滞后，特别是金融市场不发达的直接反映和结果。根据 BIS 的数据，2009 年 6 月末，中国、巴西、印度和俄罗斯的国内债券余额分别为 23070 亿、10880 亿、5200 亿和 360 亿美元，四国总额仅为全球债券规模的 6.4%。2009 年末，中国、巴西、印度和俄罗斯的股票市值分别为 33140 亿、13390 亿、12600 亿和 4760 亿美元，四国股市总市值约为全球的 14%。就股市、债市和银行信贷相对于本国 GDP 之比，2008 年末中国在金砖四国中居第一，接近 2 倍，而英国、德国、日本和美国都超过 3.5 倍（图 2）。由于国内金融市场不发达，加上货币调控、金融监管等能力有待提高，金砖四国很难完全实现本币资本项目可兑换和国内金融市场开放，大规模推动民间对外投资和吸引外资，从而影响四国国际金融实力的提升。

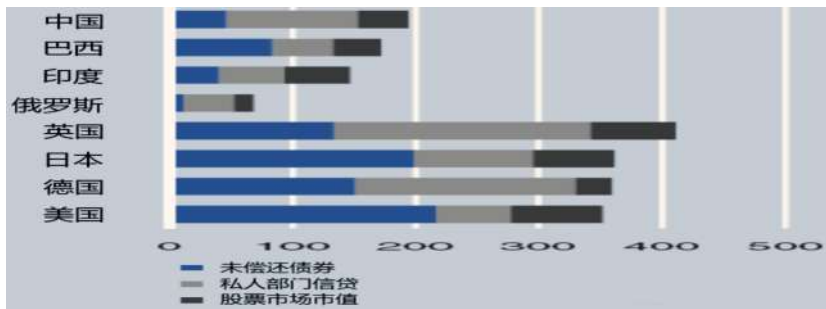


图 2 2008 年部分经济体金融市场规模与 GDP 之比 (%)

资料来源：Hansakul, Syetarn, Steffen Dyck and Steffen Kern, “China's financial markets: A future global force?”, Deutsche Bank Research, March 16, 2009.

金砖四国等新兴经济体与发达经济体在金融发展上的差距可能还会维持，甚至不排除继续拉大。过去 20 年，随着经济金融全球化的深入发展，发达经济体与新兴经济体形成了在实体经济（外贸）、金融发展上的某种分工。新兴经济体外贸发展快，但发达国家在跨境投融资领域的主导地位加强。从对外金融资产负债与进出口值之比来看，工业化经济体自 20 世纪 70 年代中期以来就持续较快攀升，而新兴经济体和发展中国家 20 世纪 70 年代中期到 80 年代中期稳步提高，但 1980 年代中期以后变化不大甚至有所下降（图 3）。过去 10 年，金砖四国该比值并未持续上升，一些年份也是下降的（图 4），表明国际金融相对于对外贸易发展的滞后。

此次金融危机后，发达经济体金融体系受到重创，金融脱离实体经济过度扩张的状况受到遏制，其优势有所削弱。但发达经济体、新兴经济体的金融发展差距仍较大，加上发达经济体纷纷采取措施完善金融体系、加强金融监管，其修复和发展能力不可低估。短时期内，金砖四国迅速缩小与发达经济体的差距并不现实。

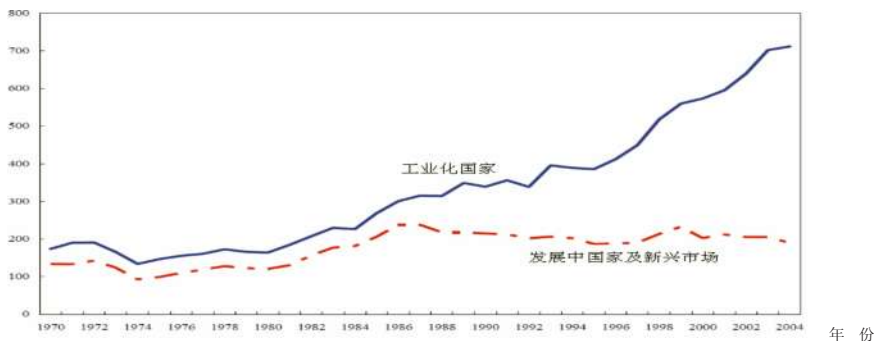


图3 不同经济体国际金融与对外贸易的相对发展*

* 用对外资产负债之和与进出口值之比来表示。

资料来源：Lane, Philip and Gian Maria Milesi-Ferretti, “The external wealth of nations mark II: Revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970–2004”, IMF Working Paper WP/06/69, 2006, IMF, Washington, DC.

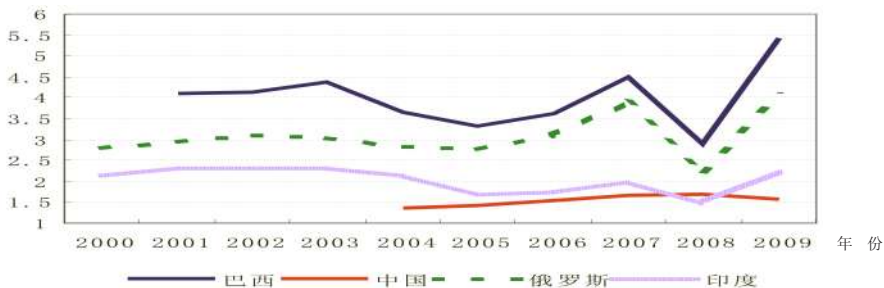


图4 金砖四国国际金融与对外贸易的相对发展*

* 用对外资产负债之和与进出口值之比来表示。

资料来源：IMF, International Financial Statistics.

二、金砖四国国际金融实力提升对国际金融及其治理的影响

金砖四国国际金融实力的有限提升，对国际金融格局及其治理产生一定积极影响。对此影响应客观、现实地评估。

四国资本大量对外输出，促进国际经济发展。近年来，四国主要以外汇储备投资形式对外大量输出资本，弥补美国、英国等发达国家的经常项目逆差，有助于降低国际市场长期利率，刺激全球经济增长。美国国会研究局2009年7月发表的《中国持有美国债券：对美国经济的意义》报告称，如果中国没有大规模购买美国国债，美国利率将提高0.5个百分点。近期，美国经济复苏乏力，失业率居高不下，“二次探底”的可能性不能完全排除，欧元区、日本经济也增长缓慢。此时，金砖

四国的较快经济增长及其对外投资的扩大，对国际经济企稳回升将发挥更大作用。

四国资本输出有利于缓解发达经济体信贷紧缩，维护国际金融稳定。美国次贷危机以后，美国等发达国家金融市场剧烈动荡，金融机构受到很大打击。为刺激经济，发达国家纷纷采取宽松的财政货币政策，政府债务规模攀升。2009年9月危机急剧恶化期间，金砖四国不减反增美国国债，对美国积极应对危机、防止危机扩散起到重要作用。据美国财政部统计，2008年10月，金砖四国持有的美国国债余额比同年6月的水平还上升了18.4%。截至2010年6月末，金砖四国对美国债的投资余额为1.16万亿美元（中国0.84万亿美元），占所有国外投资者持有美国债余额的29%（中国占21%）。未来一段时期，发达国家政府和金融机构融资需求都很大。IMF 2010年4月份预测，未来3年银行机构将到期的债务总额达5万亿美元，其再融资面临很大压力。^[1]

一些观察家认为，中国可能会大量抛售美国国债，导致国际金融市场剧烈动荡。康奈尔大学教授普拉萨德认为，中国因此受到的损失并不像有些人认为的那样大，有关中国抛售美国国债的威胁是可信的。^[2]但由于美国债券市场的优势无可比拟，只要中国仍快速积累外汇储备，就不会大量抛售美国国债。笔者认为，随着一国外汇储备规模的增大，适当调整币种结构、资产结构以防范风险是很自然的。但一国外汇储备占其对外金融资产的比重越大，该国储备占全球外汇储备的比重越高，该国与其主要投资对象国的经济关系越密切，该国对外汇储备资产结构进行急剧调整的可能性就越小。原因很简单，这样做的风险过于集中，可能的损失和后果过于严重。此外，外汇储备规模越大，投资调整在技术上就越难。

通常情况下，跨国官方投资比民间投资可能更理性，将提高而不是降低国际金融市场的稳定性。外汇储备投资和主权财富基金往往专注于长期投资，不会因短期市场波动而迅速转变投资策略，这与许多更倾向于追求短期收益的民间投资者有着根本不同。研究表明，在美元贬值期间，外汇储备投资往往增持而不是减少美元资产数量。^[3]此外，官方色彩较浓的投资不可避免要考虑其他问题，包括外交、地缘政治等方面，因而投资策略不会轻易改变，这也有助于国际金融市场的稳定。

对当前国际货币体系改革产生一定推动作用。大量外汇储备的积累和投资，使金砖四国与国际货币体系紧密相连。有关中国等国改变储备币种结构的传闻，往往

[1] International Monetary Fund, *Financial Stability Report*, April 2010.

[2] Prasad and Eswar, "China's Holdings of US Government Debt: A Dagger Pointed at the Heart of the US Economy?", *The US-Sino Currency Dispute: New Insights from Economics, Politics and Law*, edited by Simon Evenett, Centre for Economic Policy Research, 2010, <http://www.voxEU.com>.

[3] Wong and Anna, "Measurement and Inference in International Reserve Diversification", Working Paper Series, WP07-6, 2007, Peterson Institute for International Economics.

引起美元等主要货币汇率的大幅波动，这在一定程度上提高了中国等国在国际货币体系改革中的谈判地位。2009年4月，中国人民银行周小川行长提出改革国际货币体系，更多地发挥特别提款权（SDR）的作用^[1]，马上引起国际社会的极大关注。然而，除上述储备持有国自身原因外，美元资产被集中抛售、以美元为主导的国际货币体系受到根本动摇的可能性较小。一方面，其他金融市场的深度、广度都不如美国市场，难以容纳巨额储备投资；另一方面，如果大量投资资金从美国转向其他经济体，将导致这些经济体汇率大幅上升，影响其经济增长。近日，针对中国资金大量投资日本债券可能加剧日元升值的传闻，日本政府已表示关切。这意味着短期内，国际货币格局不会出现较快调整。

随着经济金融实力的显著提升，金砖四国的货币有潜力成为国际货币，推动国际货币体系多元化。但如果国内金融发展仍然滞后，经济增长对净出口的依赖不减，为防范经济金融风险，有关货币仍将保持对美元汇率的基本稳定，本币可兑换难以迈出更大实质性步伐。这些国家的储备还将继续积累并投资美国金融市场，强化而不是弱化当前以美元为主导的国际货币体系。

四国国际金融话语权增大，但仍缺乏实质影响。长期以来，金砖四国在国际金融组织的份额和投票权很弱，最近几年才有所提高。例如，2010年4月25日世界银行新一轮增资以后，中国整体投票权从2.77%上升到4.42%，居世界第三位。其中，中国在国际金融公司的投票权从1.02%提高到2.29%，仍位于美、日、英、法、德之后。目前，中国在IMF的份额只有3.72%，列全球第6位。2009年匹兹堡峰会上，二十国集团（G20）领导人承诺在2011年初以前，发达国家向经济有活力的发展中国家和新兴经济体转让至少5个百分点的IMF份额，以反映国际经济格局的巨大变化。中国作为最大的IMF份额低估国，可望获得新的份额。

表5 金砖四国在IMF、世行份额和投票权占比（%）

	IMF 份额占比	IMF 投票权占比	世界银行投票权占比	2009年GDP占比（购买力平价）
中国	3.72	3.65	4.42	12.52
俄罗斯	2.73	2.69	2.77	3.05
印度	1.91	1.88	2.91	5.06
巴西	1.4	1.38	2.24	2.87

资料来源：IMF和世界银行网站。

国际金融危机后，金融稳定理事会（FSB）在经济金融政策讨论和金融监管改革等重大问题上，发挥非常重要的作用。在新兴经济体中，只有金砖四国与西方七

[1] Zhou Xiaochuan, "Reform the International Monetary System", 2009, <http://www.pbc.gov.cn>.

国一样，在全会各拥有三个席位。中国、巴西还向本届BIS董事会派出轮值成员。

然而，目前金砖四国国际金融投票权、话语权增加的象征意义大于实际意义。即使中国等国愿意向国际组织提供资金换取更高份额，欧洲等国必然不愿出让，美国也会竭力保持其在IMF15%以上的投票权，而拥有对重大事务的否决权。国际组织高中级管理职位的遴选、重要议程的设定等仍由发达经济体控制，虽然金融危机后四国在国际金融机构、货币体系和金融监管改革等问题上更多表达自身关切，但无法进入核心圈，加之没有充分的人才和研究做支撑，难以提出大的方案和建议。四国在外交、地缘政治、国内经济金融发展和开放等方面利益不尽一致，在国际金融事务上还未形成统一诉求，也影响其话语权的增强。

归根结蒂，新兴经济体对国际金融治理的影响，取决于自身经济金融实力。尽管中国、俄罗斯等国外汇储备较快增长，但毕竟难以摆脱对发达金融市场的依赖。只有当本国金融市场的国际化程度显著提高，成为国际投融资的重要平台，才可能真正参与国际金融规则制订，在国际金融治理中发挥实质性作用。19世纪末的英国、20世纪初以后的美国，正是凭借其在世界上最发达的金融市场，成为国际金融舞台上无可争议的主角。

指望新兴经济体在国际经济不平衡调整中发挥主要作用并不现实。国际经济不平衡问题并非始于近日，如何加以调整也早有争论。^[1]20世纪40年代凯恩斯就提出，为实现国际间的收支平衡，顺差国也应进行必要调整，不应一味要求逆差国紧缩内需来减少进口需求。但当时美国作为经常项目顺差国，凭借强大的经济金融实力，并不接受这一主张。但到今天，经常项目巨额逆差的国家却一再要求顺差国货币升值，扩大内需，承担国际经济不平衡调整的主要责任。事实上，当今国际经济不平衡有多方面结构性原因，包括全球化背景下中低端制造业从发达经济体向部分新兴经济体转移，导致这些经济体生产和出口增加，贸易顺差扩大。在跨境资本流动规模日益扩大、国际金融市场波动较大的情况下，新兴经济体为防范风险，不得不积累外汇储备，也是国际经济不平衡的重要原因。

金砖四国国际收支经常项目情况不同，在国际经济不平衡中的作用有差异。中国、俄罗斯持续顺差，印度、巴西则为逆差（图5）^[2]，但中国、俄罗斯、印度的外

[1] 20世纪前70年的大部分时期，美国经常项目持续顺差，英国则深受逆差的困扰。20世纪70年代以后，日本、联邦德国（及统一后的德国）经常项目持续较大顺差，美国的逆差则呈扩大之势。

[2] 印度经常项目逆差一般约为GDP的2%，主要靠私人资本尤其是证券投资流入来弥补。未来几年巴西主办的几场大型国际赛事需要巨额投资，到2016年，预计巴西经常项目逆差与GDP之比将从近期的1%~2%上升到4%~5%（Goldfajn, Iian, "Rebalancing the Global Economy: A View from the BRICs", in *Rebalancing the Global Economy: A Primer for Policymaking*, edited by Stijn Claessens, Simon Evenett and Bernard Hoekman, Centre for Economic Policy Research, 2010. <http://www.voxEU.com>）。

汇储备都较快积累，大量投资美国等发达国家金融市场，对弥补美国的经常项目逆差都发挥了重要作用。

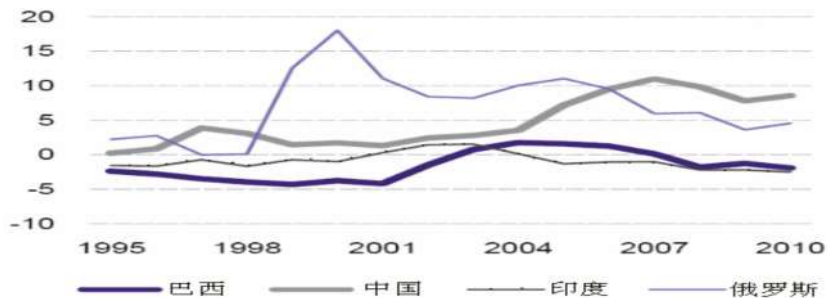


图5 金砖四国经常项目差额/GDP (%)

资料来源：IFS, IMF; Deutsche Bank.

前面的分析表明，金砖四国以外汇储备增长为主要特征的国际金融实力提升，对当前国际货币体系、国际金融治理都未产生根本性影响。在四国对外开放程度不断提高的情况下，它们有较强的动力继续增加外汇储备以防范风险。建立更有效的国际金融安全网，加强区域货币金融合作，一定程度上可减少新兴经济体储备积累的动因。但相关改革并非轻而易举。而且，陷入困境的新兴经济体不一定总能便利地从改革后的国际金融组织获得足够融资，因而新兴经济体还会继续积累外汇储备并投资美国金融市场。^[1]此外，由于四国金融市场不发达，消费金融等产品和服务不足，储蓄转化为投资的能力弱，刺激国内消费和投资短期内难以迅速奏效。因此，四国不愿让本币较快升值，这也会导致它们的外汇储备增长。从美国情况看，由于经济复苏乏力、就业压力大，美国有可能继续凭借美元国际主导货币地位，大量吸引外资支撑财政刺激计划，使国际经济不平衡难以很快缓解。事实上，近期该问题已有重新恶化迹象。可见，国际经济不平衡与国际大环境有关，指望中国等新兴经济体在国际经济不平衡调整中发挥主要作用是很不现实的。

总之，短期内，金砖四国以储备较快积累为主要特征的国际金融实力的增强，有助于为国际市场提供低成本资金，促进国际经济发展和金融稳定。尽管四国在国际金融舞台上的地位、话语权有所增强，但影响力还很有限。如果美国等发达国家和新兴经济体经济金融政策不发生大的改变，国际经济不平衡就难以缓解甚至还会加剧，成为未来的重大风险隐患。

[1] Jeanne, Olivier, "International Financial Safety Nets and Global Imbalances", in *Rebalancing the Global Economy: A Primer for Policymaking*, edited by Stijn Claessens, Simon Evenett and Bernard Hoekman, Centre for Economic Policy Research, 2010. <http://www.voxEU.com>.

三、结论性评述

近年来，随着经济的快速增长，金砖四国金融开放程度提高、国际金融实力上升，主要表现在：各种形式的对外投资显著增加，出现更多的具有国际影响力的跨国公司和金融机构，对外金融资产、负债上升，中国、俄罗斯对外净输出资本，其货币在区域内的影响力增强。相对而言，中国的国际金融实力相对较强，但整体来看，四国国际金融实力与其实体经济规模及其对国际经济的贡献不相称，其国际金融实力主要体现在官方外汇储备的增长。这可能主要是由于国内金融发展滞后，四国的本币可兑换和金融对外开放难以迈出大的步伐。在经济全球化下的国际分工中，金砖四国仍相对处于劣势。

金砖四国国际金融实力增强、大量增加对外投资，有利于为国际市场提供低成本资金，维护国际金融稳定，一定程度上增强其国际金融话语权。但由于国内金融市场不发达，金砖四国对发达国家金融市场的依赖仍很大，难以对国际金融治理产生实质影响，更难以在国际经济不平衡的调整中发挥主导作用。当前需要警惕的是，过分夸大四国国际金融实力及其对其他国家的影响，甚至以此作为实行保护主义的借口，影响国际金融的健康发展。

展望未来，金砖四国能否在国际金融舞台上发挥更大影响力，很大程度上取决于它们能否加快金融的健康发展。从历史上来看，金融发展通常需要更多的制度条件，金融发展滞后于经济发展的现象屡见不鲜。19世纪末到20世纪初，美国已成为世界最大的经济体，但尚无中央银行，金融乱象丛生，股票交易规模仍较有限，投机、市场操纵现象普遍，价格大起大落。19世纪70年代到一战之前，美国爆发了6次较大的金融危机。日本多年前已成为世界第二大经济体，但其金融发展与美英相比仍有较大差距。尽管日本政府曾极力推动，但目前日元国际化程度尚比不上英镑，而英国经济、对外贸易规模比日本小得多。由于泡沫经济破裂，日本陷入20多年的经济低迷。新兴经济体要实现金融赶超更不容易，墨西哥、阿根廷、韩国等都曾经历持续的高增长，但因货币金融危机爆发而受到很大打击。目前中国已成为世界第二大经济体、第二大出口国和进口国，却是贸易大国中唯一的本币未能普遍用于贸易计价结算的国家，其金融发展和本币国际化还有很长的路要走。总之，当前对四国的讨论，过多关注经济增速和贸易的扩大，而忽视金融劣势可能带来的负面影响；对金砖四国国际金融实力的研判，过于强调对外投资规模的增大，而忽视外汇储备投资占比过高等结构性问题。

金融发展滞后的经济体能否及时实现金融转型和发展，对其经济持续稳定增长至为关键。20世纪初，在其世界经济霸主地位进一步巩固的同时，美国不断完善金融制度。1913年，美国金融改革取得两个重要进展：国会通过建立联邦储备体系的法案；以布兰代斯为代表的法律学者对“有钱人的寡头政治”展开激烈批评，有助于防止金融势力过于集中。^[1]20世纪30年代初的“大萧条”之后，美国相继通过《证券法》、《证券交易法》等重要法案，制度的完善奠定了之后美国金融长期稳定发展并成为全球金融霸主的基础。

与此形成鲜明对照，当时经济同样欣欣向荣的阿根廷后来经济停滞和动荡，与金融迟迟得不到发展密切相关。19世纪末20世纪初，大量资本、劳动力涌入，与当地广袤的土地和丰富的资源相结合，阿根廷农业、制造业和对外贸易迅速发展，经济前景光明。^[2]但阿根廷国内金融市场落后，过于依赖外资，一战以前，国内一半的产业为外资控制。阿根廷未实行金本位制，国内滥发货币，为提高出口竞争力随意让本币贬值，削弱了市场对其货币的信心，债券融资不得不以硬通货计价。现代意义的国内外币挂钩债券发行即始于1872年的阿根廷。此后到1910年，阿根廷另外3次国内债券发行和多次在伦敦的国外债券发行都以英镑计价。^[3]

可见，不能及时完善金融体制，提高金融发展水平，新兴经济体就可能长期陷入国际分工陷阱，与发达经济体的金融发展差距越来越大。资源配置扭曲，经济持续高增长必然难以为继，甚至因货币金融危机而陷入长期停滞。为进一步提高国际金融实力，促进经济持续稳定增长，金砖四国应致力于以下几方面：

一是加快国内金融改革，大力发展金融市场。新兴经济体在国际金融舞台上发挥更大作用，关键要提高自身经济金融实力。研究表明，通过引入更多国外金融机构、稳步扩大国内金融市场开放，引入必要的竞争，有助于削弱国内利益集团的势力，促进金融改革和创新，提高金融服务水平和资源配置效率。^[4]同时，充分借鉴最新国际金融监管改革成果，加强微观监管和宏观审慎管理，防范系统性风险。

[1] Wachtel, Howard M., *Street of Dreams: Boulevard of Broken Hearts*, Pluto Press Ltd., London, 2003.

[2] 1913年，阿根廷人均制造业产品生产超过西班牙、意大利，铁路线覆盖比英国更广阔(Frieden and Jeffrey A., *Global Capitalism: Its Fall and Rise in the Twentieth Century*, W.W. Norton & Company, 2006)。1870年，阿根廷的人均产值是美国的46.3%，之后两国差距缩小，1890年、1913年该比率都是49%。但到1950年，阿根廷人均产值降至美国的36.2%(Maddison, Angus, *Explaining the Economic Performance of Nations: Essays in Time and Space*, Elgar, Aldershot, 1995)。

[3] Reinhart, Carmen and Kenneth Rogoff, *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, 2009.

[4] Rajan, Raghuram G. and Luigi Zingales, *Saving Capitalism from the Capitalists*, Crown Business, New York, 2003.

二是进一步密切四国之间以及四国与其他新兴经济体的贸易投资联系，促进经济共同发展。在不少方面，四国经济有较强互补性。如，中、俄经常项目顺差，对外净输出资本；印、巴经常项目逆差，需通过国外资本流入来弥补。又如，俄、巴是资源能源输出国，而中、印对进口资源能源的依赖较大，等等。若中国更多地通过贷款、对外直接投资获取资源能源，就可实现互利共赢。应该看到，四国有加强合作的动力，但也面临不利因素。“金砖四国”毕竟是人为创造的概念，它们分属不同地区，在历史、地理、文化等方面缺乏长期、密切联系。四国经济处于相近发展阶段，有一定竞争关系。俄、印都有成为国际大国的雄心，地缘政治等因素可能会影响其经济金融合作。目前四国等新兴经济体实业界、金融界相互了解有限，合作尚不充分。各国政府应从战略高度出发，加强政治互信和经济政策对话、协调，更好地发挥对企业的引导、服务作用，促进贸易投资便利化。如，建立跨国投资保护机制，及时解决跨国投资中出现的问题；筹组产业投资基金和证券投资基金，加强对四国基础设施、新能源、低碳经济和国内金融市场的投资；推动跨国贸易投资的本币结算，降低外汇风险，等等。

三是加强政策协调，推动国际货币金融体系改革。目前四国已建立首脑、财长和央行行长等层面的定期会晤机制，就重大问题进行协商。四国财长、央行行长会议决定启动合作研究项目，对四国经济发展状况、经验教训和潜在合作领域进行研究。这有利于深化相互了解，对其他发展中国家和新兴经济体也可提供宝贵经验。由于四国均从全球化大潮中获益，与发达经济体联系密切，因此四国不会成为排外团体，更不会对发达国家主导的现行国际经济秩序构成直接、强有力的挑战。下一阶段，金砖四国有必要建立更密切的合作机制，吸引更多发展中国家参与对话、协调，提高新兴经济体在国际舞台上的话语权，加强对发达国家政策的约束，改善全球金融治理，促进世界经济稳定、均衡发展。▲

Recovery of the US Auto Market

Chu Haoquan & Su Yingzi

67

During the 2008–09 financial crisis, automotive industry was one of the hardest hit sectors along with the housing and financial industries, which combined to account for three fourths of the economic contraction. The auto industry is the largest and most dynamic consumer–spending sector that had driven US economic recovery in the post–war era. Will it play the same role in driving recovery this time? Will consumer demand for new vehicles stay suppressed in the prolonged de–leveraging process? This article compares the recent performance of the auto–making and real estate sectors and analyzes the fundamental factors that determine the long–term vehicle demand together with factors that drive its cyclical fluctuations. We hold that the recovery of the auto industry is inevitable and it will again become an important driving force for the mid–term US economic recovery due to suppressed demand that will translate into real purchasing power in the future. However, a quick return to pre–crisis level is unlikely given the slow growth of employment and bank lending as well as the possibility of sharp oil price hikes in the coming years.

U.S. Housing Market Recovery and Prospects of its Economic Growth

Tan Xiaofen

79

U.S. housing market has undergone continued correction for more than four years since 2006. However, seen either from the supply side and demand side or home price indicators, there are no signs that U.S. housing market has bottomed out. Compared with past housing market recovery, the housing market recovery has lagged far behind the current round of economic recovery, which has to a large extent affected the overall economic recovery. The housing market is yet to see fundamental improvement. Household wealth measured in housing prices remains at low levels, residential investment continued to decline, and the wealth effect and investment effect continued to be suppressed, making the housing market the biggest drag on U.S. economic recovery. Looking forward, the U.S. housing market will remain weak in 2011, and therefore it is difficult for the sector to become a significant driving force for U.S. economic recovery. But it could stabilize in 2012 to contribute to the U.S. GDP expansion.

The Rise of BRICs' Global Financial Clout and its Implications

Wang Xin

94

The global financial power of the BRIC countries has been rising in recent years, which helps in providing low–cost capital for the international markets, promoting global financial stability and pushing global financial regime reform. However, the financial status of those countries as a whole is not proportionate to their development in real economy and external trade, which is rooted in BRICs' lagging domestic financial development. As a result, they have failed to play a crucial role in international financial governance and global efforts to rebalance the world economy. In the future, BRIC countries should accelerate their domestic financial reform, push forward development of their domestic financial markets, reinforce trade and investment relations within the bloc as well as their relations with other emerging market economies and strengthen coordination to push forward reform of global financial governance and currency regime.

Why has Monetary Cooperation in East Asia Suffered Setbacks?—On the Internationalization of RMB and its Implication for Future Monetary Cooperation in East Asia

Li Xiao

109

Different from the Asian financial crisis in 1997 after which East Asian countries rapidly pushed