

美国财政部前副部长、深发展前董事长纽曼接受证券时报记者专访,畅谈欧债危机与中国利率市场化问题

# 法兰克·纽曼：中国利率市场化改革应谨慎推进

证券时报记者 罗克关

尽管出任深发展董事长期间谨言慎行，但已卸任两年的法兰克·纽曼显然既富有智慧又洞悉世事。

作为在美国政商两界均有建树的精英人士，法兰克·纽曼此番回到深圳接受证券时报记者专访时带来了他的最新著作《六大迷思困阻美国经济》（Six Myths That Hold Back America）。此书中，纽曼对过往 10 年以来困扰美国以及中国之间的一系列认识误区进行了探讨。

纽曼认为，欧元区危机的本质与基础制度设计相关。欧元区需要摆脱困境，一方面要解决区域内货币政策独立与各国财政政策分立的问题；另一方面还需要极尽可能扩大政府支出刺激经济增长。

很多欧洲国家的失业率是非常高的，年轻人的失业率高达 50%。目前西方和东方世界的最大不同在于，面临危机时中国政府愿意扩大政府支出，而欧洲多数国家都在讨论如何削减政府支出。”纽曼坦率地说。

对于中国央行近期推动的利率市场化举措，纽曼亦结合自己在美国财政部的亲身经历，认为利率市场化必须谨慎与渐进。在银行与实体经济的利润关系上，他亦带来了独特思考。

## 美国并未依赖 亚洲美元”

证券时报记者：美国经济在很大程度上依赖亚洲等国家的资本输入，进而弥补因强势美元所形成的贸易赤字，以形成国际收支平衡。因此舆论都觉得，美国在依赖亚洲国家的“美元”资金。但您的观点却截然相反，为什么？

法兰克·纽曼：这是外界极易误解的一个问题，解释起来也很简单，就是美元从未外流过。这是美元的本质所在，因为它是美联储发行的货币供应，是美国所有银行账上美元的总和。也就是说，美国银行体系之外是不存在美元的。这和中国的货币供应一样，中国央行将银行体系内所有人民币加总，就形成了人民币总量。

但为何会有“亚洲美元”一说呢？这仅仅是因为在美国银行体系内美元的账户所有权发生了变化。举个例子，比如沃尔玛在中国市场进行原料采购，其银行账户设在纽约花旗银行，向中国出口商购买 100 万美元货物后，它会向花旗发出指令，要求花旗从自己账户中提取 100 万美元，转入那个进口商在花旗开设的银行账户内。

所以，这笔美元还留在纽约的花旗银行，并未离开美国，甚至连纽约都没有离开。同样道理，这笔美元即便转入了一家中国银行，但结汇后美元实际上还是回流到了美国银行系统内。其中变化的，只是账户所有人的改变。这就是问题的答案。

人们之所以会产生错觉，是因为传统思维惯性地将货币形态视为纸币。纸币状态下，人们可以将资金从一个国家带到另一个国家。但如果有 100 万美元现金，我们也不可能将其从美国带到中国，仅需银行系统在账户之间划拨即可。所有美元账户划拨都发生在美国本土，正如所有人民币账户划拨都发生在中国本土一样。

证券时报记者：如果美元持有人选择将其兑换成其他货币并汇离美国，这会造成资金的外流吗？

法兰克·纽曼：不会，美元仍然还会留在美国。举个例子，假如沃尔玛在中国的供应商希望将美元兑换成欧元，结果找到一个德国公司愿意接受美元。接下来的情况就是，中国供应商向花旗纽约分行发出指令，将账上美元打入德国公司在花旗公司的账户，并接收德国公司打入的欧元资金。整个业务流程完成后，美元还是留在了纽约。只不过这一次，同样一笔美元的主人成了德国公司。

同理，在全世界规模庞大的离岸美元市场，其实美元也并未离开美国，只是账户所有权的变更，很少有人会注意到这个细节，这并非是我的独家发现，事实上美元从诞生之日起就是这样运作的。

明白了这一点，美国是否在依赖亚洲国家的“美元”就很好解释了。实际上，美联储发行的所有美元都留在美国境内，美国财政部发行国债所募集的美元资金也都来自于美国本土，而不是像很多舆论所描述的，由美国向中国等亚洲国家“借入”资金，其中并未发生资金跨境划拨。

证券时报记者：这是否也正是您所提出的另一个问题的答案——尽管美国 and 希腊、西班牙等国家一样，都存在财政赤字，但美国政府并不会像希腊那样遇到债务危机。因为希腊尽管能够发行欧元计价的国债，但它没有办法将欧元留住。

法兰克·纽曼：完全正确。因为在希腊，如果有人接受了欧元，并不需要存在希腊本土银行，而是可以以所持欧元存在一家德国银行或者法国银行。欧元区不乏精英人士，但也很少有人能够明确指出这个问题症结所在，欧盟目前已经开始讨论是否要成立统一的欧洲银行联盟。在我看来，如果欧元区采用了统一货



资料图

币，但却没有统一的银行联盟，整个货币联盟就失去其存在的意义。目前的情况正是这样，因为担心希腊和西班牙的政府债务问题，大量欧元资金正从这些国家撤离，流向了其他欧元区国家。这种情况在美国不会出现，在中国、英国和日本等有权货币的国家都不会出现。因为这些国家都有自己统一的银行系统、统一的货币和统一的中央银行。

## 欧洲问题的关键：

### 货币政策与财政政策分立

证券时报记者：统一的银行系统是解决欧债危机的出路所在吗？

法兰克·纽曼：这是至关重要的一步，但不能解决所有问题。统一的银行联盟可以防止希腊等国家出现资金外逃的浪潮，稳定的银行系统对任何一个国家或地区都很重要，对欧洲也不例外。所以欧洲应该建立统一的银行监管体系，正如中国有银监会、美国有美联储一样，对境内所有银行实施统一的监管措施。

欧洲面临的另外一个问题就是，欧元区国家的政府债务与我们传统上认识的国债有很大不同。如果美国财政部对外发行国债，可能没有人会质疑美国政府未来的偿付能力。因为美国政府控制所有的美元供给，只要发债同时，发行人有能力用相应的货币到期偿付，那这个债券就是优良品种。在中国也是一样，财政部发行国债，中央银行发行央票，一样没有人会怀疑发行人的偿付能力。这就意味着，无论是中国政府的国债还是美国政府的国债，最终都不会遇到偿付问题。但在欧洲，情况就完全不同。

“

中国政府为保证银行的盈利空间，通过控制利率水平来保证稳定的息差空间。但是，上周中国央行也开始允许利率在一定程度内有所浮动。这种小范围、渐进的利率市场化举措是有益的，利率市场化一次性完全彻底放开并不实际。

彻底放开后，息差空间因竞争而剧烈收窄，从而迫使银行转向更为高风险的业务领域。比如在美国和英国，利率市场化的环境中，银行传统息差业务利润空间非常小，银行从事存贷业务无利可图，此刻银行自然会去开发一些新的盈利渠道，但新产品或业务通常具有巨大的风险。

”

希腊政府可以发行欧元债券，但是希腊政府并不能控制欧元供给，因此会出现债券到期后希腊政府无法用欧元偿付的情况。

目前，欧元发行由欧洲央行控制，任何一个成员国政府都不能左右欧元供给。

另外，很多人喜欢计算政府债务占国内生产总值（GDP）的比重，以说明国家财政状况的稳健程度。超过 50%，舆论就会一片哗然，认为问题会变得很严重，但实际并非如此。以日本为例，多年前日本政府的债务总额就已经是 GDP 的 100%，很多经济学家和政客都认为日本经济将陷入崩溃，但问题并未出现。几年后，日本政府的债务总额上升到 GDP 的 150%，舆论再次掀起了一片讨伐声，认为这必将是日本经济崩溃之时，但实际上也没有任何问题发生。后来日本政府债务占 GDP 的比例一路上升到 180%、200%，甚至 220%，但日本国债的偿付能力依然没有受到影响，整个体系还在向前运作，投资者依然愿意持有日本国债。

但这个问题放在希腊，就是一个大问题。所以我认为，第一步应该解决欧元区内部银行的统一监管问题；其次，则需要解决欧元区货币统一和财政不统一的矛盾状况。

证券时报记者：这会造成另外一个结果，就是政府债务实际会不断上升。在您的书中，其实也提到很多人认为政府债务占 GDP 比例过高，会导致经济崩溃，但您为何不认同这种观点？

法兰克·纽曼：多数情况下，我的确认为这不会是一个问题。世界上很多国家的经济政策都是旨在削减财政赤字，尽量维持财政支出平衡，甚至确保财政盈余，只有这样政策制定者才认为情况是稳定的。但看看中国过去几年的情况，如果不是中国政府敢于扩大财政支出，经济状况很显然会是另外一种情况。

政府债务在什么情况下会是大问题？只有当一个国家没有独立的货币体系时才是，正如目前欧洲国家的情况；或者一个国家将自身货币与国外货币按规定汇率挂钩的情况下，比如当年阿根廷将货币与美元挂钩的情况。如果一个国家以外币举债，比如我在美国财政部任职时墨西哥出现的危机，当时墨西哥政府借入的是美元债务，如果他们借入的是比索（墨西哥货币单位）债务，那显然就不会有危机。

政府债务会出现问题的另一个情况则是当经济实现完全的潜在产出时。比如当美国经济实现了完全就业，所有的生产要素都被完全利用上了，不可能有更大的生产能力提升时。这时如果政府进一步举债，扩大支出，就会造成通胀。但这种情况在全球都很罕见，以美国过去 50 年的经验来看，其中只有 4~5 个年份，经济实现了完全的潜在产出水平，其他大多数年份经济都有闲置的产能存在。所以，这就给政府扩大财政支出带来了空间。

率是很高的，我们需要重振整个美国经济。到 1998~1999 年时，经济复苏的势头非常好，导致政府税收收入增长强劲，当年甚至出现了财政盈余。所以基本的一个趋势就是经济回落之时，政府需要敢于花钱刺激经济，提升就业；经济过热时，政府要削减支出，来抑制通胀。但这确实是很大的挑战。

如果我们回顾 2008 年发生的经济危机，全球大部分国家都发生了严重的经济衰退，但中国并没有。中国非但没有出现经济衰退，反而实现了 9% 左右的经济高增长。虽然也造成了通胀问题，但陆续得到了控制。

如果中国回顾 2008 年发生的经济危机，全球大部分国家都发生了严重的经济衰退，但中国并没有。中国非但没有出现经济衰退，反而实现了 9% 左右的经济高增长。虽然也造成了通胀问题，但陆续得到了控制。

欧洲目前也面临同样问题。很多欧洲国家的失业率是非常高的，很多年轻人根本找不到工作，年轻人的失业率高达 50%，这是非常危险的经济状况。因此目前东西方世界的最大不同就在于，面临危机时中国政府愿意扩大政府支出，但欧洲大多数国家都在讨论如何削减政府支出。从另一个角度来说，政府的不同取向也为经济带来不同的未来预期。中国政府扩大支出的政策给经济带来了极好的正面预期。我曾读到一篇文章，大意是 2008 年经济危机袭来之时，中国政府为了稳定经济信心，在全国展开了大范围调研，并且明确对企业表示，政府了解本次经济危机很严重，因为大部分国外市场基本失去了购买力，但是不要对经济失去信心，因为失去信心只会陷入恶性循环，政府会采取一系列措施刺激经济。所以中国国内的消费和投资没有出现明显下滑，维持在了稳定的水平之上。

而当时在美国的情况就很不一样。所有人都认为，经济将彻底崩溃，短期内应该减少消费。而减少消费让整个经济陷入了更坏的循环。

最后，我认为中国在本次金融危机中重要的一个经验在于，中国的银行体系整体维持了稳定。经济危机发生时，银行体系依然为实体经济提供了大量贷款，这在其他国家很难看到。从整体上看中国的银行体系比英美等其他国家都要稳定。

证券时报记者：这是因为中国的银行只从事基础银行业务吗？

法兰克·纽曼：是的，只从事基础的存贷业务，确保了银行体系为实体经济服务的基本功能，从而使其不会脱离实体经济，成为纯粹的交易性金融机构。中国的银行业有隐性的政府信用支持，居民存款也有隐性的政府信用担保。大多数的中国居民都不会认为政府会坐视一家银行倒闭，也确信自己的银行存款是安全的。

中国政府为保证银行的盈利空间，通过控制利率水平保证稳定的息差空间。但是上周中国央行也开始允许利率在一定程度内有所浮动。这种小范围、渐进的利率市场化举措是有益的，一次性完全彻底放开并不实际。

彻底放开后，息差空间因竞争而剧烈收窄，从而迫使银行转向更为高风险的业务领域。比如在美国和英国，利率市场化的环境中，银行传统息差业务利润空间非常小，银行从事存贷业务无利可图，此刻银行自然会去开发一些新的盈利渠道，但新产品或业务通常具有巨大的风险。这种转变，会给经济和金融系统带来极大的不稳定性。

## 银行系统改革必须审慎

证券时报记者：中国银行业一直以来的普遍看法是，现有的监管在一定程度上过度限制创新。仅凭基础银行业务，中国银行业在未来国际化过程中会丧失竞争力。您怎么看这种声音？

法兰克·纽曼：我觉得中国银监会的做法是

法兰克·纽曼（Frank.N.Newman）

- ▲1942 年 4 月 20 日出生于美国；
- ▲1963 年毕业于哈佛大学经济学系，后长期在美国银行界工作；
- ▲1994 年后晋升为美国财政部副部长和首席运营官；
- ▲2005 年在美国新桥投资控股深发展之后被聘任为深发展董事长，2010 年 5 月卸任；
- ▲2010 年 6 月 23 日，《福布斯》中文版发布了 2010 福布斯中国 CEO 薪酬榜”，时年 68 岁的深发展银行的首席执行官（CEO）纽曼以 1741 万元年薪蝉联“最贵 CEO”榜首。

谨慎的，因为从世界范围内的经验来看，去监管化需要极其谨慎和小心。看看美国和英国的情况，对于银行的监管是完全放开的，整体的情况很容易失控。中国银监会的做法一般是，先放开一个小缝隙，允许银行从事相应业务，但缝隙不会太大。一方面确保风险能够得到控制，另一方面确保创新完全有益于银行客户，而不是单方面鼓励银行在交易业务上创新。

小步前行是合适的放开步骤，一下子完全放开会造成灾难。这个态度放在利率市场化问题上同样适用。美国在上世纪八九十年代有很多小的金融机构叫储蓄贷款协会（Savings and Loans Association），这是美国住房抵押贷款的主要发放者。对这些金融机构的监管，曾经有一条“Q 法令”（Regulation Q）限制它们存款利率的上限。这些储贷协会当时也曾经非常反对“Q 法令”，认为如果将存款上限放开可以吸引更多存款，使得自身更加具有竞争力。当时有一个流传很广的“6-3-3”笑话，大意是这些机构从贷款中可赚到 6% 的利润，其中 3% 作为存款利息付给了储户，剩余 3% 则花在了高尔夫球赛上。但是当最终“Q 法令”被取消的时候——监管层说既然你们希望有支付存款利息的自由，那么就完全给你们——发生了什么？结果是灾难性的。

所有的储贷协会都不知如何应对完全市场化的利率环境。当时的情况和中国央行最近采取的措施是不同的，因为中国央行只是稍微扩大了利率浮动的上下限，但当时在美国是完全取消利率管制。储贷协会没有专业的资产负债管理技术，所以出现大量倒闭现象。我在财政部任职期间的一项主要任务就是对破产的储贷协会实施清算。我们共清理了数百家倒闭的储贷协会，最终也花费了大约 2000 亿美元左右的成本。

总结这些教训的时候，重要的一点就是当时利率市场化的节奏太快，我也曾经和中国央行高层谈及这些教训。所以利率市场化最稳妥的步伐就是渐进的推动，先允许小范围浮动，观察银行是否能应对相应的冲击；如果能够应对，则继续向前走，观察期通常要半年至一年左右。

证券时报记者：监管层在利率市场化问题上的态度是审慎的。但自今年以来，中国市场上曾经掀起热烈的讨论，认为银行在利率管制下赚得太多，压缩了实体经济的利润空间。您认为这种观点正确吗？是否会影响利率市场化的节奏？

法兰克·纽曼：这个问题涉及如何看待利润的公平性，平衡银行和实体经济间的利润分配确实是个难题。当中国央行设定存贷利率水平的时候，就必须考虑到银行在这一水平下的合理利润率是多少。合理的利润能够保证银行资产和资本规模的增长，并向实体经济提供更多的信贷支持。银行完全没有利润也不合理，没有资本增长，就不会有信贷规模的增长。但这个利润率和企业的资金成本又直接相关，央行需要做出裁决。

对于中国银行赚多少是合理的，我恐怕没有发言权。但是如果看一看美国和英国银行的现状，或许能够对中国提供有益的借鉴。美国 and 英国银行面临的问题是由于利率市场化导致利差急剧缩减，因此银行并不愿从事信贷等基础银行业务。

特别在经济出现问题的時候，银行出于保护资本的考虑进一步收缩信贷，经济的信用循环就会出现严重脱节。自 2009 年以来，美国 and 英国银行的贷款基本没有增长，市场上的公司和个人都在抱怨无法从银行获得贷款支持。但银行也无奈，能够在次贷危机中存活下来已是幸运，已经没有资本来支持信贷增长。

所以银行的息差空间如果受到过分挤压，对于实体经济来说是有害的，会导致银行在关键时刻停止放贷。

证券时报记者：这从一个侧面是否也说明当前中国融资体系的短板，就是经济过于依赖银行提供的融资？如果债券市场得以发展，利率市场化带来的冲击是否会减少？

法兰克·纽曼：你是对的。债券市场的发展意味着实体经济获取资金渠道的拓宽，也降低了单一依赖银行贷款带来的风险。我很高兴看到近期中国在债券市场发展上有所动作，特别是近期中国证监会推动的私募债等，但发债企业并非规模稳定的大企业，所以要给投资人提供更高的回报率。

