

内部发行，未经许可，请勿转载

研讨实录

第 74 期

74

2015 “中国和全球金融体系” 国际研讨会



上海发展研究基金会
Shanghai Development Research Foundation

地址：上海市黄浦区龙华东路868号办公A楼2201室 Address : Rm.2201, Office Building A, 868 Longhua East Road, Shanghai, China
邮编：200023 ZipCode : 200023
电话：86-21-62188752 Tel : 86-21-62188752
传真：86-21-62188714 Fax : 86-21-62188714
网址：www.sdrf.org.cn WebSite : www.sdrf.org.cn



上海发展研究基金会编
二〇一五年九月

序 言

上海发展研究基金会于 1993 年成立，以积极推进经济、社会、城市发展决策咨询事业为宗旨；以募集、运作资金，研究、交流、资助、奖励有关经济、社会、城市发展决策咨询项目为业务范围。

2005 年以来，上海发展研究基金会在业务开展方面进行了更多有益探索，推出了每月的“上海发展沙龙”主题活动，与上海市社会科学界联合会合作，邀请国内外知名的学者、专家和实业界人士进行演讲，与听众进行交流。时至今日，沙龙已经活动了 90 多次，成为了基金会的一个品牌。

从 2007 年开始，基金会在每年的年中举办“世界和中国经济论坛”，重点分析全球经济对中国的影响；在每年的年末举办“中国经济论坛”，着重分析当年的经济形势，展望来年的经济走势。

2009 年和 2010 年，基金会又分别召开了“中国经济：未来三十年”、“中国的城市化：目标、路径和政策”国际研讨会，邀请了海内外著名学者、经济学家、投资者、金融和商界人士，围绕相关问题进行了研讨。

基金会从 2009 年开始至今，与上海财经大学高等研究院合作，每年连续合办“户籍制度、土地制度和城市化”专题圆桌讨论会，针对城市化相关问题进行了深入研讨。

基金会也将知名专家和基金会自身的部分研究成果编撰成书，“上海发展研究基金会丛书”已出版了《中国经济：未来三十年》、《中国的城市化：目标、路径和政策》、《新型城市化：抉择和路径》、《国际货币体系改革》。

我们希望能够将有价值的见解与朋友们分享，因此把沙龙和研讨会的一些精彩内容陆续编辑成册，称为“研讨实录”，不定期的发行，旨在将这些活动的互动过程尽量原汁原味地呈现出来。希望各位朋友能够给我们提出更多更好的建议，以使基金会能够更上层楼！

是为序。

上海发展研究基金会理事会会长

A handwritten signature in black ink, reading '胡旭照' (Hu Xizhao), written in a cursive style.

编者的话

本期《研讨实录》是 2015 “中国和全球金融体系” 国际研讨会的实录。

中国在融入全球金融体系的过程中已经并将继续面临一系列的重大问题，这些问题包括：中国融入全球金融体系的目标和过程是什么？这个融入过程会给中国带来哪些好处及风险？中国融入全球金融体系与国际货币体系改革的关系是什么？融入全球金融体系与中国经济转型的关系又是什么？等等。为了更好地回答这些问题，上海发展研究基金会与美国新经济思维研究所共同启动了跨年度的研究项目“中国与全球金融体系”。双方一起选择了五个研究题目作为研究项目的第一阶段，中方和外方对同一个研究题目分别进行研究。在七月底，双方的论文已基本完成，为了检验这些课题的研究成果，双方共同召开了这次国际研讨会。这是研讨会第一天的研讨内容。

研讨会的第二天，上海市常务副市长屠光绍做了精彩的演讲并对我国的金融改革提出了六个方面的问题。国内外专家就中国金融市场的一系列重要问题展开了交流与讨论。其中，中国社会科学院学部委员、上海发展研究基金会学术委员会主席余永定，中国人民银行研究局马骏和上海发展研究基金会乔依德秘书长等国内专家针对金融改

革、稳定和监管之间的关系发表了自己的看法。英国金融服务管理局前主席、美国新经济思维研究所主席 Lord Adair Turner，哥伦比亚大学巴纳德学院教授 Perry Mehrling 和美国新经济思维研究所研究总监 Thomas Ferguson 围绕着金融自由化和金融稳定性的问题，介绍了国外金融系统监管的经验与参会者分享。

更为详细的精彩内容，请大家阅读本期《研讨实录》。

乔依德

上海发展研究基金会副会长兼秘书长

二〇一五年九月十日

目 录

会议议程.....	1
会议纪要.....	7
开幕式致辞.....	30
专题讨论一：货币互换.....	33
徐明棋：央行货币互换：对国际货币体系的影响.....	33
Perry Mehrling：全球互换网络的弹性和规范.....	41
专题讨论二：跨境资本和金融稳定.....	63
刘海影：内生性信贷、全球流动性与金融市场不稳定性..	63
Lord Adair Turner：债务，内生性货币和金融不稳定性	76
专题讨论三：SDR.....	98
葛佳飞：加强SDR地位和作用的制约因素.....	63
James Boughton：SDR的未来是什么?	108
专题讨论四：储备货币和金融合作.....	121
管涛：储备货币地位的成本和收益：历史和理论分析....	121

张礼卿：地区性金融合作以往的经验教训：
对金砖国家应急储备安排的含义..... 130

秦月星：中美在国际货币体系改革中的利益导向
与合作前景..... 139

第二天讨论：金融改革，稳定与监管：全球与中国视角 154

Daniel Nielsen：中国货币市场结构及其对流动性影响.... 163

马骏：货币政策与监管政策的协调问题..... 170

Lord Adair Turner：证券监管的系统性含义 175

余永定：中国当前经济形势与国际货币体系改革..... 180

Thomas Ferguson：有效的证券监管——诊断分析 190

乔依德：正确总结国内外经验教训，稳步推进金融改革 192

Perry Mehrling：金融自由化和金融稳定性 196

闭幕致辞..... 207

会议议程

2015 年 8 月 6 日	
08:30-09:00	签到
09:00-09:25	主办方致辞 胡延照 上海发展研究基金会会长 原上海市副市长 Lord Adair Turner 美国新经济思维研究所主席 英国金融服务管理局前主席 主持人: 乔依德 上海发展研究基金会副会长兼秘书长
第一部分: 研究成果交流和研讨	
09:25-10:55	专题讨论一: 货币互换 主持人: Thomas Ferguson 美国新经济思维研究所研究总监
09:25-09:55	演讲嘉宾: 徐明棋 上海社会科学院世界经济研究所研究员 演讲题目: 《 央行货币互换: 对国际货币体系的影响 》 评论嘉宾: Perry Mehrling 哥伦比亚大学巴纳德学院教授
09:55-10:25	演讲嘉宾: Perry Mehrling 哥伦比亚大学巴纳德学院教授 演讲题目: 《 全球互换网络的弹性和规范 》 评论嘉宾: 徐明棋 上海社会科学院世界经济研究所研究员 高海红 中国社科院世经所国际金融研究室主任

10:25-10:55	讨论
10:55-11:10	茶歇
11:10-12:40	专题讨论二：跨境资本和金融稳定 主持人：余永定 中国社科院学部委员 上海发展研究基金会学术委员会主席
11:10-11:40	演讲嘉宾：刘海影 上海发展研究基金会 / 卓越 [®] 发展研究院高级研究员 演讲题目：《内生性信贷、全球流动性与金融市场不稳定性》 评论嘉宾：Lord Adair Turner 美国新经济思维研究所主席 英国金融服务管理局前主席 马骏 中国人民银行研究局首席经济学家
11:40-12:10	演讲嘉宾：Lord Adair Turner 美国新经济思维研究所主席 英国金融服务管理局前主席 演讲题目：《债务，内生性货币和金融不稳定性》 评论嘉宾：刘海影 上海发展研究基金会 / 卓越 [®] 发展研究院高级研究员 余永定 中国社科院学部委员 上海发展研究基金会学术委员会主席
12:10-12:40	讨论
12:40-14:15	午餐（城市节奏餐厅，上海绿地万豪酒店 2 楼）

14:15-15:45	专题讨论三：SDR 主持人: Perry Mehrling 哥伦比亚大学巴纳德学院教授
14:15-14:45	演讲嘉宾: 葛佳飞 上海发展研究基金会研究员 演讲题目: 《 加强 SDR 地位和作用的制约因素 》 评论嘉宾: James Boughton 国际治理创新中心高级研究员 原国际货币基金组织历史学家 丁剑平 上海财经大学教授 现代金融中心主任
14:45-15:15	演讲嘉宾: James Boughton 国际治理创新中心高级研究员 原国际货币基金组织历史学家 演讲题目: 《 SDR 的未来是什么? 》 评论嘉宾: 徐明棋 上海社会科学院世界经济研究所研究员 乔依德 上海发展研究基金会副会长兼秘书长
15:15-15:45	讨论
15:45-16:00	茶歇
16:00-18:00	专题讨论四：储备货币和金融合作 主持人: 马骏 中国人民银行研究局首席经济学家
16:00-16:30	演讲嘉宾: 管涛 原国家外汇管理局国际收支司司长 演讲题目: 《 储备货币地位的成本和收益：历史和理论分析 》 评论嘉宾: Thomas Ferguson 美国新经济思维研究所研究总监 张礼卿 中央财经大学金融学院院长

16:30-17:00	演讲嘉宾: 张礼卿 中央财经大学金融学院院长 演讲题目: 《地区性金融合作以往的经验教训: 对金砖国家应急储备安排的含义》 评论嘉宾: Daniel Nielsen 美国新经济思维研究所经济学家 潘英丽 上海交通大学安泰经济与管理学院 现代金融研究中心主任
17:00-17:30	演讲嘉宾: 秦月星 中国财政部研究员 演讲题目: 《中美在国际货币体系改革中的利益导向 与合作前景》 评论嘉宾: James Boughton 国际治理创新中心高级研究员 原国际货币基金组织历史学家 高海红 中国社科院世经所国际金融研究室主任
17:30-18:00	讨论
18:15	晚餐
2015 年 8 月 7 日	
第二部分: 金融改革, 稳定与监管: 全球与中国视角 与会者将联系日前中国股市的大涨及大跌, 对一系列重要的问题进行讨论: 如何在金融市场中厘清市场机制和政府干预的界限? 如何掌握金融改革的速度、市场成熟度与合适的监管力度之间的平衡? 中国从国外成熟的市场机制中可以学习到什么样的经验及教训?	
09:00-9:20	致辞 屠光绍 上海市常务副市长

09:20-10:30	主持人: 管涛 原国家外汇管理局国际收支司司长
	演讲嘉宾: Daniel Nielsen 美国新经济思维研究所经济学家 演讲题目: 《中国货币市场结构及其对流动性影响》
	演讲嘉宾: 马骏 中国人民银行研究局首席经济学家 演讲题目: 《货币政策与监管政策的协调问题》
	演讲嘉宾: Lord Adair Turner 美国新经济思维研究所主席 英国金融服务管理局前主席 演讲题目: 《证券监管的系统性含义》
	演讲嘉宾: 余永定 中国社科院学部委员 上海发展研究基金会学术委员会主席 演讲题目: 《中国当前经济形势与国际货币体系改革》
10:00-10:30	讨论
10:30-10:45	茶歇
10:45-11:45	主持人: 张礼卿 中央财经大学金融学院院长
	演讲嘉宾: Thomas Ferguson 美国新经济思维研究所研究总监 演讲题目: 《有效的证券监管——诊断分析》
	演讲嘉宾: 乔依德 上海发展研究基金会副会长兼秘书长 演讲题目: 《正确总结国内外经验教训， 稳步推进金融改革》

10:45-11:45	演讲嘉宾: Perry Mehrling 哥伦比亚大学巴纳德学院教授 演讲题目: 《 金融自由化和金融稳定性 》
11:45-12:15	讨论
12:15-12:30	闭幕词 Lord Adair Turner 美国新经济思维研究所主席 英国金融服务管理局前主席 乔依德 上海发展研究基金会副会长兼秘书长
12:30	午餐

会议纪要

2015年8月6日至7日，上海发展研究基金会（SRDF）与美国新经济思维研究所（INET）在上海共同举办了2015“中国和全球金融体系”国际研讨会。研讨会分为两大部分。第一部分为“研究成果交流和探讨”，中外双方研究人员就货币互换、跨境资本和金融稳定、SDR、储备货币和金融合作等议题进行了深入的交流。第二部分的议题是“金融改革，稳定与监管：全球与中国视角”，专家学者们联系中国股市最近的大起大落，对中国金融市场的一系列重要的问题进行了探讨。

参会专家名单（按字母或拼音排序）

Daniel Neilson	美国新经济思维研究所高级经济学家
James Boughton	国际治理创新中心高级研究员
Lord Adair Turner	美国新经济思维研究所主席、英国 FSA 前主席
Perry Mehrling	哥伦比亚巴纳德学院教授
Thomas Ferguson	美国新经济思维研究所研究总监
丁剑平	上海财经大学教授、现代金融中心主任
高海红	中国社科院世经所国际金融研究室主任
葛佳飞	上海发展研究基金会研究员
管涛	原国家外汇管理局国际收支司司长
刘海影	上海发展研究基金会 / 卓越 [®] 发展研究院高级研究员
马骏	中国人民银行研究局首席经济学家
潘英丽	上海交通大学安泰经济与管理学院现代金融改革中心主任
乔依德	上海发展研究基金会副会长兼秘书长
秦月星	中国财政部研究员



屠光绍
徐明棋
余永定
张礼卿

上海市常务副市长
上海社科院世界经济研究所研究员
中国社科院学部委员、上海发展研究基金会学术委员会主席
中央财经大学金融学院院长

第一部分 研究成果交流和探讨

上海发展研究基金会与美国新经济思维研究所在去年成功合作举办“纪念布雷顿森林会议 70 周年研讨会”的基础上，决定共同开展一个主题为“中国和全球金融体系”的研究项目。项目的第一阶段，双方选择了若干个课题，分别组建研究人员，然后进行研究和交流。双方都认为，这样一个有创意的研究方式有助于充分发挥各自的独创性和独特优势，能从不同的角度更加深入地思考和判断，使双方学者能有更多的相互了解和借鉴，从而进一步开阔视野，共同提高研究水平。这是跨年度的研究计划，在时隔一年多第一批研究成果出来后，双方再次聚集一堂对这些研究成果进行交流探讨。

一、货币互换

2013 年 10 月 30 日以美联储为核心的西方六国央行（C6）将原有的临时双边货币互换协议转换成长期化和无限额化的多边互换协议，成为了国际货币体系一个新的动向。有人认为这是新的国际货币体系的基础和雏形，但也有人认为这是具有排他性的一种安排。对此，专家们展开了一系列讨论，主要集中于几个问题：央行货币互换的作用评价、美联储作为最后贷款人的责任、及未来国际货币体系的发展方向。

央行货币互换的评价

与会专家肯定了央行货币互换在实践过程中的积极作用。徐明棋认为，央行货币互换的长期化和无限额化对于现

存国际货币体系的稳定具有积极作用，提供了紧急情况下的流动性补充机制，构建了额外的危机发生后的解救途径。**高海红**也认为，C6 互换机制的长期化有助于流动性供应的规模化保证，从而能够有效应对系统性风险的发生。**马骏**进一步指出，不同类型的双边或多边互换协议，在不同的条件下互为补充。未来，需要研究设计包括 IMF、区域性合作（如清迈协议）、有协调的双边互换、独立的双边互换在内的多层次的流动性援助体系，增加救助方式的灵活性，让各种机制更好地发挥互补作用。

同时也有专家指出了央行货币互换存在的缺陷和不足。**徐明棋**认为，央行货币互换缺乏包容性和透明度，新兴市场国家无法有效参与，同时央行货币互换作为流动性补充的一种选择，削弱了 IMF 作为国际最后贷款人的地位，降低了美联储对于 IMF 改革推动的积极性，从这个意义上说它的发展有消极意义。

高海红认为，在发展央行货币互换的同时，不能忽视 IMF、地区性双边互换协议等安排在流动性提供方面的重要作用。

对于央行货币互换的包容性问题，**Perry Mehrling**指出，首先，C6 互换从本质上就是一个全球性网络，不具有排他性，发展中国家可以通过各网络成员跟美联储间接对接以获得流动性支持，不过目前尚处于发展初期、成熟度不够。其次，C6 互换结构中，除美联储之外的其他 5 大央行之间也存在互换额度，不仅仅局限于和美联储的货币互换，这比布雷顿森林体系具有更大的灵活性。

最后借贷者的责任

徐明棋认为，在目前以美元为主导的国际货币体系中，

美联储最后借贷方的角色，要求它在国际货币体系改革中承担重要的全球责任。而美国在推动 IMF 改革过程中是消极的，美国国会否决 IMF2010 年增资和份额调整计划就是一个例证。**高海红**也认为，作为最频繁使用的一种货币，美元在互换网络中享受更多优待，一旦出现流动性紧缺，美联储就成为最后借贷方。若美联储不愿意担负全球责任，就需要我们考虑各种储备货币多样化，以及人民币的国际化。

对于美联储的全球责任意识缺失问题，也有专家持有不同意见。**马骏**认为，应该将美国在推动 IMF 改革中的消极态度和美联储的全球责任两个问题区分开来。C6 的建立确实是美联储全球责任的一种体现。**Perry Mehrling** 也强调 C6 网络建立的根本原因，正是在欧洲影子银行的教训下，美国的全球责任意识的体现。

国际货币体系的未来

对于国际货币体系的未来发展，**徐明棋**强调了人民币货币互换在国际货币体系改革中的重要作用。他指出，C6 央行货币互换在解决现行国际货币体系主要缺陷方面没有积极的改进，据此货币互换并非国际货币体系改革的重要途径。他认为，推动人民币国际化和人民币货币互换，有助于打破以美元为核心的货币互换网络的排他性，对于新兴市场国家在国际货币体系中发展更重要的作用；增加国际货币的竞争因素，将有助于推动国际货币体系的改革；同时积极在 G20 框架内推动金融合作和金融治理，要维护 IMF 为基础的多边的国际救助机制，通过增强 IMF 资金规模来满足干预和满足市场流动性的需求；在争取人民币进入 SDR 货币篮子的同时，倡议提升 SDR 的作用，让 SDR 成为国际储备货币的“价值锚”，为构建稳健的国际货币体系奠定基础。

Perry Mehrling 则提出建立多层级的全球互换网络体系的构想，即以美元为基础，包括 C6 互换、双边互换、IMF、国家货币和国际信贷等多层次的新的国际货币体系。其他专家提出未来国际货币体系可能出现的三种情况：即美元仍占主导地位，或美元、欧元、人民币三足鼎立，或 SDR 成为全球主要货币。他表达了不同看法，他认为美元仍然会占主导的地位，在未来可能会有占据第二的货币，但 SDR 不会成为全球的主要货币。

二、跨境资本和金融稳定

随着全球经济从危机中渐趋复苏，跨境资本流动也表现出日益活跃的特点。在这种情况下，有必要重新审视跨境资本的金融传导机制。对于此，专家们一致认可将货币内生性作为新形势下研究金融市场不稳定性机制的基础。因此，在本议题环节，专家学者们主要集中于两大问题的探讨：货币内生性和金融不稳定的关系、货币内生性和金融治理。

货币内生性和金融不稳定

刘海影从货币内生性的角度，分析了跨国资本的金融传导机制。他认为，从货币内生性角度看，信贷与货币数量是经济体内生决定的，其主要机制是银行与贷款者之间对于债务杠杆率与利率的决策。银行收取的利息必须高于贷款隐含卖出期权的权利金，而后者的价值取决于银行对经济运行状况的判断。预期投资回报率与企业破产概率随着经济状态而变化，信贷数量与利率水平也顺周期性波动。对经济状态的判断会影响到跨国资本配置决策，导致跨境资本的顺周期性波动，如此，中心国家的经济与金融状况影响外围国家，导致国际金融市场的不稳定性。

马骏认为，对货币内生性的看法主要有两类观点，一种认为央行可以控制基础货币，这一部分是外生的，而广义货币是内生的，主要原因是银行可以通过贷款派生货币，而这种派生行为是很不确定的，经常受预期和情绪的影响；另外一种观点认为基础货币与广义货币都是内生的，而只有央行货币政策的最终政策目标（如目标通胀率、目标失业率）是外生的。他认为刘海影的分析主要是基于第一种广义货币内生性的分析。在此基础上，马骏讨论了导致金融市场的不稳定性或不可控的五种创造机制（或情形）：广义货币的内生性、抵押物价值的顺周期性、房地产交易和投资的顺周期性、资本市场的动物精神、恐慌性流动性囤积。

Lord Adair Turner 进一步指出，即使在封闭经济体中，依然存在一个内生性的不稳定的货币周期或者内生信贷周期。他认为，根据不同的信贷途径，可以将信贷分为两类，一类是对新增投资或者消费的融资支持，一类是对购买现有资产的融资支持（如地产资产）。对于发达国家而言，房屋抵押贷款构成了信贷增量的主要贡献者。对于这类信贷，信贷扩张和地产价格有着相互加强的趋势，这就进一步强化了信贷的内生性特点。他还认为，由于对现有资产购买的信贷扩张，不会直接刺激名义需求的增长，在这种情况下通胀问题并不会凸显。

货币内生性和金融治理

马骏认为，从政策制定者的角度，用以维护管理金融稳定，抑制由于货币的内生性和经济金融活动的顺周期性手段很多，比如：存款准备金率、逆周期资本缓冲、流动性比例、合意贷款水平、房屋抵押贷款首付比例、托宾税、利率走廊等等。但是，每一种政策手段都各有其成本。如何根据

我国的体制约束和经济周期的变化，选择最好的政策组合，是要重点研究的。

Lord Adair Turner 认为，基于货币内生性的角度，之前央行管理好通货膨胀就行的观点已经不再有效，对于信贷的规模与结构必须给予更多关注。由于不同的信贷有不同的职能，会产生不同的经济后果，中央银行需要对于信贷的分配进行适当管理。具体而言，房屋抵押贷款这类的债务虽然不会增加通货膨胀压力，但对金融稳定有负面作用。因此，央行应该监控本国的债务比例，并使用创新型政策手段来稳定这一比率在最优值附近。

对于最优债务率的问题，**刘海影**提出了不同观点。他认为，央行不一定知道最优债务比率是多少，更加重要的是区别坏债务与好债务。要创造一种环境，让坏债务能够顺利地出清。对此，**Adair Turner** 则认为好债务与坏债务之间或许并无明确界限。

三、SDR

SDR 是 IMF 为补充成员国的国际储备而创设的记账单位，把 SDR 打造成主要国际储备资产是 IMF 章程规定的成员国的义务。2015 年是 IMF 再次评估 SDR 篮子的窗口期，人民币能否进入 SDR 篮子引发了国内外的广泛关注。多数学者认为 SDR 可以在当前的国际货币体系中发挥一定的正面作用，应该加强 SDR 的地位和作用。部分专家认为 SDR 在当前的国际货币体系中是可有可无的。

SDR 的未来

James Boughton 认为，SDR 的创设是为了挽救布雷顿森林体系，虽然它失败了，但它并没有消失，而是在被赋予

了新的目标后，在后布雷顿森林体系的浮动汇率时代发挥了重要作用。首先囤积外汇储备对于一个国家来讲，能够帮助它们去发展本国的经济，发展基础设施，为本国投资机构融资。假如缺少了外汇储备，国家就会有很高的进口压力，这对于经济的发展是非常不利的。而创造 SDR，能够以比较低的成本增加外汇储备。国际金融体系中有潜在的不稳定的险，在过去 25 年中经常有金融危机发生，而 SDR 在金融危机时对于稳定全球金融体系能发挥着重要的作用。

乔依德同样肯定了 SDR 在国际货币体系中的作用，特别是作为国际储备货币的重要作用。

徐明棋认为 SDR 非常重要。SDR 不是真正的货币，但是它却是官方的资产，能够提供一个很好的机制，让参与的国家可以利用这个机制从那些能够提供流动性的国家获得额外的流动性，这有助于国际金融体系的稳定。

张礼卿认为国际货币基金组织能够在机制上有所变革，SDR 在一定程度上成为类似超主权货币也是可能的。

也有专家对 SDR 持消极的观点。**Lord Adair Turner** 认为我们很难看到 SDR 将来在功能和职能上有大幅的提升和改变。SDR 可以看成两个相互联系的要求，一是一个有用的货币篮子，二是获得 IMF 的流动性支持。关于货币篮子，他认为中国如果真担心外汇储备的稳定性，完全可以明天就按篮子组成来调整外汇比率，完全不需要 SDR。关于流动性支持，他认为目前的全球储备多数是外汇政策或出口政策的副产品，而不是源于外汇上的自我保护需求。

潘英丽认为 SDR 未能在上世纪六七十年代得到发展有很多原因，这些原因今天仍然存在，所以 SDR 很难有发展的空间。假如 SDR 作为一种流动性的提供方式，它存在两

个问题，一是作为流动性的创造者，国际货币基金组织的合法性问题；二是美元、欧元既然已经是没有约束的全球流动性，其实 SDR 就不需要分配给他们了。假如 SDR 作为储备资产，今天新兴市场经济体的 85% 到 90% 的外汇储备是由于他们参与国际分工而获得的贸易顺差所形成的。从这个角度来讲，SDR 不是一个主权货币，没有一个国家的经济基础作为支撑，没有物质基础，所以它也不能够充当作为新兴市场经济体持有的外汇资产的职能。

如何加强 SDR 的地位和作用

葛佳飞认为，要加强 SDR 的地位和作用，首先要消除 SDR 发展的制约因素，包括量化 SDR 篮子货币标准、增加 SDR 的发行和分配、妥善处理允许私人持有 SDR 的收益和风险不匹配问题，以及 SDR 的清算机制、利率计算周期等等。在量化 SDR 篮子货币标准方面，他提出了一种 SDR 货币篮子的标准：在主要出口国标准上，设定出口占全球 1% 及以上；在“可自由使用”标准上，规定各项标准皆占全球 0.5% 及以上。在增加 SDR 发行和分配方面，他提出可以把“前五年年均外汇储备增加值乘以 SDR 占全球储备的比率”作为未来五年 SDR 发行量的参考指标，从而既持续提供 SDR 的流动性，又兼顾 SDR 发行可能带来的通货膨胀倾向。

丁剑平认为，SDR 应该可以私人公司使用。如果要把 SDR 引入私人领域，SDR 的支付系统是非常重要的，甚至应该是首先被考虑的。

James Boughton 同样认为定期发放 SDR 非常重要。他还认为，应该在发放 SDR 后对 SDR 进行再分配，鼓励不需要使用 SDR 的国家把它捐献或者借给缺少外汇储备的国家。

应设立一些替代账户，让持有过多美元的国家可以把美元换成 SDR，从而使其财务状况更加稳定。

徐明棋认为 SDR 可以成为一个稳定的“货币锚”，从而提高储备货币乃至全球金融体系的稳定性。当前，关键国际货币价格的波动导致了世界上其他价值的波动，而非储备货币国只能被动承担这个调整的过程。我们需要有一个机制，让储备货币与其它东西挂钩，SDR 这是一个很好的选择。如果美元与 SDR 挂钩，将有助于美元的稳定。如果其它储备货币也能与 SDR 挂钩，将是一个更加稳定的体系和网络，不仅有利于全球金融体系的稳定，同时也可以帮助我们调整国际储备货币系统。

马骏认为，私人部门未来是不是使用 SDR 取决于我们是否有创造性思维。几年前，IMF 的几位经济学家曾做过一件非常有意思的事情，就是设想使用 SDR 作为资本金，建立一个全球绿色基金。这个基金使用 SDR 作为资本，然后去发行债券，再以债券融资所得投资于绿色环保项目。如果能够做成，这就成为一个私人部门使用 SDR 的案例。

四、储备货币地位

储备货币给发行国带来各项收益，发行国也需要为此承担相应成本，因此有必要就储备货币的成本收益进行分析。专家们从三个方面对储备货币地位的成本收益问题展开了讨论，分别是储备货币与贸易收支、储备货币与债务、储备货币与货币政策独立性。

储备货币与贸易收支

管涛认为，从历史和现实来看，未必是贸易逆差的货币才能成为储备货币。从历史来看，英镑、美元、德国马克、

日元国际化初期都处于贸易顺差。从现实情况来看，现在的主要储备货币里，一些国家经常项目常年逆差，但另外一些国家像德国、欧盟则常年顺差，所有储备货币地位和经常项目收支状况的关系不是非常直接。他们通过实证研究发现，对于所谓特里芬难题，不同经济规模的反应是不一样的。经济规模小的国家所受的影响大一点，经济规模较大的国家的影响小一点，因为其国内的回旋余地较大。

张礼卿也认为，储备货币和贸易收支之间关系的不确定，也体现在储备国经常项目顺差而资本项目逆差的情况下。**Thomas Ferguson**认为，从大国的经验来看，如美国 and 英国，它们的储备国地位是与其国际地位，包括军事实力，有着密切的联系。**乔依德**提出，储备货币地位跟经常帐户逆差没有必然的直接联系，引出了一系列需要探讨的问题，比如全球流动性提供的来源在哪里？全球的净流动性的提供是不是以一个国家长期持续的国际收支逆差为基础？对此问题，**管涛**认为，全球净流动性的提供至少需要有一个国家经常项目逆差，通常是美国扮演这个最后消费者的角色。

储备货币与债务

关于储备货币地位与债务的问题，**管涛**认为，主要储备货币发行国以本币对外举债，既无货币错配风险，又无国际清偿力约束，享有明显的单方面的收益；发展中国家等非本币储备资产的积累过程，其实就是向储备货币发行国提供廉价资金的过程；不同层次的储备货币，其对外举债能力和表现差异很大。

张礼卿认为储备货币和举债能力之间的关系是确定的。储备货币发行国举债能力在很大程度上取决于国际金融市场的流动性，特别是国债市场规模和国债市场的流动性，这

两者是呈正比的。如果一个国家它的金融市场非常发达，有高流动性，那么它的货币成为国际储备货币就有很多的机会，像现在的美国一样。反之可能弱一点，比如日本，日元货币国际化在上世纪 80 年代就开始了，日元在国际储备货币体系中的比重从上世纪八九十年代的 6% 跌到现在 3%，就是因为它的金融市场和国债市场不发达。

储备货币与货币政策独立性

管涛认为，本币成为储备货币对货币政策的影响有利有弊。储备国可减少对外汇储备的依赖性从而降低国际收支对货币政策的影响，但也有一些不利的影响，主要是开放经济的三元悖论。他的研究表明，美国、欧元区、日本和英国这些国家和地区的货币成为主要储备货币后，对它们的货币政策的独立性没有明显影响，因为它们主要采取浮动汇率安排。欧元区比较特殊，欧元区内部采取的是不可撤销的固定汇率安排，使用超主权货币欧元，但欧元对其他国家的货币是浮动的。

对于储备货币地位和贸易独立性的关系，张礼卿认为，储备货币对于货币政策独立性的影响到底是成本还是收益，要视具体情况而定。一般来说，对小国来说，是一种成本，而对于大国如美国而言，它更多利用了储备货币给它提供经济政策、货币政策方面灵活性的空间，而不是被动适应它，因此体现为一种收益。

五、国际金融合作

在经济全球化的背景下，国际金融合作成为各国谋求共同发展、抵御风险的重要方式。在本议题中，专家们主要就两大问题进行讨论：金砖国家应急储备安排（CRA-

Contingent Reserve Arrangement) 的挑战和前景; 中美货币合作的前景展望。

金砖国家应急储备安排

张礼卿认为, 金砖国家的 CRA 是一个新事, 是发展阶段相似的几个国家一起建立的一个流动性相互支持的机制, 可以把它看成是一个类地区性金融合作安排, 或称之为集团性的流动性相互支持安排。这在一定程度上可跟 C6 类比, 它们都不是一个严格的区域性金融合作安排, 但具有区域性金融合作的特点。金砖国家 CRA 的地缘政治意义, 可以体现在它对于国际货币基金组织的一种替代性作用, 它能够给更为公平地反映发展中国家的利益。结合亚洲和欧洲金融合作的经验教训, CRA 的发展需在几方面完善: 一是加强相互经济贸易往来, 夯实应急储备安排的基础; 二是设立独立的监测机构, 启动核心经济指标趋同计划; 三是努力加强金砖国家之间在政治上的互信和合作; 四是积极推动应急储备安排的机构化, 建立国际法人地位; 五是积极推动各金砖国家的货币, 尤其是人民币在货币互换中的作用。

Daniel Neilson 特别强调了加强政治互信在 CRA 发展中的重要性。他指出, 金砖国家的经济融合度不高, 需要利用机制设计去推动区域内各国政治意愿的协调和匹配, 加强政治互信。

Lord Adair Turner 认为, 针对金砖国家内部贸易占比低的问题, 需要加强贸易一体化。利用合适的经济政策提高贸易占比, 才能更好地发挥 CRA 的作用。

潘英丽指出, 除了政治意愿之外, 还有两个问题需要关注。一是贸易关系, 二是货币关系。从贸易关系角度来看, 东盟 10+3 内部贸易的比例不到 20%, 金砖 5 国则只占

5%，即亚洲地区 80% 的贸易是跟第三方进行的，而金砖国家 95% 的贸易都不在内部发生。一旦国际收支出现问题，肯定不能够用区域内部的货币来解决问题，只能使用美元或用欧元解决。这种贸易关系限制了金融合作中货币的使用。欧元区因为使用统一的欧元，在援助的时候都用欧元，亚洲地区就缺乏一个地区性关键货币来处理自己面临的问题。中国政府对于 CRA 比较感兴趣，但在目前的情况下启动储备安排，既缺乏政治合作的基础，也缺乏坚实的贸易基础，且缺乏有效的约束机制设计，因此很容易发生道德风险。对中国来说，这意味着承担更多的责任，但没有相对应的回报，即使获得了一定的话语权，但是未必划得来。

中美货币合作的前景

秦月星认为，在现存的国际货币体系下，中国和美国都面临着诸多挑战。对美国而言，挑战主要体现在几方面：美元特权下高消费、低储蓄的经济局面、货币政策的独立性、国际金融体系安全性等。中国面临的挑战主要体现在货币政策的独立性，人民币国际化和工业化的矛盾等。中美在国际货币体系改革的分歧中能够找到共同的利益诉求，那就是基于规则稳定的货币体系改革的方案。不仅基于两国谋求一个稳定和持续的全球货币治理机制的共同需要，也是基于两国经济共存于同一个国际经济体系所必须遵循的客观规律。两国都是开放的大型经济体，它们有一些共同的诉求，使得双方走到一起来。未来人民币和美元的合作是中美之间的最大公约数，合作有利于国际货币体系的稳定，合作有利于中美之间货币体系的稳定。中美之间货币合作会使美元让渡它的部分权力，也将一些责任让中国承担，货币合作能够带来多赢的格局。中美可以进行以下几方面的货币合作：继续夯实

货币合作；推动构建多元国际储备体系；改善汇率协调机制；筑牢全球金融安全网；完善国际货币体系规则。

James Boughton 对于中美之间的货币合作表示认同，他指出，中美之间的合作重点，并不是对霸主地位的争夺，而是应该关注于全球金融系统的稳定。同时他进一步对中国经济金融政策的制定的透明度和公正性提出了要求。

第二部分

金融改革，稳定与监管：全球和中国视角

与会者联系中国股市的大涨及大跌，对一系列重要的问题进行讨论，包括如何在金融市场中厘清市场机制和政府干预的界限？如何掌握金融改革的速度、市场成熟度与合适的监管力度之间的平衡？中国从国外成熟的市场机制中可以学习到什么样的经验及教训？等等。

金融市场中需研究的问题

屠光绍在谈到中国金融市场和金融体系发展时，提出了几个需要研究的问题。

第一，总体上看，中国整个经济的市场化程度和金融的市场化程度有不协调的问题。金融市场化程度不够，对经济市场化形成很大的制约，这体现在三个方面。一是金融的一些基本的机制，包括利率市场化程度、汇率，还包括其他一些基本的制度，滞后于经济市场化的要求，使得金融资源的分配效率和分配方式跟我们的经济还不能形成很好的协调。二是金融市场的主体还不健全。虽然我们目前发展了一些民营金融机构，包括也有外资的一些金融机构，但是总体来讲，我们金融市场的竞争主体不够，竞争机制还很不完善。三是在金融运行方式上，整个市场的一些规则，包括运行方式，还存在着很多不适应市场化需要的地方，行政干预、行政审批还大量存在。

第二，从金融体系和结构来看，存在直接融资和间接融资不平衡的问题。全球金融危机之后，这个不平衡不是在改

进而是在进一步失衡。直接体现就是企业的杠杆率即负债率不断提高，积累了很大的潜在风险。既要看到直接和间接融资在规模上的比例失衡，更要看到直接融资所需要的不同于间接融资的体制机制，包括基础性环境的缺乏，这个问题不解决，想加快直接融资也没有可持续性

第三，就金融市场主要是人民币市场来看，还有一个离岸市场和在岸市场发展不衔接的问题。到目前为止，尽管离岸市场在扩大，但整个相比较而言，还是在岸市场大得多。随着人民币离岸市场的不断发展，离岸市场对在岸市场的市场化进程提出了新要求。现在人民币利率、汇率在离岸在岸之间还有差别，差别现象的背后是利率和汇率的决定机制不同，随着离岸人民币规模不断扩大，会对在岸形成一定的压力和倒逼，离岸和在岸的衔接恐怕是我们需要关注和重视的一个问题。

第四，就资本市场供求体制来看，资本市场直接融资需求端和供给端还有不匹配的问题。需求端的市场化程度已经非常高了，但是资本市场供给端的市场化程度还不够，两者是不匹配的。市场供给还要采取审核、核准，供给方的改革是滞后的，往往出现这样一种情况，即当需求极大的时候，供给不及时，大量的资金只能去炒二级市场，最后积累泡沫。当市场向下的时候，滞后的大量供给（如 IPO）又来了，又加大了市场下行压力。不光是在供给方 IPO 这方面，资本市场整个产品的供给都体现了市场化进程不够。

第五，股市本身有一个基础性的问题，即股东结构不健全的问题。一方面部分上市公司股权高度集中，另一方面部分股权小而散这种不太健全的市场的结构。一方面我们很多上市公司，股权高度集中，这就容易造成上市公司治理结构

一股独大。另一个方面，因为小股东小而散，散户比较多，对于公司治理和大股东行为难以制约，也没有办法使上市公司的治理结构得到很好的改善。解决的办法是一方面适当降低控股股东的股权持有比例，另一方面要加快机构投资人的发展，本来股权分置改革的完成为此进程创造了体制条件，但实际进程却依然缓慢。

第六，从监管体制看，金融市场化进程和监管体制完善还不同步的问题。我们的监管体制落后于金融市场发展的需要。我们现在目前虽然分业经营，但是有综合经营的趋势。我们目前还是以机构监管为主，暴露了一系列监管的盲点、弱点。监管中还有其他一些问题。实际上反映我们整个金融监管体制不适应金融新的发展需要，造成了金融监管滞后于金融市场化的状况，这恐怕是需要我们很好研究的问题。

关于宏观审慎监管

马骏指出，研究宏观审慎监管体制和框架有重要意义。在这个问题上，可以借鉴发达国家，尤其是英国和欧盟在金融监管体系改革上的经验。以英国为例，金融危机之后，整合了原先多头监管的互相割裂的监管体系，撤销了金融服务管理局（FSA），新的监管体系以英格兰银行为主导。新的英格兰央行除了设有货币政策委员会之外，还设有三个负责监管的机构，分别是金融政策委员会（FPC），负责宏观审慎政策；审慎监管局（PRA）和金融行为监管局（FCA）共同负责微观监管。欧盟的监管改革的力度也很大。在欧债危机后，欧洲议会和欧洲理事会就形成单一监管机制达成了一致意见，主要特点就是按照监管职责来划分。具体来讲就是欧洲央行负责直接监管所有重系统性要银行，非重要的银行

则由各个国家的监管当局来监管。总的来说，英国和欧盟都强调宏观审慎机制的重要性。新体制下，中央银行发挥了更加重要的作用，中央银行在强化和协调微观监管方面的作用也得到了强化。这对我们思考我国货币政策和监管政策的协调问题会提供有益的借鉴。尤其是要研究英国和欧洲的监管体制改革在明确金融稳定职责、集中审慎操作工具和能力、减少协调成本、分享数据、提升对危机的反应速度等方面的经验。

Lord Adair Turner 对比表示认同。英国政府与英国央行重新合作来进行审慎监管，包括所有的券商、银行和金融机构。金融政策委员会负责宏观审慎监管，它的职责就是进行抗周期资本金要求、抗周期的利差要求，以及通过利差交易、做市融资等等来调整市场。FCA 负责各种关于市场操作以及内幕交易的监管。这在英国是更加好的模式，它最重要的一个部分就是金融政策委员会，这一群人负责在宏观经济的不同市场中，不管是股票市场、银行市场还是影子银行市场，管理正在显现的系统性风险。

关于自贸区金融改革

对于自贸区金融改革，**杨铁成**指出，目前整个金融创新和金融推广缺乏顶层的设计，而且监管理念和法制化进程都相对落后。比如按照自贸区先行先试的理念，自贸区的金融创新举措在自贸区试行后可在全国范围后复制推广，后来跨境担保和资金池的做法都是在自贸区 2 月份出台，但到 4、5 月份全国都展开了，而且比自贸区更灵活、更全面。有些举措，没有在自贸区试点，已经在区外先行落实了。

屠光绍指出，现在的自贸区，以前叫特殊监管区，过去

的特殊监管区就是货物贸易，用铁丝网把它围起来，就可以开始特殊的监管政策。自贸区涉及到金融支持，而货币又不是自由兑换的，资金流动很难通过货物贸易的方式圈起来搞。现在提出来一个概念叫电子围栏，通过设计一套自由贸易帐户来控制资金流动风险，但这也是一个阶段性安排，而且也会牺牲一些效率。到目前为止，自贸区里有一些金融改革，监管盯得也比较紧，所以没有大的热钱进出的风险。但如果这种方式要推广到全国，还需要有配套的跟进。下一步中央对上海自贸区金融改革的政策不一定局限于自贸区。我们提出来上海自贸区金融改革要和上海国际金融中心建设联动，实际上更大的的是着眼于上海金融中心建设，是一个整体上的推进。

管涛认为金融改革具有全局性的影响，需要进行顶层设计。他认为，上海自贸区试点离岸市场没有很大意义，因为香港已经是一个离岸了。自由贸易帐户最多只能叫做离岸业务，不是离岸市场，将来所有业务都统一在在岸里头，实际上是在岸市场的离岸业务。

关于股市风波和救市

Lord Adair Turner 在谈到近期中国股市动荡时，认为这是 IPO 开放不够造成的。2009 年之后中国整个社会的融资额大幅增加，中国经济出现了高杠杆的现象。他认为，股票市场之所以出现了牛市，其实是由于政府想要降杠杆。这个股票市场是虚高的，本来股票市场应该起到更加重要的作用，但政府的行为却导致股票价格虚高，因此也受到了相应的回击。如果股票价格不断抬高，就会看到利差交易的出现，股票市场上扬的时候，你可以用利差交易借来的钱推动

股票价格上涨，这就等于用一种杠杆来代替另外一种杠杆。在股票市场下行的时候，中国政府采取了一些行动，包括限制卖空来减少恐慌情绪。但这些措施是暂时的而不是永久的，它无法永久保持股票市场的高位。他认为，应该通过永久开放 IPO 市场来控制股票价格，而不是通过限制 IPO 来管理股票价格。

余永定认为，中国股市的健康发展离不开媒体的责任意识。媒体，特别是官方媒体，在报道时言论不应该有明显的导向。当股市到达 4000 点时，官方媒体发“4000 点才是 A 股牛市的开端”这样的文章对公众会产生很大的误导。

乔依德认为，第一，不能简单地从国外救市推到我们这次救市。1987 美国股市暴跌和 2008 年次贷危机，两次的情况实质上是不一样的。我们这次股灾应该说更像前者。对于前者，美联储并没有救市的行为，只是让市场自我修复。次贷危机时美国采取了一些救市的措施，但它是有很多金融企业倒闭。对于这次股市，如果是更接近于流动性问题的话，就不应该过多用行政指令使市场不能发挥作用，要补充足够的流动性，让市场自行修复。第二，目前总结经验教训还是一贯的思维，仅仅从市场参与者的角度来找经验教训，把问题说成是做空等等。第三，总结经验的方式也要有所改进。次贷危机后，美国国会搞了一个报告，我们这次能不能有一个公开报告和内部报告的交叉，这对整个社会也有一个教育作用。犯错误不可怕，可怕的是不能或不敢对错误进行深刻的反思以找出原因，这样以后会犯更大更致命的错误。比如，官方媒体不能通过社论或社评或由权威人士对股票进行评论。而且官方对商业报刊的一些评论，应该有更容忍的态度。市场主体的信息要透明，媒体的监督是很重要的一条。

关于稳步推进金融改革

乔依德指出，股灾发生后如何进行金融改革，现在基本上有两种想法，一个叫先内后外，一个叫协调推进。这两种说法有合理的成分，但还不充分。他提出一个十二字方针：小步交叉，相机决策，守住底线。小步交叉是慢慢改革。相机决策是看国内市场和国外市场，美联储今年年底要加息，这个事情要看清楚，整个全球格局会有变化。守住底线，就是资本帐户短期资本进出的开放要放到最后面，要把前面的东西做得差不多再来看。中国要实行的是有管理的人民币可兑换，这里面还是有弹性的。

开幕式致辞

乔依德（上海发展研究基金会副会长兼秘书长、卓越发展研究院院长）：女士们，先生们，各位来宾，大家早上好！2015年“中国和全球金融体系”国际研讨会现在开始！

这次研讨会是由上海发展研究基金会和美国新经济思维研究所共同召开的。首先我们邀请主办方代表上海发展研究基金会会长、原上海市副市长胡延照先生代表上海发展研究基金会致辞！大家欢迎！

上海发展研究基金会会长胡延照先生致辞

胡延照（上海发展研究基金会会长、原上海市副市长）：尊敬的 Adair Turner 勋爵，尊敬的马骏先生、尊敬的 Thomas Ferguson 先生、尊敬的各位来宾，女士们、先生们，大家上午好！最近是上海最热的一段时间，各位不辞辛劳来到上海，参加“中国和全球金融体系”国际研讨会，我谨代表本次会议主办方之一上海发展研究基金会，向各位来宾表示热烈的欢迎！

去年6月，我们与新经济思维研究所共同召开了“纪念布雷顿森林会议70周年研讨会”，会议取得圆满地成功。会议期间，我们全面深入探讨了布雷顿森林会议的遗产，国际货币体系改革和人民币国际化等许多问题，双方都对合作的成果表示满意。因此，我们决定共同开展一个主题为“中国和全球金融体系”的研究项目。项目的第一阶段我们选了若

干个课题，双方分别组建研究人员，然后进行研究和交流。我们认为这样的方式有助于双方充分发挥各自的独创性和独特优势，能从不同的角度更加深入地思考和判断，使双方学者能有更多的相互了解和借鉴，从而进一步开阔视野，共同提高研究水平。

这是跨年度的研究计划，现在第一批研究成果已经出来了，今天将对这些研究成果进行交流探讨。明天将针对近期中国股市的动荡，借鉴国际经验，对金融改革的稳定和监管之间的关系进行研讨。

为此，我们邀请了国内外资深的专家参会，他们的丰富经验和卓越学识必

将使研讨会更加精彩。今天的交流既是我们第一阶段合作成果的回顾，也将成为我们合作新的起点，为我们今后进一步合作打下坚实的基础。

最后衷心祝愿本次研讨会取得圆满成功，衷心祝愿国内外朋友在上海期间生活愉快，谢谢！

乔依德：下面有请美国新经济思维研究所主席 Adair Turner 勋爵代表美国新经济思维研究所致辞！大家热烈欢迎！

美国新经济思维研究所主席 Lord Adair Turner 致辞

Lord Adair Turner：感谢胡先生！感谢你刚才精彩的开幕致辞！同时也感谢你莅临此次的会议开幕式。我们美国新经济思维研究所非常高兴和荣幸能够与上海发展研究基金会建立非常紧密的合作关系，我们对于一些很有趣的研究话题有着共同的兴趣。我们研究所建立和发展非常重要的一个

前提，就是研究全球金融体系的稳定性，确切来说，我们的重中之重是对全球经济系统稳定性的研究。我们研究所于 2008 年全球经济金融危机爆发之后建立，这样一个全球金融系统的危机，给我们带来有关金融体系稳定性的一些经济理论的挑战。不管从国内角度来讲，还是从国际意义上来讲，这与我们所说到的资本流动以及国际关系都密切相关。所以我们非常关注以下主要议题，比如说货币政策，比如说金融规则，比如说国际金融体系，以及国际货币体系的稳定性和不稳定性等。

这些议题都是上海发展研究基金会同时关注并着力研究的，他们主要从中国的角度研究。从中国政策制定的角度来讲，中国国内金融体系、中国相对全球金融体系的开放、人民币国际化进程、未来人民币作为一个储蓄货币发挥的作用，还有资本流动这些话题，都是非常关大家关注的话题。所以我们看到上海发展研究基金会和美国新经济思维研究所的研究领域有重要重叠，我们是天作之合的合作伙伴，我们希望能够相互合作，更好地进行学术交流。

去年，我们组织了一次非常成功的研讨会，我记得很清楚，我在那次会议中受益匪浅，今天是上次会议成果的延续。昨天我们也在读此次会议收集的双方的很多研究报告，今天我们将就研究报告内容有一些精彩的思维碰撞。

美国新经济思维研究所非常高兴能够参与组织此次研讨，并且进一步发展与上海发展研究基金会的伙伴关系，此次会议是双方合作进一步发展的见证和进一步合作的坚实基础。

主持人：我们开幕式到此结束！下面进行第一阶段的交流和讨论。

专题讨论一：货币互换

Thomas Ferguson: 我们第一部分讨论货币互换。我们两篇研究论文，一篇是由徐明棋先生写的，另外一篇由Perry写的，每篇演讲都有评论。

徐明棋

央行货币互换：对国际货币体系的影响

徐明棋（上海社会科学院世界经济研究所研究员）：我首先谈一谈为什么我们要研究这一课题。2013年10月以美联储为首的西方6个国家的中央银行，将他们原来货币互换安排长期化、非限额化，这在国际社会产生巨大的反响。在此之前，比较有名的是发展中国家的央行双边互换的清迈协议，现在已经发展成多边化共同储备库，规模也扩展为2400亿美元。

中国人民银行在2008年开始与其他国家签署人民币与他国本币的互换，根据我掌握的数据，迄今已经与三十多个国家和地区签署互换协议，达到3.12万亿人民币的规模。这引起国际社会的高度关注，有人认为这是新的国际货币体系的雏形。我们觉得，这已经成为影响国际货币体系改革的一个重要因素，值得进一步深入研究。这也是我们所以研究这个课题的主要原因。

对货币互换做一个简单的历史的梳理，我们会发现货币互换最早的含义，是指金融市场上金融机构和普通客户之间，或者金融机构之间对于外汇的一种调期，或者在外汇期

限交换的同时，也换货币的种类。它的主要目的是为了回避汇率变动的风险。现在我们要讨论的中央银行的货币互换，实际上和外汇市场上的货币互换是有很大的差异，它本质的是为对方提供备用的信贷，是约定一方在一定的条件下，可以用本国的货币去换取另一国货币的行为。通常情况之下，用美元的话，主要的目的也是一样的，它并不是为了避免外汇汇率变动的市场风险，而是为了要稳定金融市场，在市场上进行干预，获得额外的流动性支持。

央行货币互换可以是多边的，也可以是双边，绝大多数是双边的。最早的货币互换是 1962 年 2 月 28 日宣布，3 月 1 日正式生效的，当时法国中央银行与美联储之间的货币互换，是 5 亿法郎对 5 千亿美元。最后随着在布雷顿森林体系美元危机的不断爆发，美联储陆续与奥地利、比利时、英国、德国、意大利、荷兰、瑞士、加拿大签署了互换协议，到了 1963 年额度达到 9 亿美元。后来布雷顿森林体系崩溃了，美国就没有义务继续维持美元的汇率稳定了。按照道理来说，货币互换就应该逐渐退出历史舞台，但是这个时候货币互换不仅没有真正完全退出，而且规模还在增加。历史上央行之间的货币互换后来逐渐就成为应付市场特殊的不稳定期的额外流动性的来源。

2001 年 911 恐怖事件爆发以后，为了防止金融市场动荡，美联储又与欧洲银行、英格兰银行、加拿大银行签署了期限为 30 天的临时货币互换协议。2008 年次贷危机以后金融市场发生了更大的不稳定性，危机频繁爆发，而且从美国市场传到整个欧洲和绝大多数国家。因此次贷危机以后，美联储与其他国家的货币互换进一步发展，这段时间可以说是集中发展。

通常情况之下，货币互换因为是短期的 3-6 月，到期要重新签。随着危机不断爆发，签约金额规模在增加。另外我们还可以看到一个很大的特点，参加的银行也在不断增加，从最早的欧洲中央银行、瑞士中央银行，发展到澳大利亚、丹麦、挪威，进一步发展到新西兰、墨西哥、韩国、新加坡，美联储前后和 14 个国家的中央银行进行签约。到了 2009 年 2 月 3 日，总额又扩大到 6400 亿美元，而且不断展期。后来随着危机的逐渐平息，参加的国家陆续退出之后，不是所有国家都和美国续签，最后只剩下 5 个中央银行和美国续签，主要就是欧洲中央银行，瑞士国家银行，英格兰银行、日本银行和加拿大银行。2010 年 5 月在续签的时候，把期限延长了，不是原来的短期，延长到 1 年或 3 年，而且没有对额度进行规定。第一次可以实时互换，而且没有额度上的限制。

到了 2013 年，3 年期到期了以后，6 个中央银行又把货币互换重新续签，而且续签没有讲明时间的限制，也不规定期限，这样一来 6 国中央银行货币互换实际上就长期化了，理论上来说规模也扩大了，这引起国际上广泛关注。

美联储提供的货币互换的利率计算也比较有意思。危机是从美国来的，结果市场上需要钱的倒是其他中央银行，在市场上干预的时候，主要货币币种还是美元。这样一来都是其他国家需要美元，而美联储发钱就行了。在这个背景下，货币互换主要是美联储作为最后的资金流动性的提供者。因此，这些国家和美联储进行货币互换的时候，使得他们向美元付利息，其他国家把自己的货币给美联储，美联储是不付利息的，迄今来说是不付利息的。当然我没有看到具体的协议，如果美国主动要求用美元换其他国家货币，理论上美

联储在市场上也应该付利息，这个利息的计算方法按照 IOS 是加 50 到 100 个基点，后来美联储把它降低了。

刚才我讲了清迈协议，其实还有一些国家，如瑞士和波兰，日本和印度都签署自己本国货币的货币互换，逐步突破了原来基本上是本币和美元互换的这样一种格局。

货币互换发生之后，西方很多学者对此做了一系列的研究。在我的论文里，我做了比较详细的梳理，这里时间来不及了。西方的主流观点是，央行货币互换是紧急情况下不可缺的流动性的补充，机制化安排可以为现存国际货币体系提供一个额外的稳定保障，这被认为是我们现在构建全球金融安全网络的一个基础，对国际货币体系有积极的作用。但是也有人指出，它不是对 IMF 取代，而是西方中央银行自己有特殊的需求，因此它在 IMF 之外搞了这么一个体系。也有观点认为，央行货币互换为新的国际货币体系构建了一个基础，未来可以通过建立不同层级的体系。美国国际经济研究所有人提出，可以建立三个层次的互换网络从而构建新的国际货币体系。也有人认为这里面还存在一定的问题和缺陷，互换原则的不透明、启动的原则等都可能引发道德风险，为未来国际货币体系带来很多新的冲击。应该在 G20 的基础之上构建相应的规则。对于包容性的问题，有的国家提出，在危机发生需要货币支持的时候，要和美国进行互换，美联储不是完全同意的，有的是拒绝的。多数观点并不认为货币互换是改革现存国际货币体系的途径，更没有明确的看法认为通过央行货币互换可以构建新的国际货币体系。有人认为这种做法存在消极的影响，认为美联储货币互换的涵盖面有限，发展中国家被排除在外，而且美联储在货币互换中是获得好处的，可以维持美元的主导权，因而存在透明

度、道德风险等问题。

我自己认为，发达国家建立这个体系主要是为了巩固以美元为核心的国际货币体系，同时削弱了 IMF 作为国际贷款人的地位，延缓了 IMF 和国际货币体系改革，在现实中起的是这样一个作用。国内学者也提出一些建议，时间关系我就不讲了，包括我们应该积极加入，尽管我们有外汇储备比较多，但加入这个体系我们有更灵活的美元头寸。

我个人的判断和观点是这样的，西方央行货币互换长期化和无限化对现存的国际货币体系稳定有积极作用，它建立了流动性的补充机制，构建了额外危机发生以后的解救途径，起到稳定国际金融体系的作用。从积极意义上来说，美元是一种国际公共产品，稳定这个体系，对世界经济的稳定发展也是有好处的。但现存的国际货币体系存在明显的缺陷，这个缺陷在金融危机之后被国际社会公认，否则我们今天就不要讨论推动国际金融体系改革了。至于缺陷在什么方面，我个人认为三个方面都存在缺陷，首先本位货币价值没有稳定机制，大幅度波动；再者国际汇率机制缺乏约束，每个国家想怎么干就怎么干，给市场投机者和操纵者更大的机会；另外国际收支调节也没有一定的准则和秩序，长期失衡利差是国家以扩张信用规模来维持的，一旦没有办法维持的话，通常以危机形式进行调整。所以我们要改革。

但是现在以美元为核心的央行互换，在一定程度上延缓了这样一个作用。比如说现在美国国会否决 IMF 的 2010 年增资和份额调整计划就是一个例证，现在美国没有觉得继续扩增 IMF 的资源。在危机刚刚开始的时候，美国是同意的，所以说 SDR 得到了进一步扩展，美国原来是同意的。现在金融危机稳定了，有了货币互换这个机制以后，它就反对

了。在这样背景之下，人民币国际化就成为国际社会关注的一个现象。人民币货币互换实际上是人民币国际化过程中的一个现象，它对于人民币国际化有一定的促进作用，主要表现在它可以逐步使和我们签署货币互换的国家更有信心地使用人民币。这些国家也把人民币用于支持它国内商业银行和实体的贸易，但不是很多，主要还是作为一个备用的信贷协议。

人民币互换对于国际货币机制改革的主要意义是什么？它主要是为了打破以美元为核心的货币互换网络的排他性，对新兴市场国家在国际货币体系中发挥更重要的作用、维护自身利益有重要的影响。因为参与人民币货币互换的国家数量已经远远超过西方央行货币互换。西方在危机最集中的时候，也就 14 个央行，我们现在已经扩大到 31 个国家和地区的央行。不仅对推动国际货币的多元化有积极的影响，也增加了国际货币的竞争因素，从而可以推动国际货币体系改革。

人民币互换主要是短期的信贷，如果被长期使用的话，因为它没有很多先决条件，不是把它当成国与国之间的信贷来看待。一个国家对另外一个国家提供信贷的话，通常有很多附加条件，而互换条件之下使用资金就没有相应的机制来约束，没有对风险进行严格的控制。因此，需要有相应的信用机制对实际使用货币互换的资金进行跟踪管理。

我的基本观点是，发达国家 6 个中央银行将它们的货币互换变成无限额无期限的货币互换网络，构建了在 IMF 之外的安全网络，它有一定的积极作用，但是它的覆盖面有限。发展中国家在需要干预市场的时候，仍然还是需要到 IMF 获取资金，以及通过其他双边渠道来解决。美联储对

于发展中国家建立货币互换采取了谨慎的态度，很多国家要求和美联储互换，美联储并没有同意。

我的政策建议是：稳定推进人民币国际化，注重实际的效益和利益，注重中央银行与其他政治性金融机构在推进人民币国际化的分工合作。我们要以开放的心态来对待西方央行的货币互换，要进一步观察。要积极地 G20 框架里推动金融合作和金融治理。要维护以 IMF 为基础的多边国际救助机制，通过增强 IMF 资金规模来满足干预和满足市场流动性的需求，督促美国国会尽早批准 IMF 的 2010 年决议，使 IMF 资金规模增加一倍的决议得到落实。还要加强和新兴市场国家的合作，以多渠道多形式的合作推进人民币国际化。同时继续推进国际货币体系改革，在争取人民币进入 SDR 货币蓝子的同时，倡议提升 SDR 的作用，让 SDR 成为国际货币的货币锚。另外，要加强和欧洲国家的合作，对跨国性、投机性流动和操纵市场的行为都要进行干预。最后我们可能还是要加强完善国内的金融市场和体制，这是人民币能够国际化并取得实效的基础，要控制金融风险，遏制金融泡沫，这些都有内在的联系。谢谢大家！

Thoma Ferguson: 非常感谢你的演讲，你刚才的演讲非常精简，而且非常准时。现在有 20 分钟的时间做一下评论。

Perry Mehrling 评论

Perry Mehrling（哥伦比亚大学巴纳德学院教授）：我觉得我没有 20 分钟时间做评论，可以给在场嘉宾提供一些提问的机会。我所评论的不仅仅是刚才听到的演讲，还包括

刚才这位嘉宾所写的论文。他提到有两个互换体系，一个是美国的互换体系，一个是中国的互换体系，这两个互换体系完全不一样。美国的系统有 6 个主要央行参与，主要目标是为了以溢价为非美国的商业银行提供美元流动性，所以它要收取一定的溢价。所以对于本国的商业银行来讲，这并不是一个很好的打折获取资本的途径。而中国的互换体系主要是为了促进本国对于人民币持有的需求，所以它更多的是一个贸易的信贷体系，更多的是一个长期的信贷系统，对于很多其他国家并不在于提供流动性，而是有其他的目的。

据我的理解，这个论文主要的观点是，美国的互换体系代表的是美国希望能够逃避对 IMF 进行改革的这样一种诉求。这个论文中有这样的话：西方 6 个央行所参与进行的货币体互换体系是以美元作为核心的，而这个互换体系的目标是为了延迟或者避免 IMF 改革，或者阻碍 IMF 改革。所以对我们而言的挑战，就是怎么样继续把重点放在 IMF 上，继续让 IMF 发挥主要的平台作用。现在这个系统主要使用的是美元，未来需要更多地改革这个体系。这是论文对现在这个情景的总结。

同时论文也回顾过去的发展历史，当然不同人对于历史的看法，可能观点也会有所不同。比如说布雷顿森林体系，对于六十年代布雷顿的森林体系在论文当中更多强调是美元，而不是这个体系。它同时把 1971 年之后的危机也归结于美元的问题，而不是因为整个基础框架的问题，也不是商业机构进行远期的交易系统。而 1997-1998 年的金融危机也是由于美元的问题造成，而不是影子银行再融资问题所造成的。但是在欧洲，正是影子银行融资再融资造成了危机的发生。在 1997-1998 年，欧洲很多银行更多地是由于影子银行

提供融资而造成了一系列的问题。

私人的货币市场，还有国际商业支付系统，并没有在分析中被提到，并且论文也没有提到美国的银行在美元问题上所扮演的角色。我个人认为，美元的主导地位并不那么来自美国政府的强行要求，而是私人机构选择使用美元，待会儿我会跟大家报告我写的论文。我觉得中央银行货币互换并不是美国的一种工具。我的意思并不是说美元体系没有问题。我再次引用论文中所写的内容，在第 18-19 页说：“国际收支失衡的调节机制也没有相应的规则，基本上是靠短期资金流动和失衡国家信用扩张的能力来维持，这就导致失衡不断积累，随后又常常通过危机和市场大幅度波动来强行调整，使调整的成本加大。” 如果我没有理解错误的话，作者的主要观点是关于资本市场的短期资本流动问题。我们说到货币市场，因为它是全球范围内不稳定性的主要原因和来源。央行货币互换就是我们的研究议题，它的主要目的是希望能够对这些内生的不稳定性加一个限制。我个人认为，过于关注 IMF 和 SDR，转移了我们对短期资本流动的关注，脱离了我们学习去管理的那个真实的世界。谢谢！

Thomas Ferguson: 下面就请 Perry Mehrling 来演讲。

Perry Mehrling: 全球互换网络的弹性和规范

Perry Mehrling: 我演讲的灵感来自于 1967 年一篇论文，这也是我们今天要谈的一个话题。20 世纪 30 年代，国际货币市场出现崩溃。国际货币基金组织在战后应运而生，尤其在 1958 年之后，国际货币市场逐渐复苏，国际货币基金组织成为短期调整机制的最后选择。首先是市场，然后

是巴塞尔协议一类的中央银行的操作——央行货币互换的操作。巴塞尔协议是 1961 年 3 月马克、荷兰盾升值之后，央行稳定市场所采取的各项措施。最后在危机结束之后，为了收拾局面，IMF 提供了资金。

IMF 从 1967 年开始向发展中国家在进行了一些贷款，之后有了很多发展。IMF 是一个官方机构，同时也是我们最后一个可依赖的措施。当然你可以看到所有国家都有自己的储备金，他们也需要 IMF。但是很多时候人们没有谈到货币互换以及私有货币市场这样一个话题，而这是我演讲的主要内容。

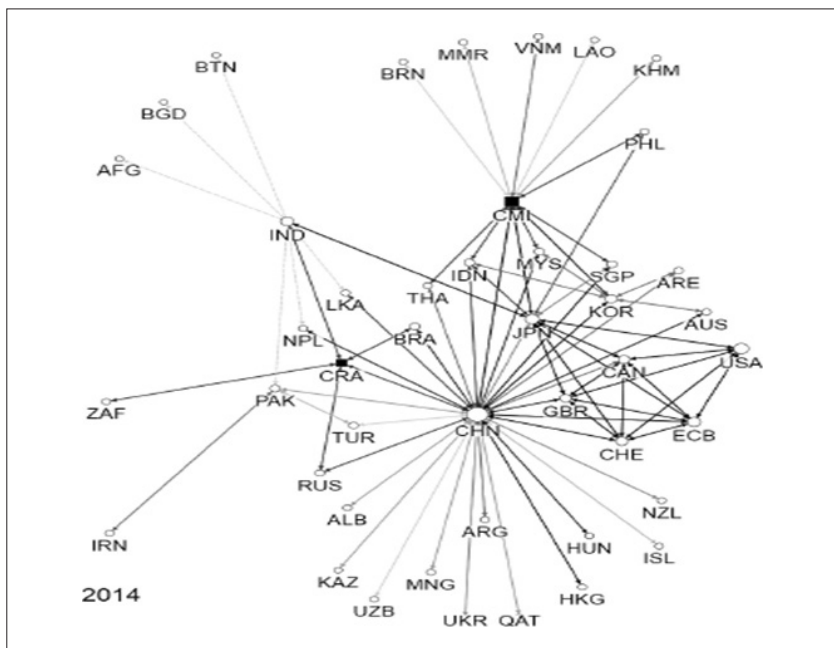


图 1：网络图

资料来源：McDowell (2015)

这是央行网络货币互换一个网络图（图 1）。货币互换网络有两个中心，一个是美国，包括清迈协定参与国；一个是美国，包括欧洲央行、美联储，还有瑞士银行等等。也许这个多边网络相互之间需要建立更多的连接。你可以看到美联储仅仅是与其他 5 个央行连接起来，与其他央行没有关系。因此我们在这个网络中间发展出更多央行与央行之间的互联，它看起来是一个多边的网络。



图 2：网络图来自美国外交关系协会（2015）

我们看另外一个网络图片（图 2），这个来自美国外交关系协会的网站，他们有非常有趣的互动性应用，你可以看到一中心是美国，一个中心是中国，他们两者之间货币互换网络的相互关联。我自己看这些货币互换的视角有所不同，在去年会议上，我给大家展示了这张图片，今年我想再次跟大家就同样的话题展开来谈谈。

我们处在一个以美元为主导的系统，在它之后我们有双

边互换，还有区域统筹，比如说清迈协定等等，还有国际货币基金组织，这是一个等级系统。同时不是所有货币互换都属于平等地位。在我的论文中，我做了一些细节性的阐述，但是今天不会展开来说。

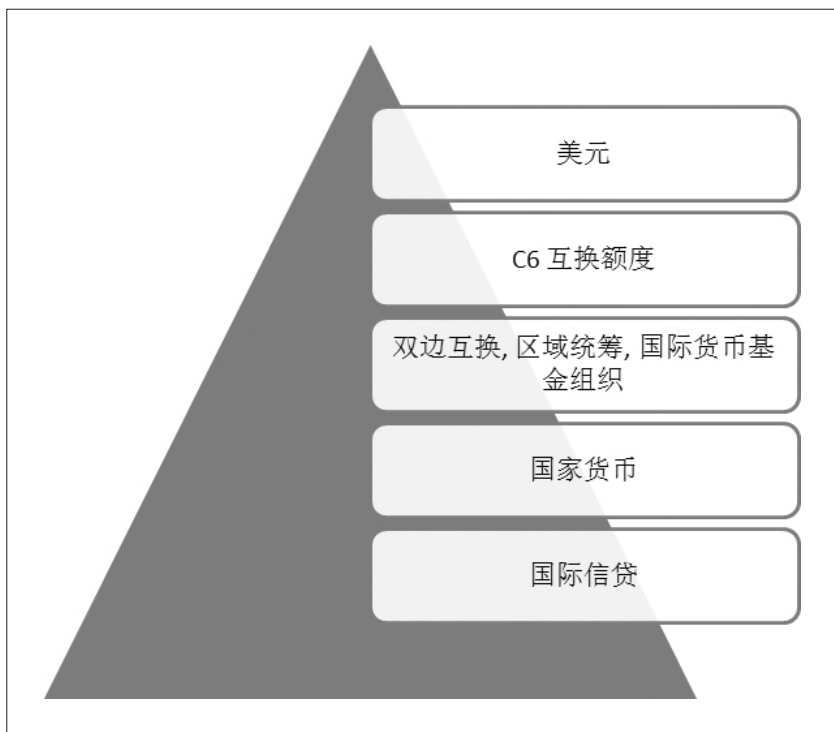


图 3：等级系统

我首先提到的是市场这个话题。我会给大家一个例子，看一下一个国家代理机构和另外一个国家代理机构如何进行美元结算，中间任何一个都不属于美国，他们使用国际货币市场，使用自己的市场就可以做这样的结算。这会导致私



有银行体系中资产负债表的扩张，以及远期市场上对美元风险敞口的暴露。这样一个调期或者互换，也会体现在我们央行的资产负债表之上。这里有一些要点我要提出，这样一个结算总体来讲，在这些私有支付系统之间，是使用借来的储备来支付的，这样一个借贷行为也会带来更多的借贷。这是一个系统性的借贷，这样就会导致私有信贷扩张，而不是央行资产负债表的扩张，这就会出现一些投机行为，他们承担风险敞口，但是它做这个是有成本代价的。价格必须要有所变动，使远期交易对于投机者有利润吸引。

Surplus Country		FX Dealers		Deficit Country	
Assets	Liabilities	Assets	Liabilities	Assets	Liabilities
\$10 due from					\$10 due to
-\$10 due from +\$10 spot		+\$10/s FX spot	+\$10 spot	-\$10/s FX spot	-\$10 due to
		+\$10 term	+\$10/s FX term		
		+\$10/s FX term	+\$10 term		

- Mehrling (2013)
 - 用借来的储备支付
 - 由私人信贷扩张产生
 - 需要远期汇率风险的暴露

图 4：首先是市场

我们谈一谈央行，什么叫这 6 个央行（C6）互换呢？请看图 5。C6 互换，如果这是一个外汇调期的话，左边是美联储的资产负债表，右边是欧洲央行的资产负债。欧洲央行的美元负债，同时也对应于美国的信贷。这些存款帐户如果是属于正常的商业调期的话，它的利率要么欧元利率，要么美元利率。一个基本的原则是，远期汇率将会转换成两

者之间的计息现货利率。你可以在这里看到，这一个货币互换创造了一个临时性的全世界储备，这是无中生有的，也就是说美联储的资产负债表进行了一个扩张。欧洲央行可以向商业银行的私有货币市场进行借贷，这样在金融危机时，就会出现央行资产负债表的大幅扩张，这与那些不参与到主要储备货币的调期不同。

	美联储		欧洲央行	
T0:	资产	负债	资产	负债
	+ € 储蓄	+ \$ S 储蓄	+ \$ S 储蓄	+ € 储蓄
T1:	资产	负债	资产	负债
	+ € 储蓄 (1+r*)	+ \$ S 储蓄 (1+r)	+ \$ S 储蓄 (1+r)	+ € 储蓄 (1+r*)

- 临时性的产生世界储备
- 包括利息平价: $F = S(1+r)/(1+r^*)$?

图 5: 什么是 C6 互换 ?

从全球角度来讲，这 6 个央行货币互换，相比其他系统货币互换，影响就更大了，因为它是属于储备货币银行的货币互换。我使用美联储网站上一周之前的信息做个例子，这些互换的额度，现在都还在生效之中。你可以看到，由美联储向欧洲银行借贷的 6.58 亿这样一个水平的货币互换，欧洲银行还要为此付一定的利息。它们不使用远期利率，那样没有人能从中受益，仅仅只有 ECB 向美联储支付费用，它支付的价格要比现在的隔夜指数更高。然后 ECB 又会把这个钱借贷给欧盟中的商业银行以支撑其流动性。它们无法从

私有货币市场中获得流动性，所以如果它们做不到这一点，就会从美联储那里得到。

	07/15/15	一周内操作 07/22/15结束			07/22/15
	Outstanding (A)	Matured (B)	Drawn (C)	Terms*	Outstanding (A-B+C)
加拿大银行	0	0	0	N/A	0
英格兰银行	0	0	0	N/A	0
日本央行	0	0	1	7-天, 0.62%	1
欧洲中央银行	308	308	658	7-天, 0.63%	658
瑞士国家银行	0	0	0	N/A	0
总共	308	308	659	N/A	659

图 6：美元的流动性互换操作（USDmn）

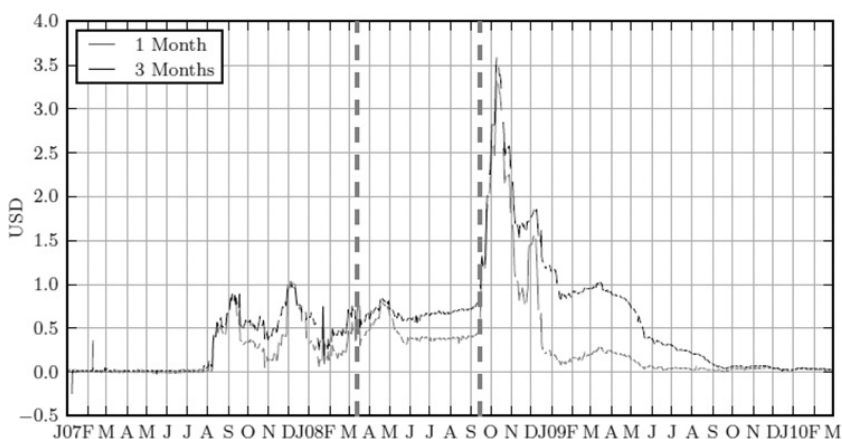


Figure 6: USD OIS-LIBOR spread, 1 and 3 months.

图 7：为什么互换呢

那么，为什么会出现这样一个货币互换呢？图 7 显示了美国在一个月和三个月之间，在金融危机时候的隔夜拆借利率，这里面有套利行为。但是在金融危机的时候，套利行为就失效了，2007 年没有回到正常水平，一直到 2010 年才回到正常水平，一共 3 年里连续失效。这样一个失效是 100 到 300 个基点的情况。美联储 6 千亿钱是来自于我们所说的私有市场。

同时，我们看到在金融之间错配的情况，这就是我们所说的抛股套利，在这里抛股套利不应该有利润，但是在这个期间出现了利润，这个市场已经足够错位，以至于出现了抛股套利。市场出现了很大问题，最早的时候看到的 6 千亿货币互换额度的来源来自于金融危机。流动性失衡的情况，不单纯出现在危机时期，在非危机时期同样存在。我们看到这些自由市场对流动性进行定价，这个行为比以前更加频繁。

中国的货币互换网络，我想有可能会有 5 千亿美元的规模，将来可能会增加。日本与英国央行、瑞士央行，还有其他央行互换，都是以本币进行互换。在之前的演讲中，提到了清迈倡议多边化协议等，还有一些依情况而定的储备，比如说金砖四国的 1 千亿美元的外汇池，这也是非常有影响的互换安排。

如果这些互换系统被提取，它会增加世界的储备金供应，它并不会提供更多的美元或更多的欧元，但是它确实会提供更多的人民币。或者我们会看到中国央行资产负债表的扩展，但目前人民币还不是储备货币，所以我们看到有央行资产负债表扩张，但却没有出现世界储备基金的扩张和提升。

图 8 是当前的国际货币体系，或者是国际银行支付体系

的一个系统图。我们看到不同国家汇率与美元或者欧元的关系，这就是国际货币系统目前的一个格局和现状。

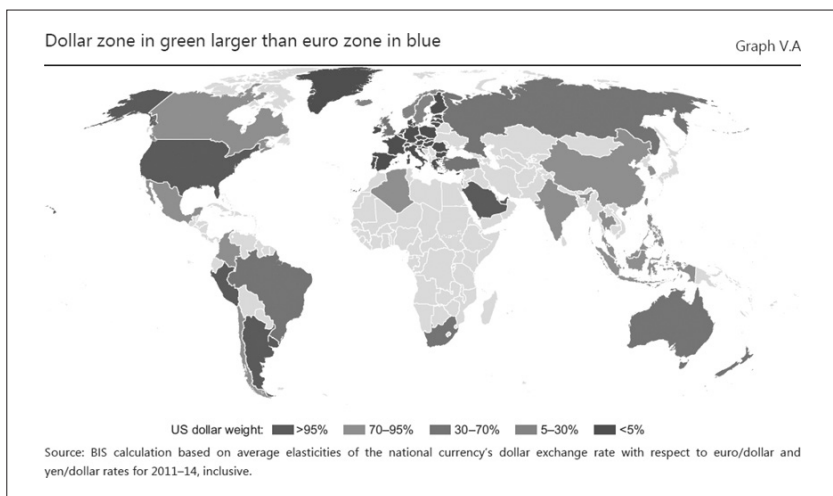


图 8：国际货币体系

目前它有两个主宰性的储备货币，一个是美元，一个是欧元。欧元在世界的占比要远低于美元，它分割出了自己的一个区域。这有可能是中国需要关注的一个模式，当说到人民币国际化的时候，我们需要考虑欧元来自于哪里，它花多长时间达到现在的情况？大家要注意，本来欧洲任何一个地方的货币都不可兑换，很长时间都是如此。后来就进一步发展了，采取了一个灵活的汇率机制。一直到 1979 年，终于有了欧洲货币体系。到 1999 年有了欧元区，现在欧元终于成为一个国际储备货币，所以这是不同阶段的演变过程。当然大多数的发展是自生性的，其中有一些演变是外界规划的，比如说建立欧盟这样一个政治联盟。

- 第二次世界大战-1958: 欧洲支付同盟
 - 央行互换, 减少美元开支
- 1958-1979: 可兑换性
 - 巴塞尔布局, 黄金互换
 - [欧元系统的发展]
 - [1971-1973, 美元放弃黄金平价]
- 1979-1999: 欧洲货币体系
- 1999+: 欧元

图 9: 欧元区的演变

未来国际货币体系可能有三种情况, 第一种是美元仍占主导地位; 第二种是美元、欧元、人民币三足鼎立; 第三种是 SDR 成为全球的主要货币。我刚才所做的演讲告诉大家, 美元仍然会占主导地位, 未来可能会有占据第二的货币, 但 SDR 不会成为全球的主要货币, 这是我的观点。

Thomas Ferguson: 下面进行评论, 首先是徐明棋先生。

徐明棋评论

徐明棋: 现在主要有两个货币互换体系, 一个是美元的货币互换体系, 另一个是人民币的互换体系, 是由中国人民银行主导的。这两个货币互换体系的功能是不一样的。美元的货币互换体系, 也就是美联储主导的货币互换体系, 主要是起到一个稳定市场的作用, 一旦出现金融市场的波动,

这个互换体系就可以作为很好的流动性的补充机制，从而稳定市场。人民币的货币互换更多的是为了推动人民币国际化进程，与此同时，为多数的发展中国家提供潜在流动性，帮助他们稳定本国的市场，进行市场干预。

当然，我觉得美元货币互换系统有一些潜在的可能的功能，比如说在我的论文中就提到了，它能够提供一个安全网络，更好地保持国际金融体系的稳定，这是每个人都同意的，这也是非常积极的一点。但同时我们也讨论到其他的一些问题，就是长期的没有额度的货币互换体系，对于改革国际货币所造成的影响。为什么要讨论这个问题呢？因为现在以美元为主导的国际货币体系有非常多的缺陷。我们都知道美国并不希望承担责任去稳定国际货币体系，只有 IMF 改革对美国有益，美国才会去到落实，如果对美国没有益处，美国就不愿意推动。IMF 改革即使达成了国际共识，但只要美国干预进来，仍然会受到很多阻碍。尽管大家同意要改革 IMF，但美国并不希望推动。在 SDR 体系中，如果美国提供一些信贷的话，美国其实在当中需要支付一定的成本。但我觉得稳定国际货币体系，本身是对美国有利的，美国为什么要采取狭隘的观点来看待这个问题呢？很多美国人仍然秉持这样一个狭隘的观点，他们觉得这个是市场的选择，他们觉得美国仍然能享受他们占据市场主导地位带来的好处，所以他们没有任何动力，没有任何动机，没有任何意愿去积极推动改革的进行。

稳定美元的价值，稳定国际货币体系，其实事关美国的长期利益，但是美国不希望承担任何成本去维护国际货币体系。大家看一看 2008 年金融危机，它是由美国开始的，但是大多数其他国家都成为了牺牲者。美国并不愿意承担很

多的成本。我个人觉得我们现在讨论的是两个不同的话题。我并不否认中央银行互换体系，美元互换体系确实有很多好处，确实有很多优点，但是它也有缺陷，也有问题。西方中央银行货币互换体系对发展中国家太过于封闭了，所以长期来讲，这对推动国际货币体系改革是起到了负面的作用。我们需要加强 IMF 的功能，这才是大多数发展中国家的诉求。而大家都认为要建立一个以 IMF 为中心、更加广阔、覆盖面更广的安全网络，是更好的一个举措。这要比仅仅有 6 家西方央行参与的货币互换体系更加有效。

这也是很多其他学者所提出的。有的学者提出要建立三个不同层级的互换网络，最上端的是 C6 网络，第二层是其他国家一些双边互换体系，第三层则是和 IMF 的互换体系。这样会做得更加复杂，有的时候不同层级之间可能会出现一些冲突。假如没有明确的国际准则和标准去监管这些货币互换体系，就会有道德风险的发生，同时也会用通胀的风险，以及其他的一些问题。在我的论文中，我重点探讨了以 IMF 为中心的流动性提供机制，这是我个人的观点。我希望能够非常清楚地解释这一点。Perry 谈的大多数观点我都赞同，他也评论了我的论文，他说以美元为主导的国际货币体系是市场的选择。但是市场的选择会发生变化，现在已经看到现有体系有越来越多的问题，国际社会有必要出台一些合理的机制去做相应的调整，去解决这些缺陷。谢谢！

Thomas Ferguson: 下一位是高海红。

高海红评论

高海红: 你的论文写得非常棒，因为它提到了很过文献

所没有提到的一点，你非常具体地从理论角度解释了互换体系的一些原则，而且提到了双边互换现在比过去变得更加重要，所以这个论文更有价值。因为现在金融的不稳定性需要我们采取自下而上的方法，这种方法更加奏效。特别是我们自上而下的国际的一些做法并不能够真正发挥作用。我们在探讨流动性支持的问题上，提到了官方的来源，却忽视了市场的作用，我觉得其实市场有的时候可能会在提供流动性上更加高效，你大多数观点我都同意。

我就提两点，其中一点是弹性的重要性。我们知道互换的目标就是提供流动性支持，特别是在我们缺少流动性的时候，所以它的规模是很重要的。我们知道官方援助的来源是非常有限的，一旦能出现问题的时候，我们需要让市场提供一些流动性，但是到底缺多少流动性很难量化，特别是出现系统性危机的时候，而且这样一些风险是有很强的传染性，很难去量化的。在这种情况下，借贷就是不可避免的，因为在很多情况下我们不知道到底是偿还能力的问题还是流动性的问题。而这时，评级机构会下调很多的评级，这就给系统造成很多的问题，造成信贷的紧缺和缩减。所以我们有必要让这些流动性的供应方式是可以规模化的，特别是在危机的时候能够规模化。这也就是为什么 C6 决定让他们互换体系机制长期化。

谈到流动性支持，我们有必要采取一个补充性的方法，刚才徐明棋先生也提到了，我们需要一些机构的安排。当然大家有一个共同的来源就是 IMF，此外还有一些地区性的，比如说清迈协定、EMS，还有金砖四国 CRA 等等，还有很多其他的双边互换体系。我们都知道资本的控制通常是金融稳定的最后一道防线，所以我觉得我们有必要去落实全球安

全网，不仅仅是在危机时使用，在非危机时也是有必要的。刚才徐明棋先生也提到了这一点，我也有非常类似的观点，但不完全一致。刚才你给我们看的这些 PPT 中，我们看到美元在这个网络中享受了更多的优待，因为它是大家在自由市场中使用最频繁的一种货币，一旦出现流动性紧缺，这个紧缺必然是美元的紧缺，这就会进一步加强美联储的角色，因为它成为了唯一的最后借贷方，于是美国的政策就会产生更大的全球影响效应。这就回到我们一开始讨论全球货币体系，如果美联储不愿意担负全球的责任，而我们必须依赖美元的话，那应该怎么样去解决？今天我们讨论的是各种储备货币多样化，以及人民币的国际化。有必要进一步推动和发展人民币国际化的进程。总的来讲这个论文写得非常棒，可以说是这个领域非常杰出的文献！

Thomas Ferguson: : 非常感谢！我们有接下来可以进行讨论。

讨论

Perry Mehrling: 再次感谢两位评论嘉宾。我觉得货币互换体系其实是美元全球化的一个过程，当然有一个本质的挑战，你把一个国家的货币作为全球货币，一定会出现一个挑战，这是最根本的挑战。C6 货币互换协议不仅仅有美联储参与，还有很多其他央行参加。它一开始是 6 个央行之间的对话：应该为全球采取什么样的货币政策？然后他们达成了一致。如果他们不能达成一致的话，我们就会看到货币之间的汇率出现很大的波动。这主要 6 大央行之间一定会有相应的协议，这样它们的汇率才会相对稳定，这是一开始进行

的对话。后来，他们也有预期：随着它的演变，会让更多的货币加入进来。我觉得，说美国忽视了其他国家的利益是不正确的，我觉得 C6 网络之所以建立的根本原因，就是美国认识到了它有责任，美国觉得不应该忽视欧洲影子银行出现的巨大问题，于是美国就建立了 C6 网络。所以我觉得，其实正是美国认识到它有全球的责任，才建立了这样一个网络。当然我也非常期待未来能够跟大家进行更多的探讨。

Thomas Ferguson: 我建议大家问几个问题，然后由演讲人做出回复，否则我们就没有时间来问问题了。

Lord Adair Turner: 我发现整个探讨非常有价值，同时我也意识到了货币互换的话题与我们接下来要谈的话题有一些重叠性，包括信贷问题、国际储备货币、SDR 等等。

我想和 Perry 讨论一下 IMF，它可以做与 C6 货币互换工作同等的事情。IMF 最早的使命是提供国际流动性给那些政府性的央行机构，来应付经常项目融资困难，最早的危险是它有可能会影响到固定汇率系统，在 1964 年以后它有可能导致浮动汇率变化过大，IMF 借贷钱给政府性央行来介入，防止出现固定利率失效或者汇率过大的波动。在一个信贷环境里，不一定要 IMF 来做这个工作，当然你也可以这样做。

正如 Perry 提到的，C6 互换体制非常不同，它关注不同的领域，它关注我们有很大的银行体系在美国之外，而它们使用美元作为计价货币，这些做法是早在上世纪六七十年代开始的。当时他们希望能够提升利率来改善美元市场，这是由于美国经常项目长期赤字，以及美国境外美元持有的不断累积。这些美国境外的美元规模，已经越来越超出累积的经常项目赤字。也就是说，这些德国公司向巴西公司出售

产品，他们选择用美元计价，并且选择从一个法国银行以美元借款，这跟美国的经常项目赤字没有直接关系，这就导致了美元资产负债在美国境外的增长，很多是与贸易有关发展而来。当然，之后也出现了影子银行和投机资本的参与。所以我们看到了金融资产负债以美元计价在美国境外增长的情况，这与美国经常项目并无关系。

我想我们假设一个环境，在这个环境里不需要央行货币互换参与。在这个过程的一开始，我们建立一个全球可执行的规则，所有的美元资产负债都要由美国银行来提供，它与美联储有直接关系，或者是那些英镑资产必须由与英国央行有关系的英国银行来提供。这样的话，所有这些东西都以某个国家的央行联系起来，这样就会与我们央行货币互换联系起来。当然我们实际上并不这么做。我们看到现在有大量的美元资产负债或衍生品，由汇丰银行或荷兰银行等开出，还有包括高盛等。问题是一旦出现金融稳定危险，谁是最后借贷人？ECB 不是美元的自动生产者，所以必须做货币互换，这就是货币互换产生的原因所在，其目的是为了给欧洲央行最后借贷人的能力，通过欧元与美元互换发挥刚才提到的功能。就 IMF，我们仅仅能够想象，IMF 做这样的工作只有在 IMF 成为一个真正的对于这些私有银行的央行而言，而不是针对政府的央行而言。这是不是意味着这个职能是 IMF 永远不可能去做的，以一种合理的对于 IMF 职能的定义来看，它是永远不可能做的。

Thomas Ferguson: 有没有人就这样的话题提出问题。

James Boughton: 货币互换是在 1961 年开始的，当时由 G10 中央银行集团决定。系统性最重要的问题就是货币互换，IMF 处理的是单独国家的问题，而不是一个系统性

的问题。如果你想要处理的是一个系统性的问题，国际性的货币系统如何能够以一个系统性有效的方式发挥作用？因此他们就决定由 10 国中央银行推动这个工作。

他们看到了 IMF 当时所做工作的一些局限。首先，IMF 没有这样一个资源的规模来帮助应付系统性不稳定性的问题，IMF 资源的规模太小。第二，通过前 5 年的运作，IMF 借贷逐渐成为一个有条件借贷。IMF 对于它所发放的借贷，出台了一些政策性限制。IMF 的资源给到它的受帮助者的时间太长，因为还有一个很长的行政流程，从 IMF 借款是非常长的流程。于是就形成了一个 10 国央行非正式集团，来做一个货币互换。我想这我们需要记住的一个历史节点，因为几乎所有的区域性安排，次全球级别区域性安排，都是来自于最早的一些看法和观点——IMF 的一些功能性的局限。我们需要问的一个很重要的问题是，IMF 需要做什么，来使它恢复之前的辉煌？至少要能够扩展其规模，以满足我们解决问题的需要。我想如果从这个角度来看的话，我对 Perry 提到的 IMF 向私有领域金融进行规律化的借贷不是很赞成，我认为这不是很需要。IMF 需要放松一些对于它的借贷条件的管制，也就是我们所说的借贷条件性的放松。为什么我们要给这些国家借贷？因为我们是 IMF。如果 IMF 借贷大量资源给到那些大型的国家，那么它们央行的转贷就不那么必要了。

Thomas Ferguson: 如果没有更多的问题，我们的发言人还可以进行反馈。

刘海影: 如果一个或数个发展中国家出现了货币危机，是否能获得来自于 C6 货币体系的帮助？这是我的问题。

张礼卿: 我注意到一个现象，我们说到全球安全网络、

全球货币组织、IMF、流动性提供等等，我想央行之间的货币互换来自于一些区域性或者是集团性的安排，它的职能在未来会越来越重要。我们如何看这样一个趋势，是不是应该进一步创建一个全球多边系统，或是更多得把重点放在区域性合作之上，我们是不是应该做一些风险成本分析。我赞成这位先生的评论，也许我们需要考虑 IMF 在未来如何更好发挥其职能和作用。

还有一个非常简单的技术性话题，对于这 6 大央行的货币互换安排，我在想，它们货币互换的结构是什么，是不是意味着其他 5 个国家与美联储进行货币互换，还是它们双方之间的互换，就是这 5 大央行进行央行之间的互换而不是单与美联储进行互换，这个结构是怎么做的？

Perry Mehrling: 5 个国家之间都有互换额度。

马骏（中国人民银行研究局首席经济学家）：我想谈两点，一个是双边区域性与 IMF 货币互换，另外一个是关于 C6 货币互换体系。各种类型的互换都会在不同的层次上为一些参与国提供 BOP 的流动性支持，包括中国与其他国家签署的本币互换协议。我给大家一个例子，中国与巴基斯坦在 2011 年签署了本币互换协议，在 2013 年巴基斯坦启用了这个协议。当时因为巴基斯坦卢比受到攻击，需要流动性支持。他们在 2013 年 5 月到 7 月启用了互换协议，获得了相当于 12 亿美元的人民币流动性支持。这虽然是人民币，但它是可兑换，因为香港市场提供了人民币可兑换的市场。由于这个支持，他们的汇率稳定下来，几个月之后，他们又获得 IMF 了 program 支持，这样人民币互换事实上提供了一个过桥贷款的功能，帮助巴基斯坦避免了一场可能的汇率危机。双边互换的灵活性很高，只要需要，就可以激活这个

协议。

当然，还有很多其他的互换机制，彼此都是起到一个互补的作用。关于区域的一些协议，比如说清迈协议，它的70%的资源（总共承诺的是2400亿美元）是要跟IMF的program挂钩的，如果要使用，需要经过非常复杂的磋商，和满足许多条件。30%是清迈资源不需要挂钩的，因此有一定的灵活性。另外，还有金砖国际紧急储备安排，这个机制可以设计得比清迈更加灵活一些。

在讲到C6，我们需要去区分建立C6的原因与美国对于全球货币体系改革的态度。我们知道美国国会尚未通过IMF份额改革的建议，但这个问题应该与美联储在提供全球流动性中的作用是两回事。我认为C6确实是美国承担责任的一种表现，因为现在美元是最重要的国际货币，所以美联储必须为全球货币体系承担最终贷款人的责任，避免出现美元流动性短缺。假如在危机期间，美国没有通过与四个国家的互换（此后演变为C6）这样做，可能全球会出现更加严重的美元紧缺，全球范围的金融稳定都会受到威胁。它最终是否加强美元在全球货币体系当中的作用，是一个可以探讨的问题。但没有理由说，因为C6可能强化美元的国际货币地位，就应该反对美国承担通过互换机制承担最后贷款人的角色。

Thomas Ferguson: 现在每个人回应。

Perry Mehrling: IMF建立是为了经常帐户赤字，C6是另外一个不同的职能。我想进一步探讨关于金融发展的一个阶段，我其实写过一些论文专门探讨这个问题。对于一些金融较不发达的经济体来讲，这些国家央行的资产负债表本质上就是一个支付平衡的表格，因为没有太多其他的内容。

这是我们在资产负债表当中会看到的内容。在 1950 年几乎所有国家都没有成熟的国家体系，IMF 建立的职能体系是帮助这些国家。

我在论文脚注中提到一些美联储网站的链接，在这个链接中可以看到互换协议的内容，是两页纸的内容。它不是商业协议，其实相当于绅士协定，握个手就建立这样一个协定，我们要相互帮助。本质上就是我要么借钱给你，要么不借钱给你，但是不会建立一个长的律师清单，假如说我不信任你，我们就不交易了。这些互换协议的条件其实不是那么复杂，它更多是关于怎么去做，去确保那些借钱的人最后能够还款，是否能够还款就是风险所在。当然，在某种程度上，央行互换是有一定条件的，但是它更多的不是关于央行的设定条件。刚才大家所讲的金融治理，和 IMF 在某种程度上不同，但是也有相同的地方，总会有人关注这个钱最后用到了哪里。美联储可能不会追踪这笔钱用在哪里，但是 ECB 会关注。

发展中国家是不是能从 C6 获得帮助？我的答案是肯定的。我觉得大多数发展中国家确实不会跟美联储有互换协定，但是如果你跟另外一个国家有互换协定，而这个国家跟美联储有互换协定，你就间接地跟美联储有互换协定，你就可以间接获得美联储的帮助。这个就回到区域性的问题，我认为 C6 不是一个区域性的网络，它本质上是一个全球性的网络，尽管它还没有成熟，还没有完整。但是这里面有日本，有欧洲，我们的初衷是要建立一个全球性的网络，要覆盖不同的货币地区。我们知道日本是清迈协定的组成部分，所以美元就可以通过日本进入到清迈协定，我们也可以借给新加坡。所以我们的初衷是要建一个全球网络，而不是建一

个区域性的网络。如果最终它不够全球化的话，我觉得那是需要改进的地方，需要扩大 C6 网络，解决系统的问题。

在美国，我们不可能说因为这样做对全球有利，美国本土政治不会这么去探讨，他们会用不同的措词，不可能强求他们这样做。如果美国本地政客这样说，他们可能就被解雇了。具体讲到 C6 互换网络，这 6 家央行都跟 C6 网络中的每一家央行建立一个协议，这跟人民币是不一样的。人民币的互换网络，大家都跟中国人民银行签定协议，但是 C6 是网络中所有参与方之间都签订相应的互换协议。临时短缺有可能是欧元出现短缺，你可以直接找到 ECB，这也是新的做法，新的现象。C6 网络比布雷顿森林体系更加多边化，因为在布雷顿森林体系中大家必须跟美元直接打交道，直接挂钩。

徐明棋：我们看一看互换协议的历史，它主要出现于 1960 年代早期，当初是为了缓解布雷顿森林体系的危机以及美元的危机，但是现在的情况已经不一样了。2008 年出现了金融危机，而美元在这样一个危机当中没有办法承担全部的责任，所以调整的成本都已经转移到了其他的国家。所谓的互换体系，基于美元的互换体系以及由美元所引发的金融危机，影响到所有那些国家，而所有的国家都需要跟美联储借美元，这样才能维持他们本国的稳定。这就是它的本质。这点我想不需要我再去强调了。

IMF 是完全不一样的，我完全同意马骏的观点，他们两个系统是互补的，但是互补并不代表我们现在只需要发展互换体系而不去关注 IMF，不去改革 IMF。假如我们不去关注 IMF 的话，我们现在有了另外一个选择，有了互换网络，结果导致 IMF 改革被暂停了。于是 IMF 配额扩张的讨

论陷入了一个僵局，而美国政府现在也不希望去动用资源推动 IMF 改革，这是美国现在的情况。因为它不再是美国政府或者美国国会的一个优先事项了，于是 IMF 改革陷入了僵局，这是我的观点。正是因为我们现在有了另外的一个选择，当然它自己本身是有积极影响的，但是它对于全球货币体系改革所起的作用是负面的。

高海红：我也要讲两点。首先我同意徐明棋所提到的关于 IMF 改革的问题，但是我要再次强调，我们需要互补。一旦发生了危机，最重要的一点就是要建立信心，比如说韩国中央银行跟我们签了第一个双边互换协议，一开始他们需要的是美元，但是最后签的是人民币互换协议。我刚才说了我们需要让它规模化，我们不知道在危机的时候到底缺少多少钱，所以我们需要好的机制。IMF 有短缺，所以我们需要去利用所有的这些资源。

还有一点，信心的建立很重要。美国当时希望量化全球流动性的需求，他们还建立一些指数去追踪流动性的走向和需求，但仍然非常难以获得具体的数字。所以我要强调信心的建立在危机时刻更加重要。

Thomas Ferguson：非常感谢每位嘉宾，还有评论者和演讲者。下面我们有茶歇。接下来我们会换一个主持人主持第二个专题的讨论。谢谢！

专题讨论二：跨境资本和金融稳定

余永定：这一节讨论的内容是“跨境资本和金融稳定”。有两个发言人，一个是刘海影，还有一个是 Lord Adair Turner。现在先请刘海影发言！

刘海影： 内生性信贷、全球流动性与金融市场不稳定性

刘海影（上海发展研究基金会 / 卓越发展研究院高级研究员）：谢谢余老师，我今天汇报的题目是“内生性信贷，国际流动性与全球金融市场稳定性”。

在货币内生性框架里，我解释利率作为债务杠杆率的一个风险定价，是怎么样在经济运作中被内生性地决定的，以及这种内生性怎么透过国际流动性的渠道，能够影响到全球资本市场的稳定性。

货币内生性是跟货币外生性相对立的概念。在传统经济学里面，大部分都假设货币是外生的。所谓外生的意思是，整个经济体里货币供应量是由一些外生性的因素所决定的，在央行体系成立之前，是由贵金属或铸币数量来决定的，在央行体系成立之后是由央行的基础货币来决定的。在教科书里我们都学过，央行决定基础货币之后，透过银行的货币创造过程，几乎就对应了一个经济体的货币总量。而货币内生性的概念是相反的，它认为一个经济体的货币总量是由这个经济体内在的金融体系与信贷的需求方之间的债务和债权关系来决定的。换言之，从统计上面来讲，货币实际上是银

行资产负债表的负债一端的一个统计量，当银行和企业有能力去扩展它们的这种债务债权关系的时候，达成贷款协议的这一瞬间，在它的资产负债表两端同时扩张它的资产和负债。在这种情况下，货币就是由银行和企业的贷款行为来决定的，只要他们愿意去扩展贷款数量。

旧银行资产负债表

资产	负债
贷款9000万元	存款9000万元
现金储备1000万元	资本缓冲1000万元

100万元新增贷款



新银行资产负债表

资产	负债
贷款9100万元	存款9100万元
现金储备1000万元	资本缓冲1000万元

**图 1：货币基于债务关系的扩展而内生，
但破产风险会约束杠杆率的扩张**

用图 1 的例子作为一个说明，如果企业向银行请求 100 万元的贷款，且银行同意这么一个请求，达成债务合约的时候，在这一瞬间银行可以在它的资产负债表两端同时计上这 100 万美元，以这种方式货币是伴随着信贷总量的扩张而内生性扩张的。大家以前对于传统放贷的观点是，先有了存款，然后把它转化为贷款。但在现实中它完全可以反过来——贷款创造存款，我可以先有贷款，贷款给企业之后，

企业拿的这个贷款必然体现为银行的存款。

那是什么约束银行不放出个天量的 100 万亿的贷款给企业呢？答案是，这个贷款是有风险的。所以银行必须要考虑贷款给企业后的违约风险。我建立了一个模型，解释银行考虑贷款风险时怎么样决定它的利率。这个模型的基础框架最早是 2010 年发表的一篇论文提出的，我做了一个转换，那个模型里更多的是关心银行资产负债表的决定，我这里面关心的是银行作为金融中介体系怎么决定企业的债务杠杆率，以及在这个过程中怎么决定贷款给企业的贷款利率。

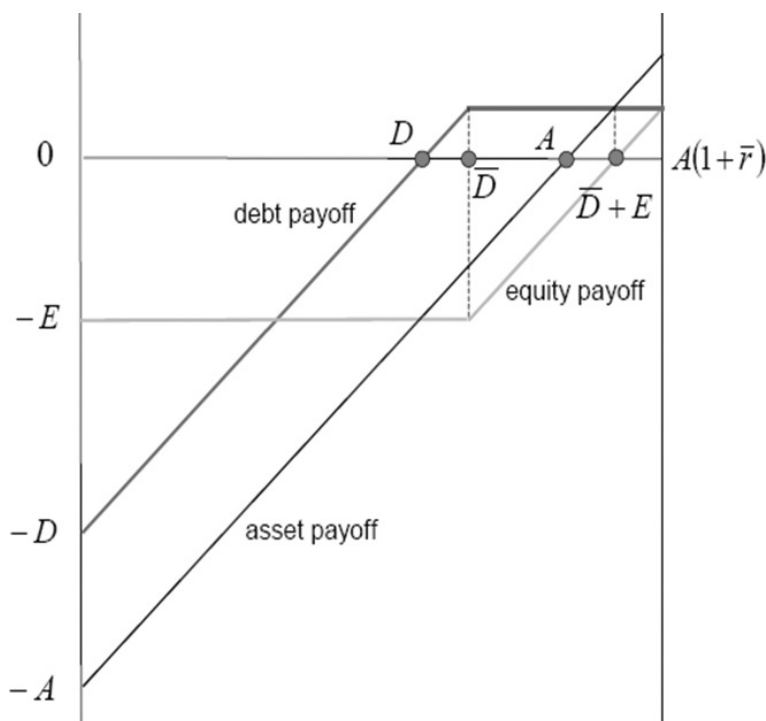


图 2：债务隐含卖出期权损益分析

在 1974 年有一篇论文明确提出，一个贷款其实包含着一个卖出期权，当这笔贷款不会违约的时候，意味着这个卖出期权到期；如果这个企业到时候破产倒闭，意味着企业执行了卖出期权，让银行遭遇到贷款面值的损失。所以，对银行而言，它的一个参与条件就是：它所收取的利息收入必须要能够抵偿卖出期权的价值，卖出期权是金融学术语，它是一个选择权利，企业有了这个选择权利之后，当它破产时可以执行这个选择权，让银行来承担这个损失。这个地方 $\bar{D}$ 代表贷款的未来值， D 代表贷款的面值，银行为了回避或者管理企业违约风险，它所收取的利息收入必须要足够它卖出期权的价值。这是银行的参与条件。

对于企业而言，它贷款是为了去投资于项目，这个项目的投资回报率加上它免费获得的这个卖出期权的价值必须能够大于支付给银行的利息收入。这里的关键点就是卖出期权的价值。对于卖出期权，金融学有非常成熟的理解和研究。企业违约风险的估算取决于银行对目前经济状态空间的评估，从这个角度而言，银行给予企业贷款所隐含的卖出期权的价值很大程度上取决于对经济状态空间的估算。从这两个角度，我们可以得到一个均衡解，对于银行而言，它是债券曲线往上倾斜这一根，相当于随着 $\bar{D}$ 的上升，企业债务杠杆率的上升，银行收取的债务是上扬的，对于企业而言是一个下倾的曲线，这两个构成的内生性状态决定了债务杠杆利率。

美国的数据显示，在一个经济周期中，它的杠杆率和利率水平呈现周期性的波动。在繁荣和复苏期间，这个债务杠杆率是扩张的。经济衰退期间，银行大幅度提升了贷款隐含的卖出期权的价值，因为它估算企业倒闭的风险会提升。

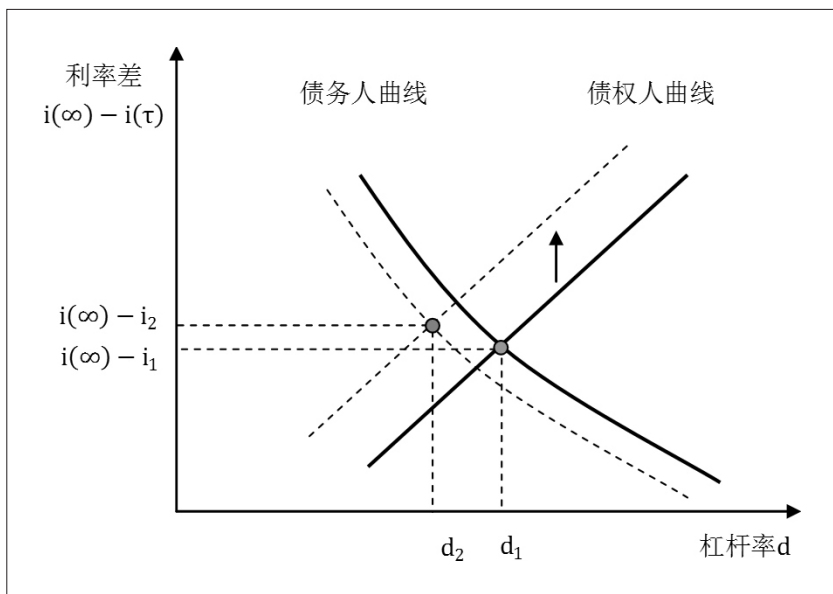


图 3: 衰退期期限溢价 - 杠杆率运动

从我的模型来看（图 3），它意味着对于债权人曲线，由于卖出期权价值的上升以至于债权人曲线出现了上移。对于债务人而言，由于在经济萧条期间，它的预期投资回报率出现了下滑，所以债务人曲线往左移。这样得到一个均衡解，绿色点向左上角移到了红色点。在经济衰退期间，企业债务杠杆率是下滑的，信贷的增速是下滑的。基本上来说，经济衰退期间，中长期利率出现了小幅下滑，短期利率出现比较大幅度的下滑。按照这个解释框架看待利率和杠杆率，本质上把利率视作债务杠杆率的风险评估值，是一个风险定价。不太应该用一个随机过程的方式描述利率的运动过程，而更应该把利率运动过程视作在经济周期过程中对于经济状态空间评估而导致的波动。

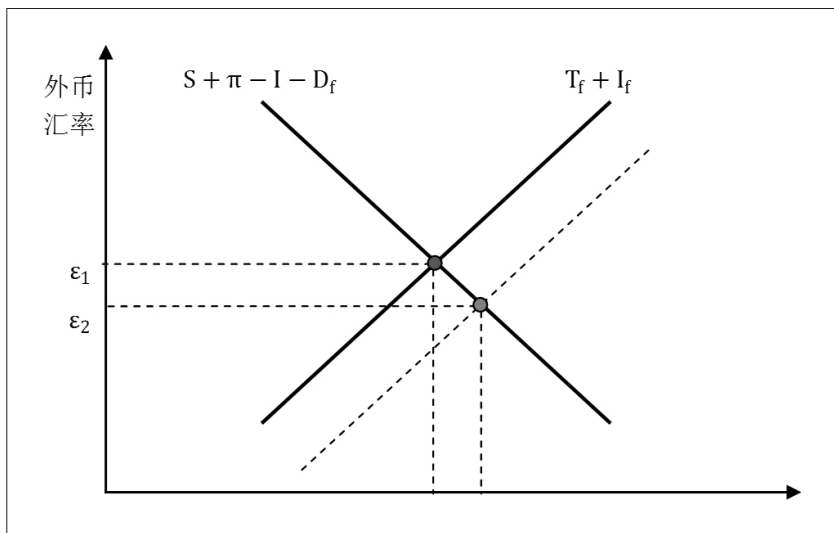


图 4：汇率的决定

从这个角度而言，再看一看对于汇率的影响（图 4），。这个等式， I 为资本形成， T_f 为贸易顺差， S 为储蓄， π 为企业利润， D_f 为政府赤字。再考虑国际投资资金流动，即直接投资、证券投资与其他投资，下面公式中以 I_f 代表。可以得到 $T_f + I_f = S + \pi - I - D_f$ 等式右侧为本国的净储蓄，即居民与企业储蓄之和减资本形成与政府赤字之后的剩余，为本国为外国提供的净融资支持，代表本币需要转换为外币的数量，因此是对外币的需求。 S 代表居民储蓄，派是总储蓄，减去这个国家的投资以及这个国家财政赤字向得这个国家向国外提供净的储蓄，也就是这个国家向国外提供的净的融资支持，它需要转换成外币，这个是代表对于外汇一个需求。等式左手边代表外币的供应。这两者的均衡决定一个汇率的均衡。如果是出现比较大规模的资本流入，比如说流入中

国，这张图显现为 $T_f + I_f$ 加 IF 的曲线下移，这个时候本币升值，外币贬值，同时这个过程中推动中国净储蓄上升。

这个过程为什么跟汇率的波动有关，因为这里可能存在一定的反身性。跨境资本流动 $I_f IF$ 本质上是资本在全球各国的一个配置结果，全球资本配置在很大程度上取决于这些资本对于各国投资回报率的估算。如果一个国家的本币升值的话，意味着这个国家向海外资本提供的回报率是上升的，这就形成一个正反馈循环，有越多的资本流入这个国家，这个国家本币越可能升值；这个国家本币越可能升值，带给国外投资者的回报就越高。

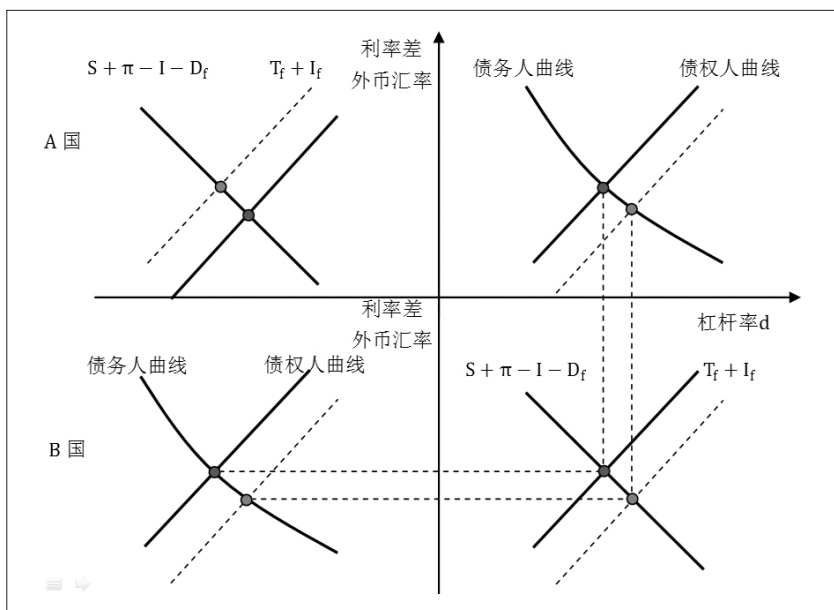


图 5：国际流动性与全球金融市场不稳定性

在这种情况下，结合信贷内生性与汇率的均衡决定，我

们可以看到全球各国金融市场是联系在一起的。图 5 上，A 国可以假想为中心国家或储备中心国家，B 为受影响的外围国家。在美国出现经济繁荣时，债券曲线往右侧移动，它的债务杠杆率是扩张的，而它的期限溢价是下滑的。这个时候对于美国资本而言，国外项目的吸引力就上升了，这会导致它的跨境资本配置向巴西倾斜，巴西得到的 I_{flF} 增加会导致本币的升值以及净储蓄的增加。对于巴西信贷市场的影响是什么？随着巨量外资流入，在同样的利率水平之上，巴西银行愿意承担的杠杆率就上升了，在巴西会导致信贷的繁荣。美国信贷的繁荣经过一系列传播渠道会演变成巴西的信贷繁荣。当然，如果出现了一个逆转，整个循环就会反方向走一次，由中心国家紧缩导致外围国家的紧缩。

我们观察到，在所谓的信贷周期里有一些现象是共通的。在每个信贷繁荣期，首先出现的都是国际资本流入的增长，而在信贷周期的下滑期可以看到国际资本流出的状况。按照刚才模型的解释，国际资本流入必然导致本币的升值，尤其对于发展中国家而言，它的升值是非常厉害的，但逆转之后会出现一个急剧的下滑。这些国家由于本币升值太厉害，资本市场价格是上扬的，包括股票和房地产价格，并通过信贷超速增长带动消费以及投资的增长，直到逆转为止。

我在这篇论文里想要解释的是，把这两个概念结合起来。首先，解释利率作为债务杠杆率的风险定价，在经济运作中是被内生地所决定的。然后，我希望解释在这种内生性的信贷运作之下，各国金融市场透过国际流动性互相联系在一起，因为信贷的变化必然会导致国际流动性的变化，而后者会导致其他国家金融市场的变化。实际上我们在历次经济危机中，都可以看到各国金融市场上趋同的现象。这是我这

篇文章所要表达的主要内容。谢谢大家！

余永定：非常感谢刘海影，现在我们就开始进入到评论阶段，现在请 Lord Adair Turner 进行评论！

Lord Adair Turner 评论

Lord Adair Turner：我希望再附加一点点我个人的观点，其实它与我自己的论文间的观点是重叠的。我觉得我们论文的主要观点是，即使我们有一个封闭式的经济体，我们依然会面对一个内生性的不稳定的货币周期或内生信贷周期。刚才你也提到溢价的问题，它也与周期平衡的打破紧密相关。同时你在论文中也提到，当我们加入一些信贷流动中的国际因素的时候，这一周期也可以变得更加不平衡、不稳定。我想这是非常对的论点，也有其他学者提出这个观点，在去年的一个演讲中就谈到类似的话题，对这个观点作进一步阐述是非常有价值的。

我来总结一下你的一些主要观点，然后再添加一些我个人觉得可以再加入你这个分析的一些其他要点。我觉得这些要点与我的论文中的要点是重叠的。

我们必须理解，信贷和资本都是能够由银行体系内生地生成的，你也正确指出了这个观点。这个视角在那些新古典平衡模式里都没有讨论过的。同时，你也提到了息差和期限溢水之间的关系，你也提到顺周期和逆周期的表现。在你论文的第二部分，你也谈到了不稳定性在国际性环境里可能会进一步恶化。在你论文的第 2 页你就提到，投资回报会受到汇率波动的影响，以及国际性资本流动的进一步影响。我们也看到了这一点，由于汇率的波动，会导致国际资本投

资项目预期回报的变化，从而影响国际资本的流动。

我想增加的一点是，如果我们再回到本地的信贷，或者是说这些信贷即使在一个封闭的经济体里也会出现，这些内生性会变得更加强烈。说到信贷目的，我觉得你的分析试图用一个标准化的假设，就是说银行把钱借给企业是投资于资本项目。但我想提出来，在一个现代经济体里，很大一块借贷其实不是给企业做新的投资项目，而是用来购买那些已经存在的资产，不管它们是地产资产，还是股本资产。这样我们就看到信贷有不同的用途，投机性信贷使用和投资性的信贷使用，它们是两种不同的信贷目标。正如我在论文中所提到的，大多数发达经济体中的信贷并不是真正支持那些新的投资项目，而是用来支持比如地产资产，它已经存在了。当你理解这个的时候，实际上有一个更强的内生性，对于信贷来讲，通过扩展信贷来提升地产价格，最终再提升土地的地价，这会使信贷供需方产生一个心态的变化，因为人们就会觉得这样的环环相扣会使地价增长，这样就会看到投资回报的内生性。

我们还看到另外一个分析，人们将会有对于这个问题更加清晰的定义，那就是即使在封闭的国内市场，预期的收益也会受到资产价格波动的影响，而资产波动影响也受信贷的影响，于是这就构成了一个循环。你刚才给我们解释的流程，包括外汇波动在本国市场活动中也是有效的。我们可以再进一步，把我刚才所提到的资产价格波动这样一个因素也融入到你的研究中，融入到你的分析中去，了解这些信贷到底是用于购买现有的资产，还是用于为新的资本项目提供融资。

余永定：下面我邀请马骏博士来做一下评论。

马骏评论

马骏：我从三点做评论。第一个是关于信贷的内生性问题。刘海影用了一个新的模型和理论框架来解释信贷，其实也可以说是广义货币的内生性问题。到底是内生还是外生的，可以从很多不同的角度可以去解释。我想有两大流派，一个流派认为至少广义货币或者信贷是内生的，其分析框架就是：央行可以控制基础货币，但是央行控制不了广义货币，广义货币涉及到银行体系的派生问题，银行到底愿意派生多少，央行控制不了，所以广义货币是内生的。刘海影其实从类似的角度做了解释。

还有一种理论说，这些货币类的变量，包括基础货币、广义货币，还有几乎绝大多数的金融活动变量都是内生的，只有央行目标函数中的几个系数是外生的。具体来说，这些系数就是泰勒规则中的央行对产出缺口和通胀缺口的敏感度。只要给定这几个系数（基本上是由政治体制决定的决策者的偏好），求解泰勒规则，就可内生获得最优的货币政策的中介目标等各种变量。

第二点是导致内生性或者是金融活动不可控性的原因。我更倾向于用不可控性来描述我们面临的问题。内生性比较学术，跟许多政府官员讲这个他不太懂。不可控性会导致经济周期自我放大，甚至金融和经济危机，是很危险的。这种内生性或者不可控性至少有如下五种表现形式：

第一种就是刚才讲的货币派生。比如，由于某些激励机制的问题（如追求规模的激励机制、软预算约束等），一些银行有很强的放贷冲动，它派出去的贷款创造了很多信贷，创造了很多 M2，推高了经济活动量，使整个金融系统都变

得乐观。而一个参与主体的乐观会导致整个经济的过度乐观，导致顺周期的行为。这个问题可以用博弈论来分析。

第二种是如果金融市场出现泡沫之后，各种各样抵押物（如房地产）的价值上去了，然后同样一个抵押物（比如说一个房子）能够借到的钱就上升了，释放出更多的信贷，所以就创造一个顺周期。这是金融加速器的理论。

第三种是因为房地产价格上升以后，由于预期由历史决定，投资者都觉得价格要接着上升，会导致他要买很多房子。这样就会创造更多的对房地产的需求、房地产信贷等经济活动也跟着活跃起来，这也是一种顺周期经济行为的来源。这可以用预期理论来解释。

第四种是我们最近看到的股市里面的动物精神。如果一个市场中 80% 都是散户，他们不懂什么是 PE，就看别人是不是赚钱了来决定自己是否应该投资。我的朋友昨天赚了多少倍，所以我也要进去。这种精神这本身也会创造很多顺周期的金融交易和活动。这是行为金融学研究的问题。

第五种是恐慌性的流动性囤积。在信息不对称的情况下，如果某些银行担心未来会出现流动性短缺，许多银行就会开始囤积流动性，从而导致利率的飙升。这个问题与货币需求冲击的不可测性有关，也与可信的缺乏利率走廊的体制安排有关。

上述 5 种情形都是货币变量（或资产价格变量）不可控性的具体表现，某种意义上把刘海影所说的内生性具体化了。

问题是怎么对付这些内生性和不可控性？从政策角度来讲有很多办法，大部分都在不同的国家用过了，其中许多工具就是我们常说的货币政策工具和宏观审慎工具。比如说，如果银行部门派生贷款太多，那央行就可以收紧法定存

款准备金率，我们也用过合意贷款规模等手段，来控制过度放贷。从宏观审慎监管角度来讲，可以用房地产最低首付比例可以限制，中国、新加坡和香港也用得很多。中国更极端，40个城市里还搞过限购，不让你买房子。也可以用税收杠杆来限制过度交易。应对恐慌性的流动性囤积的一个有效手段是建立利率走廊。央行告诉你在利率到达走廊上限是，所有的银行只要有合格抵押物都能够从央行借到钱，因此你的利率肯定不会超过这个上限，囤积流动性的这种倾向就被制止了。所以，办法是有的，有许多，问题是要研究这些办法的成本和效益，因为有些办法你用了以后会有很多副作用。就像医生给病人吃药，基本上都是以毒攻毒。要选择最合适的政策组合，有些短期政策用了之后要及时退出。

刘海影的文章，将国内的货币内生性或者顺周期性跟资本流动连接起来，这是一个有意义的贡献。如果用一个具体例子解释：国内有房地产泡沫，房地产投资收益就很高，如果外国的钱这时进来，就会加剧我们房地产泡沫。怎么处理这些问题，我们也讨论好几年。托宾税可以遏制一点短期资本的流入，无息的存款准备金制度也可以用，用来控制短期外债。中长期外债可以考虑用上海自贸区的办法，根据资本金挂钩一个比例来限制。另外，应该要提高汇率的波动性，从而提高对冲成本，抑制过度资本流动。这些办法都可以增加资本流动的摩擦力，不让太多资本进来炒作，限制过分亢奋的跨境投资行为。

但这里面也有很多操作性的问题，比如说托宾税在中国是否能用。税收要人大讨论，能不能授权人民银行在必要的时候用，这是个很具体的问题。是不是把托宾税搞成托宾费，提高可操作性和灵活性？无息存款准备金率到底怎么用

法？只是在银行体系用，还是对其他渠道的资本流动都能用？下一步要考虑这些很实际的操作性问题。

最后讲一句，刘海影文章的表述是学术语言，希望你文章的前面后面用一些大家熟悉的语言，比如说顺周期行为、资产泡沫等等，来讲政策含义。

余永定：谢谢刘海影，非常感谢两位评论人。下面我们讨论的题目是“债务，内生性货币和金融不稳定性”，发言人是 Lord Adair Turner。

Lord Adair Turner： 债务，内生性货币和金融不稳定性

Lord Adair Turner：非常感谢！我现在要讲的是内生性的货币创造以及它对于危机之后的中央银行以及货币政策有什么样的影响。

我要讲的很多东西跟刚才演讲者已经讨论过的一些理论有很多的重叠。首先我要先谈一谈我的一些观察。假如我们观察最近各国央行的行动，就会发现有很多中央银行采取了这样一种观点，关注什么样的信贷在经济上是更加高效的。比如说英格兰银行推出一个激励中小企业贷款的计划，它会告诉那些商业银行，让它们利用这种流动性工具更好地向中小企业贷款，但它们不能够用这些钱抵押信贷，我们发现很多其他中央银行也采取了类似的举措。这跟危机之前的观点非常相反，在危机之前中央银行会觉得不应该去判断哪一种类型的信贷更好。但是我们需要理解这一点，并且要从理论上证明不同的信贷有不同的职能，也会产生不同的经济后果。所以对于中央银行来讲，它们对于信贷的分配是不可

以置之不管的。

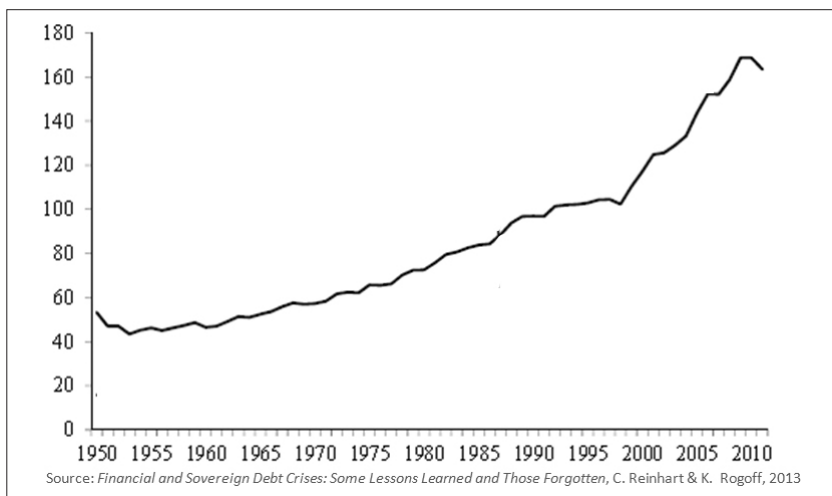


图 1：私人国内信贷占 GDP 百分比：
发达经济体 1950 年 -2011 年

图 1 是私人国内信贷与在 GDP 中的占比，这是发达经济体在过去 60 年中的情况，待会儿我会再跟大家解释。根本的问题不仅仅是金融这个系统本身的危机，而是实体经济借贷率的上升。大多数国家的中央银行觉得，经济中的负债率以及信贷的囤积都是它们可以忽视的，它们觉得这个并不重要。于是就有了这样的想法：世界上央行的作用就是要制定一个利率，从而实现低的稳定的通胀率。所以他们唯一会用的一个工具就是利率，从而实现一个目标，即稳定的低通胀率，而其他因素都不需要去关注。根据这样一种假设，它们可以用一个工具去达到一个目标，从而实现宏观经济的稳定。

著名的瑞典经济学家克努特·维克塞尔曾经在他的一本

书中提到自然利率理论。类似的观点是，利率价格可作为一个工具，因为信贷的目的是为新投资项目提供融资，这些新投资项目会有一个最基本的资本生产率，而中央银行要设定市场的利率，这个利率应该跟自然利率相一致，从而控制通胀。假如银行把这个利率定在自然利率以下，市场上就有这样一些趋势，即投资一些本不应投资的项目，于是就爆发危机。但是我们不知道自然利率到底是多少。反过来就要思考这样的逻辑，假如银行设立一个利率，这个利率能够实现控制通胀的目标，于是它设定的利率就和自然利率相一致，从而确保有一个稳定的通胀率。我个人觉得这在某种程度上是正确的。如果所有的信贷全部都是由银行体系用来为新投资项目提供融资的话，这样一种观点可能就更加正确。

但是，我们刚才说了，信贷有不同的职能，很多时候信贷不仅仅为新项目提供融资。信贷提供可能有三个不同的原因，第一是为新项目提供融资；第二为增加消费提供融资；第三为购买现有的资产提供融资，不管是通过杠杆还是别的方式买进地产项目。

在发达经济体里面，大多数银行信贷并不是用于新资本投资，而是用于不动产收购。因此，它实际上是对现有地产资产的购买。我们知道有一些新的地产投资，但大多数存量地产资本已经存在，实际上我们在这里新投资的比例是比较少的。我们这里看到一个文化现象，就是英国人非常喜欢房子，他们喜欢购买房产，同时他们也喜欢借贷购买房产。研究表明，发达经济体中喜欢购买地产的不仅仅局限于英国，其实这在所有发达经济体中都同样存在。在 20 世纪，我们看到一个很长的趋势，就是越来越多的银行贷款用于地产投资，我在这里给出的数据是属于低估的，它更多的是官方

住宅市场的抵押数据，但是我们还有更多商业地产的信贷，它不是通过正式的抵押贷款的方式来做的。



图 2：银行贷款中不动产贷款的份额

到 2007 年，发达经济体国家的主要银行业务都进入到房地产贷款，但在金融教材中所提到的这一职能仅占银行业务的一小部分。我们看到在很多经济体中，银行贷款职能与本科生经济学教材中所提到的职能已经大相径庭了。我们还要理解这一变化所带来的影响。大多数的信贷都是按照已经存在的资产来提供的，这就是信贷资产定价周期中的内生性。我们看到资产价格上升，它会带来一个借款人的内部循环和贷方的外部循环，对于信贷有更多的需求，信贷需求又进一步上升，直到某一个时间点出现危机，所有一切都急剧下跌。这是非常根本的一点。它只是金融不稳定性在发达经济体中的问题。

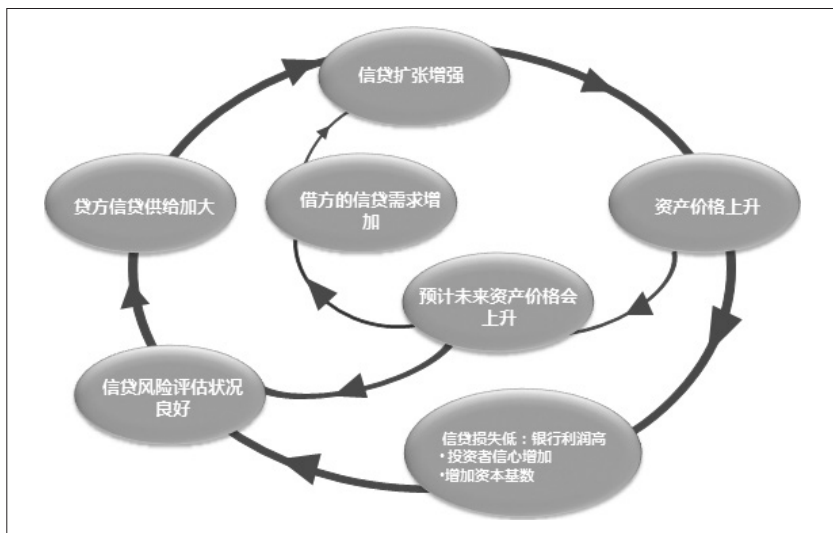


图 3：信贷周期和资产价格周期趋势：上升

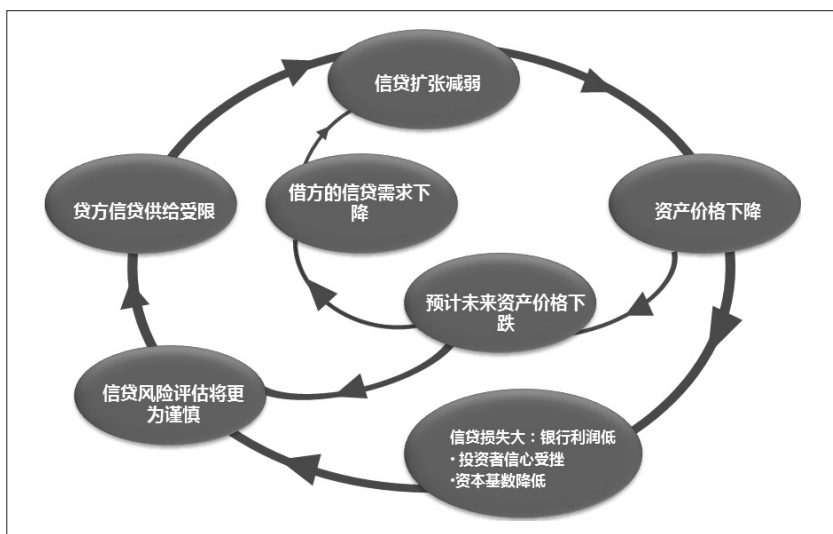


图 4：信贷周期和资产价格周期趋势：下降

然后，我们再来看很重要的一点，资本存量在发展经济体中大多数都属于地产资本，这是来自于《21 世纪资本论》的情况。20 世纪中期以来，我们看到在发达经济体中财务收入比的大幅增加，这里红线显示出这个比例的大幅增长，绿色区域告诉我们这一利率增长的后果所在，就是我们看到的城市土地。在过去 15 年中，大多数资本增量都是来自于城市土地。我们可以看到，所有这些城市地产资本的增长，不是实体的，不是建筑在土地之上的，而是土地资产本身。

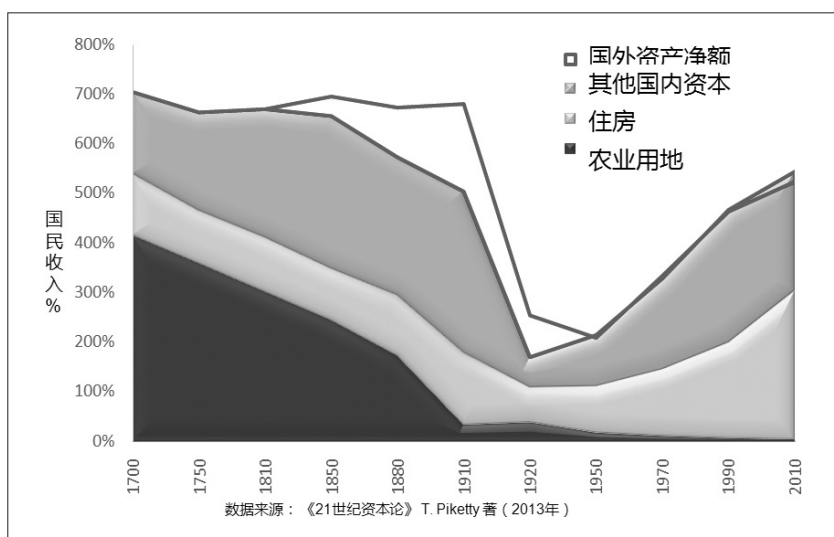


图 5：1700 年 -2010 年英国资本

这为什么重要呢？这部分内容主要谈的是我们有信贷和资产价格的上升周期，同时也有下降周期，也两个循环就会带来一些资产的问题。希望大家已经读过我的论文了，这里的问题是，我们可以看到在过去 7 年里出现的一个情况

是，世界上出现了杠杆率过高以及信贷过多的情况。我们现在已经进入了一个新的来自于私营领域的去杠杆化的趋势，但是以前的状况依然存在，它主要存在于公共领域，我们需要在公共领域进一步去杠杆化，这样我们才能够让它获得需求有效性。我已在论文中仔细谈过了，我不会再细谈了。

接下来我要说到一个理论，为什么这些问题没有真正出现，没有出现在通胀之中？为什么通胀还不是我们很关注的一个话题？太多的信贷会导致一个通胀，因为高信贷会带来人们对于某个领域里的投资或者产出增长的预期，然后在大多数经济体中你会看到信贷增长，但是却没有对于名义需求的直接影响。当信贷主要是针对于购买现有资产的时候，第一轮并不会直接刺激名义需求，仅仅会增加现有存在的资产价值。你有可能会增加信贷，增加货币，因为需要使贷款和资产价格相匹配。但是我们必须考虑到，实际上资本价格与信贷增长规模并不见得呈正比关系。如果通胀得到控制，银行就会说，我们不需要再做什么了，因为现在我们达到了通胀目标。我们需要理解，实际上还有一些不同的信贷类别并不完全与经济需求相关。在发达经济体中，有着稳定的人口而没有新的地产投资，这是很难想象的。有稳定人口的发达经济体完全没有地产投资，这意味着不会有新房屋建造，人们都在存量房里面居住。但在这样一个经济体，它可能有急剧的贷款增长使人们购买现有房产，这样的话，信贷增长与投资就完全脱节了，杠杆率和新投资都是零，完全没有必要对新房产项目投资。

再看一个研究，这日本市场的情况，必须对信贷进行分类别的分析，来看投资和消费之间的关系，分析这两者和名义 GDP 的关系，同时还有其他因素。本质上来讲，这与

现有的地产市场有关，与现有的地产价格有关，但与名义 GDP 没有关系。

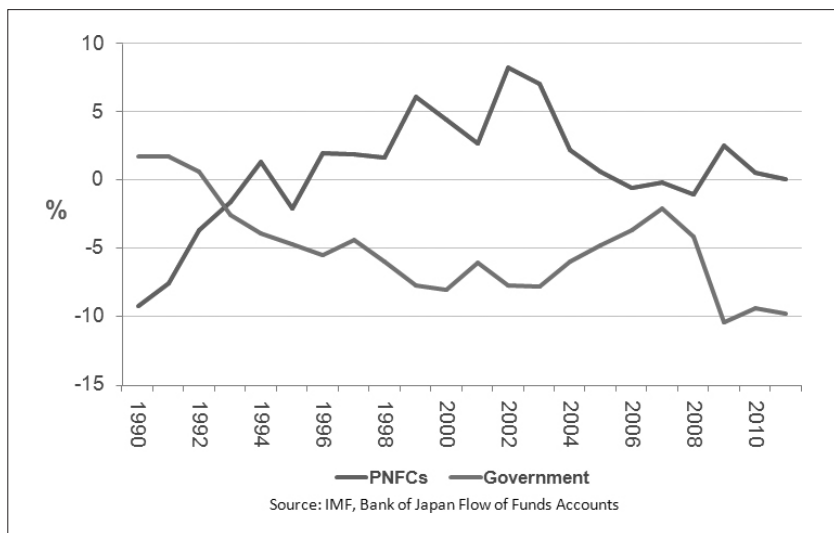


图 6：分类的金融盈亏占 GDP 百分比：
日本 1990 年 -2012 年

当然，这里我们也需要看到货币流动速度的问题，在货币流动速度下降的情况下，我们就看到杠杆率上升，这里有一个通用的目标较低的稳定的通胀，以及利率的控制。我们需要考虑到其他的一些政策目标，它会限制信贷增长的步伐以及在私营领域杠杆的使用。同时，还有一个对于地产项目的银行贷款的倾斜性问题。有的学者也说到，除了利率以外，我们还需要银行资本储蓄需求，还需要做更好的内部风险评估等等。也许我们需要更多考虑，使一些银行仅仅做教材里所说的银行的经典工作，就是把钱用于实体经济的资本投资。

我们并没有看到在全球范围内的杠杆率下跌，但我们看到全球范围内杠杆率的转移和转让，我们看到在发达经济体它从私有领域进入了公共领域，公共财政政策抵消了私有领域的去杠杆化。同时我们看到全球范围内的杠杆转移，那些小的去杠杆的发达经济体的举措，被很大的新兴经济体的杠杆率增长抵消了，比如说中国杠杆率的增加。中国的加杠杆，是因为中国政府在 2009 年时担心在发达经济体中的信贷紧缩和去杠杆化会影响到中国出口的需求，因此他们就希望能够增加国内的投资。从任何一个标准的角度来看，它都是很高的，负债的 GDP 占比在那个时候相当之高，几乎到了发达经济体的状态了。大多数这些投资都用于地产项目，或者是与地产相关的一些项目，因为当时有很多重工业，像水泥、钢材。我们看到中国杠杆率的增长，很多杠杆直接或者间接与基础建设和地产建设的繁荣相关。大多数这些信贷都是支持新的项目，而不是购买现有的资产。这就反应新兴经济体的特点，它依然在建立很多新地产项目，而不仅仅是竞争现有地产来获得购买的机会。

我想，这样的一个杠杆增长，与发达经济体的信贷过度增长有所不同。更可能的是，这些问题将会体现为过度通胀，目前还没有出现的过度通胀的情况。可能会有投资和信贷过热，在地产和基础设施方面的信贷过热，最后会显示为恶性通胀，最后央行对此做出反应。在中国的情况下，创造了建筑行业里的一个就业繁荣，在过去数年之中，有很大的劳动力市场是在建筑领域，这就会导致在一些二三线城市地产投资过热。我们看到很多人在二三线城市做建筑工人。除了金融过度投资的后遗症问题，你还存有一些其他的社会性问题，比如就业性问题。同时在发达经济体里，在全球经济

危机中，必须对两种地产危机进行区分。其中一种是专门针对现有的地产，比如说二手房的信贷，这是在美国曼哈顿、旧金山出现的情况。另外一个危机是针对新的地产投资，还有地产方面的一些雇佣人员。我们需要有一个再分配，这是在爱尔兰、西班牙出现的情况。现在中国，特别是中国的二三线城市，跟我刚才所说的西班牙、佛罗里达的第二种类型非常相近。地产投资过热，不仅造成当地政府的债务问题，同时也造成了当地的地产开发商的问题，这就导致了实体经济中的资源分配问题，这也是刚才演讲者所提到的。我们无法想象信贷的过程和流程，无论它是用于新的投资还是用于现有的地产，它都不是完美的，都会出现一个需要再平衡的问题。一旦出现这样的再平衡，我们就会遇到一些资源分配不匹配的情况。

余永定：非常感谢 Lord Adair Turner，他的讲话非常富有启发性，建议中国参会者看看他的英文原文。现在请刘海影发言！

刘海影评论

刘海影：我在很多方面毫无疑问都赞同 Lord Adair Turner 的理论和框架，比如说对于传统宏观经济理论在把握信贷与经济关系上的种弱点，也包括他做出的断言“债务水平本身以及债务结构本身有其重要性”，也包括央行不应该只关注通货膨胀。这篇文章更多涉及到政策制定层面，我认为现有经济理论对于信贷还有很多空白点没有理清楚，没有完全成型。有两点我提出来想讨论一下。

第一点，他比较多地提到，二手房的融资支持对于通货

膨胀以及名义 GDP 的推动，可能不同于投资融资支持的作用。我相信这里可能还有一个理论空白点需要我们仔细考虑，信贷与通货膨胀之间的关系到底是什么？在传统的货币理论框架里，货币数量与通货膨胀之间有一个固有的关联，通过货币数量论，你的名义 GDP 是等于 M 乘以 V 的。如果我们不再从货币数量论的观点来看待这个世界的话，货币数量与通胀之间的关系就被极大削弱了。实际上信贷与通货膨胀之间的关系也被极大削弱了。这种情况下，在内生性的货币框架里，通货膨胀到底是由什么因素来驱动的，我认为我们还缺乏一个很实际的模型来解释清楚。对这个情况，我也没有特别想清楚，对于新投资的融资以及对于二手房的融资，这两者对于通货膨胀的作用到底有多大的区别，我还没有想清楚，值得进一步探讨。

第二点，他提出央行也许应该增加一个目标值，即对于债务杠杆率的一个比例的控制。对于这一点我有两个疑问。一个疑问是，一个经济体最佳的债务杠杆率水平是多少？这可能不是我们事先能够知道的，甚至也不是央行能够知道的。这里还有一个小的技术问题，债务和债权永远是相等的，而且在经济运作过程中债务数量可能会出现重复统计的状况，尤其是基于债务有更多的衍生工具出来。这方面的数据可以是非常巨大的，包括各种 CDS 等等。也许对于债务数量的统计随着定义的不同，它得出的数据是不一样的。在这种情况下，我们似乎不是有那么大的自信去说什么样的债务数量是最优的，让央行去控制这个最优的债务数量。

更重要的是第二个疑问，债务之所以成为问题，不是因为债务本身，而是如果这个债务所支持的资产出现了问题，这个债务才成为问题。用发展中国家的例子可以更好地解释

一点。对发展中国家而言，如果一个投资项目是合理的，它能够获得一个合格的投资回报，这个债务就是没有问题的，它是自我清偿的。如果一个项目是败的，同时由于各种制度性的因素，这个失败的项目不能够被退出，以至于这个项目的投资回报率低于债务成本，这个时候不仅债务会成为问题，而且债务会自我累积。我做过一个实证研究，统计全球 205 个国家在过去 50 年的发展状况，一个结论是：如果一个国家的产能利用率比较低的话，它的债务杠杆率在 50 年间上升 84%；如果一个国家的产能利用率比较高，它的债务杠杆率只上升 26%，这两组国家的经济发展水平以及金融危机的发生频率都有很大的区别。由此得到的一个提示是，如果债务成为问题，它只是实体经济层面出现问题一个金融镜像。对于发达国家而言，我们现在谈论到的金融问题大部分与房地产相关的，我猜测房地产之所以成为一个问题，也跟发展中国家的的问题有类似的地方，它代表着资源的错配。

所以，从政策这个角度讲，如果我们事先无法得到一个最优债务数量的估算，我们不一定能从政策上去直接控制债务比例。更加重要的是，债务有好有坏，我所定义的坏债务，就是跟坏资产对应的债务。所以对于政策制定者而言，可能更加重要的，是能够去促使金融体系具备迅速淘汰坏资产和坏债务的能力，需要鼓励市场去开发更好的分散风险的制度，以至于日常的债务清偿、债务清算和坏资产的退出能与银行的运行体制兼容。而非从总量提前计算一个最优债务比例来控制。当然，这方面可能还有相当多的理论的问题没有完全理清楚，还需要进一步探索。Lord Adair Turner 的绝大部分内容我是认可的，但这两点可能是我们需要进一步探讨的。

余永定评论

余永定：我利用一个图来解释一下我现在的想法。Lord Adair Turner 的文章是希望能够建立一个大的架构，内容非常丰富。我就讨论一个问题。他在文章中提出一个问题，为什么货币增长速度明显高于名义 GDP 的增长速度，但是通货膨胀并不严重，这是一个非常重要的问题。实际上这个问题在中国讨论大概 20 年了，现在还在继续讨论之中，我对这个一直比较感兴趣，所以最近几年一直试图找一个构架来分析这个问题。

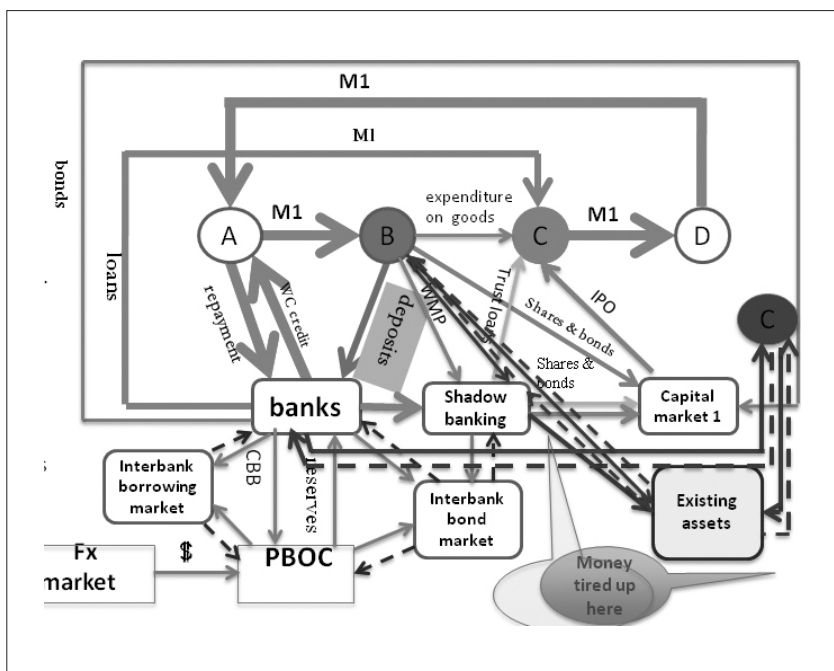


图 1：为何快速增长的货币供应并未导致通货膨胀

我试图利用这个图对 Lord Adair Turner 提出的这个问题做出回答。我现在想到的答案，实际上跟大多数经济学家是一致的：第一，中国的储蓄率比较高；第二，中国的资本市场还不够发达，银行体系基本上是主导；第三，资产价格的不断上升也起到了抑制通货膨胀的作用。我试图用图解释一下，因为这个图涉及面比较多，咱们只从银行出发。一开始银行给经济单位 A 提供流动资金贷款，这个单位 A 就有了钱，我把这个钱叫 M1。我跟 Lord Adair Turner 强调的重点不同，他强调信贷的不同种类。银行发了流动资金贷款到 A，A 有了钱可以从 B 这个单位购买商品，钱就流到了 B，这是 M1。现在假设没有 C，没有储蓄和投资的问题，B 就拿钱从 D 这买东西，还是这个 M1。D 再拿出卖商品所得到的货币从 A 购买商品，A 得到了钱之后，就偿还银行贷款，就完成这个循环。

在这个过程中，我们只有 M1，货币只行使了交换媒介这个功能。在中国出现了什么情况呢？其实在其他国家也是类似的，中国有相当多的单位要储蓄，它有收入，但它不想把收入都花掉。如果只有储蓄者，没有借贷者，这个经济平衡就不能维持了，这时候我们要假定同时有借贷者。我是储蓄的，另外有一个投资的人，想投资没有收入，但是它想花钱。从这个图你可以看到，M1 从 A 流到了 B，假设 B 是储蓄者，它是有收入，但它不想把钱用于向 C 买东西。这里我把 C 加进来，C 身上没有东西可卖。这时候 B 就把钱存入银行，B 跟银行建立一个契约关系，B 把购买力暂时让渡给银行，银行通过贷款方式贷给了 C。C 本来没有收入，由于有 B 储蓄，C 就有了钱，也是这个 M1。C 拿这个钱从 D 买东西，D 从 A 买东西，A 还钱给银行，依然完成一个

循环。

这两个循环有什么不同呢？在第一个循环中，只有 M1。第二个循环不但有 M1，还出现 M2 的概念。如果储蓄很多，相对于 M1，M2 就很大了。在中国这是非常重要的现象，尽管中国的广义货币增长速度非常快，但并没有形成严重的通货膨胀，因为你投资的钱是人家储蓄的钱，储蓄和投资处于一种均衡状态，所以不应该产生通货膨胀的压力。尽管中国广义货币增长速度相当快，但不一定意味着它一定会产生通货膨胀。这是第一个。

第二，中国资本市场不太发达。如果中国资本市场非常发达，B 流出的钱不一定到银行，从 B 向外发散的线进入了资本市场，通过资本市场钱最后都流到 C，理论上来说，在流通中交换媒介的数量依然是一样的。我假设其他情况不变，但是 M2 没有了，或者 M2 减少了。反过来说，如果我们有发达的资本市场，M2 的增长速度可能就要慢一些，M2 占 GDP 的比例就会小一些。我们之所以有比较高的 M2 对 GDP 的比，就反应我们的资本市场还不是特别发达。

第三，Lord Adair Turner 一再强调，这边有红色的 C 和棕色的 C 不一样，红色的 C 跟实际经济相联系，有了钱向 D 买东西，这个 D 提供投资或者消费品，这个是实物。这笔钱如果多了，M1 多了，会产生通货膨胀。但是现在我们资本市场存在现有的资产，如果买的这个东西，有两种途径，一个是储蓄者直接进入资本市场，还有一种情况是银行借钱给棕色的 C，棕色 C 进入到市场买现存的资产。它有一个货币的环流在这个里面，从 B 到 Existing Assets，我把我的资产卖掉，有人买，大家认为资本市场价格还会上升，接着有人买，这个钱来回转，就形成这么一个循环。从银行

到棕色的 C，紫色的线也形成一个循环，这个钱是在资本市场追逐现成的资产，它跟货币作为交易媒介没有关系，它跟实物经济也没有关系，它并没有通货膨胀压力。购买现存的资产，它在很大程度上吸引相当一部分货币，在这里不断流动，它的作用有点类似我把钱放到抽屉里，当然还有其他的问题。由于时间关系，我就不去讲了。

我们如果把这些问题的想清楚，把负债方和资产方结合起来，而且在一个流动的环流中考虑，我们对于中国经济运转情况就会有一个更好的了解，有可能对西方国家发达市场也有一个更好的了解。这里还有很多假设，我就不说了，以后有时间可以进一步讨论。谢谢大家！

讨论

James Boughton: 我真的对 Lord Adair Turner 的演讲感兴趣，但是我有一点困惑，他真的颠覆了很多经济理论，有关货币数量理论以及相关的计算模型。看起来这里论点是，由于现在信贷过量，使用金融信贷来购买现有地产项目和土地，因为城镇土地与其他的经济内容是分割开来的，它是完全不同的领域，我们需要在等式中去除这一点，之后我们才能够出现一个有意义的宏观经济理论，用于解释宏观经济现象和制定宏观政策。如果这个假设成立，真的是令人振奋。我们需要更多来看看这个观点和理论是否正确。从某个角度来看，它也与一本书所做的评判有关，他说我们看到资本拥有集中度令人吃惊的上升。因此，我们看到它有非常广的影响，其实我自己本人也有点困惑，我不太理解为什么我们需要把地产完全与其他类别分割开来。人们有更多的钱，他把

钱用于购买现有的地产项目，这跟他买其他的东西区别是什么，比如说与人们买果汁产品的区别。这里是不是有什么东西缺失了，或者我们仅仅在用错误的方式评估价格指数，至少在美国是这样的，我觉得可能在其他国家也有类似的情况。当我们在衡量消费者价格的时候，人们也间接地支付地产持有者。也许我们可以做这方面的研究，也许我们会发现对于地产理解的不同观点。它在那里，它是一个固定的东西。说老实话，我对你把地产领域与其他资产完全分割开来的说法有点困惑。

Perry Mehrling: 我希望从我们同事的演讲当中接着往下谈。我注意到地产信贷不指望在城市地产的生产力中得到回报，它是通过劳动力收入的方式得以体现的，或者是通过把资产出售给别人的方式获得收益的。但是，这里我们所说的一个要点是，在一个服务经济之中，伦敦、旧金山、曼哈顿等等都是如此，它们很大的一部分资产是人力资本。从本质上来讲，人力资本不能用作抵押品。这就解释了为什么它们也是不稳定的。因为我们使用这个资产，使用地产作为抵押品，因为它可以被人所拥有，它属于非生产力的资产，它之所以有价值，是因为人们居住在上面，这个就是支撑。这里我们就看到一种脆弱的存在，我们所说到的后现代资本主义的脆弱性，也就是资本的风险，资本泡沫与人力资本相关的风险泡沫问题。以前我们说的都是生产性经济体的一些问题，我们谈公司的出售和拥有，但在现代经济体中，也许我们融资对象是交易而不是公司，是属于一些虚拟性的行为了。

Lord Adair Turner: 货币数量理论被过去 30 年的经验挑战和质疑，货币流动速度不断下跌，这是一个讽刺现象。

杠杆上升的自动平衡取决于我们所说的银行资产负债表中的负债部分的资产，或者是货币。但是我们看到，银行中有现金体现的负债，如果我们把所有的东西都称之为钱、货币，那么我们就看到了货币流动速度的下跌和杠杆率的上涨，以及它与 GDP 的关系。在过去半个世纪以来都出现了这样一个现象，因此我觉得货币数量理论已经受到根本的挑战。

有关城市土地理论的颠覆，我想说的论点是，我们看到有缺失的一块，在现代理论中有很大大块的缺失。我们有生产函数，还有资本，它是通过每年净投资累积的，我们并没有把不可再生的土地放在我们的营业额中。经济计算方法对我们来说非常之重要。有三个因素应该包含其中，但是这个理论之中只包含了两个因素，我们需要看一下最重要的一个。资本存量在现代经济体中并不带来价值的增长，它是通过现有地产价值的变化而变化，这会对经济理论带来一个很大的冲击。我们也看到了财富收入比的剧烈增长，这与我们投资利率和投资回报率的关系密切。在我的图表中可以看到，大多数财富收入增长与投资 and 储蓄增长无关，而是来自于已经存在的地产的价格增长。因此，我想在现代经济理论中，其实缺乏两点，其中一个就是人们不太关注银行系统，还有是对信贷部分的疏忽。

另外一个问题，在我的一本书里我曾经提到了，在现代经济中经济和金融的不稳定性与生产性土地之间的关系。我们可以看到，银行和影子银行无限期提供货币和货币替代物的能力，以及有限的不可再生的土地资本之间的关系。我觉得这将在很大程度上影响到金融系统的不稳定性，这两者都会影响宏观经济理论的构建。现有理论缺乏两点，一个

是金融系统无限制提供信贷的能力，以及有限的城镇土地资源的矛盾。

最后一点，说到城镇土地，当然人们花钱购买它，但是这样的话，我们就会创造更多的信贷。也就是说，货币存量总是要花在某个事情上，但大多数钱都是用到地产领域。你去到银行，人们说好的，我提供信贷，创造货币，你就可以考虑这种无限制的信贷使用。刚才也有人提到了人力资本和地产资本，实际上金融体系最喜欢把钱贷到地产领域，因为这可以作为一个通用的非特定目标的抵押品。如果你把钱借给某一个领域或某一个行业，你还要对这个行业的主营业务做一个分析，来看它是否可以做抵押的资产。但是你贷给地产领域就不存在这个问题，人们知道可以把土地作为通用的抵押物。

因此，在这个过程中，我们看到也很多银行希望把钱贷到地产领域，而不是其他的领域。刘海影刚才提到一点，首先有关杠杆的定义，你说的非常对，除了给公司和家庭的贷款以外，还有很大的一块杠杆是用于衍生产品市场。其实这就是贷款从一个金融机构到另一个金融机构的繁殖，但是那些去到公司和家庭的与衍生产品无关的贷款我们要考虑和关注，我们要考虑以下两点。

首先，一个实体经济在一个典型的贷款环境中的贷款利率是多少。第二，我们看这个利率是否太高或者太低。我们很多研究已经星星点点谈到了这个话题，有一些专家已经研究了杠杆率到底多少合适。我们看到实际上私营领域中的杠杆率不是我们想象中的线性无限的，同时我们还需要考虑在不同经济体下不同杠杆率的恰当性。第三，我想说的是，最重要的不是总体杠杆率的数量，而是贷款的质量是好还是

坏。我想说是，这里的一个悖论是，好贷款也会变成坏贷款。如果我定义一个好贷款是银行贷款给借款人，他能够还他的贷款，很多好贷款都是以这种方式定义的，最后都会变成坏的贷款。我最近读一本书，他就描绘了这样一个现象，在 2009 年和 2010 年建立的那些家庭都希望能够还掉他们的贷款，但是所有的累积起来的那些希望能够来返还贷款的家庭带来一个经济衰退。所有的借款人如果都有能力偿还借款的话，宏观上的影响反而是经济衰退。所以，在我的书当中，我也做了一个总结，好的借贷全部累积在一起可能会造成一个负面的效果。

还有余永定刚才给我们看的那张图表，可能我还需要花更多的时间研究，为什么货币的创造不会带来通胀呢？可能是由于很高的储蓄率。我们知道在英国大量的货币制造并没有造成通胀，但是在英国我们的储蓄率只有 0%，几乎没有任何的储蓄。在英国，在家庭这个部门，有的人会借了很多钱，而其他人积累了很多钱，但是净储蓄率是非常低的，很多时候是接近于零的。因为所有的借款和所有的贷款几乎可以相互抵消。但是，我们很多的借款是针对的现有的资产，并不跟实体经济中名义 GDP 的增长挂钩。结果是有的人是在积累贷款，而有的人是在积累一些存款，这是英国的情况。

我本人非常关注储蓄存款和交易存款这两个不同的概念，因为我觉得现代经济把这两个概念合为一起。大多数的钱，我们知道现在利率差不多是零，假如我们回到 5 年前，所有的钱全都是有利息的。现在所有这些钱全都是交易的货币，因为在互联网时代，我有交易帐户，同时也有储蓄帐户，这两个帐户之间的钱一秒钟就可以相互转换，不管是交

易帐户还是储蓄帐户，都是有利息的。所以我非常担心这样一种想法，交易帐户是没有利息的，而存款帐户里的钱是有利息的。有一位哈佛的教授就提到过这个问题。有一些经济学家对某一些特定的领域，比如说银行资产负债表负债那一块的内容非常感兴趣，到底哪些应该叫做货币，哪些不应该叫做货币，他觉得我们过去 50 年的研究并没有很好解决这个问题。我觉得从根本上讲，信贷创造的过程，要么创造了资产价格上涨，或者造成了名义 GDP 的增长。我倾向于去思考银行资产负债表负债那一端的情况，以及积极的信贷创造的结果。同时我觉得也有必要去思考一下我刚才说的交易货币以及储蓄货币之间的问题。

余永定：我们刚才进行了非常卓有成效的探讨，因为现在时间关系，我们今天早上第二部分探讨就到此告一段落。

Thomas Ferguson：我不想要做任何总结，我也不希望马上进行新的讨论，我想要补充几点。花旗银行的一个经济学家说过一句话，如果我要贷款，我为什么要制造一个贷款，我去买一个贷款就可以了，从创造贷款的人那边买一个贷款就可以了。这非常好地描绘了现在银行的状态。但是我会非常审慎，我不希望迅速地去探讨地产，有很多人写了房地产的论文，他们对于资本有非常统一连贯的研究，我们在 IMF 的网站上也可以看到相关学者所做的研究成果。我个人觉得在不断变化的社会，不管是在美国还是世界其他地区，我们觉得很多富人买了很多房地产，他们会造成房地产价格的上涨。我觉得这样一个想法其实有的时候是错误的。为什么他们变得这么富有呢？我们可以想象一下房地产制造的过程，它的价格是不是会上下波动，然后我们再思考一下这个波动会造成的结果。这个模型是非常简单的，我们已

经做了很多模型的研究。我觉得房地产并不会破坏实际的经济生产率。

余永定: 好, 本轮讨论到此结束。

专题讨论三：SDR

Perry Mehrling: 下面我宣布今天下午的日程，今天下午第一个专题讨论是 SDR，第一个演讲者有 20 分钟的时间，他演讲之后有两位嘉宾评论。下面有请下午第一位，来自上海发展研究基金会的研究员葛佳飞！

葛佳飞：加强 SDR 地位和作用的制约因素

葛佳飞（上海发展研究基金会研究员）：大家好，我的题目是“加强 SDR 的地位和作用的制约因素”。

为什么要加强 SDR 的地位和作用？很多学者对此做过论述，大致可以分成三方面的原因。首先，全球金融危机爆发后，国际货币体系的不稳定性和其负外溢效应受到国际社会的广泛关注。建立一个超主权货币主导的国际货币体系一度被认为是改变现有不合理体系的理想方案。包括周小川、Stiglitz 等都有过这样的表述。SDR 作为 IMF 为补充成员国国际储备而创造的记账单位是超主权货币的一个优先选择。加强 SDR 的地位和作用就是在向这样一个理想目标迈进。其次，加强 SDR 的地位和作用有利于增加安全的国际储备资产的供应和选择范围，有利于减少主要储备货币汇率波动的冲击，有利于储备资产的积累和储备货币国的经常项目逆差相分离等等，从而有助于当前的国际货币体系向着更加稳定的方向发展。再次，IMF 章程规定使 SDR 成为主要储备货币是成员国的义务，加强 SDR 的地位和作用包含了这个目标，是向着这个目标推进。

但是 SDR 创设之初的目的是作为成员国外汇储备的补充，要加强 SDR 的地位，比如它在国际外汇储备中的地位；要扩大它的使用范围，比如放开及鼓励 SDR 的私人使用，存在着很多制度上的制约。我重点谈三个方面的制约因素，首先是关于 SDR 计值货币篮子，目前的篮子货币标准是一种模糊的规则，它没有具体的数量界限。其次是关于 SDR 的发行和分配，目前的 SDR 发行机制是不完善的。再次是关于 SDR 的费用和利息，很少有人提到这个问题，但如果我们想要加强 SDR 的地位和作用，放开 SDR 的私人使用，形成有深度的 SDR 市场，它会成为一个严重的制约。

首先，第一个，当前，IMF 规定的 SDR 篮子货币的标准是不明确的。当前的标准只确定了考察的主要指标，但没有规定达到多少份额或者前几位可以进入篮子。它存在一些不利的影响。首先，它增加了一种货币进入篮子的政治成本，当一种货币的各项指标都进入世界前列，但又不具有压倒性优势时，它能否进入篮子可能要取决于政治博弈。一个事实是，自采用不明确的规则以来，除了欧元取代德国马克和法国法郎外，30 年来，经历了 6 次评估，SDR 篮子就没有变化过。随着新兴市场的快速发展，不少学者都指出当前的 SDR 篮子是僵化的，不能反映世界经济形势的变化。因而，这种模糊的规则使对 SDR 的代表性、合法性和稳定性产生了不利的影响。这里必须指出的是，1981 年以前的透明规则之所以被淘汰，不是因为它是透明的，而是因为它的标准定得太低。其次，模糊的规则增加了一种货币进入 SDR 篮子的不确定性，增加了 SDR 篮子变动的预测难度。因此，IMF 执董会、国际货币与金融委员会以及 G20 部长都曾提出需要一种透明的规则来扩大 SDR 篮子。

那么如何探索透明的 SDR 篮子货币标准，换句话说什么样的标准是合适的。首先，这种标准所决定的 SDR 篮子规模应该是适度的，即不会让太多的货币进入篮子，也不会使篮子的代表性过低；其次，它的调整频率应该是适度的，既不会频繁调整，也不会过于僵化。

一种可以考虑的数量化标准是这样子的，在“主要出口国”标准上，规定出口占全球 1% 及以上；在“可自由使用”标准上，规定各项指标皆占全球的 0.5% 及以上。

如果用这种标准对当前的主权货币进行考察，则从“主要出口国”标准来看，欧元区国家、中国、美国、日本、英国、韩国、香港、俄罗斯、新加坡、加拿大等 21 个国家（或货币联盟）满足出口占全球 1% 及以上的标准；从“可自由使用”标准来看，在官方储备方面，美元、欧元、日元、英镑、加拿大元、澳大利亚元满足在国际储备中占比超过 0.5% 的标准，同时，根据 IMF 发布的最新评估报告，持有人民币资产作为外汇储备的国家已经增加到 38 个，人民币在外汇储备总量中的占比达到 1.1%，也满足该标准；在国际银行借贷方面，美元、欧元、英镑、日元和瑞士法郎满足在国际银行借贷计值中占比超过 0.5% 的标准，但是 BIS 一共只统计了这 5 种货币，因此人民币、加拿大元和澳大利亚元等其他主要国际货币也有可能满足该标准；在国际债券方面，欧元、美元、英镑、日元、瑞士法郎、澳大利亚元、加拿大元和人民币满足在国际债券计值中超过 0.5% 的标准；在现汇交易方面，美元、欧元、日元、英镑、澳大利亚元、加拿大元、瑞士法郎、墨西哥比索、新西兰元、俄罗斯卢布和人民币等 15 种货币的外汇交易量占全球 0.5% 及以上。

因此，总的来说，目前的四种篮子货币，美元、欧元、

英镑和日元满足上述全部量化标准；加拿大元、澳大利亚元和人民币满足其中的 4 个指标，分别是出口、国际债券、外汇储备和现汇交易量，有 1 个指标缺少数据，无法判断，也就是国际银行借贷；其它货币至少不满足其中的 1 项指标。

从评估结果来看，上述量化的标准是基本合理的。当然具体的数值可以进一步研究和讨论，同时量化标准的实施也需要 IMF、BIS 等比较权威的国际机构提供更加详细的各主权货币国际使用情况，比如人民币在国际银行借贷中的使用情况等等。

那么，第二个，目前的 SDR 发行和分配规则同样是有问题的。原则上，常规的 SDR 的发行和分配应该满足补充全球外汇储备的需要，每五年评估一次。但事实上，该规则是不明确的，具体的 SDR 发行在很大程度上是政治博弈的结果。同时 SDR 的分配方式可能也在一定程度上阻碍了 SDR 的发行。当前，SDR 是按照各成员国在 IMF 中的份额进行分配的，美国、欧盟等对国际储备需求不大或不处于持续增长中的发达国家获得了大部分的新增 SDR 份额，而大量需要储备以应对各种冲击的发展中国家只分得很小的一部分。在这样的分配方式下，具有较大话语权，分到较多 SDR 的国家不需要 SDR 分配，需要的国家不仅话语仅较小，即使分配也只能分到很少的份额。

最后的结果是，SDR 创立以来一共只发行了 4 次，总共发行了 2041 亿 SDR，以 2014 年底的汇率计算，大概相当于 2957 亿美元，仅相当于当时全球外汇储备的 2.5% 左右。从 1981 年到 2009 年没有任何 SDR 发行，2009 年以后，2010 年到现在也没有 SDR 发行。SDR 占外汇储备的比重从 2009 年底的 4.0% 继续下降，到 2014 年底 2.5%。不要

说扩大 SDR 的地位和作用，SDR 在外汇储备中的地位也在持续下降之中。

最简单易行的增加 SDR 发行的方式是定期发行一定量的 SDR。Stiglitz 等人认为应该以每年全球国际储备的增加值作为 SDR 的发行量，大概每年发行相当于 1500-3000 亿美元之间的一个固定数额。而 Williamson 在同样思路指导下认为每年发行相当于 4570 亿美元的 SDR 更加合适。IMF 也认为每年发行相当于 2000 亿美元的 SDR 就能显著提高 SDR 在国际储备中的份额。但是基于全球储备增加值的 SDR 发行有一个前提条件，即 SDR 成为主要，甚至是唯一的国际储备货币，否则按该规则发行可能会带来比较大的通货膨胀倾向。

那么一种更加温和渐进的选择可能是，参照全球储备增加值和 SDR 在全球储备中的份额来决定 SDR 的发行，也就是这么一个公式，一个乘积。如果按这种方式计算，未来五年应每年发行相当于 236 亿美元的 SDR，约为当前 SDR 总量的 1/12 左右。当然定期发行 SDR 也可以采用每季度或每月等不同的发行周期。

此外，SDR 的发行也可以考虑逆周期发行。这样的发行方式不但同样能够提供 SDR 的流动性，而且能够在一定程度上平滑经济的周期性波动，同时还可以避免在全球流动性过剩时期创造大量的全球信用而助推流动性泛滥。但是如何确定全球经济周期所处的时期和相应的 SDR 发行量需要有一个确定的方案，否则如果全部 SDR 都进行逆周期发行可能需要等到下一次全球金融危机才能看到新的 SDR。

设立替代账户也是增加 SDR 供应的重要方式，但它还有一些技术问题没有解决，我这里不再展开。

第三个问题是 SDR 的费用和利息问题。也就是持有 SDR 可以获得利息收益，其收益与 SDR 的分配费用刚好抵消。即持有 SDR 超过其分配到的数量的成员国可以获得超出部分的利息，而持有 SDR 少于其原始分配数量的成员国则要支出费用。

SDR 的费用和利息的存在严重阻碍了 SDR 在国际货币体系中地位的提高和作用的发挥。首先，对成员国来说，使用 SDR 在某种意义上相当于发行债券，减少了成员国对 SDR 的使用。再次，对私人部门来说，如果允许私人持有 SDR，并且与“可自由使用”货币是自由兑换的，那么 SDR 的风险与收益就严重不匹配，它就相当于没有风险的生息资产或有利息收入的货币。从另一个角度来说，SDR 的价格和价值在制度设计上背离的，SDR 篮子决定了 SDR 当前的汇率，即价格，而 SDR 利息使得 SDR 成为一种浮动利率永息债券，利息的现值决定 SDR 的价值。在这种情况下，即使放开 SDR 的私人使用，也很难形成有深度的 SDR 的市场。

最后简单总结一下，加强 SDR 的地位和作用既是向理想化的国际货币体系——超主权货币体系迈进，也有利于当前的国际货币体系向着更加稳定的方向发展，更是为了实现 IMF 章程所规定的成员国的义务。但 SDR 存在着很多先天性的不足。首先，当前的 SDR 篮子货币标准不是一种透明且明确的规则，它增加了 SDR 篮子扩大的成本，导致事实上 1981 年以来未能有一种新的货币进入篮子，在一定程度上降低了 SDR 的代表性和合法性。我们建议研究在一定程度上扩大 SDR 篮子的透明规则。并提出把 SDR 篮子货币标准设定为：出口占全球 1% 及以上国家的货币，2. 以及“可

自由使用”标准的各项指标皆占全球 0.5% 及以上的货币，是一个可以考虑或者作为参考的选择。其次，SDR 的发行规则是不明确的，1981 年以来唯有全球金融危机催生了新的 SDR 发行。SDR 数量的缺乏以及发行的随意性都不利于 SDR 地位的提高和作用的发挥。定期发行 SDR 是最简单的保证 SDR 流动性提供的方式，为了减小 SDR 发行的通货膨胀效应，可以考虑将前五年年均外汇储备增加值 *SDR 占全球储备的比率作为 SDR 发行量的参考指标。逆周期发行和替代账户发行可以作为定期发行的补充，但这两种发行方式均还存在一些技术问题需要进一步的研究。再次，SDR 的费用和利息使得 SDR 成为一种有收益的货币，或者无流动性风险的有收益资产，这是一种收益与风险不匹配的扭曲的存在。如果要扩大 SDR 的地位和作用，突破其仅作为记账单位和外汇储备补充的局限性，这是一个必须研究解决的障碍。当然，其它还存在一些制约 SDR 地位提高和作用发挥的因素，比如 SDR 的利率计算周期太长，SDR 的可兑换性如何保证，SDR 清算机制如何搭建等等，都有待进一步的研究。谢谢。

Perry Mehrling: 现在进入评论环节，首先请 James Boughton 做 5 分钟的评论。

James Boughton 评论

James Boughton（国际治理创新中心高级研究员、原国际货币基金组织历史学家）：非常感谢你，这是非常有趣的研究论文。SDR 是一个资产，但非常难以让人们充分理解它，即使在 IMF 内部也是如此。我们有很多的讨论和探

讨，但对 SDR 的一些关键核心依然是困扰重重。我想说的第一点是，SDR 不是一个货币，它从来没有被当成一个货币，部分是因为在全球范围内并没有把 SDR 作为由 IMF 发行的货币的需求。同时，它还要由我们这些国家的信用支持。所以我觉得把 SDR 看成一种功能不充分的货币不太恰当。

SDR 到底是什么呢？它确实发挥着一些货币的功能，但是我们还要仔细来理解它的一些主要特点。其中一个特点就是 IMF 给它的成员国分配 SDR 的时候，对于每个成员国而言，就提供了一个无条件的信贷额度。这些国家按照这个额度可以使用他们的 SDR。另外，他们使用 SDR 需要支付费用，对于一些使用国来讲，需要一些措施使得他们不要过多地使用 SDR，所以要收取一定的利率费用。当然还要参考类似的无风险回报率。从金融资本的角度来看，SDR 应该对于那些愿意持有储备的国家具有吸引力，同时还有一些使用国希望用 SDR 作为一个支付手段或者投资手段。除此之外，SDR 还会有一些其他的功能。比如说，有些国家可以把它的货币与 SDR 挂起钩来，我记得大概有 15 个国家考虑他们的货币与 SDR 挂起钩来，但最后他们失败了。我们的政府和国家还可以考虑使用 SDR 计价的证券等等。过去约半世纪以来，我们希望 SDR 超出目前的使用功能。SDR 是一个非常有用的货币篮子，但却限制在非常有限的用途之中，这是我的第一个评论。

第二个，在这个论文中提到一个问题，有关使用标准过于模糊的话题，尤其是对于哪一些货币能够进入篮子的标准。我觉得这个标准并不真的那么模糊，但实际上这个标准很难理解，这是两个不同的概念，模糊和难理解是两个概

念。当 SDR 作为货币篮子的时候，它的标准是，发行这些货币的国家至少要占世界出口比例的 1% 以上，这样就意味着有 16 个货币，之后他们把数量减少到 5 个货币，其目的是希望使我们的资产更容易被理解和计算，同时也希望它在金融市场上更加有用。我们希望有一个相对简洁的货币篮子。在 2000 年的时候，这个标准就改变了，包括了一些新的概念，它必须是可自由使用的，并且用于 IMF 交易之中。我觉得这个措词非常重要，它不是在金融市场自由使用，而是在 IMF 交易中自由使用，这是两个不同的领域和概念，这意味着非常确切和具体的方法。我记得一篇由 IMF 研究人员所写的论文，这个文章现在大家也读不到了，我不知道将来人们是否有机会能读到。这篇文章就是考虑 IMF 所使用的定义标准问题，什么叫做可自由使用，它的要素是什么，以及什么样的货币符合这个标准和要求。

总结而言，一个国家必须要有很大的货币流转量，这是最基本的标准。当然也有小规模货币，像瑞士法郎，它其实也是可自由使用的，但是它非常之小，市场规模不够大，所以没有被放入其中。这就是我们所说的入门级的标准。除了这个标准以外，如果一个国家从 IMF 借款，然后获得了 SDR 支付，它必须能够把这些 SDR 与一篮子货币中的一个进行兑换。同时，在市场中当它足够宽广、足够深的时候，我们把 SDR 换成这个货币，就不会使这个国家处于不利位置。如果人民币是 SDR 篮子之一的话，其他的一些非洲国家来借 SDR，他们希望能够把 SDR 转化成人民币，或者在其他一些最为方便的金融市场做到这一点。这就需要有足够的流动性来确保我们能够把 SDR 换成美元或欧元等，这就是我们所说的可自由使用。我希望能够在今年年底出台对于

可自由使用的定义，以及是否把人民币加入一篮子货币。

最后一点是有关政治的，因为我觉得这是很重要的话题。政治当然很难让人用一句话说清楚。接下来几个星期，他们会不会做出决定？这是他们考虑是否把人民币加入一篮子货币的时候，人们还在争论这是政治性的决议，还是经济性的决议。

丁剑平评论

丁剑平（上海财经大学教授、现代金融中心主任）：这是非常好的论文。SDR 一篮子货币标准的探讨已经被延期到明年的 9 月 30 号。现在我想谈两点，除了之前你所提到的要点之外，我还想增加两点，一个是货币篮子的标准问题，一个是 SDR 的自我变革和演进。

第一，有关货币篮子的标准。你的文章提到 4 个标准，从历史角度来讲有两个标准，之后我们又加上另外两个标准。这些标准哪个最重要？我们要考虑它们权重。说到权重就出现问题，加拿大、澳大利亚以及其他一些国家，把这几个国家考虑进去，就会出现一个国家偏差，因为不同国家使用不同的标准。谁来做最后的评判，哪一个标准是最重要的？国家与国家有不同的优劣所在，这个是很大的问题。同时，对于那些已经进入篮子的货币，第一个标准是按照出口量的占比，以及官方储备。这些货币已经在篮子里，它们享有现成的优势，它更多的是针对中国。你也提到 SDR 本身，如果 SDR 本身不具有足够吸引力，它也许会被其他货币所替代。如何提升 SDR 的吸引力？我觉得它应该被私人领域里的公司所使用。对于那些被私有领域使用的货币而言，相

应的支付体系也应该建立起来，你没有提到支付体系。如果任何一个货币要想被私有领域自由使用的话，与之相关的支付体系应该事先建立起来。这是其中的一个问题。

还有，SDR 的分配，你提到了富裕国家和贫穷国家 SDR 分配的不公平性。不同学者有不同的倡导，SDR 的分配也应该有一个标准。没有一个好的分配标准，我们如何来做出评判？正如你在论文中提到的，我们有商业周期，其开始点和结束点也需要一个标准，多少的流动性应该被 IMF 来发放，这也是一个问题。

我做一个总结，第一是有关篮子的标准问题，第二是有关 SDR 自身的改革和演进的问题。这个讨论延迟到明年，让我们能有更进一步的探讨。

Perry Mehrling: 我们现在已经迟了几分钟，我们希望能够直接进入下一个主题，然后把把我们这个环节的研讨放到最后。

James Boughton: SDR 的未来是什么？

James Boughton: 我来澄清在刚才讨论中所提到的一点，如果我理解正确的话：2016 年 9 月是发布 SDR 篮子货币新组成的一个日期。但是我想，某一个货币加入这个篮子的标准，应该是在明年 11 月的时候发布。

在我的演讲中会谈 5 个问题：为什么创建 SDR？它的演进路径如何？它是怎样的资产？我们为什么关注它？如何加强 SDR 的功能和职责？

为什么始创建 SDR？它开始的时候是美国货币的黄金等值物。在当时的外汇储备困境中，人们不希望改革以美元

计价的外汇体系，就创建了类似于黄金的功能。我们之所以这样做，目的是为了保留布雷顿森林体系，用 SDR 作为一个补充，但是 SDR 却失败了，没有能力兑现当初我们设立它的愿景。后来布雷顿森林体系也崩溃了。但是 SDR 并没有消失，我们重新为它设立目标，要发挥重要的作用，也就是在后布雷顿森林体系采取浮动汇率时代发挥作用。我们在 1979 年重新定义 SDR 一篮子货币，以后对 SDR 的使用目标又做了很多改变，那些使用 SDR 的国家需要支付市场利率，同时它是一个短期的无风险利率。

另外一个非常重要的改变，可能我们谈论的不是特别多，我们更多的是在政治背景下讨论怎样加强 SDR 的作用。我们有一些新的规则，假如说某个国家现在要去借款，要用 SDR，就有一系列的信贷额度，SDR 现在设计的目标是作为一种资产去帮助这些国家，作为其外汇储备的一部分。我们现在取消了要求之后，这些国家就可以长期使用 SDR，把它作为长期借款。看 SDR 在金融上的一些特点，会发现它的演变，它更多的以一种国际援助的形式存在。它在某一个职能上有所加强，另外的职能则有所削弱。在 2000 年我们对 SDR 进行了改革，出台了自由使用的概念。

今天我们所说的资产不是货币，而是信贷额度。在 IMF 的这个文件中，就提到所有成员国都需要承担 IMF 成员国的职责，让 SDR 成为国际金融系统最主要的外汇储备之一。为了让 SDR 成为主要的外汇储备资产，需要有很多的 SDR，需要占据全球储备一个很大的份额。但是很显然，它并没有实现这样的标准。我们看这张表格（图 1）。这张表格表现一个非常重要的事实，这是我针对这个会议的一篇论文中的。1972 年底，SDR 占到外汇储备的 8%。后来

这个占比大幅下滑，然后又有了第二波，1980 年代又增加了 SDR，占到了 4%。之后由于没有分发 SDR，于是又下降了。到 2008 年，SDR 在占全球外汇储备的 0.3%，几乎是灭绝了，不存在了。这就是为什么大家把 SDR 比做“渡渡鸟”。

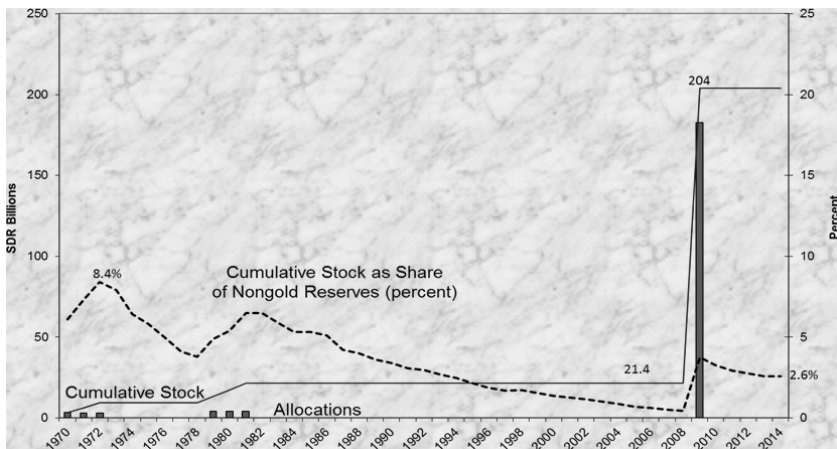


图 1: SDR 配额，1974-2014

我非常同意刚才演讲者在论文当中所提到的，我们有必要进行定期的发放。我觉得 SDR 的未来是非常重要的一个话题，对于全球金融体系至关重要。SDR 能够以较低的成本增加外汇储备，为经济发展，为基础设施，为本国投资机构融资。假如缺少了外汇储备，国家就会有很高的进口压力，这对于经济发展非常不利。

我们为什么觉得 SDR 非常重要？因为我们今天生活在一个多极的货币系统，多数国家可以选择要怎样的储备组合。现在美元占比一直比较稳定，差不多是 60%。在过去

25 年中，外汇储备中的美元占比曾经高达 80%，也曾经低于 50%。美元在外汇储备占比上，其实是非常不稳定的。假如一个国家外汇储备中的 SDR 占比非常高的话，自然而然能够让它的货币组成比较稳定。我觉得在国际金融体系中面临这样一个问题，就是有潜在不稳定的风险，在过去 25 年当中经常会有金融危机的发生，而 SDR 在金融危机的时候应该对稳定全球金融体系发挥重要的作用。

怎么能让 SDR 发挥作用？首先，我们要定期发放 SDR，这样它就不会不断下降。第二，我们可以在发放 SDR 之后进行再分配，比如说某些国家不缺少外汇储备或者不希望持有更多外汇储备的话，那些国家可以把这些份额捐给其他需要的国家，或者借给其他国家。我们知道在欧洲由德国所引领的一系列国家，有这样一个观点，他们觉得仅仅是发挥一个边缘的角色。对于那些需要帮助的国家，我们需要一个更加长期的借贷机制，所以我们要加强 SDR 作为储备货币的角色。我们也可以设立一些替代帐户，假如某个国家持有过多的美元，这个国家就将它换成 SDR，这样他们就可以在 IMF 设立一个帐户，持有相应的 SDR。假如你持有很多美元债务的话，其实你的财务会非常复杂，如果你将一部分转换成 SDR，整个财务状况就会比较稳定。

现在大家关注的问题是，怎么更新 SDR 一篮子货币的组成，怎么能让 SDR 真正反应当今世界的现实？毫无疑问，人民币最终应该加入 SDR，因为中国已经是全世界领先的经济体，也是全世界最重要的贸易国。我觉得我们都可以做这样的假设，中国在未来将有可能成为世界上最重要的金融经济体，人民币将发挥非常重要的作用，这是非常容易理解的，因为通常这个国家经济实力增强同时，它的金融实力也

会增强。在 1960 年代和 1970 年代，德国的经济政策是全球最好最强大的，所以当时马克是非常强大的一种货币。德国政府当时并没有鼓励马克的国际化，马克在国际社会中发挥重要作用是在很后面才发生的事情。如果我们现在关注新闻的话，中国非常希望人民币能够加入 SDR，我也觉得国际社会可以接受这一点。现在问题是，到底在哪一个时间点？或者人民币已经实现了国际化，或者国际化程度已经使得人民币能够在 IMF 交易中自由使用，我觉得这仅仅是时间的问题。我现在不想预测到底在哪个时间点，是 2015 年底还是 2016 年，我觉得这仅仅是时间的问题，是一定会发生的。

所以我做一个总结，SDR 非常重要。“渡渡鸟”到底会不会再一次腾飞呢？我个人的预测答案是肯定的。谢谢！

Perry Mehrling: 现在有两位评论嘉宾，第一位评论嘉宾是徐明棋先生！

徐明棋评论

徐明棋: 你刚才的演讲非常精彩，我非常同意你刚才所讲的内容，James 提到 SDR 非常重要，我也同意，如果它不重要，我们今天就不会讨论这个话题了。在美国很多学者认为 SDR 是不相关的，SDR 并不重要。很长一段时间以来，SDR 额外的分配主要是在 2007 年、2008 年，金融危机发生之后，美国才同意扩大 SDR 的分配。在关键的时刻，SDR 可以作为非常重要的流动性来源。当然它不是真正的货币，但它却是官方的资产，能够提供一个很好的机制，让参与的国家能够利用这个机制获得额外的流动性。SDR 是一个非常好的机制。

今天我们也看到，国际金融危机爆发的频率更高了，国际金融市场更加不稳定，所以 SDR 将成为一个非常重要的机制，稳定国际金融体系，这是 SDR 重要性之一。同时，我觉得 SDR 不是纯技术或纯经济的结果，它最早是在 1969 年出台的，当时在布雷顿森林体系中美元并不稳定。后来布雷顿森林体系瓦解，SDR 仍然存在。我们怎么样进一步使用 SDR，在国际社会更加充分的使用 SDR，到现在为止，我们还没有找到或者达成一个共识。在发展中国家中，他们希望有更多的 SDR 分配，尤其是在他们需要时得到流动性支持。但是在发达国家中，尤其是美国，他们相信更多的 SDR 意味着更多的成本。因为在 SDR 机制之下，通常是发达国家，尤其是美国提供流动性，在非常低的成本之下提供流动性，尤其是相对商业市场汇率而言。这就是一个很大的问题。

看一下我们今天早上所讨论的要点，我们看到了需求，对于流动性在市场不确定情况之下的需求。在这个角度来看，SDR 还是非常有用的。国家援助能增加对 SDR 的使用，当然了，这也是它在设计方面很重要的一点，需要提供更多的功能帮助国际社会建立一个特殊的安全网络来维护市场的稳定性，这是我想说的第二点。

第三点，SDR 不是一个人造资产，每一个参与国都有自己的帐户，IMF 分配资产给每一个成员国的帐户，然后你可以使用它。同时，它已经是一种官方计价，或者是衡量工具，它已经成为一个非常稳定的价值评估体系，尽管它还是一种交易介质。如果把这两种功能结合在一起的话，它就变成真正的货币了。由于它还仅仅是一个价值的计量工具，它有潜力发挥功能来稳定储备货币价值。国际货币

需要与 SDR 挂钩，包括美元，这样的话，我们将会看到更多的稳定性。

很多国家，尤其是发展中国家，把它们的货币与美元挂钩起来，这样的话就会存在一个外汇体系来保证我们市场的稳定性。它们都是小货币，也是小市场，比较容易暴露在风险中。欧元是很重要的，但作为国际货币它没有任何确定的机制来提供稳定的作用。最近美元上涨是因为美联储将会收紧货币政策，相对于以前的量化宽松政策，这就带来了不同影响。因此这些关键国际货币价格的波动导致了世界上其他价值的波动，我们必须承认这个现实。对于美国来说，这并不是问题，但对于其他国家这就是问题，所有的调整过程都需要其他国家承担。我们需要有一个机制，如何让美元跟其他东西挂钩。SDR 就是一个很好的锚，这样它可以成为一个非常好的工具，不单发挥稳定作用，同时也可以帮助我们调整国际储蓄系统。这样，相对于目前的机制，美元将会更加稳定，如果其他货币都与美元挂钩起来，美元与 SDR 挂钩起来。这种国际性的与 SDR 挂钩的系统，本身也是一个政治体系和网络。我们需要来自于主要国家的公认，包括美国、日本、英国、欧盟等等。如果这些国家和地区能够同意这样一个稳定是所需要的，我们就可能看到这样机制的存在。否则，我们还要等到下一次危机出现，在那样的情况之下，也许国与国之间达成一致，才使我们进入一个新的阶段。这是我讲的第四点。

第五，中国货币是不是要放入 SDR，这对于 SDR 的维持或改革不是最重要的。即使人民币今年没有被纳入其中，提升 SDR 功能还是可能的，而且也是非常重要的，对于国际社会来讲，我们需要来提升这样的共识。谢谢。

Perry Mehrling: 最后发言人是乔依德。

乔依德评论

乔依德: 这篇论文非常有意思，我读了以后也受到很多教育。最近 SDR 是一个比较热的话题，大家都比较关心，特别是在中国，这也可以理解。但是我们关心或者研究全球金融体系的人，不应该仅仅停留在这个层面，应该要考虑更深的问题，关于 SDR 到底起什么作用，历史怎么样，今后会怎么样。我想 James 的报告给我们奠定了理解 SDR 的很好的思想基础。

我想谈三个观点。第一，我印象很深的是，他报告强调了 SDR 在国际货币体系中的作用。大家都知道，最近很多国内国外的研讨会或文章对 SDR 基本上都是不屑一顾的。因为从数字来说，它在外汇储备当中的比例很小，所以大家根本不愿意谈。但是 James 文章中提了一点，他认为 SDR 有不可替代的作用。首先 SDR 会给那些需要采取紧缩财政政策或减少国际收支的国家提供一个增加外汇储备的低成本的方法。他在论文中举了很明显的例子，比如说 2009 年全球 30% 非黄金储备的增加都是通过 SDR。就拿美国来说，在 1970 年 12 月到 1971 年 4 月，它一直使用 SDR，还在 1998 年 11 月一次性用了一半的 SDR，哪怕对美国来说，SDR 也不是可有可无的。

第二个印象很深的是，是对今后 SDR 应该怎么做，他提了 5 条。比如说，要定期发行，这在我与葛佳飞的文章中也提到了。还有分配以后的再分配，还有替代帐户，还有要更新 SDR 货币篮子等等。

我讲一条，怎么更新 SDR。刚才 James 提到人民币国际化，我在很多场合也讲，人民币进入 SDR 有利于 SDR 的代表性，有利于 SDR 的稳定。在我与葛佳飞的文章中提出来，可以把“主要出口国”标准的出口指标指定为占全球总出口的 1% 及以上，同时把“可自由使用”标准的所有指标指定为占全球总额的 0.5% 以上。我们是抛砖引玉，不一定对，大家可以提出新的办法。

第三，联系今天上午讨论的中央银行货币互换、内生性货币，包括下面要谈的外汇储备、地区交流等等，有一条内在的线把所有零散的东西串在一起，我自己理解是国际流动性。什么叫国际货币体系，你可以从不同角度来说，货币本位、外汇、跨境资本等等，但是这里面有无形的一条线，就是流动性。流动性怎么创造，怎么跨境分配，怎么来调节等等，这是很重要的。

哈佛一个教授本杰明讲，请忘掉这个 M，请记住 C，不用谈货币，对金融稳定性来说要注意的是信用。我自己想，C 后面还有没有别的？有，就是流动性。什么叫流动性？虽然这个概念很模糊，但我觉得非常重要。昨天我跟余永定也在谈，这里面有没有一个价值的储备功能。虽然概念模糊，但是对金融稳定非常重要。有人把过去的经济理论比喻为“渡渡鸟”，看过去的经济理论还能不能存活。我觉得现在全球金融或者全球经济还是处于一种不稳定的状态。现在发达国家都是在搞非常规的货币政策，虽然现在没有看到通货膨胀，但是到底今后会怎么样，很多人还是在争辩，可能还会有危机。为什么研究 SDR，除了前面讲的很实际的问题，从长远角度来说，就算美国是老大，那个时候 SDR 也用了一半，以后还会出现问题。我们现在对 SDR 做研究，

可能有利于应对今后重大的危机，就像 2009 年一样，说不定人家哪一天还会想起现代“渡渡鸟”。我就讲到这里。

Perry Mehrling: 我想尽管“渡渡鸟”今天还没有飞出去，但看起来它会在我们会议室逗留。我们现在还有 12 分钟用于讨论，我们还有 4 个评论，结束之后将会进入下一个环节。

讨论

Lord Adair Turner（美国新经济思维研究所主席）：我们很难看到 SDR 的功能在将来大幅提升和改变。我们讨论 SDR，其实我们说的两个要点是相互联系的。你可以把它们分开来看，其中一个是更多的使用符合一篮子货币的价值所在，另一个是 IMF 更大程度上的流动性支持，这两者其实是相互支持的，你可以把它们想象成两个单独分开的事情。你可以在私有领域决定更稳定的价值存储，同时有一些人希望能发放 SDR 债券，他们会购买 SDR 债券，即使 SDR 不由 IMF 发放。中国真的有点担心其外汇储备的价值波动，因为它在很大程度上是以美元计价。中国可以做这样的决定，从明天起所有外汇储备全部用 SDR 计价，这就需要 IMF 的工具。

我现在着重讲第二点，我们是不是需要提供更多的无条件的流动性呢？首先我们确实需要，因为假如没有这样的流动性提供，我们就会积累大量的外汇储备，目的是为了保险。如果看一下全世界外汇储备的积累，我们就会发现大多数的外汇储备不是出于自我保险的角度，而是把它作为副产品，就是外汇政策的副产品，从而推动以出口为中心的外贸

政策，中国就是这样。中国持有这么大量外汇储备，并不是出于保险的原因，而是为了推动出口。同样，日本也不是非常担心自我保险的问题，日本持有外汇储备也是为了支持它的外汇政策。卡塔尔，还有阿布扎比，都有大量的外汇储备。我们必须认识这样一个事实，80% 到 90% 的外汇储备并不是为了自我保险的目的。

我们必须清楚到底什么是无条件的流动性，它就是你拥有借款的权力。使用 SDR 在某种程度上等同于使用债券，我觉得不是从某种程度，它就是债券，它就是一种借贷权力。相当于全球性的直升机撒钱一样的对货币的分配，IMF 就是把这个钱放在你的帐户里，你可以随心所欲地去用它。但是，这样做的好处，只有有人愿意接受 SDR，才真正有用。这个前提就是所有的中央银行必须达成一个共识，比如说能不能向美联储用 SDR 换一些美金。这个前提就是全球必须要达成一个共识，然后就像直升机撒钱给他们发放货币一样，这是一个解决方法，全球有这样一种对货币的需求。但是为什么不能把它看作是一个直升机撒钱的货币提供？因为 SDR 本身并不是货币，它并不具备主权货币的职能。中国必须认识到这一点。到底什么是货币？就是以这个国家的主权向人们发放这些钱，而收到这个钱的人愿意支付一定的税务，于是我们就有了全球的治理，全球的政府。所以不管我们对 SDR 作用的如何辩论，我觉得 SDR 最终的占比还是会非常小，不会到达一个很高的程度。

马骏（中国人民银行研究局首席经济学家）：私人部门是不是能够使用 SDR 取决于我们是否有创造力。我给大家举一个例子。IMF 的一些研究人员建议，使用 SDR 作为资本金，组建一个全球绿色基金。这个以 SDR 作为资本

金，然后去发行债券，再用债券发行收入为绿色环保投资项目提供融资。如果这个想法能付诸实施的话，这就成为了一个私人部门使用 SDR 的案例。如果绿色基金的内部收益率是 6%，比国债的收益要好。在假设可以创建一个 SPV (Special Purpose Vehicle, 也称为特殊目的机构)，装入全球绿色基金的资产，可以在伦敦交易所上市，全世界的投资者都可以购买它的股票。于是 SDR 支持的基金就变成了一种可投资的资产。大家可以顺着这种思路进行头脑风暴，说不定可以想出许多扩大 SDR 使用的新思路来。

潘英丽（上海交通大学安泰经济与管理学院现代金融研究中心主任）：SDR 在上世纪 60 年代和 70 年代已经有太多的讨论，后来它没有得到应有的发展，当时存在很多的原因，这些原因今天仍然存在，所以总体来看，它还是很难有发展空间。

我们现在国际社会到底缺什么，是缺外汇储备资产，还是缺流动性？假如说 SDR 是作为一种流动性的提供，它又存在另外两个问题。第一，国际货币基金组织作为流动性创造者的合法性问题，这是一个老问题。假如它没有获得合法性下，赋予它创造流动性的权力也是不应该的。第二，现在美元已经有全球的流动性，美联储在创造流动性上没有约束，欧洲央行也有创造流动性的能力，那么这两个地区是否就不需要分配 SDR 给它们。今天新兴市场经济体 85% 到 90% 的需求是储备资产的需求，这是因为发展中国家开放以后，参与了国际分工，这些国家会有大量的外汇资产作为其国家财富的持有形式。从这个角度来讲，SDR 不是一个主权货币，并没有一个国家的经济基础作为其支撑，也就是说它没有物质基础。所以它不能充当各国特别是新兴市场经

济体持有的外汇资产这样一个职能。我不认为 SDR 未来有什么前途。所以，对于中国加入 SDR，我觉得这一次假如不批准，对中国可能更好。我们央行是不是有一点追求政绩的需求，我觉得这没有太大意义。我就谈这点看法。

张礼卿（中央财经大学金融学院院长）：我同意刚才各位讲的，从 SDR 诞生到目前为止，它的主要作用应该是补充各成员国的流动性，特别是降低持有外汇储备的成本，降低自我保护的成本，这方面应该说还是有作用的。

但是从长远来讲，我们也可以设想，SDR 有可能在一定程度上成为一种类似超主权货币的东西，当然这是以国际货币机制组织在机构上的变革为前提。

第二，我同意潘教授讲的，中国加不加入 SDR 其实没有这么重要。我真的很不理解，为什么有这么多人对加入 SDR 那么感兴趣，包括我们主管部门，其实真的没有必要太关心。加入 SDR 对中国来说并不存在副作用，但是它的积极意义也非常有限。可能加入之后可以推动人民币国际化进程，但我认为人民币国际化是市场推动的进程，真正制约进程的因素只有三个：第一是经济规模，第二是金融市场流动性，第三是整个经济和整个制度。实际上这里面我们找不到 SDR 的影子，总体来讲它的作用非常有限。

第三，我理解很多国外朋友，包括一些经济学家，仍然把中国资本帐户完全开放作为加入 SDR 的条件，我觉得这是一个误解。国际货币基金组织协定第 6 条款的内容是，任何成员国在其认为必要的时候可以实行资本管制，一定程度的资本管制有合法性。将资本帐户的完全开放作为加入 SDR 一个前提，是没有道理的。

专题讨论四：储备货币和金融合作

马骏：下面一共有 3 篇文章，也分别有评论，每篇文章演讲者的时间限制在 15 分钟，评论员限制在 5 分钟，争取还有点时间可以讨论。首先由管涛来讲“储备货币地位的成本和收益”。

管涛： **储备货币地位的成本和收益：历史和理论分析**

管涛（原国家外汇管理局国际收支司司长）：我汇报几个方面，一个是一般的分析，主要讨论三个问题；一个是储备货币地位和贸易的关系；一个是储备货币地位和贸易收支的关系，还有储备货币与货币政策独立性的关系。因为时间关系，一般意义的分析就忽略，直接讨论储备货币地位和贸易收支的关系。只有贸易逆差的货币才可能成为储备货币，从历史和现实来看，这个答案都不是确定的。从历史来看，英镑、美元、德国马克、日元国际化初期都是在贸易顺差的情况下开始的。

从现实情况来看，现在主要储备货币里，一些国家经常项目是常年逆差，但是另外一些国家像德国、欧盟常年顺差。日本最近这几年经常项目由顺差转为逆差，从这个方面看，储备货币地位和经常项目收支状况也不是有非常直接的关系。

从理论上讲，就涉及到两个问题，如果一个国家的主权货币成为储备货币以后，会不会导致贸易收支状况发生变

化，有没有什么确定的联系？赞成的观点一般认为国际货币是以国家收支逆差为基础的，同时伴随着国际货币化的推进，导致储备货币升值，使得出口竞争力下降，使这个国家的货币成为储备货币以后，贸易变得逆差。国际货币发行国通过发行国际货币为国际收支赤字融资，这种增发货币会使本币贬值。反对的人认为，储备货币会使得一个国家贸易收支状况改善。

我们也做了一些实证的分析，结论是：不同经济规模对于所谓的特里芬难题不太一样，一般经济规模小的受影响大一点，经济规模较大的国家其国内回旋余地增强，这是从储备货币和贸易收支状况来考察的。

因为没有货币错配的风险，所以储备货币发行国的收益是比较明显的。发展中国家或者新兴市场国家是储备货币的消费国，在积累储备资产过程中向储备国输送廉价资金，对外举债能力差异比较大。从国际投资角度来看，欧元举债能力比较强，日元的表现相对不是很突出。从国际债券市场存量币种的角度看，欧元可能是最大的国际债券存量币种，美元债券排第二，日元比较少。日元在 1990 年代初最高，占到全球国际债券存量的 17%，到 2013 年只剩下 2%，比重明显下降。

再从储备货币对外举债结构分析，重点分析美元的举债能力。从量的角度看，美元对外举债和对外投资是非对称的，美国对外投资是以期限较长、收益较高的股权投资为主。从价值角度看，美国对外负债的成本远远低于对外投资的收益，导致美国即便是一个现在最大的全球净债务国，它从对外举债中获得净收益。中国恰恰相反，中国是净债权国，由于中国对外负债是高成本负债，对外投资主要是储备

资产运营，中国长期投资收益是负的。

美国国家的资本结构和资产估值的独特性，形成美元的过度特权。以债务融资为主的资本结构和以对外直接投资为主的投资结构，实现了投资高收益与负债低成本的合理匹配，可以获取高额的投资净收益。

从存量看，2007 年境外投资者对美国国债的持有量为 2.2 万亿美元，占境外投资者对美国各类权益债券持有量的 22.5%。到 2013 年，境外投资者持有的美国国债达 5.6 万亿美元，占比大幅提高到 38.8%。

从增量看，2013 年，外国在美公共部门的资产增量为 2837 亿美元，其中 83% 体现为对美国国债的增持。2000-2013 年间，外国在美公共部门资产增量的 71% 是美国国债。如果把考察的视角从国债形式的负债扩大到所有类型的负债，美国对国外官方机构的各类负债在 2013 年达到 5.8 万亿美元，相对于 2006 年的 2.8 万亿美元增加了一倍多，而 60% 以上的负债是具有高流动性的美国国债。

欧元，作为整体，非居民持有欧元区政府债务的比例上升明显，非居民很多是欧元区的投资者。日元作为国际储备货币，对外举债表现不太突出。

我们分析储备货币对外举债能力的强弱。美元对外举债的能力是其他货币不能达到的，一定意义上成为黄金的替代物。从石油输出国组织到东南亚出口导向型国家，这些国家对美元的需求很大。美元对外债务循环体系不断扩大，这也扩大了美国的对外举债能力。美元对外负债成本是相对可控的。欧元区内部存在南北欧不平衡。日元的举债具有内部化特征，主要是居民持有日本的债务。短期内还没有其他货币能够替代美元，履行主要储备货币的主要职责，美元货

币循环体系仍将延续。尽管 2008 年国际金融危机始发于美国，但是美元仍然扮演传统的避险资产的角色。

在讨论储备货币地位和货币政策独立形成的关系。德国和日本早期出于货币政策独立性考虑，对本币国际化采取抵制态度。本币成为储备货币，对货币政策的影响有利有弊。从国际收支角度来进，货币国际化以后可以减少对外汇储备的依赖，可以减少国际收支对货币政策的影响。另外一方面也有一些不利的影响，主要是开放经济的三元悖论：增加央行评估货币环境和确保货币稳定的复杂性，限制利率调整的杠杆作用，离岸市场引发在岸市场价格过度波动。

我们用模型对于美国、欧元区、日本、英国货币政策的独立性进行了分析。总的结论认为，这些国家和地区的货币成为主要储备货币以后，对它货币政策的独立性没有明显影响。我认为，主要原因还在于这几个经济体主要采取浮动汇率安排。欧元区比较特殊，欧元区内部采取不可撤销的固定汇率安排，采用超主权货币，但是欧元对其他国家的货币的货币是自动浮动的。

我们有这么几点的结论。第一，储备货币为促进国际贸易和投资交流降低了交易成本，所以储备货币的出现是非常有意义的。第二，储备货币的成本和收益，与该货币的国际地位相关。该货币的国际地位越高，或者说在国际货币体系中的处于垄断地位，货币发行国将会获得更多的收益而承担较小的风险；反之，国际地位低，风险可能会高于收益。第三，国际储备货币的构成存在中心——次中心的层次性，某种储备货币作为国际本位货币（或者说中心货币、关键货币），而其他储备货币只是普通国际货币。当前，美元处于中心地位，具有独一无二、得天独厚的优势地位，因此不能

以美元作为储备货币的成本收益来衡量货币国际化或非国际化的利弊。第四，交换媒介职能是国际货币最基础性的职能，全球主要储备货币的国际化进程最初均以贸易顺差作为开端。这种货币需求的扩大和累积，提升了该种货币在国际金融市场的地位，引致本币国际化向其他职能扩展。第五，从全球范围内获取相对廉价的融资，是储备货币地位的重要收益。对外举债优势的大小与储备货币地位的高低有关，也与谁持有债务这样的具体对象有关。储备货币对外举债能力的形成，是在特定历史条件演化的结果，是相对缓慢但动态变化的。美元、日元、欧元的储备货币成长之路大相径庭，美元独特的债务资本结构不太可能是其他赶超货币所能模仿的，其对外举债仍将保持长期优势。

另外，国际收支平衡与本币国际化是两个不同性质的问题，不能将国际收支的不平衡简单归咎于本币国际化。不能从本币国际化上寻找解决国际收支不平衡的答案。理论上储备货币地位削弱本币货币政策独特性，但现在通过对美元、欧元、日元的情况进行分析发现：储备货币地位对这些经济体的政策没有什么影响，主要是看你采取什么样的货币制度。货币国际化是由市场推进的过程，全球竞争者应该要有精心的策略安排。上面是我的发言！

马骏：下面请 Thomas Ferguson 做评论。

Thomas Ferguson 评论

Thomas Ferguson：我不知道能不能在 5 分钟之内把我的评论讲出来，我希望遵守这个规则。演讲者做了很多文献检索，发现很多国际化经济理论。我花了很多时间在央行里

做一些相关的工作，也研究储备货币地位对经济的影响，我虽然在日本央行工作，但它们并没有把本币变成国际储备，这是非常明显的。有很多的国家都有着储备货币的地位，正如之前所提到的，同时，我们可以看到在美国以及战争后日本早期的情况，以及其他国家和地区的情况，它们是相互不同的。我们需要关注那些大的国家，以及它们的经验，比如说英国和美国的经验，当你做这样的研究工作的时候，你就可以清楚看到它们储备货币地位是与复杂的国际关系乃至军事实力密切相关的。

同时我们可以非常清楚地看到，在英国历史上数十年，以及美国历史上数十年里，很多国家的一些人觉得它们储备货币的地位对它们是不利的。英国从上世纪 60 年代就开始希望回到金本位时代，马歇尔对此表达了他的同情之感。实际上在美国，如果你看一下 20 世纪 80 年代，可以看到人们经常讨论美元强势，他们讨论到货币贬值的问题，我们看到很多与之相关的国内政治活动与货币贬值有关。我们说经济可能由于货币升值而受到影响。

另外一点，关于 SDR，我们需要对它进行利弊分析。正如今天早上一位演讲者提到的，很多银行是以美元计价来做业务，而很多业务不在美国境内进行。那么，美元作为储备货币，它的优势所在是什么呢？实际上人们进行美元交易根本不需要在美国境内，也没有人强迫你在其它地方使用美元来做你的这些交易。目前最大的一个优势是什么？那就是可以用融资来解决经常项目问题。

我还要回到另外一个话题，如果我们来看储备货币和国家两者之间的关系，它会反映到今天早上我们讨论的话题，比如说当我看货币互换额度的时候，我对于央行所做的工作

有点吃惊。我觉得这个世界上有些人在为金融体系提供保险，因为你知道这个金融系统已经变得如此之大，以至于它不能够垮塌，所以我们需要对它进行支持的保险。

我同时还有一种感受，在中国的讨论之中还有一点困惑，我们在论文之中读到，我们低估了欧元区危机的问题，在接下来的几年里，我们将会看到一些非常有趣的事情的发生。除此之外，IMF 的形象也不像以前那么光辉了。我必须要说，我对整个模式感到有一点点困惑，看起来我们要把 IMF 变成全世界的一个央行，但这个全世界的央行却没有任何一个国家的一个本币，而所有这些都要依靠单一国家在宏观经济中的表现，它所做的工作是不是有点像欧元区现在做的事情？看一下全球整体的情况，我必须说，这样的做法是非常疯狂的，现在应该有人非常直白地指出这一点。我们之前所吸取的经验教训应该让全世界能更高效地运作，而不是去做不能够真正实现增长的事情。我主要是从国际化的角度发表这样的观点。尽管我们现在处在一个全球化的世界，我个人觉得成为国际储备货币并不一定是一件好事。德国和日本当时决定不让其货币成为全球储备货币是有原因和理由的。所以我们应该采取一个全新的视角看这样一个问题。

张礼卿评论

张礼卿：首先总的来讲，管涛做了一个很好的研究，对于储备货币、贸易收支、举债能力，还有货币政策独立性之间的关系进行了很好的统计观察和实证研究，我这里也做一些补充，提出一些讨论。主要谈五个观点。

第一，关于储备货币和贸易收支的关系，我觉得他说得

很对，是不确定的。我们把这两者连在一起，常常因为我们记得有特里芬难题，这实际上只是一种情况。还有一种情况，储备货币发行国的经常项目可以是顺差，但与此同时它的资本项目有逆差。资本项目的逆差同样可以支持一个国家的货币成为储备货币，所以两者的关系是不确定的，尤其资本输出是一个国家走向世界成为储备货币的一个重要渠道。

第二，储备货币和举债能力之间的关系，我觉得这个是确定的。储备货币发行国举债能力在很大程度上取决于国际金融市场的流动性，特别是国债市场规模和国债市场的流动性，这两者是呈正比的。如果一个国家的金融市场非常发达，有高流动性，那么它的货币就有很多的机会成为国际储备货币，像现在的美国一样。反之可能弱一点，日元的国际化在上世纪 80 年代就开始了，日元在国际储备货币中的比重从上世纪八九十年代的 6% 跌到现在 3%。就是因为它的金融市场不发达。

第三，储备货币和货币政策独立性的关系有多大？储备货币对于货币政策独立性到底有没有影响？我个人觉得这要看具体情况。很多人把对货币政策独立性的影响看成是作为储备货币一个成本，但实际上要看具体情况。对于小国是一个成本，有影响；对于一个大国来说不是成本。我没有看到美国人担心他们的货币独立性，实际上他们把这种情形下货币政策的自由度看得更加大一些，更多地利用了储备货币所提供的经济政策、货币政策灵活性的空间，而不是被动适应它。美元货币政策独立性根本不是它的成本，反过来说可能是它的收益。

第四，简要说一下究竟怎么看一国货币成为储备货币的收益和成本。我觉得主要收益现在已经谈了很多，在中国还

有人说人民币国际化能促进国内改革等等。一般来说，铸币税是一方面，但它不是主要的收益。主要的收益是成为储备货币以后，可以降低融资成本，特别是政府的举债成本。其次，它的宏观经济政策的灵活性可以加大，所谓美元特权是指这个。在美国的国内经济遇到困难的时候，它可以通过增发本币来输出困难，因为在这种情况下它有特权，它印的货币可以被世界各国接受，非储备货币国家发行的货币没有人接受。我认为它的主要收益是给了它更大的宏观政策灵活性，这是储备货币国可以获得的最主要收获。它的成本可能是两个方面。第一，它要承担更大的全球责任，它最终要对全球金融稳定负责任，一旦全球某些地方出现流动性困难，出现金融危机了，它必须要承担责任。也有人会说，从长远来讲，从更大范围来讲，如果美国完全不负责任，在经济高度相互的依赖环境下，全球动荡最后也会反应到美国的国内，它不会完全不承担责任。在很多时候它还是要承担责任的，尽管它可能不太乐意。第二，成为储备货币它的灵活性会受到制约。今天中国和很多发展中国家、新兴市场国家会将其货币盯住美元，这种盯住使得美元失去了汇率政策的灵活性，不能随便对这些国家货币贬值。实际上这是一种很重要的成本，这也是中国在推进人民币国际化进程中需要考虑的，也许今天美国货币当局的烦恼就是若干年后中国货币当局可能遇到的烦恼。

最后一个问题，我在想，我们经常讨论储备货币的收益和成本，有没有可能对成本收益进行有效的比较呢？这是我提到的一个问题，我自己也没有解，谢谢大家！

马骏：这个论文的讨论就告一段落。下面进入到第二个论文，请张礼卿教授来讲“地区性金融合作以往的经验 and

教训”。

张礼卿：地区性金融合作以往的经验和教训： 对金砖国家应急储备安排的含义

张礼卿：首先说一下这个题目的背景，为什么研究这个。我一开始并没有注意到要研究这个，这是乔依德老师布置的题目，研究一开始并没有进入状态，但是后来我发现研究一下还是挺有意思的。金砖国家应急储备安排这是一个新事，是发展阶段相似的几个国家在一起建立一个流动性相互支持的机制，它不完全是地区性金融合作安排，但我把它看成是一个类地区性金融合作安排，或者叫集团性的流动性相互支持安排。这在一定程度上可以跟西方六大央行类比，他们都不是严格的区域性金融合作安排，但是具有区域性金融合作的特点，或者相类似的特点。

我研究的主要思路就是通过区域性金融合作的经验，从中总结一些经验，对于我们即将启动金砖国家应急储备安排提供一些借鉴，目的就是这样。我的研究包括三部分，第一部分是对地区性金融合作的兴起做一个概述，过去几年的一些重要安排，这些安排后面的理论依据是什么，最近一二十年地区性金融合作安排迅速发展的原因是什么。第二部分以欧元区实践和亚洲金融合作实践为背景，总结一下其历史经验，特别是概括了这两个历史经验共同具有的值得借鉴的经验。第三就是对于金砖国家应急储备安排前景做了一个评价，并且提了一些相应的政策建议。

第一部分没有必要特别详细说了，简单地说，地区性金融合作是指在一个经济贸易往来比较紧密的区域内，若干个

国家通过国际协定、制度性安排和经济政策对话方式开展金融领域合作。这个合作广义来讲包括两类，一类是面向中长期金融发展的合作，比较典型的像亚洲开发银行、非洲开发银行。另一类是面向流动性支持，主要包括近年来的欧元区 ESM、EFSF，还有清迈协议等等。最早可以追述到上世纪 60 年代初非洲一些国家建立西非货币联盟、中非货币联盟。最近 10 多年来，值得注意的是欧元区的实践，一个是欧洲金融稳定基金，还有欧洲稳定机制，另外就是东亚的清迈倡议到清迈倡议多边化协议这样一个进程。

关于区域合作主要的理论依据，我简单做了一下文献综述，支持的理论分为三个方面。一个是蒙代尔最早提出的最适货币区的理论，最适货币区虽然适用于货币一体化、单一货币进程，但是对于地区性的金融合作同样能提供理论依据。第二就说 Richard Cooper 在 1968 曾经写过一篇文章，提出结构性相互依存理论，在经济相互依赖普遍存在的情况下，两国或多国之间的经济状况将会受到对方经济情况以及政策制定的影响。第三是哥伦比亚大学教授 Jose Antoniou Ocampo 最近提出的，从国家宏观经济中外部性角度，从区域性国家一定程度上保留国际政策自主性角度，从不同角度提出了区域性金融合作的必要性和合理性。最近 10 多年来，区域性金融合作框架迅速发展，我觉得主要是体现三个方面的原因。

第一，近年来国际金融稳定性在显著下降，金融危机、金融动荡频繁发生，使得各国对流动性安排需求非常大。第二，外汇储备积累成本越来越高，风险大，中国愿意持有这么多储备是一个特例，是由于它的发展战略所决定的，理性来讲不应该持有这么多储备，成本太高。第三，以 IMF 为

代表的全球金融安排，全球的流动性安排不够用，使用的时候还有很多附加条件。这是区域性金融合作安排最近一些年发展的原因。

第二部分讨论两个案例，一个是欧洲金融合作，还有一个亚洲金融合作。关于欧洲金融合作，如果要追述，可以追述到上世纪 70 年代开始的货币合作。我这里讲的主要是欧债主权危机发生之后的两个机制，一个叫欧洲金融稳定基金，还有一个欧洲稳定机制，这两个大家也都不陌生。这两个目的都是为欧债危机过程中的国家提供流动支持，干预债券市场，提供预防性计划，通过成员国政府给成员国金融机构提供资金支持。当然在做法上这两个有所不同，这里我们列出了一个对比表（图 1）。

两者异同	EFSF	ESM
法律形式	遵循卢森堡法律的私有企业	遵循国际公法的国际组织
存续期	临时	永久
资本结构	欧元区成员国担保	802亿欧元实收资本 6217亿欧元催缴资本
最大贷出能力	1920亿欧元（根据已签订协议向爱尔兰、葡萄牙和希腊贷款）	5000亿欧元
债权人资格*	普通债权人	优先债权人**
可能用途		
- 主权融资	是	是
- 银行资产重组	是	是
- 二级债券市场干预	是	是
- 一级债券市场干预	是	是
信用评级	AA / Aa1 / AA+	- / Aa1 / AAA
风险权重	0%***	0%***
*债权人资格是当债务人违约时，债权人获得赔付的顺序，一般情况下，优先债权人可以比普通债权人优先获得赔付。		
**特殊情况：ESM发行的用于西班牙银行业资产重组的专项债券，债权人资格为普通债权人。		
***根据巴塞尔银行监管委员会2014年3月18日发布的公告，EFSF和ESM发行的证券被赋予的风险权重为0%；详见Regulation (EU) No. 575/2013, Article 118。		

图 1：欧洲金融稳定基金（EFSF）与欧洲稳定机制（ESM）的异同

大致可以发现欧洲金融稳定基金（EFSF）从治理来讲是一个私有企业，欧洲稳定机制（ESM）是一个国际组织。在做法上，EFSF 不直接出钱，它提供担保，通过担保这种形式鼓励成员国发债，或者在一个安排下帮助它发债，但基金本身不提供资金。而 ESM 提供资金。这两个机制的经验有几条。第一，注重建立有效的治理结构，便于及时开展救援。第二，根据救援需要，及时扩大资金规模和业务类型，以提高救助能力。第三，救助程序严格，附加必要的贷款条件。第四，合理运用信用增级手段，降低信用风险和筹资成本。第五，及时用永久性机制 ESM 替代临时性安排 EFSF，以便实现区内金融市场的长久稳定。

再到亚洲这边，亚洲货币金融合作最早可以追述到 1977 年东盟五国签署东盟互换协定。2000 年 10+3 签订清迈协议，2008 年建立共同储备安排，之后启动了清迈倡议多边化协议进程，然后成立研究机构办公室，试图建立一个监测机制。最新的发展是在融资规模上翻番，达到 2400 亿美元。它跟 IMF 挂钩的条件做了一些调整，从 2000 年启动时挂钩 IMF 达 90% 降低到 70%，这是它最新的进展。它有比较大的问题，这也是为什么到现在为止它没有真正被使用过，它的问题主要是几个方面。第一，机制运作松散，缺乏约束力。从操作层面看，倘若不出现危机，各成员国仍按照自己的意愿管理各自的外汇储备。此外，根据 CMIM 协议中的“逃跑条款”，任何一个成员国有可能免除与援助申请国开展货币互换的责任。第二，规模不足。亚洲地区金融安全网合作的规模一直比较有限。在清迈协议框架下，全部的双边货币互换金额仅为 840 亿美元。在现阶段，指望 CMIM 的规模在短时间内进一步大幅度提高可能并不是

很现实的设想。第三，与 IMF 贷款条件挂钩。亚洲国家开展地区性金融合作的直接动因与 IMF 的危机救助性贷款有关。如果亚洲国家不能建立起有效的经济监测和政策对话机制，那么就不能期望这一比例继续下调；否则，贷款国或出资国的利益将无法得到有效的保障。第四，缺乏政治互信。东亚各国之间缺乏政治互信是一个由来已久的问题。由于历史原因，中国和日本之间的不信任乃至冲突好像从未停止过。与此同时，东盟一些国家对于中国的崛起也一直心存不安。第五，经济监测和政策对话问题。宏观经济研究办公室（AMRO）目的是对本地区的经济进行监测和分析，以便及时发现潜在的风险。然而，由于经费有限、专业人员不足等方面的局限，AMRO 尚处于起始阶段，其经济监测职能的发挥还存在极大的制约。

这两个案例的共同经验有几条。第一，区内各国经济贸易的一体化是地区性货币金融合作的前提。区内各国经济贸易的高度融合和相互关联，从根本上为金融合作和流动性救援提供了基础。第二，成功的合作需要一定的政治前提，包括存在 1-2 个独立或联合的经济领袖国家，以及各国参与合作的强烈的政治意愿。第三，国际金融危机是催生地区性货币金融合作（尤其是应对危机的流动性支持安排）的重要因素。国际金融危机可能是积极推进区域性金融合作的有利时机。第四，短期流动性支持贷款所伴随的附件条件应该松紧得当，过紧可能会削弱使用国的申请意愿，过松则可能会导致道义风险，并损害出资国的利益。第五，独立的区域合作机构有助于提高融资能力。

金砖国家应急储备安排刚刚准备推进，研究别的区域的经验，或者类似的准区域的安排经验，是有意义的。金砖国

家应急储备安排跟清迈协议比较相似。我觉得对它的建议有这几条。

第一，必须加强相互间的经济贸易往来，夯实应急储备安排的基础。我在这做了一点统计，金砖国家内部相互贸易占这些国家对外贸易总额的比重很低。比较一下，欧盟之间贸易占其贸易的比重达到 64.75%，10+3 是 19.19%，金砖国家内部只有 5.54%，这样弱的相互贸易关系能不能支持一个应急储备安排，我是有点怀疑，中国对这些国家的贸易占中国总贸易的比重也非常低，所以第一步要创造基础。

欧盟、ASEAN+3、BRICs各自内部贸易往来总额 占各自对外进出口贸易总额的比重				中国与其他金砖国家、ASEAN等的贸易额 占中国对外贸易总额的比重						
年份	欧盟	ASEAN+3	BRICs	年份	其他金砖 国家	ASEAN	日本	韩国	美国	欧盟
2000	65.26%	19.28%	2.21%	2000	3.33%	8.33%	17.53%	7.27%	15.71%	15.18%
2001	65.28%	19.40%	2.82%	2001	3.96%	8.19%	17.22%	7.04%	15.80%	15.93%
2002	65.98%	19.99%	2.82%	2002	3.85%	8.82%	16.42%	7.10%	15.67%	14.96%
2003	67.00%	20.53%	3.01%	2003	4.14%	9.19%	15.69%	7.43%	14.87%	15.78%
2004	66.58%	20.64%	3.28%	2004	4.59%	9.17%	14.53%	7.79%	14.72%	15.53%
2005	65.23%	20.46%	3.52%	2005	4.91%	9.17%	12.97%	7.87%	14.93%	15.48%
2006	65.56%	19.93%	3.74%	2006	5.03%	9.14%	11.79%	7.63%	14.95%	15.99%
2007	66.10%	19.62%	4.30%	2007	6.00%	9.32%	10.85%	7.37%	13.94%	16.47%
2008	64.87%	19.45%	4.90%	2008	6.83%	9.03%	10.43%	7.27%	13.06%	16.71%
2009	64.94%	19.75%	5.12%	2009	6.37%	9.64%	10.38%	7.08%	13.56%	16.57%
2010	65.13%	20.04%	5.31%	2010	6.79%	9.84%	9.98%	6.96%	12.97%	16.19%
2011	64.51%	19.71%	5.78%	2011	7.74%	9.95%	9.39%	6.72%	12.20%	15.63%
2012	63.40%	19.47%	5.82%	2012	7.76%	10.33%	8.51%	6.57%	12.44%	14.18%
2013	63.78%	18.96%	5.61%	2013	7.44%	10.64%	7.50%	6.59%	12.40%	13.44%
2014	64.75%	19.19%	5.54%	2014	7.27%	11.14%	7.25%	6.75%	12.80%	14.28%

数据来源：IMF Database: Direction of Trade Statistics (June 2015)

图 2：贸易比重的比较

第二，设立独立监测机构，启动核心经济指标趋同计划。设立一个独立的执行机构建立自己的经济监测和政策对话机制。同时，为了增强金砖国家内部金融稳定性和政策一致性，并为新成员的加入设立门槛条件，金砖国家可在将来

时机成熟时启动核心经济指标趋同计划。

第三，努力加强金砖国家之间在政治上的互信和合作。金砖各国应该不断增强各个层面、各种渠道的相互交流和沟通，包括建立金砖国家多边和双边经济战略对话机制，以及主要由民间学者参与形成的“二轨”交流机制等。

第四，积极推动 BCRA 的机构化，建立国际法人地位。出于拓宽融资渠道、提高运作效率以及便于同其它国际机构合作等方面的需要，BCRA 应逐渐向具有独立国际法人地位的国际组织方向过渡。

最后一点，积极推动各金砖国家的本国货币，尤其是人民币在货币互换中的运用。推动由区域内或集团内各国货币组成的一揽子货币在应急流动性安排中的使用。使用人民币作为计价、结算、储备和应急流动性支持货币，肯定有助于减少对美元的依赖和分散汇率风险。

马骏：我差一句，东盟与中日韩宏观经济研究办公室（AMRO）3 年以前启动的时候只有几人，现在成长挺快。最近新的主管日本人访问我，说已经扩大到几十个人。下面请两位评论员发言，先请 Daniel Neilson。

Daniel Neilson 评论

Daniel Neilson：谢谢张教授！我这里有一个非常简短的评论。你的这个研究把金砖四国 2014 年 7 月紧急储备安排放到地区流动性安排的历史背景之下，尤其谈到清迈协议和欧洲稳定机制的相关工作。你也看到一些关键经验中的主要因素，希望大家注意政治意愿的相互匹配。我们看到，金融危机的紧急性可以使带来更多政治意愿的吻合。同时你的论

文提到，金砖国家紧急储备安排不是基于对利益地理化的一个协调，而进一步谈到更有效地使用紧急储备安排的价值所在。由于金砖国家之间的经济融合度并不是很高，它们不是非常紧密的贸易或金融合作伙伴，因此需要有一些其他的机制帮助它，可以体现在它对国际货币基金组织的一种替代性作用，它能够更公平地给这些发展中国家提供新的利益的平台。但是，在金砖四国应急储备安排中没有一个是令人信服的经济逻辑，他认为这带来一个很大的挑战。在我看来，经济逻辑有可能比较薄弱的。当出现一个情况，需要使用金砖紧急储备安排，这时候其政治统一性，或者政治意愿统一性，或者稳定性，就会面临来自金融领域的挑战。总结而言，我们在面对政治经济挑战的时候，正如张教授所说，要使金砖四国应急储备安排成为一个成功的计划，我们必须加强这些国家政治意愿的进一步协调和匹配。

潘英丽评论

潘英丽：我谈一点看法。张教授对欧元区以及亚洲地区的区域货币合作做了一个梳理，也总结了各自的特点与存在的问题，希望能够为中国参与的金砖国家储备安排提供一点经验。

亚洲地区金融合作跟欧盟金融合作有比较多的区别，很重要的一个是政治意愿，亚洲长期合作的基础比较薄弱。第二个可能需要关注的区别是，欧元区现在是统一的货币，所以在援助时用一种货币来进行。亚洲地区其实缺乏一个地区性的关键货币来处理自己面临的问题。在这种情况下，其实有两个问题，一个是贸易关系，一个是货币关系。从贸易

关系的角度来看，我们可以看到东盟 10+3 的内部贸易不到 20%，金砖 5 国的内部贸易大约是 5%。亚洲地区有 80% 的贸易是跟第三方发生的，不是内部发生的。金砖国家 95% 的贸易都不是在内部发生的。这种情况下，一旦国际收支出问题，肯定不能用区域内的货币来解决问题，因为它是跟第三方，一定是用美元或用欧元才能解决。在这种情况下，贸易关系就限制了金融合作中货币的使用，这是一个比较大的问题。

另外，假如使用一种国际储备货币，比如说用美元或欧元发债，你用储备作为作为资金来源，也会遇到问题。第一，这涉及到汇率风险。第二，我们作为新兴市场经济体，本国货币都不是国际储备货币，所以它没有国际储备货币的供给能力，这个储备依赖于你的出口能力，建立在贸易顺差的基础上。从这个角度来讲，当需要使用第三方货币的时候，这些国家可能就没有能力提供国际清偿能力。东南亚金融危机时候，国际货币基金组织不能够发货币，它不能扮演最后贷款人的角色，它就不能发挥作用了。假如我们需要用储备货币，同时本土货币没有办法在这里面起作用的话，可能就受限于流动性的供给。

还有一个问题。东盟性质比较接近，日本、中国和韩国的发展有一些差距。金砖国家都是新兴市场金融体，在经济结构性和金融体系脆弱性等方面可能有它共性的方面，在金融环境不稳定的情况下，很可能都出问题。所以在经济金融危机出现共振的情况下，可能储备安排很难真正发挥有效的作用。

另外，对应急储备安排，我们中国政府可能比较有兴趣，因为可以在这里有比较多的话语权。其实真的要启动储

备安排的话，对中国来说并没有好处，纯粹是承担更多的责任，而没有相对应的回报。中国有比较多的外汇储备，大概短期内不会发生流动性，国际收支危机对中国来讲不大可能发生，中国在储备当中扮演的是救助的角色。这种救助就会出现道德风险，这涉及到一个道德风险和约束机制的问题。在这种情况下，假如没有政治合作的基础，又没有太多贸易的基础，中国又是单方面承担责任，我们去做，当然没有问题，可以把它作为一个参与国际金融治理的机会，但是我觉得这个太难了，我们现在没有合适的约束机制，这方面的国际经验很难借鉴，我对这个并不看好。虽然你占的权重比较多，出比较多的钱，有一定的话语权，但是我个人感觉我们去花太多精力好像有点划不来。

马骏：我们进入到最后一篇论文，请财政部研究员秦月星讲“中美在国际货币体系改革中的利益导向与合作前景”。

秦月星： 中美在国际货币体系改革中的利益导向与合作前景

秦月星（中国财政部研究员）：这篇文章背景是，去年的一个时间节点，按照世界银行的计算方法，中国 GDP 首次超过美国。第二个是刚才大家也讲到的，区域金融合作，尤其是金砖应急储备的安排，金砖银行筹备，特别是亚投行筹建，掀起了很大一波渲染之风，认为新的布雷顿森林体系是不是开始了。另外，中国政府有意推动人民币国际化的进程。基于这三个事情，中美是不是可以在国际货币体系改革的过程中加以合作，我们主要从 5 个方面来考虑。首先是现状如何，中国和美国在当前的货币体系状况如何。其次是各

自存在什么样的政策挑战。还有我们各自利益诉求是什么。另外我们要看未来发展的趋势，美元和人民币在国际货币体系地位变化未来的脉络。最后是我们中美合作的前景。

记得 2007 年国际金融危机刚刚爆发的时候，可以说无论是财政部还是国内学术界以及全球，都在探讨一个问题，美元将何去何从，特别是在标准普尔下调美国国债信用评级的时候，大家对美元的地位产生了更高的质疑之声。但是金融危机过去 6 年之后，我们再来看看美元究竟是怎么样的。实际上金融危机始发于美国，但是美国可以说是毫发无损，反而更加巩固了美元的霸权地位。一方面金融危机爆发的过程中，无论是私人部门还是一些国家，他们对流动性的需求恰恰表现为对美元的需求，导致美元成为相当于黄金一样的安全资产。与黄金相比，因为美国国债市场的深度和广度，使得美元的流动性非常高。

尽管从 2000 年开始，美元汇率经历了七八年贬值，但是 2008 年金融危机爆发之后，在全球对美元刚性需求的推动之下，美元在 2008 年处于升值态势。此后，美国美联储采取了量化宽松政策，使得美元汇率有所贬值。但是 2011 年之后随着美国经济一枝独秀，特别是欧债危机爆发导致对欧元资产的信心缺乏，全球市场对美元需求的上升，美元汇率也重新上涨。

危机爆发之后，美联储应该替代 IMF 发挥最后贷款人的作用。在危机爆发之后，六家西方主要央行将双边互换协议变成永久性的多边互换协议，实际上进一步强化了美联储在国际货币体系中的作用。美元无论在支付体系还是在国际货币体系，依然是王牌的货币。

美元霸权优势使得美国获利匪浅。最大收益是美国政府

可以获得低成本的融资，另外美国可以有比较超脱的宏观政策。还有美国比较庞大的私人部门可以免于汇率风险。美元经历危机之后，仍然占有这样一个特殊的地位。

再来看看人民币，在中国政府的推动下，人民币近些年来地位有所上升。这些年人民币的国际地位是持续上升的，有一个数据显示，当前全球有 60 多家央行持有人民币资产。相比较其他一些储备货币，人民币资产收益率相对较高。人民币国债收益率比较高，从另一个侧面表明中国金融的效率还是比较低的。

第二个问题，当前中美两国在现有的国际货币体系下面临的政策挑战。首先看美国，当前美国想改变它的经济增长模式，但是因为美元特权，它难以扭转高消费、低储蓄的生活方式。举个例子，当你自己家里有一个印钞机，你很难有动力去生产一些东西。还有今天上午讨论，大量资金流向了房地产去炒作，也是因为金融部门可以很快地获得较高的收益，那为什么要流向实体部门得到相对较低的收益率呢？另外美国也面临着政策独立性的问题。举两个例子。第一，2013 年 5 月下旬美联储首次提出 9 月份退出量宽，但是全球金融市场一波大的波动导致它不得不推迟到年底，到 2014 年才开始启动推出量宽的政策。另外，美联储根据本国就业率水平和通胀水平，今年 6 月启动加息的步伐，也是因为全球金融市场的一些变化，使得它不得不推迟加息的过程。美元的地位和保持实体竞争力之间存在一个矛盾，最明显的是对出口商品的打击很大。今年，美国很多大出口商纷纷表示强势美元已经侵蚀了他们的利润。强势美元也使得很多利润汇集在华尔街，华尔街挤占了很多的经济发展资源，最重要的是对于人才的挤占。而且美国这种金融超收益所带

来的示范效应，在整个 OECD 富人俱乐部中，都出现高端人才流向了金融发展业的现象，对它的实体经济造成的影响是不容小觑的。

现在有一个新的说法，新的特里芬难题，随着全球金融市场不断放大，不断发展，全球私人部门对于美元为以根基的金融资产、金融债券的需求不断扩大，对整个国际金融体系安全性产生了一种侵蚀，这个被称之为新的特里芬难题。曾有人建议，美联储将国际金融体系的安全性作为货币政策实施的一个参考点，但耶伦表示当前货币政策对于金融稳定性的影响不是特别明朗，以货币政策来应对全球金融安全性还存在一些缺陷。这是美元特权给美国带来的一些政策挑战。

看看中国的一些政策挑战。最明显的是中国货币政策的独立性。前段时间有不少人讨论，随着外汇占款不断收缩，央行创造货币的功能有点要丧失了。因为在早些年，央行通过在市场上吸收外汇来发行基础货币，但随着发达国家货币政策转向，热钱流出中国之后，外汇占款不断收缩。我们投资美国国债所获得的收益非常之低，我们把钱借给美国之后，美国拿这些钱到中国来投资中国的实体经济获得的收益可能是 20%。这样一个利差造成中国总体福利的损失。

在这样一个背景下，中美在国际货币体系改革中的利益诉求是什么呢？货币国际化好像是市场选择，但是我并不同意，政府需要做好铺垫。二战之后布雷顿森林体系的构建，以及美国对于欧洲的救助计划，这都是美国政府潜心策划美元国际化的过程，这对人民币国际化应该是有借鉴作用的。对于美国来说，维护美元霸主地位是它最核心的利益，另外也要保持它的政策独立性，美国也要掌控它汇率的变

动。当然刚才也有很多教授说到，美元作为储备货币会丧失汇率的调控权，因为有很多货币是锁定它的。但对于美国来说，它调控汇率的手段更加高明，它完全可以通过利率途径实现对于汇率的一些调整。它的第二个手段是通过金融外交的策略。举个例子，它的广场协议，首先强迫日元升值，然后很快卢浮宫协议强迫日元贬值，它总是有非常高明的手段掌控日元的主动权。这是美元的诉求。美元在欧元诞生后，对欧元先是大幅度贬值，然后又快速升值。美国在刻意做高欧元，使得欧元不断升值，而欧元是一个经济发展速度和发展水平存在严重分化的区域货币，所以当它币值足够高的时候，就哄然倒下。有不少观点认为，欧洲主权债务危机的引爆，应该是跟美国一些舆论的宣传和它的一些金融手段分不开的。

此外，美国也希望当前国际货币体系处于一种稳定的态势，不要有太大的变化。中国的利益诉求是什么呢？一方面中国希望人民币可以获得和实体经济及贸易状况相匹配的地位。另外，中国也是希望通过局部改善的方式来改进国际货币体系。首先大家看到清迈倡议多边化，还有金砖应急机制的安排，这都是中国着力于从边际改善的层面对全球金融安全网做一个补充。此外，中国作为一个储备大国，作为一个开放的贸易大国，也希望国际货币体系是基于规则的、相对稳定的体系。

看一下中美在国际货币体系中的地位，最明显的就是在IMF和世界银行的份额和投票权的差异是非常之大的。在国际支付体系，在国际储备体系当中，人民币和美元应该是有天壤之别的。

中美之间共同的诉求。一方面大家都希望相对稳定，但

是美国是希望维持稳定，但是它也知道，静态的稳定是做不到的，必须通过改革来维持稳定。而中国是求变，要在变化中推进，实现自己的战略意义，但变化也不可能是翻天覆地的巨大变化，这和我们利益不相符，我们也有以美元为根基的外汇储备。金融危机爆发之后，中美都通过各自的结构改革为全球经济再平衡做出了贡献，美国是不断缩小财政赤字，而中国是通过增加消费和结构改革。中美之间经常帐户余额占 GDP 的比例在收缩。在全球其他货币处于贬值的态势下，美元和人民币总体还是处于升值的态势，这说明中美都是开放性的大国，是比较负责任的大国。

未来人民币和美元的变化是怎样的呢？我们认为应该要客观地去看，尽管国际经济格局发生一些变化，但是国际货币格局的变化是落后于国际经济格局变化的，并且国际经济格局的变化并不是国际货币格局变化的充分条件。另外，国际货币格局的变化也是由市场选择决定的，它的影响因素是主权的信誉，还有经济稳定性，经济增长的态势。因为一个国家的信用货币要突出主权，必须要有财政作为担保。此外，只有足够大的金融宽度和深度，才能保证其货币资产具有足够高的流动性。无论是在国际货币体系还是在正常一般的情况下，所有的制度都有一个所谓的粘性，有一个改善的惰性。因为存在习惯便利，在现有的网络下，除非新来的比原来的有更高的效率，才会产生一个替代效应。但是在当前情况下，人民币还不具备这样一个挑战实力。美元作为主权货币，当前没有任何一个货币能挑战它。刚才讨论的 SDR，如果作为超主权货币，它只是美元的一种替代，并且在 SDR 里美元所占的份额在 41% 以上。我们应该理性看待美元和人民币之间的竞争和合作关系。

人民币想去竞争储备货币这样一个国际地位，和美元之间的关系必然是竞争关系。但是我们应该看到，人民币和美元现在处于完全不对等的地位，还有它们关注的焦点也是完全不同的。美元主要关注点是金融部门，而人民币主要是针对贸易实体这样的部门，所以它们存在着一个不同的发展的空间。人民币和美元之间存在彼此相互支撑的一面，中国为美国提供价廉物美的商品，中国购买美国的国债为它提供低廉的资金，而美元资产对人民币国际化来说起到一个信用支撑的作用，中国黄金储备还是相当不足的。基于这样一个考虑，未来人民币和美元合作是中美之间的所谓最大公约数，合作有利于国际货币体系的稳定，合作有利于中美之间货币体系的稳定。美元可以部分让渡一些权力，也让渡让一些责任给中国承担，所以货币合作能够带来多赢的格局。

未来合作的方式是 4 个方面。首先，当前中美之间可以继续利用战略经济对话，还有中美商贸联委会这样一个对话机制，将来中美贸易合作还有 BIT 双边贸易协定，以及把中美贸易自由化这样一个实体层面的合作继续夯实，为货币合作做好铺垫。

第二，中美之间共同探讨构建多元国际货币体系。这样一个国际储备体系，是按国际经济格局来配比的、以美元为主的货币体系，要根据国际需求提供储备的供给。因为多个储备货币发行国，彼此具有一个竞争关系，可以起到一个约束储备发行国的政策。

第三，改善汇率协调机制。今天下午讲到 SDR，在国际货币体系中最困难的就是汇率调节，不仅仅是双边汇率，还包括全球汇率怎么找到一个基准。我们觉得，SDR 因是一个多货币的篮子，具有平滑作用，可以将 SDR 打造成汇

率调整的基准，然后其他货币和它进行一些上下浮动。

第四，金融安全网。金融安全网也是两个层面。首先，IMF 作为全球金融稳定的支柱。但是 IMF 当前资源不足，我们一方面还要在多边层面继续夯实 IMF 的功能，鼓励美国尽快落实 2010 年改革方案。但是，我们同时要走另外一条路，将现有的以美国为中心的货币互换中心网络，还有以中国人民银行为中心的货币互换网络，考虑通过中美之间的货币合作将它们嫁接起来，形成一个全球货币互换的联盟。还有，继续通过 G10 机制，通过 BIS 把 IMF 打造成国际货币体系规则的制定者，这是我们考虑中美货币合作的一些优先方向。

最后是结论。第一，在当前这种情况下，中美经济关系发生了一些变化。过去所谓中美经济关系，首先是一个实物流，其次是资金流。这样一个关系出现了不得不调整的态势，尤其是人民币盯住美元这样一个汇率关系也要出现一些调整。

第二，在国际货币体系改革中，中美的诉求是存在分歧的，但在分歧之中还是能够找到共同的利益诉求，那就是基于规则稳定的货币体系改革的方案。

第三，未来美元和人民币之间的关系还是以合作为主。竞争可能是要到 30 年以后，当人民币对美元霸主地位构成挑战的情况下，竞争关系成为重要的一面。推动货币合作需要以中美之间的战略合作为根基，政治互信是重要的一点。

第四，中美在改革现有体系方面的合作前景，不仅基于两国谋求一个稳定、可持续的全球货币治理机制的共同需要，也基于两国经济共存于同一国际经济体系所必须遵循的客观规律。

第五，中美货币合作是以深化实体经济合作为前提，优先方向包括：按照经济格局构建多元储备体系；改善双边和多边汇率调节机制，打造以 SDR 为基准的国际汇率调节机制；增强 IMF 危机救助能力，共同搭建全球货币互换网络；完善基于规则的国际货币秩序。

我的发言完了，谢谢大家！

James Boughton 评论

James Boughton: 非常感谢你，你的演讲非常有趣，写得很好，我会做一个非常简短的评论，然后就几点展开来说。

你的论文主要讲了美国和中国双边竞争的关系。我也赞成潘教授刚才所说的，也许从长远的角度上来讲，中国打这场竞争战完全符合中国的利益，这里有经济的重要性。假设中国要在国际竞争领域发挥重要作用，需要什么呢？首先，需要一个经济政策以及金融政策，不单是安全的、健康的、稳定的，而且是非常透明的，这对于金融市场来讲非常重要，而且在全球范围内是需要公开的。我们看到过去 10 年以来，中国已经在所有刚才提到的领域里取得了巨大的进展，这就是第一步。如果你们觉得我说的不对，可以纠正我。

第二步，世界各地市场必须要理解并且接受、信任这个过程，它不单在发生，它还在进一步发展。也许人们会有一个对它的认知的滞后，通常来讲，在你的发展已经发生之后，人们对它的认知要花一段时间才能跟上。

第三，我们希望看到一个官方的认可和接受，这里就有

一个系统中的惯性或者惰性，使我们没有办法来推动这样一个变化。我们现在所看到的美元，正如刚才所说，它的霸主地位已经不像以前那么强了。但是我们也看到，它其实也与美国金融以及国家实力密切相关，在二战之后发挥日益重要的国际影响力。同时我们还看到，目前依然有 60% 以上的外汇储备是以美元计价的。我们可以看到，这个主宰地位与美国金融和经济实力是密切相关的。对于未来前景来讲，我们已经看到了美元有了一个替代物。美国金融市场的宽度、广度和深度，世界其他地方都无法匹敌，整个欧元区现在正面临最大的困境。中国现在需要做的事情，就是做到公开和透明化。日本、英国以及其他国家的货币，相比较美元来讲，还是相对弱势的，所以不能构成对美元的可选择方案。我不觉得必须有一个货币占据第一的位置，我不觉得人民币和美元需要打仗、需要争夺这样一个霸主的地位。我们更多应该讨论的是合作，中美合作从而建立一个未来的稳定的金融体系。问题所在并不是谁成为最后的霸主，我们更关注的是全球金融系统的稳定。

我想说的是，假如说我们有非常国际化的金融体系，特里芬难题就不再是那么重要的难题了。要实现稳定，在短期和中期来讲，我们需要有好的资本流动的规则，对资本流动需要进行有效的监管。当然在这个方面已经取得一些进步，过去几年大家都认识到了监管资本流动的重要性。不一定非得是 SDR，但稳定的货币供应是非常重要的，一篮子货币的政策也是非常重要的。

我们需要有非常健康的全球经济。有很多的决策者和分析师都提到这一点，布雷顿森林时代之所以成功，政府要富有责任，要促进就业，促进经济发展。但是过去几年我们忽

视这一点的重要性。假如说我们没有能力实现高就业率，就不能够实现大国的快速经济增长，那我们就不能实现金融市场的稳定。金融市场的稳定不可能脱离健康的全球经济，健康的全球经济是一个前提。所以我们就需要回到去讨论，二战后的 25 年之所以比较繁荣和成功的原因，这是需要我们来讨论和分析的。谢谢！

马骏：谢谢 James。下面请社科院的高海红做评论。

高海红评论

高海红（中国社科院世经所国际金融研究室主任）：首先，总的评价是，这是一篇非常宏大的论文，我看了字数是 3.2 万字，36 页，对我来说是一个很大的挑战。从规模来看，从内容来看，我觉得这篇论文谈到了方方面面，它在讲中美关系，但实际上涉及的问题已经远远超出中美之间的问题。应该说我并不是一个非常合适的人来做评论，超出我个人的能力。

因为时间限制，我就想延伸一点点我的想法。这篇论文总的基调，是对当前中美关系以及美元和人民币在国际体系中的地位作一个非常客观的评价，这非常有意义。一个核心的判断是，美元霸主地位是很肯定的，可能维持一段相当长的时间。从国际货币体系改革的角度来看，放在中美框架里，实际上在美元主导的体系里人民币如何成长是一个核心问题。从这个角度出发，中美之间的关系，按照作者的一个关键词叫做竞合关系，也就是竞争和合作的关系，这是一个非常清晰的线索。从国际货币地位来看，我觉得在过去相当一段时间我们对美元有低估的状况。我刚刚也看到国际清算银行新

出的 85 期年报，专门有一章讲到国际货币体系，上午有演讲者也引用了，比较令人兴奋的是第一次把人民币放进一个简表里进行统计。至少我们有一个概念，从重要的国际货币职能来看，如果作为大蛋糕，我们能看到人民币切了多少。

动态看这个演进过程更有意义，人民币成长可能是未来多少年的事情，我们现在需要的是往历史看，这样可能更有借鉴意义。如果比较日元与马克当初的地位，从储备货币这个核心功能看，现在欧元跟当初的马克基本上是相等的，这么多年没有什么变化。日元的地位应该是绝对下降，刚才讲到日元曾经到过 10%，现在也就是 4%。这样动态来看，人民币比跟日元、马克有很多相似的地方：第一，它当初都有升值的支持；第二，有贸易顺差支持；第三，从贸易支付起家。我不太清楚发达的金融市场能够给人民币多大的支持，这跟资本项目开放没有直接关系，有最直接关系的还是中国国内金融市场的发展。我们常讲市场的流动性，这是没有办法的，美元的市场流动性绝对远远超出欧元和其他任何货币。

当然金融基础设施是另外一个要素。但是更重要的是金融体系的结构，应该说中国是传统的银行主导的体系。从货币的国际使用来看，市场主导的体系应该更有支持力度，这从美元整个过去的历史看是非常清晰的。现在中国也在大力发展直接融资，但是我并不是很乐观。因为在现有情况下，在国有体系以及我们缺乏可靠的信用评级等一系列制约条件下，要将银行主导的金融体系转变成一个市场主导的金融体系，我觉得不是一时能够达到的。欧洲现在也没有实现，日本更没有实现，这个因素是制约欧元、日元成为主导货币的很重要的因素。我对人民币相对比较悲观，也是从这个因

素来看。

讨论

马骏: 感谢高海红。我就补充一点。我觉得美国和中国之间国际货币地位的相对变化, 从长期来看, 让一些美国人更关心的问题, 是在 1950 年代英镑被美元替代时英镑曾经面临的问题。那个替代过程不是 100 年的时间, 而是 20 年的时间就替代了。从 50 年代到 70 年代初, 20 年之间英镑占全球储备比重下降 50 个百分点。因此, 这种替代这不是一个线性的过程, 不是跟 GDP 比重逐步上升的速度同步的。一些人担心这个过程会不会带来对被替代货币的恐慌性抛售。但是你如果看英国那一段时间的经验, 它做了很多的安排, 包括各种双边的多变动的稳定英镑汇率的机制 (group arrangements 等), 使得英镑避免了大幅贬值。这说明, 一个货币被替代的过程和它币值的基本稳定可以共存的。这可能是看中长期中美在金融领域合作的一个重要的角度。去年我在上海专门讲过这个问题。

乔依德: 第一, 我觉得, 美元替代英镑跟现在人民币替代美元, 可比性很差。不说别的, 就说意识形态, 从价值观判断, 英国跟美国基本是在一起的。而且第二次世界大战, 美元完全占统治地位, 英国经济完全不行了。

第二, 管涛那篇讲了一个观点我很同意, 储备货币国家跟经常帐户顺差没有必然的关系, 可能顺差, 可能逆差。我在思索两个问题, 在这个基础上, 全球流动性是怎么提供的, 是谁提供的, 是否一定是储备货币国家提供的? 或者再进一步说, 不是储备货币国家它就不提供流动性吗? 全球的

净流动性现在当然是美元提供的，是不是可以做出这样一个推论，一定要有一个国家长期持续的国际收支逆差？当然我不知道能不能成立。

管涛：刚才乔依德老师提到这个问题，N 减 1，至少有一个国家必须得经常项目逆差才可能为国际提供流动性，美国扮演最后消费者的角色。

潘英丽：关于金融市场本身的发展对储备货币的支持作用，这肯定是一个核心的问题。美国那里银行占 20%，股票和债券市场占 80%，我们现在银行资产占 70%，未来要有一个结构的转换，这个问题很重要。刚才讲到欧元的经验，欧元资本市场不发达。其实欧元的问题，是缺乏一个统一的国债市场。希腊的债券谁会要？欧猪五国的国债肯定没有人要。所以欧元的问题其实是两个问题，一个是缺乏统一的财政以及支持它的统一的国债，所以它不具有充分的流动性，难以充当国际储备的资产，这是它的一个问题。第二个问题，欧元之所以没有走出欧洲，主要的原因是欧洲的军事力量从来没有走出欧洲。现在美国彼得森研究所的所长，2008 年发表过一篇论文，欧元不可能超越美元，其中很重要的原因是在国际安全方面欧洲没有承担相应的责任，所以阻碍了欧元的走出去。

如果中国本土的经济转型没有完成，人民币国际化就是一个梦想。所以资本市场发展或者说我们金融体系内部结构的转换，是中国经济本身做强的一个前提条件。假如这一点完不成，人民币国际化更不用谈，因为人民币国际化还要靠不断强大的经济的支持。我个人认为，资本市场发展需要一个系统的制度改革，整个金融政策要做根本性的改变。否则的话，中国经济的可持续以及人民币国际化都很难兑现。

Lord Adair Turner: 关于特里芬难题我想补充一点。刚才大家提到的特里芬难题，在数学上其实是错误的。非储备货币国家积累了很多外汇储备，应该跟主要资本的流动是相关的。假如某一个国家本来有 5% 的经常帐户顺差，一旦它成了主流外汇储备货币，使用其货币的需求会推动汇率逐渐进入到一个没有竞争力的程度，于是它就陷入经常帐户的赤字。但是特里芬从来没有在数学上证明过这一点。

如果看历史的情况，主导的外汇储备货币是不是造成了经常帐户的赤字，我们不能够仅仅通过实证的方法得出结论。你也不可能通过地图的方法去看这个问题，我们不可能把美国和日本放在地图的同一个方位。其实我们在历史上有两个相关的事实。美元成为主导的货币之后，最后出现长期的经常帐户赤字。但是在 1990 年代末，英国并没有出现这样的情况。英国经常帐户顺差被大量的私有资本流动所抵消，英国一直以来都有很大的出口。如果人民币变成主要的储备货币，有可能出现经常帐户赤字。你可以看看英国过去的经验，当然如果你像英国一样在非洲建了大量基础设施，可能出现跟英国类似的情况。

最后我要强调关于紧急储备安排的一点看法。金砖四国为什么要成为这样一个经济一体，因为他们希望能够创建一个市场；从政治角度上看，他们希望能够形成一个新的集团。除此之外，我没有看出中国为什么一定要跟利比里亚有更多的贸易关系，或者与巴西，或者与阿根廷等等，这都不是自然的经济一体，不像中国和东盟。所以，中国需要建立一个客观的经济政策，来驱动它与金砖四国的贸易占比，这样才可以使紧急储备安排更加有用。

乔依德: 这个议题的讨论就到此结束。

第二天讨论： 金融改革，稳定与监管：全球与中国视角

乔依德（上海发展研究基金会副会长兼秘书长）：女士们、先生们、各位来宾，早上好！我们昨天开了一天的会，也很成功。今天按照议程，我们针对当前大家关心的问题，讨论“金融改革，稳定与监管：全球与中国视角”。昨天我也解释了，本来上海市常务副市长屠光绍先生要来演讲，但由于身体关系不能前来。今天他赶过来参加我们的会议，并做一个简单的演讲！下面我们以热烈的掌声表示欢迎！

上海市常务副市长屠光绍致辞

屠光绍（上海市常务副市长）：这个研讨会是上海发展研究基金会和美国新经济思维研究所举办的，我觉得非常有意义，特别是来了一些很有名的专家学者，包括 Lord Adair Turner 先生，还有余永定先生，以及其他各位。这样一个重要的国际研讨会在上海举办，对上海金融中心建设很有意义，讨论的问题都是我们非常关注的。

今天的题目与昨天的不一样，所以我也没有什么准备，只是想听一听，我现在不在金融管理部门工作，既不便也不好谈金融问题，但上海要搞国际金融中心，作为地方官员就要关心金融问题，多听各位专家的观点，这对我们做好工作有好处。但刚才乔秘书长让我先讲一讲，好在是闭门会议，我就从谈问题的角度来抛砖引玉，把最近想到的几个问题谈一谈，希望各位专家再来分析这些问题，或者再来做解答。

从中国现在整个金融市场发展，包括金融改革开放方面

的情况来看，一方面我们取得了一些进展，应该说在支持经济发展方面迈出了一些步伐。但从另一个方面来看，又感觉还有很多问题，还有很多需要改进的地方。目前最为聚焦的有这么几个事。一个就是最近前不久中国股票市场的动荡，有人说是股灾，这个股市引起了广泛关注，特别是股市第一阶段暴涨，后来暴跌，再后来救市，当然救市到现在还没有完。大家现在已经把眼光从救市本身转到对股市更深层次的一些思考。不光是我们国内，国际市场、国际人士对中国股票市场都有很多评论。

再一个就是人民币进入 SDR 的问题。一种观点说，中国进入 SDR 很有希望。但从另外一个方面来讲，中国进入 SDR 到底现在条件够不够？前几天还有人说是不是要推迟，后来又有权威人士出来解释说没有推迟，只不过有一个技术的安排，即使进入 SDR 也要到明年 9 月份。大家又开始反思怎么来看待中国进入 SDR。我觉得，这两个问题其实相互关联，有内在联系，也确实值得我们去反思一些深层次的问题。从中国金融市场发展和中国金融体系完善的方面，我想有这么几个问题是需要研究的。

第一，总体上看，中国整个经济的市场化程度和金融的市场化程度有不协调的问题。这是一个很大的问题，也就是说经过 30 多年的改革开放，我们整个市场经济得到很大的推进，无论是市场的机制，还是市场的主体，市场的一些规则，包括法律法规的体系，这些方面应该说市场化进程还是非常快的。但是另外一方面，与我们经济市场化相比，我们金融市场化程度，虽然也在推进，但却落后于经济市场化的程度。一个方面金融是经济的产物，但是从另一个角度来看，金融又反作用于经济，因为我们金融改革滞后，

或者金融市场化程度还不够，所以对经济市场化形成一个很大的制约。我个人理解，这体现在三个方面，一是我们金融一些基本的机制，包括利率市场化程度、汇率，还包括其他一些基本的制度，滞后于经济市场化的要求，改革还没有到位，使得金融资源的分配效率和分配方式跟我们的经济还不能形成很好的协调。二是金融市场的主体还不健全。虽然我们目前发展了一些民营金融机构，包括也有外资的一些金融机构，但是总体来讲，我们金融市场的竞争主体不够，竞争机制还很不完善。三是在金融运行方式上，整个市场的一些规则，包括运行方式，还存在着很多不适应市场化需要的地方，行政干预、行政审批还大量存在。跟我们经济市场化进程相比，金融市场化进程是落后的，制约了经济市场化的进一步发展，这也是导致我们金融资源配置扭曲以致一方面流动性过剩，但另一方面实体经济又拿不到钱的原因。在这个意义上，从总体把握来讲，要加快金融市场化的推进，才能提高金融资源配置的效率。

第二，从金融体系和结构来看，存在直接融资和间接融资不平衡的问题。大家也知道，我们定下来要加快直接融资，加快资本市场的发展，但实际上这几年，特别是全球金融危机之后，这个不平衡不是在改进而是在进一步失衡。直接体现就是企业的杠杆率即负债率不断提高，积累了很大的潜在风险。加快资本市场的发展，当然不仅仅是简单地把一些直接融资市场建起来，在我们整个金融结构和体系里，既要看到直接和间接融资在规模上的比例失衡，更要看到，直接融资所需要的不同于间接融资的体制机制，包括基础性环境的缺乏，这个问题不解决，想加快直接融资也没有可持续性，从这个意义上讲，资本市场的成熟和完善可以看作是

市场经济建设程度的一个重要标志。

第三，就金融市场主要是人民币市场来看，还有一个离岸市场和在岸市场发展不衔接的问题。人民币国际化进程在推进，特别是从 2009 年开始经常项下跨境人民币的使用之后，人民币国际化进程不断加快，到目前为止，尽管离岸市场在扩大，但整个相比较而言，还是在岸市场大得多。当然我们不光看规模的问题，更看到离岸市场和在岸市场还不是很衔接。随着人民币离岸市场的不断发展，离岸市场对在岸市场的市场化进程提出了新要求。我们在讨论 SDR 的时候，可能会遇到一个问题，考量人民币加入 SDR 有 4 个方面的标准（全球官方外汇储备币种构成中的占比、跨境存款占比、债券市场占比、全球外汇衍生品市场交易占比）。但是将来在确定人民币的时候，利率怎么来定，汇率怎么来定，马上就有这样的问题，是在岸人民币还是离岸人民币？现在人民币利率、汇率在离岸在岸之间还有差别，差别现象的背后是利率和汇率的决定机制不同，随着离岸人民币规模不断扩大，会对在岸形成一定的压力和倒逼，离岸和在岸怎么更有效地衔接，恐怕是我们需要关注和重视的一个问题。

当然最近我们也注意到，在岸市场也在加快对外开放，特别是前不久央行允许境外一些机构进入银行间市场，过去是非常有限的，现在进入的领域和程度在不断扩大和加深。但总的来讲，需要加快在岸人民币市场的改革开放。

第四，就资本市场供求体制来看，资本市场直接融资需求端和供给端还有不匹配的问题。这个问题大家现在也非常关注。从去年开始的这样一轮“牛市”，最后会形成现在这样的结果，里面有很多原因。实际上这次的情况，我觉得反映

了一个很重要的方面，就是我们股市的改革还是不配套的。

具体来讲，在资本市场不断发展的过程当中，我们需求端的市场化程度已经非常高了，但是我们资本市场供给端的市场化程度还不够，两者是不匹配的。在需求上，市场化程度已经非常高了，不管什么样的资金（合法不合法是另外一说），只要有钱你都可以进股市，不管是个人也好，或者什么机构也好。所以在很短的时间，可以有大量的资金进入股市，当然也可以在很短的时间有大量的资金撤出股市。但是我们的市场供给是一个瓶颈，市场供给还要采取审核、核准，供给方的改革是滞后的，往往出现这样一种情况，即当需求极大的时候，供给不及时，大量的资金只能去炒二级市场，最后积累泡沫。当市场向下的时候，滞后的大量供给（如 IPO）又来了，又加大了市场下行压力。

在去年下半年的时候，大家就有一个基本的估计，中国整个流动性，大量社会资金，可能会到股市上来，当然它需要有一点契机。当时大量社会资金实际上没有地方去。大家分析资金的各种来源，楼市的、理财的、从实业里面退出来的、从银行储蓄里面出来的等等，大量资金会进入这个市场。后来因为中国散户市场的带动效应，加上融资、配资的加杠杆，使得资金进入市场的规模不断扩大。尽管我们一直讲要进行股市的市场化改革，包括从核准制到注册制，我们也提出来要加快多层次资本市场的建设，但相对来讲，这个改革还是有时滞的，当然这有各方面的原因，主要是还受法律的制约，注册制已经是待修改的主要内容，但修法有个过程，证监会也不能违法呀。实际上，不光是在供给方 IPO 这方面，资本市场整个产品的供给都体现了市场化进程不够。所以它不适应需求方的市场化程度。

第五，股市本身有一个基础性的问题，即股东结构不健全的问题。就是一方面部分上市公司股权高度集中，另一方面部分股权小而散这种不太健全的市场的结构。从股东结构上来讲，一方面我们很多上市公司，特别是大一点的上市公司，以国有控股上市公司最为明显，股权高度集中，这就容易造成上市公司治理结构一股独大，当然，我们也有一些法规和公司治理结构以抑制因一股独大而忽视以至损害小股东利益的情况，但还不是很有效。另外一个方面，因为小股东小而散，散户比较多，对于公司治理和大股东行为难以制约，也没有办法使上市公司的治理结构得到很好的改善。所以我们一直说，解决的办法是一方面适当降低控股股东的股权持有比例，另一方面要加快机构投资人的发展，本来股权分置改革的完成为此进程创造了体制条件，但实际进程却依然缓慢。

大量的散户在市场里面，说实在的，散户不可能有效地关注上市公司的信息。股票市场上最重要的就是信息的对称，当然在任何市场上永远存在着信息不对称，但是在中国这个市场上，信息不对称非常严重。小的散户不去了解市场的有关信息，特别是买的那个股票的公司信息，反正市场上传什么，他就买什么，以至于可能到最后根本不知道他买的是哪家公司的股票，这个公司到底是什么样的公司。而控股股东出于自身利益考虑，往往又利用这种散户市场效应，更不重视公司治理和小股东利益，使得整个市场的行为发生扭曲。在很早之前，我在总结中国股市的时候就有过一句不恰当的比喻：中国股票市场最大的扭曲是以投机规避投资风险。股市当然有风险，投资也有风险，但我们的投资风险在很大程度上是我们信息严重不对称、上市公司发展以及市场

环境管理政策不可预期性造成的，这恐怕是中国股市最大的一个问题。本来你要投资，投资风险较大，入市者为保护自己，最好的办法就是短期进出，甚至可以说是以投机来规避投资风险。因此，如要真正引导投资，不是光说或者去“教育”投资者，而是要切实搞好市场的基础和环境，这需要各方共同努力，仅靠证监会一家是不够的。

所以对这次的股市和这次的救市，我们还要很好的总结。如果能很好的总结，就能使股市走到一个正常发展的轨道。

股市上的博弈，近期是博弈还“救”不“救”市？国家队什么时候退出？下一步啥时候再融资，什么时候再来IPO，也要进行博弈。但是我觉得，更多的博弈是跟政府政策的博弈。其实博弈有正效应，通过博弈能达到一种制衡。但是这个博弈如果把握不好，是一种负效应。我觉得要发展股市，一定要导入到正效应上来。

第六，从监管体制看，金融市场化进程和监管体制完善还不同步的问题。这是我们必须要非常关注的一个问题。尽管金融市场化程度滞后于整个市场化进程，但是就金融本身来讲，金融市场的发展和监管体制还有不同步，可以说我们的监管体制落后于金融市场发展的需要。我们长期以来形成了分业管理，分业监管是法律所定的，为完善监管，人民银行也牵头在金融监管协调方面做了很多工作。但是这次从监管上暴露出一些问题，暴露出一些盲点、痛点的问题。现在市场上大家都把主要矛头对着场外配资，对着股指期货。场外配资有市场需求，证券公司的两融当然有一些监管，但是场外配资谁来监管？怎么监管？

还有互联网金融，现在互联网金融发展方兴未艾，无论

是营业方式、业务范围、经营模式等都出现了一系列新的情况，如何有效监管？从地方来讲，这也使我们感到很大的困惑，互联网金融在各地方兴未艾，既是金融服务的一种创新，但也出现一些风险隐患，但一直没有管理办法。当然我们看到最近人民银行牵头 10 部委，对互联网金融发了一个意见。互联网金融到底谁来监管，怎么样监管？反映我们监管体制还不太适应。现在从指导意见看到大的方向，但是具体的东西还没有看到。我们也不希望一下子就把它管死，但是需要有一个适当的监管。

还有一个很大的问题，我们现在目前虽然分业经营，但是有综合经营的趋势。我们目前还是以机构监管为主，暴露了一系列监管的盲点、弱点。监管中还有其他一些问题，这我就不一一列举了。实际上反映我们整个金融监管体制不适应金融新的发展需要，造成了金融监管滞后于金融市场化的状况，这恐怕是需要我们很好研究的问题。

我今天没什么准备，但我感觉从整个大的方面，从目前中国金融发展的总体来讲，从资本市场和监管体制来讲，这些方面恐怕需要我们很好来研究和分析。现在，大家很担心的一个问题就是，我们整个金融改革开放和创新发展会不会延后，会不会推迟，会不会慢一些了？我相信，中国金融改革开放创新的进程不应该也不会放慢、推迟，因为，无论从我们分析的问题还是近期股市的情况看，都说明这些问题和情况恰恰是我们改革开放创新还不够形成的，这是大判断。再从今后中国经济进入“新常态”后，如何适应并引领“新常态”恰恰是要通过加大改革开放创新力度才能实现，这也是中央的大目标。当然，在金融改革开放创新进程中如何更注重协调和配套推进，这是提升改革开放创新整体效率防范

风险从而使改革开放创新蹄疾而步稳的要求。

我今天就想到这些，跟大家报告一下，今天我们作学术性的探讨，我就抓住这个机会提出这些问题，以求教于各位，谢谢！

乔依德：非常感谢屠市长给我们做了一个精彩的演讲，从大家掌声当中也体现出这一点。他概括了六大问题，我就不一一重复了。这里我想补充一点，国外的朋友可能不是很了解，屠市长现在分管金融财政，包括上海国际金融中心建设，自贸区金融，金融创新开放都是他负责的。他以前是上海证券交易所总经理，然后到北京做中国证监会副主席，七八年前做上海市副市长。他从一个以前的监管者、现在的管理者角度，分析当前中国金融存在的六个问题，这是非常有功底的，跟一般做学术还不一样，有他自己重要的看法。同时，我觉得他提的六个问题都非常重要，这六个问题可以作为我们跟美国新经济思维研究所下一步的合作研究课题。我们现在正在筹备另外一个国际会议，10月底或11月初，集中讲资本市场开放和上海国际金融中心建设。屠市长刚才讲的非常对，我们前一阵股市振荡本身是一个坏事，但如果能够通过讨论，很好地总结，我们就能使坏事变成好事，以便使金融改革乃至整个经济改革都能顺利进行下去。今天国内外很多专家在这里，他们可以畅所欲言，提出各种看法。

管涛：谢谢！刚才的演讲非常精彩，将为今天的讨论提供很好的参考！上午讨论分两个环节，我负责第一环节的主持。第一个环节有四位演讲嘉宾，希望每位嘉宾把演讲时间控制在15分钟以内。第一位演讲嘉宾是美国新经济思维研究所的高级经济学家 Daniel Neilson，他的题目是“中国货币市场结构及其对流动性的影响”。下面欢迎！

Daniel Nielsen: **中国货币市场结构及其对流动性影响**

Daniel Neilson（美国新经济思维研究所经济学家）：谢谢大家！感谢主办方邀请我参加本次会议，我的演讲会非常简短，会偏技术化一些，但这个演讲是非常实用的，主要体现在与现在金融市场的发展相关，尤其是考虑到过去几周中国股市的情况。我这个演讲主要来自于我的论文，论文已经翻译成中文，中方嘉宾可以更多看一看我的论文，了解一下中心思想。

今天我主要谈一谈中国的货币市场，在这里我想和大家分享一些宏观的观点。我们知道目前的改革，是为了让市场在决定价格方面起到决定性的作用。在改革过程中，很多定价权交给了市场。在一个不完全自由化的市场中，政府依旧起很重要的作用。最近中国央行行长说，利率市场化将在一年之内发生，看来利率市场化确实是在如火如荼的进行当中。我们要问货币市场到底是怎样决定利率的？它的机制又是什么？在市场决定的机制之下，到底有哪些行为和表现呢？一旦利率实现市场化，政策又会起到什么样的影响？在中国市场当中，市场决定短期的利率，央行又该如何制定货币市场的政策，而货币市场的政策又会如何在更大的金融市场当中产生影响呢？

在我这篇论文当中，我谈到了与改革相关的一些因素。在我的演讲中，我尤其会谈到一些实证性的例子。我的基本观点就是，中国货币市场呈现一个 T 状结构，通过分析这样的 T 状结构，我们就可以进行一个预测。从理论角度来说，我们可以用这样一个模型进行预测，至少关于这样一个

市场决定利率的机制，我们能够获得一定的实证方面的支持。我也希望倾听在座各位专家的反馈意见。

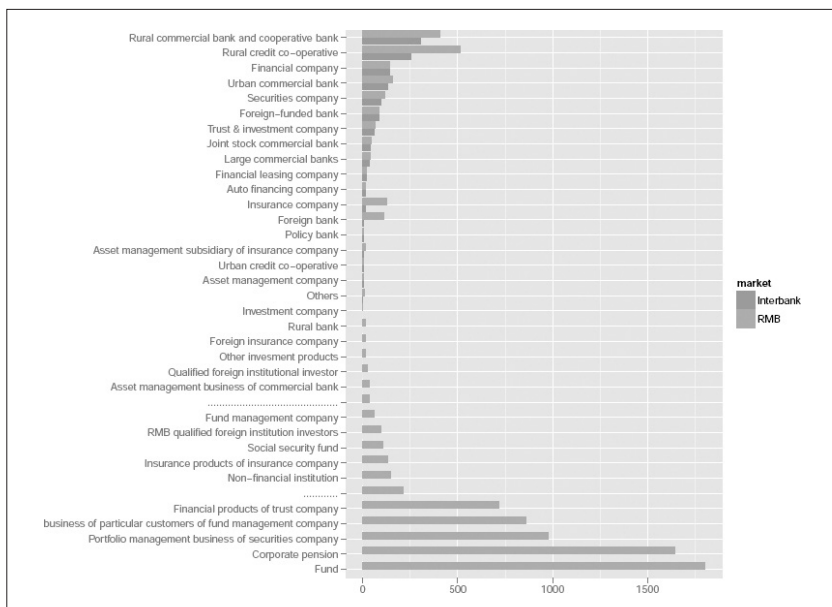


图 1：中国货币市场构成图（按机构类型）

我们看一下图 1，你们可以在论文当中看到更多的细节。我们看到中国货币市场几个重要的参与方，今年我们看到有很多不同的金融实体参与了中国的货币市场，包括商业银行，同时还有很多非银行机构。红色的是银行间拆借市场，蓝色的是更广泛的人民币市场，包括回购以及债券，但不包括银行间借贷。同时还有来自机构投资者的参与。

从机构角度来说，其实有一个非常明确的结构。首先有一小群，这就是银行，这些银行不仅参与了银行间的拆借，同时也参与人民币市场。同时还有一大群，这就是金融公司

和非银行金融公司，他们参加了人民币市场，但是没有参加银行间拆借。所以你要么只是参加一种，要么是两种都参加。从设计来说，这样一个设计的目标是为了防止银行从回购市场，或者从其他实体来支持它们正常的业务，也就是说银行应该获得稳定的金融来源来提供业务支撑，而不应该从拆借市场来获得业务支撑。

Entity	Instrument	Rate
PBC		
Primary dealers	Open-market operations	r_{OMO}
Banks	Interbank lending	$r_{lending}$
Wider RMB market	Interbank repo	r_{repo}

图 2：货币市场结构

我们看到这其实是两大组，同时我们看里面还有一些小组，包括一些一级的交易商，他们能够直接与中央银行在公开市场操作交易。我们把这种参与银行间操作的方式用图 2 来总结。我在这里要强调的是，我们可以把货币市场参与分为四大组，出于很强的原因，最底下就是最广阔的货币市场，包括 9 千多个参与货币市场的实体，包括回购和债券市场。上面是较小的 1200 家参与银行间拆借的实体。占 50% 的是 50 个左右的一级交易商。最顶层就是中国人民银行。所以有 4 大类实体参与了中国的货币市场。把实体分成四层，每一层中又有一系列的工具。我们看到上面一层的实

体和下面一层的实体之间会进行互动。所有的银行都参与更广阔的货币市场。最下面两层之间是通过银行间回购来进行的，银行间回购可以说是最活跃、最具流动性、最短期的市场。再上面的就是一级交易商，它们是银行的部分，也能够通过银行间借贷市场进行交易。一级交易商再通过公开市场操作与中央银行发生交易和联系。

这样一个中国货币市场的结构，说明了谁能在每个部分参与。从理论的角度来说，中国央行是这个系统的最终来源，支持整个付款系统。银行管理它们的交易帐户。大型银行为小型银行提供服务，一些非银行机构依赖银行进行交易服务。这样一个从底到上的结构，理论上说是合乎逻辑的，而且从我们看到的数字上来讲也是合乎情理的。

接下来我们看一下这里面的每一个交易工具，我们也给大家展示一些数据。

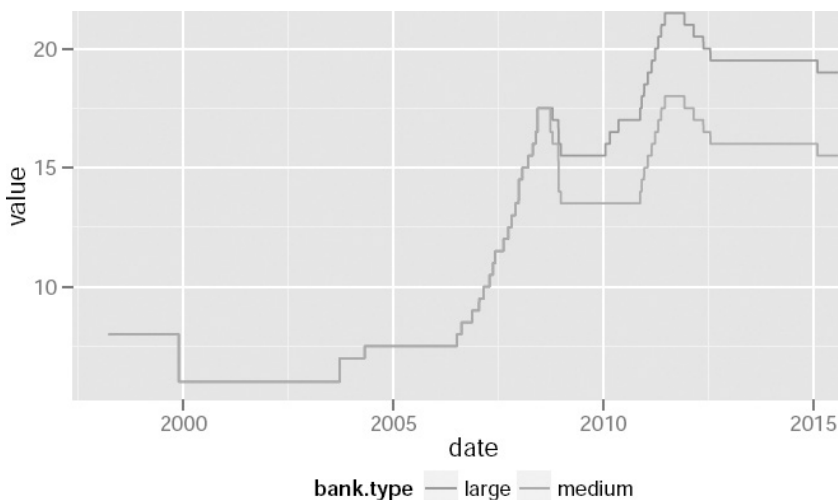


图 3：中国存款准备金率要求

首先看一下公开市场操作，公开市场操作在视觉上很难展现，因此我用了存款准备金率代替。我把它分为大银行和小银行。货币市场的政策一方面体现在中央银行的资产负债表上，它的负债方会通过很多的准备金来体现，我们可以看到这样一个准备金率的调整对于整个市场产生的影响。他们更多用这个方式来调节市场，成为市场公开操作的主要方法。我们可以看到存款准备金率，它们主要是用回购，包括 7 天回购或者三个月回购，通过这样的方式就可以实现更加确切的目标，就是流动性的投放和收回。自 2004 年以来，这不是中央银行每天做的事，但至少每个星期他们就会操作一次。

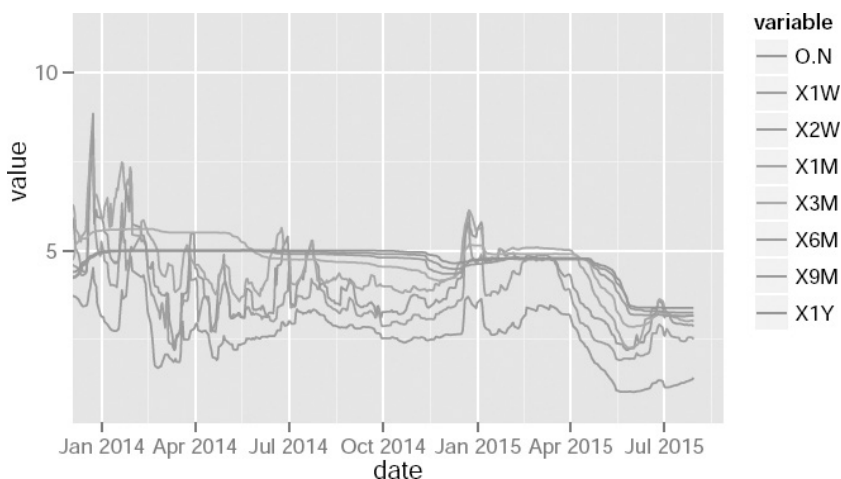


图 4: Shibor (Shanghai Inter bank Offered Rate, 上海银行间同业拆放利率)

刚才我们谈到 Shibor 和存准率。再来看一下回购量。我们看到中国回购市场与其他地方的回购市场是非常相似

的。回购量作为整个系统中的融资来源是非常重要的，它的重要性与日俱增。自 2004 年开始，我们看到回购市场已经出现大幅的增长，大部分增长是一夜之间出现的。如果大家感兴趣的话，我稍候可以做一些详细的解释。

The PBC can create and destroy reserves using open market operations. This changes the availability of funds in the interbank and repo markets.

Because the central bank is the ultimate source of liquidity, and because of the hierarchical structure of the interbank lending and repo markets, it is reasonable to expect:

1. Primary dealers get funds from the central bank at the OMO rate.
2. Others can borrow from primary dealers at the interbank lending rate.
3. An even wider group can in turn borrow from them at the repo rate.
4. Each link in the chain charges a price for its services:

$$r_{\text{OMO}} < r_{\text{lending}} < r_{\text{repo}}$$

图 5：假定的利率模型

接下来再来看一下货币市场其他的一些工具，我们展示上海银行间同业拆借利率，Shibor 不是市场定价，它其实是一个平均值，所以它受到其他利率的影响，也取决于整个银行间拆借的变化。图 4 右侧，是它不同的到期日，由一个月到一年不等。很关键的是，这些实际数字是在最短的期限之内，其实这是借贷情况真正的体现，我们看这些资金都是非常短期的。Shibor 也能体现市场中的情况。我们看这里有一个曲线，在大多数情况下，在曲线上表现得非常陡峭，即使在一个星期之内。

我想给这样一个结构一个含义，央行是整个金融系统流动性的最终来源，它为银行提供资金，可以用资金等级和梯度化来解释整个货币市场的运行机制。它能够通过公开市

场操作作为一级交易商提供流动性，给他们提供短期的资金，使它们进入到银行间的拆借市场。通过银行间的放贷包括 Shibor 等等，进行银行间的借贷。然后再进入到更广泛的银行间市场，这样会有各方来参与，最后采取回购的方式。中间的每个参与者都会对它的服务收取费用，这里就可以看到利率的梯度化，市场操作在最下面，银行间拆借高于它，回购利率在中间。所以你就可以看到，这三个级别资金的转化，由于每个层次都有一个对于服务所收取的费用，可以看到三个层次和三级市场利率的差价。这就是我们看到的整个论文实质性的理论假设。

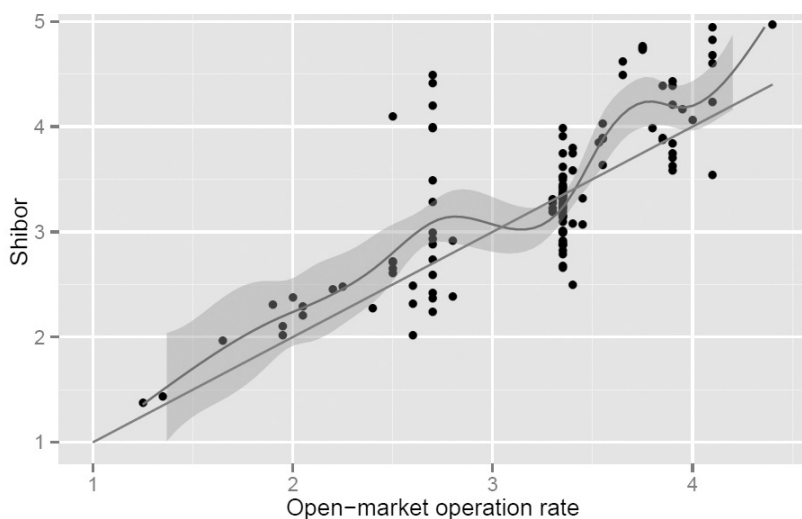


Figure 6: Open-market transaction rate, horizontal axis; Shibor rate, vertical axis. Each point represents a day on which the PBC conducted open-market operations in the 7-day repo market.

图 6：上海银行间拆放 7 天利率 vs 央行公开市场操作回购利率

图 6 显示一个对比。2004 年到现在，公开市场操作回

购利率与同一天上海银行间拆放 7 天利率的对比。在这里你可以看到，Shibor 基本上高于公开市场利率操作水平，这就是我们看到的不对等性。

Conclusions:

- ▶ The hierarchical structure of money markets makes sense both in theory and in the data.
- ▶ In providing liquidity via open-market operations, the PBC must think about how the liquidity gets to the market.
- ▶ Market determination of money market interest rates may provide useful information and allow the PBC to step back
 - ▶ but don't forget that it is a profit-driven activity.

图 7：结论

这就是我的结论。总体而言，我们要理解货币市场的 T 状结构，它能够告诉我们，从货币市场到金融市场之间流动性的方向。同时它也能够告诉我们，央行如何做货币政策的实施，尤其是在利率自由化的情况之下，当市场作为主导力量的时候，观察市场动向的主要风向标。这就是我的演讲内容。谢谢大家！

管涛：下面请中国人民银行首席经济学家马骏先生给我们分享他的观点。

马骏：货币政策与监管政策的协调问题

马骏：进入我这个题目之前，我讲一句跟 Daniel Neilson 的演讲有关的话。我最近带一个团队花了一年多的时间做了一个题为“新货币政策框架下的利率传导机制”的报告，主

要研究我国短期利率的变动如何影响各种各样的中长期的利率，包括债券的收益率、存款利率、贷款利率，和如何通过改革来疏通利率传导机制，为向新的货币政策框架转型。过几个礼拜我们会在 40 人论坛上讨论这个报告，大家可以关注一下。

回到我准备的题目，关于货币政策与监管政策的协调。我想先讲六个问题或挑战，让大家理解为什么要研究这个事。然后说一下相关的国际经验，提出如何借鉴这些国际经验的一些想法。

问题之一，货币政策和监管政策之间是不是存在前者逆周期和后者顺周期的矛盾。货币政策应该是一个逆周期的调控工具，但监管体系往往会引起顺周期的经济投资行为。昨天已经讲了几点，我再举几个具体例子，为什么目前监管框架之下会有顺周期行为。一个就是房地产，如果房地产价格上行的话，一般来讲，买房子的人 would 认为今后一段时间房地产价格还会继续上行，都要买，导致需求上升，自然会带动投资上升，投资上升以后，就会产生各种各样过热和泡沫，最后影响整个金融体系，尤其是银行体系的稳定性。如果按揭首付比例是固定的化，就会强化这种顺周期的行为。

再举一个例子，经济开始上行的时候，一般来讲各种资产价格会上升，银行在贷款时会看抵押物的价值，如果抵押物价值上升，银行的贷款能力就会上升。因此，在经济上升过程当中，会出现过度贷款和杠杆率进一步上升的天然倾向。倒过来也是这样，经济下行，抵押物价值下降，企业或者个人想借钱也借不到那么多，自动造成由于监管体制而导致的贷款萎缩，会加剧经济下行的压力。这也与 LTV 的监管指标有关。

还有，经济下行时，如果资本充足率的要求是固定的，由于银行担心违约率上升导致坏账损失和资本金不足，就会出现过度惜贷，而惜贷会加剧经济的下行压力。

还有很多例子表明监管体制中会有强化顺周期行为的因素。但控制这些顺周期行为的工具，比如首付比例、逆周期资本缓冲、流动性比例等，可能不在央行手中。换句话说，央行的责任是维持宏观经济稳定，但有些影响宏观稳定的政策工具却在负有微观监管责任的机构手中。这就损害了宏观调控的有效性。

问题之二，货币政策目标中，到底要不要放进比较显性的金融稳定的目标。原则上，世界各国正在慢慢达成一个共识，即央行不光要控制通货膨胀，同时也要关注金融稳定。但是关注到什么程度，具体怎么关注，是不是要把某些资产价格作为关注目标，这还有很大争议。昨天咱们讨论了，即使把CPI搞对了，资产泡沫却上去了，金融也不一定稳定，这是很多国家已经面临的问题。

问题之三，混业经营。这个趋势虽然在国际上有争议和反复，但从100年国际金融发展的大格局来看，混业经营的方向没有变。从中国来讲，混业经营是一个大方向，基本推动力还是金融机构竞争力的问题。如果是彻底分业经营，很多的客户资源没有办法在不同金融产品之间分享，在一个开放的全球竞争环境下，你就竞争不过别人。我在境外投行干了十几年，所有在国际上有竞争力的大大的金融机构都是混业经营的。混业经营当然会出现风险，尤其是业务跨界部分的监管薄弱环节，但混业经营又一个不可阻挡的大趋势。因此各种各样不同的业务、产品的监管就需要协调，如果监管部门互相之间不协作、不沟通，会出现很大的问题。按机构类

别来监管，而且不同监管部门守住自己一块地盘，不让其他机构参与，可能会导致危机。换句话说，即要保持金融业的竞争力，又要防范风险，就必须改个过度分割的监管体制。

问题之四，是监管部门之间信息沟通和协调能力，以及快速反应的能力。最近股市风波就是一个具体的例子。如场外配资、Homs 系统等风险点该知道的人不知道，是个信息监管盲点。如果管这个信息的部门可能没有监管职能，有监管职能的部门可能没有这个信息，就是个信息沟通和协调困难。另外，在发生重大风险的情况下，市场不会让你有很多时间反应，必须要在一天两天，乃至几个小时之内作出协调好的重大决策，如果体制的协调难度太高、速度太慢的话，就会很麻烦。

问题之五，是关于中央和地方金融监管的协调。我比较关注的一个具体问题是，中央如果管金融机构的话，那么那些监管机构的主要目的是防止风险，即要保证不要出系统性风险，也不要出区域性风险，但中央本身不承担地方经济发展的职责。它对地方经济成长、金融发展的兴趣不大，就可能会出现过度监管，尤其是对中小金融机构、服务于民营企业的机构出现过度监管。一个典型的例子就是村镇银行。我前段时间调研为什么小企业融资难融资贵。同一个地方，小贷公司贷款利率 20%，因为小贷公司不能吸储；村镇银行贷款只有 11%，因为它可以吸储，成本就很低。那么你多搞一些村镇银行，融资贵的问题不就可以缓解吗？但是做不到，因为有一个发起人制度，要求每个村镇银行必须有一个银行股东作为，这个还必须占 15% 以上的股份，但大银行一般不愿意参与这种小银行，因为一旦出现倒闭的话，对其声誉是一个巨大的风险。自然就出现很多民营企业家想

发起村镇银行但却无法发起的问题，这跟监管体制有关系。如果把对村镇银行的准入和监管放到地方上，地方既有发展地方经济的冲动，又有对中小金融机构监管的责任，责任和冲动可能就协调起来了，就可能避免过度监管。

问题之六，是关于能力建设的事情。这尤其是涉及到一些比较新的领域当中，像衍生工具，互联网金融，还有最近股灾中披露出来的 Homs 等等。我曾经在一个谈衍生工具的会上讲，搞衍生工具这些人都是老鼠，他们是非常聪明的老鼠，他们的收入是负责监管的猫的几十倍。猫要管老鼠，但因为体制限制，能力及不上老鼠怎么管？这就会出现两种风险，一是因为不懂这些非常复杂的新的金融工具和金融现象，你就不让它搞，即过度监管。二是不懂也创新，那就出现问题，出现风险。因此，未来的监管体制改革中，人事体制、激励机制也一定要改，要改得能够吸引、留住人才。

我把这六个问题作为一个引子来谈我们为什么研究货币政策和监管政策的协调问题。下面我想讲两个最近几年的相关国际经验，一个是英国，一个是欧盟。英国从 2009 年开始对监管体系做了一系列改革，主要反思也是来自于在全球金融危机过程中很多金融机构出了问题，甚至倒闭，政府不得不化大量的纳税人的钱进行救助，也没有避免几十年来最严重的经济衰退。他们的结论是，除了金融机构本身的问题外，原来的三头监管、互相割裂的监管体系也是问题的来源之一。原来监管体系的主要问题在于，没有任何一个部门有明确的、完全的金融稳定的监管责任，也没有任何一个部门有充足的工具来应对金融稳定问题。他们结论是：以后重要的监管功能都要整合起来，放在英格兰央行的内部。2011 年内，政府提出将新的框架，英格兰央行除了管货币政策

之外，还宏观审慎监管、微观审慎监管和行为监管的职能。他们在英格兰央行下面设了三个委员会，一个金融政策委员会，负责宏观审慎监管；一个是审慎监管部；还搞了一个行为监管部，后两者负责微观的监管。从体制层面来讲，英国比较好地解决了货币政策和审慎监管之间的协调问题。

在欧洲，尤其是 2012 年欧债危机之后，欧洲议会和欧洲理事会就形成单一监管机制达成了一致意见。这个监管机制的主要特点就是按照监管职责来划分，根据银行的系统重要性来划分。具体来讲，欧央行 ECB 负责直接监管所有系统重要性银行，那些非重要的银行则由各个国家监管当局直接监管。这一点对我们中央和地方监管体制的改革可能有比较重要的借鉴意义。把什么划为系统性重要的银行呢？主要是根据银行的规模、经济上的重要性和跨境业务活动的重要性等几个指标来划定。

总结一下英国和欧盟金融监管改革的经验，它们的改革方案都强调宏观审慎机制的重要性。在宏观审慎监管的新体制下，中央银行都起到重要的作用。另外中央银行在强化和协调微观审慎监管方面的作用也得到了强化。这些对我们思考我国货币政策和监管政策的协调问题会提供有益的借鉴。谢谢大家！

管涛：下面请 Lord Adair Turner 演讲“证券监管的系统性含义”，欢迎 Lord Adair Turner。

Lord Adair Turner：证券监管的系统性含义

Lord Adair Turner：谢谢！今天我将谈一谈证券监管的系统性含义，我所讲的与马骏所讲的有很多相似之处。

我们放眼全世界，看一下全世界的证券监管者，包括美国证券交易委员会（SEC）和中国证券监督管理委员会（CSRC）等，你就会发现，其实我们非常关注英国人所称的行为问题，不管是内幕交易还是市场操作，我们关注都是这些问题。有一些机构一直被法律文化所驱动，他们事先制定了一系列清晰的法律，他们一直进行对各种案例的监管，进行案例的分析、调查或者刑事起诉，同时还会启用律师。美国 SEC 最高的领导都是律师出身。还有对于银行的审慎监管，这与我们在中国银行业监督管理委员会（CBRC）所看到的很相似，在中国这是由中央银行进行的。这种方法更多的是偏向于一种经济学的方法，就是关注目前这些事件的宏观意义。这也体现在责任的划分上，这是指对于不同机构的划分，证监会的责任就是去监管股票交易、股票交易所以及券商，而中央银行和银监会关注的则是银行系统，他们之间有文化的差别，机构间的责任也是不同的。这样一个机制可能会导致一个失败，就是会出现金融不稳定的问题，我现在在美国已经很清晰地看到这一迹象。

在危机之前，监管高盛、雷曼兄弟等投行机构的是 SEC。这些机构最早就是做券商，美林最早是做券商的。在差不多 30 年的时间中，这些投资银行已经成为系统性机构，不仅是券商，还形成了混业经营，带来一系列的风险，他们的风险与银行非常相似，有非常高的杠杆率。广义来说，他们依旧由 SEC 监管，而 SEC 的设计只是为了管理那些内幕交易和市场操作，他们根本就不关心所谓的到期时间、到期率等等。投资银行就形成了一个影子银行系统，产生了监管问题。

我们知道，法律学的方法和经济学意义的方法其实都

有自己的逻辑，基本的逻辑就是，那些大型的金融机构基于债券，基于到期日交易，基于股票市场。因此你可以做出一些理性判断，那就是当股票市场升降时，有人会赚钱，有人会亏钱，但这不一定会产生大的系统性风险。纳斯达克股票市场，在 1990 年代中期还有 2000 年的时候，从 150 涨到 5000 点，这样一个大涨并没有给整个宏观经济造成灾难性的影响。对宏观经济造成灾难性影响的是 2004、2005、2006、2007 整个一系列非常复杂的债务，以及结构性的债务产品，还有它们的再交易，因此产生 2008 年的经济危机。我还记得昨天 Perry 谈的，产生系统性危害的这些泡沫是杠杆。这是一个背景。

我们让证监会来管证券市场，而银行应该是属于央行和银监会来监管的。但是事情不再是这么简单了，为什么不再简单了呢？这是出于两个原因。首先，我们看到股票市场和银行市场出现了一些债务性证券，它们变得越来越复杂，它们已经成为了券商的一个业务。这些券商原来只是证券业的代理，美林证券是一个券商，但它变成一个复杂的做市商，提出很多资产抵押债券。所以我们看到整个性质发生了很大的改变。在股票市场中，正是通过这样一个东西能够产生系统性的影响。如果出现投机行为，而且投机行为还获得杠杆支持的话，你就可以用很小的一笔钱撬动整个股票市场，这会进一步增强股票市场的不稳定性，一旦出现了问题的话，这些违约就会产生一系列的波动性。所以我们可以看到，这个过程变得非常复杂，而且整个关系变得错综复杂、难以理解，股票市场已经与债券市场形成了千丝万缕的联系。所以我们进行了很多关于影子银行的分析，关于证券化、回购市场、退休保险资金等等，它们怎样流动都与证券市场相关，

又与其他一些金融工具紧密相关，因此让这个事情变得非常复杂。

在这样一个背景之下，我想就中国的股票市场的涨跌做一些评价，这也算是对马骏所说的做一个回应。中国整个的杠杆率是大幅增加的，我们看到整个社会融资额在 2009 年之后大幅增加，这就关系到怎么样能形成一个更加低杠杆的中国经济，怎么能获得较低的杠杆呢？那就是要进行 IPO 市场的改革，要发放更多的 IPO。我观察了 2009 年之后中国杠杆率的增加，我有一些担心，我们看到中国 IPO 市场并不是非常活跃，它实际上是被监管所限制的，你想上市证监会也不让你上市。现在我有一个观点，股票市场之所以出现了牛市，这么高的股票价格其实是由于政府想要降杠杆。

我们知道这个股票市场是虚高的，本来股票市场应该起到更加重要的作用，但是政府的行为却导致股票价格虚高，因此也受到了相应的回击。如果股票价格不断抬高，就会鼓励这些。我们看到利差交易的出现，股票市场上扬的时候，你可以用利差交易借来的钱推动股票价格上涨，这就等于用一种杠杆来代替另外一种杠杆。在股票市场下行的时候，中国政府采取了一些行动，包括限制卖空来减少恐慌情绪。当你这样做的时候，你需要考虑两点。

第一，如果你要防止一个市场暂时的混乱或恐慌，你要知道这些措施是暂时的而不是永久的，它无法永久保持股票市场的高位。我们看到中国政府的确要支持一个活跃的股票市场以支持经济。但是我觉得应该通过永久开放 IPO 市场来控制股票价格，而不是通过限制 IPO 来管理股票价格，一会儿让你上市，一会儿又不让你上市。

我再来谈一谈整个监管的结构，以及我们在英国的一些

做法。英国自 1997 年至 2008 年，形成了一个非常纯粹的模式。英国央行非常关注的是一个工具和一个目标，可以说这是全世界最纯粹的一个做法，它下调利率以控制通货膨胀。英国的金融稳定机构负责所有类型的金融监管，负责所有的金融机构，不管是券商还是银行还是保险公司，同时也负责监管它们的行为和审慎监管。

在一个轻监管的环境当中，我们谈到了法律学的方法，其实这主要是受到机构文化的影响，主要是受到来自于金融监管、证券监管机构文化的影响，而不是来自英国央行文化的影响。金融监管者与英国央行之间是有差别的，英国央行只重视货币政策的操作。它们之间有一个空隙，能够弥补这一空隙的就是要关注金融监管以及金融公司的行为，要进行宏观监管，以及考虑宏观经济的影响。所以当杠杆增加或交易增加的时候，如果只由一个机构来管理一个类型市场，有些东西你是看不到的。整个市场的总量在不断扩大，所以我们需要一种新的结构，而我也负责来实施这样一个新的结构，我们政府也支持这样的结构。我们重新与英国央行合作来进行审慎监管，包括所有的券商、银行和金融机构。我觉得这点是最重要的，我们把它叫做金融政策委员会，它负责宏观审慎监管，就是刚才马骏所说的，它的职责就是进行抗周期资本金要求、抗周期的利差要求，以及通过利差交易、做市融资等等来调整市场。FCA 负责各种关于市场操作以及内幕交易的监管。我们觉得这在英国是更加好的模式，它最重要的一个部分就是金融政策委员会，这一群人负责在宏观经济的不同市场中，不管是股票市场、银行市场还是影子银行市场，管理正在显现的系统性风险。我觉得这其实是全世界讨论的一个焦点，那就是到底哪一种金融监管合适，

这是个非常值得考虑的选择。

管涛：最后一位演讲者是余永定教授，他分析的是“中国当前经济形势与国际货币体系改革”。

余永定：中国当前经济形势与国际货币体系改革

余永定（中国社科院学部委员、上海发展研究基金会学术委员会主席）：最近一段时间，我一直在考虑中国目前经济进入到一个什么阶段，现在是不是处于一种通货收缩阶段。为什么我有这样的顾虑呢？从2012年第二季度开始GDP增长率已经低于8了。在2010年第一季度曾经高达12.8%，但是从2012年第二季度之后就持续低于8%，虽然有起有落，但是一直是这么一种状态。更重要的是，PPI到现在为止连续39个月负增长。同时CPI一直比较低，低于2%，按照传统的定义不能认为中国现在已经进入通货收缩，因为CPI还是正的。

我们回顾历史，中国经历过一段通货收缩，就是从1997年到2002年这一段时间。作为一个老人，我总想跟历史比较，我经常想，我们现在所处的这个时期和1997年到2002年有什么不同。那时候也是从PPI下跌开始，PPI下跌8个月后CPI也下跌了。现在CPI还是正的，现在经济结构有了变化，而CPI指数的构成不能非常准确地反应现在经济结构的变化。现在CPI还是正的，很重要的原因是服务业价格比较高，这跟劳动成本等因素有关。另外还有一个大家很熟悉的例子，猪肉在CPI占的比重非常大，哪怕经济情况不好，但是猪肉短缺可能对CPI有一个比较大的影响。所以，我有点担心，是不是从2012年开始实际上已经进入

了通货收缩阶段，这是我一直在考虑的问题，没有结论。

回顾历史，我们知道 2002 年中国走出了通货收缩，为什么走出了通货收缩？首先要强调一点，这个通货收缩时间还是比较长的，1997 年到 2002 年。很重要的原因是，在那个时候缺乏退出机制，很多企业生产效率非常低，利润率已经是负的，但因为种种原因，它并没有关停并转，所以我们去库存的过程比较长。由于大家还在生产，价格就始终上不去，这是当时通货收缩时间比较长的一个重要原因。为什么在 2002 年又走出通货收缩呢，因为发现了新的经济增长点，房地产投资很快热起来了。还有加入 WTO 之后，中国的出口增长也非常强劲。在那个时候经济调整的过程中，关停并转还是发生了，过剩产能消灭了，发现了新的增长点，我们就走出通货收缩。

我们如果处在通货收缩阶段，是否能够像上次那样走出来，或者在比较短的时间内走出来，我现在觉得有点疑惑。第一，我们现在的产能过剩比过去严重得多。钢铁是一个很好的例子，10 亿吨钢产量，过剩产能是 2-3 亿吨，现在已经消化了一部分，但我觉得它可能会延迟相当长一段时间。我们新的增长点在哪里？像房地产这样的大规模投资不大可能了。出口也不可能有很快的增长。我们现在寄希望于万众创新，但它是高度不确定的。综合考虑这些因素，比较 1997-2002 年的经验，我担心我们现在已经进入通货收缩，而且通货收缩持续的时间可能比上次还要长，这里面存在着相当大的危险。

在这些危险中，我想强调债务问题。债务问题在上一次没有现在这么严重。对债务有不同的说法，中国经济学家认为中国总的债务水平应该是 200% 到 250% 之间，跟其他国

家相比处于中等水平，还不是特别糟糕。令人担心的是我们的企业债务，企业债占 GDP 的比例已经超过 150%，社科院在两年前的估算是 120% 多，这个比重是差不太多的。根据标普的说法是 14 万亿美元，比美国的公司债还多，这可能有点夸张。无论如何，中国企业的债是非常严重的，这可能是中国经济一个很大的威胁。如果我们还没有进入通货收缩，它可能把我们带入通货收缩。

这里我讲一下债务的动态，过去我们曾经估算过政府债务，图 1 是 1990 年我跟一个同志做的。当时国内国外担心中国政府债务，因为银行不良债权非常多，如果把政府显性债务加商银行的不良债权，最低说法是 25%，有的说 45%。当时一种观点认为，我们不能采取扩张性的财政政策，因为不良债权已经这么高了，会产生经济危机。

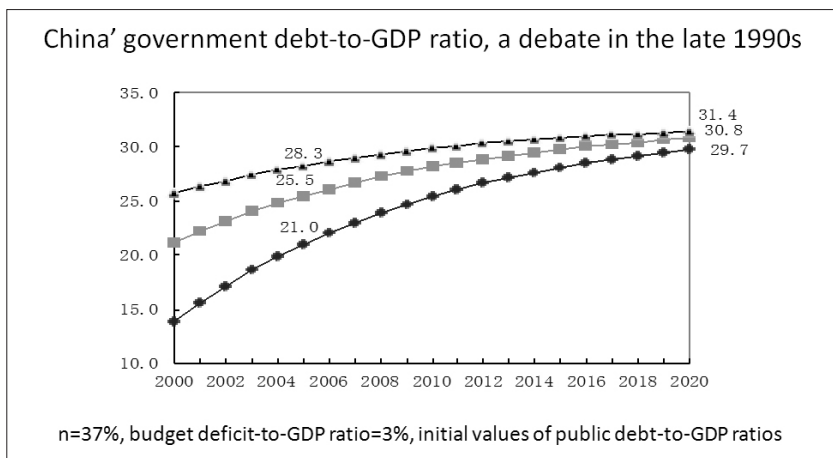


图 1：1990 年代中国政府债务的争议

针对这样一个观点我们做了一个模拟，模拟结果发现，

中国当时政府债务的水平到底有多高不重要，因为这只是一个动态过程的初始值，或者是一个初始条件，关键是看这个动态的条件是什么。当时我们觉得两个数字是最重要的，一个是财政赤字占 GDP 的比，当时不超过 3%，第二是经济增长速度。如果这两个数给定，比如说财政赤字占 GDP 的比能保证不超过 3%，而 GDP 的增长速度能大致保持在 7% 左右，随着时间的推移，中国政府债务占 GDP 的比会趋于一个稳定值，这个稳定值低于 40%。这说明扩张性的财政政策不会使财政恶化，反倒最终会使财政状况好转。这里的关键因素一个是增长，一个是我们是否能够控制财政赤字占 GDP 的比。一个关键是利息率到底多少，当时老头老太退休都排队抢购国债，国债收益率很低，政府完全有把握把财政赤字控制在 3% 这的水平。如果有这点，那就不要担心采取扩张性的财政政策。事实证明我们当时的推断是正确的，这样一种分析思路还是对的。

我们用类似的方法来分析现在的企业债，发现图 2 的曲线状况完全不一样了，这就使我们非常担心了。大家可以看原来财政有一个稳定值，现在它没有了，它是往上走。这是怎么回事呢？有几个重要因素，一是中国的资本效率越来越低，资本产出率越来越高，增量的资本产出率现在达到了 6 到 7，非常高了。而且根据我们用时间序列来推，它还在往上涨，没有看到下降的趋势。还有一个我们企业盈利利润率，付息前的利润率一直在下降，下降了 10 多年，从百分之十几到个位数了。我们利息率还居高不下。还有一个重要的因素，我们的资本市场没有充分发展，企业就只好不断去借债。考虑到所有这些因素，你用一些数字模拟去模拟的话，就会发现它是越来越高的，除非发生结构性的变化，

否则这个公司债最后要导致经济体系的崩溃。当然这是一个最坏的假设，假设过去一些不良结构得不到改善，但我们相信这种结构是可以改善，关键是你得改善这个结构。

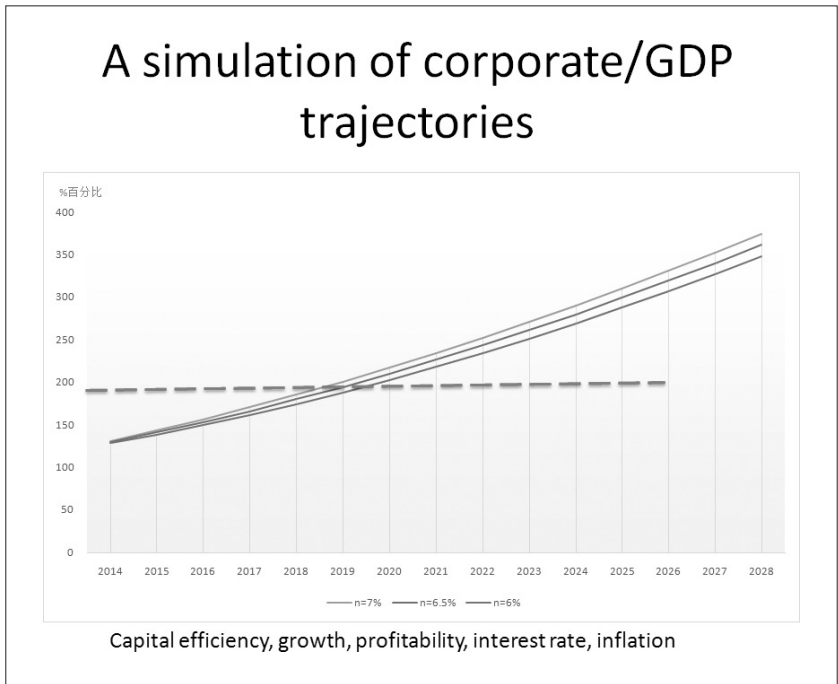


图 2：公司债占比的模拟

谈一下股市的问题。股市的发展是非常重要的，能够减轻公司债务的负担。但人为地去吹股市的做法，什么 4000 点是起点之类。我跟《人民日报》一个负责同志说，你作为官方机构怎么能说这种话，政府不应该干预。他说，是《人民日报》底下的单位发表的，他也控制不了。不管怎么说，事搞砸了，那个时候股市还没有下跌，还在往上涨。但这次

把事给搞坏了，本来是好事，这么一来的话，把政府也给搭进去了，不但不能解决公司的债务问题，又背上了新的包袱。我真不知道怎么办好，因为我不研究股市问题，我也搞不清楚，这是很令人遗憾的事情。

总而言之，我认为直到现在，我们的政府债务依然是比较好的，哪怕地方政府的债比较高，中央政府的债务情况还是比较好的。把地方政府的债和中央政府的债加在一起是 6.6%，相对其他国家来讲还是不错的。我相信中国的财政状况比其他国家好，我们有使用财政扩张的余地，所以我现在觉得中国政府应该在财政政策上多下点工夫。我们现在财政赤字占 GDP 的比，我记得是 2.5%，不超过 3%，我们经济增长速度毕竟还是 7%，在这样一种情况下采取扩张性的财政政策，我觉得不至于使财政情况恶化得很厉害。

金融危机期间，西方国家是私人部门杠杆率太高。然后来了一个危机，私人部门杠杆率下去了，政府用财政开支，用公共部门的杠杆来抵消私人部门的杠杆，维持经济稳定。中国经济如果继续下行，我觉得应该在财政上多下点工夫，虽然这不是什么好事，但我没有什么其他更好的办法。我觉得政府应该想想，我们如何能够增加财政支出，为我们的改革调整、战胜通货收缩、使经济恢复稳定增长创造良好的条件。现在经济学界辩论，我们潜在的经济增长速度到底是多少。我觉得都不重要，8% 也好，6% 也好，哪怕只有 6%，能够稳定住，不进入通货收缩和债务的恶性循环，再过 10 多年，20 年不到，我们依然能够成为世界最大的经济体。所以我现在的观点是，采取适当的财政政策稳定经济增长。我对中国经济增长持一种谨慎的乐观态度。谢谢大家！

管涛：谢谢刚才 4 位演讲人的精彩演讲，因为我们已经

超时 20 多分钟，所以我们下面讨论时间一刻钟。

讨论

杨铁成发言

杨铁成（高伟绅律师事务所合伙人）：首先感谢乔会长的邀请，我可能是唯一一个法律界的代表，我是在律师事务所的，业务是做金融监管。今天谈到英国金融监管的一些经验，我想简单谈一下看法。刚才有一个判断，现在金融的市场化落后于经济的市场化，甚至制约经济的发展，这个我非常同意。但是我想补充一下，我们的法制观念其实更落后于金融市场，这点我向各位汇报一下。

三中全会提出让市场在资源配置当中起决定性作用，这次股灾，大家可以看得出来，还是政府出手救市。四中全会提出法制化，依法治国，我觉得中央的判断也是经济学家同意的，市场经济实际上就是法制经济，没有法制要谈市场经济实际上就是空谈。什么是法制呢？你是把法律当作管理经济的手段，一出点事就发一个通知；还是真正把法制植根于整个监管理念里，尊重法制的精神，这是一个很核心的问题。

这次救市，有不少探讨，我们政府的救市是不是违法，是不是违宪，这真的是深层次反思的问题。我自己看到不少经济学家，甚至是市场人士拿中国救市和西方救市比较，特别是近期美国金融危机的例子。我要说，西方救市手段上可以探讨，但是从法制上看，没有人质疑西方救市违法或违宪。我们现在紧急出台的这些措施，不少人都在评论是不是有违法违宪的嫌疑，这不光只是简单比较西方救市和中国救

市的区别，从根本上看，是法制观念的问题。

自贸区也是一个例子，自贸区本来要可复制可推广，现在是3年的试验期过了两年。原来我们说，要从自贸区开始，让自贸区先行先试，后来跨境担保还有资金池的办法，都是在自贸区2月份出台，4月、5月全国都展开，全国的制度甚至比自贸区更灵活，可能出得晚，可能想得更全面。金融创新缺乏顶层的设计。还有，本来让在自贸区设点的外国企业可以发人民币债，现在自贸区还没有落实。以前熊猫债都是国际金融机构像亚行才能发，但是在区外已经落地了。沪港通也是这样。这些都是整个监管理念，包括法制化的进程，需要思考的问题。

刚才 Lord Adair Turner 先生介绍，在英国有不少政府官员都是律师出身，再加上英国的法制传统，这也许是我们以后探讨金融市场化，包括整个顶层设计要考虑的。总的来讲，就是回到市场化，回到法制化。谢谢！

刘海影发言

刘海影：刚才演讲信息量非常大。我就讲两点。

第一，关于马骏演讲。实际上这跟我们昨天讨论的话题是有关的，尤其是在2008年金融危机之后，对于央行职责有一个反省。大家以前比较重视央行搞对CPI，现在对这个有所质疑。如果央行的职责包括整个金融的稳定，金融监管责任分配是应该重新思考的。对于中国来说，这一点其实非常有意义。因为我们已经做了一些制度安排，这是在很多年前做的，现在重新思考的时候，我们是否应该把这个研究推向更广泛的层次？央行和银监会的这种分割是不是又有重新讨论的必要，至少作为学术界应该把这个问题提出来。

否则的话，刚才马骏提到的很多问题，比如说监管反应的速度问题，监管的错位问题等等，也许在当前的制度安排下很难得到彻底解决。不管在政策层面怎么样做，至少在学术探讨这个层面，我认为这个问题应该提出来，应该得到更多学者的研究。

第二，关于余永定老师的演讲。他提出非常正确的问题，从某个角度看的话，甚至会有有一种判断，这个问题的解决并不容易，因为这些问题反应的是中国经济资源的配置机制出了问题。我们现在看到的过剩产能，按照我们的量化数据，大概在 2008 年之前中国的过剩产能大概在 21%—22%，还是属于 OK 的状况。但是 2008 年到现在，经过六七年的时间，过剩产能飙升到 32%，这意味着有相当多企业不足以获得合格的投资回报率，以至于这些企业沦为僵尸企业。但这些僵尸企业仍然能得到政府信用的担保，获得源源不断的融资支持，以至于债务杠杆率急剧飙升。2008 之前，中国非政府债务在 GDP 的 110% 范围，到 2014 年飙升到 184%，这个非政府债务比例高于日本，高于美国，高于欧洲，反应的是过剩产能退出机制的失效。在金融上体现为，在政府担保之后，有源源不断的融资继续流向这些僵尸企业和地方政府平台。本质上，它不是一个流动性危机，而是清偿性危机，表示中国产生的剩余不断浪费在支撑这些不应该生存的项目和企业身上。我们现在已经到了一个大而不能倒的程度，无法实施有序的破局。如果要使过剩产能大幅度降低，免不了要让一些企业倒闭，让一些债务重组。在目前的收支情况下，无法避免这种痛苦。

所以更多的挑战不完全是货币政策或财政政策，而是怎么让中国的金融体系能够承受对于过剩产能的清理和过多

的坏账的挑战，这是我们在未来真正的挑战。如果这个问题没有结果，中国资源继续浪费在无效项目上，我们无法对中国经济未来的中长期增速保持一个过分乐观的估计。我是提出这个问题的严厉性。

张礼卿（中央财经大学金融学院院长）：我想问屠市长一个问题，我们现在面临的问题之一是离岸市场和在岸市场发展的不衔接。你能不能再解释一下，自贸区这一块离岸市场的发展规划是怎么样的？刚才有人提到，现在自贸区很多措施没有落地，有些东西在在岸市场推出，但离岸市场还没有看到。请你再谈谈这块，谢谢！

屠光绍发言

屠光绍（上海市常务副市长）：其实自贸区金融改革，从一开始大家就有不同的看法。现在叫自贸区，以前我们叫特殊监管区，过去的特殊监管区就是货物贸易。货物贸易的办法很简单，用铁丝网把它围起来，就可以开始特殊的监管政策。自贸区搞投资贸易便利化，这必然涉及到金融支持，这就是很大的难题。如果货币是自由兑换的，就不存在这个问题，但自贸区是用过去特殊监管区的办法进行金融试点，这个难点就相当高。资金流动很难通过货物贸易的方式圈起来搞。现在提出来一个概念叫电子围栏，通过设计一套自由贸易帐户来控制资金流动风险，但这也是一个阶段性安排，而且也会牺牲一些效率。

中国有很多东西，特别是金融改革中的资本项下可兑换，方向定了，但具体进程，心中没有底。所以我认为在自贸区里进行的这方面改革是有试点性的，是为了积累经验，具体安排上，人民币的进出、境外投融资走的更快一点，外

币更谨慎一些。到目前为止，自贸区里有一些金融改革，监管盯得也比较紧，所以没有大的热钱进出的风险。但如果这种方式要推广到全国，还需要有配套的跟进。我觉得更重要的，是中国金融改革整体上有序和稳步的推进，这才是一个最重要的方向。因为这个原因，下一步中央对上海自贸区金融改革的政策不一定局限于自贸区。不知道大家注意到没有，我们提出来上海自贸区金融改革要和上海国际金融中心建设联动，包括准备要出来 49 条，实际上更大的的是着眼于上海金融中心建设，不仅是自贸区的概念，而是一个整体上的推进。我相信下一步恐怕一定要放在一个大的整体里来考虑，既包括自贸区，也包括在更大范围内怎么推进金融改革。

管涛：谢谢屠市长精彩回应！我把主持交给张礼卿教授。

张礼卿：我们这一节有三位发言人，每位发言人的发言时间不超过 15 分钟，这样之后还有一些互动的的时间。第一位发言人是来自美国新经济思维研究所的研究总监 Thomas Ferguson 先生。

Thomas Ferguson：有效的证券监管——诊断分析

Thomas Ferguson（美国新经济思维研究所研究总监）：我们看到在 1987 年，当股票市场崩盘的时候，日本央行购买日本的期货，同时还有美国市场的救市行为。我可以告诉大家，有多少是行得通的，有多少是没有成效的。其实可以找到很多的评论和文章。在西方文献中，我们知道非常有名的一篇文章，它的观点就是西方的股票市场至少欧美市场，

主要保护小股东的利益，这就解释了他们成功的秘诀。这个论文受到很多的抨击。

在镀金时代（大约 1870 年至 1898 年），你看一看那些历史就知道，事实上是以灾难性的方式来进行股票市场的改革。我们看到出现了很多问题，出现问题之后，他们才开始进行改革，我不认为这样做是正确的。我们看一下关于经济学的文献，我们要问他们是如何应对这些改革的，这是个大大的谜题。投资银行从上世纪 20 年代到现在，发生了很多改变。摩根大通重新参与市场之中，这些人实际上改变了当时的权力结构，这也是我们要学到的一个教训。

这样的事情在 2008 年之后没有发生，金融市场的碎片化和分化在上世纪 20 年代非常突出。当时我看到它有一点点分化，但分化还不是那么强烈。所以，我觉得中国的朋友可能会考虑这个问题，我们如何能够获得真正的金融市场改革。我们已经碰到了股灾的问题，我对它的情况了解不是太多，对于中国市场的评论我还是比较谨慎的，对于不理解的事情我不会做评论，这是我的第一个评论。

第二个评论，中国在上世纪 90 年代中期的时候，很多人都通过银行贷款来发展他们的业务。这种情况实际上也类似于欧洲的情况，实际上德意志人的模式是更加突出的例子，他们影响更大。再来看一下中国决定让市场发挥更大的作用。从金融市场角度来看，我们应该如何来看待呢？这其实不是我们的第一次股灾，我们看到在纽约，或者其他城市，他们都出现过股市过山车的情况，历史上有多次事例。我觉得我们有两种方法可做，其中一个是我们要提高市场准入门槛。我对中国市场了解不是太多。我自己在西方，比较了解西方的股市市场，提高入市的门槛意味着我们要做

一个更为广泛的改革。我们如何来做也是一个很大的问题。因为很多时候人们有很多很乐观的说法，他们来自不同的领域，他们会评论这个股市可以怎么样才能够有效运作。历史上有过一些的情况，有些人谈金融改革，但是他们并不真正将其付诸实施。官僚主义者会谈美国出现的股灾情况，在上世纪 70 年代出现更为糟糕的情况。这些官僚机构开始变得越来越腐败，也许你们也会有我们所提到的“旋转门”的问题。如果你来看一个西方的金融监管体系，你会发现在美国金融体系，人们非常追求去除监管，或者说有去除管制的趋势。从罗斯福新政再到上世纪 1997 年的时候，我们看到它们的变化，华尔街的崛起。然后我们就看到了在中国反腐败的举措，这也是我真的很希望美国能向中国学习的东西。我们看到中国反腐举措的一些特点，包括政府高管或官员薪酬透明化和机制化。

我想说的是，中国的朋友们是否能够接受进行改革，你要真正做改革的时候，碰到了这样一个股灾的情况，你要确保所做的工作最后不会像美国这样，就是美国在 2008 年和 2010 年所做的事情，他们大谈改革却从不付诸实施，希望中国不要重蹈覆辙。

张礼卿：谢谢！下面请来自上海发展研究基金会乔依德副会长。

乔依德： 正确总结国内外经验教训，稳步推进金融改革

乔依德：我今天发言题目是“正确总结国内外经验教训，稳步推进金融改革”。刚才屠市长讲总结经验要做对，

我觉得非常重要。我之所以提出要正确做总结，是因为感觉到现在对股灾的一些评论不是很准确，甚至有些错误的想法。

第一，不能简单地从国外救市推到我们这次救市。1987 年美国股市一天跌了 22%，以及 2008 年次贷危机引起的全球金融危机，这两次实质上是不一样的。我们可以问一下自己，我们这次股灾是更像前者还是更像后者。你仔细想一想，就知道更像前者。如果是前者的话，其实美联储在当天没有做什么，闭市以后他们公告宣布，会给券商提供流动性，让市场自我修复。次贷危机时美国采取了一些救市的措施，但这个情况跟我们不一样，它是有很多金融企业倒闭。当然这个做法美国国内也有很多争议，可能主要是政治上的考虑。所以我觉得不应该简单地把那个东西搬过来。如果大家同意这更接近于流动性的问题，就不应过多用行政指令使市场不能发挥作用。我觉得有一个说法还是可以的，要补充足够的流动性，让市场修复。这是我的第一个想法。

第二，目前总结经验教训还是一贯的思维，仅仅从市场参与者的角度来找经验教训，把问题说成是做空，或者恶意做空等等。如果有问题，找出来当然要解决，但是如果非常客观的看，这一次所谓股灾就是暴涨。我们在 3 月、4 月非常担心，为什么涨得那么快，到底什么意图？坦率地说，决策者在指导思想上有偏差。当然发展资本市场是必要的，但是不能通过官方媒体对市场的价位进行鼓励，说 4000 点是起点或说第三次改革牛、国家牛等等，这些有很大的误导性。除了这个以外，现在也在查虚拟帐户。但证监会几个月前允许个人可以开 20 个帐户，开 20 个帐户不是影响更大吗？但没有一个人来提。

第三，我们总结经验的方式也要有所改进。我非常赞同刚才提的，这次完全总结还是自己来总结自己，这是不够的。次贷危机后，美国国会搞了一个报告，我们这次能不能有一个公开报告和内部报告的交叉，这对整个社会也有一个教育作用。犯错误不可怕，可怕的是不能或不敢对错误进行深刻的反思以找出原因，这样以后会犯更大更致命的错误。我现在还是很担心，有很多东西根本没有总结到，包括媒体。我前面讲了，官方媒体不能通过社论或社评或由权威人士对股票进行评论。而且官方对商业报刊的一些评论，应该有更容忍的态度。一财的秦总现在辞职了，二三年前已经我们一起吃饭他就埋怨，记者做调查发现一些 IPO 公司其实很有问题，但在发表文章前，上面有电话打过来不许他们发文章。市场主体的信息要透明，媒体的监督是很重要的。一条。

还有就是稳步推进金融改革。一方面，金融改革跟实体经济是有脱钩的现象；另一方面，金融改革跟实体经济改革也要有一个配套。如果国有企业不改革，对市场不敏感，利率市场化效果就要打折扣。现在社会对我们国有企业到底朝哪个方向改革，大家不清楚。

关于资本利得税，我现在也很奇怪，我没有看到有一篇文章讲要征资本利得税。我知道这个事情有很多人反对。我知道美国是征的，英国也是征的。股民都不希望分红，因为一分红 20% 就扣掉了，大家都希望股价上来。证监会强制性分红，这个是错的，是不是分红应该由公司股东来决定，不应该由监管部门决定。监管部门做的就是市场弄好，税收上要平等。现在征资本利得税有一个好处，能够教育大家到底投资投什么，买股票买的是什么，是买市场还是买一家

公司的股权。现在整个市场非常混乱，我想通过征税能使大家明白这一点。因为征资本利得税能减少我们资本市场的投机性和波动。现在中国股票的换手率全世界最高的，到6月底为止，将近1千支股票的换手率将近500%。

稳步推进也体现在金融改革与加强金融监管相结合。前面马骏都讲了，我就不重复了。我讲两个很小的例子，说明现在监管的不行。万达推出众筹，这个产品叫稳赚1号，这个东西拿到任何别的国家马上就不行，这是误导。现在广告都不能说我的产品销量第一，广告法很清楚。稳赚1号这个反而没有人管。还有到银行里面去，放了一个牌子，把人寿保险作为理财产品，利率比银行还高。我在美国也待过，如果发生过这种事情，销售人员把人寿保险作为一个养老产品推销，会被罚得一塌糊涂，而我们这里比比皆是。这个监管不作为，其他方面的稳定就有很大问题。

我们金融改革有好几个东西，股灾发生以后到底怎么办，大家也很着急。现在基本上有两种想法，一个叫先内后外，一个叫协调推进。这两种说法有合理的成分，但是还不能令我完全信服。我提出来十二个字“小步交叉，相机决策，守住底线”。小步交叉是慢慢改革。相机决策是看国内市场和国外市场，美联储今年年底要加息，这个事情要看清楚，整个全球格局会有变化。守住底线，就是资本帐户短期资本进出的开放要放到最后面，要把前面的东西做得差不多再来看。当然我们现在还有余地，因为周行长也讲过，我们实行的是有管理的人民币可兑换，这里面还是有弹性的。这就是我的发言，一个正确总结，一个稳步推进。

张礼卿：非常感谢乔会长！我们最后一位是来自于哥伦比亚大学巴纳德学院的 Perry Mehrling 教授。

Perry Mehrling：金融自由化和金融稳定性

Perry Mehrling（哥伦比亚大学巴纳德学院教授）：谢谢！今天我的主题是“金融自由化和金融稳定性”。这个主题来自于我一个月前写的一篇论文，在IMF和中国央行的共同会议上我做了同样的发言。在这个论文基础上，我会做深一点的阐述，并与今天会议主题做一个连接。

关于中国我想提三个观点。第一，金融自由化其实也是金融发展的一个结果，发达世界可以说是一个案例，金融业再发达也不能保证你的稳定。我们知道金融业本身具有不稳定性，它可以成为不稳定性的来源，不管是杠杆还是其他东西。金融体系也可能是一个安全性的来源，包括金融业的管理和中央银行流动性互换等等。所以它既是稳定性的来源，也是不稳定性的来源，这是革命性的进程，即使在全世界，我们也在不断开发新的机制来应对不稳定性，因为不稳定性会不时地抬头。金融业发展并不是要避免不稳定性，而是要拥抱不稳定性和管理不稳定性。

第二，一个不怎么发达的金融体系（就像中国的情况，其实很多其他国家也是这样的情况），其实又产生了一种特别的不稳定性。上次会议有三篇论文，分别来自澳大利亚、泰国、韩国，他们分享了自己的金融自由化的过程。他们说这是一个非常坎坷的道路，有三点，第一，点是金融产业的转换，第二是监管机制的改变，第三是整个宏观经济管理的方法的改变。在这样的改变中，你应该会看到有涨有跌，甚至会看到崩盘，会看到很大的波动，这是肯定会发生的，这是金融自由化过程中不可避免的。这是韩国、澳大利亚以及泰国的经验的总结。

中国的经验更具挑战性，而且中国在全球舞台已经如此重要，对中国来说是一个更大的挑战。因此我在这里回应一下屠光绍市长谈到的这些问题。这个就是我的大背景。

中国现在所采用的策略是追求金融发展。同时，中国将金融业改革作为进一步改革开放的战略之一，这又带来新的不稳定性。因为在你进行开放的时候，全世界已经有了很发达的金融市场。像雷曼兄弟、高盛开放了，这就有一个危险，产生了一种新的不稳定性。所谓新的不稳定性就是把外部成熟的金融市场用内部不成熟的金融市场来代替，这就形成金融不稳定性。我们看到这就是不稳定性的来源。所以我们在金融改革过程中应该给予严肃的思考。这就是我要说的背景。

我希望大家就此讨论一下。我刚才说到金融业发展有三个重要内容，第一个就是金融产业的改革。在中国我们看到“市场化”这个词，是指从计划经济向市场化经济的转型，这是一个部分。第二部分刚才很多人都已经说到了，要从一个以银行系统为主导的变成一个以市场为主导的信贷系统，尤其是发展债券市场。这些机构和机制的改变是非常大规模的。我想说的是，这些不匹配、不衔接、不平衡正是为未来提供刺激和推动，你需要这样一个不匹配，但不是太多，也需要一定的波动性，但不是太多的波动性，这对于机制的改革是一大挑战。如果你要使这些不平衡不出现，那是不可能的，那就不会有任何的推动力。但如果你都失控了，你就变革太多了，这就是一个错误管理的问题。这是我要说的第一点，是关于机制的变化。

我要说的第二点是关于价格。我们说到短期的利率以及汇率，这个问题还是关于波动性的。我们知道金融基础设施

必须要能够吸收这样一个短期的波动，必须要有一个交易系统能够在私营部门的资产负债表中吸收这样一个波动性，而不是由中央银行的资产负债表吸收这个波动性。其实波动性就是利润的来源，是私营部门利润的来源。如果根本没有任何波动性的话，私营部门就没有兴趣去参与了。所以它们要吸收波动性，而这个波动性就意味着它要以正确的价格卖和买，这样就可以形成利润，因为冒险所以才获得利润。这样就能够通过波动性带来机制的改变。因为没有波动的话，你就没有变化；但太多的波动你就失去变化的机会。所以这还是一个管理的度的问题。这是我的第二个观点。

随着金融产业的不断进步，我们也会看到监管机制发生改变，我们也看到宏观审慎管理机制的改变，以前曾经行得通的可能未来不再行得通了。你们该怎么办呢？你们要管控这个过程，这是一个变革的过程。

现在和大家分享一下我的结论。我发现有两个问题。第一个是历史遗留的问题，第二是适应性的问题。所谓历史遗留的问题，就是现在的金融体系和机制很多都已经不再行得通了，都已经倒塌了，因此你需要解决问题，并且用新的机制去解决它。这就是金融机制中的历史遗留问题。不管是在监管方面，还是在宏观经济管理方面，都有历史遗留问题。因为人们喜欢做以前做过的事情，所以这些历史遗留的问题到处都存在。第二个是适应性问题。随着中国的开放，我们会看到一些非常愿意进行变革的人，还有一些阻碍变革的人，因此机制变革是非常慢的，它需要好几代的人的努力。我们知道华尔街每天的利润损失不能影响长期变革的进度。所以我给大家提出第二个建议，因为我们知道魔鬼存在于细节中，而你要知道这些细节。在两天的讨论当中，我们看到

你们有一个自己的金融改革道路，改革的进程不可能停止，这个道路一定会继续向前，有时候会往后退两步或者三步，有的时候会退一小步，但是总是有机会在等待我们。同时还要看到我们的目标，我们不能迷失目标，还要抓住机会。这就是我的观点。

讨论

张礼卿：现在我们有一点时间互动，想发言的同事们举一下牌子！

管涛发言

管涛：我想做三点回应。上海自贸区是不是要搞离岸市场？实际上我认为，上海自贸区的自由贸易帐户最多只能叫做离岸业务，不是离岸市场。在上海自贸区试点离岸市场没有很大意义，因为香港已经是一个离岸了。所有业务将来都统一在在岸里头，实际上是在岸市场的离岸业务。

第二，刚才杨铁成先生谈到，为什么上海自贸区原来搞金融改革先行先试，但有一些改革措施没有在自贸区试点已经在全国开始做了，或者自贸区先试但是比后来推广的政策显得更加严格。这可能就有一个问题，就是金融改革具有全局性影响，很难在某个地区施行。如果每个境内投资者，因为做了港股通业务，就可以开一个自由贸易帐户，这个可以想象吗？这个设计不可能只在一个地区。我们做很多改革的时候，先要把顶层设计做好，如果一些事情没有想清楚，很可能是做了很多无用工。当时在给上海自贸区赋予金融改革先行先试时，想得雄心勃勃，但是可操作性比较差。我在

2013 年底的公开场合提了几个看法，大家听了就觉得自贸区很多改革措施很难落地，后面一两年的实践证明当时想到的那些问题并不是泼冷水。

第三，资本帐户开放的问题。我们很多的讨论是应该怎么做，但实际上作为监管部门，它现在不是简单地说应该怎么做，它面临很多内外部的约束条件，是能够做什么的问题。很多情况下，我们还要谈先长期后短期就没有意义了，长期已经开放了，短期已经进来了。证券公司正是我们开放的重点，外债里的 70% 是短期外债，我们要容忍波动性，但是要把风险控制住。我们现在只能在这种给定条件下，做有管理的可兑换，这是一个比较实在的问题。

张礼卿：谢谢管涛提出两个非常有意义的问题，我说一点观察。关于你说的上海自贸区离岸业务，当时设计的时候是借鉴了美国在 80 年代初的纽约的银行便利，相当于金融特区。我不知道纽约当时发展得怎么样，如果在座有专家愿意评论一下也非常欢迎。中国确实在不太成功，不太成功的原因在什么地方，是没有积极去推动，还是现在正在着重推动在岸市场开放？我们要去推动在岸市场的发展，而忽略曾经想做的通过离岸市场去推动开放。实际上我感觉，现在是在加快整体开放进程。但我想问的问题是为什么我们不成功，不成功的原因。其实按照纽约的经验是可能在某种程度上获得成功的。

马骏发言

马骏：我想谈一下关于打破刚性兑付的问题。原则上大部分人都同意打破刚性兑付。不打破刚性兑付，继续有很多隐性的担保，融资就太便宜，融资太便宜会造成过度融资、

杠杆过高，反而会引起系统性风险，这个道理大家很清楚。问题是说了这么多年，实际操作上打破刚性兑付却很难。为什么打不破，这里面有很多具体的体制和机制问题。我举几个例子。

第一，激励机制问题。某一个发债的融资平台，如果接近违约，上面就来打招呼了：如果这个地方违约的话，以后就不让你融资了，我不再批了。自然这个地方政府就有很强的激励机制要兜底，因为不保的话，下次发债没有额度了。这是一个阻止打破刚性兑付的负面激励机制。这些激励机制的来源是什么？有必要深入研究。

第二，是否有能力判断这个某个风险是系统性风险还是独立的个案风险。很多情况下，由于没有能力判断，官员倾向于把一个个体的、独立的风险，认为可能会导致系统性风险，一旦传染的话不得了。假设有一个县级平台违约，地方官员就会担心，万一导致整个省融不到资怎么办？这种对风险的判断取决于对金融的了解和能力，如果没有能力判断，一般会倾向于做最坏的假设，从而导致兜底的偏好。

第三，地方平台中公益性与非公益性项目纠缠在一起。许多平台同时承担两类责任，一类是公益性的项目，它搞了交通基础设施、医院等等，同时它又做了很多盈利性的如房地产等项目。它会说，你让我违约，那么这些公共服务就没有了，会引起一系列社会动荡，怎么办？针对这个问题，关键就要要把两类项目甄别开来。把它划分出两块，公益性的搞一个独立的公司，以后政府还是继续用政府发债的形式支持，用财政来兜底。非公益性的项目完全市场融资，政府不再担保了。但是这个甄别非常复杂，会耗时，但也要想办法加速。

秦月星发言

秦月星：这两天收获非常大，我来自财政部，学的是金融，所以也谈一点感想吧。

金融发展和金融稳定的问题，无论是发达国家还是发展中国家，都是共同面临的问题。回到最根本的问题，金融发展究竟为了什么？一直也在说，金融是服务于实体经济的，中国前段时间股票市场暴涨暴跌是不是从某种程度上说明当前实体经济的状态呢？我们的经济状况究竟如何，或者说我们财政政策和货币政策分别会采取什么样的手段来对付呢？刚才余老师也说通缩的风险还是挺大的。

另一方面，金融这一块资产泡沫也是非常之高，尤其是房地产市场，以及近段时间的股票市场。按说货币政策可能更多从金融稳定的角度，通过利率调整来确保金融市场的稳定，通过汇率调整来保持内外的平衡。

在我们的经济处于通缩、产能过剩、缺乏新的增长点的情况下，按说财政政策应该积极有所作为，甚至应该是大有作为。大家知道我们的财政预算赤字都超过 2%，但是决算赤字小于预算赤字，我们积极的财政政策可以投资哪些领域？

如果政府主导的话，还是基础设施投资。对中国来说，基础设施投资跟其他发展中国家相比，无论是高铁、公路、各种基础设施，中国应该在发展中国家处于比较发达的态势。继续投资于这些大项目，会不会也会带来产能过剩？如果不投资这些大型基础设施，投资其他的一些实体投资，一般来说也是政府搭台，让私人部门去唱戏。前段时间唱得很响的 PPP，就是怎样通过公共资金来引入社会资金共同去投资。但是金融市场发展的一个很重要的负面影响，就是挤兑

发展资源，它成了一个很大的融资池，把大量的流动性吸引到资本市场，无论是房地产市场还是股票市场。无论货币政策如何宽松，多余的流动性都会流到股票市场或房地产市场，大家不愿意冒低收益率风险去投资实体经济。所以积极的财政政策应该大有作为，但是投资什么呢？这是一个非常难解的问题，尤其是当前缺乏新的增长点。

过去无论是美国还是英国，大家都依赖于房地产市场拉动经济，或者汽车产业。为什么效果很好呢？因为这两个产业的产业链非常长，从下游到上游整个引导经济增长。我们现在提出来的万众创新或新型产业，能不能把产业链拉得很长，能不能驱动经济增长？这不仅仅是中国面临的问题，也是整个世界经济面临共同的话题。所以我非常同意余老师的观点，我们的财政政策应该大有作为，但是需要我们学者的建议，究竟投资什么？怎么在中国资产市场快速发展，金融市场赚钱效应很高的情况下，把私人部门的资金吸引到能够创造财富、带动经济增长的层面来。希望集思广益，谢谢！

Lord Adair Turner 发言

Lord Adair Turner: 我想就刚才余先生和马先生的演讲做一个评论。中国经济现在确实处在比较困难也比较重要的时期。目前企业贷款杠杆非常之高，我们看到增长率、投资收益率和利率之间的关系，我们将会看到这个杠杆进一步上升。我们从直觉来感觉，这个判断是正确的。

我们看到非常高的企业负债水平，我们还看到市场隐性的负债水平。这样一个负债虽然帮助我们做 2008 年以后的投资并应对当时存在的金融危机，但毫无疑问也会带来产能过剩的副作用和后遗症。

我自己本人读过一篇文章，非常让人吃惊，是 IMF 在今年 6 月份发表的一篇文章，这篇文章说中国人均住房面积高于韩国和日本的水平，其实也高于欧洲的水平，但是低于美国，因为美国有非常大的房产存量。这就是中国地产发展的规模和水平，中国属于相对低收入的国家，但却拥有这样的人均住房面积，是令人非常吃惊的。在北京、上海、广州，我们会看到还会有外地人群涌入这些城市，他们希望能够买房，房价还会保持坚挺。在二三线城市，很多建起来的房子根本就是空房。爱尔兰的地产市场在 2008 年楼市繁荣时，建了 3 万栋楼，其实这些楼都应该拆掉，变成农田。听上去这个数量不大，但爱尔兰只有 300 万人口，3 万栋楼是一个很大的体量，这会带来巨大的产能过剩后遗症。

我们应该怎么做呢？很清楚的一点，中国必须要做一个非常困难的决定，要转型为一个以消费为驱动的经济体。人们经常会谈中国经济结构调整，这个话题谈了很多年。我们看到的是，把出口需求转为境内投资。储蓄率大概还在 50% 左右，但我们的投资率已经上升到 50%，而经常项目盈余已经消失掉了。在这样的情况下，必须做一个转型，做一个消费升级，也就是说带来我们收入的增长。更多的年轻人将会进入劳动力市场，这样将会带来收入的增长，然后他们又会成为价值链中收入更高的人。说起来很容易，做起来很难，但这个收入增长拉动消费是很重要的一点。正如刚才有人说的，中国已经浪费了很多资源。通常在大多数经济体，资本产出比大概在 3 到 3.5 左右，但如果资本产出比到 6 的话，就有一个危险，就是浪费中国人民创造的生产力，他们并没有在收入和消费中受益。如果没有取得真正意义上的平衡，而你进一步提高负债，最后将会看到负债的展期。

这实际上也有预算软约束的局限，其中有一些是不太可持续的。在这个过程中，他希望借更多的钱还之前的债，这时就可以看到金融机构通过再举债的方式又加大刚才所说的资本产出比。

我们如何对付债务的问题呢？实际上没有一个真正的战略，它不会在财政赤字和负债提升的情况下做出。一旦你有比较高的负债，其实你很难仅仅把它抵消掉或注销掉，这是不可能的。你必须接受这个事实，同时把其中一些负债在一定程度上从私有领域转移到公共领域中去。就像财政部这位女士所说的，对于中国来说，今后几年需要一个较高的财务赤字，目的是什么？我们需要能够抵消现有的一些负债，我们会有财政预算的局限。虽然要做对很难，但是地方政府的债务抵消是非常重要的。我们需要进行再资本化的项目或资产重组的项目，这是以前国有银行资产重组的做法。

还有一点，扩张性财政政策的目的是什么？重点在哪里？我们做一些扩张性的财政政策，但接下来做什么呢？也许接下来什么都可以做。或者需要更多地关注健康领域，人们由于健康的考虑会导致很高的储蓄，他们觉得将来生病要用钱，这也是我们需要关注的领域。也许是因为没有统一的健康保险，或缺少私有保险的补充，才会导致我们居民由于对健康的担忧，有这么高的储蓄率。

在中国，我们还要考虑到高水平的企业存款率问题。如果你是一个国有企业，你根本不给国家分红，这个我跟马先生之前讨论过。我现在看到这个领域的改革，但还是非常有限，它们把收入交给国家，然后国家又投资于产能过剩的国企，这些问题都已经存在很长时间了。让这些国企分红，然后补充国家预算，用国家的预算投资于健康领域，这样就

解决了企业存款过高以及扩张性赤字政策的问题。

还有一个，我们的目的不是为增长而增长。在过去数年中，人们对这种政策的有效性进行过很多的辩论和探讨。

张礼卿：你谈到中国需要再次进行再平衡，需要在投资和消费方面进行再平衡，因为我们已经成功地完成内需与外需之间的再平衡，所有现在要在投资与消费之间进行再平衡。理论上讲是非常正确的，但中国现在面临的问题是社会保障体系还不健全，短期内要指望消费有很大增长是比较困难的。我认为在未来一个时期，投资还会继续发挥较大的作用。现在主要的问题是怎么提高投资效率，是主要由政府推动，还是更多由民间来推动。其次，在新技术出现的过程中，怎么引导新的投资方向，这可能也是需要注意的。

Thomas Ferguson 发言

Thomas Ferguson：刚才听了各位的演讲，我们知道工资的上涨是一大障碍。看一下美国、中国现在内外需平衡，从这个角度来说，我们可以看一下美国的新法案，可以好好研究一下它背后的原因。中国已经有了一些新法案的要素在里面，包括大型基础设施，这个新政也推出了非常大的社会保障体制的建设，从而使人们的个人储蓄降低。

杨铁成发言

杨铁成：今天主要谈金融改革，包括资本项目开放。资本项目开放，我们以前有一个路线图，先长期后短期，先机构后个人。在我们的实务中，有些项目、有些事已经做到了。这次股灾中，不少外资通过贸易公司做一些贸易结汇，已经炒了股市。这样作为外国机构来讲已经做到了。中国的

个人，每人 5 万美元，你现在做 QDII 借身份证实际上也可以做到。最后一点是利率市场化，所谓管制就是存款利率还是在管，实际上通过理财产品已经实现利率市场化了。所谓的资本项目开放，实际上在某些情况下已经做到了。

张礼卿：时间关系我们没有办法再进行进一步讨论。大家一起感谢一下今天主要发言人和评论，还有参与讨论的。

闭幕致辞

Lord Adair Turner 致辞

Lord Adair Turner：我谨代表我自己，同时还有所有来自美国新经济思维研究所的演讲嘉宾，表示感谢。本次会议非常有用，而且取得卓有成效的结果。在这一天半当中，我学到很多东西，这些都是非常重要的。我记得在昨天，我们谈到了世界储备货币的地位，SDR，还有人民币的国际化进程，这些问题都是非常重要的。它们之所以重要，是因为对中国非常重要，同时对于世界也很重要，因为世界需要中国做对事情，如果中国做错了，肯定给全世界的经济带来系统性的影响，带来金融的不稳定性。

我们这个讨论的背景其实非常有意思。我们知道中国经济模式是非常有中国特色的。今天我们都非常明白世界上没有一个完美的模型。经济的正统学说，只是在 2008 年之前存在，而它在很多意义上来说都是错误的。新经济学说和学术方法用的是一个过度简单化的方法，它认为只要具备一个开放的市场、开放的资本市场、开放的金融市场，一切都会变得更好。这都是由于一个理论，那就是足够的市场和足够市场的预期，我们知道这样一个假设是错误的。同时我们也

看到，我们现在如果要寻找一种所谓的完美模型来代替所谓新经济主义的模型，这也是不切实际的。经济学理论的智慧就在于，其实这些问题并没有一个完美的答案，但是通过对于事件的详尽分析，我们就能获得更加深入的理解，对于复杂的问题有更深入的理解。这样我们就可以避免犯一些极严重的错误，从而做出更好的政策方面的选择。

这次会议我们有一个非常哲理性的思考，在这样一个复杂经济体中，没有一个可以一刀切的模式，或者完美的模型。所以不可能只要一切都市场化开放了，就能解决所有的问题，并不是这么简单。这也与我们去年的讨论紧密相关，我们的确基于这样一个基础，我们的讨论有很多的细节，通过这个会议我们互相了解对方，并且能够讨论一些大的问题。我们对状况有了更加深入的了解，我们觉得一个进一步的讨论是非常有用的。所以在此，我要好好感谢上海发展研究基金会，感谢你们主办本次会议。我相信我们与你们的合作关系是非常好的，我也希望我们的关系在未来能够更上一层楼。

乔依德致辞

乔依德：非常感谢 Lord Adair Turner。下面我代表这次会议另一个主办方，上海发展研究基金会简单讲几句。

我很同意刚才 Lord Adair Turner 对我们一天半会议的总结。这个会议还是比较成功的，达到了我们开这个会议的基本目的。这个会跟一般的研讨会还是有一些不一样，我们是在做了研究项目的基础上来交流成果。今天早上我们对于当前大家比较关心的热点问题进行了讨论。

在一天半的讨论当中，包括提交的论文，提出了一些非

常有意义的观点。第一天的讨论中，大家看到货币的内生性与金融不稳定性之间有什么关系，以往对中央银行货币互换的讨论不是很多，这一次我们两篇报告都讲得比较好比较深，尽管可能某些观点的倾向性有些不一样，但至少达到了相当的深度。另外我们财政部的同事，提出中美在金融方面的竞合关系，至少从我的角度来说，也是比较新的切入点。以往我们看到的，都是贸易、经济、政治等等谈得比较多，但是金融方面也存在竞争和合作的关系，这对我们来说可以进一步深入。

我们一天半的讨论，对我们今后的研究有启示作用。比如说昨天我们也谈到信贷类别的重要性。余老师提出的货币种类也很重要。当然我们可能还没有达成一个统一的认识，我想这个问题还需要进一步研究。屠市长今天讲了几点，我印象很深，他提出了六个问题，对我们进一步的研究有启示作用。这次会达到我们开的目的，中外双方进一步加深了解。从我们中方的角度来说，是开阔了视野，有很多东西向外方专家学者学习。他们写的东西很注重分析，很注重观点，这是我们应该学习的。我们往往比较容易形成一个套路，先把事实理一理，把来龙去脉理一理。他们有时候单刀直入，分析性很强。

我们合作得很愉快，今后还会继续合作。目前这样一个模式也会继续，通过大家共同选定一些研究题目，双方分别研究然后再一起讨论，这是我们一个特点。外面有各种研讨会，大家也参加了很多，我本人也参加了很多，我不能否定别人，别人也有别人的好处，各人坐上去讲5分钟。但是我们一直坚持，我们的讨论是建立在研究基础上的政策导向的学术研究，所以我们预先都要做好准备，不是随便上去坐在

台上讲 5 分钟就完了，这一点一定会坚持。

首先感谢新经济思维研究所，上次我们开完会后提出这个设想，他们全力支持。很多人千里迢迢到中国来参加会，很辛苦。第二感谢参加我们项目研究的各位。很多人在过去一年中，花了很多精力写文章，我们可能有的时候比较挑剔一点，也提出一些修改，再次对大家不辞辛劳做论文表示感谢。最后感谢大家在那么热的盛夏参加我们的研讨会，提出很多建议。我希望大家继续给我们提出一些建议，包括今后的选题选哪一些题目，这样一个形式好不好，或者有哪些地方还需要改进。作为我们主办方、承办方来说，可能有些地方照顾不周到，向大家表示歉意。会议到此结束。还有一个最后的午餐！

（以上内容根据录音整理，未经本人审阅）