

内部发行，未经许可，请勿转载

研讨实录

第 79 期

79

2015 “全球金融治理的变化与中国金融改革” 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
二〇一五年十二月

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

本期是 2015 “全球金融治理的变化与中国金融改革”国际研讨会的实录。

2015 年 10 月 30 日至 11 月 1 日，上海发展研究基金会（SDRF）、布雷顿森林体系再生委员会（RBWC）、清华大学五道口金融学院（PBCSF）、上海交通大学上海高级金融学院（SAIF）和特里芬基金会（RT），在上海共同举办了 2015 “全球金融治理的变化与中国金融改革”国际研讨会。

全球金融治理的缺陷是这次全球金融危机爆发和扩散的原因之一，虽然在危机之后，全球金融治理得到一定的改善。但是最近，全球股市大幅震动，受到美联储可能加息的影响，大量资金从发展中国家流出造成这些国家的货币贬值。这说明，全球金融治理仍需要进一步改革。研讨会第一天，专家们从“发达国家非常规货币政策对全球经济的影响”、“全球流动性、金融周期和不平衡”、“全球金融治理的转变：新的多边机构的崛起”以及“中国作为 2016 年 G20 峰会主办国建议讨论的议题”等方面探讨目前全球金融治理的变化。

中国的经济正在转型之中，一方面经济下滑压力很大，需要稳定经济增长；一方面要进行改革，而金融改革是经济

改革的一个重要内容。针对这个问题，研讨会第二天的专题讨论包括“人民币汇率体制改革”“人民币国际化”“金融风险 and 监管：中国股票市场的波动”以及圆桌讨论专题“上海自贸区的金融开放和创新以及上海国际金融中心（SIFC）的建设”。专家与参会者展开了精彩的讨论。

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

二〇一五年十一月二十六日

目 录

会议议程.....	1
会议纪要.....	8
第一部分 全球金融治理的变化	9
一、国际货币体系改革与SDR.....	10
二、全球金融治理的转变.....	14
三、2016年G20峰会的议题.....	16
第二部分 中国的金融改革	19
一、人民币汇率体制改革.....	19
二、人民币国际化.....	23
三、金融风险 and 监管.....	24
四、上海自贸区与上海国际金融中心.....	29
开幕式致辞.....	34
第一部分：全球金融治理的变化.....	51
专题一：资本跨境错配，不同的增长模式和货币政策： 未来会发生什么？	51
Jean Pierre Landau：国际货币体系和全球经济增长：G20议 程的要素	51

陈红一：发达国家非常规货币政策对全球经济的影响..... 55

张春：美国经济复苏前景下中国汇率政策的选择及其对世界的影响..... 59

讨论..... 68

专题二：国际货币体系的脆弱性以及政策协调..... 74

Bernard Snoy：当前国际货币体系的系统性缺陷和特里芬两难的现实意义 75

乔依德：全球流动性、金融周期和不平衡..... 78

讨论..... 89

专题三：全球金融治理的转变：新的多边机构的崛起..... 98

Javier Guzman Calafell：全球经济治理进程与挑战..... 99

Elena Flor：以SDR为杠杆推进国际货币体系改革 110

Paulo Nogueira Batista：新发展银行和全球金融治理 114

Amar Bhattacharya：可持续基础设施的融资：对新旧多边机构的挑战 117

讨论..... 123

**圆桌讨论：中国作为2016年G20峰会主办国：
在全球金融及治理框架下建议的议题..... 136**

第二部分：中国的金融改革..... 148

专题一：人民币汇率体制改革..... 148

刘铮：资本管制、外汇管理和中国的货币政策..... 148

张生举：人民币汇改：事实与猜想..... 157

余永定：资本流动、人民币汇率和汇改..... 163

讨论.....	172
专题二：人民币国际化.....	182
Kyungsoo Kim：人民币国际化的含义:韩国的经验.....	187
Isabelle Mateos Lago：中国金融改革的顺序	192
讨论.....	196
专题三：金融风险 and 监管：中国股票市场的波动.....	201
胡汝银：中国证券市场健康发展和系统性风险管理的归位 尽责与系统环境建设.....	202
袁宇：监管者的精细化执法.....	207
马骏：在G20框架下推动金融改革.....	210
讨论.....	213
 圆桌讨论：上海自贸区的金融开放和创新以及上海国际金 融中心建设.....	 225
张湧发言.....	225
邵宇发言.....	227
乔军华发言.....	230
费方域发言.....	233
徐明棋发言.....	235
讨论.....	237
闭幕式致辞.....	253
张春致辞.....	254
Bernard Snoy致辞	255

会议议程

2015 年 10 月 31 日（三楼共享厅） 第一部分：全球金融治理的变化	
08:00-08:30	签到
08:30-09:30	开幕式致辞 胡延照 上海发展研究基金会会长 上海市原副市长 Marc Uzan 新布雷顿森林体系委员会执行董事、创始人 开幕式致辞 李剑阁 孙冶方经济科学基金会理事长 主持人： 乔依德 上海发展研究基金会副会长兼秘书长
09:30-11:00	专题一：资本跨境错配，不同的增长模式和货币政策：未来会发生什么？ ● 发达国家的非常规货币政策对世界经济的影响有哪些？ ● 美联储 9 月份没有加息的后续效应是什么？ ● 新兴经济体应当如何应付这些外溢效应？ ● 我们有哪些工具来应对上升的全球金融风险？ 主持人： 费方域 上海交通大学中国金融研究院教授
09:30-09:45	演讲嘉宾： Jean Pierre Landau 法兰西银行原副行长 演讲题目：《国际货币体系和全球经济增长：G20 议程的要素》 评论嘉宾： Perry Mehrling 哥伦比亚大学巴纳德学院教授

09:45-10:00	演讲嘉宾: 陈红一 香港金融研究中心高级经理 演讲题目: 《发达国家非常规货币政策对全球经济的影响》
10:00-10:15	演讲嘉宾: 张春 上海交通大学上海高级金融学院执行院长 演讲题目: 《美国经济复苏前景下中国汇率政策的选择》
10:15-11:00	讨论
11:00-11:15	茶歇
11:1-12:45	专题二: 国际货币体系的脆弱性以及政策协调 ● 国际货币体系的脆弱性表现在哪些方面? ● 如何减少这些脆弱性对全球经济的影响? ● 政策协调应该在这个过程中起到什么作用? 主持人: Domenico Lombardi 国际治理创新中心全球经济计划负责人
11:15-11:30	演讲嘉宾: Bernard Snoy 特里芬基金会总裁 演讲题目: 《当前国际货币体系的系统性缺陷和特里芬两难的现实意义》
11:30-11:45	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: 《全球流动性、金融周期和不平衡》
11:45-12:00	演讲嘉宾: Isabelle Mateos Lago 贝莱德集团高级经济顾问 演讲题目: 《中国对全球资本市场日益增长的重要性》
12:00-12:45	讨论

12:45-14:00	午餐（城市节奏餐厅，酒店二楼）
14:00-16:30	专题三：全球金融治理的变化：新的多边机构的崛起 ● 全球金融危机后，全球金融治理有哪些改进？还存在哪些问题？如何解决？ ● 新创建的国际金融机构（金砖发展银行，亚投行，丝绸之路基金）是否填补了全球金融治理结构中的空白？ ● 如何解决金融风险的全球性与金融监管各自为政的矛盾？ 主持人：余永定 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
14:00-14:15	演讲嘉宾：Javier Guzman Calafell 墨西哥银行副行长 演讲题目：《全球经济治理：进程与挑战》
14:15-14:30	演讲嘉宾：Carlo Monticelli 二十国集团代表，意大利财政部 演讲题目：《欧盟在全球治理中扮演的角色》
14:30-14:45	演讲嘉宾：Elena Flor 特里芬基金会理事 演讲题目：《以 SDR 为杠杆推进国际货币体系改革》
14:45-15:00	演讲嘉宾：Paulo Nogueira Batista 金砖新发展银行副行长 演讲题目：《新发展银行和全球金融治理》
15:00-15:15	演讲嘉宾：Amar Bhattacharya 布鲁金斯学会高级研究员 演讲题目：《可持续基础设施的融资：对新旧多边机构的挑战》

15:15-16:30	讨论
16:30-16:45	茶歇
16:45-17:45	圆桌讨论：中国作为 2016 年 G20 峰会的主办国：在全球金融及治理框架下建议讨论的议题 ● 如何增强宏观政策的协调来采取更好的共同行动？ ● 如何推进 IMF 的改革？ ● 目前多边发展银行所扮演的角色是什么？ ● 如何通过增强 G20 成员国之间的合作来改善全球金融体系和治理？ 主持人：Marc Uzan 布雷顿森林体系再生委员会执行董事、创始人 讨论嘉宾：Domenico Lombardi 国际治理创新中心全球经济计划负责人 潘英丽 上海交通大学教授 刘海影 上海发展研究基金会研究员 Alfred Schipke 国际货币基金组织驻华首席代表 Massimiliano Castelli 瑞银集团产管理部门主权市场策略主管
18:00	浦江夜游（酒店门口集合）
2015 年 11 月 1 日（三楼共享厅） 第二部分：中国的金融改革	
08:30-09:00	签到
09:00-10:30	专题一：人民币汇率体制改革 ● 这次汇改的目的是什么？ ● 至今为止的成果如何？ ● 国内外对此反应的差别为何如此之大？ 主持人：张春 上海交通大学上海高级金融学院执行院长

09:00-09:15	演讲嘉宾: 刘铮 美国旧金山联邦储备银行研究顾问 演讲题目: 《资本管制、外汇管理和中国的货币政策》
09:15-09:30	演讲嘉宾: 张生举 中国外汇交易中心研究部总经理 演讲题目: 《人民币汇改: 事实与猜想》
09:30-09:45	演讲嘉宾: 余永定 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 演讲题目: 《资本流动、人民币汇率和汇改》
09:45-10:30	讨论
10:30-10:45	茶歇
10:45-12:15	专题二: 人民币国际化 ● 人民币国际化的成果和前景如何? ● 它与汇率改革、资本账户开放的关系如何? ● 中国金融改革的顺序应该如何? 主持人: 邵宇 东方证券首席经济学家
10:45-11:00	演讲嘉宾: Massimiliano Castelli 瑞银集团资产管理部门主权市场策略主管 演讲题目: 《外汇储备下降: 一个时代的结束?》
11:00-11:15	演讲嘉宾: Kyungsoo Kim 韩国中央银行原副行长、成均馆大学教授 演讲题目: 《人民币国际化的含义: 韩国的经验》
11:15-11:30	演讲嘉宾: Isabelle Mateos Lago 贝莱德集团高级经济顾问 演讲题目: 《中国金融改革的顺序》

11:30-12:15	讨论
12:15-14:00	午餐（城市节奏餐厅，酒店二楼）
	专题三：金融风险 and 监管：中国股票市场的波动 ● 如何把握金融创新、风险和监管之间的平衡？ ● 前一阶段股票市场的大起大落给了我们哪些经验和教训？ ● 中国资本市场的改革和开放下一步如何推进？国际上有哪些经验可以借鉴？ 主持人：Alfred Schipke 国际货币基金组织驻华首席代表
14:00-14:15	演讲嘉宾：胡汝银 上海证券交易所首席经济学家 演讲题目：《中国证券市场健康发展和系统性风险管理的归位尽责与系统环境建设》
14:15-14:30	演讲嘉宾：袁宇 上海交通大学上海高级金融学院教授 演讲题目：《监管者的精细化执法》
14:30-14:45	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：《在 G20 框架下推动金融改革》
14:45-15:30	讨论
15:30-15:45	茶歇
15:45-17:30	圆桌讨论：上海自贸区的金融开放和创新以及上海国际金融中心（SIFC）的建设 ● 上海自贸区的金融开放创新有哪些特点和进展？ ● 它与中国金融整体的改革关系如何？ ● 与纽约、伦敦、香港等国际金融中心相比，上海还有着哪些差距？如何改进？

	主持人：徐明棋 上海自由贸易试验区研究协调中心秘书长 讨论嘉宾：张湧 上海市自贸区管委会政策研究局局长 邵宇 东方证券首席经济学家 乔军华 上海发展研究基金会研究员 费方域 上海交通大学中国金融研究院教授
17:30-17:45	闭幕式发言： 张春 上海交通大学上海高级金融学院执行院长 Bernard Snoy 特里芬基金会总裁 主持人：乔依德 上海发展研究基金会副会长兼秘书长
18:00	外出就餐（酒店门口集合）

会议纪要

2015 年 10 月 30 日至 11 月 1 日，上海发展研究基金会（SDRF）、布雷顿森林体系再生委员会（RBWC）、清华大学五道口金融学院（PBCSF）、上海交通大学上海高级金融学院（SAIF）和特里芬基金会（RT），在上海共同举办了 2015 “全球金融治理的变化与中国金融改革” 国际研讨会。研讨会第一天的主题是“全球金融治理的变化”，各方专家针对目前资本跨境错配、货币政策、国际货币体系等主题进行讨论。研讨会的第二天，与会者从人民币汇率体制改革、人民币国际化、金融风险 and 监管等方面讨论了中国的金融改革。

参会专家名单（按字母或拼音排序）

Alfred Schipke	国际货币基金组织驻华首席代表
Amar Bhattacharya	布鲁金斯学会高级研究员
Bernard Snoy	特里芬基金会总裁
Carlo Monticelli	二十国集团代表，意大利财政部
Domenico Lombardi	国际治理创新中心全球经济计划负责人
Elena Flor	特里芬基金会理事
Isabelle Mateos Lago	贝莱德集团高级经济顾问
Javier Guzman Calafell	墨西哥银行副行长
Jean Pierre Landau	法兰西银行原副行长
Kyungsoo Kim	韩国中央银行原副行长、成均馆大学教授
Marc Uzan	新布雷顿森林体系委员会执行董事、创始人
Massimiliano Castelli	瑞银集团产管理部门主权市场策略主管
Paulo Nogueira Batista	金砖新发展银行副行长

陈红一	香港金融研究中心高级经理
丁剑平	上海财经大学教授、现代金融中心主任
费方域	上海交通大学中国金融研究院教授
胡汝银	上海证券交易所首席经济学家
李剑阁	孙冶方经济科学基金会理事长
刘 铮	美国旧金山联邦储备银行研究顾问
刘海影	上海发展研究基金会研究员
马 骏	中国人民银行研究局首席经济学家
潘英丽	上海交通大学教授
乔军华	上海发展研究基金会研究员
乔依德	上海发展研究基金会副会长兼秘书长
邵 宇	东方证券首席经济学家
徐明棋	上海自由贸易试验区研究协调中心秘书长
余永定	中国社科院学部委员，SDRF 学术委员会主席
袁 宇	上海交通大学上海高级金融学院教授
张 春	上海交通大学上海高级金融学院执行院长
张 湧	上海市自贸区管委会政策研究局局长
张生举	中国外汇交易中心研究部总经理

第一部分 全球金融治理的变化

全球金融治理的缺陷是这次全球金融危机爆发和扩散的原因之一，虽然在危机之后，全球金融治理得到一定的改善。但是最近，全球股市大幅震动，受到美联储可能加息的影响，大量资金从发展中国家流出造成这些国家的货币贬

值。这说明，全球金融治理仍需要进一步改革。研讨会第一天，专家们从“发达国家非常规货币政策对全球经济的影响”、“全球流动性、金融周期和不平衡”、“全球金融治理的转变：新的多边机构的崛起”以及“中国作为 2016 年 G20 峰会主办国建议讨论的议题”等方面探讨目前全球金融治理的变化。

一、国际货币体系改革与 SDR

专家们对国际货币体系改革提出了一系列建议，认为美元主导的国际货币体系具有种种不合理之处和脆弱性。美联储与六大其他国家央行互换机制的作用也是有限的。浮动汇率不能解决跨境资本流动的问题。专家们还对 SDR 的角色和作用发表了各自的看法。

关于国际货币体系改革

专家们指出当前国际货币体系存在的缺陷。Bernard Snoy 认为，自 2000 年起，由于美国的宽松货币政策、不断增长的过度消费和债务、日益增加的货币盈余和世界上其他国家的储备金积累，不平衡现象已被放大。基于国家储备货币的国际货币体系对全球恶性循环负有责任，全球恶性循环导致全球货币波动和系统不稳定，以及繁荣和萧条情况的出现。陈红一认为，在目前的国际货币体系之下，美元依旧是主导地位，货币方面调整的主要职责应该在美联储。美联储的政策会决定整个国际金融的周期，同时会撬动各中央银行的举措。各国所采取的货币政策，尤其是有开放资本账户的国家，其主要传导机制就是通过全球银行间的借贷以及债券发行。其实美联储主要是为美国经济服务的，主要考虑外部经济环境对于美国经济的影响。在美国金融危机时，美

联储就与六大其他国家央行建立互换机制来稳定全球经济，目前这已经成为了一个长期存在的互换机制。但是这样一个机制是不够的。全世界需要的是一个最后的借款人，这在目前的国际货币体系中是非常难以实现的。

也有专家为 IMF 辩护。Javier Guzman Calafell 指出，新兴市场的经济学家一直批评说他们获得贷款有太多的限制条件。IMF 某些机制在安排上是有太多的条件限制，但从务实的角度来说这是非常有用的。

对于未来的解决方案，Bernard Snoy 提出，最佳解决方案是通过多个中央银行发行单一全球货币来进行管理，这需要一个新的类似布雷顿森林的体系。次佳解决方案是通往最佳解决方案的路径，即首先制定最佳的当前体系，其次是将 SDR 用作对国际货币体系进行更平衡和更具代表性方式的改革手段，以合理管理全球流动性的创造。将 SDR 转变为一种吸引人的资产，会为其未来作为世界货币铺平道路。IMF 需要改革。那些大国从来都没有实施对于 IMF 的监管，IMF 每 6 个月提供一次报告，很多时候有些国家都没有重视。经济危机推动了 IMF 的改革，这样的改革需要进一步付诸实践，需要重新进行配额的衡量。同时要给发展中国家更多的权利。

专家们认为浮动汇率不能解决所有的问题。乔依德指出，Helene Ray 用很多证据证明浮动汇率对于减少金融市场的浮动性并不是一个好的解决方案。虽然说浮动汇率有一定的好处，但是浮动汇率并不能解决所有的问题，尤其不能够解决跨境资本流动的问题。Bernard Snoy 认为，浮动汇率有非常多令人失望的地方。为什么欧元区决定成立统一货币联盟呢？这是因为布雷顿森林体系重要的支点崩塌了。它本来

要创造一个欧洲的货币，其实创建了一个欧洲内部的市场，这可能会受到巨大的资本流入的影响。已经有好几个国家必须要将自己货币政策的主动权交给更加严厉的中央银行。

关于 SDR

SDR 可以发挥怎样的作用？专家们从不同的角度给出各种设想。乔依德认为，SDR 要真正成为世界货币还有很长的路要走，因为我们并没有全球中央银行。但即使有很长的路要走，也必须要采取循序渐进的方法。有两个案例非常具有说服力。首先，SDR 对于小国来说依旧非常有用，因为它们有配额，如果它们的经济碰到问题，可以利用自己的配额，好比它们的外汇储备。像希腊在去年 5 月没有办法偿还它的贷款，但如果用 SDR 就可以偿还部分 IMF 的贷款。另外一个案例是索罗斯几年前提出的，用一个绿色基金抗击全球气候变化，这是很好的想法。当你建立一个全球绿色基金的时候，人们会争论你有多少股份，但简单的方法是你可以把目前的 SDR 配额拷贝到绿色基金上。Bernard Snoy 指出，SDR 应该在应用上更加广泛一些，SDR 可能可以扮演非常重要的角色，可以成为各国货币政策协调的一个重要的铆点，能够进一步促进各国货币的协调，能够产生一个安全网。张春认为，SDR 至少可以成为货币政策的一个基础。SDR 在诞生的时候人们希望它能够有多重角色，但我们也要面对现实，就是它很难发挥力量，尤其是在结算上，而且在提供现金流上都非常难。不过，我们有可能让 SDR 成为汇率上面的固定点，帮助实现全球外汇的监管。因为现在全球金融系统的问题就是货币政策的协调问题，这个国家的政策影响其他国家，包括美联储的政策影响世界其他国家，中国的货币政策又影响了全球市场，都有溢出性。为了减少

这样的溢出性以及控制这样的影响，我们使用 SDR 作为类似 ECU（欧洲货币单位）那样。如果 SDR 作为一个功能性的储备货币有一点不切实际，那么至少可以成为货币政策的一个基础，来鼓励全球的货币政策之间的合作，防止货币战争。这可能是一个比较实际的目标。

对于如何加强 SDR 的地位，Elena Flor 给出了一个路线图。她指出，特里芬基金会召集了一群专家组成 SDR 工作组。SDR 工作组的报告里提出一个最佳的解决方案，IMF 转变成为全球性央行，创造和发放多边储备货币，但现在这似乎遥不可及。第二个解决方案是在目前多极世界中探讨 SDR 加强货币和金融稳定的潜在作用。这个报告提出了九项建议，简单罗列如下。1、鼓励在 IMF 和其他国际组织中加大 SDR 的使用。2、希望 IMF 在危机时期能更多发放 SDR，发挥 SDR 最后援助手段的力量。3、需要重启 SDR 的分配，基于全球环境的评估逐年确定，由 IMF 和国际清算银行来开展。4、希望将储备货币有序地多元化，可以向成员国提供定期的替代账户。5、加强 SDR 的吸引力，比如说中长期 SDR 利率，还有 SDR 市场转化的规则简化。6、货币篮子的组成，希望 SDR 的组成能够更好反映经济体在国际贸易和金融交易中的重要性。7、官方部门应带头提供一个有助于 SDR 市场运作的结构。8、有必要调整现有的法定规则，国际机构和当局应该在民间 SDR 方面开始行动。9、在 SDR 里进行投资最好的选择应该是央行，能够将它们的储备货币多样化。

但是，有的专家认为，SDR 在国际货币体系中的作用是有限的。潘英丽认为，当前国际货币体系的不稳定性在危机以后并没有解决。危机是由三个原因造成：一是金融市场

的失灵和监管不足；二是过度宽松的货币政策；三是全球金融治理的缺失。现在监管层面是有所加强，但是货币宽松这个问题变得更严重了，全球治理几乎没有进展。从这个角度来看，SDR 并不能改变国际货币体系的脆弱性。

二、全球金融治理的转变

新兴经济体在全球金融治理中角色越来越重要，但新兴经济体本身的能力尚有待提高。金砖新发展银行是开放的，将发挥积极的作用，不会对目前的全球金融格局造成挑战。

全球治理框架的全面修改迫在眉睫。Javier Guzman Calafell 认为，最早的经济危机使得全球出现了一批经济组织，帮助各国联合力量来迎接挑战，包括 IMF、世界银行、世界清算银行，还有世界贸易组织，还有 G7、G20 这样的非官方国家间组织。但现在需要进行治理框架的修改，主要是因为三个基本因素：首先，新兴经济体在全球经济和金融体系中的角色越来越重要。其次，经济一体化进一步深入，国家层面政策的合理选择变得相对没有那么重要，国际经济需要更多的合作。第三，现有的治理框架里，并没有任何机制保证发达经济体的经济政策和全球经济的金融稳定保持一致性，因此全球经济治理安排的合法性受到了广泛的质疑。在全球金融危机中，国际金融机构疲于奔命，但其责任又很重大。

新兴经济体参与了国际金融治理，存在这不少挑战。Javier Guzman Calafell 认为，首先，这些经济体不足以与现有的经济金融相抗衡。第二，它们的动力越来越弱了，因为遇到了很多的阻碍。这样的情况，引发了双边协议下的国际合作替代方案越来越普遍。但不同组织之间的复杂性是不言

而喻的，带来的挑战会更严重。各国过多地考虑自己的利益，这已经成为建立有效的全球治理框架的障碍。这是一个非常复杂的问题，我们至少应在两个方面努力。首先，对于各国之间的相互依存性要有更加深刻的认识，只有全球化的世界才能带来国家的繁荣。其次，还需要公众对这个重要性有深入的了解和有更清醒的认识，对于大国来说，尤其如此。我们应该在有足够的智慧、领导力、政治意愿的时候，而不是在一个新的危机迫使我们不得不改革的时候，进行改革的努力。

欧元区如果能扮演更加重要的角色，这个世界会更加稳定。Carlo Monticelli 认为，欧元区有潜力成为更加重要的经济体。根据目前欧元在全球治理中地位，可以说并没有发挥全力，这主要是因为欧洲人往往不把欧洲看成单一的实体。各个国家的世界观有非常大的不同，这样的分歧损害了欧洲达到一致的目标，使得各国以及各国的民众更多关注本国的利益。关于未来的国际治理，一个更强大的欧洲对于全球治理来说是一个双赢。不仅欧洲可以更好保护自己的利益，同时它的立场将加大整个全球治理的效果，而且还能够减少那些谈判的能量浪费，使全球的治理变得更加平衡和稳定。以美国为领导的霸权合作，长远来说是无以为继的。三极世界的格局比两极格局更加稳定。欧洲需要推动这样的合作，往这个方向的变化正在发生中，我现在还是很乐观的。

在国际金融治理中，金砖新发展银行是一个新的有益的力量。Paulo Nogueira Batista 指出，金砖新发展银行不会对目前的全球金融格局造成挑战。因为这样一个新发展银行非常欢迎各种各样的合作，与各个国家和机构合作，不管是国家性的发展银行还是区域性的开发银行，甚至于对世界银行

和 IMF，都是开放的。新发展银行的章程在 2015 年 6 月之前就完成了，比预想提前了六个月。CRA 依旧在进行准备，新发展银行自今年 7 月就成立了。治理董事会第一次会议 7 月在莫斯科举行，在这一次会议的基础上，又开了第二次会议，形成了新的管理层。行长来自于印度，四个副行长分别来自于四个国家，任职五年时间，总部在上海。现在已经开始运作了，有 40 个人，正在建立银行的政策，不断地推前，并签署了合作备忘录。

三、2016 年 G20 峰会的议题

专家学者们对 2016 年 G20 峰会的可选议题提供了许多建议，包括从官方和个人的角度，涉及国际货币体系改革、绿色融资、投资环境、跨境资本流动、金融安全网等诸多方面。

对于中国政府部门对 G20 话题探讨所做的准备，马骏作了详细的介绍。在金融这一块主要有以下几个方面。一是国际货币体系的改革。二是绿色融资，要让金融更好地支持环保行业。三是关于移动金融以及互联网金融。四是金融的基础设施，特别是关于支付体系怎样更好兼容更加高效、低成本的支付系统。五是基础设施融资，包括建立亚投行，还有各国之间的税务协同和合作。六是气候变化融资，OECD 国家对于发展中国家的扶持总额差不多一年达到 1000 亿。七是经济增长，我们之前更多关注需求领域，现在会更多关注供应方面的措施，提高生产力、提高增长潜力。中国人民银行主要负责前四个话题的研究，其他则是财务部牵头研究。

专家们认为应将投资问题列入议题。Jean Pierre Landau

认为，有三个方面是 G20 峰会可以讨论的。首先，是关于投资，应该讨论现在投资疲软的原因。第二，应该促进更好的投资环境，包括在监管及结构的改革上面。第三，也应该想出一些新的举措来促进投资，尤其是在基础建设以及新科技方面。潘英丽建议 G20 可以讨论一下全球投资扭曲的问题，目前发达国家投资需求起不来，新兴市场经济体不能提供一个稳定的制度环境，更多的是带来热钱的冲击。因此，对于投资环境的问题可以做更多的探讨。她建议考虑在全球框架下，通过 G4 或者 G5 央行系统的国际货币合作来管理国际风险。对资本的流动，建议引入托宾税，在达成共识以后放到联合国投票，少数服从多数。考虑三个投票，第一是国家的数目、第二是人口的数目、第三是 GDP 的总量，假设三条标准里达到两条，就少数服从多数，通过联合国这个合法的机构引入对全球流动性的管理。假如可以征税的话，征的税用于全球金融体系的两个作用，一是稳定基金，当危机发生的时候发挥稳定的作用；二是长期基础设施投资的担保基金，甚至可以补贴利息，这样可以调动私人资本也参与到长期投资中来。Amar Bhattacharya 认为，G20 需要从投资的角度来思考增长的议程。基础设施的投资将在未来 15 年当中达到约 90 万亿美元的规模。这主要出于两个原因，第一，发达国家对基础设施的忽略以及基础设施的老化需要解决；第二，接下来的 30 年中，30 亿人即将移居到城市，将会有大量的中产阶级产生。发展中国家在基础建设上的投入还是不够的，它们受困于融资成本比发达国家高很多倍。我们必须建立一个机制，让投资进入到远期非常需要的基建中，这样才能使国际金融机构发挥更大的力量。

乔依德建议讨论如何对储备货币国家进行更多监测以

减少其溢出效应的负面影响。跨境资本流动更多是金融资本的流动，而不是批发或制造业导致的资金流动。从政策影响的角度来看，应该将溢出效应进行区分对待。对于发展中国家，如果减少杠杆率的话，就会产生两大功效：第一个能减少这个国家的金融风险；第二能够吸收一些额外的流动性。这样一个影响应该在明年 G20 开会的时候进行着重研讨。

刘海影提出推进全球金融安全网络的建议。他指出，G20 实际上是一个舆论场，并不是一个决策机制，但在全球公共空间里对于一些关键问题可以形成一些讨论。从各项数据来看，跨境资本流动，本质上是有利于全球经济发展的，是有利于全球一体化带来的各种收益的，要防范的只是中间的无序波动。全球金融治理本身并不能防范某一个国家由于国内的因素所导致的金融动荡。不管是国内的还是全球的金融治理都不能消灭金融周期，金融周期本身有它的合理性，因为投资从某种程度上讲是一个试错的过程，这个过程可能会导致某些错误的累积。全球金融治理的目标，是为了防范个别国家国内性质的金融波动演化成全球的金融危机。美联储在给予了全球其他五大央行一个无限制的货币互换之后，欧洲的金融紧张状况得以消减。从防止某一个国家的金融动荡发展成全球的金融危机方面，金融安全网有其必要，很有可能央行货币互换会成为中间最基础的架构部分。我们有没有可能在 G20 峰会上面讨论这么一个设想，以 G20 参加国为主，形成一个开放式的央行互换的网络式的安排。不是很多双边安排，而是形成一个多边的、无限制的、G20 所有成员国都参加的央行互换俱乐部。如果这个提议能够被讨论，也许我们推进全球金融安全网络方面会有一个比较大的进展。

第二部分 中国的金融改革

中国的经济正在转型之中，一方面经济下滑压力很大，需要稳定经济增长；一方面要进行改革，而金融改革是经济改革的一个重要内容。针对这个问题，研讨会第二天的专题讨论包括“人民币汇率体制改革”“人民币国际化”“金融风险 and 监管：中国股票市场的波动”以及圆桌讨论专题“上海自贸区的金融开放和创新以及上海国际金融中心 (SIFC) 的建设”。专家与参会者展开了精彩的讨论。

一、人民币汇率体制改革

8月11汇改使汇率更具市场化程度和基准性，这也有助于人民币纳入SDR篮子。央行是否能够维持汇率的稳定？如果央行停止干预会出现什么状况？汇率大幅贬值会对中国造成什么影响呢？专家们对此发表了各自的见解。

关于汇改的原因，张生举指出，对于8月11汇改的原因，官方的表述是“增强人民币兑美元汇率中间价的市场化程度和基准性”。有人说这一次汇改是为了促进出口、提升经济，这个猜想已经被官方否认了。我认为最主要的原因是提高基准性。最近IMF发布了SDR估值方式的评估报告，特别强调了人民币要纳入SDR这个篮子的话，要有代表性的市场化的汇率和利率。这个代表性，理想的选择或候选的基准就应该是我们在岸市场的中间价。而这个中间价原来有系统性的2%左右的偏离。这一次改革就是为了让中间价更有代表性，把原来一直偏离的2%给纠正过来。IMF的那份报告，还提到要有一个货币市场的利率，认为比较好的是三

个月的国债利率。之前财政部没有有规律地发行三个月的国债。财政部在 10 月 9 日宣布，从第四季度开始每个星期发行三个月的国债，其中一个原因也是为了协调货币政策，推进人民币国际化。这是我对汇改原因的猜测，大家应该把目光关注在提高基准性上，触发的因素应该说跟 IMF 的报告非常有关。

对于中央银行对汇率的干预，张生举指出，之所以中央银行还会有一定干预，是因为我们的市场现在还太浅，一天的交易量大概一两百亿左右，如果让市场自己出清，不知道这个价格会到哪里。8 月份一个月消耗了接近 1000 亿。但回头看看，历史上一个月增加 1000 亿的有好几个月份，我们之所以有外汇储备，不就是为了在“下雨天”使用吗？外汇储备是一个核武器。核武器可以不用，但要证明它的威力，还是要用一两次的。余永定认为，如果央行停止干预会出现什么状况？可能会出现人民币的大幅度贬值。我觉得中国贬值的幅度不会太大，而且即使贬值了，还会升。因为中国长期经济的前景可以期待，中国贸易顺差很大，中国长期资本项目依然是顺差。所以基本面不支持大幅度贬值。贬值会对中国造成什么影响呢？大幅度贬值 25% 以上对经济产生四个影响：第一，银行出现大规模的外币借贷，银行货币失配。中国不存在这个问题。第二，通货膨胀。中国现在是通货收缩。第三，公司如果借了大量外债，会处于极为困难的境地。但我们的公司债务中，整体来说外债的比例是非常小的。第四，政府主权债。中国没有主权债问题。即使放开了让人民币贬值，问题是不大的，我们不必过于担心。我觉得从长远来看，人民币应该是强势货币，这种强势还有助于中国进一步改善它的经济结构。当然短期内人民币将走弱，

而且可能进一步走弱，正因为这样，希望央行要想出一个万全之策，不要打一枪退一步，耗尽我们外汇储备，最后不得不放弃干预，那时候我们损失更大。

对于汇率政策的选择，余永定认为，央行是否能够维持汇率的稳定，一方面看中国经济的基本面，还要看央行有多少外汇储备。但这样一种干预是没有必要的，是浪费弹药，我们一个月用掉了 1000 多亿美元。我觉得这么做没有太大意义。好的办法是停止干预，尽快让人民币由市场来决定，这样我们就节约了弹药。同时由于汇率浮动，央行可以放开手脚，针对中国目前存在的通货收缩压力采取货币政策。张春认为，中国目前汇率政策的选择只有两个，一是放弃盯住美元，还有一个就是继续盯住美元。假如短期有资本外流的需求，无非把外汇储备减下来以稳定汇率。如果现在外汇太多了，减掉一点也是好的。对于中长期，我更倾向于放弃盯住美元，这本来就是我们改革的目标，能增加我们宏观政策的独立性，有利于抗通缩。当然，继续盯住美元也可以用，尤其是短期资金有恐慌性外流的时候。

对于汇率改革的时间点，余永定认为，得很难说得清什么是好的改革时间点，什么是坏的时间点。央行在采取 8 月 11 日行动之前一定经过深思熟虑。我唯一感到可惜的是这个汇改没有持续。为什么还要等两到三年？在中国这样一个环境中，如果你不让人民币变得灵活的话，就无法实现货币政策的独立性。如果要等上两三年的时间，我不知道那时中国的经济情况会怎么样。所以越早进行汇改越好。我要强调的是，人民币的汇率放开，其实是整个一揽子工程的一部分，必须要向世界发出一个明确的信息，就是中国已经决心进行进一步的改革，中国改革的决心不会动摇。我并不觉得

人民币贬值会带来什么大问题。

对于汇改的目标，张生举指出，汇率的波动幅度，人民币兑美元还有 2% 的幅度，央行还是在发挥一些作用。我们还有一个基准，这在官方层面叫做中间价。波幅 2% 会越放越宽。好比利率改革，央行干预的频率会越来越少，中间价有一天可能不那么重要了。如果我们形成一个开放的、交易产品齐全的、全球 24 小时的交易，这个市场又很有流动性，无所谓中间价，好比美元、欧元、日元一样的，这可能是汇改最终会达到的目标。

关于美联储对中国货币政策的影响，张春认为，中国经常账户、资本和金融账户长期处于双顺差，造成了基础货币的快速扩张。央行资产负债表的资产端、负债端的货币是错配的，资产端主要是外汇储备，负债端主要是人民币。从 2004-2014 年的资产负债表来看，美联储的资产和负债增加了 5 倍多，中国央行增加了 4 倍多。一定程度上可以说，因为中国的汇率盯住美元，中国利率比美国要高，所以美国的货币扩张流到了中国。因此中国货币政策的独立性是有问题的。刘铮认为，自全球金融危机以来，美联储以及其他一些经济体不断降低利率，尤其是美联储国债的收益率几乎降为零。中国人民银行（PBOC）的外汇储备利率几乎为零，与此同时要为本地的债券付利率，而利率是 3 到 5。这就产生了非常严重的问题，就是冲销的成本，中央银行不得不通过货币供应的方式进行弥补。在这个意义上，我们对外贸易的政策对我们内部的货币政策产生了影响。由于冲销成本越来越高，为此 PBOC 增加了货币供应，但是希望这个货币供应不会进入到循环，所以进一步提高了法定准备金率，将其一度增加到 21%，同时将人民币进行升值，以降低贸易顺差。

关于中国汇率改变对世界的影响，张春认为，中国市场化以后，会减少中国外汇储备的增长，使增量减少；中国居民和企业对外投资的需求也会减少现有的外汇储备，使存量减少。如果中国外汇储备不放在美国国债，相信对美国的利率会有很大的影响。

对于中长期汇率的走势，张春认为，根据中国和美国中长期经济前景判断，中国如果还能够维持 4%-5%，美国最多也就是 2%-3% 的情况，中国有那么大的外汇储备，所以人民币对美元汇率不应该也不可能大幅度贬值。随着人民币国际化的推进，人民币中长期变成储备货币以后，可能还会有很大程度的升值。

二、人民币国际化

中国使人民币成为储备货币的目标在过去十年有很大的进展。央行做了多样化的投资，并且投资的区域也非常多样化，也持有了很多不同的货币。很多其他国家央行开始持有一些人民币，这更多地出于长期的展望。中国政府为顺利实现人民币国际化，最为重要的是保持金融稳定和推进市场导向的金融体制改革。

人民币国际化的目标在过去十年有很大的进展。Kyungsoo Kim 认为，中国政府已经取得了非常大的成功。海外人民币资产最终将形成与国内金融市场和全球金融市场之间的强大关系。Massimiliano Castelli 指出，中国央行做了多样化的投资，并且投资的区域也非常多样化，也持有了很多不同的货币。现在还有很多其他国家央行开始持有一些人民币，当然也是出于地缘政治、金融或者是贸易一些因素的考虑。根据他跟世界各地央行的交流，发现对于人民币的

需求并没有减弱和放缓，这也说明了各国央行的行为并不是基于短期的想法，而是更多地出于长期的展望。

对于如何实现人民币国际化，Kyungsoo Kim 认为，中国目前依旧处于资本项目开放的早期阶段。中国的资本项目开放并没有遵循澳大利亚、新西兰、日本和新加坡等国已沿用过的“首先改革，再国际化”的常规流程。有人说中国在走不同的道路，可能存在潜在的风险。中国的政府有足够的时间来评估人民币资本项目开放的影响，中国政府为了顺利实现人民币国际化，保持强大的国际投资地位和经常账户余额至关重要，更为重要的是保持金融稳定和推进市场导向的金融体制。

上海自贸区金改 40 条将对人民币国际化起到推进作用。张湧认为，这次金融改革解决了五个方面的问题：第一，是可兑换。在 FT 账户内部进行兑换解决了人民币可兑换的通道问题。第二，解决了人民币重要的平台问题。面向国际的交易平台是实现人民币投资回流的一个重要通道，而且体现了跟在岸市场的隔离，因为是面向国际的投资者。第三，提供了大量的机构准入，包括保险、银行、证券，甚至说到了互联网金融，这是以前没有的。第四，整个监管体系给出了非常完整的设计方案。一方面 FT 账户是一个通道，同时又是一个监管的重要设施。第五，有了市场，有了机构，有了可兑换的通道，有了监管，以人民币标价的金融产品以后会大规模产生出来，这样就为国际投资者提供了非常好的投资回流的渠道。

三、金融风险 and 监管

专家建议，中国金融监管体制进一步完善的方向，是强

化央行的职能，建立相对独立的金融稳定委员会，负责宏观审慎管理和系统重要性机构监管以及对系统性金融风险的监测、评估、处置。证监会的主要职责是市场能力构建、制度建设以及建设一个干净的市场。维护股市，避免出现系统性危机，防止系统性风险过高，通常是央行的事情。

对于中国目前所实行的金融监管体制的形成过程及面临的挑战，李剑阁指出，目前的监管体制是在上个世纪 90 年代逐步形成的，当时的金融机构主要是银行，银行什么都在做，金融一度很混乱。而且地方政府把所在地方的银行当作自己的口袋进行干预。国务院整顿金融的基本思路是按照美国在上个世纪 30 年代形成的一种分业经营和分业监管的模式。根据这个监管思路，把原来属于中国人民银行的部分监管职能分离出去，先是证监会，后来保监会，2003 年成立银监会，“一行三会”的格局就形成了。“一行三会”面临很多新的挑战：第一，这些年混业经营的趋势越来越明显；第二，互联网的广泛使用；第三，金融创新层出不穷。我们的思路是，一是加强牌照管理，分业经营，但是功能监管，将来以功能监管为主。其次，央行对一些跨业经营的金融控股公司拥有监管的职能。今后的思路可能是对产品监管，功能监管加产品监管，淡化机构监管。

对于如何理顺监管关系，李剑阁认为，现有框架有三个关系没有理顺：第一，中央银行货币政策与金融监管的关系；第二，银行、证券、保险这些金融组织的经营边界和监管的关系；第三，中央和地方在金融资源配置权利和责任方面的关系。根据十八届五中全会“改革并完善适应现代金融市场发展的金融监管架构”，我们认为未来有三个主要任务：第一，强化央行的职能，一是明确中央银行对系统重要

性金融机构和金融控股公司拥有监管职能；二是在央行已有的货币政策委员会的基础上，将来要像其他国家一样，建立相对独立的金融稳定委员会，负责宏观审慎管理和系统重要性机构监管以及对系统性金融风险的监测、评估、处置，在此基础上进一步明确机构监管和功能监管的原则，完善金融监管的协调机制。第二，统一金融市场基础设施的建设。第三，要建立中央、地方金融监管事权划分体制。建立地方金融监管局，明确省政府对不跨省经营的各类准金融机构拥有行为监管的职责。按照权责对称原则，不跨省经营的非存款类贷款组织、地方性保险经纪机构、投资公司、类金融组织一律交由省级监管机构进行监管。中央银行对地方金融监管机构有指导责任。

对于具体的监管方式，袁宇认为，监管者的精细化执法对于市场很重要。举例来说，在去杠杆化中，证监会采用了一刀切的做法，立刻把所有的杠杆清理掉。美国也经历过类似的事情，其做法是严格管制进入、自由出。对于存量来说，不是让你立刻卖掉股票，你可以选择时机卖掉股票，但是卖了之后杠杆不能加回来，新的杠杆是绝对不准进入的。他认为平缓化地去杠杆有可能对于股市的急速下跌有一定的缓解。

反思这次证券市场波动，胡汝银认为暴涨的原因主要是：第一，是宏观经济严重失衡。第二，中国人买卖股票，带有很强的赌博倾向。第三，杠杆牛与“博傻”牛。第四，资金驱动，资金太多。第五，舆论媒体炒作，包括官方媒体。深层的反思归纳为几个方面的原因：第一，宏观政策不合理。M2 供应量过多，市场流动性泛滥，过多资金涌入股市。第二，市场供求不均衡。衍生品市场上，投机、对冲、

套保三类投资者的结构不平衡。第三，投资者结构不合理。个人投资者持有的自由流通股比例以及交易量比例非常高。第四，产品结构不完备。缺少风险对冲工具，容易产生单边市。第五，制度机制，包括交易机制，不健全。跌停以及两个期现市场的规则不匹配。不同市场的账户相互隔离，跨市场监管面临挑战。场外配资导致了很多账户的买卖不在监管范围之内。第六，监管体系不适应。首先是监管机构的定位，它的职能目标是多元的，多元的目标往往是相互冲突的。基于条块分割下的分业监管碎片化，而不是功能型的监管。因为监管的分割，没有比较的数据，因此监管机构对场外的配资没有掌握数据，就没有办法估计这个市场究竟有多大的风险，有多大的杠杆比例。第七，媒体中介不专业。

对于证券市场未来改革的方向，胡汝银认为：第一，优化宏观经济政策和实体经济体系，必须将微观经济效率置于首位，不能无效率地宏观刺激。第二，国内金融自由化需要领先于对外金融自由化，要努力夯实国内金融自由化的基础。第三，夯实资本市场发展的基础。要构造理性投资生态系统，优化市场交易的微观结构、投资者结构、交易产品结构、风控机制和自我调节机制。改善衍生品市场运作机制和生态圈，继续推进衍生品市场健康发展。要推进监管改革，构建集中统一高效的功能监管机制和数据系统，确保政府、监管机构、媒体和市场参与者行为的适当性和各方归位尽责，优化社会配套环境。对于证监会，他认为要进一步理顺政府和市场的关系。维护股市，避免出现系统性危机，防止系统性风险过高，通常这是央行的事情，不是证监会的事情。市场能力构建、制度建设以及建设一个干净的市场，

这是证监会的主要职责。希望这一次股灾之后，能有专业性的分析报告，对救市、对市场参与者等各方的行为做一个非常专业的分析，这样才能够吸取教训，不犯同样的错误。

关于证券市场的投资者，袁宇认为，从历史来看，教育个人投资者是一件不可能的事情。他不认为美国走到今天是因为它的投资者被教育，而是在很大程度上依赖于专业机构的发展。不能靠惩罚个人投资者让他们记住教训，而是要让他看到，如果你把钱投给专业投资者可以得到更好的收益。徐明棋认为，股市的核心问题不是机构投资者太少。现在大家看中的都是股市的融资功能。但是融资了要干什么？大家都想从股市里掏钱，没有想过如何通过融资把企业做好来回报投资者。没有建立这样的文化，就是90%都由机构投资者来投资，股市也不会健康发展。股市的良性发展，要通过微观的措施，保证所有通过股市筹资的资金被有效利用，一旦有违规使用，要有严格的惩处措施。整个监管措施都不到位，大家都在股市当中玩，搞投机搞操纵，那么这个股市必然会出现这样大幅度的波动。政府自以为可以通过一些政策措施的出台让股市按照它的意愿进行，但一旦政府政策与在股市中有巨大利益的金融集团，无论是公募基金还是私募基金，发生实际利益冲突的时候，这时候它不听你政府的，因为有内在的利益在那里。对于内幕交易、操纵、欺诈，还有各种各样的违规行为，要严格地给予治理和打击，使这个股市的运行能够与实体经济保持一个相对来说内在的、有效的关联度。现在这种内在的联系被各种违规行为割断了，这一点如果不从根本上面解决，还是纠结于有多少资金能够进来、这个股市维持在什么点位，神仙来了都没有办法。

四、上海自贸区与上海国际金融中心

上海自由贸易试验区金融改革的 40 条方案，再一次表明了中国政府坚定不移地推进资本项目的可兑换和整个金融改革开放的决心。上海自贸区的金融开放和上海国际金融中心的建设是紧密地联系在一起的。

专家们首先对上海自由贸易试验区金融改革方案进行了专业的解读。张湧认为，第一，这一方案最大的意义在于再一次表明了中国政府坚定不移地推进资本项目的可兑换和整个金融改革开放的决心、信心没有任何的变化。第二，上海自贸区的金融开放和上海国际金融中心的建设是紧密地联系在一起的。在可复制、可推广之外，这次又增加了可辐射性，体现了上海金融市场向全球而不仅是向全国的可辐射作用。第三，这次金融改革特别强调的是自由贸易的账户体系。第四，强调跨部门、跨市场、跨行业的综合监管体系的建设。第五，这个方案有非常多的新内容。比如说上海保险交易所这个概念过去是没有的。特别是文件的第 40 条提到，这个文件里面规定的内容如果和国务院现行法律法规不符，按照程序来调整国务院现行的法律法规。今天的 40 条是高于现行的法律法规的，在自贸区可以先行先试，但还得按程序调整现行的法律法规。这给我们的想象空间、操作空间是非常大的。邵宇指出，在股灾的第二个月，整个方案就已经上报到国务院常务会议了，当时肯定是被搁置了，但整个搁置的时间也不长，最多是一个季度。与原来的预期相比，一些关键的涉及到 QDII2 以及更大的资本市场开放的项目可能被淡化掉了，可能更多考虑到风险的可控。在金融机构对外、对内开放上是有所进展的，比如说可以做金融控股公司，外资入股的股权可以达到 49%，而且合资的伙

伴不一定要是证券公司。这些部分对民间资本也会有相应的开放，这就起到了所谓以开放倒逼改革的重要作用。自贸区金改已经不完全是谈自贸区本身了，更多的是谈上海国际金融中心建设一体化的内容。他对上海国际金融中心的定义非常简单，人民币如果是一种储备货币，那上海一定就是国际金融中心。也就是上海作为国际金融中心，所有的任务，或者它的使命，就是辅助人民币成为一种国际货币，当然，要有人民币的产品、人民币的市场。费方域认为，这个 40 条明确了四个关系。第一，上海自贸区和上海国际金融中心的关系。上海自贸区的重点在金融改革开放上，这样的话，进一步明确了上海自贸区的试验可以作为上海国际金融中心建设的突破口和试验区，这个关系就理顺了。第二，上海的自贸区试验和上海国际金融中心建设与整个国家金融体系改革开放的关系。实际上就是把整个国家金融改革开放的试验重点放在上海。这对上海来说，应该说是信任，也是给了一个很大的机会。第三，上海和中央各部委的关系好像有一些变化。监管的责任、监管的主体明确提到了央行和外管局，对于这样一个关系到整个国家金融体系改革和发展的全国范围的大试验，主体在国家层面上可能是比较恰当的，上海当然要积极性协调，这个关系就比原来的关系顺得多。第四，在市场的发展、机构的准入、产品的发展、业务模式的发展等方面鼓励创新，而且把这种创新和整个改革开放的大环境联系起来。这样的话，把金融服务市场的扩大、面向国际的市场发展和整个改革开放结合起来，以及和整个内部监管体系的改革结合起来。徐明棋认为，自贸区 40 条，应该说是 2013 年自贸区创设之初一行三会 51 条的延续，不应该完全看成是新的东西。这 40 条还不完全是一个实施的细

则，原则性大于实施层面的具体内容，很多细则一行三会可能还要详细制定。总体上给我们一个比较积极的印象就是，中国上海自由贸易试验区，一开始所设定的金融进一步对外开放，为中国整个资本账户的开放和人民币的自由兑换进行探索的任务，没有改变，而且方向是明确的，措施也是不断往前推的，给了这么一个非常强烈的信号。这和最近结束的十八届五中全会提到的进一步扩大开放的总体趋势也是一致的。

对于上海自贸区与上海国际金融中心的关系，乔军华指出，自贸区是一个试点，一定程度上可以说是短期的或临时性的安排，但是上海的战略定位是国际金融中心，这是一个长期的定位。上海自贸区的政策，不仅仅安排了上海自贸区之内如何，还有很多政策是上海地区的金融机构如何，还有上海地区的金融机构与自贸区内的金融机构的关系。自贸区的试点事实上已经形成了一种政策的溢出效应，自贸区内的政策在逐渐向周边扩散，首先扩散到上海，上海在一定程度上先行于其他地方。除了政策溢出效应之外，在资金、产业链条上也都有一定的延续，因为区内和区外有割不断的联系，促进了上海国际金融中心的建设。即使到时候试点结束，这个政策停止之后，我们在区内所建设的一些金融机构的基础设施还留在这里，还有一个延续效应。所以整个自贸区的金融开放，事实上是在支撑未来上海国际金融中心的建设和发展。徐明棋认为，自贸区的金融开放无法脱离整个中国的金融体系对外开放的步伐，尽管有往前探索的味道，但要走得太远也是很难的。所以不要指望 40 条的贯彻马上就会把上海整个金融市场和外部完全打通。尽管上海自贸区自由贸易账户有这样一种意图在这里，但是所有账户的自由

化程度、功能的拓展，相对来说还是比较谨慎的。因此我们可以预期中国的金融体系不会因为上海自贸区改革开放的试验而增加很多风险，也不会因为上海自贸区的金融进一步改革开放的措施，一下子全面地走到原来所设想的中国资本账户完全开放。尽管中国积极争取人民币进入 SDR 账户会有一些措施，但这些措施一定是在风险可控的前提之下。

关于负面清单的问题，张湧指出，自贸区现在已经做了三轮负面清单了，2013 年、2014 年以地方为主，2015 年上升到国务院层面，全国四个自贸区用统一的负面清单。这是针对外资的，现在是 122 条。但我们国家有一两万项的限制或者禁止的措施，因此其实是在一二万项基础上对外资再叠加了 122 条。最近国务院公布要在全中国试点推行市场准入负面清单的制度，从今年 12 月 1 日开始到 2017 年 12 月 31 日，2018 年本届政府换届前后全面推行。这个文件里说，要把现行的产业结构调整目录、现行的政府核准的投资项目、国务院和国务院各部委规定的限制类和禁止类措施，全部统一衔接起来，做一张针对内外资的负面清单。这是力度非常大的一件事情。徐明棋指出，据说加上各个部委涉及到投资 and 管理的，按照原来负面清单理解的，大概有 3 万多条。很多措施名存实亡，但还在那里。如果办事人员不想让你投资或者审批，就把这个条文拿出来，还是可以派用处的。然后就是进行了很多处理。最近应该说各个部委实际上也在清理内部的规章制度。发改委正在制定全面的投资准入负面清单，这是对所有中国企业的，实际上主要对民营，国有企业进入基本上是没有障碍的，关键在于主管部门的批准。中国整个体制运行是审批制，所有的投资都要经过审批才能够获得准入。现在按照负面清单的模式管理，就是要

进一步透明。你不管将来是民营企业也好、外资企业也好，都可以，就是按照比较公开透明的方式自由进入。

（以上内容根据录音整理，未经本人审阅）

开幕式致辞

乔依德（上海发展研究基金会副会长兼秘书长）：今天很高兴召开“全球金融治理的变化与中国金融改革”国际研讨会，这个研讨会是由五个国内外机构联合举办的。现在我们开始开幕式！首先我们欢迎主办方之一，上海发展研究基金会会长、前上海市副市长胡延照会长为我们致辞，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）：尊敬的李剑阁理事长、尊敬的沙麟老领导，尊敬的各位来宾，女士们、先生们，上午好！

欢迎各位到上海来参加“全球金融治理的变化与中国金融改革”国际研讨会，在此，我谨代表本次会议的主办方之一，上海发展基金会，向各位来宾的到来表示热烈的欢迎！

全球金融危机以后，为了尽快走出危机，美国、英国、欧盟、日本等发达经济体都先后实行了超宽松的货币政策以刺激经济，发达国家非常规货币政策在短期内有助于本国经济走出困境，但是它无法解决结构性的问题，可能容易引发资产价格的泡沫。而且，它具有溢出效应，导致新兴市场国家金融市场的动荡。我们需要研究发达国家非常规货币政策对世界经济有哪些影响。在发达经济体中，美国的状况相对较好，美联储加息悬而未决，加息以后的后续效应是什么是我们需要关注的。金融危机的爆发，与国际货币体系的脆弱

性有关。金融危机以后全球金融治理发生了一系列的变化，我们应该如何看待这些变化，如何进一步解决和完善全球的金融治理？特别是 G20 峰会将在中国举办，我们应该在国际金融的框架下讨论和研究这些问题。

当前，中国经济正处于转型之中，面对经济下行的压力，中国一方面采取了各种稳定经济的措施，一方面推进各种经济改革和结构调整，为中国经济转型增加动力。最近中国央行进行的汇改，是在金融改革上迈出的重要一步。未来人民币汇率的形成，会继续朝市场化的方向迈进。前段时间中国股票市场的大起大落，表明中国在金融改革稳定和监管上面还有很长的路要走。近日召开的国务院常务会议指出，要不断地深化金融改革开放，把上海国际金融中心的建设与上海自贸区的金融改革试点相结合，推进金融业对内对外的开放，确定了逐步提高人民币资本项下可兑换程度等试点，这两天央行已经公布了这方面的一系列政策。十八届五中全会刚刚结束，会议的核心是“十三五”规划。“十三五”时期，中国全面深化改革将要取得决定性的成果，是全面建成小康社会的阶段。五中全会提出了创新、协调、绿色、开放、共享的发展新理念，将会对中国的金融改革带来深刻的影响。

在这个重要的时点，上海发展基金会、布雷顿森林体系再生委员会、清华大学五道口金融学院、上海交通大学上海高级金融学院、特里芬基金会一起召开这次会议，共同进行学术交流和深度研讨，为全球金融治理与中国金融改革提供真知灼见。秋天是收获的季节，我们相信本次会议必能给我们带来丰硕的成果。我衷心祝愿本次研讨会取得圆满成功，也衷心希望国内外专家和朋友在上海逗留期间生活愉

快。谢谢！

乔依德：非常感谢胡会长给我们做了一个精彩的致辞！他全面回顾了当前全球金融治理存在的问题，还有中国经济在“十三五”怎么进行金融改革，这些都是我们今天会议要讨论的问题。下面，我们欢迎新布雷顿森林体系委员会执行董事、创始人 Marc Uzan 先生致辞！

新布雷顿森林体系委员会执行董事、创始人 Marc Uzan 先生致辞

Marc Uzan（新布雷顿森林体系委员会执行董事、创始人）：谢谢！首先感谢本次会议的共同主办方，非常感谢乔依德先生的邀请。我们会议的主题是“全球金融治理的变化与中国金融改革”，这一次讨论的主题之一就是中国的经济增速放缓。在全球经济转型变化过程中，包括美国与欧洲，全球的增长都已经进一步的减速，包括低增长、低通货膨胀，同时还有一些国家担心自己的通货紧缩，我们可以看到商品价格的大幅波动。因此，在制定货币政策的时候，我们需要更多考虑新兴国家的需求，不能只考虑国内的需求，还要考虑国际的需求。

我们在上海举行本次会议，希望思考一下中国在 G20 峰会中的重点议题是什么。我们知道再过两个月中国就会举办 G20 会议，这其中包括改革全球的金融治理架构，并且让各国在金融方面显得更加强韧，这将是我们的主要方向。同时，我们还会就全球金融治理架构展开一轮讨论。

关于这一次的会议，上次我们在巴黎开会谈到议程的时候，获得了来自政策制定者的各种建议，他们来自中国还有

G20 国家。他们还谈到不仅要提高全球的治理，还要改善全球的金融货币体系以防御金融危机。我们看到 20 年过去了，我们又碰到了一轮危机，90 年代的时候出现了新兴国家的危机，后来出现欧元危机，后又出现 2008 年的危机，我们完全有理由担心金融方面的风险是非常巨大的。

所以，我们需要思考，我们究竟能够做些什么让金融体系更加经得起考验。我们需要考虑进行金融的治理，我们看到中国已经建立了一系列新的机制，在上海有金砖国家银行，在北京有亚投行，亚投行已经有 57 个成员国，另外还有 13 个国家愿意加入。我们看到在全球金融秩序方面也面临各种挑战。因此，我们需要进一步加强改革。我们知道全球经济的变化已经非常清晰，所以在这一刻，中国也面临着新一轮重要的转型，从投资为导向的经济转变成以国内消费为导向的经济，这是非常重要的一个转型。中国在国际金融体系当中占有非常重要的地位。我们知道全世界将变得更加多极化，也许我们通过讨论应该去思考，我们该如何从原来由美国所主导的一极变成多极的世界，这样的金融体系才是更加稳定的。因此，我们非常高兴的看到，这一次的会议获得特里芬基金的支持。

最后，我们认为中国应该加入 SDR，这是对于国际金融治理重要的贡献。我们希望通过一系列努力来停止过去五年中所看到的越变越大的危机。我们已经进行了一系列非常有益的讨论，也希望中国作为 G20 主席国能够带来更多的贡献，为全球的金融稳定以及新兴市场的金融防火墙做出有益的贡献。我们希望大家可以更多地从新兴国家、从多极化世界的角度进行思考，这是我的建议。希望本次的论坛能够为 G20 会议提出有益的建议，希望两天的会议取得圆满的

成功。谢谢大家！

乔依德：感谢 Marc Uzan 的致辞！他提到巴黎的碰头，今年 4 月份我们和 Marc Uzan 以及特里芬基金在一个国际会议上碰头，讲起要开这个会。后来清华大学五道口金融学院以及上海交通大学上海高级金融学院一起加入。由于时间关系，另外的主办方在会议结束的时候，会有一个总结发言。

下面，我们就进入主题演讲阶段，我们有请孙冶方经济科学基金会理事长李剑阁先生给我们做主旨演讲！他演讲的题目是“金融监管体制如何与时俱进”，大家热烈欢迎！

李剑阁：金融监管体制如何与时俱进

李剑阁（孙冶方经济科学基金会理事长）：本来应该是吴晓灵做这个主旨讲演，她因为最近有很多立法工作需要做。主办单位有清华大学五道口金融学院，他们说让我代替一下。因为我们两个人是清华大学国家金融研究院的联席院长，她是 A 角，我是 B 角，她有时间她就来，她没有时间我就替一下。

今天我是以孙冶方经济科学基金会的名义来讲这个课题，这个课题是我和吴晓灵两个人在国家金融研究院的课题的一个小部分。这个课题的选题很有意思，大家注意到刚刚开完的十八届五中全会当中有一句非常重要的话，“改革并完善适应现代金融市场发展的金融监管框架”。也就是说在“十三五”期间，金融监管体制的改革是重要的任务，因此我们这个选题看起来有一点点超前性。今天我就讲这个话题。

大家知道，中国目前所实行的金融监管体制是在上个世纪 90 年代逐步形成的，当时金融的形式是什么呢？第一是金融机构。当时也没有那么多证券公司，也没有那么多保险公司，主要是银行，可以说银行什么都在做，也搞营业部，也搞房地产，搞了各种信托，各种各样的都在做，金融一度很混乱。第二就是地方政府把所在地方的银行当作自己的口袋进行干预。大家可能记得在上个世纪 90 年代，国务院的主要工作就是整顿金融，基本思路是按照美国在上个世纪 30 年代形成的一种分业经营和分业监管的模式。根据这个监管思路，我们把原来属于中国人民银行，也就是中国央行的部分监管职能分离出去，形成今天“一行三会”的格局。先是证监会，后来保监会，2003 年成立银监会，“一行三会”的格局就形成了。

但是这个框架始终有三个问题，将近 20 年来一直困扰着我们。第一，中央银行货币政策与金融监管的关系。第二，银行、证券、保险这些金融组织的经营边界和监管的关系是什么？我们是分业经营、分业监管的，现在银行、证券、保险出现一些混业的情况，这些机构怎样接受三个监管机构的监管？第三，中央和地方在金融资源配置权利和责任方面是什么关系？90 年代中央下了极大的决心，基本上把地方金融的监管权利，甚至于协调的权利基本都收走了，地方不得再干预所在地的银行。当然，地方性的银行很快又成立了，而地方性的银行或者地方性的金融机构实际上按照条条接受了监管，比如说各地都有金融办，金融办实际上是一个协调机构，没有任何的监管职能。

我们的课题指出，“一行三会”的体制在历史上起了很大的作用，特别是对于 90 年代初出现金融的混乱起了很好

的整顿作用，但是也面临很多新的挑战。第一，这些年混业经营的趋势越来越明显。比如说保险做了一些证券的产品，银行也有投资银行的业务部，做了证券公司的业务。第二，互联网的广泛使用。现在互联网金融可以说渗透到各个领域了。第三，我们也鼓励金融创新，这些年金融创新层出不穷。这个趋势对“一行三会”的体制形成了挑战。我们认为国家现行的监管理念、体制制约了宏观调控的有限性，也制约了金融配置资源的有效性，不太适应金融综合化经营要求和货币金融国际化、数字化、网络化的要求。

大家知道央行负责全国的货币政策，主要负责宏观审慎的监管。三个会主要是微观审慎，特别是银监会对银行的监管，注重的是每一个机构不要出危险。但是央行主要负责不能出现系统性风险。在中央银行和监管机构分设的情况下，在宏观政策和微观政策、宏观审慎和微观审慎的协调方面，就出现了一些原来意想不到的难度。我们认为现有的这种体制对于金融稳定是不太有利的，主要表现在几个方面。第一，分离中央银行的监管职能，中央银行和监管机构之间的沟通和协调成本加大。有一段时间搞了三会的每周早餐会，让他们有协调关系，但实际上他们在一段时间内把央行排除在外。后来加强了一行三会的协调，但是由于机构的分离，这个协调是非常困难的。这使得中央银行难以及时、准确、全面掌握金融业的信息。前不久我在一个研讨会上也讲，现在金融信息的碎片化注定了现有监管体制的缺陷在目前这个体制下是难以克服的，不利于防范和化解系统性金融风险。第二，宏观审慎管理和微观审慎管理的边界不清晰。宏观审慎和微观审慎的力度有的时候会叠加，有的时候会抵消，所以是不利于宏观调控的。什么叫做叠加呢？比如说货

币政策偏紧的时候，中央要求货币政策应该紧一点，监管部门就会加倍的紧，这使得紧的力度不是特别恰当。但松的时候，加倍的松，也是不恰当的。甚至为了刺激经济政策的时候，央行可能还比较审慎，稍微有一点点放松，但是微观的机构就要求金融机构加大贷款，这样又放大了货币政策的刺激效应。所以常常加大了经济的波动。

我这里面列举的有 2012 年的“钱荒”，2013 年的融资结构调整举步维艰，当时国务院的调整非常难。还有 2014 年融资平台再融资压力，2015 年股市出现大的波动。这些重大的金融波动表明目前我国货币政策调控的矛盾，从上个世纪 90 年代到今天已经发生了很大的变化。过去我们经常强调的是央行的独立性，现在实际上央行的独立性已经不是最主要的矛盾，而是货币政策的传导效率下降使得央行宏观调控经常不起作用。

90 年代我们关闭了一些地方银行，处置了一些经营不善的金融机构，现在这个问题目前是次要矛盾，更主要的是对于系统重要性金融机构的风险控制以及稳定性经营，现在成为一个主要矛盾。

过去我们所有“一行三会”的改革，是用条条防止块块干预，现在又演变成另外一种情况，就是地方融资平台对中小型、微型企业在贷款上的挤出效应。

所以，我们理解下一轮改革，刚才讲到五中全会关于金融监管框架的改革，应该建立以中央银行为核心的审慎监管架构，构建货币政策与系统重要性金融机构审慎监管相统一的新型的监管系统。

同时，国际上的趋势也对我们监管机构提出了一些新的要求。现有的中国金融监管体制，不利于形成由一个权威部

门统筹制定扩大金融双向开放的一个战略。大家知道我们有沪港通，可能还会有各种各样的互联互通的对外开放机制，这样必须要有一个强有力的、权威的金融机构来加以协调。

2008 年全球金融危机以后，国际上的监管体制也出现了一些新的动向。西方主要国家金融监管改革出现两个重大动向：一是各主要经济体组建了央行牵头负责的金融稳定委员会、系统风险委员会，来统一协调各监管机构活动。二是一部分的监管职能回归到央行。一个是美联储的例子，一个是国际货币基金报告里讲到的事情。

我们在下一轮改革当中，我们觉得有几件事是非常值得注意的。在机构分业监管的模式下，我们的监管机构管人、管财、管物、管风险，什么都要管，我在其他研讨会上面也讲过这个事情。我们的三个监管部门，不具体讲哪一个监管部门，三个监管部门不同程度地都把自己的监管对象当做自己主管的对象。

大家注意，“监管”和“主管”是不一样的。如果是主管部门，根据三中全会的精神，我们应该从管人、管事、管资产转变为只管资本。我现在是汇金公司的副董事长，汇金公司对自己的控股单位也是只管资本，我们只派出股权董事，并不管它的人、财、物。但是我们的监管部门恰恰错位地把自己当作产权所有部门，把所有监管对象当作自己的下属部门加以监管，这样就把监管和主管混淆了。

比方说，有一些监管部门的监管对象是一些上市公司，我们的监管部门非常不恰当地对自己的监管对象派出人员列席，我在好几次研讨会上都讲过这个问题。他们列席所监管的上市公司的董事会，这在全世界都没有的。当然，我们的证券监管部门是不赞成这个做法的，认为这破坏了现代的

公司治理结构。而且这不利于防范内幕信息的产生，因为你监管部门列席了董事会，你就是内幕信息的知情者。所有可能产生的内幕交易你都是一个被审查的对象，但是作为监管部门的派出人员可能在审查时被豁免，这会产生许许多多的问题。前不久连我们救市的国家队里都出了问题，怎么能说监管部门派出的人就靠得住？我曾经跟一个监管部门的领导交换过意见，我说你这样做是不对的，全世界都没有。他说，对，全世界都没有，但是中国的被监管对象太坏了，我们必须派人去。我说，如果被监管的人都是坏的，监管的人都是好的，但采取了这个体制，你监管的好人在这种制度安排下也会从好人变成坏人，因为内幕交易的诱惑太大了，现在这已经被最近的事实不幸言中了。

还有一个问题，金融基础设施建设和监管越来越分散，各建各的系统，地方有系统，部门有系统，行业有系统，机构有系统，非常分散，不能满足货币金融国际化的趋势，也不利于货币政策的传导，不利于优化资源配置和金融稳定。

我们的思路是，在这个情况下，一是加强牌照管理，分业经营，但是功能监管。现在很多机构已经混业了，按照机构监管的话就很难管，因为这个机构可能是跨业在经营。我们是理解是，将来以功能监管为主。其次，央行对一些跨业经营的金融控股公司拥有监管的职能。再一个，我们今后的思路，可能是对产品监管，功能监管加产品监管，淡化机构监管。

十八届五中全会目前只看到公报，“十三五”规划全文还没有出来，但是有一句话很重要，“改革并完善适应现代金融市场发展的金融监管架构”。我们认为有三个主要的任务：

第一，要改革金融监管，强化整体协调的功能。我这个标题就是要强化央行的职能，就是要承认央行，因为央行既有制定货币政策的责任，又有维持金融稳定的责任，这是国际社会的共识。因此，我们要根据货币政策和宏观审慎监管统一、金融稳定和系统重要性金融机构监管统一的两大原则，来做到什么呢？一是明确中央银行对系统重要性金融机构和金融控股公司拥有监管职能。二是在央行已有的货币政策委员会的基础上，将来要像其他国家一样，建立相对独立的金融稳定委员会，来负责宏观审慎管理和系统重要性机构监管以及对系统性金融风险的监测、评估、处置。在这个基础上进一步明确机构监管和功能监管的原则，完善金融监管的协调机制。

第二，统一金融市场基础设施的建设。刚才前面讲到，由于我们现在互联网金融碎片化，这是不能长期持续存在的。建议要明确中央银行是金融基础设施公共服务的提供者，金融基础设施市场参与主体的监管者，金融基础设施运行规则的制定者；建设集中、统一、全球化的货币支付清算、结算系统，以适应人民币国际化进程中货币安全需要；建设统一的金融产品的登记、托管、清算、结算系统的规则和监管，以适应综合经营进程中金融市场安全的需要；建立统一、全面、共享的金融业综合统计体系，以适应金融业态创新进程中金融体系安全需要。

第三，与现在体制有较大变动的，要建立中央、地方金融监管事权划分体制。上个世纪 90 年代我们主要是收权，把金融监管的权利收归中央，但显然不太适应整个形势的发展。所以应该在国家统一宏观审慎管理和微观审慎监管的基本框架下，建立地方金融监管局，明确省政府对不跨省

经营的各类准金融机构拥有行为监管的职责。按照权责对称原则，不跨省经营的非存款类贷款组织、地方性保险经纪机构、投资公司、类金融组织一律交由省级监管机构进行监管。当然为了确保中央对金融业的统一监管，应该明确中央银行对地方金融监管机构要有指导责任。

这是我今天所讲的内容。谢谢大家！

乔依德：由于我们还有一些时间，如果大家有什么问题，可以利用这个机会提一些问题。

Jean Pierre Landau（法兰西银行原副行长）：刚才你的演讲非常有趣，我们大家都面临同样的挑战，所有的国家都是一样的。有一些人质疑将中央银行的监管权利收回，因为这里面包括一些税务的承诺，也有一些社会及政治上面的选择，他们会害怕。中央银行收回了这样的权利之后，就会影响货币政策的公正性，这是经常被人家质疑的方向，不知道中国的情况怎么样？

李剑阁：其实当时从央行分离监管职能的时候，这个出发点就是你刚才讲的这个问题。当时说央行如果既掌握货币政策，同时也监管银行，存在着道德风险。央行是最后贷款者，要向全社会提供流动性的，因此可能会疏忽对银行的监管，反正银行出什么问题，它可以兜底，就不那么在意。但事实证明，在中国这个情况下，你分开以后，其实央行还是兜底，所以更加导致道德风险。你本来自己一个人管，尽管你要兜底。但分设以后，有一个机构认为我可以随便怎么做，反正是别人兜底。你可以请客，如果别人花钱的话，请客的人会更加大方。

现在经过十多年的运行，我们发现把宏观审慎监管和微观审慎监管分离以后，不仅没有减少原来的道德风险，反而

在一定程度上加大了原来的道德风险。你现在担心的问题是我们十几年前担心的问题，但十几年以后，我们担心新的问题了。

陈红一（香港金融研究中心高级经理）：刚刚讲要建立地方的金融管理局，也提到功能性监管。但是要建立地方金融管理，很多金融的业务很难限定到一个地方，怎么解决这个问题？

李剑阁：刚才我讲的是非存款类，这个也很重要。吸收存款的金融机构有风险外溢的特点，所以我们现在界定为非存款类的金融机构。

比方说现在搞的很多 P2P、众筹这种。最近监管部门领导也明确表示，在一些地方你们可以放开，只要不要超过 200 个人，我们监管部门不管。但是根据证券法的规定，公开募集资金不超过 200 个人，证监会是可以不管的，200 个以内等于是私募了。证监会如果管的话，那么多，怎么管？其实不把监管的职能揽在自己手上是明智的。但是也不能一点都不管，这毕竟涉及到老百姓的利益。所以我们还是建议放在地方。像这种比较小型的、范围比较小的、风险不太容易外溢的金融行为和金融机构，我们建议，这都是政策建议，今天不代表任何官方的意见，我们研究表明，赋予地方一些监管职能是有利于这些小范围的、小规模金融风险控制的。现在各地的金融办，可能地方政府给了一些什么职能，但从法定的职能来说，各地的金融办只有协调职能，没有监管职能，没有哪一个法律赋予他监管职能的，我们认为将来应该赋予它一些监管职能。

乔依德：在座有一些来宾可能不太知道理事长的背景，我还是简单介绍一下。他经历比较丰富，在国务院发展研

究中心工作过，在证监会做过副主席，又在汇金公司工作，现在还是副董事长。他在上海的申银万国证券也做过，现在又是清华大学国家金融研究院的联席院长。

尉安宁（谷旺基金董事长）：在你建议的未来监管框架下，那个三会将来是怎样的定位？你刚才讲过现在“一行三会”是监管的碎片化。我问这个问题，是基于下面的这些经历。刚才提到三会对于行业的监管变成了对行业个别企业直接的管理，人财物都要介入，这是违反公司治理的。过去我是一家外国银行的中国 CEO，我有三个困惑。

第一个困惑，我们银行每年要给银监会交会费。作为交钱的人，我们对用我们钱的人的机构设立和功能不能发表任何的意见，我搞不明白为什么交钱，交钱以后它是我行业协会还是什么？

第二个困惑，我在外国银行里面，我们对银行间资本市场的所有参与都要他们批准，批准的标准是非常含混的，是一种权力。联想到证监会、保监会对机构的设立、市场准入的各种细节的行政权利，不知道它们这种权利的边界是什么？

第三个困惑，银监会对我们外资银行的金融产品介入得非常深，了解我们很多的细节。银监会对于我们金融产品了解这么深，我们不能不告诉它，告诉它以后，这是我们的知识产权，它知道我们全球商业的秘密，我们又很担心这个秘密。

我个人经历里，我交了钱，银监会拿了我的钱，怎么使用？

李剑阁：第一个，这个费，我稍微解释一下。因为中国的监管机构第一个是证监会，然后才有保监会，然后才有

银监会。我本人，刚才主持人已经介绍，一直在政府工作，虽然我不是证监会的第一批官员，差不多也是第二批官员，我参与了证监会的整个筹建过程。证监会到底是什么体制？当时是有商量的，可以是一个政府机构。如果是一个政府机构，刚才你提到的收费是完全没有道理的，是一个政府的行政部门是用纳税人的钱支付它的运营成本，不应该向你收费。后来在研究过程中，我们也研究了很多国际上的做法，首先研究了香港证监会和美国证监会，用香港的话说叫做法定机构，用中国后来的说法叫做事业单位，不是行政机构。我们不是政府机构，是事业单位。

为什么当时按照事业单位来设计？一个方面，政府机构不能搞得过于庞大，精简机构的趋势下你设三个机构出来，当时也有阻力，这可能是一个原因。但更重要的原因是，我们当时筹建证监会，在研究过程中征集各了种意见以后，发现美国和香港的证监会的法定机构也不是政府机构。法定机构是依据一个法建立的机构，而这个法也赋予了它收费的权利，我们用中国话叫做规费。香港和美国证监会也是向市场收费的，向监管对象收费，我给你们监管是有成本的，每个人要交钱的。但如果这个收费是不规则的，这不是我们设计的原意，我们是规范的，比如说按你的营收总额或者别的什么。交易所也要向证监会交规费。设计上是规范的，如果运作上面不规范我不能解释了，因为我没有参与收费，我不知道。

第二个关于批准，可能这里面有两个问题。一个是我们现有的法律是在当时非常不成熟的情况下制定的。今天吴晓灵不来，有一个理由是她正在修银行法，想把现有的商业银行法修改成银行业法。现在证券法也正在修改。另外还有一

位财经委副主任在修改期货法。这些法的不成熟，导致审批标准有含糊的地方，有灰色的地方，这可能是一个理由。如果更深入的了解，可能有一些不是这个原因，可能有一些官员为了寻租，把一个明确的东西过于模糊化，因为只有模糊了才能跟你讨价还价，这样就导致腐败，这就是寻租。这个我也不能确定说哪件事是属于哪一种性质的，但是我觉得可能这两种情况都有。

第三个是关于产品的问题。我倒不觉得监管机构对你金融产品认真审查是特别不对的，因为大家都知道雷曼公司在香港发过小型债，最后全部坏了，雷曼倒台以后都出问题了。香港的好多金融机构，包括汇丰、中国银行等等都销售过这个债，香港闹了一场风波。闹了风波以后，香港政府想，这个事怎么办呢？这个责任在谁呢？按照市场一般原则，是买者自负，你买了，有风险你找我干什么？但是后来买的人说，那个产品我根本不可能看得懂。后来据我所知，香港的监管部门说我们也看看，结果据说在律师的辅导下他们听了好几天也没听懂。所以如果这个产品连监管机构也搞不懂，投资者怎么懂，估计卖的人也没有搞懂。这种金融产品是不是监管机构审慎一点更好呢？我觉得还是应该审查一下好。

至于知识产权，不要说金融产品，就是制造业当中的新产品也有知识产权，知识产权保护是一个方面，但产品的公开性是另一个方面，不等于有了知识产权就不能公开了。这个问题要这么看，监管机构对你产品的风险所在、法律瑕疵等等认真审查一遍，也不是什么坏事。我恰恰担心的是我们监管机构看也不看就批了。我们认为香港比我们好得多，我和香港的官员交流过。他说，说实话我们在律师指导下几

天也没有听懂，那你说这样的产品应该发行吗？我觉得不应该发行。

第一部分：全球金融治理的变化

乔依德：非常感谢李剑阁给我们做了精彩的演讲和回答。下面转入专题讨论。专题发言每个人 15 分钟，圆桌讨论每个人发言五分钟，提问两分钟，我们主持人到时候会以铃声提醒大家，这样做的目的是为了有更多的时间让大家充分讨论。

下面开始第一个专题讨论，主持人是上海交通大学中国金融研究院教授费方域先生，大家欢迎！

专题一：资本跨境错配，不同的增长模式和货币政策：未来会发生什么？

费方域（上海交通大学中国金融研究院教授）：现在我们进入第一个单元，刚才讲了，发言不要超过 15 分钟。这个单元主要涉及到在现在的经济和金融情况下，发达国家的货币政策和新兴经济体的对应。

我们有请第一位发言者，法兰西银行原副行长 Jean Pierre Landau 先生，他发言的题目是“国际货币体系和全球经济增长：G20 议程的要素”，有请！

Jean Pierre Landau： 国际货币体系和全球经济增长：G20 议程的要素

Jean Pierre Landau（法兰西银行原副行长）：非常谢谢主席先生！我非常高兴能够再次发言！我还感谢上海发展

研究基金会、感谢 RBWC、PBCSF、SAIF、RT 主办方。接下来我会和大家分享一下 G20 议程重要的骨干部分，同时会跟大家分享一下我们的想法与 G20 之间的交集。

现在的情况非常特殊。首先，全球的增长非常不确定，我们看到很多地方都出现了复苏的增长。其次，我们看到通货膨胀非常低，有一些国家潜力发挥得很好，包括德国和美国，但是我们看到几乎是零的通货膨胀，在很多国家都出现了。第三点，多年以来我们的市场利率一直很低。过去 15 年，利率不断下降。第四，全球的金融不稳定再次出现，我们看到大笔进出，包括大笔进出新兴国家，产生了这些新兴国家资产价格上涨以及汇率问题。

由于这些未来的不确定性，使得我们要理解一下现在的情况，如何去面对未来。通胀率一直低迷，汇率也一直低迷，为什么会一直这样呢？其实仔细想想，是有一点吓人的。我现在有三种方法，每一个都是某一种政策的解读，这都是非常不同的政策，我们也要考虑一下对于自己的国家到底哪一个是最合适的。

第一个解释，我们的增长率低、通胀率低、利率低主要是因为我们的负债过高。在中国也有不少债务的问题，其实西方发达国家的负债率和中国差不多。除非我们把债都还清了，或者减少私营企业对于负债的追求，否则这个问题就会持续，这是国际货币基金组织前任总经济师提出的观点。

第二个解释，企业的负债也是很高的，这也就是我们第二个解释，投资有减少的情况。

第三个解释，货币政策三到四年里的不正常造成低利率以及金融的不稳定，这其实是人为造成的，这是国际清算银行的一个想法。

这三个解释其实是非常不同的政策解读，我们是在国家财务方面，还是在货币政策上下工夫，还是在投资上增加投入？根据你的选择，根据你对情况的解读，你可以用两到三个不同的解决方案同时调整你的政策。说了这么多，G20峰会为什么要召开，就是为了统一大家政策上的导向，有同样的对未来不确定性的解读。

我有自己的意见，你可能也有你的意见，当然了，我也不能确定我的意见一定是对的，这就是为什么大家碰在一起讨论。

那我的解读是怎样的？我其实对于刚才的第二点是比较赞同的。首先我们看一下企业的行为方式，这其实是一个很好的信号，在所有的国家都是类似的。首先它们不再投资了，现在对于投资来说，非常低的利率其实是很好的投资环境。为什么他们不愿意投资呢？尤其在发达经济体，它们现在更加愿意去杠杆化，不去借钱，在欧元区、美国在过去几年都是这样的情况，它们会买入一些股票，抓住现金流不放。所以，我们现在要能够刺激这些企业，不要做过多自我保护。这就是为什么现在资本市场、股票市场这么红火，因为它们手中现金很多，都拿来做投资了。

如果我的解读是正确的话，这样的不确定性的原因来自于哪些方面？首先，这些企业现在进行技术性的改革，这使很多的企业不得不重新审视自己的业务模式，他们也很紧张、很害怕，因为不知道哪一类投资从长远上是会赚钱的。第二，还有地理政治方面的原因。第三，可能是国家的政策造成了这样的选择。其实在政策层面有很多日新月异的变化，他们也是在不断理解和适应。最后在不少国家，现在政治情况并不是特别稳定，这也使得企业在观望。

现在有一个结构性的不稳定性，这就是为什么我们在过去两三年中看到，2013年6月那一次的牛市以及2015年股票市场的波动，其实也是由于大型基金的运作造成。所以我们在G20峰会的时候到底要做一些什么呢？

第一，这些国家领导人想有经济的增长，这是大家共同的愿望，他们必须要进行讨论，彼此协调，为什么我们通胀率这么低，为什么利率这么低？对于利率的正常化，这在美国有讨论，在欧盟有讨论，大家集中起来讨论。利率彼此有差异，就会有很多问题出现。如果我说得是对的，那么下面三个方面是G20峰会可以讨论的：

首先，是关于投资。他们应该讨论一下现在的金融危机后投资疲软的原因。第二，他们应该促进更好的投资环境，包括在监管及结构的改革上面。第三，他们也应该想出一些新的举措来促进投资，尤其是在基础建设以及新科技方面，包括中国现在大张旗鼓引领的“一带一路”。我说得没有错的话，G20峰会的时候关于“一带一路”将有很多的讨论。还有长期的金融政策，我们知道现在的政策非常的短视，只是对于可见的未来进行一些调控，但是如果我们现在政策不正确的话，将来会有更大的风险。现在在国际层面上也有很多新的区域的国际金融机构，能够帮助我们在长期的金融监管上做一个稳定的元素，形成一个网络，和私有企业彼此交流，帮助它们更多投资，让投资重新开始。除此之外，还包括跨境投资，这也是几位演讲者会特别讲的。

我们现在现金流非常丰富，但是否是平均的，很好的被分化被使用了？是否需要钱的时候找不到钱？你有钱，但有的时候一夜之间又蒸发了，这不是我们想要的情况。在现有的现金流上，我们是否有一个安全层能够帮助我们的外汇储

备行为有一定的稳定性？因为现在外汇储备行为的不确定性也造成了市场的不确定性，之后我们也要讨论一下未来这些现金流，包括是否需要一些新的政策。谢谢！

费方域：谢谢！Landau 先生把问题提得很明确，提出了自己的看法。我们后面讨论环节中可以具体展开。他时间也掌握得很好。

下面我们有请香港金融研究中心高级经理陈红一博士，发言的题目是“发达国家非常规货币政策对全球经济的影响”。有请！

陈红一： 发达国家非常规货币政策对全球经济的影响

陈红一（香港金融研究中心高级经理）：我没有准备幻灯片，就坐在这里讲。今天主办方特别邀请我来作这么一个演讲，我也感到非常荣幸。在我开始演讲之前，我要指出的是，我的观点只是我个人的观点，并不代表我所在的香港金融管理局以及香港金融研究所的观点。

2007 年开始的金融危机之后，大多数国家的央行都有调整，包括中国的人民银行。在欧洲，央行已经调整到负的利率，还有一些定量和定性的调整政策，现在没有任何的信号表明欧洲央行会停止量化宽松政策。中国人民银行已经有一年政策没有什么改变。所以现在已经成为一个多样化的货币政策的阶段，而且量化宽松会继续影响新兴市场经济体。这带来了政策监管和政策制定上的很多挑战。

接下来的演讲当中，首先我会说一下非传统的货币政策，之后会分析一下现在这些非传统货币政策的传导渠道。

我们的政策制定者需要去面对这些非传统货币政策所带来的负面影响以及将来的后果。之后我会讲全球政策的协调，最后会讲中国资本自由化的趋势。

在全球经济一体化的背景下，货币政策的重要性特别明显，尤其是央行的政策。大规模的量化宽松，低利率的政策，造成了大量的热钱涌进新兴市场，而这些新兴市场经济体的基础并不像西方发达国家。到 2013 年，即使美联储有别的政策的导入，仍然没有办法扭转这样一个热钱涌入新兴经济体的趋势。现在这个情况愈演愈烈，使得系统性风险越来越高。大家预测美联储会升息，但是如何去管理现有的财产已经成为大家都头痛的问题。在欧洲，现在的利率很低，没有办法阻止投资都涌向其他市场的趋势。

我们现在货币政策的调控，常常没有办法达到原来所计划的功能以及结果，而且效果经常不明显。这不只是对发达国家，对新兴经济体也是同样的挑战。美元仍然是现有国际货币体系的基础，也是大部分国家外汇储备的主要的货币，而且是大部分大宗商品交易结算的货币。大家觉得美元最稳定，是在外汇储备上的第一选择。大部分的国际货币金融体系都以美元为基础。所以在 2008-2009 年金融危机的时候，美元上涨，当时是美元荒。现在由于国际经济一体化，当美国出现一定的经济波动，其他的国家和国际经济体系就受到很大的影响，问题的溢出是非常明显的。

所以现在不仅需要每个国家有很好的宏观调控，同时其金融体系也要非常有弹性、有活力才能够去面对来自外部风险的波动，并且要有一个可以管理的杠杆。无论是微观审慎还是宏观审慎，都要一起来管理货币政策。这里面需要有很好的抗周期以及抗资本入侵的政策，这才是好的宏观审慎。

宏观审慎包括通过借贷比以及存准率进行控制，加上债务与收入比，这是香港使用的主要工具，我们用这个工具防止房地产市场的泡沫出现。我们也提高了存款准备金的比率，进一步加强了银行的稳健性，可以说存款准备金比率的增加是有效的。我们有一种开放的态度来使用资本控制，我觉得其实新兴国家可以使用资本控制这个工具，如果完全靠汇率的调整是无法实现稳定的金融的。

另外有学者也说到，在目前整合的全球资本市场中，对于一个独立的货币政策来说，其实汇率调整并不重要，只有资本控制才是重要的。另外一个想法是，一国维护金融稳定的政策的效益其实是有限的，全球的经济需要全球的解决方案，这样的观点也要求全球的政策进行协调。在目前的国际货币体系之下，美元依旧是主导的地位，货币方面调整的主要职责应该在美联储。美联储的政策会决定整个国际金融的周期，同时会撬动各中央银行的举措。我们看到各国所采取的货币政策，尤其是有开放资本账户的国家，其主要传导机制就是通过全球银行间的借贷以及债券发行。但我们不应该对它们这样做抱以过度的乐观。其实美联储也有自己国内的任务，美联储也不可能对其他中央银行有发号施令的权利。

所以，我们应该在政策方面考虑到这些不同的因素。其实美联储主要是为美国经济服务的，美联储主要考虑外部环境对于美国经济的影响。在美国金融危机的时候，美联储就与六大其他国家央行建立互换机制来稳定全球经济。目前这已经成为了一个长期存在的互换机制。但是这样一个机制是不够的。我们知道这是一个战略，是一个随意的解决方案。全世界需要的，是一个最后的借款人，这在目前的国际货币体系中是非常难以实现的。

在我演讲结束之前，我还想和大家说说关于资本账户的开放。关于资本开放以及经常账户的开放，在全球金融历史中已经有一些成功的故事。越来越多的文献认为，在目前的金融体系之下，其实只有两难而不是三难，即一方面进行资本控制，同时在另外一方面进行国家金融稳定，这两者之间是两难的关系。

资本账户的控制，在那些受到国际金融动荡影响的国家是非常有用的一个工具。IMF 对于资本控制更改了它的想法。目前股市的大起大落，还有外汇市场的起落，表明金融创新以及金融开放，还有资本账户开放，其实在中国有很大的风险。比如在东南亚国家，90 年代的资本账户开放就产生了很大的危机，导致了 1997 年的亚洲金融危机，此外还有 1998 年的俄罗斯危机，2002 年的阿根廷危机等等，包括 2007 年的金融危机，一直延续到现在。这些都表明我们很难通过资本账户开放来实现金融的稳定。因为资本账户开放会给金融改革带来更大的难度，会给内部改革和外部协调带来很大的困难。

我刚才已经说到，国际对于货币的使用其实是一个市场的选择。如果没有一个强大的经济，我们就难以有一个强大的汇率。所以，各国在通过金融开放来建立一个强大的经济是非常重要的，但是我们还需要以一种可调整、甚至可逆的方法循序渐进。

我们知道还有一些其他的例子，比如说在新加坡，尝试过把国内的货币市场跟国际的金融市场分离开来。最近有这样一个讨论，我们如何能够进行金融开放？我知道在目前的中国，我们有很大的推力要推动资本账户进一步开放，这到底会不会成功，我们还要拭目以待。

我的演讲到这就结束了。谢谢大家！

费方域：谢谢！刚才他一方面讲了美国的货币政策，另外一方面也讲到资本账户开放的问题。下面我们讲讲中国的情况、中国的汇率改革，有请张春教授！

张春：美国经济复苏前景下中国汇率政策的选择及其对世界的影响

张春（上海交通大学上海高级金融学院执行院长）：我今天讲的内容，主要是在美国经济复苏情况下中国汇率政策的选择问题，我想这个大家一定很感兴趣。中国汇率选择对世界的影响，这一块可能大家讲的不是那么多。

我先把中国本世纪以来汇率政策和管理做一个回顾和评价。汇率政策对货币政策产生影响，货币政策在一定程度上被汇率政策绑架了，当然还有中国高额的外汇储备对中国对外资产结构和收益率的影响，这些大家应该都比较清楚。最近我跟刘铮教授写了一个论文，在美国货币金融学期刊上面发表，有一个理论框架，我觉得很重要，但我今天不会讲这个，刘铮教授明天会讲。我主要讲人民币汇率最近形成机制的改革，尤其对人民币汇率今后的展望，及其对世界的影响。

大家知道，中国 2000 年以后的对外收支平衡（图 1），最主要是经常账户长期处于顺差，即使在现在还是有大量的顺差，当然比起前两年要低很多了。同时我们资本和金融账户（图 2）也长期处于顺差，当然最近这几年，尤其最近这半年，特别是 2015 年上半年，情况有了很大的改变。这对我们下一步汇率政策的制定会有一个很大的影响。

经常账户（占GDP的百分比，%）

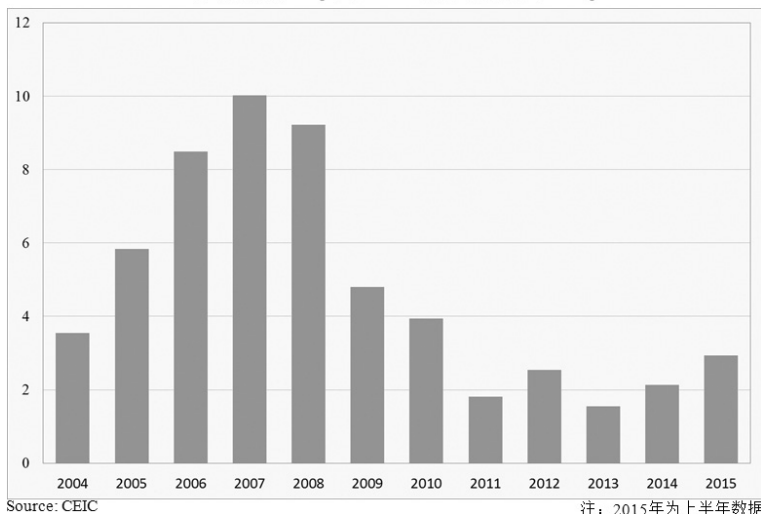


图 1：中国经常账户长期处于顺差

资本和金融账户（不含储备资产）占GDP的百分比（%）

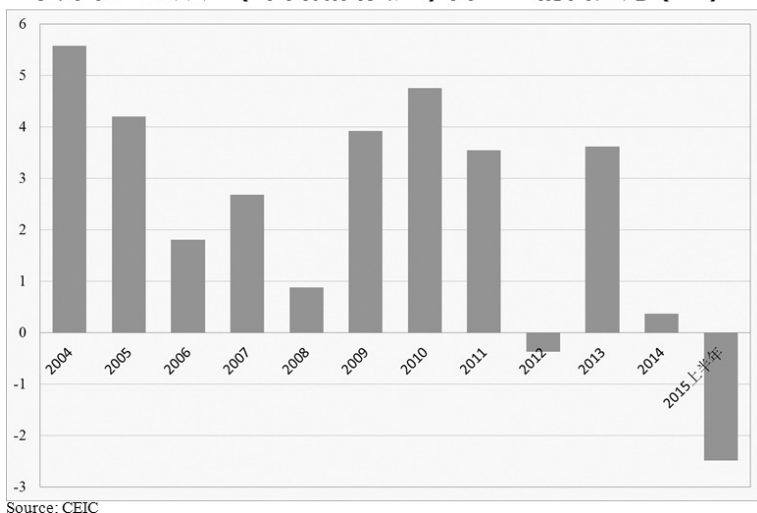


图 2：资本和金融项目也长期处于顺差，近年有较大转变

过去这十几年，央行面临的选择和权衡，这个大家应该也很清楚，我稍微总结一下。双顺差那一段时间给人民币带来巨大的升值压力，当然央行有几种选择，我列了三种：

第一种，央行可以不干预，有过多的美元或者欧元进来，央行不买下来的话，人民币就会很快升值。当然中国央行基本上没有这样做，选择了非常慢的升值过程。

第二种，央行在一定程度上面做了，干预外汇市场，把多余的外币买下来，这就造成了人民币基础货币的超发，包括外汇储备的大量增加，这就有通货膨胀和资产泡沫的压力。

第三种，央行可以干预，也买了外汇储备，人民币也发出去了，央行又去做所谓对冲、回笼超发的人民币。这当然有很大的对冲成本的，我们在论文里面其实也研究了这个对冲成本。这其实是中国央行过去这十年采用的主要方法。



图 3：双顺差使得央行持有的外汇储备不断增加

所以我们看到图 3，红线是外汇储备大量增加，以 2002 年的人民币来算的话，大概只有 2 万亿的水平，到现在 25 万亿水平，差不多翻了十倍。蓝色柱子是外汇储备占央行资产的百分比，高的时候占到百分之八十几。

图 4 是从 2004 年到最近 2015 年央行资产负债表迅速的扩张，总的资产也有大概四倍多的扩张。主要造成了基础货币的超发。

	2004	2008	2012	2015.08
外汇储备	45,939	149,624	236,670	260,886
其他国外资产（黄金）	1,020	12,919	4,747	4,085
国内债权	22,396	36,526	42,079	54,868
其他资产	9,300	8,027	11,042	13,548
总资产	78,655	207,096	294,537	333,386
储备货币（基础货币）	58,856	129,222	252,345	283,866
发行债券（央票）	11,079	45,780	13,880	6,522
政府存款	5,832	16,963	20,753	33,737
自有资金	220	220	220	220
其他	2,669	14,911	7,339	9,042
总负债	78,655	207,096	294,537	333,386

Source: 中国人民银行

图 4：中国央行的资产和负债的迅速扩张（亿元人民币）

我讲一下基本的特征，因为双顺差造成了基础货币的快速扩张。还有一个特征，央行资产负债表的资产端、负债端的货币是错配的，资产端主要是外汇储备，负债端主要是人民币。而且很有意思的是，资产方和负债方的收益率是倒挂的。外汇储备的资产主要是在国外的国债里，现在这个收益率是非常低的。负债方是人民币的。如果央行完全用央票对冲，中国的利率比国外的利率高很多，这是我们讲的对冲成

本。央行 2008 年以后已经减少了央票，用提高存款准备金的方法对冲。这个原因，一定程度上可以从美联储的资产负债表来看，图 5 是美联储 2004-2014 年的资产负债表。我刚刚说中国央行增加了四倍多，美联储增加了五倍多。一定程度上可以说，因为中国的汇率盯住美元，中国利率比美国要高，所以美国的货币扩张流到了中国。所以中国货币政策的独立性有问题。

美联储的资产和负债的迅速扩张（百万美元）

	2014	2012	2008	2004
黄金券与特别提款权	16,237	16,237	13,237	13,241
美国国债	2,463,480	1,656,930	476,014	717,813
联邦机构债券和抵押贷款支持证券	1,699,227	1,003,341	20,878	0
贷款	117	613	636,849	57
净投资组合	2,633	2,351	406,892	0
其他资产	53,286	229,387	704,874	81,367
总资产	4,234,980	2,908,859	2,258,744	812,478
美国联邦储备发行的货币	1,225,332	1,124,578	849,716	722,904
存款	2,604,573	1,617,257	1,241,984	27,476
其他负债及累计红利	348,973	112,296	124,527	38,765
总负债	4,178,878	2,854,131	2,216,227	789,145
实收资本	28,051	27,364	21,071	11,641
盈余	28,051	27,364	16,846	8,847
其他资本	0	0	4,600	2,845
总权益	56,102	54,728	42,517	23,333

图 5：美联储的资产和负债的迅速扩张（百万美元）

稍微讲讲房地产指数。看图 6，中国的房屋平均销售价格指数在 2000-2013 年上涨了 200%，原来指数 100 到 2013 年的时候是 300。前面也说了，这造成了资产的泡沫，在中国体现为房地产泡沫。中国的股市由于各种各样的原因有一些问题。中国劳工的工资在同期也涨了非常的多，工资水平涨了 400% 多（图 7）。

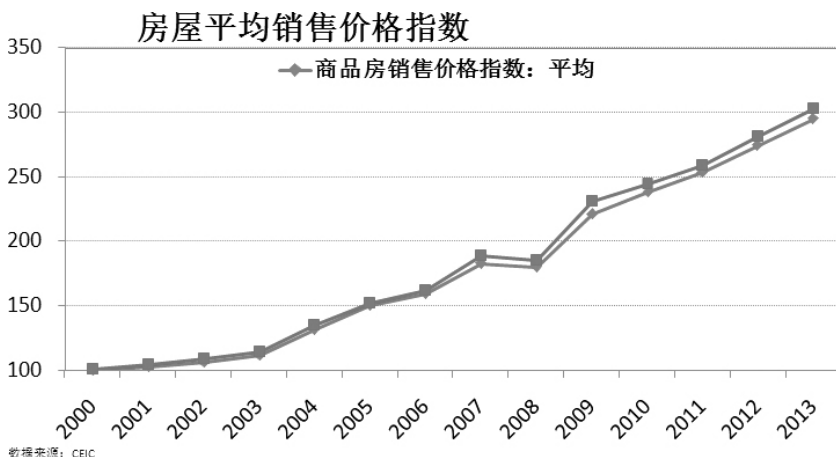


图 6：房地产价格指数上涨 200%

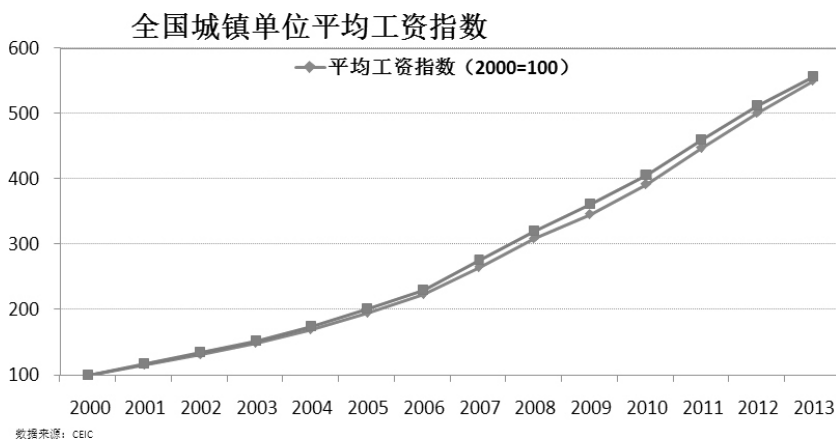


图 7：工资水平上涨 400% 多

我简单说一下对冲成本。中国对外资产的净收益率为负，中国对外金融资产是高于对外负债的，而且净资产差不多是 1.5 万亿美元，但是中国对外资产的净收益率一直是负的。为什么呢？主要就是因为中国的资产，到去年底 60%

左右是在储备资产里面，即央行的货币储备。因为央行视流动性、安全性为首要原则，所以央行的外汇储备主要是放在低收益的国外政府债券里。对外负债，中国有 50% 多是国外对中国的直接投资，这个收益率就比较高，这是主要的原因。

怎么改变呢？在座也提了很多建议，就是中国下一步要做的，要把中国外汇储备减下来。从央行这里，就是要投到收益率更高的地方，从国外政府债券转到收益率更高的民间投资里。

讲一下对中国和美国经济前景的判断，以此来看人民币汇率中长期的走势。

刚刚也有嘉宾说了，全球的经济有很大的不确定性。对美国经济，我讲两种判断，一个是相对比较好的，回到金融危机前的平均的经济增长水平，GDP 是每年 2% 到 3% 的水平，这是相对比较乐观的。我相信有很多经济学家并不这样认为，即使美国恢复是比较好的，但可能不会达到危机前的水平。当然也有人更悲观，最近美联储不加息是因为美国就业数据不是很好，有一些人甚至说美国可能下一步又会陷入萧条，如果是这样的话，有一点像日本的情况。

当然，我个人的判断，可能在这两个之间，最好的情况是美国也不过每年 3% 的经济增长。

接下来是对中国经济的判断。中国最近一年有相当大的不确定性，而且有各种各样的观点，有乐观的，保守的，也有悲观的。乐观的，觉得中国下一步会很成功地向消费转型，中国消费这一块最近这几年上升很快，现在第三产业已经超过第二产业，现在第三产业占 GDP 的 51%，到欧美 70% 水平的话，后续还有很大的成长空间。很多人认为

今后十到十五年还会有很好的增长机会，可能是 6% 到 7%，这是比较乐观的。

我倾向于比较当中、相对比较保守的。第三产业的增加取决于改革的力度，如果改革力度不够大，第三产业发展也不会那么快。人口增长速度的减慢也很快。我觉得今后这十年 4% 到 5% 是比较可能的。有人认为说不定会更慢，3% 到 4%。

当然还有悲观的，就是中国变成日本过去这二十多年的情况。悲观的人不是那么多，而且我个人觉得如果中国经济真的那么糟糕的话，促进中国改革的力度反而会更大。中国现在其实是需要改革，才能为下一步的经济增长创造空间。所以我觉得短期更糟糕的话，说不定改革力度会更大，会有更大的发展。

我个人倾向当中这个情况。如果这是基本判断的话，那我们对人民币，美元的汇率也有一个判断。先讲短期，刚刚讲中国经济的转型没有完全实现，政治上有很大的不确定性，包括政府下一步怎么力推体制机制的改革，不确定性决定了今后几年人民币有贬值的压力。另外还有很多压力，一个是经济转型的不确定性，还有中国居民和企业对外投资增加，这有正常的一部分，也有恐慌性的。正常的是，企业要走出去，居民资产要全球配置，中国是第二大经济体，经济发展到这个程度有这个需求，这一块本来就有增加，所以钱要出去。人民币为什么要贬值的第三个因素是，最近这一两年来人民币基本上盯住美元，对其他主要货币升值程度已经很多了。最后从购买力评价角度判断，中国现在有多少人出去买东西，就是觉得中国的商品贵了。我觉得这在一定程度上，也反映了从购买力评价角度看，人民币可能高估一点。

短期有贬值的压力。

中长期，根据中国和美国中长期经济的判断，中国如果还能够维持 4%-5%，美国最多也就是 2%-3% 的情况，中国有那么大的外汇储备，我个人觉得人民币对美元汇率不应该也不可能大幅度贬值。随着人民币国际化的推进，人民币中长期变成储备货币以后，可能还会有很大程度的升值。

所以中国目前汇率政策的选择，现在只有两个。一个是放弃盯住美元，央行 811 汇改开始做的，基本上是让市场决定汇率。还有一个就是继续盯住美元，假如短期有资本外流的需求，无非把外汇储备减下来以稳定汇率。从我前面所说的来讲，如果现在外汇太多了，减掉一点也是蛮好的。但是对于中长期，我更倾向于放弃盯住美元，这当中的好处有很多，这本来就是我们的改革的目标，增加我们宏观政策的独立性，有利于抗通缩等等。当然，继续盯住美元也可以用，尤其是短期资金有恐慌性外流的时候。

最后是中国汇率改变对世界的影响。我相信中国市场化以后，会减少中国外汇储备的增长，增量少了。另外，中国居民和企业对外投资的需求也会减少现有的外汇储备，存量减少。居民出去以后，投资不会放在外国低收益的债券里，所以美国国债、欧洲政府的债，可能买的人就少了。这对发达国家的利率水平有多大的影响，这是要思考的，而且我个人觉得有可能有蛮大的影响，尤其是对美国。但长远来说，这是一个好事情，因为全球资源配置目前是非常不合理的，新兴国家买美国的国债，给美国低息贷款，让他们过度消费。贫穷国家缺少发展需要的钱，中国现在要改变这个状况。中国如果能转成市场决定汇率，中国不需要那么多的外汇储备，很大一部分的外汇储备应该投到发展中国家的基础

设施建设，包括我们亚投行、丝路基金等。我觉得，这些是尝试改变目前全球金融资源配置不合理的非常重要的努力。但这是很有挑战的事，不知道中国有没有真正准备好，尤其是做基础设施投资能不能赚钱。但是我觉得更重要的是美国有没有准备好，不能光让中国做这个事情，如果中国外汇储备不放在美元的政府债券里，对美国的利率有什么影响？我相信是有很大的影响的，这是很多人没有看到的，我觉得这也是我们要讨论的一个问题。

谢谢大家！

费方域：谢谢张春教授！后面他提了两个很好的问题，中国、美国准备好了吗？

下面我们有半个小时的时间展开讨论。刚才三位提了很有意思的问题，下面我们就开始！

讨论

Amar Bhattacharya（布鲁金斯学会高级研究员）：感谢三位演讲嘉宾，我想和 Jean Pierre Landau 先生交流一下。刚才你的演讲非常短，我以前听过你的长篇演讲。你的观点是，现在全球经济的问题还是投资疲软，对于发达国家的大企业来说尤其如此，那么为什么会有这么低的投资率？为什么这么疲软？主要因为全球需求的疲软。虽然我们有货币政策鼓励投资，那么为什么全球的需求会降低呢？在美国这个需求渐渐在增长，但是最低的地方是日本，还有新兴市场。在欧洲，对于需求低迷，包括非常高的贸易顺差，我们一直有很多的讨论。我的问题是，欧洲因为不愿意增加债务，那么是否能够增加投资，同时又不增加债务，有没有更聪明的

方式？G20 峰会将特别讨论基础设施投资，但即使这个也不一定成为解决我们所有问题的灵丹，你的观点是什么？

Carlo Monticelli（二十国集团代表，意大利财政部）：我同意刚才嘉宾演讲当中讲到的。对于现在我们的情况，其实他解读得非常清楚，我同意他的观点，就是对于现状有三个解决方案。但是，我不觉得只能选择其中的一个，而是可以互补。尤其在欧洲，我们有一个新的投资复兴活动，一开始提出的是德国，因为它认为现在投资率太低，而且债务过高，这两点其实被一起放到了台面上。问题其实是出在这三个问题同时出现了，这里面就涉及到我们的货币政策。货币政策的压力就非常大，美国的政策会影响到全球，因为它现在非常宽松，之后的问题就出现了，这样的货币政策不只是美国一家，而是在全球都有影响，而且造成了更进一步的其他的問題。我认为我们不是要在 G20 峰会的时候讨论彼此合作，而是要调整彼此的货币政策，包括美国，包括美国的主要贸易伙伴，比如中国。

刘铮（美国旧金山联邦储备银行研究顾问）：我也想讲一下，要利用这种不确定性，使用我们货币政策来促进投资。当公司遇到不确定的时，他们只会等，不会盲目投资，因为投资项目通常会带来很多的压力。所以我要指出的一点，就是你刚才演讲中没有特别提到的，就是我们生产力的问题，生产效率的问题。你刚刚说到全球的这种疲软和饱和的情况，主要是在生产力已经饱和的国家，这个大树下面的果实被摘完了，上面的反而摘不到。好比刚刚也有提到，未来有室内农业的项目，有一些科技手段来帮助我们摘到树上的果子。可能在现在的周期里，投资不一定能看到回报，但有的时候我们的政界不愿意在短期没有收益的项目上去

通过，因为觉得对他的政绩没有任何好处，而且会招来很多非议。如果投资只看短期回报率，而不看中长期回报率，永远不会上去的。所以，我们希望投资能够将眼光放远，每个国家都有各自需要解决的问题，包括中国。中国刚刚开放了二胎政策，这也是在未来刺激经济的。我们有老龄化问题，在美国原来婴儿潮的人现在已经渐渐在退休了，也有人口的压力。现在有低的投资率，也有低的贷款利率，当人们变老的时候，他们要退休了，他们可能需要投资回报稳定的、安全性的投资。这些都是我们应该考虑的投资刺激的方向。

Bernard Snoy（特里芬基金会总裁）：我特别注意到刚才 Landau 教授讲到的三个问题，我也同意。第一点是最常见的，但是我们不能够低估第三点，其实是和第一点是相关的，货币政策调控不够就会造成很多的赤字。Landau 先生也是国际清算银行的主席，我们在衡量货币量的时候，其实非常难去衡量到底有多少现金流，尤其在私营行业里面，而现在的金融创新经常会造成估值的问题。所以，央行介入的方式不同的话，有这个情况，我们要承认过去做得不好的地方。

去年在维也纳开了一个会议，有一位先生做了一个非常尖锐的评价，他说那些通货膨胀的目标并不能够帮助金融稳定。其实目前并没有一个愿意互相进行协调的货币体系，这就导致了波动性，而波动性其实正是不确定性的来源。这会导致新的泡沫不断地出现，不断破裂，进而导致新的危机的产生。中央银行经常关注的是一些错误的指标，包括出口指标等等。我们看到它们的贷款导致了巨大的资产泡沫，但是它们并没有看到，而且没有进行多边的调整，或者多边货币政策的调整。我们应该再次强调调整结构的重要性。谢谢！

陈红一：我有一个问题问 Landau 先生，你刚才说到投资非常低，而企业依旧在借贷，他们拿这个钱去买股份，有没有看到银行不愿意借款的迹象？我发现银行不太愿意借款，即使中央银行推出了很多的钱，但货币供应的增长依旧是非常低的，请问你怎么看待这个问题？

Marc Uzan：我也想问一个问题。关于全球经济的情况，我们看到，目前我们推出这样一个金融方面的刺激并不能够产生很大的全球经济的增长，在危机之后公司的增长也不是非常的好，为什么我们现在不能像从前那样有效地促进全球增长呢？我们再来看一下，发达国家和发展中国家的情况是不一样的，我们要分开来进行分析。

Jean Pierre Landau：我并没有想到会有这么多的问题。我们看到有一些特别的问题，包括在欧元区经常性项目的问题，我们很惊讶的是这并没有产生更多的全球问题。我们看到最近的事件表明，其实我们过度低估了中国在全球经济和世界金融市场当中的重要性，中国汇率的改变会给世界上很多地方带来深远的影响，尤其对欧洲来说会有巨大的影响。我认为目前欧洲的增长远远不如中国。

Carlo Monticelli：说到关于互补性的三个解释，对，我很同意。我们知道其中每一个都与政策相关，在政策方面我们要思考哪一种是更重要的因素，哪一种因素应该更多地影响政策的制定。我不是增长的悲观主义者，也不是极度乐观主义者。我认为从长期来看，我们会面临一个深远的技术推进的结构性的改变。我们知道进行投资其实是非常困难的选择，我希望每个投资都有好运。

关于电能方式的改变，也许会改变碳的排放量。我们不知道十年二十年后会有怎样的改变，但是一旦投资，是不可

逆转的。所以，我们理性的做法就是去等待，如果变成了现实，我们就可以进行相应的调整，这就是我对于技术产生的影响的一个观点。这也许会对中长期产生一定的影响，比如说三到五年的影响，也就是说可能会暂时造成收入增长的放缓，但从长期来说，他们是获益的。所以，我们应该要对生产力保持一种乐观的态度。

另外，刚才说到了银行监管和资金，我非常同意你的说法，这是很严重的问题。为什么银行不愿意借款呢？我个人的观点是，其实他们的要求已经发生了根本的改变，为什么叫根本的改变呢？我们可以看到现在银行不再坐以待毙，有一些银行已经呼吁建立“巴塞尔 IV”。

如果你不知道过两年怎么进行资本的定价，最好现在就贷款。如果我是一个领导人，我会告诉他们，我们目前应该解决监管方面的问题，我们应该尽快推出一些刺激的政策。这样的话，我们才可以避免风险。所以，这些因素是政策制定者需要去思考的。

刚才大家还说到了谜团，我们知道其实它们都是相关的，问题是我们不知道在谜团中哪一个是主要的因素，所以我们现在有一些不确定性，这个不确定性是非常扩散性的，而且会影响很多经济决策。我觉得，我们现在应该减少这些不确定性，并且能够进一步解决这个问题，我觉得这是目前的主要问题。我们现在并不是要采取大的行动，当然一部分是要进行大的行动，进行长期的金融投资。但是另外一方面，要确保世界经济能够进一步增长，同时，我认为我们需要在一些高的层面促进经济增长，尤其是鉴于目前的状况，我觉得对于未来，人们目前的观点过于悲观，我们需要进行更多的积极思考。

Kyungsoo Kim（韩国中央银行原副行长、成均馆大学教授）：刚才张春先生说到了外汇储备的回报非常低，这会产生一定的影响。考虑到目前中国的发展路径，我们知道现在中国的资本账户正在开放，也许 FDI 和外国股本投资会对外部的负债产生更大的影响，这也许会让中国进入一个非常奇怪的境地。而固定的汇率也许会进一步增强这一效应。就是说当美国等外国资产价格上涨的时候，中国的外国资产就会下降，是一个负相关的关系。

张春：非常感谢你的评价。我们知道每个国家的外部直接投资，如果不说投机性的话，主要是由资产投资多元化策略推动的，有时候是来自于他们的全球策略。其实这些策略并不是一个涨、一个跌，比如说美国将一部分资产放在中国，而中国会将 20% 的资产放到美国。我也同意这取决于哪一个国家做得好，会有一些投机性的活动，会有一些短期的资本流动，我觉得这是中国需要去解决的问题。

中国有非常大的外汇储备，我刚才说到，我们会有更加灵活的汇率政策，但对于一些极端的资本流动，我们依旧要采取一些干预措施，包括使用外汇政策进行调整。我认为中国最终会大幅减少外汇储备，大幅减少对于美联储安全资产的购买。我认为，这一做法将对发达国家的利率产生巨大影响。目前在很低的利率下，我们看到新兴国家在购买发达国家的安全资产，尤其是其政府债券，但我认为这种做法是会发生改变的。

刘铮：这个问题我想更加直接的回答。说到开放资本账户，我觉得没有一个对冲理论会认为，如果你改变了美国资本投资的回报率就会有正相关的关系。说到负相关的关系，我现在想问的，这跟目前的资本控制有关吗？

Kyungsoo Kim: 目前中国的股票市场在繁荣，这意味着那些外国投资者在没有一个灵活的汇率体制之下，会出现负相关性。我们谈一下韩国的情况，目前韩国的外汇储备对外部的债权是 30%，在过去的 15 年当中，外部的资产与美国的相关性是负的 8.85，对欧洲更高一些。

费方域: 如果没有其他问题的话，我们这个单元基本上就到这个地方。我们的讨论非常有深意，互相之间也有很好的交流。这个单元就到这里。谢谢大家！

乔依德: 现在茶歇 15 分钟。

专题二：国际货币体系的脆弱性以及政策协调

Domenico Lombardi（国际治理创新中心全球经济计划负责人）：欢迎大家来到我们接下来的这个环节，关于国际货币体系的脆弱性以及政策协调。因为我们已经在几十年中观察了货币体系中很多的脆弱表现，这个体系如何才能面对全球经济有更大的弹性呢？尤其在经济一体化的背景下，看一下外资的投资，从 90 年代到现在，外资投资以及投资组合有 28 倍的增长。同时，我们又观察到，在这样的全球货币体系中有很少的变化。根据国际货币基金组织的条约，SDR 从 1969 年开始就成为全世界各国外币储备的选择货币，我们要商榷一下这个 SDR。讲到国际货币体系的脆弱性，还是有很多可讨论的问题，我们有三位嘉宾根据不同的方向为我们作演讲。

首先是特里芬基金会总裁的 Bernard Snoy 先生。特里

芬基金会是这一次研讨会的主办单位之一。有请 Bernard Snoy 先生！

Bernard Snoy：当前国际货币体系的系统性缺陷和特里芬两难的现实意义

Bernard Snoy（特里芬基金会总裁）：谢谢主席先生！感谢主办单位特别邀请我们特里芬基金会来参与。我的时间有限，所以我首先讨论一下现在国际货币体系里最根本的流动。罗伯特·特里芬提出了 21 世纪我们将面临的特里芬难题，他现在虽然离世了，但他当时提出的是国际货币体系中很突出的问题。我们现在面临的这个特里芬难题，他当时就预见了，由使用国家货币作为国际货币所构成的系统，造成世界经济的内在不稳定因素。在 2008 年金融危机爆发之后，这样的因素仍然起着关键作用，只要没有解决国际流通中这么一个缺陷的话，我们是不能长远维系的。

现在讲讲罗伯特·特里芬，也就是特里芬基金会的创始人。美元作为一个基础货币，大家都跟着美元浮动的背景下，尽管现在很多货币已经与美元脱钩了，但仍然由于美国经济的一些浮动，受美元的影响，因为美元仍然是大多数贸易的结算货币。这并不是国际货币体系能够解决的一个不对称情况，这就是为什么现在要重申这个特里芬难题，我们必须要考虑现行汇率的混乱，以及像美元这样有影响力的货币应该有更多的多样性。

其实在特里芬难题背后有两个机械性的途径。首先，就是大家最熟悉的，弱化对储备货币发行人的外部限制加剧其宏观经济的不平衡，压低其储蓄率。大家都听过美国所享有

的“过度特权”，因为美元，他们成为最后的消费人和借款人。尽管这样的措施在一些商业周期中起着一定的积极作用，但是其外在影响很容易通过一些恶性循环导致整个系统的不稳定，这主要是由于溢出性，今天有很多人提到了这个溢出效应。通过货币体系，将美国的一些问题引到别的国家。

第二，通过将储备货币国当前的货币状况传播到世界上其他国家的流动性。其他债权国倾向于积累更多储备金以抵制货币升值，将它们所持有的重新注入储备货币的资产，降低了资产收益率。如果我们将特里芬这种内在不稳定因素的假设运用于 2008 年开始的金融危机，有两个途径导致了不平衡的恶性循环的构成。首先是流动性输出，能够很容易地造成全球货币的波动。自 2000 年起，由于美国的宽松货币政策、不断增长的过度消费和债务、日益增加的货币盈余和世界上其他国家的储备金积累，该现象已被放大。所以一方面有这些国家储备金的盈余，同时又有美国宽松货币政策在那边推波助澜。基于国家储备货币的国际货币体系对全球恶性循环负有责任。全球恶性循环导致全球货币波动和系统不稳定，以及繁荣和萧条情况的出现。它们也应该对 2008 年金融危机后全球市场的不确定性负责。

这个特里芬内在不稳定因素一直无法消除。我们要如何面对呢，如何消除这样的难题在长时间里对我们的影响？因为这是必须要做的一件事情，在国家的层面，在央行层面，将商业银行造出的现金流加以监管，在全球范围内又要有一个合理的方法来消除特里芬难题。听上去有一点雄心勃勃，但其实在世界范围内有很多的国家都做过类似的事情，凯恩斯当时在布雷顿森林体系中就提出过。

我们现在的主办方之一是布雷顿森林体系再生委员会，

所以我們也要看一下布雷頓森林體系當時是怎樣的狀況。當時覺得通過合理的方式調節經濟所需要的流動性，通過多個中央銀行發行單一全球貨幣來進行管理，我們現在就需要一個類似這樣的新布雷頓森林體系，這應該是最好的一個解決方法。

第二個最佳解決方案也能補充剛才提出的第一個解決方案，也是通往第一個解決方案的途徑。首先制定最佳的當前體系；第二是將 SDR 用作對國際貨幣體系進行更平衡和更具代表性方式的改革手段，以合理管理全球流動性的創造。我們當時討論過一個新的建議，對 2011 年戛納 G20 峰會提出了 18 條具體建議，有一些想法並不是新的點子，包括加強監管，包括明確 IMF 的基本任務以及實現真正的透明性、有效性、公平性，還有加強 IMF 的工具和合法性，重申 SDR 的範圍以使其發揮更重要的作用，包括有條理地支持儲備多元化，同時打造一個部長級的建議委員會幫助 IMF 進行治理。

現在全球金融環境已經到了一個時間點，我們必須要停止量化寬鬆，可以逆轉這麼一個形勢了。在這樣變化的環境中，新興經濟體包括中國，以及一些負債國家都會受到不利的影響，這表明我們在 IMF 的呼聲要變得更加強烈。持續的低利率已經導致投資者利用風險資產來尋求收益，而不是向實體的投資，這樣一個趨勢會對世界的福祉帶來毀滅性的打擊，我們將來要付出的代價會更高。IMF 在警告說，未來有貨幣戰的危險，我們必須做一個系統性的改革才能避免這樣的情況出現。希望這樣的改革能夠為所有的利益相關者都帶來利益，成為一個吸引人的雙贏的局面。大家通過尋求可持續發展的方式，更加關注全球各領域的共同利益，形成一個新的布雷頓森林體系。

在 1944 年，凯恩斯并没有成功地让他的理念盛行，因为他当时代表的是英国，是一个债务国。现在美国也成为了一个主要的债权国，所以不得不找其他出路将债权转到其他的国家，中国不得不去分担全球的责任。现在明显进入一个僵局，必须要有一些外部的因素来改变这个僵局。

我们今天讨论的时候，也会想到变革的理念已经在 IMF 的提倡下提上了议程。中国将主持 G20 峰会，人民币有可能很快就会列入 SDR，这将提高人民币的全球流通性。这样一个灵感其实是来自于从欧洲货币单位到欧元的变革先例中：将 SDR 转变为一种吸引人的资产，会为其未来作为世界货币铺平道路。未来改革的通路很难确定，甚至更难实行，这正是学术界和科学界如此急迫的原因，并且对于所有心怀全球经济未来的人而言，都希望共同探索这样一条出路。谢谢大家！

Domenico Lombardi: 谢谢 Bernard Snoy 先生！我也要补充一点，当时周小川行长提到人民币作为很重要的一个经济体的货币，应该进入 SDR，也希望能够得到欧元区经济伙伴的支持。所以，未来人民币应该进入 SDR，这样才能够保障 SDR 起到一个加强国际货币稳定性的角色。下面的演讲嘉宾是乔依德秘书长，上海发展研究基金会的副会长兼秘书长，他演讲的题目是“全球流动性、金融周期和不平衡”。有请！

乔依德：全球流动性、金融周期和不平衡

乔依德（上海发展研究基金会副会长兼秘书长）：谢谢！我特别感谢刚才特里芬基金会会长的演讲，我们也是一

个基金会，同是讨论一个话题，但是角度会有所不同。

当我们在讨论全球货币系统的时候，概念上其实不一定统一，他们通常会讲到货币标准、汇率安排以及国际收支安排，还有资本的跨境流通。说到底，就是如何提供全球一定的货币流通性，同时又加以很好的管理以支持实体经济。它的缺点就是全球流动性里面有很多错配和不平衡的情况。

现在，在资本的流通上，我们会看到有企业的负债和国家的负债（图1），这其实也是为什么有金融危机剧烈波动的原因。2007-2008年，跨境资本流动，尤其通过美国的时候，有非常大的波动，造成了次贷危机的外部条件。

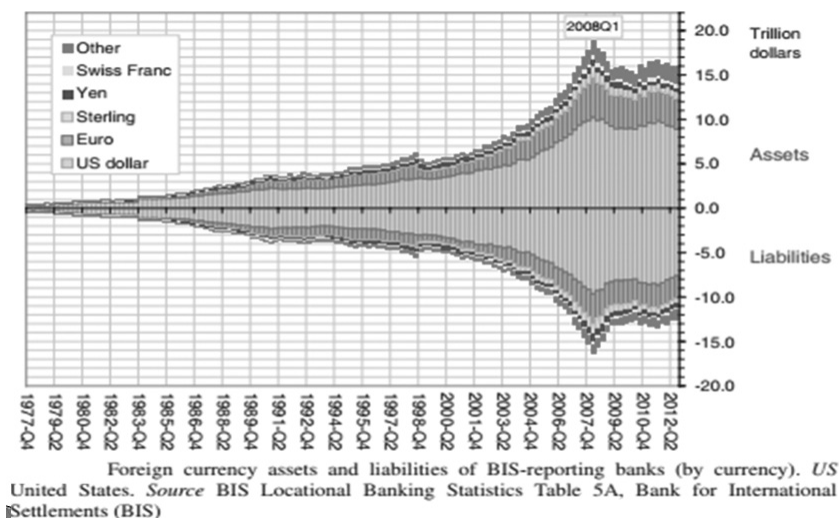


图 1：剧烈波动：金融危机的原因之一

当时全球的银行借贷率也是非常的高（图2）。从这一张图上，大家可以看到，2007年是突然间大涨的一个时间点，这对当时的货币体系造成了很大的影响。

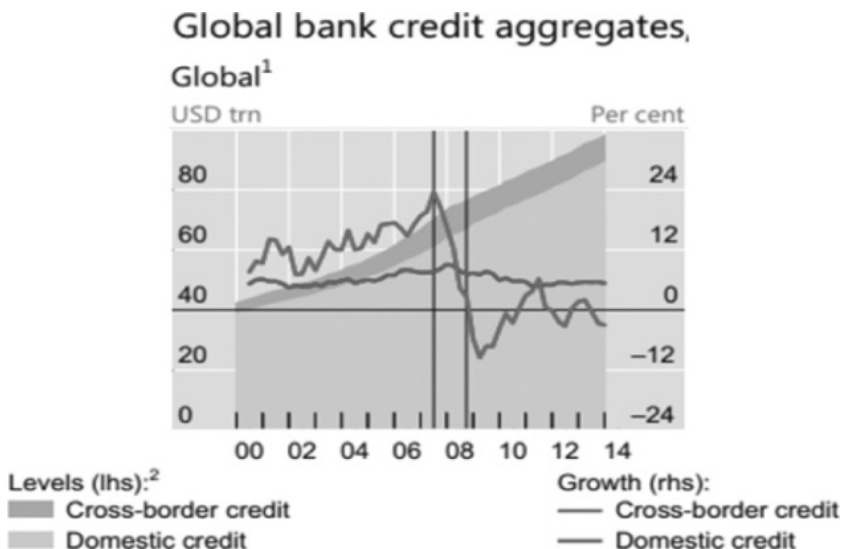


图 2：全球银行借贷总计

问题在于这样的一个不规则性来自于哪里？这样的不规则性有没有规律在里面？我们看到已经有好几个非常有名的经济学家包括 Shin、Helene Ray 等等，他们进行了很多的实证研究，尤其是 Helene Ray 在 2013 年的一个大会上做的一个演讲，挑战了传统的模式，她认为我们现在是两难的问题。她这样的观点在经济学家中有一定的共识。比如说现在在全球金融圈中，我们知道有一个杠杆，还有资金流动的方向，这些因素都会影响全球整个金融流动的局势。G4 国都是发达国家，它们的货币政策，尤其是美国的政策，显得尤为重要。从经济学的常识来看，美元依旧起到核心的作用。美国离岸短期美元计价债务达到 10 到 15 万亿。美国银行系统的总资产达到 11 万亿美元。这么多美元在全世界流动，所以美国任何一个利率方面的改变，肯定会影响全世

界投资者的行为。

我们再看一下发展中国家，图 3 告诉我们，2008 年 9 月，跨境资本流动和债务流动已经出现了大幅下滑，然后又上升、又下滑，直到 QE 出现，跨境流动和债券流动才又重新上升。这幅图非常清晰地表明，这些资本流向新兴国家的前提是美国货币政策的变化。

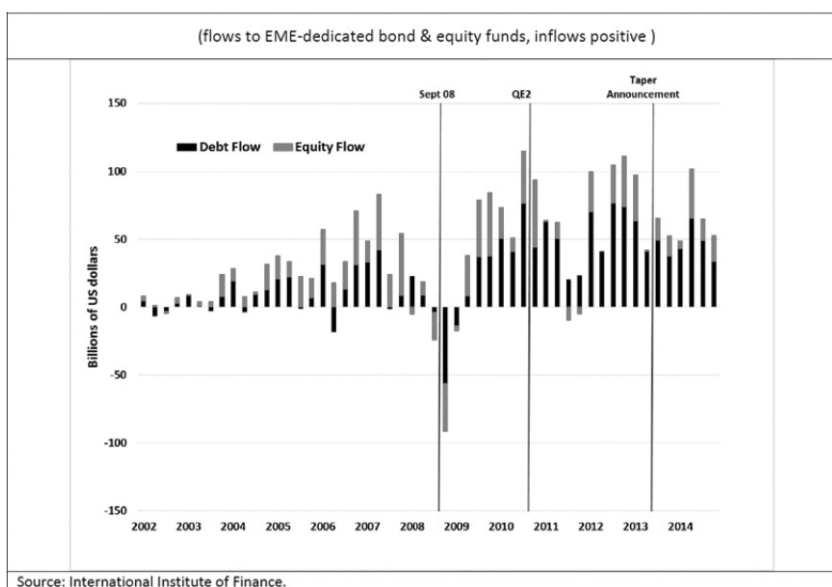


图 3：新兴国家市场资金流向

我们再来看另外一个有趣的现象，有一个词在全球金融危机之前和之后都被经常使用，但现在不常使用了，这个词就是全球金融不平衡。人们现在说得少了，为什么呢？背后的原因是美国和中国经常账户的大幅下滑，只占 GDP 的不到 3%。与此同时，如我刚才所说的，资本流动的波动依然

存在，这就引发了一个重要的问题，全球不平衡的含义到底是什么？或者全球不平衡等于经常账户失衡吗？以前人们在说到全球失衡的时候，认为全球失衡就是经常账户失衡。但这样一个概念已经被很多经济学家质疑，特别是来自 BIS（国际清算银行），他们认为不能将全球的失衡等同于经常账户失衡，他们认为金融失衡和资本账户失衡是全球失衡更重要的组成部分，尤其是从金融稳定性角度来看。我比较同意这样一个观点。为什么呢？因为经常账户是一个净表现，而总值对于金融表现的更加重要。Shin 教授指出，其实美国与欧洲之间的经常账户的盈余当时是不平衡的。我们来看一下图 4，这是 Shin 教授描述的，欧洲银行获得很多来自美国便宜的钱，这些钱用于结构性产品的投资或是用于衍生品的投资，从而降低了利率。我觉得 Shin 教授的这个观点值得我们关注。

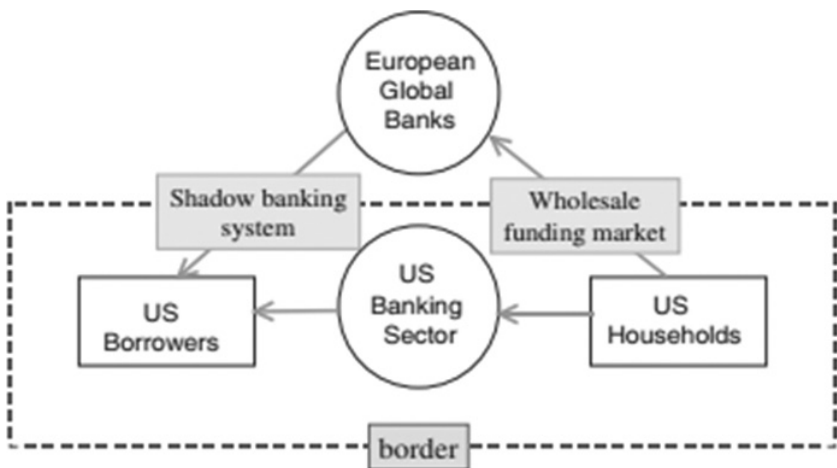


图 4：从概念上来看经常账户是净量，而总量对金融稳定意义更大

根据这个观点，我认为我们可以从另外一个角度分析这一问题。我们可以看一下跨境资本波动的幅度（图5）。黄线是G4经常账户的余额波动率，可以看到G4跨境资本流动总波动率和经常账户余额波动率之间的巨大差别。此外，可以看到跨境资本流动是非常快的，但经常账户却是基于每一个交易变化的。我们知道经常账户主要来自于贸易，贸易是每一笔生意做出来的，所以变动非常缓慢。

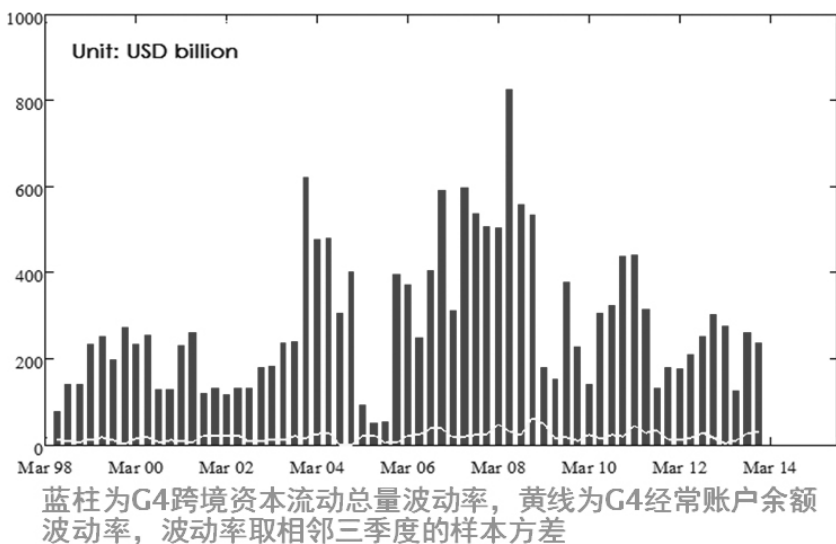


图 5：跨境资本波动幅度

我们再看一下资本的密度，我们很清楚地看到，跨境更多是金融资本的流动，而不是批发或制造业导致的资金流动。另外，我们还看到它们与实体经济之间的关系，经常账户和实体经济是有紧密关系的。

所以我的结论就是，从政策影响的角度来看，我们应该

将溢出效应进行区分对待。对于发展中国家，如果减少杠杆率的话，就会产生两大功效：第一个能减少这个国家的金融风险；第二能够吸收一些额外的流动性。其次，应该对那些储备货币国家进行更多的监测，我们要减少它们的溢出效应所产生的负面影响。我认为这样一个影响应该在明年 G20 开会的时候进行着重研讨。

我的演讲到这就结束了。谢谢大家！

Domenico Lombardi: 非常感谢乔依德先生的演讲！我认为你非常清晰地表达了，一方面我们有全球金融市场，另一方面我们看到这些以美元为主导的货币市场产生了不稳定性。

接下来我们请出第三位发言嘉宾，贝莱德集团高级经济顾问 Isabelle Mateos Lago，她曾经也是 IMF 的一位官员。她将和我们谈谈中国对全球资本市场日益增长的重要性。我们有请 Isabelle Mateos Lago ！

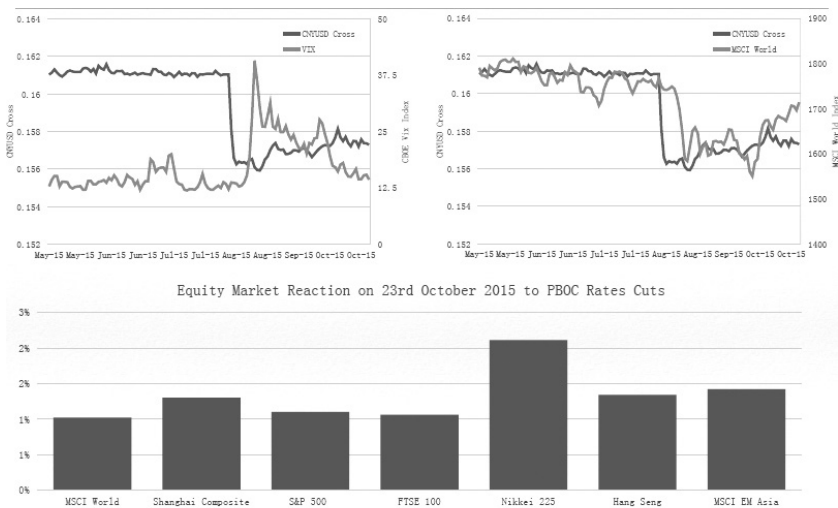
Isabelle Mateos Lago: **中国对全球资本市场日益增长的重要性**

Isabelle Mateos Lago（贝莱德集团高级经济顾问）：非常高兴来到这里，正如 Domenico Lombardi 所说的，今天我主要根据我所做的研究进行演讲，我并不会发表所谓的前 IMF 雇员的观点。我要跟大家谈谈中国对于全球资本市场日益增长的重要性。

传统的经验认为，中国对于全球经济很重要，对于全球贸易很重要，但是对于金融行业和全球金融市场来说，中国并不重要。国际投资者对于中国本土的金融市场参与度非常

低，即使不和发达国家比，和其他新兴国家比，对中国的参与度都比较低。我们可以看到其他新兴国家的外国参与度，在债券市场中达到 20%、30%、40%。我们看到中国资本账户基本上还是不太能够自由兑换的，所以中国市场几乎和世界是绝缘的。

这个情况正在发生变化，中国宣布进行汇率改革，在 8 月 11 日，人民币进一步的贬值，这引发了一系列全球债权市场的变化（图 1）。我们看到中国巨大的影响，这是我们原来没有预测到的。这大概是一个星期之前所发生的，中国宣布要放宽货币政策，进一步引发全世界股市的上涨，不仅在亚洲地区，而是全球股市的上涨。这其实是金融市场的矛盾性，对于全球市场来说，中国市场的影响越来越大了。



Source: Bloomberg, BlackRock

Shanghai International Conference | 31st October 2015 | Isabelle Mateos y Lago | BlackRock Senior Advisor

图 1：中国货币和外汇政策的影响

我们在图 2 可以看到，用深蓝色标出来的中国，在全球增长方面的作用是非常重要的。

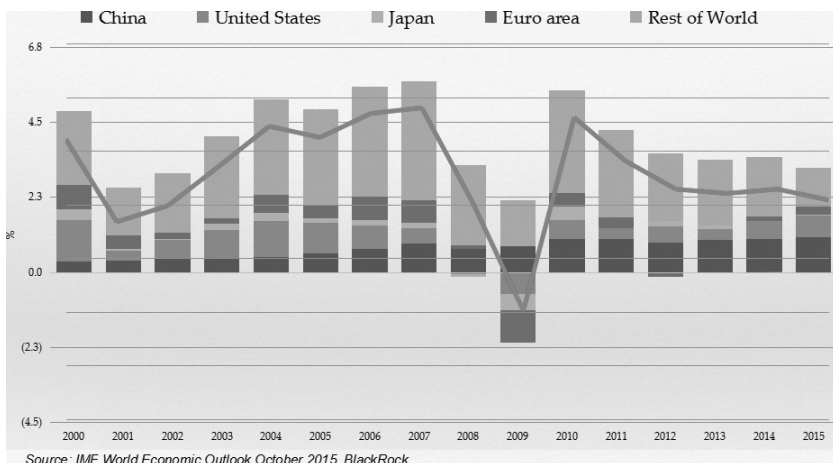


图 2：主要经济体对全球增长的贡献

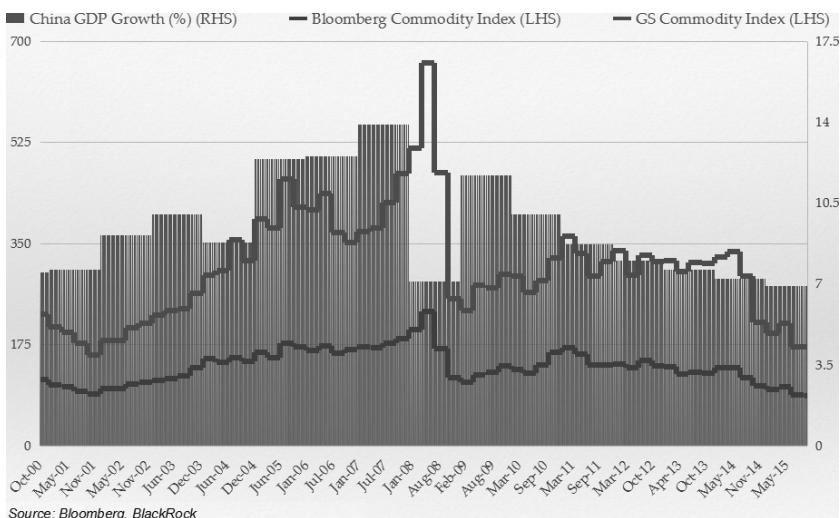
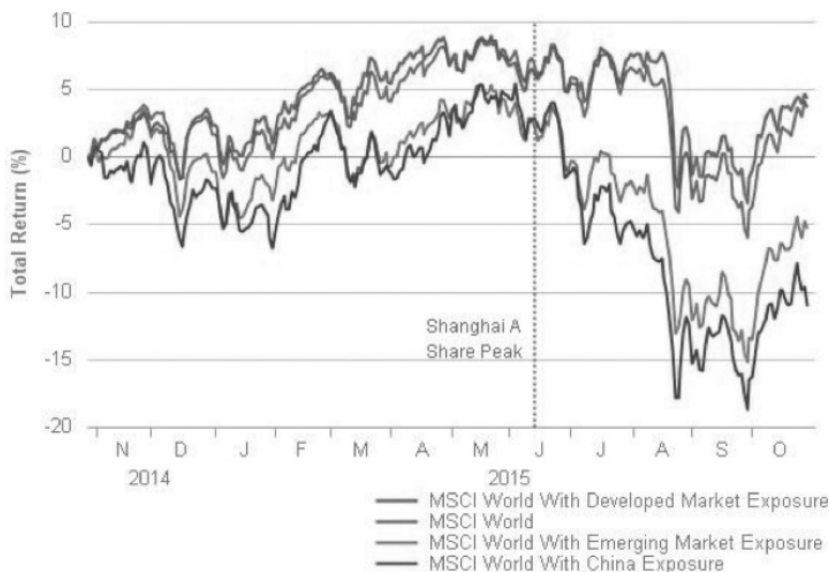


图 3：中国经济增长与大宗商品价格

同时，中国经济也被视为影响大宗商品价格的主要因素，图3体现了中国经济增长和商品价格指数之间的关系。我们可以很清楚地看到，中国经济对于全球商品价格的影响。中国已经对好几个新兴市场产生了重要的影响，它们重要的大宗商品出口国，不管好还是坏，我们看到中国经济的影响会进一步的扩大。

图4体现的是全球股市。到这些和中国相关的股市，如果跟中国的增长紧密相关的话，中国如果不好，它们的表现可能会很差；但中国如果好了，它们又立刻好起来。这一点进一步表明，在全球金融危机之后，金融市场的共同变化其实不需要有必然的金融上的联系。这些图就证明了这一点。



Source: Thomson Reuters Datastream, BlackRock Investment Institute. Oct 30, 2015

图4：发达经济体股市与新兴市场表现

我要说的第二点是，中国的金融行业可以说是全世界最大的金融行业，中国的股票市场去年春季就超过了美国。中国银行的资产甚至超过了整个国家的资产，中国银行的资产体系是非常庞大的。同时中国的储蓄也是世界上面最大的。以美元来计算，中国的储蓄已经超过了 5 万亿，要比后 4 个国家加在一起的总量还要大。这意味着什么？一旦中国放开资本账户，很有可能会给全球金融市场带来实质性的影响。人们一直在说中国加入世界贸易组织导致了全球价格的下跌，但是人们也会思考，如果中国放开它的资本账户的话，这么多的储蓄会投向全世界的市场，肯定会对推动全球资本价格上涨做出很大的贡献，尤其我们看到中国很多的钱会到美国去。

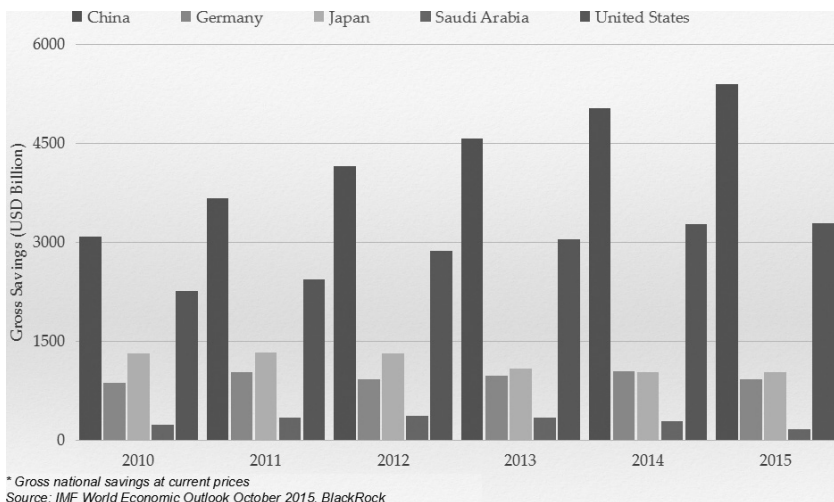


图 5：总储蓄在世界上前 5 名的国家

我们可以看到全球的银行在过去几年不断增加与中国

的关系，说明这样的过程已经开始了，而且这个趋势也会继续持续，并且已经在全球市场造成了很大的影响。谢谢大家！

Domenico Lombardi: 谢谢 Isabelle Mateos Lago 的演讲！我觉得在她的演讲中，我们最要记住的就是接下来我们在全球金融系统里会观察到的，由于中国政策变化造成的影响可能比中国加入 WTO 的影响还要放大很多倍。接下来 45 分钟时间进行讨论。

讨论

潘英丽（上海交通大学教授）：我想谈谈 SDR。现在 SDR 在国内是一个很热的话题，因为涉及到 11 月份人民币是不是有可能加入。人民币加入 SDR，当然对 SDR 本身也是有利的。假如人民币跟美元脱钩的话，可以使 SDR 的定值更稳定，同时也使 SDR 更具有代表性，这是好的。另外，我们也支持 SDR，相信国际货币基金组织的 SDR 有可能作为一种补充，在应对国际清算能力不足的时候发挥应有的作用。

但是，SDR 目前的使用存在一些问题。第一，SDR 的分配是根据国际货币基金组织的配额来决定的。2009 年的这一次，根据份额来分配是完全不合理的。SDR 要发挥更大的作用，首先要对国际货币基金组织进行改革，使得它更具有合法性。

第二，SDR 的分配方式本身需要改革。SDR 诞生以来也只有三次分配，一次是 70 年代初，第二次是 70 年代末，第三次就是 2009 年的这一次。SDR 在国际货币体系中的重

要性并不大，它有很多缺陷，其中最重要的是分配问题。当时 70 年代也提出了两个问题，第一个是关于替代账户，用它来替代美元；第二个是关于联系问题，主要是希望把 SDR 作为一种发展援助的基金，这些问题都没有得到解决。

第三，当前国际货币体系的不稳定性在危机以后并没有解决。危机是由三个原因造成：一是金融市场的失灵和监管不足；二是过度宽松的货币政策；三是全球金融治理的缺失。现在监管层面是有所加强，但是货币宽松这个问题变得更严重了，全球治理几乎没有进展。

所以从这个角度来看，SDR 并不能帮助我们改变国际货币体系的脆弱性。国际货币体系的脆弱性可能更多地要从两个方面来讨论：第一，全球金融资本的流动是不是要加强管理？70 年代初，托宾提出的托宾税是可以套用的。第二，关于投资。其实我们可以看到货币政策对经济的作用，很大程度上是通过降低利率来刺激投资的。前面我们专家也讨论了，从发达国家来看，关键是要看投资是不是增加了？另外，关于货币政策的外溢，恐怕新兴市场经济体也有一些体制上的问题，就是它能不能为长期投资提供一个稳定的制度环境。

我建议 G20 可以讨论一下全球投资扭曲的问题。发达国家投资需求起不来，新兴市场经济体不能提供一个稳定的制度环境，更多的是带来热钱的冲击。所以，关于投资环境的问题可以做更多的探讨。对于 SDR，希望在国际货币基金组织的改革以及分配方式的改革方面，欧洲能够拿出更好的方案。谢谢大家！

Amar Bhattacharya（布鲁金斯学会高级研究员）：
2009 年的时候，法国是 G20 的主席国，Isabelle Mateos

Lago 当时是我在 IMF 的同事。当时我们对全球货币系统有一个严肃的讨论，主要是关于 SDR 的改革，如何让它成为一个更有力的工具去监管现金流，以及进行 SDR 长期的改革。讨论到最后，其实也没有达到特别的共识。IMF 为了准备这个会议花了很大的力气。所以不必特别让 Isabelle Mateos Lago 来回答，我觉得应该客观地看一下这个情况。我们在过去的经验中能不能学到一些政治影响经济的经验，尤其是当我们面对危机的时候，我们是否能学到一些教训？就像刚才的演讲者说的，我们总是觉得 IMF 需要改革。但其实很多的时候，是参与的国家的意见左右着 IMF 要达成一个提议。我们不只是要将人民币放进 SDR 篮子里，更是未来有什么样的行动？

张春：关于 SDR 我也提两点。SDR 在诞生的时候希望能够有多重角色，但是我们要面对现实，就是它很难发挥力量，尤其是在结算上面，而且在提供现金流上都非常难。有好多好多的问题让它很难成为一个功能性的货币，像美元那样成为一个储备货币。有可能，我们至少让它做好一件事。我们让 SDR 成为汇率上面的固定点，帮助实现全球外汇的监管。因为现在全球金融系统的问题就是货币政策的协调问题，这个国家的政策影响其他的国家，包括美联储的政策影响世界其他国家，中国的货币政策又影响了全球市场，都有溢出性。为了减少这样的溢出性以及控制这样的影响，我们可以学 ECU（欧洲货币单位）的方式，使用 SDR 作为类似 ECU 那样。中国央行其实有过这么一个想法，他们还做了研究来看这样的可能性。我想，这其实也值得我们继续深入探讨一下。如果 SDR 作为一个功能性的储备货币有一点不切实际，那么至少可以成为货币政策的一个基础，来鼓

励全球的货币政策之间的合作，防止货币战争。我觉得这可能是一个比较实际的目标，能够更容易完成一点。我也希望在座各位提出你们的意见！

Carlo Monticelli: 我有一个问题，问三位演讲嘉宾的。我们需要有这么一个文件来看浮动汇率的好处。因为当我们的汇率浮动的时候，会保护一些国家免受溢出效应的影响，在欧洲就是这么一个情况。当我们遇到冲击性事件的时候，欧洲这边的弹力还是挺强的。所以我的问题就是，如果我们要加强 SDR 的功能，它是否能够减少这种溢出效应？还是扩大溢出效应？

Massimiliano Castelli: 刚才你说使用 ECU，就是欧元的前身，作为 SDR 学习的榜样，我不是特别理解。这里有什么正面或负面的教训？是监管上的，还是政策协调上的？我需要了解一下刚才的类比。

第二个问题是关于人民币的。我也同意，由于人民币在国际市场的崛起，人民币加入 SDR 很重要。全球不少国家的中央银行把人民币作为一个储备货币，而且对于人民币的需求在增长，这就是为什么我们要考虑把人民币加入 SDR。因为有中国和世界其他国家的贸易关系，要减少人民币不是结算货币所带来的负面影响。另外，也促进投资机会，对于使用人民币作为投资组合里的一个组成，对于很多的央行来说，主要使用美元和欧元，加一个人民币。这些应该都是有好处的。SDR 加入了人民币以后，SDR 的组成也会是实体经济更好的表达，同时也回应了很多个人的需求、投资者的需求。

Marc Uzan: 今天早上我们讲了很多打造金融安全网的考虑。想不想有一个交换的政策，这其实取决于各个央行自

己，而且也取决于国家与国家之间多边的协议。货币交换也是希望能够减少金融的压力。如果人民币能够进入 SDR 的话，中国央行也可以向某些需要投资的国家提供更多的货币。

Domenico Lombardi: 谢谢 Marc Uzan ! 谢谢刚才几位提问！现在就有请我们三位演讲嘉宾来回答问题。从 Isabelle Mateos Lago 开始！

Isabelle Mateos Lago: 谢谢 Marc ! 我们几年前在 IMF 的确有这样的努力。我们现在是政治性的经济，2011 年的决议是说，加入人民币之后，SDR 的确能够如虎添翼，其中的政治阻碍比较大，但现在已经欢迎人民币了。五年前我们听到人民币要加入 SDR 一篮子货币的时候，觉得很难，现在觉得很容易，当时反对的声音现在也消失了。还有一个很大的变化，是最近几个月的变化，各国央行考虑人民币作为储备货币的意愿已经非常强烈，所以现在至少口头上大家都是鼓励 G20 讨论。然后出现美联储董事会会议，他们说我们现在不会改变了，因为现在世界上的经济并不是太好。对我来说，这些是很大的变化，也许他们现在不再只考虑本国的情况。

根据时间表，我们也已经看到中国有非常强烈的决心要进行汇率改革，正是出于这个原因，我们看到人民币小幅的贬值。中国政府现在觉得需要暂停一下，然后我们看到在汇率方面，主要是为本国的利益服务的。我们突然间发现，中国的中央银行政策的调整性。在全球还有很多金融开放的阻碍因素，但人们的观点会随着时间的变化而改变。当人们心里准备更好之后，也许国际金融能够有更好的合作。

非常明确的一点就是，各国需要汇率政策上的灵活性，才能够有效保持政策的有效性。美国也非常关注欧元跟美元的汇率。日本央行的量化宽松也是采取同样的措施，日本央行非常关注整个汇率的变化。所以我觉得，在目前情况下要求我们更多合作，但是可能中央银行不太愿意看到太多的贬值空间。

乔依德：我来说一下三难以及两难。我刚才说到，关于两难和三难，到底哪一个正确，人们有一些讨论。其实 Helene Ray 提出了非常好的问题，她用很多证据来证明浮动汇率对于减少金融市场的浮动性并不是一个好的解决方案。我们知道在现实世界中，虽然说浮动汇率有一定的好处，因为浮动汇率可以由市场来决定，但是浮动汇率并不能解决所有的问题，尤其不能够解决跨境资本流动的问题，这是我的感受。但是大部分经济学家都会同意，全球金融圈对新兴国家资本流动、对货币政策产生影响。但这是一个非常复杂的问题，我们必须要进行更多的研究。

关于 SDR，我有两个问题。第一是关于 SDR 的重要性，我与几位嘉宾的观点相同，SDR 要真正成为世界货币还有很长的路要走。问题在于，我们并没有全球中央银行，所以这是一个问题。但是再看一下现实，一个国家的货币在国际信贷中扮演重要的角色，这是一个重要的问题。也许 SDR 有一天能够取代一国的货币，也就是美元，但是依旧有很长的路要走。关于这一点，我认为即使有很长的路要走，也必须要采取循序渐进的法则。我想和大家分享一下。原来 IMF 的雇员 James Boughton 参加了 8 月份的会议，他做了一个演讲，用了两个案例，这两个案例非常具有说服力。首先，SDR 对于小国来说依旧非常有用，因为它们

有配额，如果它们的经济碰到问题，可以利用自己的配额，好比它们的外汇储备。像希腊在去年 5 月碰到了大问题，没有办法偿还它的贷款，但如果用 SDR 就可以偿还部分 IMF 的贷款，这是一个案例。另外一个案例是索罗斯几年前提出的，用一个绿色基金抗击全球气候变化，这是很好的想法。当你建立一个全球绿色基金的时候，人们会争论你有多少股份，但简单的方法是你可以把目前的 SDR 配额拷贝到绿色基金上，这是一个简单的方法。

第二是对于人民币进入 SDR。我去年 11 月幸运地得到了特里芬基金会的邀请参加一个会议，谈的就是有没有可能将人民币加入 SDR 的会议。我看很多人都在谈这个问题，我都不想说了。其实我认为在中国，我觉得我们有一些太超前了。比如说，当我参加完 IMF 和世界银行在利马的会议之后，马上看到中国的报纸都在说人民币加入 SDR，但是在这个大会中我记不清有什么分论坛是关于 SDR 的。所以我的观点就是，其实中国是一个很大的国家，你不能够让每一个人都有相同的想法。我们必须采取放松的观点，如果 12 月之前人民币进入 SDR，是一个好事。如果没有进入，也没有多大的关系，我们继续做我们的事情就行了。谢谢！

Bernard Snoy: 大家有很多问题问我，第一个问题是关于 SDR 和 IMF，我们都没有达成预期，那些大国没有按照承诺来完成 SDR 的任务，而且我们也知道 IMF 没有足够的实力去执行一些事情。

SDR 从创生以来，发行量是非常小的。在 2008 年危机之后，突然间 G20 发现有 2500 亿的 SDR。但是跟流动性相比的话，2500 亿依旧是一个非常小的数。有人说到了 SDR

的分配是不公平的，这跟配额相关。因此有必要进行重新的分配，应该更加关注于那些发展中的国家。实际上在 1970 年代已经有这样一个建议，当时是比利时的代表交给 IMF 的。他的想法是，主要的国家，像美国、英国、德国、日本，其实不需要新的外汇储备，可以把这些多余的外汇储备放在 SDR 当中，做成 IMF 的特别基金，这个基金可以用于帮助、支持发展中国家的不平衡问题。

SDR 之所以没有完全发展起来的另外一个原因，是替代性。这个替代性能够将外汇、汇率的风险进行社会化，可能会创造一种新的货币。我们知道可以用政治经济学的原因来解释为什么关于这样一个替代性从来都没有达成共识。这就解释了 SDR 没有完全发展的另外一个原因。

关于 IMF，那些大国从来都没有实施对于 IMF 的监管，IMF 每 6 个月提供一次质量高的报告，提出这些建议，很多时候有一些国家都没有听。经济危机推动了 IMF 的改革，这样的改革需要进一步付诸实践，需要重新进行配额的衡量。同时要给发展中国家更多的权利。

SDR 应该在应用上更加广泛一些，因为有很多的角色可以扮演。而且 SDR 可以扮演非常重要的角色，可以成为各国货币政策协调的一个重要的铆点，能够进一步促进各国货币的协调，能够产生一个安全网。如果一个新危机产生的话，SDR 可以再次被创建。这就引发了一个讨论，有一个不对称性，也就是原来有一个原罪，这个原罪产生了过度的流动性，这个原罪是来自于缺乏一个全球的货币。

这就使得我思考到刚才有一位提到的问题，他的问题是，我们有一个浮动的汇率，但是我们依旧不能避免拥有外汇储备的问题。有一些货币在浮动汇率体制之下，有一

些国家的货币被用于世界货币，它们获得了过度的权利。因此在政策上，美国可以进行更长时间的凯恩斯式的货币政策，没有任何的原则可谈。它可以进行这种外部赤字的融资，可以以非常低的利率保持很长的时间。现在美国用自己的钱来借贷，却没有一点风险，这是因为它是以美元来借贷的，美国等于把问题传递给了其他国家，这就产生了一系列的问题。

我个人认为，其实浮动汇率有非常多令人失望的地方，这就跟刚才关于欧元的问题相关。为什么欧元区决定成立统一货币联盟呢？这是因为布雷顿森林体系重要的支点崩塌了。它本来要创造一个欧洲的货币，其实创建了一个欧洲内部的市场，这可能会受到巨大的资本流入的影响。已经有好几个国家必须要将自己货币政策的主动权交给更加严厉的中央银行。所以，我们碰到一个问题，也就是说自己国家不可能控制这三个方面，包括货币政策等，这就跟罗伯特·特里芬的观点相似。

在欧洲我们可以提供一个案例，就是在欧洲我们创建了资产的资本市场，这里有各个欧洲成员国的参与，有市场，也有客户，可以来解决这一问题。我们发现欧元的问题，并不是说欧元是错误的，而是因为我们低估了经济政策协调的重要性，包括财政联盟和银行联盟。能不能实现联盟，我们还不知道，但我们必须要这么做。

其实我们还有很多东西要去学习，从 ECU 到欧元，也有很多学习的经验。不断地学习，迈向全球货币。这是我的观点，非常感谢你们的问题！

Domenico Lombardi: 非常感谢 Bernard Snoy 的回答。非常感谢大家的参与和踊跃讨论。谢谢大家！

专题三：全球金融治理的转变：新的多边机构的崛起

余永定（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）：大家下午好！相信大家已经休息好了，咱们可以集中精神进入学术讨论。

今天下午的题目是“全球金融治理的改变：新的多边机构的崛起”。全球金融治理是非常重要的课题，这个课题在全球金融危机爆发之后变得十分紧迫。从中国的立场出发，我们原来把重点放在支持现有的国际金融机构，希望通过现有的国际金融机构的改革来改善全球金融的治理。当然，中国并没有放弃这个努力。可是，现实情况是，不但是中国，而且许多国家都感到全球金融治理的改革步伐过于缓慢。在这样一种情况下面，我们又出现了许多新的多边的国际金融机构。特别是在最近一段时期，以中国为代表的许多发展中国家建立了一些新的多边的国际金融机构，比如说金砖银行。中国又和其他国家合作，建立了亚洲基础设施投资银行等等。可以说，全球金融治理目前正在发生着很大的变化。所以，我觉得这个题目起得非常好，一方面是全球金融治理的改变，另外一方面是新的多边机构的崛起。相信今天下午的讨论将帮助我们对于全球金融治理有一个更深刻的认识。非常高兴的是，今天下午我们请到了许多难以请到的非常优秀的发言人，他们将就全球治理一系列重要问题发表他们的观点。为了节约时间，我想我们现在就进入正式的议程。第一位发言嘉宾是墨西哥银行副行长 Javier Guzman Calafell，发言的题目是全球经济治理进程与挑战。

Javier Guzman Calafell: 全球经济治理进程与挑战

Javier Guzman Calafell（墨西哥银行副行长）：感谢我们的主办方，感谢你们邀请我参加此次非常有趣的讨论会。我也很高兴回到中国，因为我几年前来过。这是我第一次到上海，我还没有见到这个城市太多的风貌，但是已经印象深刻，我相信今天晚上会看到更多。今天的演讲是“全球经济治理：最新进程与挑战”。首先会给大家介绍一下最近全球经济管理的一些变化，之后介绍一下我们所面临的挑战。

最早的经济危机使得全球出现了一批经济组织，帮助各国联合力量来迎接挑战，在全球的经济体系里发挥自己的力量，包括IMF、世界银行、世界清算银行，还有世界贸易组织，还有G7、G20这样的非官方国家间组织。这样的模式应该是全球经济增长的根本，共同面对挑战、迎接挑战，尤其是遇到困难的时候，特别是在战后的那些阶段，它们的确发挥了自己的力量。但最近我们也发现，治理框架全面的修改是迫在眉睫的。为什么呢？世界经济格局的改变，有三个基本因素是不容忽视的。

首先，新兴经济体在全球经济和金融体系中的角色越来越重要。图1是最新的全球经济展望，是世界货币基金组织发表的。全球GDP的34%是来自于亚洲的新兴经济体，而发达经济体的比率相对下降。可见新兴经济体发展的速度是不容忽视的，已造成发达国家经济体的占有比率下降了。

其次，近年来，我们发现世界经济有一些主要的特征。首先是经济一体化进一步深入，这当然带来了很多的好处，但同时也带来了很多的挑战。在这样一个大背景下，国家层面政策的合理选择就变得相对没有那么必要了。而且面临的

挑战暗含着全球治理框架改革的必要性。我们渐渐感觉到这种进退维谷的局面，所有参与的经济体所做出的努力，有的时候会彼此冲突，合作成为了一个更重要的话题，国际经济需要更多的合作。

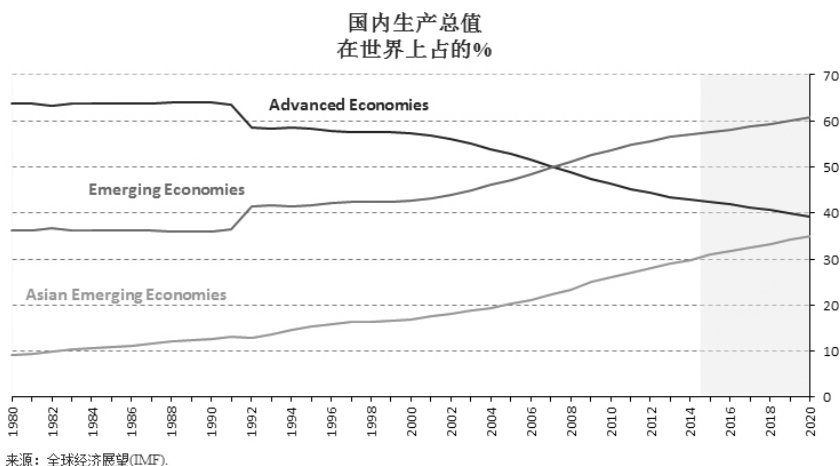


图 1：各经济体在全球的 GDP 占比

第三，2008 年金融危机之后，治理框架的很多问题一下子推到风口浪尖。发达经济体系和新兴经济体系在金融危机中很难幸免于难。经济危机没有发生的时候，我们总觉得新兴经济体会遇到更多的挑战，经济危机会对它们影响更大，因为经济发展、热钱的流入，它们的脆弱性变得更明显。但我们又发现，现有的治理框架里，并没有任何机制去保证发达经济体的经济政策和全球经济的金融稳定保持一致性。这就是为什么现在的全球经济治理的安排的合法性受到了广泛的质疑。全球金融危机又彰显了我们这个金融系统的笨重、笨拙，国际金融机构疲于奔命，但是它们的责任又

是很大的，责无旁贷的。

金融危机也加大了国家经济体之间前所未有的合作。目标有两个：首先是防止全球金融系统的崩溃，但也有一些其他的结果。我现在的演讲主要针对的是，我们需要调整全球经济的治理结构这个方面。

具体在这个过程当中，新兴经济体在决策过程中扮演怎样的角色呢？首先，G20，主要是由发达国家，也包括新兴经济体，组合而成的。第二，全球金融危机加快了国际货币基金组织的改革。要求有更多的新兴经济体加入 G20 的会议，享有更多的发言权。我们也希望在金融危机之后，国际清算银行能够改革，它们经常召开国际经济会议，新兴经济体的央行也会参与，一起在讨论国际货币和金融的相关事宜。

在这个历史时刻，我们发现更多的新兴经济体在参与国际金融治理，但是这里又存在不少挑战。首先，这些经济体不足以与现有的经济金融相抗衡。第二，它们的动力越来越弱了。因为在金融危机爆发的时候，我们要防止系统性崩溃，大家有一种紧迫感，改革的力量非常强大。但现在随着时间的推移，渐渐开始衰落了。有一个很好的例子代表它们所面临的挑战，就是国际货币基金组织 2010 年的一个协议，当时明显约束了全球经济治理框架，包括一些根本的措施。首先是资源配额翻一番，其中新兴市场和发展中国家的份额将从 39.5% 升到 42.3%。其次是综合化的回顾指标要在 2014 年 1 月之前完成。第三是减少执行委员会中发达国家的席位，希望新兴经济体在 IMF 当中的话语权能够提高。

大家普遍认为，这个 IMF 的协议是在历史中最根本、最彻底的改革，也是面对新兴市场和发展中国家一次最大的

改变。但后来遇到了很多的阻碍，包括没有得到美国这样的大型发达国家的支持，虽然在 2010 年的时候得到了批准，后来被美国国会否决了，没有被实施。这样的情况也造成了一个结果，国际货币基金组织的配额增长越来越慢，希望新兴经济体参与管制完全没有实现。还有一点，想要增长它们配额以及第 15 届成员配额回顾迟迟没有召开，根本没有按原来既定的目标完成，现在我们的截止日期改成了今年年底。最后还有一些人认为，这个改革忽略了对基金常务董事任命标准的修订，因为常务董事一般是为欧洲国家服务的。

这样的情况，使得越来越多的新兴经济体对于全球治理框架越来越失望，从而引发了双边协议下的国际合作替代方案越来越普遍。大家可能会问，这两个增长的趋势之间是否有相关性？我觉得并不是因果关系，但是有一定的关联性。还有我想强调一点，我们现在迫切需要国际金融的新来源。这不是说它是锦上添花，而是必须要有的。现在我们需要在全球范围内来做一些危机防范，因为现在资源不够，所以我们需要新的方案来让新兴经济体参与，作为一个替代性的金融来源。这就是为什么很多国家在签订双边、多边的协定。但是，不同组织之间的复杂性是不言而喻的，带来的挑战会更严重。想要在不同组织之间进行协调和沟通会带来很大的挑战，这其实也是一个风险。

新兴经济体也面临很多的经济困难，包括大宗商品价格的下跌，还有美国经济货币政策造成的影响，还有宏观经济调控所造成的结果。这些情况会不会改变我刚才所描述的现有状况呢？我觉得不见得。但是我有理由相信，这些新兴经济体会继续显示更强的经济增长潜力，尤其和发达国家相比，它们的潜力更大。

我现在给大家看一下 IMF 以及 OECD 最近的一个指数，到 2020 年全球经济增长指数的预测（图 2）。OECD 的指数是蓝线，IMF 的指数是红线，到 2020 年都是上涨的，OECD 会更高一些，我们应该可以看到新兴经济体在未来全球经济增长中的参与度。

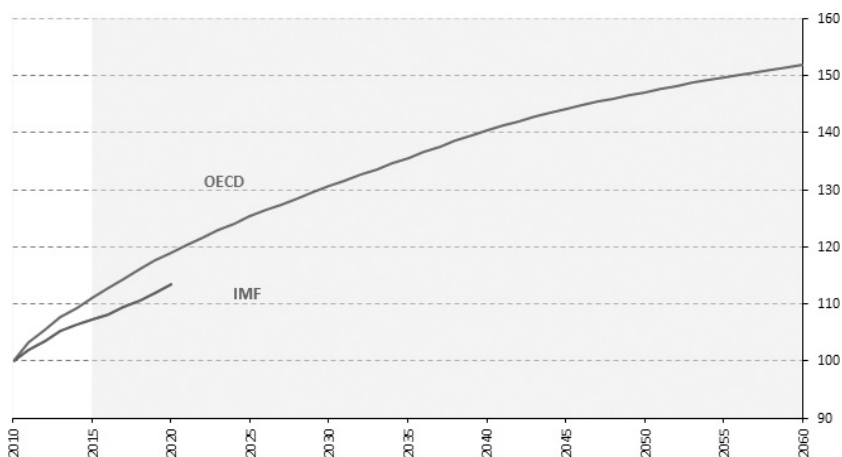


图 2：新兴经济体在全球生产总值的份额 %
(指数，2010=100)

所以在未来几年中，我们会持续看到全球经济重心转向新兴经济体。因此，同样非常可能的是，我们将看到全球经济治理发生改变，这是无法避免的。这样一个情形有两个选择：一个是进行更加有秩序、更有引导、更具包容性的全球治理框架。而另外一种选择就是放任自流，让它自己发生。但是这样做有什么样的风险呢？风险是显而易见的。我们看到，那样一个治理框架将更加的复杂，而且合作更少。

接下来我要做一个反思。我觉得目前在全球治理框架

中，各国过多地考虑自己的利益，这已经成为建立有效的全球治理框架的障碍，这个问题不断地显现。我们看到一些区域一体化有很大的政治意愿，我们看到它们为了共同的目标而走到一起来，比如说欧元区，但是我们看到困难依旧存在，包括要创造一个涵盖所有欧元区功能的机制框架还没有出现。各国进行决策的时候，不能只想着自己的利益，要更多思考全球治理的利益。

但是我们有可能做到吗？我觉得这是一个非常复杂的问题。但我认为，至少在两个方面应该努力。首先，我们应该对于各国之间的相互依存性有更加深刻的认识，只有全球化的世界才能带来国家的繁荣。其实我们不仅要进一步让政府了解其重要性，还需要公众对这个重要性有深入的了解。特别要强调的是，我们需要公众对这样的情形有更清醒的认识，对于大国来说，尤其如此。同时，对于近期的一些货币政策，包括发达国家所采取的货币政策，我们可以看到，目前它们在全球观方面还没有足够的思考。

我们对未来能够保持乐观的观点吗？如果没有经济危机的话，恐怕这样的治理改革不可能发生。是什么促成了这样的治理改革发生呢？是世界上自大萧条之后最糟糕的经济危机。所以我真诚地希望，我们能够在有足够的智慧、领导力、政治意愿的时候，而不是在一个新的危机迫使我们不得不改革的时候，进行改革的努力。谢谢大家！

余永定：非常感谢 Javier Guzman Calafell 先生，他做了一个全面的发言，其中谈到了全球金融治理的结构面临的问题，现实经济发展对全球治理的挑战。他特别提出了一些新的发展对于全球金融治理结构的挑战，还特别强调了发展中国家在全球金融治理结构中的重要作用。他的基调是挺乐观

的，希望各国领导人有这种政治智慧、政治决心，可以使全球金融治理结构得到改善，使发展中国家能够得到更好的发展。他的发言为我们下面的讨论奠定了一个很好的基础和框架。

现在邀请第二位发言人，他是来自于意大利财政部的、二十国集团代表 **Carlo Monticelli** 先生，他发言的题目是“欧盟在全球治理中扮演的角色”。

Carlo Monticelli：欧盟在全球治理中扮演的角色

Carlo Monticelli（二十国集团代表，意大利财政部官员）：首先感谢本次会议的主办方给我们准备了这么一个让我有启发的会议，并且能够在这样一个有非常专业的听众的平台做演讲。

我今天演讲的主题，其实是一种聚焦，我把全球的治理放在一个聚焦点上，尤其放在欧洲的角色上。今年，对于全球治理来说是非常重要的转折年。我们都知道中国即将成为 20 国集团的轮值主席国，而且 G20 是世界上非常重要的治理机构和治理机制之一。国际金融机构和国际金融框架，都是全球治理的重要组成部分。我们看到这些治理框架都在经历一轮深刻的改变。

实际上全球治理正在变革中，全球治理在危机过程中经历了一轮巨变和一轮动荡。我们从经济、政治、历史来看，危机反倒是一个催化剂。同时，全球治理本来就需要变化。其实我想说的和 **Javier** 非常相似，过去 25 年中经济的重心从 7 国集团转向新兴市场，世界经济格局发生了翻天覆地的变化。我们看到当时的全球治理格局，人们经常批评它，

认为它是当时产生亚洲金融危机的一个主要原因。正是这样的情况，才导致全球不平衡不断加剧，危机的风险在不断地抬升。因此我们需要对全球治理结构进行变革。

虽然现在已经有很多文献和书籍都强调这个系统并不是非常糟糕，人们本来以为会有一个非常大的治理改革，后来几乎什么都没有发生。现在我们的确是在一个治理的改革过程当中，比如说我们进行了国际货币基金组织的配额改革。另外，G20 国的治理即将进一步提升，中国也可以在 20 国集团中扮演更加重要的角色。另外，我们看到国际治理结构也在不断改变。我们看到美元的强权地位进一步被危机所强化，在危机之后美元反倒是升值而不是贬值了。今天早上我们在讨论的时候，还谈到了 SDR 的作用。我们的确是在一个激烈改革的进程当中。

从我的演讲角度来看，对于欧洲和全世界来说，如果欧元能够在改革中扮演更加重要的角色，这个世界会变得更好。目前我们习惯的思维，是以各国的思维进行思考，包括我们的文化、政治，各方面的原因在脑海中根深蒂固。欧洲人有自己的想法和价值观。但如果再来看一看欧元的进展，和其他的主要经济体进行对比，我们就可以看到，根据各种各样的指标，其实欧元在全球经济当中还是举足轻重的。

我们再来看一下欧洲在各个国际金融机构中的地位。先从 IMF 开始，我们可以看到在所有的这些发展银行中，有一些刚刚成立的银行，包括亚投行。欧元区的确有潜力成为更加重要的经济体。根据目前欧元在全球治理中地位，可以说并没有发挥全力。这是为什么呢？这主要是因为欧洲人往往不把欧洲看成单一的实体。相反，人们觉得欧洲是由好几

个大的国家组成的，当然还有一些小国，它们有不同的观点、不同的声音。所以我们很少看到欧洲各个成员国能够完全团结一心，在政策制定上完全保持一致，所以它们没有足够的决心走到一起。欧元区有各种各样的调节机制，但问题是它们之间的协调太过耗时。面临主要危机的时候，欧盟很多时候由外交机构进行协调，而欧盟的外交机构没有起到非常重要的作用。这个问题在历史上由来已久，其实这是出于多个不同的原因。我们知道，对于每一个主要的国家来说，它们当然起了很重要的作用，但我认为这样一个全球角色，不应该由意大利、法国、英国、德国单独来扮演。我觉得这是一个非常落后的想法。在欧洲危机的时候，这一点已经非常明显了，那就是各国在宏观政策上的观点是非常的不同。我想用德国的一个词——世界观，各个国家的世界观有非常大的不同。与此同时，我们看到这样的分歧损害了我们达到一致的目标，这使得各国以及各国的民众更多关注本国的利益，包括法国的利益、德国的利益、意大利的利益。但如果我们共同往一个方向看的话，可以发现我们国家之间的差别比想象的小得多。欧洲在世界经济稳定方面有共同的利益，如果各国能够在重新塑造全球治理的时候采取团结一致的方法，这个世界就会变得更好。而且如果欧元国家用同样的货币政策，有一个银行联盟的话，它们可以在国际上有更大的声音。

我们看一下图 1，这是关于经济的一幅卡通，表明的是分裂性和分散性。现在人们在谈判的时候有非常多的分歧，我觉得是非常落后的想法。

下一步该怎么办？目前世界在不断地变化，如果欧洲能够起到更加重要的角色，欧洲进一步的一体化将带来更

多人民的福祉。其实我们之间的分歧，与我们跟世界之间的分歧比起来，根本不算什么。如果我们能够团结起来，我们能在世界舞台上扮演更加重要的角色。我们其实有办法让欧洲在世界上起到更加重要的作用，而这一切也使得我们在国际金融组织中有更加重要的地位。我相信这是完全可以做到的。

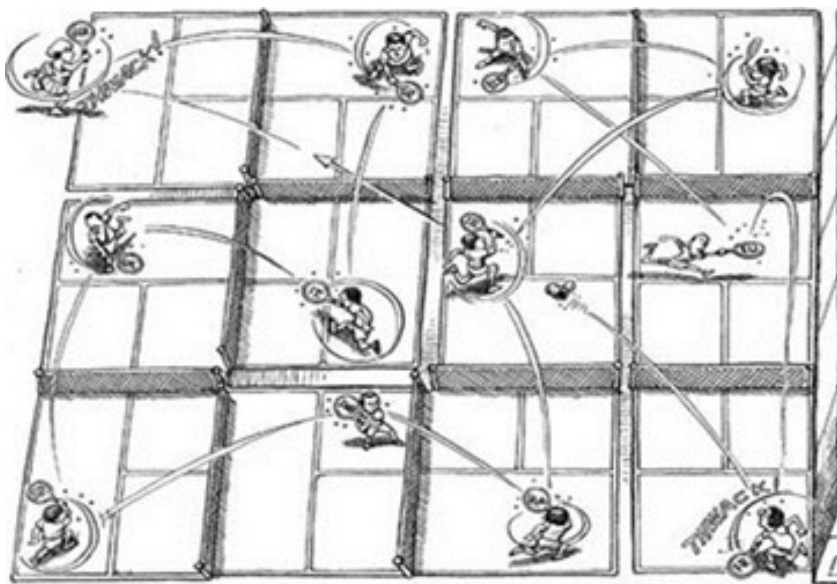


图 1：困难的欧洲谈判

我的观点就是，关于未来的国际治理，一个更强大的欧洲对于全球治理来说是一个双赢。不仅欧洲可以更好保护自己的利益，同时它的立场将加大整个全球治理的效果，而且还能够减少那些谈判的能量浪费，使全球的治理变得更加平衡和稳定。

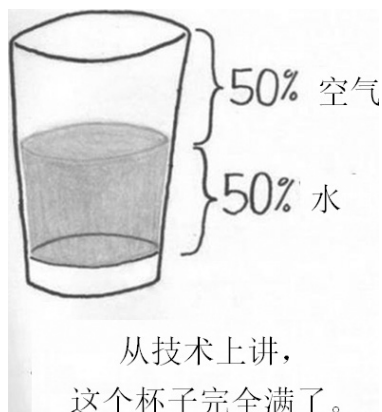


图 2：我是乐观的……

以美国为领导的霸权合作，长远来说是无以为继的。三极世界的格局比两极格局更加稳定。我们现在处于什么境地呢？欧洲需要推动这样的合作，但是我也非常清楚我们所面临的挑战和困难。现在，往这个方向的变化正在发生中，用中国的一句古话来说就是“千里之行，始于足下”。有一些步伐在欧洲已经迈开了，所以我现在还是很乐观的。如果看这杯水（图 2），从技术上面讲，整个杯子已经满了。谢谢！

余永定：谢谢 Carlo Monticelli 先生！他的讲话使我感觉到，欧洲要想发挥在全球治理结构中的重要作用，必须要有一个统一的声音。但是欧洲现在内部的分歧很大，所以作为一个中国经济学家，我想表达这么一个意愿：希望欧洲国家能够妥善解决他们之间的分歧，进一步巩固欧洲一体化进程，加强欧元的作用，最终我们可以通过建立一个三极的全球治理结构。这样一个三极或者多极的结构比美元支配的一极的全球治理结构更加稳定，更有助于全球经济的发展。

谢谢 Carlo Monticelli 先生！

下面请第三位发言人，她是特里芬基金会的 Elena Flor，发言的题目是“以 SDR 为杠杆推进国际货币体系改革”。我相信这是一个非常有实际内容的演讲。

Elena Flor: 以 SDR 为杠杆推进国际货币体系改革

Elena Flor（特里芬基金会理事）：我们现在居住在一个多极化的世界，我们世界的发展，无论是经济还是社会方面都需要彼此合作，尤其在贸易和金融方面，利用国际金融和贸易机构，发挥它们的力量。今天这样一次盛会也是这样一项努力，希望能听取各方的意见，讨论我们未来的出路。我们不可能在现在多极化的世界里再维持美元独大的局面了，我们必须寻找另外一条出路，在这个系统里寻找一个多极的货币组织和安排。

今天我们的主办方之一是布雷顿森林体系再生委员会。我们也呼吁有一个新的布雷顿森林体系，希望创造一个新的局面。现在有两种货币可以充当储备货币，一个是美元、一个是欧元。新兴国家和地区的经济力量，包括金砖四国，都强化了国际体系下的多极合作方向的改革。新体系的构建是各国政府无法逃避的重任之一，在这个框架下我们必须积极探索如何实现这个目标。国际储备货币的构想和特里芬难题是我现在演讲的焦点。

我们基金会曾经提出一个“特里芬 21 倡议”，是当时托马斯·帕多阿·斯基奥帕在 2010 年 2 月演讲的时候，在巴黎皇宫会议中心提出的。今天早上我们基金会主席也特别提到，当时希望为 SDR 的潜在作用能够提供更多的空间，这

正是我们 SDR 工作组的工作焦点，工作组由特里芬基金会召集的一群专家组成。SDR 工作组在报告中，首先就重申了现有货币体系中“内置不稳定”的存在，即使用主权国家货币（比如美元）作为储备货币。

SDR 工作组报告里提出一个最佳的解决方案，IMF 转变成成为全球性央行，创造和发放多边储备货币，但现在这似乎遥不可及。第二个解决方案是在目前多极世界中探讨 SDR 加强货币和金融稳定的潜在作用。这个报告提出了九项建议，因为我们这个工作组希望能够紧贴实际，所以提出的建议有可操作性，为国际货币基金组织以及其他国家提一些有实际应用的建议和意见。首先，我们提出要克服国际货币体系的运作缺陷。如果采用我们一些建议的话，我们需要改变国际货币基金组织 IMF 一些相关的章程，因为现在有一些章程对 SDR 有一定的限制性。我们希望针对这些章节提出一些建议，有一些现在已经生效了，有一些还需要 IMF 对它的章程做进一步修改。

我们的第一项建议，就是给予 SDR 更大的国际公众权利。我现在会把我们提出的九项加强 SDR 官方地位的建议给大家罗列一下。

1、给它更大的国际公众权利，鼓励在国际货币基金组织和其他国际组织中加大 SDR 的使用。2014 年 IMF 年会上，我提出金砖国家新开发银行和亚投行的案例。我很高兴接下来的演讲嘉宾是金砖银行的副行长，他能够为大家提供更多的相关信息。我们这个报告里提出的建议是有一定的新意的。

2、希望国际货币基金组织在危机时期能够更多发放 SDR，发放给我们的成员国家，让 SDR 发挥最后援助手段

的力量。

3、需要重启 SDR 的分配，基于全球环境的评估逐年确定，由国际货币基金组织和国际清算银行来开展。有一些国家并不需要 SDR 提款权，而一些国家在危机中会有相应的需要，希望能够优化 SDR 的分配。比如说，可能 80% 给新兴经济体、20% 给发达国家，按需分配。

4、希望将储备货币有序地多元化，可以向成员国提供定期的替代账户。

5、加强 SDR 的吸引力。我们可以设想一些措施，比如说中长期特别提款权利率，还有特别提款权市场转化的规则简化。

6、货币篮子的组成，希望 SDR 的组成能够更好反映经济体在国际贸易和金融交易中的重要性。我们当时强烈建议将人民币纳入货币篮子，之后我们还会纳入一些其他新兴市场国家货币。如果 SDR 篮子能够更好反映国际贸易和金融交易，我们现在所面临的很多难题就会解决了。我们希望这样的货币篮子能够更好代表全球 GDP 的构成状况，预期 2015 年底应该有这么一个结果。这能够使投资者选择国际地位日益加强的货币，优化多元化的资产配置，帮助一些国家进一步提高货币可兑换性，同时给投资者更多的选择。这也可以帮助一些国家逐步提高本国货币的可兑换性，就像以前意大利里拉和法国法郎加入 ECU 一样。

7、官方部门应该带头来提供一个合适的结构有助于 SDR 市场的运作。这个框架应该确保有适当程度的法律确定性，以及从一开始就建立一个合适的结算安排。在前 ECU 的模式中，结算的工作是由 BIS 执行的。

8、有必要调整现有的法定规则，国际机构和当局应该

在民间 SDR 方面开始行动。私人 SDR 市场发展的主动权应该来自公共部门，其目的是达到一个临界质量足以使 SDR 市场与其他国际货币竞争。在 1975-1985 年间 SDR 用于债券、辛迪加贷款以及某种程度上的商业银行存款及存款证明。有些政府发行了由 SDR 计价的债券（如瑞典）但没有达到临界质量。国际机构，如国际货币基金组织和政府，是发行 SDR 债券最有可能的候选人。其主要目标是降低外汇风险，和一篮子货币中的单一币种相比，与 SDR 相关的本国货币的波动更小。

9、在 SDR 里进行投资最好的选择应该是央行，能够将它们的储备货币多样化，因为我们不能将所有的鸡蛋放在一个篮子里，而且在市场有相反方向波动的时候，我们也可以使它以国债或者养老金的方式让公众也有所参与。我们也希望能够让一些私人银行或者金融机构有发放 SDR 的权利，但需由 IMF 授权。

罗伯特·特里芬，在欧洲货币合作发展的特定阶段，尤其是在 1979 年欧洲货币体系的创立之后，很好地促进了 ECU 的使用，成为欧洲货币体系采用的新的记账单位。我们当时使用的 ECU，就是罗伯特·特里芬提出的。10 年之后，在 1990 年，ECU 代表了全球 10% 的储备，而且在 1991 年签署了马斯特里赫特条约。今天，如果罗伯特·特里芬还健在的话，他将推出扩散 SDR 使用的新计划，特别是在货币当局和国家之间来支持国际货币体系必要的改革。这个计划的背景和条件与 ECU 的历史经验不同，但他的直觉仍然有效。谢谢大家！

余永定：谢谢 Elena Flor 女士的演讲！你的建议非常有意义。在过去一段时间，中国学者一直在讨论 SDR 应用的

可能性问题。如何使 SDR 成为国际储备货币，我们缺乏一个具体的路线图。中国推进人民币国际化有一个路线图，要想使 SDR 成为全球货币，应该有一个 SDR 的路线图。刚才 Elena Flor 提出了一个路线图，对我们推动使用 SDR 使用，使 SDR 成为国际未来储备货币有重要的贡献。再次对 Elena Flor 表示感谢，相信随后讨论中会有很多同行向你提出问题。

我们现在进入下一个发言，他是金砖新发展银行副行长 Paulo Nogueira Batista，他发言的题目是“新发展银行和全球金融治理”。由于金砖新发展银行副行长的身份，我相信他的发言将会引起大家的高度关注。谢谢！

Paulo Nogueira Batista: 新发展银行和全球金融治理

Paulo Nogueira Batista（金砖新发展银行副行长）：大家下午好！首先我要感谢本次会议主办方邀请我来做演讲！

我先做一个自我介绍，我是金砖银行的副行长。2007 年我就在华盛顿工作，后来还在 IMF 巴西工作过，我还在 G20 的进程中积极参与，参加了 G20 以来的几乎所有会议。我在金砖国家的发展中也积极参与，几乎已经参加了所有的金砖会议，自 2008 年开始我就已经参与了。我今天跟大家所说的，更多的是关于我自己生活的故事，我会浓缩到 15 分钟的时间里跟大家分享。现在我并没有代表金砖银行或者代表巴西来演讲，我只是跟大家分享一下，作为一个经历过这个过程的人，跟大家来讲讲话。

我们知道现在金砖银行总部在上海，5 个金砖国家股份

相同、投票也相同。但其实它真正的名字叫做“新发展银行”。我们为什么叫做新发展银行，而不是金砖银行呢？因为这样的银行要对所有联合国成员开放，我们原来从 5 个国家开始，但我们是开放的，我们的成员会不断增加。这样一个新发展银行在上海是否会对目前的全球金融格局造成挑战呢？我的答案是“不”。因为这样一个新发展银行非常欢迎各种各样的合作，与各个国家和机构合作，不管是国家性的发展银行还是区域性的开发银行，甚至于对世界银行和 IMF，我们都是开放的。为什么我加上“甚至”两个字，这里有一个“但是”，但是就在于我们，如果我们新发展银行没有存在的话，我不会在这里演讲。我没有必要花太多的时间来解释 IMF 的改革有多么的缓慢，其实刚才已经有嘉宾已经解释得非常详尽了。

我可以从我的经验告诉你，从 2008 年到 2010 年，其实 IMF 的改革已经有了很大的进步和进展，但是它在 2011 年的时候停滞了，一直停滞到现在。我们看到这五个金砖国家依旧在 IMF 和世界银行当中存在。2011 年以后，金砖国家就说，好吧，由于 IMF 没有太多的变化，金砖国家合作。实质的改变发生在 2012 年，我们决定建立两个不同的机制，一个是新发展银行，另外一个金砖国家的 CRA（应急储备基金）。但是我们的 CRA 并不是非常的顺利。

我在谈这个之前，先跟大家分享一些我个人的观点。我个人非常努力地去推动整个改革的进程，推动整个银行改革的进程，但是华盛顿的机构对于改革的阻力非常大，真的非常大，这就是生活，这就是现实。华盛顿这些金融机构，看到其他国家决定采取自己的行动，建立自己的银行，中国建立了亚投行，同时还有金砖国家的 CRA，世界银行一点也

不会感到奇怪。金砖五国，分别成立了金砖国家 CRA 和新发展银行，这是经过了两年非常详尽的谈判才达成的，不是一个简单的过程。我们终于成立了这样一个章程以及 CRA。这并不意味着五个金砖国家放弃了世界银行或者是国际货币基金组织，他们依旧在那里，依旧在所有的会议当中。但是我们决定开一条新的路径，这样能够更好的为我们自己的利益服务。2014 年以来发生了什么变化？我来简要的介绍一下。

新发展银行的章程，我们认为原来会在 2015 年底完成，但是我们在 6 月之前就完成了，比我的预想提前了六个月。CRA 依旧在进行准备，但是新发展银行已经成立了，我们自今年 7 月就已经成立了。自从我们开始这一进程以来，我们的治理董事会第一次会议 7 月在莫斯科举行，在这次会议的基础上，我们又开了第二次会议，形成了新的管理层。我们的行长来自于印度，四个副行长分别来自于四个国家，他们会任职五年的时间，总部在上海。我们现在其实已经开始运作了，我们有 40 个人，正在建立银行的政策，不断地推前，我们已经签署了合作备忘录，这里面包括巴西发展银行的筹建，同时我们还和其他的机构开始合作。

所以，现在正是在建立我们的政策和战略的重要进程当中，因为是一个新发展银行，所以我们非常需要大学和智库的各种贡献，希望倾听你们的声音、你们的建议，这能够帮助我们不断地来建立策略，开启一些新的道路。因为在目前这样一个情况下存在复杂性，我们需要各大机构的支持！

余永定：谢谢 Paulo Nogueira Batista 先生！由于时间的关系他不能跟我们分享更多的细节。希望金砖银行能够为 SDR 的使用助一把力，刚才 Elena Flor 小姐提出应该使用

SDR 作为计价单位。再次谢谢 Paulo Nogueira Batista 先生！

下面请最后一位发言人，是布鲁金斯学会高级研究员 Amar Bhattacharya。他发言的题目是“可持续基础设施的融资：对新旧多边机构的挑战”。

Amar Bhattacharya： 可持续基础设施的融资：对新旧多边机构的挑战

Amar Bhattacharya（布鲁金斯学会高级研究员）：谢谢大家！我非常高兴来到上海，我记得第一次来上海是在 1983 年，那时候我非常年轻，头发也更多。除此之外，我看到上海在这么二十年的时间当中已经有了巨大的进步，中国也是，尤其在经济发展方面。我非常感谢主办方的邀请。

我们看到今天很多参会的嘉宾，可以说都是全球治理讨论的重要成员。你们在推动治理改革方面做出了重要的贡献，但今天我不会谈这方面的内容，我跟大家谈谈基础设施。

今年基础设施已经推到了风口浪尖，G20 需要从投资的角度来思考增长的议程，在俄罗斯轮值主席国和土耳其轮值主席国时，G20 都强调要进行基础设施的投资以及长期的投资，这是一个重新激活全球增长的重要方法。再过一个星期的时间，我们会看到有更多的一些讨论聚焦到基础设施上面来。

在纽约举行的联合会峰会上，我们强调了可持续发展的目标，这非常依赖于基础设施的付诸实施。从不同的角度来说，基础设施都是非常重要的。12 月的时候即将在巴黎召开一次关于气候变化的会议，会议的核心是要进行更好的基

基础设施建设。所以基础设施已经被视为将短期的增长议程与长期的增长议程和提高生产力相连接的重要桥梁，而基础设施建设对于解决气候问题也是关键的。

让我们感到非常吃惊的是基础设施建设的规模，我们知道未来 15 年到 20 年基础设施的规模是非常大的。我们可以看到基础设施的投资将在未来 15 年当中达到约 90 万亿美元

Infrastructure demand by infrastructure class (2015-2030)

USD\$ trillions, constant 2010 dollars

Share of demand

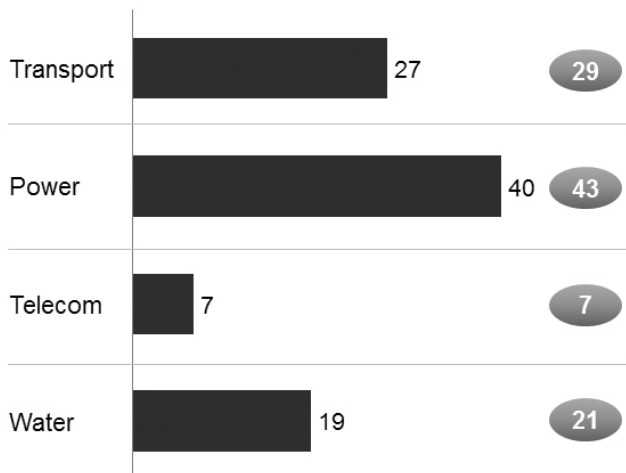


图 1：不同分类的基础设施需求（2015-2030 年）

为什么会有这么大的数字呢？其实有两个主要的原因。第一，发达国家对基础设施的忽略以及基础设施的老化需要解决。特别是美国，它尤其需要重新建设基础设施，需要加大一倍的基础设施的量，包括各种土木工程建设等等。我们知道德国是基础设施比较发达的国家，即使在德国，这

也是一个挑战。之所以基础设施的投资非常大，更主要是因为新兴国家的需求，如 Javier 所说的，现在新兴国家的增长速度更快了，目前新兴国家占全球增长的 70%，这就使它们对基础设施的投资需求非常高。第二，是结构化的原因。接下来的 30 年中，30 亿人即将移居到城市，将会有大量的中产阶级产生。在中国我们看到这样一轮经济结构化改革，从农业转向工业社会的过程中，基础设施的量和质都会发生改变。因此，我们看到这 90 万亿巨大的体量。在历史的进程中，我们要做对、做准，包括要正确解决气候变化方面的问题。其实人类对于电力、水、运输都有巨大的需求。但是电信有一些不同，因为电信更多是由私营部门融资的。如果你按照之前的模式进行融资的话，基础设施的需求远远不能满足。所以我们的确需要使用更多的资金来用于基础设施的建设。

为什么基础设施建设这么重要呢？我们为什么需要这么大量的基础设施，这么高质量基础设施的投资呢？从质量的角度来说，我们看到由于没有对碳定价以及对石油进行补贴，这样一些行为的存在产生了很多扭曲的效应。当然这不仅是欧洲的问题，很多其他国家都有这样的问题。其次，还有一些大型的政策方面的问题。第三，我们现在意识到全球融资框架有问题，所以才有这么多新型的开发银行的出现。第四，在创新和技术扩展方面，存在基础设施领域的缺乏和不足。

如果看一看政策和机制方面的缺陷，有很多原因可以解释为什么基础设施没有如期举行。在那些发达国家，你很难通过这样一些决议，因为这些决策有太多的外部效应，有很多的政治的原因阻止，还有各种能力以及治理的问题。英国

现在试图建立一个基础设施的委员会，使得这样一个委员会能够像中央银行一样有一定的独立性来做出决策，如果他们认为基础设施非常重要，就会在政策过程中支持它的通过。第二，越来越多的基础设施的实施会由中央政府，而且也会由当地政府和城市来进行。第三就是投资的环境问题，G20尤其强调了这个问题，而且强调了法律和监管方面的重要性。另外我们对于风险监控的措施不足。我们还要意识到，我们在财政政策上有问题，更加重要的是如何利用现有的财政政策获得最大的杠杆，所以这是一个非常复杂的问题。如果我们不及时解决的话，这些问题会渐渐演变成国际性的问题，这就是我们为什么要合作的原因。

虽然我们听到很多的贷款利率很低，但是在基础建设方面，尤其是在发展中国家，新兴经济体没有从免费午餐里得到多少好处。如果芝加哥愿意支持某圣保罗或者利马，或者雅加达，或者拉各斯这样的地方，可能要有七百或八百倍的努力才能够得到基础建设的融资，在芝加哥就没有这样的问题。所以发展中国家其实在基础建设上的投入还是不够的。风能、太阳能方面，都需要资本投资，我们投进去了，一定会在未来放大。比如说我们要做一个在印度的中型的太阳能项目，跟美国的成本差不多，但是融资成本是很多倍，当然我们老百姓比美国人要穷很多。我们只是在政策上监管上有这样的政策，不见得在实际操作中我们就能够从中受益，所以宏观上的一些好意并没有让我们在微观上真正受益。

再看这些新兴经济体和发展中国家，有很多的外汇储备，有很多的私人财产，而美国政府其实没有那么多钱，政府的赤字非常高。这就是为什么我们需要多政府、多极的经济组织。

比如说银行，每一元美元资本的使用成本是 3.2 美分，一旦把它放进我们的资本市场，将这笔钱当做贷款投到基础建设中，我们必须挣钱，这就是为什么清洁能源项目遇到了很多成本上的阻碍。为什么很多我们原来计划得好好的项目没有像我们想象的那样实现？完全是因为这些原因。世界银行需要更高的资本投入。为什么没有发生呢？是因为美国、欧洲反对，这些其实都是在阻碍这些国际机构发挥力量。

但好消息是，既然我们已经理解了需要组织更多的融资渠道，我们必须在提供方和受益方之间打通道路，提供相应的融资，让我们的老百姓真正受益。而且如果我们看一下这个世界的资产，其实亚洲的量非常大，里面有多少是投在基础建设上面的？非常的少。所以我们必须要建立一个机制，利用这样的资产，让它们投入到我们远期非常需要的基建当中，才能使得国际金融机构发挥更大的力量。但是这里有很多的问题，包括并没有得到机构投资者很多的投入，尤其是初期投资的时候，因为这时候有很多监管的问题，还有成本超支的问题。但是这个时候是我们最需要资金投入的时候，很多银行通常在这个阶段就退出，这时候我们需要多边的金融机构来进行担保，然后让投资者愿意继续在这个关键阶段坚持下去。

我们能够减少融资上的缺口，但是后续的投资可能会比原先的预期要高很多。我们现在作为多边的金融机构，希望能够提供 1500 亿到 2500 亿额度的支持，和世界银行、新发展银行、亚投行一起合作，发挥的力量应该是很大的，对未来世界的裨益也是很大的。

最后在结尾的时候我想要说，我们现在处在一个承前

启后的阶段，我们应该了解到需要有更好的工具来减少发展中的资金缺口、融资缺口。作为国际性的金融管理机构，我们的确可以发声。不知道大家有没有关注，现在有非常激烈的讨论，在巴黎的讨论，包括 1000 亿的投资，这个钱应该从哪里来？相信大部分融资会来自多边的金融机构，多半会在基础建设方面。而且这里有一些问题，比如说多边的银行机构，很多发展中国家觉得借贷的流程现在太复杂，申请贷款太复杂。虽然是一个非营利机构，初衷是好的，但是在实际借贷的时候，我们感觉它治理的方式还是要更改。Paulo Nogueira Batista 刚才说得没错，我们新发展银行并不是要取代原有的国际金融机构，但是有一定的竞争，我想应该是好事。

余永定：刚才 Amar Bhattacharya 先生做了一个非常精彩的发言！他提出的许多问题，实际上在中国、在亚洲已经讨论了十几年了。亚洲金融危机爆发之后，亚洲国家很快认识到，我们作为一个整体，储蓄是很高的，有剩余资金，但我们把这个用于买美国国债而不是用于投资建设。中国也是，由于各种各样制度的原因，没有办法充分利用我们的外汇储备。新的金融机构的建立，就为亚洲国家剩余资金找到了重要的出路。刚才 Amar Bhattacharya 先生指出的投资前景很诱人，90 万亿美元，这个数字是极为巨大的。我们中国还面临一个头疼的事情，我们不知道把钱用在哪，我们找不着好的投资项目，现有投资项目的收益率是很低的。如果中国真正能够和多边的国际银行结合起来，共同努力，我们可能会找到一条道路，使中国和亚洲国家的资金用在亚洲基础建设上，而不是用于买美国国库券，这个行动本身对于国际货币体系的改革和国际治理结构的改革也会发挥很

大的作用。

由于时间的关系，我们现在进入到讨论阶段。由于这一次一共有六个人发言，向谁提问题可能记不大清楚了。建议大家回顾一下每个人的发言是什么内容，针对谁提问题，希望大家比较明确，这样被问者也可以做出相应的回答。希望大家能够提出具体的问题，评论性的发言要简短一些，现在进入讨论阶段。

讨论

潘英丽：我还是想谈谈 SDR。当年特里芬提出两难问题的时候，提了一个世界货币、世界单一货币或多边货币的方案，假如把这个作为长远的目标来看，我想有两个重大的问题需要研究。第一，有没有一个全球的提供公共产品的，相当于财政部的角色？第二，其实从欧洲的情况来看，欧洲也不是单一货币区，这是目前欧洲内部不平衡的愿意。从长远来看，SDR 或者单一世界货币的空间还是比较小。

我要提的问题是，刚才讲到扩大 SDR 使用的几个路径，其中有一个是关于替代账户。美国一个教授曾经批评替代账户相当于美元从左边口袋放到右边口袋。其中一个很重要的问题是，假如美元储备比较多的国家跟 IMF 置换 SDR，美元就到了国际货币基金那里去了，那么美元的风险等于让国际货币基金所有的成员国来承担了，这就相当于是换汤不换药。所以我想讨论的是，假如货币替换的话，首先美国是不是会批准？70 年代曾经提出来，其实美国一票否决制的，这是可行性角度。第二，国际货币基金组织拿了美元以后，怎么来投资获取它的收益，同时又怎么来控制美元的风险？

余永定：刚才潘教授的问题是有关 SDR 的，我想是不是这样，如果大家有类似 SDR 的问题，我们优先提问，当这个问题提得差不多了，我们转向另外的课题？大家是不是还有关于 SDR 的问题向 Elena Flor 提？

Patrick：我想问一个问题，金砖国家内部如何对 SDR 有一个考量？

余永定：大家对 SDR 还有其他问题吗？现在请 Elena Flor 来作答。

Elena Flor：关于 SDR，在特里芬基金会内部，我们特别关注 SDR 以及相应的一些措施，我们现在主要讨论的焦点是使用美元作为一个全球性的货币。最近也有经济学家在帮助我们研究这个话题，现在的问题是，我们是否能够放弃美元，不依赖美元，不让美元具有这样全球主导地位？我们到底能不能从美元转向欧元？欧元本身也会受美元的影响，所以并不是从一种货币转向另外一种货币，而是以一篮子货币来代替美元。我们希望有多国货币作为储备货币，如果从头开始，按照原来的设想打造 SDR 货币篮子能够满足我们所有需求的话，这一点在政治上面也很难。其实我们在创立 SDR 的时候，对它的设想是更宏伟的，但现在没有达到我们当时的目标，比如说将它作为储备货币。作为央行来说，如果想在 SDR 里投资，因为是一个官方的篮子，可以在里面投资，要保证最后在世界各大经济体里有所代表，这是我们的设想，也是我们现在努力的方向。

我们当然以一个非常实际的角度在看待这个问题，而且有一个很重要的工作重点是央行能够持有 SDR，它们也要使用 SDR。鉴于目前的限制，央行并没有什么兴趣使用 SDR，我们认为 SDR 应该在公共领域有更大的使用。发展

SDR 其实和整个公共部门相关，我们需要公共部门，SDR 达到关键的水平才可以有一个扩大性。我们希望国际的金融机构和各国政府可以推进 SDR 的使用。

Paulo Nogueira Batista: 我们知道 SDR 还没有成为货币。巴西在 2012 年向金砖国家做了一个建议，在我们创立的机构中，SDR 更多的是一种政治上的象征意义，主要是对美元为主的货币体系做出了一种象征性的建议。其实这方面并没有什么讨论，很多都是一些惯性。我们其实也听到其他方的观点，SDR 只是一个政治上的意义，所以我经常跟我同事说，这样的小步骤甚至都不需要。在金砖银行，还是以美元为主要货币。

Jean Pierre Landau: 这个问题是问 Amar 的。我们看到这样的矛盾性，一些国家有巨大的外汇储备，而且以非常大的成本来经营外汇储备。我们知道其实所有的国家都受制于金融的影响、金融的冲击。中国在过去的三个月中花 10% 的外汇储备，尤其中国是世界上最大的外汇储备国，必须要花 10% 的钱来进行对冲。如果我是新兴发展国家的话，我就会不断地采取措施以抵御国际金融市场的冲击，这样才能够建立信任。我们看到一些缓冲已经建立，所以对这些国家来说，它们非常的幸运。对于新兴国家来说，它们并没有看到市场的失灵在哪里。我的问题是，你可能认为要对多边金融机构有一个金融融资，如果对于风险有错误看法的话，那么最后的失败是由多边金融机构的担保措施来解决吗？

Massimiliano Castelli: 关于基础设施，这是供需方面的问题。我的观点其实来自于好几个不同的金融机构，有的机构进行长期的投资。我觉得这是一个供应问题，而不是一个需求问题，因为其实私营部门有很强的需求进行基础设施投

资。我们看到这些钱不是公共部门的钱，而是私营部门的钱。我经常听到人们说，我们没有足够的可融资性的项目，什么叫做可融资性呢？其实可融资性的意思就是你这个项目的现金流是可以有预测的，它使得这个项目对任何投资者都有吸引力，包括对于养老基金或者对于那些资产投放有所吸引力。

说到我的回答，我们知道其实很多的工作应该放在供应方面，而不是融资方面，要提供足够的可融资项目，才能够满足这些投资方面的要求。很多时候，有一些人只习惯于投资经合组织国家。所以我觉得项目风险会影响项目的现金流，你会发现，即使风险非常大，如果这个项目可以带来一定的可靠性，一定的现金流，很多的人还是愿意投资的，包括城市的机场，很多人都愿意投资机场，因为这个现金流是很容易预测的。说到担保机制，这个担保机制我觉得应该使得项目供应方更加强大，项目的供应更加具有可融资性。

Bernard Snoy: 在世界银行和 IMF 的年会上，有一个大会是关于今年联合国的，说到要推动一个巨大的可持续发展基金。私营部门不是在进行传统的借贷，其实它们的利率会与发展的影响相关，这就是一种金融创新。它们的利率会与可持续发展的目标相联系。它们获得了一大笔的资金，这笔资金主要来自于私营部门，来自基金会。它们的资金会与基础设施建设能够为可持续发展做出多少贡献相联系起来。我觉得这样的联系在未来会起到更加重要的作用。

张海冰: 两个问题，一个是问布鲁金斯学会的 Amar Bhattacharya 先生。基础设施面临成本和风险两大挑战，相对而言风险更重要。基础设施不仅是融资的问题，还面临可持续发展，发展中国家的债务可持续性，还有地区安全、民

族主义情绪上升以及环境保护主义的声音。中国提出一带一路的倡议，如何在一带一路过程中降低或者规避这些风险？

第二个问题给新开发银行的副行长。新开发银行，我们很疑惑新在哪里，在融资方面，包括在贷款条件方面与传统开发银行到底有什么区别？特别是这五个金砖国家的信用评级都不高，融资上面临的成本是非常高的，如何在成本高的同时又能够提供低廉、有效的贷款，同时又不附加政治条件或其他的意识形态条件？

余永定：还有没有关于基础设施投资方面的问题？

刘海影：好的基础设施项目的缺乏，在很大程度上由于基础设施的收益是外部化的，带来的收益不能完全被建设者所拥有。中国在过去 30 年，基础设施的投资有很大的进步，是因为制度设计和其他国家有很大的不同，中国的基础设施在很大程度上可以透过政府对于土地和国营企业的拥有来获得这个收益。

所以，在中国做基础设施的投资，政府有很强的动力去做，同时也有很大的能力获得基础设施所带来的收益。但是在其他发展中国家，很多基础设施的收益是由全社会来使用的。这里的矛盾在于，私人银行或者私人部门去做项目建设，效率肯定会更高一点，但另一方面，政府拥有更高的效率去内化这个基础设施的收益，这两者之间的矛盾，也许是在考虑基础设施的制度设计方面最核心的难点，就是如何用一种机制把政府所拥有的内化基础设施收益的能力和私营部门所拥有的建设基础设施的高效率结合起来。我觉得这也许需要有很多的制度建设和创新。

Marc Uzan: Paulo Nogueira Batista，你说到新发展银行创造了这样一个协议，是不是有一个秘书处或者和中央银

行有这样一个非正式的协议？这是不是对金砖五国特有的安排？

Carlo Monticelli: 我这个问题也是问 Paulo Nogueira Batista 的。股东把钱放在世界银行等机构中，从我直接的经验来看，他们是合作者，管理层有很好的关系，但是低层的办事人员有非常重的任务，结果导致执行层面非常糟糕。世界银行与其他的银行合作得很好，但在基层这个萎缩效应非常严重。当然我很高兴听到一些合作的方法，这个合作的方法非常的好，政治方面也是非常高效的方法。但是我要问，你如何设计一个新的发展银行，能够确保基层一线员工也做到合作，而不只是高层达成合作的共识？

Domenico Lombardi: 我们看到国际金融架构有越来越多的碎片化，正如刚刚所说的，在各种金融安排当中，我们看到 CRA，同时中央银行的互换也越来越多。在金融危机之后，从数字上来看，总的交易金额有非常大的变化。亚投行可能会融资一个项目，它的政策和世界银行完全不一样，我们看到它的外部性被抑制，有可能正面、有可能负面。在融资领域，我们看到对于一些基本的标准并没有一些共同的协议，包括私营部门的参与。这有可能会带来一些系统性的不稳定性。所以，我思考的是，现在人们在讨论往前走，是否要形成一个中央银行的俱乐部，像 G20 这样？

余永定: 我觉得我们的提问就到这吧，接下来我们请出 Amar Bhattacharya 首先回答问题。

Amar Bhattacharya: 谢谢！我们知道在基础设施领域，总是会有供应和需求方面的问题，我们总是需要更多可融资的项目。我首先要解释的就是证据方面，其实已经有非常好

的证据表明基础设施的项目库来自于多边发展银行，我们可以看到项目是非常多的，而且社会的效应也是非常大的。当然，它们可能不能带来两位数的回报，但它们是一些非常好的投资，有长期的调研，而且有非常好的外部效应。说到公共部门的效率，我认为我们必须要在机构方面改变一下决策的模式，我觉得这一点非常的重要。

但是这是一个鸡蛋和鸡的问题。说到可融资性，其实我们说的不是经济角度，而是融资的角度。我们谈到三点：第一点，用户付费，或政府是否有能力来覆盖成本？第二，监管风险。第三，不要忘了还有融资成本，融资成本是非常重要的一个方面。如果我们的投资者需要两位数回报的话，可能这就是八百倍的投资成本的问题，因为风险，这些项目估计成不了。这里都是有利有弊，需要从中达到一个平衡。即使我们能够解决在这些机构以及政治的一些问题，由于我们宏观调控，由于一些滞后或者信誉的问题，我们融资的成本一定会上去。

比如说，在巴西，利率非常的高，因为外部来的一些不确认性、不稳定性，每个人都在说巴西财政的标准非常的低，负债率也不高，但是它的利率非常高。如果你要在巴西做一个基础建设项目，这个成本就很高。所以如果能找到一个融资结构来填补政府所无法填补的，包括安全网、安全保障以及满足这些投资的需要，这个目标是很好的。我们希望有两部分，首先在需求方面的不足可以得到解决，同时融资成本的问题得以解决。我有一个例子来证明我的观点。

我们刚才说的太阳能电厂项目，这是世界银行以及亚投行想出的一个5亿美元的投资项目，5亿美元投进去，后来又加了5千万投资，希望使得这个项目对一方来说压力减

少。这不只是要增加它的投资，而是希望穷人在最终承担这部分投资的时候，可承担性能够更高，同时让它成为一个可持续的选择。市场当中没有人愿意去投资这样的一个项目。

还有一个例子，美国政府投资了非洲一个提高能源的项目，他们一旦要项目有 100% 的回报，向别人推销的时候就有问题。每千瓦小时电是 20 美分、30 美分，在中国只是 4 美分。所以当我们做这样的项目，如果过度追求回报的话，又走上了歧路。

还有一个类似的问题，我们的系统，担保是非常少的，只有 3 千万美元的担保金额。当我们有这么一个系统以及投资机构出现的时候，里面的担保却这么少，可见担保并不能减少融资成本。所以我们还不如直接投资，这也是很重要的一点。

还有如果有绿色债券，而且是以自愿的形式来借贷的话，我也是支持的。我这些绿色债券在系统里差不多有 1 亿左右，不多，但是可以增加。而且一旦人们对它的了解增多了以后，大家的投资会更多。我们在监管方面已经没有太多的阻碍，政府可以在上面加入投资，这个很重要。

张海冰关于中国的问题，中国是一个特殊的模式，非常聪明的模式，但是没有其他国家可以遵循同样的模式，因为大部分国家都需要花钱才能够借到钱，中国很幸运而且很智慧。“一带一路”有一些投资项目，其实是战略性的投资，有一些并不是在非常安全或者经济活动非常多的地方，大部分都是在经济活动比较少的地方做一些基础建设投资，背后有中国政府和各国政府战略性的考量。这是未来的需要，也为沿线的居民和国家带来更大的经济活力。我觉得这有一点像中国在非洲很多的投资，有一些不错，有一些的确

有风险。所以要对项目的风险进行评估，看自己是否能够承担。谢谢！

Paulo Nogueira Batista: 谢谢主席！谢谢刚才提的问题。为什么叫做新发展银行呢？第一个，这是第一次有一个多边国家的银行，而且只有发展中国家和新兴经济体。亚投行是不同的，有发达国家的参与。新发展银行里都是发展中国家，目标可能会和其他国际金融机构有一些不同。我们不期望去替代每个国家、每个参与国家的中央银行或其他国际性金融机构，但我们能够根据参与国最主要的双边协议来支持一些经济活动。

当然，我们还有一个愿景，我们既是股东，同时又是利益相关人，这些国家会借贷。有一位印度的高管跟我说，他希望做的比说的多。我们新发展银行就是这么一个例子，我们不想说太多话，但我们遇到挑战时，不用讨论太多，我们更多地可以摸着石头过河，在实际操作当中完成更多，而说得更少。

如果国际金融机构对于这些能够做得更好的话，我们不需要做这个事情的，这既是合作，又是竞争。如果能够继续前进的话，我们也希望能够像 IMF 一样。美国其实是现在世界金融体系碎片化的罪魁祸首。在 CRA 的角度上，和它最相近的就是上海合作组织，这个和 CRA 非常类似。

过去一年我在这方面学了很多。中央银行的保守，包括我自己国家央行的保守是非常严重的，跨越这个保守是很难的，对于资源的调配，在 CRA 当中很难。巴西央行非常不愿意做一些让步，但是我们还是做到了，至少有一个虚拟的、以资本为基础的这么一个机制，和我们央行是完全分开的，管理也是分开的。CRA 和新发展银行之间唯一的相

同点是背后的金砖五国，中国希望 CRA 的总部在上海，希望能够和我们银行在同一栋楼里面。当我在华盛顿的时候，我也是鼓励将总部放在巴西。现在还没有决定好，巴西希望里约是总部，印度想放在孟买或者新德里，所以这里面有很多的争论。我们现在在上海已经有实体的办公室了。

Javier Guzman Calafell: 刚才有一个关于货币兑换的问题。我首先要说的是，我们这样的货币兑换安排是有用的，事实上我们融资的项目以及货币的兑换由来已久。我们比 IMF 经手的金额还要高。不见得这些钱就是实体的金钱，衡量有多少比较的难，但我知道是很多的。为什么很有用呢？因为这是一个非常灵活机动的措施。

我们想一想，在全球，包括 IMF 经手的这些融资项目，墨西哥也有 IMF 的机构，他们有时会面临很多的压力，包括资源的紧缺，因为 IMF 没有那么多的钱，所以出现问题时我们需要讨论来加以解决。这样的货币交换，在经济危机的时候真的是非常有用，可以帮助一些国家增强国民的信心。我们虽然有财务上的危机，但是我们也有相应的解决方案，这个概念本身有用，尤其是它的量几乎是没有限制的。问题出在哪里？风险。因为有一些货币兑换的项目是无法令人满意的，在 IMF 的管理上，尤其在亚洲，他们要有不同的解决方案，不同的安排。

第二点，里面的内容，就像刚刚一位提到的，它的合法性以及在决策上的合法性，没有特别体现出 IMF 的治理功能。不见得说所有的项目都是这样的，我也不能告诉你有多少百分比是这样的，但至少有一些这样的货币兑换安排有风险。不同项目的目标，彼此的合作很复杂，这也是为什么我们现在有很多双边的货币交换合约风险很多，这里有政治背

景，但我们需要这样一个融资的渠道。

余永定：我们还有一点点时间，还有别的问题吗？

Amar Bhattacharya：首先我要说，Javier Guzman Calafell 的演讲，是我今天听到的在这个话题上面最具有智慧的，尤其是对多边机制以及国家主权之间的警告，我们不希望游戏中有一些失败者。我这边有几个问题，我觉得你们两位，还有 Paulo Nogueira Batista 可以来回答一下，其实这是关于流动性的双重标准，就是新兴国家和发达国家之间的双重标准。

对于发达国家而言，一般会从大型的互换变成无限的互换。来自美联储的互换还有英国央行的互换，在危机之后都出现了。我看到现在在新兴国家并不成熟，还依赖很多的条件，他们不允许你去申请。说到底，这种条件性其实就取决于时间，过一段时间你可以去借钱，如果危机不是很重要的话。在区域安排中，这些是基本的原则。Javier 说全球安全网是有问题的，请问，你觉得下一步该怎么走？

第二个问题是，从世界银行和国际货币基金组织治理方面来看，美国会在 12 月的时候推出利率的“package”，请问这对于 2015 年的改革而言会带来什么变化？世界银行同意 2015 年和 2016 年是世界银行决定下一阶段治理改革的期限，我们即将开 G20 会议，如果我们把这两者结合到一起，可以看到中国的轮值主席国家将起到重要的角色。

余永定：先请 Javier Guzman Calafell 先生回答问题。

Javier Guzman Calafell：首先非常感谢你的观点，其实我们的演讲也得益于我们之间的友谊。关于你所说的这个，我想做一个简要的回答，就是刚才说的双重标准。新兴市场的经济学家一直进行批评，他们获得贷款有太多条件的限

制。更多监管的存在使得新兴发展中国家没有办法像发达国家那样高效地获得贷款。

第二，IMF 某些机制的安排上有太多的条件限制，但是在另外一方面，我可以告诉你，从务实角度来说这是非常有用的。对于某些国家来说，这样的做法非常有用。我知道在我的国家就行得通。在国际储备方面，我们可以看到这是非常有用的一种方法。

第三，你提到进入安全网，之所以进入安全网，就是为了能够进行更多的融资。我刚才说到，我们其实欢迎更多的融资，同时 IMF 也应该更加关注如何向国际经济发展注入足够的资源。20 国集团是全球合作重要的平台，在这个平台上要有合理的理由才能提供资金。当然了，融资总是不够的，因为很多的治理问题依旧存在。

我们下一步该怎么走？下面会发生什么？其实你可以把这个问题分两头看。首先，我们认为世界银行应该继续 2010 年所开始的改革。我们知道在今年年底的时候美国政府将批准这样的改革，在这之后我们所需要做的就是像 2010 年一样进行深化的改革。要真正建立起一个科学的架构，能够反映当下的时态。我们究竟能不能做到这一点呢？我其实非常怀疑，我们知道有非常大的阻力，尤其是世界银行的改革阻力是非常大的。

Paulo Nogueira Batista: 我们非常难说服 IMF 来做灵活贷款。2009 年，我们依旧很失望，因为它使用的方法可以说和我们预期的完全相反，只有三个国家申请灵活贷款，墨西哥、波兰、哥伦比亚，其他的国家被拒绝了。这说明，一个良好的计划，结果会变成一无所有，这是因为主要的利益相关方并不允许这个变化的发生。

Carlo Monticelli: 非常简单，三点。第一点，我们看一下双重标准，其实像互换，本身就是很大的借贷风险。马克·吐温曾经说过一句话，出太阳的时候你想把伞拿走，下雨的时候你想把伞拿出来。英国的银行系统基本上是有限互换的，美联储本来也倾向于这样做。其实危机就是来自于美国，如果危机从英国来的话，我相信英国的央行也会做同样的事情。

第二点，就是治理和 IMF 的改革。我们知道在圣保罗进行了非常艰苦的谈判，但是最后达成了一个协议，这个协议却没有得到实施。为什么没有实施呢？有一个国家没有参与，就是美国，我必须非常的坦白。其实美国内部的政治是完全瘫痪的，美国有 IMF 的一票否决权，美国的领导力在某些国际问题上已经变成了美国两党之间对抗的产物。美国国会应该批准这样的改革，但美国国会一直阻止这样一个全球的共识，这是一个非常严重的问题。所以我认为，我们应该指责那些发达国家，它们都已经批准改革了，但它们的议会却否决了。

关于 SDR，还有关于人民币的角色，今天很多的讨论，谈的都是这两种货币。国际货币必须也要成为改革的一个媒介，这意味着它有金融工具和足够的流动性支持这么做，但是 SDR 完全不存在这些因素。人民币作为改善的货币其实有很多的强韧性，但它现在完全是短期的融资工具。

余永定: 非常感谢大家的热情参加，特别感谢诸位发言人的演讲！因为时间关系，我们这一轮到此结束，让我们鼓掌对发言人表示感谢！

圆桌讨论：中国作为 2016 年 G20 峰会主办国： 在全球金融及治理框架下建议的议题

Marc Uzan（布雷顿森林体系再生委员会执行董事、创始人）：现在开始我们圆桌讨论的环节，我们有五位讨论嘉宾，有一个小时的时间来讨论中国作为 2016 年 G20 峰会主办国的议题。今天听到来自各方嘉宾的演讲，比如说有嘉宾提到，我们现在的国际金融结构需要在 G20 峰会上加以讨论，包括资金流的提供，为新兴经济体提供一个参与的平台，减少它们金融体系中的压力，还有就是如何通过增强 G20 成员国之间的合作来改善全球经济体系之间的治理。首先，我们请国际治理创新中心全球经济计划负责人 **Domenico Lombardi**，他以前在国际货币基金组织工作过，也主持过 G20 峰会，**Domenico Lombardi** 可以就刚才我提到的问题来表达意见。

Domenico Lombardi：今天我们看到中国已经成为金融系统中首屈一指的重要的国家，尤其在决策上，我们需要倾听中国的意见，考虑中国的需要。而且，我们也看到国际金融体系，因为是由美国主导的，所以还是不稳定的。我们仍然要继续努力。中国作为一个很重要的债主，在全球经济治理上有很多的差距。我们在国家债务重新组合的协议上没有达成共识，中国现在已经有万亿投资在美国和其他一些国家。所以，它们宏观调控政策的风险是存在的，在国际的债务架构当中，中国可能会面临一定的投资风险。在过去很多的会议中，我们都想要解决这个债务结构的问题，国际货币基金组织努力解决国家债务危机，但 SDR 由于缺少一些重

要的参与者的支持而最后流产。我们看到国际金融治理有很多的变化，也有很多市场以及自发的解决方案的出现。

去年，联合国在中国支持下全票通过了一个新的议案，这个新的议案也是一系列的原则，是能够改变全球经济管理以及治理的一些法案。IMF，在中国人民银行的支持下，已经有一系列新意见正在草案的阶段，也有一些新的行动，在架构修改上的举措。如果联合国一系列的原则修改成功的话，相信能够为 G20 峰会提供 FSB（Financial Stability Board，金融稳定理事会）。希望 FSB 能够监管全球的债务架构，希望这样的方法能够监管到全球的金融标准的制定，而且帮助全球来管理国家与国家间的债务。联合国很适合牵头这样一个组织，但落实到具体的债务架构上，我们还是需要国家之间的合作。FSB 不只是以成员参与的形式来监管，而且是一个系统性的会员参与，里面有 G20 的成员国，有负债国，也有债权国，包括发达国家和新兴经济体。这样一个机构的影响力会覆盖很多的国家以及多边机构。而且 FSB 是中立的，中立的意思就是，无论 IMF 什么时候涉及到国家债务架构，都要找 FSB，将这些债权国分级以享受不同的政策。相信 FSB 未来在这方面将起很大的作用，它并不是一个放债的单位，而是管理和保持中立的机构，其宗旨是发展和监管全球金融标准的制定。我们也希望在未来的国际债务架构里，包括很多的软性贷款，FSB 所处的地位是最适合领导这个领域发展的。G20 在 2009 年的时候就已经开始讨论 FSB 的建立，FSB 是直属于 G20 的。我们现在就邀请 FSB 开始行使责任来解决全球债务架构里的漏洞。谢谢！

潘英丽：首先我讨论一下 G20。最近我参加几个关于

G20 的会议，各国还是对明年的 G20 抱很大的希望，希望中国能讨论一些比较有实践意义和可操作的方案。G20 是一个非正式的平台，它不设常设机构，不发布宪章，没有法律约束性的协议，也不搞投票，它的目标是能不能达成共识。对于全球金融治理的议题，我的看法是，SDR 不管从它在全球的权重还是操作性，恐怕都不具有这样的重要性。

我建议全球治理的改革可以考虑的是：第一，对短期资本的流动有没有可能进行管理？第二，对国际汇率的波动有没有可能进行管理？我们知道 1976 年牙买加协议肯定了浮动汇率的合法性，在这之前是不合法的。关于建立国际货币协调和国际汇率管理的框架，之前有很多专家提出来。最早凯恩斯讨论国际清算联盟的时候，建议汇率双边波动不要超过 5%，这是最早的一个方案。1965 年，美国经济学家组织了一个 32 人的课题组，他们当时推浮动汇率制度，认为国际汇率的变动可以调节国际收支不平衡，从而减少对美元储备的需求。今天我们可以看到这个目标没有达到，国际汇率大幅度波动使得新兴市场经济体经常爆发货币危机，亚洲国家在东南亚金融危机以后就开始了积攒外汇储备，我们把这个叫自我保险，实际上产生了对储备的更大需求。国际汇率浮动制度建立起来之后，国际储备货币并没有达到它的目标。

再后来，就是意大利前财长 2010 年的演讲，他提到了浮动汇率，认为浮动汇率不能解决国际收支平衡，甚至对这个体系带来了更大的波动。他在演讲里提出，未来国际汇率的决定应该由两股力量共同决定，第一个是国家的经济政策，第二个是市场的力量，都要在国际汇率的决定当中发挥作用。

1999 年东南亚金融危机发生以后，美国外交协会主持了一个课题，建议对汇率进行宽目标区的管理。我想，在全球框架下，有没有可能通过 G4 或者 G5 央行系统的国际货币合作来管理国际风险？第二，对资本的流动，我建议引入托宾税，在达成共识以后放到联合国投票，少数服从多数。考虑三个投票，第一是国家的数目、第二是人口的数目、第三是 GDP 的总量，假设三条标准里达到两条，就少数服从多数，通过联合国这个合法的机构引入对全球流动性的管理。假如可以征税的话，征的税用于全球金融体系的两个作用，一个是稳定基金，当危机发生的时候发挥稳定的作用；第二个是长期基础设施投资的担保基金，甚至可以补贴利息，这样可以调动私人资本也参与到长期投资中来。我觉得这个可以作为一个方案在议题中提出来。

假如能提出来达成共识，我觉得这个方案对美国也是有好处的。首先，如果发生危机，没有任何一个国家可以幸免。其次，现在资本从美国向世界各地流动，再由世界各地回到美国去，这个过程中汇率会对利率的变动非常敏感，美国利率稍有调整，汇率会大幅度波动，这对美元同样是有伤害的。美元大幅度升值，美国制造业就不可能发展起来，空心化就不可能改善。

Marc Uzan: 谢谢！接下来是上海发展研究基金会研究员刘海影先生。

刘海影: 我讨论的是关于全球金融安全网问题。就像刚才潘教授讲的一样，G20 实际上是一个舆论场，并不是一个决策机制，但在全球公共空间里对于一些关键问题可以形成一些讨论。

关于全球金融安全网的话题，最近这些年学术界开始注

意到一个重心的转换。以前大家比较关心全球贸易失衡，但尤其在 2008 年危机之后，越来越多的研究关注到全球的金融失衡。有很多数据可以论证全球资本项下的波动的速度和规模远高于经常账户的波动。对全球跨境资本流动的关心，有时候就会导向用某种办法来控制资本的流动，这么一个关注有它的合理性。从各项数据来看，跨境资本流动，本质上是有利于全球经济发展的，是有利于全球一体化带来的各种收益的，我们要防范的只是中间的无序波动。

这里面有两个话题。第一，我们谈论的全球金融治理本身，并不能防范某一个国家由于国内的因素所导致的金融动荡。简而言之，不管是国内的还是全球的金融治理都不能消灭金融周期，金融周期本身有它的合理性，因为投资从某种程度上讲是一个试错的过程，这个过程可能会导致某些错误的累积。所以，某些国家可能由于国内的因素导致金融的波动。全球金融治理的目标，是为了防范个别国家国内性质的金融波动演化成全球的金融危机。要做到这一步，中间的关键环节在 2008 年金融危机里展现得非常明显，在危机时刻我们缺乏国际流动性的最后提供者。

同样也是 2008 年危机所显示的，有一个潜在的候选方案强化中央银行的货币互换。美联储给予了全球其他五大央行一个无限度的货币互换之后，欧洲的金融紧张状况得以消减。从防止某一个国家的金融动荡发展成全球的金融危机方面，金融安全网有其必要。对于金融安全网，有很多的层次或者有不同的设想，但很有可能央行货币互换会成为中间最基础的架构部分。到目前为止我们的进展在这个方面并不令人满意。西方主要六大央行之间成立了永久性的无限互换安排，但这好像是一个小型俱乐部，是一个封闭的俱乐部，

包括中国在内的其他国家的央行没有加入到这个俱乐部里。

所以，我们有没有可能在 G20 峰会上面讨论这么一个设想，以 G20 参加国为主，形成一个开放式的央行互换的网络式的安排。不像中国央行跟其他国家的很多双边安排，而是形成一个多边的、无限制的、G20 所有成员国都参加的央行互换俱乐部。当然为此目的，也必须提倡遵守央行的行为规范。如果这个提议能够被讨论，也许我们推进全球金融安全网络方面会有一个比较大的进展，这是我觉得可以讨论的话题。

Marc Uzan: 非常感谢你的建议！今天早上我们也谈到要建立起多边化的互换机制，我觉得中国可以采取领导者的角色，首先考虑跟新兴市场建立起这样的互换机制。我们也想听听来自 IMF 的观点，我觉得对于中国的政策决策者而言，他也有一些观点要表达。

Alfred Schipke（国际货币基金组织驻华首席代表）：其实很多的话题都已经被谈到过了，但我觉得这可能会有 IMF 的印记在里面。在 G20 的环境中我们能实现什么样的目标？我们相信全球的金融系统还行，还不太需要太多的修补。所以，我想和大家分享一些让 G20 成功的要诀，就是说，我们不要把它变成一种学术讨论，而是希望能够真正付诸实践的一个过程。我们已经谈到了一些目前的问题，在组织的原理上，核心的问题在于你想实现什么样的目标，你是想关注几个领域还是你想关注大片的领域。

我们首先来看一下弱点在哪里。我们可以进行以下几组的分配。首先，各国之间如果有经常项目的盈余或者赤字，我们知道，它们需要调整，特别是那些有赤字的国家需要调整。同时，关于监管，我们需要监管资本流动。我个人认

为，在这个领域中国可以起到非常重要的角色，因为中国正在开放它的资本账户。目前我们并没有一个框架来监管跨境的资金流动，当我们开始解决问题之前，我们首先要了解问题本身。说到全球的流动性，我认为考虑到现在全球经济规模正在快速的扩大，新兴市场增长很快，而我们的安全网提供的资源却在不断地下降，因此我们有必要不断加强这一安全网，增加这一资源。其次，我们谈到了关于全球安全资产的问题，基于所有的预测，安全资产的提供，包括政府债券，肯定是会减少的。新兴市场的增长率，提供了一定的安全资产。

除了这些弱点之外，还有其他的一些问题，但是我们选择哪一个问题作为聚焦点？我们也许不应该关注过多的问题。自从国际危机以来，我们看到采取了一些行动，一些工具得到使用，我们要问这些工具合理吗？我们是不是需要进一步开发这些工具？还是说我们需要替换掉某一些工具？在调整机制方面，我们当然有一些非正式的机制，像 G20 的互相评估计划。我们现在要了解储备的足够性，还有资本流动。人们经常谈到溢出，所有这些准备都在早期阶段，而机制也相对比较薄弱。我们现在有一些工具还在学术讨论阶段，而不是在形成共识的阶段。从 IMF 角度来说，这其实非常有意思，我觉得在这里可以采取很多的行动。我们现在都已经看到，区域金融安全网在大量出现，这是一个积极的迹象。因为我们知道需求是不够的，资源需要进一步的增加。再看一下互换机制，这些互换都是分碎的，各方有自己的分工，包括哪些先来、哪些后来，但是我觉得我们在互换方面应该有更多的互相协调以及互相了解，这样我们才可以互相帮助，而不是互相竞争。

接下来我来做一个总结。说到安全网，它需要有更多的一致性，这一点至关重要。当然，我们这边有很多不同的观点。IMF 可能会起到一定的作用，一方面这样的一些倡议需要 IMF 的资源，需要更多的资源投入。当然了，这牵涉到更加广泛的问题，包括 SDR。说到治理改革，我认为它有两个方面很重要，我们应该讨论将 IMF 的规模进一步扩大，强化它的资源调配的作用，强调更多的合作，包括强调在 IMF 指导下有更多的各国监管机构协调，IMF 可以在 G20 当中起到协调者的作用。我们需要关注一到三个不同的领域，而不是关注太多的东西。说句实话，我们不应该让这些讨论变成学术的讨论，我们要更多从经济政治学的角度进行思考。对于这些话题广泛的讨论，我认为应该属于中长期的。但是在短期，这些改革如果有具体措施和步骤，就可以更加有改革的动力。我们在全球实施这些举措，所以我们需要具体的步骤。如果没有具体的步骤可行，可能就会中途放弃或者出现倒退，正如我们在 WTO 当中看到的那样。

谢谢大家！

Marc Uzan: 下面请 Massimiliano Castelli 跟我们谈谈流动性方面的问题。

Massimiliano Castelli: 也许明天早上我会进行更详细的演讲。今天我想谈两点。

第一，谈催化剂。我们知道 G20 是非常重要的催化剂。2008-2009 年出现了金融危机，G20 能够在一定程度上创造一致性，包括采取宽松的货币政策，我觉得这样的联盟是有效的，全球经济因此而受益。现在我们需要一个新的催化剂以推动进一步的一致性。说句实话我并不认为这个催化剂指的是找到一个进行改革的讨价还价的基本点。目前投资方面

的根本问题在于增长缓慢，在在危机后的事业当中，我们缺乏的就是投资，因为缺乏投资，所以经济增长缺乏动力。大家已经对此达成了共识，对于新兴国家、发展中国家都是如此。而且我相信双方都有很多的政策空间，包括在国际、国内的层面，而 IMF 可以起到支持的作用。投资将是在中国主持的 G20 上的主要话题。

我再谈另外一个重要的话题，美元主导的这个问题的解决。我们知道全球的治理架构要发生改变有两个方面：一方面正如我的朋友所说的，有大国坐在桌子上，承认全球经济发生了变化，于是要求在治理、外汇兑换上发生一定的改变。但是我并不认为这样一个大的改变会发生，因为有政治的阻力。同时，还有不同国家之间不同的优先事务。但是我觉得如果要完全终止美元的主导，应该由市场推动，市场可以推动这样的过程。大家有没有看到这样一个迹象出现呢？我答案是，也许是的。如果看看全球的经济目前的情况，非常重要的货币集团就是美元，世界上面 45% 的经济都是跟着美元走的，所以美元依旧是一个主导的货币。很多的中央银行以美元进行外汇资产的储备。这一直是行得通的。之前，这个市场有非常多的外汇储备，我们突然间看到的情况是，美联储可能会增息，因此给全世界造成很大的影响。看一下中国的政策议程，主要是转向以消费为主导的经济。你不能老盯着美元，因为如果你放松资本项目的话，私营部门就会进一步的发展，也就会进一步的扩大国内的消费。所以，这是我们在未来十年中的一个趋势的改变。最后盯着美元走的情况会逐步的消失。

最后跟大家分享几个负作用。一个是我明天的演讲话题（“外汇储备下降：一个时代的结束？”），另外一个话题是

全球的不均衡性。为什么德国是一个这么大的盈余国？因为它是跟着欧元走。同时，中国在经常项目下盈余非常多，如果中国不再盯着美元走，我们自然就会看到盈余的消失。未来我们也可以看到，有更多老百姓的投资也会参与进去，会购买政府债券。这个市场里有很多的问题，包括美元的主导地位，我们在这样的环境中如何解决我们的问题呢？

Marc Uzan: 谢谢 Massimiliano Castelli！我们有非常有趣的专家 Domenico Lombardi，他提到了关于 FSB 未来的监管、政府债务、有流动性，以及人民币与美元挂钩的情况，这些都是我们未来会遇到的一些挑战。同时也有一位讲到，投资是未来重要的努力方向。现在我们可以讨论了。

Patrick: 中国的国民生产总值很大，中国作为 G20 主办国，内部的政策会有怎样的计划？

Marc Uzan: 还有其他的提问或者评论吗？

潘英丽：对于刚才 Massimiliano Castelli 先生谈的问题，其实我个人认为经济全球化以后，经常账户对汇率的敏感性越来越差，汇率的变动对经常账户的调节能力越来越弱。主要的原因是全球化带来了产业链的分工。中国作为一个来料加工的大国，原材料进口，产品大部分出口。加工产业在中国创造的 GDP，理论上讲可以全部转成贸易顺差。所以在这种情况下面，除非颠覆这样的分工体系，否则汇率对经常账户的调整是比较有限的。

Massimiliano Castelli: 我不知道是否明白你的问题，你是否觉得中国在国际上的一些目标和参与，与内部增加投资、扩大内需的政策有矛盾？我也不知道中国未来的政策走向，但是我知道全球投资的缺口并不是中国的问题，而是全球的问题，尤其是在发展中国家。看我们整个亚洲，有很多

的报告都显示，除了中国以外，整个亚洲都面临很多基础设施建设上面的瓶颈。如果中国能够牵头解决这些问题，我觉得这在国内投资和在外部投资上没有矛盾，因为中国的目标是要在以出口加工为主的形式上有所改变，能够进行经济转型。

Jean Pierre Landau: 我很好奇 Massimiliano Castelli 明天关于外汇储备的意见会是怎样的，我很好奇他明天的内容是什么。即使我们有很多的政策调控，全球的金融仍然有很多波动性，我们必须要有有一定的缓冲，需要有国家能够接受这样的资本流出，进行贸易输出和贸易的交换。我的观点是，我认为全球的金融波动，明年还会继续，无论是汇率还是价格指数，以及银行间的拆借，还有投资的组合，未来我们的政策应该对此有所预备。

Bernard Snoy: 刚才讲了全球调控的机制，G20 峰会是否会听取 IMF 报告的意见？中国在计划上是否会关注外部的这种变化？宽松的货币政策会不会对中国产生影响以及对于其他国家产生影响？这不只是中国要面对的问题，是大家共同要面对的问题。

Alfred Schipke: 说起各国是否会听取 IMF 的建议，取决于 G20 主要参与国的兴趣点在哪里，如果他们愿意的话，至少可以双边讨论一下。我们刚才说的溢出性效应的报告已经得到他们一定的关注，但是我们也要面对现实，我们只是给他们的讨论提供了一个框架，不见得给他们一些实际性的建议。因为这里面有政治经济因素，问题还在于让这样的讨论能够达到我们所期许的水平，以保证未来有一些实际的实施。

Massimiliano Castelli: 明天我会讲关于金融的波动。各国央行和美联储的一些量化宽松以及零利率的政策，就是

为了减少我们在金融市场里的波动。当然了，这又提高了大家投资的兴趣，但是不见得就一定会达到我们要的效果。我们有时候觉得金融政策没有达到预期的效果，不是线性的变化，但是会有一定的导向，因为金融市场现在还是有一定的紧张度。明天我的演讲当中会特别讲到周期性的变化，新兴市场会从银根紧缩改成长期的宽松，以及外币兑换率的下降，中国是一个很好的例子，而且大部分的新兴市场经济体都是这样的。由于大宗商品价格上升，会减少大宗商品的持有，就有可能引起一系列的动作，速度是非常快的，这又造成资本的流动。由于这样的资本流出，那些新兴经济体会有很多痛苦的经历，又回到起点。这些是周期性的，而且许多因素是互相作用的。

Alfred Schipke: 我也想讨论市场波动性的问题。中国现在的结构性改革会继续，来自于中国的改革会造成市场的波动。现在中国的改革的速度很快，我们只能做一定的预测，我们会经常调整对中国的预测。但这其实是正面的，这样一个市场的反映也是正常的反映。这就是为什么我们需要有一定的共识。因为没有金融危机，全球就不会特别关注这个事情，现在市场的波动性也是大家关心的问题。

Marc Uzan: 我们今天下午就到这里结束！

第二部分：中国的金融改革

专题一：人民币汇率体制改革

张春（上海交通大学上海高级金融学院执行院长）：大家早上好！我们开始第二天的会议。今天上午第一个专题讨论是“人民币汇率体制改革”。大家知道这是中国的一桩大事，自8月份以来中国央行开始推进这个改革。今天我们请了三位主讲嘉宾给我们讲一下这方面的背景和一些评论。每个人的发言时间有15分钟。第一位发言的是美国旧金山联邦储备银行研究顾问刘铮。

刘铮：资本管制、外汇管理和中国的货币政策

刘铮（美国旧金山联邦储备银行研究顾问）：首先我要感谢主办方组织了这么精彩的一次会议。第一天的会议让我受益匪浅，这场会议内容非常丰富，使得我的很多东西都不用再讲，我PPT里的一些东西，昨天都已经谈到过了。我想从学术角度出发进行一些阐述，这其实是一次关于政策的会议，因此我想表达一些学术上的观点，对政策的制定提供一定的建议。

今天我演讲的主题是“资本控制、外汇管理和中国的货币政策”。首先需要声明的是，在这里我不管说什么，仅代表我个人观点，不是代表美国或者加利福尼亚来发言的。

中国当前的贸易政策给货币政策带来了限制，目前中国的对外贸易有两个政策，一个是资本控制，一个是外汇管

理。在这个贸易政策体系下，中国人民银行，也就是中国的央行，它的任务是管理外汇储备，如果在经常项目上出现盈余，中央银行就会从出口商那里购买这些盈余。央行要么用货币供应的政策，或是通过国内的债券进行冲销，如果进行冲销的话，央行会就本地债券付利息。

自全球金融危机以来，美联储以及其他一些经济体不断降低利率，尤其是美联储国债的收益率几乎降为零。中国人民银行（PBOC）的外汇储备利率几乎为零，与此同时要为本地的债券付利率，而利率是3到5。这就产生了非常严重的问题，就是冲销的成本，中央银行不得不通过货币供应的方式进行弥补。在这个意义上，我们对外贸易的政策对我们内部的货币政策产生了影响。

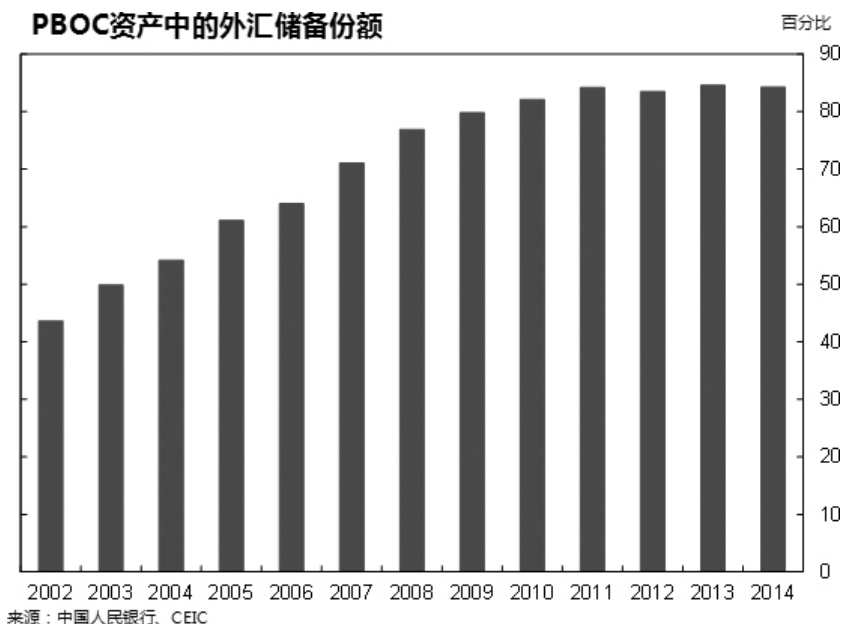


图 1: PBOC 资产中的外汇储备份额

短期利率：美国对中国 3个月的移动平均值

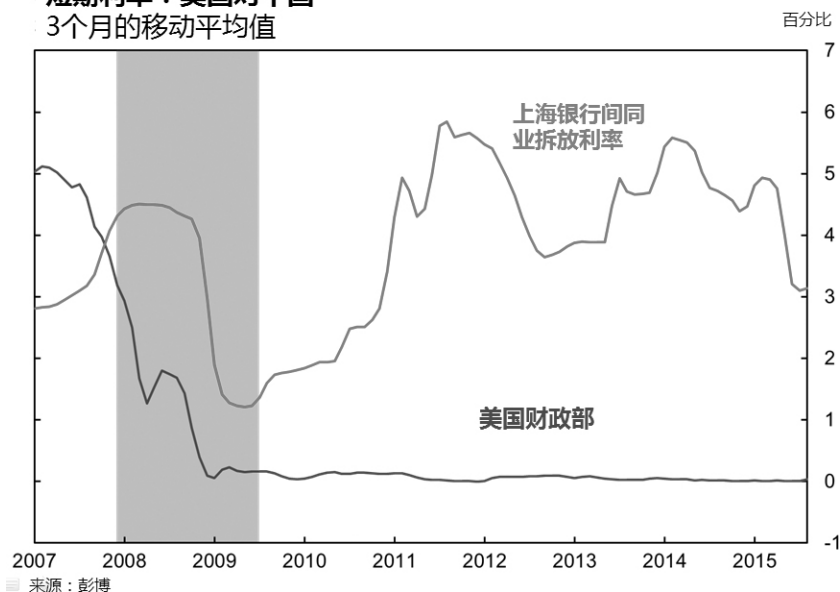


图 2：全球低利率提高了冲销成本

如图 1 所示，它表明中央银行资产中的外汇储备所占份额从 2002 年的 45% 一直增长到 2012 年的 90% 左右。图 2 是中央银行整个利率的改变，跟全球金融危机发生前后对比，我们可以看到银行间同业拆放利率和美国财政利率之间的差别，美联储的三个月移动平均值几乎是零，而且它们的长期利率也到了非常低的水平，但是中国本地的利率依旧是非常高的。

由于冲销成本越来越高，为此 PBOC 增加了货币供应，但是希望这个货币供应不会进入到循环，所以进一步提高了法定准备金率，将其一度增加到 21%，同时将人民币进行升值，以降低贸易顺差。图 3 体现了跟美元相比的名义和实际

人民币的升值幅度。由于政策的影响，我们仍能看到通货膨胀在加剧，2009 年只有 2.5%，但是到了 2012 年通货膨胀率达到了 6%，这表明当冲销成本上升的时候，来自中央银行政策的反映就是通货膨胀，而且无法完全控制通货膨胀。



图 3：人民币汇率变化趋势

这对于整个中国的货币政策来说，具有非常重要的影响。在陈红一教授还有我的同事发表的文章中这样提到，这是政策方面的利与得，我们把这个理论叫做 DSG 理论，它研究各种改革的影响，包括消除资本控制或是完全让汇率自由化的影响。我们的发现是，其实可以放宽资本控制，但是利率依旧是不能放开的。

私营部门能够参与到外汇交易中，它们可以把自己美元

的利润投资到国外，这就没有必要购买它们的外汇储备了，所以不用考虑再给这些外汇储备融资。如果汇率是浮动的，其实汇率浮动会重新恢复贸易平衡，这样就没有必要去购买外汇储备。所以，改革能够缓解冲销成本的压力。

接下来我将谈谈整个汇率体制改革的一些情况。我们知道 8 月 11 日中央银行宣布了一个与之前完全不同的汇率改革，就是实现中间价报价，根据前一天的收盘价进行报价。这个改革对于全世界会产生什么影响呢？根据我们的分析，它迈出了正确的一步，因为它能够缓解冲销成本与通货膨胀之间的关系。美联储提出了一些政策，但没有谈到中国的问题，除非中国给它们带来下行的风险。如果中国做得好，美联储根本就不会谈到中国，但如果中国出现问题的话，中国会成为美联储的问题。在 9 月份美联储议息会议（FOMC）发表的声明中，我们看到并未提到中国市场。中国政策的改变对于世界有什么影响呢？尤其是对美国有什么影响呢？中国与美国之间的直接贸易其实是很少的，美国向中国的出口占美国 GDP 不到 1%。中国与美国之间其他间接的影响并不是非常大。我们看到中国不仅与美国，还与其他许多国家发生贸易联系，所以会有溢出效应，也会影响其他国家。图 4 反映人民币政策变化对于新兴市场的影响，这里观察的是美元在 PBOC 公告的 24 小时之内的变化。在前 24 小时中，我们假设没有其他新的新闻出现，冲击波主要来自于 PBOC 的公告，公告发布之后，垂直的这个轴表示的是这些国家的汇率与美元之间的关系，往上走意味着美元贬值。我们再来看一下那些与中国有贸易关系的国家，横轴是它们对中国的出口额占其总出口的比重，向中国出口更多的国家和地区，包括韩国、台湾、智利，我们可以看到它们的汇率

对于公告的反映更大一些。如果它们对中国贸易更多的话，对于美元就会贬值更多。而且我们可以看到，这基本上在统计学上是有显著意义的。

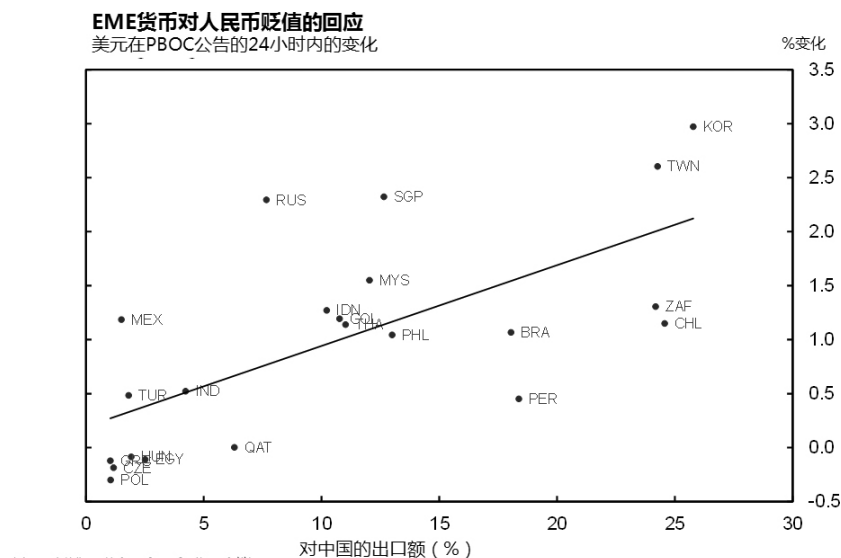
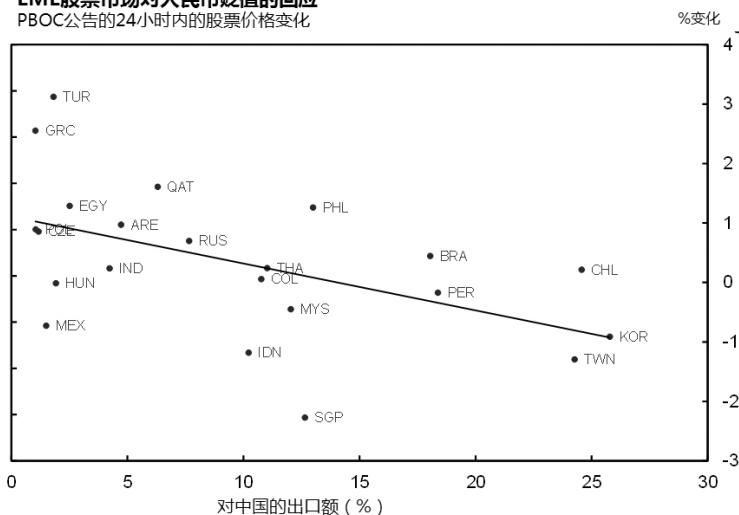


图 4: EME（新兴市场经济体）货币对人民币贬值的回应

我们再看一下这些国家的股票市场对于人民币 PBOC 公告的反映，在前 24 小时之内，从图 5 可以看到，股市变化曲线向下。如果这个国家与中国的贸易关系更多，这些国家的股市下降得更多。从某个意义上说，这个公告对中国未来的发展会带来负面的影响。也许 PBOC 有一些东西我们不知道，所以股市以这样的形态来反映。

如果发达经济体向中国出口商品，比如说像澳大利亚、新西兰这样的国家，如果它们与中国贸易更多，而且出口大宗商品，它们的货币针对美元就会贬值更多。

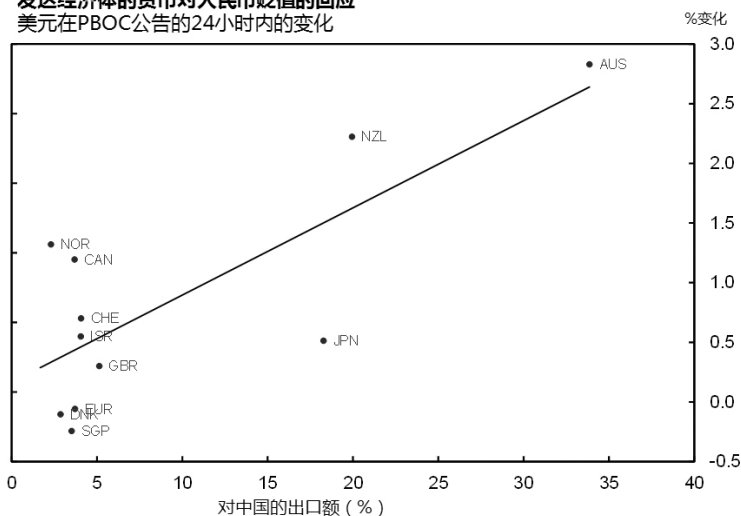
EME股票市场对人民币贬值的回应
PBOC公告的24小时内的股票价格变化



来源：彭博；联合国贸易和发展会议

图 5: EME 股票市场对人民币贬值的回应

发达经济体的货币对人民币贬值的回应
美元在PBOC公告的24小时内的变化



来源：彭博；联合国贸易和发展会议

图 6: 发达经济体的货币对人民币贬值的回应

但是不管汇率怎样变化，新兴国家的股票市场并没有受到公告的影响。所以，昨天在 Isabelle Mateos Lago 的演讲中，她有一个定性的描述，两个证据都表明了中国在全球经济中的重要性，当中国的汇率政策发生改变，冲击波就会传播到其他国家，尤其是那些与中国有贸易纽带关系的新兴国家。

人们一直在思考中国资本流动和汇率波动的未来方向，包括汇率和资本账户的改革。未来会怎么样呢？我们是否会看到巨大的资本外逃？我们是否会看到人民币大幅贬值呢？在一定意义上这些都是合理的担忧。但说到底，这一切都与中国未来的发展前景有关。中国虽然增速放缓，但是否会陷入到中等收入陷阱？如果中国前景好的话，完全没有理由认为人民币会大幅贬值。

我看到了一些乐观的迹象，我觉得在某些地方中国可以改善，包括进一步提升劳资分配，进一步加快国有企业的改革，加快私营企业的发展。正如有研究表明，中国可以让资本分配接近于美国的水平，然后中国的生产率提高 30%-50%，这是非常大的提升。我们知道中国是发展不平衡的国家，西部发展得不是很好，但东部发展得很好。发展中西部地区可以进一步推动中国总体的增长。

另外，我们可以看到五中全会，还有在 2013 年的三中全会，都进一步强调了改革的重要性。图 7 就体现了我们与邻国韩国和日本的增长对比。垂直的是 GDP 增长率。日本在上世纪 60 年代的人均 GDP 是 5000 美元，而它的 GDP 增长率是 10%。到了 80 年代增速放缓，人均 GDP 增长到了 1 万美元，而现在的人均 GDP 超过 3 万美元，的确是一个高收入国家。韩国也非常相似，上世纪 70 年代开始和日本持

平，不到 5000 美元的人均水平，然后以 10% 以上的速度增长，现在是 3% 的 GDP 增长，但是它的人均 GDP 达到 3 万美元以上。中国在 80 年代早期人均 GDP 大概是 500 美元，在 30 年的发展过程当中也是以 10% 以上的速度增长，现在增速下降了 6% 到 7%，但人均收入在 2014 年超过了 1 万美元。问题在于，中国是否会从悬崖上面跌下来，从 2014 年开始会不会停止增长，然后人均收入在 1 万到 1.5 万就停滞不前了，或者中国会随着日本和韩国的步伐成为一个高收入的国家？我其实是乐观主义者。

实质国内生产总值增长率对实质人均国内生产总值

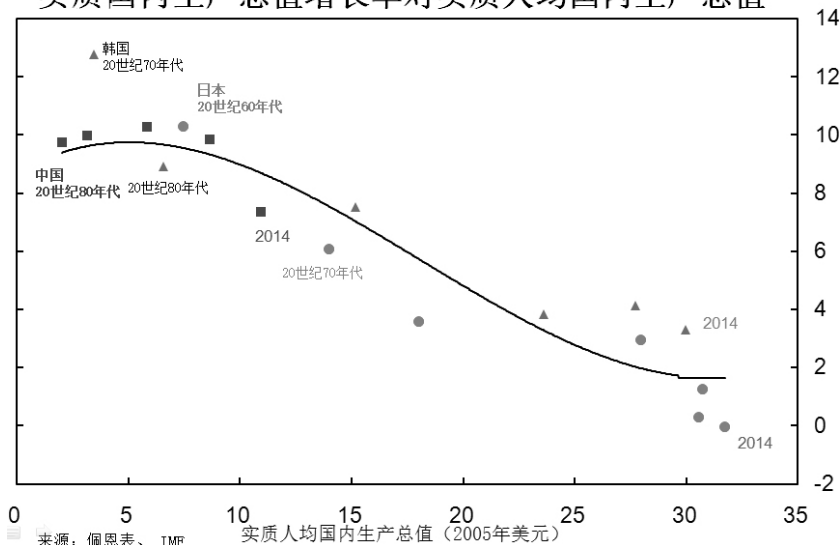


图 7：中国会紧随日本和韩国的步伐吗？

我的演讲到这就结束了。谢谢大家！

张春：时间控制得非常好！下面一位发言人是 中国外汇交易中心的张生举！

张生举：人民币汇改：事实与猜想

张生举（中国外汇交易中心研究部总经理）：大家上午好！很高兴有机会参加这样一个研讨会来谈一谈人民币汇改方面的一些情况。从8月11日最近一次人民币汇改形成机制改革到现在过去两个多月，可以说余波未息，不断地被人提起，成为讨论的热点。这里有一些是我们大家共同看到的事实，有一些事实可能被忽略了，也有一些是我们基于自己观察的角度做出的猜测和推想。当然我自己也有个人的一些想法，和前面刘先生一样，这些想法也不代表我所工作的单位。

中国的外汇体制改革其实是在渐进地进行。这当中大家比较敏感的是2005年的汇改，有了一次性的升值，2%。另外一次是最近的8月11日，中间价发生一次贬值，也差不多是2%。很容易让人产生联想，2005年开启的人民币升值历程持续了十多年，这一次人民币是不是要开始贬值了？

这一次改革从表面上来说，改变了人民币汇率中间价的形成机制。如果不是特别关注中间价机制的，对这个可能不是很了解。这个中间价机制，从1990年开始到现在，进行了四次变化，有些人可能根本没有注意到这一点。

2005年7月21日前，当时是用市场成交的加权平均价来做第二天的中间价，在统一的电子交易平台，储存了每一笔交易的成交数据，由此可算出整个市场的加权平均价。2005年7月21日汇改到当年年底前，我们曾经使用收盘价，就是用收盘那一段时间，比如五分钟的加权平均价，作为第二天的中间价。这种做法的理由或者逻辑是，越接近收盘时点的价格应该和第二天开盘价格有更好的连续性，而不

是一整天的交易价。2005 年之后又有一些新的变化，2006 年初开始，我们开始用报价而不是交易价。前面两个是实际交易以后计算出来的，2006 年开始用报价。这一次的汇改还是用报价，只是强调了参考前一天的收盘价。我觉得这里的理由，同样是收盘价跟下一天的开盘关系更紧密，当然还有其他的考虑。这是中间价的机制，在座的如果不是做这个行业的，估计很多人会忽略当中小的变化。

为什么进行这一次汇改？官方的表述是“增强人民币兑美元汇率中间价的市场化程度和基准性”。这是非常官方的表述，怎么理解？什么是市场化程度，什么是基准性？我们来看一看，在 8 月 11 日汇改之前，我们中间价一直不在中间，我们拿一个月的最高价和最低价跟中间价比，中间价系统性偏离市场成交价，不在最高价和最低价之间，从字面上来说不是中间。

	2015.1	2015.2	2015.3	2015.4	2015.5	2015.6	2015.7
最高交易价	6.2569	6.2699	6.2763	6.2216	6.2184	6.2193	6.2196
最低交易价	6.1856	6.1508	6.1793	6.1873	6.1914	6.1935	6.2000
日均中间价	6.1272	6.1339	6.1507	6.1302	6.1143	6.1161	6.1167
偏离最低价 (pips)	-584	-169	-286	-571	-771	-774	-833



图 1：交易价长期偏离中间价

另外大家也都观察到，在各种货币当中，无论是跟我们

类似的新兴市场，还是资源出口国家或者其他的国家，在之前它们的汇率其实都是有一点贬值的，而唯独人民币是升值的。所以市场认为人民币实际的价值或者说均衡的汇率好像跟大家的直觉和判断出现了背离。由此出现许多的解读，说我们这一次汇改，是为了促进出口、提升经济，因为经济确实出现了增速下滑的势头。但是这个猜想已经被官方否认，比如说中国人民银行副行长对此直截了当的给予了驳斥，他说猜想人民币大幅贬值是为了刺激出口以及这是官方的意图，这些都是无稽之谈。

据我所观察，我认为最主要的原因是提高基准性。基准性是什么意思？我估计有一些人注意到了，但是没有把两者联系起来。8月5日，IMF发布了SDR估值方式的评估报告，这是一个例行报告，实际上里面很多内容是针对中国的，或者说是针对11月份人民币是否能够加入SDR篮子的问题。这里面特别强调了人民币要纳入SDR这个篮子的话，要有代表性的市场化的汇率和利率。而这个所谓的代表性，理想的选择或者候选的基准就应该是我们在岸市场的中间价，这个中间价就是我们外汇交易中心每天上午9:15发布出来的。但是它也观察到这个价格不是基于市场成交的，有系统性的偏离，而且这个浮动大概是2%左右。这两者联系起来，8月5日、8月11日，中间价系统性地偏离了2%，我觉得这就比较好理解了：我们这一次的改革就是为了让中间价更有代表性，把原来一直偏离的2%给纠正过来。另外一个佐证，同样是来自8月5日那份报告，提到还要有一个货币市场的利率，认为比较好的的是三个月的国债利率。之前财政部没有有规律地发行三个月的国债。财政部在10月9日宣布，我们从第四季度开始每个星期发行三个月的国债，

这里面有很多原因，其中一个也是为了协调货币政策，推进人民币国际化。6月中旬 IMF 有考察团先到香港离岸市场，再到在岸市场了解我们市场运行的情况，其中特别提到市场流动性和市场价格的问题。这是我对汇改原因的猜测，我认为大家应该把目光关注在提高基准性上面。触发的因素应该说跟 IMF 的报告非常有关。

改革最后的效果，应该说在影响上大大超出了预期。刚才刘先生也讲到这个对于其他国家，对于股票市场的影响。我们这里也找了一些数据，对于美元指数，对于原油，对于我们国内的股指，都有很大的影响。刘先生也提到美联储会议也专门提到了中国近期的表现。如果要验证我前面的猜想，如图 2 所示，在 8 月 11 日前后这个图有明显的变化，这个图的左边，最下面是中间价，但是偏离了上面的交易价，这是系统性偏离。而到了 8 月 11 日以后，交易价格就围绕中间价上下波动了，基准性大大提高。在这个意义上，汇改完成了它设定的目标。

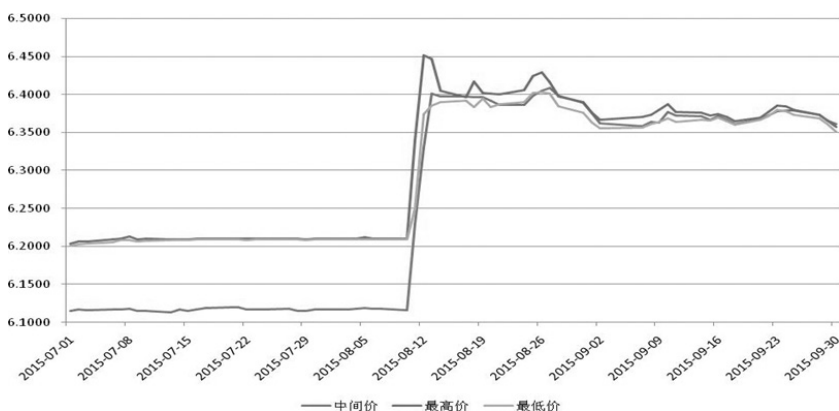
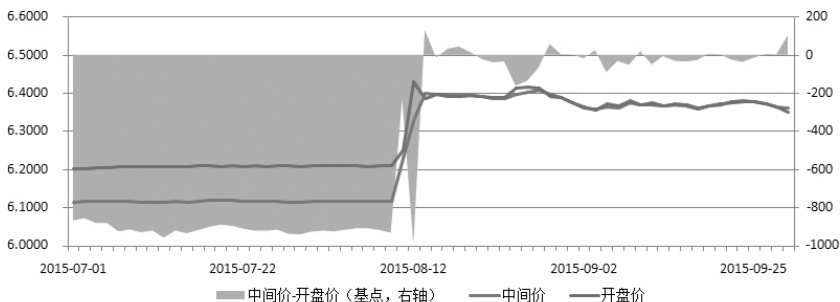


图 2：改革的效果：基准性提高！

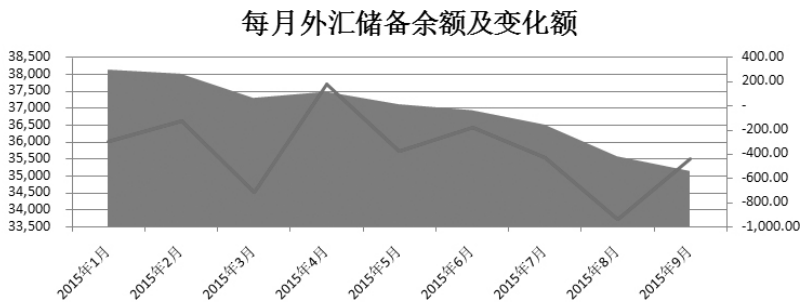
用另外一个指标衡量中间价和开盘价的关系，很明显，第二天的开盘价和中间价靠得非常近了。



每日盘前公布的中间价和开盘价价差显著收窄：7月至8月汇改前，中间价和开盘价日均价差达到894个基点；8月汇改后，除了首个交易日市场尚处于调整状态，中间价和开盘价价差维持在994个基点，此后两者日均价差迅速收窄至14个基点。

图 3：改革的效果：人民币对美元中间价及开盘价走势

讨论比较多的是储备。比如说8月份就消耗了将近1000亿，如果是二十几个交易日，那每天大概有40亿左右的外汇储备在下降。大家考虑一下，这样的改革或者这样的汇率水平是否具有可持续性？



2015年汇改前，外汇储备月均减少274亿美元；汇改后，当月外汇储备锐减940亿美元，创近年来记录；9月继续减少433亿美元。9月底，外汇储备余额3.51万亿美元。

图 4：改革的效果：储备显著下降

由此，大家会问改革是不是引起了大规模的资金外流？过程中间是不是有央行干预？我觉得官方的一些说法已经做了回应，干预是通行做法，我们会逐渐退出。我们从数据来看，储备是下降的。如果大家可以理解以前的储备上升是怎么来的，那么大家也可以理解储备下降是怎么回事。市场人士包括交易员推测，有一股力量在某种价位上面形成阻力，从市场意义上来看，日间大幅价格变动的力量不是普通市场能够表现出来的，甚至离岸市场的这些走势、价差和特定时段的表现，也被认为是有股更强大的力量在干预。还有人认为是不是我们改革的进程中发生了一些逆转或者变化？在一些具体的措施上面，特别是在外汇管理措施上面，好像有一点偏离原来便利化的方向。

我觉得这都是基于一些观察所做的猜想，数据表明，储备率减少并不意味着资金流出，有一部分达成了我们一直想追求的目标——藏汇于民，这具有积极意义，存款在增加。资产负债的结构在调整，外币的负债在下降。另外一个积极的意义在于货币政策空间的扩大。以前为人所诟病的是，人民银行为了稳定汇率，大量购进外汇，投放基础货币。刚刚刘先生从货币理论角度讲了，投放货币，又必须进行干预或者冲销，要发行央行票据，提高准备金率等等，这些都是被动的。现在而言，货币政策的主动性或者说操作空间更大，可以根据经济形势的判断来降低准备金率，也不需要被动地冲销，中国人民银行可以有更多的创新的货币政策工具。还有就是风险意识的提高。越来越多的人关心汇率的走势，关心有没有一些市场化的工具对冲风险。作为市场的组织机构，我们很高兴看到这会大大推动我们外汇市场的发展。

前面说，我们认为如果这一次改革的主要目标是提高基

准性和市场化程度，现在来看，目标基本完成，中间价更具有代表性了。中国人民银行官方的表述是后面会有一系列的推动市场化改革的举措。

我们看到外汇市场现在已经对所有的境外央行和主权财富基金开放，所有的产品、工具，什么额度都没有。不仅外汇市场如此，我们的货币市场、债券市场对境外的央行和主权基金也都是开放的。这些是可能用到 SDR 的机构，我想还会有更多的商业机构进入到这个市场中来。我们在积极做准备，延长交易时间，覆盖欧洲时段。另外，还要促进境内外人民币汇率一致。

对于汇率的波动幅度，人民币兑美元还有 2% 的幅度，央行还是在发挥一些作用。我们还有一个基准，这在官方层面叫做中间价，波幅 2% 会越放越宽。好比利率改革，央行干预的频率会越来越少，中间价有一天可能不那么重要了。如果我们形成一个开放的、交易产品齐全的、全球 24 小时的交易，这个市场又很有流动性，无所谓中间价，好比美元、欧元、日元一样的，这可能是汇改最终会达到的目标。

谢谢大家！

张春：下面请余永定先生发言！

余永定：资本流动、人民币汇率和汇改

余永定（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）：谢谢大家！刚才张先生做了一个非常好的、非常有实质内容的一个演讲，向张先生表示敬意！

我今天谈的主要是资本流动、汇率和汇率体制改革，这个题目很大，但是我讲的会比较简单。

我主要是想看一看人民币汇率在未来的变动趋势是什么？从图 1 大家可以看到，人民币汇率一直在发生着变化，红色的这个曲线代表了实际的汇率，大家可以看到红线是一直往下走的，也就是说人民币在前一段时间一直处于升值状态。当然了，在不同的时期也出现过贬值，最明显的贬值应该说在 2014 年第一季度，一开始的时候，出于市场意料之外，人民币突然贬值了，当时大家就问为什么这个时候人民币会贬值？因为这个期间中国是双顺差，经常项目顺差、资本项目顺差，按道理说人民币应该升值，但为什么贬值呢？这是央行操控的结果。

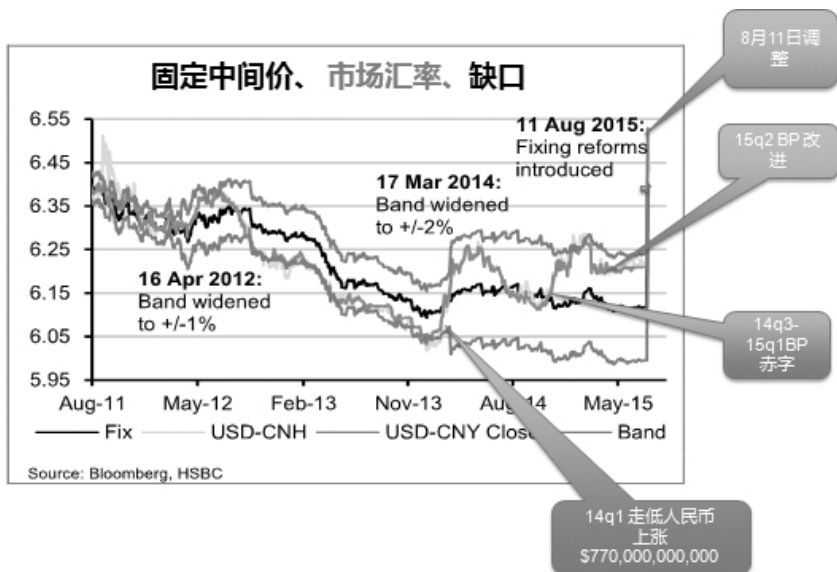


图 1：人民币汇率浮动的五个重要契机

因为在前一段时间，人民币一直在升值，所以套利交易非常猖獗。这样的话央行就觉得有必要改变这种情况，增加

汇率的双向波动，顺便也惩罚一下那些套利交易的人。在双顺差的情况下，大家如果看数据，就会发现外汇储备增加了。在这个情况之下，中央银行希望人民币贬一下，达到惩罚他们的目的。在这之前市场认为人民币会不断升值，但央行这个动作之后，市场预期发生了某种变化，所以贬值的预期延续了一段时间。在 2014 年第一季度的一段时间内人民币是贬值的。但是很快，由于中国经济的基础面，特别中国的贸易顺差很大，中国的长期资本项目也处于顺差的水平，基础是比较好的，市场又逐渐恢复了对人民币的信心。人民币在 2014 年第二季度以后，三四季度又出现了升值。往后是在 2015 年的第一季度，中国出现了比较大的资本项目逆差。这个时候就不是中国平常所说的保持国际收支顺差的局面，出现了逆差，人民币又贬值了。这时候的贬值并不是央行操控的结果，而是经济实际表现的结果。经常项目顺差减少了，资本项目逆差增加了，资本项目逆差大于经常项目顺差，所以人民币在实际经济力量的推动下又贬值了。2015 年第二季度，中国国际收支状况出现好转，所以人民币又开始趋稳。这种情况一直延续到 8 月 11 日央行推动汇改之前，在外汇市场上人民币贬值预期并不强，汇率预期基本上是稳定的。但是 8 月 11 日央行的这个动作又大大冲击了市场，形成非常强烈的人民币贬值预期。大家原来认为人民币贬值不一定那么多，而且预期的贬值幅度也比较小。但汇改之后情况发生变化，刚才张先生已经解释了，我同意他的解释，就是央行为什么要采取这个动作，当然可能还有别的原因。但是我想提醒一点，如果我们问央行是不是这个原因，相信央行一定是否认的。张晓慧举过一个例子，那个例子我觉得不如张先生所表达的观点更有说服力。

我现在想讨论的是，人民币最近这一段时间的贬值压力到底从什么地方来？从图 2 大家可以看到，蓝线是中国的经常项目，蓝线一直处在水平线之上，中国直到现在依然是经常项目顺差，而且经常项目顺差还是比较大的。与此同时，紫色线大幅波动，而且最近一段时间内处于逆差状态。在某些季度，资本项目逆差加上误差遗漏会大于经常项目顺差，所以人民币是贬值的。央行不干预，人民币就会贬值，这是经济实际发展状况决定的。

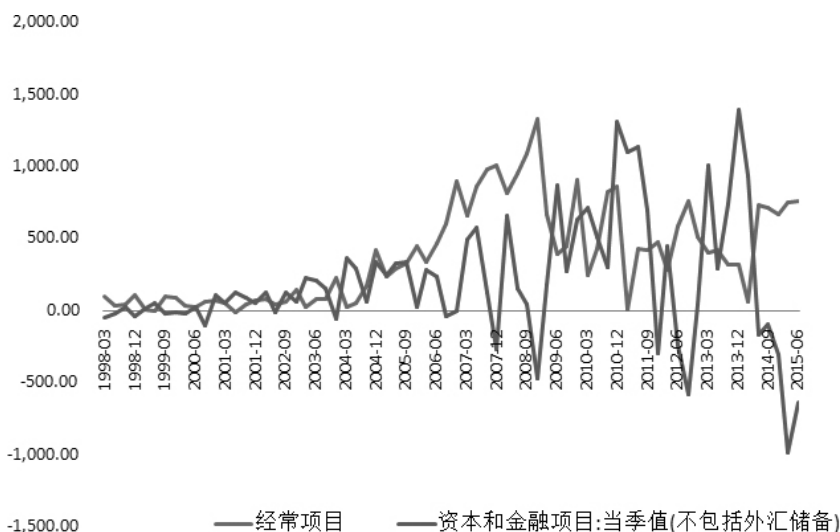
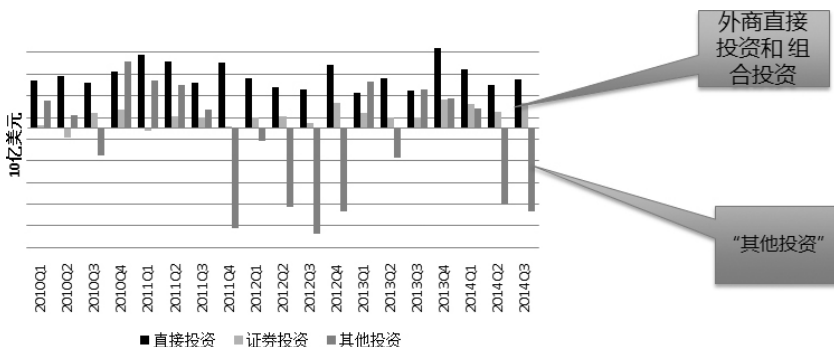


图 2：当前贬值压力来源：

2014 年第 2 季度起，中国出现资本账户赤字

现在想问一下，资本项目下有很多子项目，是哪些项目的逆差导致了资本项目的逆差？在中国我们一般把资本项目分成三大类：一是直接投资，二是组合投资，三是其他投

资。直接投资、组合投资的概念大家都很清楚。其他投资是什么，大家可能不清楚。中国资本项目出现逆差的关键因素就是其他项目出现了逆差。从图3可以看到，深黑色的代表外商投资，稍微浅一点的在零水平轴上面的线是组合投资，在水平线下面是其他投资。大家可以看到，最近以来，其他投资项处于一种比较大的逆差状态。由于其他项的逆差比较大，尽管中国的直接投资和组合投资是正的，结果就成了负的了。

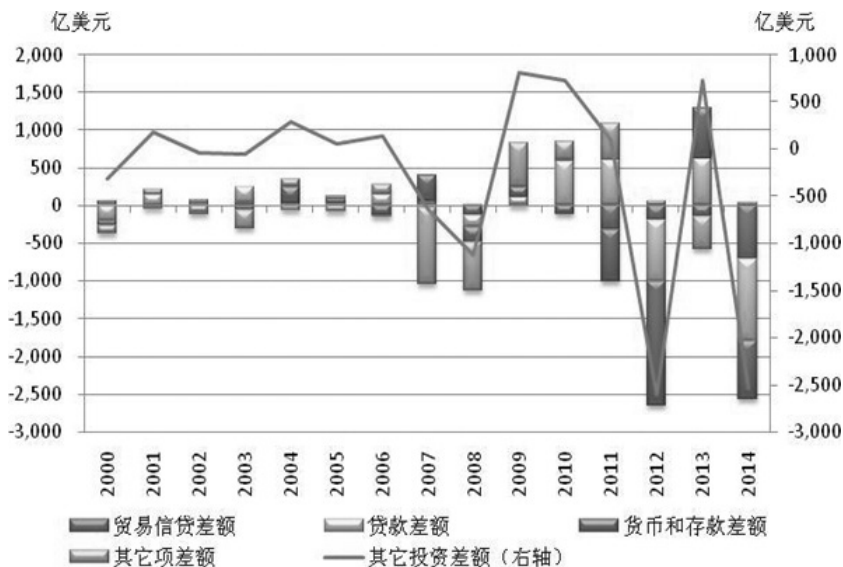


其他投资项，是资本和金融项目的最主要组成部分，分别占流入和流出的77%和88%

张明、匡可可

图3：中国主要出现什么类型的短期资本外流
——“其他投资”

其他投资包括什么？还要进一步分析一下，在中国其他投资基本上包括三项：一是贸易信贷，二是贷款，三是货币和存款。图4大家就可以看到，这三大项都是处于逆差状态。



数据来源：国家外汇管理局。

图 4：“其他投资”包括贸易信贷、贷款、货币和存款差额

自 2014 年第二季度以后，中国出现了资本项目的逆差，它的主要原因是什么呢？是由于中国企业增加了对外国企业的贸易信贷，这是一个原因。还有一个很重要的原因是中国居民开始持有更多的美元和存款。我同意张先生所说的，中国居民持有了更多的美元和存款并不一定意味着资本外逃，这是两个概念。如果我取得了美元，把美元放在兜里面，我到外国不回来了，这是资本外逃了。还有其他一些方式，中国出口商在海外挣了美元，把钱留在国外不汇回来，这是资本外逃。居民持有更多的美元和存款，并不等于资本外逃，但这是造成资本项目逆差的重要原因。我想强调一点，正常情况下面居民持有更多的美元存款，美元资产不是

由央行持有，而是由居民持有，这确实可以理解为藏汇于民。但如果出于某种恐慌心理，我可以把这样一种增持叫做美元化，这对中国不一定是积极的事情。因为银行会受到损失，本来有外汇存款，现在没有了，但是这个情况和你把美元放在箱子里运到海外不是一回事。

自 2014 年以来，中国企业增加了对外国公司的贸易信贷，这是资本流出。中国居民持有更多美元和存款，这是资本流出。中国居民减少了欠外国金融机构的贷款，提前还贷，这也是资本流出。还有一点比较重要，非居民开始减少人民币的存款和货币，比如说在香港有大量人民币存款，如果现在香港居民不想持有了，在中国国际收支平衡表上也反映为资本外流，造成中国资本逆差，当然这个原因应该说还不是特别大。

总而言之，中国的资本外流在国际收支平衡表上主要反映为，中国居民增持了美元资产，这是资本外流的重要形式。同时中国居民减少美元负债，这也是资本外流的形式。当然还有非居民减少人民币资产，这也是资本外流的形式。在过去这一年中，我认为这是三种资本外流的主要形式。

为什么会出现这个情况？这是由于人们原来预期人民币升值，想持有人民币资产，而现在大家认为人民币不会升值了，而且美国要加息，这是中国最近以来资本项目出现逆差的重要原因。还有一个原因，中国居民由于收入的提高，出现了比较大的中产阶级，希望自己的资产多样化，不想仅持有人民币资产，还想持有美元资产，这就导致了资本外流。

还有一种情况是资本外逃，资本外逃很难统计，中国也没有关于资本外逃很好的统计。有一个报告认为中国资本外

逃的数量是 3.7 万亿美元，外逃的主要形式是靠贸易项下的，这个数字不可靠，我们不知道。希望中央银行认真面对这个数字，如果这个数字不对就指出哪不对。到底外逃多少对中国是非常重要的问题。总而言之，我们不知道数字到底多少，既不能夸大，也不能缩小。但是我们知道中国大量富人在海外买房子了，在加拿大、澳大利亚、美国、英国。下面这个图是在伦敦，卖房子的广告已经开始使用中文了，随着中国富人把钱拿到外国去买房子，中文得到了推广。



图 5：伦敦街头的中文

另外一个问题，人民币汇率的贬值跟预期有什么关系？我觉得应该强调两个因素，影响人民币汇率变动预期的有以下两个因素：一个是经济的基本面，即中国的国际收支状况。如果像过去一样有很大的经常项目顺差、很大的长期资本项目顺差，双顺差，就不会有人民币贬值预期，只会有人民币升值预期。另一方面央行汇率政策本身就可以影响预

期，2014 年第一季度说明了这一点，2015 年 8 月 11 日的汇改也说明了这一点。

现在央行实际上要维持汇率的稳定。刚才张先生说了，基准性增强了，央行所定的中间汇率跟市场上的实际中间汇率越来越吻合了。为什么？因为干预增加了。如果不干预的话，会有一个背离，现在拼命干预，自然就不背离了。所以说，这个东西是干预的结果。这是我的理解。

央行是否能够维持汇率的稳定？一方面看中国经济的基本面，还要看央行有多少外汇储备。如果有外汇储备，没有人能打垮我们，相信央行能做到这一点。但我认为这样一种干预是没有必要的，是浪费弹药，我们是且战且退，一个月用掉了 1000 多亿美元。我们用掉 1000 多亿美元的结果是什么？我们的汇率贬值 3%。现在据说星期五人民币对美元又升值了，这是很难以理解的，在这种情况下，人民币居然还升值。我觉得这么做没有太大意义。好的办法是停止干预，尽快让人民币由市场来决定，这样我们就节约了弹药。同时由于汇率浮动，央行可以放开手脚，针对中国目前存在的通货收缩压力采取货币政策。

最后一点，如果央行停止干预会出现什么状况？可能会出现人民币的大幅度贬值，到底有多大幅度，10%，20%？俄罗斯去年贬值了 43%，经济没有什么事了，现在反而害怕卢布升值。韩国经常出现大幅度贬值，日本也是如此。我觉得中国贬值的幅度不会太大，而且即使贬值了，还会升。为什么？因为中国长期经济的前景可以期待，中国贸易顺差很大，中国长期资本项目依然是顺差。所以基本面不支持大幅度贬值。

贬值会对中国造成什么影响呢？根据学者的想法，大

幅度贬值 25% 以上对经济产生四个影响：第一，银行出现大规模的外币借贷，银行货币失配。中国不存在这个问题。第二，通货膨胀。中国现在是通货收缩。第三，公司如果借了大量外债，会处于极为困难的境地。但我们的公司债务中，整体来说，外债的比例是非常小的，没有什么太大的问题。第四，政府主权债。中国没有主权债问题。即使放开了让人民币贬值，我觉得问题是不大的，我们不必过于担心。所以选择就在央行面前，人民币汇率怎么走，取决于央行近期的政策。我觉得从长远来看，人民币应该是强势货币，这种强势还有助于中国进一步改善它的经济结构。当然短期内人民币将走弱，而且可能进一步走弱，正因为这样，我希望央行要想出一个万全之策，不要打一枪退一步，耗尽我们外汇储备，最后不得不放弃干预，那时候我们损失更大。谢谢各位！

讨论

张春：刚刚三位有非常精彩的发言！而且讨论的是我们中国面临的非常重要的问题，下面我们还有半个小时，要发言的请把牌子竖起来。

乔依德（上海发展研究基金会副会长兼秘书长）：我提两个问题给外汇交易中心的张总。你讲到汇率中间价格机制的演变过程中，2006 年银行间外汇市场开盘价是向做市商询价，根据做市商报价取最高、最低。第一个问题，做市商报价的依据是什么？第二个问题，你提到 2005 年 7 月 21 日汇改以后，以前一日的汇率收盘价作为第二天的中间价，这是在 2005 年的时候。那现在不也是这样做吗？为什么从

2005 年变到 2006 年要做市商报价？

张生举：这涉及到很细节的操作问题。第一个关于做市商是怎么报价的，因为我也不是银行交易员，我只能说根据我的理解或者观察到的。参考上一天的交易情况，参考银行自己的头寸，参考夜间国际市场上的新闻以及自己的判断，他们综合报价，应该说这是一个很主观的过程。但我的理解是，做市商是市场主要参与者，跟央行有很好的沟通机制，央行的意图、想法会在他们当中有所体现，这是我的猜测。因为国际上很多基准价，这个定价机制也在变化中，很多也都是用的报价，也有同样的问题，我想他们最基本的逻辑、思路是一样的。

第二个问题，2005 年汇改后一段时间用收盘价，跟现在这个收盘价有什么区别？那个收盘价是真实的市场交易，比如说以最后 5 分钟交易的加权平均价作为第二天的中间价，这是基于交易的，有市场基础的。而现在的收盘价是参考前一天的收盘价，针对 811 汇改之前我们的中间价跟前一天交易价（特别是收盘价）没有关系，每天这个地方拉回来。一方面是动机不一样；另一方面，一个是市场交易价，一个现在还是报价、参考价。改革的效果是跟市场价更接近了。

乔依德：追问一下，因为你刚才是这样表述的，汇改以前做市商是根据市场情况，而且你讲了一句，他们是跟央行有很好的沟通渠道。我的理解，实际上以前的中间价很大程度上是央行决定的。当然你可以不回答我的问题，否则为什么现在说是走向市场化呢？如果以前也根据市场化，也就不能说现在走向市场化。

张生举：重复一遍，我的观点不代表我所在的机构。我

们对于人民币汇率的官方表述还是参考前一天的收盘价，有管理的浮动汇率制。请问管理体现在哪些方面？除了经济环境、宏观政策管理以外，对于具体的机制、对于报价行为，我想还是应该有指导的。

乔依德：再补充一点，为什么我对这个问题关心呢？有一个实际的情况，我最近到香港去，太古集团讲到一件事情，说明汇改是很有必要的。为什么？每天决定票价的价格是用计算机软件测算，很多因素都算进去了，人民币汇率也要算，但以前没有办法算，现在根据前一天的收盘价，基本上有一个基准，每天根据出票量，可以把这个输入计算机，。所以，提高基准性是很重要的。

张生举：是的，前一天交易结束后的收盘价在哪里，第二天离它不远，给市场一个稳定、可以预测的指标。

陈红一（香港金融研究中心高级经理）：我的问题要问余教授。我完全同意你刚才所提到的，央行的干预并没有达到它预期的结果。但是，你提到了外汇自由流通以及资本账户的自由化其实是在推进过程当中。这样的话，央行就没有太多的空间去使用货币政策刺激经济了。一旦降低了准备金率，既然市场开放，这些货币就会自由流动，所以没有太多的空间可以操纵。这些做法其实造成了大家的困惑。

余永定：我觉得自由的汇率政策能够帮助央行获得更多的自由度，因为灵活的外汇政策其实能够起到稳定的作用。它其实能够给央行更多的自由度，去进行货币政策。同时我知道中国的金融体系相对来讲是比较脆弱的，所以我觉得中国有必要继续资本管制。不是说使资本管制更加严格，但至少保持现在的状态，不需要太过于急迫，不要完全让人民币自由兑换，不要操之过急。

Isabelle Mateos Lago（贝莱德集团高级经济顾问）：谢谢主持人！感谢刚才各位嘉宾的演讲！我有一个问题，你刚才解释了央行是怎样进行比较好的理性的改革，在8月11日推出了汇率改革。但事实上并没有达到原先的目的，而且也没有重新设定人们的预期，造成了很多的困惑。央行说外汇更多来由市场决定，但又说现在我们不会完全让外汇自由化。我觉得这样的做法把自己陷入了窘境，你觉得下一步应该怎么做？根据你自己的理解，长期来说要实现外汇的自由兑换，但对于目前的情况，央行怎样做才能摆脱困境？

韦森：我问一个统计学的问题，我们现在外汇储备在3.5万亿左右，这个外汇储备包不包括商业银行？还是只在央行里面？假设我从央行兑出来放在我的账户里，还包括3.5万亿外汇储备里吗？

张生举：具体情况我不太知道，但我的理解应该不包括，外汇储备持有人应该是中央银行。

韦森：中国国内的外汇要远比3.5万亿大。

张春：对，包括中投公司、商业银行自己的储备，那就很多了。

Patrick DArcy（澳大利亚储备银行驻华首席代表）：我有两个简短的问题，一个是问余永定的，我的问题是，从中国本土政治这个角度来讲，有没有人认为使用这些外汇储备是不是明智的呢？从政治角度来讲，这样的做法是不是明智、是不是可持续的？还有问题要刘先生，你刚才讲到了通胀和冲销的问题以及它们之间的关系，但现在我们看中国的情况，其实有更多的通货紧缩的因素，你怎么看待通货紧缩的问题？

尉安宁（谷旺基金董事长）：余先生说，如果汇率自由

化，它的损失或灾难性结果是可以控制、可以管理的，那为什么中央政府没有采取汇率自由化？他们是怎么想的？

刘喜元（中国财富管理 50 人论坛秘书长）：我也问一下余老师，你刚才讲到现在人民币汇率完全可以放开，实际上中国的 M2 在 1990 年只有 1.53 万亿人民币，现在已经达到 130 万亿，增长了 80 多倍，同期对比之下美国 M2 增长幅度也就两倍左右。这种情况下，人民币对美元的汇率相对这个幅度来说变化很小，基本没有太大的变化。完全自由放开的话，人民币内在的价值有没有可能发生变化？有没有可能因为内在价值的变化而发生大幅度贬值？

Kyungsoo Kim（韩国中央银行原副行长、成均馆大学教授）：我想问一下刘先生，你提到了资本管制，还有冲销成本，你提到冲销成本时提到了外汇储备的变化。最近根据媒体的消息，中央银行干预了离岸人民币市场，为了保持中间价，央行其实干预了海外的市场。假如资本的流动非常大，可能就意味着央行可能会丧失大量的外汇储备。虽然我觉得央行在某种程度上是非常聪明的，但我想从另外一个角度了解一下这个情况。

Jean Pierre Landau（法兰西银行原副行长）：我有问题首先想问张先生，8 月 11 日之前，你们的系统看起来是非常稳定的，虽然有点让人困惑。但现在的系统看起来要比过去不稳定多了，因为有更多的波动。为什么 8 月 11 日之后有这么多令人惊讶的事情发生？有没有什么方法能够让外汇更加稳定呢？我的问题是，是不是应该调整现有的机制？

问余先生一个问题。你刚才的演讲非常好，提到了资本账户的问题。但如果考虑中国和世界之间的关系，就涉及到了比如说美国国会的反应，如果人民币贬值很多，美国国会

会做出什么样的反应？还有如果考虑所有的亚洲国家在过去 15 年里有相对稳定的外汇体系，人民币和美元之间的关系也相对稳定，而现在如果这个汇率没有以前那样可预期的话，这些亚洲国家会做出什么样的反应？假如人民币完全浮动了，中国的资本账户却没有开放，就意味着很多私人投资者没有办法完全进行对冲，我觉得这对于人民币国际化来讲是一个负面的因素。

邵宇（东方证券首席经济学家）：我觉得 811 汇改的这个贬值 2%，更多是为了加入 SDR 的应景之作。如果从金融市场角度来说，中国外汇储备是全球最大的对冲基金，以前干预的中间价现在变成收盘价了，但用了这么多汇率储备。我的问题给余老师，刚才你提到，大幅度汇率贬值会引发四个结果，这四个对中国来说不是大问题。但换成任何一个小型的经济体，比如说跟中国竞争的生产性经济体，中国如果打折的话，那么占有市场更小的经济体一定要打更大的折扣才行。作为供应中国的供应链上的资源性经济体就更严重了，你作为原材料得下更多才行，这可能会引起竞争性贬值。我们回顾 1997 年到 1999 年的金融危机，那么小的马来西亚的产出份额可以引起那么大的波动，希腊在全球当中可以忽略不计，但是如果巴西或其他资源国，在美联储加息的情况下，再受到竞争性贬值的冲击，这可能就是新的一场危机。谢谢！

Massimiliano Castelli（瑞银集团产管理部门主权市场策略主管）：我有一个问题要问刘教授，你说可以看到有 30% 到 50% 的生产率改善空间，从而就可以避免中等收入危机，能否具体的再解释一下，到底我们需要什么样的改革？特别是金融体制改革如何能够大幅度地提高生产率，从

而让中国避免陷入中等收入的陷阱？

第二个问题问余教授。假如中国实现了外汇的自由化，让它可以实现 20% 的波动，就跟美元、欧元以及日元一样，我们现在发现很多发达经济体所做的最终结果是一个零和游戏，没有人能够在最后受益，不会带来全球经济的任何增长。所以你觉得 20% 的贬值，是不是最后会更大地推动中国的经济增长呢？还是纯粹只是一个维持外汇储备的政策方法呢？

乔依德：余老师，你的观点很清楚，完全放开汇率。我的问题是关于时机，现在是不是一个好的时机？因为一放开的话，肯定有各种各样的猜想，包括全球经济都会受到影响。IMF 建议在两三年里完全放开，这跟你提到的做法相比是不是更稳妥一点？一个月里用了 1000 亿美元，但这是一个特例，不可能每个月都花 1000 亿美元，市场会分化，所以你对这个问题是怎么看的？

刘铮：非常好的问题，我先从后面的问题开始回答。刚才有先生说，改革是否能够将生产率提高 30% 到 50%？他们研究了中国的制造业，研究了这些资金的使用，包括资金在不同工厂的使用。在中国，其实主要的一个扭曲来自于银行的贷款，主要是借给国有企业而不是私营企业，尽管私营企业的生产率更高一些。这个研究表明，如果我们能够移除这些资金障碍，我们就可以提高生产率，让中国生产率提高 30% 到 50%，接近美国的水平。

再看一下中国的现状，中国不仅资本错误分配，劳动力也错误分配，这是因为中国有各种限制，比如内部迁徙的政策，如果一个农民工到上海来工作的话，他并不能够让小孩免费上学，户口的限制阻止了有效分配劳动力。所以，如果

能够进一步的增加劳动力的科学分配，保守估计，生产率可以提高 30% 到 50%。

刚才 Kyungsoo Kim 教授问了一个问题，关于冲销成本以及资金的移动性，我们看到 Shibor 和美国联邦利率之间的差别是非常大的，只有在资本控制存在的情况下才会出现。如果资金完全流动，不会出现这样的情况。在我的演讲中说到，即使我们有资本控制，但是如果有利率差别的话，这也是不行的。所以我们希望人民币的汇率、利率由市场来决定，这样就可以实现外部的平衡。如果完全实现外部平衡，在经常项目下就不会有流入，完全没有必要进行冲销了，因为根本不需要冲销。

刚才还有一个问题是关于贬值的，这个问题非常好。我们知道当你考虑到通货膨胀时才会去担心冲销的成本。在通货紧缩的环境中，会有其他冲击波的影响，比如说减缓制造业以及总体需求的减缓。这样的问题其实并不会在短期出现。

说到得与失，我刚才其实提到了，既然不想通货膨胀，不想继续印钱来抵御冲销成本，实际上美联储可能会升息，美元就会进一步走强。美国的利率增加，就会进一步降低冲销的成本，因为利差会进一步的减小。

张生举：我不同意那位女士说的汇改没有达到效果。我觉得效果很明显，提高了基准性，一次性纠正了失衡，给了市场很明确的信号。

第二，我想说的是，我们观察问题有理论角度、政策角度、市场和操作的角度，我们从自己角度提出问题、观察问题的时候，也可以从另外一个角度来看一看。

第三，关于汇率机制改革，这个方向是明确的，确实让

市场化扩大了作用。但是对于汇率水平，个人有不同的判断，从政策的角度看还是让市场决定，不应该把汇率固定在某一个水平。

第四，我觉得现在之所以中央银行还会有一定干预，是因为我们的市场现在还太浅，一天的交易量大概一两百亿左右，如果给市场一个冲击，现在完全可以达到几十亿、上百亿，如果让市场自己出清，不知道这个价格会到哪里。

第五，关于外汇储备，8月份一个月消耗了接近1000亿。但回头看看，历史上一个月增加1000亿的有好几个月份，我们之所以有外汇储备，不就是为了在“下雨天”好使用吗？外汇储备是一个核武器。核武器可以不用，但要证明它的威力，还是要用一两次的，历史上不正是这样吗？

余永定：中国对于资本流出非常担心。每个中国公民每年可以换5万美元，我们中产阶级有2千万人，如果都每年换5万美元，一年就会换掉1万亿美元，这将会给中国带来巨大的影响。所以我们必须小心谨慎地对待资本账户放开。

另外是美国的议会，毫无疑问，人民币一贬值，肯定要被美国骂的，但我觉得我们应该关心第三世界国家，他们会有一些切实的担心。我们知道人民币已经升值了30%到40%，过去几年人民币一直在升值。既然升了这么多，为什么不能贬一点点呢？看看历史，日本就将日元进行大幅的贬值，美国骂日本，但日本人说这个贬值并是为了增强出口竞争力，而是因为资本外流的影响。所以，如果你不采用双重标准的话，那么也应该对中国公平一些，让人民币贬值。其实中国的目的并不是用人民币贬值来推动出口。目前中国的贸易结构，包括加工贸易，还有供应链所处的位置，我们并不认为人民币大幅贬值能大幅增加出口。实际上中国的经

济稳定会给前世界带来福祉。

关于时间点，我觉得很难说得清什么是好的时间点，什么是坏的时间点。央行在 8 月 11 日进行汇改，我认为央行在采取这个行动之前一定经过深思熟虑。其实我非常支持央行的这个举措，我唯一感到可惜的是这个汇改没有持续。为什么还要等两到三年？中国目前在面临通货紧缩，中国的 GDP 增速在放缓，所以中国人民银行必须要用货币政策来刺激中国经济，中国已经采取了宽松的财政政策。在这样一个环境中，如果你不让人民币变得灵活的话，你就无法实现货币政策的独立性。如果要等上两三年的时间，我不知道那时中国的经济情况会怎么样。所以我觉得越早进行汇改越好。我要强调的是，人民币的汇率放开，其实是整个一揽子工程的一部分，必须要向世界发出一个明确的信息，就是中国已经决心进行进一步的改革，中国改革的决心不会动摇。把各个因素考虑进来，其实我们已经发出了一个信号，这不仅仅是人民币的贬值而已，其实是一揽子工程中的一个。我并不觉得人民币贬值会带来什么大问题。

Jean Pierre Landau: 我的观点不是关于人民币的贬值，而是关于人民币汇率的波动。我认为目前人民币的汇率要波动，并不是说中国想要留很多的人民币，人民币如果变得更加国际化一些的话，那就更好了。

余永定: 对，我非常同意你这一点，刚才忘了说了，这样的波动性正是央行的一个政策目标。我们必须要有人民币波动，我同意你的观点。如果人民币的波动加剧的话，人民币的国际化就会受到负面的影响。其实我也很支持人民币国际化，但我觉得这样的波动应该是由市场来支持和影响的。人民币肯定会涨、会跌，它下降的时候可能会对人民币国际

化产生一定的负面影响。

张春：说到这，我们其实已经超时十分钟了。我们这一轮的讨论到此结束。大家稍微休息一下。

专题二：人民币国际化

邵宇（东方证券首席经济学家）：我们开始下一个环节的讨论，我是主持人邵宇，来自东方证券。刚才这段讨论非常激烈，大家从不同的角度观察同样一个现象，就是 811 汇率改革以及人民币汇率的走势，我觉得非常有意思。接下来我们要讨论这个问题可能有更多的争论，从国内和国外的角度，可能会有明显不同的结论。比如说，现在可能英国或者欧洲对人民币国际化持欢迎和开放的态度，而美国可能是相对谨慎的态度。我们就将着重研讨人民币国际化的前景是怎样的，跟现有的汇率改革以及资本账户开放之间的关系，是不是存在金融改革的合理顺序等。我们三位演讲嘉宾，每个人 15 分钟，时间请尽量控制在 15 分钟里。下面有请第一位演讲者，来自瑞银集团的 Massimiliano Castelli。有请！

Massimiliano Castelli：外汇储备下降：一个时代的结束？

Massimiliano Castelli（瑞银集团资产管理部门主权市场策略主管）：谢谢主持人！我今天谈的这个主题是关于人民币国际化对于全球经济的影响。我会谈到全球整个外汇储备的情况，我会从全球角度去看外汇储备。同时我会从一个趋势的角度来看，我们看到在过去 15 年间新兴市场有了长足的发展，我们要看看人民币在全球中央银行之间的使用

程度。

我们看到在过去几年当中人民币的地位大幅上升，我想给大家看一些重要的数据。所谓的主权财富，包括了中央银行所管理资金，同时还有国家主权财富基金所管理的资金。2004 年主权财富基金大概有 5.7 万亿，2010 年整个主权财富基金已经达到了 13.7 万亿，2014 年达到了顶峰的 18.5 万亿。此外，现在整个外汇储备管理的资产达到了 7 万亿之多，这是巨大的增长。这样一个增长产生了深远的影响，不仅产生了宏观经济的影响，同时对于投资也产生了影响，主权财富基金在全世界购买资产，中央银行就像是投资者，他们的所作所为非常重要。

在主权财富中，中国以及其他亚洲国家可以说是全球货币价值链的重要组成部分，而且有非常大的经常账户盈余，并且对于大宗商品的需求大幅飙升，特别是中国的房地产市场非常的火热。资本前所未有的流入了新兴经济体。外汇储备上升主要发生在新兴经济体。假如我们看一下主权财富基金所持有的资产，就会发现外汇储备上升主要是在发展中国家。当然，挪威也有世界上最大的主权财富基金，它是一个发达国家，但是对于其他一些像中国这样的新兴经济体，会发现它们持有外汇储备很大的份额。

在 2015 年我自己做了一些估算。主权财富基金从 2014 年顶峰的 18.4 万亿，考虑到后面会提及的很多其他因素，主权财富基金会下降 6% 到 7%，一共差不多是 1 万亿，这确实不是一个小数目。为什么会发生这样的变化？外汇储备为什么会下降？

首先就是估值效应的影响。我们知道随着美元升值之后，所有由央行持有的美元资产也会出现估值的变化。假如

我们再深层次地去看，特别是主权财富基金持有的外汇储备大幅上升背后的三个因素：

第一个因素，新兴经济体前景的变化。新兴经济体和发达经济体在增速上的区别，过去几年下降了 4% 到 5%。中期来讲，它应该是未来的一个趋势。现在中国以及其他新兴经济体的经济增速会放缓，看到大宗商品的价格也会出现相应的下滑。再给大家看一些数据，比如经常账户，中东还有非洲大宗商品的出口国，这些国家在过去几年都有经常账户的余额，在接下来的五年时间中，这个水平应该是基本上持平的。我觉得这主要是供应方面出现的问题。一旦供应恢复之后，我觉得在今后十年还会恢复到之前的情况。

我们再看一下资本的流动的因素。资本流动也是非常有意思的一个现象，对于新兴经济体，资本的流动从 2010 年开始已经出现了一些放缓，很多投资者想要去捕捉新兴经济体在第一个阶段增长出现的机会。事实上在 2008 年之后，很多新兴经济体都从危机当中走出来了，都恢复得非常好。

发达国家的量化宽松政策也是一个影响的因素。在金融危机之后，外商直接投资的增加也是一个重要的因素。现在，我们看到这个趋势出现了逆转，可以说是历史上第一次新兴经济体出现了负的净资本流动。

我刚才提到的这三个因素都有所减弱。看一下外汇储备和大宗商品的价格，我们知道中国外汇储备的规模还是会增长的，我们也讲到中国央行也会干预人民币。在 2014 年达到顶峰后，现在中国的外汇储备从 4 万亿降到了 3.3 万亿，现在要看央行下一步怎样做。很多都是周期性的影响，未来外汇储备在中国的变化趋势其实取决于资本账户的放开以及整个金融市场的改革。我认为，中国未来的一个特点，是

会有持续的经常账户盈余以及负的资本账户。资本账户的赤字现在是相对比较高的，这会造成总的收支平衡成为负值。

假如我们从另外一个角度去看这个问题，像余教授今天上午讲到的，现在经历的不仅是周期性的调整，也是经济的一种放缓。假如我们把中国和日本比较的话，外商直接投资在中国占到了 $2/3$ ，但是在日本这个数字只有 17%。我们也知道中国央行还是会继续进行资本管制，所以对于货币的影响更多是掌握在私人部门还有个人的手中。我觉得未来更多的钱是掌握在公司还有很多家庭的手里，所以不管是从周期性短期的干预，还是从长期结构的角度去看，未来外汇储备在主权财富基金中的占比名义值会有所下降，而且在 GDP 的占比也会下降。那么它对于全球经济到底意味着什么？假如外汇储备不再增长或者出现逆转，最大的影响就是长期利率。至于它是否能在一定程度上抵消量化宽松的影响，我个人是持比较怀疑的态度的。

第一个原因，我和瑞银集团（UBS）的同事都觉得人口的分布、生产率、周期性的经济放缓甚至停滞，都会对长期利率造成下浮的压力。假如我们现在减少购买美国的国债，并不会造成长期利率的上升。

另外一个原因，外汇储备的组成以及中国央行怎么管理外汇储备。尽管现在我们观察到央行管理外汇储备的时候更加多样化，但是很多的外汇储备都投资在了短期的债券，还有以现金的形式持有的。因为央行肯定需要很大的流动性从而更好的干预市场，而短期的债券不会影响长期利率。

对于美元会发生什么？外汇储备现在有 11%-12% 的增长速度，同时还会有更多的多样化趋势，除美元之外还会持有其他一些货币。当然，央行肯定会规定美元在外汇储备中

的占比，也会持有一些欧元或其他新兴经济体的货币。

根据 IMF 对于外汇储备中各个货币占比的观察，美元占比在上升，欧元占比在下降。中国要让人民币成为储备货币的目标在过去十年其实有很大的进展。我们发现央行其实做了多样化的投资，并且投资的区域也非常多样化，而且也持有了很多不同的货币。现在还有很多其他国家央行也开始持有了一些人民币，当然也是出于地缘政治、金融或者是贸易一些因素的考虑。根据我跟世界各地央行的交流，我发现对于人民币的需求并没有减弱和放缓，这也说明了各国央行的行为并不是基于短期的想法，而是更多地出于长期的展望。

从投资的角度来讲，8月11日汇改之前，人民币被大家看作是一个单行道，只有单边的升值，大家都觉得买人民币是一个非常好的保值手段，有很高的利率，同时能够确保它是升值的。但现在已经不再是单边升值了，人民币开始出现浮动。现在央行决定人民币不应该是单边升值，而是有可能出现双向的一些浮动。但是我觉得总体来讲，人民币还是一个比较强势的货币。谢谢！

邵宇：谢谢 Massimiliano Castelli 的演讲！我们稍微回顾一下这个历史。在 2003 年左右，也就是这一轮全球化高潮刚刚起来的时候，中国外汇储备只有 6500 亿美元，当时我们存款准备金率是 6.5%，现在我们存款准备金率高达 21%。我的理解，是不是由美国、美元消费引导的全球化正在开始反转？IMF 最新数据显示，全球增长率在 2008 年金融危机以后已经永久性地失去了 1.5%，我们面对的是一个更为反全球化的状态，我们需要更多新的动力。

接下来我们欢迎韩国中央银行原副行长、成均馆大学教

授 Kyungsoo Kim 先生。

Kyungsoo Kim: 人民币国际化的含义：韩国的经验

Kyungsoo Kim（韩国中央银行原副行长、成均馆大学教授）：非常感谢你的介绍！再次感谢活动主办方，特别是上海发展研究基金会，感谢你们的热情招待！

我的演讲分成三个部分，我会先整体探讨一下人民币国际化，然后会谈一谈韩国在金融危机之后的一些经验和发展的，之后会再谈一谈人民币国际化。

我们首先从一些最基本的问题开始，为什么要实现国际化？答案是，不是所有的国家都能够从金融国际化中受益的。事实上，有很多新兴市场的国家并不喜欢金融国际化，很多新兴市场国家经常会遭遇大量资金流入以后，又骤停，甚至逆转而引发的繁荣、衰退周期。也就是说一个国家发行以国际货币计价的借据时，导致该国家汇率下跌的消极影响会通过估值效应导致资产负债表状况恶化，结果偿债负担就增加了，并发展成其他类型的危机，比如说银行危机或者主权违约危机。公司层面，外汇风险有可能对冲，但是在国家层面，这个风险是不会消失的，除非投资人持有大量的本国货币头寸，当然前提是本国的货币也是国际化的货币。

这就是货币国际化的成功的前提。首先，我们需要一个非常健康的金融体系和金融市场，要有可预测的微观和宏观经济政策，货币必须要完全的可兑换。从政治角度讲，更为重要的是该货币发行国是否出现过国际收支危机，危机可能导致信心恶化，使决策者不愿推进货币国际化进程。新加坡就是一个很好的例子，新加坡政府在官方层面上禁止了国际

化的进程，直到它成功度过了亚洲金融危机。这也意味着管理良好的资本流动是货币国际化的前提。当然了，说比做要容易得多。

看看韩国的案例，亚洲金融危机之后韩国进行了全面的资本项目开放。外汇存储对抵御波动是非常有效的保障。相比危机发生前一年的 2007 年第四季度和今年第二季度，不匹配性得到了很大的改进（图 1）。我们看到只有在海外银行里会有一些轻微的不匹配性。

外部资产和债务（年末,10亿美元）				
	2007年第4季度		2015年第2季度	
	对外资产	外债	对外资产	外债
总计	414.4	338.7	711.9	420.6
短期	327.6	165.9	531.2	121.2
长期	86.8	172.8	180.7	299.4
1. 政府	20.7	367.2	25.2	66.3
2. 中央银行	262.2	164.9	375.2	37.2
短期	262.2		375.2	16.3
3. 银行	73.5	192.4	174.2	191.9
国内银行	60.7	108.4	120.7	117.6
短期	34.5	54.1	57.3	40.6
长期	26.3	54.3	63.4	77.0
FBB	12.7	83.9	53.6	74.3
短期	9.4	79.3	40.5	46.4
长期	3.3	4.6	13.0	27.9
4. 其他	58.0	93.1	137.3	125.1
短期	21.0	22.9	48.0	17.9
长期	37.1	70.2	89.2	107.2
来源：韩国银行				

图 1：不匹配已得到明显改善

韩国其实面临资本流入的问题。从图 2 可以看一下全球金融危机之后的国际收支情况。我们可以看到外汇的收支情况，资本流入韩国，债券，FDI，还有直接进入股权。在 2007 年，大概有 990 亿的美元流入韩国。

【表 3】韩国的外汇资金流动（亿美元）						
外汇资金的使用	2007	2008	2009	2010-14	2015.1-6	2015.7-8
一. 对外资产的变化	395.9	-572.0	634.6	3106.4	485.8	87.6
1. 储备金	151.3	-564.5	686.7	882.9	144.1	-48.5
2. 债券	38.9	-163.6	-35.0	529.6	140.2	12.9
3. 除债券外的其他资产	205.7	156.0	-17.0	1693.9	201.5	123.3
二. 直接投资（股权）	184.7	175.5	148.7	899.5	81.0	25.0
三. 海外股权投资	525.6	-71.2	21.0	488.9	123.1	-4.7
四. KA（-）	-0.1	-0.3	0.7	2.5	0.5	0.3
五. 金融衍生工具（-）	-54.4	143.7	30.9	-105.4	-5.0	26.6
六. 误差和遗漏（-）	-56.9	98.1	46.4	-11.2	-19.0	-15.9
总计	994.7	-226.3	882.4	4380.8	666.4	118.8
外汇资金来源	2007	2008	2009	2010-14	2015.1-6	2015.7-8
一. 外债变化	1153.2	63.2	283.9	1130.6	38.0	-22.7
1. 借贷	576.3	-11.9	50.7	363.0	8.7	3.8
（银行、短期）	(335.2)	(-261.1)	(32.0)	(-375.3)	(74.8)	(-39.4)
2. 债券	576.9	75.1	233.2	767.6	29.3	-26.5
（政府和中央银行）	317.5	11.2	175.3	370.4	49.5	-24.8
（银行）	142.2	-0.5	23.6	179.0	-9.3	-10.6
（其他）	117.2	64.4	34.4	218.2	-10.9	8.9
二. FDI（股权）	6.8	12.8	15.1	119.2	19.5	24.3
三. 外国股权投资	-283.2	-334.1	247.4	443.9	85.7	-60.3
四. 经常项目	117.9	31.9	335.9	2687.1	523.2	177.6
总计	994.7	-226.3	882.4	4380.8	666.4	118.8

来源：韩国银行、收支平衡

图 2：全球金融危机及之后的情况

我们再看一下，剩下的钱在循环，包括海外投资达到了 520 多亿美元。我们看到短期的借贷大幅增加，那段时间造船厂一下子多了起来，它们能够将短期的借贷成本抵消掉，这是不匹配产生的一个短期影响。银行业面临非常大的压力。银行没有办法承担短期的负债，这时候外汇储备达到了 560 亿美元，同时采取了一些宏观审慎的态度，这是因为借贷过多而引起的。在 2010 年到 2014 年，我们可以看到匹配又进一步改善了。但是在第三季度，资本流动发生了变化，

投资者离开了股票市场、离开了债券市场，银行必须要偿还它们的短期贷款，中央银行卖了 40 多亿美元。

我给中国央行进行了同样的分析，在 2007 年和 2008 年的时候，其实全球金融危机并没有影响中国。我们可以看到中国外部的借债以及资产的情况，但是在去年的第三季度，银行系统面临了压力，我们看到了一些负面的影响。这样一些情况在第四季度进一步加剧，海外借方不断增加债务，达到了 70 亿美元，而且出现了外汇储备的收缩。因此我们看到这样的影响已经传播到了中国。

中国的外汇资金流动（亿美元）							
外汇基金的使用	2007	2008	2009-13	2014年第1季度-第2季度	2014年第3季度	2014年第4季度	2015年第1季度
一.外部资产的变化	6089.8	5701.1	23888.2	3030.8	607.7	470.5	-450.7
1. 储备金	4607.0	4795.4	17878.2	1478.9	-0.7	-300.5	-802.4
2. 债券	-106.7	-273.8	-328.1	-7.5	38.8	62.9	118.7
3. 除债券外的其他资产	1589.4	1179.5	6338.1	1559.4	569.6	708.1	232.9
二. 直接投资（股权）	129.8	363.7	3094.8	392.5	332.0	272.4	229.9
三. 海外股权投资	151.9	21.8	484.7	-17.6	-1.1	32.6	133.0
四. 资本账户（-）	-31.0	-30.5	-213.4	4.4	-1.1	-3.0	-1.8
五. 金融衍生工具（-）	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	8.3
六. 误差和遗漏（-）	-132.9	-188.4	2580.8	103.5	632.1	665.7	576.6
总计	6207.6	5867.7	29835.2	3513.7	1569.8	1438.2	495.3
外汇基金来源	2007	2008	2009-13	2014年第1季度-第2季度	2014年第3季度	2014年第4季度	2015年第1季度
一. 外债变化	1099.7	136.5	7912.3	1430.1	91.3	-291.8	-965.8
1. 借贷	1074.9	124.6	7324.1	1251.9	-41.8	-393.9	-1074.2
2. 债券	24.9	11.9	588.2	178.2	133.1	102.1	108.4
二. 对外直接投资（股权）	1391.3	1440.9	10832.5	1113.1	616.6	846.5	643.5
三. 外国股权投资	184.8	84.6	1282.8	165.7	140.1	213.4	62.0
四. 经常账户	3531.8	4205.7	9807.6	804.8	721.8	670.2	755.7
总计	6207.6	5867.7	29835.2	3513.7	1569.8	1438.2	495.3

来源：国家外汇管理局、收支平衡

图 3：资本流动于 2015 年第 1 季度出现了停止和逆转

我们再来看其他的一些行业，其他行业非常依赖于短期借款，考虑到中国目前的投资地位，对于中国来说，FDI 是更加重要的投资。中国遭遇资本流动问题的可能性为零。再来看其他不匹配出现的行业，金融的不稳定性一直会存在，不管这些国家有没有进行投资。这些影响了最近人民币的贬

值，我们看到存款性公司和其他部门的背负外债的公司受贬值预期的不利影响，随着债务实际增加，将会使其资产负债表情况恶化。这样一个问题应该得到对冲，这是非常重要的问题，华尔街日报就报道了这个问题。如果你没有进行对冲的话，就没有什么变化；但如果进行对冲的话，银行系统会从这些不匹配中受到影响。我们看到结果所有的负担都扔到了中央银行。

中国政府已经取得了非常大的成功，现在推出了跨境人民币的付费系统，另外即将在伦敦发行以人民币计价的政府债券。海外人民币资产将最终形成与国内金融市场和全球金融市场之间强大的关系。

但中国依旧处于资本项目开放的早期阶段。中国的资本项目开放并没有遵循澳大利亚、新西兰、日本和新加坡等国已沿用过的“首先改革，再国际化”的常规流程。有人说中国在走不同的道路，可能存在潜在的风险。我觉得中国的政府有足够的时间来评估人民币资本项目开放的影响。我认为，中国政府为了顺利实现人民币国际化，保持强大的国际投资地位和经常账户余额至关重要，更为重要的是保持金融稳定和推进市场导向的金融体制。

邵宇：谢谢！中国成为全球第二大经济体，一定是做对了一些事情，比如说积累了足够的外汇储备，有意识压低了汇率。现在我们来到一个新的阶段，以前的做法是不是仍然有用？新的调整是不是应该包括人民币成为储备货币？经常账户有盈余，是不是要通过对外投资增长，通过这个路径实现跟小型经济体不太一样的人民币国际化的道路？我觉得这里还是有很多需要进一步探讨的。

下面有请最后一位演讲嘉宾，她是来自于贝莱德集团的

高级经济顾问 Isabelle Mateos Lago 女士。

Isabelle Mateos Lago: 中国金融改革的顺序

Isabelle Mateos Lago（贝莱德集团高级经济顾问）：各位早上好！我非常高兴能够连续做两次演讲。我并没有PPT，但是我会让演讲保持吸引力。今天我的演讲主题是中国金融改革的步骤，我们知道这是一个重要的问题，这个问题在中国显得更加重要。

首先要解释的是，中国金融体系已经开放了很多，可以看到在过去的几年中金融开放已经有了很大的加速，尤其是受到让人民币进入SDR的推动。我们昨天也提到了一些数据，谈到了中国的金融规模，如果没有开放的话，怎么可能有这么大的规模。还有借贷率、银行间的利率、拆借等等都进行了很大的自由化。另外，我们看到私人银行也得到许可成立，而且还有一系列的计划，允许外国人参与到国内的市场当中。本次论坛的主持人说中国已经做了很多正确的事情，应该得到褒奖。但是我们看到其实中国还有很多地方需要开放，因此我的主题是“中国金融改革的步骤”。

首先，我们看到的现实状况是，70%的银行资产是由国家和当地政府所拥有的，这样一个信贷的分配产生了不良的结果。第二，外国投资者进入中国市场仍旧存在障碍。虽然中国居民可以进入到全球资本市场，但依旧是一个非常封闭的状况。另外，外国人提供金融服务的能力也非常有限。我们看到在银行之外并没有太多的金融行业，95%的金融资产依旧和银行相关，70%反映在它们的资产负债表上，此外还有一些表外的工具，银行基本上是唯一的参与方。

为什么我们需要进一步的金融开放？两个必须：第一，中国必须更好地管理债务，要在增速不放缓的前提下管理好债务。第二，中国出现了很多资产泡沫，所以必须实现金融的进一步开放。我就这两点做详尽的解释。

首先要管理好中国债务的增加。现在中国的债务占到GDP的230%多，这是最高的债务比之一，实际上这是新兴市场国家中最高的。其中GDP的125%是公司债务，在全世界排名前5位。更加令人担心的是，以绝对数字来算，这些债务其实从2007年到2014年增加了4倍。为什么呢？这是因为增长更多的是依靠借款，也就是说现在需要比2005年的借款多出2倍才可以实现GDP相应的增加。如果中国要继续保持7%的增长，到2022年中国贷款与GDP的比例将翻一番，这是不可持续的，不仅中国政府不能允许，其他政府也不能允许。

为什么会这样？正如刘教授前面所讲到的，由于资本分配不科学导致的，带来了非常广泛的金融抑制。公司和个人没有办法选择，只能把钱放在银行，放在银行就得到负利率，这对银行是一件好事，使得银行能够一直把那些钱借给生产力低下的国有企业，但它们没有现金流来偿付这些贷款。大部分融资放在那些没有什么作为的公司身上。这些融资必须要转向生产力更高的经济部门，因此需要将金融体系进一步的开放。这是我说的第一点。第二个必须，就是要防止资产泡沫的增加。中国能够进行投资的选择非常少，因此在房地产市场出现了泡沫，房地产泡沫破灭后，他们又进入了股票市场，后来泡沫又破灭了，资金又进入到了债券市场，这个情况接二连三的出现。因此，我们可以看到只有金融开放才是解决方案。但问题是，你该如何进行金

融开放呢？

目前的系统其实是非常稳定的，虽然有一点停滞不前。问题在于，如果进行改革的话，它可能会产生一系列的连锁反应，这对于经济来说非常不好。所以每一步都必须小心谨慎。不管采用怎样的秩序，都要保持谨慎。

我跟大家说一说教科书里所说的一些经典的方法。对于任何国家来说，包括中国，政治经济并不允许采取线性的金融开放，所以非常关键的一点就是我们一定要有足够的务实性，要考虑到某一个做法产生的后果。每采取一个步骤，肯定是有后果的，我们要认真考虑顺序。今天上午余永定教授也谈到这一点，首先要把自己的屋子打扫干净，先把自己国内的机构做好，首先给他们注资，把他们的坏账都处理掉，然后才可以进一步的开放，包括存款利率，以及开放金融机构让外国公司加入进来。为了要做到这一点，首先银行不能再借钱给那些国有企业了，这意味着国有企业要倒闭或大幅度削减规模。我们知道，这会产生社会和政治的影响，这是非常复杂的，因为很多国有企业都是本地政府的企业，所以这个问题非常复杂，需要花十年甚至更多的时间才能完全的解决。

同时，现有的这些银行以及金融机构要确保我们仍然能够保持 6% 到 7% 的增速，我们到底应该怎么做呢？我们是等十年的时间，等到金融市场完全开放？当然这是一种可能性。但是我觉得更好的一个建议，就是要两条腿走路，让国企去建立一些资产管理公司，解决国有企业的问题。与此同时，审慎地打开大门，接受投资组合资本的流入和流出，当然流入相对来讲比较容易。这也是一个非常好的做法，能够确保有足够的资本进入到经济中更有生产力的部分。前提

是我们有合适的市场基础设施和架构。让外国服务提供商，比如说信贷机构、评审机构也能够进入到中国市场，建立一个好的市场基础设施，这样才能够确保这些好的资本、外国的资本会流入到更有效率的经济部门。与此同时，我们也可以逐步打开大门，这些肯定是要逐渐推行的，我们不希望银行所有的存款在一夜之间全部都流走了。

现在我们的预期是，外汇汇率会暂时停留在目前这样一个程度。假如中国央行或中国政府希望外汇能够保持长期稳定，我觉得这也没有什么大的问题。而且中国还持有大量的外汇储备，所以可以逐渐实现金融市场的开放，而不是在短期一下子去完成。

还有一点我觉得非常重要，就是要建立一个框架去保护投资者，确保更大的透明度，让公司的资产负债表更加透明，并且改善一些信贷评级机构，同时也允许一些外国服务提供商进入到中国市场以提供相应的服务。

就像我今天早上所讲的，是不是成功，不一定取决于顺序，可能更多取决于我们在三个方面的稳步推进：首先是对本国银行和国有企业进行改革，第二是平衡地开放资本市场，第三是开放一些服务市场，让外国的服务供应商进入到中国的市场。

邵宇：谢谢！刚才演讲者提到一些非常关键的次序的问题，这让我想起前一段时间刚去世的麦金龙教授，他也提到金融自由化的金融次序。相对于其他改革，我觉得金融改革步伐是比较快的，就像我们一直说的老话，先练内功，包括汇率自由化、利率自由化、资本市场深化等等，在这个基础上打开金融账户。从二战以后的金融史来看，任何一个大的经济体从来没有真正偿还过债务，而且债务比例越来越高，

从某种意义来说我们都一样。同样的，我们以前的模式一定是做对了什么，包括国有企业等等，我们商业银行体系支持了这样的发展。但现在支持创新和创造，靠这个体系是不行的，更多要借助资本市场的体系。我们认为这些经验是有帮助的，但即使美国这样一个先进的金融体系构架也避免不了如此多的危机。下面我们进入讨论的环节，为了使我们更有效率的提问，请先提问，然后再做回答。

讨论

Javier Guzman Calafell（墨西哥银行副行长）：谢谢！我的问题要问 **Isabelle Mateos Lago** 女士。你刚才提到了中国的公司层面有很多债务，而且银行体系是也有很多的问题，很多的资源并没有流入到公司这个层面。所以，我们就有必要去开放金融市场、金融部门，但这应该跟银行体系的重组平行进行，还有必要加强监管体系，你说的这些看起来都是很大的挑战。我的问题是，从宏观经济的角度，这样做的意义或者影响是什么？因为这些做法都有成本，都会影响经济的增速。所以我的问题就是，我们要去更正这些问题，去开放金融市场，去实现更健康的金融体系，这对于中国经济增速的影响会是什么？

刘铮：我的问题也是给 **Isabelle Mateos Lago** 的，你刚才提到的资本账户改革可以允许投资组合的流入。关于中国金融市场的扭曲存在着一些问题，我们刚才也提到了，大多数银行信贷是提供给国有企业的，国有企业不仅仅受到信贷优惠的待遇，同时也得到了很多政府的补贴。如果我们允许投资组合的流入，这些投资人就会去看一看，看看哪里股票的

估值更高，非常有可能国有企业的估值会更高，因为它们受到了优惠待遇，这可能会造成资本进一步的错配。

Patrick DArcy（澳大利亚储备银行驻华首席代表）：我不是要提问，只是发表一些补充的意见。我觉得金融改革包括很多方面，但是最终都是归于一点，是不是允许自由的流动。当然也要考虑到实体经济的风险。

陈红一：我觉得刚才演讲者说得非常好。资本账户的开放，其实本质上并不是开不开放的问题，而是需要有好的监管能够保护有效的开放，也就是说能够真正保护投资者的利益。

邵宇：如果没有问题，就请演讲者回答刚才的提问。

Isabelle Mateos Lago：我先开始吧，我觉得刚才的问题都是针对相同的领域。首先，处理这些债务高举的情况，肯定是一个非常重要的问题，我们到底应该采取什么样的措施，去应对危机还是采取更加温和的方法？如果我们告诉本国银行不要再把这些钱借给国有企业了，因为国有企业是没有效率的，生产的东西都卖不掉，应该把信贷借给初创企业还有私营企业那些更有活力的经济部门，那么国有企业可能有很大的问题，因为它们占中国 GDP 的份额是非常大的，而且会造成很严重的就业问题。我也不认为私营部门的发展能很快弥补国有部门的这些退出。所以我们有必要以更加长期的视角去看这个问题，同时也要允许外国人、外国企业贷款给私营部门。当然，国有企业确实存在很多隐形的补贴，可能外国投资者觉得投资国有企业有更高的回报。要改变这个情况，我们确实要改变很多的东西，比如首先要从宏观层面进行更好地管理。

看看那些上证所的上市企业，你们会发现很多私营部门

是做得非常好的。如果你是私有投资人，就应该问自己一个问题，把钱投给本身负债就很高的公司还是投给那些增速很快的公司，资产负债表非常健康的公司？我们应该允许他们做自己的尽职调查，我觉得这样的做法肯定不会对现在的情况造成恶化，肯定能更加合理地分配投资。当然，在中国我们还是尽量谨慎。

中国评级机构会给一些表现不好的公司非常高的评级，说它们不会倒闭的，因为政府最终会救助它们。这个问题怎么样解决呢？我们还是需要更加谨慎的态度，要考虑整个社会的安全网，然后看一看到底能不能会允许这些公司倒闭。所以这不仅仅是一个狭义上的资本账户开放的问题。

Massimiliano Castelli: 我因为年纪比较大了，经历了很多的历史，我可以想想有什么好的例子是关于国有企业的。比如说苏联，我们其实可以去看一看它们的案例，从中吸取一些经验教训。当然了，历史背景是不一样的，80年代和现在的金融市场也很不一样。唯一的联系可能就是交易上的一些相似之处。如果在结构调整之前就开放的话，通常会给经济带来很大的冲击，结果有可能造成大量失业以及经济衰退。这是苏联还有很多其他的经济体都经历过的冲击。如果你完全放手让那些该死的企业都死掉的话，会造成非常混乱的情况。我们现在考虑中国的情况，国有企业改革要持有更加谨慎的态度。我们要做的是适度的开放，而不是完全的任之发展。我讲到的结构重组，应该是一个非常长期的过程，一个一个的帮助这些大的国有企业进行结构调整和重组。从前苏联的一些情况看，一旦我们走了快车道，就没有回头路了。我个人觉得这个方法是不好的。

从机构角度讲，我们最终到底是否能成功实现公共部门

重组？我讲的金融机构不仅仅指银行，也包括类似银行的金融机构。如果看中国的发展历史，其实在 90 年代就做过类似的事情，做了一些金融的改革，金融改革不仅仅指开放资本账户。一方面进行公司层面的重组，另一方面尽可能降低重组的成本，解决资本错配的问题，把大量的坏账从系统中剔除掉，同时重组会让这个体系更加健康。

Bernard Snoy（特里芬基金会总裁）：欧洲复兴开发银行（EBRD）参与到了国家的转型过程中，我们也有一个观点，在进行结构化改革的时候，要确保所有的法律基础都存在。其实我不知道中国的法律体系究竟有多么强健，是不是有提到破产？比如说像美国的破产法。我们不仅需要法律框架，同时还需要专业知识来处理这些问题。我不知道中国是不是有这个法律框架和能力。其实我觉得在这方面，我们可以充分利用中国海外华人在这方面所积累的经验。在 EBRD，我们把一些有能力的人提供给公司，去帮助这些公司。如果公司碰到一些困难，这些人作为智库就可以帮助他们。我并没有说中国要马上开放，如果马上开放可能会使中国的社会、经济变得不稳定，所以我并不同意马上放开。

余永定：我们应该明白中国的资本账户已经非常开放了，其实限制仅仅存在于短期的跨境资本流动。即使在这方面，短期的资本流动依旧有很多的渠道，包括 QDII、QFII，在中国还是有渠道的。现在我们并没有讨论在中国要不要开放资本账户，因为已经开放了。我觉得它的问题是开放速度，到底是今年年末还是明年年末，让资本账户变成完全可兑换，这才是我们需要进行的讨论。

比如说，在中国的非中国居民其实很容易就可以开设一个银行账户。对中国的居民来说，也可以非常方便地开

启你的美元账户。在英国，我反倒很难开设一个美元账户，但是在中国开设美元账户就非常方便。所以我现在比较担心的是中国的债务与 GDP 的比非常的高，超过 200%。中国的家庭，如果有更多的美元资金，比如说 10% 的资产是用外币来存储的，这样一个总量将是非常巨大的。现在每年每人只能够换 5 万美元，如果中国有 2 千万人想兑现这个权利的话，一年就会出现 1 万亿的美元。而中国的金融系统是比较脆弱的，另外中国的外汇机制也不是非常灵活。资本账户的限制，这样一个设置是可以让中国保护自己的。

我觉得一方面可以让中国金融体制更加灵活一些，另外可以设置一个缓冲机制来管理这些资金流动。对于中国的货币管理机构来说，应该采取一种独立的货币政策。目前中国的情况还很严峻，中央银行必须要用很多的政策来为这些预算赤字融资，其实我们还可能需要一个类似 QE 的方法，允许灵活的汇率政策。开放资本账户，我认为是非常危险的事情。

张生举：有两句话：太阳底下没有新鲜事，每天都是新的。称得上国际化的货币，我觉得有英镑、美元，其他都不是。现在人民币国际化被提上来，我觉得一个很重要的原因是中国的经济总量已经是第二，距离第一已经不远了。从这个趋势来看，大家认为人民币应该跟它的经济地位相适应。至于其中是什么样的机制，我觉得这是由经济学界来解释的。我想说的第二点是，人民币国际化正在进行，这应该是一个机遇。2013 年之前，官方基本上不说人民币国际化，而现在渐渐将它作为一个很热点的话题。对于人民币国际化，我们可以是一个解释者，也可以是一个批评者，也可以是一个建设者、推动者。如果是一个批评者，把中间过程会

遇到的风险解读出来，如果我们成功了，我们是很好的预言家，如果这些风险没有发生，我们也可以做一个有效的提醒。从市场角度来说，今年6月份中国人民银行出了一个报告大家可以看看，我们现在所说的人民币国际化是从政策角度来说的，而我们在说的是一些很具体的跨境使用、对外投资、支付体系等等。我也呼吁，大家在做理论探讨、揭示风险，提醒我们注意事项、开放顺序的同时，也从实际操作的角度，实实在在地从各个层面推进人民币国际化。谢谢！

邵宇：现在人民币国际化的路径基本上是比较清晰的，肯定走贸易人民币、支付人民币、石油人民币、大宗商品人民币、离岸人民币，最后成为储备货币。理论上我们按照这条路来走，这条路其实就是美国那条路的拷贝而已。我记得几个月前开会碰到IMF的拉加德女士，她说新兴市场包括中国在内需要结构化的改革，这是非常重要的。我的问题就是，人民币成为SDR的一员或者成为储备货币，真的可以解决我们全球失衡吗？这一节讨论就先到这里。谢谢大家！

专题三：金融风险 and 监管：中国股票市场的波动

Alfred Schipke（国际货币基金组织驻华首席代表）：女士们、先生们，下午好！作为本次论坛的参与者之一，我希望这个环节的讨论会非常精彩！

说到中国目前的金融体系，我们可以发表两个观点，首先，中国的金融体系依旧是银行为主导的，与此同时，这个体系又有非常多的金融创新。为了给我们的讨论做一个铺垫，不管你是更加接受美国的观点——即股票市场应起到更加重要的角色，还是欧洲的观点——它们依旧非常大地依靠

银行借贷，或中国的看法——其实对于中国来说进一步发展资本市场的需求是非常强烈的，金融创新在中国的步伐是非常快的，而且会进一步持续。中国的金融创新步伐会不会加快，我们还不太清楚。但是我们已经看到金融创新已经进行了一部分，现在在金融行业中监管方面有更多的改革以适应金融市场的发展，另外还有更多的放权和自由化，一些地方的监管变少了。另一方面，监管系统必须要发展一些工具，而且在波动比较大的地方要加强监管。所以，我认为今天的讨论应该是要找到金融创新和资本市场的发展出路，同时又要能够管理风险。我们今天有三个卓越的演讲嘉宾，上海证券交易所首席经济学家胡汝银，上海交通大学上海高级金融学院教授袁宇，中国人民银行研究局首席经济学家马骏。

我们下面开始第一个演讲，请每位嘉宾用十分钟讲完你们的演讲，留五分钟来进行提问。非常感谢大家！

胡汝银：中国证券市场健康发展和系统性风险管理的归位尽责与系统环境建设

胡汝银：非常高兴与大家一起交流！刚才 Alfred Schipke 讲了金融创新的问题，我在这个环节讨论一下证券市场波动较大的问题。

我们可以看到，从去年 7 月到今年 8 月中国股票市场经历了一个异常的波动。这个波动的特征和原因，一个是比较高的杠杆率加大了市场波动的幅度，包括场内杠杆和场外杠杆。场外的杠杆就是刚刚 Alfred Schipke 讲到的金融创新，中国互联网金融在最近几年发展很快，但因为中国到目前为止金融监管是一个条块分割的制度安排，比如说银监会对银

行和信托进行监管，保监会对保险公司进行监管，证监会对证券公司和基金公司进行监管，互联网金融被地方的各个省的金融办监管。所以我们看到，监管的碎片化，分业监管导致了一系列的问题。场外的杠杆在这次股市上涨下跌的过程中起到了一个助涨和助跌的作用。

期货市场和现货市场的不匹配引发了一些共振。比如说，我们股指期货市场是T+0，现货的市场是T+1，还有交易时间等各方面有一系列的不一致，最后引发了各种各样的问题。

另一个在国际上争论较多的问题是程序化交易产生的助涨助跌效应。由于中国是一个以散户为主导的市场，程序化交易在市场上频繁的撤单报单对散户的心理以及市场的结构冲击非常大，所以增加了市场的波动，严重影响了市场的稳定。

互联网金融带来的，一方面是金融管制的放松，另一方面是很多在证监会、银监会、央行监管范围之外的、没有受到适当监管的金融活动。

移动新媒体加剧市场共振，羊群效应、群体性认知及散户跟风行为等都加大了市场的波动。

我对波动认识和反思讲几点因素，什么因素导致了暴涨？

第一，是宏观经济严重失衡。过去十多年中国货币供应量比较多，M2 增长速度很快，产能过剩非常严重，产业投资回报不能保持在较高水平。最近几年房地产价格上涨过快，但整个系统里其他部门的投资回报明显回落。若要寻找新的投资出路，股市就变成了新的出口。

第二，在这次暴涨过程中存在很多改革的题材。中国人

买卖股票，不叫“买卖股票”，叫做“炒股”。中国语境里这个“炒”带有很强的一种赌博倾向。由于改革题材很多，因此大家盲目炒作。

第三，杠杆牛与“博傻”牛。

第四，是资金牛。即，资金驱动，资金太多。

第五，舆论媒体炒作，包括官方媒体。人民日报4月21日有一个评论员文章，说4000点才是A股牛市的开端。官方的媒体不应该发布这样的评论。

在急跌因素方面，很多人指责监管不当。作为一个经济学家，我要说的是，中国证监会没有那么大的本事可以把这个市场弄得一直上涨，也没有很大的本事把它很快搞下来。关键的因素还是市场结构性估值过高，因此大家从前面的贪婪到后面恐惧发生急速转换。

深层的反思归纳为几个方面的原因：宏观政策不合理、供求不平衡、投资者结构不合理、产品结构不完备、制度机制不健全、监管体系不适应、媒体中介不专业。

第一，宏观政策不合理。M2供应量过多，市场流动性泛滥，过多资金涌入股市。

第二，市场供求不均衡。衍生品市场上，投机、对冲、套保三类投资者的结构不平衡。

第三，投资者结构不合理。中国股票市场以个人投资者为主，没有出现一些长期投资者。个人投资者持有的自由流通股比例以及交易量比例非常高，交易量占了80%以上，自由流通股占85%。另外很多机构投资者，比如说股票型基金的主要持有人也是散户。理性投资文化、长期投资文化缺失。很多人抱着一夜暴富的心态。

第四，产品结构不完备。缺少风险对冲工具，容易产生

单边市。

第五，制度机制，包括交易机制，不健全。我们的涨跌停以及两个期现市场的规则不匹配。不同市场的账户相互隔离，跨市场监管面临挑战。还有就是场外配资，导致了很多账户的买卖不在监管范围之内。

第六，监管体系不适应。首先是监管机构的定位，它的职能目标是多元的，多元的目标往往是相互冲突的。基于条块分割下的分业监管碎片化，而不是功能型的监管。因为监管的分割，没有比较的数据，因此监管机构对场外的配资没有掌握数据，就没有办法估计这个市场究竟有多大的风险，有多大的杠杆比例。

第七，媒体中介不专业。我刚才讲了，也包括我们一些分析师在市场非理性阶段的误导，这跟华尔街是一样的。在股市迅猛上涨的时候，由于投资者缺乏理性，更容易产生一种非理性的误导作用，包括羊群效应。此外，官方媒体没有保持中立和对股市多空力量的平衡报道，甚至他们自己发表评论员文章，对股市走势发表评论。这从专业角度来讲是不可以的。

再谈未来改革的方向。我们可以借鉴美国，美国股市良好运行是因为有一系列的基础，比如说股市供求平衡，上市公司筛选健全，上市公司质量高，投资者结构生态合理，以机构投资者为主，投资者保护比较到位，另外是风险管理的产品和工具非常丰富。所以未来我们应该在多个层面强基固本，配套推进系统性改革和核心能力建设，建立适宜的宏观经济环境，构造坚实的实体经济基础和健康的资本市场生态系统。

第一，优化宏观经济政策和实体经济体系，我认为中国

的宏观经济政策必须将微观经济效率置于首位，不能无效率地宏观刺激，要确保实体经济和公司部门有足够的投资效率和投资回报。

第二，金融自由化的最佳时序。国内金融自由化需要领先于对外金融自由化，同时要努力夯实国内金融自由化的基础。

第三，夯实资本市场发展的基础。要构造理性投资生态系统，优化市场交易的微观结构、投资者结构、交易产品结构、风控机制和自我调节机制。改善衍生品市场运作机制和生态圈，继续推进衍生品市场健康发展。目前对于衍生品市场有很多监管措施，我觉得有一些监管措施的管制是过度的。要根据市场健康发展要求和可预期的制度安排，进一步理顺政府和市场的关系。要推进监管改革，构建集中统一高效的功能监管机制和数据系统，确保政府、监管机构、媒体和市场参与者行为的适当性和各方归位尽责，优化社会配套环境。

我就讲到这里。谢谢大家！

Alfred Schipke: 非常感谢你的精彩演讲！你时间控制得非常好，也开了非常好的一个头。刚才你提到很多对于股票市场非常重要的东西，对更广泛的市场也有借鉴意义。你提到了监管体系、监管的框架，特别是对于股票市场来讲，市场上主要是散户，机构投资者比较少，这些散户的行为通常是比较有局限的。同时我们要有足够多的对冲工具让人们更好地管理风险。还有非常重要的就是数据的问题，监管机构需要更好地掌握数据。还有一个我觉得非常重要的问题，我们认识到所有限制因素，有一些短期可以得到解决，但有一些问题需要长期逐渐解决，比如说到底出台什么样的改

革，这是需要进一步讨论的。

下面有请今天第二位演讲者。

袁宇：监管者的精细化执法

袁宇（上海交通大学上海高级金融学院教授）：非常高兴今天有机会跟大家谈谈自己对金融市场的看法，非常同意胡博士说的很多话，中国金融市场的问题是全方位的、多方面的。但是在这里我只谈一个问题，关于我们的监管者是否有一些更好的提高，我觉得这是重要的一方面，当然是市场中很小的一部分。在这个问题上只谈监管者的执法，而且今天只谈监管者的精细化执法对于市场的重要性。

我们的监管者，包括证监会、中金所、上交所，过去这一段时间内非常幸运地有很多机会加入很多政策，因为我们国家经历了很大的波动，这对于股市是不幸的，但监管者有很多机会练习自己的能力。我们在这件事情中，对精细化执法做一点讨论。

第一件事情，过去几个月证监会做的一件事情就是所谓的去杠杆化。关于去杠杆化是不是应该，今天不想多讨论，这是业界和国外监管层最少争论的一个问题，这么高的杠杆化肯定是不行的。下面我要探讨的是，如果我们要去杠杆化，可不可以做得更好一点？这是一个很有意思的问题，我们证监会采用了一刀切的做法，现在这么高杠杆，立刻把所有的杠杆清理掉。在这个问题上，我们跟美国同事、美国证监会的朋友和学界有一些相关的探讨。美国也经历过类似的事情，他们的做法是严格管制进入、自由出。换句话说，对于存量来说，他们不是让你立刻卖掉股票，你可以选择时

机卖掉股票，但是卖了之后杠杆不能加回来，新的杠杆是绝对不准进入的。当然，这是一个缓慢去杠杆过程。我们国家的证监会在执法上可能有一些技术手段达不到，但我认为平缓化地去杠杆有可能对于股市的急速下跌有一定的缓解。

第二件事情，我们在7月份加大了对于期货市场的管制，包括连续出台了众多的政策，期货市场的交易费增加，限制开仓手数。证监会引入一个非常有意思的定义，“恶意做空”。对于金融市场的交易，“恶意”是很难定义的一件事情，金融市场有投机做空、套保做空、操纵股价做空，但是恶意做空和善意做空是很难定义的。我们国家采用了一个做法——控制做空，我们的目的是为了控制投机做空，换句话说，我们有一部分的仓位是套保做空，这部分仓位不是我们国家要打击的范围。当时中金所在处理这件事上，采用的也是比较有意思的方式——随机抽样进行监管。我们没有准确的数字，大概有1%到2%的账户被抽检，抽检之后一些账号被强制不准开仓。当然，中金所在处理过程中可能也会认为在1%到2%的监管情况下，即使执法错误也不会对市场造成严重的影响。但是金融市场的信息是很透明的，你随机监管1%到2%的仓位账户，市场里都知道这个事情，造成了大量的套保仓位在7月份的时候出逃。换句话说，我们打击投机仓位的时候，如果打击得更加精确一点，就可以少打击一点套保仓位。套保仓位的清盘，客观上造成这些套保者被强迫在现货市场卖出自己的股票。如果监管者能够更加精细化地执法，给予不同的账户一些机会解释，能够区分套保仓位和投机仓位，能够更加准确地控制和打击投机做空，情况会不一样。尽管我认为打击投机做空这个事也非常值得争论，但这里不是我要讨论的事情。

下面讲一个没有发生的政策，所谓的程序化交易的征求意见稿。这个意见稿，关于程序化交易本身会不会加大市场波动性，这也是充满争论性的问题，而且现在学界通常来讲，美国的学界通常认为不会。这不是我讨论的重点。讨论的重点是，我们在征求意见稿中又有一些比较有意思的规定，比如说征求意见稿中规定，如果单个账户每天挂单超过两千单，你会被列入特殊监管，换句话说，监管者的目的是为了控制过于频繁的交易。但这个规定没有考虑到所谓的投资者在买多少只股票。在股票市场，理性化是很重要的，我们鼓励投资者去拿更多数量的股票来分散风险，而不是让风险完全集中于一两只股票。我们有很多大投资者，他们如果在这样的限制之下，他们的选择就会减少自己投资股票的数量，而他们本来是有必要分散风险的。说一个极端的例子，如果这个规定得到执行，任何投资者不可能在一天之内买入整个上海、深圳市场，因为我们有不到三千只股票，如果你买三千只股票，你已经属于非法的程序化交易了。谈到精细化执法这个事情，我认为，还是这句话，不管我们怎么看待程序化交易，为了控制这种行为，我们是否可以考虑：在控制所谓挂单总量时，考虑到投资者买卖股票的个数，不是只是规定每个账户挂单两千次，而是可以规定单只股票两百次。这是第三个例子。

我觉得我们在金融监管政策上有很多不同的讨论，监管者出台每一个政策都会有支持的声音，有反对的声音。今天我不就每一个政策进行讨论，我想表达的核心理念是：不管政策是什么，监管者如果在执法中做得更加精细、准确，效果上总是会减少对于股票以及期货市场的冲击，也可以更好地保证市场长期健康的发展。这就是我整个要说的话题。

谢谢！

Alfred Schipke: 非常感谢你的分享！你刚才提到的几点，例如杠杆化的一些原则，确实非常值得我们进一步探讨。你也提到了政府应该怎样更好地去监管。更广泛的问题是，政府到底应该有多大程度上参与金融市场、股票市场。还有，怎么制定关于期货市场和股票市场卖空的一些规定，都是值得我们进一步探讨的。

我们邀请下一位演讲者！

马骏：在 G20 框架下推动金融改革

马骏（中国人民银行研究局首席经济学家）：我今天要跟大家谈的是关于 G20，我本来应该在昨天发言的，但因为其他原因，就把这个话题放在今天第三个环节了。我的主题跟刚才两位演讲者是不一样的，但我还是想借这个机会跟大家谈谈 G20 话题的准备，中国的财务部以及中国人民银行做的 G20 话题探讨的准备以及我们一些可交付的成果。

我们今年 12 月份开始 G20 话题的讨论。从明年开始，一些专题小组会收到一些参考意见，他们会正式地准备向 G20 提交建议书。明年 12 月底之前，我们还没有具体的时间点，但是会在杭州召开 G20 峰会。我相信会有很多对于这些话题的讨论和收录的意见。

讲到金融这一块的内容，我们现在做的工作主要是以下几个方面。我现在列举中国人民银行正在进行研究的最主要的几大话题。一是国际货币体系的改革。二是绿色融资，要进一步推动金融体系对于环保这个领域的贡献，让金融更好地支持环保行业。三是关于移动金融以及互联网金融。四是

金融的基础设施，特别是关于支付体系怎样更好兼容更加高效、低成本的支付系统。五是基础设施融资，这也是比较传统的、老的话题，但我们也取得了一些最新的进展，包括建立亚投行，还有各国之间的税务协同和合作。六是气候变化融资，这是 OECD 国家对于发展中国家的扶持，跟刚才讲的绿色融资不一样，总额差不多一年达到一千亿，是 2020 年之前的目标，旨在用于绿色行业的融资。七是经济增长，这也是更加广泛的一个话题，我们之前更多关注需求领域，现在会更多关注供应方面的措施，提高生产力、提高增长潜力。这些话题根据中国人民银行和财务部不同的职责进行划分，中国人民银行主要负责前四个话题的研究，更加着重的是经济增长的话题，其他话题则是由财务部牵头研究的。

我现在着重谈谈前四个话题。一个是国际货币体系改革，五六年前就有人提出来了，但是一直没有被大家所关注，因为出现了全球金融危机，现在大家重新开始关注国际货币体系改革。主要就是因为美联储加息对于发展中国家经济体的溢出效应，造成了货币的波动，这就迫使我们重新去思考货币体系的问题，特别是以美元主导的全球货币体系。

接下来几年有实际意义的，我们研究了 IMF 的改革，这已经延迟了四五年了，我们有必要现在去加速。还有 SDR 的改革，这是大家都在火热探讨的话题。除了这个之外，还会探讨怎样拓宽 SDR 的使用范围，涉及到很多非常具体的功能。此外，还有央行的系统作用，央行有必要将美联储的溢出效应内化，现在大家认识到我们有必要进一步探讨这个问题。我们还会研究一下安全网络，在出现国际收支平衡危机的时候，怎样注入更多的流动性，IMF 以及很多区域网络，比如说清迈协议，以及金砖四国的紧急援助机

构。这是关于国际货币体系改革的想法。

绿色融资的推动力来自于许多国家的需求，这些国家面临非常大的环境挑战。比如说中国，上海还可以，但是北京的污染非常严重，已经超过了 WHO 定义的安全标准的三倍。我们知道中国 20% 的土地都已经被污染。还有一些国家面临更加严峻的挑战，比如印度、印度尼西亚。怎么解决环境问题？怎样用足够的投资投到绿色领域？我们现在要考虑到外部效应，绿色行业并没有保证私营投资者有足够的回报。在中国，我们预计每年对于绿色投资的需求达到了 2 万亿人民币，而财政部只能提供 15% 的资金，85% 的投资必须来自于私营部门，这就要求金融体系必须能够刺激私营部门投资绿色行业。所以这个话题是关于如何进一步重新建设资本市场，包括银行市场，使得资本市场将私营部门的资金引到绿色改革上来。另外一个就是银行体系的改革，我们要确保银行有足够的风险保护机制。其次还可以来推行绿色债券市场，去年增长 200%，也许明年会增长 100%。通过绿色债券市场可以为那些中长期的绿色项目融资。我们需要获得更多关于绿色投资市场的信息，我们要有更好地管理环境信息的披露，比如说某些公司必须要公布它的环保信息，包括它的排放。

此外，还要对金融体系进行压力测试。英国银行就做了这个事情，Mark Carney 在几个星期之前发表了重要的讲话。中国也对最大的工商银行进行了压力测试，使银行和保险公司能再一次评估其抗压力的能力。另一方面，绿色投资也会对机构本身带来风险影响，所以我们需要更快地思考，尤其是关注绿色领域的投资对银行本身造成的影响。

在这里我想和大家分享过去几年我们看到的迹象。互

联网金融在中国的蓬勃发展，它提供了一些基本的金融服务，包括通过互联网来付费，这样的做法已大幅降低了交易成本。非洲的肯尼亚移动银行也在大力发展，已经扩张到60%的肯尼亚人口。在肯尼亚，你可以在手机上付费，根本没有必要去开户。这样的一些创新推动了发展中国家，尤其是低收入国家，并且很好地服务了低收入人群，同时，也更好地支持了微型企业的发展。

我的演讲到这就结束了。谢谢！

讨论

Alfred Schipke: 好，非常具有启发！我想关于 G20 讨论，会花更长的时间。考虑到目前中国股票市场的大起大落以及中国的监管体制，我们先就这个问题进行讨论吧。

南冰（横向资本合伙人）：我问一个股指期货的问题，监管部门这一次做了一些安排，好像是一个临时性的安排，你们对这个安排的持续性是怎么看？其实中国的量化对冲在最近这一年多内一度发展得很快，在这种情况下，我想方方面面都有蛮大压力的。这种安排在短期有没有松动的可能？还是会变成一个长期持续下去的几年的事？你们都是专家，想听听你们的意见。

袁宇: 关于股指期货，你知道的可能比我更多，我不认为我有多余的信息。但长期来讲，我认为股指期货的放开是必然的，这个事情是不以人的意志为转移的。

胡汝银: 我的回答接近袁教授的回答。其实刚才袁教授也讲了，证监会有一些操作在有很多地方是可以改进的，而且大有改进的余地。上一次在交大有一个读书会，我跟张春

院长也在聊，就是如何更加专业化一些，这是大有改进余地的。这是第一点。

第二点，中国证券市场，从目前来讲，政府干预仍然是比较多的，不光你讲的股指期货面临政府干预比较多，而且最近大家都知道 IPO 市场暂停了。IPO 市场暂停，实际上是一把双刃剑，一方面，看起来短期的下跌止住了，但是这个点位是不是一个可持续的点位，这是最重要的。另一方面，中国要进行结构调整和转型升级，应该让更多的企业来进行 IPO 而不是暂停。

第三点，中国证券市场面临很多政府的干预，我称之为较强的“父爱主义”，这原来是匈牙利经济学家科尔奈提出的。政府为什么要监管，为什么要救市？有时候不是政府想救，是有很多散户在呼吁，有很多诉求，最后向政府施加压力。政府有一些官员，像美国国会议员一样，比较考虑民众的诉求，但这个诉求不是专业的，是包含了自己的利益的。

我刚才讲到，要进一步理顺政府和市场的关系，包括今后政府应该如何定位。证监会应该做好它的监管。没有哪一个国家的证监会是这么定位的。维护股市，避免出现系统性危机，防止系统性风险过高，通常这是央行的事情，不是证监会的事情。市场能力构建、制度建设以及建设一个干净的市场，这是证监会的主要职责。但现在的证监会的职责是多元的，尤其是股民希望证券市场涨到过去那一波，涨到六千点、八千点、一万点，还希望涨到两万点，一跌下来就要骂娘，这完全是非理性的。我要说的是，有很多事情不是证监会自己可以定得下来的。

袁宇：我觉得有一个深入的问题。大家很多的讨论是中国的监管者干预过多，我觉得还存在另外一个很重要的问

题。监管者在多大程度上干预市场，这个事情政府和党有一些考虑，我们学界在这里讨论的意义是有限的。但是另外一件事情我们可以呼吁一下，不管多大程度的干预，大干预还是小干预，要明确的干预、清晰化的干预、透明的干预。我们这一次在整个干预过程中，证监会的监管机构有着我们国家各级体制一个习惯的做法，就是模糊性干预。换句话说，就是我要做什么事情不全部说清楚，这样可以给我更大的灵活性去解释这件事情。我认为这件事情是要改进的。

实模糊性执法不代表就有问题，我甚至认为在一个比较复杂的系统里，包括我们国家经济体系内，很多领域内的模糊性执法可以增大执法的灵活性和效率。但是我认为，在金融市场进行模糊化执法是有巨大问题的。这是由于金融系统里信息透明以及信息传播速度非常快，模糊性执法只会给整个金融市场的参与者带来更大的风险、更大的恐慌或更大的问题。我认为这件事情如果能改善的话，可能会更好地解决一些问题。比如说，刚才我们谈到的股指期货这件事情，究竟为什么判断这个股指期货有问题？采用的标准是从哪里来的？如果有这些分析，把它的逻辑跟大家沟通清楚，那么我们就更能预期什么时候会解禁，而不用大家在这里猜内部信息或用各种阴谋论来讲故事，我觉得清晰化执法更关键。

胡汝银：我再补充一点，刚才改革方向里面最后一条讲到了，要有一个可预期的制度规则，这是最重要的。我们现在没有明确的制度规则，不光是时间表，很多东西最后都是不清晰的。另外我觉得有很多干预也是不必要的，1997年股灾之后，英国、美国都有一些专业分析报告。我一直希望这一次股灾之后，中国也有专业性的分析报告，对救市、对市场参与者等各方的行为做一个非常专业的分析，这样才

能够吸取教训，不犯同样的错误，形成市场的进步，形成一个真正理性的制度改进，这是非常重要的。

袁少辉（河南金恩投资有限公司总经理）：为什么没有这个报告呢？我看张育军在乌鲁木齐某个会议上面说，股灾不能白白股灾了，大家总归要学一点什么。他的想法跟你一样，要总结好这个股灾，为什么没有这个总结？

胡汝银：呼吁的人太少了，你们也应该站出来呼吁，尤其你是社会人士，不是业内人士，呼吁应该更加有效。这个市场要有更多的共识，大家要有足够的良性互动。少数人的声音往往有时候被忽视，但是如果有非常多的呼吁，可能就变成现实了，鼓励大家多呼吁。

Alfred Schipke：我问两个问题。从外国人来看，市场中大部分人在分配资产时都是正确的、理性的，但是会有一些痛苦。因为在市场中，有时候你会做不好的投资，你必须为这个不好的投资承担后果。刚才你强调了那些个人投资者，他们会有一些不理性的行为。但是我认为，如果你真的是一个中国人，而且看到中国政府的行为，很容易变得不理智。因为当你做一个错误决策后，政府会进来帮你解除一些痛苦，这就是我们在股市当中所看到的。

我的问题是，在中国，不管是股票市场还是其他市场，有没有投资者学到一些道理，也就是说用市场的机制学到一些经验教训？我们知道对于很多外部人士来说，他们可能认为中国政府在股票市场中干预非常多。那些学者发现，做投资肯定有失败的时候，但也会有好的资产配置，在中国的环境当中你如何来设计，如何通过设计这个体系来避免对金融体系造成系统性影响？

袁宇：你的问题是我们如何教育中国的散户，是吗？

Alfred Schipke: 是的。

袁宇: 如果我们看历史的话, 教育个人投资者是一件不可能的事情。这不是我猜的, 这是学界的共识。美国市场变得更加理性一点, 也许也没有那么理性, 但是变得理性是由于个人投资者的直接参与很少。美国市场在二战之后, 个人直接持股的数量在 90% 到 95% 之间, 今天个人持股在 5% 到 10% 之间, 这个市场变得理性了很多, 我觉得这是一个方向。但是, 我不认为美国走到今天是因为它的投资者被教育, 意识到这个事情有伤害。我认为很大程度上是依赖于专业机构的发展。换句话说, 我认为很大程度上不能靠惩罚个人投资者让他们记住, 你要让他看到, 如果你把钱投给专业投资者可以得到更好的收益, 当然这个事情说起来比较简单, 这是全系统的改革, 而且也要花很多的时间。

我们国家经常有一句非常有意思的话, 我们希望金融市场变得更加完善、更加理性来保护投资者的利益, 我认为这是一个非常有误导性的话。金融市场的有效性和完善的体现在, 如果你不是一个有能力的个人投资者, 你会选择把你的钱交给机构投资者, 交给有道德、有专业性的机构投资者进行投资。至于怎么走到这一步, 我觉得这个问题就很复杂了。

胡汝银: 我经常说, 第一, 比教育投资者更重要的是让我们的官员了解更多的经济知识。

第二, 投资者不是被教育好的, 他如果有多次亏损, 就变得警醒。中国的投资者, 要有几次大的股市波动才能够变得比较小心。这一次股市大波动的上升期间, 1990 年代出生的年轻人, 他们当时豪情万丈, 觉得要超越父辈, 成为中国的巴菲特, 要赚大钱, 最后都亏惨了。所以, 这很好地

教育了他们。我就觉得，这里面只能自己教育自己，而不是像保护小孩一样。小孩学会走路不是靠父母扶起来的，自己摔跤以后摔疼了，才知道怎样走路是正确的。所以政府不要越俎代庖。

第三，政府一定要学会专业化。现在中国政府一直在讲处理好政府和市场的关系，这一点在证券市场更加重要。对中国证券市场来说，相对于其他的行业，在金融行业里政府干预是最多的，这也是未来中国改革最主要的方向。

第四，金融从业人员、金融机构的运作机制、金融市场的文化要改变。美国次贷危机中，华尔街很多公司也做得不好。我觉得中国这种文化特别缺乏，包括中国现在有很多公募基金，当然它们也受到了比较多的干预，不能形成自由的资产组合，尤其这次股市，股灾后面对它们干预比较多。这里有很多需要改进的地方。总的来讲，中国证券市场还需要大家的共同努力，要努力的地方太多了，也太重要了。

徐明棋：听了大家谈的内容，感觉非常好。但有一个关键的因素大家好像谈得不多，我们这个股市，实际上核心问题不是什么机构投资者太少。如果是一个有效的市场，市场的功能是比较完善的，散户投资者的羊群效应可能会使市场的波动幅度更大一点，但不会导致这个市场背离经济基本的运行规律，就是毫无章法的这样一种乱象。股市，说句老实话，我们现在监管者也好，上市公司也好，证券公司也好，大家看中是它的融资功能。股市是要融资，但是融资了要干什么？如果资源配置效率是低下的，资源配置的有效性不提高，只是站在企业的角度，因为现在企业融资难，所以创造一个条件让所有企业都可以上市。央企也是，不管有多大的规模都整体上市，那么上市了以后，企业的治理结构是不是

通过上市得到进一步的完善？如果没有的话，这个股市很难达到我们理想的那种状态。

现在大家都想从股市里掏钱，没有想过如何通过融资了以后把企业做好来回报投资者。没有建立这样的文化，就是 90% 都由机构投资者来投资，股市本身能生出钱来？效率就会提高了？股市的股价就能够维持在非常稳定的，随着经济增长往上走的趋向？不可能。无论是政府的监管者还是我们学者，都应该好好思考一下、呼吁一下，股市要良性发展，通过微观的措施，保证所有通过股市筹资的资金被有效利用，一旦有违规使用，要有严格的惩处措施。整个监管措施都不到位，大家都在股市当中玩，搞投机搞操纵，那么这个股市必然会出现这样大幅度的波动。政府自以为可以通过一些政策措施的出台让股市按照它的意愿进行，但一旦政府政策与在股市中有巨大利益的金融集团，无论是公募基金还是私募基金，发生实际利益冲突的时候，这时候它不听你政府的，因为有内在的利益在那里。

这一次股市的大幅度波动要吸取教训，关键还是要把股市这么多年来形成的疾病好好根治一下。内幕交易、操纵、欺诈，还有各种各样的违规行为，要严格地给予治理和打击，使这个股市的运行能够与实体经济保持一个相对来说内在的、有效的关联度。这样的股市就没有什么大问题了。如果经济预期都是很好的，将连年增长，即使进入新常态也有 6% 到 7% 的增长，长期来看，投资中国的股市没有大问题的，短期的波动也不会有多大。现在的问题是，这种内在的联系被各种违规行为割断了，这一点如果不从根本上面解决，还是纠结于有多少资金能够进来，把这个股市维持在什么点位，我告诉你，神仙来了都没有办法。

Alfred Schipke: 非常感谢！下面我们可以再回答三个问题。

邵宇: 其实如果从金融系统的角度来看，就像刚刚 Alfred Schipke 一开始提到的，资源总要输送到实体经济里面去。关键是性价比，你把钱给商业银行，商业银行也有坏账。我们在 1997 年金融危机的时候，据说坏账率是 25%，这些钱你给银行，银行也会有很多的坏账。对于资本市场来说，无非就是有泡沫。所以我觉得有泡沫也很正常，也不一定跟所谓的机构投资人还是个人投资人有关。因为你担心个人投资者的行为不理性，如果都是机构投资人你又担心泡沫了，这也是一个权衡。2008 年所有投行都没有了，这个够大吧，也不能把金融系统给挽救回来。其实关键并不在于此，就是一个生态或者一个成本和收益的比较。

我也同意，中国以前是一个城市化或者简单的出口导向的经济体，不需要特别复杂的金融系统来支持它的快速成长。现在转向效率提升、创新驱动的时候，需要资本市场。为什么美国创新这么厉害？有疯狂的投入才会有非常牛的产出，就是这么简单的道理。在巅峰上的企业，facebook、谷歌，也就是十几二十年的企业。当然我们的问题就很多了，也不展开。没有绝对的真理，说我们怎样做就能成功，没有一个确定的答案。谢谢！

张生举: 上午讨论很积极，主持人要尽量把发言时间控制在规定时间之内，下午本来是一个很有意思的话题，而讨论并不是特别热烈。我不知道是因为大家对中国股市有很多共识，还是分歧很大以至于没有话说了。

我自己有一个观察，不知道在这里是不是有共识。我觉得股票市场、资本市场，最主要的功能还是一级市场，我们

花了太多的时间在讨论二级市场。如果说 IPO 停了，或者一年当中发的很少，市场不受欢迎，这个市场就失败了。所以股灾以后救市，暂停 IPO 发行，我认为就等于宣告了这一段时间股市的失败。IPO 停了，我觉得在这个意义上，中国股市已经很大程度地失败了，我不知道是不是能够在这里得到支持。

Alfred Schipke: 大家是不是同意刚才这位的观点，大家觉得重启 IPO 是不是最关键的事情呢？

胡汝银: 刚才讲的，包括徐老师讲的主要不是散户的问题，市场有很多违规，要打击这些违规，这些观念我都同意的。我讲一点什么呢，中国也有很多企业在香港和美国上市，最终还是你的定价问题。为什么在香港、美国上市？我们可以看到香港 H 股低于 A 股，说明那个市场定价更加有效率。你公司很烂，我定价就低。但是在大陆没有，越差的炒得越高。因此我回答另外一个问题，如果没有二级市场的完善和准确定价，IPO 市场是没有用的。而在二级市场要准确定价，是和 IPO 联结在一起的，如果 IPO 市场不再增加发行，那整个二级市场一定是不平衡的。中国为什么股票定价过高，香港没有呢？因为在香港那个地方 IPO 没有管制，是自由进入的市场。公司治理非常重要，但是治理不好的公司在市场应该估值很低才对，为什么要让它股价跑那么高，而且还要追捧它呢？

Alfred Schipke: 非常感谢你谈起了这个话题，关于公司的治理可以让我们再讨论一天。我们能不能再谈一下 G20 这个主题呢？

Bernard Snoy: 谢谢！马先生的演讲给我留下了非常深刻的印象，他谈到了一系列的改革议程，其中第一个就

是进行国际货币体系的改革，同时还说到了一国货币政策的溢出效应对全世界的重要影响，还说到了 IMF 的配额改革，还说到了建立安全网的重要性。我们还看到金砖国家的 CRA 等等。我的问题是，为了能够将这一系列的互换协议多边化，并且把它们放在 SDR 中，在公共部门中能不能用一些储备工具，作为推动私营部门参与金融活动的一个助推剂呢？

马骏：这是一个非常好的问题，我觉得这个问题谈到了两个方面。一方面是将双边互换变成多边互换，这是非常重要的话题。在大的危机发生之后，双边互换是不够的。这是因为任何一个国家可能都会担心借给另外一国所产生的额外的风险，而且双边互换在市场上的影响也非常小。我们举一个小的亚洲国家为例，它的汇率有一定的压力。我们可能会想到中国和这个国家，或日本和这个国家，或者韩国和这个国家建立双边的互换。但是如果我们能同时宣布三边互换的话，这将是非常强大的安排，而且还能分享风险。如果只在两国之间，可能不愿意借款，但如果有三国互换，多边互换，也许更多的私营投资者就愿意去借款了。

第二个方面是关于 SDR 的作用，我们也在思考有没有其他解决方案。其中有一个很有意思的例子，IMF 的员工在四年前做了个研究，将 SDR 作为全球环境基金的一个基础，你可以在这个上面发债，债券换来的钱用于投资世界各地的环保项目。我们还需要思考如何就 SDR 来创造资产，也就是说 SDR 不仅作为一种投资工具，同时还会变成一种资产，一种你可以购买的资产。

Alfred Schipke：请问大家对于 G20 以及 G20 相关的一系列话题还有没有需要补充的，如果没有的话，我就做一个

总结。我们刚才说到了 PBOC，还谈到建立绿色基金，同时还谈到了互联网金融以及移动金融的影响。在金融的架构方面也许我们可以谈得更深入一些。你谈到了财政部的一些举措，包括建立气候变化基金。

马骏：我其实不是非常了解融资的基础设施，但是我觉得有几个方面我们可以进一步地去探讨。第一，就是第三方的付费系统。过去几年这方面有了长足的进步，尤其是互联网公司也提供服务，这可以降低付费的成本，而且能够降低清算的成本，我们看到各个金融领域之间是有重叠的。第二，关于跨境的清算、结算。中国正在发展自己的跨境结算，这可以提高效率，同时加快整个跨境结算的时间。我认为在未来，在全球，我们需要在这样一些跨境结算方面有更多的协调，以满足全球金融体系的需求。

Patrick D'Arcy：我不知道马博士能否谈谈绿色融资、绿色债券相关的法律安排，需要哪些法律制度保障谈谈想法？

马骏：说到绿色债券，从国际上来看，我们看到这个债券市场是自我发展的。绿色债券的定义是非常关键的，要知道什么是绿色，什么不是绿色。在过去的六七年中，我们看到有一些不同的观点，他们评估了绿色债券融资的基金和项目，到底是不是真的是绿色的？其实我们要搞清楚绿色债券的定义以及它的用途。

在中国，推动这一绿色债券的就是 PBOC（中国人民银行）。PBOC 推出了关于推动金融债券的意见，我们看到公司将推出一些绿色债券。同时，也是由绿色金融委员会所管理的。一旦这些文件发布的话，我们就有一些基本的关于绿色债券的原则在那里了。我们看到现在很多的银行、很多的公司都愿意去发行绿色债券。我认为，这样的绿色债券的发

行可满足中国对于绿色项目 20% 到 30% 的资金需求。

Alfred Schipke: 谢谢！我们正好按时完成这个环节的讨论任务，感谢各位嘉宾的踊跃发言。你们的演讲非常深刻，而且我们也非常好地遵守了时间安排。谢谢大家！

圆桌讨论：上海自贸区的金融开放和创新以及上海国际金融中心建设

徐明棋（上海自由贸易试验区研究协调中心秘书长）：我们开始下一个环节的讨论。首先请上海自贸区管委会政策研究局的张湧局长发言！

张湧发言

张湧（上海市自贸区管委会政策研究局局长）：谢谢主持人！我非常高兴参加今天这个重要的会议，请允许我用中文发言。

大家都很关心上海自由贸易试验区金融改革的方案，我们非常高兴地看到，为了今天这个会议，PBOC 在星期五晚上公布了这个方案的全文，事实上是上个礼拜三，国务院常务会议通过了上海自贸区的整个方案，我们也非常期待看到全文，现在已经看到了，各位专家都在做各方面的解读。

大家都知道，最近半年来中国资本市场发生了很多的问题，有不少领域的人士把资本市场一些波动的问题在一定程度上归咎于上海自贸区的金融开放，特别是认为上海自贸区在跨境资金流动方面给市场创造了一些活动的空间。所以，市场也一直在怀疑，由于这一次资本市场的波动还没有完全平息，中国政府是否会犹豫推出这么一个一揽子的金融改革方案。

上个礼拜中央政府的决定，我认为最大的意义不在于发布了 40 条改革的内容，最大的意义在于，再一次表明了中

国政府坚定不移地推进资本项目的可兑换和整个金融改革开放的决心、信心没有任何的变化。有非常多的问题不是靠咱们封闭起来就可以解决的，自贸区的重要理念就是以开放来倒逼改革。自贸区一个重要的想法就是，希望在一个有限的范围内，对包括金融改革在内的改革做一些压力测试，看一下我们的监管体制、监管力量能否跟得上这么一个开放的要求。所以我觉得这次中央政府的决定应该会得到市场的高度认同。这是我想说的第一个观点。

第二，上海自贸区的金融开放和上海国际金融中心的建设是紧密地联系在一起的。大家都知道根据 2009 年国务院的一个文件，上海计划在五年之后，即 2020 年要将上海建成与人民币国际地位和中国经济实力相适应的国际金融中心。上海自贸区改革是完全和这个目标联系在一起的。所以我觉得从这个角度来讲，上海自贸区除了过去强调的可复制、可推广之外，又增加了一个重要的内容，就是可辐射性，体现了上海金融市场向全球而不仅是向全国的可辐射作用。这跟人民币跨境使用是紧密联系在一起，所以这一次文件中非常重要的一些方面讲了人民币跨境使用的问题，特别提到了人民币在资本项下的投资回流的问题。这是第二个我想提的观点。

第三，这次金融改革特别强调的是自由贸易的账户体系。这是一个重要的基础设施，有了这个基础设施之后，我们的金融改革都会非常有序、稳步地推进，就是提供了一个阳光大道，让所有以后要推出的一些开放的措施都能在自由贸易账户体系上做到可监控。

第四，这一次非常强调的是，跨部门、跨市场、跨行业的一个综合监管体系的建设，这事实上也是从各种经验和教

训当中，我们得出的一个重要方面。是希望能够在上海自贸区创新金融综合监管框架体系，我相信下一步会有一系列的重要举措出来。

第五，这一次推出的 40 条，有一些学者认为没有什么太多的新意，是把过去央行 30 条和银证保的 21 条加以确认而推出现在的。我个人认为，如果仔细研读的话，还是有非常多的新内容。比如说在保险领域，有很多新的内容，上海保险交易所这个概念过去是没有的。在保险资产管理方面，也有很多的内容。包括刚才说的监管，现在要更多地由在沪金融监管部门和金融市场组织进行一些审批和监管。特别是文件的第 40 条提到，这个文件里面规定的内容如果和国务院现行法律法规不符的话，按照程序来调整国务院现行的法律法规。现在 40 条里有很多已经超出了现有法律法规的内容，要对现行的法律法规做调整。今天的 40 条是高于现行的法律法规的，在自贸区可以先行先试。但是，我们还得按程序调整现行的法律法规。我认为这给我们的想象空间、操作空间还是非常大的。谢谢！

徐明棋：接下来请东方证券首席经济学家邵宇先生！

邵宇发言

邵宇（东方证券首席经济学家）：我第一点判断跟张局是一样的。我记得没错的话，在股灾的第二个月，整个方案就已经上报到国务院常务会议了。当时肯定是被搁置了，现在看来整个搁置的时间也不长，最多是一个季度，这一点确实让我觉得喜出望外。对于金融人士而言，如果没有创新、没有开放，我们也就没有生意可以做，这一点还是比较重要

的。在现在这样一个相对不太确定的环境下，我对 40 条给媒体的评论是逆势开放，这是可圈可点的，毫无疑问是值得肯定的。

第二，可能会有一点保留的地方在于原来我们预期有 49 条，据我所知一些关键的涉及到 QDII2 以及更大的资本市场开放的项目可能被淡化掉了，当然我相信决策者有自己的考虑，更多考虑到风险的可控。原来我们计划这一次 QDII2 可以成型了，现在看来要尽快地推进研究，等待给出具体实施的内容。

另外，也提到可兑换的问题，里面有一个表述，还是要有一定的额度。如果有了一定的额度，又上了一个很复杂的 FT 系统的话，究竟什么是硬约束呢？我觉得额度应该是一个硬约束。当然额度本身可能有进步，原来每年五万美元，可能提到二十万，甚至更高，这也是一种姿态。但毕竟还是一个“份额”，谁来决定这个“份额”，过程是不是透明的，大家还是不确定。这是我们觉得可能会有一定保留的地方。

第三，这里面有一点我印象比较深，就是金融机构对外、对内开放的步伐是有所进展的。比如说可以做金融控股公司，外资入股的股权可以达到 49%，而且合资的伙伴不一定是证券公司，没有说一定是金融类的公司。因为你有对外开放，同时又有国民待遇，这些部分对我们的民间资本也会有相应的开放，这就起到了所谓以开放倒逼改革的重要作用。金融领域在中国是高度管制的，并且主要是国有企业密集型的。如果有了这样一个调整，有了这样一个国内、国外同时准入的措施，相信能够极大地提升金融服务业发展的空间。出于什么样的考虑做这样一个比较大的开放动作呢？可能是基于 BIT 双边投资协议方面的推进目的。我们一直

说自贸区，实际上核心还是要试验新一代高标准的贸易、服务以及相应的知识产权标准。如果作为一个整体来说，中国是做不到这样的标准，但是自贸区有了这样一些良好的基础设施条件可以先行一步，最后做复制、推广、辐射。

至于金融市场建设这一块，相信也花了比较大的笔墨。现在整个自贸区已经扩展到了陆家嘴，我也认同刚才张局的观点，我现在觉得这样一个所谓自贸区金改，不管是 3.0 还是 4.0，已经不完全是谈自贸区本身了，更多的是谈上海国际金融中心建设一体化的内容。上海国际金融中心建设是什么呢？难道更多的产品就是国际金融中心吗？不是这样的。刚才我们谈论了很多话题，我对上海国际金融中心的定义非常简单，人民币如果是一种储备货币，那上海一定就是国际金融中心。也就是上海作为国际金融中心，所有的任务，或者它的使命，就是辅助人民币成为一种国际货币，当然，要有人民币的产品、人民币的市场。我的理解，整个自贸区金融市场的建设，其实就是上海所有七到八个要素市场的国际版同时出现了，当然肯定还是在陆家嘴。很多都是在岸和离岸一体化的构造，当然一体化的构造是通过 FT 账户进行隔离的，应当说这是一个前所未有的创举。

作为人民币国际化，人民币贸易所占的部分是很小的，绝大部分要靠投资，要投资一定要有足够的人民币，不管是理财产品也好、储蓄也好、股票也好、债券也好，都可以。如果给了这样一个实施方案，一个巨大的在岸、离岸一体化的人民币资产池将很快出现，比如说可以买人民币理财了，这是一个很大的进步。

最后我想提的是风险的问题。大家都知道，在我们目前的环境下，我们资本账户开放的路径是前所未有的。中间的

过渡手段就是这个 FT 账户，FT 账户的设置现在只是在理论上成立的一个基础设施，当然要经过各种各样的锤炼和反复的摩擦，包括新的托宾税之类的。这里面是不是通过宏观或者微观审慎参数的调整，使得我们把短期资本流动对于一个大型经济体的冲击降低到最低水平。我觉得很多的尝试、很多的问题都是开放的，需要我们做出更大的努力。

金融开放绝对不是温室中的花朵自然而然绽放的，一定是交学费的过程，或者大量的钱进出的过程。在这个过程中，我们才能学会怎么样跟新的一体化的全球资本市场打交道，怎么样培养有定价权的本土机构，以及怎样获得人民币最终的定价权，这才是真正开放的核心。这是我对这一轮新的开放的简单理解。供大家参考。谢谢！

徐明棋：谢谢！下面请乔军华先生！

乔军华发言

乔军华（上海发展研究基金会研究员）：谢谢主持人！我们这个议题是上海自贸区的金融开放和国际金融中心的建设，我接着前面张局和邵总的讲话，我们上海自贸区的金融开放，实际上和我们国际金融中心的建设是紧密相关，对上海国际金融中心的建设是有很大的促进作用的。

我们可以说，自贸区是一个试点，一定程度上可以说是短期的或临时性的安排，但是上海的战略定位是国际金融中心，这是一个长期的定位。

如果大家关注的话，上海自贸区的政策，从刚开始国务院的发文到人民银行 30 条以及后面的政策，都会看到不仅仅安排了上海自贸区之内如何，还有很多政策是上海地区的

金融机构如何，还有上海地区的金融机构与自贸区内的金融机构的关系。自贸区的试点事实上已经形成了一种政策的溢出效应，自贸区内的政策在逐渐向周边扩散，首先扩散到上海，上海在一定程度上先行于其他地方。

除了政策溢出效应之外，我们在资金、产业链条上也都有一定的延续，因为区内和区外有割不断的联系，促进了上海国际金融中心的建设。即使到时候试点结束，这个政策停止之后，我们在区内所建设的一些金融机构的基础设施还留在这里，还有一个延续效应。所以整个自贸区的金融开放，事实上是在支撑未来上海国际金融中心的建设和发展，这是我想讲的第一个，上海自贸区的金融改革开放对上海国际金融中心建设的促进作用。

第二，讲几个我对未来上海国际金融中心和上海自贸区改革开放的几点看法。

首先，上午也讲到我们有资本外逃的问题，大家可能在猜测是不是自贸区资本项下开放出了一些问题。对这个问题我的看法是，如果我们对资本项下的人民币可兑换不开放的话，我们就无法改进对开放的监管，这是逻辑上的关系。如果不开放，就无法去改进。所以说，我们事实上是在通过开放去摸索在这个过程中应该控制的东西，而不是说因为引起了什么问题就因噎废食不干这个事情了。

归纳一下，这些资本的流动，事实上是长期的资本流动（例如长期的对外投资）或短期的资本流动（例如一些套利、套汇），再就是一些非法的资金，比如涉及洗黑钱的，可能有一些恐怖活动融资的，或逃税漏税的。

长期的投资正是我们要鼓励的，我们正在鼓励人民币资本、民营资本走出去，向海外投资。对于短期资本的流进流

出，虽然可能对我们资本市场或市场交易造成一定的波动，但这些金融交易有一个价格发现的功能，如果没有这样一些功能，我们的资本市场是会形成扭曲的。事实上正是这样一些短期的资本流动，使我们知道哪里利率高，哪里利率低，哪里收益高，哪里收益低，这样整个全球的资本市场才是平的。我们要做的，并不是要限制它，而是去监控它、管理它。

真正要控制的是那些非法的资金。可能有一些贪官携款潜逃、黑钱等等，在国际上所有国家都面临这个问题。我们应该持有的态度是什么呢？自贸区的试点就是这样一个功能，通过这个试验查找监管流程中有什么漏洞需要弥补，需要做哪些监测，提炼哪些中间指标，达到什么样的程度，这就是我们现在试点的意义。所以我觉得资本项下的可兑换是应该做的，而且正是要试验的重点所在。这是整个自贸区试点的一个比较核心的内容，这是我的一个看法。

另外，我还觉得，就像刚才张局讲过的，前两天央行发布了一个新一轮改革开放的政策，包括五个方面：人民币资本项下可兑换、人民币跨境使用、金融市场的开放（允许外资和民营都进入金融服务业务，准备降低这个准入），还有一个是建设国际金融交易平台，最后一个监管。我们准备建设能源国际交易所，还有很多国际交易平台，但是没有看到证券的国际版。我觉得未来应该进一步把上海证券交易所的国际版也推出来。我们已经有了国内的个人对外投资QDII2，未来外资也可以进入中国投资证券市场、衍生品交易市场等等，这个不知道未来可以开放到什么程度，这可能是未来我们需要关注的一点。

我讲的就是这么多。谢谢！

徐明棋：谢谢！接下来请上海交通大学中国金融研究院费方域教授！

费方域发言

费方域（上海交通大学中国金融研究院教授）：大家好！我读这个 40 条有几个体会，我先讲一下总体的体会，就是它明确了四个关系。

第一个关系，上海自贸区 and 上海国际金融中心的关系。上海自贸区是第一个自贸区，现在陆陆续续又批了一些自贸区。自贸区之间的关系是什么，这个很明确，上海自贸区的重点在金融改革开放上，这是它的侧重点，已经很明确了。这样的话，也就进一步明确了上海自贸区的试验可以作为上海国际金融中心建设的突破口和试验区，这个关系就理顺了。

第二个关系，上海的自贸区试验和上海国际金融中心建设与整个国家金融体系改革开放的关系。这个关系实际上就是说，把整个国家金融改革开放的试验重点放在上海。这对上海来说，应该说是信任，也是给了一个很大的机会，这对上海来说是非常不错的。

第三个关系，上海和中央各部委的关系好像有一些变化。过去上海至少是操作主体，但是从这个文件看，好像在倒数第二条明确了上海政府要做的一些工作，强调了协调的作用。监管的责任、监管的主体明确提到了央行和外管局，实际上关于金融方面的这些新的举措，主体也是一行三会，这样可能比较合理。对于这样一个关系到整个国家金融体系改革和发展的全国范围的大试验，主体在国家层面上可能是

比较恰当的，上海当然要积极性协调，这个关系就比原来的关系顺得多。

第四个关系，在市场的发展、机构的准入、产品的发展、业务模式的发展等方面鼓励创新，而且把这种创新和整个改革开放的大环境联系起来。这样的话，把金融服务市场的扩大、面向国际的市场发展和整个改革开放结合起来，以及和整个内部监管体系的改革结合起来。

下面具体讲四个方面的推进和一个方面的保证，就是四个推进一个保证。

四个推进的前面两个：人民币资本项下的可兑换、人民币跨境使用。这两个讲的是整个国际金融中心建设、自贸区改革和试验真正绕不开的东西，重点、难点、突破点就是这个东西，现在明确给了一些提法。第二部分是关于跨境使用这一块，已经在做了。但问题在第一条，就是人民币资本项目可兑换里实际上有新的东西。第一，说了一个“率先”，明确说上海要在这个方向突破，而且是率先的，你一方面要确保，一方面也得给上海这个压力，对上海来说是很大的荣誉，“率先”这两个字很有份量。第二是关于 QDII2，把这个事情明确作为一个任务下达。第三，机构和个人双向的证券期货。明确在证券期货投资项下要搞出管理办法和经营试点，这几条都是很实的，应该有时间、日程的安排。所以这一块还是有一些内容的。

第二个里面讲的是金融开放。这一块内容非常多。比如说第一条，关于准入的问题，讲了民营机构。现在银监会关于民营的银行也好、金融租赁也好，对有金融牌照的金融机构总的开了一个口子，可以在这个地方设立。但实际运作中怎么样就不知道了。实际运作中是各省一个名额，现在这样

的话，自贸区和上海市是享受同一个名额还是另外给一个或若干个名额呢？

还有非标交易平台这一块也是有含金量的，境外投资的PE，特别是合资证券公司，还有科技金融的龙头结合。我估计和上海现在要搞创新中心有关，把这一块加进去了。

最后一个说法人机构，专门设立法人金融机构走出去，不知道这里面是不是特有所指？可能是因为有一件事，所以写了这么一条。

第四个推进是讲面向国际的金融市场。上海的各个交易中心、交易所在搞国际版，已经在做了，这里统一给了你一个认可，这些东西通通都支持你做。

这四个方面的推进，做起来的话还是有不少实质性内容的，市场的机构有很多的机会，市场有很多的机会。

至于监管方面，原则也很明确了，要符合国际规则、结合中国国情。

FTU、FTA 作为基础设施的一个结构，这个结构中间暗含了很多东西，包括你一定要通过预审，而且是实时监控的。如果有情况的话，你事先承诺，到时候随时可以根据情况控制你的流量，也可以叫停等等。这样的话，整个宏观审慎监控有了一个很好的微观基础。这一块东西，总的来说，比过去来说更加完整了。就说这么多！

徐明棋发言

徐明棋：刚刚各位专家就自贸区金融开放和上海国际金融中心建设谈了自己的看法，在我们问答之前我也想谈一点简单的看法。

自贸区 40 条，应该说是 2013 年自贸区创设之初一行三会 51 条的延续，不应该完全看成是新的东西。有一些内容实际上重复了 51 条的内容，有一些是进一步明确，有一些具体实施措施的味道，比如说期货市场、黄金和能源期货市场要国际化的话，期货交易所的改革措施毫无疑问都要跟上的。保险，这里面也进一步谈了。

就我个人来看的话，这 40 条还不完全是一个实施的细则，原则性大于实施层面的具体内容，很多细则一行三会可能还要详细制定。总体上给我们一个比较积极的印象就是，中国上海自由贸易试验区，一开始所设定的金融进一步对外开放，为中国整个资本账户的开放和人民币的自由兑换进行探索的任务，没有改变，而且方向是明确的，措施也是不断往前推的，给了这么一个非常强烈的信号。

可以这样说，在我们整个国内的经济和金融出现一些动荡的大背景之下，仍然坚持以上海自贸区为试验点来推进整体的中国金融改革开放，这实际上和最近结束的十八届五中全会提到的进一步扩大开放的总体趋势也是一致的。

但是我认为，自贸区的金融开放无法脱离整个中国的金融体系对外开放的步伐，尽管有往前探索的味道，但你要走得太远，表现出相对于国内整体金融非常超前的态势，也是很难的。毕竟是为整个中国金融体系的开放做一个试验、一个探索，因此一定会受制于中国金融体系需要控制风险的基本调子。这里仍然坚持在风险可控的情况下逐步往前推进。所以不要指望 40 条的贯彻马上就会把上海整个金融市场和外部完全打通，实际上这也是不可能的。尽管我们开出的上海自贸区自由贸易账户有这样一种意图在这里，但是所有账户的自由化程度、功能的拓展，相对来说还是比较谨

慎的。

从学者推动上海国际金融中心的角度来看，希望对外开放的步伐迈得快一点；但是从监管部门控制风险的角度，一定会考虑到溢出性的影响，在觉得通过账户的资金是可控的，风险较低的背景之下推。一方面给了我们非常大的信心，进一步改革开放是不会改变的，透露出来的信息也是非常强烈的；一方面金融监管需要加强、金融风险需要控制。因此我们可以预期中国的金融体系不会因为上海自贸区改革开放的试验而增加很多风险，也不会因为上海自贸区的金融进一步改革开放的措施，一下子全面地走到原来所设想的中国资本账户完全开放。我个人的判断，并不是这么乐观的，尽管中国积极争取人民币进入 SDR 账户会有一些措施，但这些措施一定是在风险可控的前提之下。我大概做这么一个解读。

下面进入问答阶段，看看在座的各位专家学者对这个问题有什么不同的看法或需要拿出来进一步讨论的，包括在座的外国朋友对上海自贸区金融的改革开放有什么看法也可以提出来，我们一起来讨论。谢谢！

讨论

尉安宁：中国现在已经是世界上第二大经济体了。我就在考虑，发达国家，像葡萄牙、西班牙，怎么没有见搞什么特区，这搞一个特区，那搞一个特区，这个我不太明白。过去搞深圳特区是特殊的政治背景，今天我们在中国大地行走，很多地方要建国际大都市。搞一个特区试改革开放的办法，这个对不对？我们大家是做金融的，知道金融的属性是

流动性，这个钱是转来转去的。地理空间上限定一个特区，搞这个改革、那个改革，有意义吗？所以我觉得现在我们搞了这么久，感觉影响不大，我觉得这个思路要问一问。今天的政治形势、社会条件下，我们是不是要通过特区的方式推进改革，特别是有高度流动性的金融的产业，在几平方公里搞这个东西，听起来不职业化。

徐明棋：我简单回答一下，我觉得还是有必要的。中国虽然 GDP 规模占世界第二，但我们的金融，无论是企业的竞争能力，还是我们对金融整体的掌控能力，相对来说还是比较幼稚的。世界上大的金融机构所掌握的资金规模是巨量的，要炒作一个市场相对来说比较容易。如果你缺乏相应的监管能力，完全开放的话，遭受外部冲击的可能性还是比较多的。东南亚金融危机就能看到。现在欧洲这些国家，欧债危机，某种意义上来说，也是在外部市场投机的操作之下发生了大幅度的波动。中国政府是比较厌恶这些风险的，所以必须要有相应的配套措施，能够放心保证在比较极端的情况下可以控制这个市场，才会逐步往前推进。

我觉得从中国特殊的制度结构以及企业的情况看，当然也要讲到中国老百姓的羊群效应是比较强的，这些因素使市场上掀起的风潮有可能对我们的实体经济造成破坏。所以说，在上海自贸区先试一试，逐渐积累一点经验，然后在这个基础上扩大开放。

现在通过账户的形式，一定形式上还是可以把资金限定在一定的流通范围之内，现在要试的就是这个。通过自由贸易账户，人民银行可以保证在任何情况之下都能够掌控有多少规模的资金进来了，有多少规模的资金出去了，做到心中有数，有相应的措施保障市场不遭受外部资金短期大规模的

冲击。我想政策制定者的用意就在这。

至于对我们总体的经济发展以及综合国力的提高会不会有大的不利的影响，当前来看，这个负面的影响可能还没有到非常高的程度。实际上你回过头来看看，美国完全开放资本账户也是上个世纪 80 年代的事。在发达国家也都是上个世纪 80 年代才真正把市场完全开放。所以说，中国搞市场经济搞了三十多年，现在一步走到发达国家今天这样的市场开放程度，还是比较难的。这是我的理解，不一定正确。谢谢！

马骏：负面清单的事，张局长比较合适来回答这个问题。不光是金融领域，包括服务业在内，据说几年前，咱们负面清单的长度大概是一万多项，人家只有几百项。现在到底什么情况？听说 BIT 谈判中，最大的难点还是这个，中国的负面清单下不来。如果自贸区也下不来的，全中国更没有戏了，自贸区现在做到什么程度？

张湧：谢谢马老师非常好的问题！关于负面清单，上海自贸区在全国先走了一步，一个重要的背景也是 2012 年、2013 年中美 BIT 谈判进入关键的时候，所以商务部也是在上海自贸区做一个试验。我们现在已经做了三轮负面清单了，2013 年、2014 年以地方为主，2015 年上升到国务院层面，全国四个自贸区用统一的负面清单。这是针对外资的，现在是 122 条，看起来这个负面清单非常短，但事实上外资的确是碰到了一些困惑。因为我们国家针对内外资的一体化的负面清单，就像你说的，有一万项还是两万项的限制或者禁止的措施。我们目前还没有这样一张全国统一版本的针对内资和外资的负面清单。上海自贸区的负面清单是针对外资的，有别于内资的一些限制措施、例外措施。看起来

122 项，很短，但事实上，是在一二万项基础上对外资再叠加了 122 条。因为基数非常大，我现在说不上，有些人说可能有 5 万条。

2013 年三中全会就提出来了，要在全中国建立市场准入的负面清单制度，没有说建立针对外资的负面清单制度，我们当时在琢磨是写错了呢，还是要往这个推进。当然不会写错。我们非常高兴地看到，两个礼拜前国务院公布要在全中国试点推行市场准入负面清单的制度，从今年 12 月 1 日开始到 2017 年 12 月 31 日，2018 年本届政府换届前后全面推行。这就是回答你刚才的问题，把现行的所有的限制类和禁止类措施搞成一张清单。这个文件里说，要把现行的产业结构调整目录、现行的政府核准的投资项目、国务院和国务院各部委规定的限制类和禁止类措施，全部统一衔接起来，做一张针对内外资的负面清单。我觉得这是力度非常大的一件事情。

这个负面清单跟我们今天谈的也有关，金融领域的限制措施也要写到这个负面清单里。事实上金融领域有很多对内资也是不开放的，也是要审批、许可的。问题是市场现在觉得透明度不高，因为没有统一的清单，所以也给市场造成了困惑。我们非常高兴地看到中国政府 2013 年就有谋划，2015 年 10 月份就推出了这么一个重要的文件，而且马上就要做了。从这个角度来讲，可能也是由于上海自贸区的负面清单探索提供了一点试点的经验。

另外，我们很高兴地看到，一个针对外资的负面清单也已经写入商务部向全国人大提交的外国投资法的草案里了。这个外国投资法如果通过，意味着整个国家对外资也要实行负面清单的管理。从这个意义来说，上海自贸区重要的功能

并不是吸引多少家机构，有多少金融的 GDP，有多少税收，主要不是这个功能。主要功能在于在局部范围内代替整个国家做一些试验，在整个国家范围内风险太大。所以在有限范围内做一些尝试，积累了一定的经验之后再推广。

不知道有没有回答清楚这个问题。谢谢！

徐明棋：我原来听商务部的同志讲过，他们在梳理负面清单的时候，说加上各个部委的涉及到投资和管理的，按照原来负面清单理解的，大概有 3 万多条。很多措施名存实亡，但还在那里。如果办事人员不想让你投资或者审批，就把这个条文拿出来，还是可以派用处的。然后就是进行了很多处理。最近应该说各个部委实际上也在清理内部的规章制度。发改委正在制定全面的投资准入负面清单，这是对所有的中国企业的，实际上主要对民营，国有企业进入基本上是没有障碍的，关键在于主管部门的批准。中国整个体制运行是审批制，所有的投资都要经过审批才能够获得准入。

现在按照负面清单的模式管理，就是要进一步透明。你不管将来是民营企业也好、外资企业也好，都可以，就是按照比较公开透明的方式自由进入。但是据我所知，现在中美双方关于负面清单的谈判没有取得迅速的进展。四个自贸区所使用的 122 条的负面清单，如果拿出来作为与美国进行双边投资谈判的负面清单，美国目前是不接受的，现在搁置在那。因为整个谈判的推进也是有一定难度的。

嘉宾：我想问一下张局，因为 40 条里市场和老百姓比较关心的是 QDII2、资本项目可兑换的内容。这一次资本项目可兑换也包括了境外投资的渠道以及设立境外投资股权基金，从这几个项目来看，怎么评价？这几个内容给人民币资本项目可兑换开了多大的口子，怎么评估？对于接下来的

人民币国际化可以提供多大的帮助？还有你刚刚提到，觉得 40 条里面还是有一些比较新的东西。我听到的反馈是觉得跟 51 条太像了，你认为新的东西在哪里？谢谢！

张湧：我只能回答你第一部分的问题，特别新的东西我还在研究当中。

刚才提了一个非常有意思的问题，上海自贸区这一次金融改革和人民币国际化的关系，前面几位专家都说到了这方面的问题。我觉得上海自贸区金融改革的确跟人民币国际化关系非常密切，一方面自贸区是人民币输出重要的桥头堡，另外也是人民币回流重要的目的地。纵观整个 40 条，我觉得它解决了人民币国际化五个方面的问题：

第一，就是可兑换。除了总体原则以外，后面讲到的五个问题都跟人民币国际化有密切的关系。是在 FT 账户基础上，提出了本外币一体化，在 FT 账户内部进行兑换解决了人民币可兑换的通道问题。

第二，解决了人民币重要的平台问题。40 条里谈到国际金融市场，面向国际的金融市场，提到了郑交所、期交所、中国外汇交易中心、股权托管交易中心和黄金交易所。在其他部分还提到了保险交易所，保险交易所没有说面向国际，没有看到关于中金所的事情。面向国际的交易平台是实现人民币投资回流的一个重要通道，而且体现了跟在岸市场的隔离，因为是面向国际的投资者。根据我的理解，国际投资者可能包括那些开立了 FT 账户的投资者，他们被视为具有境外账户的性质或带有离岸的性质，FT 账户持有人有望参与这样的国际市场。

第三，提供了大量的机构准入，包括保险、银行、证券，甚至说到了互联网金融，这是在过去 51 条里是没有的。

今天我们看到，TPP 其实非常强调金融的跨境服务提供，用远程数据化提供金融服务，我不知道两者之间有没有一定的关系。这一次提到了互联网金融的问题。还给了国内的一些机构非常大的空间，包括刚刚说的合资证券公司的准入。当然这些准入就像马骏老师说的，跟我们现行的法律法规里的限制类和禁止类措施不兼容。刚才有一位老师提到是不是按照每个省分配，在自贸区范围内是不是会有一些特别的额度？40 条里说了，如果这个文件和国务院的规定有不一致的地方，实际上还是可以突破的，说明这个文件的层级是非常高的。

第四，整个监管体系给出了非常完整的设计方案。一方面 FT 账户是一个通道，同时又是一个监管的重要设施。第二个里面特别提到要放宽市场准入，但同时要加强监管，并提供各种服务，其实把总理讲的“放、管、服”体现在里面。第三个提到了三反，这在老的 51 条里面也强调了。第四个强调“三跨”，跨市场、跨部门、跨行业的综合监管。第五个强调了要下放权利，就是要把一些审批的权利下放给在沪的金融监管部门，包括下放给金融的其他组织。保险做得比较好，航运保险已经由上海航保协会进行核准。我觉得这个意义是非常大的。里面特别提到了金融领域对涉及外资的要进行国家安全审查，实际上都强调了监管方面的内容。

如果一定要有第五个方面，因为有了市场，有了机构，有了可兑换的通道，有了监管，所以像邵宇博士刚才说的，以人民币标价的金融产品以后会大规模产生出来，这样就为国际投资者提供了非常好的投资回流的渠道，包括沪港通也是第一次出现在国务院关于自贸区的文件里。

最后一点，我前两天接待了香港一个高管团队，他们对

上海自贸区金改的担心似乎在离岸市场方面，人民币投资回流方面有很大的动作，他们担心香港人民币离岸市场怎么办？这些资金回流，投资到上海来了，以后上海金融市场非常强大，资金非常大，国外的人都回流了，他们有一点担心香港离岸人民币市场怎么办。我受他启发，当时也思考这个问题。我个人认为我们现在提供了可兑换的通道，提供了市场平台，提供了这些机构准入，提供了整个完整的监管体系，有一系列的人民币产品可以供大家进行选择，但这可能是一个理想状态。我们给大家一个投资回流的可能，但并不意味着境外的人民币都会回流到上海来。从我个人研究者的角度来说，不是从政府的角度来说，中国政府真正的意图也并不是要把海外所有的人民币都回流到上海来，否则就没有必要做人民币国际化了。人民币国际化的一个重要目的是希望国际上更多地持有人民币，把人民币作为储备货币、投资货币，而不仅仅是一个贸易货币。现在文件里说到希望在贸易、实业投资、金融投资领域都提高人民币跨境使用的程度。我个人认为这个文件给人民币投资回流提供了一揽子的解决方案，但并不意味着我们希望海外人民币全部回流到上海来。从这个角度来说，有了这样一种通道可能会更鼓励人民币出去，更鼓励人流出去。从这个角度来说，香港离岸市场不是会萎缩，而是会更加强大，因为大家对中国的离岸市场以及人民币有信心。这件事情可能媒体也非常关心。我觉得应该说上海和香港之间还是有非常好的互动关系，不是说我们替代香港或者香港替代我们的关系。上海金融中心的主要目标还是做在岸市场，把自己的事情做好，人民币的在岸市场，人民币产品的创新、定价、交易、清算中心，但我们要提供一个离岸回流的通道。

至于你刚刚说的特别新的东西，等想好了我们再交流。
谢谢！

胡汝银：我问两个问题。第一，我们一直有一个观点，先国内金融自由化，当国内市场发展比较成熟了以后，再对外开放。如果以开放促改革，国内的改革准备好了吗？如果没有准备好，这个开放能带动吗？可以带动吗？第二，自贸区这个市场，比如说期货交易所国际能源原油期货，如果国内投资者没有大规模进入，没有联通，这个市场可能面临流动性不足的问题，根本没有价格发现的功能。没有足够的流动性对国际投资者也没有吸引力，这种情况之下，有没有考虑在自贸区里试点，什么样的组合是成本收益最好的、最可能成功的、最佳的组合？有一些可能就是搭一个台，好看一点，但是肯定是没有效果的，有没有研究过这样一种可能性？

邵宇：我来回答第一个问题，以开放促改革的问题。其实我自己判断，在中国这一轮改革里有一个很明显的问题就是不太协调，各个部门各自为战，各种利益相互冲突，很多的改革前进两步、退后一步。金融改革这一次算是比较快，但可能具有这样性质，所谓的单兵突进。这就牵涉到在国内改革，特别是在金融体系不够完善的情况下，你做了这么多开放的举动会不会产生系统性风险的问题。

大家讨论这一次股票市场涨跌的原因，是不是有境外势力呢，这个问题得分两个方面来看。第一，正常投资人在价格较高时卖掉，价格较低时买入，低吸高抛，也不排除极端的情况下高吸低抛。不管境内资本还是境外资本，正常的交易行为总是在这个经济体的资产出现泡沫时就把它卖掉，低估的时候就买入，永远是这样的道理。国际、国内资本都

是这样做的，这是正常的，没有问题。

但是问题在哪里呢？中国是一个零售客户占优的市场，15% 的客户是机构客户，85% 的市场是个人投资者。当我们比较这两个投资人的时候，如果仅看国内投资人，并没有持续地好于个人投资者。但是为什么境外投资者在这一次明显占到优势？大家的比喻是，拿现代武器的巨人跟只会用石头的小孩在这里玩一个游戏，这是我们比较担心的。比如说高频交易、程序化交易，相对而言这些海外的基金公司，可能是占有明显优势的，所以引发我们开放会不会带来额外风险的问题。

我觉得从这个角度来看，一定程度地限制高频投资者，可能会帮到目前的金融体系。但是长期的投资不会再此列，应该更为公平。我们不应该因为目前这样一个短暂的困境或者因为某一些机构的高频交易导致风险释放而去限制更多的开放，这样反倒是因噎废食。我们不要惧怕开放，只是要在一些触发系统性风险的地方做一些限制。要交足学费，要学到这个课程。

张湧：我补充一下，刚才那个问题也是一直非常困惑我的，不是我回答你的问题，是希望胡老师协助我们这个机构一起做这方面的研究。

你刚刚说到了，现在做的这些市场平台都是面向国际投资者的市场平台，对国内投资者是隔离的。理论上说，一线放开二线管住了，我既实现了开放拿到一定的国际定价权，有一定的影响力，但又不会影响到国内市场的波动，解决了当时证交所很困惑的问题。现在我们换了一个词，不是国际版，而是国际市场平台，因为是跟国内投资者隔离的，现在这个事情没有引起多大的市场波动。

但是随之而来的问题，国际投资者不参与，国内投资不参与，流动性来自哪里？国际投资者为什么参与？人家在纽约、新加坡等等都非常好，税率也很低，规则也很完整，为什么舍近求远到上海自贸区来呢？所以这是一个非常好的问题。按照目前监管部门设计的逻辑，国内投资者不是不可参与，是可以参与的。但是，第一必须在上海自贸区设立机构，第二这个机构必须拿到 FT 账户，FT 账户里的资金是一线放开的，可以来自海外的，FT 账户里的资金是可以参与的。问题又来了，国内资金是进不了 FT 账户的，按照这个设计是隔离的。当然央行开了一些口子叫做有限渗透，但我相信这个口子应该也是用于实体经济的投资。现在金融市场面有很多投资跟实体经济有关，但也有很多金融投资可能跟实体经济没有太大的关系，这的确是很困惑的问题。

我个人认为中国的改革还是慢慢来吧，有这么一个口子总比没有这个口子好。至于怎样的最佳组合是最优的，这个问题很有意思，除了 FT 账户，能否在普通账户允许一定的资金能够进去，或者有限渗透进去，这个渗透率到底是多少，放多少额度进去，这是一个可以考虑的问题。当然这已经超出了央行刚才说的 40 条，我觉得可以邀请胡老师和我们一起做研究，但是你出了一个非常好的题目，我不算回答，是一个评论。谢谢！

Kyungsoo Kim: 我相信 QFII 是允许外国投资者可以进入上海 A 股，给他们一个套利的机会，请问如何应对这样一个情况呢？

徐明棋: 我觉得 QFII 有足够的配额，这个配额是由中国证监会所决定的，只要有这样一个配额，你可以投资于中国的债券或者银行间的拆借产品，没有任何限制。关于

QFII 投什么，没有特别的限制和规定。

Kyungsoo Kim: 比如说一个北京的投资者，可能会有些套利的机会，这是一个自由贸易的账户，请问有没有离岸和在岸市场之间的差别？

徐明棋: 目前 FTA 账户里的钱只能用于实体经济，只能用于贸易的清算。不允许 FTA 里的钱直接投资于股票市场，但我认为未来有可能往这个方向走，因为未来我们的计划是完全向外国投资者开放。通过 FT 账户可以直接投到自贸区的期货市场，期货市场是欢迎外国投资者通过 FT 账户进行投资的。

另外我还要澄清一个错误，其实国内投资者不是说不能投资于这个境外的平台。根据我的理解，国内投资者可以通过国际期货交易中心交易，就是原油和黄金，国内企业应该也是可以交易的。

邵宇: 看来我们有很多方法来开放这个资本账户。QFII 就是一种配额制，还有通过特别的产品，包括股票产品，可以用沪港通。在沪港通中，你可以用 FT 账户，可以把你的钱先放进这个账户里，用这里面的钱购买各种各样的股票产品。当然现在要受到配额的限制，未来可能我们不需要限制配额，用你的自由贸易账户控制交易就可以了。

Kyungsoo Kim: 中国居民如果住在上海之外，比如说住在北京想投资上海，可以吗？

邵宇: 必须要在自贸区内建立你的账户，同时自贸区里面有你的实体。

徐明棋: 对于个人，只有在自贸区工作的人，允许他们开设个人的自贸区账户，用这样一个账户你就可以到海外去投资。对于那些非中国居民，他们也可以进行亚洲地区的投

资，这些人是可以在自贸区外建立自己账户的。其实我希望中国所有的居民都能够开设一个自贸区账户，到那个时候，中国资本市场就会完全开放，人民币就会完全的自由化。

Kyungsoo Kim: 关于这个配额的事有怎样的依据？

徐明棋: 道未来将不会有这个配额，监管者如果看到你会造成伤害，会通过其他方法而不是通过配额进行控制。

张湧: 我来补充一下，就像沪港通，不仅是上海自贸区内的居民，其实只要有上海 A 股的账户，在一定限制下可以开启港股的账户，可以购买港股。其实这是一个中国居民在境外进行投资的重要机制，可以让自己人民币到海外去，包括进入到香港的离岸市场。而香港的投资者也能够让他们的人民币再回到上海，再回到中国。我们正在讨论下一阶段的机制，包括上海自贸区的一些计划，目前投资还是有配额限制的，但是沪港通的配额并没有得到全部的使用。也许我们在未来可以看到上海和其他地区建立更多的直通车，那时候不仅自贸区内的居民可以开设特别投资账户，全国人民都可以了。

Patrick DArcy: 需要你进一步解释，这不仅对中国人非常疑惑，对我也非常的疑惑，就是资本账户的可兑换。这个新 40 条没有在自贸区完全开放资本账户，这其实只是控制跨境资本流动的方法，进一步扩大跨境资金流动的规模。今天早上演讲中，我们知道资本账户的确开放了，不是为了组合投资资金的流动，而是为了银行资金的流动。所以，我们非常难理解自贸区的账户能够与跨境资金流动的配额相关，想问一下两者之间是怎样搭配的？是不是想开发一个新的方法来管理货币的流动，以便在未来可以进行推广。请问我的理解是否正确？

邵宇：我们不可能全面打开资本账户，我们想了一些可以变通的通道，比如说可以放开 QFII，借助配额给定一个数量。

第二种可以根据产品，比如沪港通，所有投资人都可以玩，现在给你这个产品，也可以给你理财。使用配额很简单，但是不够市场化。现在找一个既符合非数量管制，又对所有产品兼容的方法，就是所谓的账户控制，也就是这个 FT 账户。怎么控制？理想情况下根据一个宏观审慎的参数来，当大量资金流入中国时，给你这个参数，使你可以流入的总量与你的资本金匹配；当大量资本退出的时候，又给你一个参数，比如说还是和资本金匹配。流出的时候，可能把参数调到 0.8，让你流出速度变慢或增加你的摩擦，通过这种方式调节。这是宏观审慎，而不是通过一个简单的“配额”，这个参数应该是多少，我们要做试验才知道。

我刚才已经提到，因为现在大家对这个结果并没有信心，所以还是有一个配额。但是未来的目标里没有这个，只有宏观审慎的一系列参数。这个最佳参数是多少，取决于整个宏观的稳定性。如果测试发现，比如说就是 0.8 到 1.2，发现金融体系不会受到系统性冲击，没有问题，中国人都可以开 FT。但是这个究竟怎么样，我们需要做长时间的试验。我们要经过完整的周期，才知道最佳参数是多少。可能你会觉得有一点绕。

胡汝银：现在的沪港通，大家有没有做一个成本收益分析？尽管是同时区的，但交易量是很小的，所以从成本收益来讲，实际上是没有任何意义的。如果是跨时区的，成本就更高了，收益可能更低。交易所的互联互通，最后没有几家是成功的。为什么？就是成本收益不行。

张生举: 我也想问一个实际操作的问题, 我的一个朋友说, 一个外资的金融机构在自贸区的想开展相关的业务, 应该怎么办? 谁有义务告诉我一步一步怎么做? 有没有一个对口的部门? 还是说找人民银行、银监会、证监会、保监会? 或者说你不用管了, 负面清单, 就大量的去试, 在什么情况下会碰到天花板, 会产生合规的问题? 谢谢!

徐明棋: 如果是外资, 现在还没有进来, 想进来的, 在负面清单之外的, 就到工商登记, 两天之内拿到三证。你从事的这些业务, 如果内部还有行业许可证需要拿的, 比如说食品加工, 要到食品监督部门拿你的许可证, 然后你才能开业。如果在负面清单之内的, 要经过外资审批部门的审批。如果已经开业了, 已经注册了, 从事金融活动, 你可以到任何一家银行, 在自贸区的银行甚至自贸区外的银行去开自由贸易账户, 现在已经有 3 万多个自由贸易账户开出来了。现在有 42 家金融机构, 最近又通过了 4 家, 现在在上海大多数金融机构都可以为企业开设自由贸易账户, 这个自由贸易账户派什么用? 这次 40 条的某些内容进一步拓展了自由贸易账户功能, 目前来说, 开了以后可以自由地把钱从海外调进来, 也可以把人民币、美元从这个账户汇到海外, 已经没有事先审批了。但是对钱的使用范围目前仍然有一定的管制, 你如果是用于贸易的、用于直接投资的, 没有问题, 可以。你如果把这个钱, 从国内通过贸易自由账户到海外炒股, 或者从海外把人民币、美元调进来买我们的 A 股, 那是有限制的, 资本账户没有开放。

我们现在做了一些什么事情呢? 在自由贸易账户里开了小口子, 允许逐步推进资本账户开放的步伐, 现在在做这个事。比如说允许个人居民通过这个账户去买卖国内的或者

海外的资产，对居民来说是买海外的，非居民是买国内的。企业将来有了这个账户，允许你进一步扩大投资范围，比如说投资债券、投资银行间的市场。是一步一步往前推。

外国企业到自贸区来，到底有几种途径可以进入中国的金融市场？刚才已经讲了很多途径。第一是 QFII、RQFII、自由贸易账户，本来自由贸易账户规划当中有 RQDII2 的，这一次没有推出来，因此是一步一步往前推进，不是一下子全部开放的。总体上说，自贸区账户是为未来整个中国的资本账户开放和人民币完全自由兑换构建了一个雏形，这是我对个人的理解。当然，有一些地方也在试，不断地扩大额度。中国资本账户在试验的过程当中。

张湧：补充两句。刚才徐秘书长讲得非常好，在准入环节，事实上这些企业应该直接去办事大厅找市场监管部门，或者过去讲的工商部门，准入环节现在都放开了。这个准入现在从“先证后照”变成了“先照后证”，过去先拿各种各样的许可证才能拿营业执照，现在大的方向是先给营业执照，法律上先成立起来，再去各部门拿许可证，这是对一般的企业。当然对于金融企业，包括涉及到国家安全、金融安全的，不仅金融企业，有一些行业可能还是在某一些证照环境，先拿许可证才能拿营业执照。但对于企业来说，特别是对于守法企业来说，变化不大，花的时间是一样的。我们现在探索的是，把能够取消的许可证全部都取消，但后来发现有许多许可证是中央部委定的，没有办法取消。我们现在争取把北京的权利下放给上海，上海下放给自贸区，不能取消的我们希望提高透明度，达到什么样的标准了，不需要请领导批示，你一定能够拿到许可证，而不是像过去拿许可证存在很多的玻璃门。一些朋友可能还有这样的困惑，是不是

有关部门、有关领导打招呼才能拿到一些许可证或者等等。我们目前正在探索能取消的取消，不能取消的提高透明度。

至于服务环节，建议你的朋友，如果需要帮助的话，自贸区管委会有5个片区管理局。这五个管理局既做制度创新，也做企业服务，有的非常强。陆家嘴有一百号人做企业服务工作，乐意帮你提供一揽子免费的企业准入服务，包括许可的服务，要拿牌照的会帮你到金融办、金融局提供一揽子的服务。如果涉及到金融的话，我原来工作单位是浦东新区金融服务局，他们也非常乐意帮助你们跟一行三会做各种各样的协调。当然还有我所在的政策研究局、对外联络局、综合协调局，是自贸区管委会三个职能部门，也在提供这方面的服务。浦东新区所有委办局也是自贸区的委办局，这些委办局之所以存在就是为纳税人服务的，为企业服务的，你们可以去找他们。我们现在提出一个理念，一线办事大厅的工作人员只能说 Yes，不能说 No。如果说 No，必须经过处长和局长的批准。过去一线办事大厅的很多一线工作人员把你否掉了，现在我们不允许在一线窗口说 NO，只能说 Yes。谢谢！

徐明棋：因为时间关系，我们这一轮讨论到此为止。

闭幕式致辞

乔依德：谢谢徐明棋！谢谢刚才几位参加自贸区圆桌讨论的嘉宾。两天的会议接近尾声了，根据我们的议程有一个简单的闭幕式。在昨天开幕的时候我曾经讲过，我们这个国际研讨会是由五个单位主办的，开幕式的时候由于时间的限制不可能所有主办方都来讲，有一些主办方就在闭幕式

作总结。打一个招呼，清华大学五道口金融学院副院长周浩本来会来，前两天突然生病，第一天张春也讲了，他准备PPT比较急就是这个原因。我们组织会议也有很多没有预期到的一些事情发生。我们的闭幕式有两个主办单位的代表发言。首先请上海交通大学上海高级金融学院执行院长张春致闭幕辞。谢谢！

张春致辞

张春：谢谢！要做大会的总结是非常难的。这个会议开了两天，我个人觉得我们办了很多的论坛，这个会还是谈得非常深入的。我们从国际最大的问题谈到中国，又谈到上海，我们有宏观的问题，有非常微观的问题。刚才张总问自由贸易账户怎么开，张主任回答得那么详细，使大家受益非常多。

这种政府、业界、学界的互动是非常有必要的，学术界有学术界的观点，业界有业界的观点。我们刚刚进行的股市讨论，大家能够互相理解，发现大家的距离也不是特别大。我们学者类的官员包括刚刚的张主任，都能够把握得非常好，而且说得很到位，很合情合理，当然有一些东西你们不便说，我们也理解。

今天马骏讲了中国明年主办G20，从央行的角度讲了有哪些要做的，也有很多深入的讨论。还有国际金融体系，国际货币体系的改革问题，昨天花了非常多的时间讨论，尤其是SDR，中国加入SDR以后，SDR能起的作用。还有今天上午的中国汇改，我觉得这个讨论大家非常感兴趣，非常深入，有各方面的参与，不是一边倒的，有互动。包括股市的

讨论，和我们刚刚自贸区的讨论。

我个人是收获很大的，我希望在座的，不管是国际还是国内的，不管是业界还是学界的，都有不少收获。我们作为主办单位之一，也希望以后更多参加这一类讨论，也希望今后各位能够支持我们，参加这类的学术会议。虽然大家讲了很多问题，包括中国、世界的问题，我这个人还是比较乐观的，问题归问题，我觉得中国是在进步当中，世界是在进步当中，而且比起前些年我们还是有了很大的进步。包括这一次 40 条，原来大家觉得股灾以后可能资本账户开放就没有戏了，也包括刚刚张主任讲的负面清单好像就要有一个明确的说法，我觉得这些都是很正面的，相信今后两三年我们会看到很多有意思的变化和发展，也希望大家今后更多地来上海开会，来讨论。谢谢大家！

乔依德：下面我们请特里芬基金会的会长 Bernard Snoy 先生致闭幕辞！

Bernard Snoy 致辞

Bernard Snoy: 谢谢！我们都学到了很多東西，在这三天的学习当中我们学了三个主题，第一是全球治理的变化、第二是中国的金融改革、第三是中国即将要进行的事情，我们能够做一些什麼，在 G20 的框架下推动什么样的改革。

我非常高兴我们能够就这三个议题展开深入的讨论。

首先是关于全球治理。我们看到了全球治理的一些缺陷，包括忽视了特里芬难题，这产生了全球的金融危机。现在全球治理已经有了一定的提升，在危机之后，很清楚的一点就是国际金融治理需要进一步改革，而且我们也进一步了

解影响发展中国家货币政策的一些主要因素，以及这些国家如何应对这些因素。

张春先生谈到了中国进行的汇率改革，这也是在美国经济复苏的情况下展开的。你基于事实分析，谈到了全球人的流动和资金流动的巨大的波动性。现在不仅是经常项目出现了不平衡，资本项目也出现更多的不平衡。在政策方面，我们谈到了如何能够进一步减少负面的溢出效应，如何能够进一步推动储备货币的发展。

还有演讲者提到中国对全球资本市场越来越大的影响，全球治理最大的变化就是新的、全新的多边机构的出现。演讲中谈到全球危机推动了更多的国际社会合作，国际社会以前所未有的力度进行合作。同时，我们也看到在 2008 年、2010 年 IMF 改革之后，全球治理的改革似乎停滞了。在全球治理的框架之下，我们现在进一步打开了一个全球合作的可能性。我们现在有两个选择：一个选择是进行有序的变化，实现一个更有包容性和更具代表性的全球治理机构，我们都应该往这一条路上走，中国也是这样希望的。或者，就是停止目前非常需要的改革进程，并且用一个更加复杂的框架来管理全球治理，这是不好的选择。

还有一位先生说到，在华盛顿那些阻碍的力量之下，看到一些新的发展，包括金砖银行的出现。还有人强调了目前关于基础设施融资方面的一些问题，以及谈到了建立亚投行重要性。还有一位嘉宾的演讲强调，由于各种分裂性，欧元区缺乏协调性，欧洲并没有发挥它的力量。一个更强的欧元对于全球治理有双赢的影响。

作为一个外国人，我也更进一步了解了中国的金融改革，我相信大家更加了解，比我了解得更多一些，昨天演讲

给我留下了深刻的印象。

今天早上有三个非常精彩的演讲，关于人民币汇率体制的改革。首先刘铮先生谈了冲销成本，这是中国央行在进行外汇互换时的冲销成本，这样巨大的冲销成本以及通货膨胀会导致资本控制。我们看到最近人民币汇率改革往正确的方向又迈进了一步。我们可以看到增长是一个重要的推动剂。说到底，中国的增长最重要。人民币到底能不能开放，依旧取决于中国的经济。我对此也保持乐观，我对中国保持乐观。我相信只要中国更好地分配它的信贷以及劳动力，就可以取得更好的成果。

下一个演讲者提到中国的汇率改革是持续缓慢的过程，境内和离岸汇率会不断减小差距。中国最终应该放开人民币汇率，但应该对短期的资本流动进行控制。如果没有这样一个汇率的自由化，我们的金融改革就不会走得很深。

还有嘉宾解释，现在全世界有这样一个趋势，就是在外汇体制的改革之下，我们旧的时代即将离去。Kim 也提到，要实现一个成功的资本账户开放应该要具备哪些条件。我们考虑到中国目前依旧是在资本开放的早期阶段，所以这个开放应该是有限的。另外，也有嘉宾提到金融改革的顺序，Lago 女士说到，必须考虑到中国非常高的公司负债以及资产泡沫的不断形成。现在中国出现一些金融方面的抑制，我们应该考虑到这些方面的因素，银行不应该过度地向一些企业贷款。

此外，我们还要进一步升级监管体制。今天下午有了两个讨论，里面的逻辑其实非常复杂，包括中国股市等等，可能我还不是完全理解，但是我觉得你们谈到了非常重要的内容，包括对于个人投资者的管理，他们没有获得足够的教

育。还有缺乏投资工具的多样性。还有杠杆以及政府的到底应参与多少，政府到底要不要救市。股市不好的时候，中国个人投资者会给政府很大的压力。

我们还谈到，金融开放，还有上海自由贸易试验区的建设，还有上海建成国际金融中心，其实都是重要的影响因素。中国的金融改革必须要考虑到人民币国际化的进程和人民币加入 SDR，必须是互相兼容的。

另外，我们还讨论到了中国能够在 G20 的框架之下推动一些什么，我们提出了各种建议。马骏先生给了我们一个非常好的建议，其中包括要进行国际货币体系的改革，还提出建立一个绿色融资平台，以及进一步提升国际支付体制的基础设施，以及你关于气候变化，关于基金的建议。这些都是中国在推动改革时要注意的内容。

溢出效应我们这两天听到了很多次，我觉得世界上主要大国都可以看到它们之间互相整合的程度越来越高。我们可以看到经济和金融，还有货币政策之间互相影响的程度越来越明显。我们可以看到各种各样的报告，我觉得这是非常重要的。

同时还提到了安全网，安全网也是一个非常务实的问题。我们可以看到在 20 国集团中，我们提出了临时安排，以及如何将这些互换变成现实。同时，我们还谈到了 SDR 的各种安排。作为特里芬基金会总裁，我尤其要强调，要把 SDR 作为全球货币体制改革的重要催化剂。

我在结束之前，我想简要谈一谈关于 Jean Pierre Landau 的演讲。他给了我们非常具有启发的演讲，在昨天早上他谈的是，如果世界上没有增长的话，会有什么样的影响？中国在哪些领域可以吸引国际的注意力？我们可以看一下关于

国内过度负债的问题以及投资方面的不确定性，以及过度的货币政策扩张。这有一定的事实依据，在 20 国框架下我们应该想方设法减少不确定性。要减少不确定性的来源，不确定性可能来源于很多方面，可能来自于结构性的，也可能来自于监管、政策方面的问题，还有可能来自于地缘政治的问题，当然了，这是政治家的事了。同时，我们还可以看到，长期的融资缺乏也会带来一定的问题。他谈到了国际系统中的几个方面，第一要进行全球调整；第二要进行货币和流动性的调整；第三要提供足够的资产。他建议中国和 G20 应该关注这里面的一到两个领域，考虑一下那些主要大国能够做一些什么以实现卓有成效的结果。

我觉得我们的讨论真的非常有趣，也希望我们特里芬基金会在未来有更多的机会与布雷顿森林体系再生委员会合作，同时也和大家一起参与上海发展研究基金会的工作，我相信他们也会非常愿意听取我们的观点，我们另外两个合作伙伴也会非常乐意进一步合作。

乔依德：谢谢 Bernard Snoy 先生！他把主要的观点都提炼出来，如果在座有一些人没有参加全部议程，听他这样讲讲，也大致了解我们讨论了哪些问题。最后我想利用这个机会，对其他主办单位对于我们的支持以及合作表示感谢！另外，正如大家知道的，一个研讨会要取得成功有很多要素，主办方合作是一个要素，第二是要有好的演讲者，我们非常荣幸和高兴地请到了很多演讲者以及讨论者。另外也很重要，要有很好的听众，听众也提出了一些好的问题。这几个要素我们都具备了，所以我们在过去两天非常成功地开了一个很好的研讨会。再次对在座各位表示感谢！

（以上内容根据录音整理，未经本人审阅）

