

内部发行，未经许可，请勿转载

# 研讨实录

第 82 期

82

2016 “梳理国际金融架构” 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  
二〇一六年三月

## 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

胡旭照

## 编者的话

2016年2月26日，中国人民银行金融研究所、上海发展研究基金会（SDRF）、布雷顿森林体系再生委员会（RBWC）、韩国对外经济政策研究院（KIEP）联合举办了“梳理国际金融架构”国际研讨会。

世界经济仍处于疲软的复苏阶段。美联储去年开始了加息周期，与此同时欧洲和日本仍然保持着宽松的货币政策。美国常规化货币政策的外溢效应创造了大量的资本流动并且加剧了资产价格的波动。随着包括中国在内新兴经济体的下行，这种外溢效应将会给世界经济带来相当大的复杂性。这次加息会给全球经济尤其是新兴经济体造成怎样的影响？

在金融危机后，国际货币体系的改革开始引起国际经济界的关注，特别是20国集团。国际货币体系的改革或多或少取得了一些进展，改革需要继续下去以支持全球经济可持续增长。随着美国国会批准了2010年IMF的配额和治理改革方案，IMF在之后改革的工作和方向是什么？

众所周知，建立一个全球金融安全网可以降低金融危机的可能性。它应包括区域、国家和国际等组成部分。建立这一安全网的方法是什么，我们怎样才能促进它的有序发展？

研讨会上，参会者对上述问题展开了精彩的讨论。更为详细的内容，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

二〇一六年三月二十八日

# 目 录

|                                                     |    |
|-----------------------------------------------------|----|
| 会议概要.....                                           | 1  |
| 会议议程.....                                           | 2  |
| 会议纪要.....                                           | 7  |
| 开幕式致辞.....                                          | 19 |
| 上海发展研究基金会会长胡延照先生致辞.....                             | 19 |
| 布雷顿森林体系再生委员会执行董事Marc Uzan致辞.....                    | 20 |
| 韩国对外经济政策研究院院长Il Houng Lee致辞 .....                   | 21 |
| 上海发展研究基金会副会长兼秘书长乔依德介绍情况.....                        | 23 |
| 第一部分：日益紧密的内在联系:经济和金融的货币外溢效<br>应以及对国际货币体系稳定性的影响..... | 25 |
| Robert McCauley：国际货币和金融体系 .....                     | 25 |
| Julio Velarde：美联储货币政策及对全球金融市场的含义.....               | 32 |
| Tarisa Watanagase：相联性，外溢效应和稳定性 .....                | 39 |
| Aaron Tornell：盛衰循环的经济教训 .....                       | 47 |
| Turalay Kenc：国际货币系统的挑战和问题.....                      | 55 |
| 讨论.....                                             | 58 |

第二部分：全球金融一体化新的篇章以及对资本流动的含义..... 67

Jonathan D. Ostry：资本流入浪潮何时终结？ ..... 67

马骏：资本流动管理的思考框架..... 72

Massimiliano Castelli：主权财富基金的下降：市场及政策影响..... 75

余永定：中国的资本外流..... 81

Ksenia Yudaeva：金融周期与资本管制..... 88

讨论..... 91

第三部分：防范危机的工具箱：完整的金融安全网的架构是怎样的？ ..... 98

Minouche Shafik：全球金融安全网的整合 ..... 99

Ana Maria Carrasquilla：危机预防工具：完善的金融安全网架构应该是什么？ ..... 106

Klaus Regling：区域融资协议在铅球金融安全网中的作用：欧洲的视角..... 109

Beatrice Weder Dimauro：国际金融架构：危机预防与解决方案..... 112

Yung Chul Park：中国在全球和地区金融安全网构建中的作用 ..... 116

讨论..... 120

第四部分：一个多极货币体系下国际政策协调的基础以及  
G20所扮演的角色 ..... 129

Luiz Pereira Silva：国际层面与国内层面的政策协调..... 129

Christian Ghymers：国际货币体系的内置去稳定器：如何解  
决？ ..... 131

黄海洲：锚定不断变化世界中的国际货币和金融体系.... 133

潘英丽：多级储备货币体系及其内在稳定机制的构建.... 139

讨论..... 144





## 会议概要

世界经济仍处于疲软的复苏阶段。美联储去年开始了加息周期，与此同时欧洲和日本仍然保持着宽松的货币政策。美国常规化货币政策的外溢效应创造了大量的资本流动并且加剧了资产价格的波动。随着包括中国在内新兴经济体的下行，这种外溢效应将会给世界经济带来相当大的复杂性。这次加息会给全球经济尤其是新兴经济体造成怎样的影响？

在金融危机后，国际货币体系的改革开始引起国际经济界的关注，特别是 20 国集团。国际货币体系的改革或多或少取得了一些进展，改革需要继续下去以支持全球经济可持续增长。随着美国国会批准了 2010 年 IMF 的配额和治理改革方案，IMF 在之后改革的工作和方向是什么？

众所周知，建立一个全球金融安全网可以降低金融危机的可能性。它应包括区域、国家和国际等组成部分。建立这一安全网的方法是什么，我们怎样才能促进它的有序发展？

为了回答这些问题，中国人民银行金融研究所、上海发展研究基金会（SDRF）、布雷顿森林体系再生委员会（RBWC）和韩国对外经济政策研究院（KIEP）决定于 2 月 26 日在上海举行“梳理国际金融架构”国际研讨会，讨论上述问题。

## 会议议程

| 2016 年 2 月 26 日 二楼四季宴会厅 1                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |                                                                                                                                                                |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 08:00-08:30                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | <b>注册</b>                                                                                                                                                      |
| 08:30-09:00                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | <b>开幕式致辞</b><br><b>胡延照</b> 上海发展研究基金会会长、上海市原副市长<br><b>Marc Uzan</b> 布雷顿森林体系再生委员会执行董事<br><b>Il Hounq Lee</b> 韩国对外经济政策研究院院长<br><b>主持人：乔依德</b><br>上海发展研究基金会副会长兼秘书长 |
| <b>09:00-10:40 第一部分</b><br><b>日益紧密的内在联系：</b><br><b>经济和金融的货币外溢效应以及对国际货币体系稳定性的影响</b><br>◆ 美国的加息会给全球经济尤其是新兴经济体造成怎样的影响？<br>◆ 浮动汇率以及大量不受限制的资本流动是否起到了缓冲器的作用？我们会再次见证 90 年代的货币危机吗？<br>◆ 中国经济增速放缓以及其目前的调整对全球经济增长，商品周期，资本市场以及人民币国际化的探索中的含义是什么？<br>◆ 货币区内货币政策分歧的后果有哪些？<br>◆ 系统重要性国家如何“内化”它们的外溢效应来减轻对外部的负面影响？<br><b>主持人：Domenico Lombardi CIGI 国际经济部总监</b> |                                                                                                                                                                |
| 09:00-10:00                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | <b>演讲嘉宾：Robert McCauley</b><br>国际清算银行货币和经济部高级顾问<br><b>演讲题目：《国际货币和金融体系》</b>                                                                                     |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                | <b>演讲嘉宾：Julio Velarde 秘鲁央行行长</b><br><b>演讲题目：《美联储货币政策及对全球金融市场的含义》</b>                                                                                           |

|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |                                                                                    |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------|
| 09:00-10:00                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              | 演讲嘉宾: <b>Tarisa Watanagase</b> 泰国央行原行长<br>演讲题目: 《 <b>关联性, 外溢效应和稳定性: 以 EMs 为例</b> 》 |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | 演讲嘉宾: <b>Aaron Tornell</b><br>加州大学洛杉矶分校经济学教授<br>演讲题目: 《 <b>盛衰循环的经验教训</b> 》         |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | 演讲嘉宾: <b>Turalay Kenc</b> 土耳其央行副行长<br>演讲题目: 《 <b>国际货币系统的挑战和问题</b> 》                |
| 10:00-10:40                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              | <b>讨论环节</b><br>评论嘉宾:<br><b>张 春</b> 上海交通大学<br>上海高级金融学院执行院长<br><b>何知仁</b> 上海交通大学     |
| 10:40-10:55                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              | 茶歇                                                                                 |
| <p style="text-align: center;"><b>10:55-13:00 第二部分</b></p> <p style="text-align: center;"><b>全球金融一体化新的篇章以及对资本流动的含义</b></p> <p>◆ 在资本项目管理的框架下 20 国集团学到了哪些经验教训? 资本管制是否可以被广泛的接受?</p> <p>◆ 在当前的金融周期中, 资本流动的趋势和与之相关的风险有哪些? 目前是否为“资本流入新兴市场”这一 15 年周期的终结, 和新信贷危机的开端?</p> <p>◆ 石油输出国已经开始使用它们的缓冲(储备, 主权财富基金)。金融稳定的政策含义, 资本流动方向以及资产管理行业是什么?</p> <p>主持人: <b>Guillaume Chabert</b> 法国财政部多边事务部助理秘书</p> |                                                                                    |
| 10:55-12:20                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              | 演讲嘉宾: <b>Jonathan D. Ostry</b><br>IMF 研究部副主任<br>演讲题目: 《 <b>资本流入浪潮何时终结?</b> 》       |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | 演讲嘉宾: <b>马骏</b><br>中国人民银行研究局首席经济学家<br>演讲题目: 《 <b>资本流动管理的思考框架</b> 》                 |

|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |                                                                                              |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------|
| 10:55-12:20                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            | <p>演讲嘉宾: <b>Massimiliano Castelli</b><br/>瑞银集团主权机构战略主管</p> <p>演讲题目: 《主权财富基金的下降: 市场及政策影响》</p> |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        | <p>演讲嘉宾: <b>Daniel Mminele</b> 南非央行副行长</p> <p>演讲题目: 《资本流动: 南非的经验》</p>                        |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        | <p>演讲嘉宾: <b>余永定</b><br/>中国社会科学院学部委员<br/>上海发展研究基金会学术委员会主席</p> <p>演讲题目: 《中国的资本外流》</p>          |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        | <p>演讲嘉宾: <b>Ksenia Yudaeva</b> 俄罗斯央行第一副行长</p> <p>演讲题目: 《金融周期与资本管制》</p>                       |
| 12:20-13:00                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            | <p><b>讨论环节</b></p> <p>评论嘉宾:</p> <p><b>林 曙</b> 复旦大学教授</p> <p><b>丁剑平</b> 上海财经大学教授</p>          |
| 13:00-14:30                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            | 自助午餐（二楼四季宴会厅 2）                                                                              |
| <p style="text-align: center;"><b>14:30-16:00 第三部分</b></p> <p style="text-align: center;"><b>防范危机的工具箱: 完整的金融安全网的架构是怎样的?</b></p> <p>◆ 目前全球金融安全网（GFSN）是否足够预防并且应对可能将持续几年的高度不稳定环境下巨大的潜在压力?</p> <p>◆ 全球金融安全网中的不同要素如何互相补充及竞争, 包括建立国际储备的自我保险, 双边互换额度, 区域融资安排以及像 IMF 一样的多边贷款人, 它们之中是否存在着空隙? 如何加强全球金融安全网以及 IMF 可以起到怎样的作用? 我们如何提高区域融资安排以及它们和 IMF 之间的关系? 我们是否可以设想出一套最佳的实践方案?</p> <p>◆ 我们可以采取哪些行动来加强有序的债务重组架构?</p> <p>主持人: <b>Sidarth Tiwari</b> IMF 战略政策评估部主任</p> |                                                                                              |

|                                                                                                                                                                                                                                        |                                                                                                               |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 14:30-15:30                                                                                                                                                                                                                            | <p>演讲嘉宾: <b>Minouche Shafik</b> 英国央行副行长<br/>演讲题目: 《全球金融安全网的整合》</p>                                            |
|                                                                                                                                                                                                                                        | <p>演讲嘉宾: <b>Ana Maria Carrasquilla</b> FLAR 执行总裁<br/>演讲题目: 《危机预防工具: 完善的金融安全网架构应该是什么?》</p>                     |
|                                                                                                                                                                                                                                        | <p>演讲嘉宾: <b>Klaus Regling</b> 欧洲稳定机制负责人<br/>演讲题目: 《区域融资协议在全球金融安全网中的作用: 欧洲的视角》</p>                             |
|                                                                                                                                                                                                                                        | <p>演讲嘉宾: <b>Beatrice Weder Di Mauro</b><br/>德国政府经济顾问委员会原成员<br/>德国美因茨大学经济学教授<br/>演讲题目: 《国际金融架构: 危机预防与解决方案》</p> |
|                                                                                                                                                                                                                                        | <p>演讲嘉宾: <b>Yung Chul Park</b><br/>韩国大学国际研究部特聘教授<br/>原韩国总统经济顾问<br/>演讲题目: 《中国在全球和地区金融安全网构建中的作用》</p>            |
| 15:30-16:00                                                                                                                                                                                                                            | <p><b>讨论环节</b><br/>评论嘉宾:<br/><b>徐明棋</b> 上海社会科学院研究员<br/><b>陈 竹</b> 上海发展研究基金会研究员</p>                            |
| 16:00-16:15                                                                                                                                                                                                                            | 茶歇                                                                                                            |
| <p><b>16:15-17:45 第四部分</b><br/><b>一个多极货币体系下国际政策协调的基础以及 G20 所扮演的角色</b><br/>◆ 如何平稳有序地推进多极货币体系的发展?<br/>◆ IMF 是否有充分的资源和能力来解决未来的系统性风险?<br/>◆ 在 SDR 篮子扩大后, 下一步改革议程是什么?<br/>◆ 我们如何提高 SDR 的地位和作用?<br/>主持人: <b>Benoit Coeur é</b> 欧洲央行执委会成员</p> |                                                                                                               |

|             |                                                                                                     |
|-------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 16:15-17:15 | <p>演讲嘉宾: <b>Luiz Pereira da Silva</b><br/>国际清算银行副总裁<br/>巴西银行原副行长</p> <p>演讲题目:《国际层面与国内层面的政策协调》</p>   |
|             | <p>演讲嘉宾: <b>Christian Ghymers</b><br/>特里芬基金会副秘书长</p> <p>演讲题目:《国际货币体系的内置去稳定剂: 如何解决它?》</p>            |
|             | <p>演讲嘉宾: <b>黄海洲</b> 中金公司董事总经理</p> <p>演讲题目:《锚定不断变化世界中的国际货币和金融体系》</p>                                 |
|             | <p>演讲嘉宾: <b>潘英丽</b> 上海交通大学教授</p> <p>演讲题目:《多极储备货币体系及其内在稳定机制的构建》</p>                                  |
| 17:15-17:45 | <p><b>讨论环节</b></p> <p>评论嘉宾:<br/><b>徐洪才</b> 中国国际经济交流中心经济研究部部长</p>                                    |
| 17:45-17:55 | <p><b>会议总结</b></p> <p>评论嘉宾:<br/><b>Marc Uzan</b> 布雷顿森林再生委员会执行董事<br/><b>乔依德</b> 上海发展研究基金会副会长兼秘书长</p> |
| 18:10       | 晚宴                                                                                                  |

## 会议纪要

2016 年 2 月 26 日，中国人民银行金融研究所、上海发展研究基金会（SDRF）、布雷顿森林体系再生委员会（RBWC）、韩国对外经济政策研究院（KIEP）在上海共同举办了 2016 “梳理国际金融架构” 国际研讨会。研讨会分为四个部分，主题分别为“日益紧密的内在联系：经济和金融的货币外溢效应以及对国际货币体系稳定性的影响”、“全球金融一体化新的篇章以及对资本流动的含义”、“防范危机的工具箱：完整的金融安全网的架构是怎样的？”、“一个多极货币体系下国际政策协调的基础以及 G20 所扮演的角色”，国内外专家就相关主题进行了热烈的讨论。

### 参会专家名单（按字母或拼音排序）：

|                         |                            |
|-------------------------|----------------------------|
| Aaron Tornell           | 加州大学洛杉矶分校经济学教授             |
| Ana Maria Carrasquilla  | FLAR 执行总裁                  |
| Beatrice Weder Di Mauro | 德国政府经济顾问委员会原成员、<br>美因茨大学教授 |
| Benoit Coeure           | 欧洲央行执委会成员                  |
| Minouche Shafik         | 英国央行副行长                    |
| Christian Ghymers       | 特里芬基金会副秘书长                 |
| Daniel Mminele          | 南非央行副行长                    |
| Domenico Lombardi       | CIGI 国际经济部总监               |
| Guillaume Chabert       | 法国财政部多边事务部助理秘书             |
| Il Houg Lee             | 韩国对外经济政策研究院院长              |
| Jonathan D. Ostry       | IMF 研究部副主任                 |



|                       |                                  |
|-----------------------|----------------------------------|
| Julio Velarde         | 秘鲁央行行长                           |
| Klaus Regling         | 欧洲稳定机制负责人                        |
| Ksenia Yudaeva        | 俄罗斯央行第一副行长                       |
| Luiz Pereira da Silva | 国际清算银行副总裁、巴西银行原副行长               |
| Marc Uzan             | 布雷顿森林再生委员会执行董事                   |
| Massimiliano Castelli | 瑞银集团主权机构战略主管                     |
| Yung Chul Park        | 韩国大学特聘教授、原韩国总统经济顾问               |
| Robert McCauley       | 国际清算银行货币和经济部高级顾问                 |
| Sidarth Tiwari        | IMF 战略政策评估部主任                    |
| Tarisa Watanagase     | 泰国央行原行长                          |
| Turalay Kenc          | 土耳其央行副行长                         |
| 陈竹                    | 上海发展研究基金会研究员                     |
| 丁剑平                   | 上海财经大学教授                         |
| 何知仁                   | 上海交通大学                           |
| 黄海洲                   | 中金公司董事总经理                        |
| 胡延照                   | 上海发展研究基金会会长、<br>上海市原副市长          |
| 林曙                    | 复旦大学教授                           |
| 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                         |
| 乔依德                   | 上海发展研究基金会副会长兼秘书长                 |
| 徐明棋                   | 上海社会科学院研究员                       |
| 徐洪才                   | 中国国际经济交流中心经济研究部部长                |
| 余永定                   | 中国社会科学院学部委员、<br>上海发展研究基金会学术委员会主席 |
| 张春                    | 上海交通大学上海高级金融学院执行院长               |

## 第一部分： 日益紧密的内在联系：经济和金融的货币外溢效应 以及对国际货币体系稳定性的影响

2008 金融危机以来，全球经济复苏疲软。随着美联储开始加息周期，欧洲和日本继续保持宽松的货币政策，发达国家的货币政策外溢效应进一步加大了世界经济的动荡，影响到国际货币体系的稳定性。如何看待这些问题，减少系统重要性国家货币政策的溢出效应，具有重要意义。

### 货币政策的外溢效应

一国货币政策的外溢效应会通过实体经济和金融两种渠道传导到其他国家。**Tarisa Watanagase**（泰国央行原行长）认为，一个国家所采取的政策会传达到其他国家。这些溢出效应会通过传统的贸易途径，或者说通过实体经济的方法，同时通过全球供应链进行传导。值得关注的是，最近金融传导不断增加。随着世界经济联系的日益紧密，新兴市场经济更加容易受到溢出性的影响，尤其是那些小型的开放经济体。而亚洲经济容易受中国经济放缓的影响，这就是溢出效应之一。**Turalay Kenc**（土耳其央行副行长）指出，过去 20 多年间全球贸易总额出现了急剧的增长，在生产供应链一体化和整合方面也出现了更加深入的发展。因此，各个国家货币和金融政策也具有了更多的相关性。除了内在的互联性之外，全球的经济和金融市场还面临着非常规货币政策的挑战，特别是多样化货币政策的挑战，以及商品价格的的不稳定性，加上中国经济的增速的放缓，都给整个市场带来了

非常大的影响。**张春**（上海交通大学上海高级金融学院执行院长）指出，不仅有溢出，同时还有溢出回流。现在与过往不同，自从去年下半年开始，美联储加息的预期产生了对新兴市场，尤其是对中国的溢出效应。虽然中国的金融系统并没有这么发达，但还是给中国带来一定的问题。中国增速放缓也进一步放大影响，这种影响会回流到美国。

### 如何应对溢出效应

关于新兴经济体如何应对溢出效应，**Tarisa Watanagase**指出，首先，有效的改革以及风险管控，使得许多东盟国家在危机后采取有效措施；第二，亚洲区域内的贸易和服务的增长，以及东盟地区 GDP 的较高增长使它们能更好应对外部溢出性和不稳定性的影响。**Turalay Kenc**指出，新兴经济体在应对外部金融不确定性方面，已经取得了一定成果，积累了经验。具体来说，它们进行了大范围的结构改革和调整，进一步增强了公共财政的稳健性，加强了财政纪律，增强了中央银行的独立性。这使得它们能在浮动汇率政策下采取更好的保护措施。同时，这些新兴国家采取更加宏观审慎的措施，增加了外汇储备，并且进一步扩大当地的金融市场。从目前来看，它们已经有更好的货币体系，更好的货币框架，更加灵活的货币汇率政策，经济较之前更为强健。

**Tarisa Watanagase**认为，首先，需要保持经济弹性，这样可以帮助减少负面效应的冲击。在非危机时期，要通过有效的货币政策以及宏观审慎政策来建立经济弹性。其次，巩固金融部门的稳定性，尽早解决金融的不平衡问题。对于过度贷款，不管是金融部门还是实体经济部门，都必须给予

以遏制。第三，要建立政策的可信度。第四，需要全球解决方案，即加强全球金融安全网建设。

从国际货币体系的角度，**Turalay Kenc** 给出了几点建议。第一，各国都应该通过管控好自己的货币体系，避免对外的负面效应。第二，增强全球金融安全网，使之能在金融危机期间起到作用。第三，充分发挥 IMF 的功能，包括 IMF 在提升信心方面的功能。信心与系统稳定性紧密相关，我们应该有一个对称性的和公平的国际货币体系。同时加强国际货币政策协调。**张春**认为，溢出回流一定会促使美联储采取一些措施，包括放缓增息的步伐，或者推延增息的时间。他认为，第一，资本管控并不是解决问题的根本方法。资本流动从一定程度来说是件好事，资本控制会产生负面影响。第二，中国应该让汇率更加灵活浮动。但是对于其他新兴市场，浮动汇率制可能不会有效。第三，加强货币政策协调，特别是主要经济体之间货币政策的协调，这可能是最重要的方法。

## 第二部分： 全球金融一体化新的篇章以及对资本流动的含义

随着国际金融一体化的加深，资本流动的规模和波动性也随之大幅度增加，这也加大了金融的不稳定性。近年来，金融危机和金融动荡的频繁发生都跟大规模的资本流动有密切关系。

对于资本流动的管理，**马骏**（中国人民银行研究局首

席经济学家)认为,首先,这是一种艺术,不是一种技术。第二,要保持汇率的灵活性。第三,要根据各国具体情况,保持国内政策的灵活性。第四,要建立起更加灵活的全球性机制,为各个国家提供流动性的支持,包括区域性的和双边的货币互换等。

对于中国的 FDI 与资本流动,林曙(复旦大学教授)指出,FDI 的流动通常认为是较为安全的,但 FDI 最近在中国的情况已经不是这样了。很多跨国企业就像金融商一样,其中一个可能的渠道就是贸易信贷,将贸易信贷作为金融渠道。贸易和 FDI 使得控制更难,当你进行资本账户控制的时候,其成本也是很高的。总的来说,中国依旧需要一定的资本账户控制,但由于 FDI 的开放度以及贸易,中国资本账户的控制显得更难,成本更高。解决方案在于我们需要一个浮动的汇率体制。现在中国要做的,应该是转向内部调整,就是允许更多的汇率调整,以及一定的资本账户控制。丁剑平(上海财经大学教授)指出,FDI 以前在中国是不太流动的,但现在由于金融体系的不稳定和房地产价格的下降,FDI 转变成了证券投资。在美联储升息影响下,就会形成资金外流,这样就出现金融风险的隐患。其他新兴经济体也面临着同样的风险。

对于中国的资本外流,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)认为,必须放缓资本项目开放的步伐。当条件成熟的时候,才能逐步放开资本项目。另外,从汇率机制来看,汇率自由上下的幅度可以调整为 20%。

Jonathan D. Ostry (IMF 研究部副主任)认为,首先是要选择正确的政策,包括更好地使用外汇管理的手段,使用

抗周期的宏观政策，以及资本控制手段。其次，要加强全球协调。需要进一步探索如何在资金流动的来源国和接受国之间进行更多的政策协调，通过更好的协调让大家都受益。通过法则的制定来减少风险。

**Massimiliano Castelli**（瑞银集团主权机构战略主管）指出，在过去 10 年中，主权财富经历了巨大的增长，主权国家的财富总计达到 17.3 万亿美元。驱动增长的因素主要有：商品价格的上行和油价的上行，还有就是新兴市场（特别是中国）的增长。中国经济的增长和中国外汇储备的变化都会对全球产生很大的影响。他指出，外汇储备与主权财富基金可以作为宏观稳定工具。

### **第三部分：防范危机的工具箱：完整的金融安全网的架构是怎样的？**

全球金融安全网包括货币互换，区域融资安排以及像 IMF 这样的国际机构等。全球金融安全网是否存在着空隙？如何加强全球金融安全网？如何提高区域融资安排的效率？如何使 IMF 发挥更积极的作用？我们是否可以设想出一套最佳的实践方案？专家们就此进行了探讨。

#### **全球金融安全网的构成和作用**

**Sidarth Tiwari**（IMF 战略政策评估部主任）指出，全球金融安全网是多极化的，从组成部分来看，主要包括五

个层面：国家层面（外汇储备）、双边层面（央行货币互换）、区域层面（区域的融资安排）、多边层面（IMF）、私营层面。

关于构建全球金融安全网的原因，**Sidarth Tiwari** 总结了三点。第一，安全网提供一定的保险，防止危机蔓延；第二，如果出现危机的话，安全网能够为那些国家提供融资，第三，安全网能鼓励好政策的推出。**徐明祺**（上海社会科学院研究员）也进行了总结，他指出全球金融安全网在提供流动性方面至少有三个角色。第一，减少金融市场中面临的偶然冲击。第二，能够向那些有暂时流动性短缺的国家提供流动性。第三，为那些需要调整国内政策以推动经济发展政策的国家，提供一定的保险。

### 全球金融安全网面临的挑战

**Sidarth Tiwari** 总结了全球金融安全网各层次的所面临的问题。首先，外汇储备是各国对抗金融风险的第一道防线，使用灵活，有完全的控制。但也有一系列缺点，第一是代价高昂，如果政府可能发的是高收益的债券，购买的是低收益的债券。第二是分布不均，亚洲和中东地区的保险过高，外汇储备达到 1.5 万亿，而中东欧和欧美只有几千亿美元的储备。第三，各国不总是愿意使用，担心外汇储备的过度使用会造成负面影响。其次，货币互换由于受到各国央行的严格控制，也受到国内政策的限制，互换协议的最终实施有很多不确定性。再次，区域融资协议在过去几年大幅扩张，但从目前来看，它们对于区域的金融冲击还没有经受过足够的考验。最后，IMF 是最后的流动性支持，但 IMF 资源的比例在过去几年大幅下降，预防性机制的使用频率



也很低。**Ana Maria Carrasquilla**（FLAR 执行总裁）指出，区域融资协议与 IMF 之间在协调方面存在一些问题。比如，双方的贷款原则和标准不同，一般来说，区域的标准更加柔软，而 IMF 的原则较为强硬。

**Yung Chul Park**（韩国大学特聘教授、原韩国总统经济顾问）认为，目前的全球金融安全网，总的来说没有形成一个有效的系统。首先，在流动性获得方面分布不均衡，具有一定的排外性。一些区域金融安全网是为某些国家设定的，新兴国家能够获得的流动性太少。其次，存在无效的融资机制。最后，六大主要央行互换机制的开放性不够，原因可能是基于发达国家央行对于新兴国家货币政策的独立性的担忧，以及对危机传染的谨慎态度。**徐明祺**指出，目前的全球金融安全网有不少风险。首先，投资者和借款人都有道德风险。第二，只提供暂时的流动性。这样的流动性一般不是依靠条件，而是依靠借款人的评估和意愿。第三，金融安全网其实和获得资金的能力相关。有些很穷的国家，包括那些非常脆弱的国家，金融基础非常薄弱。这些国家其实都需要外部的资金支持，但是借款能力非常有限。其中一些国家可能不是非常重要的国家，但如果它们有问题的话，其问题依旧可能形成一系列的连锁反应。

### 如何加强全球金融安全网

**Sidarth Tiwari** 提出了几个建议。首先，应该加强外部的收支平衡，包括进一步增加国内的宏观审慎以避免各种不匹配的现象。其次，让 IMF 的资源获得更大的保障，把临时性的资源变成更永久性的资源。最后，安全网的各组成部分应明确分工和合作，同时继续加强 IMF 的预警性和预防



性能力。

**Klaus Regling**（欧洲稳定机制负责人）分享了欧洲金融稳定基金 (EFSF) 和欧洲稳定机制 (ESM) 在维护欧盟地区金融稳定中的成功经验。他认为，区域融资安排较 IMF 有着一系列优势，比如吸收冲击力，提供紧急贷款，能更好地调整宏观经济政策。而且，区域金融安排有着良好的区域基础，更了解地区情况，可以通过定制化设计更好地适应区域各成员国的需求。区域融资安排可使用的资金规模更大，且借款期限要比 IMF 的期限更长（可以达到 31 年）且利息很低。同时，他也强调区域融资安排需要加强与 IMF 的合作，双方形成有效的互补来缓解危机。通过与 IMF 的磋商，引发良好的学习曲线，使所有各方都可以在其政策框架上有所提升。

对于全球金融安全网的整合，**Ana Maria Carrasquilla** 提出协调的重要性。协调不仅包括区域层面，还包括全球层面。国家之间的协调变得越来越重要，这些国家不仅要采取相似的方法，同时是要采取更为强有力的方法。**徐明棋**指出，应强化全球金融安全网在提供信息方面的重要性。大家需要采取共同的行动，打击那些过度投机行动，以降低金融危机和金融不稳定的来源。**Yung Chul Park** 认为，应扩大 C6 央行互换机制的规模和范围，增加新兴经济体的参与，包括发挥中国央行在其中的重要作用。他提出，可以考虑以中国央行的货币互换网络为基础，建立一个多元化、多边化的亚洲互换网络。而且亚洲互换网络的设计应该成为互相协作的全球网络的一个组成部分。亚洲的互换协议必须要涵盖“清迈协定”。**陈竹**（上海发展研究基金会研究员）指出，要加强 IMF 的职能，使之能促进全球共识的达

成。IMF 可发挥作用，促进建立发达国家央行和发展中国家央行的对话机制。同时，加强 IMF 和 IFA（国际金融架构工作组，G20 建立的一个机制）之间的合作，包括共同融资、经济监控和技术支持等。

#### **第四部分：一个多极货币体系下国际政策协调的基础以及 G20 所扮演的角色**

在这一部分，专家们就一系列问题进行了讨论。这些问题包括：如何平稳有序地推进多极货币体系的发展，SDR 篮子扩大后 IMF 下一步改革议程是什么，以及 G20 在国际政策协调中应扮演何种角色等。

**潘英丽**（上海交通大学教授）指出，现有国际货币体制的不稳定性主要体现在现代版的“特里芬难题”，即经济多极化和美元储备单极化的之间的矛盾。国际社会对储备资产的需求无法单由美国的金融体系来提供。**徐洪才**（中国国际经济交流中心经济研究部部长）认为，现行国际货币体系的问题表现在以国家为主体的利益诉求和公共产品缺乏的矛盾。美元周期性的贬值，导致全球资产的波动，资本流动的波动。尤其是目前，发达国家过度使用货币政策，导致了资产的泡沫。

**Christian Ghymers**（特里芬基金会副秘书长）认为，浮动汇率制并不能解决目前美元过度主导的问题。最简单的一个解决方法是，由多边清算机构作为最后贷款人和货币发行者，提供一个新的货币。比如，将 IMF 转变成一个国际

性的中央银行，同时建立起一个多边提款权 MDR。操作方式是：第一，按照相同价值，由中央银行直接兑换一部分国内资产，不增加国内货币的基础。第二，由国际性的中央银行发行自己的债券。

**潘英丽**认为，目前的改革重点应该放在构建国际货币的稳定机制，就是要构建一个国际货币合作和协调的机制。可以考虑在 SDR 一篮子货币的基础上，五个国家再加上 IMF，即 5+1，进行更多的交流和货币协调。另外，在联合国的框架下引入托宾税。为了让各国有引入托宾税的积极性，可以由各国的政府来分享托宾税。剩下的部分用来构建全球层面的三大基金，第一是全球金融稳定基金，第二是发展基金，第三是全球维和基金，解决现在全球范围内公共产品供给的严重不足。

在发挥 G20 在加强国际协调的作用方面，**徐洪才**指出，G20 是在应对金融危机的过程中应运而生的。由于 G20 本身不是强制性的，没有强制性执行的义务，主席国是轮流担任的，也没有一个常设的秘书处。因此，G20 要形成共识很艰难，而且形成的共识，在各成员国执行落实的时候，效果也差强人意。**Domenico Lombardi**（CIGI 国际经济部总监）认为，虽然 G20 的行动很有限制，但它在国际协调方面还是具有一定优势的。首先，它涵盖了发达经济体和新兴经济体。其次，由于 G20 不是基于条约的组织，所以它更加灵活，可以有更快的反应时间。

（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，主持人）：女士们，先生们，各位来宾，大家早上好！2016年“梳理国际金融架构”国际研讨会现在开始！首先，欢迎上海发展研究基金会会长、上海市原副市长胡延照致开幕辞！

### 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）：尊敬的各位来宾，女士们，先生们，上午好！

在这初春时节，各位不辞辛劳地来到东海之滨、浦江之畔参加“梳理国际金融体系”国际研讨会，在此我谨代表这次会议的主办方之一——上海发展研究基金会向各位来宾表示热烈的欢迎！

2008年金融危机以来，经济形势在全球范围内虽然逐步好转，但复苏的势头疲弱。美联储去年开始了加息周期，欧洲和日本则保持着宽松的货币政策，发达国际货币政策的外溢效应使世界经济的动荡加大。中国经济增长放缓也受到了各方的关注。2016年第一个月里，全球股市持续暴跌，创下20年来最差的新年开局。与此同时，大宗商品价格暴跌，国际原油价格一度跌至每桶28美元，创下11年来新低。美国的加息会给全球经济尤其是新兴经济体造成怎样的影响？如何减小系统重要性国家货币政策的溢出效应对外部的负面影响？

随着国际金融一体化程度的加深，资本流动的规模和波

动性也随之大幅增加。资本流动的波动性加大了金融不稳定性。近年来金融危机和金融动荡的频繁发生，都跟大规模资本流动有关系。在当前的金融周期中，资本流动的趋势是什么？与之相关的风险有哪些？如何缓解资本流动的波动性？

构建全球金融安全网以防范金融危机，已成为国际社会的共识。全球金融安全网的组成部分有哪些？它在防范金融危机中的意义是什么？如何建立一个包容广泛的全球金融安全网以防范金融危机？

2008 年金融危机后，国际货币体系的改革有了一定的进展。美国国会终于在 2015 年底批准了 2010 年 IMF 的配额和治理改革方案。在这之后，IMF 如何进一步改革以适应世界经济的变化？我们如何才能构建一个多极化的储备货币体系，使国际金融体系更为平稳有序？

为探索这些问题，中国人民银行金融研究所、上海发展研究基金会和布雷顿森林体系再生委员会于 2 月 26 日在上海举行“梳理国际金融体系”研讨会。我们期待参会的国内外资深专家学者的交流探讨使这次研讨会卓有成效。

最后，我衷心祝愿这一次国际研讨会取得圆满成功，同时也希望来自国外国内的朋友们在上海逗留期间生活愉快。谢谢！

**乔依德：**下一位演讲者是布雷顿森林体系再生委员会执行董事 Marc Uzan 先生，有请！

## **布雷顿森林体系再生委员会执行董事 Marc Uzan 致辞**

**Marc Uzan**（布雷顿森林体系再生委员会执行董事）：

---

谢谢乔先生，我非常高兴再次来上海。欢迎大家参加这个会议，大家是不远万里来到上海。感谢我们的共同主办方，感谢上海发展研究基金会的秘书长乔依德先生，你们与我们共同努力才把这个会议组织出来。同时，感谢再 IMF 的中国分部，非常感谢你们的大力支持！

目前中国正担任 G20 主席国。我们这次大会，会谈到溢出效应，还会谈到建立全球金融安全网，以及如何建立更加多极化的金融体系。希望我们这个讨论能为即将参加 G20 的领导人提供一些有益的建议，并为 9 月份将要举行的 G20 会议做好建言献策。我们非常感谢来自泰国的重要嘉宾的到来，以及各位重要学者和专家的到来。非常感谢大家的到来，也感谢会议的主办方！

## 韩国对外经济政策研究院院长 Il Houn Lee 致辞

**Il Houn Lee**（韩国对外经济政策研究院院长）：我要做五个观点的简短发言。

首先，我认为现在全世界都处在一个低增长的环境中，主要是出于结构性的原因，目前出现很多的债务和流动性短缺问题。主要是由于美国和中国，新兴国家比过去更加受制于资本流动的影响，对于宽松货币的政策更加依赖。

第二，新兴国家对资金流动的脆弱性更进一步地体现。新兴国家现在占了非发达国家经济的 60% 多。新兴国家比过去更加受制于全球资本波动的影响，它们的负债从 1.05 万亿增加到 10.5 万亿，一旦资本外逃出现，国内的金融资产会受到很大的影响，大部分的资金都会向外流动。新兴国家更加受制于全球金融不稳定的影响。

第三，其实最关键的是，我们的政策利率一直在跟踪那些发达国家的利率。不管你用什么样的模型，可以看到那些发达国家的政策肯定会给新兴国家造成影响。长远的利率是用 10 年期的债券，很大一部分会接近于美国债券的利率，新兴国家的货币政策基本上都会受到美国以及欧洲国家货币政策的影响。所以，货币政策周期并没有与商业周期出现相应的同步，这就是问题的所在。韩国的利率其实受到了美元指数的影响，而不是受到利差的影响。

我的第四个观点是，我们应该做些什么？

从新兴国家的角度出发，关于货币政策我们并没有很多可以做的地方。也许能够希望 OECD 考虑到新兴国家的一些关切，我们知道它会对任何的情况做出最佳的反应。到最后，我们必须要让全球经济能够向前走。

新兴国家到底能做什么呢？有几件事，第一，它们要更多地使用汇率政策与利率政策相结合的方式以进一步影响货币管理，包括更多的控制它们的介入政策与紧缩政策相结合的方式。第二，我认为它们应该更好地使用所谓的宏观审慎政策，它们的目标并不是要影响资金的配制或是居民和非居民之间的资金流动，它们应该进行有效的资本控制管理，实施宏观审慎的措施。第三，它们应该考虑建立一个外部的平衡体系，考虑到目前现在经常项目的顺差，我觉得它们应该更多考虑到解决国内老龄化的问题。最后一点，要支持新兴国家货币政策的一揽子策略。国际货币基金组织可以使用的资源，15 年前是 1000 亿美元，1000 亿 SDR，现在已经增加到了 5400 亿的 SDR。我并没有做一个非常详细的测算。刚才我谈到了外部资金，10 个新兴国家的外部资金已经增加了 9 万亿美元，所以现在我们要问，这样一个储备到



底够不够？这个保险到底够不够？我们要在国际金融安全网以及区域金融安全网方面，建立起更加良好的联系。当你考虑这些储备是否足够的时候，你可以考虑采用货币互换的方式，这样我们就可以更好应对各个金融波动。

第五，国际货币体系的多极化也有必要发展。包括更多使用人民币，更多使用其他国家的货币，包括用这些货币在区域内进行贸易结算，使得风险更多地被平摊，这样就使保险更少的国家得到更好的保护。这就是我分享的观点。

## 上海发展研究基金会副会长兼秘书长乔依德介绍情况

**乔依德**（上海发展研究基金会副会长兼秘书长）：在我们开始分享之前，我想说几句话，我们为什么召开本次会议，并且在这个时间点召开。

我们知道今明两天 20 国集团将在上海举行财长和央行行长会议。我们的会议在这个时间召开，是因为我们希望能够创造本次会议的讨论与 G20 之间的关系，能够形成与 G20 的互动。

昨天下午伦敦政治经济学院与上海发展研究基金会、复旦大学召开了会议，央行的易纲作了一个演讲，他分享了国际金融架构工作组的几个观点，这其实也是工作组初步的协议。

第一，根据 2010 年国际货币基金组织改革，今年它们希望推动关于配额体制改革的第 15 次评估。

第二，进一步推动主权债务基金的重建和可持续性。

第三，建立一个全球金融安全网。

第四，进一步发挥 SDR 的作用。



我们可以看到这些举措都是与协议相一致的。我们希望通过今天的讨论，能够总结出一些观点，通过某些方式把这些观点呈递给工作组，这就是我们今天开会的目的所在。我想现在，我们可以开始第一环节的讨论，请 Domenico Lombardi 先生给大家主持第一部分的讨论。

## 第一部分： 日益紧密的内在联系：经济和金融的货币外 溢效应以及对国际货币体系稳定性的影响

**Domenico Lombardi**（CIGI 国际经济部总监）：我介绍一下今天的第一个主题，刚才 Il Houg Lee 总结了非常好的观点，所以我没有必要再次重复了。现在主要有两个观点，第一，现在国家越来越倾向于采取单边行动，包括采取各种监管方法。但与此同时，有另外一种观点，这个观点当然不是完全排斥第一种观点，那就是我们需要更多的国际的合作，需要进一步加强全球金融安全网，这也是我们今天讨论的主要话题之一。这两种方法都非常重要，但是我们该怎么在这两种方法之间形成平衡？今年中国担任 20 国集团主席国，我们希望能够抓住这样的一个很好的机会。因此，我们想通过今天的讨论，可以向 G20 会议提出一些建议。下面我要向各位介绍第一位演讲者 Robert McCauley，他是国际清算银行货币的高级顾问！有请！

### **Robert McCauley：国际货币和金融体系**

**Robert McCauley**（国际清算银行货币和经济部高级顾问）：感谢 Domenico Lombardi，非常感谢有机会参加这次会议。

货币的矛盾是内在的，目前我们主要的货币来自于国内授权，而汇率是围绕中心浮动的。现在主要的货币仍然是美元，它的排他性比之前要减少很多。对于资本的流动性，

相对来说到目前为止，它是一个混合的机制，仍然是围绕着较为广泛的中心而不受限的。

| The international monetary and financial system, then and now |                           |                                                  | Table V.1 |
|---------------------------------------------------------------|---------------------------|--------------------------------------------------|-----------|
|                                                               | Bretton Woods             | Current                                          |           |
| Monetary anchor                                               | External: ultimately gold | Internal: domestic mandates (eg price stability) |           |
| Exchange rates                                                | Fixed but adjustable      | Hybrid (floating at the centre)                  |           |
| Key currencies                                                | De facto, US dollar       | Dollar dominance (less exclusive)                |           |
| Capital mobility                                              | Restricted                | Hybrid (unrestricted at broad centre)            |           |

图 1：过去和现在的国际货币和金融系统

在这里我列出几种国际货币的使用指标，随着时间过去，各个货币充当的角色。

| Selected indicators for the international use of key currencies |           |      |                |      |                  |                 | Table V.2 |
|-----------------------------------------------------------------|-----------|------|----------------|------|------------------|-----------------|-----------|
| As a percentage of world total                                  |           |      |                |      |                  |                 |           |
|                                                                 | US dollar | Euro | Pound sterling | Yen  | Renminbi         | Total (USD trn) |           |
| Forex market turnover, <sup>1</sup> daily, April 2013           | 87.0      | 33.4 | 11.8           | 23.0 | 2.2              | 5.3             |           |
| Foreign exchange reserves, <sup>2</sup> Q4 2014                 | 62.9      | 22.2 | 3.8            | 4.0  | 1 <sup>3</sup>   | 11.6            |           |
| International bank deposits by non-banks, <sup>4</sup> Q4 2014  | 57.3      | 22.7 | 5.2            | 2.9  | 1.9 <sup>5</sup> | 9.8             |           |
| Outstanding international debt securities, <sup>4</sup> Q4 2014 | 40.4      | 40.9 | 9.6            | 2.0  | 0.6              | 21.9            |           |
| International trade invoicing/settlement, 2010–12               | 50.3      | 37.3 | ...            | ...  | 1.4              | .               |           |

<sup>1</sup> The shares sum to 200% because each transaction involves two currencies. <sup>2</sup> Shares are based on allocated data from IMF COFER. <sup>3</sup> Rough BIS estimate based in part on People's Bank of China, *Report on renminbi internationalisation* (in Chinese), June 2015. <sup>4</sup> Broad measure, including intra-euro area outstandings. <sup>5</sup> Minimum share based on renminbi-denominated international bank deposits reported by a subset of BIS reporting countries.

Sources: H Ito and M Chinn, 'The rise of the 'redback' and the People's Republic of China's capital account liberalization: an empirical analysis of the determinants of invoicing currencies', *ADBI Working Paper*, no 473, April 2014; IMF; BIS international banking statistics and international debt securities statistics; BIS calculations.

图 2：几种国际主要货币使用情况指标

我们可以看到，在这里美元仍然强于欧元。随着中国经

济的不断加强，人民币更加强劲，也许这一版图会出现变化。在这个世界当中，我们在金融和货币之间有很多的互动，从世界某一个金融中心影响到全球的其他地方。

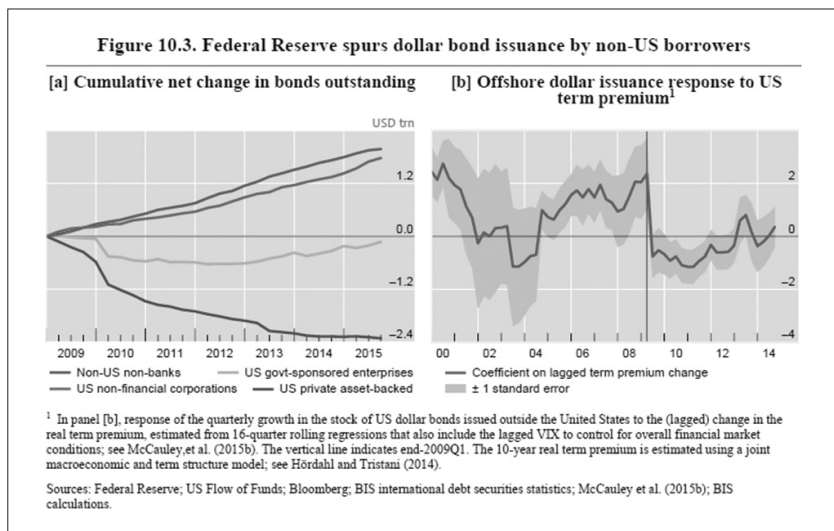


图 3：美联储刺激非美国借款方发行美元债券

比如说，美国也在不断刺激非美国借款方发行美元债券。这个政策特别促进对私营资本的支持。图 3 的左边是未偿还资本的累积的变化。你可以看到，红线的增长更大，这是由非银行机构在美国之外发行的美元债权。

对于新兴市场而言，它们的美元债务也在不断增加，所有的红色的部分就是美元的浮动率，其他区域则反应了美联储汇率政策。在美国以外公司的债务主要都是以美元计算的。中国大部分则由在中国的银行来记录这些贷款。一些借贷美元的公司，把这些美元兑换成本国的货币，这对于它们

的中央银行也造成了压力。

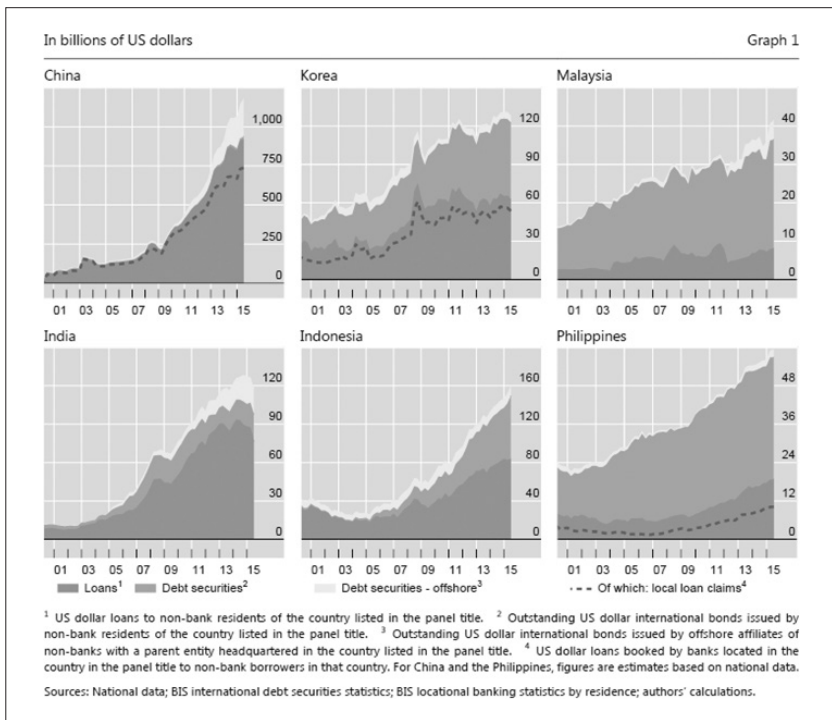


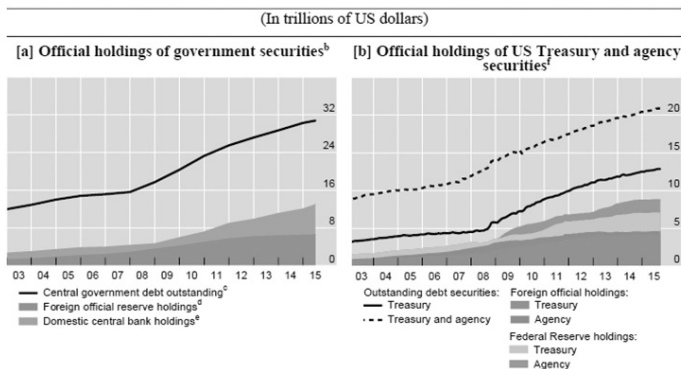
图 4：若干非银行借款方的美元信贷情况

在这里，我们可以看到，有的官方是为了投资而购买债券，有的则出于政策目的而购买债券。尽管有些政府并没有设立这样的储备目标，但最终的结果却是它们购买了更多美元作为外汇储备。因此，这是货币互动的一个渠道。

另外，主要货币设定的利率是非常低的。左边是全球平均的政策利率，右边则是新兴市场经济体平均泰勒利率。红线代的平均的政策利率，蓝色代表平均的泰勒利率。因此，

政策利率相对而言是偏低的。这是货币互动的第二个渠道。

**Figure 10.6. Officials hold a big share of SDR currency government bonds<sup>a</sup>**



<sup>a</sup> Different valuation methods based on source availability. <sup>b</sup> Covers the euro area, Japan, the United Kingdom and the United States; for the euro area, Japan and the United Kingdom, converted into US dollars using Q2 2015 constant exchange rates. <sup>c</sup> For the United States, total marketable Treasury securities, excluding agency debt. <sup>d</sup> For euro- and yen-denominated reserves, 80% is assumed to be government debt securities; for dollar-denominated reserves, as reported by the US Treasury International Capital System; for sterling-denominated reserves, holdings by foreign central banks. <sup>e</sup> For the euro area, national central bank holdings of general government debt and ECB holdings under the Public Sector Purchase Programme and the Securities Market Programme. <sup>f</sup> Agency debt includes mortgage pools backed by agencies and government-sponsored enterprises (GSEs) as well as issues by GSEs; total outstanding Treasury securities are total marketable Treasury securities.

Sources: ECB; Bank of Japan flow of funds account; Federal Reserve flow of funds accounts; IMF, COFER; Japan Ministry of Finance; UK Debt Management Office; UK Office for National Statistics; US Department of the Treasury; Datastream; national data; BIS calculations.

**图 5：官方掌握 SDR 货币政府债券的情况**

接下来是资本的流动。在繁荣期，将会有很强劲的资本流动。这些资本流动对于国内货币的信贷将会产生巨大的影响，会促进国内信贷的增长。

因此，你们可以看到，左边是跨境信贷占银行信贷的比例的变化。右边则是国内债务占 GDP 的比例，这两张图所代表的就是外部流动将会造成信贷繁荣和增加。因此，国际资本的流动其实不会抑制国内的信贷增长，反而会增加国内的信贷。

另外一个货币互动是通过债券市场来实现的。图 8 让你

们了解，当美国利率发生变化的时候，对各国的债券有什么样的影响。广义来说，美国财政部的行动对于全球的债券市场有很大的影响。因此，美国利率的变化其实是具有全球影响的。在 1994 年的时候，美联储提升了政策利率，而法国则降低了它的利率，债券就从北美洲转移向了欧洲。因此，不同地区采取不同货币政策的时候，对于全球经济会产生巨大的影响。在 2014 年以及 2015 年上半年，欧洲中央银行实施最大规模的债券项目，在右边可以看到，法国的加权平均隔夜利率可以说把联邦基金利率也拉下来了。在 1994 年的时候，两者之间有一个不对称的情况发生，但是在未来未必如此。我要讲的就到此为止。

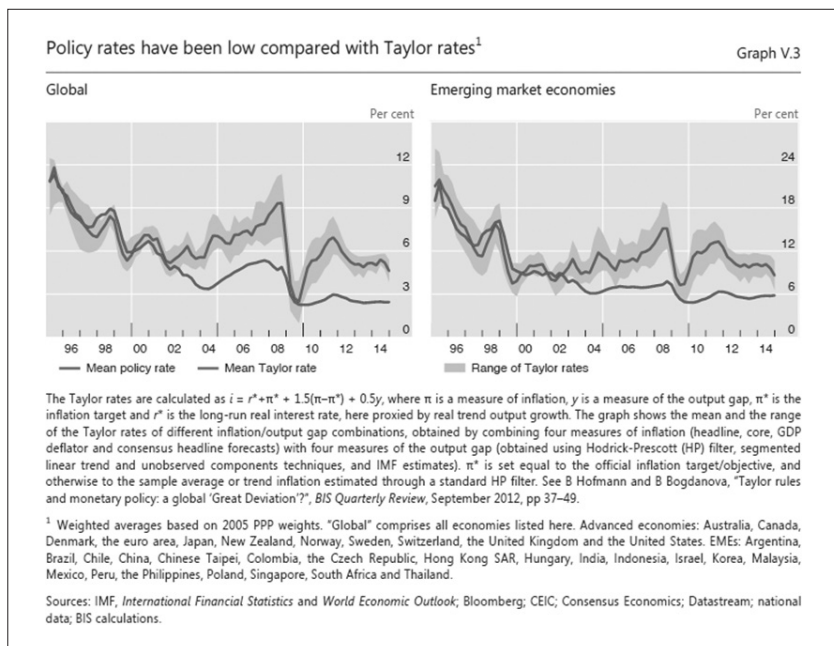
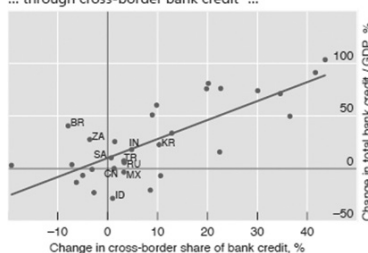
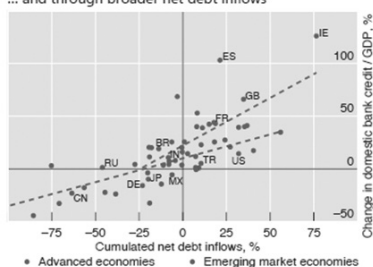


图 6：政策利率低于泰勒利率

Capital flows contributed to domestic credit growth during the boom ...

Graph V.4

... through cross-border bank credit<sup>1</sup> ...... and through broader net debt inflows<sup>2</sup>

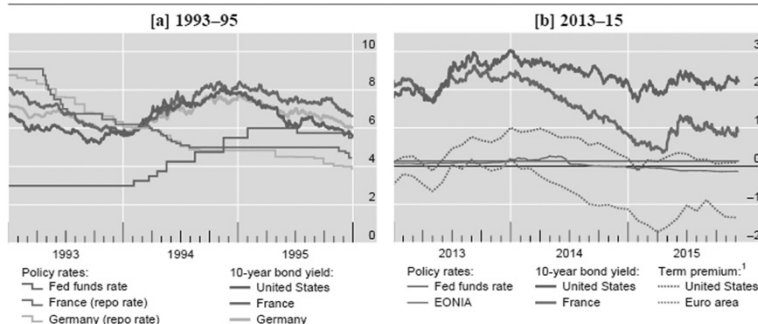
BR = Brazil; CN = China; DE = Germany; ES = Spain; FR = France; GB = United Kingdom; ID = Indonesia; IE = Ireland; IN = India; JP = Japan; KR = Korea; MX = Mexico; RU = Russia; SA = Saudi Arabia; TR = Turkey; US = United States; ZA = South Africa.

<sup>1</sup> Q1 2002–Q2 2008. “Total bank credit” adds to domestic credit (IFS line 32) the stock of cross-border bank credit to non-banks in the country (using the BIS locational banking statistics). “Cross-border share of bank credit” is the share of total bank credit to non-banks received cross-border through direct lending to non-banks and through net lending to banks in the country (if positive). Based on S. Avdjiev, R. McCauley and P. McGuire, “Rapid credit growth and international credit: challenges for Asia”, *BIS Working Papers*, no 377, April 2012. <sup>2</sup> Domestic credit from IFS line 32, end-2002 to end-2008. The x-axis shows balance of payments net debt inflows as a share of GDP, cumulated over 2003–08. Net debt flows are calculated by aggregating changes in net portfolio debt assets, net other investment and reserve assets, all expressed as inflows. Extends P. Lane and P. McGuire, “Domestic credit growth and international capital flows”, *Scandinavian Journal of Economics*, vol 116(1), January 2014, pp 218–52.

Sources: IMF, *International Financial Statistics* and *World Economic Outlook*; BIS international banking statistics; BIS calculations.

图 7：资本流动在繁荣期对国内信贷增长的贡献

Figure 10.4. Policy rates and bond yields (In percent)



<sup>1</sup> Decomposition of the 10-year nominal yield according to an estimated joint macroeconomic and term structure model; see Hordahl and Tristani (2014). Yields are expressed in zero coupon terms; for the euro area, French government bond data are used.

Sources: Bloomberg; national statistics; BIS calculations.

图 8：政策利率和债券收益率（%）



**Domenico Lombardi:** 非常感谢！现在让我们迎接第二位的演讲者，秘鲁央行行长 Julio Velarde 先生，他的主题是“美联储货币政策及对全球金融市场的含义”。

## Julio Velarde: 美联储货币政策及对全球金融市场的含义

**Julio Velarde**（秘鲁央行行长）：非常感谢！我很高兴能够来到这里！我希望不会重复之前演讲者的观点，但有些部分还是非常相似的。

我们在这一阶段不断看到扩张性的货币政策，这可以说是扩张性货币政策的周期加强。

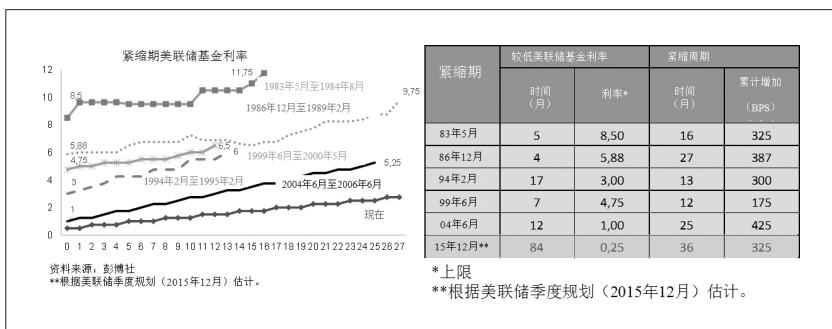


图 1：美联储加息周期：不似之前强硬

美联储较低的基金利率，到 2015 年 12 月份已经持续 84 个月的时间。这就增加了一些资产的价值。同时，高流动性影响到很多市场中的资产。我们通过一些信号可以看到，很多美洲国家可能会受到了更多的影响。

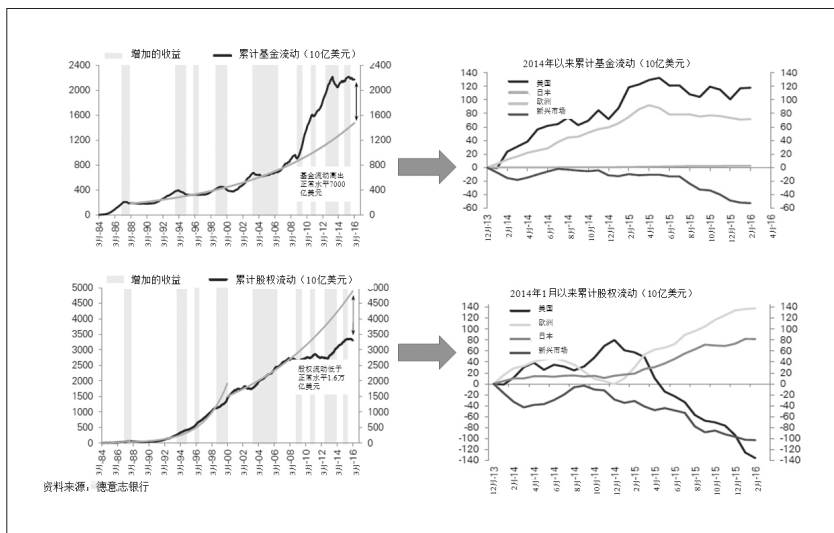


图 2：溢出效应：对金融市场的影响

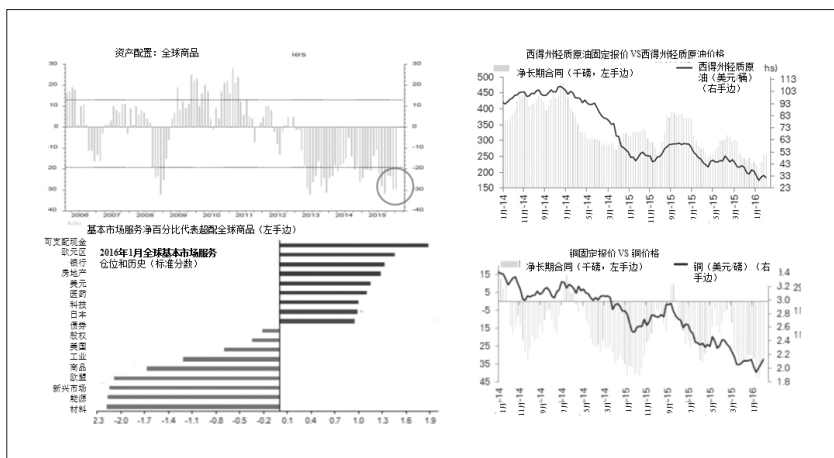


图 3：全球商品的配置和价格变化情况

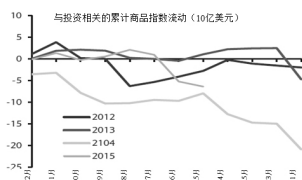
在左边的表中，可以看到债券的流动，细的线是一般趋

势，还有股权的流动和债券的流动。为什么会出现这么多的流动性呢？刚才第一位演讲者提到过了，现在整个市场出现了更多的资金，一部分资金也进入到美国市场。其中也包括了债券还有股权的流动。它们将会占到非常大的比例。在整个周期中，国际价格指数也在不断上升，在市场中也看到有很大的波动性。

对于商品而言，特别是非贸易商品，它们头寸降低了。对于主要商品而言，它们的头寸也降低，这是主要的溢出效应。比如铜价出现了下跌，原油的价格也出现了下跌。之前商品的价格出现了上升，但是之后就开始出现下降，这是由于需求的下降。比如说，秘鲁铜价也在不断下降。对于我们而言，铜是非常重要的商品。在过去3年中，我们看到铜价不断下降，我们是全球第二大的铜生产国，我们也是其他金属非常重要的生产国，这都对我们有很大影响。

#### 投资基金对商品的投资减少：

- 花旗银行估计，2015年投资额会降低18%，降至2500亿美元以下（相比于2011年的峰值减少3300亿美元）
- 巴克莱银行估计，基金在雷曼兄弟危机期间（2008年）增加了2000亿美元，2012年增至4180亿美元；自那之后减少至2420亿美元（信息截止2015年8月）
- 摩根大通估计，商品期货头寸每年降低25%，至2016年1月22日降至6470亿美元。



资料来源：巴克莱银行研究

估计未平仓合约：85个全球商品期货市场

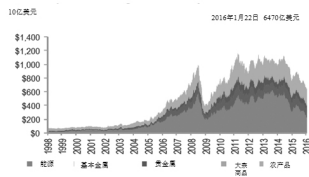


图 4：投资基金对商品的投资减少

在商品的投资方面也出现了一些变化。危机之后，出现了一些货币政策的调整，因此在投资方面出现了一些增长。金融危机后，整个投资的水平基本上已经回到了合理的水平。我们在之前的经济会议中，也会进行一些讨论，我们可以看到 2015 年的投资额已经出现了降低。在美国的增长和其他新兴市场国家的增长之间的联系可能会发生变化。我现在已经看到，拉丁美洲国家的增长也受到美国经济增长的影响。而新兴市场的表现对于发达经济体也有相应影响，一旦价格出现下降的话，波动性就会加剧。

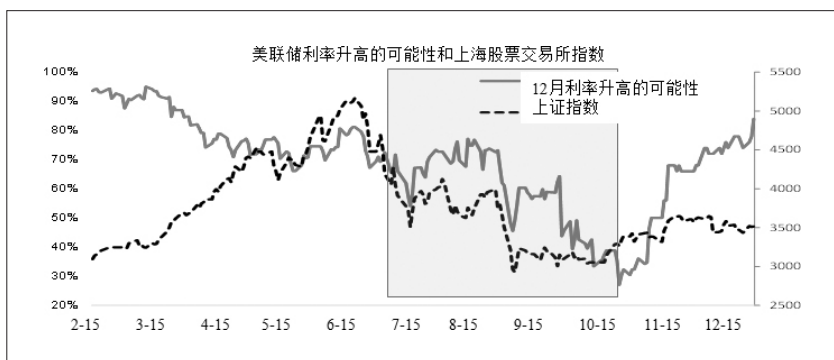


图 5: 美联储利率升高可能性和上海股票交易所指数

今年，不同的政策制定方在对未来进行预测。去年年底之前，我们都看到巨大的波动性，到底整个市场发生了什么情况，导致整个趋势发生变化呢？尽管我们看到市场的波动性，但是并没有看到任何基本的指标发生变化，我们也希望能够寻找机会，更多地来了解新兴市场对发达经济体的影响。

有一些机构也曾经提出过一些报告，比如说国际货币

基金组织的某一个部门提到了新兴市场与发达经济体之间的联系，VIX 波动指数和西得州轻质原油到底有什么联系，这可以说是令人非常惊讶的现实，之前我们没有意识到这两者之间有任何的联系。

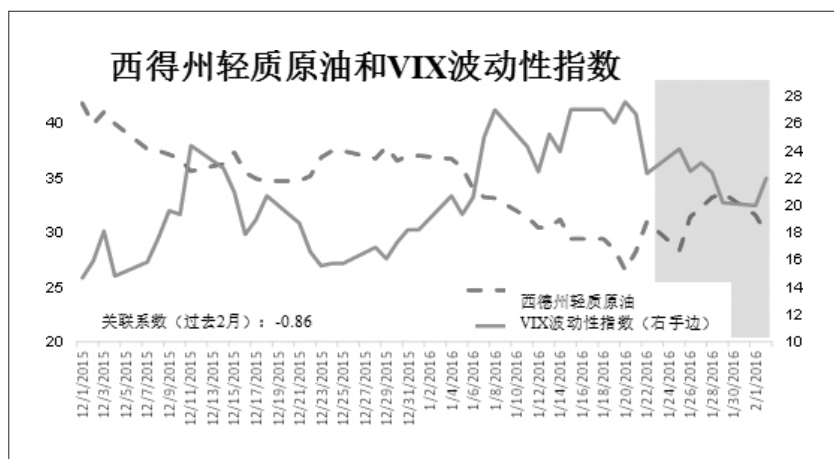


图 6：西得州轻质原油和 VIX 波动性指数

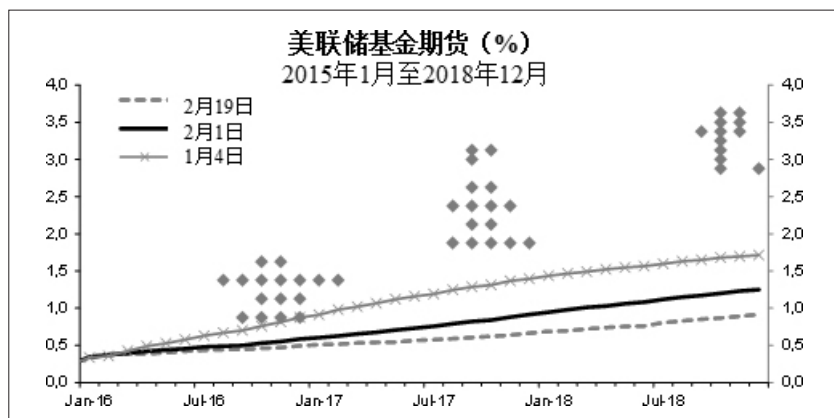


图 7：美联储基金期货（%）

整个市场看来都受到了影响，希望能够找到前进的方向。在美国的这些过剩的流动性到底要去向何方？当然，我们在一些国家看到，它们通货膨胀率相对而言还是比较低的。

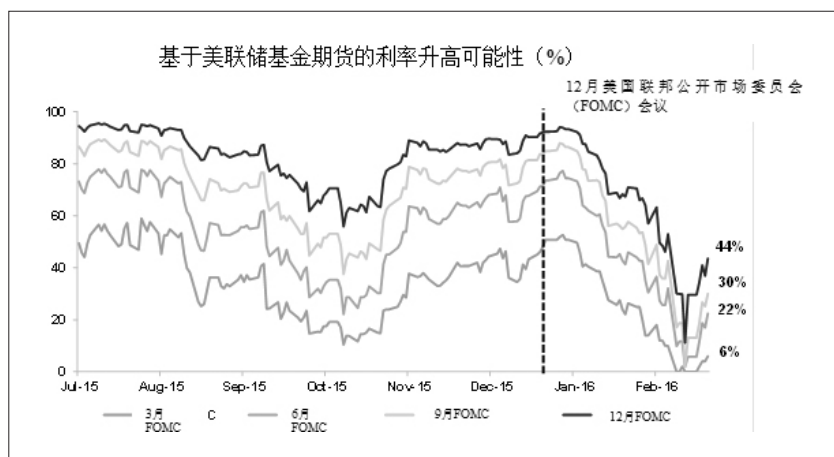


图 8：美联储基金期货的利率升高可能性

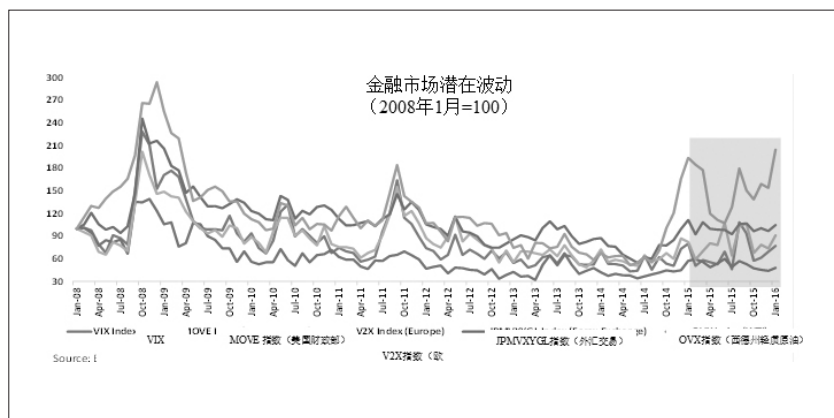


图 9：金融市场潜在波动

好几个星期以来，根据各种美联储信息的改变，市场其实是低估了美联储的行动。现在市场朝着美联储的目标不断地调整。美国经济的表现还是非常地强劲的，非常稳健的。

现在，我要说的是沟通的重要性。我们在这里看到两种可能性。1994-1995 年和 2004-2005 年做一个对比，市场中的风险在不断提升，这里面已经预测未来蕴含着很大的波动性和不确定性。10 年之前的情况和现在并不一样。可以说货币紧缩政策，当时的沟通没有做好。

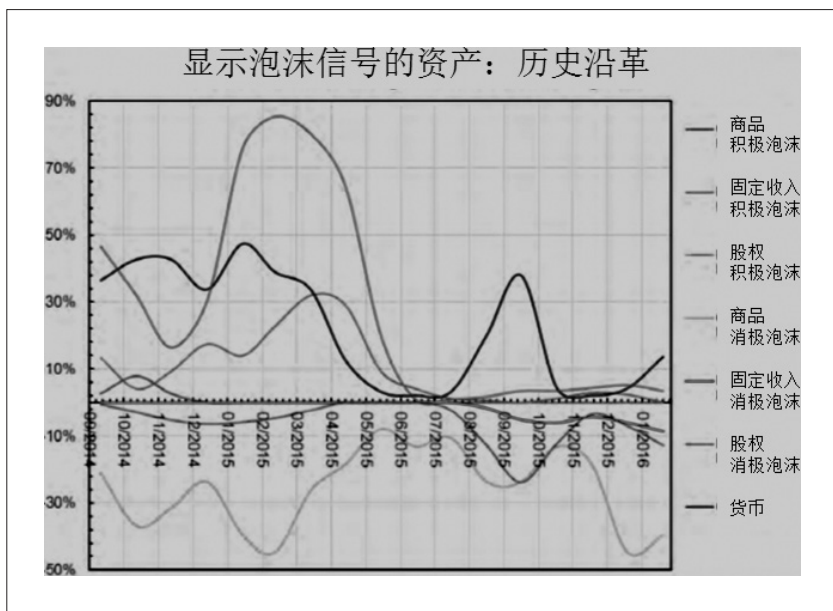


图 10: 显示泡沫信号的资产

在图 10 上可以看到资产信号泡沫的产生。其实在美国，它以前并没有受到影响，但后来也受到了影响了，其中一个影响就是房地产。德国的房地产在 12 个月之后受到了影响，

房地产价格也出现了上涨，人们不断地买进房产，导致资产泡沫的出现。但我们不知道泡沫是否产生新的泡沫。

总结一下，很多国家，包括新兴市场国家，都放低了利率。它们主要是担心货币之间的不匹配性，担心这会变成通货膨胀。墨西哥是少数几个增息的国家，增加了 15 个基点，因为担心出现通货膨胀的可能性。几乎所有国家都会担心通货膨胀上扬。说到通货膨胀的传导性，劳动力市场其实是不太强劲的，所以就出现了紧缩效应，至少是在第一轮中。虽然有很大的贬值，但出口的增长几乎为零。在这些指数当中可以看到，智利、哥伦比亚、巴西去年非大宗商品的出口非常低，从 1 月到 11 月，只增加 1.5 个百分点。这是我的演讲，非常感谢大家！

**Domenico Lombardi:** 接下来请出泰国央行原行长 Tarisa Watanagase，主题是“相联性、外溢效应和稳定性：新兴市场案例。”

## **Tarisa Watanagase: 相联性，外溢效应和稳定性**

**Tarisa Watanagase**（泰国央行原行长）：女士们，先生们，大家早上好！首先我要感谢主办方邀请我来参加本次会议！我们面临一个非常具有挑战性的局面，所以我们才需要共同努力，互相学习。这样我们才能够有一些新的想法。

现在这个世界的连接更加紧密，新兴市场经济更加容易受到溢出性的影响，尤其是那些小型的开放经济体。我现在是从亚洲新兴国家的角度出发去看问题。这些互联性以及溢出效应实际上变得更加严重，因为现在世界经济的互联性越来越紧密，而且贸易越来越多，金融一体化进程也进一步向



前发展。

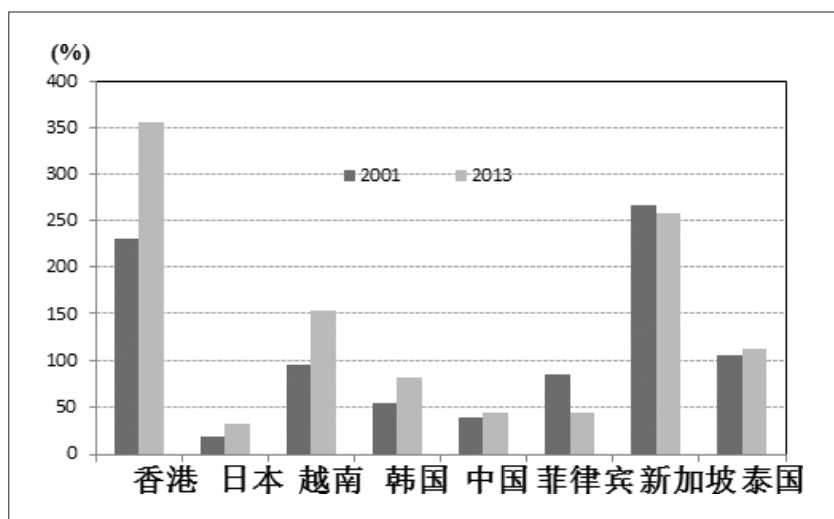


图 1：亚洲：贸易开放度

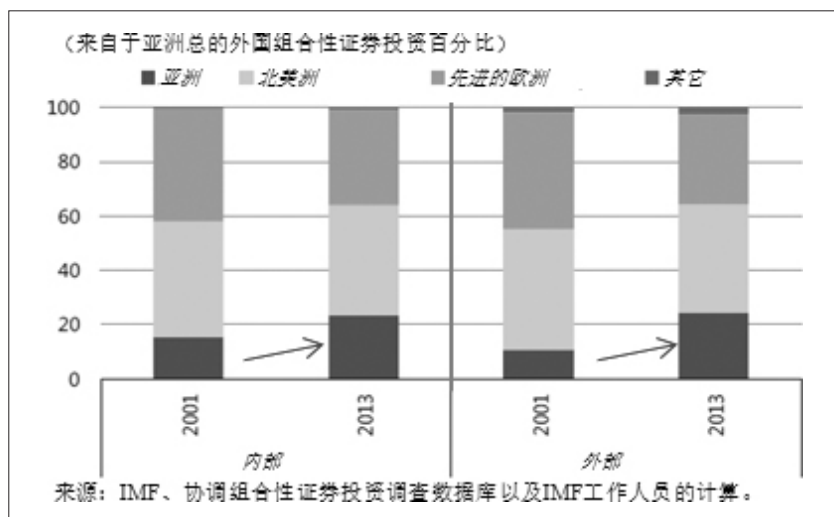


图 2：亚洲组合性证券投资

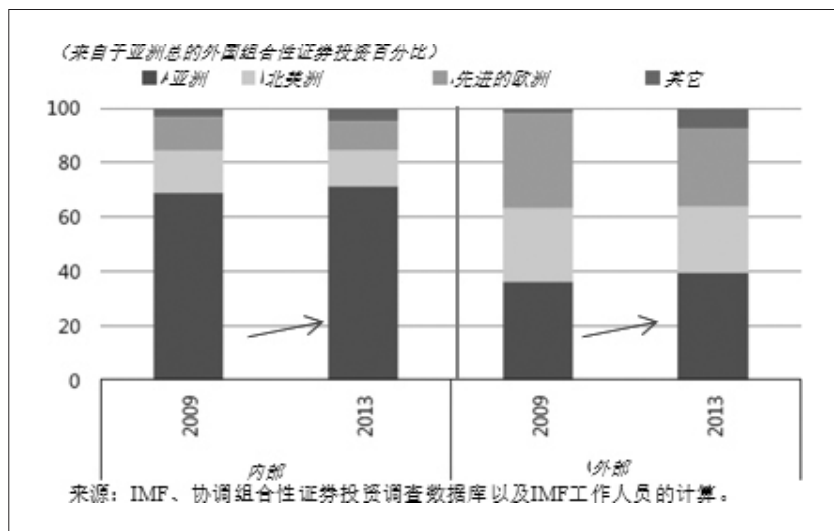


图 3: 外国直接投资

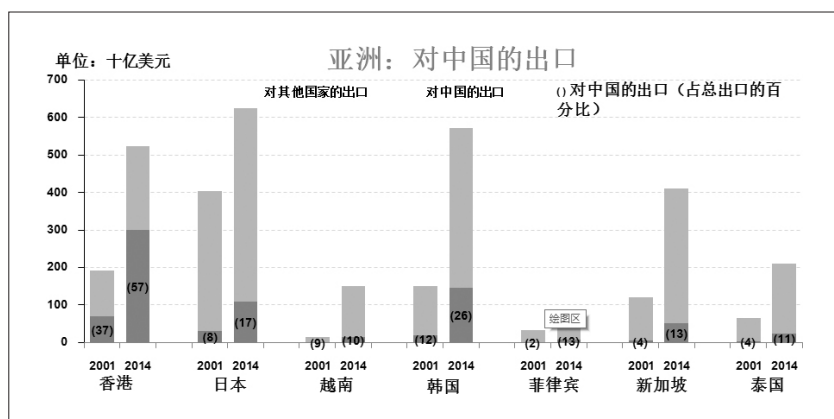


图 4: 亚洲对中国的出口量较大

我们可以看到, 贸易开放度和金融帐户开放也是同步向前的。贸易开放度其实被定义为进出口占 GDP 的总和, 贸

易开放度在过去几年不断增加。同样一个趋势也直接在投资上面体现，不仅包括直接对内投资，也包括直接对外投资，这个开放度也是越来越高的。

我们不仅看到经济联系紧密。同时，互联依赖也越来越明显。看一下中国的出口，中国的出口不断增加，使得亚洲经济更加受制于中国经济放缓的影响，这就是现在溢出效应之一。由于中国经济结构再平衡，以及政策不清晰和缺乏沟通的原因，这就是最新的溢出的来源之一。再加上大宗商品进入下降循环周期，以及原油价格暴跌，进一步加剧了溢出效应的影响。

世界上一个国家对一个区域所采取的政策会传达到其他国家。我们来列举一些例子，溢出效应会通过传统的贸易途径，或者说是通过实体经济，同时通过全球供应链进行传导，如果生产是紧密依赖全球性供应链的话，这样的影响就会进一步加剧。

最近我们更加关注的，是通过金融关联进行的传导。这方面的传导效应最近也大幅增加，这是因为现在有更多的渠道可以传导溢出效应，它们会通过好几个金融市场来传导。同时，还因为各种各样的参与者，还有各种技术所起的作用，它们的存在也使得传导更加迅速。

由于这样的传导效应，不同国家对于资产价格的感知也发生剧烈变化。这其实是一个新情况。我们还不知道未来的世界会走向何方，我们听到很多人有不同的观点，所以这些不确定性，还有波动性才会不断地存在。

从实体经济向金融市场的传导，也是存在的，它们之间不是绝缘的，它们之间会互相发生作用，形成一个循环。



图 5: 波动率指数

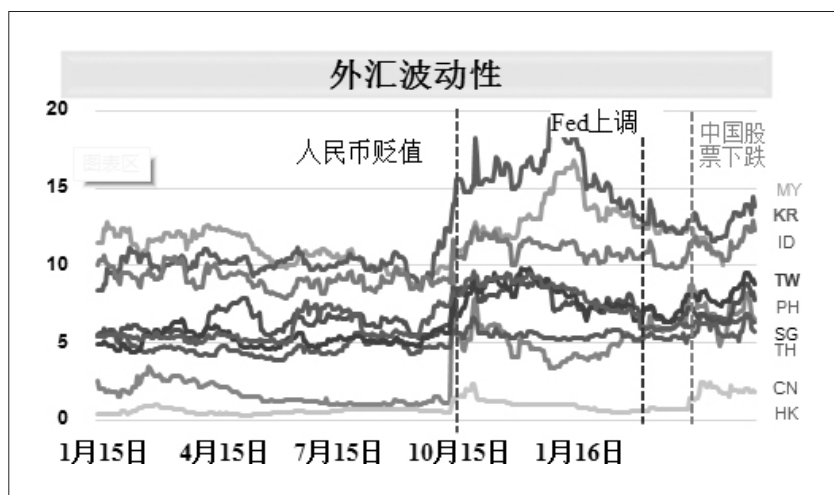


图 6: 外汇波动性

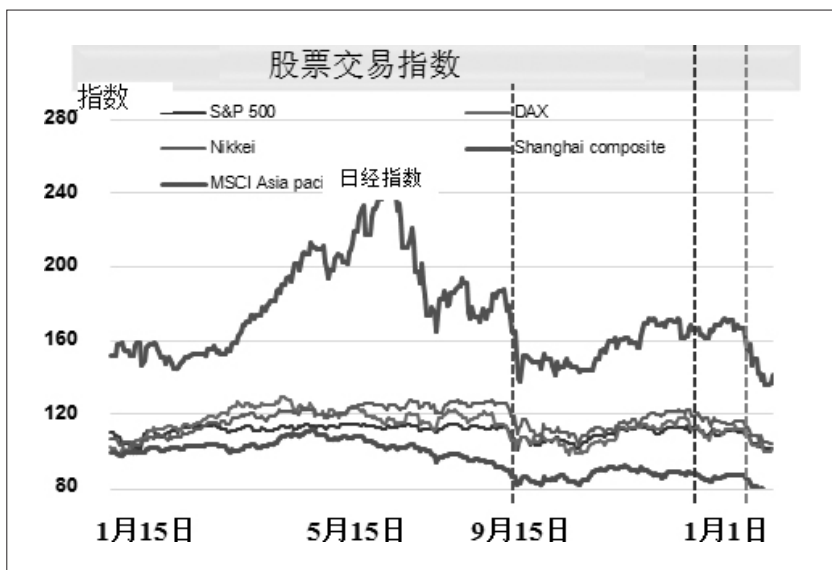


图 7：股票交易指数

出现人民币贬值，或者联储利率上调，都会导致市场的波动。在 12 月的时候，当时看们已经进行了一定的准备，这是由于 Fed 的不断指导和沟通，市场已经做了准备，这是非常好的经验。

人民币的贬值对于全球市场，以及全球增长前景的影响更大一些，再加上大宗商品价格的下降，以及亚洲经济与中国贸易的紧密联系，使人民币贬值的影响更加强大。同时中国股市的爆跌给整个市场的情绪带来负面影响。这也形成了一个主要的风险传递途径。我们可以看到信誉的政策，有效政策的沟通，是管理市场预期的重要手段。

哪些因素的影响力比较大呢？这一方面取决于金融市场的开放度，更加流动的资本意味着更大的波动性，在股票

市场中也会有更大的波动性，外汇市场波动产生的影响更加巨大。因此，在这样的环境中，政策的可信度是非常重要的。我们需要对各种因素进行综合管理。

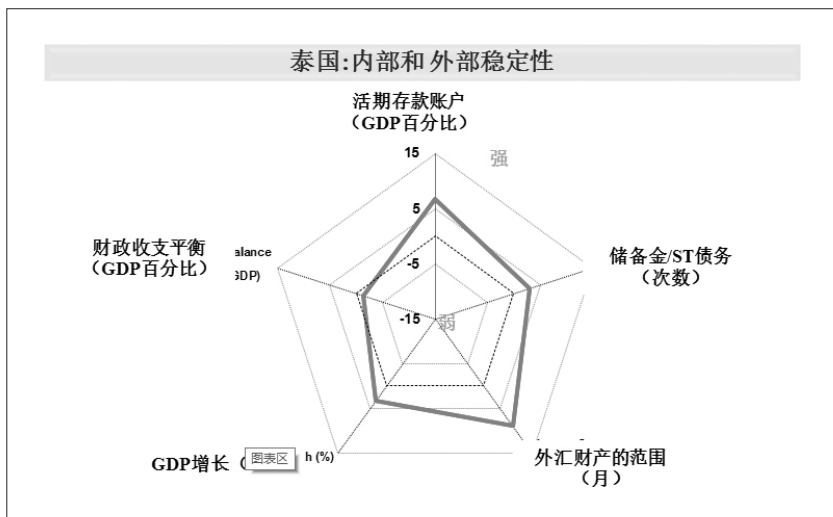


图 8: 泰国: 内部和外部稳定性

泰国是新兴国家，泰国也受到了这种波动性的影响，包括资金外逃的影响。但是泰国已经能够非常好地管控溢出效应对它的影响。这样一个五角形表现泰国在各个方面应对外部效应的力量。虽然 GDP 的增长有所放缓，但是可以看到泰国内部和外部的稳定性是非常强的。

同时，其他亚洲新兴国家也表现非常强劲。这取决于好几个重要的因素。

首先，因为改革以及风险管控使得许多东盟国家，在亚洲金融危机之后采取更加有效的措施来应对危机。

第二，我们非常幸运地获得来自亚洲区域内的贸易和服

务的增长。

另外，东盟地区的高增长使它能更好应对外部溢出性和不稳定性的影响。

未来为了能够减少溢出效应的不良反应，我们能够做些什么呢？

首先，我要强调的是，我们需要保持经济的弹性、经济的强劲度。1997 年亚洲金融危机和 2008 年全球金融危机给我们上了重要的一课，新兴国家其实会受到整个负面效应的影响。但如果一个国家比其他国家更加强劲的话，它能更好地应对这些负面效应的影响，而且能从危机中更快地走出来。在危机中，要建立弹性是非常难的。所以，在正常时期你就要通过正确的政策和工具进行这样的调整，需要有效的货币政策以及宏观审慎政策。

第二，要建立稳定性，不管它是否写在法律中。你要巩固金融部门的稳定性。那些金融的不平衡问题必须尽早解决。对于过度贷款，不管是金融部门还是实体经济部门，都必须遏制。尤其是当你出现货币不匹配的时候，这个问题会显得尤其突出。

另外，我们要有强健的金融机构，必须要透明和沟通，要建立政策的可信度。我们需要真正地把基础做好，我们要把重要的事情做好，这对于系统重要性国家尤其重要。只有这样，我们才可以应对冲击，让新兴国家更好地在危机期间应对好，并且更好地应对溢出性的影响。

其实，这个溢出已经是一个全球问题，我们也需要一个全球解决方案。因此，前面演讲者已经谈到的安全网是非常重要的，我非常同意这一点。安全网不仅是在双边的层面建立，同时还要在区域以及全球层面建立，这方面我不用讲得

非常详细。

同时，我们一直呼吁要进行政策协调，这是非常重要的。协调越多，政策对话越多，我们就会收益越多。从我个人角度来说，我参加国际清算银行在巴塞尔每个月的行长会议，我觉得这个会议非常有用，我们可以分享信息，并且互相学习。另外，我还要强调，要有一个有说服力的安排确实非常难的。当然，我们还要继续这样做，对于系统性重要国家尤其要这样做下去。

我们呼吁更多有说服力的安排。我觉得我们应该建立一些全球性的安排来抑制短期资本流动。对于金融和经济的发展，资本流动是非常重要的，特别是对于新兴市场。但是，当流动是一种短期资本流动的时候，它可能会导致经济和金融的失衡。如果没有得到很好的控制，就像之前的演讲者讲到的，对于小的开放型的经济来说，它没有适当的工具来控制整个资本和资金的流动，如果有很大的资金流出肯定会造成很大的问题。因此，我想说的是，我们应该找到一些好的方法，帮助这些私营投资者减少它们投资的成本，并减少应对溢出效应的成本。因为我们知道，这些短期的投资人，或者说追求短期效应的投资人，其实对全球金融系统造成了很糟糕的影响。谢谢！

**Domenico Lombardi:** 下面一位演讲者是加州大学洛杉矶分校经济学教授 Aaron Tornell，主题是：“盛衰循环的经济教训”。

## **Aaron Tornell: 盛衰循环的经济教训**

**Aaron Tornell**（加州大学洛杉矶分校经济学教授）：政



策决策者总是希望能够避免经济萧条的发生，这就好象我们不希望任何火灾发生一样，不管这个火灾有多小，我们都希望把它扑灭。但是，这样的做法其实并不能真正避免火灾，这反而会导致最终出现更大的灾难。这在之前的历史中我们已经看到过。我们通常都希望能够避免危机，但我们越是努力地希望避免危机，可能反而使得危机在后面变得更加严重。因此，我们需要有一个很好地机制。我今天也会跟大家解释一下，为什么这样一种避免繁荣结束的做法会导致更大危机的产生。

我们可以稍微谈一下中国，因为中国现在是非常重要的一个国家，特别是上海、北京这些城市都令人印象非常深刻。中国也经历了一个“借贷潮”，我们都知道这种“借贷潮”最终都会结束。在过去我曾经进行过一些分析，这些快速增长的国家到底有一些什么样的特点，我发现通常情况下，这些增长快速的国家通常都会经历这个危机，但是那些发展较为缓慢的国家不会经历危机。

我进行了一些分析。在图 1 中，我使用的方法是去研究信贷增长的负偏态。如果它的增长非常缓慢，在横轴上就是信贷增长的负偏态，纵轴上面是 GDP 的增长。经历巨大危机的国家，通常是增长更快的国家。因此，在我的文章中，我想说，中国在近几年没有附带增长的负偏态，但是中国却一直保持增长。可以说在这样的回归图中，中国是一个例外的情况。

在高度增长和危机周期中，一个典型的机制是什么？有些人会说，不同的变量表现将提示我们危机是否会发生。也就是说，一些指标如果发生变化的话，可能就会出现危机。如果投资增长非常快，又快速下跌，当然就会导致危机的发

生。通常情况下，在危机发生时，信贷占 GDP 的比重会非常大，这是危机开始的时候。投资在危机开始时也是非常高，在危机中就急剧下降，在韩国和其他国家都出现了相似的情况。

- I measure the incidence of crises by the "negative skewness of credit growth"
- The variance is not a good instrument.

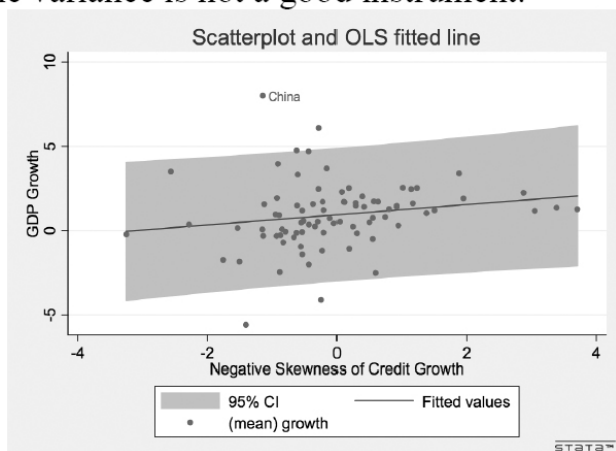


图 1：散点图和最小 2 乘拟合图

为什么一个危机就像是火灾一样呢？我们可以先看一下在 1990 年代的一些拉丁美洲国家，之后再亚洲国家。当然，当“借贷潮”结束的时候，很多公司可能没有办法偿付债务，而政府希望能够避免萧条，避免银行破产。因此，中央银行就向银行提供了更多的贷款，这导致各个公司进入到更糟糕的状况。另外，政府也固定了汇率，这都会对公司

造成问题。

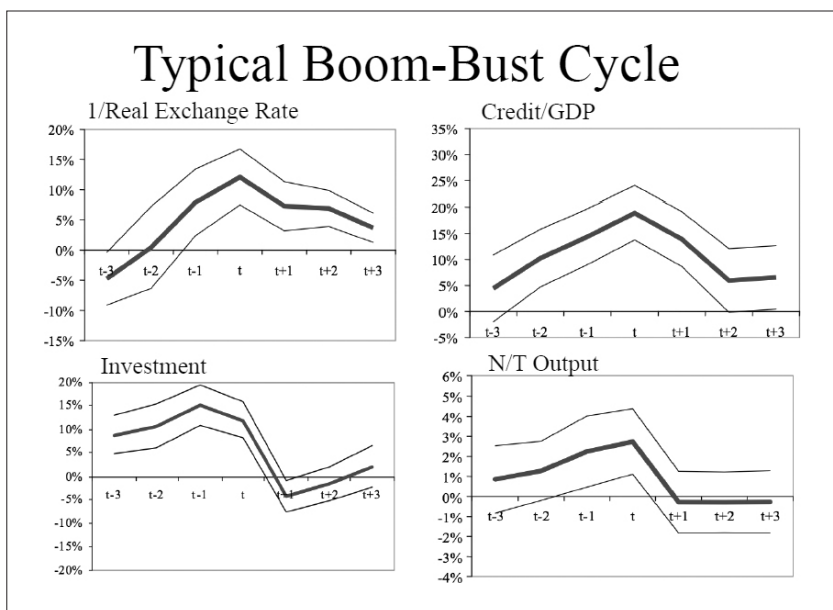


图 2：典型的繁荣萧条交替周期

另一方面，中央银行会失去其外汇储备，最终导致更大的破产危机。在很多年前，我和一位同事写了一篇文章，当时我们研究了墨西哥的情况，就是 1994 年墨西哥发生危机的状况。在 1994 年，当这个繁荣期结束的时候，政府就提升了利率，但是外汇储备却下降了，外汇储备大大下降，12 月就出现了巨大的经济增长的下滑，出现了金融危机。

我们现在再回来看看中国。很多人都说，中国现在的情形和 1994 年的墨西哥相似。但我并不这么认为。如果我们去看一下中国的外汇储备（图 4），确实在最近出现下降，但这并不是因为中央银行很快增加发给国内公司的信贷。货

币的基础仍然是非常稳定的，应该说中央银行改变了组合投资策略，但中央银行并没有大大增加向公司的信贷。在墨西哥的话，红线也就是国内信贷，增长非常急剧，但在中国国内信贷增长并不那么急剧。所以，认为中国跟墨西哥很相似这个观点是错误的，中国目前的状况还是非常稳定的。当然，如果问题得不到解决的话，可能在未来会出现更严重的情况。但是中国跟墨西哥是不一样的。

- Mexico 1994 (Tequila crisis) is clear example
- $\Delta \text{Central Bank Credit} + \Delta \text{International Reserves} = \Delta \text{Monetary Base} + \Delta \text{Banks' Reserves}$

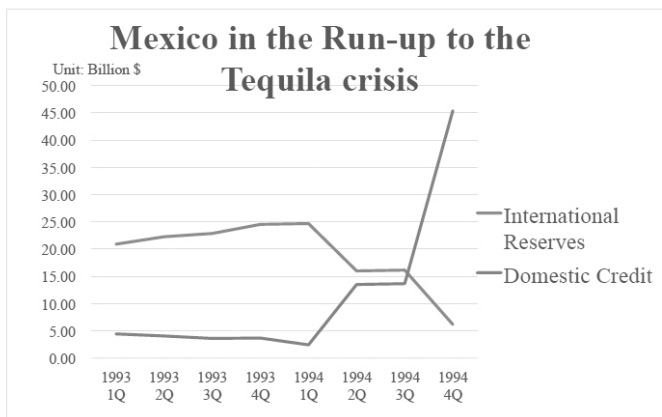


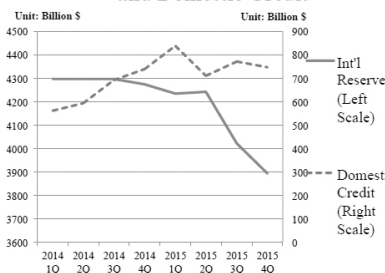
图 3：墨西哥“龙舌兰酒危机”前夕

我们也看了一些数据，中国最近可能也经历了资本的流出。这是来自于官方的数据（图 5）。你们可能会认为这只是一个组合策略的改变而已。我们看一下经常项目，还有国际储备，我们把经常项目的顺差减去国际储备，就看到确实

有一些事情在发生。

- China 2015/16 doesn't exhibit same pattern as Mexico 1994.
  - There has been a ↓ in CB liabilities, not a ↑ in CB credits.
  - Reflected in a ↓ in International Reserves.

**China International Reserves and Domestic Credit**



**China Monetary Base and Banks' Reserves**

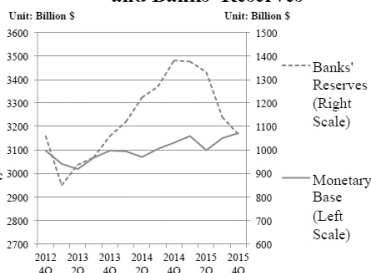


图 4：中国的外汇储备和国内信贷，中国的货币基础和银行储备

## China has experienced Capital Outflow

- $+ \text{Current Account} - \Delta \text{Int'l Reserves} =$   
 $– \text{Financial Account} - \text{Errors \& Omissions}$ 

**China Capital Flow ( $\Delta \text{International Reserves} - \text{Current Account}$ )**

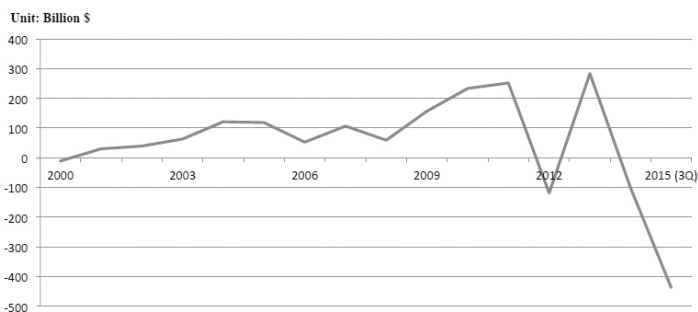


图 5：中国的资本流出

我们再回到刚才所讲到的繁荣和萧条周期。如果看一下中国的话，我们看房价（图6），这是按PPI跟美国的指数进行比较。中国的房价确实有了很大的增加，这跟我们之前所看到的案例中的情形有一些相似。有一些部门的增长比其他的部门更快，这并不具有可持续性。但是其他经济体其实也有相同的状况，并不只是在中国。当然，投资也上升非常快，特别是在2008年，你可以看到出现增长之后接下来就会进入到下行周期，最终回到平均线上。

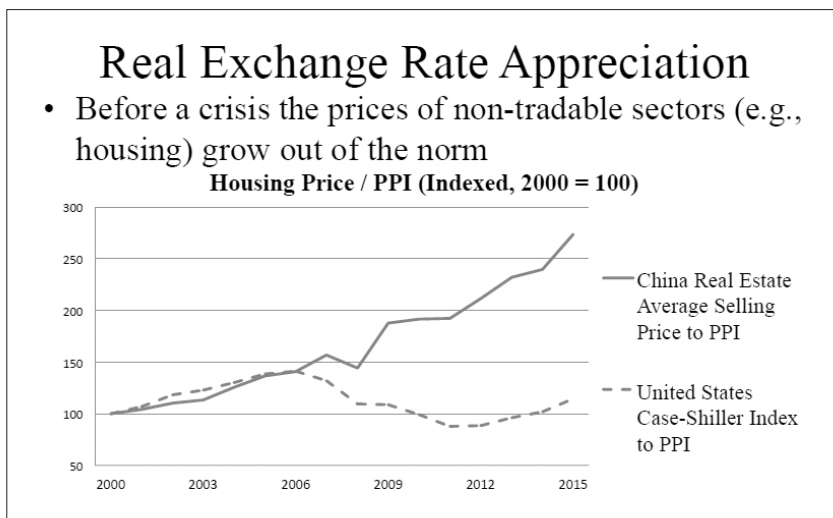


图 6：中国和美国的房价比较

我们对于危机到底要怎么去对待呢？我们忧虑到何种程度才合适呢？我们知道危机的结束是非常快速的，基本上它不会持续很长时间，这是危机的一个通常的表现，通常是两个周期之后就会回到常态了。所以，我们不应该太过于恐惧危机这件事情。

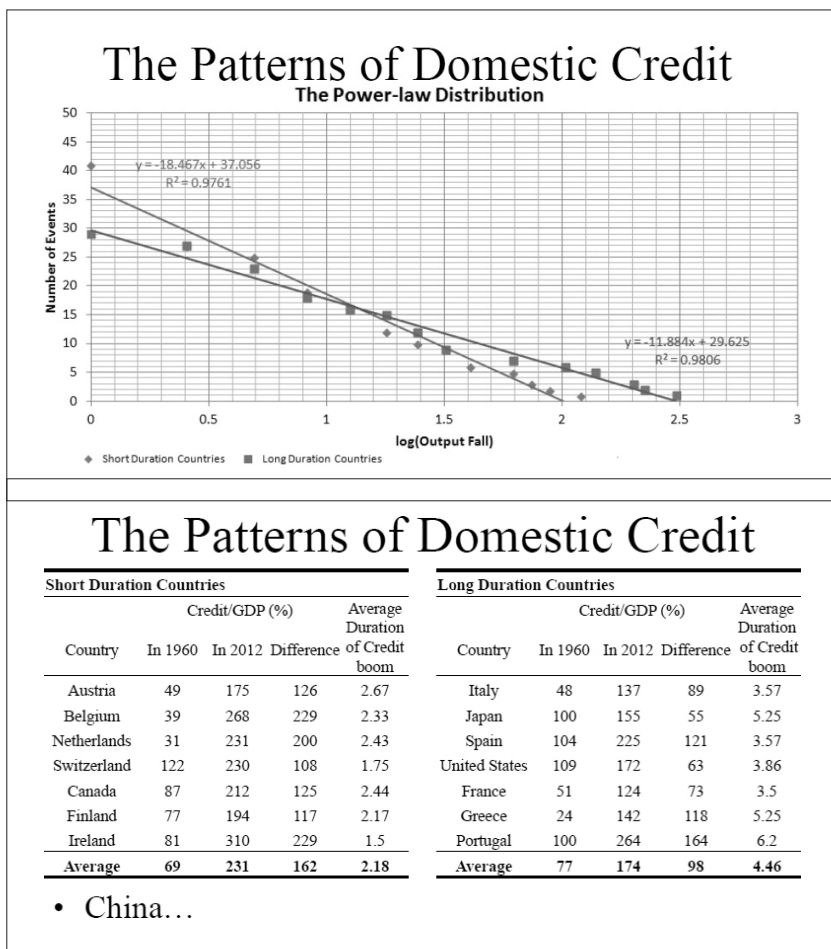


图 7：国内信贷模式

我目前正在写一篇文章，我希望很快就能发表这篇文章，我和另外一位教授一起撰写这篇文章。在加州最近 50 年中，加州可以说尽量扑灭每一个“森林大火”。它们对于所有可能会着火的情形，都希望能够消除，这样的一种情形

可能会导致反向的结果。当你过于努力，采取太多的措施避免某件事情发生，反而可能把这件事情的规模推向更大。我的一位同事曾经说过，我们在这个阶段看到的流动性的扩张，可以说是历史上最长的一个时期。在图 7 中，横轴是萧条的规模，纵轴是流动性，如果我们避免流动性减少，希望减缓繁荣期的结束，反而会把这条线拉得更加长，也就是导致最后萧条的规模更大。在我所搜集的数据当中，如果看一下过去 200 年历史的话，你就会发现出现了这样的分布。这个纵轴的危机发生得越频繁，其实它的规模会越小。蓝线所代表的其实是短期的货币扩张，而红线所代表的是长期的货币扩张性政策。如果说你看一下这两条线的话，你就看到非常完美的回归线，红线所代表的就是希望尽量延长繁荣期的那些国家，它们希望通过扩张性的政策尽可能延长繁荣期。蓝线的国家所代表的，就是它们愿意进入到一个较短期的危机当中。所以，如果你采取过于激进的措施来避免繁荣的终止，可能会把这个麻烦留给你的后继者。

政策决策者如果愿意在某一个恰当的时刻结束这个繁荣期的话，对危机的避免反而会有更大的帮助。我们没有办法完全避免危机，想像在火灾过程中一样，我们用力过猛，反而会导致情况变得更糟。

**Domenico Lombardi:** 非常感谢！接下来请到第 5 位演讲者，土耳其央行副行长 Turalay Kenc。

## **Turalay Kenc: 国际货币系统的挑战和问题**

**Turalay Kenc**（土耳其央行副行长）：我就坐在我的位子上面发言，因为我没有准备任何的 PPT。我将对国际货币



系统进行分析，特别是自国际金融危机以来的整个货币系统的发展，还有目前所面临的挑战和问题，以及新兴市场的经济弹性。

我想要谈的第一点是关于不断增加的金融互联性。我们在过去 20 多年来所观察到的，是全球贸易总额出现了急剧的增长，而且在生产供应链一体化和整合方面也出现了更加深入的发展。因此，各个国家货币和金融政策也有了更多的相关性，之前的演讲者已经提到了这一点。除了内在的相关性之外，全球的经济和金融市场也面临着非常规货币政策的挑战，特别是多样化的货币政策的挑战，以及商品价格的不稳定性，还有中国经济增速的放缓，都给整个市场带来了非常大的影响。最近的金融部门变革也具有很大的影响。

最近美联储的行动对整个全球经济产生了抑制的作用，这样的做法也进一步使得债券市场出现不稳定的情况。全球市场的不稳定性，是因为现在的利率非常低，这样的低利率进一步加剧了外部不稳定性。任何的利差都有可能产生更加负面的影响。在那些大的经济体中，这样一个影响会进一步加剧和放大。美联储利率正常化的做法对于全球经济以及金融市场会产生非常大的影响。越来越多新兴市场的资金外逃，会进一步加剧利率的波动性，同时也会使得利差进一步扩大。

美联储利率正常化，第一可能会出现欧洲的主权债务危机。第二，某些新兴经济已经出现了被影响的迹象，对它们的影响会比其他市场经济体更加明显。一些新兴经济体还受到额外波动的影响，包括大宗商品价格大幅下降造成的叠加影响。

目前正是由于新兴国家采取的一些措施，它们能更好地

应对全球经济危机，它们的经济比过去更加强健。所以我们现在关注新兴国家的强健性。之前那些危机让这些新兴国家学到了很多，所以多年来新兴国家已经有了更好的准备，来应对外部金融的不确定性，能够在短期内更好地应对不确定性。它们进行了非常大范围的结构改革，进一步增强公共财政的稳健性，进一步加强自己的财政纪律，进一步增强中央银行的独立性，这使得它们能更好地在浮动汇率政策下采取更好的保护措施。这些新兴国家采取更加宏观审慎的措施，它们在危机后的改革中，增加了自己的外汇储备，并且加深和扩大当地的金融市场。它们建立了政策框架，增加了队伍的自信。因此，新兴国家已经大幅度提高了自己的能力。这些更加广阔和深化的区域金融市场也能够消化外部的的问题。新兴市场现在非常强劲，它们能够更好地应对外部经济危机，更好地管理这些危机。它们现在有更好的货币体系，更好的货币框架，更加灵活的货币汇率政策。

接下来，请让我来评估一下目前的国际货币体系，尤其是在金融危机之后。让我们来回顾一下它的进展。我的评估主要关注国际货币体系的流动性方面，我认为有两个领域需要进行大幅的提升。

第一，对于在正常时期的过渡流动性。如何遏制正常时期过渡的流动性是个问题。IMF 认为，那些接受国应该进行资本管控，并且使用宏观审慎工具。不同国家会有不同的做法，资金来源国应该要做更多。我觉得应该有一个对称的做法。每一个成员国都应该通过货币体系管控来管理好自己，以使自己的货币体系不产生额外的波动性，这是 IMF 在协议中第一条所做的说明。你应该管理好你自己的货币体系，不要产生对外的负面效应。

第二，要建立安全网，使它能够在金融危机期间起到作用。我认为，流动性应该区分为国际的、区域的和本地的。其实，这是对传统的道德风险的一个认定。国际经济安全网是由国际金融组织所提供的，它能够解决或减缓这一问题。IMF 的改革目标就是要给新兴国家更多的声音来管理 IMF 的政策和程序。

同时，我们也需要进一步增加国际货币体系的安全网。我们应该更多地关注对称性，这个对称性在金融危机期间显得尤其重要。那些提供额外流动性的国家，通过它们的货币兑换协议，把这些流动性在金融危机期间输入给很多其他国家。

我再跟大家分享一下 IMF 的两个功能。第一个是信心功能。所有的利益相关方对于国际货币体系应该有足够的信心。信心与系统稳定性紧密相关，我们应该要有一个对称性的和公平的国际货币体系。在目前的系统中，那些发达国家在国际货币体系中起到举足轻重的作用。我们想要推动更多的国际货币政策协调。而国际组织，尤其 IMF，其目标就是要进行 20 国监控，同时监控全球经济的情况。

中国参与 20 国会议，在积极推动政策协调方面起到积极的作用。自金融危机以来，国际货币体系进行的改革进一步增强了互联性，尤其是投资和贸易的互联性。但是，我们还有很多的问题，这些问题已经变得越来越大，越来越严重。所以我们必须要讨论更多的问题。我的演讲就到这里。

## 讨论

**Domenico Lombardi:** 接下来进行讨论。在这个阶段，

---

我们几位评论嘉宾，请你们的评论不要超过 5 分钟。这样在你们评论之后，我们也有机会让各位参会代表发言。下面我们请出上海交通大学上海高级金融学院张春进行评论。

**张春**（上海交通大学上海高级金融学院执行院长）：刚才好几位演讲嘉宾都提出了很好的关于溢出的解决方案，我不能够一一做出回应，因为时间有限。我只想提出两个观点。

第一个观点，我们知道现在与以前不同，不仅是因为溢出，同时还有溢出回流。溢出现象已经存在很长时间，发达国家并没有非常关注这个问题，尤其是美国没有关注这个问题。我记得有一句名言是“美元是我们的，而问题是你们的”。所以，即使在 20 国集团，我们要讨论这些溢出效应，都是非常麻烦的。尤其是那些央行行长。但是现在与过往不同，自从去年下半年开始，美联储预计要提高利率，然后会产生对于新兴市场的溢出，尤其是对中国的溢出效应。因为中国的增速在放缓，你可以说中国的金融系统并没有这么发达，所以这会给中国带来一定的问题。美国增息的负面效应进一步影响了中国，中国增速放缓也在进一步放大影响。我们知道，1 月份前两个星期，金融市场表现是最糟糕的，包括美国的金融市场。这样一个溢出回流，我们并不知道美联储是否会放缓它的增息步伐。许多人认为，这一定会出现。我认为，现在情况会有所不同，因为这样的影响会回流到美国。那些发达国家，尤其是美国，应该更多地关注溢出效应了。我觉得它们可以在 20 国集团中做一些事情。20 国集团到底是不是一个进行货币调整的平台，我们还要去进一步讨论。这是我的第一个观点。

第二个观点，我们刚才说到现在与以往不同，溢出还产

生了溢出回流，所有的市场都会对此引起关注。这样一个溢出回流一定会促使美联储采取一些措施，包括放缓增息的步伐，或者是推延增息的时间。我要提出第二个观点就是，我们到底对溢出能够采取什么样的应对措施？今天下午我们会有更多的关于这个问题的讨论。所以我想讲几个简短的观点。

大家提出很多不同的解决方法，非常有名的“三难困境”，第一就是进行资本控制。之所以这次出现了溢出回流，是因为全球的经济和金融的进一步一体化。昨天易纲说：“资本控制不再行得通，包括中国的资本控制再也行不通”。那也就是说，很多国家不想要资本控制，这是为了实体经济。其实资本流动从一定程度来说是件好事。所以我们不应该不考虑资本控制会产生的负面影响，所以我们才采用税收或特别储备的方法来更好地应对。我认为资本管控并不是解决问题的根本方法。

另外一个方法，就是所谓的外汇浮动汇率政策。很多人说没有三难，只有两难。其实汇率机制也许不会运行得很好，尤其是对于新兴国家来说，这是因为有可能存在多种不同的汇率政策和汇率机制。贬值的预期，有的时候可能会自我实现，特别是在新兴市场当中。我们必须进一步研究，这个汇率政策对于中国是否有效。我觉得，中国应该让汇率更加灵活浮动。但是对于其他新兴市场，这样的浮动汇率制可能不会有效，巴西、俄罗斯在最近几年的情况也说明了这一点。这个贬值的压力事实上导致了利率极大的上升，而这样加息又对实际经济造成很大的负面影响，造成经济增速巨大的放缓，这就是由于最初的贬值调控造成的。

最后我想说的是货币的独立。大多数人认为，这是不可

能实现的。我认为，目前的世界，各国其实都是互相联系的，其实是没有独立性可言的。但是我并不是说完全没有独立性，我想说的是我们需要在货币政策方面有更多的协调，这可能是我们最重要的方法。不管是 G20，还是国际货币基金组织，或者是说使用特别提款权，这也是我在之前会议中一直提倡的一个建议。所以，我觉得我们要考虑这些问题，在货币政策方面的一些协调，特别是主要的经济体之间货币政策的协调。非常感谢！

**Domenico Lombardi:** 非常感谢张春先生。第二位讨论者也是来自上海交通大学的何知仁先生。

**何知仁（上海交通大学）:** 非常感谢！我简单跟各位分享一下对之前演讲者发言的理解，有一些演讲者提到全球的流动性，如果我们把这个概念以量化的方式来理解的话，可能会涉及到两个方面。第一，全球流动性的总量。第二，全球流动性在不同地区的分布。

因此，如果我们看一下第一个方面的话，在金融危机之后，全球的资本流动性也经历了一些收缩性的效应。另外一方面，我们也看到跨境资本进入到新兴市场中，也出现巨大的增长。这两也造成了一些问题。收缩效应影响到全球的流动性，它可能使这种跨境的资本流动更加谨慎，或者说更加敏感，因为一些公司或者人员不愿意从金融市场借钱。同时，可能会造成流动性的外溢效应，这是两个不同的问题。

如果讲到美联储的货币政策的话，我们讲的是全球流动性的总量。这是第二个方面，也就是区域分布，区域的分布其实是更加重要的。我觉得为了解决一个区域的分布问题，我们需要货币政策的协调，还有建立货币互换协议来解决这个问题。在危机之后，这一点尤其重要。

由于不确定性，利率和杠杆之间的关系可能非常不同，这一个不同的变量让我们知道，我们在金融周期的哪一个位置上。现在投资的不确定性是相当高的。不论是在新兴市场，还是在发达国家。比如说在中国，商业银行对于风险的认知也在不断上升。在发达国家，投资人发现很难找到合理的投资方向，而且美联储又开始加息。自从 2014 年以来，美联储的未来指向其实是相对比较模糊的。我觉得政府应当为公众提供更多经济方面的信息。低利率当然是有帮助的，但是不足够。中央银行的沟通和信息发布还不足够。我相信政府应当提供更加详细的，更大的计划来实施财政政策，甚至是一个结构的改革，并且让公众理解这些政策以及这些政策的可信度。谢谢！

**Domenico Lombardi:** 非常感谢！我相信我们的时间稍微有点晚了，现在就开始进行讨论和提问。有问题的嘉宾可以把你们的名牌竖起来。

**Jonathan D. Ostry:** 这真是非常棒的部分，整个政策的协调问题也在这一部分得到了充分的讨论，之前有一位先生最初也提到了，而且后续几位演讲者也讨论了这个问题。我与张春教授的观点是非常相同的，我觉得对于政策协调来说，如果要进行协调的话，同时也需要多个国家进行合作，那也就意味着，所有国家都要了解溢出的效应。其实这个协调意味着每一个参与的国家，或者是参与协调的国家，都必须从政策当中获得收益。你刚才讲到“溢回”的效应。自金融危机以来，新兴市场对于美元的货币政策有很多的想法和看法。几个月之前，我们也听到美联储有一些提前的通告。我们也可以问，美国是否能从新兴市场变化中有所收益呢？如果有的话，也许会有贸易的收益，就有可能实现政策的



协调。

第二点，你问到如果一个非常大的国家，它的溢出效应对其他国家产生了影响，可能对于贸易并不会产生很大的增长。如果你要解决这个问题，你可能要通过一些系统的规则来控制大国的对外溢出。但是我想要问的是，有时候这种危机出现的时候，这个国家是否采取了足够的措施，是否有足够的金融控制措施，是否有健康的经常项目？如果说没有话，那么可能就会导致更大的危机。

你刚才的想法就是不要担心风险，意思是说不要担心有一些政策可能会让我们自己陷入到危险当中。我觉得国家监管政策还是非常重要的，可以消除风险的监管政策也是非常重要的。还有资本的来源国和接收国之间的政策调节和政策协调也有帮助，也能够帮助减少危机和风险。

**Yung Chul Park:** 首先，这个危机通常不会持续很长的时间，但是在最近几年中，危机似乎持续很长的时间。欧元区的情况是，经历危机的国家遭受金融危机超过 7 年时间，到目前为止都没有完全脱离的迹象。如果看最近金融危机的例子的话，同时必须要思考，发达国家这些金融危机情况，国家规模不同，可能危机情况也不同。

另外，你所讲的危机多数都是新兴国家的危机。

第三，国际收支平衡的问题。我们在谈到这个问题的时候，必须要思考这个危机的来源。比如说是经常项目，还是资本项目，有一些国家的经常项目赤字可能是非常巨大，也可能它有很巨大的财政赤字。与经常项目相关的危机，出现的可能性相对来说比较低，持续的时间也比较短。很多新兴市场也出现了资本帐户的危机。相对来说，有一些新兴国家的增长率是比较低的，但是它们经常项目的赤字是非常高



的，它们经常会遇到资本流入巨大的增长，有时候这跟它们国内的管理政策没有什么关系。因此，当我们讨论这个问题的时候，我们必须更多思考这个危机的来源和根本原因，以及国际资本的波动性，以及全球金融系统的稳定性，而不是只关注于产生危机的这个国家。

**Beatrice Weder Dimauro:** 有多位演讲者呼吁来源国承担起更大的责任。在金融危机过程中我们通常看到外溢效应变得明显，这个时候当然需要更多的政策协调以及争取来源国家承担责任。但这些来源国有可能会不会改变它的货币政策。

我们看一下过去 10 年的情况，当然有更多国际对话和国际协调，但是却并没有造成在某些领域中更多的协调工作。而区域性的货币安排，也反应了我们可以通过国际金融架构来解决区域的问题。因此，我发现在这两者之间有矛盾。一方面我们应该通过国际金融架构来找到解决方案，但是另外一方面，大家又似乎更加倾向于区域内的多边解决方案，所以我觉得这之间是有矛盾的。

**Domenico Lombardi:** 非常感谢！现在我们请刚才发言的演讲者来回答提出的问题。首先请 Aaron Tornell。

**Aaron Tornell:** 危机出现之后通常至少持续两年，比如说在墨西哥，在泰国，欧元区的情形就更长了。我对于这个部分也写了很多文章。富有的国家经常会长期采取一些对其他国家不利的措施。欧盟希望增加流动性，并且实施结构性改革，但是并没有解决问题。我之前也写过这方面的文章，其实是没有一个解决方案的。欧盟并没有真正让这个危机显现出来，它们长期以来都是要避免这个危机，结果又没有能够解决。

如果它们能够尽早采用有效的解决方案，可能就不会走到现在的田地。当然，你说的没有错，我们应该建立起相应的监管和管制策略来避免金融危机。在金融架构中，我们应该建立起相应的管制和管理，这样说是非常对的。但是在一个国家当中，尽管我们可以采取有效的方式来管理资本，但有时资本的流入，比如说“借贷潮”，可能会突然发生。那就是为什么我们需要一些机制来避免这种突然的“借贷潮”的发生。

比如说，如果美联储决定在接下来三年之内采取负利率，这能不能够解决问题，能不能解决国际收支平衡问题呢？政策制定者可能没有办法进行所需要的改革对资本进行控制，因为它们觉得资本的流动是有帮助的。比如说在墨西哥，还有拉丁美洲，在过去几年中，它们也试图对资本进行一些控制，墨西哥好象比巴西表现得好一点，也许是有一些原因在的。但是我们要小心对于资本的控制。

**Domenico Lombardi:** 现在再回到 Tarisa Watanagase。

**Tarisa Watanagase:** 我觉得我们应该更多关注经济弹性的问题。我们已经应用或者实施货币政策来应对这个经济萧条很多年了，我们也非常认真地对我们所采取的行动进行了回顾。对我来说，使用政策的组合，财政政策，货币政策，还有宏观审慎政策的组合，包括金融系统的改革，以及安全网，这些都是非常重要的政策。现在是非常重要的一个时刻，要来讨论在财政和货币方面的政策。这可能是因为我们所使用的是非常规的货币政策，这个因素一直持续下来，并且阻止了整个经济的恢复，我不知道这个能不能对于 Park 教授之前所讲的有一个回应。

刚才也讲到过，如果单个国家进行的话，不能够解决问

题，基本上你只是把自己的问题转移给其他国家，我觉得我们在这个方面要有所思考。当然在这方面可能会面临很多的反对。如果资本流动产生很多问题，包括给国际货币系统带来很多问题，难道我们不应该采取一些做法吗？这些做法应该是符合各经济体的需要的。

**Domenico Lombardi:** 非常感谢！

**Julio Velarde:** 我们知道，美联储的政策是出于自己的目的，其他国家，包括德国也受到了影响，今后很多美洲国家也会受到影响。很多人有这样一个预期，在拉美 4 年已经过去了，它的货币不断贬值，人们都在进行赌博，看它们的货币是否会贬值。我看到当地出现挤兑潮，人们一直去 ATM 挤兑，当地已经采取一些稳定价格的措施。自 2012 年以来，通货膨胀使得价格上涨 40%，包括墨西哥也是如此。通货膨胀的确是一个很严重的问题。

**Robert McCauley:** 刚才张春教授谈到了回流。我现在想提出一个问题，欧洲中央银行是不是应该考虑一下它对于全球的影响？我们知道现在美联储给予那些私人投资者很大的支持。那些储备金的管理者，当它们不断下降外汇储备的时候，当它们卖出那么多政府债券的时候，应该考虑到这些行动对于国际债券市场的反应，也就是溢出回流的效应。

**Domenico Lombardi:** 谢谢，我们这个环节到此结束。

## 第二部分：全球金融一体化新的篇章以及对资本流动的含义

**Guillaume Chabert**（主持人，法国财政部多边事务部助理秘书）：我们可以开始了，现在我们进入到第二部分。第二部分我们讨论的是，全球金融一体化以及对资本流动的含义。在前面一节的讨论中，我们已经积累了一些问题。我们将谈论了流动潮流何时终结，扩张性货币政策的影响，以及这种政策的优劣。接下来我们先请出 Jonathan D. Ostry，他的主题是“资本流入浪潮何时终结？”你有 10 分钟的演讲时间，请遵守时间，谢谢！

### Jonathan D. Ostry：资本流入浪潮何时终结？

**Jonathan D. Ostry**（IMF 研究部副主任）：谢谢 Guillaume Chabert，同时也感谢主办方邀请我来参加会议，本来我有 15 分钟，现在主持人告诉我只有 10 分钟，好吧，我会尽量遵守时间。

关于管理资金流入（inflow surges），我在 2008 年就开始研究这个课题。如果你研究课题足够久的话，会发现进入一个循环圈。在 2009 年早期我们写了一篇文章，这个论文是给新兴国家市场的建议，主题是“如何应对当前的冲击”。那时候，好几年我们都面临流入的问题，好几年做研究都是关于如何管理流入，当时我们都忘记了流出这个议题了。

现在，我们所面临的情况，其实是我们在 2010 年时的类似情况。我们考虑问题的策略，如果你能够往后退一步，

如果你意识到所谓的流入已经存在很长时间了，那么你就会发现这个问题不会随着时间的推移而消失。其实这些流入还有它们的崩溃，频率在不断上升，在发展中国家尤其如此，如果你把 1980 年代和 2010 年做一个对比，就发现这样的流入和崩溃的频率是更高了。

在座的各位都意识到这些流入，还有这些崩溃。我们先来谈流入。它们其实是由拉动和推动效应共同作用的，这些流入有一定的相关性。这是一系列推动和拉动效应的综合体现。

美国的货币政策，还有波动性，包括 SP500 的波动性、全球商品价格的波动，其实是决定流入在什么时候出现的因素。当我们讨论这些流入什么时候出现，以及这些流入在某些国家到底会有多大的影响，多大的范围和程度，这时我们就考虑拉动因素，在这个时候拉动因素更加重要。

我们应该意识到一点，那就是推动因素主要是外生的，主要是来自于外部国家。我们应该考虑到这些推动因素产生的各种影响。如果我们要给国家提供建议的话，这就是我们要提供的一些建议。让我来谈一谈，这些流入到底做了一些什么事。

我觉得我们有必要对两种担忧做一个区分，一个是宏观经济的担忧，这是关于输出的增长，以及 GDP 的差别。这会决定它们金融的脆弱性，金融的脆弱性体现在信贷增长、存款比等方面，同时还有跟外汇相关的金融产品。我们要从经济学和统计学的角度，进行对于流入的思考。其实这些所谓流入的情况是非常不同的，尤其体现在其所产生宏观经济风险方面。我们需要记住的一个重要观点就是，这些流入的特点，包括它们的类别是非常重要的。流入如果是

由资产投资组合引起的，那么它与直接由海外投资引起的，是非常不一样的。今天早上，我们谈到了一些国家的案例，表明资本控制是有效或者无效的。中国主要的资本流入就是 FDI，这是和墨西哥、巴西不一样的。中国是非常好的案例，它的流入主要是由 FDI 带动的。再来看一下投资组合，它们是不一样的，它们的投资组合是债券和股本。其实我们会更多地考虑，这个时候国际社会到底喜欢哪一种流入。更广义来讲，根据这样一些不同的流入会划分安全等级。

说到盯住级别，这时我们要考虑到周期的因素和反周期的政策。这个时候需要对特别的流入进行特别的考虑，就像中国所面临的特别流入一样。一个成熟的流入能够创造好的结果。我们都已经意识到，有一些流入后来会出现软着陆，而有一些流入最后会以危机而终结。

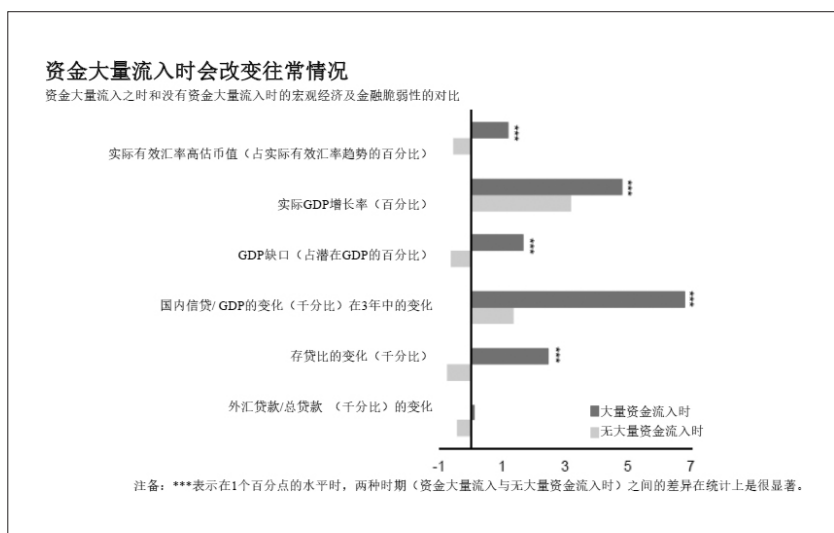


图 1：资金大量流入时会改变往常情况

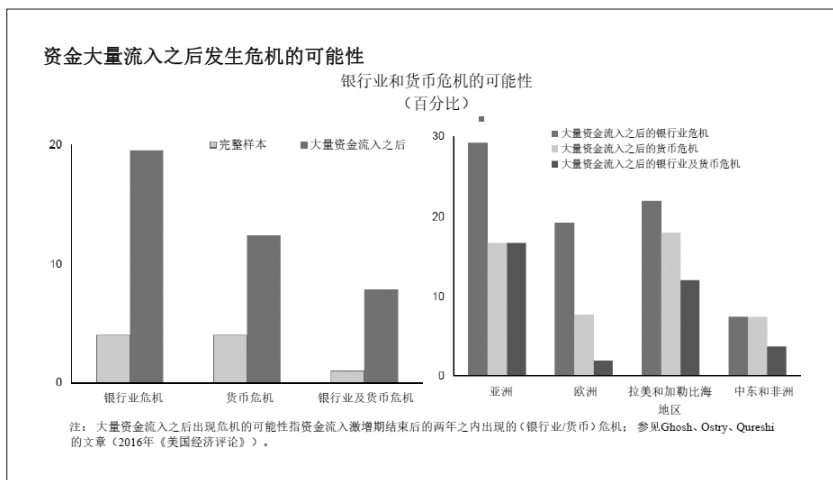


图 2：资金大量流入之后发生危机的可能性

现在人们谈论新兴市场更大的强韧性、更大的缓冲，这些国家容易有更大的缓冲。虽然说是流入，但是它们的危机少了。另外的观点是，可能这只是危机的早期阶段，也许更多的危机会在未来出现，风险在不断抬高。考虑到各种货币政策的紧缩，以及金融的波动性，还有大宗商品的价格周期，我们现在要强调的一点是，决定未来走向的关键就是这些流入如何得到管理。

其实这里有两个非常重要的指示器，第一个就是流入是否带来信贷的泡沫，第二就是汇率政策如何管理。这两个重要的指示器表明这些国家到底能不能应对可能存在的危机。我们知道结构、变量是非常重要的，包括这些不同流入的类别需要进行区分。

接下来我来谈我的最后一个观点，就是流入带来的崩溃。

刚才说到有大量流入时，其实你并不一定面临崩溃。流入如果大幅增加的话，你面临银行或货币崩溃的可能性会增加，它其实是有一个相关性的。底能不能找到一些指标，来告诉我们是否更有可能面临是软着陆，而不是崩溃。我的观点大家都非常熟悉，其实就是你如何管理这些流入，也就是说，如何让这些不断出现的金融脆弱性得以控制，包括无法控制的信贷扩张、经济过热，还有货币过度高估，以及你是否足够大的外汇缓冲。外汇缓冲是在经济好的时期形成的。你的措施包括如何控制 FDI 的百分率，以及对资产组合的管理，还有银行业的流入与股本的比例，这些都是非常重要的因素，它能够保证你到底是不是会获得软着陆，还是最终会面临崩溃。我的时间有限，所以我想给大家几个关于政策方面的信息。

首先，你们如何来管理流入？管理如何进行是非常重要的，取决于你的政策选择，包括要更好地使用外汇管理控制手段，使用抗周期的宏观政策，以及资本控制手段。这些方法可能会决定最后你到底面临崩溃还是会软着陆。如果有一些国家，它有某种类型的流入，它可能不仅要使用周期的政策，还可能要使用结构化的政策。

我要说的另外一点，今天早上我们也谈到，实全球的调整是非常重要的，协调是非常重要的。所以，我们需要进一步探索，包括来源国和接受国之间更多的协调政策。其实我们可以通过更好的协调，让大家都受益，我们可以考虑法则的制定，通过法则的制定来减少某些风险，包括债务风险的转移。

关于资本控制以及开放度，这是一个渐进的过程。IMF 在 1990 年代的时候，鼓励开放资本账户，但是现在 IMF 有



一些改变，IMF 认为完全的资本账户开放不一定带来非常好的结果。所以我们应该意识到，其实在道德上，并非资本账户开放就是好的。实际上，现在我们应该采取宏观审慎的态度。我觉得用任何一种工具可能都有一定的代价，所以你要采取平衡，要多种工具同时使用，这样才可以满足安全的资金流动，并且减少危机出现的可能性。这就是我的演讲，谢谢大家！

**Guillaume Chabert:** 非常感谢。下面的演讲者是中国人民银行研究局首席经济学家马骏，主题是“资本流动管理的思考框架”。

## 马骏：资本流动管理的思考框架

**马骏**（中国人民银行研究局首席经济学家）：之前有同事想来参加，但是最终无法参与，这一次就由我来参加这一次的会议。我跟 Jonathan D. Ostry 讲的主题是非常相似的，但是我的准备没有他充分。其实我想要讲的就是，首先，很多的工具，还有在文献中所讲的很多不同政策，可能都会对跨境资金产生影响。应该说有时是有效的，有时是无效的，取决于不同的条件。这就意味着对资本流入的管理，可以说是一种艺术，而不是一种技术。很多人认为，这样的管理措施是非常重要的。

第二，就是汇率的这种灵活性，还有资本控制，以及金融安全网。就宏观的基本要素来说，经常项目及其平衡，以及通货膨胀指数，对于资本流入的控制都是非常重要的。事实上，我们在研究中也收集了超过 100 个国家的数据，就算某一个因素的情况变得非常糟糕，但如果其他因素还可以

弥补糟糕的因素的话，那么这一个国家还是不会陷入危机。在很多的情况下，特别是对于较小的国家，即使你基本的措施或基本的指数都非常稳健，但也有可能因为整个市场的波动而陷入到危机和波动性中。刚才有一位先生也提到汇率机制应该有更大的流动性，有更大的灵活性。这样的政策实施是有条件的，跟宏观经济是有关系的。之前我跟新西兰和澳大利亚的同事讨论，他们说，如果汇率的波动性是 10%—15%，这是没有关系的，这是因为每一个国家、每一个公司都以汇率作套期保值。如果没有这样的一个基础，或者说这样的套期保值成本过高的话，那么都可能会产生影响。

第三，就是国内政策的灵活性。对于这一类的政策，似乎有很多的支持者。当货币贬值的时候资本流出，就利率的角度来讲，可以把资本流出控制下来。有一些国家可以实施这样的政策，但是有一些国家或许不能够实行这样的政策，因为其经济已经非常差，如果继续加息，可能对经济最根本的要素造成影响，如果经济进一步衰弱，那么可能对整个金融市场造成更大影响。因此，这种政策并不能够说是百试百爽，必须根据每一个国家的状况来进行，也取决于一个国家的财政政策到底允许多少。

如果说你希望能够支持这个货币，同时实施财政的灵活性来平衡紧缩的货币控制所造成的影响，这样结合的做法，相对来说是比较有帮助的政策组合。减少储备的要求，或者减少准备金的要求，这些确实能够控制资金的流动。

有些政策就短期而言是有效的。还有一些政策可能对于流动资金的类型有影响。但是就控制总体流动和长期流动而言，这种政策并不是非常的有效。而另外一个宏观审慎的政策，就是控制银行风险的暴露，也就是说采取收支表平衡的

政策。如果银行有外债的话，就必须有套期保值这类政策。

接下来的政策，就是财政控制和资本控制。相对来说是有很多资本的管制，有很多成功的案例，但是如果做的不好，就有可能会导致资本的流出。这样的影响将会是非常的巨大的，市场可能会受到巨大影响。

接下来的一个政策就是安全网，我们也看到国际合作已经有了巨大的发展，来提供全球流动性需求的支持。我相信，一两个系统是不足够的，我们必须建立起全球性组织，就好像是国际货币基金组织一样。我们需要一个更加灵活的机制，来为各个国家提供流动性支持。有一些地区的协议和地区的机制已经在发展之中，比如说亚洲地区的《清迈倡议》，最近也已经决定要把这样一个措施继续多边化，另外最近在上海也建立了新的互换机制和安全网机制。

在安全网之下还有其他要素，比如说货币互换协议，一个国家可能与其他国家建立货币互换协议，来减少它的流动性风险。当然，如果是一对一建立货币互换协议，可能相对来说风险较高。建立一个多边的货币互换协议，可能就会大大减少风险。

其实我对这个问题，没有绝对的结论。我只想重复，很多政策都可以帮助减少跨境流动，或持续推动跨境资金的流动。但是，我们必须对这些政策进行非常仔细的检视，来了解它们到底在什么情况下会发挥什么样的作用。谢谢。

**Guillaume Chabert:** 非常感谢马先生，我相信在你的分享之后，应该会有几个问题提出的。但是在问题提出之前，我们先请下一位来宾瑞银集团主权机构战略主管 Massimiliano Castelli，主题是“主权财富基金的下降：市场及政策影响”。

## Massimiliano Castelli: 主权财富基金的下降：市场及政策影响

**Massimiliano Castelli**（瑞银集团主权机构战略主管）非常感谢，我很高兴再一次来到上海与大家分享有关“主权财富”的主题。媒体对于中央银行、汇率和主权财富的理解存在问题，所以在这里，我将对这些进行解释说明，我也会进一步说明主权财富和中央银行储备的区别。

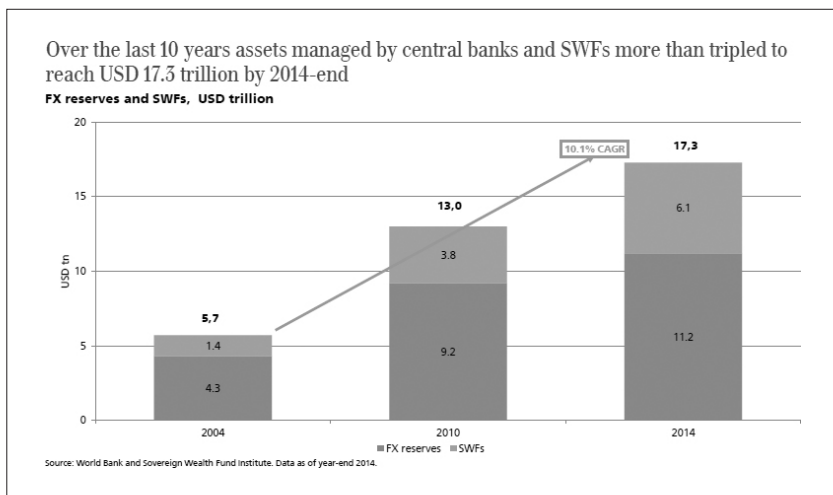


图 1：过去 10 年的惊人发展

首先，跟大家分享一下我们对于未来的主权财富发展趋势的预测。图 1 表明，石油价格的下降对主权财富的波动有很大影响，在过去辉煌的十年中，主权财富经历巨大的增长，甚至总计达到 17.3 万亿美元。在主权财富增长的国家中，中国是其中的领袖，中国经常项目总额在 2014 年基

本上是全球第二。导致这种趋势的因素是什么呢？答案是非常明显的，除了商品价格和油价的上行，还有新兴市场的影响，最终还有西方国家的货币政策。

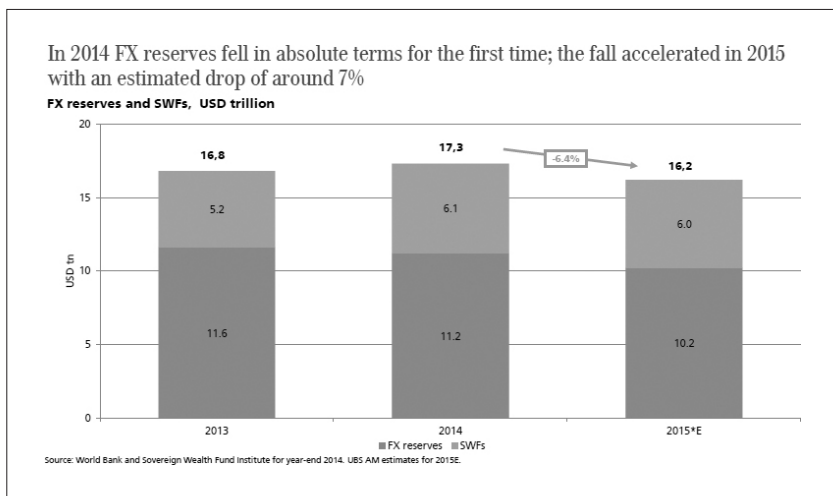


图 2：主权财富的增长趋势在 2015 年反转

我们看一下现在的情形。外汇储备在 2014 年就出现下降的趋势，在 2014 年还可能出现美元加息的情况，为此大家也进行很多争论，整个市场处于压力之下。我们预测在 2015 年，外汇储备将会进一步加速下降。根据所有收益和所有股票以及相关元素分析，我们预测外汇储备会下降 6.4%，下降的因素主要集中在哪个部门呢？我认为应该是商品和非商品的出口。目前受美元的影响，36% 都是美元的资产，美元的升值也对美元资产的占比产生重要影响。新兴市场的增长也出现放缓的现象。巴西曾经采用很多措施鼓励资金的流入。

由于主要驱动因素的下降，新兴市场、油价以及外汇储备等方面都受到相应的影响。第一个主要的驱动因素是石油。在 2015 年，油价突然下降到相当低的水平，并且在未来的任意时刻都会发生改变。第二个主要的驱动因素，是中国和新兴市场。中国是非常巨大的一个国家，中国的经济增长、外汇储备以及整个经济状况的变化都会对全球产生巨大影响。在 2015 年到 2016 年的时候，中国的外汇储备下降到 3.23 万亿。全球新兴市场与发达市场之间的差距在不断缩小。这些就是整个外汇储备下降的主要原因。

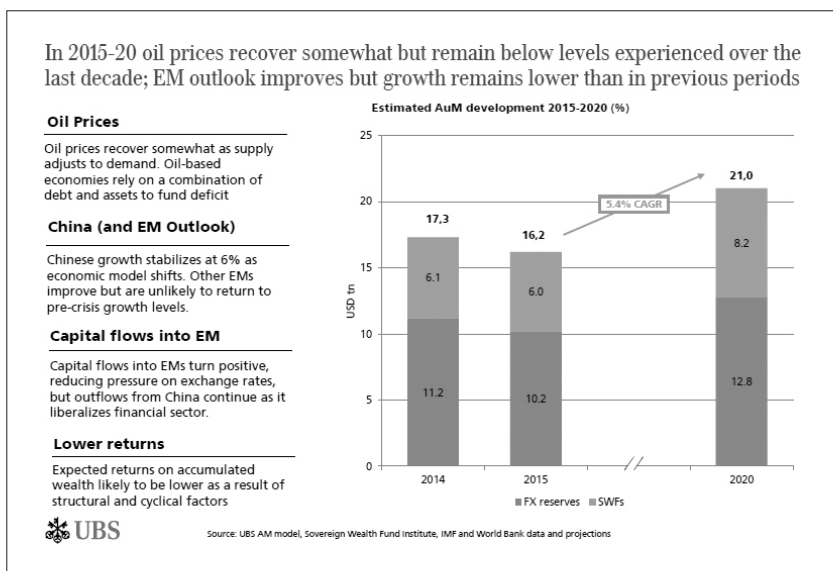


图 3：2015-2020 年：动荡，低增长

我们预测，主权财富从 2015 年到 2020 年会增长 5.4% 左右。这涉及到两个方面，一是累计资产将会产生收益，油

价将会有所恢复，但是累计资产增长率最多也就是 5.4%，中国的增长将会稳定在 6%。另一个是在未来的几年里，资金流入将会继续进入到新兴市场，这样在汇率方面可能减少压力。但是，由于这些主权机构基本上依赖的是历史收益，所以未来的收益率会降低，收益将会越来越少。接下来，我想讲一下这些市场与政策的意义。我们知道外汇储备与主权财富基金的资产可以作为宏观稳定工具。这些对于全球经济的影响，主要是取决于采取的到底是哪些一揽子政策。在这里我想用沙特阿拉伯国在 2015 年的政策组合来作为一个例子（图 4）。在其组合中，大约有三分之二都是外汇储备，三分之一是债券发行，剩下一部分是财政的整顿，或减缩之处。通过这些不同措施的组合，也就是包括财政政策、债券发行以及利用外汇储备和汇率工具来稳定经济。

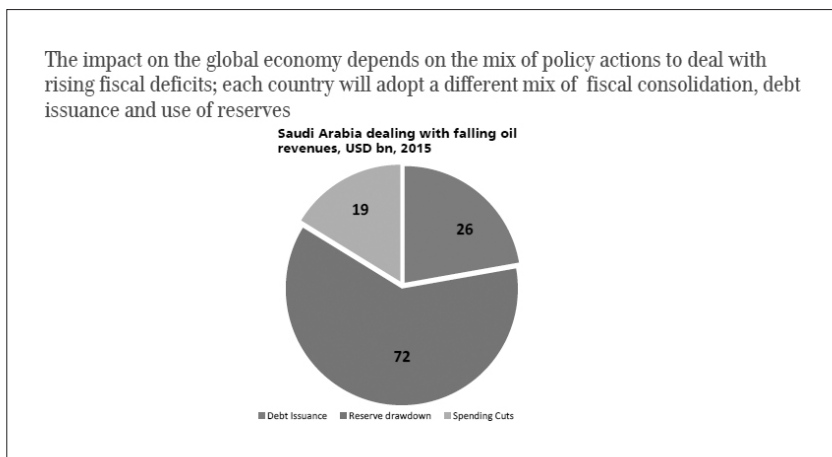


图 4：沙特阿拉伯作为宏观稳定工具的储备和主权财富基金

2015 年，在央行和主权财富基金方面确实有一些股权

出售，但在全球股票市场交易总额的背景下来看，出售的金额其实是非常有限的。因此，我相信有其他的驱动因素导致股票市场中抛售情况的发生，而不只是主权财富和主权机构的资产清理。

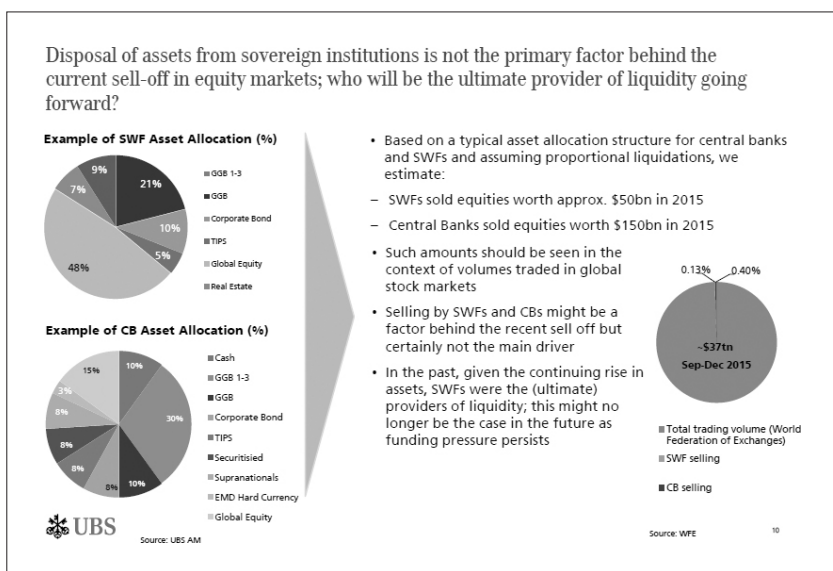


图 5：主权机构是否要为当前的抛售负责？

更加重要的一个问题是，有一些国家的主权财富基金过去的几年中有超过 10% 的增长，但突然出现了停滞现并且未来可能会进一步下降。我们怎么来面对和解决这一个问题？现在外汇储备的水平是恰当的吗？从图 6 的左边，我们可以看到，出口商品的国家在繁荣期间不断积累储备。这个问题也是我多年所关注的，它是关于储蓄的胃口。我们可以看到，全球货币体系是在储蓄的基础上建立的。新兴市场



有非常大的资金储备，这并不能说明人们储蓄嗜好的终结。但外汇储备的减少应该引起我们的关注，人们会不会停止储蓄？也就是说西方的储蓄和新兴市场的储蓄会不会减少？同时会不会使得投资不能够持之以恒？

As a result of lower oil prices and reorientation of growth in EMs towards domestic consumption the global supply of capital likely to fall in the future. Will interest rates rise?

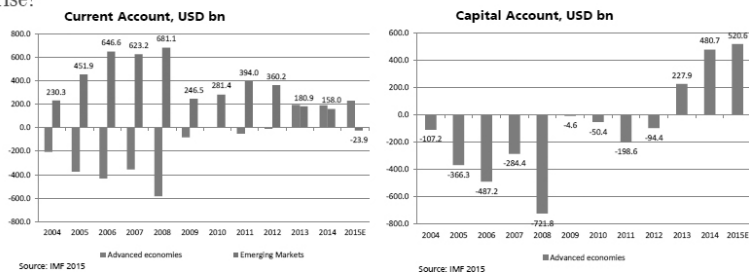


图 6：石油美元和资本市场：储蓄嗜好的终结？

Sovereign institutions might shift allocation from illiquid to liquid asset classes, thus reducing the demand for real assets and alternative asset classes

Replicated Sovereign portfolios tracking model output

|  | 2015 January | 2015 February | 2015 March | 2015 April | 2015 May | 2015 June | 2015 July | 2015 August | 2015 September | 2015 October | 2015 November | 2015 December | 2016 January | Performance 2015 | Performance 2014 | Performance 2013 | Performance 2012 | Performance 2011 | Performance 2010 | Performance 2009 | Performance 2008 | Performance 2007 | Performance 2006 |
|--|--------------|---------------|------------|------------|----------|-----------|-----------|-------------|----------------|--------------|---------------|---------------|--------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
|  | 2.18%        | -0.40%        | 0.13%      | -0.29%     | -0.44%   | -1.50%    | 0.51%     | -0.83%      | 0.26%          | 1.03%        | -0.46%        | -0.53%        | 0.14%        | -0.41%           | 6.20%            | -0.24%           | 8.34%            | 5.67%            | 8.22%            | 14.28%           | 4.59%            | 5.94%            | 6.78%            |
|  | -0.04%       | 3.71%         | -0.71%     | 1.12%      | 0.00%    | -2.00%    | 1.50%     | -4.22%      | -1.93%         | -4.94%       | -0.41%        | -1.19%        | -0.56%       | -0.15%           | 6.03%            | 14.56%           | 12.29%           | -0.20%           | 10.47%           | 23.53%           | -25.55%          | 7.78%            | 14.15%           |
|  | 0.51%        | 2.91%         | -0.45%     | 1.01%      | 0.16%    | -2.18%    | 1.53%     | -4.43%      | -1.93%         | -4.89%       | -0.32%        | -1.39%        | -0.50%       | -0.01%           | 6.48%            | 15.00%           | 13.37%           | -2.27%           | 12.11%           | 22.45%           | -30.13%          | 6.18%            | 16.51%           |
|  | 0.23%        | 3.15%         | -0.68%     | 1.55%      | 0.11%    | -2.14%    | 0.93%     | -4.61%      | -2.35%         | -4.97%       | -0.69%        | -1.75%        | -0.61%       | -1.65%           | 5.38%            | 15.10%           | 13.39%           | -4.04%           | 12.99%           | 25.55%           | -33.86%          | 6.94%            | 17.53%           |
|  | 1.02%        | 2.78%         | -0.25%     | 0.77%      | 0.30%    | -2.10%    | 1.74%     | -4.20%      | -1.94%         | -4.25%       | 0.00%         | -1.48%        | -0.20%       | 1.01%            | 6.68%            | 14.07%           | 13.19%           | -1.12%           | 12.83%           | 21.06%           | -26.27%          | 5.23%            | 14.26%           |

Source: UBS AM model based on publicly available information from Annual reports, using broad indices and funds to replicate SWF portfolios.

SWFs Direct Investments, USD bn

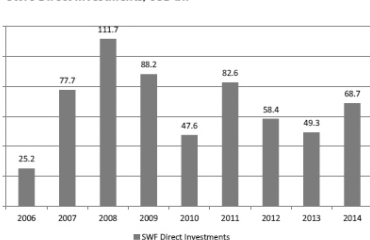


图 7：中长期的影响

我们看一下中长期的影响。中央银行的资产分配变更很快了。过去几年，大多机构持有的债券越来越少，更多的配置转向房产、PE 等。现在它们改变了自己的资产配置，从原来的非流动资产变成流动资产，所以可以看到够买房地产的情况也减少了。总体来说，随着大宗商品价格的持续走低，主权财富基金的流动呈持续减少趋势，这是过去 15 年里没有发生的。这必然会引发很多问题，包括经济的反应，这些机构的发债和各种资产配置也都会受到一系列的影响。对于外汇储备不丰富的国家来说，它们不得不通过财政紧缩的方法来面对这样一个难关。所以，主权财富基金的减少可能会导致人们不愿意储蓄，可能会影响长期的利率，进而影响宏观经济的稳定。

**Guillaume Chabert:** 非常感谢 Massimiliano Castelli 的演讲，给了我们很多的启发。接下来我们请余永定先生谈一谈中国的资本外流。

## 余永定：中国的资本外流

**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）：大家好，我想和大家来谈一谈中国的资本外流。

首先，我们来谈一谈中国的国际收支平衡情况。蓝线是经常账户，红线是资本与金融账户。最近几年，中国资本账户的逆差在大幅增加。2015 年二季度，中国资本账户的逆差已经超过了资本账户的顺差，中国资本外流的情况不断加剧。

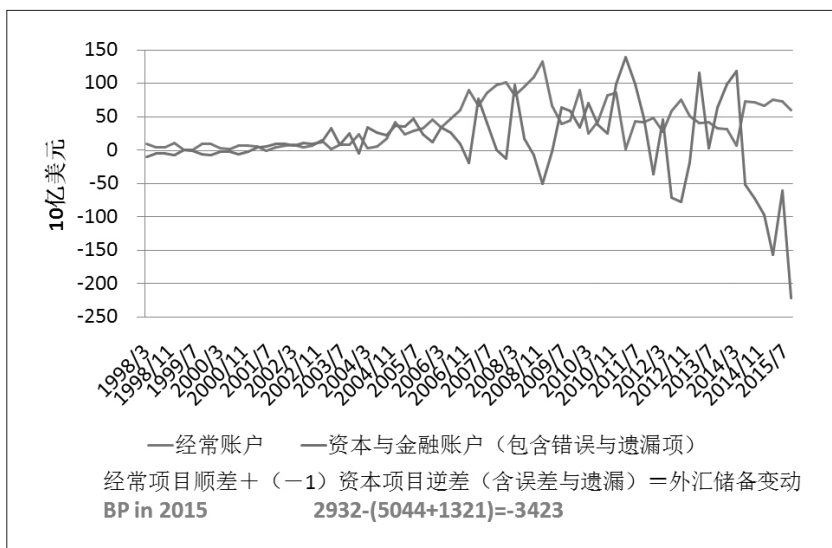


图 1：中国的国际收支平衡情况（10 亿美元）

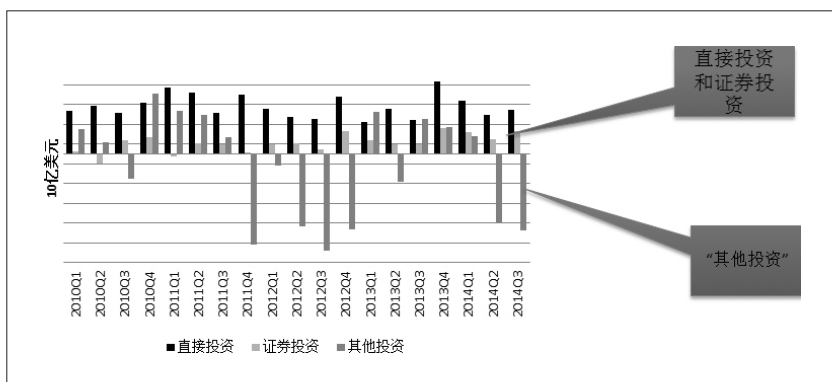


图 2：资本项目逆差的来源：“其他投资”

其次，我们再来谈一谈是什么导致资本项目的级差，以及资本项目的组成部分。资本项目的组成部分包括直接投

资、证券投资和其他投资三个部分。从上图可以看到，证券投资和直接投资依旧是正向的，但其他投资出现了逆差，而且这个逆差越来越大，这就是导致中国资本项目逆差的主要来源。

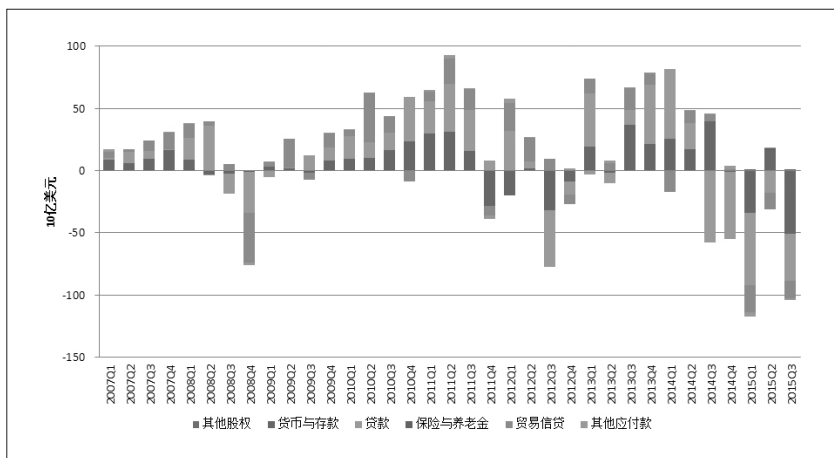


图 3: “其他投资” 的构成

什么叫做其他投资？主要由三个部分组成，第一部分是现金和存款，第二部分是贷款，最后一个部分就是贸易信贷。由图 3，你可以看到从 2014 年开始，这三个组成部分都在逆差范围徘徊。海外存款在大幅增加，一直到去年第三季度，第四季度的情况也是大致如此。所以，其他投资是导致资本账户利差巨大的原因。

首先，我们看一下红色的部分，资产方面的现金及存款在 2015 年第一季度是增加的。这是什么原因呢？一个主要原因是中国的家庭正把人民币存款转换为美元存款，这导致很大程度的资本外流。另一个原因就是延期贷款，由图 4

可知，延期贷款也是增加的，这也导致资本外流。

| 项目                  | 2014Q4 | 2015Q1 |
|---------------------|--------|--------|
| 2.2.1.4 其他投资        | -1,239 | -1,398 |
| 2.2.1.4.1 资产        | -733   | -227   |
| 2.2.1.4.1.1 其他股权    | 0      | 0      |
| 2.2.1.4.1.2 现金及存款 增 | (-)279 | (-)200 |
| 2.2.1.4.1.3 延期贷款 增  | (-)27  | (-)185 |
| 2.2.1.4.1.4 保险和养老金  | 0      | -27    |
| 2.2.1.4.1.5 贸易信贷 增  | (-)445 | 176    |
| 2.2.1.4.1.6 其他应收款   | 18     | 8      |
| 2.2.1.4.2 负债        | -506   | -1,171 |
| 2.2.1.4.2.1 其他股权    | 32     | 0      |
| 2.2.1.4.2.2 现金及存款 减 | (-)10  | (-)342 |
| 2.2.1.4.2.3 借款 减    | (-)537 | (-)580 |
| 2.2.1.4.2.4 保险和养老金  | 0      | 6      |
| 2.2.1.4.2.5 贸易信贷 减  | 9      | (-)221 |
| 2.2.1.4.2.6 其他应付款   | 0      | (-)34  |
| 2.2.1.4.2.7 特别提款权   | 0      | 0      |

图 4：国际收支平衡表中的“其他投资”（亿美元）

接下来，我们看一下负债方面，现金及存款和贸易信贷呈流出状态。因为香港和其他地区的人卖出人民币存款，所以中国人民币的负债是减少的。同时海外人民币也在减少，包括香港的人民币。在以前，香港人和非居民会有很多人民币存款，但是现在情况发生了改变，人民币存款在海外市场减少。人民币升值，人们就会持有更多的人民币；人民币贬值，人们就会抛出人民币。人民币国际化是曲折而漫长的道路。

总而言之，中国将人民币的存款变成美元的存款，这是因为很多人愿意抛出人民币而存入美元。以前，中国公司为国内建设提供信贷而借了很多的美元债务，因为那时美元很

便宜。现在，中国公司快速还清债款，所以在图 4 倒数第 5 栏，我们可以看到 580 亿美元，这是中国公司以前的借款。它们以前做的是利差贸易，现在利差贸易是一个风险，所以他就把这个给赎回了。这就是资本外流，而不是贸易信贷的变化。

资产方面，贸易信贷是正的，也就是说它们减少自己的美元贷款。负债方面显示资本的外流。从负债和资产两方面来说，相抵之后贸易信贷还是减少，说明出现了资本外流。总的来说，其他投资是中国资本账户出现逆差的主要原因。

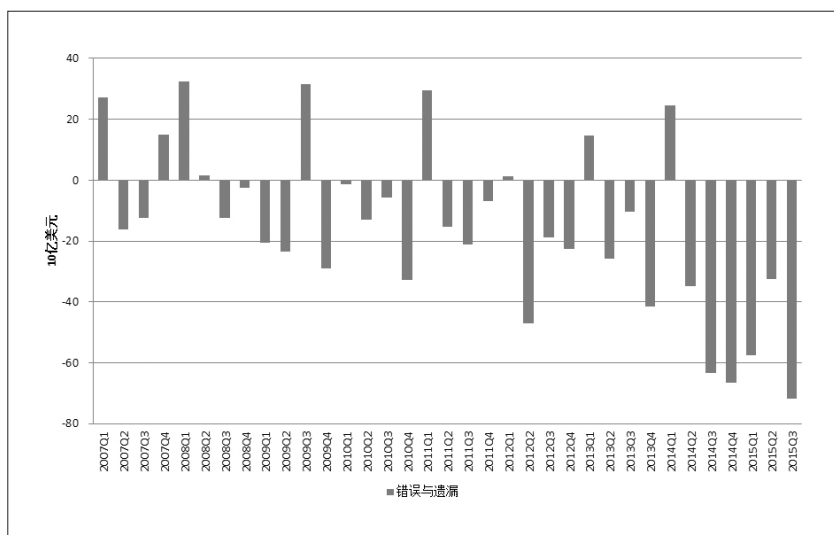


图 5：错误和遗漏

错误和遗漏在中国是非常大的，尤其是在刚过去的几个季度。在每一个季度，错误和遗漏可以高达 500 亿美元，这是非常大的数字。为什么有这么大的错误和遗漏？基本上

来讲有六个原因。

- 套利交易平仓
  - 中国企业提前偿还美元贷款并停止展期（贷款）
  - 非居民减持人民币现金及存款（现金及存款）
- 中国居民资产多元化
  - 中国居民增持美元及存款（现金及存款）
- 做空人民币(?)
- 投资收益汇兑(经常项目)
- FDI 撤回(金融账户)：出于担忧
- 资本外逃(贸易账户, 贸易信贷, 错误和遗漏)

图 6：导致资本外流的原因

第一个原因就是套利交易平仓。在 2014 年之前，人们认为人民币会不断升值并认为升值周期会有 10 年，确切的说是在 2013 年之前，人们认为这是这个世纪里套利交易的安全时期，所以人们愿意持有更多的人民币资产。但现在情况发生了改变，以至于人们开始进行套利交易的平仓，从而导致了资本外流。套利交易平仓主要有两个方面。第一，中国企业提前偿还美元贷款而停止展期。另一方面更加重要，就是非居民减持人民币现金及存款。香港表现得尤其强烈，以前，人民币债券在香港非常流行，人们都想去购买，这使得香港持有人民币存款高达 3 万亿。但现在却没人想买人民币债券，持有的人民币还不到 1 万亿，甚至还在下降。这是套利交易平仓非常重要的一个表现。

另外一方面就是中国居民的资产多元化，这一点非常的重要。随着中国人越来越富裕，中国形成了大量的中产阶级。中国人更想持有以美元计价的资产。如果你去香港和台湾，你会看到中国人的资产中有 10% 到 20% 的是以美元计价。我们不知道韩国、日本的百分比是多少，也许韩国、日本更爱国，不愿意拿那么多美元资产。但是中国人根本不在乎，这一点是非常重要的。假设有两千万的中国中产阶级，他们想要增加自己的美元资产。现在中国资本项目有控制，每年只能换 5 万美元，如果全换就能达到 1 万亿美元，那么这 1 万亿美元就会离开中国。这么大的流出量就会把任何防范机制都破坏掉。去年，我强调过必须放缓资本项目开放的步伐，但不是说中国要封闭资本项目。只有当条件成熟的时候，你才能逐步放开资本项目。我觉得，中国当然要兑现承诺，但我们不能很大步一下子就把资本项目放开。其实我不应该讲这个问题，因为我之前说过不再讲资本管制这件事。不管怎么说，我今天还是讲了。

接下来的一个问题就是做空人民币。这个做空的人民币是多少，我也不知道。泰国在这方面应该是很有经验的。为什么说中国银行希望能够继续控制汇率？因为中国想要通过这个惩罚那些投资者，同时我们也为此作付出很大的代价。由于时间关系，我就不再多讲了。

接下来，我想要讲一下中国的汇率机制。从图 7 可以看到中国的汇率机制。抱歉，看起来我的时间已经不多了，这张幻灯片我就不讲了。如果你们感兴趣的话，我可以再多讲两句。汇率浮动的幅度可以调整为 20%。中国其实有很大的储备，如果我们继续保有 3 万亿美元的储备，然后又允许汇率下降，这样的做法应该还是比较合理的。谢谢。



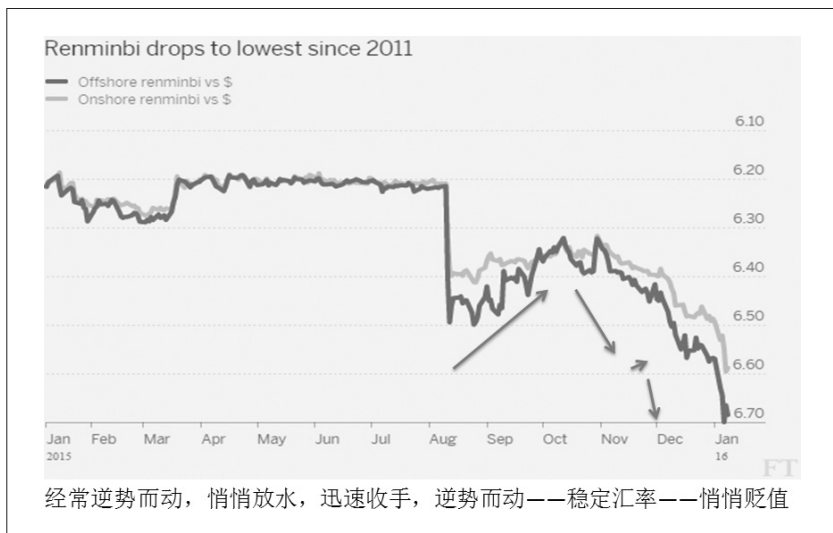


图 7：爬行盯住汇率制：“稳定汇率和保持外汇储备”间的斗争

**Guillaume Chabert:** 非常感谢余教授, 我相信后面一定会有人提出更多的问题, 我自己也有一些问题想要对你提出, 接下来的演讲者是 Ksenia Yudaeva 女士。

## Ksenia Yudaeva: 金融周期与资本管制

**Ksenia Yudaeva** (俄罗斯央行第一副行长): 在新的全球社会中, 每一个国家都是活在两个金融市场中的, 一个是国内市场, 另一个是国际市场, 或者说是金融机构、金融工具的市场。当然, 其实这两个都是在一个体系中的。每一个金融体系都有一个周期, 而资本的流动使得金融系统可能更具有顺周期性。但我们所要思考的, 是使用逆周期的措施来解决顺周期的问题。对于全球金融系统顺周期的问题, 我们

必须要逆势而上。我的意见是，我们必须要使用顺周期性的政策而不是逆周期性的政策。这也是我们在货币政策中经常遇到的难题。我们希望通过不同的措施来解决这个问题，比如说资本管制，或者是宏观审慎的管理政策，还有其他相应的措施。其实，我并不是资本管制措施的粉丝，我不是很支持这个政策。这种政策对于一个国家可能有用，但是我们的国家很多年前就已经不用这个政策，现在也不使用资本管制政策。在我们更加详细讨论这个问题之前，我有必要先分享其他几点。

第一点就是货币储备变化，可以通过国际流动性和区域内的货币互换协议，或通过其他区域性的措施和协议来解决。同时，国际货币基金组织也会提供一些支持，这也是解决全球流动性的重要机制。很多新兴国家在过去 15 年中已经积累了很多资源。但是有一点，大家都没有提到，那就是财政政策。我们应该讨论财务政策。特别是在有顺周期资金流动的时候，我们通常会使用预算政策作为一个稳定器。为什么中央银行累积了更多的外汇储备，主权财富基金在不断增长？这是因为它们需要更好地应对资本顺周期的国际问题。

什么是典型的资金流入现象？比如说俄罗斯的一家公司在荷兰建立了一个金融子公司，并且通过这个子公司进入全球市场。子公司将资金转入它的总部或者其它地方，其实我们没有办法控制资金的流动，没法根据我们所获取的数据计算，说这就是从外国公司向国内公司流入的资金。但问题是，这个公司内有很多流动资金，并且可能与常见的财务策略和流程非常不同。我们没有一个很好的方法来评估资金流入的总额。考虑到这一个问题规模，我们在俄罗斯已经根

据 IMF 的方法来计算资金流入，这些流入可能导致俄罗斯公司巨大的潜在债务。因此，它们在向我们汇报资金流动的时候，我们要求这些公司减去它们内部的资金流入。有时候公司内部的资金流动不是非常巨大，这可能是我们在计算资金流动时出现错误和漏事项的原因，这也是资本管制政策在俄罗斯不会太有效的原因。因为我们不知道到底需要控制什么。

我们应该要控制的对象是公司，而不是资本流动。刚才一位演讲者也已经讲到了。我接下来想讲的一个问题，就是资本流动的定义。以前称之为国内系统的美元化，但现在称之为欧元化。我觉得信贷的美元化是一个重要的问题，信贷的美元化可能从原来的系统转入到国内的系统。国内的储蓄也可能会出现美元化的趋势。因为银行必须要平衡风险，必须要确保收支表的平衡，必须要有外汇资产。尽管俄罗斯公司获得了外国的信贷，我们也会建立一个适当的架构来处理这个外来的贷款。这就意味着，当我们出现货币贬值的时候，它就不会对于公司有第二轮的负面影响或这种影响可能小得多。在外汇压力不断上升后，公司仍然有足够的资源来支付外来贷款。这就是我们的做法，这也就是为什么我们的收支平衡相对来说还是比较理想的。但在国内系统中，有很多的外国信贷流入到国内公司。但最终，这些公司却没有外汇收益。很多的开发商，很多非居民的建筑公司，有时可能会故意寻找一些有外汇的公司。因为它们的价格是以外汇来设定的，通常是以美元计价的。这就是为什么银行认为这些有外汇的公司相对来说比较理想。外汇风险会转化成为金融系统中信贷风险，这也是我们现在正在处理的问题。

我们希望能够使用一些潜在的工具帮助我们国内金融

系统有更好的表现，有更加合理的风险。这样，我们就可以进一步进入到浮动汇率的机制中，来帮助我们的国内企业。

最后，针对与俄罗斯，我们希望能够使用最后借贷人的方法。在我们的货币基金中，我们也希望能够引入这样一个政策，它可以帮助稳定我们的收支平衡。在 2015 年我们也看到，当债务支付出现高峰时，我们通过这样的方法缓和了其中的一部分。尽管油价出现了第二轮下降，但是我们并没有在外债支付中面临非常严重的问题。我们希望通过这样的方式，能够增加我们的流动性，帮助我们的国内企业应对汇率波动和外国金融市场的波动。

## 讨论

**Guillaume Chabert:** 现在我们有两位评论嘉宾，林曙教授和丁剑平教授。

**林曙**（复旦大学教授）：非常感谢，因为余教授不想讲资本管制，这就给我一个机会来讲资本管制的问题。为了解决资本流动的问题，就必须使用资本管制的措施，我可能接下来将用五分钟来谈一谈。首先我要讲一下资本管制政策背后的原理。第二，我讲在资本管制环境中的一些运用。由于时间非常紧张，第二个部分我可能只会说一句话，就是金融的稳定性和货币的自主性可能会导致中国进行一些资本的管制。

那么资本管制政策的有效性到底是多少呢？根据我自己的研究，我看了一下相应的文献，特别是中国的文献。关于中国资本管制措施的有效性，有很多研究们似乎达成了一个共识，就是中国在维持资本管制的过程中，相对来说是比

较成功的。但同时，中国在不良的资金流动的清单中也是名列前茅的，这到底是一个什么问题呢？

我们更加仔细地来看一下，中国是一个金融大国，但是在这个金融大国中，也有很多的漏洞。因此我们在讲资本管制的有效性的时候，我们发现它的设计上有一些问题，它不能捕捉到不极端的方法。比如说在通常情况下，人们会看一下利率差，然后以此作为资本控制的证据。但是，只有当你想要识别极端的资本项目变化时，才能使用这样的工具。通常情况下，如果贸易更加开放，控制就会变得更加困难。在中国的贸易当中，集成电路板是一个非常有趣的产品，它的运输成本非常低，而且非常适用于国际贸易。如果看一下这种集成电路板，它的总贸易额和中美利差的，你会发现有一些进出口伪报的情况发生。中国在 2013 年使用了控制的政策，这种集成电路板的出口额下降了 30%，这可以说是一个很重要的证据。

另外一个，就是 FDI，也就是直接外来投资。FDI 在中国的资本管制中，到底起到什么作用呢？中国的资本管制到底是否有效呢？其实中国政府对于投资组合的流动是控制得非常严格的。但是对于 FDI 的流动有鼓励的措施，相对来说非常宽松，因此我们必须来区分不同资金的流动。FDI 的这种流动，通常认为是较为安全的。但是我们看一下最近 FDI 在中国的变化，已经不是这样了。很多跨国企业就像金融商一样，这可能是 FDI 流动性的重要因素，那些公司都会受到影响，其中一个可能的渠道就是贸易信贷，就是通过贸易信贷作为金融渠道。所以，贸易和 FDI 使得控制更难，当你进行资本账户控制的时候，你如果都要，那么它的成本也是最高的。总的来说，中国依旧需要一定的资本账户控

制，但是由于 FDI 的开放度以及贸易，中国资本账户的控制显得更难，成本更高。解决方案在于我们需要一个浮动的汇率体制，如果用固定的汇率制度，你就不行了。所以我觉得现在中国要做的，应该是转向内部调整，就是允许更多的汇率调整，以及一定的资本账户控制，这就是我的观点。谢谢大家。

**Guillaume Chabert:** 好，我相信大家一定会有很多的问题，这是非常有趣的观点。丁教授，五分钟。

**丁剑平**（上海财经大学教授）：前面的演讲者都谈到了国外的资金流入，我把它比作两种水库，一个水库是 FDI，FDI 的流动性包括两个成分，一个是流向了实体经济；另一个是流向了投资组合。投资组合的流动性要高于实体经济。资本控制就像是一个水坝，这个水坝到底有没有效呢？如果出现飓风，这个飓风就是我们预测到会有美国美联储的升息，这就是一种飓风，到底这个水坝里的水能不能迅速流动？以前在中国，FDI 是不太流动的，因为这是进入到实体经济。中国非常好的一点，就是有十年的稳定经济增长。但是现在由于金融体系的不稳定和房地产价格的下降，FDI 转变成了证券投资。如果即将到来的飓风是美联储的升息，那么这个时候，我就想起了之前的亚洲金融危机。那些实体经济的工业结构，如果没有什么提升，那么这样的一个问题又会出现。

之前的金融危机，我记得是在 1997 年的时候，当美联储即将要升息的时候，资金就会从新兴国家外流。我们看到，在 2015 年到 2018 年这段时间，飓风将会使得我们所谓的水坝不起作用。考虑到美国经济带来的浮动，全球经济对于美联储的升息是非常脆弱的。全球经济的脆弱性体现在大

宗商品价格在下降，房地产价格在不断上升。新兴市场会受制于这样的一个飓风，而且水坝不再有效。我们现在有两个水库，现在不管你的外汇储备有多么大，面对这么大的一个资本外流，再大的储备都是不够的。所以我认为在未来两年时间中，那些新兴经济体将会受到沉重的打击。因为，它面临的不只是外部问题，还有内部问题。现在我们进行供给方改革，不管供给方改革会不会生效，我们都会拭目以待，谢谢。

**Guillaume Chabert:** 我们接下来可以提一些问题。我的第一个问题是，你刚才说到，应该先开放国内的资本市场，然后再进行资本项目的开放。中国并没有按照这样的一个顺序做，请问你如何来解释目前的不确定性和政府所采取的行动？我的第二个问题是，假设你说的都实现了，我们不再购买美元债券，那么这会对长期利率产生什么样的影响？

**Aaron Tornell:** 从理论上来说，资本控制能够把一些不好的流动阻止在门外。几年之前，巴西面临这样的资本控制，它想获得更多的 FDI，更少的证券投资，现在 FDI 在巴西增加了。在墨西哥并没有实施这样的资本控制。最近巴西的确面临很大的打击，墨西哥可以说稍微好一些。巴西有非常严格的资本控制。我的第一个问题是，请问墨西哥和巴西的情况有什么不同？

我的第二个问题是关于前面演讲的那位同事。我非常喜欢你的演讲，我非常同意货币的不匹配应该和你的偿还能力相吻合，那么在你的经验中，如果你有很好的监管，能不能像那些先向贸易贷款？

第二个问题，你觉得我们能不能让所有的都出现资本外逃，包括美元的信贷，如果你能够这样做的话，可能会有一



些结果，我还不不太知道后果到底会怎么样，想听一下你的解答。

**Jonathan D. Ostry:** 关于顺序的问题，我觉得这其实需要很多的智慧，传统的顺序是有很多智慧在里面的。现在中国如果进一步开放资本项目，但是却没有管理国内资本的开放，这不会带来好的结果，我觉得传统的顺序是有很多道理在里面的。至于说资本控制与墨西哥和巴西非常不同经济表现相关，我并未听到任何人这样说。它们有很多自己的经济问题，我并不认为有任何人这样来辩论。我觉得在这个非常糟糕的经济表现中，有些人研究了巴西的资本控制，对它们产生的结果进行了预测。我觉得这样的分析是很难进行的。其实有很多本质的原因来解释为什么巴西和墨西哥表现非常不一样，但是到现在没人认为是因为资本控制的原因。

**Massimiliano Castelli:** 这其实是以国际的标准来看待这个问题。

**Jonathan D. Ostry:** 其实以前已经有一些研究表明，在经济危机中，巴西是由于资本控制而获益，你可以找到这方面的文章。

**Guillaume Chabert:** 请你来回答一下刚才的问题。然后我的两位中国同事可以进行总结。

**Ksenia Yudaeva:** 如果发生不好的情况，就是所有的存款都消失，我们发现管理这样行为，包括那些贸易项和非贸易项，是有困难的。我们现在正在思考一些刺激政策，关于外部货币贷款的刺激政策。

**林曙:** 投资者有很多的钱想投资流动资产，但是没有很多的选择，所以就去买证券。其次，有一些所谓的无风险产品，因为那些债券是不会破产和有保证的。现在外汇储备的



多元化的变化非常迅速，我认为卖出 1000 亿的债券不会带来长期利率的增加。其实我们可以看到，这是一种资金的流动，在全球经济中，这种情况会经常发生。我们要看的是，这个趋势是不是继续下去？如果美联储政策正常化了，对于全球金融市场的影响会是什么样的？我们之前也讨论过，必须要把这一点考虑在内。首先，当中央银行出售这个储备来保住它的汇率的时候，这是一个汇率政策。而另外一种则是财政政策，这是两种不同的政策。我们如果看一下中国，在预测未来五年发展的时候，我的脑海里已经出现了这样的一个想法，就是中国将会遇到经常项目的顺差和资本项目的逆差，这应该是可能会出现的一个情形。

但是我们接下来要问的一个问题是，资本市场的下降有多大的规模？政府最快能采取的应对资本账户下降的措施，就是资本管制。通常情况下，进行资本控制是为了把资本控制在国内，而不是让资本去到国外，但是一旦资本流出之后就很困难了。

我觉得，如果先开放资本账户，然后再开放国内金融市场的话，这种顺序是错误的。如果这样开放的话，可能会出现很大的问题，所以我觉得应该先开放国内的金融市场，然后再开放资本账户。

**余文定：**我觉得我们不需要去讨论资本管制政策是否重要，因为这是一个现实。2015 年的年末，政府已经宣布要实现资本账户的开放，但是可能大家都不记得了。即使我们没有采取任何非常激进的措施，经济也在放缓。我同意林教授的说法，就是从长远而言，中国一定要开放资本账户。但是在这一个阶段，进一步的开放资本账户并不是一个理想的做法。

为什么说减持人民币资产会导致资本外流？我觉得，持有人民币资产就是中国的债务，如果外国人减少人民币资产的持有，中国就减少了债务，就定义而言，这就是资本流出。当然我可以用更加详细的说法来解释，因为时间关系，我没有办法再进行说明。在过去的两三年内，中国公司在海外有很多借款，因为美国的利率非常低，它们购买了很多的外国货物。那个时候相对来说，人民币汇率还是比较高的。但是现在这个汇率开始出现变化了，它们开始进行平仓。根据刚才丁教授所说的，出现了大概 80 亿美元的外债借款，我相信在接下来几年，这个借款会出现下降。因为公司会进行套利的平仓，如果它们不这样做的话，就会很麻烦，因为它们从美国市场中获得了很多借款，它们一定会想办法把这些美元资产抛出，这就是现在的情形。

我觉得这可能是一次性的变化，在这些公司支付了它们的贷款之后，资本流出的现象可能会减少。我真正忧虑的是资本外逃的问题，我们可以看英国伦敦有很多用中文书写的房地产广告，而且这些资产非常受欢迎，这才是我真正忧虑的问题。如果 2000 万中国的中产阶级，充分利用他们的权利，然后全部持有美国资产的话，这对中国来说是有毁灭性的情形。事实上，我觉得如果借贷之后购买外国的货品，这是好得多的情形，但是我们如何能够做到这一点呢？中国的经济的基础其实还是非常好的，我同意中国人民银行的说法，就是对于人民币来说，其实没有这样子的贬值因素。

**Guillaume Chabert:** 非常感谢大家，我觉得这是非常有趣的讨论。

### 第三部分：防范危机的工具箱：完整的金融安全网的架构是怎样的？

**Sidarth Tiwari**（IMF 战略政策评估部主任）：我来做一个简要的介绍，非常高兴大家能够参加，大家非常聪明，也有很多智慧，你们也有很多的问题，我的工作就是掌握好时间，在我们的演讲之后有专门提问阶段。

我们要来谈一谈全球金融安全网，我们出于三个原因需要它。第一个是提供足够的保险。第二，如果出现危机的话，能够为那些国家提供融资。当然更重要的一点，就是你需要一个全球金融安全网来鼓励好的政策推出。墨西哥就是一个很好的例子，还有其他国家也是如此，它们成为了安全金融网的一个部分。

安全网由五个层面组成：国家层面，包括它们的储备；双边层面，包括它们的银行；区域层面，包括区域的融资安排；多边层面；还有私营的层面，大宗商品的对冲，还有债券。当然还有结构再调整。在过去的 10 年中，整个规模在不断扩大，现在外汇储备可以说组成了最大的全球金融安全网，超过了十万亿美元。双边的安全网也在不断增加，在危机之前很少，现在已经是 40 万亿了。欧洲欧洲稳定机制（ESM），亚洲有《清迈协定》。IMF 会不断增加它的份额。从英国央行角度来说，我们开始做跟 GDP 相关的债券。这就是关于全球金融安全网的整体情况，当然它们是有一些支离破碎的。

下面有请英国央行副行长 Minouche Shafik 先生。

## Minouche Shafik：全球金融安全网的整合

**Minouche Shafik**（英国央行副行长）：我非常高兴来到这里，我尤其要感谢上海发展研究基金会以及布雷顿森林体系再生委员会。我们觉得为了 20 国集团，有必要讨论安全网这个重要的话题。因为如果没有安全网的话，这些流动性问题会很快就变成偿还问题，当地的货币问题可能升级成为巨大的金融体系危机，所以我们的确需要安全网来保证我们的经济不受影响。

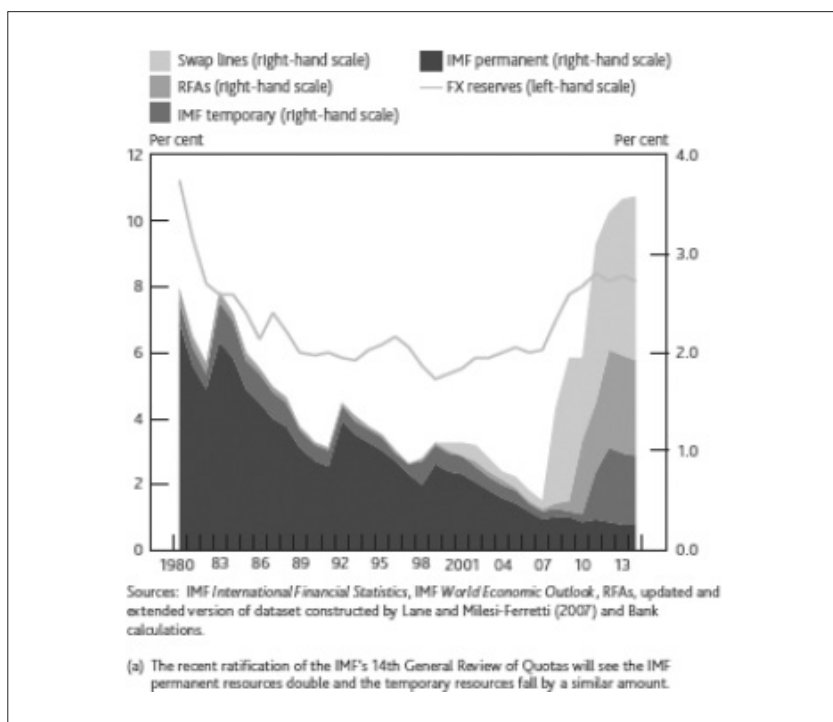


图 1：全球金融安全网在外部债务中比例 1980-2014

我们再来谈一谈安全网的各种情况，先从总体的层面来看，然后和大家谈一谈目前结构的缺陷。当前的安全网像棉布，有时候会有一个洞，有的地方布料比较薄，有些地方会起到冲突。在未来的几年，我们要有一个被子，能够平衡地起到互补的作用。

图 1 是全球金融安全网的情况。我们首先来看目前金融安全网的组成部分以及随着时间推移它的变化。它的组成包括外汇储备，外汇储备是黄线，核心就是 IMF 的储备以及区域外汇储备和互换。这些年安全网在不断地扩大，包括区域安全网，以及互换在过去几年中的不断增加。以前的金融安全网主要是由 IMF 主导的，现在的金融安全网更多取决于不同的工具。安全网包含了很多不同国家，并以不同的方式包含这些国家。我们把这样的金融安全网看成是一个多极化的金融安全网。

我们首先来看一下外汇储备，外汇储备是金融安全网最重要的组成部分，虽然有一些国家在最近几年大量使用其外汇储备，但是外汇储备总量依旧超过 10 万亿美元。外汇储备其实是非常好的第一道防线，对很多国家来说，它们能很快获得，非常的灵活，而且你对储备有完全的控制。但是外汇储备有几个缺点。

第一，外汇储备代价高昂。如果你发的是非常高收益的债券，购买的是低收益的债券，那么这会耗掉新兴国家 5% 的 GDP。

第二，各国的外汇储备分布不均。亚洲，还有中东地区，它们的保险度过高，外汇储备达到 1.5 万亿。而世界上其他国家，包括中东欧和欧美，它们只有几千亿美元的储备。所以外汇储备分布非常不均，可能没有办法应急。

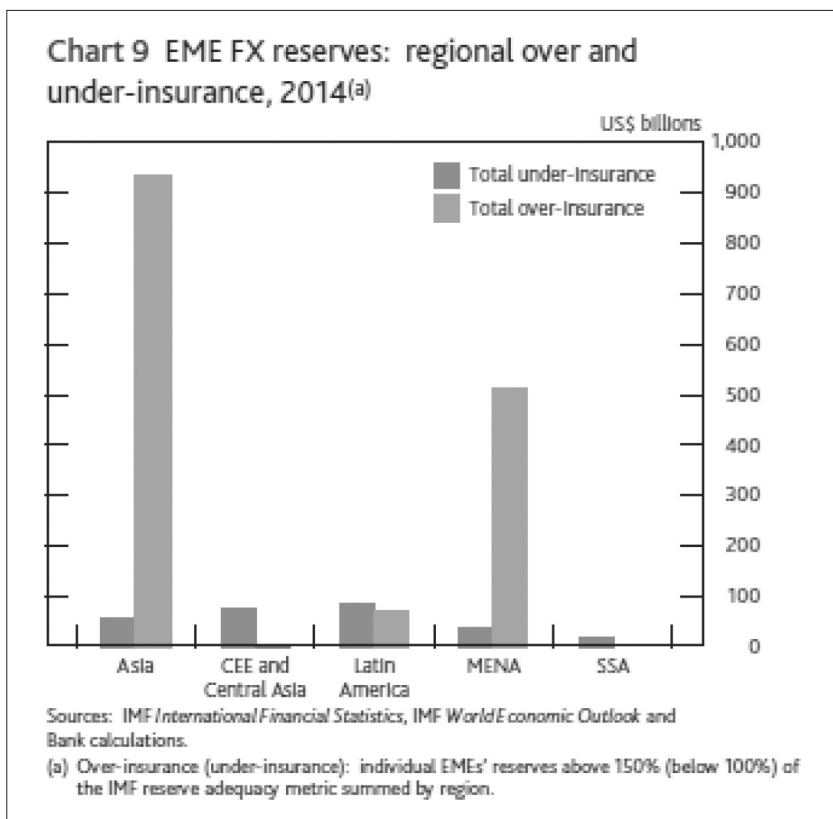


图 2：新兴市场经济体外汇储备：区域保险过度 and 保险不足（2014）

第三，各国不总是愿意使用外汇储备。我们来看一下中国的情况，中国的外汇储备达到了 3.8 万亿，已经吸引了人们广泛的关注。人们总是担心自己给市场发出的信号。我还要说的一点是，外汇储备会给国内经济造成负面影响，会让国际投资变得过于密集。这会导致我们刚才所说的过度存款的问题。

货币互换协议在过去几年有了大幅度的增长，这些互换协议能够提供非常大的灵活性和好处，但是它们受到央行的严格控制。央行之间如果同意的话，就会有一个互换，借款方的金融系统会受到贷款方的影响，当我们提供互换的时候，我们需要展示国家的金融稳定性。在很多国家，国内政策也会限制互换的使用，比如说不能用于支持那些独立的金融机构。另外，它们不能管理其他国家的金融体系，就是说央行只能管自己国家的事情，所以互换的使用其实是有很多限制的。

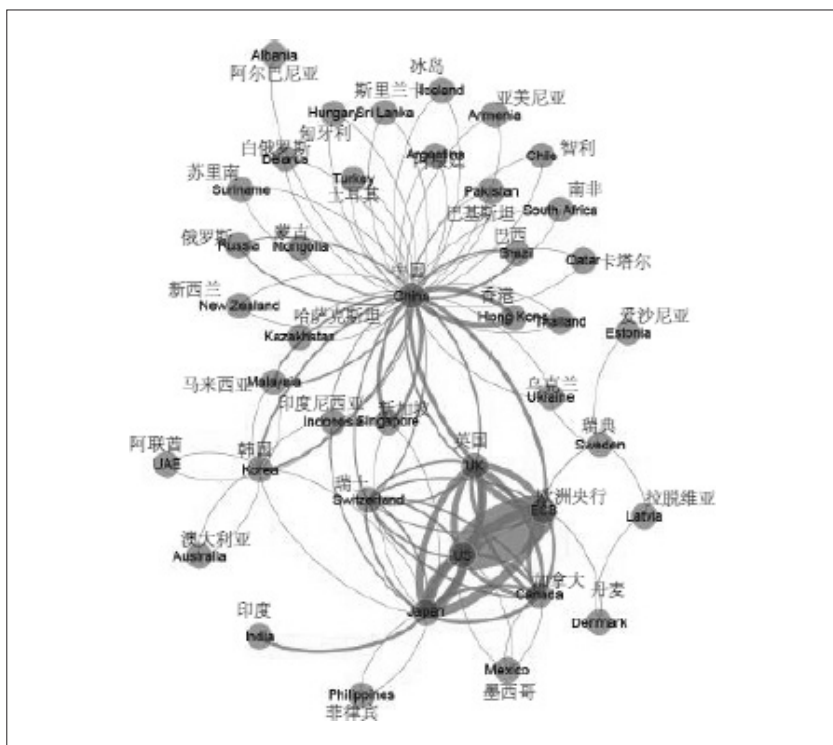


图 3：双边保险——央行互换协议（2015.10）

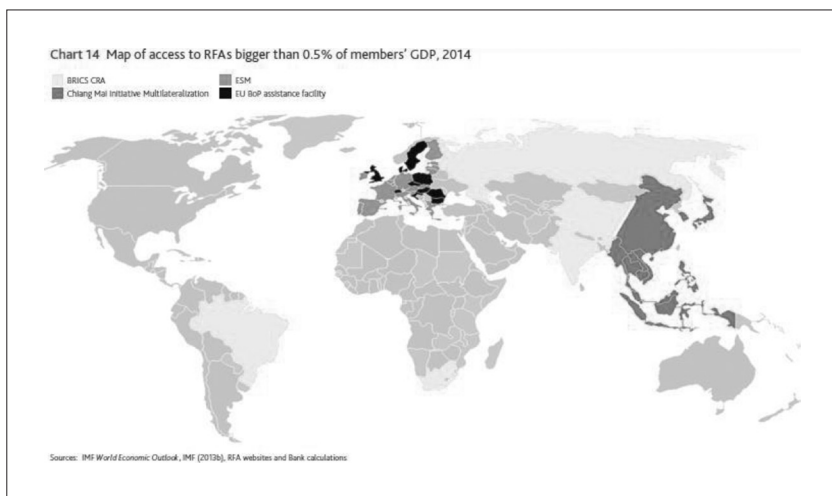


图 4：区域保险——区域金融安全网

区域金融安全网在过去几年也有大幅度的扩张，它在资源方面不断得到增加，以防止区域的溢出。而且它还能在经济监控方面起到一定的作用。我们知道不同的区域安全网是不一样的，它们之间的金融模式非常不一样。我们欢迎区域金融安全网的加入，它们能够提供额外的金融能力。但是它们也有自己的限制，它们无法应对全球金融的问题，它们大多没有遭受过考验，很多是零零碎碎的。图 4 体现了目前的金融安排，很多地方是灰色的，因为它们没有融入到区域金融安全网中。

接下来我们谈一谈 IMF，IMF 可以说是最后的支持。图 5 表明 IMF 的资源占全球外部使用的比例，过去几年出现了大幅的下降。第 14 次份额评估是非常重要的，这进一步增强了 IMF 的能力以满足需要。但这样的改革在未来的两年到期，这幅图紫色这一块体现的是这一部分即将失效。



如果 IMF 有更多金融方面的能力的话，它其实可以起到更加有效的危机预防作用。我们有一些好的建议和想法，如果我们可以解决这个问题，IMF 是全球金融安全网的重要来源，它能为整个国家提供一个支持。

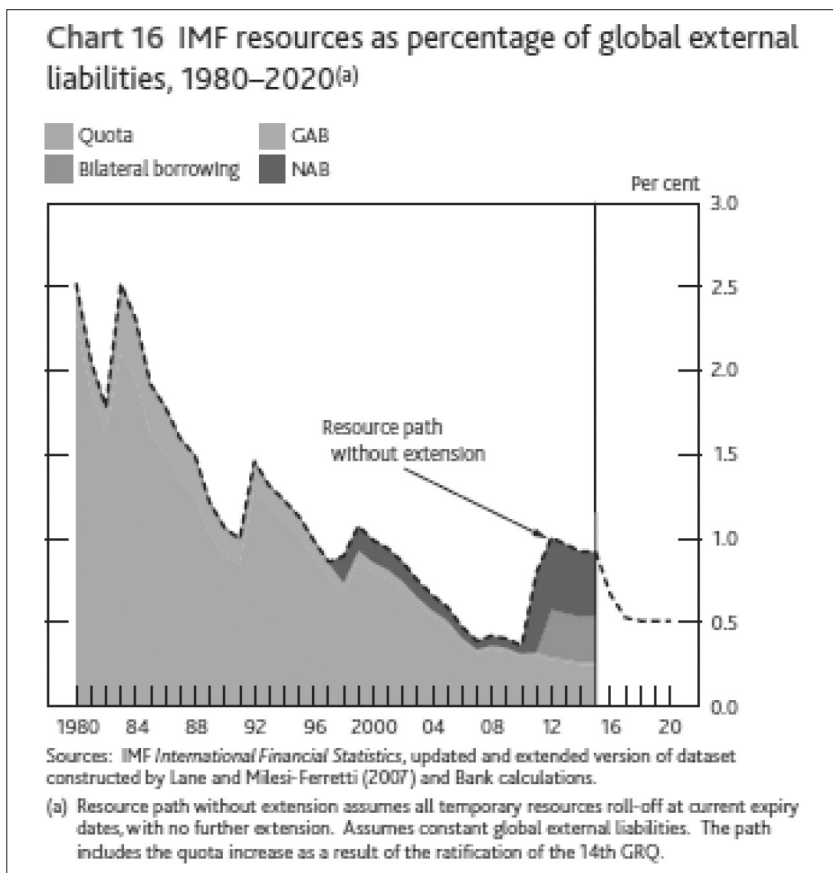


图 5：多边保险——国际货币基金组织

接下来，我就跟大家就安全网的大小做一个分析。我们

要问，这个安全网足够大吗？它能面对各种冲击吗？在两个星期之前，英国央行与意大利银行进行了合作分析，我们就是要回答这个问题。我们做了一个模拟，看了一看全球安全网的组成因素，包括收支、发达国家金融体系可能面临的冲击，以及发达经济体的金融管理政策。我们进行了一些模拟，除了那些极端的情况，全球金融安全网也许是足够的，如果你把 IMF 永久和暂时的资金考虑进来的话，这是足够的。这是一个好消息，如果我们能够保持现有的规模，如果让 IMF 暂时的资金可靠的话，我们可以对那些冲击进行反应。坏消息就是，有些国家无法获得资源，它们的融资需求过大，IMF 无法满足它们的需求。目前的 IMF 还是有些漏洞的，我们应该做些什么呢？

政策方面的反应，是要加强外部的收支平衡。一方面，我们需要进一步增加国内的宏观审慎，包括微观审慎和宏观审慎，使得我们能够避免各种不匹配的现象不断增加。还有全球的一个层面，我们需要一个全球一致的运用，如果我们有的话，而且如果能够就这些抗周期的资金实现互换，那么我们就可以在整个金融周期进行融资。这样的措施也有助于减少一些资本流动所造成的影响。还有就是如何加强外部的收支平衡，比如说加强债券市场，或者允许债券的流动，还有资本的流动，可以通过与 GDP 相关联的债券，也包括使国家收支平衡表更好。

第二个政策，就是继续确保全球安全网可能会需要的资源。这就意味着增加外汇储备的积累，或者加入区域协议。但这同时也意味着，要让 IMF 的资源获得更大的保障，特别是临时的资源，要把这些临时资源变成更永久性的资源。或者说，IMF 可以考虑从资本市场借贷，这在之前曾经考

虑过，但并没有真正实施。

第三个可能的政策，就是找到方法把目前的安全网能够编织起来，形成一个完整的全球性的安全网，而这需要 G20 和 IMF 之间的合作。同时，也希望能够在 G20 会议中进一步讨论，如果对于这两个组织之间的任务和分工能够更加清楚，这会有很大的帮助。还可以继续加强 IMF 的预警性和预防性的资源和能力，这也可以帮助加强目前的国际金融安全网。我们从过去的经验中，其实可以看到 IMF 这些措施的有效性。

我最后的想法是，G20 国际金融架构工作组是一个非常好的机制，可以帮助我们建立这样的讨论机制。在这样的过程中，我们能够共同把安全网交织起来，建立起一个全球性的安全网络以保护所有的国家免受金融冲击之害。谢谢。

**Sidarth Tiwari:** 下面是 FLAR 执行总裁 Ana Maria Carrasquilla，演讲主题是“危机预防工具：完善的金融安全网架构应该是什么？”。

## **Ana Maria Carrasquilla: 危机预防工具：完善的金融安全网架构应该是什么？**

**Ana Maria Carrasquilla**（FLAR 执行总裁）：下午好，我非常感谢主办方邀请我在今天的会议上发言。

首先我想要说的就是，拉美储备基金组织（FLAR）是区域金融稳定的一个关键性的机构，可以说是可靠的、全面运作的、高度专业化和技术化的机构典范。同时，我们相信 FLAR 与 IMF 之间的合作对区域金融稳定是非常重要的。

我们已经有 38 年的历史。最初，我们是作为安第斯

储备基金在 1978 年建立的，主要是基于外部流动性的问题。我们用 FLAR 满足自己合作的需求，作为 IMF 全球货币的补充，目前我们有 8 个成员国，总资产是 26 亿美元。我想要简单地跟各位分享一下我们整个管理结构，因为你们可能不熟悉，所以我想花一点时间来解释一下。我们的管理结构包括董事会，董事会是由相关银行的行长组成的，还有一个由财政部长组成的大会，每个国家都有投票权，无论实收资本是多少。同时，拉美储备资金在这个地区有最好的信用等级 AA，因此我们在国际市场中有更有利的条件获得资源。

纵观过去的 38 年，我们目睹了成员国的成长，从最初非常有限的外部市场，一直到现在成员当中有三个国家在国外进行了重大的投资。FLAR 在 1980 年代对拉丁美洲起到了重大的作用，最近也起到了应有的作用。FLAR 的贷款，在 1980 年代是非常少的，在 1990 年代出现了很大的增长，最大的出借额可以达到实收资本的 50%。作为一个金融的中间机构，FLAR 的存款来自成员国央行、地区实体，到 2015 年 12 月，总额达到 32 亿美元。我们目前面临的最大挑战，就是如何将成员扩展到整个地区，比如说巴西，还有墨西哥。

我们目前正在不断发展中。拉丁美洲在 2003 年到 2013 年经历了十年的繁荣，这有多个原因，很大的原因是由于贸易的不断发展，还有资本的流入，以及非常规性的货币政策。在这个过程中，积累了极大的国际储备，大多数国家的通货膨胀率得到了控制。拉丁美洲地区也有了抵御金融危机的能力。这个地区的增长主要依赖于中国，对中国的出口占到 10%。但中国的经济放缓，还有美元升值和美联储加息的举动，都对拉丁美洲的经济产生了影响。还有非常重要的

一点，就是资本流动的逆转，外部融资的成本也增加了，利差扩大了 50% 以上。因此对于拉丁美洲和 FLAR 国家的经济预测也大幅下调，1 月分对拉丁美洲增长的预测是 1.6%。

在上一个全球危机之后，很多国家都采取了逆周期的措施，但有一些国家并没有真正出现恢复，智利不在其内。目前我们各个国家逆周期的能力相对有限。美国货币政策的正常化对于全球和地区的影响仍然不明朗。如果向前展望的话，我们相信拉丁美洲应该做好了应对外部冲击的准备，因为我们有非常强大的这种结构，能够实施货币和财政的政策，通货膨胀率非常低且稳定。我们实施了通货膨胀目标制度，我们大多数国家实施的都是这种制度。在 FLAR 成员国内也增加了 5% 的国际外汇储备。就贸易伙伴而言，美国目前在恢复之中，尽管相对来说恢复较为缓慢，这对于我们的经济也有积极的影响。

我们相信美国利率的缓慢上升，将会使我们有时间在货币政策和财政政策方面做出适当的反应和调整。我们相信中国的经济将会有有一个软着陆，这将会帮助拉丁美洲实现一个中度增长，而且帮助我们避免出现经济萧条的现象。

就拉丁美洲来说，就我们自己的基金而言，相对来说王明道能力还是有限的。在出现系统危机的时候，FLAR 能作为流动性的第一供应方，直到这个国家能够安排其他资源来提供资金，包括 IMF。但这样的做法并不能为这个区域提供流动性，这对中小型国家有帮助，但对大型国家就没有帮助了。IMF 和我们之间并没有很好的合作机制。我们希望不仅要增加成员国的数量，还要增加一些机制，我们目前还没有跟 IMF 建立起这样的协议，没有进行联合的行动和项目。这是因为我们目前的法规还不允许进行这样的活动。我

们需要一个详细的或特定的行动，来加强 FLAR 和 IMF 之间的合作，为了分享过去的经验和支持，我们应当共同努力来加强双方之间的对话。

G20 的合作原则是在 2011 年签署的。我想要指出的就是，这个原则就是要建立起一个有效的、平等的监控机制，并且推动区域和全球的金融稳定性。这需要各方的合作，我们也需要这样的合作，而且要尽快实施这样的合作，这是在 2011 年建立的原则，但到目前为止没有任何进展。

最后我想再讲一下我的结论。我们都有相同的目标，就是区域和全球的金融稳定性，我们需要更好的合作和协调安排，这样我们才能应对下一个危机。我们应该开始在一些特定的问题上进行深入的讨论，比如说监控的问题，特定的合作，任务的分配，特定的原则，如何维护每一个机构和每一个组织的独立性，以及如何开展经验和信息的分享，这些都是我们可以讨论的。

**Sidarth Tiwari:** 接下来，我们请欧洲稳定机制负责人 Klaus Regling 演讲，他的主题是“区域融资协议在铅球金融安全网中的作用：欧洲的视角”。

## **Klaus Regling：区域融资协议在铅球金融安全网中的作用：欧洲的视角**

**Klaus Regling**（欧洲稳定机制负责人）：下午好，非常感谢你们邀请我来参加这次会议。正如我们今天早晨所讨论的那样，全球金融的互联性也使得风险增加了。当我们看一下全球金融网的话，现在是一个非常好的时期。我今天的角色就是来跟各位分享一下我们在欧洲的经验。刚才讲过了，

全球的金融安全网目前只是一个拼图，我们有最先进的、经过最多验证的安全网，也有非常新的安全网。

我跟各位分享一下在过去几年中欧盟的经验，有欧洲金融稳定基金 (EFSF)，还有欧洲稳定机制 (ESM)，在欧洲成为一个永久性的机制。这两个组织的机制相同，它们都在市场中发行债券，所以基本上是一回事，同时它们都有 7000 亿欧元的借款配额，有 7700 亿美元的 SDR，还有 1000 亿欧元的份额。我们知道 IMF 是最后的借款人，西班牙都向它借钱。IMF 还参加过这四个国家（葡萄牙、意大利、希腊、西班牙）的重造。在 2011 年到 2015 这五年时间中，ESM 和 EFSF 为五个国家借出了很多资金，一共投了 1145 亿美元，这是很大的一笔钱，这样的费用，可以说是 IMF 在这五年中在全球投放的三倍之多。我还要强调一点，成功地解决欧元危机，可以说这是一个很大的成功。现在欧元区不再经历三四年前的危机了，它们之所以成功，不仅仅是因为我们组织的借款，我们也借助流动性和全球金融安全网。这些国家必须进行各种机构化改革，包括财政纪律的整顿。在这样的情况下，IMF 可以起到很大的作用。另外一个对危机的反应，就是完全我们的经济系统互相协调，这一点非常重要。我们现在已经有一个非常集中化的货币政策，ECB（欧洲中央银行）在这里面起到很重要的角色，在解决危机解决中使用了非传统的方法。而且，这些国家比危机前更加强劲，它们的资金充足率是 2008 年的两倍。

我们要记住所有这些，我们不仅仅只看流动性，我们还要关注其他的重要因素。同时也要看区域的金融机构，这在货币联盟当中尤其重要。成员国之间有更加强大的金融和经济纽带，各成员国之间的互助非常重要。ECB 可以提供给



银行紧急贷款，它是最后一道防线，但是不能为作为主权财富基金的拯救方，因为我们不允许这么做。对于主权财富基金，如果它们出现了危机，它们需要其他的安全网来应付。区域金融联盟有一系列的优势，它可以吸收冲击力，能够提供紧急贷款，能更好地调整宏观经济政策，它们对于各国之间的情况其实更加了解，并且在区域中可以进行更好的决策。

欧洲联盟提出对所有欧洲成员国进行监控。区域的金融协定也会通过各种方式提供帮助。区域金融安排的定制化设计，让它们的工具能更好地适应区域内各成员国的需求。以欧盟为例，那些主权财富基金是非常强大的。IMF 是没有这么多能力的。我们也意识到，它们可以间接地把钱借给政府再借给银行，这样的一种方式存在于区域的金融安排，但 IMF 没有这个能力。区域金融安排能够使用更多的资金，超过 IMF 能够动用的资金。我们可以看到，欧元区国家团结起来帮助塞浦路斯，这对 IMF 来说是做不到的。这正体现了区域安排的强劲力量。还有就是我们的借款期限要比 IMF 更加优惠，我们的借款可以持续更长的时间，可以达到 31 年，而且 ESM 它只收 0.8% 的利息，我们知道 IMF 一般只借款 10 年。

关于希腊，我们需要采取一个协定，我们提供现金流支持，我们要确保它能够进行有目标的、深入的改革才可以借钱给它，IMF 它完全同意这样的一个条件。目前希腊第三阶段的贷款已经开始。即使到第三阶段，IMF 也参与到我们的共同条件的磋商中，IMF 也积极参与到了谈判的过程中。从媒体中我们可以听到，不同机构之间会有差别，从而产生一定的摩擦，大家不可能一下都有同样的观点。当



然我们要关注到有共同的目标，我们要在条件上达成一致，就是说借款国必须要按照一定的规则。

关于爱尔兰和葡萄牙，它们也参加了双边磋商，这种磋商能够引发良好的学习曲线，使得所有各方都可以在它们的政策框架上进一步的升。

欧洲的机构，可以说从 IMF 那里学到了很多，以后还会继续从 IMF 那里学习，包括学习不同的预警机制，进行一致性的评估。另一方面，区域金融安排所提供的各种条件，还有 IMF 在危机解决方面的一些机制，都可以互相参考。考虑到欧元区问题的长久性，我们需要在欧洲国家，特别是在希腊这样的国家，形成一个借款的替代。所以我觉得，欧盟的经验表明，它的成立可以说是一大进步，它对区域内的国家都起到了积极的作用。如果仅仅是 IMF，它无法解决欧元区的危机，IMF 其实它贡献了一小部分。但是我们在过去几年与 IMF 的合作中依旧学到了很多经验。

**Sidarth Tiwari:** 我们接下来请出下一位演讲者 Beatrice Weder Dimauro 教授，德国政府经济顾问委员会原成员，德国美国因茨大学经济学教授，他的主题是“国际金融架构：危机预防与解决方案”。

## **Beatrice Weder Dimauro: 国际金融架构：危机预防与解决方案**

**Beatrice Weder Dimauro**（德国政府经济顾问委员会原成员，德国美国因茨大学经济学教授）：非常高兴参加本次论坛，感谢主办方的邀请，这是一个非常重要的研讨会，而且这个话题也是非常重要的。

我想从更加广的层次来看全球金融架构，所以我今天演讲的主题就是这个架构，同时，这正和危机预防紧密相关，说到危机解决的时候，我们主要是进行重组。我会着重谈一谈这个架构对于区域金融安排的影响，以及对于全球金融安排的影响。国际金融架构有多个成员国和多个参与方，包括基础设施等等，它们有一个多层级架构，它们有多边或双边的安排，现在更多的非营利组织以及其他参与者也在其中起到更加重要的作用。

说到那些多边安排，整个金融体系架构的参与方是多种多样的，它们获得了更多的融资，当然也带来了一定的问题。不同的参与方从不同的渠道获得资金，各个机构在获得资金方面也存在竞争，这样就会有负面的关系，它们的项目可能会成功，但不一定有很大的发展方面的作用，这样有可能会产生有效性的问题。这是一个碎片化的结构，事实上是国际金融系统架构到目前为止的发展状态。金融稳定性以及全球资本流动，到底谁应该为这两点负责呢？雷曼兄弟危机会成为外溢效应和全球危机的一个来源，国内的危机也可以成为全球性的危机。到目前为止，我们所看到的解决方案不是来自华盛顿而是来自巴塞尔，当然国际货币基金组织有这样的职责，但是法规是由巴塞尔来制定的。

讲到金融的稳定性，这些都是在国家层面要解决的问题。银行的流动性风险也是要解决的，通常都是通过我们几个国家共同建立一个协议来应对这个风险，这些协议最终却没有经过任何检验。有多个切入点，但是全球金融会怎么响应呢？它们会合作还是相互竞争？现在整个体系是更加分散和碎片化的，而不是完整的。有时候一个国家会因为其他国家的危机而受到冲击，导致收支不平衡。国际收支不平衡

问题的发生是非常快的，IMF 的资源无法满足这些大型国家的资金需求，也许它只能应对中小型国家的需求。在危机当中，如果把欧洲看作一个国家，需要很多美元来实现流动性，那么可能欧洲稳定机制（ESM）是唯一能够依靠的。

对于流动性的问题而言，IMF 相对来说还是有所帮助的，但它在条件性问题上的限制使它很难有所帮助。区域内的金融安排在过去几年中也有很多的发展，但却没有经过任何验证。为什么要建立起这样的区域金融安排？通常情况下，是因为它们需要一个保险的机制和这种缓冲的机制，或者说它们需要更多的控制。为什么它们需要更多的控制？因为它们不赞同 IMF 所制定的一些政策，它们其实希望对于地区的金融有更多的控制，这与 IMF 的活动就不具有一致性。

当我们需要解决条件性问题的时候，这样的矛盾会更加突出。总的来说，整个国际金融的架构，特别是国际金融安全网是非常碎片化、分散化的。我们需要共同的合作，不只是从理论上来讲，而是需要有一些切实的行动，帮助我们在危机当中能够应对。我们要记得的一点是，在政府的资金之间也有一些竞争，比如说地区性、区域性、国际性的机构，它们在资金提供时也有一些竞争，有时区域性的金融组织部不一定那么想要支持区域性的组织。

金融安全网的完美状况是不需要任何条件性的。但在真实世界中，情况通常是不完美的，在流动性和偿付问题方面有一些灰色的地带。在很多情况下，当一个国家遇到收支平衡问题时，它们通常都会进行一些调整，通常都是为了解决债务和偿付能力的问题，或者把私营的债务变成公共的债务。国际金融架构可能就是为了解决偿付能力不足的

一个重要手段。但前提是，一个国家的经济可以恢复过来，可以恢复到高增长，并且具有偿付能力。但这里我们遇到的问题是，如果说它事先已经承诺进行重组，但后来没有这样做的话，那么国际金融系统就可以采取行动。同时，一个区域的金融协议或金融安排，也会有相同的功能。但是当这两个系统相遇的时候，到底它们有多少共同点呢？区域的金融安排，它会更多思考这个区域的情形，所以它们对于这个区域的状况，政策可能会更加柔软，而 IMF 可能更强硬。这一个地区的金融协议，相对于各个国家的借贷政策，可能相对来说比较宽松。

在借贷过程中会出现一些成本，但如果这个国家因为推迟债务重组而最终出现危机的话，它要付出的代价是更大的。尽管这个国家在进行债务重组时，自己会承担一些成本，从而也会对欧洲和其他市场造成影响，但如果它重组的工具不够强有力的话，那么可能会导致大规模的借贷危机。如果有足够时间的话，或许这个国家还可能避免危机的发生。IMF 的问题就在于评估，比如对希腊稳定性的评估，去年 IMF 提供的稳定性评估其实并不是非常可靠。但是 IMF 仍然根据它原有的条款进行借贷，因为在 2010 年的借贷架构中，如果你是在灰色的地带，你可以重组整个经济来获得债务的解决。在这个灰色地带，IMF 仍然可以提供更多的贷款，但 IMF 只有在资源得到充分保护的前提下才提供贷款。如果有人愿意为此进行担保的话，IMF 可以继续提供贷款。在这样的情形中，我们就需要有国家能够提供资源，到底是谁来控制这个条件和整个流程的进行呢？这是非常重要的问题。这也是目前在希腊我们必须解决的一个问题。

总的来说，整个全球金融系统化和全球金融安全网的碎片化，使协调变得越来越重要。不仅是在区域层面上，同时在全球层面上，国家之间的协调变得越来越重要。这些国家不仅是要采取相似的方法，同时是要采取更为强劲有力的方法。IMF 今年采取了一个非常重要的步骤，但与建立一个充足的机制还很远。我们必须提供激励措施来避免过度借贷，当我们进行危机预防的时候，有时当我们做一件事做到一半的时候，可能会失去最初的方向。在过去的很多年内，我们是有机会共同努力完善国际金融架构的。雷曼兄弟危机能够帮助我们更好地思考全球金融架构的问题。我的想法是，我们现在的体系使得整个世界更为碎片化，如果我们能建立起一个全球的系统，将会帮助我们更加稳定经济。希望在这次 G20 会议中，我们能够把所有相关的安全网都结合起来，形成一个统一的全球安全网。但是，我并不是说想要像贴补丁一样，这里贴一块那里贴一块，而是要进行管理，制定部门去承担各种各样的职能。

**Sidarth Tiwari:** 下面的演讲者是 Yung Chul Park 先生，韩国大学国际研究部特聘教授、原韩国总统经济顾问，主题是“中国在全球和地区金融安全网构建中的作用”。

### **Yung Chul Park:** **中国在全球和地区金融安全网构建中的作用**

**Yung Chul Park**（韩国大学国际研究部特聘教授、原韩国总统经济顾问）：非常感谢邀请我来参加这一次的会议，特别是要向上海发展研究基金会表示感谢。我今天想分享的是，中国在安全网构建过程中会有怎样的作用

在一体化的全球金融体系中，我们需要全球性的中央银行来提供适当的全球流动性，也能够稳定国际贸易资产或可交易资产。但是我们也发现，我们似乎没有办法实现这个任务。我们要建立一个全球的安全网，但非常遗憾的是，这个概念并没有得到很好的定义，我还是不清楚全球安全网到底是一个什么意思。我们全球的金融安全网就是 IMF，我们区域内的安全网是针对一群特定的成员国，另外还有非常重要的六个央行之间的互换体系。但这一系列的流动性不一定能够被其他国家所获得。还有清迈协议，是东南亚的，它创造了一定的安全网。还有一些区域安全网是为某一些国家而设定的，但是它们的活动完全不互相配合。如果亚洲出现了危机，我不认为我们能从美国或其他央行那里获得流动性。

我们把这些机构叫做国际安全网的一个部分，这些机构其实可以形成我所说的国际安全网，但是这样的一个系统有很多的问题，前面的演讲者都提到这样的系统有很多问题，新兴国家获得的流动性太小了。

其次，这个系统出现了无效的情形，包括清迈协议，这是东南亚的一个体系，但是它根本就没有用过。没有一个成员国认为一旦真的出现危机的话，可以从那里获得钱。它们可以做什么呢？在目前发展的状态下，它们需要什么？如果要进一步扩大六大主要央行（欧洲央行、英国央行、日本央行、瑞士央行，加拿大以及美联储）之间的互换机制，如果加入中国的话（目前中国也是非常重要的一员），如果再加上新西兰央行、澳大利亚央行，此外还有其他几个新兴国家的央行。这样几个央行加到一起，我们就可以创造 15 个央行形成的全球安全网，那么这样的安全网可以起到很好的作用。

然而这些央行并不希望和其他央行，包括新兴市场国家的央行一起合作。当我们和一些中央银行对话的时候，它们其实并不相信其他国家的央行，它们认为这些央行不够独立，它们认为这些央行没有办法有效管理货币政策，它们会有各种各样的担心。但是它们也应该意识到，除非这些国家都加入的话，除非能够建立起这样一个流动性的提供方，否则如果任何一国出现危机（在目前这样一个金融一体化的时代，一国的危机是具有传染性的），就会把一国的危机传染到其他国家，所以你不管喜不喜欢，都要加入一些新兴国家的央行。纳入中国是有原因的，第一，中国是最大的新兴经济体；第二，中国是新兴经济体的重要中心；第三，目前中国有 31 个互换协定。

中央银行是非常关注风险的。第一是道德风险。而且中央银行如果从英国央行或欧洲央行借款的话，它们可以以自己的贡献率进行调配，包括提供共同的担保，就像韩国通过自己的股权提供了一定的担保，其实这个担保是可以很容易实现的。然后通过担保，你就可以加入到这样一个巨大的互换协定中。以韩国为例，2008 年韩国面临了一场非常大的危机，然后韩国通过与美联储的互换，获得了 320 亿美元，虽然这不是很多钱。我们花了一个星期的时间进行谈判，最后采用了这样的互换协定，使得市场情绪一下出现逆转。那么多中央银行都在我们后面支持我们，它们都愿意提供流动性，这样的话，对那些投机者就不利了，这也有利于国家走出危机。

我们再来谈一谈中国。中国已经建立了 31 个双边互换协定。我认为中国必须参与到建立全球金融安全网的建设中，因为它是重要的一员，我们完全有原因让人民币参与到



巨大的安全网中。

东南亚地区也与其他地区合作建立安全网，包括与中国建立九个双边互换协定。因为这些东南亚国家都非常依赖中国的出口和进口，中国作为这些国家的贸易伙伴的地位非常重要，它们的增长其实取决于中国的增长，取决于中国经济的表现。所以它们的金融稳定性，也取决于中国的金融稳定性，所有这些亚洲国家都需要中国的市场。在金融安排方面，它们把中国看作是亚洲地区的区域金融中心，而中国会成为全球的金融中心。还有就是中国股市的表现与东南亚股市也有关联性，现在尤其显得突出。从东南亚国家的角度来看，东南亚地区与人民币的互换也越来越大。我们来做一个简单的计算，人民币 1% 的变化，会导致东南亚的货币 4%-8% 的波动，这是一个非常接近的表现，中国货币与东南亚货币有紧密的关联性。

中国能够做什么呢？我们希望它能够把这九个双边互换，变成一个亚洲互换网络，亚洲互换网络必须是多元化、多边化的。也就是说，那些非中国双边协议成员国，它们也要与其他亚洲国家建立这样的一个互换，不仅和中国，还有其他国家，包括韩国，它们要与其他成员国建立这种合作协议。其次，互换带来的利润应该允许在必要的情况下变成系统中的某种主要货币。我们应该能够把这些收益变成欧元或美元。亚洲互换网络的设计应该成为互相协作的全球网络的一个组成部分，我们也在提出建立这样的一个国际网络。亚洲的互换协议必须要涵盖清迈协定。中国能做的就是积极参与到建立全球安全网的过程中，同时也应该建立亚洲的区域安全网，这是我们对亚洲金融网的期望。



## 讨论

**Sidarth Tiwari:** 我们这边时间已经往后拖了，每一个嘉宾只给 3 分钟。

**徐明棋**（上海社会科学院研究员）：3 分钟是吧，其实我准备了 15 分钟的评价，那我必须缩短一下了。这 5 位嘉宾和我们分享了金融安全网的各种信息，包括在面对金融危机时的各种作用。

我认为全球金融安全网在提供流动性方面，至少有三个角色。第一个角色，减少金融市场中面临的偶然冲击。第二个角色，能够为那些有暂时流动性短缺的国家提供流动性。第三个角色，就是提供一定的保险。对那些需求推动经济发展的国家，提供一定的保险，给它们提供稳定的金融环境。

国际社会对安全网的问题，其实并没有得到详细的探讨。安全网不管是国际的、区域的、国内的，多边的还是双边的，各种机制都有各自的问题，我不能讲得非常详细。投资者和借款人都有道德方面的风险。一些批评，包括资金的提供，都会因此而受到影响。

第二，这些安全网只提供暂时的流动性。这样的一种流动性和金融危机之后的长期恢复计划是不同的。既然是暂时流动性的提供，一般这样的流动性，不是依靠条件的，是依靠借款人的评估和意愿，是根据它们之前的一些行为来决定的。但长期借款是需要各种条件的。这些条件是会面临很多的批评，国际社会需要就此建立一定的原则和共识。一种批评是关于过度保护，即对借款方或投资者的过度保护，对此有不同的观点。

第三，金融安全网的问题，其实和获得资金的能力相

关。有些很穷的国家，包括那些非常脆弱的国家，它们金融基础非常薄弱，这些国家其实都需要外部的资金支持，但是它们借款的能力非常有限。其中一些国家可能不是非常重要的国家，但如果它们有问题的话，它们的问题依旧可能会形成一系列的连锁反应。

说到金融安全网，流动性是非常重要的。但同样重要的，是安全网在提供信息方面的重要性。这样的安全网要求大家采取共同的行动，要能够打击那些过度投机的行动，这些投机行动是金融危机和不稳定性的主要来源。如果我们建立起这样的安全网，能够提供信息分享，包括市场中的信息分享，我们就能够采取共同的行动来面对这样的投机行为。如果能够做到这点的话，我们才能够真正具有金融的稳定和安全性。即使不拿起一大笔钱，我们依旧能够有效地应对这些风险。因此，我希望 G20 财长和央行行长会议能够达成共识，并且达成一些协议。谢谢。

**陈竹**（上海发展研究基金会研究员）：首先我要向主办方表示感谢，感谢邀请我参加这次会议，也非常感谢你们非常精彩的发言和分享。由于时间的关系，我只能简单讲一下我的想法。

就全球金融安全网来说，目前为止已经达成了很多的共识，也就是建立起一个多层面的网络来解决流动性的冲击。通过双边和多边互换货币的协议，IMF 在中心，而每一个机制都会起到它自己的作用。在危机的过程中，效率是非常重要的，我们接下来的任务，就是如何在不同的机制之间真正投入运作，如何进行协调使它们能够全面有效地协作。

我想要跟各位分享两点。第一，我们要加强 IMF 的职能，特别是能够达成全球共识方面的职能，同时在全球货币

互换的网络中也要起到更大的作用。在上一次金融危机中，IMF 已经证明了它存在的有效性，IMF 提供的信贷支持是非常重要的。

全球货币互换网络也必须要建立起来，但目前遇到了很多的挑战。比如，受到了国内授权的影响，中央银行无法应对道德风险的问题。因此，我们就希望 IMF 在达成全球共识方面起到更大的作用。同时，建立起相应的原则，为发达国家和发展中国家提供相同的转入和相同的信贷路径。我们也希望建立起正式的发达国家和发展中国家的对话机制。

第二，IMF 和 IFA（国际金融架构工作组，G20 建立的一个机制）之间的合作是非常重要的。从历史经验而言，这两者之间的合作应该遵循一些原则，包括对融资的监控，还有技术的支持，其合作的主要内容可能还需要进一步的讨论。IMF 和 IFA 有不同的机制和不同的标准，比如 IMF 不能进行某些金融行动，而 IFA 却有这样的要求。因此，我们建议，要建立起 IMF 和 IFA 之间系统的协调性。

另外，欧洲之前建立起了合作机制，就是由欧盟、IMF、欧洲稳定机制建立起来的网络，这在欧洲达成了很好的结果。我们可以借鉴这样的网络。

IMF 在全球层面上有巨大的优势，IFA 在区域层面上有很大的优势。它们两者必须共同合作，来进行对区域和对不同国家经济的监控。我们希望在 2016 年的时候，我们能达成一致，推动这两个机制之间的信息分享，这就是我的想法。谢谢。

**Sidarth Tiwari:** 非常感谢。马克说我们有 10 分钟的时间进行讨论。我向 Minouche 提出第一个问题，墨西哥的情况和亚洲很多国家是相似的，墨西哥能够把危机的形势转变

为积极的形势，资金的支持和预防性的措施都最终帮助它达成一个正面的结果，那么你觉得其他国家可以采取什么样的措施？我不知道答案是什么，所以我提出的这个问题，你知道有些国家没有办法获得资金。

**Minouche Shafik:** 我觉得墨西哥是一个非常有趣的案例，因为它是第一个采用这些最新措施和最新机制的国家。它也因此能够定义这些机制的运作方式。比如，采取一些预防性的措施，每年进行评估，建立起保险的机制。每一年评估都可以进行，却是保密的。每一个国家自己能够知道，如果出现危机的时候，它是否能够获得一些预防性的来自 IMF 的支持。

我们的机制，一个是针对个别银行的信贷危机。每一个月，我们会进行拍卖，而且每个月都进行，每个人都可以参加。同时，我们还有预警的或紧急的机制，这个紧急机制针对的是市场中危机，这是给整个市场提供的。这两个机制都是系统性的，是完全保密的，你不知道哪一个银行通过接触我们来获得流动性。

**Benoit Coeure:** 我可以从我们地区的经验来讲两句，我们也有这样的工具，有这种预防性的安排，当然这个工具不一定经常被使用。其实我们有两个国家都实施了这种非常大的债务重组的活动。它们也希望获得 IMF 的支持，但是最终没有进行，一个原因就是资本的成本。但在三年调整之后，它们也开始出现好转。它们在调整和重组当中，也取得了巨大的成功。它们的利率恢复到正常的水平。从政治和从市场的角度来说，要进行这样调整和安排，对于普通大众来说，对于整个市场来说，都是非常难以接受的。因此，有两三个国家成功实施了这种调整措施。它们的管理人员或管理

实施这些措施的人员也是来自于 IMF。

**Luiz Pereira da Silva:** 我有一个问题，还有一个评论。我的评论是对于 Sidarth 的，你的理论是非常棒的，而且非常务实。但其实你说的模式跟我们早上所说的模式是一样的。我觉得你举了一个非常好的例子。

我的问题是问 Minouche。我想问的是，为什么这个安全网是不完美的？我们把安全网弄的越来越完美，可能最后我们永远也不会满足。你对于希腊和欧洲稳定机制在未来的情形，有什么样的看法？还有当听 Minouche 分享的时候，我没有听到担保这个词。

**Minouche Shafilk:** 我先回答你的第一个问题，为什么这个安全网不完美。就是因为我们希望获得更大的控制，然后就牺牲了效率。每一个具有全球安全网的国家，相对来说都是不太有效的。因为继续保持储备的成本很高的，而且继续维持这样的机制也要很高的成本。我们现在建立的系统，可以让我们对于整个市场有更大的控制。如果我们没有这个机制的话，我们就要遵守 IMF 强加给我们的条件。我想，如果我们的储备积累能够更少，预警性的保险措施能够更好，中央银行之间的合作能够更好，这就是一个非常完美的世界了。但是在真实世界中，有很多失控的现象，而且问题的数量也绝对不是一点点。

**Benoit Coeure:** 对于希腊的问题，我简单回复一下。如何能够说服市场，这样的情况不会再发生？从法律角度来讲，我们不会采取这样的措施。欧洲的司法系统已经对这个问题讨论了几个月，所以我们是不会为希腊做担保的。从政府的角度来看，我并不觉得有这样的风险。因为对于希腊来说，目前的情况是非常不舒服的，之前的政府已经下台，

现在的政府试图解决问题。我觉得，它们不会希望再次回到原来的情景中。就这一个市场而言，希腊其实已经失去了很多资金。它们在 2012 年的时候，必须接受一些金融的措施。同时它们也经历了一些损失，当然也有一些受益。我觉得，希腊在这个过程中会非常小心。同时，欧洲稳定机制也可以在有问题的时候启动，这样就能够确保希腊不会出现曾经经历过的危机状况。

**Sidarth Tiwari:** 各位已经意识到了吧，我们已经没有茶歇的时间了。

**Domenico Lombard:** 我想要先回到前几位的分享。刚才那位演讲者提到了 IMF 改变它们的措施，同时它们也增加了一些对于认证和资格方面的要求。到目前为止，有没有什么计划来建立起借贷之间的联系？或者对主权债务进行重新定义或重整？

**Benoit Coeure:** 这是 IMF 的问题，就是 IMF 如何进行调整。我觉得 IMF 对此做出了响应，它们也做出了决定。因为从现实而言，IMF 并不是最后借款人，我们反而是事实上的最后借款人。我觉得 IMF 会考虑到现在的情形以及每个国家现在不同的状况。有的时候，我们提供贷款的期限比 IMF 长得多的。

**Ana Maria Carrasquilla:** 我的答案就是，到目前为止我们并没有这样的计划。如果讲到 FLAR 成员国的话，我们并没有这样一个机制。在接下来的几个月或者是明年，我们可能会讨论这样的可能性。但相对来说，较大的成员国可能会寻求 IMF 的帮助，因为我们没有足够的资金帮助它。这就是我们目前的情况。在 IMF 和我们之间并没有双边的协议。如果发生任何情况的话，比如说哥伦比亚发生了状

况，那么它们就会去寻求 IMF 的帮助。委内瑞拉目前也在面临一些困难。

**Turalay Kenc:** 我觉得 ESM 是欧洲的货币联盟。如果其他区域学习欧洲的经验，创造类似的区域组织或安排的话，那么 IMF 的作用又在哪里呢？我的观点是，如果 IMF 能够参与并且扩大金融网络的话，那么 IMF 可以在两个层面起到更重要的作用。首先，IMF 可以纳入更多的新兴国家。同时，IMF 可以给大型网络带来更大的影响。我的担心是，如果 ESM 作为成功的机制，那么其他区域也会做同样的事情。包括亚洲，它们也会做同样的事情。我们知道，如果中国同意的话，它们就可以创造类似的机制。

**Benoit Coeure:** 我也希望，中国、亚洲，还有其他地区能够向欧洲学习，来建立类似 ESM 的机制。根据过去几年欧洲的情况，ESM 其实并不是欧洲的货币基金。因为 ESM 并没有做 IMF 的很多事情。所谓的货币基金在欧洲是由好几个部门承担的，包括欧洲中央银行，包括欧盟委员会等等。

IMF 是有所有这些功能的，但是 ESM 没有这些功能。你如果把欧盟其他机构加进来，才可以称它为所谓的欧洲货币基金。让这些机制能够与 IMF 相协调，这一点非常重要。我们今天早上谈到了，在全球化的世界中，在国际货币体系中，没有一个组织能替代 IMF。但 IMF 不可能什么都做，因为 IMF 只有这么多的资金。而且我们关于什么是正确的经济方法，还有很多的争论，并不是所有的经济学家都会同意同样的方法。我们刚才谈到欧盟的条件，包括 ESM 的条件，没有 IMF 那么严格。IMF 有时比较严格，也就是说比 ESM 更加严格。这是一个学习的过程，但是我们已经能够



成功了。学习 IMF 是必要的，但我现在担心如果有太多的机制出现，人们反而会忽略了 IMF。

**Turalay Kenc:** 关于条件，当初在美联储那里只有一个条件，就是不要介入 IMF 的市场。

**Benoit Coeure:** 互换协定其实是全球协议的一个部分，但是我认为这不是唯一的部分。

**Benoit Coeure:** 这个问题主要问 Klaus，你是否认为应该有多机制，多个债权人？我们知道 IMF 和 ESM 有些类似，但是我们知道，它们从 ESM 可以获得更多。

**Klaus Regling:** 我想先就墨西哥做出评价，我们知道墨西哥在这一点上是领导者，这就是为什么墨西哥从中获益。墨西哥是首先进行互换协议的国家，其实当它拿钱的时候，它并不需要钱，因为当时油价非常高。

关于危机的预防和解决，我们谈到了互换的规模，如何划分。我觉得有两个方面，第一是我们需要与 GDP 相关的债券，一方面是它们非常缺乏流动性。我们要问，一个国家该如何进行债券的重组？我们如何找到债务重组的时间点？

**Benoit Coeure:** 我觉得，当你把 IMF 和 ES 做比较的话，就可以看到一些差别。刚才有位同事问，什么时候进行债务重组，这是一个很好的问题。其实希腊早就出现了债务重组，是在 2012 年的时候。你可能觉得这样的重组是不够的。到底什么时候去做，真的是非常难做的一个决定。也许不应该在 2012，应该在 2011 年就进行债务重组。

**Minouche Shafik:** 我认为在未来我们应该开发与 GDP 相关的债券，这是一个非常敏感的问题。那么一个国家到底要付多少？如果一个国家开发与 GDP 相关的债券的话，其



实可以非常有效地应对各种冲击。

**Jonathan D. Ostry:** 美元互换协定以前并不存在。其实我们知道，它肯定只会授予一些合格的国家，它一定是非常有限的，其他国家是无法获得这些互换资金的。在经济体系中，很多时候你会看到一些刺激政策，你制造了一个大危机，你不断去借，可能危机只会变得越来越大。所以，国际金融架构首先应该进行预防，告诉你不应该进入到危机中，这个时候你应该避免危机，你应该采取各种预防机制避免出现过度的借贷，这是我的观点。

不同金融体系之间的互动是非常重要的。有一些国家可能缺乏足够的纪律。我们看到 IMF 的纪律性在不断削弱。机构之间会互相进行竞争，它们不会说有两个机构做同样的事情，那就照 IMF 的方法来做，所以我们可以知道问题的来源。

**Sidarth Tiwari:** 我们一起鼓掌感谢各位嘉宾的精彩演讲。

## 第四部分：一个多极货币体系下国际政策协调的基础以及 G20 所扮演的角色

**Benoit Coeure**（欧洲央行执委会成员）：大家下午好，这部分的主题是关于国际货币政策的协调。我们也希望有机会把今天整个会议做一个总结，在这里，我们谈到几个重要的话题，包括危机预防等等。我来介绍一下演讲嘉宾 **Luiz Pereira Silva**，他是国际清算银行副总裁，巴西银行原行长。

### **Luiz Pereira Silva：国际层面与国内层面的政策协调**

**Luiz Pereira Silva**（国际清算银行副总裁，巴西银行原行长）：非常感谢会议邀请我。政策的协调能在国内层面上和国际层面上实现合作和金融的稳定性。G20 会议或布雷顿森林体系，它们能够有效吗？能够预防危机吗？也许更为重要的是，能够结构的改革呢？能够增加国家层面上政策的实施吗？就预防的角度而言，我觉得历史上已经有一系列记录，有好也有坏。在这一个危机之前，确实存在一些脆弱性，也就是说，有一些相应的指针让我们了解危机会发生。比如说全球收支不平衡，过度的经常项目赤字，政策套利，过度的资本流动，过度的借贷等等，都是一些信号。如果回到危机前的这个阶段，有一些问题我们是提前预防的，我们可以识别出这些因素，然后预防危机的到来。但是，这样的做法是不是能真正解决金融周期所带来的负面影响呢？我还是心存怀疑，因为金融周期的本质其实是与国内的政治经济相关的，通常国内的政治经济会起到很大的

作用，而国际环境相对来说关系较小。因此，到目前为止，我们所看到的这些组织所达成的结果是混合的，也就是说有确实预防到的案例，也有未能够预防到的案例。

第二，我们知道有一些成功的案例。比如说 G20 对金融危机做出了政策方面的反应，在监管上有加强。通常情况下，这样的反应都是在 G20 的构架之下进行的，但是国内的因素变得越来越重要，国内的政治经济变得越来越难以应对，因为国内的债务水平过高。要同时实施逆周期的措施和货币措施，相对来说是比较困难的，在实施这个货币措施之后，最后我们发现这个货币措施成为唯一的措施。其实到目前为止，并没有一个平衡的方案来应对这个危机。我们进入到一个模式，要使用越来越多的货币监控措施。当然，这样的一些措施可以帮助整个世界脱离大萧条，但持续使用这样的货币政策，持续进行这样的资产收购项目，可能会让债券利率下降到 0 以下或进入到负利率，减少收益率。当然每个人都希望使用这些工具，至少帮助我们获得更多的投资信心，能够获得更多低成本投资的信心，并且促进平衡的发生。但是非常遗憾的是，我们并没有看到这些情形发生。不知道是不是因为我们在刺激方面走得太远了，还是因为在架构方面的原因，这么大型的信心刺激并没有在这个国家中造成巨大的影响。如果说在最初的时候有非常积极的协调响应，也就是在财政政策和货币政策之间实现一个平衡的话，我个人认为 G20 和相关机构做得不够好。

就改革而言，G20 有能力说服政府，我们更需要结构调整和结构改革。从技术角度而言，所有的这些改革，比如资本市场的改革，还有劳工市场的改革，以及更加谨慎的金融框架，这些措施都是基于国内的政治条件。而国内的政治并

不接受这些外来的想法。我来自于巴西，在我们这个机构中也有来自欧洲、美国的工作人员，这个系统目前已经趋于稳定。但是这些措施所带来的副产品，导致了过于简单、过于一致的反应。结构重组其实是根据各个不同国家的情况进行的。G20 这样的国际组织，如果说要逆国内的形势而行，其实是非常困难的，就这个角度而言，我们应该要给 G20 打一个低的分数。

**Benoit Coeure:** 非常感谢 Luiz Pereira Silva，希望你的学生将来会获得更好的分数。你讲到在一些事件中，我们的协调并不是非常成功，更多的可能是出于国内的政治和经济原因，导致协调工作不一定成功。接下来我们转向另一个维度，有请特里芬基金会副秘书长 Christian Ghymers，主题是“国际货币体系的内置去稳定器：如何解决它？”

### **Christian Ghymers: 国际货币体系的内置去稳定器：如何解决？**

**Christian Ghymers**（特里芬基金会副秘书长）：我要感谢这次的会议主办方给我们这次机会来分享我们的看法。我希望能跟各位共同回顾一些最基本的概念，因为我们要解决的一个主要问题就是，美元过度主导的问题。

IMS（国际货币体系）的内在职能是试图兼容基于“n”个主权国家的“n”种货币。为了保证全球增长，并锚定价格水平，简单的解决方案是，采用由多边清算机构发行的第“n+1”种货币。这样一个多边清算机构，可以作为最后贷款人，并发行该货币，这是解决协调方面的问题的最简单的一种方法。

以我们现在的情形，要解决这样的问题是很困难。但是如果我们有“ $n+1$ ”货币，就很容易了。我们比较自由的国家都可以来享受这一个机制。我不想再向各位重复什么是特里芬难题。非常遗憾的是，很多学者仍然相信，浮动汇率会解决所有的问题，其实并非如此。最明显的一个原因就是对于美元的巨大需求，即使是实现了浮动汇率之后，问题仍未解决。最近得到了一个证实，就是银行系统对于杠杆有内生的反应，又有顺周期性的特点。到目前为止，特里芬基金会似乎是唯一的一个声音，主张浮动机制并非是解决方案。因为，在这个过程中，对于美元储备的需求，会导致不对称，会导致特里芬内生的矛盾。由于其他国家的自动贷款，导致美国的外部约束减弱，全球经济失衡。同时，美联储的货币政策会导致自动的溢出效应，这是因为美元所充当的角色。当其他国家再一次注资美国经济的时候，美国货币的基础就会增加，这种过度的特权事实上是一种国际流动性的管理，可以说是最难解决的一个问题。我不想要对这个问题再作详细说明，因为你们已经非常熟悉了。还有就是美国较低的就业率使得财政更加困难，要求美国更多实施凯恩斯措施，在全球的范围内这可能导致更多的流动性，可能会产生更多的风险。

有一些新兴国家可能会有储蓄的增长，这就创造了一个不对称的金字塔。在外部约束方面，在融资成本方面，还有就是投资效益和估值效果方面，随着国际跨境银行交易的不断增长，美国的货币政策可以说定义了全球的货币周期、金融周期。由于银行跨境活动不断增加，再加上美元在全球的作用增加，从美国的角度来讲，美元的溢出效应其实只是银行过剩。

那么解决这种不对称性的方案到底是什么呢？其实就

是使用一种多边货币。是更为现实的手段，就是通过多边货币来将溢出效益内生。美元的积极效益是帮助经济增长，中国就是其中一个很大的受益者。我们必须寻找解决方案，而不是批评现有的状况，我觉得最佳的解决方案，从逻辑上讲，就是建立一个多边货币，把这个多边货币作为多边提款权，而这将会成为一个国际货币，它也将成为“n+1”货币，我们将有一个对称和中立的国际货币。这样当建立储备的时候，就不会增加这一些国家的债务了。因此，这个解决方案就是将 IMF 变为一个国际性的中央银行，同时可以建立起一个多边提款权，叫做 MDR。操作方式是非常容易的。第一，按照相同的价值，直接由中央银行兑换一部分的国内资产，这样是不会增加国内货币的。第二，就是中央银行可以发行自己的债券。我们相信建立一个 MDR，就是多边提款权的做法，应该也是有所帮助的，可以解决全球通货膨胀系统性的问题。

我必须坚持的一点就是，根据我的想法，今年对我们来说具有一个历史性的机会，我们可以进行一个历史性的转变。我们其实不需要任何新的机制，我们已经是有了 IMF，我们已经有 SDR，我们所要建立的就是一揽子货币和提款权。感谢主席，也非常期待能够听到各位的反馈。

**Benoit Coeure:** 接下来，我们请出黄海洲，中金公司董事总经理，他的主题是“锚定不断变化世界中的国际货币和金融体系”

## 黄海洲：锚定不断变化世界中的国际货币和金融体系

黄海洲（中金公司董事总经）：首先，我要感谢主办方

邀请我参加本次会议。我想跟大家来谈一谈三个重要的话题，第一个话题是我们现在处于什么样的情况，第二是我们需要什么，第三是我们该怎么做。

前面的几个演讲者谈到，我们的确是在一个不断变化的世界中。前面这位演讲者谈到了特里芬难题，这其实也是我演讲的开始。1973 年布雷顿森林体系瓦解，这个世界经历了一个非常艰难的周期，整整十年的艰难时期。后来实现了《卢浮宫协议》和《广场协定》，控制了欧洲的通货膨胀，我们都知道当时的历史。后来出现了布雷顿体系二期，全球的金融体系还是以美元为中心，美元不再盯住黄金，大部分的亚洲货币都盯住美元，中国和日本都是如此，东南亚和拉美都是如此，所以美元在第二个体系中起到了至关重要的作用。

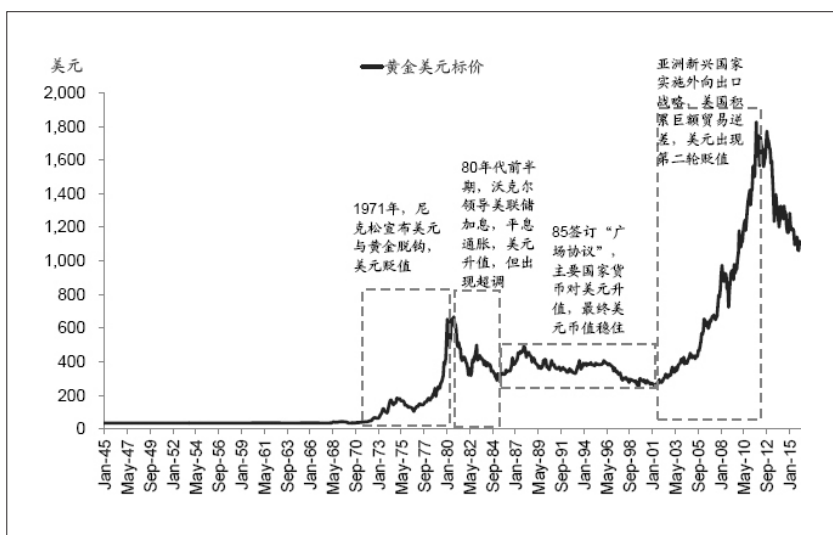


图 1：二战后美元走势和全球货币体系变化



2008 年金融危机之后，世界发生了很大的变化，我们处在一个不同的世界当中，即使美国经济也没有以前那么强劲了。为什么世界经济的恢复如此疲软？我们知道，之前国际社会用了两个协定来重新恢复国际货币体系的信誉，通过《广场协定》和《卢浮宫协定》重塑汇率的稳定。

**寻找均衡。**1985年，过于强势的美元导致G5财政部长和央行行长在纽约达成“广场协议”，同意推动美元贬值。然而美元贬值的速度出乎意料的快，到1986年下半年，日元对美元升值达40%，对日本出口商造成极大打击。

最终，1987年2月，G7财长在卢浮宫会议上达成协议，同意将美元稳定在当时水平。在这之后，直到2000年左右，美元汇率基本保持在一定幅度内波动，没有出现70年代初期的大幅贬值，也未出现80年代初期那样的大幅升值。



图 2：“广场协议”和“卢浮宫协议”：寻找均衡，最终稳定

美国是全球经济的领导者，美联储控制了通货膨胀，使得通货膨胀不再恶化，这一切就为全球的经济复苏奠定了基础。图 3 大家一定都非常熟悉，这其实就是十年期的债券，美元债券和德国债券。现在，我们面临新的危机，通货膨胀太低，很多国家都面临着通缩紧缩，很多国家出现了负利率。我们要问，IMF 都做了一些什么？我们觉得需要两个重要的行动。



第一，就是建立外汇的稳定性，我们中国的人民币也包括在其中，还有发达经济体的欧元和日元，这是我们要解决的最重要的问题。



图 3：美国与德国的国债收益率

第二，全球的央行需要一起合作。欧洲央行、美联储、日本央行、英国央行都需要合作。目前我们应该超过七国集团，进入到 20 国集团的时代，这样我们才能实现协调的合作。我为 IMF 工作了很长的时间，IMF 的观点是我们同意的，我们需要有更多的参与者才有更多的信誉，Yung Chul Park 教授谈到这一点。我们需要更多的工具，更多的参与者，同时我们还需要更好的协调，更重要的是我们需要更强大的中央银行。

**Benoit Coeure:** 刚才你提到我们需要更多的工具，我们今天也谈到需要更多的工具。你还说我们需要更多的参

与者，还说到了各种历史的观点。我们回顾一下，自 G5 和 G7 以来，现在发展到了 G20 集团，现在有很多的参与者。

**Luiz Pereira Silva:** IMF 和 20 国集团是否有足够的工具，去应对现在世界所需要的协调吗？我们看到 20 国集团的缺陷，也就是说，我们的愿望并不高。IMF 是一个基于条约的组织，所以它有非常重要的法律基础。而 20 国集团，海洋 G5、G7、G8，其实都是以自愿为基础参与的集团，没有人有必要去进行承诺，因为没有这样一个机制。这一点非常的重要，这些机构其实并不是非常有用，但是我相信它们是非常重要的，它们起到了非常重要的角色。

因此就引发了另外一个问题，那些能够进一步加强 20 国集团权力的人，他们到底有没有很好地使用 20 国集团？他们在 20 国集团中并没有一个正规的秘书处，而主席国每年都在轮换，而且它的机构并不是运转很有效。你们告诉我，20 国集团的战略是什么？墨西哥做主席国或希腊做主席国时，那时的战略是什么？我们记得澳大利亚是去年的主席国。这样的一个轮回主席国机制，每一个国家都有自己的一个新战略，不同的战略实际上弱化了 20 国集团的效力。

20 国集团为什么这么重要呢？因为 20 国集团及其权力的产生是来源于金融危机。2008 年在伦敦，各国首脑非常戏剧化地、非常认真地寻求一个承诺，当时他们作出了很多重要的承诺。这就引发两个问题，第一，就是他们能够兑现承诺吗？他们是不是必须有义务来实施？这需要很长的时间。在伦敦，人们作出了两个很重要的承诺，一是增加 IMF 的资源，二是改变 IMF 的治理。这是通过新兴市场的参与，包括中国的参与来实现的，这需要好几年的时间去实现。IMF 是基于条约的组织，需要各国的支持。但是直到

最近，这些承诺才开始付诸实践。这意味着什么呢？我们应该希望 20 国集团去进行这样的政策制定？还是要让 20 国集团成为一个危机期间相当高效的会议机制呢？

20 国集团与 IMF 是两种不同的做法。我本人很多年之前就参与在 IMF 的工作中，早在 1980 年代的时候我就参与了。《广场协定》是非常成功的，为什么能成功呢？因为他们当时清晰定义了目标，那就是关于汇率的安排。当时美元是在山顶上，但只需要一点点推力，美元就会从山顶上滚下来，当时日本非常胆小地向美国人屈服了。我们有了一个新的汇率的安排，于是政策制定者一个星期就签订了《广场协定》。我们首先要有一个愿景，然后也需要有更加全面的协调，包括财政政策的支持。我们不能让一方去做不利于它的事情。是法国推动了协调，就像在象棋上那样，你往这儿走，我往那儿走，于是才出现了合作的概念，合作就是分享我们的信息，分享我们的经济方式。

我们来做一个总结，在金融市场中，关键在于我们不能浪费时间，因为金融市场中的一切都是发生得非常快的，而且可能会影响市场的情绪，这与以前是非常不一样的。我们需要持续的合作，还是仅仅在危机的时候需要合作？还记得在 1980 年代的时候，我们谈到了合作，德国人并不喜欢。德国人把它叫“灭火战”，我们有一些救火车，平时不会需要它们，只有在救火的时候需要。

在 20 国集团中，我们现在谈的都是行动计划，在座的每一位都谈到了计划。我要谈到的就是，行动计划如果没有行动的话，这个计划一点用处都没有。这个系统的设计，不仅要看设计得好不好，要看执行，执行是非常重要的，这就是我的讲话。谢谢大家。

**Benoit Coeure:** 让我总结一下刚才演讲中所说的。在这个讨论当中，我们似乎对协调过程有一个非常悲观的想法。很多参与者对于不同的事情，可能会有不同的想法，而整个的协调也变得越来越困难，你们也以不同的方式表达了这种想法。如果我们遵循这一个想法的话，可能我们会非常悲观，就是这个协调只有在很大的冲击和危机下才能够实现，那时候大家不得不互相合作与协调，就好像在 2008 年金融危机时一样。但是我觉得我们不应该得出这样的一个结论，就好像是刚才这位演讲者所讲到的救火的故事。

我们觉得我们是有学习能力的。G20 中有许多相关人员也在这个过程中有很多的学习。当两个人坐下来时，他们不一定总是玩同样的游戏，有的时候可能在打桥牌，有的时候在下国际象棋。我相信我们应该能够更好地合作，刚才你们都已经提到过了，我们需要更好的协调来实现金融的稳定。在没有事情发生的时候，也许 IMF 没有发挥很大的作用，就好像救火员在没有发生火灾时在玩牌一样。我希望如果我们要解决问题的话，我们应该要达成一致，我们可能不会把它称之为华盛顿共识，但是我们需要达成一定的共识。我们需要了解并且能够选择正确的工具，我们不应该放弃，我们应该继续进行 G20，这样我们就能在下次危机来临之前做好准备。

下面一位演讲者是上海交通大学教授潘英丽，她的主题是“多级储备货币体系及其内在稳定机制的构建”。

## **潘英丽：多级储备货币体系及其内在稳定机制的构建**

**潘英丽**（上海交通大学教授）：很抱歉，我将用中文来

发言。我想讨论的是储备货币体系和机制的构建。我想要讨论三个问题。

首先，当前的货币体系具有很大的不稳定性。目前我们改革的重点应该放在构建国际货币的稳定机制。为了这个稳定机制，一是要构建国际货币合作和协调机制，特别是系统重要性国家的货币政策应该有所协调。二是考虑在联合国框架下引入托宾税，因为现在全球有太多的相关依赖，而我们严重缺乏国际公共品的供给。

在金融产品中，有非稳定性和发生危机的可能性，我们的公共资源是非常缺乏的。在 1998 年东南亚金融危机的时候，我们有很多讨论，但是在全球金融稳定框架方面，并没有实质性的进展。最早的是国际收支的问题，也就是我们今天讲的全球不平衡。特里芬难题是一个内在的矛盾。国际上已经有学者提出了它的现代版，就是国际市场的的需求很难由美国财政体系支持，国际上对储备资产的需求无法由一个大国的财政体系来提供。这是我们当前面临的一个比较大的问题，这个问题我们称之为经济多极化和美元储备单极化的冲突。这个冲突在未来二三十年中会非常严重。我们有一个预测，2016 年全球经济格局会发生重大变化，特别是经济的重心会向亚洲转移。

第二个我想讨论的问题是关于美元的需求，要分为交易需求和储备资产需求。我们今天讨论的，比如说双边互换，多边互换，包括国际清算等等的安排，更多的是满足交易需求。至于储备需求，SDR 恐怕都不能够满足储备资产的需求。这里我举一个中国的案例，中国的外汇储备到底发挥着什么样的作用？外汇储备最原始的功能主要是用来满足国际支付和清偿需要，这至少需要三个月的进口额。图 1 显

示，2009 年我们的外汇储备相当于三个月进口额的 9.5 倍。

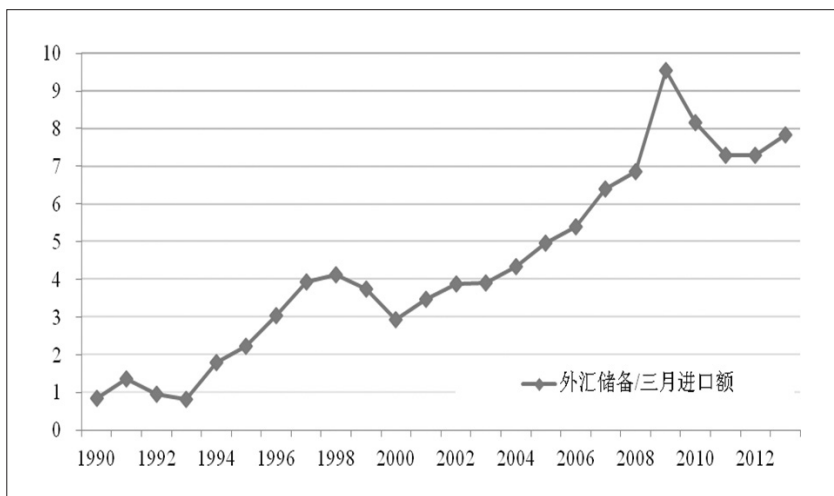


图 1：作为国民财富的中国外汇储备规模

东南亚金融危机以后，外汇储备出现了第二个功能，储备资产的功能。我要说的是，在中国，包括亚洲很多国家，其实外汇还有第三个功能。今天的经济全球化，已经从原来的水平分工转到今天以产业链全球价值分工的体系。中国 and 很多国家都参与到产业链的环节，在这种情况下，这些国家积累的财富，更多的需要以海外资产的形式存在，这就产生对海外资产的需求。从这个角度来讲，经济多极化需要扩大国际货币储备资产。所以，未来多极的储备体系才是相对比较现实的。我们今天是从单极到多极的过渡阶段。

全球需要管理这个过程。从单级走向多级的过程是不稳定的，是需要管理的。我们怎么来管理这个不稳定的系统呢？上世纪 60 年代，美国学者在全球推行浮动汇率制度，

他们想通过浮动汇率制度减少对储备货币的需求。今天我们可以看到，这个目的没有达到。汇率的大幅度波动以及国际短期资本的流动，带来了新兴市场经济体更多的金融危机，它们因而产生了自我保险的需求。大家可以看到，2005 年以来人民币是不断升值的，但是中国的贸易顺差并没有因此而减少。我们加工产业的出口，都会转变成贸易顺差，汇率的调整并没有解决国际收支不平衡。

从图 2 我们可以看到，四个发达国家的政策性利率几乎接近 0，而且从 2008 年到现在已经维持好多年了。图 3 是美国股票市场和美国经济的的增长，我们可以看到这个泡沫正在形成，美国的金融已经凌驾于实体经济之上。我的学生何知仁早上有发言，他对全球流动性的研究发现：发达国家的流动性有大幅度萎缩，而新兴市场经济体的流动性增加了一倍，从这个角度来看，危机以后的新兴市场经济体面临更多的爆发危机的风险。

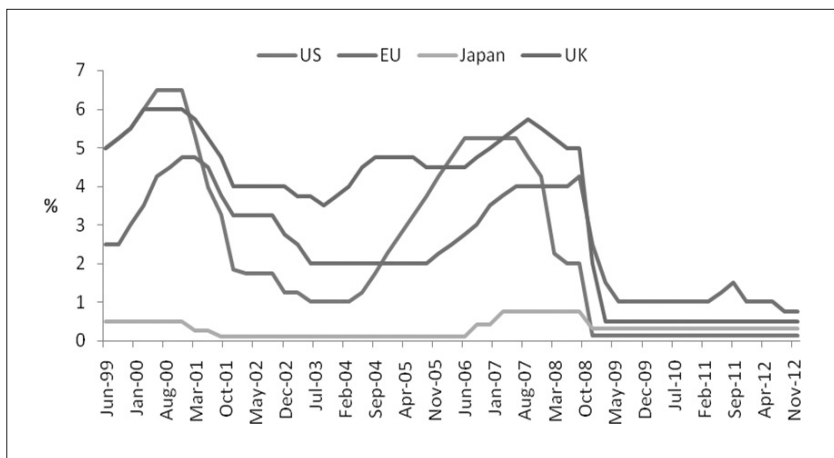


图 2：发达国家政策利率与 QE



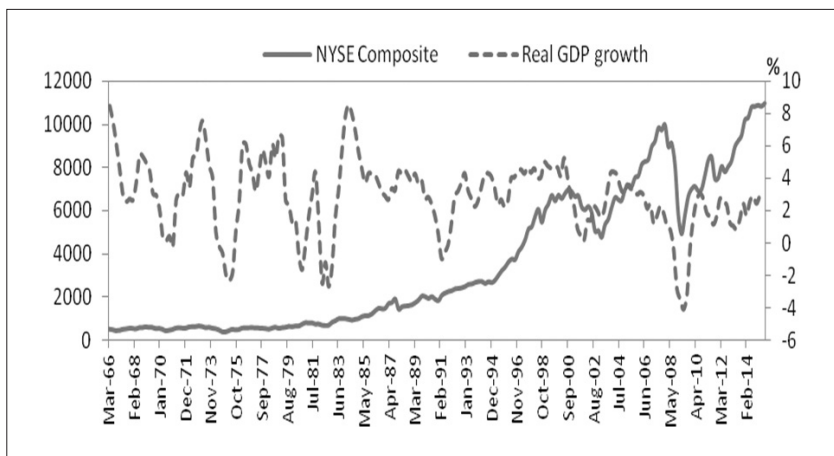


图 3：纽约综合指数上涨近万点

中国虽然是一个资本管制的国家，但通过相关数据可以发现，资本的流入仍然对中国股票市场泡沫的形成有先导的作用。中国股市在 2015 年 6 月 15 日以后开始崩溃，这里面也有一个先导作用。从这个角度来看，国际货币体系改革的重心应该是构建国际储备货币资金和汇率的管理。我建议：考虑在 SDR 一篮子货币的基础上，五个国家再加上 IMF (5+IMF)，构建国际货币的协调机制，通过更多的交流做出一定货币的协调。第二，有没有可能在联合国的框架下，实行托宾税。为了让各国引入托宾税的积极性，可以由各国政府来分享部分托宾税，剩下的部分用于构建全球层面的三大基金。第一个是全球金融的稳定基金，第二个是发展基金，第三个是全球维和基金，以此解决现在全球范围内国际公共品供给的严重不足，解决二战以来国际安全主要由美国提供的情形。我们不能指望美国继续提供这样的公共产品。中国也没有这样可能，中国是人口大国，而且老龄化趋势非



常严重。所以需要找到一种公共财政资源，这对全球有非常大的效应，希望能对此进行更多的讨论。谢谢大家。

## 讨论

**乔依德：**现在是讨论的时间了，首先我邀请徐洪才先生进行 5 分钟的评论。

**徐洪才**（中国国际经济交流中心经济研究部部长）：非常感谢乔秘书长的邀请。我讲三点。我觉得几位发言者讨论的非常好，直面问题，主要是各自以国家为主体的利益上的诉求和公共产品缺乏的矛盾。这表现在美元周期性贬值导致的全球资产的波动，还有在金融危机以后，出现货币政策不平衡的问题。尤其是目前，大家感到发达国家过度使用货币政策导致资产出现泡沫。最近一个时期，中国的资本市场的调整和外汇市场的波动，也已经反映出来了。实体经济结构性调整，一直很滞后。因此，大家关注未来一段时间全球经济可持续发展的问题。现在是动力不足，在动力转换的过程中，如何保持全球经济的可持续性，推动强劲的、平衡的发展，这里是见仁见智。

我觉得，大家也提出了一些解决的方案。比如说，特里芬基金会副秘书长提出，把 IMF 改造变成多边的金融银行，把 SDR 改造成多边的提款权。特别是潘英丽教授提出引入托宾税，创造公共财政资源，并在这个基础上建立三个基金用于三个重要领域。我觉得这都是非常有积极意义的。中国现在是 G20 轮值主席国。今天 G20 各大成员国的财长和央行行长都在我们身边，在我们旁边开会。

G20 是在应对金融危机的过程中应运而生的。现在，面

临全球经济可持续发展以及金融稳定的问题，要建立长效机制。这个机制在哪里，大家似乎还没有找到答案。因为 G20 本身不是强制性的，它没有强制性的执行，也没有一个常设的秘书处。因此，它形成共识很艰难，而且形成共识后，各成员国落实的时候效果也差强人意。与此同时，对于联合国在全球发挥的作用，实际上大家是比较失望的。那么在这种情况下何去何从？希望在这个基础上提出一些建设性的、可操作的一些解决方案。这可能是 G20 面临的任务。我非常感谢各位提出的很多建议，对我有启发。但是我自己感觉，很多问题也没有想好，没有解决问题的答案。很遗憾，大家提出了很多问题，但没有提出解决的方法，这可能是我们未来共同努力的目标。谢谢。

**乔依德：**在座的各位如果有问题的话，都可以提出。先请 Aaron 提问题。

**Aaron Torenll：**我有两个问题。我今天所听到的是通货膨胀非常低，我们很担心通货紧缩。假设我们有一个像前面演讲者所说的机制，就是世界中央银行，而有些国家有很高的债务，那么请问这样的一个世界中央银行能不能起到应有的作用？

我问黄先生的问题是，中国的增长非常迅猛，中国很有可能成为世界上最大的经济体。那么，对于中国的通货膨胀和货币政策，我们是不是要担心它？

**乔依德：**我们先把所有问题都搜集好，然后大家再做回答，有请 Park 教授。

**Yung Chul Park：**请问 G20 创立以来，这个机构有没有增加它的有效性？有一位先生说，我们可以让 IMF 成为国际的中央银行，但是你没有国际纳税者。这是我的问题。

**Domenico Lombardi:** 谢谢主席先生。G20 不是 G7，G20 的成员和 G7 的成员不一样。我们知道 IMF 和 SDR 都是按照布雷顿体系建立起来的。G20 和 IMF 是相辅相成的。到底哪一个机构有效？我们先不去谈，但它们之间是相辅相成的。

第二，G20 涵盖了发达经济体以及新兴经济体，同时涵盖了最高领导层面对济和金融问题的磋商。G20 不是基于条约的组织，所以它更加灵活，可以有更快的反应时间。在危机出现的时候，G20 能够以很快的速度响应，这一点也非常关键。如果要在国际组织之间形成合作的话，我想它有很多的限制。它们的任务也会对它们的行为有所限制。所以，我们看 G20，应该从优势的角度去看它。

**Il Houg Lee:** 我之前在 G20 待过一段时间。我认为，机构改革主要是受国内政治的牵连。所谓的结构改革，公众是很难理解的。所以媒体们往往只会关注金融问题。G20 没有秘书处。在全球有一个趋势，就是创造国际机构，但国际机构里的过度程序化反而会成为推动一些举措的障碍。

**乔依德:** 接下来，我们请各位进行回答。

**Christian Ghymers:** 谢谢主席先生。我们并不认为所谓中央银行的解决方案是一个灵丹妙药。我们只是想让它变得更加简单。我们来对比一下我的解决方案和目前的情况。我们可以看到，目前的情况是我们花了很多精力在多边组织上。但我发现，在那里决策并不能很高效地做出。

关于 Yung Chul Park 教授的问题，任何全球的纳税者，还有全球流动性，它们的本质都是一样的。如果你有管理委员会，根据各种目标，其实根本没有必要需要全球纳税者。

一些大型银行会破产，谁会为此而买单呢？问题是到底

谁在为此买单？没人为此买单。IMF 也没有必要去拯救你，这没有什么差别。

**乔依德：**也许在晚餐的时候，你们可以进行更多探讨，现在海州反馈。

**黄海州：**我只要回答一个问题。说我们生活在一个多变的世界中，经济每过三十年就会有一个大的变革。我们需要找到新的矛盾点，原来的矛盾是高通胀和低增长，而现在是低增长和低通货膨胀率。现在好多个中央银行，其实是想提供毫无限制的流动性给它自己的经济体，使它能够重新的启航。这样的做法可能会产生负面效应。这就是为什么我们认为，应该进行反思，我们需要共同来协调，特别是在以下两个领域。第一个领域，就是如何管理全球的通货膨胀，其实管理通货膨胀不是某一国的任务，而是一个全球社会的任务。第二个领域，就是我们必须要在主要汇率中实现稳定。这就是我的想法。

**乔依德：**我代表本次会议的主办方，进行一下会议的总结。我首先要向所有演讲者和所有主持人，还有所有发表评论的嘉宾表示感谢。感谢你们的贡献，如果没有你们的精彩分享，我们的会议就不会有这样的结果。特别是你们不远千里来到中国，来到上海，参加这次会议。我们真的非常感谢你们能够来参加此次会议。我们基金会完成了关于国际金融机构治理的报告，我们把这个报告放在外面，你们可以自己去取。Park 你说说两句话吧。

**Yung Chul Park：**不知道是否可以把所有的 PPT 发给所有的嘉宾？我们这个周日会进行另外一个会议，讨论全球经济增长。今年 4 月，在华盛顿还将举行 IMF 和世界银行的会议。我们也希望还能在中国其他地方相见，继续我们的

讨论。谢谢大家。

（以上内容根据录音整理，未经本人审阅）