

内部发行，未经许可，请勿转载

研讨实录

第 89 期

68

“全球金融治理：我们应该做什么？”研讨会
暨《全球金融治理：挑战、目标和改革》研究报告发布会



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
二〇一六年七月

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6月30日，上海发展研究基金会与中银国际研究公司、清华大学五道口金融学院、第一财经研究院共同举办了“全球金融治理：我们应该做什么？”研讨会暨《全球金融治理：挑战、目标和改革》研究报告发布会。

改善和加强全球金融治理是 G20 的重要议题。当前全球金融治理存在哪些问题？今年 G20 峰会 IFA 工作组目标将如何设定和完成？如何积极而务实推动全球金融改革？英国脱欧对全球金融格局将会有哪些影响？上海发展研究基金会发布了《全球金融治理：挑战、目标和改革》研究报告，对全球金融治理所面临的挑战和改革前景进行了全面解析。研究报告指出，全球金融治理不完善是导致 2008 年全球金融危机爆发和蔓延的重要原因，但对于其在危机爆发中所起的作用及作用机制仍存在一些不同的意见。研究报告认为全球金融治理不完善是危机爆发的根源之一，而全球金融不平衡是它的凸出表现。同时，研究报告进一步认为全球金融治理不完善也是危机后世界经济复苏缓慢全球金融体系中动荡不断的重要原因。研究报告将全球金融治理所面临的主要挑战归纳为：全球金融治理结构没有反映世界经济格局的变化、对跨境资本流动缺乏有效应对措施，以及缺乏有效

机制防范和应对金融危机的爆发三个方面，并有针对性的提出的改革的目标和建议。最后，研究报告从全球金融治理的五个重要组成部分——系统重要性国家货币政策的外溢效应及国际协调、国际货币体系、国际金融机构、全球金融安全网和全球金融监管——分别论述其面临的挑战以及改革的目标和措施。

专家学者们在研讨会暨报告发布会上，对研究报告所涉及的上述问题展开了深入研讨。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

二〇一六年七月十五日

目 录

“全球金融治理：我们应该做什么？”研讨会暨	
《全球金融治理：挑战、目标和改革》研究报告发布会 ... 1	1

“全球金融治理：我们应该做什么？”研讨会暨 《全球金融治理：挑战、目标和改革》 研究报告发布会

杨燕青（主持人，《第一财经日报》副总编辑，第一财经研究院院长）：余永定老师好，好久没见余老师了，所以今天看到特别高兴。还有乔老师、周老师、曹远征、贺老师、丁老师，都是很多年的特别好的朋友，他们也是业界的中流砥柱。我们还有一些比较年轻的讨论者，比如说刘成杰，他们是近几年来涌现出来非常有市场感觉的新人，还有杨铁成老师，还有其他各位老师，我们没有一一介绍到，一会儿会互相讨论。我觉得今天这个话题，是一个特别重要的话题，我想大家今天来到现场也是希望针对这个话题有一些新的讨论，最后提出一些建设性的意见。我们这个议题叫“全球金融治理”，这是非常重要的话题。大家都知道，全球的货币和金融体系在 1870-1914 年是金本位，1944-1973 年是谁布雷顿森林体系，以及 1976 年到现在是牙买加体系，在国际货币金融体系的演变之下，全球实际上经历了波澜壮阔的历程，甚至可以说危机不断。今天的国际货币金融体系非常复杂，缺陷也很多，需要改进的空间也非常大。

“全球金融治理”这个概念比“国际金融货币体系”还要大。2008—2009 年金融危机之后，全球货币金融体系缺乏全球治理，被大家当作是国际金融危机发生的一个深层次原因。大家针对全球金融治理的讨论，开始进入了一个新的阶段。尤其是在 G20 成立了全球最重要的经济金融治理平台之后，全球金融治理开始被放到一个更加政策化而且是可以推动实操的一个新的平台上。我们知道 G20 在法国的

那一年，IFA（国际金融架构工作组）有一些推进，但是因为各个国家的意见不统一，所以最后没有太大的实质跟进，IFA 在过去几年的 G20 峰会上消失了。今年中国举办 G20 峰会，中国政府重新启动了 IFA，目前设了非常多的框架性建议，除了全球的货币政策、金融政策、汇率政策的相互协调之外，也提出了一些框架性的意见，比如说增加 SDR 在全球金融体系中的作用，让巴黎俱乐部发挥更大的作用，让发展中国家来主导巴黎俱乐部在全球的双边及多边的规定，还有很多其他建议。我想在这个大的平台上，我们今年对货币金融体系的改进给予非常大的期待，因为今年中国是主席国，所以中国有机会也有责任来推进全球金融治理的一些方案。全球金融治理是一个政策问题，又是一个理论问题，是非常重要的学术问题，如果没有好的学术和理论基础，那么就很难提出一个在逻辑上有框架、最后能得到各方的共识、能够推动的政策建议。这也是我们今天来开这个研讨会的重要原因，我们希望能够从学术、理论上把这个事情说清楚。在这个基础之上，我们才能提出在逻辑上合理、政策上可行、能得到各方共识的方案。

我们今天因为有很多主办方，我的开头稍微长一点。我先请我们的几位主办方给大家做一个学术性的致辞，首先有请著名的中银国际研究公司董事长曹远征老师，曹远征给我们提供了今天的场地，是我们今天最热情的地主，我们非常感谢曹远征。

曹远征（中银国际研究公司董事长）：希望大家提出可操作的解决方案，给政府提供参考。今天欢迎大家来到这里，谢谢。

杨燕青：非常感谢曹老师。我们另外一位主办方是清华

大学五道口金融学院，有请周皓副院长为大家致辞。

周皓（清华大学五道口金融学院副院长）：谢谢杨燕青和曹远征，我今天来主要是代表吴晓灵院长。首先祝贺上海发展研究基金会报告的发布。这是中国走上人民币国际化的关键时刻。我们金融学院和上海发展研究基金会长期合作。在国际金融治理方面，今年我们学院也在推进这方面的工作，包括参加金融货币政策高级对话，包括我们举办的关于国际金融的学术会议，将来我们会继续和上海发展研究基金会，和各方共同推动这方面的研究。简单来说，欢迎大家，欢迎各位领导，欢迎各位来宾，让我们今天讨论成功，硕果累累，谢谢大家。

杨燕青：非常感谢周浩院长，感谢周院长把我们今天会议最重要的细节透露出来了。上海发展研究基金会在上海这边有非常大的影响，近年来也在北京，在政府的决策方面有越来越重要的作用。在目前为止，我看到关于全球金融治理的报告不是很多。这是个特别难的题目，我碰到的一些学者都说因为这个题目太难了，所以大家不敢入手。我见过中文和英文的报告，给我留下深刻印象的报告，一份是三四年前 IMF 以前的总裁康德苏，他在金融危机之后有一个报告，曹远征在一次研讨会上对这个报告进行了充分的讨论。基金会这份中文的报告，我觉得是有厚度有深度的，从整体驾驭的角度提出观点，我认为这是一个非常重要的报告，有非常好的学术根基。我们下面隆重请出上海发展研究基金会副会长兼秘书长乔依德老师，给我们做主体报告的发布，有请乔老师。

乔依德（上海发展研究基金会副会长兼秘书长）：首先，非常高兴和荣幸在这里参加我们的研讨会兼报告的发布会，

我还要感谢大家来参加这次活动，再次感谢几位主办方的热情支持，没有他们的支持，这个会也开不起来。大家知道，我们基金会位于上海，来这里开研讨会也是第一次，所以也是不容易，真心感谢三位的大力支持。

大家可能有点奇怪，为什么上海这样一个组织会做这样的研究？我们上海发展研究基金会成立 23 年了，我接手是在十年前。当时我们这个基金会是上海市政府创立的，2004 年底国务院发了一个文《基金会管理条例》，要求基金会和政府脱钩。那个时候我刚好离开一家外国公司，我就担任了这个工作。我们基金会的历史很长，我们是一个非盈利、非政府的学术性公益组织。

杨燕青：最早一批的智库，在国家智库意见出来以前已经积累了充分经验的智库。

乔依德：回过头来说，我还是很称赞当时创立这样一个基金会的人，20 多年以后回去想一想，这个思想还没有落后，很有创新。基金会是 1993 年成立的，那个时候没有任何规章制度，他们想尽一切办法，市长特批，绕了很多弯最后做成的。现在类似于这样以发展作为研究对象的，全国只有两家，一家是中国发展研究基金会，他们是在我们五年以后成立的。

我们非盈利机构主要做两件事情，一是我们经常开一些研讨会，公益性地搭一个平台；另外我们做一些研究，开始做研究比较少，我们研究过城市化问题。我记得应该是 2009 年，那时和基金会的学术委员会主任余永定老师商量我们到底研究什么。联合国在金融危机以后，成立了一个“斯蒂格利茨委员会”，研究怎么改革货币体系，是一个全球的委员会，诺贝尔奖得主斯蒂格利茨是主席。余老师是中国

唯一的委员会成员，他当时跟我说，最好我们也能研究一下货币体系改革。说老实话，当时我有一些为难情绪，后来我看了报告，他们很多都是大牌。余永定老师有一句话我现在记得很清楚，他说这个事情是一个很长远的研究，是要做冷板凳的，但是我们那么大的一个国家，应该有人对国际货币体系这样重大的问题进行持续的研究，不管怎么样，我们应该尽量去做。我觉得他说的很对，再加上我在出国以前是在上海社科院世经所工作的，所以对于这一块也不完全陌生。后来我们就开始组织了课题组，从 2010 年开始到现在进行了大概五六年时间的研究。所以找到曹远征也不是偶然的，那个时候我们做了一个报告，主要是关于如何让 SDR 在国际货币体系中发挥更大的作用。我记得我们在布雷顿森林开国际研究会的时候，我把这个报告带过去，余老师给了很多鼓励。那时牛津大学的一位教授看了我们的报告，也给予我们肯定，说报告做的比较细。后来我赶回南京参加 2011 年由 G20 轮值主席国法国推动的“G20 国际货币体系高级别研讨会”，远征那个时候看了我们的研究报告，也给了我们鼓励。

从那个时候开始，我们一直持续做这个研究。布雷顿森林会议是在 1944 年开会，2014 年是 70 周年，那时我们在上海开国际研讨会。差不多每一年，我们开一次关于国际货币体系改革的国际研讨会，吴晓灵院长看到以后让秘书打电话约我吃饭，她对这个事情比较关心。当时为什么让我们上海做？她说北京比较热闹，事情比较多，领导交办的任务也比较多，上海相对离政治中心远一点。而且她做过中国人民银行上海分行的行长，说你们上海人做事情比较细一点，而且这个事情要坐冷板凳。我们说行，我们就做这个事情。

从这个开始，我们一直做，差不多每年都有一些报告，我们开关于 SDR 的研讨会，也写了人民币国际化，推进人民币进入 SDR 篮子的报告，我们也写了内参报告等等。

今年是我们中国轮值 G20 主席国，也成立了 IFA Working Group，当时我们也觉得应该要做一个报告。我们想在以往的基础上做，定什么题目也花了很长的时间，是不是就讲国际货币体系改革，又觉得窄了一点。后来经过反复的推敲，我们还是想到了全球金融治理，这个题目包括的范围会比较大，下面我可能会讲一下什么叫“全球金融治理”。我们也找了很多的资料，其实没有很明确的定义，全球金融治理是从全球治理演化过来的，如果大家手里有研究报告的话，报告的第一页下面有，如果你们需要报告的话，我们会把电子版发给大家。我们强调，“全球金融治理”是在全球没有一个强制性机构推行的前提下，各个主权国家以及各种金融机构通过协商，对一系列重大的国际金融问题形成共识，制定规则并且实施，这样一种过程或者一种状态，我们把它定义为“全球金融治理”。这点很重要，因为它不像一个国家，主权国家有政府，全球现在没有一个强制力的治理机构，所以是在这样的情况下形成共识。我们想来想去，还是选了“全球金融治理”，也是有意识地区别于国际金融架构（IFA），和它有一点不一样，稍微有一些重合。

我们在这个大的框架下，选哪一些题目，当时提出了各种各样的方案。我们主要考虑这样的因素，一个是考虑短期和长期相结合，既考虑当时会出现的问题，也考虑长期的问题。另外一个硬软相结合，所谓硬就是有机机构，比如说 IMF 这个组织，也有一些观念上面的，比如说货币政策的宏观协调，希望这两者能有一定的结合。在这样一个标准

下，我们选了五个方面的内容。

第一，我们选了“系统重要性国家货币政策的外溢效应以及国际协调”，这既是考虑到当前，也考虑到协调机制的建立会对长远的国际金融治理有重大意义，所以这是一个短长相结合的选题。

第二，国际货币体系面临的挑战以及改革的框架。这就是我前面讲的“硬”，国际金融机构。

第三，讲到国际金融机构，我们把它定义为全球金融治理的重要支撑。

第四，防治金融危机的防火墙，就是金融安全网。

第五，金融全球化需要全球化的金融监管。

我们对每一方面的内容都是找出目前存在的问题和面临的挑战，提出我们自己的解决方案。我们对整个全球金融治理的问题也提出来一些看法。首先，现在的全球治理的框架不能反应全球经济格局的变化，发展中国家已经起了越来越大的作用，但在金融治理方面没有反应出来。其次，对跨境资本的流动没有有效的监管办法，我们也还没有一个有效的办法预防全球金融危机的爆发。针对存在的问题，我们也提出了解决方案，具体的我不详细讲了，大家可以看报告。

我想简单说几句研究报告的主要背景和内容。我自己想了一下，我们研究报告主要有三个方面的特点，或者说三个注意。第一，我们这个报告在纂写的过程中，注意到全球金融危机以后所出现的一些系统性思维，或者说我们思维的角度跟危机以前有所不同，危机以后我们更看重系统性的方法。比如说过去金融监管往往是微观的，对个别的一个一个的金融机构进行监管，金融危机给我们很大的教训，单个金融机构的健全并不能防止全球金融危机。所以金融危

机以后，在全球提出来宏观审慎监管，我们在报告当中就反映了这一点，包括宏观政策的协调。在监管方面，我们提出现在存在一个根本性的矛盾。因为现在的金融监管基本上是在国家主权下的，但由于现在全球金融的一体化，我们需要有一个全球的监管体系，当然这个体系不可能由单一组织来解决，这里面是有一些矛盾的。我们在报告中提出来，这个监管还是很重要的。最近我在看美联储前主席的回忆录，他再三强调防止金融风险，很多文章比较多地讲通过激励机制、货币政策等防止金融危机，他认为第一步还是监管，监管是防止金融风险的第一道防线。我觉得这是比较对的。第二个系统性思维表现在什么地方呢？过去比较着重一个国家的国际收支状况，金融危机给了我们教训，这是不够的。你必须要考虑防止系统性的风险，要有一个网络，现在国际上谈的比较多是“全球金融安全网”，这一点我们也注意到了。所以第一个特点是，我们注意到金融危机以后，新强调的系统性思维。

第二个注意是我们的研究报告比较注意国际方面研究或者关注新的动向和热点问题。大家比较关注、谈的较多的一个问题，就是系统重要性国家货币政策的外溢效应。针对这个，我们提出了“4+1”，就是四个储备货币国家，美国、英国、日本、欧洲，加上中国，中国是第二大经济体，还可以再加上IMF。这里边详细的我就不讲了，我们第一篇做了很多分析，大家可以再看一下。

另外一个比较新、比较热的问题就是全金融安全网。金融危机以前，大家比较注意的是外汇储备，防止风险的第一道防线是每个国家的自我保险，就是外汇储备。第二道防线就是IMF作为全球性机构处理国际收支危机，这在危机以

前就有。但是危机以后，大家觉得这两个不够。危机以后，各个国家外汇储备增加很快，但外汇储备是有代价的，某种程度上就闲置了，不能很好地利用外汇储备。

全球金融危机以后，央行货币互换比较发展快。美联储与很多发达国家，特别是在危机过程中，通过货币互换提供了流动性，缓解了当时美元流动性的不足。但在 2013 年，六家中央银行，前面的四家又加上瑞士和加拿大的央行，它们的互换量上没有限制，时间上也没有任何限制。这引起了大家的争议，这样一种货币互换，既有好的一面，但是对整体的国际货币体系是不是一定好，也受到很多的质疑，认为它们是一个关起门来的俱乐部，因为没有对发展中国家开放，这是一个方面。

另一方面，大家也看到了，中国人民银行和国外央行的互换增长也很快，与美联储和其他央行的互换数量差不多相等，大概是 1.2 万亿或 1.3 万亿美元，这是全球金融网络的一个状况。另外一个就是区金融安排 RFAs (Regional Financial Agreements)。亚洲有清迈协议，还有我们金砖银行，金砖应急储备安排 (CRA)，再加上其他欧洲的，在金融危机以后发展也很快，它的量也跟 IMF 的量差不多。最后一道防线就是 IMF，有永久性的资源，还有临时性的资源，其他的贷款等等，加在一起也有 1.2-1.3 万亿美元。所以区金融安排和 IMF 的量也差不多。但是金融网还是存在问题，一个是很碎片化，层次之间没有很好的协调，还有一个是它不平均，发达国家得到的保护最多，发展中国家相对来说问题比较大，而且这个地区之间也不一样。亚洲的量比较大，但没有好好使用清迈协定，还要和 IMF 挂钩，仍然存在一些问题。

我们的报告中也讲到现在怎么加强全球金融网。IMF 还是要发挥中心作用，再加上地区安排，这个现在差不多形成共识了。拉加德有一个演讲，说 IMF 要采取主动的步骤，要和地区金融安排进行合作，把全球金融网建立好，这是我们报告的第二个特点，注意到当前新出现的一些信号。

第三，我们的报告也注意提出了一些有争议的有重大意义的一些观点。全球金融危机前，说全球不平衡的很多，以前 G20 就是讲全球不平衡，那个时候全球不平衡就等同于经常账户不平衡。一说全球不平衡，就是说中国贸易顺差太多了，造成大量的资本到美国去，把美国的利率压低，造成美国次贷危机见。后来在 2011-2012 年的时候，国际上面对这种提法提出了挑战，一位普林斯顿大学的教授，现在是 BIS 的首席经济学家，他就写了论文，指出所谓储蓄太多压低美国利率的观点不对，他认为是当时银行的业务搞得太多了。他找了一个证据，欧洲的跨国大银行在美国的分行，通过批发价把美国大量的资金融到欧洲去，同时又用欧洲的资金到美国买了很多影子银行的产品或者叫结构性的产品，这样就把美国的利率压低了。后来有不少经济学家发了很多的文章，我们看了以后比较认同。我们不赞成这个说法，就是一说到全球不平衡就是经常账户不平衡。我们认为，全球不平衡既包含了经常账户不平衡，也应该包含资本账户不平衡，或者说金融不平衡，这样才比较完整。原因是什么呢？你仔细琢磨一下就知道了，所谓经常账户这个概念，从统计意义上说是一个净量，但是对利率和汇率有更大意义的是总量，总量会对一个国家的利率产生重大的影响。他们当时从统计学的角度讲了很多。在这个基础上，我们的研究团队又进一步考虑，进一步做了研究。资本跨境流动的量，比经常

账户的量要大得多，而且波动的幅度也大得多。经常账户大部分是贸易，是一笔一笔生意做的。你那边大的对冲基金，几十亿上百亿，这个调动的力量是很大的，它的集中度和跨境的速度也是不一样的。

所以从这几个角度，我们在的报告前言提出来要加强对全球金融不平衡的研究。一个大的经济体经常账户长时间不平衡，这个是有问题的，表明这个国家的经济结构有问题它对全球经济是有影响的，但是你千万不能忽视了跨境资本。为什么大家现在不提全球不平衡了？因为中美两国经常账户的逆差或者顺差现在基本上降到3%左右。但是全球金融仍然是动荡不定的，这倒过来也可以证明，单看经常账户是不够的，要有一个比较全面的看法。

提出这个有利于我们真正了解全球金融动荡的根本原因，有利于增加我们国家在国际金融事务中的话语权。以前我们总是受压，现在可以自己提出来，有全球金融不平衡，我觉得这对我们国家对外打交道也有好处。

我讲了内容，讲了特点，回过头来想想，我们的报告也还是存在一些问题。报告写完以后我给余老师看过，余老师刚才说这个报告写的不错，当时你其实是提出批评意见的，你说每个地方都不错，但没有提出一个令人非常兴奋的总的东西，当时没有时间改了。

最后讲一讲，做完这个报告以后我们打算怎么做，也想听听在座各位的意见。接受余老师的批评，我想根据前面讲的，抓住全球金融不平衡，根据这个提出自己的看法，就是说要纠正全球不平衡，有短期应对和长期目标，我们就想做这样一个课题。我们认为全球金融不平衡，既包含周期性的不平衡，也有结构性的不平衡。提供全球流动性的是货

币发行国，特别是美联储，需求的是发展中国家，它们的 GDP 占全球的 40%-50%，这个供给和需求的不匹配是一个结构性的问题。当然结构性问题不可能在一天两天，一年两年里解决。另外就是周期性，由于发达国家，特别是美联储的货币政策外溢造成跨境资本流动，这是个比较大的问题。我们 IFA Working Group 也一直在讨论这个问题。所以我们下面的研究，会从这两个角度，从短期和长期来考虑。我想我就讲这些，谢谢大家。

杨燕青：我个人理解这个报告有很多有价值的东西。包括 Systemic risk 的提出和新的思维框架。也讨论了一些热点，例如溢出效应和回溢效应的问题，实际上对美联储造成了一些压力。也对国际金融网有很好的阐释。我个人的建议是把意见和建议放在一起，进一步优化，和 G20 对应。这些建议，我觉得有的很好，比如 4+1 框架等，都是有实操性的。第二个是 IFA 的常设化，类似 G20 有一个秘书处，我觉得应该推动这个方案。第三个是全球宏观监管方面应给 IMF 更大的职能，我认为 G20 应该给 IMF 监管的职能。比如 IMF 第六条款关于跨境流动的监管，也可以在 G20 提出。关于金融监管，乔老师提了应该给 FSB（Financial Stability Board）更大的职能。FSB 在政治上比较弱，虽然技术很强。我觉得 FSB 可以和 IMF 的一起，要想有政策推动力，就需要 G20 的平台支持。我觉得这都是非常有贡献性和闪光的地方。

我给大家的建议，如果有可能的话，讨论包括：

1. 未来在全球货币体系中，人民币在互换过程中能发挥什么样的作用。
2. G20 的核心议题是 SDR 债券和 SDR 发挥更大的作

用，这是人民银行力推的，IMF 也支持，但美国那边有一些阻力。

3. 巴黎俱乐部是发展中国家债务重组中一个重要的俱乐部，但也被认为是一个发达国家的俱乐部。未来多边和双边的 **restructuring** 会更多，中国能不能在巴黎俱乐部中发挥核心的作用？我觉得对未来维持全球金融稳定会发挥更重要的作用。今年和明年，韩国和巴西会加入，说明巴黎俱乐部也在向发展中国家开放

4. **Brexit**（英国脱欧）的长期影响，包括经济、金融和政治的影响。我认为长期影响才刚刚开始，会是很恐怖的力量。

希望有机会可以把这些内容进行展开。

曹远征：报告最重要的一点是讲全球金融不平衡。现在经济平衡状态大大改善，但是金融风险仍大，经常账户占 GDP 比重下降，但是依然动荡。全球金融不平衡应该是一个很大的议题。全球金融不平衡，一定是货币发行国出现了货币政策的外溢，这是发行国不是全球中央银行造成的问题，也是我们了解国际货币金融体系根本缺陷的一个入口。

金融治理，首先是货币体系的治理，才是金融体系的治理。牙买加体系后，美元信用作为体系的支撑。70 年代开始，美元泛滥，币值按照黄金来看，四十年贬了 40 倍，这一定意味着特里芬难题，意味着币值不稳定，这次金融危机就是把这件事戳穿了。如果没有稳定的货币体系，那么这种金融危机就有实时发生的可能性。所以，金融危机暴露最大的问题就是 IMF 的职能。IMF 的职能按照布雷顿森立体系就是国际收支调节机制，过去机制中流动性补充国没有责任，流动性接受国有责任。过去来看，确实是有效的。但

是这次是流动性补充国，是美元的问题，IMF 也无能为力。现在要解决，除了发展中国家的发言权，最重要的是流动性调节机制的问题。监管在某种意义上是流动性提供国本身的金融体系的稳定性的监管，才能持续充足地向国际市场补充流动性，否则的话还会出现金融问题。就金融不平衡方面来讲，将来国际货币体系改革的方向是货币发行国金融稳定性的问题。因此报告中提到的 G4 其实是这个含义。另一方面来讲，金融监管是纳入到国际货币金融体系中，是发达国际金融市场的稳定性，是整个国际金融收支调节的前提条件。

第二个，想讨论的就是目前的挑战在什么方面。这次金融危机以后，因为一些原因，人民币这个本来不适合做国际化的货币被国际化了。目前来看，中国资本市场还不是很发达，人民币还是不可全面兑换的货币，中国的逆差形成机制很不稳定，意味着这个货币不太适合做国际货币。如果再考虑脱欧的影响，会发现在 SDR 的五种货币当中的两种，欧元和英镑，将来会有问题。日元在上个世纪 90 年代已经难当大任，那么问题现在就变成寄托的问题，人民币和美元协调的问题。人民币是可以自由使用货币，不是可以自由兑换。如果国际货币改变治理结构，是人民币和美元的问题，如果人民币要取得美元的国际地位，那么就意味着国内金融改革必须要加速，包括资本账户可兑换，稳定的逆差形成机制和发达的金融市场，这就成为国际货币题中应有之义了。如果这些条件还不具备，那么作为国际货币，就还是一个瘸腿的货币。所以我说可能这次英国脱欧带来的变数比我们想象的更大，过去五种货币，大家还可以互相依靠一下，现在就变成了一个很小的圈子，那么对人民币压力更大，要么就迎难而上要么就知难而退。在这个基础上，我觉得报

告中有一个建议很好，假如说脱欧是一个去全球化的开始，那么就要尊重这个事实，区域化是必然趋势，在货币方面也是。现在中国提出一带一路，其中一个很重要的机制就是清迈机制。清迈机制能不能进一步强化？清迈机制提出后，有了很多进展，解决了两个问题。一个是解决了发展中国家国际收支调节。第二解决了亚洲国家的一个最大问题，就是期限错配。但是这个储备库中间使用的国际收支调节手段还是美元。那么能不能本币化？或者部分本币化？或者能不能人民币化。如果债券市场是解决期限错配问题，包括随着一带一路的发展，那么能不能债券市场部分人民币化？能不能本币计价？这大概能解决亚洲面临的特殊问题。大家都指出亚洲货币体系的三个原罪，货币错配、期限错配和结构错配。尽管这不是最终的解决方案，至少是一个可以现实操作的方案，能应对目前去全球化，在现实基础上的可行办法。如果国际货币体系真的改不动，不妨我们小打小闹，搞点自留地。其实日本在 90 年代提出的亚洲货币基金就是如此，清迈协议再往上走一步就是亚洲货币基金 AMF，我想这可能是一个可选的方案。今年巴黎峰会上，拉加德也表示看到了 IMF 改造的困难性，实际上是变成了 1+N 的协调机制，这可能也是一个现实的解决方面。

G20 伦敦峰会其实讨论过监管问题。那么能不能把监管问题和国际货币体系改造问题协调起来？而且现在变得刻不容缓，脱欧之后，国际资金流动更加频繁，对监管提出了更高的挑战。如果监管标准不一致，那么对游资套利带来更多的诱惑。G20 的平台能不能整合所有的货币和金融的协调资源，尽快能有一个清晰的框架。短期中，最重要的是对跨境资本流动的管理监管。脱欧之后，尽管市场有所平复，但

是英国政治几乎瘫痪，所有事情要等待九月份以后新内阁上台，真正启动退欧谈判的时候才能了解风向。因此暂时的英镑和市场的恢复不意味着这件事的结束，只是一个台风眼，真正的台风可能在后面。如果在九月份峰会在这方面达成共识，尤其是对跨境短期资本流动监管达成共识，可能会对应对新出现的金融风险有意义。以上是我的发言。

杨燕青： 特别感谢曹老师，我觉得特别好的一点建议是，在 Brexit 后，重新考虑在金融治理中出现的一些新的约束，也给人民币提供了一些机会。比如说有可能清迈协议的空间就突然变大了，通过区域化的机会人民币能否在清迈协议中扮演更大的角色，这是有很大的空间来考虑的。另外一点曹老师讲到资本流动。今年出现了 Brexit 这个“黑天鹅”。因为每个国家办 G20 峰会都会在前面几个月出现一个“黑天鹅”事件，搞得所有的议程都要重新来过。所以今年的 Brexit 理论上就会让中国外交部，人民银行和财政部重新来考量。我觉得关于资本流动如果今年 G20 能有一个很大的进步的话，那么对于全球而言都是一个巨大的突破。最后是关于金融监管和金融稳定机制，目前 BIS 和 FSB 还是有两套机制，两个中间没有太好的衔接。这是一个未来需要推进的一件事。非常感谢曹老师，下面请余老师发言。

余永定（中国社科院学部委员、上海发展研究基金会学术委员会主席）：进入正题前，我说几个感觉，上周去日本，感觉到日本经济未来在 10-20 年可能不会恢复，无论在任的还是不在任的都是这么认识。榊原英资是说我覺得 0-1% 挺好的，我們覺得很舒服，老百姓也沒有怨言。但實際上，我接觸的日本年輕人怨言很大，感覺沒有出路。年輕人也沒有終身供應制，生活沒有保障，對年輕人不利。問下來 40%

的东京的人都没有住房，都是租房，当然数据要再考证。总而言之日本社会脱节厉害，上层觉得日子还可以，但是下层其实在孕育一种情绪，日本人其实是最老实的，最没有反抗精神的，但你都可以感觉他们有一些不满。前不久还有一些日本青年参加政治活动，示威游行。年轻人和下层人与上层人差距大。

英国这个事情实际上蓝领，收入中下层对于政治精英的一种反抗。还存在老人和年轻人的一个分歧，年轻人还希望进入欧洲。但根本上，我认为是蓝领感到了移民的威胁，这是一个很重要的原因。但更重要的原因是政治精英领导了几十年，但是实际生活并没有改善，日本就是如此。日本的政治精英认为他们的生活是改善，但是从数据来看，生活并没有改善。

英国现在政治瘫痪，没有领导了。好在它是个成熟发达社会，社会还在正常运转。工党辞退的领袖克里斯·布莱恩特，其实是比较左的，在脱欧过程中不卖力气，因为他本来就是脱欧的，只不过因为政治身份不便说，所以辞退他也是很有道理的。保守党领袖约翰逊就是投机分子，他领导英国也领导不好。所以英国政治发生这种变动，其实是突然。公投前不久，我相信英国社会精英特别是银行阶层大部分人都是不支持脱欧，因为脱欧对英国长远来讲是不利的。结果老百姓不管，包括美国的特朗普也是如此。美国也很难说，也是一种政治反抗。所以我觉得可能全球正在酝酿一个很大的变化，这是很多年都没见过的一个变化。与此相关的全球化，金融自由化都面临巨大的挑战。全球面临着深层次的大的变化。世界面临一个十字路口，这个不测之变不能低估。变动对中国的影响很很难说，如果能利用好，趋利避害中国

会得到十年到二十年的发展机会，如果自乱阵脚，就会和他们一样，也要乱一阵子。所以我觉得从国际形势上已经发生重大变化，所以我们在讨论经济问题，国际货币体系改革问题也要把这个趋势讨论进去。

回到报告上。我觉得这个报告已经把重要的问题基本都包括到了。周小川提出的超主权货币是一个非常好的提议，但当时错过了一些机会。我现在建议在资本流动的全球的监控或是管理方面做一些具体文章。这次周小川和拉加德在法国开会，我也参加了这个会。会上拉加德特意强调了要增加 IMF 的资源。当然这个安全网络是很多层次的，还有各国自己的外部准备和中央银行的货币互换。当时我和拉加德一个组，她的意思实际要打大家多出钱。IMF 现在的资源是 6600 亿美元，还有其他的可以在市场借款，再加上各国的外汇储备（国际安全网中最大的部分，各国加在一起大概是 11 万亿美元），所有的可以保证金融安全的钱加在一起是 12 万亿美元左右（到 2014 年为止）。2014 年全球 GDP 是 77 万亿，也就是全球 GDP 的 16% 都用在了全球金融安全网上了。我当时提出的问题是，how large is large enough? 已经 16% 的钱还不够，多少够呢？但她确实觉得是不够，为什么不够呢，因为资本一流动起来多少钱都不够。6600 亿美元，咱们不到两年花了 8000 亿美元，人家都目瞪口呆，我也不知道为什么中国人对这事这么平淡。亚洲金融危机救市重建一共花了 3500 亿美元，但是在咱们这连个响都没有。

这里面还有很多问题，布雷德森林提议初衷是针对贸易的，是为了维持汇率稳定，提供逆差调节机制，反对贸易保护主义，使世界贸易顺畅进行，避免战争。后来改革之

后出现了我们想不到的事情。随着资本项目自由化，原来认为布雷登森林体系被牙买加体系代替后，汇率自由浮动，所以不需要这么多外汇储备。原来是这个观点，包括 80 年代我上学了之后也是这么教的。但是实际上的罪魁祸首是资本毫不受限制的自由流动。西方好多经济学家都在攻击这个问题，认为放任资本自由流动，**financial intensity** 太高，很多流动是没有意义的，资本的自由流动应该是有利于资源的配置改善。但是像一些高频交易，几毫秒的一个交易和资源改善有什么关系呢？成为了一个自我膨胀的怪兽。我觉得，在未来金融界的日子会难受一点，从英国和这些国家开始，我觉得肯定会出现这些问题。从国际上来讲，为了解决这个问题，就是 16% 的资源用于这个全球金融网络尚且不够，那出路是什么？我就建议设立一个这样的监督机构，监督资本流动，降低所谓的 **financial intensity**。我觉得这个可以作为一个理由，而且我觉得美国和英国也会支持，他们现在也在追巴拿马协议。巴拿马协议里面点名第二多的就是日本，但是日本报纸上居然没有人讨论这个问题，就说明日本的报业完全是被富人阶层所收买了，没有什么所谓的独立性。我觉得对于民众，包括精英阶层只要他希望这个国家好，还是支持有一点控制的。前几年有一个 **Global Integrity** 的报告里面竟然说中国资本外逃 3.8 万亿，那是三四年前的写的，我不相信，但是它这个数字怎么来的？到现在为止，我们都没有一个关于资本外逃的统一数字，咱们中国没有不正常的资本流动，都是“正常”的，我觉得这种否认是不正常的，所以我觉得关键是核实这些问题。但是这是一个国家是做不到的，建议全球合作，怎么调节，才能达到监督资本的目的。

曹远征：这是当务之急，国际资本流动带来更大的问

题，多少外汇储备都是不够的。按你说，六分之一的资源都在这个国际金融安全网上，资源配置效率大大降低。

余永定：我再补充一下，刚才说这个区域合作，想法好，但是工作难以开展，大家积极性不高，包括中国政府积极性不高，无人支持。唯一可能做的是，简化 IMF 的程序，另外在给市场增加流动性这个方面推进，还有宏观政策协调。

曹远征：习主席在博鳌会协会上提出了一个亚洲金融协会，来解决金融风险安全问题。

杨燕青：余老师对全世界格局的深刻洞解，提醒我们，我们目前在一个全球的十字路口。关于民粹，关于全球化，可能政治上格局性的板块性的巨变才刚开始，对经济和金融市场的长期的影响都不得而知，所以我们要做好准备。第二个余老师讲了关于资本流动，也是回应了曹老师讲的部分，我觉得乔老师一定要写到报告中去，发一个特别的 strong voice。跟这个相关的，比如说 G20 在推的反避税天堂和反洗钱，可能结构都太小了，需要一个能够兼容更大框架的东西。我想追问余老师二个问题，第一，你觉得全球需要一个机构来监督资本流动，IMF 可以吗？第二，如果说全球的资本流动可能会带来更大的麻烦，如果便利已经小于这个麻烦了，那是不是在全球应该托宾税呢？

乔依德：我补充一下。我明天会参加第六届亚洲金融研讨会，我会发言谈全球金融安全网络。你算的是 12 万亿，我们算的是接近 16 万亿。因为我估计有一个你们没推算，就是六个发达国家中央银行的货币互换。IMF 有一个算法，是把现有的美联储和其他五家中央银行的货币互换作为一个基数，推算其他没有的。我们加上了推算的部分，所以结

果相当于 2015 年 GDP 的 20%。谈到资本流动，我也觉得以后的报告要对资本流动单独写一章。巴黎会议上，余老师参加全球安全网小组，我参加资本流动小组。现在我们统计指标中跨境资本主要分三部分，FDI、证券投资、其他投资（银行贷款）。我在会上提出一个建议，既然大家都认为 FDI 是没有问题，而且它比较慢，以后应该把 FDI 拿掉，把后面两者，特别是一年以下的部分另外归类，或者叫 fast moving capital, 或者叫容易变现的资本，专门做这个研究，这是对经济影响比较大的部分。小组召集人在大会总结的时候，把我这个建议也提到大会上。

曹远征：所以你要提到 G20 上。

杨燕青：所以我们今天需要开这个研讨会，把学界决策界人士集结到一起。这就是智库的作用。

余永定：我觉得 IMF 肯定要涉及，可以在 IMF 领导下，但肯定要包括其他几大机构，比如 BIS，甚至还包括比较著名的民间机构也要包括进去。第二个我觉得我们应该可以考虑类似的东西，把它的速度降下来，尽可能减少投机活动。

杨燕青：下面是姚所。希望大家时间紧凑点。

姚余栋（中国人民银行金融研究所所长）：这份报告是近几年看到的质量最高之一，把以前没有触及本质的问题说的非常好，和我们研究所的研究基本契合。坦白说，国际上提供流动性的是 G4，接受流动性的主要是发展新兴市场国家。国际流动性与跨境资本的流动可能有一个紊乱，于是提到了安全网的问题。这是一份逻辑清晰，有深意的报告。从理论上来说，我们觉得全球资金不足，供应就不够，我们做了一个推导，全球贸易需要交易主体 n 的平方。供应只是线性的，供应不够，G4 怎么也不够，这是我们一个前提，

会出现全球资金不足。第二会出现占优货币升值，这也是无法抵挡的。现在国际的占优货币都在升值。占优货币升值，全球就会处于不平衡状态。供给永远满足不了，不平衡是永久的，所以全球化可能是断裂的，这是我们的一个理论。这么看，新兴市场不能长那么大，新兴市场已经占 40%，以前是 50%，这就叫主权货币冲突。谁发行的货币多，谁占的量多，你不提供货币还要想这么大就冲突了，全球流动性就那么多。新兴市场有责任，一定要产生 high-quality assets（优质资产）。中国有 50 万亿的债券市场，债券和股票的规模超过了德国和日本，发展突飞猛进，这和我们法制化发展也有关系。最后一个问题就是中国处于什么位置？未来是哪个？我们是和 G4 在一起还是和新兴市场在一起呢。我们是趋向那个利益？可能我们趋向于 G4，我们可能是脱亚，可能不能做到。但是人民币国际化是长远的趋势，是国家利益所在。

曹远征：因为你将来面临的问题和 G4 是一样的，所以你的处理办法也和 G4 是一样的，所以一定是靠 G4。

姚余栋：对，靠 G4。所以讨论的建议就是不要把我们套进去。首先我觉得报告说的是真话。将来我们成为 G5 了，将来人家拿报告说让我们发货币，可是中国的泡沫都很高了，还发货币？所以我们要小心，如果我们有趋势变成 G5，要防止出现 “my renminbi, your problem（我的人民币，你们的问题）” 的情况，把自己套上。将来就会处于道义上的 no consistent（不一致）。所以为什么美国不愿意接茬，就是它来发货币，少一点制约，将来有可能也是。所以这就涉及安全网，报告中对于 G4 中讨论的建议要小心不要把中国套进去。

安全网的问题。How much is enough? 里面一个问题，就是不还钱怎么办？这次美联储有一个新的变化，它不一定提供货币互换，导致英国也在积累外汇储备。国际货币体系是保护债权人的。将来我们也是，中国是最大的债权国。所以我觉得报告应该平衡一点，新兴市场要有责任，应该生成足够的 high-quality assets，自己要有本事，不能都赖在发行国上，应该为中国的未来模糊的处境留活口。

曹远征：姚的观点是正确的。发展中国家有责任生成 high-quality assets，而且资本发展非常重要，具有流动资产才可以变现，否则流动性永远不足。所以发展中国家金融生化问题是解决金融不平衡问题的一个重要方面。

杨燕青：那么 SDR 的资产可以成为 high-quality assets 么？

曹远征：那是货币，不是资产。

杨燕青：那 SDR 债券呢？

姚余栋：替代账户已经证明是失败的。

杨燕青：刚才余老师讲到周小川行长在 2009 年的一篇文章有非常大的影响，假设当时推行下去，那还不知道可能会有什么突破呢，所以我觉得永远不要说不。

曹远征：我觉得突破不了，你看脱欧，欧元都弄不下去了。

贺力平（北京师范大学经济学院金融系主任）：我觉得这个报告在目前背景之下，对当前重大的金融问题做出了回应，是有建设性的研究，展现了中国的研究成果。我想就两点作补充。第一个就是背景。以前说全球货币改革，现在有了转换，转换的背景就是 IMF 是一个宏观的机构，没有涉及到微观。而金融是一个基于市场和各种金融机构的，

是相对微观的。资本跨境流动是六七十年代后出现的趋势，资本流动有弊端和风险，但是势不可挡。

第二个是全球金融治理的概念，分几个层次：

1. 既然是治理问题，就需要考虑谁来做这个事情。这里面确实有一个资格的问题。资格应该有三个因素：经济体的规模、开放与否、经济和金融机构的国际化程度。这和我们前面提到的全球系统重要性金融机构联系起来了。

2. 是规则的制定。

3. 是信息收集。

4. 是跟已有的金融货币监管机构 IFA、FSA 等类似机构的协调合作，包括 ruler making 和信息收集。

5. 用什么工具，比如提到的 SDR 债券等，超主权货币等。

6. 执行。执行这个层面还可以分为事前和事后。

报告最后也涉及到了全球金融安全网，我非常赞成分成几个层面：national, regional 和 global。我觉得在 regional 这个层面可以扩大一下视野。在亚洲层面，IFA、FSB 还是在 monetary 和 financial 的层次，还可以继续拓展。

杨燕青：我感觉贺老师的框架可以写成一章解决方案，我觉得这是一个国际性的表达方式，特别感谢。

丁志杰（对外经济贸易大学副校长）：乔老师的报告，我总体来说认同。报告提出以金融不平衡为切入点讨论全球治理的变革，这也是我常年认为的一个问题。这个问题对中国来说也特别重要。2008 年底，中国对外的净资产是 1.5 万亿，到去年底是 1.6 万亿，就增加了 1000 亿美元。从这样一个角度看，中国过去是平衡的。但单纯从贸易角度来看，我们的贸易顺差是 2.4 万亿，我们的经常顺差是 1.6 万亿。

为什么我们大量的经常和贸易顺差没有变成债权，就是因为我们在金融渠道出现了非常大的损失。过去 G20 提出可持续平衡增长，就是发展中国家减顺差，其实就是讲中国。但是为什么现在不提了，中国 2006 年进出口占 GDP 的 65%，2015 年下降到 36%，从近三分之二下降到三分之一。现在只相当于 2006 年出口占 GDP 比重。但是我们看到大多数国家的外贸依赖程度都是上升的，其中英国上升到 30% 以上，德国上升到 67%，日本 32.6%，美国 23%，都在上升，就我们下降了。所以我们觉得我们过去被坑了。有人认为中国经济增长速降低是客观规律，是新常态。我觉得可能不对，经济增长下滑可能是政策失误导致的。

我提几点建议。我们研究的理论基础还是主流国际经济学，但是后来发现对中国有一定的不适应性。报告中，美元充当国际货币会遭遇特里芬难题。但特里芬是在上世纪 1960 年提出的，当时美元与黄金挂钩，美元是唯一的国际货币，资本是不流动的，在这种环境下出现了问题。但是七十年代后美元与黄金脱钩，资本进入流动以后，其实不存在两难问题了，并不需要美国出现贸易逆差，它可以通过资本的流动来实现，通过印票子。特里芬难题已经不是美国的难题了，反而现在是发展中国家的特里芬难题了。过去说美元是美国美元，大量的自我保险的外汇储备要求资本流入，资本流入多了，但是未来的经济会出现货币，包括汇率的变化以及未来逆转的问题。

曹远征：其实你说的就等于说是过去黄金作为清偿力，清偿力不足的问题。现在如果完全信用货币，信用货币的发行本身就是清偿力，清偿力不足的就不是问题了。

丁志杰：所以特里芬难题就不是货币发行国美国的难题

了，是发展中国家的难题。我们的结果可能是正确的，但是起点和逻辑可能是错误的。所以我们的理论应该创新。在中国，资本自由流动和货币可兑换是等同的。货币可兑换是谁持有本国的货币，是本国的机构企业和个人，就是说你过去的兑换权是天生的，后来政府剥夺了，现在把权力还给本国货币持有者。所以说货币资本项目可兑换化，核心是允许本国的机构企业和个人越来越自由地持有海外资产。任何一个国家都没有义务和责任对外国机构和外国投资者，允许它自由进出。但是资本的自由流动，好像我们不自觉的就会想到外国资本。我一直有一个观点就是，资本流动必须进行管理，非常同意余老师观点，就是单个国家对管理是无能为力的，必须要国际层面去协调。国际货币基金组织近几年有很大改善，但是要把所有的政策用完，才可以用到资本管理措施。其实，资本管理措施应该前移。一个国家对资本的管理应该用在在流入方面，就是说这些钱进不进来，你要管理，当它进来以后要出去，你再管就不合理。包括本国的资金和投资者，你出去，我放松，当你再进来，是外资的流入。这样的一个变化，可能会把国内和国际的资本流动管理协调起来。资本流入以我们为主，资本流出以对方为主。客随主便，不能强制。我觉得乔老师的报告可以再做一点梳理，就是说理想的世界是什么样的和现实的世界是什么样的，我们清楚这两点。我们现在要做什么，能做什么。这样我们可以把我们的很多建议具体化。

关于 SDR 我个人一直认为，它可以在全球治理方面发挥重大作用，但是目前我们错了。我们一直想把它变成一种国际储备资产，SDR 目前只是一个记账单位，只是一个多边的信贷承诺，它并不是现实的储备。真正要让它发挥作

用，那需要让 SDR 在全球汇率管理中发挥作用，否则所有东西都是飘的。包括刚才说的要发 SDR 债券，怎么发？现在 SDR 的利率只有一个 3 个月的利率加权，不知道如何定利率，很难。真正发挥作用需要两条腿走路。

杨燕青：非常感谢丁老师，给我们提供了新的思考的渠道。一个就是我们过去讲不平衡主要是讲经常账户，但是要把金融账户也放在一起，才有更平衡的看待。另外是关于资本流动，他强烈呼吁我们要用新的思维重新考虑资本流动的管理，一个基本的框架就是国民、非国和流入、流出，应该有一个一整套对框架的理解同时有一个对应的政策工具。我觉得是很重要的部分。建议和乔老师一起出一个报告，在全球是有意义的。IMF 并没有很清晰的理解和工具。最后是关于 SDR，丁老师认为从汇率监督方面可能发挥作用。那么怎么管？怎么监督？具体怎么做？

丁志杰：SDR 作为汇率稳定的锚。我们会看到，在这样一个过程中，它对汇率发挥作用，才会变成大家愿意持有的一个资产。

杨燕青：你说的本质上是全球的汇率协调。现在全球的汇率机制是看一篮子。全球重新要回到一个相对稳定的，不是自由浮动的汇率制度，这样才可能以 SDR 为一个锚。

曹远征：SDR 是不是一个篮子？全球都与 SDR 挂钩，这个篮子变小了。

杨燕青：对。那么 SDR 一篮子货币会面临全球通缩么？

丁志杰：国际货币基金组织已经公布 60 个货币和 SDR 汇率，我们把这个作为全球汇率监督的重要的内容，出一个专门的报告。第二个允许和鼓励其他国家特别是发展中国

家来参考 SDR，来对汇率进行管理。2008 年危机之后，发展中国家的汇率弹性加大，成为有效应对危机的重要原因。但是大家都不看数据，我的研究看，实行中间汇率，实行相对稳定的汇率制度安排的国家，由不到百分之四十的国家上升到三分之二。三分之二的发展中国家实行中间汇率政策。中间的概念是介于固定和浮动之间的。

曹远征：中间化是不是可以理解为有管理的浮动。

丁志杰：是的，包括传统的盯住爬行，而有管理的是小部分。第一，以 SDR 对发展中国家汇率管理起作用。第二，在大国建立以规则为基础的汇率稳定的安排。这些可能解决浮动的问题。为什么浮动就好？仅仅是一个理念。

杨燕青：我看过一个文章，在危机中，实行浮动汇率的国家应对危机能力按实证来看会强于实行固定汇率的国家。

丁志杰：基金过去发表的 paper，对政策一致的能发表，不一致的都不发表。我最近在做一个发展中国家跨越中等收入陷阱的问题。能够实行汇率稳定的国家，是赶超最快的。拉美以及四小虎（印尼马来西亚泰国菲律宾），为什么赶超在 1998 年以后放慢甚至停滞了，原因就是汇率。

杨燕青：我觉得这里面有两个结果的问题。一个是说是汇率稳定是汇率制度的结果，还是因为汇率在那个阶段之内比较平稳，但是它的制度是浮动汇率。我们以后可以再讨论。丁老师提出了新的布雷顿森林体系，如果能做成，对全球都有帮助，虽然有难度，可能是最优解。我们可以以后有机会找丁老师请教。下面请王君老师。

王君（中欧国际工商学院金融学教授）：我是来学习的，这里面涉及到的问题很复杂，我说的可能也不是很系统。我的看法是，国际金融治理的问题的确是一个问题，但是这个

问题不是孤立存在的，一定是建立在各国自己的金融治理的基础之上，不可能在一些主要国家金融治理还存在问题的情况下，能够建立起有效的国际金融治理的框架。为什么这么说呢？因为大家的讨论由于时间的原因和个人的角度不同，特别容易进入某一个具体的问题，流动性的问题，主要货币的问题等等。但是我们放在整体上来看，国际金融治理是什么？IMF 在讨论自己的任务和责任，总会说我们的 mandates 是什么，mandates 就是他们的任务。这个任务是谁赋予给他们的？其实是各个国家的当局，一般是财政部和央行，财长和央行行长在 IMF、世界银行以及区域性的金融机构的重大决策是有发言权的。如果说像中国这样的主要国家，在国际金融治理的主要问题上的看法，财政部和央行有分歧意见，很难想象中国能在国际金融治理方面发挥有效的作用。所以在报告中可能要增加这个视角。国际金融治理框架和协调问题其实是不能忽略财政政策的和财政当局的作用的。报告当中有一部分是关于国际金融机构的分类，这个分类从一个前内部人的角度来看并不完全准确。世界银行虽然名义上叫做开发类金融机构，但事实上它的开发资金比不上国开行的一半。因此这个机构的主要作用并不是提供开发类基金，资金或者是基础设施贷款。大家在座的提到世界银行的时候，大多是因为世界银行出了什么报告，发表了什么意见，而印象深刻。而且在 IMF 和世界银行这两个机构之间，的确历史上是有分工的，IMF 是宏观经济、货币政策和汇率政策这类的，世界银行是开发融资和结构性的改革，但是早在十多年前，IMF 和世界银行的职能就交叉了。现在关于金融稳定和金融监管这些问题，这两个机构都是介入的。我由此切入说一下关于我们对国际金融

治理认识的问题。我觉得我们中国人对国际金融治理的问题有些雾里看花。一方面是因为我们对这些机构还不够熟悉。其实这个报告，我和其他人一样认为做的不错。像这样的工作，我很奇怪为什么北京这么多官方智库都没有做。中国的作用这么大而且在上升。不是说由上海做了，北京人就有什么不舒服。而是说这个国家对自己的作用似乎认识不足。如果北京也有一个报告，和上海的报告比较，促进竞争，可能效果就更好的。

回到中国人认识问题上。我就提供一些支离破碎的我了解的观点以供参考。早在二十多年前，就有来自 Michigan University 的两位教授，不断地对 IMF 提出质疑甚至提出取消这家机构。IMF 在 2008 年金融危机之前，以高昂的代价裁员 400 多名，之后很快又雇佣回来。IMF 钱不足，就考虑要不要出售黄金。我们现在很多关注的问题他们也在讨论很多，像国际货币体系改革、SDR 的作用、资本流动、资本管制、汇率制度等。我现在看到的研究，很少有超过 IMF 自己的研究，也可能和近年来我关注的不够有关系。就专业上来看，这些问题并没有被忽略。就世界银行来看，被世界银行员工驱逐的行长 Wolfowitz，同时也是美国经济学界有名的经济学家。他上任之前，在华盛顿的一家民间智库就专门开了一个会讨论 “How to rescue the World Bank ? ” 这是一个危言耸听的题目。他们希望有一个 Wolfowitz，把世界银行的种种弊端讨论的非常透彻，并且提出了方案。这个报告也许没有公开发表，我可以提供给你们。

除了资料需要进一步的充实以外。另一个就是我们总是逃脱不了两个局限。一个就是从发展中国家的角度来说问题。上世纪 80 年代，我在央行国际司当处长，每年组织两

部一行参加 IMF 和世界银行的年会。我记得很清楚，每次到 IMF 开会，发展中国家的 24 集团，像祥林嫂一样，一定要呼吁发达国家如何要结构调整，要怎么样。但是一到大会上就傻眼了，因为这些问题禁不起推敲，应者很少。中国那时候在 IMF 是新入行者，现在不同了，今天如日中天。但是那时候中国人总要说些什么，所以财政部，人民银行和外交部联合组织的代表团，一定要按照官方口径和发展中国家说这些话，但是都没用。我觉得姚所长的话很有意义。中国已经上升到和美国差不多平起平坐的地位。我们的国内的经济政策对世界经济是有很大的外溢效应的，而且常常是负的外溢效应，已经从进攻者变成了防守者。因此像这样的报告里选取角度的时候，这一点一定要注意。而且我也要强调，我们如果不把国内的经济搞好，经济严重失衡，政策难以自圆其说，股市突然发生异常的变动，金融监管机构的负责人胡说八道，让人感到莫名其妙，这个其实很难在国际金融治理框架中真正的具有可信度、权威性和有效性的。现在发生什么会很快传出去，你想掩盖也掩盖不住。那些明白人看着是无可奈何，因为你办不到，但是也爱莫能助。所以第一步还是要把自己的事情做好。

我说的可能没有什么学术含量，只是作为一个曾经的局内人。我并没有在两个组织担任什么高官，有点价值的就是在两个组织都工作过，并且是在国内派出的代表做一年多的董事会的工作人员，做了三四年 IMF 的 *economist*，世界银行工作了十多年，所以有一些 *insights*。

第二个局限就是从中国自己的利益出发。这点是一个个要十分警惕的。你要是想在国际金融体系里发挥作用，就必须跳出民族主义和民粹主义的局限。如果说要犯两类错误，

第一是国际主义，也就是过分关注国际利益不顾本国利益。第二就是过分注重本国利益而牺牲国际利益。中国人犯第二类错误显然大于第一类。而且这种错误影响了派出去的高官。中国要跳出这样的局限很困难，必须要跳出，才能成为国际社会的 **player**，才能受到尊重，否则就是一个狭隘的本国利益的代表。这个我们当年是批评美国人，很快我们也会处于一个这样的地位。

还有一个要注意的问题是，过分强调国际金融机构的投票权。就我的第一手观察，IMF 里很少强调投票权，原则是 **decision by consensus**。它的方式很简单，总裁坐在会议室的一头，董事会现在二十几个席位，左边比如说坐着副总裁，总裁是董事会的主席，右边要么就是首席经济学家，要么就是首席法律顾问。很少出现一个重大问题上来就投票，像中国很多决策机制那样的，他们是充分的讨论。我记得当年巴西的成员叫卡夫卡，他已经和我现在的年龄差不多比我还老一些，上来基本上是闭着眼，半睡半醒，但是说到重要问题，总裁一定要问卡夫卡，首席顾问法律顾问什么看法。那些问题都是非常严格的在法律、经济学和历史现实，在所有的的问题当中寻求平衡。还有秘书长，他会一直观察，在暗中记票。我在那个氛围里感受到的就是 **the power of persuasion, the power of reasoning, the power of logic, the power of knowledge** 在发挥作用。我们过于强调投票权并不是说中国到百分之几就有多大的了不起。美国人也受到制约，受到欧洲国家和发展中国家整体的制约，所以他做事还是要考虑的。

补充一个看法。最近在金融 40 论坛，讨论中国金融监管体制改革，其中有一个议题是美国和中国金融监管制度的

比较。我拿了这个题目，最好的方法就是看一下 IMF 和世界银行联合对美国和中国金融稳定的评估。看了这个报告以后发现，2008 年以后中国接受这个评估，是因为美国接受了。美国接受这个评估就是把自己放到 IMF 世界银行的显微镜下。启动评估的时候，危机还没有开始。危机的过程中进行了这个评估。评估中鸡蛋挑骨头的指出了美国监管制度存在的问题，包括美国证监会和证券期货委员会之间协调的问题，预算不足，法律上的问题，执行的问题。有意思的是这个报告不是一厢情愿的，必须要接受。这个报告还有一个当局的反馈，可以看到分歧点在哪里。美国首先给自己辩解，说 IMF 显然用更严格的标准评价我。第二个评估里说美国证券监管存在的问题，美国回复说我们的证券监管没有问题，从世界上的投资人投资意向可以看出来，全球的投资人都愿意到美国的证券市场来投资，表明我们的监管是有效的。我们可以看到国内盛行的阴谋论说美国控制 IMF，这个并不是正确的，评估是很严格的。中国在 2010 年接受了世界银行和 IMF 的评估。有的机构事前就问我怎么应对。我后来非常悲哀地发现，第一，各个机构都在选美，隐恶扬善。第二个，结果就是最后评价都是过高的。金融监管关于独立性的问题在报告里都不能直接说，非常隐晦的对中国评价。评价出来以后，中国金融监管负责人就拿这个来说：IMF 世界银行都认为我们金融监管是有效的，是独立的。这个负效应一环扣一环。现在全国都在讨论金融监管，本身就说明我们的金融监管是有问题的。糊弄自己一年，以后五年十年都会受到副作用影响。

总之国际金融治理改革的问题是非常复杂的。中国如何自处也不是一个简单的问题，涉及到的问题是很多的。我简

单说一下金融监管方面。国际金融监管的机构的规则目前是有些泛滥的。FSB 和巴塞尔委员会，以及下设委员会再下设委员会的，他们提出的规则是非常有超前性的。但是我们执行有问题。中国派出的人员很难直抒胸臆的把中国的差异和国际上的标准说清楚，就算是说了也不是通过主流渠道。

余永定：我插一句啊。就是我见外国这些人，我和外交部汇报，没人理我的。从来没有人问。

王君：因为他们和国内的金融机构隔了一层皮。沃尔克法则说的很清楚，但国内就是大肆鼓动扩张金融机构，扩大市场份额。而且金融监管负责人以自己监管资产的规模而自豪，甚至和外国访问者说他们的金融监管资产占全国金融资产的百分之多少，以此作为成就。来自美联储和 OCC（美国货币监理署）的专家觉得不可思议，觉得是逆潮流而动。所以谈到金融监管，是很悲哀的。现在看，二战后的布雷顿森林机构是一个重大发明。IMF 和世界银行这些年很不容易，做了很多事情，但是到了一国的政治当局面前，也没有办法。回到我之前的观点，国际金融治理结构未来的改善不能孤立的存在，一定是各国自身的治理。在国际金融治理当中，报告中点到了囚徒困境的问题，这是一个很现实的例子。报告里不止一次说到了话语权，中国人也很喜欢这个词。我的问题是，你拿到了话语权，你说什么话。大门一开，让记者进来，马上话就可以传出去，全世界的人民都在听。还有投票权，他们的决策并不是说胳膊粗力气大。中国的民粹主义更狠，到那时候政府以及代表中国参加国际金融机构的代表更加困难，会出现当年你在外面谈了，回来就成为卖国贼的局面，并不比美国人更为理智，我们在网上的议论是更加暴力的。举一个囚徒困境的具体例子。

IMF 和世界银行的行长和总裁，有一个不成文的规定，IMF 总裁由欧洲人担任，世界银行行长由美国人担任，这的确是一个弊端。我觉得奥巴马做的一个比较不地道的事就是任命了一个医生作世界银行的行长。所以在医学健康人类发展方面，现任行长是比较内行，但是在金融和经济政策上，他的确是没有能力和各国的央行行长和财政部长平等对话。这是我们世界银行要走下坡路的开始。这个囚徒困境表现在哪儿？咱们就说某一个人要当总裁或行长的时候，这两大组织都会到各个成员国游说介绍，像路演一样。

杨燕青：我们听得都特别入神。我觉得王老师讲任何的观点都是两点。第一就是 **seriously**，比较狠。第二个就是 **very truly**。你会觉得听到了心里有很大触动。我想补充两点信息。关于金融监管。王老师刚才讲了一些中国现在的金融监管的改革框架，中国本来是计划在六月份开金融工作会议，同时制定金融工作框架，但是到目前为止这个会被推迟了。我听到是因为王老师的一篇文章被高层领导看到了，因此被推迟。那篇文章写到了未来，像金融监管的原则是什么，写的非常深刻，我建议大家读一读。第二个非常有意思的信息，刚才王老师讲到 **EFSA**，这是金融监管的 **program**。第三点是关于中美金融监管框架的比较有一篇文章值得看的，**PAUL WALKER**，有一篇关于美国金融监管的问题，他认为的好的框架是什么的建议。让人感到惊讶的是在美国没人关注这个报告。这是一个悲哀，也同时说明我们需要做很多事情，应该让公众听到的声音被听到。我们祝贺王老师的这些声音被听到。

下面请陈杰。前高盛的首席策略师，全球视野特别好，运用模型的能力很强。我强烈地把陈杰推荐给各位老师。

刘陈杰（Upright Capital 董事长）：几个想法。一个就是能不能再突破一些。大家刚讨论国际货币体系的时候讨论过布雷顿森林体系为始，它作为一个开始的阶段来。但是布雷顿森林体系，驳倒了凯恩斯主义的建议。后来的 SDR 体系是有一些凯恩斯建议的影子在里面的。驳倒了凯恩斯建议因为是美国人的货币体系。建立国际货币体系的时候，要把美国人的利益考虑到里面，所以考虑了美国人的建议，以美元为中心的货币体系。现在来讲，这个货币体系在缺乏全球经济增长的约定之下，不断地发货币。2008 年以后它的指数和美联储资产规模是高度相关的。所以现在是货币乱发的时代，造成资产泡沫，民粹主义抬头的时代。这个时代，究其根本可能全球金融治理结构，货币体系，这两点进行思考。我想回到它的本源，布雷顿森林体系也不是说天然形成的，都是谈出来的，谈出来是有当时的环境条件的。如果讲全球金融治理体系的话，能不能突破这个布雷顿森林体系。如果说九月份开 G20 会议的话，可不可以重新考虑凯恩斯建议，建议超主权的货币体系。就像余老师刚才说的，我们也站在道德的高度，很多不平衡不仅仅是发展中国家造成的，发达国家也有责任，而且我觉得这个责任不小。这是第一个想法。

第二个想法是，中国金融的周期。报告里也谈到了金融周期的问题。前段时间我们也是花力气把金融周期测算了一下。我注意到张斌老师做过一个测算，说金融周期是在一个下降的阶段。但是如果考虑负债，等等这些信用扩张，现在的金融周期其实是高涨的。这也是现在金融监管改革遇到非常棘手的问题。

曹远征：张斌是按利率做的，利率是下行的。要是按照

资产负债表来做，周期是上涨的。

刘陈杰：所以包括股市债市波动大和这个也有关系，包括央行很难实行紧缩政策和这个也有关系。

第三个就是余老师提到的短期资本流动。我们有一个框架还有预测的体系。为什么测这个？从金融市场实用性角度来讲，这个第一步做的是监测，第二步是预测。找出几个因素来预判。这个的初衷就是想预判央行货币政策。所以我们力求高频力求精准。

杨铁成（高伟申律师事务所合伙人）：感谢乔秘书长邀请。我是国际律师事务所的合伙人，总部在伦敦，脱欧之前我们就写过一个 68 页谈脱欧影响的。我是做金融监管的。我来从实务来谈一些感想。我觉得中国是什么样的应对，中国应该怎么办，在报告中应该再写一章。我提供一些素材。金融危机以后，成立 G20，有一个是匹兹堡峰会，设立了这些机制，首先从信息的收集开始。金融危机，美国认为之所以发生危机，是因为谁在做什么它不知道，所以需要收集信息。收集之后，再开始要求他，比如 MARGIN、准备金这些到位。好像说中国终于进到了 G20 和七国集团，也发挥了一些作用。实际上，中国并没有积极应对现在的国际新监管框架形成的过程。比如说信息收集，我们总是认为发达国家才需要关注。从法律角度来讲，发达国家，美国、欧盟，它们有一些新的金融危机之后的法律，都是有域外效应的。如果他们的 counter party 是中国的话，那我们要遵守他们的一些法律，给他提供信息呀，遵守一些要求。但是对于域外效应，我们缺乏应对。

另外一个问题是民粹的问题。我补充一个资料。美国税收法案，之前大家都认为这是单边主义的，是不公平的。后来

到去年，美国的税务局公布中国已经同意了。为什么中国后来同意了？加入这个和美国合作，其实是对中国有利的。有篇文章讲同意的原因，就是我们也可以要求美国人提供中国人在美国的存款信息，这样一些贪官污吏的钱我们就会知道了。所以刚刚有些专家讲跨境资金监管问题，实际上我们根据现有的机制就可以做到了。我们想美国税务局提供美国人在中国的存款信息，反过来我们要求美国提供中国人在美国的存款。如果把这套体系建立起来之后，和各国都有信息的交流，也是一个很好的促进。

再一点就是，我们在应对全球金融治理中，自己要练好内功，我深有体会。举一个例子作为印证。经济下行以后，我的理解是我们以前的外汇政策是要保证外汇平衡。如果人民币贬值了，外汇储备下降了，我们就防资本流出，保持外汇平衡。所以储备下降 8 千亿，我们就防止流出，同时我们修改规则吸引更多的钱流入。去年 9 月份，发改委有一个文，说到我们要减少企业向境外借钱的手续，效果有好有坏。前几天，人民银行发一个文，是一种宏观审慎的监管框架。发改委的文是说整个国家的外债有一个额度，在一定限额内企业可以随意借。人民银行的宏观审慎的规则是根据自己的情况，计算出一个额度，算出借外债的坎。我们可以看出来，在全球的治理上，发改委和人民银行监管初衷都是吸引更多资金流入，但是具体做法上缺乏协调。

总的来说，关于资本项目的开放，有的说是在逆潮流而动，有的说不是逆潮流，而是因为我们还没有达到那个程度。比如说衍生品的发展，我们是大量的受限制的。美国发生金融危机也是因为衍生品的泛滥，监管少了。我们是因为监管太多了。所以如果我们和美国做的不一样了，不是因为

逆流而动，而是因为可能我们没有发展没有到位。所以现在的股票市场，我们有 QFII 和沪港通，但是实际外资不到百分之二。我们的债券市场也是，前一段人民银行中长期投资者来投，实际上也不到百分之二。我感觉中国的金融稳定方面过于谨慎了，还可以再突破一下，走的再快一点。

姚余栋：说一个感慨。人民币国际化取得这么大的成就，说明我们的中国的经济学界从老一辈从余老师开始到今天很出色。到今天这个乔老师的报告，真的很重要。当时曹老师很早就说人民币国际化了，历史的机遇的窗口就一瞬间。今天我们的探讨说明当今我们的政策界、经济学界的水平很高。应该自我肯定。

杨燕青：大家发问之前我有一个问题。之前提问巴黎俱乐部但是没有人回应。想请王君老师，余永定老师和姚所谈谈想法。

姚余栋：巴黎俱乐部是一个穷国债务的俱乐部，是一个债务重组的俱乐部，特别是对穷国。

曹远征：我不同意姚余栋所说。如果是 high-quality assets，一定具有高度流动性。债务重组就是恢复流动性的问题。顶多说巴黎俱乐部是发达国家掌控，发展中国家对债务重组没有指导权，那么只是增加发展中国家的平等而已。在国际货币体系中，顺差国和逆差国同时具有调整义务。从这个方面来说，加入巴黎俱乐部是有意义的。

姚余栋：建议谢处长谈一下想法，关于这个报告。

谢怀筑（中国人民银行研究局国际金融研究处副处长）：谢谢给我今天这个机会，感谢乔老师的邀请。平时和乔老师的沟通比较多，这个报告最早的一次评议我参加了，后来也多次和乔老师沟通，对乔老师的思想也是比较了解的。我觉

得这个报告之所以好，一个是因为它全面，还有就是它提出的所有问题现在都没有答案。刚才余老师一再说这个报告没有让人兴奋的地方，实际上现在全球金融治理的问题上，没有找到全球大的方向。我们和姚所长一直在做全球流动性的研究，姚所长经常问：我们提出的这套理论，过去的文献上到底有没有，为什么我们提出来了人家没有提。我经常会解释说 2008 年之后，金融危机使得学术的文献流上出现了很多对全球金融治理还有全球货币体系重新的思考。我觉得总体上来说是大体是两个方向，一个就是加强区域金融网。有很多的研究讲如何把美元区、欧元区、人民币区这三个大的网叠在一起形成多层次的沟通。第二个就是超主权货币的思路。我过去和姚所长讲为什么这两个路没有形成强有力的方向，没有推动大的改革，要从全球金融治理回到全球政治治理的角度来看，现在还不需要。

杨燕青：能不能讲讲巴黎俱乐部。

谢怀筑：巴黎俱乐部这个方面我真的不是很了解。但是我可以回答你的问题，就是刚刚问全球要不要托宾税，需不需要 IMF 之外的另一个机构监管？之所以在二战之能够建立布雷顿森林体系，是因为全球结构框架全被摧毁，在凡尔赛体系解体，雅尔塔体系重建的时候，全球才建立起这样一套相对稳定的布雷顿森林体系。今天不具备这个条件，即使 2008 年金融危机对全球提出了挑战，但是今天以美国为主的大部分发达经济体还不错，没有因为战争的原因对全球金融治理框架提出新的要求。我之所以这么说是说乔老师提出的这些问题在 IMF, FSB, BIS 以及很多地方都在谈，但是都没有结论，这就是我们学者还在持续努力的一个方向。我们不能得出结论，是因为我们全球的政治治理没有为我们

提出一个明确的方向，经济和全球的金融治理很难有一个唯一的方向。

第二个问题就是关于我们如何看待流动性和汇率稳定的问题。姚所长带我们做的一个研究是从全球货币史的角度来看，什么样的才是全球最好的国际货币制度。我们经过研究发现，人类历史上创立的大部分国际货币体系制度，其实都是复本位制。复本位制里有两个问题，第一个核心问题就是要建立一个平价，就是一种货币和另外一种或是多种货币的平价。这就回到一个问题，金本位制的崩溃，到布雷顿森林体系的崩溃，到今天我们要建立一个以 SDR 为锚，其他货币都盯住它的，本质上来说你需要寻求一个平价。这个平价之所以受到挑战或是说人类历史上一次次的出现货币制度的崩溃，是因为我们没有考虑全球流动性。如果考虑看到流动性发生逆转的话，这其中的一种占优货币会不断增值，在这个货币不断升值的过程，就是这个国际货币体系解体的过程。所以很难从过去的我们曾有的人类的制度的角度来提供一个新思路。可以建立所有国家对 SDR 的这个锚，如果你认为 SDR 已经是一个锚。过去是黄金，贵金属，现在是一个主权货币，把最强的主权货币作为一个篮子。你可以盯住它，但是一旦有一天，平价被打乱，那和过去的布雷顿森林体系、金本位是一模一样的。所以我觉得这并不是根本的解决方案。根本的解决方案还在研究。我们所有的研究都是提出一个方向。

最后回答燕青老师提出的一个问题，今天全球资本流动带来大的冲击，需不需要 IMF 之外的另外一个机构来进行额外的监管。我想回答一个根本的问题，今天余老师的一个观点特别深刻，布雷顿森林体系之所以能够建立是为了防止

国家与国家之间的贸易保护主义，防止国家间贸易不平衡，那个时候忽视了全球高频率资金流动。今天余老师问，这么高频率的资本流动，对资源改善没有任何好处，为什么让它流动？是因为抵挡不住。今天所有的资本市场，除了还没有进入到开放市场的，它们是二十四小时交易的。之所以高频，是因为高频交易提供无风险套利的机会。一旦有一天人类技术进步导致微秒和微秒之间无风险套利机会消失，那就遏制了交易。有这交易的一天，我们就要回答两个问题，第一个就是你通过什么机制让它不交易？没有。第二个就是如何界定资本的属地性。我和王老师有很多工作的结合点，我做过 IMF 菲律宾经济学家，所以我有一个很深刻的感觉。杨老师讲的这个问题首先要对全球的资本流动有一个清晰的计征方法，才可以提到监测和监管。如果这个方法都找不到的话，我们谈不到这个问题。我当年在做菲律宾经济学家的时候是菲律宾高速增长的一年，那时候以高盛为主的大的投资机构提出一个质疑，说菲律宾经济增长有 7.2 这么高吗？我们可以看菲律宾的净出口的数据，我把它和它的所有贸易国的进口数据对不出来，所以净出口的数据是错的，因此 GDP 的数据是错的。这是当时全球主要的 investment banking 对他们的批评。这给我们一个思考就是，贸易是属地性非常强的。为什么在微观贸易和微观金融领域有这么多的成果，因为可以提供非常详细的微观数据。一笔贸易从中国出发到华盛顿，是可以计征的。资本的流动式没有属地性的，又高频、大额，所以非常难监管。我非常同意乔老师提出的一个方向，就是 fast moving capital 可能是一个方向。如果我们要提这个方向，首先要有一套完整的监测和计量全球资本流动的方法，有这套方法我们才可以说在治理机构上

由谁来计量它。我们的学界包括中国的学界把这方面深入下去，就为全球提供了一个方法论。有了这个方法论，我们在金融治理方面就有了我们的角色。所以强烈推荐乔老师在这个方向推进。

杨燕青：建议人民银行和乔老师形成一个联合工作组，把资本流动基本框架都做出来。刚才姚所和这位同事针对央行研究做了非常深入的阐述。补充一点信息，像刚才乔老师讲的是，我们的起点在那里，我们最终期待的模式在哪里。让人失望的是，政治和决策过程包括行政过程远远落后于我们学术和思想的讨论。所以目前在 G20 的进程中，全球金融治理虽然被中国政府列为第二大议题，但是在这方面能够达成的实质性进展，到目前为止远远低于我们今天讨论的预期和期待。比如说我们目前可能取得得最大的成就是汇率协调。但是在我看来是虚的概念，没有具体措施没有框架没有共识没有标准最后也没有具体指标。汇率协调会被认为是很大的进步，但是我个人认为没有任何实质上的推动。

据我了解，人民银行在推动的一些具体的实事，这个听起来似乎不重要，但是我觉得是有实质性的真正推动的。一个是主权债的重组，中国政府在推这件事。一个是 CAC 集体行动条款。如果全球达成 CAC 机制，会是很大的进步。关于主权债的第二个就是巴黎俱乐部。它被富人掌控，解决新兴市场的问题。新兴市场准备加入。韩国和巴西很快会加入。巴黎俱乐部能不能改造成一个发达国家和新兴市场共同来管理真正解决全球主权债的一个新的国际平台？它的位置可以放得很高，真正有推动机制。中国应不应该加入？应不应该发挥主导的领导力？或者是说为全球做贡献，推动机制的变革。这一块是我期待在央行的推动下能够有所

进步的，但是在国内没有共识。这对中国和全球是真正有意义的，因为汇率协调是最终的一个成果。央行还在推关于 GDP 的挂钩债券。有一些看起来 very technical，但是事实上是中国真正在推动国际金融治理体系往前走。倡议各位老师形成工作组。请王君老师回应一下巴黎俱乐部。

王君：巴黎俱乐部，债权人的俱乐部。只有当债务人不能够还本付息，赖账时，这个俱乐部才会引起注意。巴黎俱乐部有可能会发展新的作用。给人的印象，不是一个包容的机构，甚至就不是一个机构，没有想 IMF 那样有历史的传承。我对这个没有太关注。如果指望它代替 IMF，成为国际金融治理主力的机构，肯定是不会的。在债务重组问题上它也是起到补充作用。

这个报告没有提到的一个问题就是，世界银行和区域性的开发类金融机构之间的协调。在世界银行内部，国际复兴开发银行（IBRD）和国际金融公司（IFC）之间就有一个协调的问题。还有就是，到任何一个国家，会发现已经有多个区域性和国际的金融机构在介入，它们之间是重复、交叉和互相抵消的，这也是我们作为国际金融组织工作人员的一个难题。这个事情反过来衬出了国际金融治理的弊端。拿英国，日本，加拿大来说，它们都有对外援助的机构，为什么要出资世界银行，亚洲开发银行、非洲开发银行、亚投行等等？作为股东，自己的行为就有不合理的地方了。人为的制造的冗余是一个问题，我觉得这个报告可以在这个地方再发掘。

曹远征：回应巴黎俱乐部。目前全球是流动性过多过剩，流动性过多或过少的原因就是债务重组不能顺利展开。这次美国次贷危机就是债务违约不能全部展开，就靠流动性

覆盖，把风险推到未来。如果说债务不能得到很好的解决，那流动性又不断地补充，流动性一定在各国之间流动。所以我们说解决债务重组问题可能是解决流动性泛滥的一个抓手。从这个意义上，巴黎俱乐部原来是债权人俱乐部，只不过是解决债务问题。那么能不能让债务人一起来参加这个俱乐部解决债务问题？让流动性不是在短端出现问题，而是在远端可以获得收益，流动性就会减少，那么全球很多的问题就会缓解。所以债务重组是一个很重要的管理资金流动的一个方向。应该对它加以改造。

提问：脱欧以后，欧盟可能解体，欧盟如果解体会不会有重新出现欧债危机？

余永定：这个问题太复杂。现在是关键时期，大家应该高度警惕。取决于国际形势的发展，尽管核心希望在一起，但是民众的情绪也很重要。

提问：脱欧和欧盟可能解体对人民币有什么影响？

曹远征：我已经退休了。资本项有两个问题：资本项开放，资本项可兑换。资本项开放，中国已经做了本币开放。利率平价开始对汇率有影响。英国脱欧，甚至欧盟可能解体，风险都存在。但是对人民币的影响减小了，因为人民币的利率也影响汇率。当你把人民币对外到流动性一控制，人民币顶上去，人民币汇率就会上去。脱欧这件事固然对人民币汇率有影响，但是与以前的本币和外币这种正兑换性影响已经不一样了。

贺力平：简短回应脱欧和欧盟前途的问题。我觉得这是卡梅伦首相个人的行为，当然也反应了社会的碎片化、极端化。但是欧盟的核心成员七国，目前在维护欧盟连续性、巩固性上的意见是一致的，对英国脱欧的态度是强硬的。欧

盟的核心是存在的，但是边缘的，比如说希腊，会受到不利的影响，这个可能性是存在的。我认为欧盟的核心在长期来看是存在的。

王军（国家统计局国民经济综合统计局副局长）：我觉得贺老师的意见是有道理的。从外面人来看，欧盟是凑合在一起的，但是从制度和理念的传承来看，这种安排还是有它们的基础的。如果说这些主要国家的理念没有发生变化，那是动摇不了它们的基础的。你到欧洲会发现，那些后加入的国家在制度的改进、福利的改进、治理的改进上都是非常显著的，这些东西不会在一夜间就消失，而且那些小国如果退了，反而对欧盟是加强。那些大国不退的话，基础就还在。我是这么看的。

刘陈杰：在投票之前，我所知道的在英国的对冲基金，比较明智的都回避，他们认为肯定不会退的。退了之后对他们损伤不是很大。这两天他们发现价格回到了合理的位置，又买进去了，这是市场上的反应。第二个从市场上的感觉来说，欧盟核心还在，欧盟这次和英国的谈判条件会非常苛刻，怕其他国家会有脱离想法，这是大家所预期的。金融市场在非常关键的时刻，市场波动需要观察。

余永定：我发现欧洲的气氛不对。意大利反德情绪激烈。在央行或是投行这一级的应该都是精英人士，在他们中间都出现了这样一种情绪。大致我同意，但是不能排除另外一种可能性，取决于国际形势的发展。如果美国再这么干，如果中东的形势再进一步恶化，再有几百万难民往外跑，这就更难说了。尽管欧洲的金融界希望欧洲是在一起的，但是架不住老百姓。这时候会导致欧洲各个国家政治的变化，这种可能性不能排除。希望不发生这种事情，但是不能完全

排除。

曹远征：同意余老师。欧洲气氛不同，分裂的情绪日益剧增。尤其是因为难民增加，大家负担重，大家都想摆脱这个包袱，分裂情绪激烈。

姚余栋：所以最终拯救世界要靠人民币。

杨燕青：我觉得关于脱欧的讨论差不多了，我们还是要回到我们今天的主题上面来。刚才有一两位朋友问了很好的问题，就是我们讨论全球经济，为什么要讨论全球金融治理，全球金融治理的基础是什么？中国能起什么作用？所以又回到乔老师的报告，我们请乔老师最后做几分钟的总结发言。

乔依德：我觉得这两个问题都非常好，我先回答为什么要讨论全球金融治理，它的基础是什么。其实很简单，因为随着全球经济的一体化，金融全球一体化的速度大于贸易好几倍，在这种情况下跨境资本流动对差不多每个国家都有很大的影响。我们又没有一个有强制性的组织，目前是通过主权国家或者机构的协商对这些问题制定某种规则。简单的一句话，目前的全球金融一体化造成了全球金融治理的基础，也因为没有一个统一的机构。

回到刚才的问题。可能我们的报告也没有提太多关于这个问题的内容。就是中国能起什么作用？基本的态度还是很重要，一个是我们要关心全球金融治理。特别是中国越来越纳入到全球经济一体化的过程中，这就是余老师在 2010 年的时候跟我说要关注这个事情，包括前面我讲的吴晓灵行长对这个事情的关注。王军老师也讲了，我们以前很多时候对此不太了解，有的时候不是很关心，但现在对这个事情我们要做很多研究，这是一个。这里面要避免一种倾向，就是觉

得自己很了不起，或者是马上就能做成什么事情，在我们社会上也存在这个问题。我们有一些智库，常常说我们要搞一个 G20 西湖体系。每次看到我都要笑，你怎么搞？布雷顿森林体系是因为二次大战以后，美国当时的 GDP 占全球 40%，这样一个形势跟现在根本不能比。

我们应该怎么做？第一个我们还是要做研究，尽可能提出自己的一些想法。我常常跟我们基金会的课题组说，不要很简单地罗列资料，要动一些脑筋，提出自己的一些看法，哪怕看法不完全对。我想另外就是不要太偏重。还有一点，我也很同意，就是说最根本的还是要做好自己的事情，你自己的事情不做好，以后就是麻烦一大堆。我们中华人民共和国 60 多年，最大的一个教训是每当我们日子比较好过的时候，常常会有左的东西出来，差不多是一个规律。当前就是这样的一个情况，不要讲很多的空话假话，还是要把事情做好。把国内的各种改革、法律都做好。

为什么最后由我们上海发展基金会出这个报告，其中一个原因就是没人理我们，没人管我们，所以我们做这个很好做。北京也很好，我也很感动，北京还是首都，上个星期六我们讨论那么专业的问题，国际货币体系跟占优货币，二三十个人开会，在上海能开这个会吗？我们开不起来，包括今天那么人开会开到六点钟，这是很了不起的一个事情。我们当然也有毛病，讲老实话我很愿意到国外去，国际会议你只要讲得有道理人家就听，你讲的没有道理人家跟你辩论。你是什么地方还是中央的，没有人管。因为有这样的情况，所以我们还是能够定下心来做一些研究。

余老师有好几次提到一个事情，我自己也有感觉，现在中国人到国际上开会，人家还把你当一回事。我们自己心里

也有数，并不是说我们水平一下子提到那么高，是因为中国是第二大经济体，你讲的话虽然不代表中国政府，但毕竟你是中国人，你讲的事情人家还是蛮注意的，这对我们是一种鼓励。我常常跟我们基金会的研究员说，这是一个很好的机会，我们在上海离政治中心比较远，我们没有摊派任务，你就好好静下心来研究。IMF 的报告，我们当然不一定每篇都看，但每篇对标题我们都过的，有的我们存起来，只要和我们有关的都看，而且我们在这个群里互相交流，所以国外的情况我们多少还是了解的。

5 月份我参加了一个国际研讨会“走向多元储备货币体系”。美联储的副总裁在会上也讲的很好，最后人家提问，你同不同意多元储备汇率？他说我同意，他谈任何一个国家的货币要成为国际货币有哪些必要条件，大家讨论了很多，最后他的态度是：你们来吧。后来别人总结，美联储说：好，我就在这儿，你们来，你们谁有能力就上来。对我们来说，人民币国际虽然我们也在使劲推，也做很多的报告，有的时候心里也有点嘀咕，你如果国内的事情没有做好，我们做得都是白做，没有用的。

回答你的问题，我还是讲要认真真学人家的东西，不是说我们已经水平高到什么程度了。但我们还是能够做一点事情的，不是说什么都做不出来的，如果没有这样的信心我也不会做这个报告。我们还会继续在这方面踏踏实实做一些研究，和大家交流，我想我就表一个态。再次感谢大家，也挺感谢远征，包括永定一直的支持，包括批评、鼓励。有时候别人也会跟我说，我们那边有另外一个什么东西，你来吧。永定就会说，乔依德你不要去想这个东西，他们做的那个国际关系什么，大家都能做，你这个东西不是什么人能

做的，你继续好好把这个事情做下去。我想我们会继续努力的。

杨燕青：最近我开了很多的会，但是我觉得今天一下午的会是我最近一段时间质量最高的一个研讨会。祝贺乔依德老师。非常感谢各位老师，感谢大家，期待我们还有机会继续讨论，谢谢。

（以上内容根据录音整理，未经本人审阅）