

内部发行，未经许可，请勿转载

研讨实录

第 91 期

91

全球金融架构改革：短期措施和长期目标



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
二〇一六年八月

序 言

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

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

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

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

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

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

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

是为序。

上海发展研究基金会理事会会长

A handwritten signature in black ink, reading '胡旭照' (Hu Xizhao), which is the name of the Chairman of the Shanghai Development Research Foundation Council.

编者的话

本期内容是最近上海发展研究基金会与西南财经大学、布雷顿森林体系再生委员会联合主办的“全球金融架构改革：短期措施和长期目标”国际研讨会的实录。

金融危机及其之后的余波证明，全球金融架构（GFA）在防止全球经济崩溃中扮演着非常重要的角色。为了解决存在于全球金融架构中的问题，我们需要结合短期措施和长期目标，同时分析处理产生这些问题的原因以及影响。这次国际研讨会的目的就是试图找出这些问题的解决方式，进一步促进 GFA 的改革。

中国人民银行副行长张涛在会议演讲中指出，全球宏观经济一体化的当下，英国脱欧等对全球经济形势造成了重大影响，很多风险并没有完全解决。南加州大学经济学教授、美国国民经济研究局 Joshua Aizneman 认为，英国脱欧一方面会推迟私营部门的投资。从而导致 GDP 增长的下跌。另一方面的后果是导致美元升值带来的压力，美元升值可能会导致有更高的负债风险存在。前 IMF 官员、现任 New Sparta 资管负责人 Ousmene Mandeng 还表示，英国脱欧不仅削减了英国的权利，同时还削弱了英国货币的影响力。这将必然影响英国的一些国家和国际政策，世界迫切需要一个

新的货币架构。

西南财经大学中国金融中心主任王擎表示，负利率政策主要针对的是商业银行，央行的负利率政策简单来讲就是量化宽松政策的升级版。负利率政策并没有使各国期望改变的通缩的状态并没有得到很有效的实质缓解。中国人民银行金融研究所所长姚余栋认为，从第三轮量化宽松开始全球流动性呈现增长趋势。但按照欧洲央行和日本银行未来的发展，在未来几年之后全球流动性可能迎来突然的下降。对此，世界需要人民币来补偿全球的流动性缺乏，人民币能够解决流动性缺乏的问题。

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

二〇一六年八月十五日

目 录

会议概要.....	1
会议议程.....	2
开幕式.....	6
开幕式.....	6
尹庆双致辞.....	6
Marc Uzan致辞.....	8
第一部分：压力下的全球经济一体化负利率和 英国退出欧盟.....	9
Ousmene Mandeng：英国脱欧：一个国际货币的消逝	14
王擎：负利率政策的效应与启示.....	16
谢怀筑：系统重要性、央行货币政策分化的宏观影响.....	23
自由讨论.....	33
第二部分：安全资产的短缺及其对全球金融架构的意义..	39
Beat Siegenthaler：欧洲债券市场负利率和QE的挑战	39
Masahiro Kawai：日本央行的负利率以及日元作为一种 避风港货币.....	43

姚余栋：人民币国际化补充全球流动性..... 51

自由讨论..... 55

张涛：重建国际货币体系..... 59

第三部分：将当前系统转变为多元的货币储备体系..... 63

马骏：绿色金融与绿色投资..... 64

Chalongphob Sussangkarn：向多种储备货币体系过渡..... 65

黄海洲：全球货币体系寻锚..... 68

张礼卿：国际货币储备体系改革和人民币国际化..... 71

David Lubin：人民币的未来：一个有中国特色的国际
储备货币..... 73

自由讨论..... 75

**第四部分：SDR是一个幻想，还是一个实现有韧性的
全球金融架构的工具..... 77**

Siddharth Tiwari：SDR的使用经验..... 77

Christian Ghymers：我们为什么及如何缩短现有的SDR和
一种有效的多边储备货币的距离..... 81

Jukka Pihlman：人民币作为储备货币以及其被纳入SDR
一篮子货币的含义..... 83

葛佳飞：运用区块链技术推动SDR发展初探..... 85

自由讨论..... 89

会议总结..... 92

王玉荣总结..... 92

Marc Uzan总结..... 94

乔依德总结..... 94

会议概要

金融危机及其之后的余波证明，全球金融架构（GFA）在防止全球经济崩溃中扮演着非常重要的角色。然而，我们可以发现这个系统中还有一些缺陷，如：流动性供求不匹配导致跨境资本流动剧烈波动；发达国家货币政策的溢出和回流效应分别对发展中国家和发达经济体带来负面影响。为了解决这些存在于全球金融架构中的问题，我们需要结合短期措施和长期目标，同时分析处理产生这些问题的原因以及影响。因此，我们决定召开这次国际会议，试图找出这些问题的解决方式和进一步促进 GFA 的改革。

会议议程

2016 年 7 月 22 日 二楼金牛厅	
08:30-09:00	注册
09:00-09:30	开幕式致辞： 尹庆双 西南财经大学副校长 Marc Uzan 布雷顿森林体系再生委员会执行董事 主旨演讲： 张涛 中国人民银行副行长、IMF 候任副总裁 主持人：乔依德 上海发展研究基金会副会长兼秘书长
第一部分：压力下的全球经济一体化：负利率和英国退出欧盟 越来越多的发达经济体开始采取负利率政策。虽然这些政策可能会提高这些国家的国内需求，但有些问题如：通货膨胀的发生和潜在的泡沫破灭开始产生了。近期英国退出欧盟给全球经济增加了不确定性并损害了一体化。 ◆ 如何评价负利率政策？ ◆ 负利率政策对全球可持续增长有何意义？ ◆ 英国退出欧盟对全球经济以及经济一体化的含义是什么？ 主持人：刘锡良 西南财经大学校长助理	
09:30-11:00	演讲嘉宾： 王擎 西南财经大学中国金融中心主任 演讲题目：《负利率政策的效应和启示》
	演讲嘉宾： Joshua Aizneman 南加州大学经济学教授 美国国民经济研究局 演讲题目：《英国脱欧：零利率下限的分裂，复杂性以及不确定性的挑战》
	演讲嘉宾： Ousmene Mandeng 前 IMF 官员、现任 New Sparta 资管负责人 演讲题目：《英国脱欧：一个国际货币的消逝》

09:30-11:00	演讲嘉宾：谢怀筑 中国人民银行研究局国际金融研究处处长 演讲题目：《系统重要性央行货币政策分化的宏观影响》
11:00-11:15	茶歇
第二部分：安全资产的短缺及其对全球金融架构的意义 全球金融市场风险的不断积累，将使得安全金融资产短缺，并造成金融市场的混乱。 ◆ 安全金融资产短缺的现状是什么？ ◆ 有什么办法可以缓解这种短缺的问题？ ◆ 这个问题将对全球金融架构产生什么影响？ 主持人：陈红一 香港金融研究所高级经理	
11:15-12:45	演讲嘉宾：Beat Siegenthaler 瑞银宏观分析师 演讲题目：《欧洲债券市场：负利率和 QE 的挑战》
	演讲嘉宾：Masahiro Kawai 东京大学教授，原亚洲开发银行研究院院长 演讲题目：《日本央行的负利率以及日元作为一种避风港货币》
	演讲嘉宾：姚余栋 中国人民银行金融研究所所长 演讲题目：《人民币国际化补充全球流动性》
12:45-14:00	自助午餐
第三部分：将当前系统转变为多元的货币储备体系 随着人民币纳入 SDR 货币篮子的同时，人民币国际化及其对全球储备体系的影响越来越受关注。 ◆ 过渡到多元的储备货币体系是非常有可能的？抑或是必然的？ ◆ 这种转变的好处和代价是什么？ ◆ 如何使这一转变平稳过渡？ 主持人：刘利刚 花旗集团中国首席经济学家	

14:00-15:30	演讲嘉宾：马骏 中国人民银行研究局首席经济学家 演讲题目：《绿色金融与绿色投资》
	演讲嘉宾：Chalongphob Sussangkarn 原泰国财政部长 泰国发展研究院杰出研究员
	演讲题目：《向多种储备货币体系过渡》
	演讲嘉宾：黄海洲 中金公司董事总经理
	演讲题目：《全球货币体系寻锚》
	演讲嘉宾：张礼卿 中央财经大学金融学院院长 演讲题目：《国际货币储备体系改革和人民币国际化》
15:30-15:45	演讲嘉宾：David Lubin 花旗银行新兴市场经济主管 演讲题目：《人民币的未来：一个有中国特色的国际储备货币》
	茶歇
第四部分：特别提款权（SDR）：是一个幻想还是实现一个为实现有韧性的全球金融架构的工具 特别提款权的目的是为了克服以美元为基础的全球金融架构的缺陷，并且成为主要储备资产。然而，SDR 不仅无法成为储备多样化的一个可靠的选择，还被边缘化。 ◆ 为什么我们此刻对特别提款权缺乏热情？ ◆ 需要克服哪些障碍？ ◆ 从长远看我们如何才能加强 SDR 的作用？ 主持人：Ousmene Mandeng 前 IMF 官员、现任 New Sparta 资管负责人	
15:45-17:15	演讲嘉宾：Siddharth Tiwari IMF 战略与政策审查部主任 演讲题目：《SDR 的使用经验》

15:45-17:15	演讲嘉宾: Christian Ghymers 特里芬基金会副会长 演讲题目: 《我们为什么及如何缩短现有的 SDR 和一种有效的多边储备货币的距离》
	演讲嘉宾: Jukka Pihlman 渣打银行董事总经理 演讲题目: 《人民币作为储备货币以及其被纳入 SDR 一篮子货币的含义》
	演讲嘉宾: 葛佳飞 上海发展研究基金会研究员 演讲题目: 《运用区块链技术推动 SDR 发展初探》
17:15-17:30	会议总结: 王玉荣 发改委国际合作中心国际金融研究所执行所长 乔依德 上海发展研究基金会副会长兼秘书长
17:45	外出晚宴

开幕式

乔依德（主持人，上海发展研究基金会副会长兼秘书长）：女士们、先生们，早上好，我非常高兴能够宣布全球金融架构改革短期措施和长期目标会议正式开始。这次会议的主办方有西南财经大学、上海发展研究基金会以及布雷顿森林体系再生委员会。现在我们邀请西南财经大学副校长尹庆双作开幕式演讲。

尹庆双致辞

尹庆双（西南财经大学副校长）：尊敬的各位专家学者，各位来宾，女士们、先生们，大家上午好！众所周知，G20 央行财长会议明天将在成都举行，这是 G20 央行财长会议自成立起第一次在中国西部城市举行。作为 G20 峰会前最后一次部长级磋商，我个人理解，它将推进世界经济发展中的中国智慧和方案的路演，为此得到了各界广泛的关注。同时，此次会议也将对四川，特别是成都，打造西部金融中心注入新的动力。作为服务于国家金融发展战略为己任，又地处成都的西南财经大学，积极回应此次 G20 财长和央行行长会议，我们责无旁贷。我们会同了上海发展研究基金会、布雷顿森林体系再生委员会邀请了参加 G20 会议的部分专家学者共同举办此次会议。为此我代表主办方向各位嘉宾的莅临表示诚挚的欢迎。

西南财经大学是我国具有鲜明特色的财经大学，一直秉承“经世济民、孜孜以求”的大学精神，始终以服务国家金

融发展战略为己任，并形成鲜明的独特的金融学科优势。比如说今天承办此次会议的西南财经大学的两个机构，“中国金融发展与金融安全协同创新中心”这个机构是由西南财经大学牵头，联合国家相关部委、中国人民大学和武汉大学共同成立的一个研究机构，它志在研究从理论、学术、智库的角度来探讨国家金融安全。另外一个“西南财经大学的中国金融研究中心”，它也是我国目前以金融学科命名的国家重点人文社科基地。我校的金融学科也是国家的重点学科。按民间的说法，第一，西南财经大学被誉为中国金融人才库；第二，西南财经大学的金融团队也是国家队。

此次主办的上海发展研究基金会也是我国著名的智库，与政府、高校以及国际组织有着广泛的学术交流与合作。特别是近几年来，在乔秘书长的领导下，在金融全球治理的理论、政策研究方面取得了卓越成果。布雷顿森林再生委员会是民间独立智库，我也注意到了这个机构以及 Marc Uzan 先生这几年活跃在中国的各论坛，特别是在北京举行的国际金融论坛以及上海陆家嘴论坛上发表了如何进一步发挥中国在国际货币体系中重要作用的一些积极的见解。很高兴这次三方联合举办这个会议，发挥各自的优势。

同时我也想利用这个机会，通报一下最近一个月与西南财经大学有关的两个重要信息。一是在 7 月 1 日金融创新奖颁奖，今年颁奖成果有 6 项，其中西南财经大学占了 2 项，特别是我校著名经济学家刘锡良教授主编的《百年金融思想史》获得了专著奖。此前，迪尔博大学公布了本年度全球经济金融研究机构排行榜，在这个排行榜里边，2015 年西南财经大学发表的经济金融的英文论文排全球 107 位，亚洲 13 位和中国大陆高校的第 6 位。

各位嘉宾，金融危机爆发以后，各界特别是学术界都在不断研究和探讨此次金融危机爆发的深层次原因，其中一个重要成果是认为，全球金融治理存在缺陷。在这种情况下，全球金融架构面临调整和改革，全球金融治理进入了一个新的发展阶段。尤其是 G20 成立以后，建立了全球最重要的金融经济治理平台，把金融经济治理纳入更加务实的政策化、操作化的发展阶段。今年中国是 G20 的轮值主席国，中国有机会也有责任来推进全球金融治理的一些方案。全球金融治理的过程中既是一个政策问题，也是一个重要的学术问题，所以我们期望通过相关的学术研究，进行一些理性的思考，特别是此次会议将围绕负利率、英国脱欧、多元货币储备体系、提款权等研究，同时也提供中国的智慧，发出中国的声音。

最后祝本次会议取得圆满成功，祝各位嘉宾在成都期间安康愉快，谢谢大家！。

乔依德：下面我们欢迎布雷顿森林再生委员会的 Marc Uzan 先生。

Marc Uzan 致辞

Marc Uzan（布雷顿森林体系再生委员会执行董事）：非常感谢大家来到今天的会议，也非常感谢主持人的介绍。我们去年 11 月已经有了很多合作，今天我们将讨论全球金融架构，尤其是关于中国的一些问题。现在 G20 会议有一个重要问题急需解决，今天我们要解决的是短期和长期的目标。今天我们可能会讨论各种各样的问题，你可能想知道我们为什么讨论这些问题，因为我们现在面临了很多的不确

定性。我们在中国、欧洲有很多问题，比如脱欧，我们还有很多正常化、市场化的问题。我们 G20 的会议就是为了解决这些问题的。我们怎样解决这些问题？尤其是关于欧元和其他的经济问题，我们发表了一些文章探讨如何解决这些问题，可以在我们的官网上找到这些文章。今天来参加这个会议是非常有意义的，因为我们要解决非常多的问题。在我们的议程上，我们也安排了很多演讲。我想感谢我们之间的合作，同时我们要继续开我们的会议，非常感谢。

乔依德：现在开幕式结束。请演讲嘉宾和主持人坐到这边，我们现在进入第一部分的讨论。

第一部分：压力下的全球经济一体化： 负利率和英国退出欧盟

刘锡良（主持人，西南财经大学校长助理）：第一部分是“压力下的全球经济一体化，负利率和英国退出欧盟”这个主题。首先请美国南加州大学经济学教授、美国国民经济研究局研究员 **Aizenman** 先生演讲，他的主题是“英国脱欧，零利率下限的分割，复杂性以及不确定性的挑战”。

Joshua Aizenman：英国脱欧，零利率下限的分裂，复杂性以及不确定性的挑战

Joshua Aizenman（南加州大学经济学教授，美国国民经济研究局研究员）：感谢会议主办方让我有机会和大家分享，谈一下英国脱欧、零利率下限的分割、复杂性以及不确定性的挑战。

我想先让大家回顾一下这个事件，这个事件得到了非常多的关注。英国脱欧实际上是人为的，并且存在金融上的打击，它会导致非常不确定的分裂。为什么说它是一种打击呢？它会带来很多的不确定性，它会带来我们所说的比索问题。在过去 6-8 年，我们见证了非常多的巨大的历史性事件，这是另外一个事件。可以告诉大家一个俗语，它叫做比索问题。比索问题实际上指的是市场参与者预估了一个事情，这个事情可能在不确定的时期会发生，它会带来比较负面的打击和影响。（比索问题 **Peso problem**，是指市场参与者把在样本中没有出现的经济基本变量的大变动看做是小概率事件而忽略，即使预期是理性的，也将导致预测误差的分布是有偏的。比索问题这一术语是根据 1976 年以前墨西哥比索市场所表现出的特点命名的。）

我再给大家说一些现在已知的风险，比如经济、政治、财政方面的风险。英国脱欧得到了一些民粹主义者的支持，这些民粹主义者反对全球化、欧盟一体化，他们认为全球化和欧盟一体化会导致不断增长的收入不平衡或不平等现象。过去二十年的研究表明，这些民粹主义的观点忽视了技术扮演的角色，也忽视了人口趋势在他们认为的问题中所扮演的角色，比如人口缺失也导致了許多收入不平等的现象，但他们忽视了这些原因。我们有了比较好的解决方案，比如说把更多投资放在安全网、职业培训中，让那些贫困的人能够接触到新技术。

我们所说的一些不确定性指的是什么呢？我们可以看到欧盟有一个非常大的国家退出，我们很难管理或者管控，使它不会影响到全球的经济的发展。现在你看图 1，它有一个鸡蛋，还有一个鸡蛋卷饼，鸡蛋成了一个鸡蛋卷饼，它经过

了一定的过程，如果把欧盟一体化打破就相当于要把一个鸡蛋饼变成鸡蛋原来的样子，这是非常非常困难的。

New Uncertainties: how to manage smoothly the exit of a large country from the EU, without de-stabilizing the Global Economy. Unwinding the EU is like trying to reverse a cooked omelet to the prior egg stage.

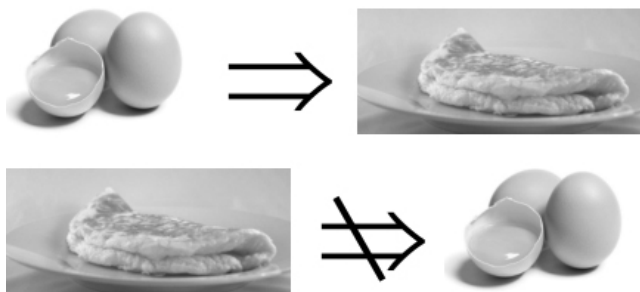


图 1：鸡蛋不能变回蛋饼

我们还可以看到不断增加的复杂性存在于欧盟、欧元区还有申根区。实际上他们助长了民粹主义的反弹，如果你仔细观察他们的观点，就是非黑即白的解决方案。有人认为，英国脱欧会帮助欧盟还有欧元区去解决基础性或根本性的问题，比如说通过一种完全的债务重组，但是在这样的事情或这样的解决方案出现的情况下，私营部门有可能会推迟他们的投资。我们还可以看到英国脱欧导致的一些后果，那就是大家都非常想要去寻求一种安全性。我们也看到另一方面的后果，就是导致美元升值的压力。它同时也带来了经济发展更多的不确定性。因此它将会导致 GDP 增长的下跌，会导致非常多的国家面临着未来更多的连续性的压力。我们可以看到，英国的产品出口到其他国家也会面临持续性的压力。尤其是欧元区的银行，它们现在处于非常脆弱的时

间点上。因为有更多深层次的连续性的压力出现，它会破坏那些拥有脆弱的或不确定性的银行的国家的经济发展情况，尤其是意大利银行的危机。我们还可能看到一些后果，流动的问题，不断增长的比索问题，它可能会扭曲甚至使金融市场分裂。我的论文中也提到，比索问题和风险可能会分裂金融市场。美元升值可能会导致有更高的负债风险，同时也会带来不断增长的美元债务，这也会造成美元短缺。在全球范围内，美元的升值，会使得持有美元债务国家减持美元。它还导致了一种不平衡的现象出现，这是存在于投资需求和资本供应之间的一种不平衡，尤其是在美元与其他国家货币存在着一个较大分化的情况下。

大家需要注意到一点，就是负利率实际上在一些国家已经实行了一段时间，采用负利率会使新兴市场国家不那么稳定，负利率也会导致房地产市场、股票市场、股权市场的泡沫，还会带来非常高的不确定性或波动性，以及与未来利率的不确定性。美国在 15-20 年前的利率是 3-4% 的样子，现在利率已经有些变化了，但它实际上还是维持在比较平稳的程度。现在它持续是 0.25，已经非常接近于零利率了，所以它带来了非常多的影响。它还带来了一种新的趋势，那就是它会使全球经济都处在一个不那么稳定的情况下。任何国家如果它接近零利率或负利率，都很容易导致泡沫经济的出现。不断下降的负利率，实际上会带来不断增长的债务的不确定性或不稳定性。我们现在可以看到较高的债务或 GDP 的增加，这些比较高的债务或比较高的 GDP 增长速率，实际上会增加我们在较低的政策利率上的成本。它也会带来大家更高的恐惧的情绪，同时它还会减少中央银行反经济循环周期的政策选择或逆周期的选择。这些负利率破坏了一

些机构的稳定，这些机构可能是非常有赖于现金流的机构，比如保险行业、养老金，还有私人银行。它会影响到政府的预算。长期来说，就是德国这样的国家也非常反对使用负利率。欧洲很多国家在过去一两年时间内，实际上正在采取负利率，一些数据显示它们的负利率政策可能会持续比较长的时间。现在来看，这些财政政策都会受到负利率政策的影响。我们希望能够有一些比较成熟的稳定的经济，这样的经济实际上需要比较大的财政的基础。

很多新兴市场体的经济会呈现一个结果，就是经济的硬着陆，以及出现旷日持久的危机。这些危机实际上是一场消耗战，对很多国内的利益相关者来说，他们的目标实际上是要减少调整经济的压力和成本，实际上他们会使经济进入到一种复合游戏的过程中，你看一下希腊和阿根廷的例子就明白了。

我们来谈一下中国和其他国家的选择，和他们可以做一些事情。他们实际上可以采取一些前瞻性的政策，比如说可以进行审慎的监管。我们还可以看到在财政部和央行中的协调，实际上他们要尽量避免更多的超额贷款、借贷或超支。当他们实现了零利率或负利率的时候，会出现低通货膨胀情况，如果他们能坚守这一趋势，有些国家可能是 4% 或者 5%。中国和其他经济体也意识到，如果发展够快，他们面临的是需要受到监管的金融一体化。实际上在中国来讲，有人可能会认为不要让中国经济发展速度太快，这样可以让它处于比较好的情况。

我们刚才说到财政部和央行之间的协调，我们要有所控制，就是在超额的借贷和超支上，这主要是在一些区域以及一些省份的政府进行的。同时我们要进行审慎的汇率管理。

要减少对债务工具的依赖度，比如说要使用更多的股票基金。我们还需要非常小心地针对僵尸银行，尽量避免出现像日本那样的情况。我们还需要在当地有所作为，我们不需要或者不期望所有的解决方案都来自于国际合作当中。我们需要全球思维，有很多大国，比如美国、德国，非常聚焦于进行更深的合作来尽量减少全球经济的不稳定性，并会协调财政以及货币政策的扩张来有所作为。我们还需要有更多的互换协议，或者说我们可以做更多的来自于 IMF 和其他国际金融机构的债务协议。

谢谢大家！我的分享到此结束！

刘锡良：谢谢 Aizenman 的演讲，英国脱欧是今年很重大的事件，加上负利率对全球经济和金融的影响，可能还有更多的分析。下面为了控制发言，发言时间为每人 15 分钟。接下来有请前 IMF 官员 Ousmene Mandeng 演讲。

Ousmene Mandeng： 英国脱欧：一个国际货币的消逝

Ousmene Mandeng（前 IMF 官员、现任 New Sparta 资管负责人）：非常感谢大家邀请我来到这里，来到这里我非常高兴。

今天我想给大家简单介绍一下我的话题，我主要聚焦英国脱欧和国际货币的问题。英国脱欧出现了很多问题，我生活工作在伦敦，对此深有体会。我知道它中间的内涵非常多，我觉得它削减了英国的权利，包括英国的货币，还影响了英国的一些国家和国际政策。对我们来讲。非常急切希望能有一个新的货币架构。

我们在国家利益和国际合作之间是有矛盾的，现在的国际货币缺乏体系，所以我们需要这样的一个体系。我们需要时间来发现我们的国家利益和国际合作是否有矛盾，同时也要注意到我们个人利益和邻居利益有什么矛盾。美国财政部长摩根 1944 年说过，我们现在都知道保护国家利益和国际合作之间是相悖的理论，事实上有很多人无法一起工作，如果要牺牲他们的个人权利的话。我们发现国家的利益和我们的国际合作其实不是不相容的，我们为了保护国家利益就必须进行国际合作。因此我们就说国际合作是非常重要的，不管在世界上哪个时候哪个国家，多边化对我们来讲非常重要。1971 年还发生了一件事情，引起了全世界的注意，就是尼克松冲击，这也成了国际货币合作的一个挑战。

第二点，脱欧对于作为一个国际货币的英镑来说，其实有衰退的影响。英镑在历史中的很多时候都发生了变化，尤其是在 20 世纪的时候，可以看到它的降低是非常大的，是一个急剧的降低。同时它的储备也是有降低的。那时候十国集团同意英国降低英镑汇率，降低了 3-5%，之后在国际交易中人们开始使用美元作为国际货币。

第三点，想谈一下我们无序的汇率市场。当他们宣布公投的时候，对于汇率市场就有一定影响了。对于我们的外汇来说，外汇市场需要有多多样化的方法来解决这些问题。事实上英国的储备也有所降低，未来也会变得更加易受其他事件的影响。

最后我想说的就是，国际货币需要的是多样性。现在大家讨论很多国际货币的多样性，因为只有这样，国家之间才能更好地合作，这样也能够保证我们的体系更少依赖于美元，也能够更好解决未来的冲击，未来我们也需要更多有序

的调整。这个体系当然需要进行更多的改革，我们也需要更多努力对它进行创新。

谢谢大家！

刘锡良：英国脱欧的影响可能还会继续下去。下面有请西南财经的王擎教授演讲。

王擎：负利率政策的效应与启示

王擎（西南财经大学中国金融中心主任）：谢谢主持人，我跟大家谈负利率政策。这次金融危机给全球带来了非常大的挑战，各国在应对危机的时候也采用了非常规的做法，负利率政策是其中的典型代表。负利率政策有局限性，但是为什么一些国家的央行依然要采用负利率政策？它到底会为全球经济带来什么样的挑战？会产生什么影响？我们接下来应该怎么来做？这是我想讨论的问题。

负利率的货币政策是一国央行将该国商业银行存放央行的存款利率调整为负值，以降低利率水平，促进信用扩张，刺激经济复苏。

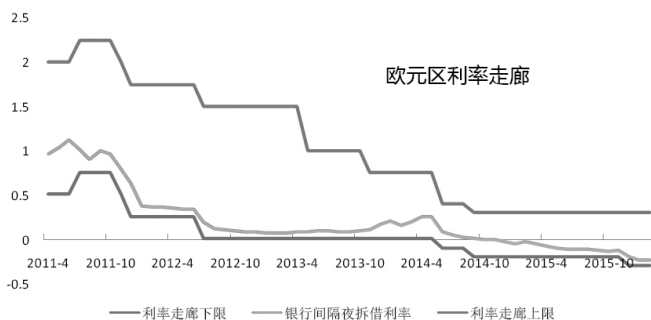


图 1：欧元区利率走廊

我想说一下大致的政策含义，负利率政策首先不是存款

利率的负利率，主要针对的是把商业银行在央行的存款利率调整为负值，这是我们在货币政策里利率走廊的下限。从欧元区这一次利率的调整可以看出来，从2014年利率开始往下调整，调整为负利率，也拉动了同业拆借、银行间市场出现负利率的走势。

迄今为止，先后有六家央行实施名义负利率，以实现提升物价水平、减少本币升值压力等多种政策目标。

经济体	利率名称	调整次数	目标值	实施日期
欧元区	存款便利利率	4	-0.1%	2014年6月5日
			-0.2%	2014年9月4日
			-0.3%	2015年12月3日
			-0.4%	2016年3月10日
日本	超额准备金存款利率	1	-0.1%	2016年1月29日
瑞典	回购利率（7天）	5	-0.25%	2009年7月2日
			-0.1	2015年2月12日
			-0.25%	2015年3月18日
			-0.35%	2015年7月2日
丹麦	基准存款利率（7天）	8	-0.5%	2016年2月11日
瑞士	超额活期存款利率	2	-0.75%（最新）	2016年1月15日
匈牙利	隔夜存款利率	1	-0.05%	2016年3月22日

图2：六家央行实施名义负利率

为什么会这样做？负利率政策简单来讲，就是量化宽松政策的升级版。量化宽松可能没解决一个很大的问题，就是将更多的货币注入商业银行，商业银行可能又重新把货币存回中央银行，所以货币可能没有实际流入实体经济。采用负利率政策，某种程度上增加了商业银行持有货币的成本，负利率政策相当于征收了货币税。对于商业银行来讲，当然可以有其他做法，也可以进行同业拆借。我们看到同业拆借出现了负利率，商业银行要倒支付利息，但是对于商业银行来讲，它可能会更核算，因为如果存到中央银行，它的惩罚成本会更大一些。

近期有六家央行分别实施了负利率，负利率主要是名义上的负利率。如果是说实际的负利率，其实有很多国家可能都是，包括中国，包括美国，可能都是实际的负利率。但是因为货币的幻觉效应，所以名义的负利率更有价值。六家央行的具体做法可能也稍有差异，丹麦、瑞士、日本主要是对超额实施负利率惩罚，从某个角度来讲，对它的金融机构可能更加关爱一些，对金融机构的影响相对更小。欧元区，包括瑞典和匈牙利，是对存放实施负利率惩罚。

我们接下来要关心的一个问题是，负利率这样的政策到底起到了什么样的效果？负利率的实施效应跟通常利率政策的传导渠道比较类似，也会通过信用效应、估值效应、汇率效应和通胀效应对实体经济产生影响。我们可以看一下这六个地区实施负利率之后的效果。从利率走势来讲，引导了市场利率的大幅度下降，这是德国国债收益的变动趋势。日本从今年年初实施负利率之后，它市场利率的走势非常显著地出现了下跌。

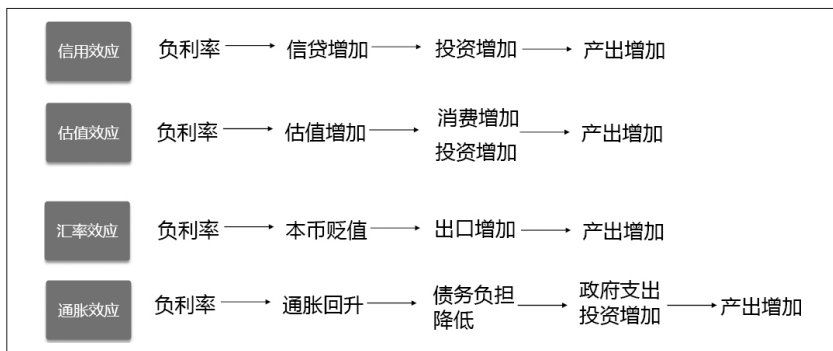


图 3：政策传导效应

对于信贷的影响是，欧元区 2014 年 6 月实施负利率之后，家庭信贷出现明显增长。对企业信贷来讲，在实施负

利率之后，贷款余额由下降变为平缓，没有出现显著增长，但是也没有进一步下跌。对于股票指数的影响，实际上有小幅的作用，但持续时间并不太长。日本的指数也是类似的，小幅影响并没有改变日经指数的整体下行走势。对于资产价格，从住房来讲，2014年之后欧元区的房地产价格开始逐渐企稳并走向反弹。日本的房产指数自2013年实行量化宽松之后，一直保持逐步增长的势头，2016年这次负利率政策并没有对这个趋势产生太多的实质改变和影响。

- 利率是投资的成本（凯恩斯）。在资本边际收益率下降的前提下，降低利率，可以提升投资边际回报。
- 利率是货币的机会成本（弗里德曼）。负利率将使持有货币变得有收益，产生深度的流动性陷阱，导致资源配置的严重失效。负利率将改变风险溢价和投资者的风险偏好，将催生通胀和资产价格泡沫。如果最终逼迫存款利率都变为负利率，那将更是一场灾难。

图 4：负利率的两面性

汇率的变动比较复杂。2014年欧元区实施负利率政策之后，欧元明显贬值，2015、2016年没有出现任何变化。日的汇率的变化更复杂一些，尤其是2016年初实施负利率政策后，不但没有贬值，反而升值，而前两次量化宽松出现了明显的贬值。从物价的走势来看，实施负利率的核心目标是改变通缩的状态，对欧元区来讲，通缩状况逐渐企稳，但没有得到根本解决。日本这方面可能更悲观一些，日本的通缩仍然在继续。归结以上的表现，我们可以看出，负利率政策并没有达到完全的目的。虽然信用扩张和资产估值上有所修复，但是最关键的通缩状态并没有得到很有效的实质缓

解，这个我们还需要进一步观察。

从利率和理论的角度来讲，一方面降低利率可以降低投资的成本，可以提高收益的边际效率。但另一个方面，利率是货币的机会成本，利率降为零甚至负数的时候意味着货币的机会成本是低的，甚至是负的，这实际上会使大家更愿意持有货币，这可能对资产配置产生严重影响。另一方面，它可能会大幅度降低风险溢价，使得资产价格可能出现比较严重的泡沫，我这里说的是可能，这也是后面要探讨的问题。安全性资产的缺乏跟目前的宽松货币政策环境是有关系的。我们说一个极端的情况，哪一天存款利率变为负数这将会是灾难，有没有这种可能？在电子货币时代完全有可能。但在中国这种情况下，因为现金比较多，如果存款利率变为负数，老百姓都不会把钱放进银行，这也会使资源配置严重失效。这样的情况下，为什么依然欧元区仍然要实施负利率政策？欧元区和日本，我们可以看出有一些共性，这两个地区或国家经济都是非常低的增长，有非常严重的通缩。它老龄化的结构和它经济的增长乏力有关系，而且这两个国家前期都采用了量化宽松的政策。所以它们有必要实施负利率。从理论上讲，最优货币是边际收益等于边际成本，货币发行成本近似为零，货币的利率可以达到零利率。如果有一个良性的环境，商业银行会进一步放贷，实现放贷和促进经济的良性循环，反之商业银行会出现逆向选择，就是它不一定把货币进一步投向到实体经济。

我们可以看一下欧元区的实施效果，银行投贷出现了分化，短期贷款出现萎缩，中长期贷款增长，商业银行追逐风险的偏好也在增加。另一个方面，商业银行的利润显著下降，负利率对商业银行有直接影响。另一个方面，银行不一定

选择投入实体经济，欧元区银行在实施负利率之后对外资产出现了显著增加。这意味着什么？这个钱不一定会投入本国，而会投入境外，这可能使货币政策产生极大的漏水。一个辅助的现象是，两次实施比较大的负利率的期间，欧元区非金融企业的杠杆出现显著增加。在金融机构和实体经济的博弈里，金融机构考虑自己的风险承受和利润的问题，它可能会出现其他的选择。加上可能出现的潜在市场泡沫，丹麦和瑞典实施负利率的状况都有可能增加金融系统的风险，这是潜在的。我们不希望它增加这种风险，但这种可能必须要关注。另一个方面，它可能极大地影响到商业模式。如果出现比较强的负利率，资金都不愿意再流入金融体系，实际上除了瑞典，其他几个国家的现金和纸币是大幅度增长的，这意味着什么？有相当多的货币流入了这个体系之外，这可能对金融体系在资源配置方面产生比较大的影响。除此之外，我们可能更加关注政府对负利率政策的潜在依赖性，如果依赖非常严重，它将推迟经济改革，也就是说在这种背景下。负利率政策可能会形成一个慢性的毒药，这是我们不愿意看到的潜在影响。

 负利率货币政策并没有完全达到预期

- 信用扩张有所恢复
- 资产估值有所修复
- 汇率变动存在不确定性
- 关键是通缩情况没有实质性缓解

图 5：政策效应小结

■ 扭曲政府财政

- 负利率政策会拉低市场利率，降低政府债务成本。长期会使政府失去财政自律动机，使一些国家对债务形成长期依赖。

■ 阻碍经济改革

- 可能削弱经济体进行改革的外部力量，从而延缓甚至排斥经济的结构性改革，为经济的可持续增长带来负面影响。

图 6：政策的长期影响

结合中国的情况来讲，中国没有实施名义的负利率。中国的低利率政策有助于降低企业的成本，降低企业杠杆，但同样面临金融机构面对市场需求不足的约束，大量流动性货币不一定会流入实体经济。这种约束可能还面临比较严重的结构性问题，中国可能除了需求不足之外，还有产能过剩和预算约束，这种情况下资源配置会产生结构性的失衡。

中国还有一点和国外不一样，在中国的低利率政策下，金融机构的资金流出有很大的限制，这样的背景下很多资金既不能流入实体经济，也不能流出，这就会形成金融体系比较大的空转。这就是为什么会有那么大的同业业务和影子银行规模。影子银行的事情不完全是因为监管套利，本质上来讲还是因为实体经济需求不足所导致的。所以供给侧改革势在必行，只是我们强调供给侧改革不能仅仅着眼于产能和产业，还应该更关注产权和治理改革，这可能是供给侧改革的核心。对全球格局的影响是，在目前全球经济发展不平衡的态势下，单方面实施货币政策的改变会发生很大的潜在的漏水效应，这就是刚才一些专家提到的，有一些溢出和溢入的效益。我们从日元汇率变化以及欧元区银行资产的变化都可以看到这样的结果，这意味着全球背景下政策协调是事所必然的。

- 中国的低利率政策短期有助于降低企业的成本，降低企业的杠杆。
- 相比于西方国家的复苏，中国面临更严重的产能过剩和预算软约束，所以刺激短期需求不仅无益，还会产生更严重的结构失衡问题。
- 银行在资金不能流出境外的情况下，银行体系内部的空转就成为必然。
- 所以从供给侧来寻求经济的突围使不得已的选择，相对需求侧的“慢性毒药”，供给侧改革的短期阵痛必将换来经济更健康的复苏。
- 只是中国的供给侧改革不能仅仅着眼于产能和行业，还应着眼于产权和治理。

图 7：中国面临的情形

我们最后的结论强调三点。第一，负利率货币政策可以短期采用，但务必审慎采用。一方面我们会关注经济复苏，另一方面会关注资产泡沫。经济复苏之后应该立即停止负利率政策。即使没有复苏，如果出现比较严重的资产泡沫，可能也应该考虑停止实施负利率政策。第二，在这样的背景下，我们应该更多考虑供给侧改革，应该利用这个宽松的环境加快推进改革。第三，全球经济复苏和发展必须依赖各国政策的协调。

谢谢大家！

刘锡良：感谢王擎教授的演讲。现在各国货币政策出现了分化的趋势，这样的背景下可能会出现新的问题。下面有请中国人民谢怀筑女士演讲。

谢怀筑：系统重要性、央行货币政策分化的宏观影响

谢怀筑（中国人民银行研究局国际金融研究处处长）：非常感谢乔依德主席和各位嘉宾，我今天给大家讲的话题是“系统重要性、央行货币政策分化的宏观影响”。我来自于中

国人民银行金融研究所，我今天跟大家分享我的个人观点，不代表中国人民银行的观点。

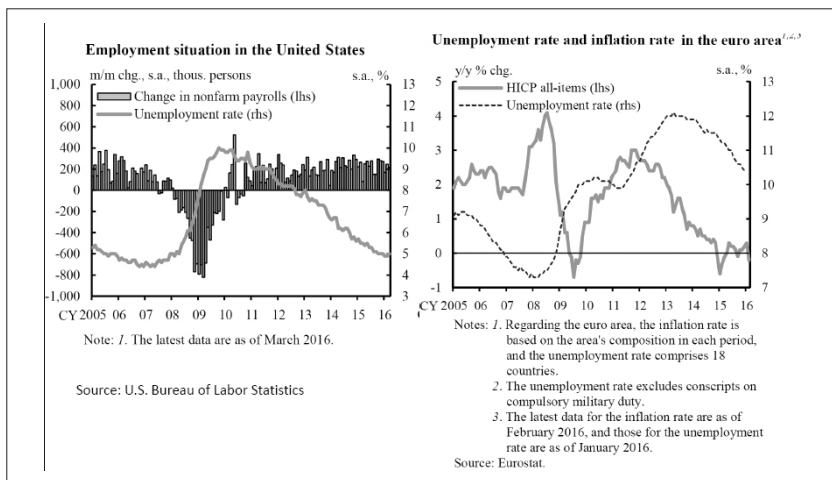


图 1：经济周期分化？

今天的话题是一个重要的问题，跟前几位演讲嘉宾是高度契合的。我谈的这个问题跟负利率政策有关，也跟全球货币政策溢出效益和回溢效应有关，更重要的是和货币政策的分化有关。货币政策分化我主要谈几大系统性央行，这是 IMF 的界定，主要就是欧央行、日本银行、美联储、英格兰银行。在金融危机之后，大家对货币政策的溢出效应和回溢效应有很多讨论。之所以会产生溢出效应，或者说一个国家的货币政策会对其他国家的宏观经济产生外部冲击，重要的原因是国与国之间的经济周期存在不同的阶段。如果从就业情况来看，美国就业状况基本上恢复到危机之前的水平，潜在产出和产出缺口基本在收拢。对于货币政策来说，美国从 2013 年开始提到货币政策正常化。我们用失业率的角度或产能利用率的角度来看欧元区的经济，从失业率角度

来看它仍然还有很大的空间，因此经济周期的分化必然会导致货币政策的分化，而经济周期的分化还将持续多长时间也是非常值得探讨的问题。欧元区、日本已经在很长时间里维持了比较低的实际增长，但这不是重点，重点在于产出缺口何时合拢。因为美国已经接近合拢产出缺口，而欧元区和日本还没有，这将决定未来货币政策分化或者周期分化的时间，这会有重要决定性的意义。与危机前 2008 年的水平相比来看，目前欧元区比较低迷的实际投资水平是所有政策制定者，包括国际金融机构，以及我们今天在这里讨论的重要问题。什么时候可以收拢我们还不得而知，正是因为这样周期上的分化，宏观周期的分化就导致了货币政策的分化。

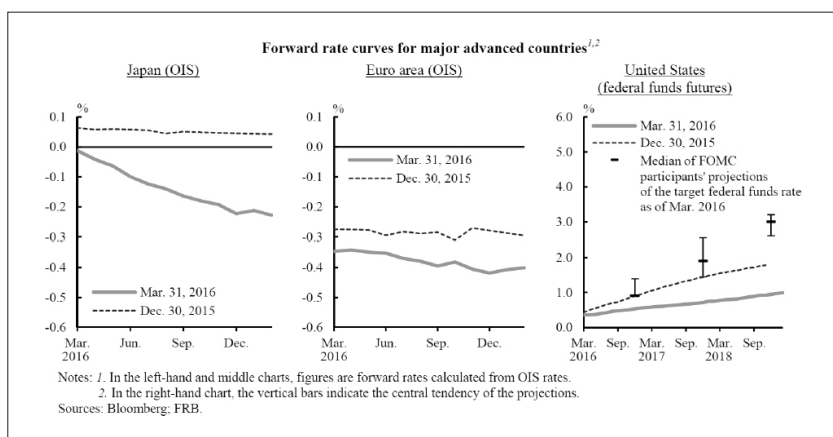


图 2：货币政策分化

图 2 最右侧的图是美国未来利率的走向，绿色的是调整过预期的线，上面的虚线是去年最后一个季度的预测图。尽管美联储今年加息将以什么节奏展开尚不知晓，但是总体来说未来的利率是上行空间。日本和欧元区都是下行空间。下行空间在金融市场的非常明显的效果就是，现在货币政策

利率已经开始出现正息差。图 3 可以看得非常清楚，一个正的息差在全球已经高度一体化的金融市场上会带来一些很大的宏观结果。因此回应刚才王擎教授谈的，在目前全球金融已经高度一体化的环境下，一个国家或者是一个地区实行负利率政策是否有效，实质上值得不断考量。因为一个正的息差，特别是政策利率导致的息差，很有可能会导致大量的资金流动，而且是属于无风险套利的行为，即使经过风险以后也能获得正的收益。一个负利率或宽松货币政策提供了大量的资金，可能没有进入实体经济而流入其他地方，这就是我今天要讨论的重要问题，也就是我要讨论的货币政策分化带来的宏观影响。

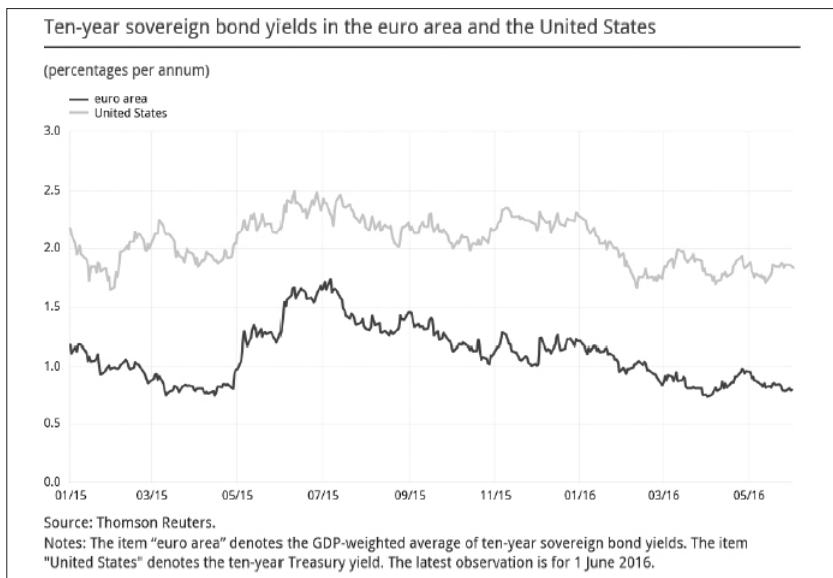


图 3：政策分化导致的息差

今天我做的这些研究可能只是提供一些证据，其他比较严肃的实证研究还在进行中。回应一下王擎老师的观点，

目前欧元区实际上在一个超级宽松和负利率的情况下，某种意义上已进入到我们过去讲的流动性陷阱中。在这次危机之后，学术界和中央银行内部形成比较多的讨论，中央银行目前的政策只能影响基础货币的投放，基础货币的投放如何最后经过商业银行的货币体系进入实体经济，打了很大的问号，货币政策的有效性大打折扣。

图 4 是欧元区现在出现的情况，橙黄的部分是对私人部门或者实体经济的贷款，中央想通过宽松或者负利率的方式使得商业银行更多向实体经济投入流动性，但是大部分流动性是以超级流动性的方式、以现金和其他流动性方式持有在商业银行体系。因此上面橙黄色这条线是 M1，M1 是货币供应量里边流动性最强的，投入了大量的流动性，很可能导致的直接结果是货币乘数的下降和流动性资产的上升。

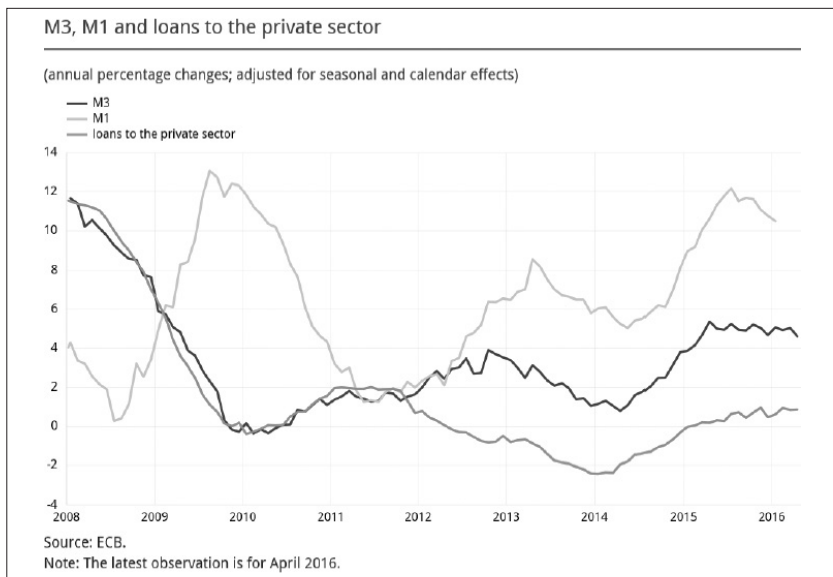


图 4：流动性陷阱？

如果我们再分解，看得也非常清晰（图 5）。即使 2014 年开始对商业银行在中央银行的存款实施零利率，商业银行在中央银行的存款还是在不断上升，就是橘红色这块，货币乘数如果在系统性下降，中央银行还有什么方式改变传导的效应？

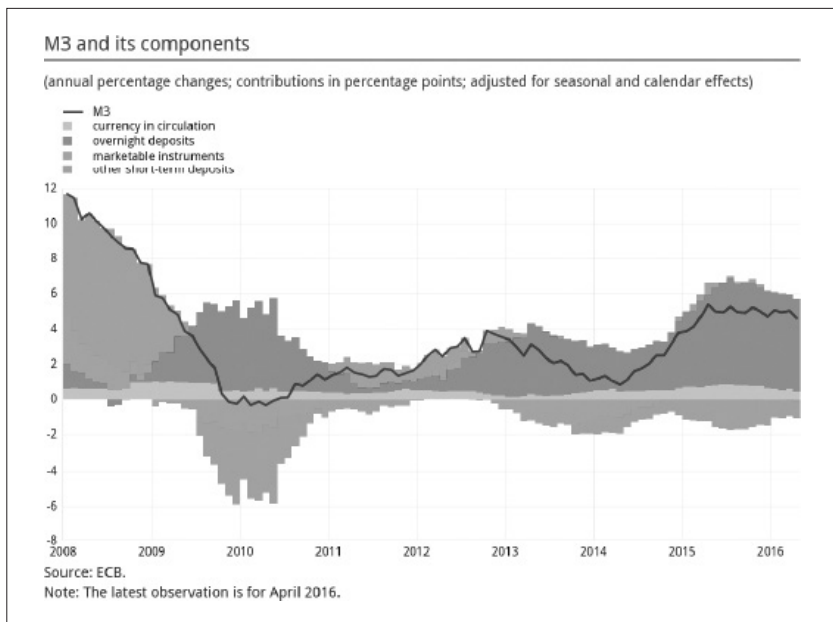


图 5：欧央行扩表和负利率的结果

图 6 是负利率政策以后非企业金融部门获得的贷款，欧元区的国家对企业部门的贷款增速在 1% 以下。

再看图 7，即使在超级宽松和负利率以后贷给家庭部门贷款的增速也在 1.5% 以下。

这就有一个问题，特别宽松的货币政策可否解决结构性的问题？这是一个很有趣的问题。今天在欧元区和日本存在的大部分问题是结构性的问题，超级宽松的政策能解决吗？

欧元区的企业不愿意生产的主要原因是什么？这有一个分解（图8），最明显的是深蓝色的部分，大部分企业说现在不做投资的重要原因没有有效需求，并不是融资难、融资贵。橘红色这块是财务限制，如果没有合适资金或者没有有效资金，我没有办法投资。实际上对于欧元区现在的企业来说，你给它钱，它也不需要，因为它不生产，因为现在更缺乏的是有效的需求。这里我们提出一个问题，货币政策的边界在哪里？货币政策怎么才能发挥作用？如果你把货币政策利率降到零，当你实行大规模量化宽松，当你实行负利率，甚至直升飞机撒钱的时候，是否能解决这些结构性的问题，这都有待全世界中央银行和国际金融机构持续研究。

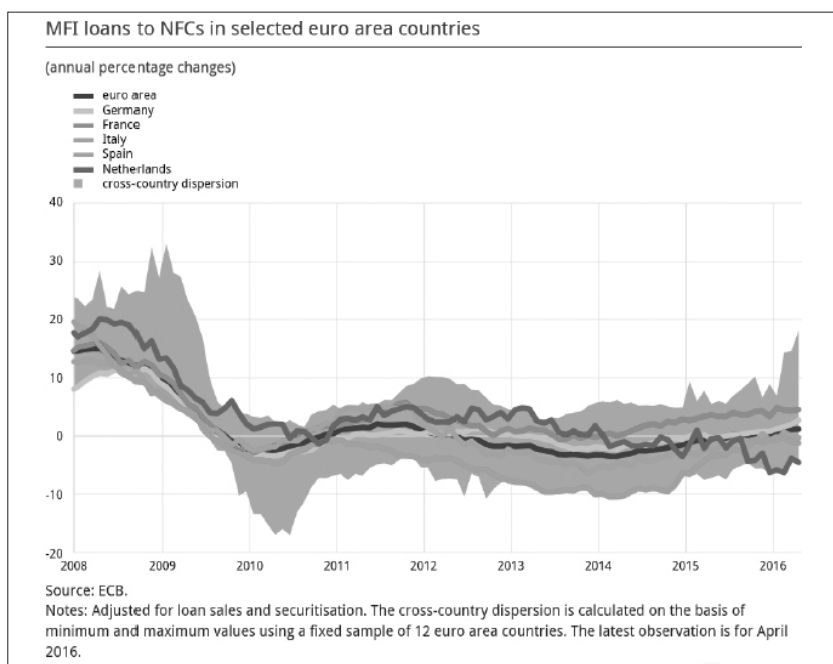


图 6：欧央行负利率后非金融企业部门获得的贷款

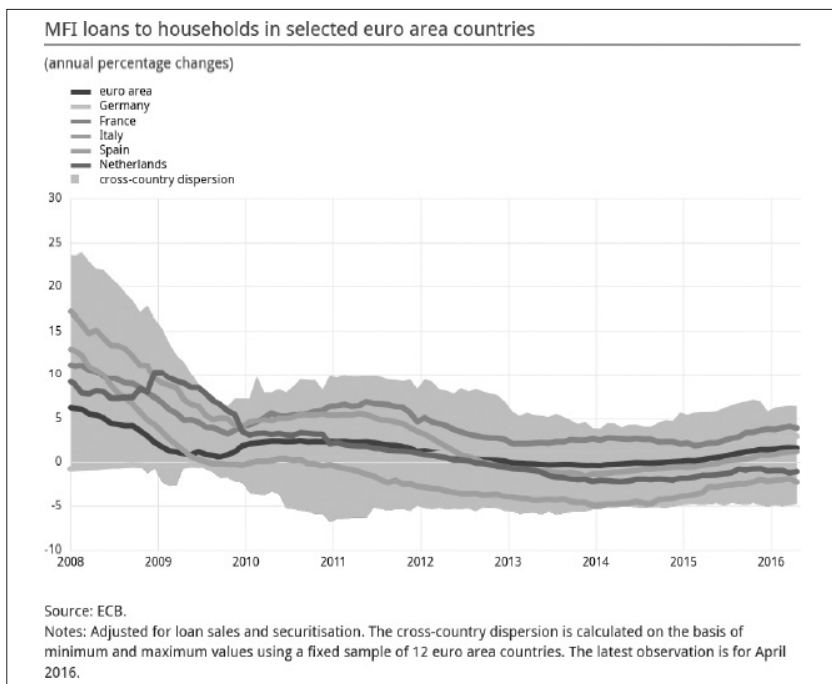


图 7：欧央行负利率后家庭部门货币的贷款

下一个相关问题就是，既然钱进不到国内的实体经济，通过负利率政策使得银行业融资成本非常低，那么便宜的资金将流向何方？日本最近给了我们一些统计数据，还不是特别严肃的实证研究，这里面说明实施负利率或者量宽以后，近期日本银行业体系里国内贷款增速在 2% 以上。尽管前期有增长，但是现在增速是非常平缓的。而日本银行对境外贷款增加非常快，日本三家主要银行对境外贷款增速已经超过 10%，如果考虑其他日本地区性银行的对外贷款，现在贷款增速已经超过 20%。所以这可能回应了刚才我们的猜想和我们的思考，就是如此宽松放出来的多余的钱到哪里去了？可能都到日本境外去了。我们再看看具体是哪一个区域？数

据告诉我们，大部分境外贷款可能都到了美国。为什么？就回应了刚才我们讲的一个问题，这里有一个正的息差，这个正的息差是政策利率的正息差，是可以获得的无风险的正利率，这个结果并不难预想。因此我们提出了一个假设或者是提出一个讨论的问题，就是在全球自由资本流动的情况下，美国现在在逐渐加息的进程是否意味着它的货币政策虽然是紧的，但实际是越来越宽，至少有更多资金流入了美国。而欧元区和日本虽然是超级宽松的政策，但是否这个政策的实际效果在本国境内是紧的。传统的货币政策框架在资金自由流动和全球金融深度一体化的情况下遭遇了挑战，如何解决这个问题？这里可能会有中央银行合作的问题，我认为这个问题至少值得我们深入思考。

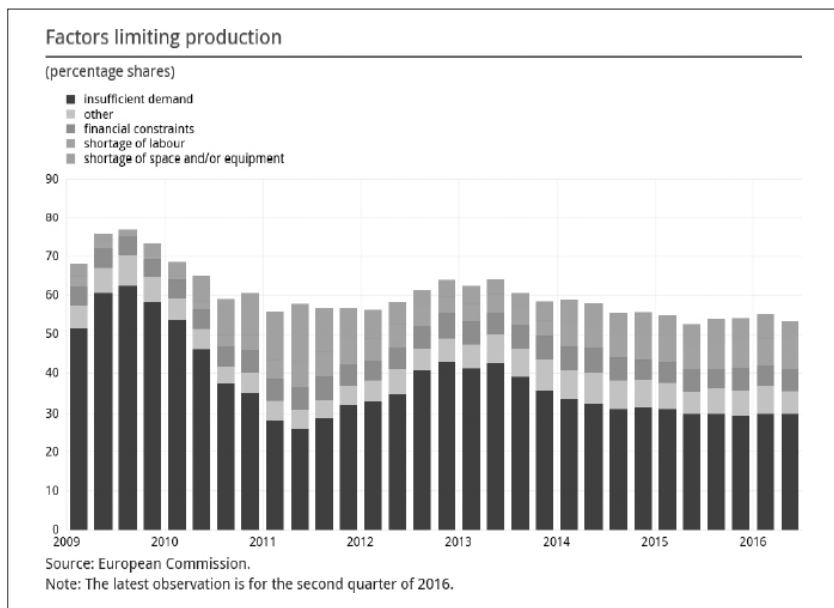


图 8：货币宽松能否解决结构性问题？

除了贷款这块，由于负利率政策实质上是在侵蚀商业银行的利润，所以它的宏观结果可能是商业银行要考虑将大量的资金用来购买境外债券。日本金融机构持有的日元债券在逐渐下降，而它们持有的外币债券在不断上升。在美元远期市场和调期市场上，美元的融资成本是在不断上升的。所有实行负利率的国家和美国相比，在远期和调期市场上美元需求在不断上升。这印证了我们的一个猜想，在一个资金自由流动的大环境下，单方面的国家政策可能是失效的。但是解决问题也很难，因为每个国家的货币政策还是立足于本国宏观目标的，很难想象甚至是 G4 之间怎么进行货币政策协调以解决这些问题。我们在货币和衍生品市场上已经看到了息差交易导致的结果，我认为还有很多问题值得研究。最近还有一份欧央行的研究，发现近期美国很多公司在欧元区发行了以欧元定价的债券，从实际资金流动和 BOP 数据上可以看到，来自欧元区的对外证券投资绝大部分流向了美国。

最后回到我的结论，政策分化后的宏观结果，对新兴市场经济体的冲击将不断持续。美联储加息之后，大家更多讨论的是资金从新兴市场经济体流出，新兴市场经济体流动性减少会有什么影响。IMF 今年做了一个研究，发现随着资金流出，新兴市场经济体的外部脆弱性在不断上升。另外 IMF 在 2015 年有一篇文章，考虑美元强周期对新兴市场经济体会有什么样的宏观影响：从 1980 年以来，所有美元进入强周期之后对新兴市场经济体的影响恐怕都是负面的，这是第一个宏观后果。第二个宏观后果，就是出现系统性央行货币政策分化后，资金不断流向美国对美国的金融稳定是一个很大的挑战。目前从美国高收益债券市场可以看出，资金不断流入美国未来还有很多宏观后果，对美联储加息也

会造成不确定性。一个相关的思考就是，如今全球环境下，当资金流动和资产负债表效益对实体经济影响很大的时候，美联储和其他央行的货币框架里是否应加入金融稳定，如果加入金融稳定会有什么框架性的转变。随着资金的频繁流动，过去流动是从新兴市场撤出流向发达经济体，现在是大规模地在发达经济体之间相互流动，导致大类资产之间的价格波动同向性与同步性上升，这意味着现在全球金融市场的波动与风险传染是高度相关的。

这是我们初步的观察，还有很多问题需要进一步研究。

谢谢大家！

刘锡良：感谢女士的精彩演讲，下面进入自由讨论时间。

自由讨论

邵宇：我来自同光证券，听到这些演讲非常有启发，但是我觉得应该考虑一些基本的问题，就是脱欧跟负利率之间的联系。英国脱欧可能意味全球化停滞甚至倒转，这跟负利率是什么关系？我的理解是这样的，其实全球化有赢有输，一方面产出了比较贫困的低收入群体，这个群体导致需求不足、产能过剩和现在所要做的去产能的动作。但另一方面，流动性过剩最终的结果就是负利率以及资产慌，还有一轮又一轮流动性冲击。我觉得这两者是密切联系在一块的。负利率对中国人不太陌生，过去 30 年里我们的实际利率有一半时间是负的。但是很有趣，实际利率是负的时候，中国经济也是高速增长的。为什么负的实际利率会导致我们需求快速释放以及我们经济高速增长？因为我们的需求是非常

强烈的。现在的问题就在于，名义利率已经进入负的状态，说白了是从原来的通胀变成了通缩的状态。通货紧缩的唯一问题就是低端人的需求没有得到满足，所以才会进入这边是负利率，那边需求不足导致低端人口受损。他们提出来要脱离欧洲，要有对本土的保护，也就是民粹泛滥的结果。跟中国对应的例子就是日本，日本就是单一相对封闭的执行负利率的国家，它执行零利率已经很长一段时间，负利率无非是再进了一步，最后的结果是什么？没有需求还是没有需求，大量资金流向海外，增加了全球流动性和汇率波动，这对全球的影响更多是负面的。最终解决这个问题的方案可能就在于怎么重启全球的需求系统，而不要把压力放在供给面。为什么需求难以重启？我们不能通过简单调整分配使得低端人口在这过程中得益，我们就依赖于货币放水。如果没有全球政策协调，包括促进增长和需求方面作出实质性调整，这种情况只会越来越恶劣。谢谢！

Masahiro Kawai（东京大学教授；原亚洲开发银行研究院院长）：Aizenman 的演讲谈到了比索问题，这是一个情景，人们预测到未来的发展，也就是未来它的价值下降。我自己也在想，是否脱欧是另一个开始，对于国际货币的另一个开始？我想人们可能会认同，那就是英国可能会分解，如果英镑自己贬值的话，那可能就是英镑自己消失的开始。但是如果英国跟欧盟有一个成功的谈判，我就想知道，如果谈判成功了，英镑还会下降吗？谢女士讲了一些关于负利率政策的现象，它不成功的结果，举了一些例子，同时你还讲了另一些在市場中的政策。你认为日本银行的政策是不好的政策吗？应该取消吗？这些央行如何激励经济，如果要加强，如何进行经济刺激呢？

Aizenman: 非常感谢你的问题。在这种背景下，我们现在是有很多的不确定性，这些问题的结果就是拖延，不论是在英国还是在其他的国家，比如说在欧洲或者是欧元区。所以这是一个会走向全球的问题。我认为我们的不确定性在不断增加，我们可能会降低投资，我们的消费者可能也会面临一些危机，所以我们可能需要时间来解决这些不确定性。谢谢大家！

Masahiro Kawai: 对英镑的未来我也有一些同样的了解，苏格兰也有脱离英国的意愿，事实上你对英镑未来的感觉是非常悲观的，那你对欧洲的未来如何看待呢？尤其是在英国脱欧之后欧洲的未来。我对于你有一个小的问题，就是你仅仅谈论了货币或者是汇率，那城市的未来是怎么样呢？我觉得这个也非常重要。金融市场金融的现状对于英国是非常重要的。

Ousmene Mandeng: 脱欧可能有很多情感上的因素存在，我自己是欧洲人，所以我对此也有自己的见解。但我想讲的是一些货币的问题，这个问题对于我们未来而言是一个大大的问号。你的问题是关于英镑及其与一体化的关系，这是非常好的观点。我的假设就是，脱欧降低了英国的能力，这是未来会发生的事情。英国在一夜之间发生了很多事情。我的见解可能是比较理智的，因为我们都知道这个国家的政治有很长的历史，同时它给世界显示它有能力做这些事情。现在人们都想要知道，未来英国会呈现什么样的状态，是否会因为这个变化而产生一些负面的影响。我觉得英国的影响力是会减少的，因为它现在还是一个领先的国家。在未来它有很多的不确定。英镑作为英国的货币，人们对英镑的信心可能也会减少。这是一些基本的见解。你所谈到的成功转型

其实是非常重要的，我觉得你的这个观点是非常好的，对于我来说它是非常重要的。英国脱欧肯定对欧盟、欧元区有很深远的影响，现在欧洲也需要一些变化。我们唯一的希望就是欧洲能够仔细想这个问题，并且进行一些改革，然后也要对未来有信心。因此脱欧可能对欧元和英镑都是一个挑战，或者是危机。谢谢。

谢怀筑：感谢 Masahiro Kawai 教授的问题，我比较好奇在全球范围内，尤其是在这样一个复杂的经济一体化的过程中，自由的资本流动会带来什么的后果以及带来什么样的宏观影响。因为货币政策的分化造成的影响并不是由政策本身造成的，分化现象之后，我只是说怀疑这个政策的有效性。现在我们看到了一些零利率政策，我们面临的问题就是未来货币政策的结构应该是怎样的，不仅仅是针对货币分化，而是针对很多货币来说的。刚才也说到如何维护财政和金融的稳定，对这些问题我做了一些初步的思考和探讨，我们有一些基础的理论问题，但是我们还没有得到这些问题的解答。我并不是说怀疑日本政策决策者的观点，我只是说并没有很足的信心，或者是我并不持有积极的态度去看待它。这就是我对这个问题的回答，谢谢。

黄海洲（中金公司董事总经理）：我发现谢处长的讲话非常有意思，你刚才谈到一个观点，新兴国家可能没有办法解决这些问题，这些货币政策之外的问题也是需要在 G20 峰会上讨论的。我想问一下王擎主任，你刚才谈论到了一些负利率政策，你在什么程度上认为我们银行不能真正实施正利率政策？你认为这些银行会如何采取负利率政策，会如何解决相应的问题？刚才乔依德先生也谈到，如果真的要谈负利率，关键点就在于如何处理公众的问题，比如说公众要去

银行存款，你如何去说服公众呢？所以更重要的是，我们还需要讨论与之相关的所有问题，所以我想听一下你的观点。

谢怀筑：关于这个问题我们有很多困惑。很多国家在引入量化宽松政策之前，央行和美联储等需要考虑的是可替代性政策是什么？美联储也会遇到一定的挑战。什么样的挑战呢？美联储的政策需要考虑资产负债表的萎缩。现在有一些来自于量化宽松政策的比较积极的影响，就是银行业或银行机构，尤其是来自日本的一些银行机构，愿意长期购买国库债券，这可以暂时解决现在存在的一些问题。比如货币的不对称，它可以对这一点有非常强大的影响。但我们在这一点上还需要做更多的研究和思考，我们团队现在正在做一些关于宏观影响的研究，他们正在使用一些全球的货币工具来得到更多复杂性的回答以及结果。谢谢！

黄海洲：你刚刚讨论的负利率里有一个重要的东西可能没有涉及，就是银行没有办法把负利率转嫁到存款者那里去，技术上有手段，但从政治上来讲这是做不成的。存款者存钱得利息是天经地义的，这是千年不变的真理，谁要颠覆这个真理？任何政府要颠覆这个真理，政府自己的钱都可能非常堪忧，政府都混不下去了。这是负利率里面最重要的问题，我想听你对这个问题的看法。

王擎：我刚才讲负利率走到最极端就是存款负利率，那当然是一个灾难。理论上是可以的，假定货币没有现金流出，全是电子货币。从现实生活中来讲，是很难的，这我是同意的，我们事实上也不可能这样做。但其实它会逼迫存款利率相应更低，存款利率会低于内生自然利率，这是毫无疑问的。这样无形中导致了投资者或消费者福利的丧失，这其实导致了对资源、价格、社会福利的扭曲，这一点是存

在的。欧元区银行的利润已经出现挤压，而且出现了最低风险偏好，其他金融机构也是类似的。负利率首先可能会对金融机构造成冲击，所以这是不可持续的。欧元和日本确实需要从经济制度上改革，比如是不是可以降低社会福利政策，刺激更多的市场经济竞争，包括人口问题，这都是我们需要解决的，但这可能超出了我们的范畴。

刘利刚（花旗集团中国首席经济学家）：我有两个问题问王教授和谢教授。王教授你谈到中国现在有流动性陷阱，中央银行需要再发布相对应的政策吗？谢教授的报告中也谈到了杠杆影响，有许多的日本的钱流到了美国，为什么这些钱还没有到达新兴市场国家，尤其是中国？中国利率现在还如此之高，为什么中国还不能接受这些来自境外的投资组合？

王擎：在有充足的货币需求的情况下，货币供给太多显然就是流动的超发，负利率低利率可能面临这样的背景。中国的形势，我不能说它一定是，但它存在这样的现象。我们从一些现象看，需求不足，资金空转，大量流动性没有进入实体经济，而是想办法在其他方面突围。

刘利刚：为什么中国利率市场上，银行贷款的加权利息上个季度还是 5.3，民营企业面临的贷款利息是 10-20，我们没有看到利率接近于零，这不是货币政策无效，是市场分割造成了这样现象。

王擎：我觉得不完全是金融体系的问题，中国经济除了面临需求不足的问题之外，还面临结构性的问题。一方面货币过多，一方面是利率偏高，这这就是一个悖论，这个悖论在中国目前存在。我刚才提到产能过剩、软约束、政府平台、产权改革治理问题，我觉得这统统可能归结到结构性问题，

它当然会导致民营资本的利率相应的偏高，你看到的加权利率是比较高的，那是不正常的。

谢怀筑：刚才你谈到杠杆问题，很多金融机构正在寻找息差，但是它们现在面临的风险也比较大。所以我们需要考虑汇率，还有其他的利率。当然了，从央行的角度来说，我们非常希望能够得到其他国家央行的政策支持。

刘锡良：我们这一阶段讨论到此结束。感谢四位演讲嘉宾的精彩演讲，感谢大家积极参与讨论。

第二部分： 安全资产的短缺及其对全球金融架构的意义

陈红一（香港金融研究所高级经理）：我们下面进行第二部分“安全资产的短缺及其对全球金融架构的意义”。第一位发言人是是 Beat Siegenthaler 先生，他的题目是“欧洲债券市场负利率和 QE 的挑战”。

Beat Siegenthaler： 欧洲债券市场负利率和 QE 的挑战

Beat Siegenthaler（瑞银宏观分析师）：我很高兴今天来到这里，我觉得成都这个城市真的是非常令人心情愉悦，我之前仅仅去过北京上海，我现在觉得成都真的非常好。

我今天讲一下我自己的一些观点，我这个题目是债券市场，我可能谈论的比它更广。我来自瑞士，我生活和工作都

是在那里。在瑞士我们有很多公投的经验，我们每年都要公投四次之多。有一个事情我非常惊奇，非常惊讶，脱欧投票之后的一天，人们都在问欧盟是什么等等。我作为瑞士人真的非常惊讶，你们投票的时候难道就不会想一下结果是什么吗？我经常去布鲁塞尔，我有很多英国同事。布鲁塞尔已经把它认为是既定的事实，那就必须越快越好，必须要执行这个事情，因为你等得越多，拖延得越长的话，就会面临更多负面的挑战，不论是对于英国还是欧洲都是这样。事实上它可能不是很正面的事情，但它是事实，所以我们必须要接受这个事情。我自己也在伦敦工作，我在那里工作也不得不接受这个事实，就是它要脱离欧洲。这是关于脱欧，我自己的一些看法。

我们欧洲发明了负利率，但我们对此并不是很骄傲，我对此也深表抱歉。这个话题非常引人入胜，因为没有人知道它到底是不是一个好主意，它就那样发生了，我们不知道结果是什么。人们对此也有不同的看法，很多人都说在投资者之间，在市场上都有这样一种讨论。我想说，对于宏观投资者来说，他们的情绪都是不好的，因为在很大程度上他们不相信利率会回到原来的水平。你可以看到现在 GDP 增长曲线是非常平缓的，但美国不是这样的。其实我们这个曲线非常平缓已经有很多年了。我们的中央银行可能会告诉你一个消息，虽然我们经济在上涨，但是我们的速度是非常慢的，我们现在面临的现象也是暂时的，这是欧洲央行告诉我们的事情。既然我们的问题是暂时的，为了解决我们这个暂时的问题，我们应该做什么呢？在市场上，我们不相信它是一个暂时的问题，我们相信它是一个永久性的问题。如果它是永久性的话，如果很多人都是这样认为的话，它可能会对我们

的养老金系统有影响，对于我们退休金有很多影响，很多人会生活得很痛苦，还会面临破产等等。如果你看我们的证券市场，每天欧洲证券都出现新高，但人们对此并不是很高兴，因为人们已经了解到它背后的社会影响是什么。

一些人可能说，脱欧的影响是会很深远的，还有一些人是对此非常生气的，尤其是关于金融的发展。一些人可能会说，脱欧对英国来说就像是一种革命一样。在过去两百年中，我认为革命这个词真的是太极端了，它其实还是反映了我们有更深入的问题需要讨论。人们恐慌的一个问题，就是它可能会在这些地方增加社会动荡，尤其是增加不平等。在量化宽松之后，一些人可能会有这样的恐慌，就是关于社会不平等，社会动荡的恐慌。

未来会发生一些什么呢？负利率也可能会消失，我的一些同事说负利率是一项失败的政策，它必须停止。它们会停止吗？我觉得不会。如果你听欧洲央行所说的话，他们会告诉你负利率是非常成功的。在一些方面是很成功的，因为它促进了量化宽松中的债务购买，促进了量化宽松的进程，从欧洲央行来说这是一个很正面的影响。欧洲央行还有一个想法，就是希望有一个更低的利率，也可把这个利率降低到零以下。其他的国家可能会说，我们会进行负利率，因为我们想有一个非常强劲的货币，我们瑞士就是这样的一个想法。对于一些小国家来说，它们没有那么多想法，它们说这样做就是为了保护自己，非常简单的想法。这些国家是不会这样说的，因为它们要进行经济上的一些考虑。对于日本来说，它的观点可能有一点复杂。对于从市场来说，很多人认为这个政策在日本是失败了。但是我觉得日本的银行是不会这样说的，他们可能说在某种情况下可能是这样，因为日元升值

了。但是在 36 个小时后，他们会说事情又有回转，如果他们不进行负利率的话，日元会更加强劲。所以这仅仅是人们对此的一些讨论。在我看来，我们的界线已经被打破了，我认为日本在这个政策上可能会越走越远，可能也是一个持续性的政策。负利率现在不是一个很受欢迎的政策，很多人都不喜欢它，甚至是恨它。我认为，未来瑞士银行可能会有更多的政策，就跟我们之前谈论的一样，不论是对于现金还是其他的产品，我们都会有更多的政策。

对于那些大的中央银行来说，下一步应该怎么做呢？如果市场发现，这些问题他是永久性的，而不是暂时性的，我们应该怎么做？我们就必须要做一些货币的融资了。在日本的市场，你不能把货币政策单独拿出来，我们有很多传统的政策，也有很多非传统的政策，量化宽松就是非传统的政策。你可能会进行货币的融资，关于政府机构上的合作，他们可能会有更多的政策、更多的想法。在我看来，它的影响可能不会像日本人所说的那么快，不会说发生在下个月，它的影响是逐渐的，它的结果也是符合逻辑的。

我是一个瑞士的人，我也把自己视作这个市场的一部分，我们唯一的方法是要学会解决它。日本之后会有什么样的结果？它的前景可能看起来不是那么好。对于 20 国集团来说，现在必须要专注于这个事情。我们要进行一个政策上的调节，欧洲央行在几周前有一个讲话，也是关于货币政策的，告诉人们这些政策是非常有用的，对我们未来的世界还是有利的。对于市场来说。可能我们现在很挑剔，但它是有用的。在 20 国集团中要找到相同点是很难的。谢谢大家！

陈红一：第二位演讲嘉宾是 Masahiro Kawai 先生，他会给大家谈论非常有意思的话题，就是“日本央行的负利率以

及日元作为一种避风港货币”，有请。

Masahiro Kawai: 日本央行的负利率以及日元作为一种避风港货币

Masahiro Kawai（东京大学教授；原亚洲开发银行研究院院长）：大家早上好。首先感谢会议主办方邀请我来到这次会议，尤其是这次会议的话题非常有意思，我还想要感谢乔先生，还有我们的主办方。

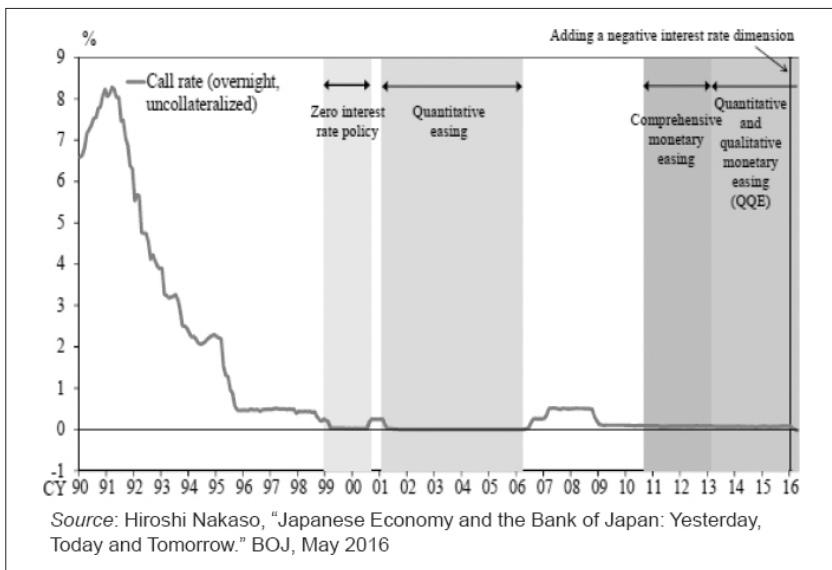


图 1：日本央行 1990 年以来的货币政策

我想要谈论的是日本央行的货币政策，以及日元作为一种避风港货币。日本银行采取了非传统的货币政策，2001 年到 2006 年日本就已经采取了量化宽松政策，但这项政策并没有非常成功的效果，这也是为什么现在的央行行长黑

田先生进行了质化量化宽松政策（QQE—Quantitative and Qualitative Easing，量化宽松是央行扩张资产负债表，质化宽松是调整央行资产负债表结构，质化量化宽松 = 量宽 + 质宽 = 扩张规模 + 结构调整同时做）。

这项政策是 2013 年开始实行的，这也是安倍经济学的一个阶段。第二个阶段是比较宽松的财政政策。第三个阶段是提升投资。这些财政政策其实是一体的，一阶段、二阶段、三阶段是一体化的政策。

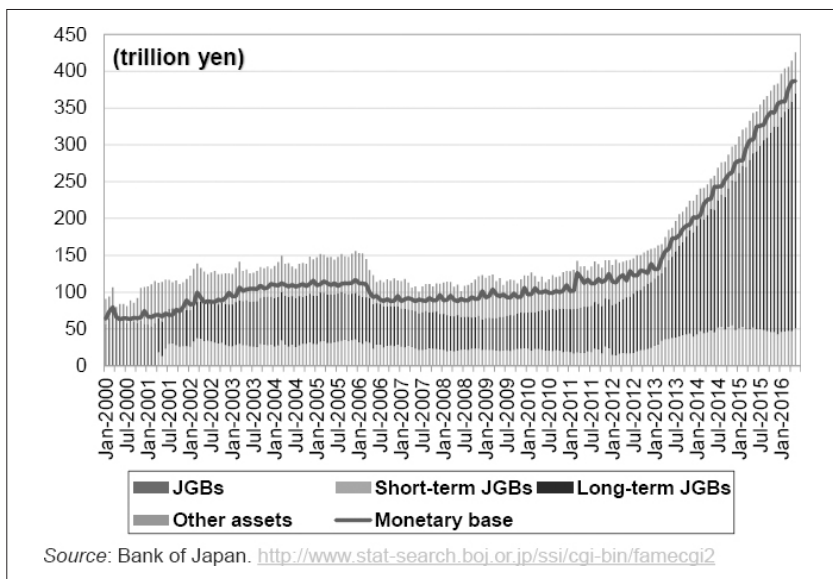


图 2：质化量化宽松后基础货币的快速扩张

2013 年 4 月，黑田先生就已经采取了质化量化宽松，2014 年 10 月又继续采取了进一步的质化量化宽松，2016 年 1 月采取了负利率的政策，真正实施是 2016 年 2 月 16 日。2017 年我们可以看一下它的效果如何。负利率政策实际上就是 -0.1%，它指的是经常帐户的财政余额，实际是由日本

央行持有的，采取 -0.1% 的利率。这个负利率政策由日本央行采取的，实际上是为了解决通货紧缩，并且将通货膨胀控制在 2%。在量化宽松政策推行之后，2014 年 4 月你可以看到货币基础有一个非常快的扩张和增加，现在已经达到 400 万亿日元，在采取负利率政策之后所有息差很快就转到了采取负利率政策的区域。日本政府的债券实际上也受到了负利率的影响，它已经进行了进一步扩张，使用或者购买日本政府债券的都有这样的息差表现。

其实负利率政策并不是一个新鲜事物，丹麦的银行也曾经采取过。在日本的例子来说，日本央行实际上进行了每一份帐户未尝余额的划分，划分成三个层，负利率在整个准备金中占非常小的部分。负利率虽然占据比较小的部分，但是大家知道边际利率非常重要，在日本央行的市场上，在日本政府债券的市场上，它成了一个主导。我们看一下采取激进货币政策的成果。很多人认为日本央行失败了，来自于瑞士的朋友刚才也说从市场角度看有这样的观点。但我不认为这是错误的，我认为它带来了根本性的变化，这些激进的货币宽松或银根放松实际上非常成功。最开始因为有日元的贬值，我们和过去的趋势是相反的，后来就引起了股价的上升，名义国内生产总值每个季度都有上升趋势，自 2013 年开始每个季度都能感觉到 GDP 上升，这个现象是一种新的观察。还有一种所谓的物价消费通胀或是消费物价通胀，这种新的 CPI 不包括能源价格，它也维持在 1% 的程度。这部分现在已经不到 1%，但是物价通胀实际是非常持久的，和过去的趋势相比较来说它也是一个新的成果。我们的失业率也有所下降，我们也看到了更多工作机会的出现，有更多工作申请出现在市场上。我们现在非常期待能够看到更多的成果。

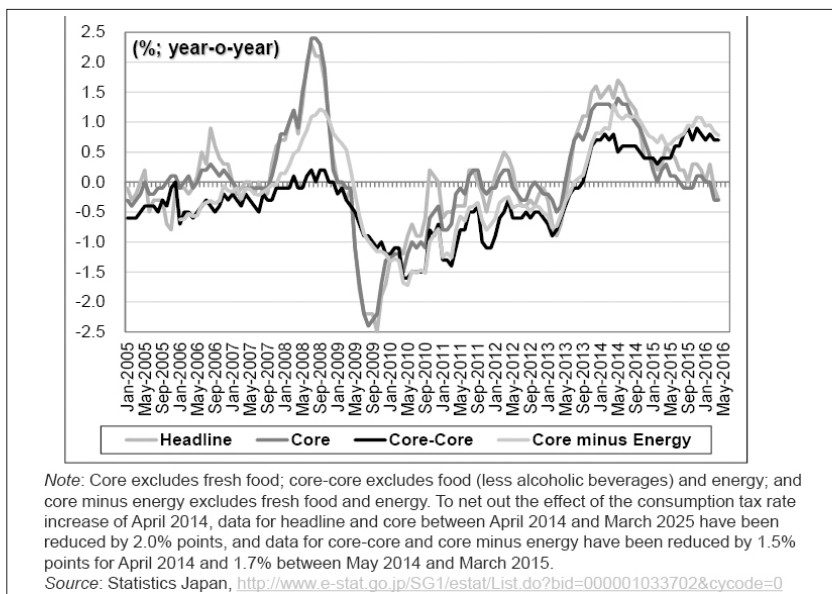


图 3：几个 CPI 量度

得益于负利率政策，从图 3 可以看到刚才所谈到的消费物价通胀，橘色线条指的是核心 CPI，不包括能源方面。在我们有了新的消费物价通胀之后，能源价格虽然还在下降，但它实际上已经帮助我们实现了更好的平衡。我相信美国的经济，还有中国的经济不会实现经济的硬着陆，它的经济增长率也会得以保持。英国脱欧的打击会带来许多的变化，但我们不认为这会带来非常强的全球危机。日本的核心 CPI 曾经是负增长，但现在呈现正增长，因此最大的一个变化就是我们的核心消费物价。我们名义上的国内生产总值自 2013 年也在上涨，失业率实际上也在下降，现在已经下降到将近 3%，申请工作的数量呈现上涨的状态。

我不同意一个观点，那就是日本的货币政策失败。我认为日本的货币政策创造出了非常实在的成果。但是我们也面

临一些挑战，其中一个重要的挑战就是我们的经济增长潜力非常低，我们经济增长潜力只有 3%。日本需要非常多的结构性改革，包括 TFP（全要素生产率）。我们还需要管理负利率政策对新兴国家的影响，以及负利率所带来的不平衡的收益。

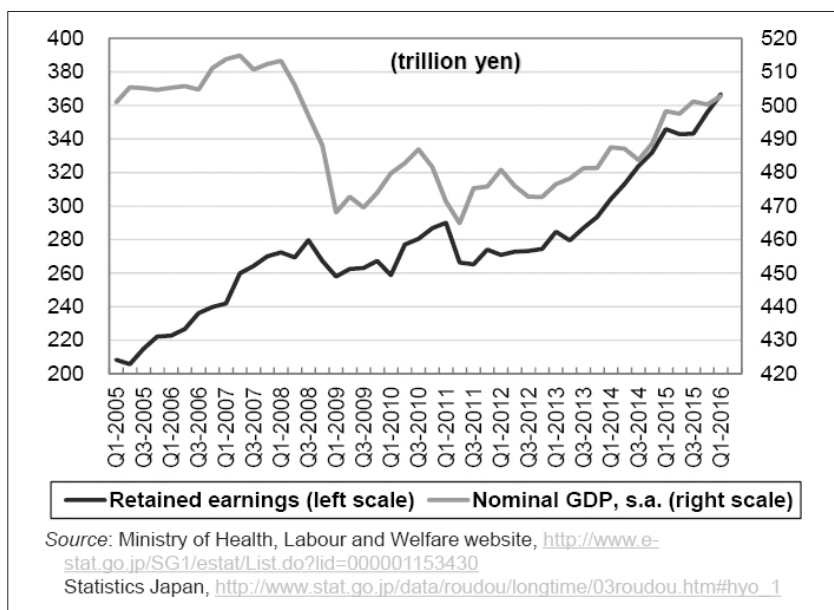


图 4：企业部门所获得的积累收益

接下来我想跟大家分享一下，企业部门所获得的积累收益。蓝色线条是积累收益，实际上呈现上涨的状态，上涨也非常快速。这些企业也在积极投资，比如进行公司的合并收购，它们想要更多投资到日本本土。

另一个具体的问题，是日本的公共债务太高，达到了 240%。所以可能会导致直升机撒钱的现象，但我认为直升机撒钱并不需要，我认为直升机撒钱可能是最后一个办法。

面临通货紧缩的过程，我们可以把现金提供到公共区域，我是这样定义直升机撒钱现象的。但政府实际会面临比较严峻的财政预算，还有就是公共债务的税率，政府或许还面临这样的问题。

日本真实的进出口呈现比较缓慢的增长，可以看到货物和服务进出口的增长曲线。尽管这样，日元还是会贬值。随着日元贬值，人民币就会升值，还有很多其他货币也会升值，日元贬值会带来很多对邻国的影响。在许多亚洲国家，包括韩国、中国的产业链上，日本会提供非常多的货物和产品。所以中国的货币升值，韩国的货币升值，日本的货币贬值，我们有更多的日本的出口。这样的日元贬值在 2013 年实际上已经发生了，它对于邻国经济的影响并不是非常好。

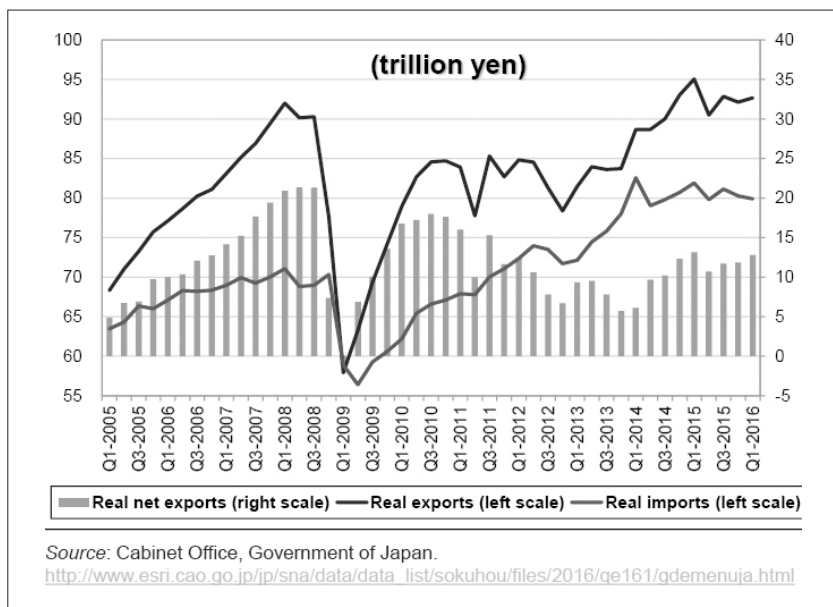


图 5：日本的进出口

下面我再谈一些负利率政策带来的不平衡收益和影响。负利率政策成功地降低了大部分的利率水平，也使得非常多的公司愿意提高投资，消费者愿意购置房产，也会进行更多的按揭贷款。但是商业银行还有其他的机构投资者却有一些抱怨，尤其是一些比较大的日本银行，都有一些抱怨的情况出现，因为它们的边际效益有所减少。银行和一些金融机构已经降低了利率，要做一些比较坏的打算。

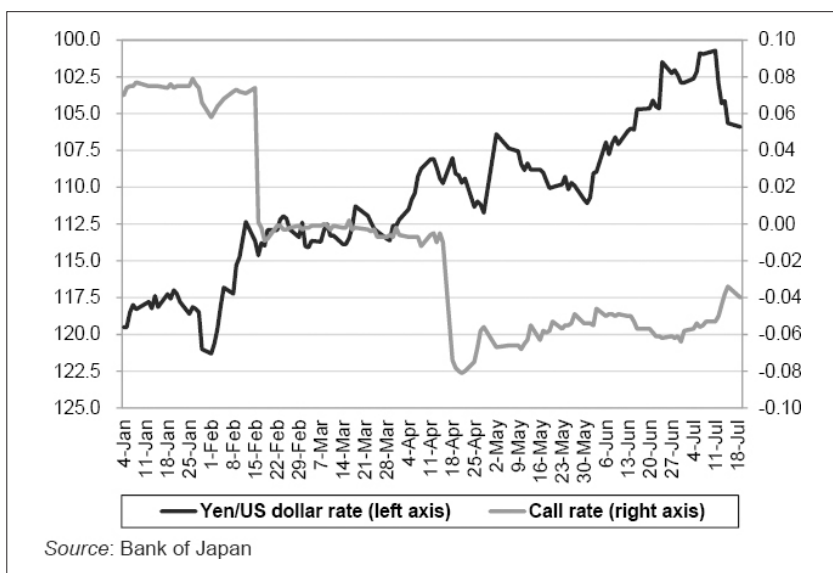


图 6：日元对美元的汇率和日本的活期贷款利率（%）

最后我想再给大家简单介绍一下，日元作为一种避风港货币。虽然我们 2016 年 1 月就采取了负利率政策，但日元实际上并没有呈现贬值趋势，日元贬值了几天，但是它又进一步回升。我们也知道有一些别的影响，比如说中国股市，还有英国脱欧的影响，这些全球性的影响实际上会导致更多投资者去转向日元，而把日元作为避风港的货币资产，这会

导致日元升值。这并不是说负利率政策没有效果。

这张图上，日元是蓝色，橘色是我们活期贷款利率的趋势，这是日元和美元的汇率以及日本活期贷款利率的比较。在我们宣布负利率政策之后，我们的活期贷款利率随着时间的推进有所下调，是放松银根所带来的结果。很多投资者将日元作为一种避风港货币，包括美元，包括德国资产、瑞士资产，都被认为是一些避风港的资产。这些国家有一些共同点，包括政治稳定，具有强大的金融或经济机构，通货膨胀率较低，主权债务违约率比较低。尽管日本政府的公共债务率是比较高的，但很多人还是将日元作为避风港货币。虽然日本债务对 GDP 的比率是 240%，但日本有非常多的经常帐户顺差。日本在世界上是最大的净外部资产国家，日本政府持有的外债数量非常有限，因此日本的政府债务还是被认为是一种安全的资产，这是比较有意思的一点。

日元也有升值的情况，即便是在英国脱欧的风险下，日元还是有升值的空间，它的升值是相对美元来说的，所以它还是一种被看作是安全避风港的货币。另外一个原因是，随着英国脱欧，美联储的行动有所推迟，我们要看美国是不是会继续采取放松银根的政策。德国在欧元区范围内的，它还是会受到英国脱欧影响的。瑞士虽然不是一个大国，但它的汇率市场也拥有比较好的地位。所以，日元的升值可能性是最大的。我认为在这一点上，人民币在亚洲也是一个非常安全的避风港货币。人民币应该扮演安全的角色，人也应该纳入 SDR 篮子。中国需要完全开放资本帐户，否则不可能成为安全资产。同时中国还需要发展深层次的主权债务市场，还需要提升金融机构的监管，并且进行金融体系的改革以及自由化。中国还需要实现比较低的通货膨胀率。因此，

中国央行应该独立运作。同时，中国还需要维持财政的可持续性，需要进一步解除集权的架构以及管理，这些改革都将伴随中国的整体方向。

作为结论来说，日本央行进取性的货币政策已经有很多成果，包括实现了一定的通货膨胀，解决了通货紧缩，实现了名义国内生产总值的增长，降低了失业率。这项政策在下调利率上是非常有利的。从短期和中期来说，我们需要在世界范围内提供更多的安全资产，包括像人民币资产。

谢谢大家！我的分享结束。

陈红一：非常感谢 Masahiro Kawai 教授。下一位发言人是姚博士，他会给我们介绍人民币国际化补充全球流动性。

姚余栋：人民币国际化补充全球流动性

姚余栋（中国人民银行金融研究所所长）：非常感谢组织方邀请我来到这个重要的会议，非常感谢乔秘书长。我接下来要谈的，是一些前期的研究结果，是我团队的研究，我和谢博士、周先生，还有我的其他同事们一起，我们在中国人民银行中的一些研究。

今天我想从全球流动性来谈谈人民币。首先我会谈论一下全球流动性的循环，因为世界需要人民币，会谈论全球流动性的周期，以及它的一些启示。我们已经谈论全球流动性很久了。那流动性是什么呢？每个人都用他自己的方法来谈论流动性，就像哈姆雷特那样，但我们需要一种简单的方法来告诉我们要如何做。如果我们回到历史，回到 20 世纪的布雷顿森林体系，我们有一个非常简单的方法。它主要的储备货币是美元、欧元、英镑和日元，它就是 SDR 的货币，

把它们简单放在一起用 SDR 的汇率，放在一起之后有全球的 M1、M2，这是一种简单的方法。人们会批评它，因为它没有讨论很多银行业的问题，它也没有考虑到银行债率的问题，它是一个每年的问题，不足以解决现在的贷款问题。我们的方法非常简单，但是它非常有用，起码比没有好。首先，我们有全球货币基础，它是一个基础货币，由四个重要银行提供，我们把它叫做全球中央银行。日本央行和欧洲银行现在正在进行量化宽松，它对全球经济都是有影响的。我们像是在秋天那样，这大约是一个最后的秋天了，因为在此之后我们会有一个很长的冬季，这是一个全球性的事实。

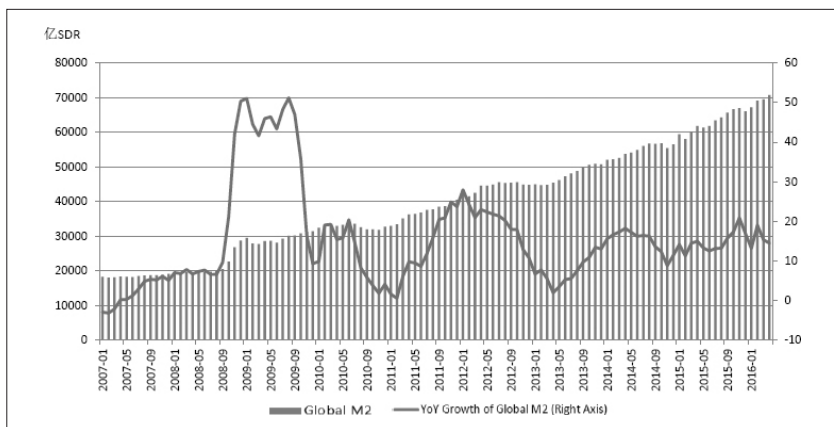


图 1：全球基础货币

接着我们可以看图 1，它的这个趋势是上涨的，我们可以说现在全球流动性是在增加的，但是明天会怎么样呢？我们生活在今天，但我们也需要去面对未来。现在欧洲央行正在继续量化宽松，日本也是一样的，英格兰银行也在做量化宽松。日本央行已经持有了 33% 的国债，如果它继续做质化量化宽松的话，我们预计在两年之后，日本央行将持有

70% 的国债，它是可持续的吗？我再问大家一个问题，看一下欧洲央行，它持有 10% 的欧元区国债，每个月都会买 800 亿欧元，两年之后这个数字会增加到 35% 的欧元区国债。这个数可能会涨到天上去了，央行可能会成为国债的唯一持有者。欧洲央行和日本银行在几年之后，会突然下降，这就会给全球流动性周期带来一个很长的冬季，这就是由欧洲和日本央行引起的这样一种全球经济的情景。

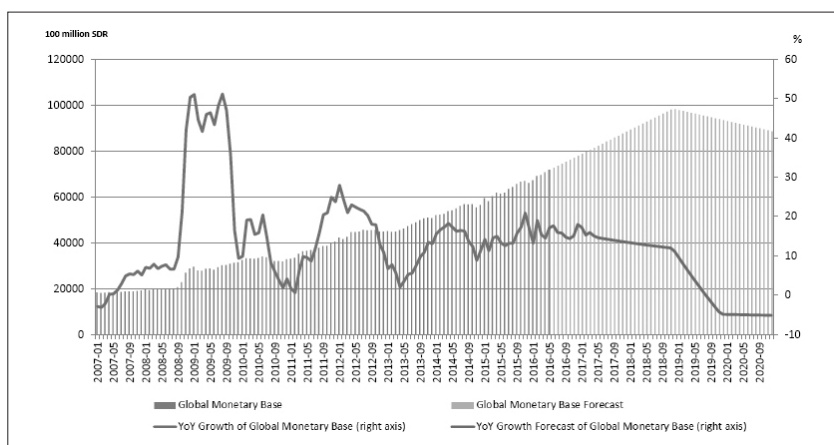


图 2：全球基础货币——未来投射

我们看一下全球的趋势，明天肯定有缺乏的现象。所以油价，还有其他价格，可能会在很长时间内都很低，这就是我们的未来，这就是我们共同的未来，这就是我们的周期。它不是一个新的周期，我们可以看到它已经有一百多年了，可以看到它在 50 年的时候 GDP 到达了顶峰，它又在继续上涨了，可能这个周期是六七十年。在未来的三四十年中，就是紧缩。我们对此应该如何去做呢？如果全球的通货膨胀是 3% 的话，它的 GDP 是 4%，我们做一个简单的计算，最后的这个值将会是 13%，这之后你就不能满足全球的需求了。

对此我们又应该如何做呢？我不会讲其他的方法，看一下宏观的价格，很多人都发现价格有回升，但仅仅是很短的时间，它现在下降了，它下降的时间可能是一个很长的时间。通货膨胀的原因是什么？在十年前没有人知道，那我们有一种很简单的看法，原因就是缺乏全球流动性，因为全球流动性是非常低的，这就是我们认为的原因，我们现在要进入一个低通货膨胀的时代了。

我的理论的第二部分非常重要，主要的货币将会升值，这是市场的趋势，如果全球流动性缺少的话这个就会发生。英镑对于美元来说是贬值的，但是对于其他货币来说不是这样的，我的理解是它对于其他货币是会升值的。它相对于新兴经济市场来说是强势的。这就是为什么欧洲央行想要继续进行量化宽松，日本进行质化量化宽松，想要在很长时间进行，这是很重要的原因。

这就是为什么我们可以解释日元是非常安全的，因为人们在流动性缺乏的情况下，每个人都想拿到升值的货币，那就是日元。我们怎样解决这个问题？这就是我们要使用人民币来替代全球流动性。它简单吗？其实是非常难的。让我们来看一下人民币。人民币今年会成为 SDR 的一部分，现在人民币是非常强劲的。我们把债券市场开放给国外投资者，它是自由的，其实它差不多到 100 万亿美元的规模，在亚洲是排名第二的。过去 10 年中，中国债券市场发展非常迅速，现在它也开放给全世界了。国外投资者的数量在急速增加，他们正在投资中国国内的债券市场。我们也发行了熊猫债券。这就是我的结论，就是世界需要人民币来补偿全球流动性的缺乏，人民币能够解决这个流动性缺乏的问题。

我们可以看一下人类历史，开始的时候我们有金子，再

接着我们有英镑，后来有了美元、日元、欧元，如果我们想要继续发展世界经济的话，我们需要另一种货币来补偿。在未来的二十年中唯一的代替就只有人民币了，人民币可能代替其他主要货币。我认为也没有其他方法解决人类现在所面临的流动性缺乏问题。SDR 的多样性是非常重要的，人民币不想要去超过其他货币，我们想跟其他货币一起来承担我们的责任，也就是承担全球流动性的责任。全球流动性如果很平稳的话，全球经济就有一个稳定的基础。

谢谢大家！

陈红一：感谢姚博士的报告，我相信大家都非常的信服，现在我想要问大家有没有问题。

自由讨论

王擎：我有两三个问题想问一下 Masahiro Kawai 先生。你刚才谈到为什么日元现在是一种安全的资产，我认为非常有说服力的。但是你能不能再谈得深入一些？从宏观层面谈一下，日元作为贸易的货币，现在有了负利率政策，它是否能将更多的货币或者资产带回日本？另外一个想法就是日本有很多的海外投资，有一些投资会重新回到日本，这会不会让日元升值？请你做一个宏观上的评论和分析。几周前有一个七国峰会在日本召开，那个会议上有一个预期是达成一个协议要日元贬值，这个观点受到了美国的反对。我想你是不是能对这个问题有一些看法？这就是我的问题。

Chalongphob Sussangkarn（原泰国财政部长，泰国发展研究院杰出研究员）：**Kawai** 先生谈到日元作为避风港货币，这个事情不是一夜之间发生的。实际上在利率下调之

前，日元货币贬值持续了很长时间，日本央行突然宣布了负利率政策之后，这个货币的情况并没有改变多少。所以你怎么看待日元的升值和贬值的情况，因为对于很多人来说可能还是不太清楚这个关系。

张礼卿：我有两个问题问 Kawai 先生。负利率政策的影响对于资本流向的影响，我记得谢教授在报告中也谈过，负利率政策使得很多投资者转移投资，将投资放到国外，放在贸易中，这对于长期资本流动的影响是什么呢？第二个问题，你在报告中谈到，21 世纪初期日本在银根放松政策之后并没有非常成功的成就，但在负利率政策之后成果还不错。所以我想要问一下，这两个观点的差别有什么？另外我想问姚教授，你给我们带来了非常有意思的报告，大部分是比较清楚的，我的问题是这个流动性危机在发达国家什么时候会出现？发达国家创造的流动性非常多，可能在未来的什么时候它的资本短缺会出现？你认为什么时候人民币的国际化会出现？

Aizenman：我的问题也是想问姚先生。我们如果能够建立起一个比较好的政策环境，是非常重要的。欧洲并没有很好地应对它的挑战，因为现在对于欧洲来说，应该是它展示能力的时候，是否能够很好地协调，是否能够在英镑与欧元之间进行很好的协调？英镑会不会容易受到市场变动的影响？

谢怀筑：谢谢 Kawai 先生，我非常喜欢你的演讲，我没有问题，但我有一个评论。斯蒂芬曾经谈到对于企业层面来说，这些趋势实际上已经在很久之前就存在了，即便在金融危机发生之前就已经存在了，所以对于很多经济体来说，可能都存在一些结构性的问题。如果你增加流动性到银行业，

它们不愿意把钱给出去，愿意把钱持在手中。所以针对这样的借贷问题，你是否感兴趣可以去读一下那一篇来自美联储的文章。

Masahiro Kawai: 非常感谢大家提的问题。姚教授问到日元贬值和日本出口是否有直接关联？我不认为我有非常确切的答案告诉大家，但实际上也有关于这个问题的看法。日元贬值其实早就有所发生了，在那个时候大家都会把日元作为避风港的货币。你知道有一些银行金融机构其实有更多的信息。七国峰会的讨论实际上就是要日元升值。从日本这边来看，他们想要在很多方面进行干预，但是如果没有美国的支持，那么这样的干预可能不会那么有效，影响不会特别大。所以我们有一种想法，就是我们可能不会进行更多的干预，我们还是认为汇率的变化是非秩序性的。我认为这个讨论还可以继续下去，但是现在日元汇率慢慢形成了比较好的势头，我们可以在这个问题上做更多的讨论。

2013年3月的时候我们就实行了质化量化宽松政策，4月那时我们面临全球性的危机，所有人都要购买日本的股票。我们现在看到危机渐渐消除。一些银行进行海外贷款，它们实际上处在一个非常开放的位置。问题就在于这些金融机构和投资者是否采取比较激进的态度，是否采用比较激进的战略。一些日本的保险公司并不非常激进，也并没有投资过多在海外的市场，实际上这是一个困境。从政策决策者来说，他们认为这是一个困境，他们还是采取比较保守的态度，比较谨慎对待资本流出，现在资本流出实际上并没有发生。日本从2001年到2006年不是非常成功，日本央行非常谨慎，尤其是一些央行人员，他们甚至放话说即便采取QE量化宽松也不会成功。但是在黑田先生上任之后，实际上进

行了非常多的货的扩张，政策态度是完全不一样的。因此我认为这是比较大的变革，尤其是货币政策的巨大变革。

关于谢博士的问题，我认为你是对的。这个问题不仅仅在日本，在世界上其他地方都发生了，这是一个全球性的问题，其中一个方法就是要增加更多的需求。7国会议、20国会议我们都在讨论如何增加需求，中国也帮助我们，中国确实也帮助了非常非常多。在日本我们有这样一个提议，尤其是关于外国投资债券，那就是政府应该帮助，政府要花这个钱。

姚余栋：我想要简单回答一下第一个问题。然后把第二个问题留给我的同事谢博士，后一个问题她比较擅长。

第一个问题就是，资本回流对于新兴市场国家已经发生了，这就是为什么很多新兴市场国家的货币先是升值，然后不断贬值。在我们的世界中，我怀疑我们有一个流动性的陷阱。尽管风险是非常高的，但是你没有地方去，因为你现在已经陷入了这个陷阱当中，所以它是非常危险的。

对于欧元和英镑来说，它们有很多不确定性。英镑可能对美元贬值。我们可以看一下我们的机构，看一下美联储，美联储一直把利率保持在很低的水平，它们的股票市场是非常高非常危险的，我觉得这可能也是一种不确定性吧。

关于第三个问题，就像我同事说的那样，它其实是一种组合，这是我们需要的。其实我们需要全球的策略，我们需要布雷顿森林体系，我们还需要一个联盟来做出努力。IFM是否足够有钱，我让我同事说一下，因为她之前跟IMF合作过。

谢怀筑：全球经济架构是否强劲，在双边或多边关系中都是非常重要的，今天下午我们还会讨论这个问题。如果我

们看现在，IMF 的资源是非常有限的。所以我们应该相互合作来一起做些事情。

Beat Siegenthaler（瑞银宏观分析师）：我想说两个问题。**Masahiro Kawai** 教授是很好的日本银行的大使，是一个非常好的宣传大使。你说日元现在处在很好的水平当中，我相对来说不是那么乐观。市场上每个人都在说用直升机撒钱这个事情，它可能是会发生的。但我想说的是，它是一个非常短暂的现象。我的观点是，现在日元是用短期来控制的。我想可以确定的是，用直升机撒钱这个现象在未来的 12 个月中是不会发生的。第二是关于人民币，从市场角度来说，为了使人民币能够成为一个可信的替代，我认为我们需要一个机构框架，机构必须要介入，但我现在还不是很确定。中国现在正在进行人民币国际化，使得人民币更适合成为储备货币，这也是出于对国内市场的考虑。如果人民币能够牺牲国内市场的价值，那么对于很多外部投资者来说，这是一个非常有效的方法。

陈红一：非常感谢三位发言人，第二部分的讨论到此结束，谢谢大家！

乔依德（主持人，上海发展研究基金会副会长兼秘书长）：我们下午的会议首先有请张涛先生演讲。

张涛：重建国际货币体系

张涛（中国人民银行副行长、IMF 侯任副总裁）：大家下午好。我今天的题目是“重建国际货币体系”，我给大家讲讲关于 G20 的想法和一些讨论的热点。

首先我想感谢主办方邀请我来到这次非常重要的会议，

我们知道 G20 央行行长和财政部长会议今天在成都举办，非常高兴也非常荣幸能够来到我的家乡城市，看到家乡城市能够举办这样的一个会议。大部分同志可能知道，今年中国是主办国和轮值国，所以全世界对中国抱有很高的期望，希望我们通过 G20 会议得到比较好的成就，更多地贡献到 G20。我借此机会跟大家分享与 G20 相关的一些内容。

首先我想谈一下全球宏观经济一体化，这也是 G20 的议题，也得到了很多的关注。当然了，我们也取得了非常长足的进展。今年 2 月，上海举行了财政部长会议，他们已经针对于一些观点取得了一致，尤其是针对经济下行的压力取得了应对方法的一致。我们也意识到，我们的 GDP 将进行下调。大家意识到，市场波动持续了很长时间，比如说英国脱欧，还有欧洲的一些事件，这些风险也并没有完全解决。我们看也想要发布一些积极的政策，来刺激经济的增长。今年很多人都在讨论中国会发生什么样的变化，中国经济何去何从这样的问题。今年上半年，从数据中得出的结论是，我们还是保持了一个比较好的经济增长动力，6.7% 的增长速率，它在我们的预期范围内，也表明我们的增长在新常态的经济下取得了进展。我们的经济增长还需要更多需求的驱动，还有一些投资的驱动。我们需要进行经济结构性改革，更好地平衡经济增长，这在经济转向新常态的过程中是非常重要的。当然我们还有一些政策的调整，也搭配在一起。这是一个背景的介绍，给大家先做一个简单的介绍。

我们再看一下英国脱欧事件。我们注意到许多央行正在采取一些措施，什么样的措施呢？他们重视和市场的沟通，并且去刺激或增加市场的信心。我认为所有这些措施都会非常有帮助，有助于保持市场的稳定性。国际金融架构工作组

又重新建立了一次，我们做了一些初步工作之后，这个工作团队重新建立了起来。2015 年土耳其作为 G20 轮值国的时候，会议也提出了一些诉求，第一个就是 IMF 的配额及管理改革。2010 年我们有一个改革协议，这是由所有 IMF 成员一致通过的。但是这个过程实际上受到了延迟，因为美国不愿意真正采取行动。去年末的时候，美国国会最终通过了。现在 IMF 正在进行新一轮的配额改革。现在的情况比较受到限制，但 20 国峰会的成员国都在共同探讨如何在这个领域取得有效的进展，这是第一个。

第二个就是主权债务的问题。有些私营部门曾经购买主权债务，这是一个非常复杂的问题。现在我们在这个领域还没有很好的解决方案。另外还有一个领域，就是我们发现在 20 国峰会与 IMF 成员国之间还有很多协调工作要做，我们实际上做了一部分的工作，这部分工作包括吸收新的成员，尤其是那些新兴市场的成员国，它们正在这些工作中发挥更多的作用，这是一个 20 国峰会想要取得进展的工作。

第三个领域就是我们所说的全球金融安全网。这个安全网已经建立了起来，在金融的不同层面建立起来了，比如说增加贷款能力。他们通过一些配额的调整，通过签署双边协议得以解决。还有就是在地区层面建立起来的金融安全网。现在的聚焦点在于，如何在全球范围和区域范围内，建立更多的一体化或同步配套措施。问题在于我们如何去部署，如何进行任务分配。当然了，建立这样的国际金融安全的层面，很多央行也需要做出努力，还有在国家层面上如何最好地使用外汇储备，这都是我们要谈论的话题。

第四个领域是如何管理跨境的资金流。我们发现很多地方已经进行了很好的风险管控，这关乎我们如何建立宏观审

慎架构来解决资本流动的问题。所以就这一点来说，如何去管理这些资本流，如何去管理这些差距，大家在这个领域都非常努力，也取得一定的进展。

第五个领域就是如何增加 SDR 的角色，也就是特别提款权。一个主要的事件是，人民币将会加入 SDR 货币篮子，在 2016 年 10 月就会加入。我们可以看到，这是一个机会，让我们能够从另一个角度看待 SDR 应该扮演的角色。另外一个比较重要的领域就是金融领域的改革，这都在我们谈论的话题列表上。大家谈论得比较多的话题是普惠金融，普惠金融其实不是一个新的概念，普惠金融也是纳入我们议程中的内容。我们得到了 20 国集团非常大的支持和帮助。其中一个相对来说比较新的概念就是数字普惠金融，会有很多智库对这个课题进行研究。我们会把它称之为网络金融，我们可以看一下在这个领域需要提出哪些原则和方案。在 G20 峰会上，我们还会谈论一些经济指标。今年 G20 增加了一个新的话题，就是绿色金融，马骏教授会给大家介绍更多的关于绿色金融的概念和知识。

这是我给大家的基本介绍。我们取得了很大的进展，在上海开会的时候大家都非常努力，为了取得更多一致性的意见，希望在杭州的峰会上能取得更多的一致性意见。所有这些财政部长和央行行长，他们都会一起来工作，一起来取得更多的一致性意见。我也非常希望能够看到 20 国财政部长和央行行长在成都的会议能够取得成功，可以为杭州会议的成功奠定一个坚实的基础。

再次感谢大家来听我的演讲。

乔依德：我们能不能回答一到两个问题呢？

Ousmene Mandeng（前 IMF 官员、现任 NewSparta 资

管负责人)：你刚才提到了配额，只不过现在还不太清楚这个配额，我们也不太清楚现在美国的立场有什么改变，美国立场的改变对于 IMF 的配额来说有什么影响？

杜勇：能不能谈一下对人民币的预期，包括汇率。

张涛：我先谈一下汇率的问题。G20 非常注重每个成员国的经济政策，这对于协调合作是非常关键的。我认为大家都应该比较认同当前汇率的变化，就这个领域来说，在成都会议之后会看到汇率什么样的变化，相信大家都比较清楚。对于 SDR，大家其实都要学习。SDR 其实为我们提供了另外一个选择，它不需要一些前置条件或目标。我们会进行可行性研究，看它是否能在短期或长期实现，或者说什么时候是合适的机遇来提这个问题。就这个阶段来说，我不认为有偏向于哪一种。就这个配额来说吧，各国的配额是花了比较长的时间得出的，随着 20 国峰会的召开，我们可以就它进行更多的讨论。IMF 肯定会考虑将 SDR 用到市场当中，如何进行部署，每一种工具我们都会进行讨论，比如说用在建立全球金融安全网络上。人们其实都比较支持 IMF，让 IMF 能够进行更好的技术性配备，拥有比较充足的资源，这是最重要的关键因素。

第三部分： 将当前系统转变为多元的货币储备体系

刘利刚（花旗集团中国首席经济学家）：下面我们进入第三部分“将当前系统转变为多元的货币储备体系”。首先

有请马骏先生。

马骏：绿色金融与绿色投资

马骏（中国人民银行研究局首席经济学家）：刚才张涛先生已经提到我会谈绿色金融。去年 G20 峰会上通过了关于绿色金融的讨论，我们会将绿色金融放在绿色投资上，我们为什么会谈到这一点呢？是为了解决环境的挑战。比如说几年前去北京，你可能会知道 PM2.5 的含量已经达到澳大利亚的十倍之多，还有一些水资源污染在中国也非常严峻，我们还知道可耕地的破坏也在中国非常严重。还有一些大国，实际上也面临着国际环境的挑战，比如说像印度、印度尼西亚，还有很多新兴市场国家都有这样类似的问题。所以我们就有必要在全球范围内建立这样的绿色金融、绿色投资。在这样的绿色投资环境下，我们所拥有的资源是非常不够的，我们预计只有 15% 的绿色投资会由财政承担，大部分还是来自于私营部门。所以对于绿色投资来说，我们还需要非常多的支持。还有世界范围内的可持续增长，对于这个问题，我们会谈论一些全球性的经验，大家可以共同进行思考。我会谈论五个领域。第一是绿色银行系统，它主要是和银行业相关，绿色的借贷或信贷。第二是绿色债券市场。去年年末开始，中国的债市达到了中长期目标，昨天已经达到了 170 亿美元规模的债券，债市的发展非常宽松。第三是关于一些新兴的发展。我的一些澳大利亚的朋友告诉我，金融机构或机构性的资产，对于绿色投资也是非常有效的。第四，我们要分析银行业的能力，还要分析如何应对气候变化，如何实现经济增长潜力，包括投资组合。第五，如何衡

量我们所取得的进展，比如衡量绿色活动对于经济的影响。这也是今年会进行研究的课题。我们也期待在明天的财政部长和央行行长会议上能有更多讨论，希望能跟大家交流一些进展。

刘利刚：下一位是来自泰国的发言人 Chalongphob Sussangkarn。

Chalongphob Sussangkarn： 向多种储备货币体系过渡

Chalongphob Sussangkarn（原泰国财政部长，泰国发展研究院杰出研究员）：首先感谢组织者邀请我来参与此次会议，我观点非常简单。

在布雷顿森林体系之后，美国的美元是由黄金来支持的，那时候美元跟黄金挂钩，那时候在全世界的交易中都使用美元。之后是 1971 年的尼克松冲击，尽管布雷顿森林体系已经解体了，但是美元还是占主导地位，不过它的地位有所下降。

图 1 是 IMF 不同时段做的图表，关于不同货币的，1975 年到 2014 年。这仅仅是报告的国家，因为有一些国家不想报告出来。那时候 80% 的储备是美元，在布雷顿森林体系解体之后，美元降低到了 60%。1990 年之后它又上涨了，原因是值得我们去分析的，我认为在 1990 年全球化开始增加，我们的资本可以自由流动了，这是以我自己的观点来看的。从泰国来说，我们可以看到它是上涨的，韩国和印度尼西亚也是一样的。这是关于资本流动的，很多资本流动都是以美元来流动的，之后它的储备变成了 65%。美元的

国际化程度是非常广泛的。根据出口来说，美元 2000 年占 87%，接着一直在下降，现在大概到了 70% 多。

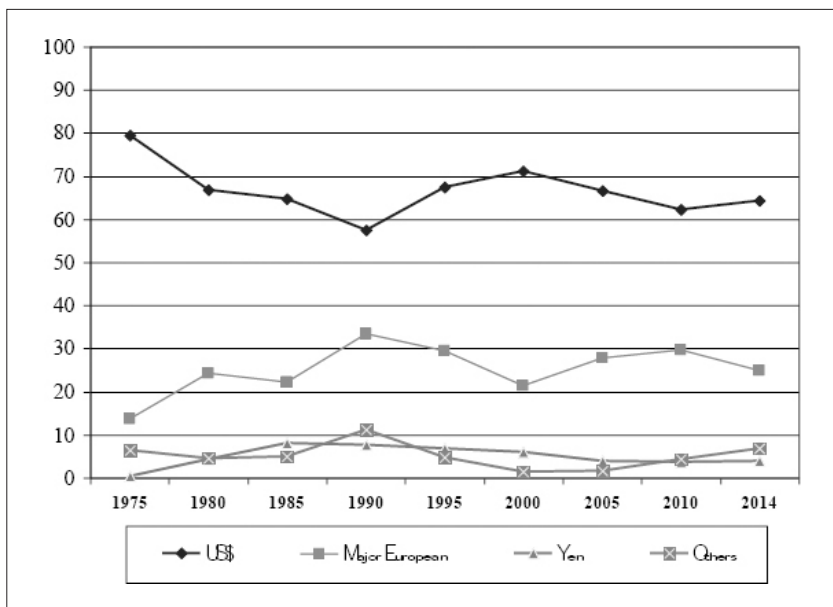


图 1：所以报告国家的官方外汇储备的组合

Denomination of Thai Trades 2015 (Shares: %)								
Export to	EU	Japan	ASEAN		Import from	EU	Japan	ASEAN
Us\$	66.0	57.1	73.4		Us\$	42.9	47.6	84.2
Euro	16.6	n.a.	0.5		Euro	37.3	n.a.	0.5
Yen	3.7	26.0	2.2		Yen	0.6	38.6	1.1
Baht	10.2	16.7	21.7		Baht	13.3	13.0	11.5
Others	3.5	0.2	2.2		Others	5.9	0.8	2.7

Source: Bank of Thailand.

图 2：2015 年泰国贸易的货币份额

第三方在进行交易的时候往往宁愿选择美元而不是欧元、日元。我们可以看到对于泰国（图 2），欧元仅仅是

16.6%，泰铢是 10.2%，这个原因是什么呢？我们也可以讨价还价，因为买方和卖方都有一定的危机，所以我们就可以开始说我们如何降低危机。

Bank Transfer Rates (Baht per Unit)			
	Sell	Buy	Gap
US\$	35.08	34.78	0.86%
Euro	39.275	38.53375	1.92%
Pound	47.22625	46.125	2.39%
Sing\$	26.3225	25.68375	2.49%
Yen ('00)	33.525	32.6	2.84%
RMB	5.335	5.1425	3.74%

Source: Siam Commercial Bank, July 15, 2016.

图 3：银行兑换率

图 2 是银行的兑换率，这之间的鸿沟在哪里呢？我们可以看到美元是 0.86%，欧元是 1.92%，英镑是 2.39%，新加坡元是 2.49%，日元是 2.84%，这就是它们之间的差距。可以看到使用这些货币是非常贵的。在曼谷，我们没有泰铢跟日元进行兑换的，我们必须要把泰铢换成美元，再把美元换成日元，这就是其中的一项原因。所以我想问一下日本的银行，为什么泰铢跟日元之间没有直接的兑换市场？其实我们直接兑换的需求是非常高的。不想做的原因就是他们必须每天控制兑换的危机，所以我们没有直接的市场。如果我们没有直接市场，就不会有远期市场，所以我们需要政府策来做这些事情，来建立这样的直接的市场，因为我们想要直接使用那些货币。

对于我们的远期来说，我们必须考虑到对冲的成本。最重要的一点，就是人民币的角色越来越重要。现在中国已

经成为了世界上最大的贸易国家，20 年之后中国的 GDP 规模也将成为世界上最大的，将超过美国。中国的政策也支持在中国以外的国家使用人民币，所以人民币变得就是越来越重要了。但这是不够的，如果人民币想变成像今天的美元那样，你要做的就是让人民币能被第三方使用。比如说，当其他国家想跟日本进行贸易的时候，会选择哪一种货币呢？所以你必须降低成本，把成本降低到跟美元一样低，这就是人民币的国际化，要有一个直接的兑换市场。现在我们还有很多的路要走，对于中国的银行来说，未来二三十年是非常重要的。除了增加人民币的使用，还要使人民币在储备货币的角色中越来越重要。这对于东南亚来说是非常重要的，尤其是在金融危机之后。我们还要发展当地的货币，我们要把我们的货币变得更有吸引力。

谢谢大家！

刘利刚：感谢 Chalongphob Sussangkarn 的演讲。第三位演讲嘉宾是黄海洲先生，他的主题是“全球货币体系寻锚”。

黄海洲：全球货币体系寻锚

黄海洲（中金公司董事总经理）：我认为我们需要寻找新一轮的货币锚。因为我们知道，以前黄金是唯一的国际货币。第一轮寻锚是 1929 年到 1945 年，第二轮是 1971 到 1987 年，那时候全球经济也迎来了繁荣。1981 年美联储有一个决策，1985 年有一个广场协议，1987 年有一个卢浮宫协定，那之后美元趋于稳定。非常有意思的是，第一轮寻锚花了 17 年的时间，第二轮寻锚也是 17 年时间，非常相似。2008 年金融危机到现在，经济还没有完全恢复过来，未来

会发生什么事情我们不知道，但它背后的关键点对我来说，就是我们正处于第三轮寻锚的过程中。如果我们把历史作为指导，可能我们需要再过八年的时间，因为前两次寻锚都花了 17 年时间，如果我预测准确的话，当然我不知道能不能预测准确。对于我说，有比较性的年份就是 1929 到 1945 年，那时候全球面临的问题实际上和第一次寻锚是不一样的。所以说这个寻锚的过程，可能总共是 40 多年的时间，1929 年到 1971 年是 42 年的时间。第二轮如果是 1971 年到 2008 年，也是将近 40 年的时间。这些周期其实对于我来说，是一种小周期，都是通过通货膨胀结束的。通货膨胀持续了 17 年的时间，所以我会认为会有比较长的周期，对于全球体系来说我们可能另外再需要八年时间。英国脱欧只是其中的一个事件，我们做推论或预测，可能还需要有八年的时间。沃尔克主席曾经谈到过抗击通货膨胀的政策，那时美国的通货膨胀一度达到了 14.8%，随后才慢慢降了下来。他为了应对恶性通货膨胀，实际上利用了紧缩银根的政策，里根先生成为总统后把沃尔克解雇了，这一寻锚的过程是非常危险的。在我们第二轮寻锚的过程中，我们发现了这个锚，它非常成功，非常好。这个时期可以看到美国、法国、英国的 GDP 的增速都非常高。我们可以看到，在二十世纪九十年代，控制通胀成为主导的目标。

在接下来的十年，也就是到 2030 年，我们可以看到亚洲新兴经济体将会贡献 55% 的全球经济增长，美国和欧洲的贡献低于 20%。中国可以有 30% 的增长。美国方面认为中国和美国应该紧密合作，因为美国和中国总共加起来可以贡献 40% 的全球经济增长，美国 10%，中国 30%。我想说全球经济增长最主要的贡献国应该是中国，这也会提醒我们

非常重要的一个趋势变化，那就是全球货币体系的变化。

我们在第三次寻锚的过程中。什么样的锚是我们想找到的？第一轮寻锚是金价，布雷顿森林体系中是美元，有一个固定的汇率，有基本的控制。美国作为唯一的领导有单一的货币，那就是美元。固定汇率和控制资本是布雷顿森林体系比较典型的特点。上个世纪八十年代，我们有广场协议和卢浮宫协议，我们也知道沃尔克主席的抗通胀政策，我们实施了自由的浮动汇率，美国也发挥着主导作用，美元是主要的储备货币，其他的货币都没有太大的作用。

在布雷顿森林体系解体之后，美元的地位有所变化，因为有其他货币加入，比如英镑和其他货币，但它们在这个过程中发挥得不是非常好，所以我们现在才提出了第三次寻锚的要求。今天早上有发言人提到现在的货币体系不是很好，所以我们提出第三次寻锚。就第三次寻锚来说，我不知道会怎样，但是认为在第三次寻锚过程中会有很多要素，日元可能不会那么重要。我认为第三次寻锚中还有很多新兴经济体，人民币也可能要加入 SDR，有一些新兴国家需要从市场角度有比较高的波动性。所以我们还是需要提供一些额外的锚定，它可能是通胀目标，或增长目标，或金融稳定的目标，我们需要采取多元性的目标。我可以把它称之为布雷顿森林体系第三代，当然它和布雷顿森林体系是不一样的。

刘利刚：谢谢黄海洲先生的演讲。你刚才讲未来的货币政策需要各种各样的目标，以增强金融的稳定性，所以我们需要更广阔的一篮子货币。下一个发言的是张礼卿教授，是中央财经大学金融学院院长。

张礼卿：国际货币储备体系改革和人民币国际化

张礼卿（中央财经大学金融学院院长）：首先非常感谢组织方邀请我参加这个会议，非常感谢乔秘书长。今天我演讲主要讲两个，一个是全球储备系统，还有就是人民币国际化。这两个问题是相互联系在一起的，在我看来人民币国际化是全球储备系统改革的一部分。

首先我们看一下全球储备系统到有什么问题。在我看来，它可能不仅仅是是不稳定，也是不平等的。为什么它不稳定呢？因为出现了特里芬难题，还有布雷顿森林体系的瓦解，还有美元对于日元的贬值。第二就是美元的特权，这就意味着美联储经常会采取一些策略来解决自己国内的问题，同时对世界上其他国家产生了负面影响。第三，当我们发生危机的时候，会发现我们没有足够的流动性。第四，政府的金融管理也是不足的。第五，从贫穷国家到富有国家的资本流动是不平衡的现象，在这个体系下新兴市场必须从美国购买很多债券，这就意味着有钱的人向贫穷国家借钱。

对于改革的提议及其可行性，我们首先要回到金本位。几个月前布林斯潘提出，我们要回到金本位，这之前很多经济体也提出回到金本位是一个非常好的政策。但在我看来是完全不现实的。第二，就是世界的单一货币和世界的中央银行，有人认为如果由世界中央银行发行单一货币就能解决所有的问题。在转变的过渡时期，外围国家可以限定它们的汇率，这对解决问题有一定的效应。但是这需要很强的政治意愿，现在进行这一项是非常难的。第三，就是基于储备货币体系的 SDR，这个提议跟我们之前的提议是差不多的，就是你可以使用现在这个框架，不需要建立一个新的全球央

行，使用 IMF 的框架来满足这些提议就好了。第四，是多级储备货币系统，这个系统是艾肯在 2009 年提出的，有不同的储备体系，有美元、欧元、日元、人民币等，可能在全球储备货币系统中的角色是一样重要的。这些系统都是未来可能会发生的，也能带来很多重要的优点，同时带来很多竞争，使得我们的宏观经济政策能够更加有规律。但我们同时要注意的是，在未来人民币可能会成为全球使用的货币，亚洲货币一体化可能也实现。

还有一个提议，就是我们需要有一个新的美元本位制，如果美联储这样做就不用改革现在的框架了。但美国的货币机构是否能按此规律行事，这是一个问题。在我看来，回到金本位是不可能的；单一货币可能是非常理想化的状态，但要在长期才能进行；新的美元本位制是非常好的，如果政策决策者能够按照规律，能够守纪律的话，但它还有很多的局限性，所以还是需要一点时间。我认为，第二好的选择就是人民币为全球储备系统的一个改革，这是一个很好的想法。首先，要有一个全球储备系统需要很长的时间，可能是每年进行分配和发行，这不是我自己来想出的，这是另外一个专家提出来的意见。第二，因为多级储存系统可能在短期内是很好的措施，它能够防止汇率的波动，同时对于增强宏观经济也是非常重要的，尤其是在美国、欧洲和中国之间。所以非常重要的一点是，我们需要在 20 国之间进行协调，中国央行也必须跟其他国家有更多的联系。

回到之前的阶段，我们可以说如果美联储帮助中国来稳定我们的汇率，那么人民币的汇率可能会更加平稳，央行也就不会失去那么多的外汇储备。外汇储备的下降对中国和美国来说都不好，这可能会增加利率。如果我们之间的关系更

加密切，就会对我们有很大的帮助。我们的合作必须要 20 国成员共同努力。我们要进行 IMF 管理的改革，让它更具代表性、民主性。

人民币作为国际化货币面临的挑战和机会是什么？这是过去几年中我们所做的一些研究。2013 年在全球支付货币当中，人民币仅仅排了 13 位，2016 年已经上升到第 6 位。我们应该在国际贸易中有领先的地位，尤其是我们同时还要加强国内金融改革。很重要的一点，就是我们必须要增加应对金融风险的能力。我们的风险还是很多的，我们要使人民币汇率更加灵活，这样避免可以投机，同时还能够增强货币政策的独立性。这些都是我们应该要认真做好的事情，这样我们才有可能发展，否则人民币国际化不会发展，还会回到以前的水平。

谢谢大家！

刘利刚：谢谢。接下来有请 David Lubin 先生。

David Lubin： 人民币的未来：一个有中国特色的国际储备货币

David Lubin（花旗银行新兴市场经济主管）：中国现在对人民币国际化有一些期望，我先谈一下世界上的市场。我们看墨西哥的情况，它采取了非常自由的政策，它有一个完全浮动的汇率，很多方面没有太多限制，所以可以说是高度自由化的政策。墨西哥的货币兑换率比较高，它也是大量使用的货币。我们可以从中学习到什么呢？我们要谈到纯粹的增长吗？事实上不是的，我们知道墨西哥的经济增长成绩。我们是不是看到墨西哥的经济稳定性呢？也不一定。过去五

年中墨西哥货币和巴西货币、南非货币相比起来，也非常依赖经济的互换性，也受到了经济的影响。

我们的问题是，如果要实现全球的资本流动要做出什么样的改变，这就是我想要带给中国的一点。中国现在正在进行人民币国际化，中国非常害怕的事情就是人民币重蹈墨西哥的过程。资本帐户的完全自由兑换应该是他们脑中思考的第一件事情。今年周小川先生也曾经谈到这个，我认为他谈到的内容就是人民币国际化的核心，就是实现自由兑换。他已经说得很清楚，中国把自己放在什么位置上已经非常清楚了，这就是人民币国际化可能采取的措施。这样的情况下，大家会问，如何进行人民币的国际化而不更多的自由化？这里有很多央行的负责人在这里，所以我也不知道说这一点合不合适。我认为，中国现在正在通过成为 SDR 的一篮子货币来帮助人民币国际化。人民币需要储备货币的地位，但这个储备货币地位却需自由兑换。其实不是说自由兑换，而是说可以自由使用，自由使用也不代表一定要实现自由兑换。所以就 IMF 这个概念来说，我们可以回到 1970 年，英国也有资本控制。你不需要实现完全的自由兑换，但是可以自由使用。周小川行长曾经非常清楚地说到，中国决策者需要保留一定权利，决定哪种资本流是好的，哪种是不好的。

中方进行了很大的努力开放资本市场，有人说现在只是时间的问题，可能是中国银行间债券市场或其他方面的问题。另外一种回应说，这可能是一个信用问题。我们可以看到越来越多的资本会回流。2008 年之后。中国的政策决策者非常头疼，他们想要充足的资本市场，相信这些钱迟早是会回来的。但是也可能会有另外一种解释，央行要判断哪种资本流是好的，哪种是不好的，本身可能有一种信用的危

机，因为这些借贷者并不清楚知道哪一点会成为冲击的对象。我们现在需要从规则的角度知道到底全球政策变化对于经济的影响有哪些。我还知道，对很多政策决策者来说，现在来看这应该不是一个问题，我们应该静观其变，因为一个全球的货币秩序是倾向国家层面的。就这种原则来说，我有一种感受，就像是墨西哥这样的国家，它们有一种自由化的秩序。

这就是我给大家的分享。谢谢大家！

刘利刚：谢谢 David Lubin 先生。

自由讨论

来自墨西哥的嘉宾：我非常同意 David Lubin 所说的，但我们认为对于墨西哥不适用，因为墨西哥不是中国，墨西哥跟中国不太一样。墨西哥有着更成熟的体系，关于经济组织来说，我们与中国来是不一样的。中国进行的工作也非常成功，尤其是在国际的贸易当中。我们的危机也是全球性的危机，我们的问题是要走哪一条路。可能我们现在面临的是，是否我们在 IMF 中有一个新的政策。面临这个问题的不仅仅是中国，还有其他国家。

David Lubin：我非常同意你的观点，我们是相互统一的。但是我认为中国的决策者能够掌控中国经济的发展，所以我们不需要对此行担心，我认为我们的观念是一样的。

Ousmene Mandeng：上世纪 70 年代到 90 年代，欧洲不想依赖美元了，欧洲在此之后也变得越来越平稳。在欧元方面，你不要忘了美元使得欧元有所贬值。我想说的是，在寻锚的过程当中，欧元扮演的角色不是那么重要。对于央

行来说我认为这是非常有趣的，因为欧元能使我们央行的运行更加平稳。对于 David Lubin 来说，我认为墨西哥的幸运变得越来越不重要，墨西哥是一个不大的国家，但它是一个新兴的经济体，我认为这是它的一个优点。对于中国来说，因为它很大，所以中国面临的问题更加困难。我认为中国现在正在把人民币国际化，但如果 SDR 不变的话，那中国得到的仅仅是小部分，所以 SDR 的变化对中国来说就非常重要了。

黄海洲：不仅仅是欧元，对于日元也是一样，购买它的人越来越少了。对于新兴市场国家的人来说，他们开始持有美元储备。美元指数 1971 年之后一直在下降。从 1985 年开始，美元指数从 80 增长到了 160，这对于拉丁美洲也是有一定影响的。对于拉丁美洲的很多国家，它们需要持有更多的储备，它们是被迫这样做的，我没有时间讲全部这些事情，但我认为这一点是比较有趣的。我们可以找到一个系统来帮助那些主要的新兴市场国家。

张礼卿：我认为你说得非常正确，我完全同意你的观点，也同意你的担忧。对于我们来说，中短期内应该更加注意多边关系，就是要让人民币更加国际化，让人民币运转更加可持续。我们可以在长期保有一些希望。我们要加强 SDR 的角色，这样的话就能够增强我们的能力，可能在某一天我们能够进行更多实质性的工作。

Chalongphob Sussangkarn：在亚洲金融危机之后，我们这些国家都一起努力解决我们市场上的问题，就是要解决我们的债券问题。我们现在面临的问题是，即使有了当地的货币债券市场，我们还是面临很多危机。对于中国来说，它的利率比泰国要高。我们的投资者可能认为中国的货币正

在增加，我认为这是给我们传递的最重要的信息。

David Lubin: 如果中国有完全开发的资本帐户，我认为人民币能够达到这个水平，因为人民币现在有能力来改变世界的结构，它的发展是非常快的，尤其是在新兴市场中的地位越来越重要了。中国在 SDR 中能得到什么？我认为我们不能低估它的价值，人民币需要这些支持，这是非常重要的。

刘利刚: 我们都知道人民币在不久的将来会有自己的一席之地。谢谢大家，我们下面进行茶歇。

第四部分：SDR 是一个幻想， 还是一个实现有韧性的全球金融架构的工具

Ousmene Mandeng（主持人，前 IMF 官员、现任 NewSparta 资管负责人）：我们下面进行第四部分。我经常被 SDR 的好处所吸引，但我觉得我们可以仔细想一下这个问题，是否要把 SDR 重新放在桌子上来讨论它，我们需要有更谨慎的观点。今天我们有了很多的讨论，尤其是现在中国对此有更多的讨论，所以我们今天要讨论一下。首先有请第一位发言人，IMF 战略与政策审查部主任 Siddharth Tiwari。

Siddharth Tiwari: SDR 的使用经验

Siddharth Tiwari（IMF 战略与政策审查部主任）：非常

感谢主办方邀请我。我想给大家讲一些我们的背景知识，我给大家讲一下 IMF 的一些工作，以及 SDR 的一些角色，还有 SDR 市场的范围，同时我还会给大家举一些例子，接着给大家详细介绍我们在每一个方面是如何做的。

有三个定义。第一个 SDR，是我们的官方 SDR，是在 1969 年的时候提出来的。第二个 SDR，市场上的 SDR，是在贸易中以 SDR 计价的。第三个 SDR，是作为记账单位。我们的 SDR 主要是做什么的，我们主要是针对国际货币系统，同时我们发现 IMF 中的一些差距。我们需要一个更加多元化的体系。你可以看到我们的世界是如何变化的，从 2002 年之后，它产生了一些危机，产生了一些紧张的情绪。我们来看一下它的差距。首先一个危机就是它的机构非常的弱。第二点就是国际流动性也有很多挑战。我们的金融循环、金融周期也遇到了更多的危机。我们的储备货币也变得越来越小了，这也就是为什么我们有这么多的危机。于全球经济来说，我们要发现 SDR 的作用。因为只有通过 SDR，那我们才能够解决差距。

我们看官方 SDR，也就是 OSDR，可以看它的角色是什么。首先，我们可以看一下 SDR 的历史，对于储备资产的供给和需求来说，它是有周期性的，它在危机之后也进行了自我更新。我们可以看到的是，它也激起了人们的很多忧虑，国际储备需要更多的全球流动性，但我们的流动性是缺乏的。如果我们能增加流动性的话，就能够解决这样的问题。对于各个国家来说，成本可能会增加，对于个人的保险来说，这个成本是更大的。我们有一个争论，这个争论已经经历了几十年，就是关于 SDR 角色的问题，这个争论是关于官方 SDR 的角色。我们有两方，一方说 SDR 增加

了全球的不平衡性，这种不平衡性也会变为非常基本的问题，它对全球的 GDP 也有很多影响，也影响到了我们的流动性，会把我们引向一个困境。还有一些人表达了自己的观点，他们也有一些担忧，比如关于全球金融系统的担忧。可能官方 SDR 能够帮助我们解决问题，但它不是最好的解决手段，它不会创造一个新的流动性，它仅仅是帮我们解决储备的问题，这对于那些最需要流动性的人来说可能就不那么有效了。所以我们现在面临这样一种困境，就是现在的这个官方 SDR 能够帮我们解决问题吗？这种 SDR 能够帮助我们解决全球的储备资产吗？是否它有潜力降低储备的成本？是否我们需要一些调整呢？是否这种 SDR 能够帮助全球安全网络进行运转？这些都是问题。

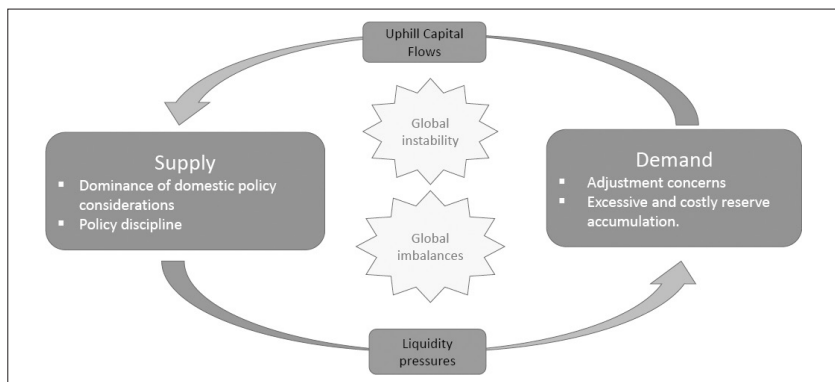


图 1：储备资产供需的周期性

现在我要讲一下我们的市场 SDR，它不是一个新的概念，它在 1945 年第一次被提出，发展到现在已经有了 40 年的历史了。它现在也反映出了很多多元化的收益，尤其是对于一些零售业。市场 SDR 的优势是，它的多元化能为我们提供平等平稳，第二是能降低交易成本。它有很多的缺点，

比如说需要定制的替代品，很多人发现它未来流动性可能不会强劲。

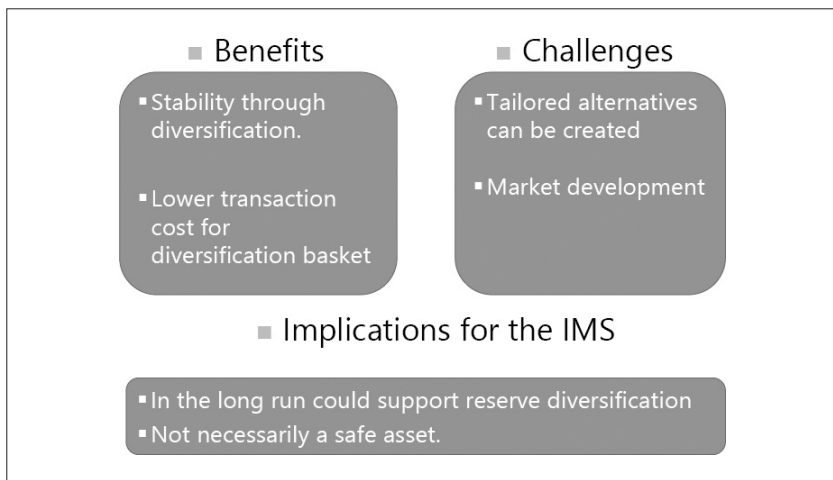


图 2：对市场 DSR 的考察

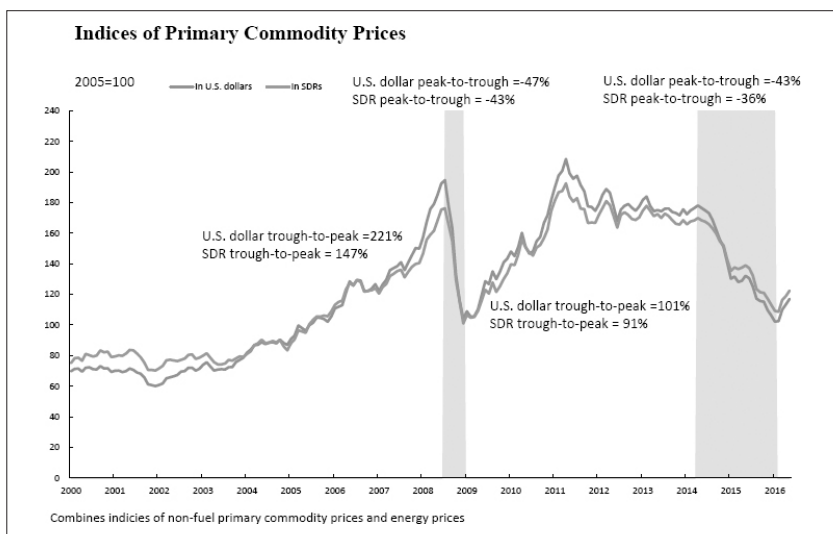


图 3：作为记账单位的 SDR

最后，SDR 作为记账单位来说的话，它背后的逻辑是什么？如果把 SDR 当成记账单位，我们可以看到这是一个美元价值的变化，你可以看到 SDR 的发展，它的发展慢慢的放缓了。图 3 是关于初级物价的指标。

如果我们发新 SDR，我们也会想到它的一些可能性，来看一下未来的方向是什么。在未来我们还会看到一些相同的问题。我想跟大家讲一下，我们在未来九个月的计划是什么，我们会继续讨论 SDR 的地位问题，看一下它是适合解决我们的框架问题，同时我们还会进行一些具体的计划来解决我们 2007 年时提出的问题。我还非常期待我们有更多的机会来跟大家分享经验。

谢谢大家！

Ousmene Mandeng: 非常感谢。下面有请特里芬基金会副会长 Christian Ghymers 演讲。

Christian Ghymers: 我们为什么及如何缩短现有的 SDR 和一种有效的多边储备货币的距离

Christian Ghymers（特里芬基金会副会长）：感谢邀请我来参加这个会议。SDR 有多方面的含义，不仅仅是官方的，还有市场方面的，因此我首先给大家一个概述。

大家可以先和我一起回顾一下，全球金融机构给我们提供的是什么样的体系。首先，我们可以看一下，针对贸易的浮动层面，实际上我们是如何提供有效流动性的。第二，我们要提供工具来进行更好的改变。刚才很多发言人已经就特里芬难题做了阐释，特里芬提出的这个难题和浮动汇率非常相关。在全球范围内，我们要知道在国家层面或国际层面，

在外汇制度上是不是缺了一些东西？现在我们所看到的一些危机，跟特里芬难题是紧密相关的，我们把它称之为“特里芬内在不稳定性”，这指的是破坏稳定的机制。第一是外部限制的弱化，这导致我们对于储备货币的需求，它会导致全球的不平衡。可能美国会成为最后贷款人或最后的消费者。第二就是美国货币的立场产生了非常自由化或者自动化的流动性溢出，包括货币流向境内境外。

我再给大家谈谈这种不对称的金字塔体系，这指的是外部限制实际上是由于美国不断增长的需求所导致的。针对这一问题的合理回应，就是我们应该尽量避免成为债务国。我们需要让 IMF 意识到自身的责任所在。对国家主权债务来说，IMF 的压力比较大，如何针对这个问题呢？我们需要从 SDR 开始，因为 SDR 在这里有一些主要优势，SDR 实际上是唯一的一个多元货币工具，它还可以享有全球范围内普遍的接受度，被全体的官员以及央行行长接受。SDR 还是唯一存在的工具，可以不需要从任何单一经济体的债务演变出来。我们可以看到 SDR 不是一种货币，它实际是 IMF 成员之间可以自由使用的货币。

我们要如何去做呢？我们要考虑是不是有一些替代帐户，或者是 IMF 中的替代帐户，这些替代帐户是否可以成为必要的步骤。SDR 实际是非常好的一个解决办法，在这个体系中，它可以去支持汇率政策。我们可以通过 SDR 非常有效地来使用储备货币。刚才所说的替代帐户，需要官方宣布它的多种用处，官方层面对它的应用非常多。如果没有得到有效的支持，那么我们要准备进入到特里芬难题中。第一步，我们不需要做出很多官方的改变，接下来的第二步我们需要思考将官方的 SDR 和私人的 SDR 结合在一起，使

得 IMF 能够直接发布 SDR，以对抗国家资产。通过 IMF 章程的改变，私有银行实际上可以持有 SDR。在 IMF 的账户上，央行能够使用官方的 SDR。央行可以进行银行间结算时使用 SDR。第二步可能会花一定时间，最后一步可能会花更多的时间，那就是我们需要将这个系统变得更加对称。我们相信短期的措施可以支持长期的解决方案，以建立一个比较好的国际货币体系。

谢谢大家！

Ousmene Mandeng: 有请下一位发言人，渣打银行董事总经理 Jukka Pihlman。

Jukka Pihlman：人民币作为储备货币以及其被纳入 SDR 一篮子货币的含义

Jukka Pihlman（渣打银行董事总经理）：非常高兴来到成都，我们说的很多话题大家都谈到了。我本来以为我是在第三场的讨论，但是今天我才发现被安排到了第四场，所以我会谈论一下这两个部分的交叉内容。我会谈人民币作为储备货币，以及被纳入 SDR 一篮子货币的意义，还会谈一下它的前景和影响。我会谈大家对于人民币的误解。

为什么央行会把人民币纳入储备货币？实际上央行应该会考虑货币的组成，这并没有对或错的答案，我们只是需要在央行中进行更多的培训教育。如果大家把宏观经济与储备货币联系在一起，大家可能看到每个国家的情况不一样，所采取的措施也不一样，有的国家可能容易受其他国家的影响，它可能会突然受到经济和资本市场的影响，直接导致衰退或者外部竞争，或者由于外债持有额度过高或过低，都会

有一些不同点。一些发展中国家可能很容易受到经济冲击的影响。大家可能使用储备货币来抵御这些波动的风险。还有一些其他的原因，可能也会有所影响。但是我可以告诉大家，央行还有许多投资者，应该关注资本流出，还有资本的流动性，这是需要他们仔细思考的。对于进出口，你可能会使用对冲工具，这样你可以进一步保护本国的货币，你可能会承担一定的责任和风险。大家知道中国已经成为世界上最大的出口国，世界上很多国家都从中国进口产品，可能 30-40% 的产品都来自于中国，它们就需要考虑将人民币纳入储备货币中，这是央行可能会考虑的问题。但是我认为并不是很多国家会把人民币作为储备货币。过去几年我们看到了全球的金融危机，所以对于很多国家的央行和投资者来说，需要审慎考虑。

大家知道人民币已经纳入了 SDR，人民币的国际化实际上是一种双边的变化。我还认为，中国需要考虑吸引更多的银行来投资人民币，有可能它们会购买其他银行发行的债券，需要中国央行做担保。我成为新任渣打银行董事总经理的时候，我们发现，作为一个可以自由使用的货币，有很多参数是我们可以考虑的，实际上它是比较复杂的。IMF 比较看重货币的地位，也看重其他国家对于货币的投资。实际上这个过程非常复杂，我可能没有办法讲得非常细致，但我认为这一点非常有意思。在纳入 SDR 一篮子货币后，它带来的影响是什么呢？我发现市场上出现了很多 SDR 的专家，他们都在讨论人民币纳入 SDR 会发生什么事情。我发现有很大一部分可能不是特别确定 SDR 的含义，所以有的人可能对 SDR 系统有一定程度的误解。很多的 SDR 债务在整个过程中并没有什么变化。还有一些国家发现可能并没有办法

去使用对冲。

在 SDR 的资产负债表中，不同货币扮演不同的角色，它们随时有可能离开 SDR 一篮子货币。很多机构早就已经开始了研究。我认为货币被正式纳入 SDR 之后，并不会会有太大的波动，不需要把所有的事情容纳在一起。实际上一些国家央行有些政策是进行 SDR 货币的投资组合，还有一些国家将 SDR 作为自己国家一篮子货币的一部分。但是大家比较关注的，其实是纳入 SDR 的直接性影响，也就是在市场进行完全的自由化，以及多元的储备体系，没有限制或者没有对配额的限制，可以自由进出市场，这就是最大的影响。有的人考虑是不是可以让人民币全面转换？我们当然需要有所行动，我们知道在主权基金中，可以看到其投资资产的组合实际上已经占到一定的比例。美国也持有了一部分人民币，这个浮动可能不太大，但我们今年年初看到了影响。总体来说，我们正在和这些机构合作开展工作。可能还有一些间接的影响。IMF 项目中有一个关于结构货币的标准，还有一些项目会让一些国家持有人民币，持有人民币后可以更好获得其他项目的贷款。还有一些货币基金也曾经谈到希望人民币纳入 SDR，它们可能也会持有更多的人民币。就像刚才我所说的那样，在过去几周时间内我和很多央行工作人员进行交流，包括和中国央行，所以非常高兴这次和大家分享。

谢谢大家！

Ousmene Mandeng: 下面有请葛佳飞先生演讲。

葛佳飞：运用区块链技术推动 SDR 发展初探

葛佳飞（上海发展研究基金会研究员）：谢谢。我的题

目的是“运用区块链技术推动 SDR”。1969 年的时候，创建 SDR 的目标是补充成员国外汇储备。1978 年第二次修改章程的时候，目标是把它打造成主要的国际储备资产。2008 年以后，很多学者对它寄予厚望，认为它是走向超主权储备货币体系最可行的选择。现状是什么样的？现状跟目标相去甚远。原因是多方面的，简单说最根本的原因是各国推动 SDR 发展的真实意愿不足，直接原因是 SDR 运作机制还存在很多设计缺陷。技术是无法取代政治的，但是技术可以帮助改进 SDR 的运作机制。随着区块链技术的兴起，我们意识到这个技术也许可以用来推动 SDR 的发展，我们就开始了这方面的研究。

下面介绍一下区块链技术，人们把一段时间内产生的信息做成信息块（区块），盖上时间戳，并相互衔接，最后形成首尾相连的区块链式组合，因此叫做区块链。金融会计上就形成分布式开放性的去中心化的大型网络记账簿，或者是数据库，因此叫分布式记账，可以用于很多方面。我们把区块链技术运用到 SDR 里面，SDR 就可能进化成一个数字 SDR，一个数字 SDR 相当于一个 SDR 和一些智能制约的组合。这个数字 SDR 具有可编程的性质，我们可以把这个性质运用在 SDR 发行的时候，给 SDR 设定一些初始的限制，也可以运用在使用过程中。我们认为区块链技术可以用来改进 SDR 的运作机制，或者说区块链技术的运用事实上定义了一个新的或改进型的 SDR 运作体系。当然，区块链作为一种技术不能解决所有的问题。

下面我们讨论几个具体的问题。

首先我们来看，是不是可以把更多的货币加入到 SDR 一揽子货币里面。根据 IMF 的标准，现在有五种货币满足

要求。曾经有过一个标准，一是这个国家有良好的宏观政策，二是这个国家的债券市场满足基本的开放度和监管要求。按照这个标准，我们可以有更多的货币符合条件，我们要问的是，是否可以把所有的主权货币加到这个 SDR 的一揽子里？八十年代的时候我们曾经考虑过计算的复杂性，如果 SDR 一揽子的规模太大，计算复杂性可能不利于 SDR 作为国际储备资产的吸引力。因为计算机技术，这个问题现在已经完美解决了，并且计算机技术可以实现这个篮子货币权重的自动调整。但是它还有一个问题，现在很多成员国的货币不是可自由使用的货币，不是完全可兑换的货币，如果把这个货币加进去以后是不是会存在一些问题？我们考虑的是不是可以以一些技术手段处理这个问题，比如说通过智能合约，约定使用 SDR 兑换这些货币时有一个限额等等。第二个问题，我们是不是能够更多以及更有效地发行 SDR？SDR 发行不足是它被边缘化的原因，很多人都有提到这个问题，如果运用区块链技术就可以自动发行 SDR，当然我们要有非常明确的发行规则，具体的规则我就不展开了。

我们还知道一个很严重的问题，每次发行大量的 SDR，有一些 SDR 分配给了需求比较低的高收入国家，有一些分配给了使用频率比较高的低收入国家。我们考虑 SDR 的分配，是否可以不是机械地按照份额来分配，可以适当考虑成员国对 SDR 的需求。现在的区块链的共识机制有两种，一是根据各节点的工作量来分配奖励，在 SDR 上这种方式不适用，二是根据份额来计算贡献发放奖励，把奖励随机发放给所有节点。其他的共识机制还有很多，但要完全适用于上面提到的同时按份额和需求来分配的共识机制，还需要进一步研究。

第三个问题是关于替代帐户。替代帐户是一种提供

SDR 流动性，并且有助于 SDR 作用发挥的一种手段。但是它有一个问题，即对于它的潜在损失怎么分担的问题。我们有很多方案，有一些是值得考虑的。在技术上我们可以通过智能机制实现资产的自动划拨，需要建立影射跟现实的资产的对应，这也比较麻烦。但这是可以考虑的选项，我们也可以用传统转帐的模式。

第四个问题是新的体系里 IMF 和成员国央行应该扮演什么样的角色。传统的 SDR 运作体系里面，我们谈到期望把 SDR 打造成全球货币的时候，往往是需要把 IMF 打造成全球央行，也就是各国央行的央行。这一条至少是一些成员国比较担心和抵触的事项。我们希望新的体系成立之后，IMF 应该是监督者和协调者，可以察看系统里所有的交易记录，并且进行研究和分析，发现其中不稳定异常的数据，然后就此向相关国家提出预警和建议。同时 IMF 还是这个系统所需要的外部数据的收集者和审核者，因为它需要一些数据，比如外汇储备的数据，比如 SDR 使用情况的数据，有些需要它来收集和审核。各成员国央行享有次级权限，可以察看进出本国交易的记录，并且在必要的时候对总量进行管理。同样非常重要的是，我们这个系统应该允许私人部门参与，私人使用者只享有最直接的权限，就是自由持有、自由使用。怎么吸引私营部门参与这个系统，还需要进一步的研究和讨论。

从技术上来说，现在区块链技术比较成熟，最常见的比特币就是这个技术的运用。现在常用的有三种，不开源的私有链，私有链加密钥，限制 IP。真正具有共识机制和分层结构的区块链技术还需要进一步研究。如果我们要按照现有技术，可能选择私有链加密钥是比较合理的，当然也可以叠

加限制 IP，我相信技术进步应该会走在政治意愿的前面。
谢谢。

自由讨论

Ousmene Mandeng: 最后一位发言人谈到区块链技术，你可以用在很多的金融资产上，不仅仅是 SDR。关键想法就是 SDR 区域的限制。在替代帐户方面，在很大层面上来说，许多成员的帐户可能会有一些损失。从我们现在和过去的情况可以得出一个结论，我们可以使这些损失得以补偿，我们可以进行很好的补偿。现在我们可以开始进行自由讨论。

我想问的与 SDR 的历史相关。SDR 进行了非常多的变化，它在 20 世纪八十年代的时候发生了改变，成为了储备货币的一种补充手段，变得不那么重要了。在发展过程中，SDR 是补充性的工具还是替代性的工具？

Jukka Pihlman: 这是非常大的话题，我们有可能在 G20 峰会上继续谈论。从某种角度上来说这是非常有意思的，尤其是理论方面的问题，实际上我们在法国作轮值国的时候做了一个文献，谈到了 SDR，也谈到如何将它与公众机构进行更好的合作。但是因为很少有人真正明白 SDR 是什么，所以大家对于官方 SDR 有不同的见解，也不太清楚它的定义。SDR 现在之所以存在，就是因为它是官方的 SDR。我们在谈论出现的问题的时候，比如说和 SDR 相关的债券，我们会非常小心和认真思考这些指数分别是什么。比如说是欧洲银行颁布的利率将会影响我们发债券，它实际会带来一些帐户的变化，所以有人投资的时候会考虑 SDR。但是就我们讨论的潜在问题来说，和这些投资者来说，这其实是不

足够的。如何去评价，如何去判断它的价值，这些指数都比较复杂，也没有人告诉我们可以怎么做。理想状态下，我们可以告诉大家 IMF 会进行官方 SDR，也会实施相应的措施。即便 IMF 在思考从哪个方面入手，我们还是需要有人做出行动。现在面临的风险是，没有人去从官方 SDR 的角度考虑，实际上这是一些基本的问题，这些问题也比较偏技术化。比如今年 10 月我们会看到很多关于 SDR 的变化，但我认为为了吸引更多央行持有 SDR 债券，我们需要做一个针对它们的调查，这样我们就可以知道官方 SDR 的相关问题。我非常高兴就细节的东西跟大家讨论，但在讨论这些细节之前，我们需要考虑一些关键问题。比如说这些主权基金，可能并不是对每个人都是最理想的选择，因为它可能会有利率的不同，这些溢价的过程中我们需要看待它们是否能够得到更好的工具。那些发债者或借债者，也需要去考虑 IMF 的 SDR 债券，这样才有更多的投资者愿意做。

Ousmene Mandeng: 我想要问一个问题，就是 SDR 带来的科技方面的影响。技术方面也会带来一些负面的影响。在这个阶段，我认为你说得很对，SDR 的问题很复杂，我们就不能只看从一个角度看问题，我们可能需要从更多的角度去考虑如何进行评估。我想非常有意思的是，我们在这里谈到了不同 SDR 的含义，我们可以谈到它积极的方面，可以谈到债券的方面。

Siddharth Tiwari: 我们需要进行很多的改革。比如说，在网站上我们应该写出它的评估体系、评估指数，这样才能更好进行市场的开发。资本帐户实际上也存在着开放的问题。说到这个问题的复杂性，其实在于你们如何使用这些货币，如何把它和 IMF 连接起来。现在的国际储备货币

如果变成 5 种货币的话，我们就需要进行更好的平衡，从 4 变成 5 这种数量的变化，就会有不同的货币立场出现。在这个问题中，在 3 个月、6 个月或多少时间段以内，会由需求决定。大家可能也注意到，有一段时间我们进行了很好的资本控制，它们在资本市场开放之后货币储备是比较良好的。

Christian Ghymers: 我认为我们的讨论主要是关于 SDR，关于它的价值，但我们现在的问题是要将 SDR 纳入到流动性中，让它来代替美元，这样就能够支持它们的能力。我们从哪儿可以卖出 SDR 呢？所以市场就变得越来越重要了。对出口和进口商来说，他们也需要这样的市场。我们应该怎样使用呢？这是一个重要的问题。

Ousmene Mandeng: 我认为 SDR 的价值非常重要，因为 SDR 不是由供需来控制的，所以我们需要想一下供需曲线如何解决这种问题。

Christian Ghymers: 我们有这种周期，它是不能变化的，所以我们需要官方的行动，甚至是直接行动。我们需要共同行动，所以我们需要 IMF 来发行，接着我们可能需要把私人和公共结合起来。现在看来好像它不能被改变，但在过去四十年中它其实是改变了，尤其是在新兴市场国家和发展中国家。对于美国来说，美国对于短期利益不是很有兴趣了，他们发现这是长期有危机的一种方式。所以要评估短期利益和长期危机，如果我们能够评估，就能够对问题进行判断。

Jukka Pihlman: 现在 SDR 是非常强劲的，不仅仅是有国家支持它，它在国际货币体系中也占有自己的一席之地，所以我們也需要执行它。

Christian Ghymers: 我想再加一点它的优点。在程序方

面，它有一个监管作用，不管是在欧盟还是在其他地方。我们需要一个很强大的法律社会，我们现在只需要收集条件来进行改变。我们预测未来会有一些障碍，但这些障碍到最后都消失了。

张礼卿：似乎没有美国的支持，SDR 是不可能的，所以我们可以找寻一种方法来使得美国继续支持 SDR，这是我的提议。

Siddharth Tiwari：过去几年中，我们看到了 SDR 受到了英格兰银行的影响，基础设施有了一些发展，这对于金融行业来说是有用的。人民币国际化正在发生，它现在已经达到了这样一种水平，能够来支持 SDR，它也能够支持 SDR 的市场，所以在 SDR 中其实已经有了很多的发展。

Christian Ghymers：我想提醒大家的是，在七十年代美国自己提出了替代账户促进 SDR，但失败了，因为法国拒绝，因为法国希望美国支持其他的政策。

Ousmene Mandeng：我们必须要在这一处停止了。我想说的是，我们成员国必须作出自己的努力，要不然我们的讨论没有意义。我们今天的讨论非常有效，非常感谢大家。下面有请发改委国际合作中心国际金融研究所执行所长王玉荣先生总结。

会议总结

王玉荣总结

王玉荣（发改委国际合作中心国际金融研究所执行所长）：借此机会分享一下我的体会，谈不上总结。“全球金融

架构的改革及短期和长期目标”这个话题的探讨，在我看来非常重要。

第一，全球风险的叠加加剧了世界的不确定性。全球金融架构改革要主动而不是被动地去改革，以适应全球经济发展的需要。如果主动是矛，被动是盾，历史的经验表明在矛和盾的竞争中往往矛取胜而不是盾取胜，这是历史经验，也是惨痛的教训，期待 G20 会议能以矛的会议开创未来。

第二，全球经济架构者和设计者应带着全球规则来参加本土的比赛，而不是带着本土的规则来参加全球的比赛。全球规则是精诚合作的结果，博弈论的精髓就在于合作比不合作好，精诚合作又比一般合作好。欧洲曾经是 28 个基督教国家的联合体，法国前总理雅克希拉克就认为欧洲未来在欧盟，而欧盟是仅次于上帝的发明。前不久由于英国的任性打碎了这项发明，但历史的潮流是不可阻挡的，欧盟在历经阵痛之后应该有一个可预期的未来。

第三，全球金融的设计者和参与者应更加重视全球金融风险的外部性和其他风险的外部性。我们洗耳恭听前历史学家汤因比的告诫，他认为一种完整的文明在向外传播的时候分成技术、经济、政治、文化、宗教，而任何一部分的传播力度与它自身的价值成反比。当我们认为金融这个发烫的话题非常重要的时候，其实它对人类文明的影响不是我们想象的那样重要，而其他的如军事对整个人类文明的影响也许很重要，至少在美国这样认为。这就导致这个世界出现越来越多的幻象和黑天鹅，这对我们的精英是反讽。

因此，应对全球越来越大的不确定的未来，应建立起全球化的分析和思维框架，而非重拾冷战的思维框架，以及用这种框架来指导行为。罗马的一位皇帝奥古斯丁认为他一生

最重要的贡献，就是为古罗马留下了一座永恒的大理石之城。希望在座的各位能与全球金融框架参与者和关注者一道，为 50 年、100 年甚至几百年以后的世界留下一个全球统一的具有前瞻性的能动的、公正的、可持续性的全球金融监管体系。

谢谢！

Marc Uzan 总结

Marc Uzan: 非常感谢你的总结，感谢主办方，感谢所有小组发言人。今天的会议非常多产、有效，相信会议结束之后大家对 SDR 会有更多的思考。我相信大家也会有一些期望，希望这些期望能够实现。我们看到了英国脱欧带来的影响，我们也看到了这对 G20 峰会带来的挑战 and 影响，我们也会寻求更多的国际合作。希望 G20 峰会取得成功。谢谢大家来到成都，谢谢！

乔依德总结

乔依德: 所有发言者都做了很好的演讲，我也想跟大家分享为什么我们会有这个会议。

首先，我们和很多机构进行了很多的分析研究，我也曾经去它们的国家演讲。所以我们可以看到，布雷顿森林体系再生委员会，还有上海发展研究基金会，我们都有很多合作。2016 年对中国来说是非常重要的年份，中国成了 G20 的轮值国，我们希望利用这个机会邀请更多的国际金融和国际货币体系的专家来到这里。上海的财政部长会议 2 月份结

束，那次会议上我们也取得了很多进展。第二次会议是在 4 月份的华盛顿，但是我没有去那里。这一次是在成都举办会议，非常幸运的是我们找到了一个非常好的当地合作伙伴，就是西南财经大学，还有它的很多智库和机构。我想这次会议举办得非常成功。尤其我要特别指出，我们收集项目的时候会把很多因素考虑在一起，尤其是这个主题——短期措施和长期目标。我们知道全球金融架构改革是非常长的过程，同时还有很多事情在真实发生着。比如说，今天我们讨论了英国脱欧对全球金融架构的影响。今天中国人民银行副行长张涛和 IMF 前任副总裁也向我们谈到了很多信息，谈到了法国当 G20 轮值国时的情况，谈到现在中国有了轮值国的机会。我曾经说，如果接下来德国成为轮值国，我相信这是很好的机会，因为我们可以很好地将全球金融架构改革持续下去，这对我们来说是长期目标。

借此机会，我代表来自其他国家和其他城市的人们，感谢当地的主办方。你们花了很多时间和精力组织这场会议，花了很多人力到机场接机，帮助我们管理，感谢当地的主办方、组织方，谢谢大家的辛勤工作，谢谢！

我们的会议到此结束！

（以上内容根据录音整理，未经本人审阅）