

内部发行，未经许可，请勿转载

研讨实录

第 101 期

101

2017 全球经济金融论坛

——全球金融危机再思考：原因、后果及对策
国际研讨会



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

地址：上海市黄浦区龙华东路868号办公A楼802室 Address: Rm 802, 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
二〇一七年十月

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 130 多次，成为了基金会有一个品牌。

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

上海发展研究基金会于9月5-6日举办了“2017全球经济金融论坛——全球金融危机再思考：原因、后果及对策”国际研讨会，反思了全球金融危机发生的原因和后果，分析危机爆发以来近十年的全球经济形势，并对当前全球经济所面临的新转折进行了展望。在为时一天半的会议中，来自全球的几十位专家学者讨论了以下五个专题：

- 1、当前视角下全球金融危机的原因；
- 2、金融监管的加强和变化；
- 3、发达国家的非常规货币政策；
- 4、维持经济复苏的可持续性；
- 5、经济全球化的曲折和前景。

在研讨会上发言的有学部委员余永定、美国彼得森国际经济研究所所长 Adam S. Posen、中央财经大学金融学院教授张礼卿、独立经济学家谢国忠、韩国国际经济政策研究院（KIEP）研究员 Kyunghun Kim、索罗斯基金管理公司高级经济学家 Shahin Vallee、上海社会科学院研究员徐明棋、重阳投资总裁王庆、交通银行首席经济学家连平、中国金融四十人论坛高级研究员管涛、美国金融稳定中心总裁 Lawrence Goodman、上海财经大学教授丁剑平、欧洲国

际政治经济研究中心高级研究员 Miriam Campanella、中国社科院世经政所国际投资研究室主任张明、中央党校国际战略研究院副院长周天勇、上海发展研究基金会特约研究员刘海影、标普亚太区首席经济学家 Paul Gruenwald、Capital Group 经济学家 Stephen Green、东方证券首席经济学家邵宇、上海发展研究基金会副会长兼秘书长乔依德、IMF 研究部副主任 Jonathan D. Ostay、麦肯锡全球研究院中国副院长 Jeongmin Seong、新开发银行副行长及首席财务官 Leslie Maasdorp 等。

我们整理了专家学者们的演讲和对话，编成这期研讨实录，以供大家参考。

乔依德

上海发展研究基金会副会长兼秘书长

二〇一七年九月二十八日

目 录

前言.....	1
会议议程.....	3
开幕式致辞.....	9
沙麟致辞.....	9
主旨演讲.....	12
余永定：回顾全球金融危机.....	12
Adam S. Posen：防止危机时的虚伪、胆怯和知识盲点	22
报告发布.....	29
乔依德：《全球金融失衡：含义、影响和对策》.....	29
专题一：当前视角下全球金融危机的原因.....	32
谢国忠：泡沫经济的生与死.....	32
张礼卿：我们能从 2008-2009 全球金融危机学到什么？ ...	35
Kyunghun Kim：流动性的作用.....	40
Shahin Vallee：关于国际货币体系改革的中国新观点.....	46
互动讨论.....	48

专题二：金融监管的加强和变化..... 52

徐明棋：金融危机后美欧监管体制的调整
 与未来发展趋势..... 52

王庆：“金融创新”与“金融压抑”之间的平衡..... 59

连平：金稳会将开启金融监管新时代..... 66

管涛：关于合理安排金融开放顺序的中国思考..... 71

互动讨论..... 76

专题三：发达国家的非常规货币政策..... 82

Lawrence Goodman：非常规货币政策的市场涵义..... 82

丁剑平：货币政策的不确定性对亚洲经济体
 可能的溢出效应..... 89

Miriam Campanella：撬动外汇储备、溢回效应
 和人民币的预期作用..... 96

张明：跨境资本流动的最新变化：特征、原因与可持续性 99

余永定：中国国际收支中的“暗物质”和“物质湮灭”... 111

互动讨论..... 118

专题四：维持经济复苏的可持续性..... 125

周天勇：全球经济复苏的困境与治理方案..... 125

刘海影：从资本回报率角度看全球经济复苏的长期挑战. 127

Paul Gruenwald：中美宏观经济可持续性..... 134

Stephen Green：中国面临的巨大财政挑战..... 141

互动讨论..... 150

专题五：经济全球化的曲折和前景.....	156
邵宇：全球化 4.0：未知水域.....	156
乔依德：当人们说全球不平衡，他们在谈什么.....	161
Jonathan D. Ostry：全球化：包容性设计.....	167
李凌：全球化进程中的不平等与逆全球化思潮及其应对.....	174
Jenongmin Seong：全球化的新面目：	
数字化与中国的角色	181
Leslie Maasdorp：绿色金融、可持续金融的兴起	
和中国资本市场的相关机遇.....	189
互动讨论.....	191
闭幕式.....	200
Lawrence Goodman 总结发言	200
乔依德总结发言.....	201

前言

全球金融危机爆发已近十年，但其余波未消。全球经济复苏虽有起色，但是否能持续还有待观察。金融危机使收入不平等加剧，也使贸易保护主义和民粹主义抬头，这些都引起了人们的关注。

本基金会和中国社科院世界经济与政治研究所共同于 2007 年 9 月 5 日召开了关于次贷危机的研讨会，在中国甚至全球，这可能是此类研讨会中最早的一个。当时的直接起因是 2007 年 8 月中旬巴黎银行停止旗下 3 只资产型证券投资基金的申购和赎回，引起欧洲股市的剧烈震荡。其后，在 2008 年 3 月美国贝尔斯登公司破产，双方于 2008 年 5 月 8 日再次召开研讨会，深入探讨次贷危机及对我国经济的影响。尽管如此，我们也未曾料到这次危机持续的时间如此之长，造成的后果如此严重。

当前全球经济又面临着新的转折，在这个时候反思金融危机会有助于推进全球经济在可持续、包容性的基础上继续增长。因此，本基金会于 9 月 5-6 日在上海举办了“2017 全球经济金融论坛——全球金融危机再思考：原因、后果及对策”，从不同角度对该主题进行了深入探讨。我们邀请了十年前参加研讨会的著名专家学者，包括余永定学部委员、张明主任、徐明棋研究员、独立经济学家谢国忠先生等，我们也邀请了国外的专家学者，包括美国彼得森国际经济研究所所长 Adam S. Posen、美国金融稳定中心总裁 Lawrence Goodman、Capital Group 经济学家 Stephen Green、IMF 研究部副主任 Jonathan D. Ostry、新开发银行副行长及首席财

务官 Leslie Maasdorp 等。与会的学者们着重从当前的角度重新审视全球金融危机发生的原因和后果，结合各国对全球金融危机的应对，汲取其中的经验教训，以应对全球经济的新变局。

我们整理了专家学者们的演讲和对话，编成这期研讨实录，以供大家参考。

会议议程

2017 年 9 月 5 日 三楼共享厅	
08:00-08:30	注册
08:30-09:30	开幕式
	致辞： 沙麟 上海发展研究基金会名誉会长、上海市原副市长
	主旨演讲 主持人： 乔依德 上海发展研究基金会副会长兼秘书长
	演讲嘉宾： 余永定 中国社科院学部委员 上海发展研究基金会学术委员会主席
	演讲题目：“回顾全球金融危机”
	演讲嘉宾： Adam S. Posen 美国彼得森国际经济研究所所长
09:30-11:00	演讲题目：“两防止危机时的虚伪、胆怯和知识盲点” 研究报告发布：上海发展研究基金会：《全球金融失衡：含义、影响和对策》
	专题一：当前视角下全球金融危机的原因 全球金融危机爆发后，对其爆发的原因的探讨一直没有停止。 1. 从当前的角度看，和以前的观点有什么不同？ 2. “大而不倒”是原因还仅是结果？ 3. 收入不平等在其中起了什么作用？ 4. 全球金融框架的缺陷是否也是一个不应忽视的外部原因？ 5. 全球金融危机后出现了加强全球金融安全网和区域金融安排的新趋势，这对于保持全球金融稳定有什么意义？ 主持人： Lawrence Goodman 美国金融稳定中心总裁
09:30-11:00	演讲嘉宾： 谢国忠 独立经济学家 演讲题目：“泡沫经济的生与死”

09:30-11:00	演讲嘉宾: 张礼卿 中央财经大学金融学院教授 演讲题目: “我们能从 2008-2009 全球金融危机学到什么?”
	演讲嘉宾: Kyunghun Kim 韩国国际经济政策研究院 (KIEP) 研究员 演讲题目: “流动性的作用”
	演讲嘉宾: Shahin Vallée 索罗斯基金管理公司高级经济学家 演讲题目: “关于国际货币体系改革的中国新观点”
11:00-11:15	茶歇
11:15-12:45	会议结束
专题二：金融监管的加强和变化 全球金融危机爆发后，各国从政策框架和机构设置等方面加强了金融监管。例如，金融稳定理事会（FSB）的设立，宏观审慎监管（MPA）机制的普遍实施，美国通过了多德——法兰克（Dodd-Frankel）法案，英国、美国等国对其监管机构的设置进行了调整，所有这些对于防范金融风险是否已经足够？也有观点认为这些措施代价巨大，影响了金融业的发展，特朗普政府最近发布了金融监管核心原则报告，计划大幅放松 D-F 法案的限制，包括降低年度压力测试的要求、放宽包括“沃尔克规则”（Volcker Rule）在内的交易法规、削弱监管机构的权力等。 1. 你对这些“回潮”是如何看的？ 2. 全球金融监管的加强和变化对中国的启示是什么？ 3. 中国的金融监管体制应如何改革？ 主持人: 范永进 爱建集团副董事长，上海发展研究基金会理事	
11:15-12:45	演讲嘉宾: 徐明棋 上海社会科学院研究员 演讲题目: “金融危机后美欧监管体制的调整与未来发展趋势”
	演讲嘉宾: 王庆 重阳投资总裁 演讲题目: “‘金融创新’与‘金融压抑’之间的平衡”

11:15-12:45	演讲嘉宾: 连平 交通银行首席经济学家 演讲题目: “金稳会将开启金融监管新时代” 演讲嘉宾: 管涛 中国金融四十人论坛高级研究员 演讲题目: “关于合理安排金融开放顺序的中国思考”
12:45-14:00	自助午餐 (二楼城市节奏餐厅)
专题三：发达国家的非常规货币政策 1. 全球金融危机爆发后，发达国家先后采用了非常规的货币政策。其正面的和负面的效果如何？对通货膨胀和资产泡沫影响如何？其外溢的渠道和效益是什么？ 2. 当前美联储开始了加息和缩表的进程，这对全球经济，尤其是对发展中国家的经济影响如何？包括中国在内的发展中国家如何应对这种影响？ 3. 如何在汇率的灵活性、跨境资本的稳定性以及货币政策独立性之间取得平衡？ 主持人: Stephen Green Capital Group 经济学家	
14:00-15:45	演讲嘉宾: Lawrence Goodman 美国金融稳定中心总裁 演讲题目: “非常规货币政策的市场涵义”
	演讲嘉宾: 丁剑平 上海财经大学教授 演讲题目: “货币政策的不确定性对亚洲经济体可能的溢出效应”
	演讲嘉宾: Miriam Campanella 欧洲国际政治经济研究中心高级研究员、都灵大学教授 演讲题目: “撬动外汇储备、溢回效应和人民币的预期作用”
	演讲嘉宾: 张明 中国社科院世经政所国际投资研究室主任 演讲题目: “跨境资本流动的最新变化: 特征、原因与可持续性”

14:00-15:45	演讲嘉宾：余永定 中国社科院学部委员 上海发展研究基金会学术委员会主席 演讲题目：“中国国际收支中的‘暗物质’和‘物质湮灭’”
15:45-16:00	茶歇
专题四：维持经济复苏的可持续性 无论是发达国家还是发展中国家，当前都出现了经济复苏的苗头。 1. 各国如何根据不同的情况，从货币政策、财政政策和结构性改革等各方面维持和增强复苏的趋势？ 2. 国际协调和合作的必要性和难点是什么？ 3. 阻碍或削弱这种复苏的可能性是什么？ 4. 美国和中国经济似乎处于经济周期的不同阶段，这对全球经济影响如何？ 主持人：张春 上海交通大学上海高级金融学院执行院长	
16:00-17:30	演讲嘉宾：周天勇 中央党校国际战略研究院副院长 演讲题目：“全球经济复苏的困境与治理方案”
	演讲嘉宾：刘海影 上海发展研究基金会特约研究员 演讲题目：“从资本回报率角度看全球经济复苏的长期挑战”
	演讲嘉宾：Paul Gruenwald 标普亚太区首席经济学家 演讲题目：“中美宏观经济可持续性”
	演讲嘉宾：Stephen Green Capital Group 经济学家 演讲题目：“中国面临的巨大财政挑战”
17:45	晚宴（请在酒店楼下大厅集合，仅限邀请嘉宾）

2017 年 9 月 6 日 三楼共享厅

08:30-09:00 签到

专题五：经济全球化的曲折和前景

1. 目前普遍出现的民粹主义和反全球化思潮在多大程度和什么意义上与全球金融危机有关？
2. 如何在继续推进贸易自由化的同时关注未能从中受益的人群的诉求？应采取哪些政策措施实现包容性增长？
3. 强调公平贸易与自由贸易有冲突吗？其含义是什么？
4. 新兴高科技、尤其是互联网和人工智能的迅猛发展对全球化会产生什么影响？
5. 经济全球化今后的趋势会怎样？

主持人：周天勇 中央党校国际战略研究院副院长

上半场 09:00-09:45	演讲嘉宾：邵宇 东方证券首席经济学家 演讲题目：“全球化 4.0：未知水域”
	演讲嘉宾：乔依德 上海发展研究基金会副会长兼秘书长 演讲题目：“当人们说全球不平衡，他们在谈什么”
	演讲嘉宾：Jonathan D.Ostray IMF 研究部副主任 演讲题目：“（金融）全球化：包容性设计”
09:45-10:00	茶歇
下半场 10:00-11:30	演讲嘉宾：权衡 上海社会科学院世界经济研究所所长 演讲题目：“全球化进程中的不平等与逆全球化思潮及其应对”
	演讲嘉宾：Jeongmin Seong 麦肯锡全球研究院中国副院长 演讲题目：“全球化的新面目：数字化与中国的角色”
	演讲嘉宾：Leslie Maasdorp 新开发银行副行长及首席财务官 演讲题目：“绿色金融、可持续金融的兴起和中国资本市场的相关机遇”

11:30-12:00	闭幕式 总结发言： Lawrence Goodman 美国金融稳定中心总裁 乔依德 上海发展研究基金会副会长兼秘书长
12:00	自助午餐（二楼揽月轩中餐厅）

开幕式致辞

乔依德（上海发展研究基金会副会长兼秘书长）：各位来宾、女士们、先生们，早上好！“2017 年全球经济金融论坛”现在开始。这次金融论坛的主题是“全球金融危机再思考：原因、后果以及对策”。大家知道，十年前的全球金融危机开始是“次贷危机”引起的，十年后的今天我们分析一下原因和后果。下面我们首先有请沙麟先生致欢迎词。

致辞 上海发展研究基金会名誉会长、 上海市原副市长 沙麟

沙麟（上海发展研究基金会名誉会长、上海市原副市长）：尊敬的 Adam S. Posen 先生，尊敬的余永定学部委员，各位嘉宾大家上午好。在这夏秋之际，大家不辞辛苦来到我们 2017 全球经济金融论坛，我代表上海发展研究基金会对各位来宾表示热烈的欢迎。

十年前，在次贷危机爆发之际的 2007 年 9 月，上海发展研究基金会与余永定先生时任所长的中国社会科学院世界经济与政治研究所，共同召开了研讨会，分析次贷危机的发展趋势和影响。2008 年 5 月，双方再次举办研讨会，深入分析全球金融危机的演变趋势和长远影响。此后，在吴晓灵女士、余永定先生的支持、鼓励下，基金会对此进行了一系列的课题研究，并在去年发表了研究报告《全球金融治理：挑战、目标和改革》。基金会以往每年举办国际论坛，

探讨国际金融体系改革、人民币国际化等议题。以后基金会将每年举办“全球经济金融论坛”，将涉及国际经济、金融的讨论归于其中，具体主题随形势而变化，今年的主题是回顾全球金融危机。

全球金融危机爆发已近十年，但余波未消。危机爆发后，对其爆发的原因的探讨一直没有停止，从当前的角度看，和以前的观点有什么不同？各国从政策框架和机构设置等方面加强了金融监管，这些对于防范金融风险是否已经足够？爆发后，发达国家非常规货币政策的效果如何，其外溢的渠道和效益是什么？各国如何根据不同的情况，并通过国际协调和合作，维持和增强复苏的趋势？目前普遍出现的民粹主义和反全球化思潮在多大程度和什么意义上与全球金融危机有关？经济全球化今后的趋势会怎样？这些都是我们在论坛上要探讨的重要问题。我们特地邀请了十年前参加研讨会的发言嘉宾，也邀请了国内外的资深专家学者，我们期待听到你们在这些问题上的真知灼见。

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

乔依德：非常感谢沙麟会长的致辞，沙会长是我的老领导，我们一起工作了10年。从基金会改组以后，一直到前两年他退居二线，他对我们基金会一直给予大力的支持，非常的感谢。

下面我们进入主旨演讲环节，刚才沙会长也提到，为什么我们选择今天9月5号开这个会，因为十年前，2007年9月5号，当时担任中国社科院市经所所长的余永定先生，我们8月份的时候在北京见了一个面。这里面也有一个故

事，当时欧洲巴黎银行有投资基金停止让投资者做基金，欧洲股票市场大幅度的下降，那时候我们就决定以次贷危机作为一个主题进行研讨。刚才沙会长也讲到，我们一些嘉宾，谢国忠、张明、还有徐明棋，他们也参加了我们 07 年的研讨会，余老师对这个问题一直有非常长期的关注和研究，他也是我们基金会的学术委员会主席，下面我们以热烈的掌声欢迎余永定先生给我们做主旨演讲。

主旨演讲

余永定：回顾全球金融危机

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）：女士们、先生们，大家早上好！首先我想感谢上海发展研究基金会。在这边我希望能够抛砖引玉，给大家提供一些思考。

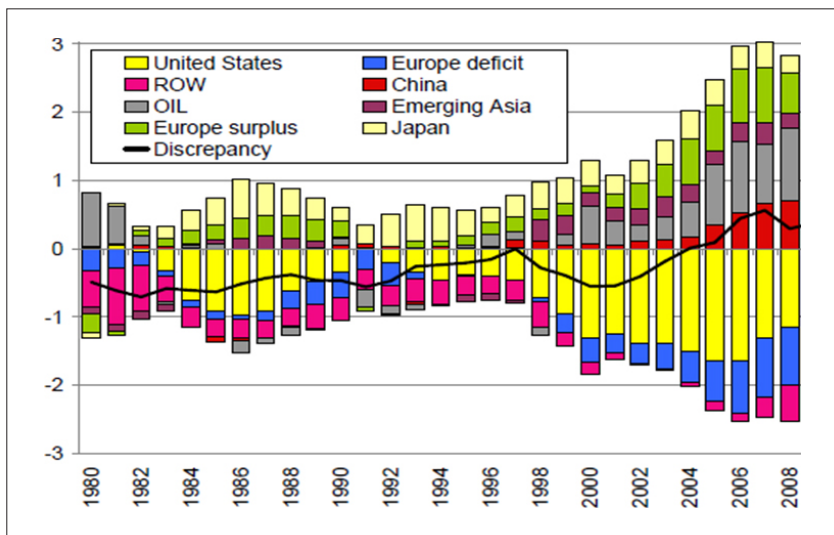


图 1：全球不平衡（占全球 GDP 的百分比）

全球金融危机爆发已经有十年了，我们现在也老了十岁。十年以来我们有很多记忆都淡化了，但是我觉得重新反思十年前发生了什么，以及这场金融危机的后果是什么，还是非常有意义的。我深刻的意识到，我们所有的人都被我们的错误所影响，在全球危机之前，我们有一些盲目的自大，

比如爱尔兰就没有想到危机的出现，他们选择了错误的方向。在全球金融危机爆发之前，那时每个人都在谈的一个概念是全球的不平衡。

接下来给大家谈一下全球的不平衡。在 2006 年前，最主要的失衡是来自于美国，美国经常账户赤字及其比例是非常高的，而且 2006 年还在不断上升之中。当时它的经常账户赤字占 GDP 的比例在 16% 左右，这是非常糟糕的数字，我们担心全球的经济发展是不可持续的，可能出现一些动荡，而且这些动荡迟早会出现。当时的危机前景，就是全球的经济正在走向失灵，很多国家的投资者都非常担心，因为很多资金流入美国，这使美元的价值上升，同时美元的利率也非常高。在这种情况下，就会出现其他国家经济的衰退，然后就出现全球金融危机。事后人们多次反思，到底是什么原因产生了全球经济危机？包括伯南克在内的很多人觉得是因为中国的商品出口和中东的石油出口太多，他们把问题的根源指向中国和一些中东国家，同时也指出美国太长时间保持低利率是造成全球金融危机爆发的一个原因。美国一些专家说，我们提高了短期利率，但是长期利率还是非常低，我们没有能力影响长期利率，只能影响短期利率，就是所谓非常平的利率走向。所以伯南克抱怨，中国出口和中东石油出口太多，使利率无法提升。当然美国也有人指出，是低利率造成了房地产的泡沫，危机是房价造成的，很多人不敢大声说美国的监管系统太弱了。后来人们都指责金融创新过度 and 金融监管不足。后来实际上发生了什么呢？首先是次贷危机的发生，同时其他地方也触发了危机，但整个危机的发展过程跟我们大家想象的并不完全一致。后来美国国会指出，危机之前的很多年以来，有太多的金融机构以及太多的

家庭借了太多的钱，2007 年时五大主要美国投行大量借入资金，并用非常高的杠杆进行投资。但是这样的认识出来得太晚了，只是事后诸葛亮。

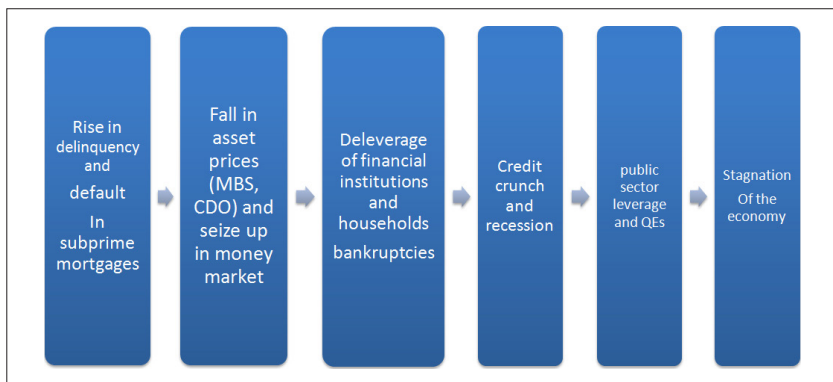


图 2：从次贷危机到全球金融危机

全球金融危机怎么发生的呢？首先是一些房地产资不抵债，房屋抵押违约是第一波，接下来出现了资产价格的下跌。在 2007 年 8 月就出现了这些问题。当时我接到了伦敦的 UBS 给我的电话，他们说发生了一些大事，中国需要多加注意，因为当时的短期利率出现了大幅上升。美国出现了一些房子资不抵债和一些家庭的破产，为了解决这个问题又出现了金融机构的去杠杆化，然后美国政府出台了信贷紧缩，后来又出现了公共部门的杠杆化以及量化宽松，而且持续了很长时间。我相信美联储当时做的不是很好，伯南克当时是美联储主席，其实他是金融危机方面的专家，有非常大的知识储备，知道如何应对这样的情况。在长期宽松货币政策之后，我们看到了一些变化，美联储的资产负债表出现了大幅度的扩张，当时高达了 8000 亿美金，这是非常大的一个数字，他们大量买进 NBS，因为私营部门去杠杆化造成

了下行压力，他们只能这样做，但由此产生的结果是国债大幅上升，这个政策还是比较成功的。

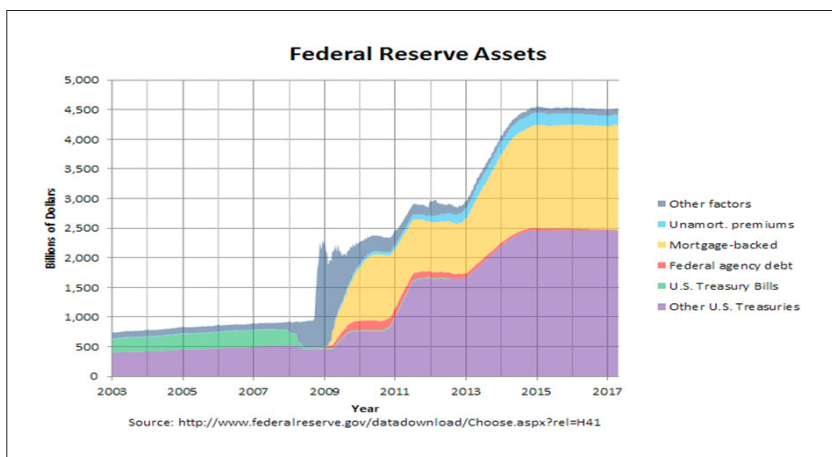


图 3：美联储的量化宽松

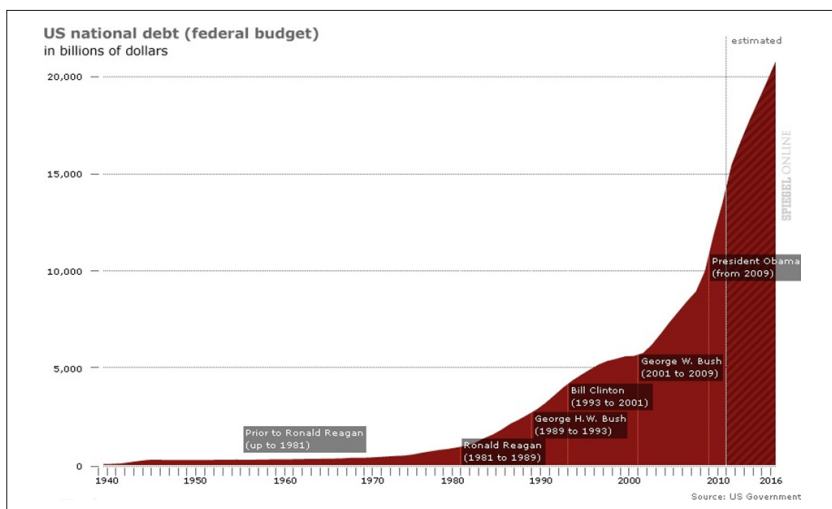


图 4：上升的美国国债

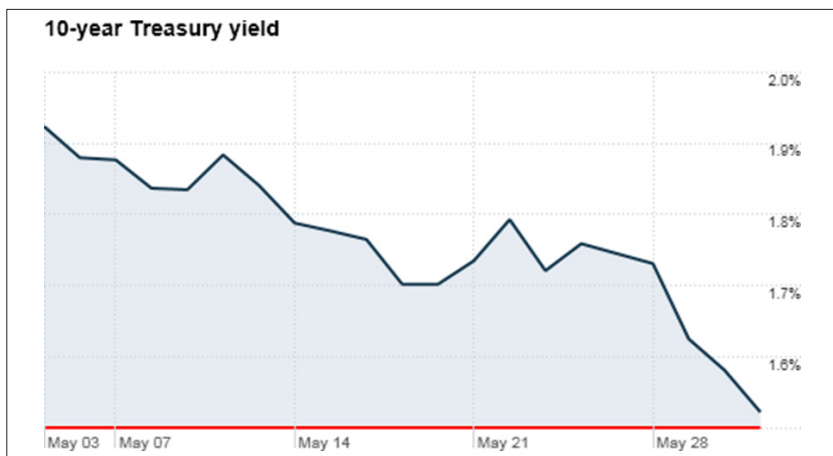


图 5：美联储成功降低了债券收益率

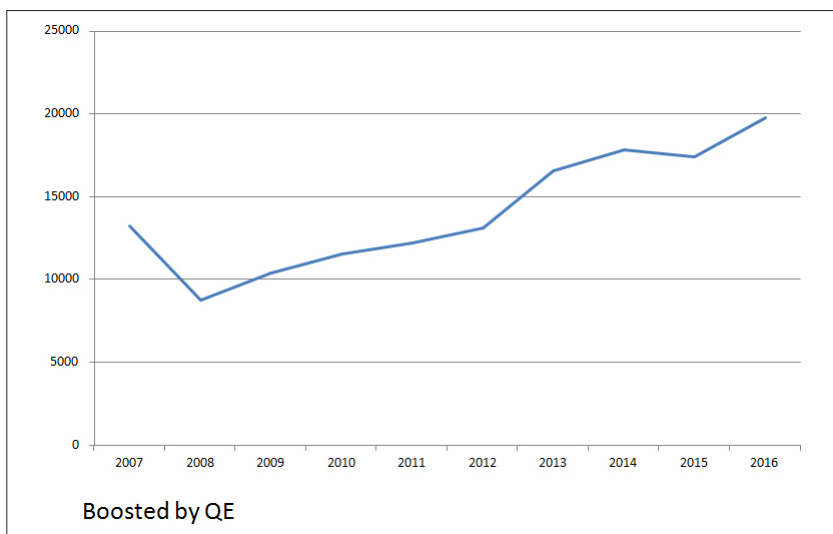


图 6：股票指数被推高

首先他们利用了债券市场，使得债券市场的收益率降低，美联储确实有能力控制长期资金的使用，实际上他们的力量还是很大的，所以他们在提振股市方面非常成功。我们



可以看到，股市指数出现了大幅增长，当然过了一段时间之后又反弹，这都是美联储的一些成绩。他们的策略曾经非常成功，虽然美国经济停滞了相当长一段时间，但最终还是出现了回暖，现在的 GDP 增长率在 2.5% 左右，今后可能还会有所上升。因为美国在金融危机中衰退比较厉害，所以全面恢复还是需要较长时间，但现在已经回到了正常水平。

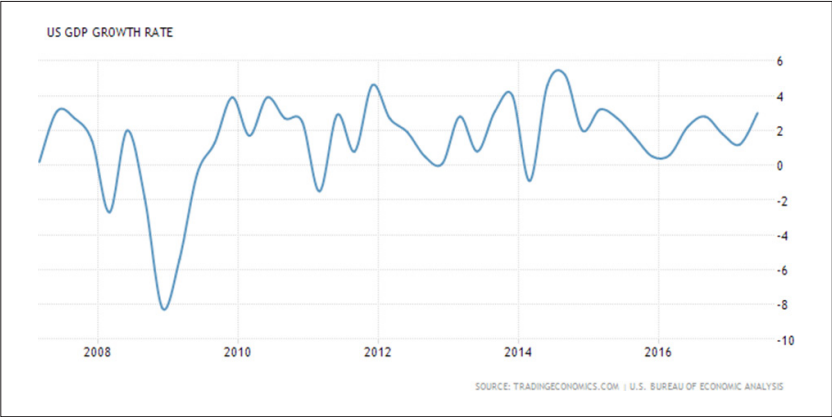


图 7：美国的 GDP 增长率



图 8：美国经常账户赤字情况显著改善

美国的经常账户也出现了显著改善，经常账户赤字和 GDP 比例已经回到了相当健康的水平，这也是非常出色的成绩。美国依然面对很多的问题，比方美国政府债务与 GDP 的比例非常高，在历史上来说也处于相对高点，不知道美国政府如何处理这个问题，会不会再次关闭政府。尽管私营部门杠杆率在下降中，但总体而言，债务与 GDP 的比例并没有出现非常大的变化，只是在家庭、政府和企业之间出现了转移。

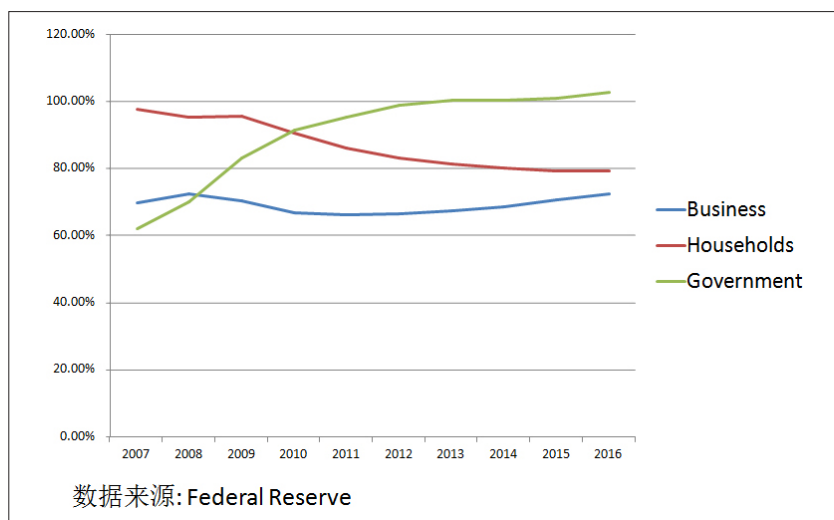


图 9：杠杆率在公司、私人和政府之间的转移

在扩张性货币政策的刺激下，美联储的资产负债表大幅扩张，不知道这个问题美联储怎么处理。过去十年以来美联储政策的成功，推动我们去反思传统的经济政策，我们所看到的并不是我们在课本上学到的东西。七八十年代非常受欢迎的理论是，货币供应是控制通胀非常重要的工具，货币供应太多会引起非常大的通胀，但是我们现在看到的情况并



非如此。同时我们也看到银行拒绝放贷，在流动性非常充足的情况下也是如此，这都会给全球经济的未来造成影响。我们对一些根本性的经济和金融政策，从经济学课程里学到的知识都需要重新反思。尽管有 QE，但是通胀率依然非常低，但是未来的通胀情况会如何，美联储将如何退出？过去超级扩张性的货币政策还能够维持较低的通胀率，也不造成全球经济的动荡，这是非常大的课题。

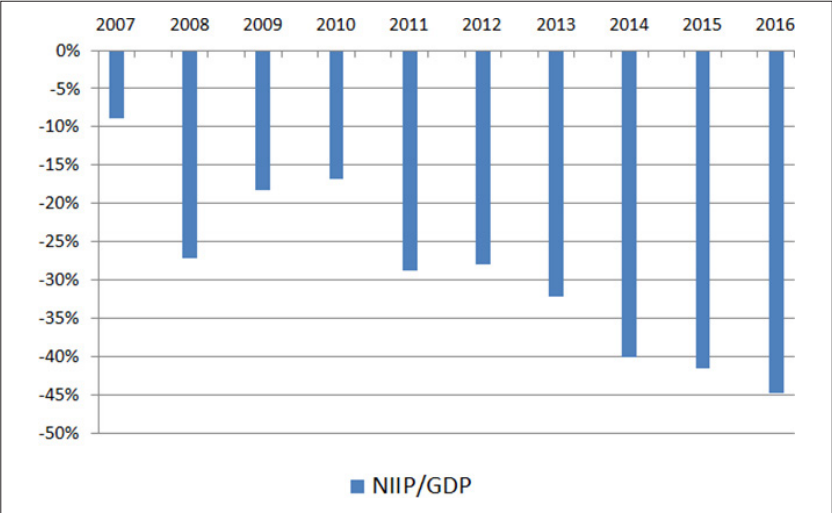


图 10：美国的净国际投资头寸与 GDP 的比例在上升

作为发展中国家我们也要知道，美国每个季度都要吸收上千亿美金，美国的净国际投资头寸（NIIP, NetInternational Investment Position）与 GDP 的比例非常高。美国已经积累了超过 8 万亿美金的债务，这是对全球经济造成重大影响的一个因素。我觉得这对全球经济来说是一个非常大的压力。我们可以看到，很多外国人仍然是美国国债的主要持有者，美国的一些学者就是这样认为的。美国的退休基金也是非常

重要的国债持有者，所以美国政府不会允许美国国债大幅下降，不管是以美金还是以任何一种计价方式，都不想让它价值下跌。美国国债最主要的持有者还是国外的持有者，这可能也是一种未来的危险，这也是我们需要思考的一个方向。

除此之外，美元指数也在不断攀升，这对我们来说是有了一点惊讶的。在全球金融危机之后，美元指数有一点点下跌，后来又上升了，这也超出了很多经济学家的预计，因为金融危机之前他们不是这样思考的。我觉得这后面有一些理性的原因，人们之前觉得美元是一个非常安全的投资，可是现在它出现了非常大的危机。现在美元也会走低，我不知道它会低多少。总而言之，我认为美元对全球经济来说是一个不安全或不确定的因素，因为美元未来是走强还是走低，我们是不确定的。几年前，很多人觉得人民币兑美元会走强，但是后来我们发现在长时段中，人民币兑美元还是走低的。这都是一些不确定的因素。除此之外，日本货币政策的主要决策人也不能确定日元和美元的走向。美国和其他很多国家都在非常努力地控制，但是利率还是非常低。

此时此刻我们最担忧的问题是什么呢？我个人认为就是美国 QE 的退出。我认为这会对中国的资本流入流出产生一些影响。我们也非常期待美联储主席耶伦在最近的演讲中对此做一些判断，但是我们非常失望，她基本上还没有做出确定的判断，她讲的话中没有一些重要的内容，只是说现在存在这样或那样的问题，或者说只是谈到一些金融监管的问题，宏观的一些问题，微观的一些问题。但是没有谈到非常重要的话题，没有谈及美联储的退出，除金融创新和金融监管不力外没有提到全球金融危机的原因。可能因为这是她

的最后一次演讲，所以她不想造成波动市场，我也不确定具体的原因是什么，我不是很理解。

全球金融危机爆发十年来，我们要认识到还有很多的问题未被解决，我们应该继续关注。接下来谈一下要继续思考的问题，就是怎么对现有的全球金融系统进行改革，我觉得这个话题非常重要。除此之外，人民币汇率到底应该怎么改革，是跟美元挂钩，还是跟 SDR 一篮子货币挂钩，到底怎么做我们还不确定。但是我们知道中国已经开始保持一种谨慎的态度，而且这对全球金融秩序也会产生一定的影响。全球金融安全网也值得我们思考，现在很多国家大量持有美元作为缓冲，但是这对发展中国家的金融体系可能也会产生一些影响。还有很多人谈到区域性的金融架构，我觉得至少在中国，人们对这个话题的讨论并不是特别多，很多人都已经忘记了这些区域性的架构，比如说亚洲金融架构。可能此时此刻我们应该再回顾一下应该怎么做，使得这些架构可以保护我们金融体系未来的稳定性，我也不是很确定。我们还应该思考货币的本质，货币的基本功能是什么。这些都是最初的问题，基本上是研究性的话题，因为时间有限，我就不对这一块进行过多阐释了。总而言之，全球金融危机给了我们很多启示和教训，我们应该更好地理解它。谢谢。

乔依德：非常感谢余永定的精彩演讲，他从金融危机的根源，从当时大多数人的预期谈起，但实际上发生的原因与途径和大多数人的预想是不一样的，然后一直延续到美国货币政策所造成的影响，也对最近耶伦的演讲做了点评。非常感谢。

下面的演讲者是我们的老朋友，美国彼得森国际经济研究所的所长 Adam S. Posen 先生，他既有研究的经验，也有

在货币政策领域实际参与的经验，特别是在 2009 年金融危机时担任了英国中央银行的货币委员会的外部投票委员，大概类似于我们的独立董事。国外的货币政策委员会跟我们国家是不一样的，它是决定货币政策和利率的。Adam S. Posen 先生也担任了国际上首屈一指国际经济问题研究所的负责人。他的题目是“防止危机的虚伪、胆怯和知识盲点”，下面我们以热烈的掌声欢迎 Adam S. Posen 先生给我们做演讲。

Adam S. Posen： 防止危机时的虚伪、胆怯和知识盲点

Adam S. Posen（美国彼得森国际经济研究所所长）：大家早上好，非常感谢沙麟先生给我们的支持，邀请我来到这里。我非常高兴能和我的朋友余永定先生长期合作，余教授之前也做了很多的演讲，给我很多的启示。他谈到了抛砖引玉的概念，其实余教授在过去做了很多抛砖引玉的动作，我们以后也会基于他的一些想法努力做更多的思考。他也谈到作为经济学家，特别是宏观经济学家，需要非常谨慎地对待他所说的和他所做的预测。今天我作为经济学家，要非常地直白和清楚，但是一定不会自我骄傲，所以来看一下我怎么发挥吧。

先给大家介绍一下我之前做的一些研究，我也得到了美国的基金会的允许，但是我说的跟他们没有什么相关性，他们也不对我说的话负责。我也非常感谢上海发展研究基金会给我的支持。我也想跟大家分享一下之前余教授也谈到的利息率和国际收支不平衡，以及全球金融危机爆发的因素。我是货币方面的研究人员，接下来我们将对这一块的问题

做更多的阐述。我觉得日本的金融危机就是在八九十年代，当时日本经常账户盈余非常多，美国在 80 年代也出现了一些经常账户赤字，芬兰 90 年代的金融危机也是因为经常账户赤字造成的。如果一个国家在经济上非常脆弱，比如像希腊、葡萄牙或其他一些欧洲国家，那么当你爆发了金融危机的时候，结果要比全球的平均水平更加糟糕，其实这并不是全球收支不平衡造成的。除此之外，我觉得全球资本账户的流入流出也非常重要。今天是一个很好的机会，我们会讨论到底是什么造成了全球金融危机。

现在回到我的主旨，现在很多人对宏观经济做了很多预测，大家也看到我的演讲主题是“防止危机时的虚伪、胆怯和知识盲点”，这到底是什么意思呢？今天来到中国还是很有意思的，很多人都谈到了反腐，反腐对中国来说是非常重要的主题，但是在美国、英国、欧洲都没有得到很大重视。我也不会对中国的反腐举措做过多的阐述，但是确实银行家做了很多坏事却没有得到应有的惩罚，他们的反腐做的不够。我试图用一个中立的角度来看这一点，一方面我们在宏观层面有预防的措施，另一方面我们也从微观层面确定什么是一个银行家的坏行为，我最好是从中间层面说一点，这就可以从金融体系的角度来指出怎么预防腐败。到底什么是虚伪，我想它的定义大家都知道：你嘴上说的跟做的不一样，就是虚伪。我们说有的人是虚伪的人，是因为他讲的事情跟做的事情是有变化的。作为政策的制定者，包括富兰克林·罗斯福，他们都是虚伪的人，因为他们讲的是一回事，做的是另外一回事。人们思考什么是正确的事情时，知道什么事情不能做而去做的就是虚伪的人。

讲到金融危机，最大的虚伪案例就是美国以及 G20 和

G7 集团的国家所做的政策推荐，在亚洲金融危机中所做的就是虚伪的推荐，这些事情发生在 20 年前。我在 IMF 工作的时候曾经写过一篇论文，几年前我们就讲过这个案例，这对中国以及对其他国家的人都适用。我们指出，包括美国，特别是欧盟，他们要求日本、泰国以及印度尼西亚等亚洲国家 1997 年做的事情，自己却没有做到。

讲到胆怯，应该是最重要的一个词汇了，政策制定者想要别人替他做而自己不做的事情就是胆怯。其实虚伪的人通常也是胆怯的人，不管你是谁，不管你的意图是什么。在银行系统里，在银行出现危机之后要做出一些行动，防止它再次发生，这是你必须要做到的。我刚才讲了很多的理论，现在回到现实。我们在宏观经济政策里需要一些自己的判断，在美国、欧洲、中国、香港等任何地方，通常会要求政策制定者做很多的判断，他需要评估什么是必须要做的事情，需要什么样的工具。一般来讲，我们通常会看到他们需要实施的政策没有做到。我想在座有些人可能非常明白，我们在做货币政策讨论的时候，到底什么是现实，什么是该做的事情，特别是在货币政策讨论中是有很多的理论空间。但是在实施和监管的过程中，就需要一定的勇气来执行。

作为知识盲点，我们先看一下中国过去 40 年的非凡成绩，可以看到整个世界、整个社会都出现了巨大的变化，当然有一些变化可能不是你我所乐见的。在过去的几十年几百年里，在金融、经济危机之后，美国、英国和其他欧洲国家的很多事情都出现了变化和更替。我作为一个经济政策的制定者，是有一些实际的经验的。很多人不愿意在金融方面挑战我们现有的体系，而中国一直在往前推进，我希望中国继续强大到可以创建一个全新的金融系统，或者说是跟过去完

全不同的一个金融体系。过去 18 个月以来，习主席的讲话一直被强调，而且应该得到全世界的重视。我的同事麦克斯拉迪说，中国的金融不平衡、金融的脆弱其实是被夸大的。我在评估之后，看到中国当局所做的工作之后，我跟他的观点有所不同。为了符合上海发展研究基金会整个论坛的框架，我想以更学术的方式来讲我的观点。最重要的点就是要用更实际、更接地气的方法进行监管。

中国人民银行过去通常是按照一整套规则进行监管的，现在需要在往前推进的时候，不断进行调整和改变。我们需要再次思考金融危机的主要源头是什么。在美国的信贷危机、日本 1990 年代的危机以及过去的全球金融危机中，我们看到太多的金融机构并没有受到大的压力来进行整合，特别是在它们没有盈利的情况下依然如此。同时我们也不应该造成太多的集中度，英国是我经常批评的一个国家，由于金融的集中度非常高，出现经济失衡的时候都出现了一些不盈利的问题，这样不仅不利于解决这些问题，同时带来了更多的问题。所以我们现在有一些僵尸银行的存在，它们大多具有不良债务和不再盈利的特点，像这样的僵尸银行应该从这个大的队伍当中消失。当出现问题的时候，很多人希望这些问题转到别人那里或是遗留给接替者。我们也看到 IMF，包括西班牙银行的行长，他们一开始的时候都采取一些非常激进的措施来要求银行增加资本水平，但是现在他们停止了提高资金的要求，同时向房地产进行更多的放贷。这些人之前对金融的可持续性以及银行的平衡做出了很大的贡献，而现在他们做的远不如以前好，不管是日本、中国以及美国的监管者，都有类似的情况存在。这是一个世纪性的问题，也是一个一致性的问题。

现在的利率收紧跟泡沫挤压并不见得是完全挂钩的。利率的上升不见得能打压这些行为，利率的下降也不见得能刺激更多的经济行动。所以我们需要从金融体系、从根本性的方面来解决问题，而不是太多依赖货币政策。

讲到宏观经济政策，中国很多都是用信用扩增的方法来解决，用美国人的话来讲，就是把一切的脏碗都丢到水槽里面。我们看到，香港就使用一切措施来尽量地抑制扩张性的支出。同时储蓄系统需要注意，有人会说，资金如果不储蓄的话就必须到其他地方。因此我们看到影子银行系统的出现，也是我多年以来一直试图指出的，房地产是最危险的投资形式之一。我们看一下全世界的情况，房地产危机总是出现在最坏的金融危机里，它们通常都会出现。我们看到很多股票的泡沫，看到其他的泡沫，但是其他的泡沫不见得会形成金融危机。房地产能够引发一些金融自身的问题，比如信用的崩溃，以及它的溢出效应。同时我们也看到房地产引起的过渡消费的问题。如果我们真正相信房地产是造成问题的根源，其实我是这么相信的，我们应该更多地去监管房地产的交易。我们应该对美国、中国和英国一些过于激进的房地产政策进行改变，也许应该增加一些交易税，我想这是一个方向，当然它还需要跟房地产的政策结合在一起。新加坡这样的国家做了一个非常令人尊重的工作，来确保住房投资在 80% 的人口当中是非常稳定的。当然他们也有一定的泡沫出现，现在新加坡的房地产也是在高价位，但是它可以使绝大部分的人口都有住房，使社会处于相对稳定的状态。但是在美国，住房政策有很大的问题，而且美国有很多的地方仍然有这样的问題。

坦白来说，我对中国房地产行业是非常关注和担忧的。

当然我对中国的金融体系不是特别了解，在座的很多专家都来自中国。从你们的演讲当中，我学到很多关于中国经济的知识。中国三年前新的领导人上台，确实是非常明智的一届政府，当时也谈到关于房地产税等一些遗留问题，都得到了一些政治家和经济学家的关注。但是为什么政府对这一块的关注还是不够呢，我没有办法在今天做更多的阐释。但是我觉得，房地产确实是需要中国再次关注的，也应该给中国的一些居民在房地产投资方面提供一个安全的选项，而且房地产的稳定对金融的稳定有非常大的影响，这是一个结构性的问题，所以需要我们关注。

美国的房地产问题也是很糟糕的。在金融危机爆发的时候，美国使用的货币政策非常激进，有很多的政策性问题。之前的演讲者也讲到耶伦的演讲，确实耶伦没有过多谈及关键的问题，而且她的演讲很无聊，很多问题都没有讲到。但是我对她的演讲的态度跟之前的演讲者不一样，没有那么消极，就是说宏观经济的因素是非常长期的，也是非常多的，耶伦对一些大的话题也没有解决方案。这主要是取决于我们想让美联储做什么，是想要提高利率，还是更加关注经济的复苏。当然，有很多重要的抉择需要进一步的考量。现在美联储什么都不做，对美国经济来说，可能不是糟糕的选择。

耶伦的一个话题，还有欧洲中央银行的主席也谈到了，有一些专家也讲到这个话题，就是美联储的监管受到美国总统特朗普的影响，特朗普觉得现在的管制措施实在太多。耶伦的演讲不是过于的激进，不过意图是好的，这也体现了我的观念，就是如果这些政策的执行是持谨慎态度的话，现在国会的法案就不需要改变，美联储的一些方法也不用过多改变。但是谁在政治上当权，会影响我们的监管体系，这其实

也造成了一个问题，现在很多的政策都会受当权者的影响。

接下来我想从整个亚洲的角度来谈，不仅仅是中国这个发展中的经济体，我也想谈一下亚洲以及中国的金融整合。我也与很多同事做了这一块的沟通和讨论，我也想稍微谈一谈金融的稳定性，这对于中国，甚至对很多更小的亚洲国家也是适用的。中国人老是说美国、英国这样的金融体系很成功，跟着它们或是跟着传统的金融方法走就好了。其实是美国的方法过于虚伪，还是英国的方法过于虚伪，这不是重要的，意大利、日本、西班牙都有过危机。中国的政策不要照抄美国和英国的方法，不管觉得它们是好还是不好，我们要认识到它们的政策——借贷、减少收入和减少储蓄——并不会带来金融的稳定。

还有一点，就是金融体系必须是多样化的，美国为什么在金融危机爆发之后的复苏比欧洲、英国、日本好，主要原因是什么呢？可能是宏观经济的政策，还有就是美国的银行多样化，有很多其他的选择，经济是比较多样性的，如果美国银行和德意志银行或欧洲的一些银行一样出现危机的话，它并不会完全依赖于一个体系，而是一个多样性的体系。耶伦之前也谈到一个话题，她讲的很多内容我不同意，但是其中的一个话题我还是很赞成的，她谈到亚洲金融危机的爆发是因为没有备用措施，比如西班牙、爱尔兰、冰岛这些经济体发生金融危机是因为它们的经济太单一，如果系统是很丰富的话，就会有一个负反馈。

最后，感谢主办方请我来做这个演讲。希望中国的监管部门重新思考一下监管体系怎么做，怎么解决中国房地产的问题，使中国的经济多一点多样性。我的观点就是这样，谢谢。

乔依德：我想大家都会同意 Posen 所长做了一个非常精彩的演讲，就像他以前的演讲一样，涉及很多的面，用非常生动的语言表达了非常生动的观点。就我自己而言，有几点可以稍微提一下。第一是他特别提到，也是我自己比较关心的，跨境资本的流动更重要，这一点他虽然没有展开，永定前面讲了，后面我也会讲到。另外他也批评了一些国际组织对于处理危机的双重标准，在亚洲金融危机的时候是一个态度，自己发生危机的时候又是一个态度。他特别强调，他不反对宏观谨慎管理，但是他强调中间的金融机构，我们经常讲僵尸企业，他提到有僵尸银行，很多银行是不盈利但一直维持在那里。我想大家也对他强调房地产在整个经济中的重要性印象很深，无论是美国、英国、中国。他最后再三强调，对房地产金融要高度关注。另外他也提到了对耶伦讲话的评论，这跟永定有一点不一样，这个我想也是好事。他从另外一个角度讲，为什么耶伦会提监管方面的事情，因为金融危机之后，全球对金融监管有所加强，但特朗普上台以后想有一点回潮。在这种情况下，监管受到直接威胁，从这个角度理解耶伦的讲话也是很好的。最后他讲到金融的多元化，为什么美国相对于欧洲其他国家对付金融危机更成功一点，其中一个原因就是它的金融机构、金融市场更多元化，这些东西都值得我们进一步研究。

报告发布

乔依德：《全球金融失衡：含义、影响和对策》

乔依德：我利用这个时间，跟大家介绍一下我们最近做的一个研究，这跟我们的会议主题也是密切相关的。

2016 年初，我们上海发展研究基金会组织撰写了《全球金融治理：挑战、目标和改革》的研究报告。该报告认为当前的全球金融治理面临着诸多挑战，并从系统重要性国家货币政策、国际货币体系、全球金融安全网等五个方面对如何应对这些挑战进行了深入的探讨。

我们在报告中指出“曾经有一股思潮将金融危机爆发的原因归罪于全球不平衡，并把它简单地等同于全球经常项目不平衡或贸易不平衡。这种观点及其政策含义具有误导性”，并提出全球金融不平衡同样是全球不平衡的重要组成部分。但受限于报告的主题和篇幅，我们并未对它进行详细地讨论。但我们始终觉得全球金融不平衡是一个非常重要的现象，值得对它进行深入的研究，因此，在上述报告结束后，我们专门开始了对全球金融不平衡的研究，本报告就是该项研究的成果。除了概要、前言和结语之外，研究报告主体分为四个部分。

本报告第一部分首先论证从资金流入国的经济稳定来说，全球金融不平衡比全球经常项目不平衡更值得关注，然后讨论全球金融失衡的含义，最后探讨衡量全球金融失衡的数量指标；第二部分着重分析全球金融失衡的传导机制和影响；第三部讨论应对全球金融失衡的政策选择；第四部分则讨论应对全球金融失衡的长期设想。

概括而言，本报告有四个“一个”，批驳了一个错误概念：将“全球不平衡”等同于经常账户不平衡具有误导性；阐述了一个新的观点：全球金融失衡；建立了一个分析框架：从周期性和结构性二个维度分析全球不平衡，指出就金融稳定性而言，金融不平衡是全球不平衡更为重要的组成部分；提出了一个新的指标：可快速移动资本（QMC）更好地

刻划了跨境资本的波动性，应予以更多关注。

有人说，电影是个遗憾的艺术，意思是拍完后总觉得还有很多地方不完美，留下遗憾。同样，我也觉得研究也是一件留下遗憾的工作，每次研究，包括这个研究报告完成后，总觉得还有不少地方研究得不够深入，阐述得不够全面。好在生命悠长，还有时间在今后的研究中进行修改完善；也好在各位都是行家，会给予更多的指教。所以，今天拿出来，希望在座的各位提出批评和意见，谢谢各位！

我们的开幕式就到此结束。

专题一：当前视角下全球金融危机的原因

Lawrence Goodman（美国金融稳定中心总裁）：我们这个专题将从当前的视角讨论全球金融危机的原因，到底是什么原因造成了经济危机？是金融投资机构的问题呢，还是我们全球监管框架的问题？我们现在是不是有足够的安全网避免下次金融危机的爆发？此次全球金融危机起源于美国，也由于一些国家自己的行为与制度脆弱性的问题，从而形成了全球的金融危机。我们希望通过今天讨论，对全球金融危机有一个清醒的认识。

我们请到了很多演讲的专家，我们结合他们的观点，来讨论如何创建一个更好的金融系统。根据今天议程的顺序，首先有请谢国忠先生。

谢国忠：泡沫经济的生与死

谢国忠（独立经济学家）：非常感谢大家请我来，我参加这个论坛已经有几年的时间了，我观察到除了我们在金融危机之前的一些讨论，到现在为止其实并没有太有意义的变化出现。我相信现在我们处在一个最大的泡沫期，实际上这是以前泡沫的一个延续。底层的原因或成因是同样的，我们如何来对标我们现在所处的泡沫呢？我们可以看到，美国的房地产净值已经是 2007 年之后的 5 倍。可以看到，房子的总价值还在不断的上升中。

我们也看到中国的强势还在不断的延续当中，中国房价的总价值已经超过了世界其他部分的所有房价的总和。我

们可以看到，上海房价的价值可以买下整个美国。在日本东京，20年前是房价的顶峰，现在中国人很多富人去日本，日本人很讨厌中国人。中国人也说，我们也把门关起来，不要让人民币流出去。耶伦讲到她有生之年不会再次看到如2008年的金融危机出现，我觉得不见得，也许五年、十年、十五年会出现另一次金融危机。

根据我的观点，东亚和西方很不一样，它有一些非常稳重的国家，他们不断地工作工作，不断地投机投机，好像这两个世界当中没有一个中间地带。东亚有这么多的人口，我们有很多的储蓄，同时还有不平衡的问题，东亚有大量资本的聚集，所以它的经常账户是非常大的顺差。西方在耶伦上台的时候，就知道她会造成大麻烦，因为她的模式是一个数据驱动的模式，她的货币政策是基于每个月的统计数据，这就说明她不知道自己在做什么。作为宏观经济学家，你要知道全局和整个世界的走向，每个月的统计数据能够告诉你方向吗？作为央行的行长，你的工作就是要知道整个世界在怎样的情况下运行，市场出现了什么误差，怎么纠正。格林斯潘并不是学者型的经济学家，他的工作做得更糟了，但是试图来振兴一切，我相信耶伦也不知道现在进行的情况，也许我讲的有点严厉了。问题在于，东方有很多的顺差，经济比西方进行的好，这也是我们不平衡的来源。

现在我们跟之前的泡沫相比是不一样的，现在的泡沫是政府驱动的。以前是我们有预测什么时候会有泡沫出现，比方说在美国房地产抵押到什么程度，比方说利率非常低就有很多人说现金用完了这个市场就会爆发。在美国，股市的泡沫可以说是专业人员驱动的，像那些对冲基金的经理，他们把泡沫越吹越大，他们一起吃中饭的时候就决定追捧一些

股票，就像中国的股市一样，过去只有中国的股市是这样，现在美国的股市也是这样。中国的股市更主要是政府驱动。我想现在中国的房价已经到了喜马拉雅山这么高，总有一天要崩溃的。问到政府的时候，他视而不见，把眼光转向其他的地方。如果市场崩溃了或房地产继续居高不下，政府又说你们这些人做得太过分了，我要惩罚你。现在 13 亿中国人都坚信这个房地产市场只会上不会下，每个人都参加到这个盛宴当中，房价在不断的上升。还有很多人在讲中国房地产的借债率是很低的，但现在已经非常高了，以后还会变成 200% 的负债率吗？作为一个新兴经济体，如果货币走向疲软的话，这个市场危机就会爆发。其实中国这样的泡沫是前所未有的，中国的政府有很多手法，这个市场中的泡沫自己爆炸是不容易的。

在美国，人们现在已经不相信这个市场会破灭，所以他们会持续投入，他们自己激励自己，之后又后悔说当时不应该这么急于参与到这个市场中来。在 1929 年，政府说市场会告诉他们走向何方，而到了现在，2000 年这个市场失去了方向。我们现在出现了很多会计方面的丑闻，这些会计师为什么会做坏事呢，是因为公司支付给他们钱来做假账。现在很多人是穷人，但是会在无法承担的情况下借钱购买房地产。每个人都相信现在是一个买入的时候，所以我觉得这是一个政策的问题，政治的问题。现在我们处于一个历史上最长的扩张期，为什么人们还是不开心呢，是因为不平等的情况存在，一旦泡沫破裂之后就会发现很多人是没有资产的，现在整个美国 1% 的人拥有美国 1/3 的产权。

对于中国的情况，我也不知道房地产的盛宴最终如何收尾，有可能这个房地产还会再涨十倍，也可能因为中国的钱

流不出去。所以我的猜测是，房地产市场会下落。也许不见得从中国开始，可能先从其他的国家开始。中国是一个资本有盈余的国家，而且中国是非传统国家，政府可以做任何事来支撑市场。在中国的话，央行也会买入房地产，这可以看出政府愿意走得多远。我觉得危机先从西方开始。中国现在赶上了当年的日本，情况变得越来越严重，我不知道什么时候也会出现占领华尔街这样的情况。

Lawrence Goodman: 非常感谢谢先生。接下来请下一位演讲者。

张礼卿： 我们能从 2008–2009 全球金融危机学到什么？

张礼卿（中央财经大学金融学院院长）：各位早上好，非常感谢乔会长邀请我来参加这个重要的会议。我想根据乔会长的要求，谈一谈对于全球金融危机的教训。实际上我们可以看到十年前发生的这场危机，在很多方面我们仍然没有完全吸取教训，说不定金融危机几年后又会上演。我们吸取了一部分的教训，但是不久以后可能还会发生一样的问题。

我的发言主要分三个部分，第一是简单回顾一下这场危机的原因，第二是我们到底吸取了多少教训，谈当前的一些情况以及未来的展望，第三是对中国的一个借鉴。

十年前的这场危机，我觉得本质上是一个泡沫的存在与破灭的周期过程。马里兰大学教授 Carmen M. Reinhart 和哈佛大学教授 Kenneth Rogoff 在 2009 年写了一本书《这次不一样：八百年金融危机史》，这本书非常有名，考察了 800 年的金融危机史。他们发现，其实所有的金融危机几乎毫无例

外的都是过渡借贷的结果。Rogoff 针对次贷危机专门写了一篇文章“2007 年美国次级金融危机是否如此不同？——来自国际历史的比较”，他发现第二次世界大战以后的 18 次危机在很多方面非常一致，比如危机之前都出现了房地产泡沫，出现了股市泡沫和经常项目赤字化，出现了经济增长的放慢等等。所以这场危机本质上没有什么特别的地方，当然我们接下来要分析一些具体的层面，但是根本上讲，这是一场泡沫的生存和破灭的过程。

在危机发生前的若干年，美国民营企业负债增长非常快，直接后果就是生成了房地产泡沫。从 1997 年 -2007 年，美国的房地产指数基本上翻了一番，甚至还多，股市也是翻了一番。在一系列的冲击下，2007 年开始了次贷危机。当我们详细分析这场危机原因时，我们看到有三个方面。第一，是金融管制的放松。其中包括放弃了格拉斯 - 斯蒂格尔法案的限制，投资银行业务和商业银行业务不再严格区别开来，允许大银行使用自己的风险模型来确定杠杆，还有大量的不受监管的影子银行出现，缺乏对新金融产品的监管，包括 CDO、CDS 等。他们对金融中介机构，比如会计公司、评级机构基本上也是放任的。第二，是监管的失败。如果说金融管制的放松是微观层面的话，那么金融监管的失败不仅包括微观也包括宏观层面。放松对于各种会计公司、评级机构的监管，或是不监管。评级公司给次贷评级的时候收费是三倍以上，用中国人的话讲就是“拿人钱财，替人消灾”，完全是不诚信的。从宏观层面来讲，格林斯潘推迟了货币紧缩，所以货币政策是促使泡沫生成的一个重要原因。危机期间，美国财政部没有对雷曼兄弟公司进行救助，这是一个很有趣的故事。不管怎么说，很多经济学家认为应该救

雷曼兄弟公司，因为它太大了，不救它就导致了金融风险。第三，是金融危机期间信心倒塌与传染。CDO、CDS 衍生产品价格迅速下降，导致金融市场冻结（没有人愿意借给任何人），最后演化成大规模危机。

我们从这场危机当中学到什么？我认为有四个方面。第一，金融自由化如果没有充分的监管，一定是非常高风险的。为什么是这样呢？主要是因为市场不是那么健全，市场也有失灵的时候，信息不对称会导致欺诈和恐慌。在竞争非常激烈的过程中，或商业银行和投资银行的业务界限消除以后，这两类机构之间的竞争变得激烈，导致它们不得不采取过度冒险的行为。这实际上是很多金融衍生品出现的个重要原因，因为必须寻找新的利润增长点。另外，一些大银行知道政府会救它们，所以在风险控制上非常不自觉。危机以后的十年发生什么呢？总体来讲，金融监管方面取得了一定的进展，比如风险资本比例的控制、流动性的管理等方面出现很多新的规定，应该说这些对金融监管的加强是有好处的。很有意思的是，刚才大家提到了耶伦的讲话，她的讲话很有意思，说金融监管方面取得了很多进步，在她的有生之年看不到这么大的危机了，但几个星期以后她又纠正了，说我那时候的话太乐观了。她可能受到了很多批评，所以又调整了，说这个话太过乐观了。不管怎么讲，我觉得她强调金融监管是对的，实际上金融监管的加强还有很多空间。另外，宏观经济层面的问题也越来越多。令人不安的是，特朗普将要废除或大幅度修改 Dodd-Frank 法案。

第二，要防止过度借贷，包括内部和外部借款，始终是避免金融危机的关键。很多人也在批评伯南克和耶伦，因为美联储资产负债比十年前翻了四倍，这个大放水对于这些年

经济增长的恢复还是有帮助的，但是另一方面也可能是下一轮危机的根源。我们如果看一些数据就会发现，这十年美国金融机构的负债增长相对合理，并不是很大，但是政府赤字和公共负债增长非常快。美国国会的预算办公室做了一个估计，说如果按照现在这个趋势发展下去的话，到 2040 年美国公共负债率要达到 180%，比现在要翻一番，这是非常可怕的事情。

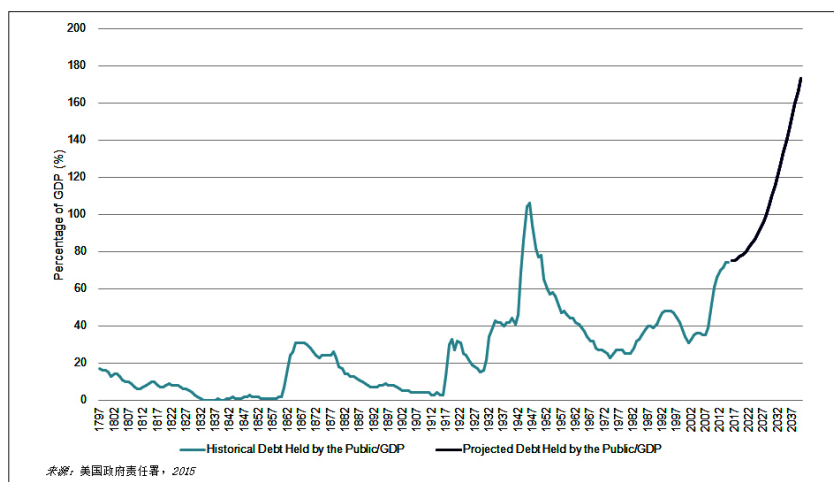


图 1：公众持有的联邦债务占 GDP 的比例（1797-2040）

第三，过度的经济金融化可能是非常有害的。这可能是一个有争议的话题。两年前，美国金融协会主席 Luigi Zingales 曾经写了一篇非常有影响力的文章“金融有益于社会吗？”，他说：美国金融史告诉我们，美国金融可能过度发展了。这是一个很有争议性的问题，在我们上学时都反对金融抑制，但它也是有问题的。过度的经济金融化可能会恶化社会平等，可能会减少对制造业的金融投入。对于金融利于经济增长，我们仍然需要更多的证据。

第四，有缺陷的全球金融体系结构可能是金融稳定甚至危机的重要来源。这是这次危机的重要原因，这个问题仍然存在。什么叫有缺陷的全球金融框架？最主要的就是美元的过度特权，美国可以通过经常账户赤字的积累从国外借款，特别是从新兴市场借款，几乎没有限制。美国的货币政策一直是全球金融圈的中心，也是周边国家金融不稳定的根源。这实际上是 2001-2005 年期间宏观层面的问题的根源。公共负债和银根都非常松，这跟特定的国际货币体系有很大的关系。

刚才有人谈到国际资本流动在这场危机中的作用，我个人觉得是有一定作用的，但不是主导性的。包括中国、日本在内的东亚国家和石油输出国，在危机发生前的几年里，大量持有美国国债，把美国的长期利率压的很低，这其实是房地产泡沫生成或加剧的一个重要原因，当然我不认为它是最主要的原因，但确实是一个重要的原因。

最后是对中国的借鉴，我觉得两个方面。一方面，中国现在面临很多的挑战，这些挑战跟美国次贷危机前是非常相近的。比如房价的暴涨，当然现在可能在发生变化。另外就是国家债务水平的迅速提升。还有就是我们监管的覆盖面不够，很多影子银行没有受到监管，不良资产迅速上升。经济金融化一定程度上也出现了。另一方面，作为经济转型的一部分，中国仍然需要推进以市场为导向的金融改革。许多金融风险实际上不是由于市场失灵，而是由于政府失灵。我们要意识到中国仍然存在金融抑制，我非常同意刚才 Adam Posen 先生讲的，金融抑制并非不会出现金融危机，这在中国当前要吸取的经验教训。我们仔细想想，中国现在很多金融风险的根源不是因为过度的市场化，而是因为缺乏市场化，存在着过多的抑制。举一个简单的例子，最近的金融工

作会议讲到要让国有企业去杠杆化，换句话说，在过去几年里国有企业的杠杆发展太快了。为什么？肯定是政府干预的结果，政府的干预在过去几年里使国有企业大量获得金融资源，这已经成为金融风险的一个重要根源。所以，我觉得中国为吸取美国的教训，第一要意识到市场失败可能造成的问题，同时要意识到政府失败也可能造成问题。谢谢大家。

Lawrence Goodman: 非常感谢张先生，下面我们有请来自韩国的 Kyunghun Kim 先生。

Kyunghun Kim: 流动性的作用

Kyunghun Kim（韩国国际经济政策研究院（KIEP）研究员）：我非常高兴在这次的论坛上做一个报告，这篇论文的标题是流动性的作用，这是我跟余永定先生一起合作的论文，论文中我们讨论了流动性的作用。我在这里会讲一下过度的流动性对全球金融危机产生的影响。

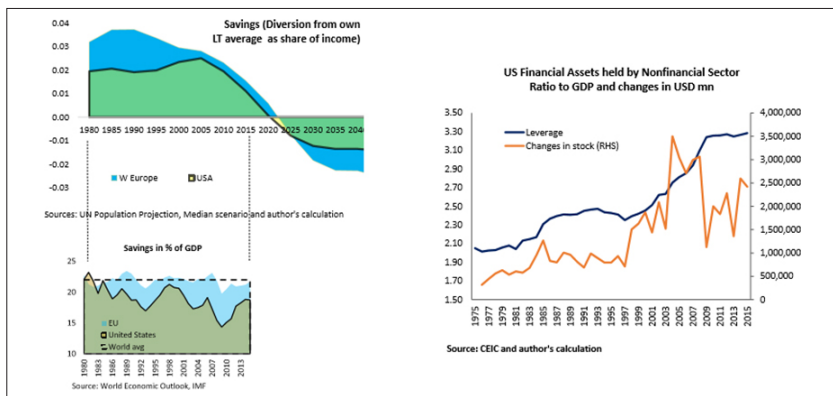


图 1：过度借款掩盖了为老龄化和全球结构变化做准备的机会，现在压低了需求

在图 1 的右边，是美国信用对 GDP 的比例，这个蓝色的曲线表明了 1997 年亚洲金融危机到 2008 年金融危机期间杠杆一直处于高位，橙色的线是美国股市的低迷，它在 2008 年大幅度下跌，现在有一些复苏。

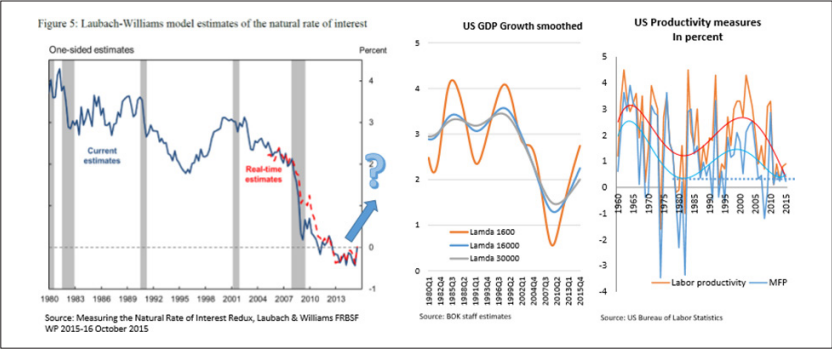


图 2：宽松货币确实拉动了需求，
所以要比其他指标更多地降低了自然利率 R^*

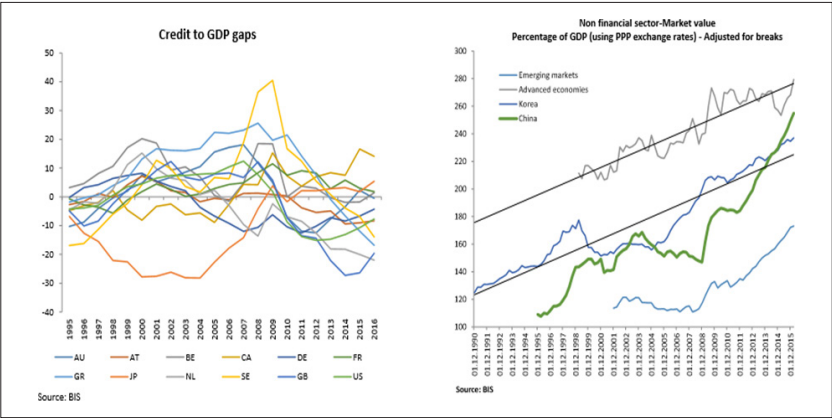


图 3：国际清算银行关于将金融周期纳入货币政策的建议是
有理有据的，但是信用对 GDP 的比例能无限制增长吗？

图 2 显示的是美国的利率，它现在仍然是一个负的数

字。中间是美国 GDP 的增长，现在已经趋稳了。右边是美国生产力测量。所以可以看到，低利率确实拉动需求，降低了实际的利率。流动性的获得有可能推动将来的消费，使得实际利率下降，这也使得非常规的货币政策成为必要。政策利率低于实际利率，将有可能误导资源的分配。流动性的规模也非常重要，所以我们要包含金融失衡的一些指标。

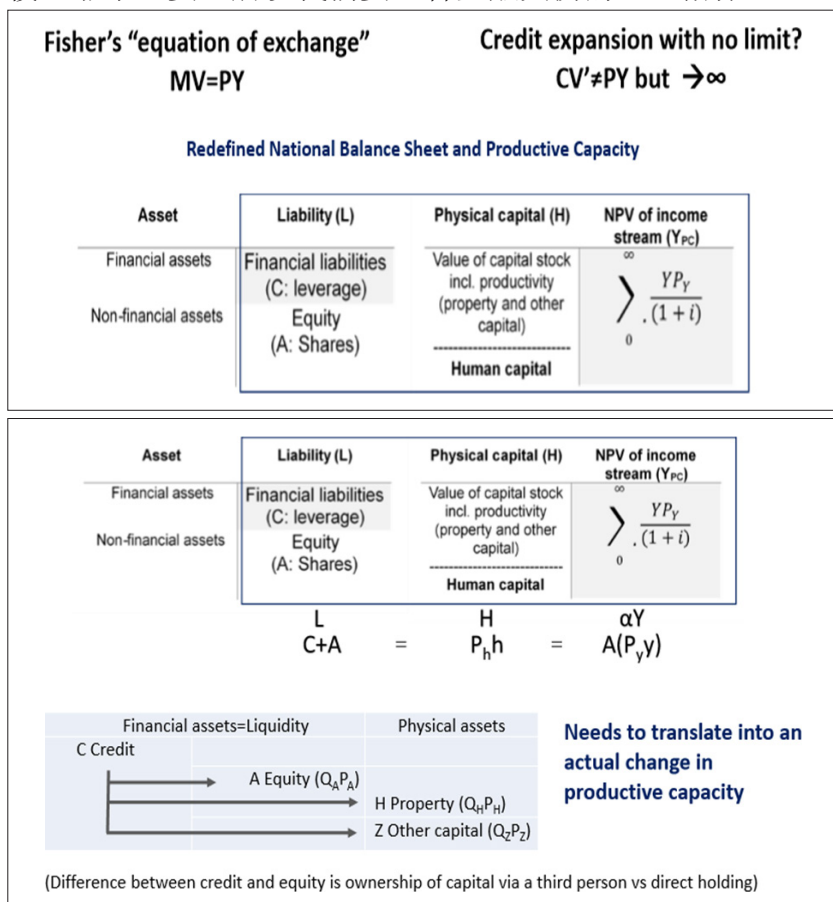


图 4：金融部门和非金融部门的资产负债表

我们看 BIS 的一个分析，图 3 是非金融市场价值占 GDP 的百分比，信贷缺口是很容易理解的。之前我讲到，在形成货币政策的时候必须考虑经济的失衡和金融的失衡。但有的时候，信用的缺口并不能反映流动性的水平，有的时候信贷的缺口被弥合了，但是流动性对 GDP 的比例是不能无限增长的。这跟 Fishers 的公式是一样的（见图 4）。

我们看一下非金融部门的资产负债表，这是总的金融资产加上非金融资产，左边一列计算的是债务，中间计算的是实物资本，通过这个计算出未来收入流以及它的净现值（图 4）。所以这个流动性应该等于总体的生产能力，也就是等于未来收入流的净现值。随着时间的推移，它应该是财政的资本加上人力资本的总和，反映了整个社会的生产力。

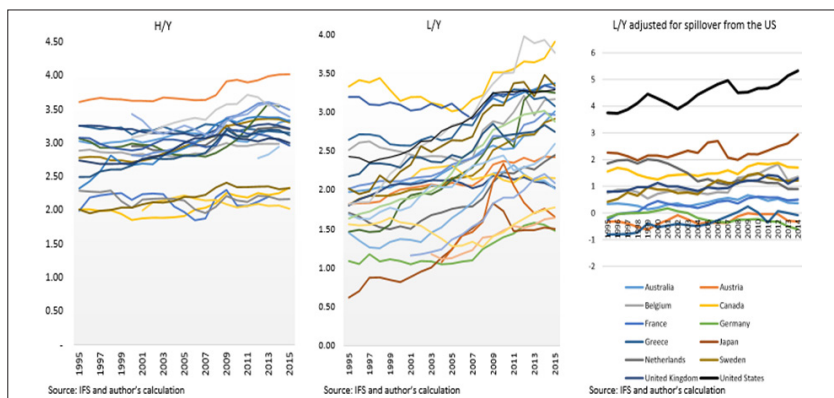


图 5：稳定性：H/GDP 是稳定的，L/GDP 有向上的趋势但是一旦对外部溢出效应进行调整就能趋于稳定

图 5 中，左边的这个数据是城镇的资本，它基本上是平衡的，是扁平的。中间是跟 GDP 的比例，有一个向上的趋势。我们数据集里显示，流动性在大部分国家都是稳定的。当财政资本和流动性非常高的时候，对实体经济会造成一定

的负面影响，当然这里有一个时间差。

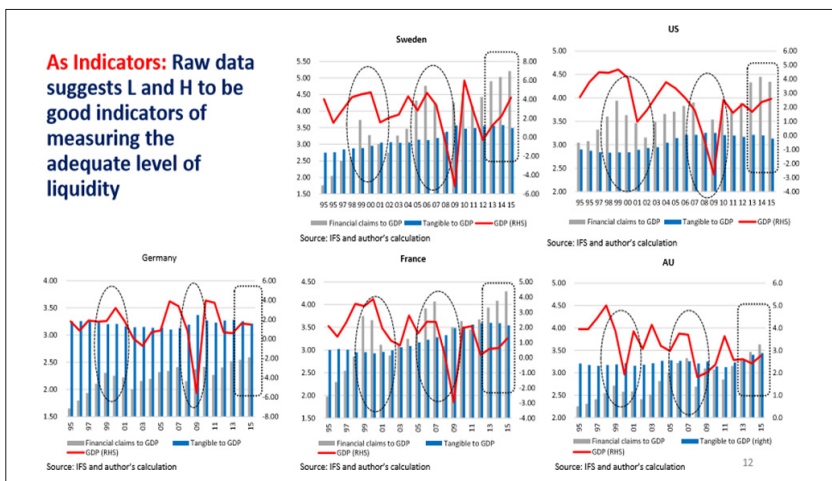


图 6：指标显示：原始数据显示 L 和 H 是测量足够的流动性水平的有效指标

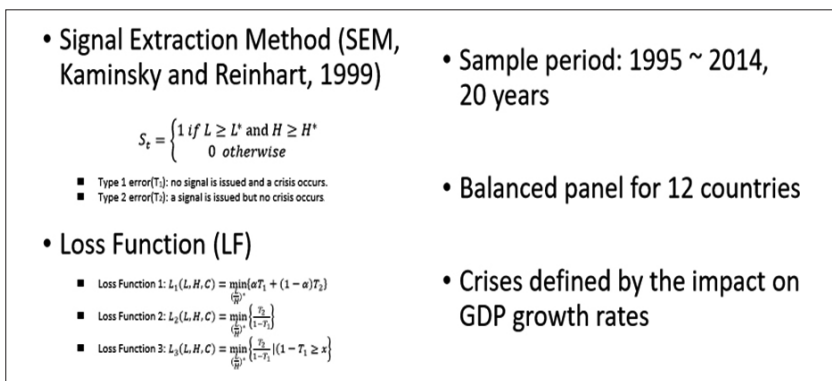


图 7：把 L 和 H 作为失衡的指标进一步研究得出大有希望的结果

流动性和实物资产对于我们的金融不平衡是不是一个重要的因素？在这边我们做了一个信号提取方法，这是



1999 年时的一个研究。我们取样的时段是 1995 到 2014 年，取样来自于 12 个国家，这样我们就有流动性和实物资产作为两个因素，然后去了解它们对 GDP 增长的影响。大家可以看到，我们把流动性 L 和实物资产 H 是作为一年中最主要的一个指标，来预测是不是产生金融危机。除此之外，我们了解第一类和第二类的错误，对信号以及噪音的研究，这个非常复杂，所以大家主要是关注我们的流动性和实物资产，我们做研究的时候还有很多其他的因素，也可以帮助我们预测是不是会发生金融危机。按总而言之，能够帮助我们了解货币政策的有这么两个指标，就是流动性 L 和实物资产 H，这两个指标是非常重要的因素，让我们知道金融不平衡性是不是存在，对实体活动也有影响，包括它的趋势和流动性水平。这就是我们研究的结果，谢谢。

	LF1				LF2	LF3	
	0.1	0.25	0.5	0.75		$\alpha \geq 60\%$	$\alpha \geq 75\%$
L							
L ²	4.44	4.32	3.75	3.34	4.13	3.56	3.51
Predicted %	0.15	0.28	0.81	1.00	0.53	0.90	0.93
Type 1 error	0.85	0.72	0.19	0.00	0.47	0.10	0.07
Type 2 error	0.02	0.05	0.47	0.73	0.27	0.59	0.63
Noise/Signal	0.02	0.11	0.52	0.73	0.35	0.66	0.68
H							
H ²	4.62	4.55	4.34	3.65	4.45	3.95	3.83
Predicted %	0.30	0.40	0.64	0.98	0.42	0.85	0.92
Type 1 error	0.70	0.60	0.36	0.02	0.58	0.15	0.08
Type 2 error	0.02	0.04	0.16	0.61	0.10	0.43	0.52
Noise/Signal	0.02	0.07	0.25	0.62	0.18	0.50	0.55
L and H							
L ²	4.22	4.10	3.65	3.34	3.98	3.55	3.50
H ²	4.45	4.47	4.12	3.63	4.37	3.94	3.83
Predicted %	0.34	0.41	0.74	0.99	0.49	0.84	0.89
Type 1 error	0.66	0.59	0.26	0.01	0.51	0.16	0.11
Type 2 error	0.01	0.02	0.24	0.56	0.08	0.38	0.42
Noise/Signal	0.02	0.05	0.32	0.57	0.17	0.44	0.47
Credit-to-GDP ratio gap							
Credit/GDP ²	13.24	11.65	2.23	-3.49	10.94	0.02	-2.21
Predicted %	0.22	0.30	0.75	0.99	0.31	0.83	0.94
Type 1 error	0.78	0.70	0.25	0.01	0.69	0.17	0.06
Type 2 error	0.04	0.06	0.32	0.62	0.10	0.42	0.58
Noise/Signal	0.14	0.16	0.44	0.63	0.25	0.49	0.61

Note: There are three loss functions[LF1~3], Predicted % = predicted probability

图 8：一年主要指标：流动性（L）和实物资产（H）

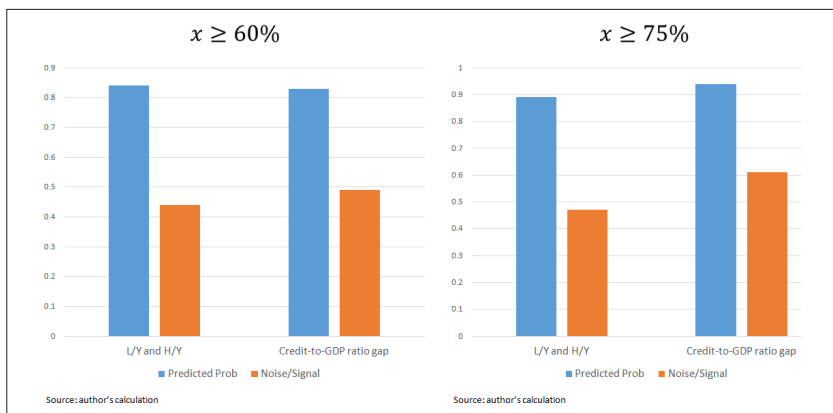


图 9: L/Y&H/Y& 信贷规模 /GDP 缺口

Lawrence Goodman: 非常感谢 Kyunghun Kim 先生的研究报告。接下来有请 Shahin Vallee。

Shahin Vallee: 关于国际货币体系改革的中国新观点

Shahin Vallee（索罗斯基金管理公司高级经济学家）：非常感谢你们的邀请，我的演讲主要是关注国际货币体系和中国货币体系的一些不同。很多人觉得这两个是可以转换的，但是我觉得从本质而言它们是非常不同的。

国际货币体系主要是治理汇率以及金融安全网络的一个结构，基本上就是怎么样使用资本。还有一个是关于私营部门的金融体系。我主要是关注三个不同的时间段，一个是金融危机爆发之前，一个是危机爆发之后，第三个就是对未来金融和货币体系的展望。我的发言主要是基于我跟我的伙伴几年前一起做的研究，当时我们研究的是金融安全网。

现在来回顾一下金融危机爆发之前的时间段。当时我们的货币政策是在全球金融非常不平衡的背景下，它完全依赖于美元，美元是整个货币体系的基石，除此之外还有很强大的金融安全网络。通过金融危机的爆发，我们了解到这个体系应该需要增强。在金融体系中，危机之前也缺乏一定的监管，杠杆率非常高，流动性也非常差，这样的一系列因素也是造成了全球金融危机在 2008 年爆发的一些原因。当然其中一些已经改了，但是还有一些问题仍然存在。危机十年之后，货币政策仍然是非常依赖于美元的，美元仍然是作为整个体系中的重中之重。从某些角度来说，美元的走强和早期欧元的走强有一些联系。我们期待的是什么呢？就是人民币走向国际化，但是还没有非常明显，所以我们的货币政策仍然是非常依赖于美元的，因为人民币国际化还没有完全形成。金融安全网做了一些改变，但它的灵活度不是特别高，有一些机制是双向的，需要中央银行做这些交易，有一些政策是临时性的，很多政策是不完美的。

我们需要重新对银行的监管进行调整，特别是一些资本流动的比例。我们还要关注两个因素，一个是流动性覆盖率，另外一个杠杆率。这也是我们未来监管需要努力的地方，主要是因为它现在并没有我们期待的那么好。美国的金融体系没有更好地在全球范围内做好美元流动性的部署，这也就是为什么现在耶伦和其他一些美联储成员需要更好地在监管方面采取一些举措，使得美国银行在这个系统中能够更好地在全球范围内做好美元的流动性，这在美国一直有很高的呼吁，希望做好美元流动性和杠杆两方面的工作。

在金融体系中，对影子银行的监管没有做得很好，这是目前比较缺失的，包括美国在全球范围内的影子银行一直没

有做到位。现在我们要关注的问题包括货币和金融政策在未来的走向，我想提一些建议。我觉得现在缺乏一个指南针，就是在金融危机之后我们缺乏方向。在中国我们发现了一些趋势，现在有一个新的货币政策需要被开发出来，而且货币政策可能需要由中国做主导。因为人民币现在要走向全球化了，而且它也会成为对抗美元的一个力量。所以我们需要邀请中国加入这个体系当中，或者形成一种两极化或多极化的格局，全球金融储备就可以得到一个更好的平衡，人民币也可以做一个更好的部署，成为重要的组成部分。

美元仍然起一个主导的作用。我在想，是不是可以有另一种选择，就是由中国主导一个计划。这也是我一直倡导的计划或安排，不仅仅是关注于人民币的全球化，更关注和中央银行建立一个结算体制，就是人民币作为 SDR 结算的方式，将所有全球重要的储备货币联系起来。希望人民币成为一个很好的沟通点。现在人民币已经正式进入了 SDR，所以 SDR 可以说把所有银行进行了联系，特别是 G5、G6 的央行。现在人民币国际化的成本很大，所以不应该过于急躁。我们看到，中国非常急切地希望开放资本账户，但是先要在金融体系上做好准备。现在还是在进行一些合作，而不是跟美元做竞争。这是我提出的观点。从全球央行来讲，要共同创造一个更好的机制，可以在全球的中央银行之间进行全球流动性的协调，特别是在美联储跟中国人民银行之间建立一套清算体系是非常有必要的。

互动讨论

Lawrence Goodman: 刚才有四篇非常精彩的演讲，每

个都给了我们非常多的思考。现在我想大家给每一位演讲者问一个问题。每一位演讲者看上去对现在的系统都不满意，觉得现在的体制并不是非常安全，这是我们从金融危机中学到的教训，是不是请每一位演讲者快速地告诉我们两个观点：首先你看到最大的风险来自于哪里，下一次的泡沫来自哪里？第二个问题是如何验证风险的存在，政策制定者应该做什么，应该谁，是IMF、美联储、央行还是金融机构？我们按照刚才演讲的顺序来回答。

谢国忠：我认为新的全球体系只有当中国成为一个常规国家之后才能出现。西方要做出决策，到底要继续还是停止，如果你想改变，就不得不让一个大的衰退发生，这是唯一的道路。我们生活在世界上，世界上有很多投机者希望做一些事情，他们不愿意让泡沫破裂。

Adam S. Posen：我必须告诉你的是，对冲基金经理再也不让私人部门参加他们的会议了。

谢国忠：但是他们还是会开一些研讨会，我也经常在大会上碰到他们。

张礼卿：我想最大的风险是美国也好，中国也好，都过多地依赖于宏观经济政策，而忽视了结构性的改革，特别是美国。我们知道过去的两年里对现在的经济停滞有很多的争论。桑纳斯的观点是他们还没有找到解决的方案。芝加哥的教授克文觉得结构改革就是要改变生产力。

Kyunghun Kim：下一波的问题是桑纳斯教授指出低利率、低通胀让我们身受其害，桑纳斯也提出财政政策可以扮演一定的作用。我的论文里也提出货币政策的重要性，从这个角度来看，我认为货币政策可以很大程度地影响流动性，可以提供信用，这也是我们这个经济周期所需要的。

Shahin Vallee: 我看到美联储的资产负债表，经常晚上睡不着，我觉得规模并不是最重要的问题，而是它的常规化的问题。现在的金融体系已经出现了重大的变化，包括出现了很多结构性的变化，所以资产负债表变化很大。我非常担心中国的金融体系将如何融合到全球的金融体系中。如果中国的金融体系加入到全球金融体系中，如果现在直接就进行整合的话，那不仅对中国，对全球的金融体系都会造成负面的影响。当然我们还有很多结构性的工作要做，中国金融体系的监管也有很多的工作要做。在这一点上我不同意耶伦的看法，我觉得中国应该把重点放在如何判断形势上，而不仅仅是用规则，我们应该慢慢改变规则。现在我不认为可以一下子拿出一套非常完善的体系，应该慢慢进行改善。

Lawrence Goodman: 非常感谢各位，我们现在有请听众提问。对演讲者有什么问题需要提问的吗？

赵广彬（普华永道中国资深经济学家）：我想问谢先生，刚才谢先生提到，上海所有房地产的价格可以买下整个美国？

谢国忠: 上海有 6000 平方公里，有 1/3 的面积用于房地产的开发，它价值 20 万亿美金，这就可以买下整个美国。北上深，每个平米要卖到一万美金的价格。在正常情况下，家庭一个月的收入买一平米，而中国是一年才能买一平米。

Stephen Green（Capital Group 经济学家）：我要问 Shahin Vallee 先生几个技术方面的问题。刚才讲到货币宽松让利率下降，它是如何传导的？我们现在对资产负债表进行重新调整，现在较低的利率会加快这个过程，你能不能讲一下这个机制是怎么样的？过度的储蓄会对它带来什么问题？

我想问张先生一个问题，你讲到过度的经济金融化，那么什么才是一个理想的水平？金融化水平在什么情况下是过过了，什么情况下是不足？

Shahin Vallee: 感谢你的问题，你问的很好。我们现在才做了第一步的研究，所以对机制没有进行探讨，我们相信投资不足会压低潜在的产能，这可能会反映在利率上面，这是我们的假说。

张礼卿: 一个标准就是金融部门的利润不应该过多的高于平均的商业部门利率。我想现在这个数字是非常高的，不仅在美国，在中国也是如此，这是其中一个标准。第二，根据金融的功能来讲，基本上金融应该是服务实体经济的。在实际操作中，金融业都是在自己的圈子里做业务。我看到一个数字，80% 的金融活动跟实体经济没有关系。虽然我没有办法给你一些定量的标准，但是我觉得现在事实确实是这样的，刚才讲的两个指标应该值得关注。

Lawrence Goodman: 感谢各位的提问，也非常感谢演讲者，这是非常成功的一个讨论环节，现在我们茶歇。

专题二：金融监管的加强和变化

范永进（爱建集团副董事长、上海发展研究基金会理事）：各位嘉宾，各位专家，前面的专题围绕全球金融危机做了交流，接下来是金融监管的加强与变化。十年前的金融危机对于全球的金融稳定带来巨大深远的影响，但是日子还是要过的，我们讲“年年难过年年过”。当然，很多事情都在路上，作为金融市场的主题，有投资者，有金融机构，也有交易场所，金融监管部门的责任是很重要的。有些问题出来以后，和监管者的监管是否到位，关系是很密切的。我们也讲，全球化时代的金融和以前不一样，要求各个国家，特别是大国和发达国家承担起更多的责任。实际上全球化的金融经济和以国家为主要管理者的架构是有矛盾和冲突的，当然有些方面也是有合作，有趋同的方面有，很多的措施，G20 也应运而生。还有最近要在厦门召开的金砖会议，还很有远见的。我们讲金融危机是 2008 年的事情，2007 年已经有苗头了，我们的一些政治家和专家还是很有远见的。我们这个专题的四位致力于这方面研究的专家，对这些方面都是很有见解的。

我们按照这个顺序，请徐明棋先生、王庆先生，连平先生、管涛先生一个个讲下来，每位专家发言 15 分钟。

徐明棋： 金融危机后美欧监管体制的调整与未来发展趋势

徐明棋（上海社会科学院研究员）：谢谢主持人，谢谢

基金会的邀请。我们讲金融危机之后监管体系的调整和发展趋势，顺便再讲一下我们的教训。2008 年全球金融危机毫无疑问地暴露了整个金融监管体制的弊端，因此加强金融体制的监管也被各个国家提到了议事日程。由于各个国家原来的监管制度和法律体系有很大的差异，尽管在加强金融监管方向上是一致的，但体制上的差异还是非常明显的。美、英、欧还是保留了原来金融监管体制的一些特征。

美国是一个明显的分业经营的金融体制，尽管后来上世纪 90 年代逐步打破了严格分业经营的模式，但是基础的分业状态还是维持在那里。这个分业体制是上世纪 30 年代大危机之后制定的。美国的金融监管体制也是一个典型的分业监管，核心是美国货币监理署（Office of the Comptroller of the Currency, OCC），专门对联邦注册的银行实施监，成立于 1863 年，负责颁发联邦注册的银行牌照、监管其风险和营运行为。美国还有一个专门监管储蓄银行、储贷协会等机构的联邦机构，叫做储贷监管局（Office of Thrift Supervision, OTS）。这个机构成立于 1989 年，是 1980 年代中期美国发生了严重的储贷机构危机后建立的，目的是对所有的储蓄银行和储贷机构进行监管。但是它并没有发挥好监管职能，后来与 OCC 一起并入了财政部。美国对于资本市场的监管主要是由美国证券交易委员会（SEC-the U.S. Securities and Exchange Commission）负责，该委员会根据 1934 年证券交易法令而成立，是一个独立的具有司法权的监管机构。期货是专门的监管，证券业是专门的监管，而且特别强调美国的银行自律的监管，证交所所有一个金融业监管局，对所有的会员行为机构进行监管。保险一直是州一级的监管，奥巴马时期试图成立一个保险的专门监管机构，

原来设想是放到财政部之下，与 ACC 和储贷监管局构成一起这样的监管体系，但迄今没有成功，因此保险仍然是州一级的。

我们可以看到美国金融发展的历史和法律演变导致美国形成了所谓的分业经营和分业监管的多头监管的基本格局。90 年代之后，这种格局慢慢被打破，主要是在银行控股集团层面，集团下面可以拥有各种类型的金融机构，不同类型的金融机构在一个集团内资金使用突破原来传统界限，尤其是金融创新工具、衍生品工具的使用，把不同的市场连接起来，使得后来从信贷市场发生的危机传导到债券市场，再从债券市场传导到美国股市，导致 2008 年发生了美国 30 年代大危机以来最严重的一次金融危机。

危机之后，对金融监管重新思考的结果就是在 2010 年 6 月 25 号通过了《弗兰克 - 多德法案》。首先是成立金融稳定监管委员会，处理国家安全的系统性风险，核心是加强监管。由财政部长牵头，各个监管部门参与。第二就是在美联储下设立一个消费者金融保护局，扩大美联储对金融监管的职能。第三就是把原来缺乏监管的场外衍生品市场的监管纳入到监管体系当中，把它放在交易所的第三方清算体系来负责清算，加强它的监管。第四就是限制银行自营交易，有效限制了大的金融机构涉足风险比较高、潜在收益也比较高的金融衍生品业务。第五就是设立新的破产清算机制，由联邦储蓄保险公司负责，责令大型金融机构提前做出自己的风险拨备，以防止金融机构倒闭再度拖累纳税人救助。第六，美联储被赋予了更大的协调监管的责任，但是美联储本身也受到了严格的监管和监督。第七，美联储将对企业高管薪酬进行监督，确保高管薪酬制度不会导致对风险的过度追求。

美联储将提供纲领性指导而非制定具体规则，一旦发现薪酬制度导致企业过度追求高风险业务，美联储有权加以干预和阻止。这是美国整个金融体制在金融危机之后演变的一个大的框架。金融危机之后就形成了美联储、财政部、证券委员会、期货委员会等四家共同监管的格局。

英国就是大一统的金融业管理局成立了两个不同的机构，一个是所谓的金融审慎监管局，把它隶属到原来的中央银行，而将原来经济机构监管活动继续放在经济行为监管局里。因为金融危机之后，英国发现宏观审慎监管非常重要，经济周期对整个宏观经济影响非常大，他们吸取教训，做了这样的一个调整。

欧盟的金融监管原来主要在各个成员国，成员国根据国情和其历史严格都设有各自的金融监管机构，中央银行一般都在金融监管中发挥重要的作用。1999 年欧元诞生后，欧元区成员国的中央银行隶属与整个欧洲中央银行体系，欧洲中央银行并不承担金融监管职能。因此，欧洲的金融监管在金融危机之前非常分散。

在欧盟层面，主要是通过欧洲理事会和欧盟委员会颁布一系列的指令和条例来逐步统一个成员国的金融监管实践。在此基础上，欧盟也成立了一些委员会来协调成员国的金融监管，最重要的委员会就是欧盟银行监管委员会、欧洲证券监管委员会、欧洲保险监管委员会。目前，欧盟还在规划成立欧洲银行业联盟，根据这一规划，欧洲中央银行将被授权对所有欧盟的大银行实施统一监管。欧洲银行业联盟还将建立欧盟范围内的统一存款保险。所有的欧盟内约 130 家大的银行将建立由欧洲中央银行为核心的统一的清算体系。如果这一计划能够实现，欧盟的金融监管整合将迈上新的台阶，

金融一体化也将进入新的发展阶段。目前的欧盟层面的三个金融监管局虽然由协调和监管职能，但是具体的监管仍在各成员国层面，三个监管局只是负责标准和监管规则的落实。

在国际层面主要是加强了金融合作，G20 成为全球金融监管的重要平台，成立了金融稳定理事会，和 IMF、BIS 和巴塞尔委员会构成了全球的银行监管的重要构架。全球最早选了 28 家，后来是 29 家，现在扩大到 30 家，每年都有一定的调整。中国最早是中国银行进入，现在四家大的国有商业银行全部是全球性重要机构。从这个可以看到不同国家在全球金融体系中发挥的不同作用，美国 8 家，中国 4 家，法国 4 家，英国 4 家，中国在全球金融重要性的地位在不断上升，现在和英法并驾齐驱，其他国家只有一两家进入这个名录里面。它还是分层次的，中国工商银行进入第三层。

现在的问题是特朗普上台之后，他对原来金融危机之后逐渐构成的相对严格的监管体系，尤其是《弗兰克 - 多德法案》要动大手术，而且他对整个美国的金融监管法规进行审核，找出对投资者有限制的内容，想方设法改变现有的规制。6 月 12 号财政部发布了 150 页的报告。因为修改法案要通过国会，时间很长，在不修改《弗兰克 - 多德法案》的前提下提出了一系列建议，虽然它不具备法律效力但是把特朗普放松监管的意图明确地了出来，为未来特朗普修改美国现有的金融监管规制提供了一个基础。因为特朗普从传统产业资本的角度，始终认为金融机构对传统产业的融资服务是不够的，他一直讲他很好的朋友在华尔街贷款受到限制，因此他要进行这样的修改。问题是如果美国金融机构系对实体经济提供的服务不够的话，并不是因为监管严格所导致的，他可能是找错了药方，将要带来的严重后果是我们需要关注的。

特朗普还可能会对美国的住房金融监管体制做出比较大的调整。美国住房金融的监管是货币监理署与美国联邦住房管理局（Federal Housing Authority, FHA）共同监管的，前者监管金融机构的住房抵押贷款风险，后者为中低收入住房提供住房抵押贷款的保险。在它们之下，还有两个市场化的准官方公司，即“房利美”和“房地美”。特朗普可能会对两房重新私有化。总体看，特朗普的金融监管是往放松管制的方向倒退。不过法案的修改需要经过国会，他放松监管思路在不修改法案和规则的情况下能够有多大拓展空间尚需观察。

英国总体来讲，监管体制暂时不会发生很大的变化，双头鹰的模式会继续推行。但是退欧之后要保证伦敦的金融中心，英国对很多的监管规则可以不实施，这样一来英国金融监管可能会进一步放松。我们从英国对互联网金融监管的基本态度可以看到，它现在所谓的三项监管原则就是先试了再说，不像欧洲大陆对新的互联网金融相对来说有比较严格的监管。我的估计是，欧盟的监管仍然会延续目前不断加强的基本趋势。在德国模式的主导下，金融业的发展尽管变得越来越重要，但是金融与实体经济的关系不会在欧盟层面发生颠倒。强调金融服务于实体以及抑制金融投机仍然是欧盟及主要成员国的基本监管原则。

国际监管发展给我们的启示是，金融创新和金融自由化不断发展，混业经营的现实，国际金融市场越来越一体化，原来国家层面的监管现在变得越来越困难。全球金融治理变得越来越重要，因此中国在 G20 和不同场合，包括在金砖国家这个层面，都提议要进一步加强全球金融治理，这一块我们的态度是非常明确的。

从中国国内整个金融体制的监管情况来看，我们原来的实施的也是分业经营和分业监管。但是随着金融控股集团的不断发展，现在一个大的集团下面从银行、证券、基金到租赁、一直到信托都有，这一类金融集团非常多，金融集团内部资金混用的情况越来越严重，而且所谓的信息共享、资源共享导致相互之间的资金混用缺乏严格的监管，可能会产生很多的风险。再一个就是互联网的金融监管。这次全国金融工作会议的核心重点我认为就是两点，一个就是对金融集团综合的金融活动，再一个就是互联网金融。这一块我们正在体制构建上加强努力，一是成立了国务院金融稳定发展委员会，这个委员会的重点作用就是协调一行三会，对原来试图进行监管套利的各种金融活动提出更加有效的监管方案和监管措施，指导一行三会进行更加密切的合作。再一个就是互联网金融的监管，我个人认为应该进一步发挥地方政府在互联网金融监管中的责任。打着互联网金融旗号的各种金融机构数量众多，一行三会虽然已经明确要逐步转向行为监管，但现有的一行三会的功能监管一下子无法到位的话，地方政府发挥对这一类一行三会没有发牌照但又从事变相金融活动的行为，把地方政府的金融办转型成为具有监管责任的金融监管局，我觉得应该提上议事日程。

我的发言就到此结束，谢谢大家。

范永进：谢谢徐明棋先生，他刚才讲了危机以后美国、英国，欧盟国家采取的措施，也提到中国金融监管部门的情况和一些考虑。前不久中央专门开了金融工作会议，提出一些实质性举措，当然有些措施还有待下一步的继续落实。接下来我们欢迎重阳投资的王庆先生给我们演讲，大家欢迎。



王庆：“金融创新”与“金融压抑”之间的平衡

王庆（重阳投资总裁）：非常高兴有机会参加这一会议。我的题目是“金融创新与金融压抑之间的平衡”。

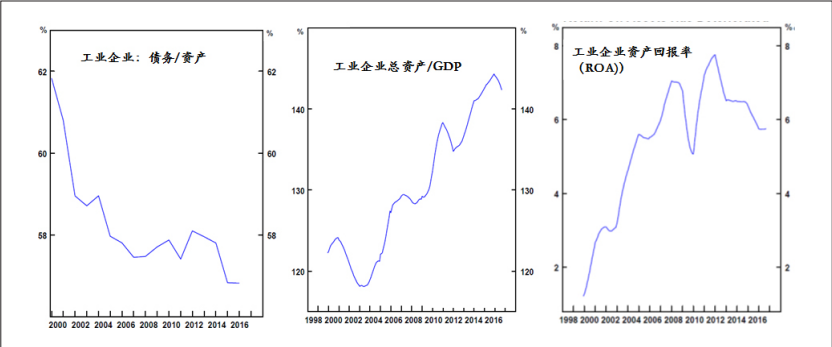
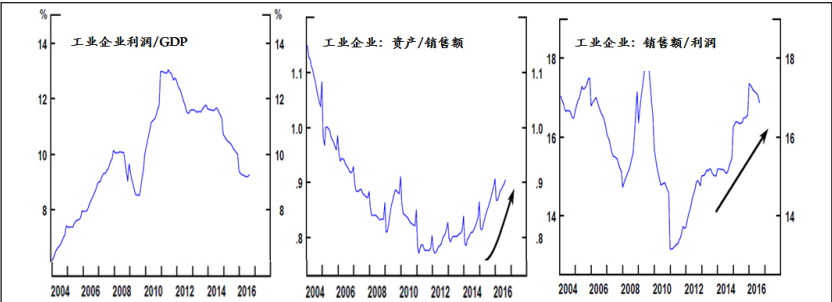


图 1：债务上升的同时，资产上升更快



一个国家的债务对GDP比率可以进一步分解为以下组成部分：

$$\frac{\text{负债}}{\text{GDP}} \uparrow = \frac{\text{负债}}{\text{资产}} \downarrow \times \frac{\text{资产}}{\text{销售}} \times \frac{\text{销售额}}{\text{利润}} \times \frac{\text{利润}}{\text{GDP}}$$

图 2：辨析实体经济水平：杜邦方法

我来重点讲如何平衡金融创新和金融压抑。中国实体

经济的杠杆率近年来有快速的攀升，我们会发现这几年是非常惊人的，大部分都是来自于企业部门。现债务水平上升的时候，资产水平的上升是更快的。我们看一下图 1，基本上可以看到债务跟资产对 GDP 的比例都在快速的在上升中。唯一的问题在于投资质量或投资回报率有所下降。我们对杠杆率的担忧主要来自于你一旦借了钱有可能会浪费掉，在中国这样的情况是不太出现的，因为中国的企业借了钱之后通常都是进行投资，先不谈这个投资做的好不好。

我们再深度看一下总体的债务水平和杠杆率，我们用了一个非常复杂的方法来分析总体的负债率，这种方法叫杜邦方法框架（图 2）。一个国家的债务上升，到底来自于哪些方面的推动呢？我们看到资产对销售的比例是上升的，同时销售占利润的比例也是上升的。所以从这个公式可以看到，一方面负债对 GDP 的比例上升，负债对资产的比例下降，资产对销售的比例上升，销售额对利润的比例也是上升的，以及利润对 GDP 的比例下降。所以，总体负债率的上升主要是由于资产对于销售的比例上升，以及销售额对利润的比例上升。

我们看两个常见的比例，资产周转率和销售利润率（图 3）。中国企业部门总体的周转率是下降的，企业部门的销售利润率也是弱化的，在这个背景下，总体的债务率或杠杆率增加反映了中国企业的财务表现相当糟糕，或者说投资的质量较差。如果你相信财务或投资质量体现的是一个周期性的影响，那么也许中国杠杆率的提高可能也是更具周期性的一件事。这里大家可以看到资产周转率和销售利润率水平的变化。

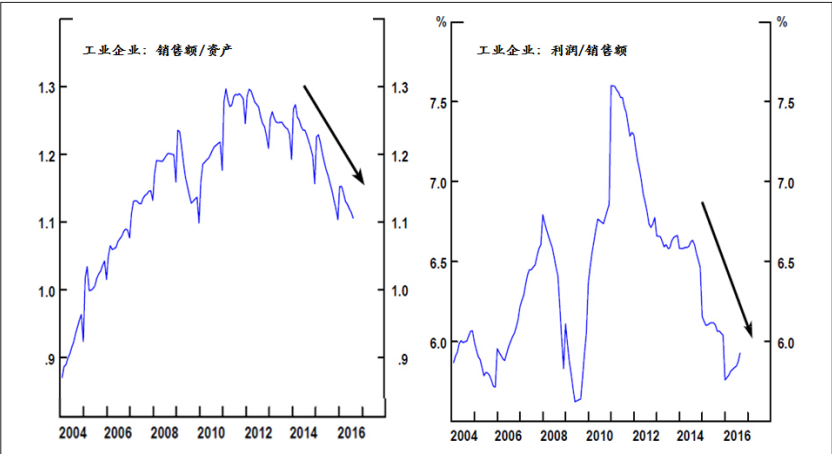


图 3：企业效益恶化：资产周转率和销售利润率下滑

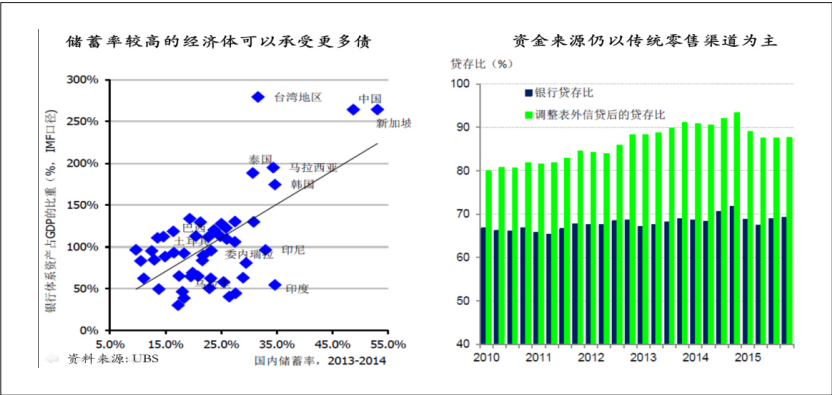


图 4：辨析金融杠杆：储蓄率水平和资金来源结构

我们看一下金融杠杆的情况（图 4），左边这个图是金融杠杆的利率上升非常大，但是它反映的是国内储蓄率非常高，我们可以清楚的看到，金融杠杆和储蓄率之间是有很大的关联性的。在这边大家可以看到，银行体系资产占 GDP 的比重，这是很容易理解的，如果储蓄率这么高，一定是去做投资，如果金融的中介主要是由银行主导的，肯定带来更多

的债务。但是一个好消息就是，至少在中国，银行的金融融资主要是来自于个人的储蓄。中国的银行的最大融资渠道是来自于储蓄。储蓄特别是个人或家庭储蓄其实是非常稳定的。这是非常重要的一个事实，因为对于国家和经济体来说，它们通常需要两个标准来形成金融体系的稳定性的，一个是批发的融资，第二个是海外的融资。

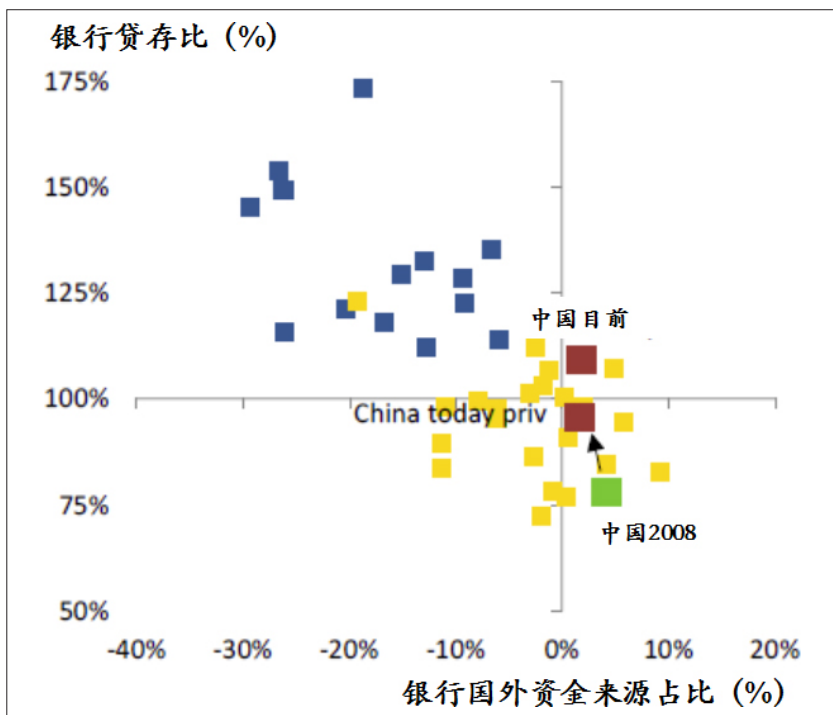


图 5：债务危机图谱：债务的融资结构更重要

我们看一下图 5，几个点分别代表各个国家，蓝色的点代表有金融危机的国家。有金融危机的国家主要有两个重要问题，它们银行体系中的融资依赖于批发融资，第二，它们的经济大部分是靠海外投资。而中国这个问题不太存在，

十年前中国基本上是在右下角，过去几年中中国在曲线的上方，但中国还是不太依赖于国外的融资和投资的，中国的贷存比还是低于 1。中国不完全依赖于海外融资或批发融资，这样的国家就比较安全，不会受到危机的影响。这就是我们对金融杠杆的分析。

总结一下，如果要分析金融杠杆的问题，应该把它放在一个正确的场景中，并不是关于债务的水平，更多的是关于债务累积或杠杆增长的速度。除此之外，它其实并不是跟债务水平有关，债务的结构么才是更重要的，这是我们思考债务的一个方法。除此之外，它是一个关于资产的问题而不是关于债务的问题。因为中国的借款是用来投资，我们关注中国的债务，更重要的是关注中国投资的质量，最后还要关注投资的资金来源。

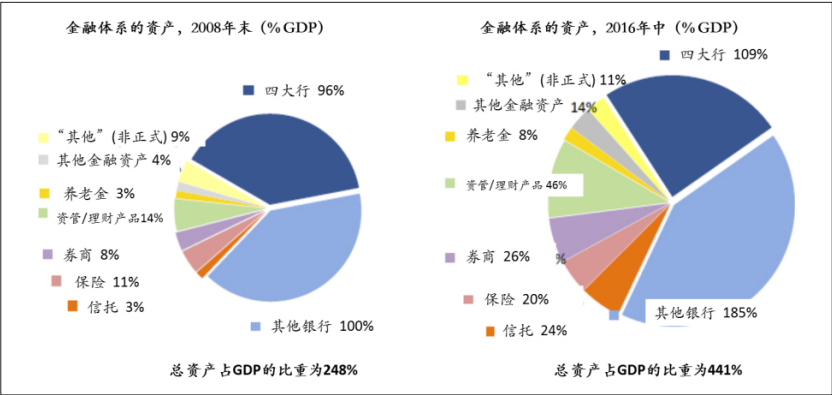


图 6：我国“金融创新”取得长足进展

接下来我们看一下金融结构的创新（图 6）。中国在这一块是走在前沿的。十年前，金融体系的主要成员是一些大型银行，现在具有更多的多样性。即使在今天，中国银行的资产仍然占到了中国金融体系中的资产的 3/4。中国在金融

创新中是有一些进步，但是还有很长的路要走。

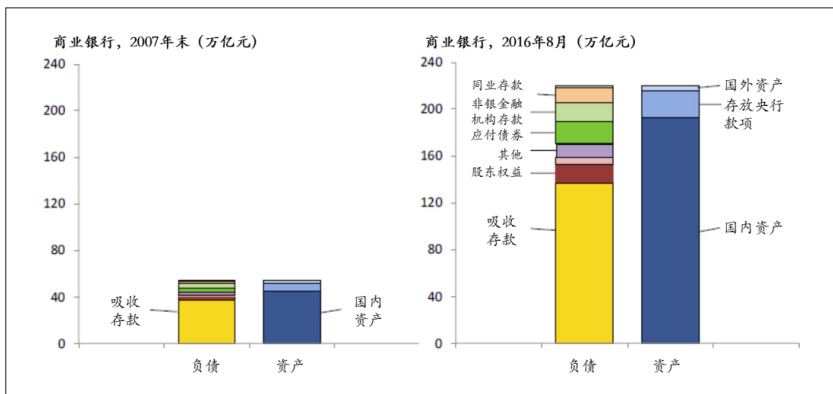


图 7：银行负债结构日趋多元化

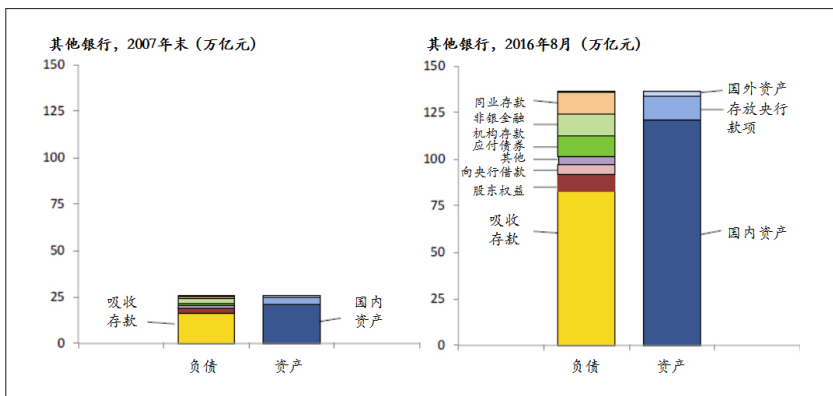


图 8：中小银行负债结构日趋多元化

接下来我们看一下银行负债结构。十年前中国的银行的资产负债表比较小，现在更大一些。除此之外，中国的银行也开始有更多的利润，而且更加关注的是批发而不是零售业务。这也可能是引起大家担忧的一个点。积极的一方面是什么呢？是金融创新的结果，大家应该关注的是中小型银行，因为它们更加依赖于零售业务，它们有很多的分行来收集存

款。这是我们分析的一个背景。

讲了这个背景之后。我们来谈一谈中国的金融监管，中国正在不断加强它的金融监管。首先是总体的债务问题，从政策的角度我们如何去做呢？我们现在的经济增长目标是比较平衡的。第二个主要是改善投资的质量，我们会进行供给侧结构性改革来处置僵尸企业，从而提高资产回报率。第三个就是中国将会放缓金融创新的步伐，降低“批发资金”（whole sale funding）、提高“零售资金”（retail funding）在融资结构中的比重。第四个就是打破刚性兑付，更好地控制定价的风险。如果资产回报率能够确保的话，金融机构当然会增加它的杠杆率。最后一点，中国还会加强跨境资本流动监管来预防所谓的资本外逃或防止闪电资金对金融体系的影响。

最后我想说一下加强金融监管之后带来的一些效果，这是我的一个预测。首先，那些非标准化的金融理财产品扩张的势头将会被抑制。第二，取而代之的是银行存款、交易所为基础的标准化产品（如股票、债券），受严格监管的净值型基金产品（如公募基金和私募基金）。第三，中小型银行快速扩张将会被控制，可能有一些中小银行会被迫撤出市场或被监管。各类非金融类的银行扩张也会被抑制。总结一下，这可能就是金融创新的一个反作用力，而且我们可以看到金融的压抑。

我最后总结一下，中国在加强金融监管，中国将能够更好地进行金融创新和金融压抑之间的平衡。我们担忧的是什么呢？就是金融压抑还是会引起我们的顾虑和担忧。增强金融监管有利于降低系统性风险，更好管控跨境资本流动性，也可能减少国内金融市场被海外市场影响的可能性。这当然

是金融监管的一个好处，但是我不应该低估金融创新的优势，因为过去几年中国一直在做金融创新，包括中国一些银行的监管或是对风险敞口的管理，也是我们过去金融创新政策方面一些非常重要的内容。而且历史数据告诉我们，每当中国金融系统性风险比较高的时间段，也可能是金融抑制比较严重的时期。特别是在 1990 年代，如果大家记得的话，1990 年代的不良贷款率当时占到了 GDP 的 40%。中国的金融体系在那个时候的主导力量都是银行，银行是最主要的金融主体。

最后总结一下，金融抑制还是要关注的，我们应该更好地去做一个金融创新和金融抑制之间的平衡。金融抑制并不一定能有效降低系统性的风险。这就是我的演讲，谢谢大家。

范永进：这个题目是很好的，不仅对全球而且对不同国家都有启示意义，包括中国，包括不同发展阶段的国家都要把握好，这是一门管理的学问，也是一门艺术。

连平：金稳会将开启金融监管新时代

连平（交通银行首席经济学家）：首先感谢主办方给了我一个和大家交流的机会，我发言的题目就是“金稳会将开启金融监管新时代金稳会和中国金融监管体制的变化”。

我们知道，就在前不久中国召开了第五次全国金融工作会议，这个会议可以说有很多主题，重点讲了三个方面的任务。但是如果我们看整个会议的背景，以及会议所讨论和关注的问题，以及最后取得的成果，我想可以得出一个关键词，就是中国金融未来要“防控风险”。2013 年以来，中国

金融风险事件接连不断，每年不是一两件就是三四件，甚至还出现了一系列的带有系统性的金融风险，引起了各个方面的关注。尤其是在 2016 年底，中央经济工作会议上明确提了八个方面的风险，这之后，又陆陆续续有不同的提法，总的来说就是高度关注金融领域发生的风险及其系统性传播的可能性。最近五年来，金融领域出现这么多的风险，绝不是偶然的，原因很复杂，比如国际金融环境，比如经济下行的压力，金融体系长期以来所存在的一系列问题，还有非常重要的、非常关键的就是中国金融监管存在许多问题。

金融监管的问题，我在这里简单梳理为四个方面。第一是监管的盲点，就是经常存在或阶段性存在着监管盲点。第二是监管的割据使得监管部门之间的协调非常困难。第三是监管套利。由于割据的存在，盲点的存在，所以套利经常会出现。第四就是监管的不足，因为几个主要的监管部门承担着行业发展的责任，但同时又是监管部门，所以往往会出现监管不足的现象。所有这些问题的存在，说明中国的监管体制需要动手术。对于这个问题，最近五年十年讨论的也是比较多的，有很多不同的看法，有很多不同的方案和版本。最后，在会议上明确提出了建立“金融稳定发展委员会”（简称金稳会），这是一个比较积极、比较稳妥且成本相对比较低的做法。

金稳会的成立对金融监管会带来什么样的影响？首先，比较清晰的一条是它要增强监管的统一性和协调性。前面我们讲监管中存在很多问题，很大的问题就是协调不够，统一性不够，所以套利不足等问题持续不断出现。首先就是要加强统筹和协调，这在会议文件中非常明确地提了出来。我觉得就这点来说，事实上是要克服现有监管体制（所谓一行

三会分业监管）长期存在且不断强化的不足、弱点或缺陷，这是主要解决的问题，也是目前监管中间的短板。通过金稳会体制的建立，对未来这些问题的解决创造了一个很好的机制或体制。金稳会不是通常意义上的国务院的部门，不同于发改委这样的类型，它主要是一个协调机构，处在国务院层面上一个较高层次的协调机构，会有很多相关部门参与，最终还是由国务院领导把握。所以我们认为，它在未来推进一行三会之间的协调关系，增强政策体制方面的统一性，应该会发挥比较好的作用。所以我认为，金稳会的建立对监管的功能和效率的提升，应该会发挥它的积极作用。比如说，它会使得监管的覆盖性明显提升，使监管的协调性得到大大加强，还会促使监管的及时性也得到快速提升。长期以来，由于一行三会互不隶属，有些问题是需要统筹协调的，但在整个政策确定过程中需要花的时间很长，以至于很多政策出台时，市场已经是黄花菜——都凉了。所以金稳会的出现，对于一行三会进一步发挥作用，可以起到提升功能和效率的作用。

金稳会的成立对我们长期以来一直提倡的功能监管、行为监管这些方面也会有非常好的推动，或者说这也是政策落地和实施的非常重要的一个方面。总体来说，金稳会的建立对于中国监管体制会带来一系列深刻的变化，我觉得这个在未来还会有更好的探索和分析。有一点非常重要，就是货币当局央行在这个中间的作用会得到大大加强。这个体制已经非常明确了，央行是金稳会的办公室，也就是说金稳会所谓的实体部分就是在央行。所以未来金稳会运行过程中，许多问题的展开、方案的设计、报告的提出，甚至数据系统等等这些问题，都需要央行加以支撑。这对于未来加强和完善我

们的宏观审慎政策是有好处的。在过去这一点做得是很不够的，因为货币当局游离于监管体制之外，现在金稳会介入这个体制而且也会发挥非常重要的作用，非常有效地把宏观审慎的措施加入到金稳会的决定当中去。

金稳会的成立，到现在为止我们还只是看到一个大的框架，具体来说它的面纱还没有完全的揭开，比如它在国务院是什么地位，央行在中间发挥什么程度的作用，边界如何确定等有待于进一步明确。但是我觉得，它的建立对于整个中国监管体制，是由分向合的一个重要标志。上世纪 90 年代初以后，中国的监管体制的基本方向是由合向分，过去是中国人民银行一统天下，之后证监会、保监会建立，最后 2003 年银监会建立。到了 2000 年以后，一行三会的分业监管机制基本确立，最近这十几年就是运行在这样的体制下。目前在一行三会体制下成立了这样一个金稳会，更高层面地发挥监管体制的统一性和协调性，这是由分向合，向统合方向发展的第一步，未来的趋势是比较明朗的。监管的统一性，未来要有一个大一统的监管体制，这是长期发展的方向。

金稳会的成立对监管会有什么样的影响，这需要进一步分析和探讨，但是有这么几点在未来发生的可能性是比较大的。第一，未来一段时间，至少是未来五年里，整个金融业发展的速度将明显放缓。过去五年或过去十年是中国金融业总资产水平快速增长的阶段，但是目前已经非常清楚，金融要去杠杆，尤其是金融业中间的部分，比如同业业务、表外业务、影子银行等都存在这样的问题。现在已经采取了较为严格的监管，这种严格基调在未来一段时间不会有明显改变，或者说金稳会的成立对未来防控风险的主题不会有明显的改变，应该是具体实施并且不断加强的一个阶段。所

以，未来整个金融业的总体增长和发展速度会有明显回落，但是依然会保持平稳的增长。

第二，在这个过程中，同业业务、表外业务、影子银行业务增速明显放缓之后，我认为间接融资，尤其是银行信贷的所谓传统融资，增长还会保持一个比较平稳的态势。银行业、信贷依然会充当服务实体经济的主力军角色，这既是中国经济深层次特点的需要，也是未来控制系统性风险的需要。关于间接融资在未来的发展，我认为中小银行资产增速过快的发展是不合理的，一定会受到很多抑制。但并不是说中小金融机构没有发展的空间，一些小型商业银行会进入金融业，在服务实体经济小微企业的准入方面，速度还会有所加快。这样的话，间接融资在未来还会保持一个比较平稳的增长态势。总体来看，毕竟它的风险还是比较可控的。

第三，随着金融业的变化，最近提出企业降杠杆重中之重是国企，所以未来对于国企的负债水平、杠杆率的监管会趋严，这就导致银行业对国企的信贷投放会受到合理的控制。过去这方面控制非常少，反正都是国企，都是国有的，所以商业银行不担心它们的负债水平比较高，投入的信贷是比较多的。现在看来，未来这个方面会受到严格的监管，目前已经开始采取一系列措施。这样的话，如果未来间接融资依然可以保持平稳较快的增长，那么民营企业、小微企业、个人融资的可得性在未来可能会有相应的上升。

除了这个以外，这次会议上也有一个非常重要的信号，虽然话是不多，但是明确地提了出来：要规范发展综合经营和产融结合。这方面未来总体会收紧，未来不在于大型金融机构的综合经营、混业经营，大型金融机构在这方面把握的还是比较好的，他们信息系统、财务系统的分割基本上是非

常清晰的，监管也比较严格。现在的问题是，一批又一批所谓的小型金控公司已经大量问世，而这些方面的监管几乎是空白。毫无疑问，所有这些所谓的小型民营的金控公司的牌照应该说都不是央行发的，而央行管理这方面金控工作的责任是非常明确的，这一块又是新的空白。另一方面，产融结合有了快速的发展，但是监管明显没有跟上，很多大型企业都拥有所谓的不小的金融板块，这些方面的监管都应该按照金控公司的要求进行，但是目前远远没有到位。这些方面在未来发展，都会受到明显加强的监管。

总体来看，金稳会的建立对于中国金融监管体制的影响是比较大的，会持续不断产生影响。它非常重要的目标应该就是说，未来五到十年非常有效地规避可能出现的系统性金融风险，这是它最重要的任务。相应的我们可以看到，未来的金融业也会发生一系列深刻的变化。

我就说到这里，谢谢。

范永进：谢谢连先生，这个题目很重要。最后我们请来自北京的管涛先生，也是中国金融四十人论坛的高级研究员，大家欢迎。

管涛：关于合理安排金融开放顺序的中国思考

管涛（中国金融四十人论坛（CF40）高级研究员）：各位上午好，非常荣幸参加今天这样一个盛会，我学到了很多，下面把我自己的思考跟大家做一个交流。

大家都知道，2008年危机后，全球对跨境资本流动，资本账户开放都在进行反思，在这样的潮流下，中国前些年应该说加快了金融开放的步伐，也加快了推动人民币国

际化。但是大家也知道，2015 年中国金融市场出现振荡后，开放的步伐有了些调整。今年 7 月中旬召开的第五次全国金融工作会议，对下一步金融开放做了部署。我们发现，跟以前的政策基调有些不一样，现在强调要稳步推进人民币国际化，稳步实现资本项目可兑换，积极稳妥推动金融业开放，合理安排开放顺序。我想就这个问题谈一下个人的看法。

对外开放是中国的基本国策，以开放促改革、促发展是过去中国 40 年来改革开放的重要的经验。中国坚持渐进的对外开放道路，整个对外开放的过程中，中国趋利避害，有效防范了外部的一些风险，比如 1997 年亚洲金融危机，2008 年的国际金融危机。中国开放的程度还是比较有限的，我们是为数不多的没有发生过严重金融危机的国家。我们在 80 年代中期，有一年实行外汇额度管理，那时候外汇额度超了，向国际货币基金组织申请了国际贷款。但是我们没有像其他国家那么频繁地发生汇率贬值和债务违约的危机。

但是我们也要看到，中国从贸易开放走向金融开放也是市场的一个大趋势。中国采取的是渐进的开放道路，中国已经走过了开放的起点，不可能回到原点。外贸开放我们达到了最高的标准，1996 年我们完成了国际货币基金组织的一般义务。贸易部门的开放体现在中国成为了世界贸易组织的正式成员，新世纪以来我们转向了金融部门的开放。仅从微观层次来看，随着贸易规模的扩大和跨境经营主体的增多，扩大金融开放的需求应该是在增加，更加充分地利用两个市场、两种资源的需求也与日俱增。另一方面管理跨境资本流动的难度和成本也急剧放大。国际货币基金组织要求成员国对资本流动进行一定的管理，同时第六条款规定跟贸易有关的资本流动是不能限制的。中国现在是世界第一贸易大国，

每年进出口总额是 4 万亿美元左右，一个百分点的跟贸易有关的资本流动就是 400 亿美元。到 2016 年底，我们贸易信贷项下的资产加负债相当于整个贸易规模的四分之一，也就是将近 1 万亿美元。最近这些年，由于汇率预期的变化，企业采取单边的规避汇率风险的行为，以前是提前收汇、推迟付汇，2014 年以后，转为推迟收汇、提前付汇，造成我们贸易信贷项下的资产负债有很大的变化，这也成为这些年短期资本流出的重要来源，现在资本流出成为导致我们外汇储备下降、汇率贬值的一个重要原因。资本流出成为汇率变化的主要原因，意味着人民币汇率在目前还有一些管制的情况下，更多体现出资产价格的属性，资产价格就是容易相对于经济基本面出现超调，特别是从资本流动的期限结构来看，短期资本流动又成为资本流出主要来源。短期资本流动很大程度上受到市场情绪的影响。去年年底跟现在就是冰火两重天，这也是市场情绪驱动的，是跟基本面并没有很大关系的多重均衡的表现，也是另外一种情绪的超调，可能是过度贬值也可能是过度升值。

金融开放和贸易开放的内涵不一样，从一般理论来讲，贸易开放利大于弊，但是金融开放是不是利大于弊就不好说了。实际中发现，很多新兴市场、发展中国家金融开放之后，便发生了金融危机。典型的例子就是亚洲邻国七八十年代搞贸易开放，出口导向的时候创造了亚洲经济奇迹。90 年代搞区域国际金融中心竞赛的时候，造成了亚洲金融危机。从亚洲金融危机可以看到，我们也许不能简单地把金融开放与贸易开放进行类比，也提醒我们不能把之前的成功经验作为放之四海皆准的标准。

亚洲金融危机的教训就是：不成熟的金融开放容易造成

金融危机。现在中国到了金融开放的深水区，它涉及两方面的内容，一个是合理安排金融开放内部顺序，还有就是合理安排金融开放调整的顺序。7月中旬的全国金融会议提出服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革的三位一体的主题，可以更好指导我们如何在开放过程中合理安排顺序。

第一，坚持金融开放为实体经济服务。从以前的经验来看，正是因为中国过去坚持以引进直接投资的长期资本为主，才避免新兴市场和发展中国家的国际收支危机。目前的国际经济格局处在深刻调整中，地缘政治风险不确定性也很多，主要央行货币政策正常化也增加金融市场调整的风险，外部不确定因素很大，无论是利用外资和对外投资都应该坚持服务国家战略，服务转型升级、国际产能合作，服务企业主业，多做套期保值，少做投机套利。在人民币国际化上，以前我们更多的是让市场选择人民币结算，下一步人民币国际化更多的是创造条件，引导大家用人民币计价。

我们另外一个开放是对外投资，无论是国内的机构还是个人，在国际市场上都是新兵，缺乏专业的经验，需要更加谨慎。中国在对外投资方面就交过很多学费。2017年4月麦肯锡发布《中企跨境并购袖珍指南》，指出过去十年六成中企跨境并购未给买家创造实际价值。我们走出去的过程中有很多值得汲取的教训。

第二，合理调整开放顺序，在开放中防范风险。金融开放通常涉及金融市场的开放，中国有一句话叫“失败是成功之母”，我们看到跨境资本流动的冲击往往是从流出开始的。往往顺经济周期的时候是大量的资本流入，恶化的时候是集中流出。所以顺周期的跨境资本流动会导致资产价格超调。对与顺周期的跨境资本流动，我个人认为，政府一方面要提

高统计数据透明度，让市场共享这个数据，让市场去甄别和管理相关的风险。另一方面要建立健全微观审慎和逆周期的宏观审慎的跨境资本流动监管框架。从市场来讲，要树立正确的金融风险意识，不要用市场判断取代市场操作。要学习用适当的工具控制好自己的风险。建立卖者有责，买者负责的行为规范，这是应付风险的。

第三，坚持深化改革和扩大开放的双轮驱动。改革开放像一辆车的两个轮子，一个快一个慢会出问题，要坚持双轮驱动，具体情况具体分析，到底哪个快哪个慢是动态的演变。中国 2015 年以后加快了国内债券市场的开放，当时基本判断是外资参与中国市场的程度很低，实际上我们债券市场本身存在各种扭曲的话，这种开放也会埋下很多风险隐患。我们的市场是分割的市场，我们的债券市场上没有一个平滑的收益率曲线，很多规则都是中国特色的，跟国际上不一样，这些问题都会逐渐暴露。所以说，在这个开放过程中要解决相关的风险问题。

我个人认为，以下领域的一些配套政策或改革调整，即便不是中国扩大金融开放的前提条件，至少也不能滞后金融开放太多。首先是宏观经济的稳定、高杠杆问题、政府债务问题等，这是从整体上降低开放风险的根本保障。其次是推进汇率形成的市场化机制。从新兴市场的经验来看，僵化的政策是很危险的。由于前几年我们没有及时让汇率改革跟进，最近一段时间为了维持汇率稳定，实际上对金融开放形成了反向制约，这个问题是需要解决的。第三是建设规范高效的金融体系。有深度和广度的金融市场是吸收内外部冲击、防范资本流动冲击风险的第一道防线。还要建设高效的金融中介和金融基础设施。第四是增强央行的治理能力，

包括市场化、货币政策框架的转型，包括央行和市场沟通效率的进一步改善和提高。第五是健全产权保护制度，对私有财产进行有效的保护，同时加强个人税收监管制度的完善。关于个人对外投资最重要的问题，就是税收制度，我们很多钱出去，人家外国都不敢收，因为不知道我们的钱是不是合法的，这是我们走出去的一个重要的障碍。再一个是建立现代企业制度，出清僵尸企业，对企业进行硬的财政约束。

总的来讲，扩大金融开放必须跟中国的发展阶段、宏观调控能力、金融监管水平和市场承受能力相匹配，这是我对开放顺序的理解。欢迎大家批评指正，谢谢。

范永进：谢谢管涛先生，这个题目也是很重要的，我们总体上近 40 年还是满成功的，现在又碰到新的情况新的要求，也是要着重考虑的。非常感谢刚才四位专家从不同的角度、不同的层面剖析了金融危机之后监管部门的责任，我们讲监管部门不能缺失，要有所作为但是不能乱作为。这是历史经验反复证实的。接下来我们听听在座的专家有什么问题。

互动讨论

张明（中国社科院世经政所国际投资研究室主任）：我想问一下王庆老师，你对杠杆率的分析非常有意思，中国历来存在一个问题，就是宏观数据对微观数据经常是脱节的。举两个例子，一个是杠杆率。宏观来看，企业负债占 GDP 的比重上升非常快；微观来看，工业企业资产负债率在不断下降。另外，我们增量资本产出比已经到了 6%-7%，而从你们这里来看，L/A 在 2000 年来看是上升的，怎么协调这

样一个宏观和微观相脱节的现象？决策者怎么把这两者调和起来的？我想听一下你的看法。谢谢。

王庆：谢谢你提的问题，我觉得这个不矛盾，实际上 L/A 是在下降的，如果你看我的 PPT 工业资产回报率，它跟宏观上的增量资本产出率是一样的。

L/A 去年以来有所好转，供给侧改革、利润率提升有所好转，但总是趋势性的恶化，宏观、微观总的来讲是一致的。我这里面讲的内容其实是说，自从全球危机以来，我们讨论负债的上升，一个假设就是所有的债务问题是像美国和欧洲一样的问题，美国和欧洲是借了钱花掉了，而中国是借了钱投资出去了，这两个是有本质区别的。投资质量好坏是一个问题，如果是豆腐渣工程就有问题，如果不是的话，还可以考虑投资回报率的问题。这是我想说明的。

Paul Gruenwald（标普亚太区首席经济学家）：我有一个问题问一下王先生，我们是做债务研究的，你刚才讲到中国经济对国外资金的依赖比较低，而且看到信贷质量的下降，以及在近期发生金融危机的风险也比较低，这些问题今后是否会变大？这个市场的自律还是比较低的。

王庆：中国的债务问题会延续很长的时间。你可以说这个问题会变得更严重更大，直到我们起来采取一些行动，否则就会带来潜在的金融危机。在资本市场这个范畴来讨论的话，债务也好，杠杆率也好，对潜在的金融危机发生的概率还是比较夸大的。日本有非常长的非常低的金融表现，但是到现在为止也没有发生金融危机。像谢先生所说的，中国是一个特别的国家，中国政府在经济管理、金融管理方面的角色是非常特殊的，他们可以做一些预防性的举措，可以进一步加强经济危机之前的调整期。

刘胜军（中国金融改革研究院院长）：我简单评论一下连平先生说的这个金稳会的工作，我认为他对这个委员会的评价和预期过高。首先这个委员会实际上改革的力度是小的，而且这样的一个方案看起来有三个比较大的问题。第一，金融危机之后，全球双方监管中一个重要的内容是金融消费者保护，中国特别缺这个东西，这是一个非常大的短板。这次我们从金融稳定委员会的模式来看，并没有把金融消费者保护这个问题放在一个非常重要的位置上，这是一个缺点。

第二，这次金融工作会议提出一个词但是一笔带过，就是金融监管。怎么搞金融监管，很多事情都没有搞清楚。讲一个具体的案例，吴晓灵推动证券法修法的过程中，提出法律问题才是监管的核心问题。我担心成立了金融稳定发展委员会，不光无助于解决这个问题，反而会使大家忽略这个问题。遇到问题，我们继续靠协调，而不是回到法制上去，这是我们担心的问题。

第三，对于金融稳定委员会人员的组成、职责范围的界定，这些目前都没有一个非常清晰的规则。了解中国的现实人都知道，中国各个部委之间存在争夺地盘的现象。委员会领导者的能力等个人因素，可能会对这个委员会将来的效能带来很大的影响，这些都是我们需要关注的。这个委员会我觉得已经是一个事实了，我们不是反对它，但是要理性地去探讨这个委员会怎样才能发挥应有的作用，而不只是赞扬它，说它好。这是我的一点评论，谢谢。

王世豪（上海银行原副行长）：非常感谢大家的发言，大家都讲了监管的问题，我在央行工作过 10 年，在实际商业部门经营了 20 多年。我的切身体会是，监管的宏观经济

的预警指标体系，以及落实这些指标体系的实际操作，以及培养操作人员，我们圈内叫实操，都是非常重要的。以这次中央金融工作会议为例，李克强总理讲了三个案例。一个是2013年的钱荒，现在回顾起来当时是利率市场化，放开了，我们国家的利率是6%，国外已经是2%-3%了。同时银监会已经对房产和地方政府平台严格控制，我们每个月要报大量的报表上去，但是对我们的监管是以季末为主的，所以商业银行在季末大量拉存款，6月末又是财政缴款大量集中的时候，多种因素形成钱荒。但是没有预警机制，没有指标体系，就造成了这样一件事情。

第二个例子就是汇率的不稳。4万亿外汇的下降，并不是去年，大前年就开始了。我们国家的利率在2012年从7%降到6%，一直到2014年底才开始再继续下降，这么长的时间比国际上利率高，所以实操部门大量的内保外贷，不要说转移资产，是大量的套利行为。但是没有预警的指标体系，监管部门眼看着从4万亿降到3万亿，这时候才急了。为什么没有预警机制，为什么没有预警指标体系，有了之后怎么实际操作呢？

第三个案例举的是2015年股市的异常波动。当初融资融券放开，2万多亿；信托放开，银行对证券机构的贷款放开，5万亿。5万亿什么概念？如果市值是50万亿，占了10%，这个比例在美国最高只有1.7%，美国股市200年的历史。中国到了8%-10%的比例，怎么可能不出事情，？你为什么不设预警机制？一看不对了，赶紧出措施。什么措施？马上踩刹车，高速行驶的列车踩刹车，不出事才怪。我记得当时监管部门派人到每家证券坐镇，马上切断，所以翻车了。

我个人多年的体会是，第一，宏观监管政策制定者要建立落实监管政策的整套预警指标体系。第二，要培养一支队伍，实际撰写大量落实这些监管指标或预警指标的操作规则。第三，要培养大批懂得实际操作的操作人员。就像银行发生很多的大案之后，我发现各家银行能够找到“开刀”查案子的人，最多两三个人。比较大的银行都只有两三个人，这种人才是有实际操作能力的人才。我就提这三条建议，谢谢大家。

邵宇（东方证券首席经济学家）：现在人民币的压力没有了，是不是重启汇率制度改革？贬值的时候没有办法改，现在升了，是不是有一些重启的动作，管涛你对这个怎么看？

管涛：改革不是经济决定，而是政治决心，改有改的做法，不改有不改的做法，要看领导怎么动。至少现在情况下没有那么急迫。风险大了不敢改，没有风险的时候不愿意改，这是我们要汲取的教训。

Shahin Vallee：对我们这些中国以外的人来说，很难了解中国对金融管理的一些体制，因为好像有很多的阻力因素，有很多的成员，比如央行、CBIC、国务院等等，成分太多了，对于我们来说很难看清楚。你能不能告诉我们到底是谁做决定，这个问题可能很难，因为中国金融体系中的主体实在太多了，到底谁能够做决定，这个问题听起来有点天真，但是我想问一下。中国增长目标和中国的金融稳定之间有一个冲突，所以我很好奇，大家觉得中国经济增长率最低是多低，当然是在保证金融稳定的前提下。现在大概是6.5%，如果要保证现在的信贷和金融稳定，最低可能会降到多低？

丁剑平（上海财经大学教授）：我只是想做一下关于管涛先生的点评。中国是有房地产泡沫的，央行的控制应该还是会存在的，因为资本流动是存在的。有人说，如果中国房地产市场的价格赶不上其他世界城市的水平，中国汇率的控制就会一直持续到房地产泡沫消亡的时候。

管涛：对这个判断，我觉得至少在实证上不能支持。中国一线城市的房地产价格很高，三四线城市就很低。你可以买美国的不动产，但是美国的不动产增值慢，你把它租出去也不是那么方便。我觉得简单从房价差异来讲，开放以后中国人一定会把钱转移出去到美国买房，这个说法不一定成立。

连平：好像没有人回答 Shahin Vallee 先生的问题，我尝试回答一下。中国当局已经改变了态度，包括增长稳定和金融稳定之间的平衡。比如说中国的 M2 增长有所放缓，中国实体经济增长仍然会增加，从官方数据看总体还是非常稳定的。可是实际的经济增长率低于政府给我们的数据，所以我们通过观察可以看到，中国的信贷和经济增长都是放缓的，未来肯定是这样的趋势。

范永进：上午发言和讨论都很精彩，谢谢各位。下午我们 2 点继续会议。

专题三：发达国家的非常规货币政策

Stephen Green（Capital Group 经济学家）：这次我们讨论的主题是发达国家采用的非常规政策。我看到演讲者的论文涉及到非常多的方面。请演讲者讲话时间不要超过 15 分钟，我也会帮助控制时间，如果时间掌握得好，我们还可以有半小时的时间自由讨论。第一位演讲者是 **Lawrence Goodman**，他是美国金融稳定中心的总裁。

Lawrence Goodman： 非常规货币政策的市场涵义

Lawrence Goodman（美国金融稳定中心总裁）：我要感谢 SDRF（上海发展研究基金会）和余永定先生对我的邀请，让我来给大家做这个报告。此次会议给我很大的启迪，其他演讲者的演讲及他们的对话中提出了很多有意思的话题和见解。跟 SDRF 的合作我也深感荣幸，特别感谢 SDRF 主办这次会议，我们一起深思全球货币政策问题。今天我要讨论的话题是货币政策对金融市场的影响。

首先评估一下我们的金融体系，这么做是为了让我们有一个思考的框架，认识金融机构当中发生了哪些问题，从而了解全球经济和金融市场如何对全球金融危机做出反应。

几年前我就开始思考在金融危机之后发生的一些重大变化，我发现了有一些特点是历史上从未发生过的，主要是三点。首先是金融体系和实体经济之间的关系如此复杂地相互交织。第二是中央银行和政府的大规模干预从未出现过，

特别是美联储大规模的政策干预和影响都是空前的。第三是监管机构的增长从未有如此之大的。

今天上午有嘉宾讲到多德 - 弗兰克法案，它是很强大的，但是根据我的经验这个法令走的太远了，我们就此可以做非常多的讨论、提出各种数据。一个强大的金融监管机构会造成全球经济的变化，所以我们有非常大的动机进行金融监管，特别是在美国。我们来讨论一下这个机构增长的速度，以及它现在走到了什么样的状态。从正在变化中的市场的结构可以看到，很多的金融市场都缺乏流动性，企业债券只是其中之一。美国国债的流动性也出现了巨大的变化，对债券市场的表现产生了重大影响。当然，金融监管的变化肯定会对金融市场造成很大影响，但我们希望市场能够按照原来的功能正常发挥，我们希望用定量的方法来定位这一点。

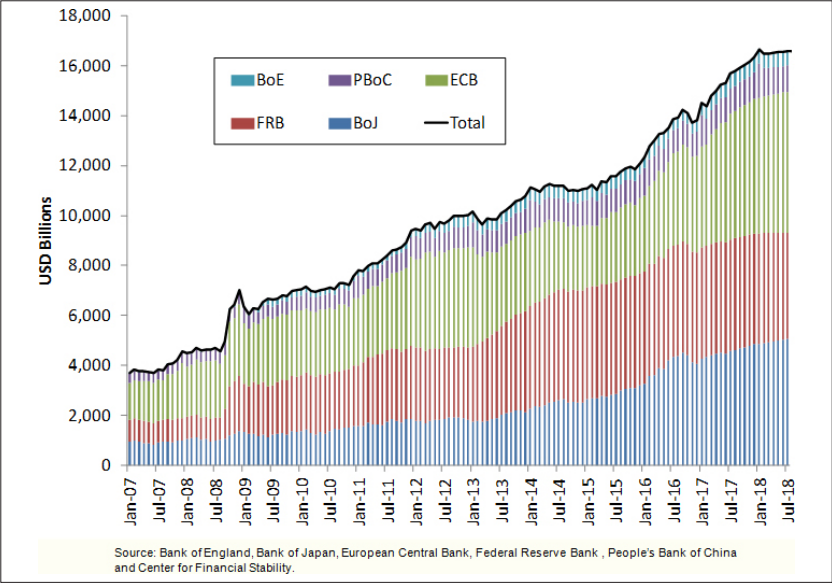


图 1：主要的中央银行的资产负债表扩张

金融市场扭曲的广泛程度也是前所未有的。我们看一下图 1，这张图是主要金融市场的中央银行资产负债表。之前中央银行扩表的情况从未如此积极，包括中央央行和其他机构，当初的资产储备是 4 万亿美元，现在已经是 16 万亿了，央行所持有的资产达到了当初的 4 倍。这对金融市场的影响是重大的。

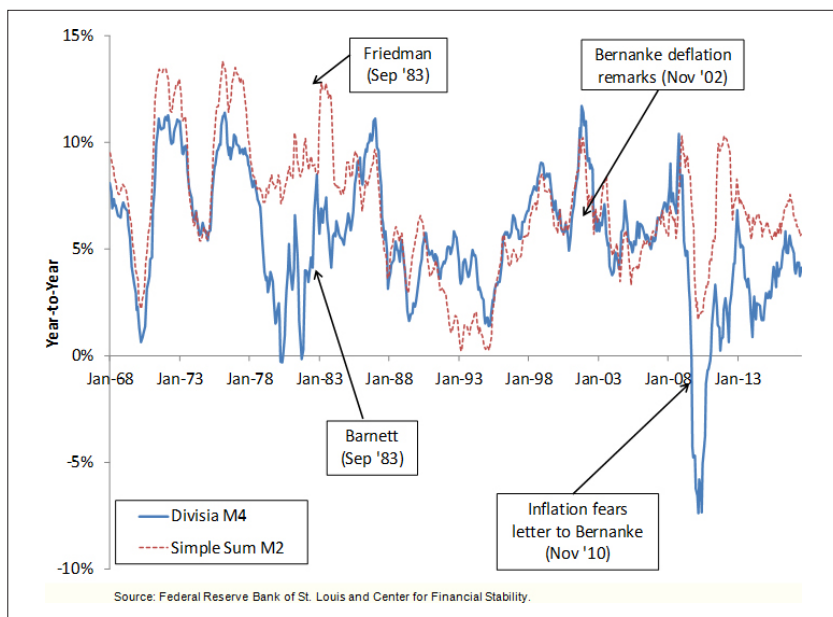


图 2：金融稳定中心 Divisia 货币指数与通胀

我们讨论的主题非常好，图 2 可以回答的是非常规货币政策对消费产品的通胀和资产泡沫造成什么样的影响。有一些问题可以从资本的供应进行分析，金融体系到底是如何工作的，资金的转移是非常重要的一个方面。我们可以看到两条曲线，蓝色是美国货币曲线，最大的峰值都跟 QE 相关，下跌的地方体现了美联储停止 QE 政策的时间。这是我同事

所做的分析，他分析了 1970 到现在的数据，而且还有一本书，里面充满了定量的分析，也有很多定性的描述。资金是我们所做的一切的核心，也是金融中心存在的理由。可以说整个金融市场对 QE 的反映非常不好，因此毫无例外，美国的金融市场受到了重大的打击，这样的情况已经持续了将近十年了。我们看到，一方面 QE 大幅增长，钱进入金融市场，而且范围非常大，包括影子银行，包括银行间的市场，也涉及到银行系统的市场。当美联储停止 QE 的时候，更广大的金融市场就再次开始增长。

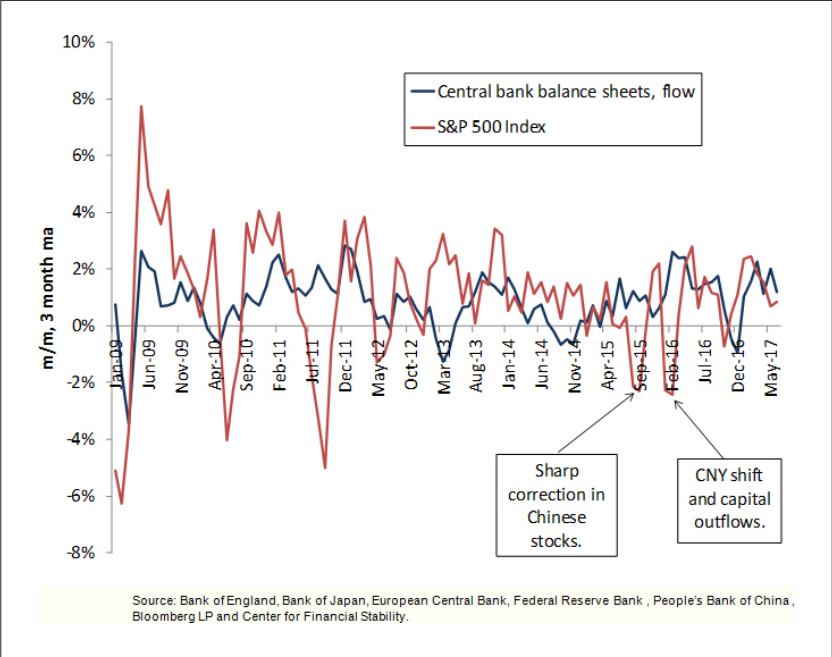


图 3：流动性对股市的影响

我想补充的是，这个蓝线的上下波动毫无疑问地把资产价格推高了。我们看到，真实资产价格的膨胀都是由这些中

央银行的行动所引起的。为什么，我相信商品价格并没有很大的通胀，因为我们从更广义的情况来看经济中的资金。当数量增加的时候，你必须理解到底是多少数量。这里我们很清楚的看到，人们对可能出现商品的通胀有很大的恐惧，2010 曾经有人在《纽约时报》撰文批评 QE 政策，认为 QE 会导致巨大的通胀。然而这些作者只看到了经验数据，他们没有看到将要到来的通胀。2010 年实际上并没有通胀，利率甚至是负数，我们可以回过头去讲，2003-2008 年太久地把利率维持在低位，我们也看到有更多的因素造成了全球金融危机的发生。但是很多人都相信这个危机的主要原因是中央银行的一些政策，因为一旦他们增加太多钱的话，聪明人就知道如何利用它。

伯南克主席 2000 年说我们将要进入一个强大的通缩阶段，但看一下 M2 的增长，没有任何信号说会出现通胀，所以 2003-2005 年的时候完全没有通胀的威胁。在美联储的控制后面应该有更多的数据分析。我从纽约飞到上海需要 15 个小时，我有足够的时间来阅读，我读了 4 份中国的报告，都写的非常好。IMF 建议中国人民银行不要增加 M2 的供应了。我想在我们的研究中如果数量本身很重要，也必须结合这个数量跟其他的因素，我们希望找到一个最佳的数量，这样才能用更好的方法权衡中国央行应该做什么。

最后，资产价格，无论是国债还是标普 500，都有很大的泡沫，都是因为 QE。相比股市，国债市场受到 QE 的影响更大，因为 QE 大部分直接进入了债券市场，使得它的价格居高不下。这些债券的价格不但很高，波动性也更大了。为什么波动性更大呢？当美联储来买的时候价格就会涨，而当美联储退出债券市场，价格就会下跌。这些政策造成的扭

曲也促进了投机市场。

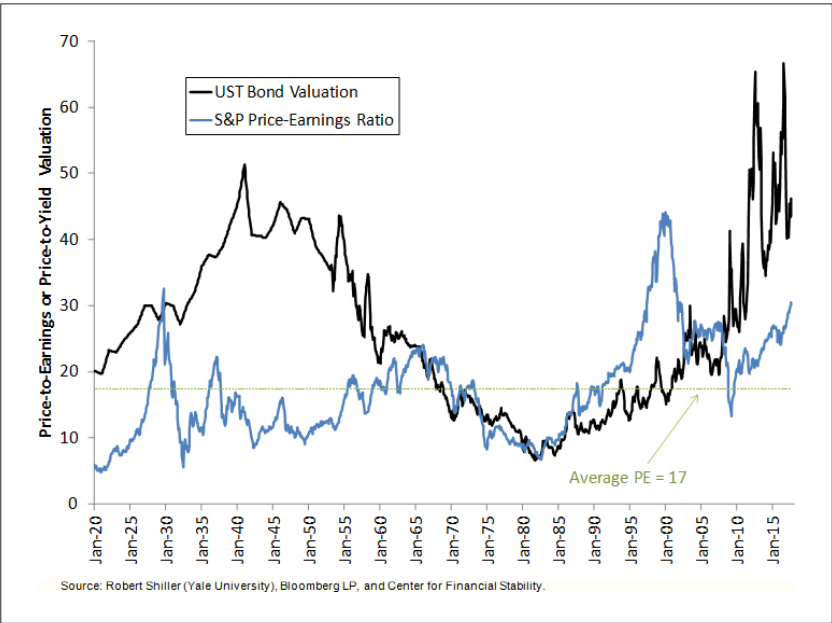


图 4：政策驱动的债务和股权市场扭曲

关于投机市场，我们看一下期货市场的头寸，这里有标普 500、瑞士法郎等等，在 QE 之前用蓝线表示的市场规模是相对较小的，2003-2006 年的伯南克时期有很大的增长，现在的投机市场变得比以前更高。另一点也很重要，红线代表的是净头寸，指的是现在做多少的投机交易，在 QE 之下它的波动性越来越高。

最后我想说一下，金融市场中的参与者包括金融机构，当然，它们没有办法完全规避风险。我们应该要关注政府或政府相关机构在这个方面的重要作用，就是它们可能会创造一些条件，而这些条件会导致对冲或投机，所以政府的决策还是非常重要的。除此之外，非传统的货币政策也会带来其

他一些问题，这些问题也是我们以后要更加关注的。在未来我们要做的是什么呢？我们应该去思考一下怎么解决我们今天谈到的这些问题，怎么样去解决中央银行现在面临的一些问题，以及我们怎么用一些监管手段使得监管能够有助于市场的发展，为资本市场带来更好的稳定性，带来更好的发展。这就是我的演讲，谢谢。

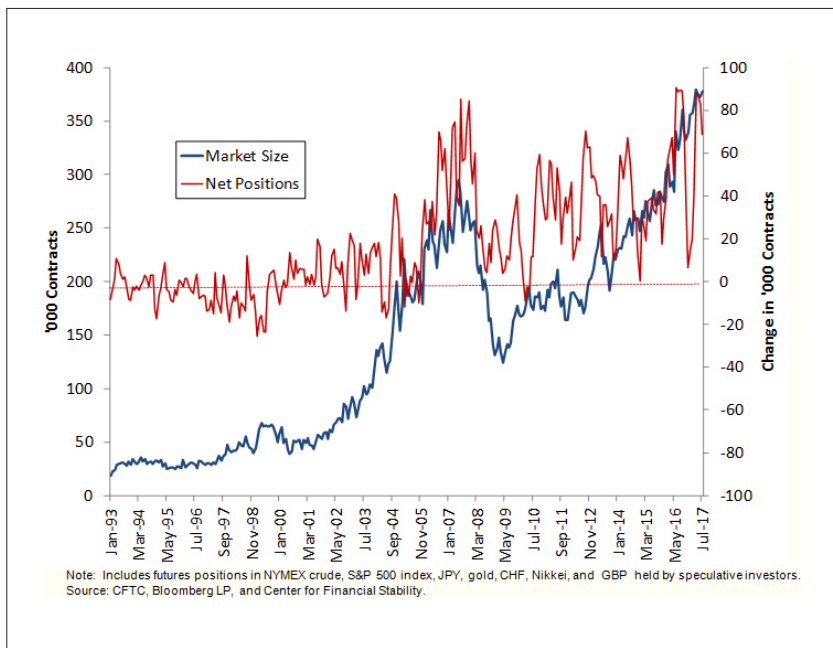


图 5：政策驱动的投机市场扭曲

Stephen Green: Lawrence Goodman 先生确实提供了很多的思考，给我们讲了 QE，也讲了对央行的看法，讲了将来的一些看点。希望他所讲述的，我们在未来几年中会看到。接下来我们邀请丁剑平教授跟我们讲一下金融政策的不确定性以及对亚洲市场的影响。

丁剑平： 货币政策的不确定性对亚洲经济体可能的溢出效应

丁剑平（上海财经大学教授）：非常感谢主办方邀请我参加这次会议，中国是亚洲市场的一部分，我讲一下美国市场对亚洲市场的影响。

我想说的是，亚洲这个社区中有很多不同的经济体。有一些沿海国家，有一些内陆国家。沿海国家一般来说是比较开放的，而且非常受美国货币政策的影响，内陆国家相比较而言较少受国外货币政策的影响，这是我开始研究时的一个假说。

1997 年出现了亚洲金融危机，十年以后又出现了全球金融危机。我们首先从历史事件进行一些分析，来更好地预测未来亚洲市场的一些变动。除此之外，我们要了解金融危机中最容易受影响的国家是哪些，比较不容易受影响的国家是哪些。我们主要是看到会出现一些资本账户的变化，利率也会受到影响。

亚洲有东盟国家、南亚国家，南亚国家一般是比较内陆的一些国家，我也希望研究一下东盟国家和南亚国家，两者之间的差别，这是我研究的背景。我参考了一些文献，这些文献确实证明了美国货币政策会对亚洲国家产生一些溢出效应。很多研究发现，这个传导的区别比较弱，没有那么强。有一位作者是通过一些比较低的国内证券市场的收益，还有一些银行的信贷、证券市场的影响，但是我的研究不是这个方向，我主要是考虑其他的一些影响因素。还有一个 2005 年做的一项研究，谈到了美国货币市场对中国的研究，这个影响的渠道基本上只局限于债券市场。还有一项研究觉

得，溢出效应是比较模糊的。在我之前已经有了很多的研究，我想要了解他们的研究是否正确。

VarName	Obs	Mean	SD	Min	Max
Home interest rate	1617	-0.00	0.11	-2.079442	1.203973
US Policy interest rate	3000	0.00	0.22	-2.079442	1.098612
Home money supply 2	1767	0.01	0.02	-.1799833	.183117
US money supply 2	3000	-0.00	0.06	-.7479554	.0269624
Home exchange rate	2686	0.00	0.21	-4.933867	4.992928
US dollar exchange rate	3000	0.00	0.00	-.0014094	.0014094
Home capital account	1032	0.01	0.27	-3.72998	2.662084
US capital account	2960	-0.01	0.23	-1.753589	.7363831

图 1: Statistic Description of the Datin All Asian Countries

(Panel VAR model)				
VARIABLES	All Asian Countries		ASEAN Countries	
	home interest	US interest	home interest	US interest
L.home interest	-0.167* (-1.897)	0.0880 (1.350)	-0.203** (-2.154)	0.0276 (0.532)
L.US interest	0.0535*** (2.710)	-0.000195 (-0.0322)	0.0862*** (2.704)	0.00391 (0.609)
Observations	1,569	1,569	872	872

VARIABLES	South Asian Countries		Northeast Asian Country 3	
	home interest	US interest	home interest	US interest
L.home interest	0.731*** (11.78)	16.25*** (10.18)	0.224* (1.740)	0.766*** (2.796)
L.US interest	0.00292** (2.008)	-0.0181 (-0.509)	0.0407** (2.285)	-0.0768* (-1.780)
Observations	425	425	157	157

图 2: Policy Interest Rate

这是我的研究方法和模型（图 2），其实是相对比较简单，它采用的是面板向量自回归（PVAR）模型，GMM 是我的方法。我收集了一些亚洲国家的数据，包括利率的表现、利率的结果。美国的利率确实会影响亚洲国家。这里有一些因子和影响因素，这个影响因素还是比较大的。

VARIABLES	All Asian Countries		ASEAN Countries	
	home M2	US M2	home M2	US M2
L.home M2	0.269*** (6.368)	-0.0269*** (-3.597)	0.318*** (4.048)	-0.0355*** (-3.225)
L.US M2	-0.219** (-2.420)	0.00309 (0.129)	0.167 (0.963)	0.00450 (0.108)
Observations	1,719	1,719	570	570

VARIABLES	South Asian Countries		Northeast Asian Country 3	
	home M2	US M2	home M2	US M2
L.home M2	0.299*** (6.347)	-0.0318** (-2.428)	0.281*** (4.022)	0.00296 (0.185)
L.US M2	-0.435*** (-2.978)	0.00503 (0.124)	-0.164 (-1.245)	-0.00539 (-0.112)
Observations	576	576	429	429

图 3：Money Supply 2

第二个就是货币的供给，这是第二个因素（图 3）。所有的亚洲国家也会被美国货币供给 M2 的影响。

VARIABLES	All Asian Countries		ASEAN Countries	
	home exchange rate	US exchange rate	home exchange rate	US exchange rate
L.home exchange rate	0.0147 (1.455)	-4.54e-06 (-0.487)	0.00668 (0.993)	1.69e-07 (0.0487)
L.US exchange rate	-96.60*** (-8.626)	0.771*** (8.652)	-211.2** (-2.478)	0.257** (2.466)
Observations	2,614	2,614	1,453	1,453

VARIABLES	South Asian Countries		Northeast Asian Country 3	
	home exchange rate	US exchange rate	home exchange rate	US exchange rate
L.home exchange rate	0.00856 (0.914)	-2.10e-06 (-0.422)	0.374*** (3.634)	-0.000215* (-1.900)
L.US exchange rate	-1,704*** (-5.882)	0.857*** (5.824)	128.2 (0.251)	0.816*** (3.706)
Observations	726	726	433	433

图 4：Exchange Rate

第三个就是汇率是第三个影响因素（图 4）。汇率是很

难分析的，因为它完全取决于美国的标准，这取决于你怎么评估汇率。根据美元本位的话，影响是非常大的，所以亚洲货币很多都是跟美元挂钩的，这之间的因子比较大，关联性很高，特别是东盟国家。

还有一个就是 SDR 机制，这个机制跟之前说的美元本位不一样。很多亚洲货币会受到美国市场的波动。

还有一个因素是资本账户（图 6），内陆国家还有南亚的国家会受到美国资本市场资本账户的影响。

VARIABLES	All Asian Countries		ASEAN Countries	
	home exchange rate	US exchange rate	home exchange rate	US exchange rate
L.home exchange rate	0.000668 (0.143)	-0.00532*** (-3.477)	-0.00116 (-0.323)	-0.00519*** (-12.02)
L.US exchange rate	-0.0983*** (-2.631)	-0.00854 (-0.512)	-0.0689 (-1.330)	0.00722 (0.335)
Observations	2,901	2,901	1,591	1,591

VARIABLES	South Asian Countries		Northeast Asian Country 3	
	home exchange rate	US exchange rate	home exchange rate	US exchange rate
L.home exchange rate	0.115** (2.459)	-0.00661 (-0.194)	0.0338 (0.382)	0.0296 (0.915)
L.US exchange rate	-0.258*** (-4.119)	-0.0704* (-1.707)	-0.0176 (-0.135)	-0.0608 (-1.476)
Observations	874	874	437	437

图 5: Exchange Rate/SDR

图 7 中大家可以看到，亚洲国家汇率和美元与 SDR 之比的关系。这个是和美国的汇率相挂钩的，柬埔寨、韩国、菲律宾和美元的汇率相关性非常高。日本不会有很大的影响，巴基斯坦、印度的影响也不会很大。如果我们用 SDR 的标准，中国、新加坡、泰国和老挝这些国家是有一些相似之处的，这其实是一个比较奇怪的现象。

VARIABLES	All Asian Countries		ASEAN Countries	
	Home Capita	US Capital	Home Capita	US Capital
	Account	Account	Account	Account
L.Home Capita	-0.132	-0.0582	-0.0552	-0.0506
Account	(-1.519)	(-1.448)	(-0.800)	(-0.400)
L.US Capital	0.0258	-0.0166	-0.0143	-0.00600
Account	(0.822)	(-0.337)	(-0.292)	(-0.0637)
Observations	917	917	258	258

VARIABLES	South Asian Countries		Northeast Asian Country 3	
	Home Capita	US Capital	Home Capita	US Capital
	Account	Account	Account	Account
L.Home Capita	-0.0557	-0.183**	-0.114	-0.0401
Account	(-0.407)	(-2.160)	(-1.191)	(-1.179)
L.US Capital	-0.0598*	0.0309	0.172**	-0.00344
Account	(-1.745)	(0.448)	(1.997)	(-0.0374)
Observations	382	382	223	223

图 6：Capital Account

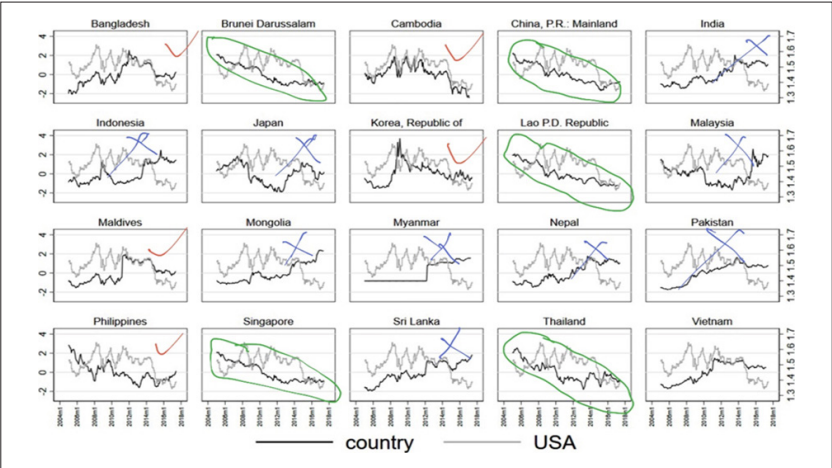


图 7：Asian Exchange Rates. USD/SDR standard

第二个是关于亚洲的货币供给（图 8），只有日本和韩国不怎么有关联性，而且它们是沿海国家，是开放性的市场化的经济体。这两个国家不会受到美国货币政策的影响。

而其他国家和美国的 M2 非常相关。

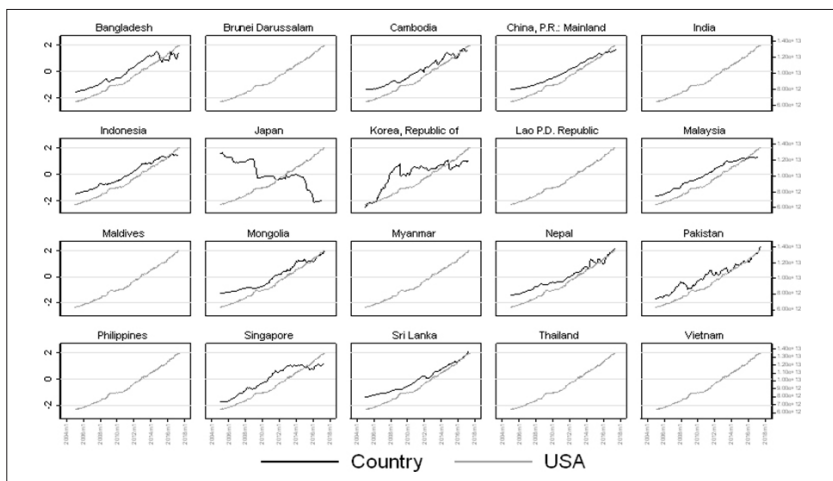


图 8：Asian Money Supply 2 vs. USA

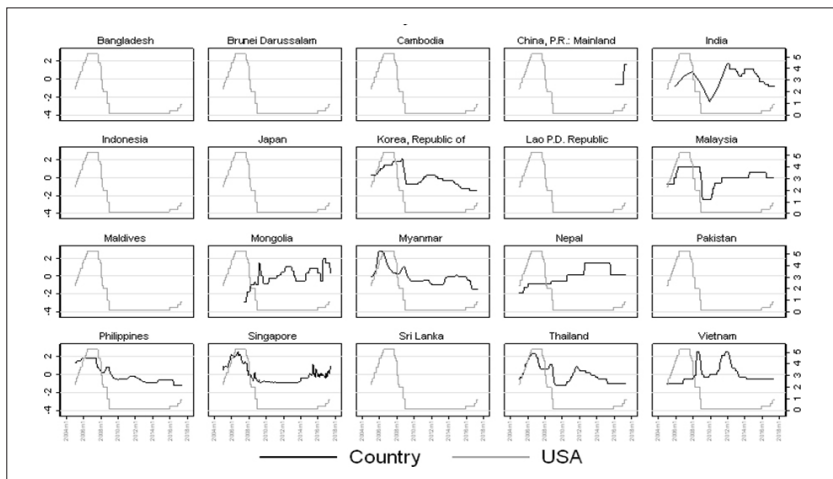


图 8：Asian Policy Interest Rate

接下来是利率（图 8）。蒙古关联性并不是特别大，印度的关联度也不高，其他国家还是比较相关的。

图 9 是资本账户，我也用红色的线标出跟美国相关的国家，蒙古、马来西亚相比而言跟美国的资本账户不相关，因为它们的资本账户监管比较严格。

我做了一个总结，根据这个模型，货币的供给、货币政策利息率、汇率、资本账户是非常重要的影响因素，货币供给影响最大，其次是利率，汇率排在中间，最后是一个资本账户。所以资本账户的影响其实没有那么大，这是顺序的排列，这是我的一个研究。我认为内陆这些国家非常受美国货币政策的影响，亚洲的亚陆国家跟美国的货币政策或货币供给是息息相关对。根据利率也是一样的，我们非常惊奇地发现，内陆国家非常受美国汇率的影响。日本是一个开放市场，并不特别受美元汇率浮动的影响。在 SDR 标准之下，中国、新加坡、泰国、老挝这些国家跟美国货币政策的关联性是非常模糊的，不是一刀切的。

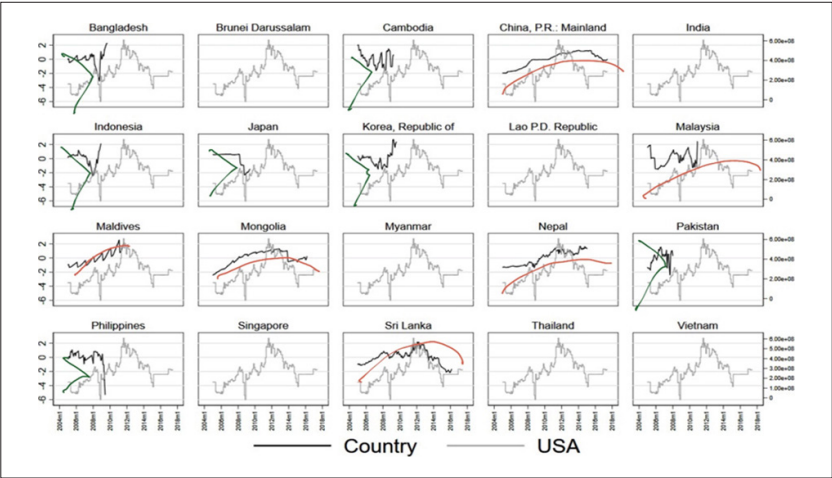


图 9: Asian Country's Capital Account vs. USA

从利率来讲，内陆国家跟美国货币政策的相关性并不是

很特别的，这也是我们惊讶的发现。相反的是，海岸国家，比如北亚国家、欧盟国家，都受到了美国利率政策的影响。就资本账户而言，中国、蒙古、斯里兰卡等都受到影响，东盟国家受到的影响比较模糊，比如新加坡就没有受到美国资本账户的影响。

我的结论是，美国的货币供给在溢出效应的强度来说排名第一。第二是利率，也对亚洲经济体特别是对海岸国家造成较大的影响。第三大影响因素是汇率，它影响到了所有的亚洲经济体，特别是影响到了东盟国家，但是对日韩两国影响最小。对北亚国家的影响相对较小。美国资本账户的变动对南亚国家影响较大。最后，这证明了亚洲的内陆国家更大地受到了美国货币政策的影响，沿海国家受美国货币政策影响则较小。这对我们未来的研究会具有一定的利率参考意义。谢谢。

Stephen Green: 讲的非常好，而且 15 分钟的时间控制也非常好。接下来是来自于都灵大学的 Miriam Campanella，她的演讲主题是“撬动外汇储备、回流效应和人民币的预期作用”。

Miriam Campanella: 撬动外汇储备、溢回效应和人民币的预期作用

Miriam Campanella（欧洲国际政治经济研究中心高级研究员、都灵大学教授）：首先我要感谢乔先生邀请我参加这么精彩的论坛，我也向所有的参与者致以来自欧洲的问候。

随着人民币的国际化，人民币对全球金融市场的作用也



有了很大的提高。简单介绍一下溢出效应，因为我认为对演讲的主要观点非常重要。针对溢出效应还有一个回流效应，指的是核心中央银行跟周边中央银行的互动是双向的。我们看到资本外流，新兴市场央行也推出了干预政策以抵消汇率的压力。在伯南克政策之后，我们也意识到资本控制变得更为重要。一般来讲，干预政策和货币政策是由一些核心的国家来主导的，而现在新兴市场央行的干预政策也发挥了越来越大的作用，而且在整个经济界达成了共识。金融的创新引起了一些外汇市场的变化，为了抵御这些变化带来的影响，有很多外汇储备抛售的情况出现，特别是周边国家几乎出现了同步的抛售来应对美国的 QE。我认为这又进一步触发了一个新的动态。这是核心国家央行影响周边央行，反过来又从周边国家央行反弹回来，影响到核心国家的央行。

	Monetary policy		Fiscal policy	Macroprudential Policy	CFMs	FX	Liquidity provisions measures
	Tight	Loose	Tight	Tight	Removal	Intervention	
Brazil	✓		✓		✓	✓	✓
India	✓		✓	✓	✓	✓	✓
Indonesia	✓			✓	✓	✓	✓
Russia	✓					✓	
S Africa	✓						
Thailand		✓					
Turkey	✓			✓		✓	✓
Poland		✓				✓	

图 1：外汇储备的步抛售

我们现在思考如何来衡量回流的指标，哪些指标会对核心国家央行的货币政策产生限制。回流效应需要进行衡量，比方说抛售外汇储备的影响到底有多大，这些是非常重要的指标。因为这是在历史上第一次看到自然出现的互动，出现

在核心央行和周边央行，这不能称为改变游戏规则的重大举措，但确实是一个新生事物。

杠杆根据定义，就是通过较少的资金来形成更大的效果。我们记录了最新的周边国家央行跟核心国家央行的一些数据，其实周边国的央行抛售外汇储备的影响是比较轻微的。外汇储备降低在新兴国家是一个共同的现象，外汇储备的重新调配或分布是非常重要的一个举措。一方面考虑到美元的溢出效应，另一方面应该对外汇组合做一个战略性的部署。直到今天我可以这样说，这是一些沉睡的资源，全球外汇储备的积累不仅对中国来说，而且是对众多新兴国家来说，让央行在管理外汇储备，在选择货币种类的时候更有选择性，它们更愿意选择新的资产以及新的货币。这对国家来讲是更利的一种选择，对这个国家的经济发展更有利。

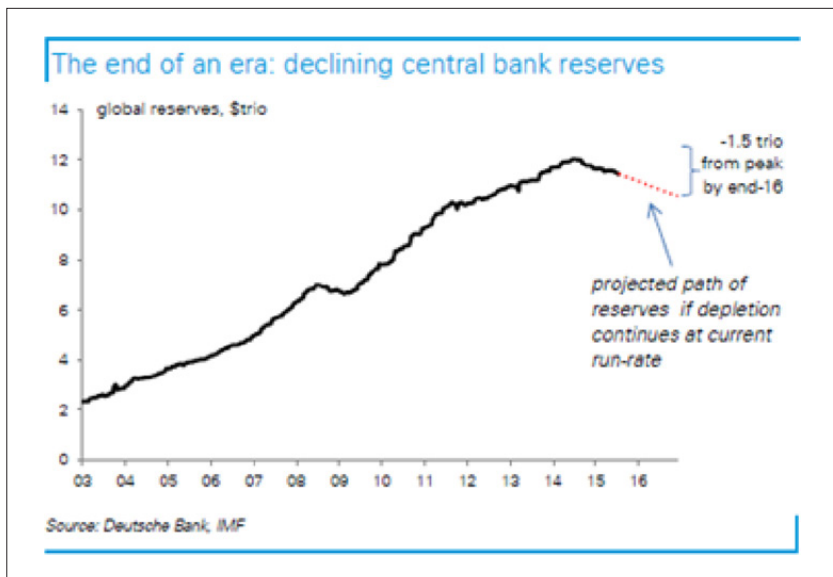


图 2：全球外汇储备积累规模缩小

我们看到在外汇储备减少方面存在的趋势。人民币自由浮动的外部压力正在导致新的外汇储备政策，这意味着央行的干预措施更少，从而国家可以减少外汇储备，尤其是美元的储备，而买入一些新兴国家的货币。在海湾合作委员会，还有太平洋联盟国家，都有一些动向。人民币是不是已经准备好成为一个外汇储备货币了呢？当然这需要一定的条件。比方说汇率的市场化，还有完全的可兑换性。我们看到，新兴市场的容量已经到达了 10 亿美金，它们非常热切地要对外汇储备配置功能性更强的资产，而不是平均分配，它们会选择更有利于本国经济发展的资产配置。所以如果人民币全面自由化，就会成为更多国家外汇储备多元化的选择。人民币的市场化和预期的波动性的增加，是加速推进储备投资组合政策的因素。新兴国家的中央银行，还有一些发达国家的中央银行，需要大量将外汇储备重新部署到人民币上，减少美元长期债券的持有。我们需要了解这个系统的自然反应，它是如何进行自我稳定的，我们需要一个系统性的方法来应对这一点。对这些回流效应的研究，让我理解到系统是有自我修复功能的。谢谢。

Stephen Green: 非常感谢 Miriam Campanella 女士，接下来我们会邀请到张明先生，他是来自中国社科院世经所的，他给我们介绍一下跨境资本流动的最新变化。有请。

张明： 跨境资本流动的最新变化：特征、原因与可持续性

张明（中国社科院世经政所国际投资研究室主任）：非常感谢上海发展研究基金会的乔依德老师邀请我来参加这

个会。十年前我也来开过这个会，非常高兴十年后又站到这里。我今天谈两个问题，一是介绍跨境资本流动的最新趋势，第二是对人民币定价的逆周期因子做一个评论。

为什么在这里谈中国呢，我觉得两点原因。第一点，次贷危机爆发深刻改变了中国经济增长或结构性改革的路径。第二点，当前中国经济的很多特点或者说风险特征，跟美国次贷危机爆发前有很多相似之处。今天上午很多专家都讲了，我就不再强调了。

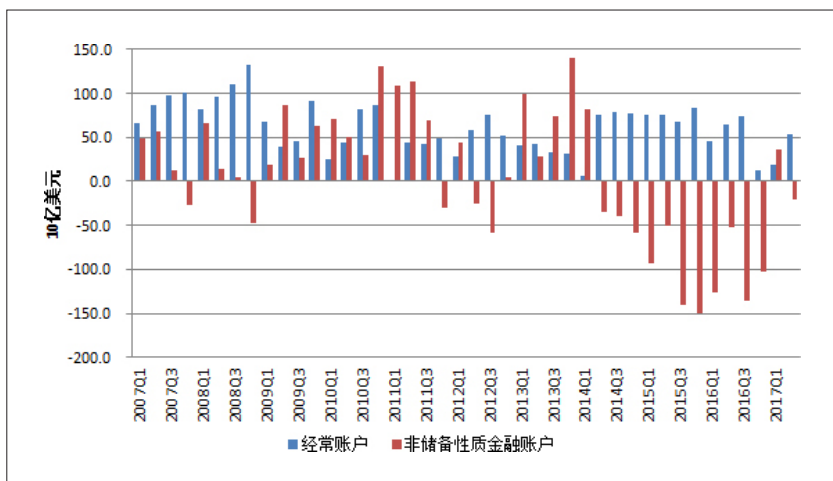


图 1：非储备性质金融账户逆差 17H1 显著缩小

第一个问题是今年以来国际收支发生了一些新的变化。图 1 中，红色是非储备性质的金融账户，即资本账户，蓝色是经常账户。2014 年第二季度到去年第四季度之间我们大概有 11 个季度面临持续的持续经常账户逆差。今年以来我们可以看到发生两个变化：第一个变化是经常账户的顺差有明显的收窄。第二个是今年一季度资本账户恢复了顺差，但是第二季度又重新回归了逆差。

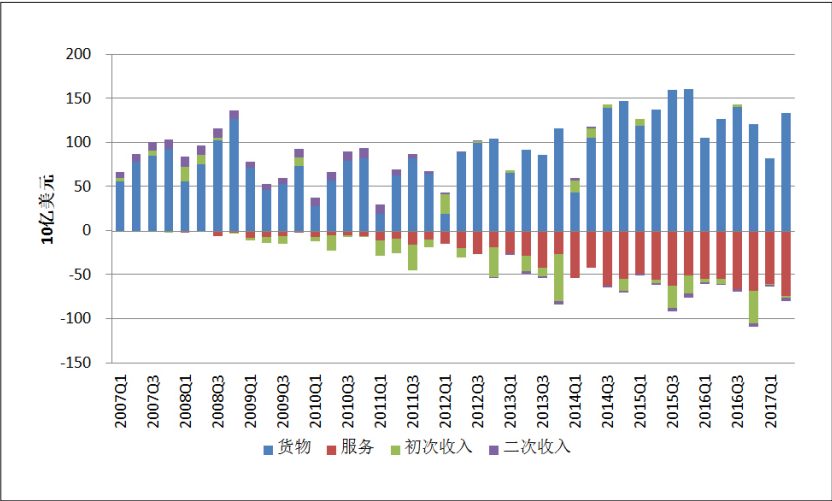


图 2：服务贸易是近年来经常账户下资本外流的主要渠道

首先我们看一下经常账户（图 2）。尽管目前我们经常账户是顺差，但是这几年来经常账户四项中有三项逆差，红色柱子就是我们服务贸易的逆差，服务贸易逆差在不断扩大。事实上，服务贸易项也是当前中国资本外流的一个主要途径，尤其是外管局收紧了资本账户的管制之后，比如大家出去旅游，通过刷信用卡的方式把资金转移出来，中国人很多到中国香港购买保险，这些资本外流都反映在服务贸易的逆差里了。

图 3 反映了我们资本账户的三项，蓝色柱子是直接投资，红色柱子是证券投资，绿色是跨境信贷。过去这一轮跨境借贷是中国资本外流的特点，这里面包括中国过去一些外资的回流，还有中国本地资金的流出。资本外流最严重的时候，直接投资、证券投资和其他投资都同时出现了外流。今年一季度资本由逆差转为顺差的主要原因，也是因为跨境借贷从逆差转为顺差。

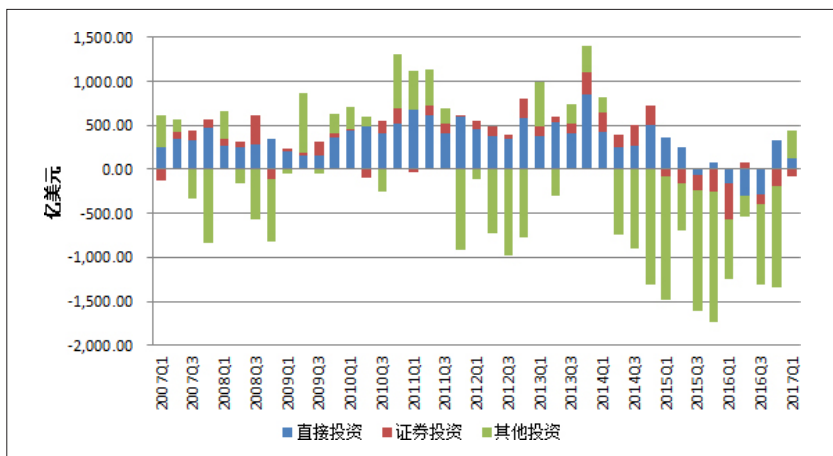


图 3：其他投资项由负转正是资本账户
由逆差转为顺差的主要原因

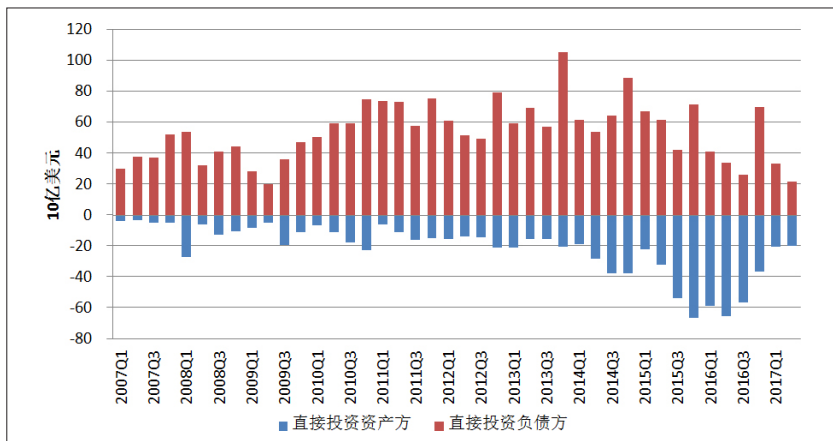


图 4：ODI 曾经是资本外流的重要渠道，但受监管收紧影响，重要性显著下降

我们看图 4 的直接投资，红色代表我们吸收的 FDI，蓝色是中国的 ODI（境外直接投资）。2016 年我们 ODI 的流量首次超过了 FDI，使我们成为直接投资的净输出国。但是

大家也知道，在去年飙升的 ODI 中，有很多其实不是企业理性的真实投资，有些是资本外流。所以从去年下半年开始，外管局、发改委、商务部收紧了对 ODI 限制后，ODI 有明显缩小。最近国务院又有一个新的对 ODI 的限制，可以预计未来一段时间里蓝色柱子将进一步收缩。从证券投资来看，过去一段时间值得我们关注的现象是，随着我们向外国投资者开放债券投资市场，有很大的外资流入，这应该是一个比较好的事情。

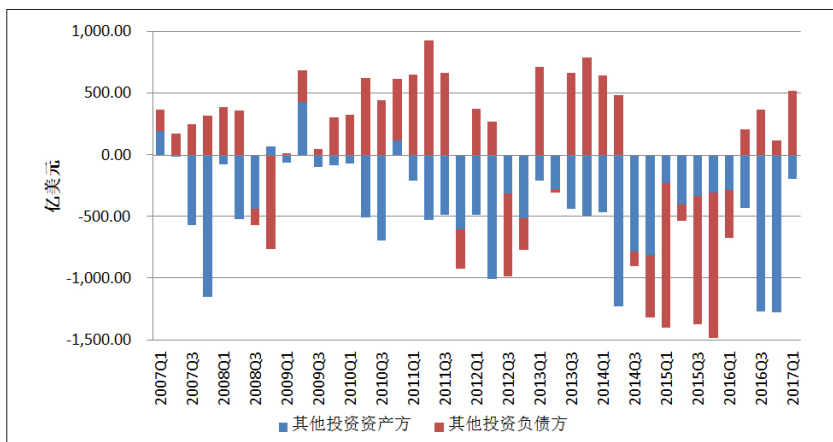


图 5：从 2016Q2 起，本国居民资金外流成为其他投资流出的主要原因，但 2017Q1 明显收窄

最后我们看一下其他投资（图 5）。从资产方和负债方来看，红色柱子就是其他投资项下的外资流入，蓝色是其它投资项下本国资金流出。大家可以看到一个非常有趣的特点，就是在 2015-2016 年资本外流的时候，一个很大的资本外流的途经就是中国过去很多的借入的外资都撤出了。当存在人民币升值预期的时候，很多中国企业在海外借美元贷款拿到国内来，或者进行实体投资或者进行金融套利。随着人民币

升值预期的逆转，它又回去了。但是大家可以看到，2016 年去年 1-2 季度是一个转折点，在此之前外资的回撤是其它投资项外流的一个主要原因，但是在第二季度之后，外国资金又重新流入了。去年下半年，本国资金的外流成为中国资本外流的一个主要方面，它有一个模式的切换在里面。

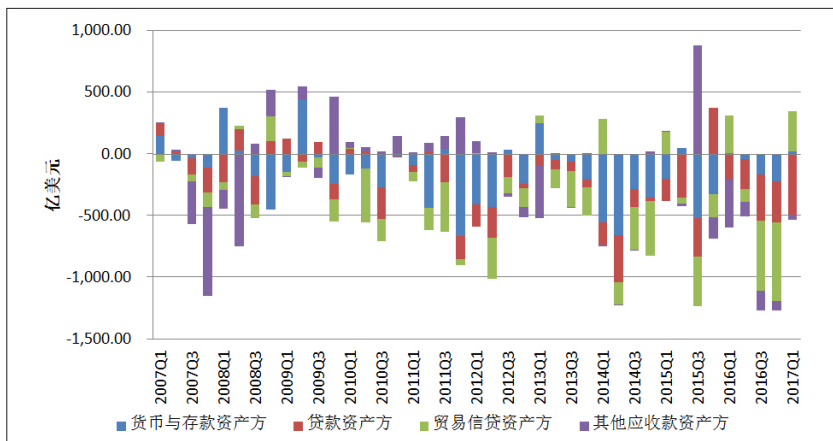


图 6：贸易信贷与贷款是本国资金外流的主要形式

总而言之，在其他投资项下，本国资金外流的主要形式有两个：一个是贸易信贷，一个是贷款。在其他投资项下，外国资金的撤出主要是通过外国贷款的回撤（图 7），也就是我们这个表中红色的区域。通常情况下外国贷款应该是正的，但是在 2014 年下半年、2015 年全年外国贷款都在流出，这说明我们跨境交易的回撤。最后大家看到，外国贷款转负为正，又回归一个正常的模式。

国际收支表上有一项是错误和遗漏项。一般情况下它们是正态分布的，但是截至今年 1 季度，尽管官方的资本外流减弱，但是地下渠道资本外流依然庞大，今年一季度资本外流依然高达 600 亿元左右，这是一个很大的资本外流。

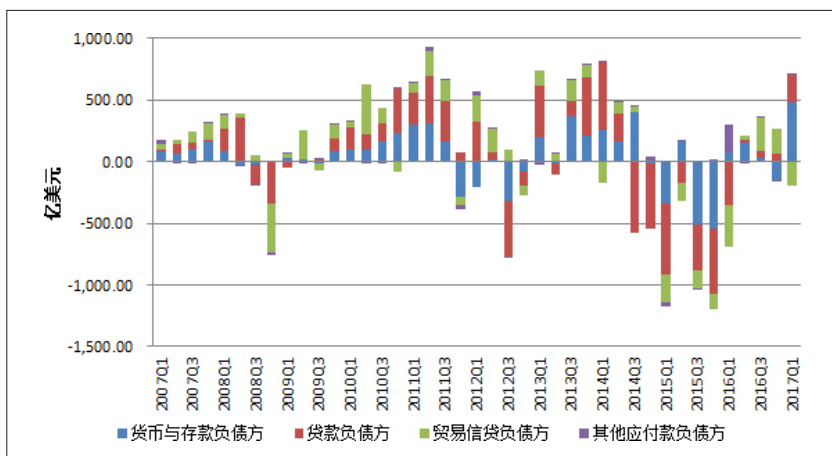


图 7：外国贷款回撤一度是外国资金撤出的主要形式

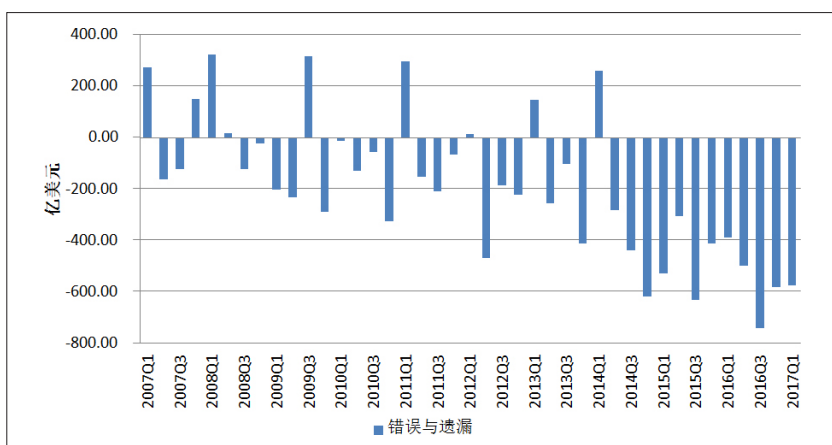


图 8：地下渠道是当前资本外流的主要形式，且在 2017Q1 外流依然很大

各项的综合作用下，今年二季度中国外汇储备增量在经过很多季度的负增长之后首次转负为正。我们央行口径下的外汇储备恢复得更早一些，主要是因为美元贬值的估值效应所致。这就是央行的口径外汇储备（图 9），大家可以看到，

消耗最快的时候是在 2014 年下半年到 2015 年下半年，到了 2016 年初的时候我们已经到了 3.2 万亿美元左右，最近已经保持了连续 6 个月的回升。今年以来，无论是资本外流还是储备的消耗都有一个明显的改善。

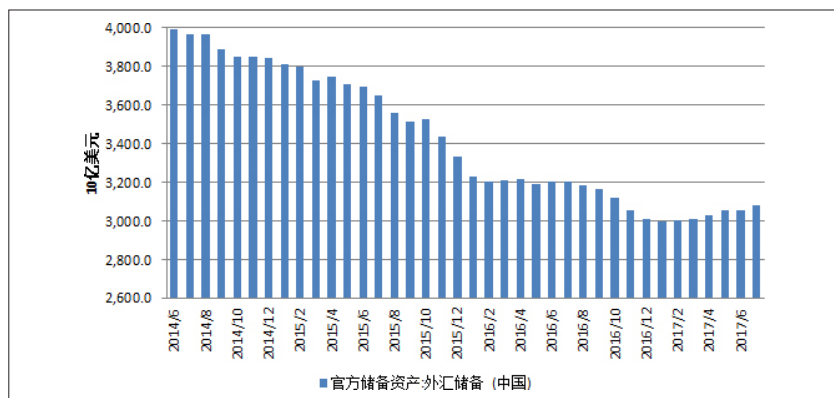


图 9：受估值效应影响，截至 2017 年 7 月，央行口径外汇储备已经连续 6 个月回升

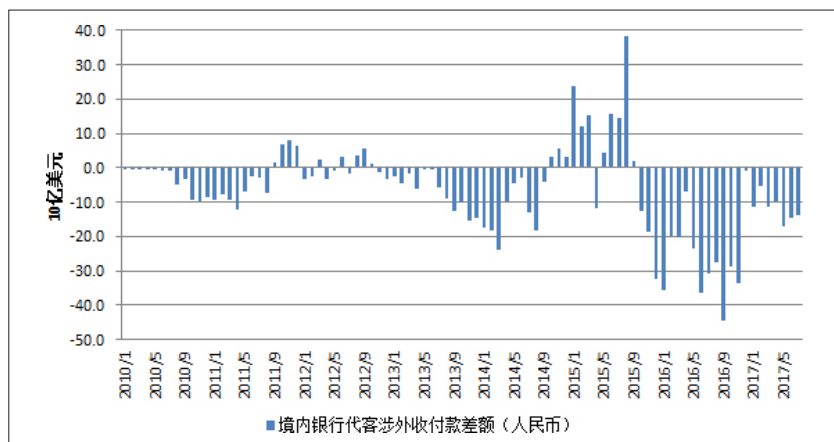


图 10：跨境人民币交易一度是资本外流的重要渠道，但受监管加强影响，作用明显下降

事实上过去几年，由于人民币国际化进展非常迅速，导致跨境人民币资金的流动也很庞大，图 10 反映了跨境人民币的净流动。2016 年随着外管局率先收紧对外汇的管理之后，大量的资本外流通过本币其它的渠道流出。一旦你收紧跨境人民币资本外流，就会导致一个不利的后果，就是境外人民币规模的缩水。目前香港市场人民币存款数量从 1 万亿元降到了 5000 亿元，换句话说，当前为了调控人民币汇率，我们加强了资本账户管制的努力，这对人民币国际化有很大的冲击。换句话说，这样的改善是不是可持续的。

我们回到导致本轮资本流出放缓的原因，然后再来看它的可持续性。大概有这么四个原因，第一是人民币汇率贬值预期开始减弱，最近进入新一轮的升值预期。但是这一点是不是可以持续，我一会儿再讲。第二是从 2015 年下半年，中国央行收紧了基本账户的管制，这个措施尽管有成本，它短期内可以持续。第三是 2016 年以来中国经济逐渐回暖，现在中国经济是不是进入新周期有很大的争论。但是我想说，至少短期来看，中国经济仍然有下行的压力，还有很强的不确定性。第四，人民币的升值压力和资本流入与我们利率水平的上升有关系，而跟周期的关系不大。主要是金融强监管导致了货币市场和债券市场利率的上升，中美利差重新加大是一个很重要的原因，但是它很难持续。因此我们今年年初出现的基本账户顺差很难持续。逆周期因子的加入，使得人民币汇率更加扑朔迷离，难以判断。我想说的是，如果说没有结构性改革的话，中国未来资本外流的格局恐怕会延续。

下面我说明一下我对今年 5 月下旬新加入的逆周期因子的看法。大家可以看到，人民币的大部分升值是在今年五月

下旬加入逆周期因子之后实现的。



图 11：5 月以来人民币兑美元显著升值

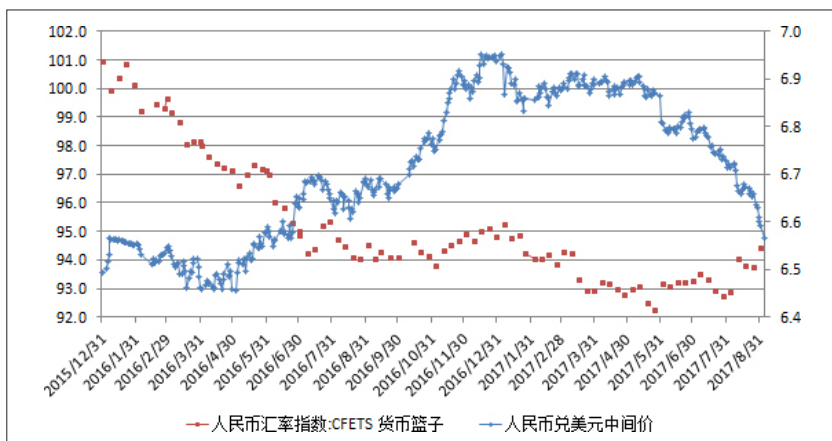


图 12：非对称性贬值格局有所突破

图 12 中，蓝线是人民币兑美元的汇率，红色线是人民币对货币篮子的汇率指数。从 2016 年初，人民币定价的双目标模式实施以来，我把之前的格局概括成非对称贬值，就是人民币汇率的变动主要取决于美元指数的变化。当美

元指数走强的时候，人民币会选择盯着篮子，对美元贬值，这主要发生在去年下半年。而美元指数走弱的时候，人民币会选择盯着美元，对篮子贬值，这主要发生在去年上半年和今年 1-5 月份。但是今年 5 月份以来，这个格局变化了，首先人民币兑美元继续强劲升值，其次人民币对货币篮子也升值，非对称格局在 5 月份以后变成了一个双升的格局。

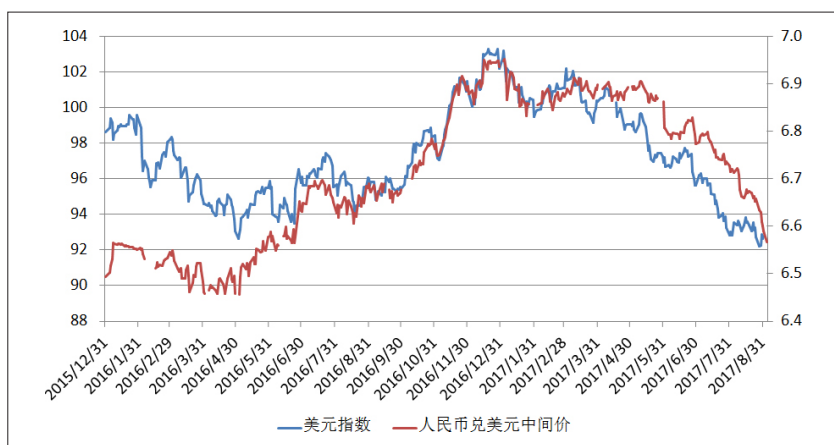


图 13：主要原因还是美元自身走弱

图 13 的红色线是人民币兑美元的中间价，蓝色是美元指数，今年五月份以来到现在，它们的相关性非常强。

把这三张图合起来，就是我对逆周期因子的一点评论。逆周期因子引入后，发挥了两个作用。大家知道去年年初到今年 5 月之前，人民币每天中间价的定价参考两个目标，第一个是昨日收盘价，这反应了市场供求的影响；还有一个是维持人民币对一篮子货币的稳定而需要的人民币对美元的变动额，这是为了稳定汇率，或者说是为了引入噪声来打消单边的预期。但是由于国内资本不断外流，所以从收盘价

来看，持续面临贬值的压力。而对于维持对篮子的稳定，有时有贬值的压力，有时有升值的压力。这就导致了当美元强的时候，根据收盘价我们会贬，根据对篮子我们会贬，我们就会加速贬；而当美元升的时候，根据收盘价我们会贬，根据篮子我们会升，两者相互抵消，就形成了我前面讲的非对称贬值的格局。但是今年5月份以后，随着逆周期因子的引入，按照央行的说法，是为了对冲昨日收盘价和市场供求对汇率的压力，而且对冲得相当的好。我们发现，逆周期因子几乎几乎对冲了国内市场供求对人民币汇率的影响，使得当前的汇率形成机制相当类似于盯住一篮子汇率。这就是为什么今年5月份以来人民币升得如此之快，因为美元贬得如此之快，特别是美元兑欧元贬得如此之快。在美元自身走软的情况，逆周期因子的引入消除了单边贬值的预期，这有助于短期内稳定资本流动和汇率。

但是有没有问题呢？我讲讲五个情景。第一个情景，如果美元指数转为上升会怎么办？我感觉贬值压力会重新到来。第二，如果美元指进一步走弱，人民币对美元继续升，人民币如果升过6.1会怎么样呢？单边的套利会卷土重来。有效汇率快速上升，对外贸的影响会很明显。逆周期因子在人民币升值的时候要不要反向操作呢？这是央行的一个难题。第三，央行运用逆周期因子，应该跟中美谈判的敏感时期有关系，我们努力防止过快贬值对美国是有利的。但是如果特朗普不领情，在301调查后，要采取对中国的贸易保护的举措。那央行汇率怎么变？第四，人民币中间价的定价机制改了好几次，我们现在离市场供求越来越远。811汇改时供求影响是100%，双因子模型时降到了50%，三因子模型则进一步下降。如果IMF表示反对，认为人民币不再是一

个市场定价机制，你怎么应对？最后一点，大国是不太适合长期采用盯住一篮子的。因为这样，你是把汇率的制定拱手让给国际市场波动。经济总量排名前十的大国，绝大多数采用的是自由浮动汇率。我们的汇改，感觉是离自由浮动越来越远。如果在贬值压力很大的情况下，这可以是权宜之计。如果升值压力回来之后，是不是让本国的汇率制度再次更大幅度地由市场供求决定？我想这是央行应该考虑的事情。谢谢大家。

Stephen Green: 非常感谢张明先生。接下来是余永定教授，他给我们讲暗物质和物质湮灭的概念。

余永定： 中国国际收支中的“暗物质”和“物质湮灭”

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）：实际上我是开玩笑地起了这么一个名字。大家都知道暗物质是什么，这个概念是赫斯曼引入到经济学里的，他想说的是美国达到了净收入国家。中国是债主国，但中国每年的投资收入却是负数。图 1 中，红色的柱体是贸易顺差，绿色的是服务，紫色的是投资收益。过去的 16 年里，只有两年中国的投资收益是正数，剩下的年度中国投资收益都出现赤字。，换句话说，可以说中国出口暗物质，而美国进口暗物质。

跟中国正好相反，日本也是一个世界债主国，日本的投资收益持续出现顺差，从 2005 年以来，日本的投资顺差甚至比日本的贸易顺差还要大，这在整个亚洲都是非常奇特的现象。

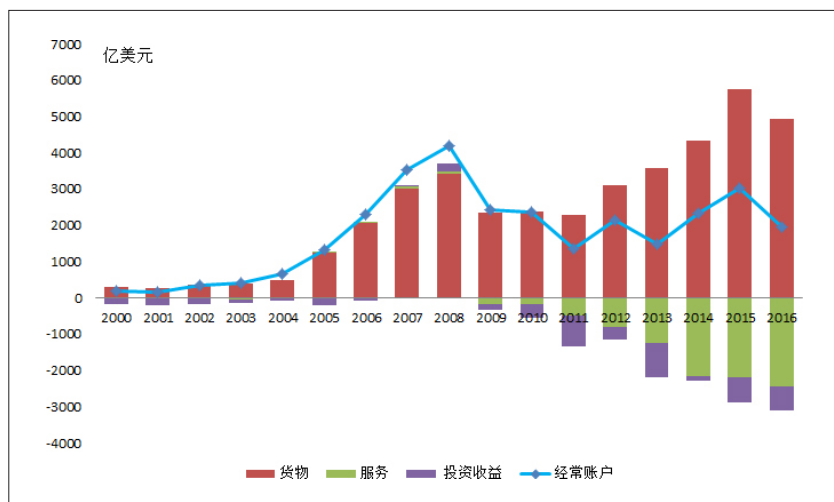


图 1：中国经常账户

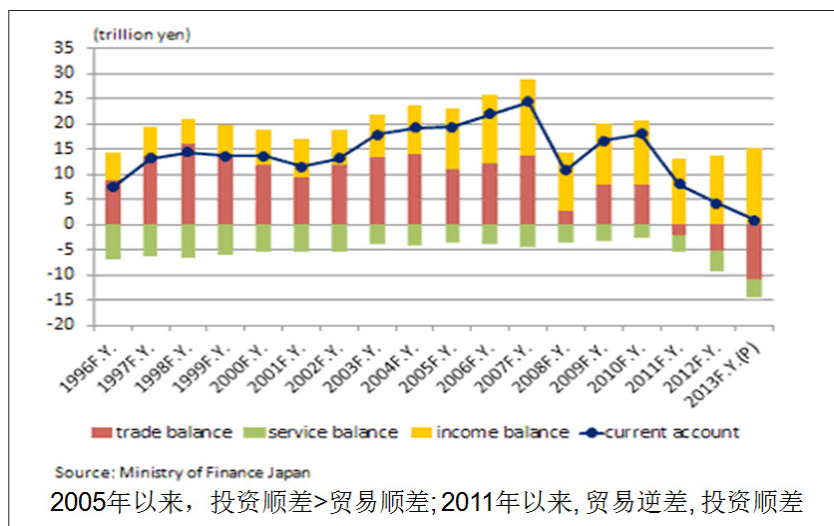


图 2：日本经常账户

但是中国并没有那么幸运，图 3 列出了主要的具有海外净资产的国家，包括日本、德国、中国香港、台湾等等，



中国现在是世界第二大债主国了，过去几年里中国超过了德国成为第二，所以中国对世界来讲是非常大的净债主国。中国的国际投资净头寸超过了 2.5 万亿，但是投资收益还是在 0 点上下浮动。日本的净头寸是正的，它的投资收益也是正的。印度的净头寸是负数，投资收益也是负数，这个很自然。如果你向别人借钱是要向人家付利息的。

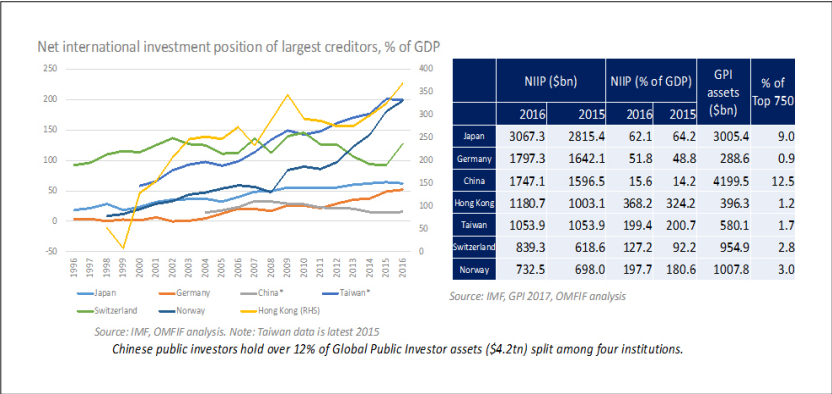


图 3：世界上的主要海外净资产拥有国（区）

这是中国的净头寸和投资收益（图 4），蓝色的线代表对净资产头寸。很多年前中国就成为了净债主国，但是只有很少几年里中国是正数的，这对中国来讲是很大的问题。所以中国多年以来积累了很多的海外净资产，但是还要向我们的借债方付钱，这是不正常的情况。只有很少的国家在很少的年度里是这样的，也就是说它们是债主国，而投资收益是负数的。这种情况是非常少的。如果其他国家像中国这样就非常奇怪了，中国是非常大的国际投资净头寸，而且有持续的负数的收入，这是中国很大的问题，是我们要直面和解决的。我对这个现象的担心已经有十年了，我一直在呼吁政府跟公众关注这个现象，我们不可以借钱给别人还要给别人

支付利息，这是对资源最大的浪费。

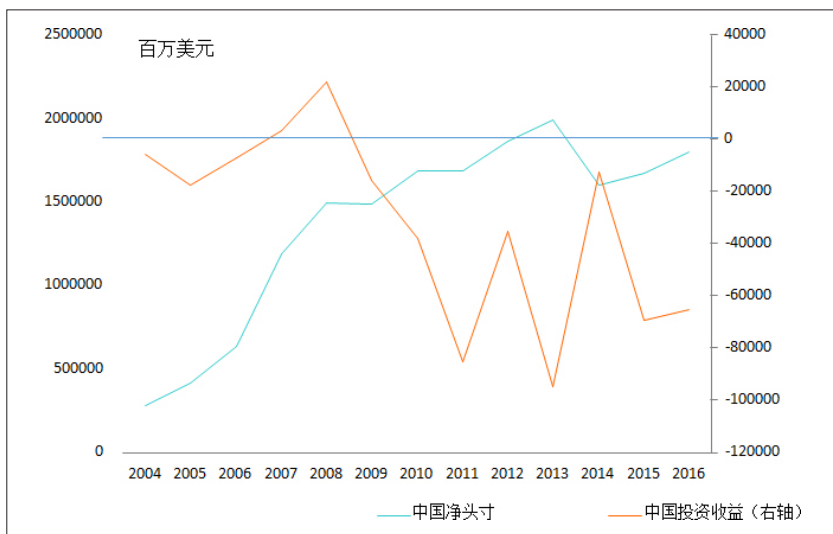


图 4：中国净头寸和投资收益

我们又碰到一个问题，遇到的情况可以称之为物质湮灭，这是很可怕的现象。经过多年之后，中国的海外资产还在收缩，这个太可怕了。从 2011 年到 2016 年为止，中国累计的经常项目顺差是 1.28 万亿美金。这是一个累计额，说明我们每年都再出口资金，但是同期中国国际投资的净头寸却是减少的，中国海外资产缩水了 120 亿美金，这是什么情况？我们每年很多钱流出去，就像你存银行很多钱，再年去银行一问你的钱都没了，很少人注意到这个严重的问题，所以我不断呼吁必须要对这个问题予以重视。中国人并不是很担心这个问题，他们说这样的情况主要或者完全都是因为统计误差，我认为这不对。我的论点是，中国有非常严重的资金外逃问题，外流跟外逃是两回事，外逃是外流的一部分，我们要区分这两个概念，因为时间限制我不能详细的说这两者的差别。

表 2 国际投资头寸表与经常账户变化（单位：亿美元）

2011 年 1 季度至 2016 年 3 季度		
经常项目顺差累计额	12800	
误差与遗漏项目累计额	6200	
国际投资净头寸变化	-124	从 17595 下降至 17470
储备资产变化	1484	从 31156 上升至 32640
私人部门海外资产变化	20000	从 12283 上升至 32272
私人部门海外负债变化	21597	从 25844 上升至 47442

数据来源：Wind 数据库

说明：按定义，给定时期内累积的经常项目变动应等于该时期净资产（国际投资净头寸）变化。

$1.28 = x - 0.0124$, $x = 1.2924$ 万亿美元下落不明？中国的海外净资产是到 16 年底是 1.747 万亿美元（imf）下落不明的竟有 1.3 万亿美元？是记帐的问题，还是钱丢了？

图 5：下落不明的资产

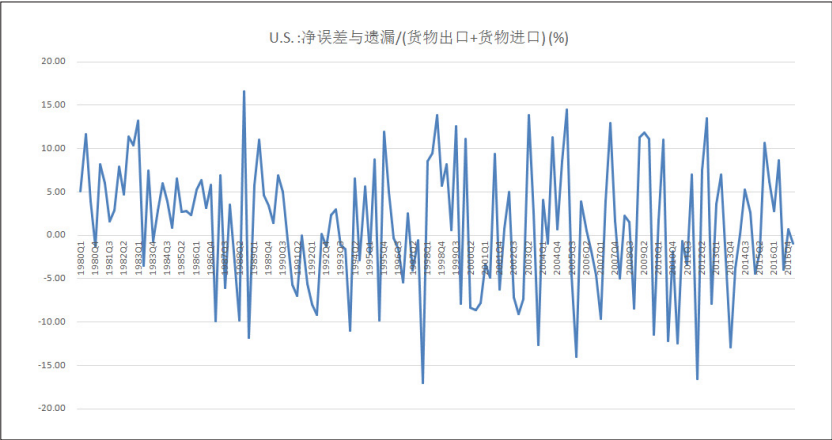


图 6：美国的误差与遗漏

根据我们观察到的资金外逃问题，有两个方式，我们可以分析有多少的中国资本外逃了，虽然不是很准确。首先我们看一下中国的国际收支平衡表，显然中国存在一个非常大的误差，每年都有上千亿美金，这是非常大的数字。有很多

的中国经济学家说，这是因为统计上的问题，并不是资本外逃。好吧，如果不是资本外逃，纯粹是因为统计差异的话，它应该是白噪声。

我们看一下美国的误差遗漏项目（图 6），美国在资产负债项上也有非常大的误差和遗漏，但它是白噪声，因为平均下来是一个非常小的数字。

中国的平均线是远离零的，中国的遗漏项显然存在一个趋势，这个系统性的趋势很多时候跟中国的汇率是挂钩的。人民币贬值的时候就出现一些投机行为，我们看到误差遗漏项的数字就会上升。我想告诉大家的是，中国的误差遗漏项并不纯粹是统计学的问题，而是体现资本外逃。对大部分的经济学家来说，他们使用误差遗漏项来大概估算资金的外逃，过去几十年都存在这样的现象。

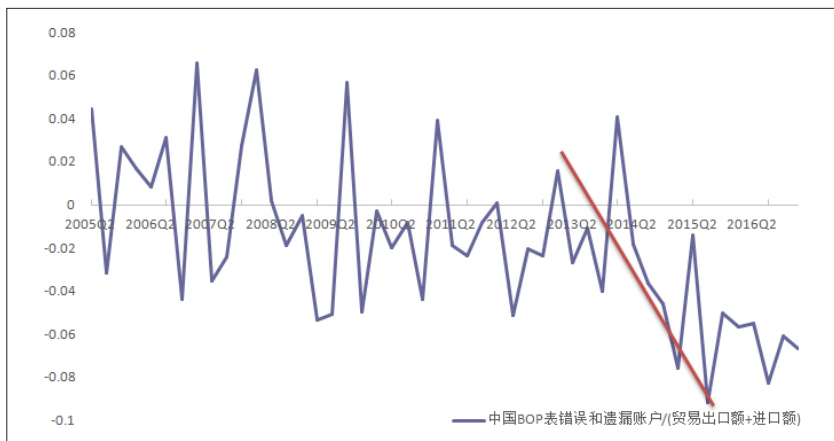


图 7：中国的误差与遗漏

2012 年第三季度存在严重的资本外逃浪潮，而且是记在误差遗漏项下的。2013 年的时候情况有所好转，但是 2014、2015、2016 年变得更为糟糕。资产负债表可以让我

们了解一下中国资本外逃的严重性，除了这些我们还可以使用国际投资净头寸表来查出外逃资金的规模。因为一些重新估值的效应，比如利率的变化，资本估值的变化，有时候我们并不能假设基本的进出口应该跟国际资产的价值增加完全相等。但是我们很清楚看到非常大的负数，有一些体现了重新估值的而不是外逃的问题，但是很显然可以看到很多资金外逃的存在。

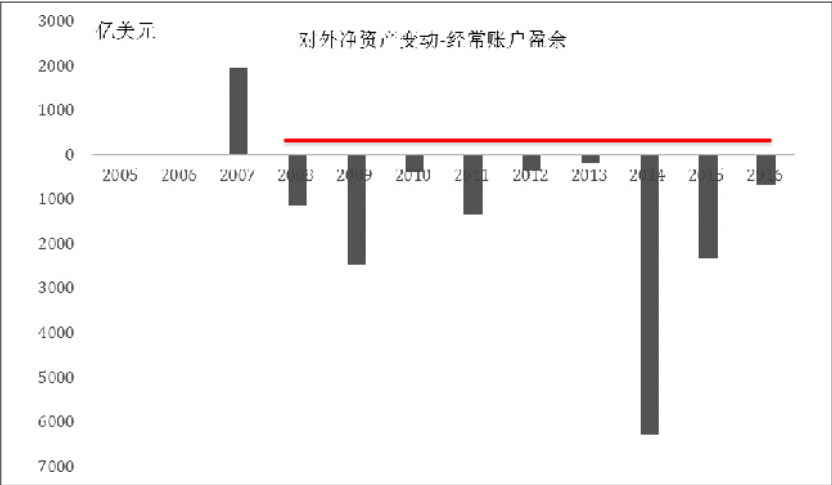


图 8：那些“遗失资产”的规模

我们可以检查一下错误和遗漏，除此之外我们可以用NIIP 表格来检查净流出和净资产之间的差别，然后将这两个结合就可以知道中国资本外逃的规模。中国资本外逃在过去几年中是非常严重的，但是因为我们资本控管，以及有央行相关的政策，资本外逃的情况有所好转。但是不管怎么说，我们一定不能忽略资本外逃未来的可能性。资本外逃对中国的经济稳定非常糟糕，而且会影响人民的福祉，对中国人民的收入分配也非常不好。

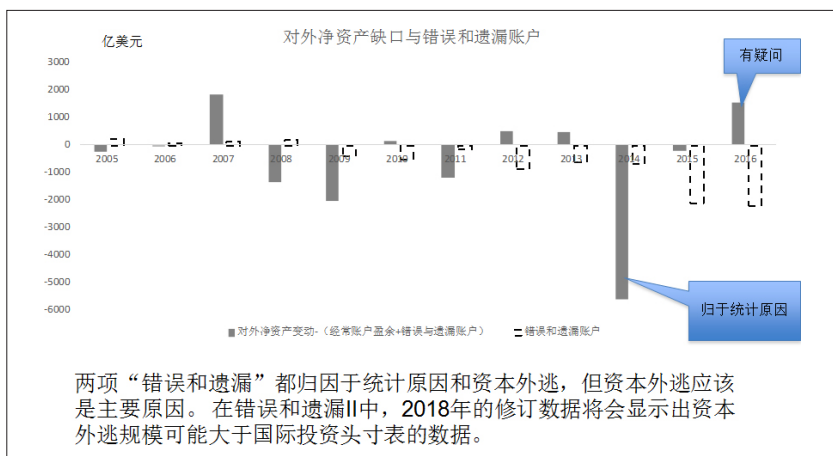


图 9：损失资产的分解：错误和遗漏 I 和错误和遗漏 II
(净头寸到净流出)

谢谢大家，这就是我的总结。

互动讨论

Stephen Green: 非常感谢余永定教授。我们现在还有 25 分钟可以给大家做问答，大家可以想一想你要提什么问题。我先提一个问题给余教授。中国大连万达在海外购买资产，会不会影响中国购买加州的房产或是中国人的储蓄？中国海外资产的价值到底是什么样的？这是给你的问题。

还有一个问题给 Miriam Campanella 教授，你能不能补充说明一下，新兴市场银行卖掉美元的时候，比如说卖掉 10 万亿美元的美国国债，这样一个销售的收益率是多少？会不会影响美国国债的价值？

余永定: 直接回答你这个问题不大可能。我们可以用国际收支平衡表和中国的国际投资表来检查一下这两者之间

是不是有一致性。资本外逃会不会影响到我们刚才谈到的两个表？如果不会在表中体现的话，我们就要思考一下了，很多资本外逃其实并没有在国际资产表或投资头寸表上得到体现。如果中国跟美国一起合作，比如双方之间达成协定，就可以更好地了解资本外逃的情况，否则我们没有办法从表中了解资本外逃的规模。

Miriam Campanella: 关于美国国债，还有德国国债，在 2016 年第一轮销售的时候，这个十年国债的收尾是 2.05%，这是一个比较大的数字，即使当时 QE 还是在持续中，而且欧洲央行也对市场注资。还有一个更大的数字是来自十年美国国债，它的收益率是高于基准率 1%，我们可以预测到会有这个抛售，可以达到 100 基点。我觉得 QE 紧缩是一个需要关注的点，它会对中央银行产生影响，包括美联储和欧洲中央银行会产生影响。

Paul Gruenwald（标普亚太区首席经济学家）：首先我想跟 Goodman 先生说，我非常欣赏你的演讲。我想提的问题是，2009 年的时候通胀率非常低，失业率也很高，那是因为美国的 QE 吗？

费方域: 余老师，是否考虑到中国作为一个发展中国家，尤其是前些年我们的投资回报率是高于海外投资的，这个回报率的差异是否可以解释我们在投资方面的赤字的情况？

Lawrence Goodman: 前面这个问题我回答一下。我当时就清楚地认识到美国或其他发达国家肯定会遇到这个问题。因为很久以来我们的利率都非常低，包括房地产行业。聪明人做愚蠢的事，出现市场上的危机，我一点也不觉得意外。2007 年的时候我看到一个现象，我离开财务部的时候，

作为一个独立经济学家，我也做了一项研究，主要是针对亚洲、欧洲、美国市场的。当时通过这个研究，我清楚看到流动性缺口越来越大，在 2007 年我们肯定应该马上采取行动的。我也想分享一个故事，当时有一个人主要是管理短期利率交易的，他每天早上都很早来到办公室，这个人来的越来越早，交易时间越来越早，而且看起来越来越焦虑，也就是美元的流动性在伦敦不足。当时这个同事就跟我说，这些市场跟你们美国和新兴市场的交易方式非常相似，利差很大。我当时对这个话题也做了一些研究，美联储确实需要从亚洲借款，但是美联储意识到这个问题的时候已经太晚了，经济危机已经爆发了。发达国家包括英国、美国都有这样的风险，所以就像纸牌屋一样产生了多米诺效应。当时美联储主席也面临非常棘手的问题。如果我们早知道的话，就应该尽早做双边调期协定，2007 年金融危机之前先做这样的安排，当金融危机真正发生的时候，我们的政策可能会更好。比如说我们有了 QE，第一轮、第二轮，第三轮，但我们的危机处理却没有做的很好。我觉得当时并不知道到底该怎么做，因为这样的流动性注入并不是短期的，应该是长期的。所以对这个问题我们当时采取行动过晚了，这也是我事后才想起来的。

余永定：如果找直接原因的话，确实是因为中国的海外资产回报率低，因为中国海外资产主要是美国的国库券。中国的海外负债主要是 FDI，人家的回报率是很高的。2008 年世界银行和美国大使馆做过调研，2008 年时美国在中国的企业的平均投资回报率是 33%。戴维代表团调查了在中国的跨国公司，回报率是 22%。而我们只有 2-3%，甚至是 0。这就造成你尽管有净资产，但是投资回报率是负的。我

的同事在其他国家发现，没有一个国家是中国这样的情况。日本没有出现过这样的情况，韩国没有这样的情况，发展中国家印度没有出现这种情况，东亚国家也都没有出现过，只有新加坡和马来西亚很短的时候出现过一两年。

为什么中国是这样呢？这跟中国所谓的双顺差有关系，所谓双顺差就是你的外汇供给大于外汇需求，所以央行要取走一部分作为外汇储备。你可以设想一下，如果我们现在是浮动汇率，就没有项目顺差了，就不会出现长达 20 年这样的情况。这样的一种情况，我觉得跟我们各种的政策扭曲是相连的。当然有人会说，FDI 是引进技术的一个必要条件，这个论点可以进一步讨论，我和很多的专家进行过讨论，他们并不认为是这样的。总而言之，这个问题 80 年代初已经提出来了，咱们一方面引入 FDI，另一方面有贸易顺差，这两个政策逻辑上就是自相矛盾的，必然会产生我们后来的问题。所以经济学并不是完全没用的，经济学中很多的问题是逻辑问题，你只要遵循逻辑就可以推出现在的这种状况。当然时间关系我不能深入讨论了，谢谢。

Shahin Vallee: 我的问题是关于汇率的，刚才讲到浮动汇率，现在你还这样提倡吗？汇率是否根据一篮子货币进行管理？

赵广彬: 我想问一下张明老师，你对人民币汇率今年跟明年走势的看法。第二个问题是资本外流中，有多大比例是从并购的正规渠道出去的？

王世豪: 我也想问一下张明老师。我来自实际操作部门，据我所知，我们中国很多企业在境外发股票债券，这些钱是从来不回来的，投在境外的，外管局非常清楚。现在这几年外汇储备下指标，外管局今年必须平衡或增加多少。

外管局把这些企业招来，我完不成指标了你们就把这个钱换回来。这个角度你没有讲。这是很大的一个角度，有多少企业在境外做，这是一个。

此外，你刚才说人民币升值主要是三大原因，第一是美元指数下降，它和特朗普现在的政治不稳有关系，你觉得短期内一年左右它会不会出现拐点？第二，中美利差扩大，资本为逐利都回来了。美国现在四次升息了，这会不会出现拐点？第三，升值的原因是我们的外汇管制，你觉得短期内会不会出现拐点，是在什么情况下？就这些问题，谢谢。

张明：两个问题。第一个问题，汇率预测非常困难，我在去年预测今年汇率到下半年肯定会破7，结果没有破。我预测今年5月份逆周期因子引入之后，人民币兑美元会重新贬值，又错了。我的预期是，今年下半年要开19大这个政治因素非常重要，所以我感觉汇率大概稳在目前的水平上。我个人感觉，在6.5左右可能反向干预的动机非常强烈。因为最近汇率升的太快，讨论了很多，我前面讲了，我可能是错的。所以我觉得今年汇率就这样了，有可能就是目前这个水平一直到年底。明年的汇率不好说，但是我想说三个因素很重要。一个是利差，这个问题我就一起回答了。的确去年下半年开始中美逆差扩大，美国利率上升，中国上的更快。我个人感觉，金融稳定发展委员会成立之后，三个监管部门的监管竞争格局在削弱，目前政策趋于协调。短周期来看，中国经济增速回落，无论债券市场利率还是什么利率在目前的水平都在上升。下半年美联储缩表的可能性很小，我个人感觉明年中美利差至少不会再扩大，甚至会有所收缩。

两国的通胀，目前都不是很大的变量，中美通胀都很低，这个指标不重要。但是长期来看，影响大的是人民币兑

美元贬值的中长期因素。人民币中期怎么动，关键是看中国未来的投资回报率，特别是民营企业第投资回报率是不是有一个很大的逆转。所以我想说，如果有实际的重大改革就没有问题，人民币会开启一个新的升值周期。如果没有改革的话，我们得投资回报率进一步下降，人民币兑美元贬值的压力还是会释放的。

还有一个是数据的问题，2016 年中国海外 ODI 超过了 200 亿美元。我没有看到最新的数字，但我的感觉是并购超过了 50% 以上。因为在去年上半年的时候，并购数据特别大，以至于我们接到一个内部课题，研究者这是不是有问题。

我先说中国海外企业发股票这个问题，这个我们很早就知道，他们当初是想回来的，是外管局不让他们回来。后来由于外汇储备不断流失，外管局要保 3 万亿才让他们回来的。如果他们在国外发债不调回，这个数字是反映不了的，但一旦回来我们就知道了。

另外一个美元指数，做美元指数预测更加危险，我也比较观察了很长时间。我个人感觉，美元兑欧元的单边大幅贬值过程基本快结束了，欧洲经济没有想象的这么好。欧洲地缘政治问题也并没有大家想象的那样突然都消失了。意大利未来一年可能有选举上的黑天鹅事件。目前的汇率，我更看好美国。很多人说美元指数是不是走到一个未来十年的下行？我觉得未来美元会进一步调整，如果朝鲜出了问题，美元就会涨。我讲完了谢谢。

Stephen Green: 我想问一下丁剑平教授，刚才你把利率跟货币供给做了一个相关性的比较，你觉得供应量更重要。未来两三年里，如果美联储升息的话，你是否不太担心

它对亚洲国家的影响？

丁剑平：我刚才在演讲里的分析，都是跟一个经济体的规模相关的。我分析了一些内陆国家，而沿海国家经济体的规模其实更大，更受到美国货币的冲击。我认为经济体的规模小的话，它们更容易受到美元政策的影响。我还想进一步研究，我们之前的分析没有对比经济体规模这个指标。但是总体而言，确实内陆国家的规模比较小，这跟资本控制并不是非常相关，而是跟经济体的规模相关。如果经济体规模非常大，就会受到美元的影响。

Paul Gruenwald：我补充一下张教授讲的美元汇率。我们也认为美元会快速上升，现在欧元并不是非常低，我们比较担心欧元快速升值会造成通胀，市场也许明年会显示出效果。如果 ECB 要降低购买的资金流，把央行的持有释放出来，到那个阶段欧元跟美国的汇率也会影响到中美的汇率。

Stephen Green：我们茶歇一下，15 分钟后回来，再次感谢我们这一环节的演讲者。

专题四：维持经济复苏的可持续性

张春（上海交通大学上海高级金融学院执行院长）：我们下面的专题是“维持经济复苏的可持续“性。我们有四位讲演嘉宾，每位 15 分钟，这样我们后面可以多留下来时间用于讨论。我们就开始吧，第一位嘉宾是周天勇先生，他的题目是“全球经济复苏的困境与治理方案”，有请。

周天勇：全球经济复苏的困境与治理方案

周天勇（中央党校国际战略研究院副院长）：我们有一个团队就“中国经济下行和怎么办”研究了四年，对一些国际数据进行了比较，而且我们有一个国际经济研究室。我们有两个假设，看是不是能成立。今天的世界到底发生了什么格局性的变化？一个就是人口增长的速度放慢，特别是主要经济体人口生育率放慢的速度以及老龄化的速度非常快。第二个就是财富和收入向上集中，这个问题一直没有解决。财富和收入向上流动集中，会导致生产过剩。还有一个就是技术进步，技术进步和资本有机构成的提高使生产能力大大扩张。人口变化和财富集中决定需求，技术进步决定生产。我觉得全球格局发生了这两个比较大的变化。

我们看生育率，1961 年的时候全球总和生育率是 4.9，2011-2015 年下降到了 2.4。人口增长率也在下降。从国别来说，美国人口增长率降到千分之 7.2，生育率降低到 1.8。欧洲生育率是 1.4，日本更低，三大发达经济体的生育率都在下降。俄罗斯的生育率也在下降，人口增长率 2011-20115

年只有千分之 1.7。中国的生育率在 2011 年 5 月只有 1.05，2016 年也才 1.4 左右。印度是最好的，它的生育率是 2.4，人口增长率千分之 12。

我们发现，生育孩子的成本以及机会成本对孩子数量的缩减力量是非常强的，即使没有实行过计划生育的国家，人口生育率也在迅速下降。东亚包括日本、韩国、中国台湾、新加坡、中国香港都实行了指导性的计划生育，中国是强制性的计划生育，而且中国的时间更长、力度更大。欧洲的人口增长率是千分之 5.5，中国去年是千分之 5.1 左右。美国是千分之 7 点几。

总的生育率的平衡点是 2.1（保持人口平衡），20 年前小于 2.1，20 年后肯定出现麻烦。我们做了一个对中国经济增长率和人口增长率的回归，发现非常有意思，关联度很大。2008 年开始中国人口增长率下降，经济增长率也下降了。我们又看了台湾、日本、香港，发现也有这个趋势。20 年前人口增长率是向上的，20 年后的经济增长率也是向上的，就发现这么一个规律。20 年前人口增长比较剧烈的变动，会影响 20 年后的经济增长。特别是经济主力人口，20 多岁到 40 多岁的人口，它的收缩导致新增需求量的收缩。我们计算了一下，2007 年由于我们经济主力人口是增量，这部分带来的需求增量占当年消费需求的 0.8%，但是 2016 年经济主力人口是缩减的，缩减的这部分影响的消费是 0.4% 左右，也就是说，人口上行经济肯定是扩张的，人口下行经济是收缩的。这是第一个变化。

第二个变化就是国民收入分配的向上流动。我们也算了中国户籍城镇人口、非户籍城镇人口和农民人口。消费收入率是，户籍城镇居民 65%，非户籍城镇居民 75%，农

民 82%（1000 块钱的收入要消费 820 块钱）。因此收入越多越去投资，收入越少越去消费，但是收入太低的人没有钱消费，所以会有生产过剩，实际上是国民收入向上流动传导为生产过剩。因此发达国家人口收缩，收入差距拉大，贫困人口增加。世界经济衰退跟人口减少有直接的联系。因此，用凯恩斯的办法刺激经济持续增长是不可能的。我们 1980 年时，投资 1 万元的基建工资转化率是 4 千元；现在你去投资一万块钱，工资转化率只有 1500-2500 元。工资转化率是降低的，这是因为资本构成提高和技术进步。发达国家和主要经济体国家人口收缩，以及收入向上流动传导的生产过剩导致经济衰退。

所以，第一，要在全球解决人口问题。第二，特朗普要供给侧减税，如果减税是减到拥有机器人的人手里，这个生产过程还是解决不了。我觉得还是要使收入分配合理刺激人口需求的增加，用这个办法解决生产过剩。但是这个话题我还要继续研究，怎么去说得更透彻一些，因为时间关系我只能把概况说一下。谢谢大家。

张春：这个问题很重要，我们有时间的话可以再讨论。下面第二个发言的是刘海影先生，他的题目是“从资本回报率角度看全球经济复苏的长期挑战”。

刘海影： 从资本回报率角度看全球经济复苏的长期挑战

刘海影（上海发展研究基金会特约研究员）：感谢基金会的邀请。我希望增加一个角度来看我们在全球范围内所注意到的经济增速下滑，从日本、中国、欧洲和美国这四大经

济体的角度来看一看投资回报率给我们提供了什么样的视角。实际上这四个经济体占全球所有 GDP 的 65%，基本上已经可以决定全球经济增速的情况。

我的框架是说，投资回报率本质上衡量了一个经济体的资源配置效率，而这个资源配置效率将会影响到各个经济组织的资产负债表的行为，由此会体现为供应和需求不匹配的情况，以及增长率下滑的情况。增长率的下滑是一个现象，是一个结果，而不是一个原因。而对于增长的最好定义，并不是把 GDP 增速作为一个表面数据来看待增长，应该把增长定义成能够持续的生产可能性边界的扩张。所以投资回报率跟增长之间是有密切关系的，是依靠着经济组织对于发展机会的实现，来实施了生产可能性边界的扩张。

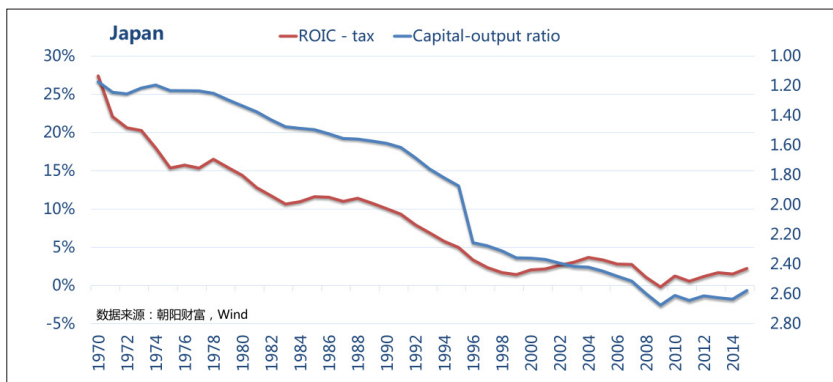


图 1：日本投资拉动型经济模式 1970 年后导致资本边际产出率下滑，ROIC 降低

首先是日本的案例。可以看到，从 1970 年以后，日本的资本产出比例急剧的提升，从大概的 1.2 上升到 2.6 附近。与此相对应的就是日本的投资回报率，从 25% 跌到了 2% 左右，这是用日本银行和统计局的数据得出的。

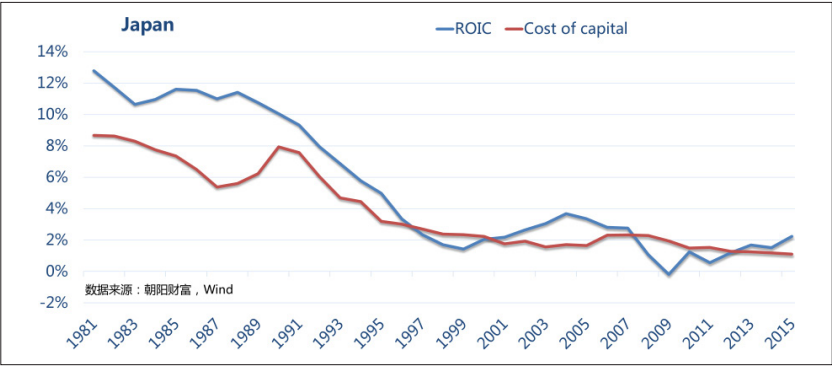


图 2: ROIC 与资金成本之差萎缩

从投资回报率降低的情况来看的话，它主要的一个因素是在于资本产出效率的降低。图 2 对比了日本在投资回报率降低之后，它与资本成本之间的关系。1990 年日本经济泡沫破灭之前，日本投资回报率是高于日本资金成本的，在这种条件下，日本企业在 1990 年之前它的行为是正常的行为。在 1990 年之前，日本企业是资金使用方，因为在这个阶段，投资所获得的回报高于资金成本，日本企业愿意借款进行投资。

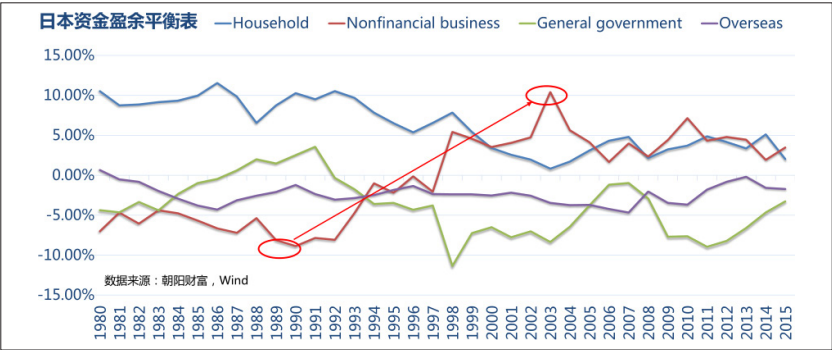


图 3: 日本企业改变其资产负债表行为

投资回报低于投资成本之后，日本企业改变了自己的资

本负债表行为，成为了储蓄者，它的典型行为不是借款以实现它所发现的投资机会，而是不断地挣钱还债。同样在这个阶段，随着日本投资回报率的降低，日本家庭储蓄率也从 10% 降低到了 5% 以下。在 1980 年之前，日本整个国家是资金的输入国，就是全球资金进入到日本。1980 年之后，尤其是 1990 年之后，日本成为资金的输出方，这期间投资日本的回报率是 2%，而海外是 30% 以上。所以长达 30 年的时间里，日本是投资输出国。日本政府成为一个巨大资金的使用方，它替企业来花钱投资。日本企业不再进行投资之后，日本企业的负债率在降低，但是政府的负债率却在急剧提升。这样的故事在 25 年后的中国在发生。

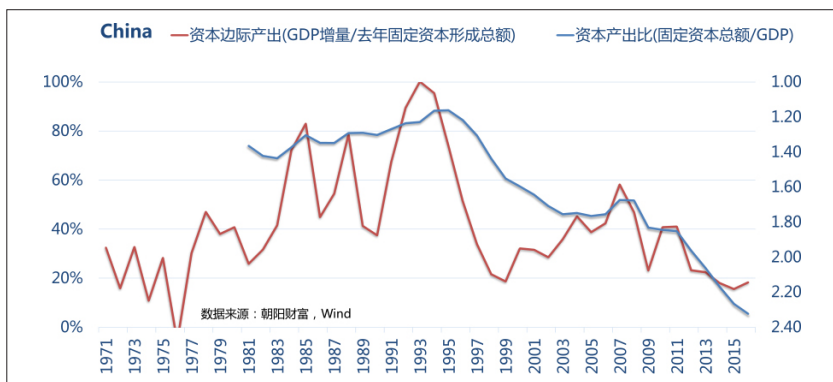


图 4：中国：多年维持高投资率之下，资本边际产出降低

中国投资的产出率在继续降低，以前是 0.8，现在是 0.2。与此相关的是中国资本产出比也在提升，同样从 1.2 附近上升到了 2.4 附近，已经跟日本在那个阶段的情况相类似了。由此中国的投资回报率也从前些年大概在 10%-16% 左右的水平，降低到 4.2% 的水平，与此相伴随的是中国的资本产出效率出现相对的降低。

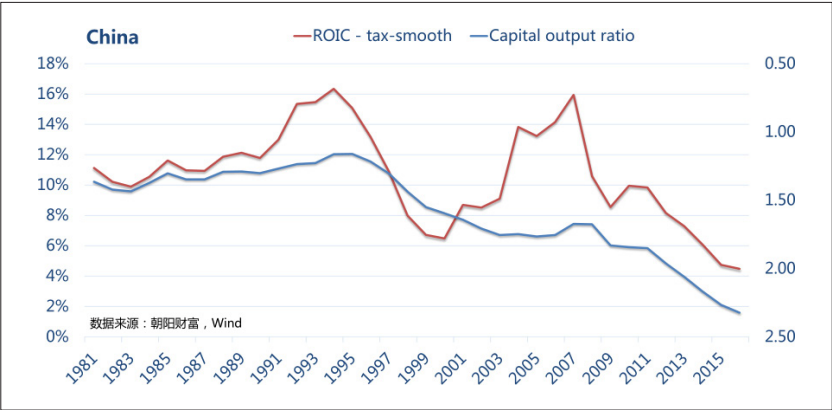


图 5：中国的资本回报率降低

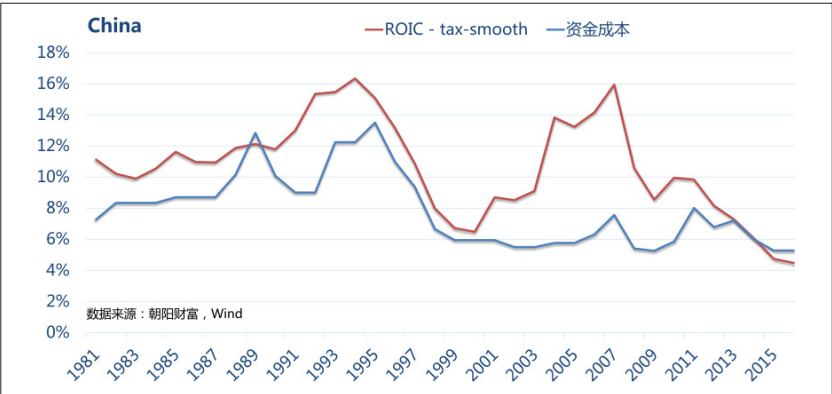


图 5：中国的 ROIC 与资金成本之差萎缩

2008 年的时候中国资本回报率是 16% 而现在是 4.2%（图 5）。同样可以看到，在此之前中国投资回报率高于中国的资金成本，加杠杆投资是合算的。2012 年之前，中国私人企业的投资回报率是很高的，随着投资回报率的降低，速度从 20%-30% 降低到了 3.2%。

只有一个组织没有发生这样的变化，就是国企。由于国企投资回报率持续低于民企，前些年投资增长速度一直低于

民营企业。但是这些年国企投资速度远远高于民企，这导致了中国的非政府债务在国企和地方政府融资平台的推动下持续飙升。

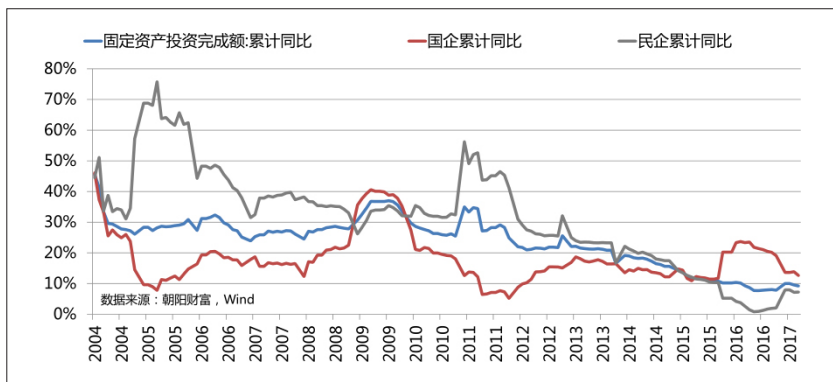


图 6：民企正确地接受信号，国企没有

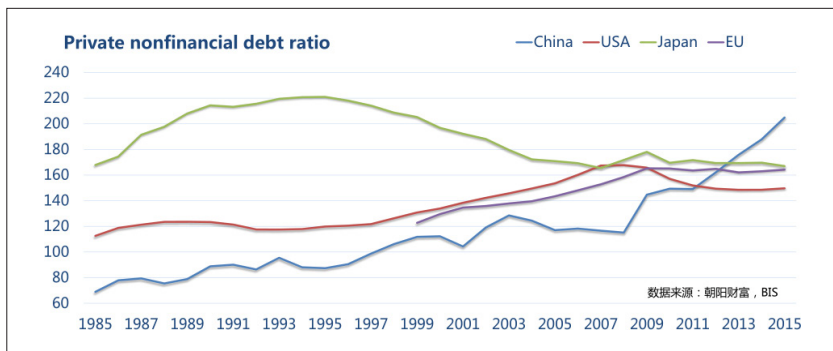


图 7：债务比例的飙升

十年前中国的非政府债务占 GDP 的比例只有 110%，现在高达 210%（图 7），十年期间涨了 100 个基点。同样可以看到的是红色线美国，美国 2007 年金融危机后出现了一段比较成功的去杠杆，非政府债务从 170% 降低到了 148%。

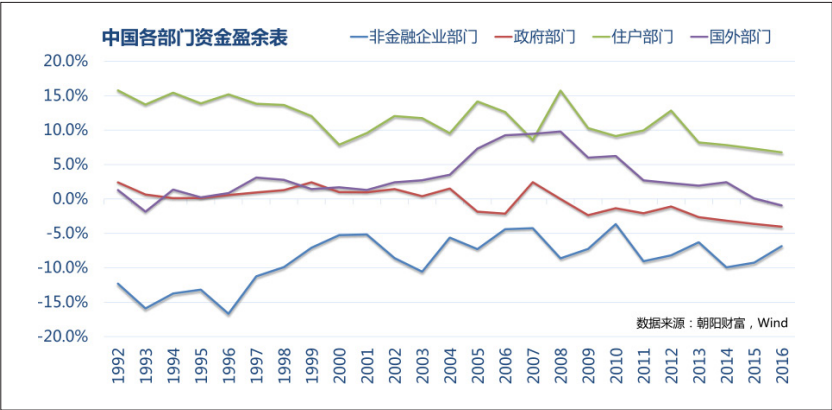


图 8：中国的各单位资产行为开始改变

中国同样出现资产负债表行为的变化，随着中国投资回报率的降低，中国的家庭储蓄率从 15% 已经相应降低到了 6% 左右。中国流入的情况在 2008 年时高达 10%，去年成了负数。在这个阶段，中国已经成为资金的输出方，主要的驱动力在于投资回报率的降低。中国企业部门资产负债表的变化不是那么典型，国企一块的变化是非常典型的。1980 年之后美国放松监管，美国的投资回报率有所复苏，曾经一度降低到 6 到 7% 的水平，而这些年是 11%。

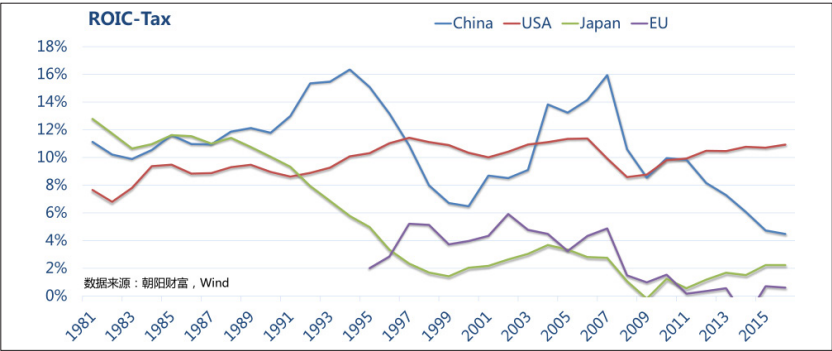


图 9：ROIC 国际对比

最后，我们对比了 1980 年以来四大经济体投资回报率的变化（图 9）。美国是比较稳定的，它在 2008 年金融危机冲击下，投资回报率是从 11% 跌到了 9%，有一个下滑，但现在还是维持在 10%-11% 的范围内。在同样的时间段里，日本绿色线的投资回报率从 13% 跌到了 2% 左右。在这个时段附近，最大的变化是中国，中国从 15%-16% 跌到了现在的 4%。如果要解释中国目前遭遇到的经济困难和金融风险的上升，最好的一个着眼点是看中国的投资回报率，中国投资回报率的急剧降低导致了庞大的负债。中国的债务问题不是数量问题，中国的资产只能提供 4.2% 的回报，在资金成本是 7% 的情况下，中国的负债才不可维持。从投资回报率的角度看各大经济组织资产负债表的变化，能够理解我们供应端和需求端不匹配的情况，也能够理解为什么中国面临着非常大的经济增长下滑的压力。这是我向各位汇报的内容，谢谢大家。

张春：谢谢。我们下面的发言嘉宾是标普的 Paul Gruenwald 先生。

Paul Gruenwald：中美宏观经济可持续性

Paul Gruenwald（标普亚太区首席经济学家）：非常感谢大家，我代表标普全球公司感谢上海发展研究基金会的邀请。我们今天讨论的问题很多，更多的是从宏观的角度来讨论，我们也从中美背景的角度出发。然后我们再讲一下中国的情况。

之前的演讲者也讲了中国短期和长期的问题，包括中国 GDP 增长的问题，还有中国信贷的发展并不是非常稳健，

这些内容我就不过多阐述了。美国金融危机现在已经处于复苏期，而且美联储在 2017 年也会不断做一些改进，比如说美国联邦基金利率大概是在 1%-1.25%，我们有新的总统，所以美国政府方面有很多不确定性。还有很多问题是需要我们解决的，比如税务的改革，金融的改革，基建方面的开支等等，这些都可以帮助我们看到美国未来的发展。

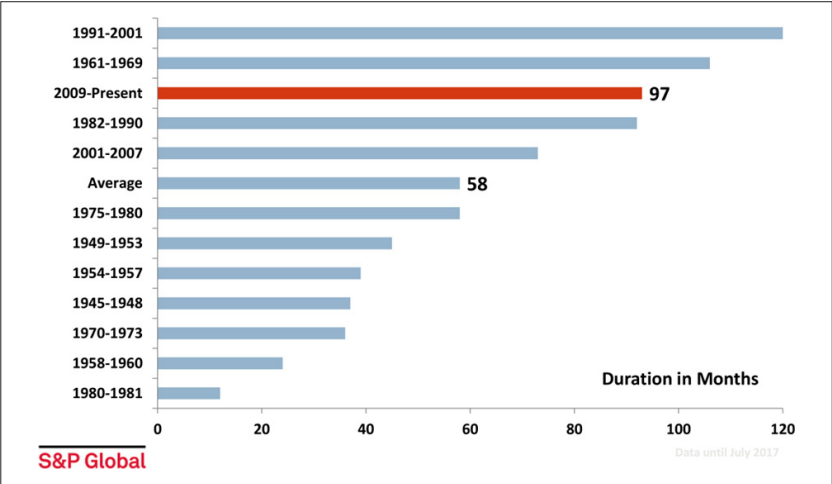


图 1：美国：二战之后的持续扩张

图 1 是美国二战之后持续的扩张。有一些评论家说，美国的经济复苏一般都需要 58 个月，我觉得并不是特别正确。总而言之，我觉得美国的经济仍然没有达到它的潜力。从经济周期来看，美国的价格、工资等都还处于一种不确定状态，央行还没有一个调节的机制。

2008 年美国出现了金融危机，根据很多评测，美国经济仍然是比较的疲软，美国的经济潜力大概是 2% 的水平。短期来说，我觉得在解决现有的周期性的问题中还有很多的潜力。中国也在采取一些去杠杆化的举措。我觉得信贷放

慢和去杠杆化是不同的概念，美国也经历了非常痛苦的复苏期，现在几乎回到了金融危机发生前的信贷水平和债务水平。

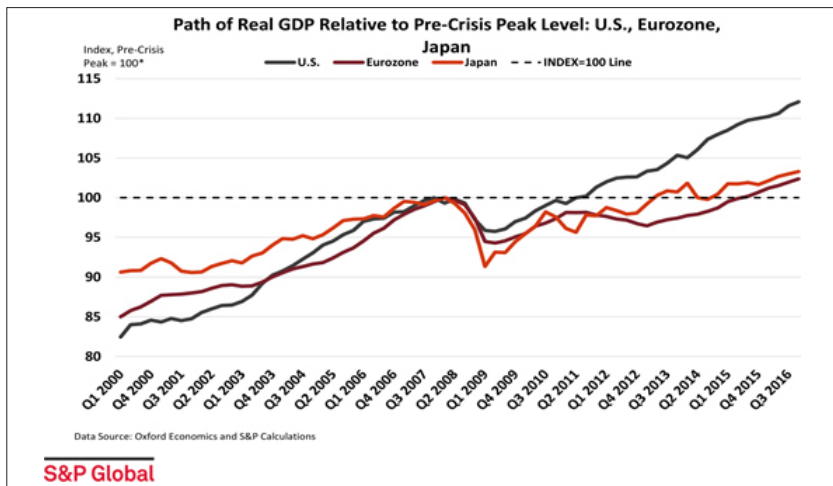


图 2：美国经济依然算得上“丑陋中的英俊”

接下来我谈一下中国的问题。欧洲和日本几乎回到了危机发生之前的 GDP 水平，我觉得中国有一些引领的作用，因为中国经济增长的潜力跟世界其他地方是不太一样的。中国的需求增长，消费增长，工资开支增加，其他经济体也会促进中国经济的发展，其他国家的危机也会溢出到中国。我们未来要考虑中国和世界经济的关联，中国的经济增长率在世界范围内还是非常高的，现在要注意的是经济的稳定性。我也一直关注这一块的内容。

今天早上我们也谈了中国 GDP 增长的目标，从我们的角度来说，这更像一个政治目的或中国梦，所以中国制定的 GDP 增长目标太高了，而且没有反映出市场的真实情况。世界范围内的经济增长相对放慢，所以可能对中国进出口、

对中国 GDP 增长的贡献会降低。另外，世界经济学家对中国国企改革的理解并不是非常多，虽然国企业在进行一些改革，但目前还是有很多的阻力。中国的劳动力基数在下降，这样的话中国的经济增长就会受到一个制约，我觉得这是一个挑战。中国的增长率到底在哪里，我们还是不太确定，短期应该达到 5% 而不是 7%。IMF 的报告是两周之前出版的，认为中国在达到 5%-5.3% 的情况下可以保证信贷的平稳。总而言之，我们认为是 5%-5.5%，要维持信贷平衡，这是一个比较健康的 GDP 增长目标。而且中国过去已经出现了硬着陆的问题，过去我们关注借贷，而现在关注的是借贷的质量，我们需要考虑未来债务的健康性。

我们今天早上也谈到了中国有很多的缓冲机制，或者说是中国特色的缓冲机制，从短期来看中国的一些危机其实并没有像很多学者强调的那么严重，中国的储备量也是可以的，而且中国也不依赖于很多外国的资金，中国银行的融资问题并不是特别大。所以中国经济增长的道路还算是可持续的。温家宝总理之前也谈到中国的经济增长不平衡、不可协调、不可持续，信贷构成依然是主要靠投资驱动，而消费低迷。

图 3 是中国名义 GDP 的增长以及中国信贷的增长。2007 年之前中国的信贷增长基本上和 GDP 的增长是手拉手前进的，而且温家宝在 2007-2008 年的一些政策非常之好，所以 IMF 给了中国政策很多的赞赏，说它们为全球金融危机的复苏提供了非常重要的力量。但是大家可以看到，2007 年之后，中国的债务持续上升，而且有些学者指出中国产生 GDP 所需要的信贷也不断上升。这样的话也会造成一个效率的问题。

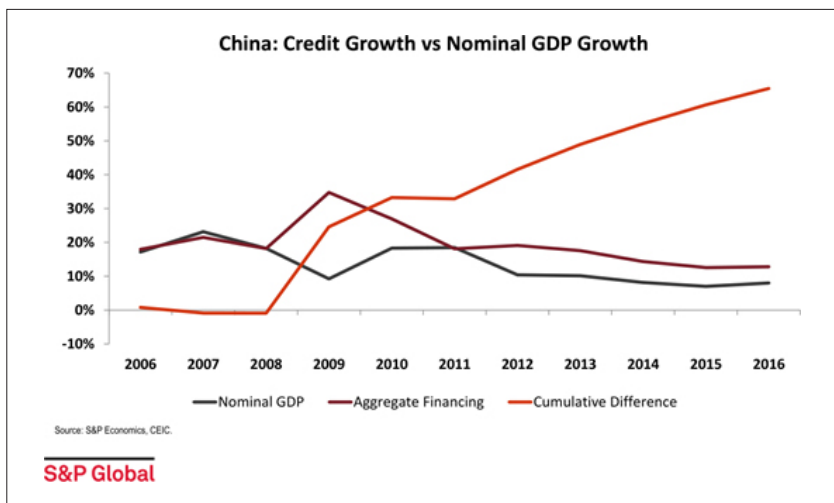


图 3：随着信贷增长高于名义 GDP，中国的“信贷危机”持续上升

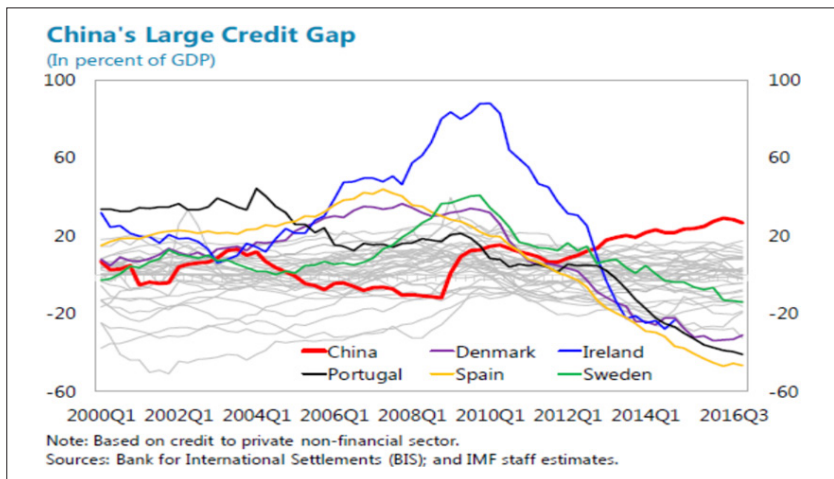


图 4：从国际角度来看（IMF），中国的信贷缺口进入危险区域

这张图是 IMF 的报告（图 4），我以前也在 IMF 工作

过，我抄了一下他们的图表。大家可以看到从 BIS 和一些学者的角度来说，这边显示中国信贷缺口进入到了危险区，有一些警惕的信号，中国是红色的线，中国的曲线开始有一点往上升，跟其他国家的趋势是相仿的。我们关注的是中国政府能不能执行一些政策，对未来的信贷趋势进行一些调整，让它重新回到全球认为合理的范围内。我和我的团队做的项目就是研究中国在稳定 GDP 增长中的信贷构成和质量，这听起来有些复杂，但是它其实就是稳定性的问题，也就是在通胀率不上升的情况下就业率和 GDP 增长以及信贷的组成是什么样的。中国 GDP 的目标和整体的信贷质量之间的关系是什么呢？2017 年 IMF 的中国工作报告显示，2012 年 -2016 年中国的“信贷中性缺口（creditgapneutral）”GDP 增长率为 5.3%。我们当然也需要定义中国的高质量信贷到底应该维持在什么水平，以及怎样引导中国信贷政策处在一个稳定的水平。我的感受就是，其实中国的信贷稳定还是很有办法去做到的。今天早上我们也谈到了信贷解决的措施，我还想讲一下稳定信贷质量和 GDP 增长的其他措施，其中一个就是结构性改革，如果我们让公司更有利润，它们就不用借款这么多了，公司内部资金充足就不用借贷，这也能够带来非常稳定的信贷质量和 GDP 的增长。第二就是加强市场监管，如果说信贷是以一种有效的方式进入公司，公司的借贷也不会上升太多，而且我们也能更好地利用市场机制。第三个方法对中国来说可能是不太常见，我们需要更高的全球增长和需求，当然这不是中国想要就可以实现的，这取决于国外需求的上升，这样的话国内的需求和信贷的要求就会相应减少。这三个措施其实是变动的，取决于内部以及外部的条件变化，这些措施都是我们的建议。

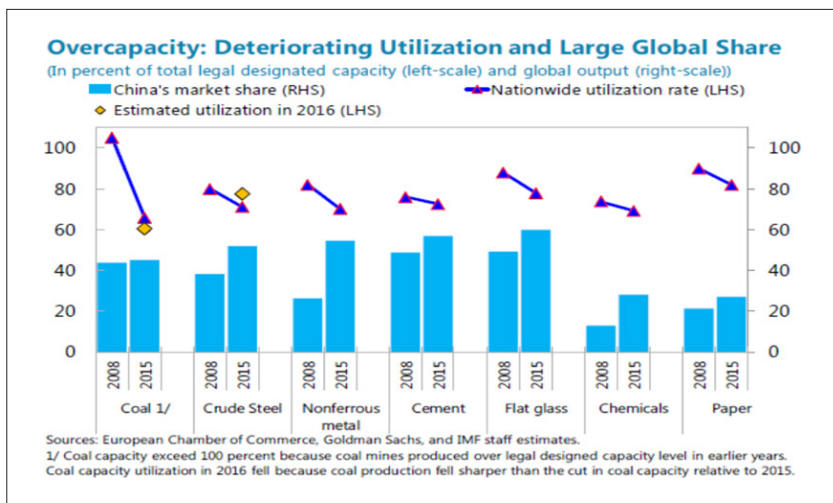


图 5：对中国国有企业的信贷饥渴尚未出现有意义的改革

接下来还有一张 IMF 的图（图 5），我们知道中国国企的改革仍在持续当中，但是我觉得这个改革的速度可能不够快，要让中国国有企业有更好的发展，包括营业额或利润增长，才能够偿付它过去的借贷。国有企业的改革对中国来说是非常重要的。

最后，我想谈一下乔先生让我谈的话题，就是看一下美国的一些措施能不能应用在中国。我们来算一下，全球经济增长率是会放缓的，美国也采取了很多的措施，美国做了税制的改革、监管的改革、健康医疗的改革、基建的改革，这都是美国采取的措施，使经济增速有一定的提高，当然不会突然之间神奇地上升到 3%-5%，但是这些改革基本上还是能够开发美国的潜力。中国现在的经济增长是 6.9%，如果未来下降到 5%，这也会拉低全球的经济增长率，而且会对美国的经济增长或欧洲的经济增长有所影响。中美两国如果同时进行改革的话，世界经济总体增长展率可能会放慢，

但是发展和增长的质量以及信贷的质量会有所提高。所以我们有的时候不应该只盯着经济增长率看，而要更多地考虑经济的可持续性。谢谢。

张春：感谢 Paul Gruenwald，我一会我会问你美国可持续增长的问题，现在我们有请最后一位演讲者 Stephen Green 先生，他的题目是中国面临巨大的财政挑战。

Stephen Green：中国面临的巨大财政挑战

Stephen Green（Capital Group 经济学家）：非常感谢大家邀请我来。最后一篇论文肯定是最好的，我是今天最后一位做演讲的人，我认为中国面临的最大挑战之一就是财政挑战。

我们之前讲到财政的头寸，还有信贷的问题，我希望通过这篇论文给大家看到我所做的一些数学的计算。我现在并不是非常相信财政部提供的数据。我认为政府部门也在努力获取更精确的数据，但是对债务应该是低估的，对财政挑战的估算也是低估的。现在我们知道，中国的财政状况并不是非常乐观，并还在逐渐恶化当中。我会给大家看一系列的数据支持，我也做了一系列的假设。大家可以和我争论，也许我的假设是错的。我认为政府的财政改革并不成功，实际上还让一些财政数据变得更为糟糕。未来的三到五年里，也许不会出现债务危机，但是债务成本以及债务总体状况会进一步恶化，而且恶化的速度会加快。当然，我也希望能够提供一些如何着手解决问题的建议。

图 1 大家已经看过很多次了。人均 GDP 是 X 轴，债务是 Y 轴，可以看到 2008 年以来，中国的债务水平出现了迅

速上升，而且还在继续上升中，为什么是这样呢？我的论点是，特别在过去的几年里，政府的资产负债表出现了巨大的扩表。



图 1：亚洲几个国家的债务水平

图 2 的红线是财政部的官方数据 3%，我觉得这个数字不准确。国际货币基金组织（IMF）的数据显示（绿线），2012-2016 年实际赤字约占 GDP 的 10%，并显示会有所好转。实际上我觉得这个好转并不是真的。蓝线是根据我自己的统计以及访谈做出的估算，包括了所有的地方政府投资以及财政赤字的情况，它体现的是真正的财政赤字，2015-2016 年实际赤字接近 GDP 的 15-20%。可以看到中国实际的财政债务随着年份的增加不断累计，更大规模的年度赤字将转化为更高的政府债务囤积。财政部声称，自 2014

年确认地方政府债务占 GDP 约 25% 以来，官方债务一直保持在 GDP 的 40% 的稳定水平。但是，如果地方政府债务继续增长，40% 就是低估了实际的债务水平。如果包括地方政府债务，本人认为，2016 年的官方政府债务数据目前接近 80%，而且依然在持续上升。

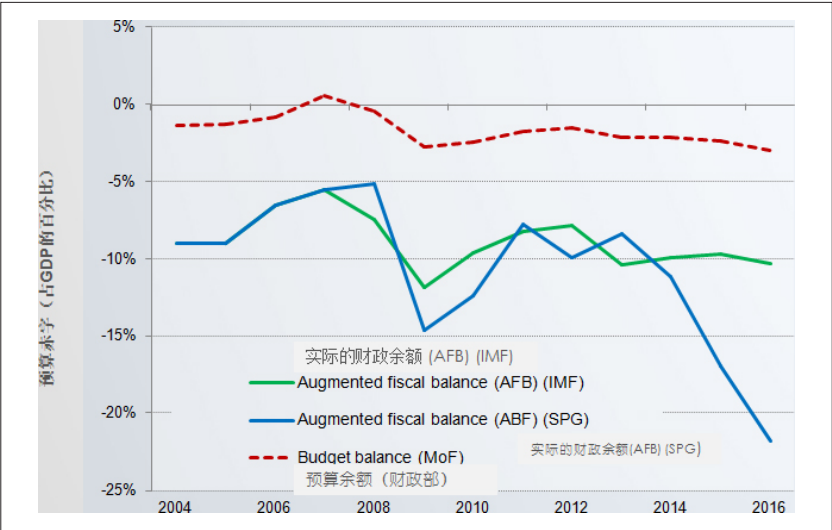


图 2：中国的实际财政赤字

刚才给大家讲的是我做出的研究结论，我告诉大家我是怎么算出来的。我们回到 2014 年非常重要的 43 号文，国务院出台了禁止地方政府各种形式举债的 43 号文，地方政府投资平台债券发行和银行贷款冻结。楼继伟部长有一个很大的计划来解决地方政府的债务问题。那是在金融危机之后出现的状态，有过度投资与基础设施的问题，通过银行传导到债务市场。43 号文决定所有的地方政府投资平台发行的债券，都应该进入中央政府的资产负债表，同时要对这些平台公司进行监管。这个宏大的计划并没有得到

非常好的执行。我做了一些估算，2013 年之后就看到蓝线出现了稳定的下滑（图 2），2014-2015 年下降非常快。刚才讲的 43 号文是在 2014 年出台的，到 2015 年第一季度或者在实施的前面几个月，项目停工、经济急速减速，地方官员怨声载道。到了 2015 年 4 月份，很多地方政府的官员到北京去抱怨难以获得融资，影响了地方经济的发展。所以国务院从此之后悄悄逆转了 43 号文的精神，到 2015 年下半年又再次出现全面的信贷刺激，加上基础设施政策，这些平台公司又向银行和政府大举借债。2016 年 11 月，财政部部长楼继伟宣布退休。

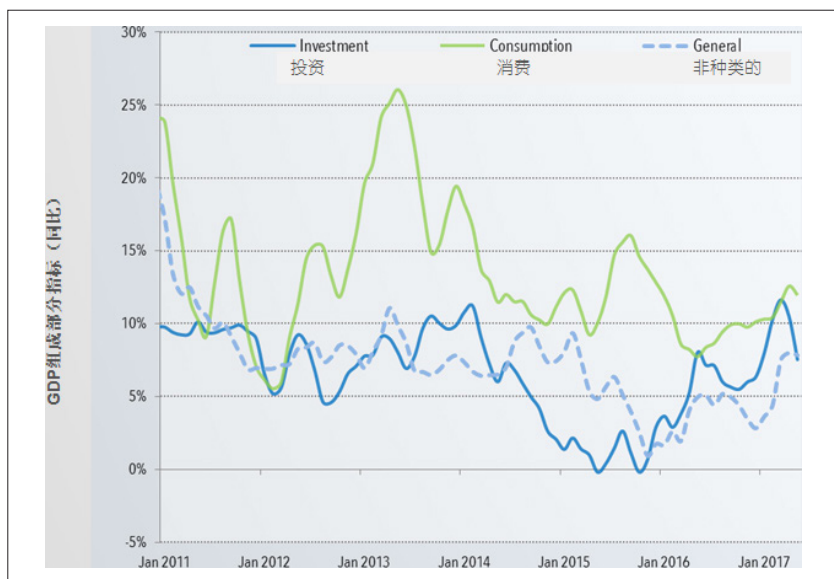


图 3: 43 号文的半衰期

我根据官方数据做了一个估算，这是 2012 年的数据，这个赤字来自三个部分，总体是 16 万亿人民币，大概有 10 万亿是有义务还债的。有一些省级的官方债务和调期计

划，通过债券或者是借款来偿付平台所借的钱。这是当时的计划。

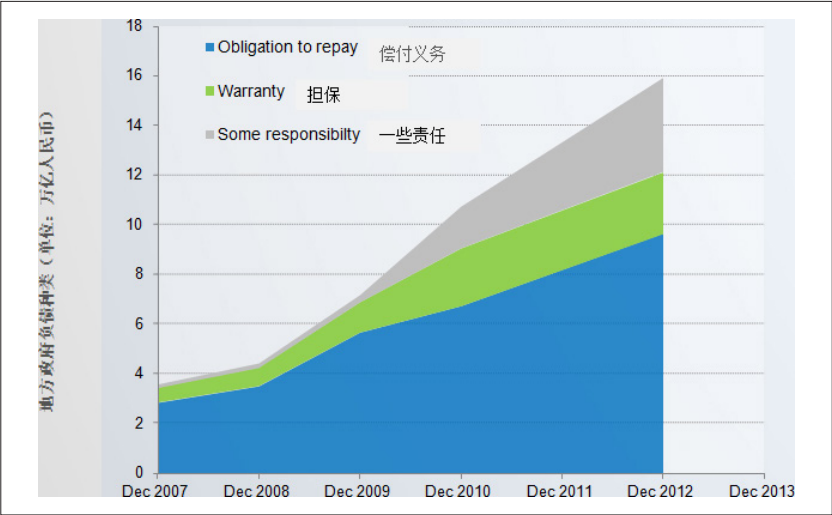


图 4：2012 年左右的官方债务和掉期计划

今天项目执行到什么程度了呢？75% 的掉期计划已经实行了，总价值达到了约 11.3 万亿人民币，而这比 2012 年承认的债务数目还要大。尽管这些债券本来应该置换平台公司的旧贷款，但这并不是发生的事实，我会给大家看实际的情况。其实中央政府的原计划，是让它们借到钱或债券融到资金去还贷款，而它们继续投资。2015 年第二季度，银行被告知又可以向地方政府投资平台“优先项目”贷款了。实际上超过一年的长期贷款，银行很少发放的，有一些贷款进入房地产公司，进入国有公司，大概有 60% 到了平台公司，那是银行发放的贷款。银行已降低对官方地方政府投资平台的官方敞口，但是有一些地方政府的投资平台重新进行登记注册，同时银行还不断在 PPP 项目上投资。我认为 PPP 项

目和之前的地方投资平台并没有两样。

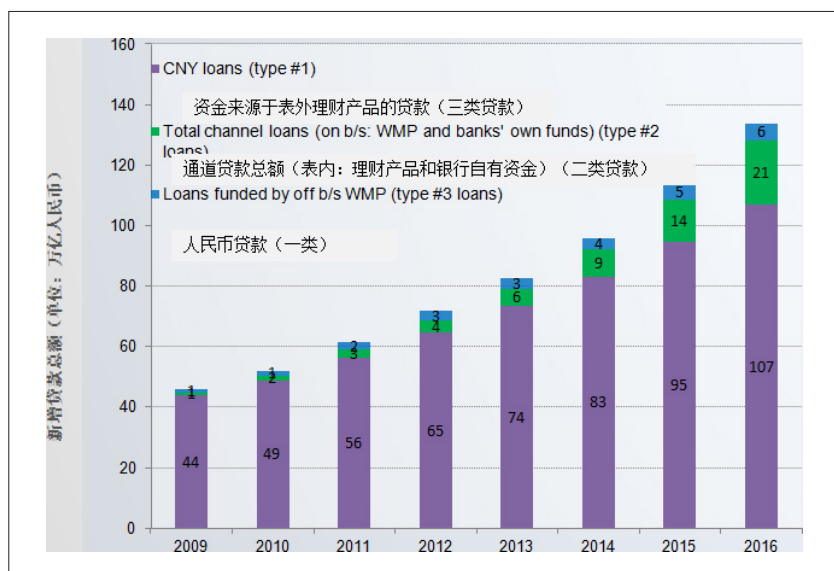


图 5：“影子”银行的角色

除了银行贷款之外，影子资产也对地方政府的一些基本设施投资项目进行了投资（图 5）。通过影子渠道，总体发放大约在 27 万亿人民币新增贷款，大部分的影子贷款都当成投资应收债款项出现在资产负债表上。它们的资金通常来自于理财管理产品，这是一个表外的来源。我跟多家银行访谈，不同银行有不同做法。我估计总体而言，银行提供的“影子”信贷便利的 50% 流向了地方政府投资平台 / 基础设施项目。这些项目是由当地政府隐性支持的。还有很多 PPP 项目，有很多的 PPP 股权投资者都是来自于影子渠道。

除了省级政府债券之外，还有很多地方政府平台以自己的名义进行债券发行。可以看到绿色的高峰线（图 6），除了 2014 年上半年 43 号文引起的短暂瓶颈期，后面又出来

了。这些债券的评级很高，一般是 AAA 或 AA，其实有地方政府的支持。但它们并不盈利也无收入，而现在政府对它们没有任何的担保，因为它们的利息和收入都堪忧，有很多这样的投资项目并不能覆盖应支付的利息。

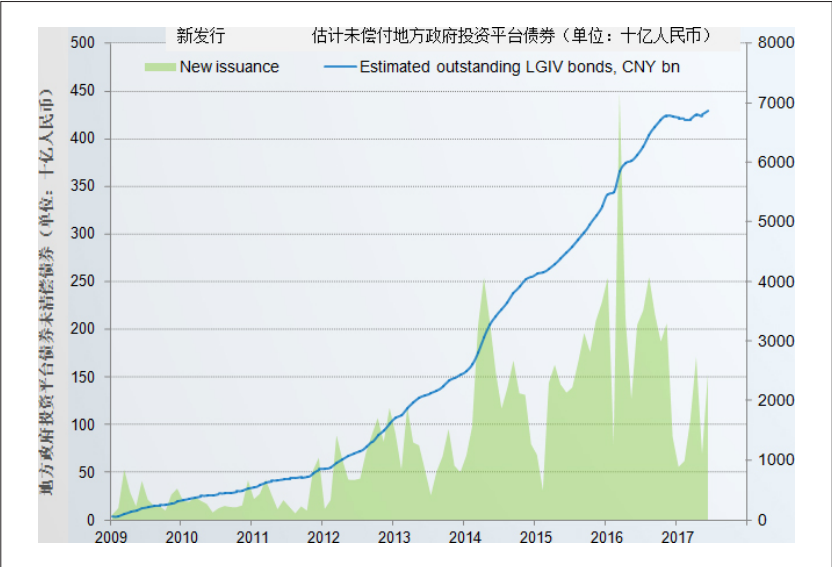


图 6：债券市场的角色

实际上因为政府隐性的支持，这些债券很密集地跟财政部的债券进行了挂钩。我们假设投资者总是非常放心，他们觉得最终地方政府会来担保这些债券。白重恩和宋铮的一篇出色的论文估计，发行债券的地方政府投资平台债务占全部地方政府投资平台债务的 72%。据此，我们可估算，截至 2016 年年底，地方政府投资平台债务总额约为 35 万亿人民币。本人采用了一种替代性的方法——依据信贷通道数据和访谈，得到的数据是截至 2016 年年底，地方政府债务总额约为 47 万亿，约占 GDP 的 64%。

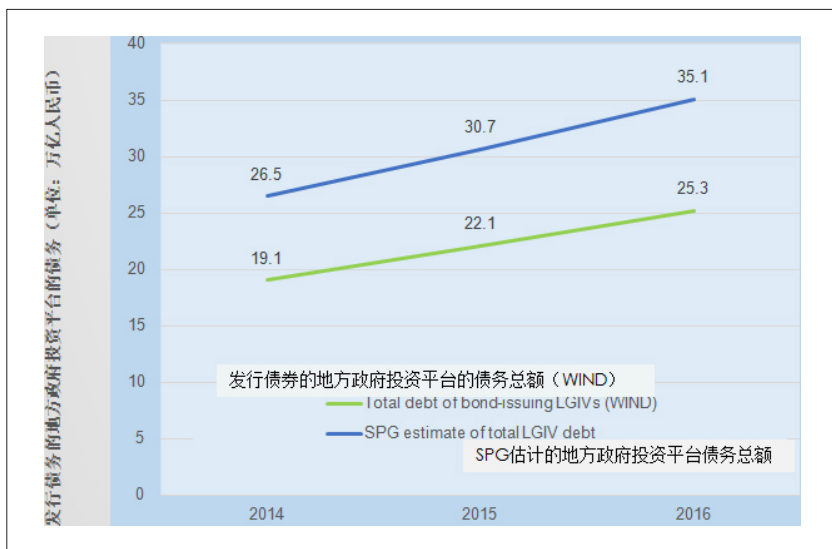


图 7：发行债券的地方政府投资平台表明，它们的债务在持续增长

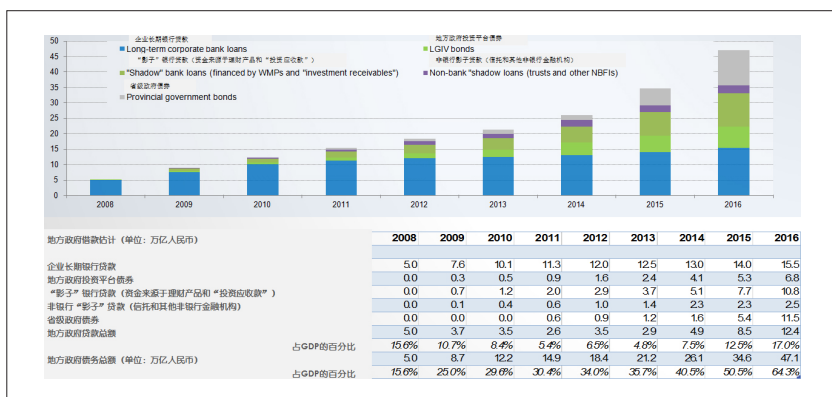


图 8：全部地方政府债务合计

刚才我的论点和数据，我也接受大家的争论。我有很多的数据是来自于财政部的数据，也有我自己的数据。大家可以看到，这么做当然会带来一些好处，另一方面也会支付



成本，成本或代价有以下几点。首先，这样做会挤占其他的预算支出。因为借了债务之后就必须还利息，这些利息会占据财政收入的 1%-2%，实际上算上一些政府支持的项目，它会占到 12%-14%。也就是说，政府的预算有 10% 以上要还利息，这肯定挤占了其他的支出。

其次是通胀，我们通胀的非常严重，甚至国家统计局官方统计数据都显示，过去 20 年间，通胀通常超过中国人民银行设定的 2-3% 的目标。这部分是由于政府部门的其他一部分力量不想停止这场“投资盛宴”，而想实施深思熟虑的战略以诱发通胀。如果政府有大量债务，官方对保持通胀在目标值之上运行的动机就会增加。尽管美元兑人民币走低，高通胀也能诱发更大规模的外汇流出，降低外汇储备，并使更严格的资本管制成为必需。

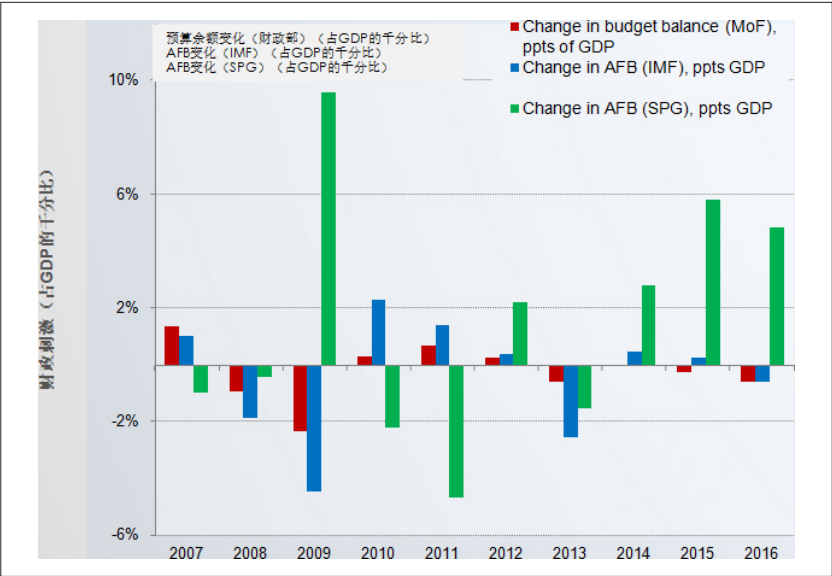


图 9：2018/19 年硬着陆？

作为老外我们总是谈到中国经济的硬着陆。中国财政支出这么多，确实可以推动中国经济的增长，但是它会对经济发展带来一些负面影响。图 9 中，绿色代表的是中国刺激性开支，过去两年中国财政拨款是非常多的。未来开支减少的话，经济增长就受到很大的冲击。如果政府有其他准备好的措施去缓解这样一种财政开支，肯定会有代价的。下面是我所列的一些建议，这些建议并不是很好的想法，只是我的一些愚见，如果大家有任何的意见和建议欢迎指出。

我们知道中国政府债务是非常之高的，我们也知道中国的开支肯定比说的要高。但是我们知道，中国政府拥有的资产也很多，中国的外债非常低，而且中国的储蓄也能够为这些银行提供融资，而且是非常稳健的家庭储蓄，这是一个比较好的现象。我不会说一定有一个危机在未来产生，但我们还是要认识到会有一些问题存在，有一些危险的因素。如果我们尽早发现这些问题，准备好解决的措施，还是有意义的。所以我希望明年或者未来，中国会有一些中期和长期的举措，比如放宽货币政策、改革汇率政策、调整利息率等等。除此之外，还有地方政府的债务问题等，还有政府投资平台的改革。当然这些改革会非常痛苦，但是我们也希望在一两年之后应该会找到新的增长点。好，这就是我的演讲，感谢大家的倾听，也感谢大家给出的任何建议。

张春：谢谢。最后一个演讲对我来说是最有意思的演讲。接下来我们进入到问答环节。

互动讨论

Shahin Vallee：我有一个问题是关于财政政策的，而不

是会计的问题。因为我的感受是，中国一直发生的一个现象是中央政府希望能够减少地方政府的开支，可是却没有提供措施。我觉得由于这样的恶性循环，就是政策是收紧时地方政府没钱可花，然后影响了经济的发展。所以我想知道，除了紧缩地方政府的借贷和开支，中国政府在系统方面或者在对地方的融资方面有哪些措施？中央政府会提供地方政府什么样的支持措施？这其实就是一个财政政策的框架，其实在全球范围内都有这个问题，就是会有一种恶性循环，中央政府和地方政府的财政政策没有办法匹配。

Stephen Green: 我觉得这个问题确实是存在的。我知道在中国确实有这样的说法，就是不允许地方政府借贷的话，经济增长就很难达到 6%。当然有很多的讨论，这个话题其实挺复杂的。我们来考虑一下当地的一些银行，比如城市银行，不一定要私有化这些银行，但是你需要给它们提供一些支持。比如说哈尔滨银行就是被哈尔滨市持有的，有各种各样的方式，比如一些地方政府给土地，然后用土地作为抵押品从而借贷。政府机构要进行合作才能够解决这个非常严重的问题，43 号文件我觉得就是其中的一个解决方法，但是它抑制了经济增长，所以不受欢迎。所以政府也要思考它的一些措施和经济增长目标设定的关系。

周天勇: 我回答一下中央政府和地方政府的财政问题，其实这主要是事权和财权的划分问题。我觉得现在地方政府有几个问题。第一就是它的支出结构非常麻烦，一个是吃饭性财政，一个是经济建设性财政，中经济建设占的比例太高，这是第一。2013 年以后私人投资下跌，地方政府特别是县级政府一看今年的 GDP 上不去，就开借钱修路，GDP 就上去了。实际上从就业来说也是不可持续的，投下去的东

西到老百姓的工资那里也没有多少，因为机械化程度更高了。所以我觉得，经济增长靠财政货币是不可持续的，最后严重的通货膨胀有一天会崩盘。

第二就是用结构改革的办法。1978 年以后的高增长、1990 年以后的高增长、2000 年以后的高增长，特别是前两次高增长都不是财政政策推动的，也不是货币政策推动的，实际上是改革推动的。2000 年稍微有点财政搞赤字也不像今天这样。所以我觉得，十九大以后可能还是要用结构调整的办法推动经济增长，这是一个比较大的问题。

另外就是中央财政和地方财政问题，一定要把地方政府的经济建设功能去掉，由社会功能替代推动经济增长，我觉得这是很重要的。再一个就是财政制度，美国财政支出里有一个还本付息科目，有时候是年支出的 10%，另外政府借债受到地方议会的制约等。而我们的地方政府没有制约，没有财政会计制度的制约。还有就是地方财政支持经济的功能，1 到 6 月我们基建投资还是 22%，是投资最大的一项。

还有中央和地方政府税收的划分，如果不卖地，地方政府收入来源就没有。增值税的 70% 被中央拿走。如果地方的税制不改革，比如房产税等稳定的地方税种不改革的话，难度很大。我就讲这么多。

张春：谢谢周先生的补充。

Jonathan D. Ostry：我有两个问题，第一个是给周教授的。你刚才讲到劳动力减少的问题，我们也进入了自动化人工智能的时代，之前讲到 50% 的工作被自动化所取代。这种情况下，你觉得劳动力减少是不是好消息呢？我们是不是要再次考虑劳动力、工作时间和生产力的数据呢？第二个问题是给 Paul Gruenwald 先生，不给地方政府加 GDP 增长率

这样的紧箍咒，那样是否可以有更好的财政治理？

周天勇：实际上我们研究了有关经济下行的几个问题，第一个是人口收缩，第二个是人口迁移和流动，第三个是房地产。如果通货膨胀很厉害的话，我们还是走不出中等收入陷阱。第一个问题，我觉得问的非常好。我们五年大概削减了 2000 万人，如果算平均需求和人均 GDP，损失是很大的，而且会越来越大。后来发现只有机器人可以解决劳动力不足的问题，但是它带来的问题是什么呢？就是收入分配里没有劳动工资，这导致生产更加过剩，速度更加放缓。实际上有一个收入分配问题。因为我们想把人口控制赶紧放开，财政上扩大教育等转移支付，在就是加快人口流动来提高需求，解决总需求不平衡的问题。

另外我们预计可能 2019 或者 2020 年要开征机器人税，否则没有办法解决这个问题，机器人颠覆了劳动经济学、宏观经济学的定义。刚才 Paul Gruenwald 先生说不能靠财政续把速度维持住，我们也同意这个观点。实际上我们算了一下中国的潜力，包括现在还有的优势，以及一些增长来源。我们觉得如果现在不改革，如果用量化宽松的货币政策和财政赤字的办法，带来的问题肯定是崩盘。当时在短期里是推动了，但是一跌下来就像巴西或俄罗斯一样，实际上还是上不去。我们分析了过去我们增长的来源，1990 年那一轮高速增长来源也不是货币，而是改革。因此我们也设计了一套不用前一种办法来恢复较高增长的方案，这个方案太繁杂我就不讲了，就是用改革替代它。

Paul Gruenwald：我有一个很短的回答。成功的国家都不会设定 GDP 的增长率目标。中国其实已经很成功了，而中国有严格的经济增长目标，一方面它很怕经济增长太快，

在未来造成更大的问题，另一方面也很怕达不到增长率目标。未来如果把 GDP 增长的紧箍咒去掉的话，地方政府就会做的更好。在过去，GDP 目标可能达到了效果，而今天这个增长目标造成了负面的影响。

张明：我讲两点回应一下 Stephen Green 的观点。根据你的看法，中国整体债务占中国 GDP 的比例超过 80%，这是值的我们关注的问题。我想说，第一我们要警惕 PPP，这可能会成为地方政府新一轮不良债务的根源。我们前一段时间看到真实的 PPP 项目，平均资本结构里 80% 来自于银行贷款，20% 里面地方政府出 5% 的资本金，15% 由地方产业投资资金来分，而地方产业投资资金分基础级跟优先级，优先级又来自于银行。我们担心地方债、房地产和企业抵押风险的联动，20% 给到地方融资平台，20% 给到抵押贷款，45% 给到 PPP，剩下的企业贷款中有 1/3 的企业是以房地产和土地抵押贷款的。所以中国最大的房地产玩家是银行，这就是为什么房地产调控不敢下重手的原因。我就讲这么多。

周天勇：中国政府的债务率我觉得确实是挺高的，但是它也有一块资产，这个资产是隐性的，其实国有企业这两年降低它的负债率用这个东西了。第一就是原来划拨的土地，今年国有企业利润里卖它的划拨土地和卖外面投资的股权。实际上国有企业和中国政府拥有的土地资产是很多的，国有土地都没有进账，没有按照市场价值评估后放在资产表里。当然我不是说咱们要放宽心，但确实有这样的一个因素。

第二，现在的速度我们也很纠结。财政赤字也好，货币政策也好，这两年上去，过两年还会掉下来，实际上是没有用的。我们的测算大概就是“十三五”到“十四五”GDP 增速下降得很厉害，大约在 3% 的平台上。世界银行的高

收入门槛大概是 1.26 万美元，如果我们以这样的速度下去，我觉得进入高收入门槛几乎不可能，会永远在中等收入这个圈里。如果你什么都不干，也不改革，速度也提不上去，加上人口萎缩，我们大体算了一下，2050 年印度的 GDP 总量超过我们。

张春：谢谢周教授的补充，也谢谢各位的参与，我们现在按时结束。非常感谢大家的参与，我们期待明天再见。

专题五：经济全球化的曲折和前景

周天勇（主持人，中央党校国际战略研究院副院长）：我们上午这个专题是“经济全球化的曲折和前景”，主要针对逆全球化与自由贸易的关系，包容性增长以及智能机器人对整个世界经济、对每个国家经济的影响进行讨论。我们先请东方证券首席经济学家邵宇发言。

邵宇：全球化 4.0：未知水域

邵宇（东方证券首席经济学家）：大家早上好，我非常高兴在这里跟大家一起讨论全球化方面的问题。

我想讨论的题目是全球化 4.0，既然有全球化 4.0，大家自然会问到，什么是全球化的 1.0、2.0、3.0？我可以从最近最热的一个词“一带一路”说起，“一带一路”，包括海上的丝绸之路和路上的丝绸之路。我个人的理解，这其实属于一种前全球化的交往形态。因为在航海发现之前，主要的国与国往来是发生在欧亚大陆上。所以陆上的丝绸之路和海上的丝绸之路大致提供了当时的贸易、文化、商品和金融交流的一种方式，这种方式我称之为前全球化时代。在某种意义上来说，中国提出来的“一带一路”的规划可能只需要复兴前全球化时代的传统的东西，包括贸易、文化、投资，当然它有一些新的时代含义。

今天上午讨论的主题是全球化遇到什么样的问题以及全球化是不是在逆转，未来的全球化是什么样子。我们就有必要回顾一下我们所经历的全球化的三个过程。古典的

“一带一路”终结于 1433 年，为什么呢？因为 1433 年中国郑和最后一次航海。50 年之后，葡萄牙人带领的第一批帆船向整个世界航行，这就是全球化 1.0 时代，我们称之为大航海时代。在 1.0 的交往以后，2.0 出现在英国和英镑代表的全球化。这时候出现了全球第一次重大的贸易失衡。最近一次金融危机的核心原因是中美之间的贸易失衡。但是如果你把时间维度拉得更长一点，会发现其实全球意义上的第一次贸易重大失衡发生在中英之间。大家都知道这段历史，当时英国从中国买走丝绸、茶叶等等，我们看起来有点像奢侈品，像现在的 IPHONE 一样。那时候中国人只需要白银，就像现在我们只需要美元一样。那时候他们换了一种商品就是鸦片，最终中英的贸易赤字用战争解决，而且带来了全球化 2.0 的一个高潮，就是大分流。

全球化 2.0 时，主要国家的工业化指数是增长的，其他国家的工业化指数是绝对下降的，换句话说，它是一个绝对的零和游戏。当然这里有很多的问题和后遗症，比如美洲的一些原住民被铲除。这个过程中，如果谁没有融入到这个体系，就成为这个体系的边缘者，比如伊斯兰文明、印加文明或中国文明。我们以前选的操作系统是中国的朝贡系统或伊斯兰体系，但在那时候只有一个体系就是威斯特伐利亚条约体系。很有意思，根据我们的研究发现，其实世界大战也是全球化的一种形式，只是比较极端而已。几千万人不同民族、不同信仰的人在全世界的陆地、沙漠、空中用不同的武器厮杀。那时候面临的第二次贸易失衡就是欧美失衡。美国逼法国和英国还债，英国法国逼德国还债，最后谁都还不了。本来美国可以允许欧洲贸易以换得更多出口，但是美国拒绝了，然后德国走向了极端，第二次世界大战随之而来。

这个过程中，我们的金融体系从银本位升级到金本位，又到美元本位。这就是我们全球化 3.0，二战结束之后美国带领的全球化。3.0 的全球化比 2.0 的包容性要大很多。

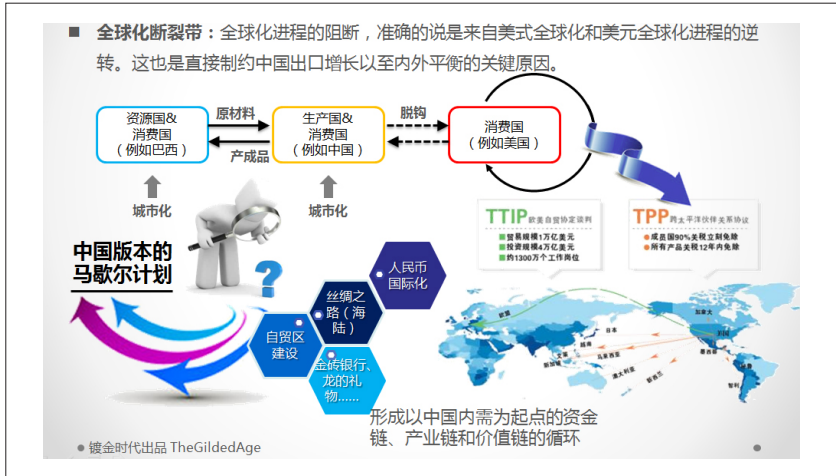


图 1: 全球化的断裂带——别了, 全球化 3.0

根据传统的国际经济学比较原理，全球分工大致是按照一个比较优势，包括绝对和相对的优势进行生产。美国就注定生产高端的设备。但是我们发现，全球化 3.0 里有一个很微妙的结构，也就是我们所说的三元结构。整个食物链、产业链、价值链低端的是资源型国家，比如巴西、南非等，它们提供的油气、铁矿石、原材料等。当一个国家是资源国的时候，并不代表它非常的 low，比如澳大利亚等。顶端的是消费型经济体，典型的美国。为什么美国是一个消费型的国家？美国有巨大的产能，包括汽车、电子设备、军工，但是相对产能而言，它的经常账户赤字超过 GDP 的 4%。如果一个国家的经常账户赤字超过 4% 就面临失衡，这是 IMF 的定义。中国的经常账户盈余一度

超过 GDP 的 10%，这就形成一个完美的进项。不是说美国不生产，而是消费比生产更多，所以它必须从这个产业链里获得更多的资源，一部分是油气，另外一部分就是其他国家制造的产品。当然来自中国的东西更加便宜，而且规模更大。这是一个很完美的产业链结构，也是全球贸易失衡的现象。

昨天我们说到流动性和金融扮演什么样的角色。很容易理解，其实所谓从 80 年代到危机之前的大稳健，主要基于一个比较低的通胀。利率在短端和长端都压的很低，长端很容易理解，因为大量的储蓄进入到美国，这并不是严格意义上的中美失衡而应该叫亚美失衡。原来日本大量的贸易顺差被四小龙和四小虎接过来，随着中国制造的崛起，贸易的盈余字又转移到中国，仅此而已。所以这次失衡，从某种意义上说是亚美失衡。这里面还有德国的问题，德国做了一个欧元，把南部欧洲的货币消除，它既不升值也不贬值，这就是后来欧债危机的起源。短端的方面，由于输入廉价商品导致政策利率不需要很高。商品由中国生产比美国人自己生产便宜很多，而这个利率可能对于经济增长来说已经过高，对于一个资产泡沫而言，资产价格已经太高了，这就是问题的关键。当然，危机随之而来。中国的基础货币从 2002 年到危机甚至到现在，有 80%-100% 的基础货币来自于外汇占款，也就是说中国的基础货币供应和美联储、全球化是密切联系在一块的。而 M2 是跟中国土地抵押的城市化、通货膨胀联系在一起。中国的高速增长一方面来自于全球化，一方面是城市化。现在看起来，危机之后这个过程已经出现了重大的变化。

未来会怎么样？英国作为全球化 2.0 的领袖，现在很

怕移民，但是它作为日不落帝国的时候并不是这样。作为全球化 3.0 的领导，也就是美国，新总统在就职演说中说 Protection makes America great again（保护使美国更强大），我怀疑自己听错了。而中国的领导人说我们也欢迎全球化。我们来设想，未来的全球化是什么样的？我觉得最重要的是中美之间怎么延续合作，大家也都希望中美用合理的方式进行下一步合作。

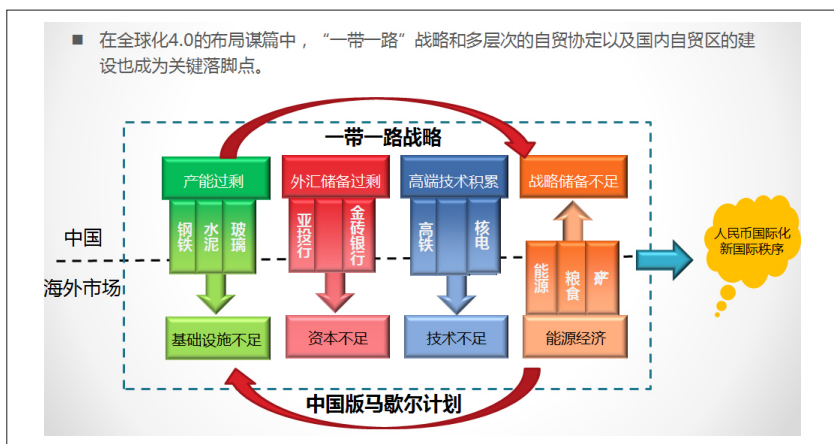


图 2：全球化 4.0 之出口升级

最后我想轻松一点，以两部电影结束我们的讨论。最近有两部电影非常引人注目，一个是《独立日》，这部电影里中国派出了自己的一线演员，而导演给这个演员安排了一个 18 线的角色，就是有他没他都无所谓。但是另外一部《火星救援》里面，中国宇航局扮演的角色就更为重要了，换句话说，它隐喻着非常多的事情，怎么样去协调中美之间的关系，将取决于全球化 4.0 会如何的展开。

我希望就这个问题跟大家做更多的探讨，这就是我的发言。谢谢。



图 3：《独立日》，与《火星救援》

周天勇：下面有请上海发展研究基金会副会长乔依德先生演讲。

乔依德：当人们说全球不平衡，他们在谈什么

乔依德（上海发展研究基金会副会长兼秘书长）：我今天发言的题目是关于全球不平衡的，我的题目借鉴了日本著名作家村上春树的一本书《当我跑步时我谈些什么》。一个人讲全球不平衡，含义可能不完全一样，接下来我提出我的看法。

全球不平衡的问题是怎么开始的呢？我们现在回顾全球金融危机十年，在金融危机发生前后，我们经常听到的就是全球不平衡。我们在网站上搜索了一下，左边是英文网

站，出现 Global Imbalance 2469 次；右边是中文媒体，出现全球不平衡的次数是 1324 次。我估计 2017 年又会多一点。

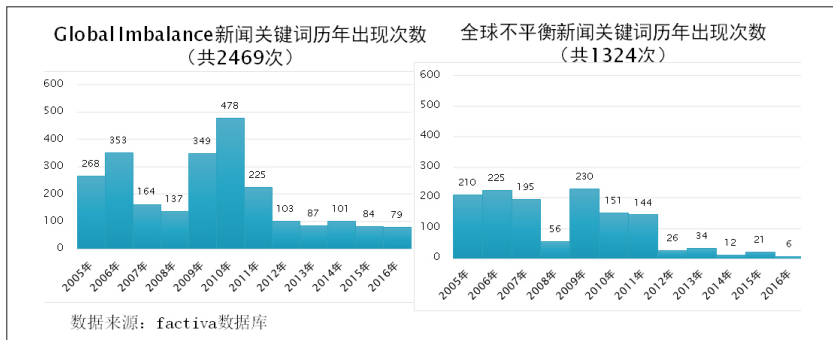


图 1：“全球不平衡”在全球金融危机前后高频出现

大家都在讲全球不平衡，全球不平衡好像等于经常账户不平衡。一个最简单的定义，就是一个国家拥有大量的贸易赤字，主要是指美国，与之相对应的是贸易盈余的其他国家，这样的现象就称之为全球不平衡。我一直比较困惑，全球化也好，全球经济格局也好，它包括贸易，包括投资，包括融资，包括人员流动，为什么就讲贸易？我从来没看到有文章给过正面的回答。最接近讲这个的，是美联储副主席斯坦利·费希尔（Stanley Fischer）7 月 31 日在巴西的演讲，他的原话是这样的，“一个国家的经济发展会通过贸易、资本流动以及价格外溢到其他国家”，这个价格主要是指利率和汇率。请注意这里面提到了资本流动，但是比较遗憾的是他没有进一步阐述。最后有一句话非常有意思，“在最一般的含义上，这些外溢效应都可以用经常项目余额来刻画。”，后面就没有了，他没有讲为什么这就是全球不平衡，我不懂。伯南克的话我就不重复了，逻辑就是贸易顺差国（包括石油输出国）的资金回流到美国，降低了美国的利率，

导致美国的资产泡沫，导致金融危机。

当然也有一些不同的声音，这个声音比较微弱。国际清算银行（BIS）的 Claudio Borio 强调，金融危机发生的主要原因不是储蓄泛滥，而是国际货币金融体系的“过度弹性”导致的全球不平衡。BIS 的首席经济学家 Hyun Song Shin 认为，是银行之间的不平衡泛滥，而不是储蓄泛滥。理由就是 2008 年金融危机爆发以前，欧洲和美国的经常账户是平衡的，但是欧洲跨国银行通过美国的分行在美国货币市场上借入大量美元，调回到欧洲，同时在美国市场上购买大量结构性产品，形成了巨量的跨境资本流动。他认为这是一个主要原因。另外，美联储长期实行低利率政策，也是一个重要的原因。

我基本上赞成后面一个意见，我不赞成简单把全球不平衡等同于贸易不平衡，原因有四个。

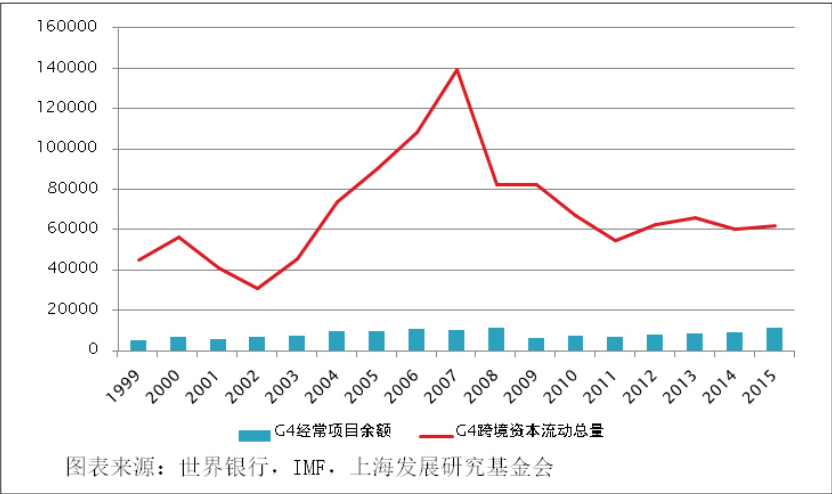


图 2: G4 经常项目余额和跨境资本流动总量的比较（亿美元）
（由于主要比较数量大小，此处取经常项目余额的绝对值）

第一，跨境资本流动量是比较大的。金融本身，虽然和贸易有关系，但它也有自己的规律。现在跨境资本流动总量 14.7 万亿美元，占全球 GDP 的 20% 左右。影子银行规模 34.2 万亿美元，占 GDP 的 69%。全球 OTC 衍生品市场存量规模 494 万亿美元，是 GDP 的 6.6 倍左右，资金都非常大。

图 2 中，G4 是美国、日本、欧元区和英国，红线是跨境资本流动总量，蓝色的是经常项目余额，这是不成比例的。

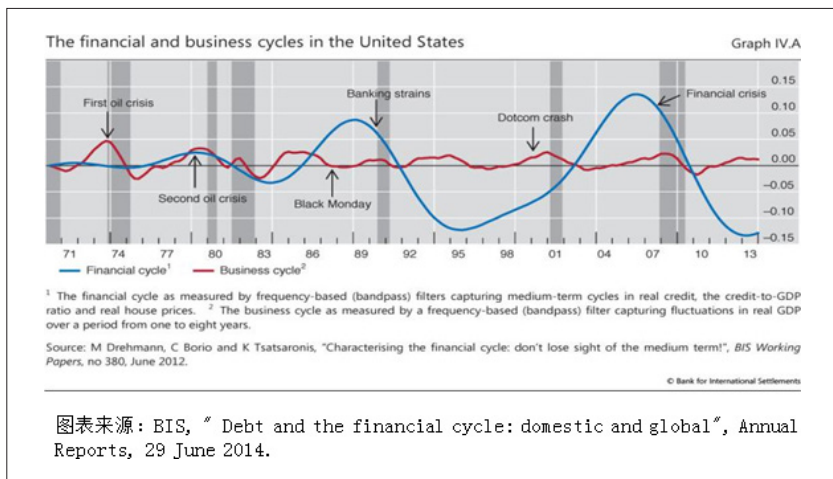


图 3：美国金融周期和商业周期

图 3 是 BIS 的 2004 年报的一个图。美国的金融周期和商业周期不是同步的，一般来说，商业周期是 1-8 年，金融周期是 15-20 年，所以说金融有它自己的规律，不是完全跟着贸易和经济的。

第二，经常账户或贸易余额是一个净量。它有缺陷，不能刻画动态和瞬间的现象，它是一段时间内贸易额的总结，

很多细节都被掩盖了。举一个很简单的例子，如果我们在年初有一笔很大的钱流出去，年末再回来，年底的时候看它的余额是 0。但是大家知道，如果大量的资金进出，对中国的利率和汇率是有非常大影响的，单靠贸易的年终余额是看不出来的。

第三，资金是高度集中的，易于调动形成冲击。资产管理公司管理的总资产占全球 GDP 的 107%，资产管理公司管理的资产总量和资本流动总量的比率是 578%。在管理资产总量中，世界前 45 大资产管理公司的占比为 64%。

第四，资本流动的波动性高，速度快，冲击力强。贸易的钱是慢慢积累的，而短期资金是集中的，波动性比较大。在图 3 中，几个国家的跨境资本波动是比较大的，贸易相对而言就比较小。

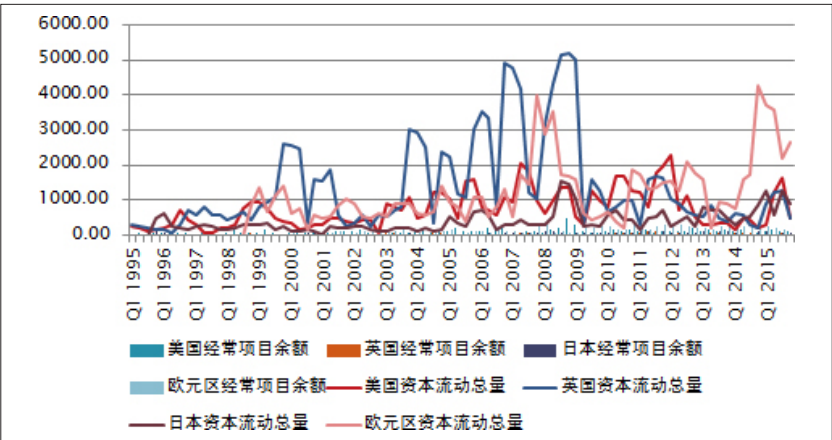


图 3：美国、欧元区、日本和英国跨境资本流动总量和经常项目余额波动性

这对我们的政策到底有什么意义？为什么有些人把全球不平衡等同于贸易不平衡？主要是说贸易顺差国家要调

整，这是你造成的问题。我不同意这个说法，我的观点是要比较全面地看。麦肯锡最近关于全球流动性有一个报告，是8月份发表的，美国金融时报发了一个评论，当中有一段话我引用下来，这个东西跟我们的观点不谋而合。这个话的意思是说：现在要打贸易战，大家也很担心逆全球化会怎么样，注意力都集中在贸易上。但是大家谈的比较少的是资本流动或金融全球化的状态，然而资本流动过剩是导致全球金融危机的主要原因之一，可能也会滋生下一场危机。

不能就贸易谈贸易，美国的贸易逆差不是双边问题而是多边问题。美国和100多个国家都是贸易逆差，它和美国的低储蓄率有关，和美元在国际货币体系中的统治地位有关。美元作为主要储备货币，是一把双刃剑，有很多好处，但是也有问题，我把它称之为美元诅咒，相当于资源诅咒。资源丰富很好，赚很多钱，但是结构偏向就很难调整。美元也是，经济结构很难调整。从长期角度来说，从上世纪80年代以后，美国贸易基本上都是逆差，包括资本账户都是逆差。70年代布雷顿森林体系垮台，后来美元成为全球信用货币，就造成了这样一个状况。

要高度关注跨境资本。最近总的流量是降低的，在发达国家之间流量降低，但发展中国家跨境资本流量是增加的。跨境资本中，投资性的跨境资本在减少，而投机性的在增加。和跨境资本流动有关的有两个主要因素，一是个资本账户开放，在危机以前是越开放越好的。经济危机以后，大家觉得资本管制是一个工具，要根据自己的国情来管理。对于汇率，大家也有很多的讨论，Helene Rey在前几年也有一个文章，认为浮动汇率基本不起作用，结果各国要么或多或少受美联储货币政策的影响，要么就得实行资本管制。最近

IMF 首席经济学家 Jonathan D. Ostry 也有一篇文章，认为浮动汇率对抵御金融不确定性还是有一定作用的。对汇率也要有一个灵活的看法，不是说任何国家任何时候都是浮动的好，但是浮动汇率还是起作用的，只不过在巨大冲击下浮动汇率的作用会被削弱，甚至没用。

总之，我的结论是：不否认贸易失衡会带来问题，大家不要误会，好像我讲了金融失衡就否定贸易，不是！对于一个大国来说，长期持续的贸易不平衡，一方面反映这个国家经济结构存在问题，另一方面也对其他国家调整国际收支带来困难。要全面解读不平衡，它包括贸易不平衡也包括金融不平衡，但把全球贸易不平衡等同于全球不平衡是没有道理的。谢谢。

周天勇（主持人）：我们现在请 IMF 研究部副主任 Jonathan D. Ostry 先生发言。

Jonathan D. Ostry：全球化：包容性设计

Jonathan D. Ostry（IMF 研究部副主任）：早上好，能来这里非常高兴，也非常感谢组织者邀请我参加这个讨论。昨天的讨论让我受益匪浅，同时也非常感谢安排我发言。我今天跟大家讲的问题，之前也有所提到，就是与全球化的缺陷有关。经济的一体化带来很多好处，让成千上万的人脱离贫困。但是我们也看到，这些全球一体化并没有平等的分配，我们看到有一些不平等的分配的反弹势头。大家非常恐惧和担心，就是如果反弹势头持续下去，我们可能面临最糟糕的情况，既不带来增长和福利，也没有包容性，也无法重新设计全球经济让它更有包容性。大萧条时期的经济不是一

体化，后来发起了贸易战争，它根本就没有包容性。

我想主流的观点是，我们必须要保持一体化的前进势头。如果我们更加努力，包容性增长就可以让那些没有从中受益的人得到更大的宽慰。不满的人可能认为这只是口头上说说而已。我们很有可能会看到增长的民族主义、民粹主义、反全球化情绪，所以我们可能没有办法持续下去。因此，我觉得我们今天要追问的一个问题就是，我们是不是要停下来考虑，是不是要有更具包容性的全球化，这可能是一个更好的设计。我们过去十年，是让泡沫继续扩大，再通过其他方式安抚不满的人。我们设计的政策是否能够反向而动，让资产泡沫不那么严重？我觉得这个方案会比较好，这是一个更加合理的方案，就是我们做更好的工作，来安抚这些不满的人。这可能并不是最好的策略，我们可以重新设计全球化，让它更具包容性。

这样争论的时候，大家都会想到贸易或移民。我们有许多政策来帮助这些对全球化不满的人或是没有从中获得好处的人。有一点我们必须承认，在过去 30 年的贸易条款中，我们并没有一剂良方，所以设计方案其实是很困难的。我不想讲贸易和移民，我想讲第三个方面的全球化，那就是金融的全球化。我两个月参加一个大会，克鲁格曼讲到贸易一体化和金融一体化，他问在场的所有参会者、经济学家和政策制定者，大家感觉是不是一样的，就是关于金融全球化和贸易全球化的感受怎么样？大家的感受是，这两个全球化的程度不一样。但是有一个长期的传统，就是大家会置疑不受约束的全球化流动，金融全球化有可能会導致贸易全球化的好处流失。

我有一些想法跟大家分享。我和两个同事刚刚写完一本

书，麻省理工大学出版社今年年底会出版。有一个重要的事情，我们看到的是，对贸易的支持可能需要更大的财政资源来补救分配的影响。我们会看到金融和财政的全球化，可能会降低各国政府进行必要的再分配的能力。金融全球化直接增加了股市的挑战，就像贸易一样。大家都知道，这里面有一个重要的逻辑，就是对那些国家来讲，如果们有非常大的不平等，可能会威胁到增长的可持续性。

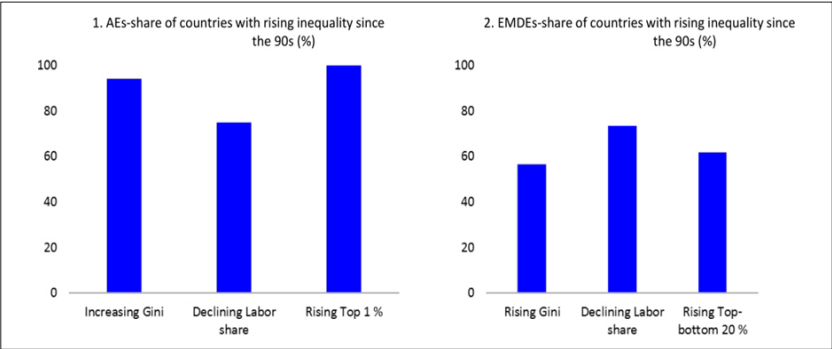


图 1：逐渐上升的不平等使得经济增长变得更脆弱
(Berg & Ostry, 2011; Ostry et al., 2014)

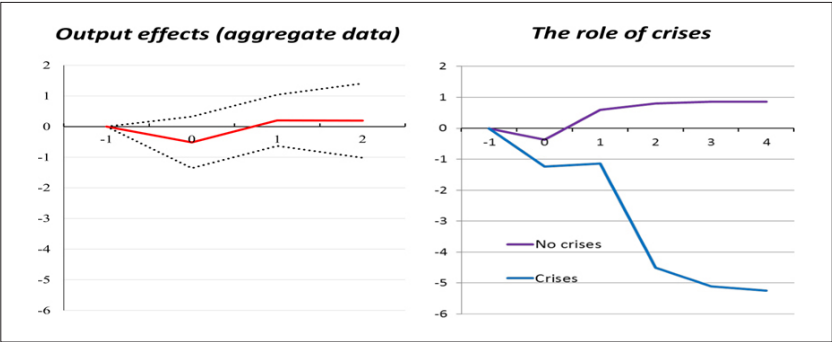


图 2：资本账户开放的增长效益在总量数据中难以捉摸
注：资本账户开放后对产出的估计影响。自由化是使用

Chinn ITO 指数测量。估计是基于自回归分布滞后模型。横轴是年份，纵轴是百分比变化。详情见 Ostry, Loungani and Furceri (2016)。

从全球范围的跨国数据来看，国内的不平等是一个非常广泛的现象。全球化是有一些好处的，比如国家之间的差距减小，中印这两个国家的工资水平是急剧上升的，差距在缩小。但是国内层面的不平等在上升，一些经济和社会的问题在上升，各国都是如此。

我们来看两个国家资本账户开放。在美国经济年会和其他会议上我也做过演讲。我想跟大家讲一些结果，实际上总量数据的增长效益是难以琢磨的，在避免危机的层面上其实并不是那么的明显。

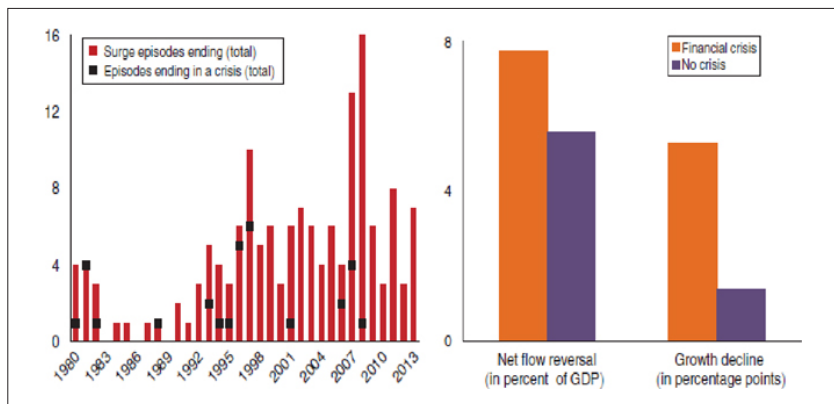


图 3：增长脆弱性与资本流动引发的危机

注：左图显示了在某一年年底和在金融危机中的激增总数。右图比较了资本流动逆转和经济增长在有无危机之间的激增总数。该分析是基于在 53 个新兴市场经济体的数据 1980-2014。详情见 Ghosh, Ostry and Qureshi (AERP & P, 2016)。

还有我们年初发表的另外一篇文章，讲到增长脆弱性与资本流动引发的危机。我们看到增长的成本是很高的。我们看到它很多依赖于外部的融资。不同的公司和不同的行业有很大的区别，我们再次要说，这和早期的文献有一定的一致性，我们也看到一些公司和部门更多依赖于外部的融资。我们再看一些行业所展现的模型，看一下财务方面的融合性和债务等，这些在早期的文献中都有很多的表述，我们也在哪里可以得到一些支持。

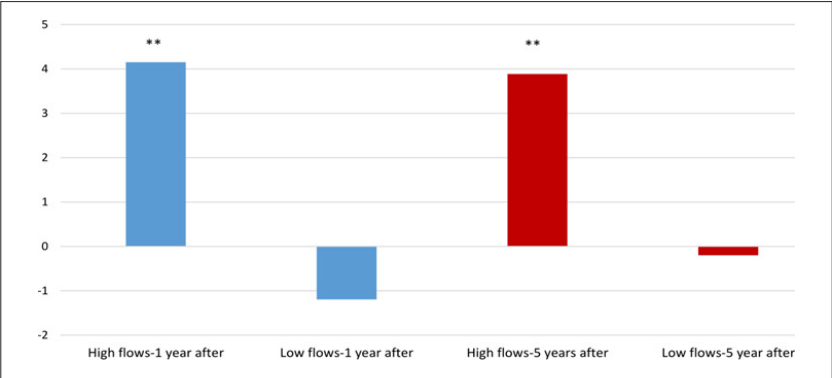


图 4：资本账户自由化（KAL）增加了基尼系数（和其他衡量不平等的测度）

注：资本账户开放后对市场基尼系数的估计影响。自由化是使用 ChinnITO 指数测量。估计是基于自回归分布滞后模型。横轴是时间，纵轴是百分比变化。详情见 Ostry, Loungani and Furceri（2016）。

我们再看一下这枚硬币的另外一面，资本账户自由化增加了基尼系数。危机对于穷人来说都是非常糟糕的，但是还有很多让我们惊讶的事情，一些普通人在金融危机之后也是有很多不平等的现象，我们要真正关注这些群体。

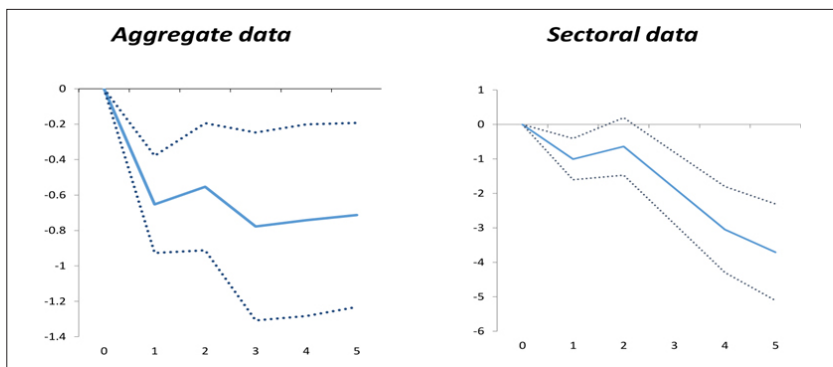


图 5：资本账户自由化使劳动份额下降

注：资本账户开放后对劳动份额的估计影响。横轴是时间，纵轴是百分比变化，左图显示了对总劳动份额的影响，右图显示了按照一个行业金融外部依赖性的 75% 分位和 25% 分位之间的差异效应。详情见 Furceri, Loungani and Ostry (2017)。

我们接下来再看一下资本账户的自由化。这些劳动份额的降低究竟意味着什么呢？我们的研究发现，资本的融合或资本账户的自由化使劳动份额下降，不仅仅是在宏观层面，而且在行业的数据中也有所显现。我们还在做一些数据的分析，希望能够了解数据背后的一些原因。我们看一些经典的模型，希望能够了解这之间的横向联系。

我们来看一下图 6，这里纵轴表示百分百变化，右边是行业金融外部依赖性的 75% 分位和 25% 分位之间的差异。一般都会有一些相应劳动力的补偿，这是我们数据背后的一些原因。接下来我还要补充一点我刚开始说到的问题，我们应该做的更多，才能够让那些没有受益于全球化的人得到一些补偿，使他们能够自给自足提高生产力，找到好一点的工作，让他们有更加有尊严的收入。往往是一些国家最低



层的人，希望得到的收入使这些人有一些尊严。所以我们说需要更多的再分配。我们也建议全球化的增长，在贸易和体量上都应该有所增加。技术确实是成本的一部分，但是还有其他一些因素也扮演着不可或缺的角色，它们都促成了不公平的增长。

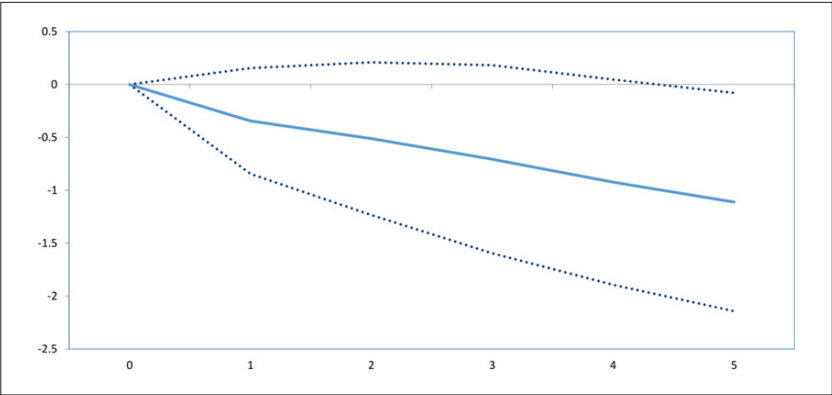


图 6：更少的再分配，虽然需要的是更多

注：再分配 = 市场基尼系数 - 净基尼系数，纵轴表示百分比变化。上图估计了资本账户开放后对增长的影响，自由化是使用 ChinnITO 指数测量，估计是基于自回归分布滞后模型。详情见 Furceri, Loungani and Ostry (2017)

政府能做一些什么呢？当然，我觉得对于再分配来说，应该有分享鼓励，这是一方面。政府还可以有更多的努力，比如说通过分配前的一些刺激政策，让人们更多的有机会接触教育和医疗，当然还有参政的机会等。在金融方面还有更多的可以做，比如说放松管制，放松对跨境资本流动的管制等。所有这些都能够更好的促进金融的融合和包容性。

最后我要做一个总结，我们对于“逆全球化”要区分贸易全球化和金融全球化。金融全球化的证据就是成本波动很

高，产出效益也难以琢磨，分配不均匀，还有其他的一些影响，这些都可能受到税收竞争的影响、减少再分配的影响等。我们怎样才能够制定政策，提高效益降低成本呢？资本管制和其他工具可以进一步管理流动结构和周期。如果你能支持这个资本的流动，可能会去考虑怎样的流动才能得到更多的益处。所以这里有一个排序的问题：金融深度越大和包容性越高，产出效应越大，我们应该更好地设计这种金融包容性。刚才我们说到金融的债务，还有包容性，是摆在面前最大的问题。我想我们应该不要太过谨慎，可以采用一些再分配或预分配的政策，这样才能更好消除对不平等的影响。谢谢大家。

周天勇：现在请上海社科院世界经济研究所的李凌先生演讲。

李凌： 全球化进程中的不平等与逆全球化思潮及其应对

李凌（上海社会科学院经济研究所副研究员）：权衡所长带队在外面做国情调研，由于航班的原因，非常遗憾不能到会场来了。所以他委托我代他做一个报告。报告的名称是“全球化进程中的不平等与逆全球化思潮及其应对”。

我们目前看到的所谓“逆全球化”现象，包括去年美国大选中特朗普的胜出，包括英国脱欧，还包括很多我们讨论的黑天鹅、灰犀牛这样的现象，其实背后都是全球不平等引起的。这个不平等既有发展中国家和发达国家之间的不平等，还有一个国家内部的收入不平等。在全球化进程的经济增长中，特别是发达国家的很多穷人没有受益于全球化进



程，被全球化抛在后面，他们的处境实际上出现了一些贫困化，而且这样的情绪通过互联网等手段得到积累，出现了逆全球化的思潮，包括民粹主义思潮，这是目前全球经济失衡中值得关注的一个问题。

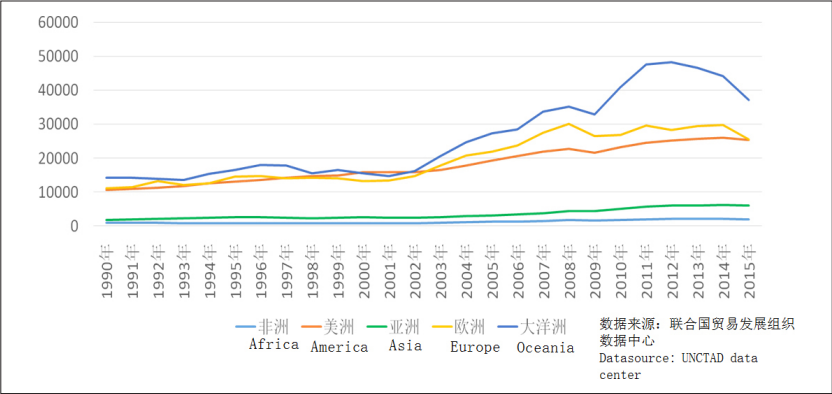


图 1：全球不同经济体人均收入水平比较

首先我们先看一下全球收入不平等上升的状况。图 1 是全球发达国家人均收入水平的比较，我们可以发现，在 2015 年时高收入国家人均收入水平是低收入国家的 8.5 倍，如果按照平价购买力进行换算的话，这个差距应该大于 8.5 倍，是非常大的差距。在曲线的尾端，美国和欧洲的水平出现下降，而亚洲还是比较平稳的。这张图中，全球不同地区的人均收入水平差距是比较明显的，欧洲、大洋洲和美洲的人均收入水平远远高于亚洲和非洲。但是，发达国家的收入水平开始出现了下降的趋势，亚洲地区相对来说还是比较稳定的。这就是为什么我们看到很多黑天鹅和灰犀牛现象出现在发达国家的原因。

发展的这种不平衡也可以从各大洲产出占全球的比重看出来，亚洲的比重逐年增加，但是欧洲的比重在缩小，美

洲的变化不是很大。

- 从各大洲产出占全球产出比重来看，亚洲占比逐年增加；欧洲缩小比较明显；美洲变化不大。

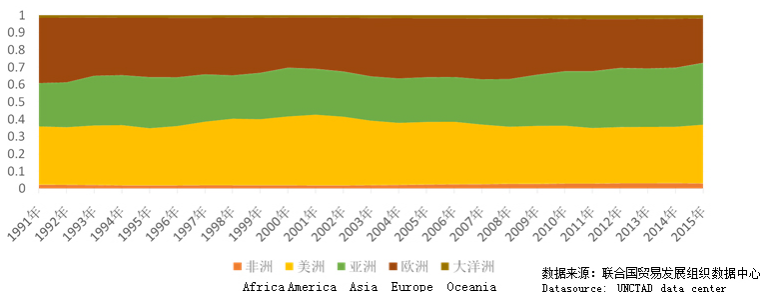


图 2：全球不同地区的产出分配的不平等

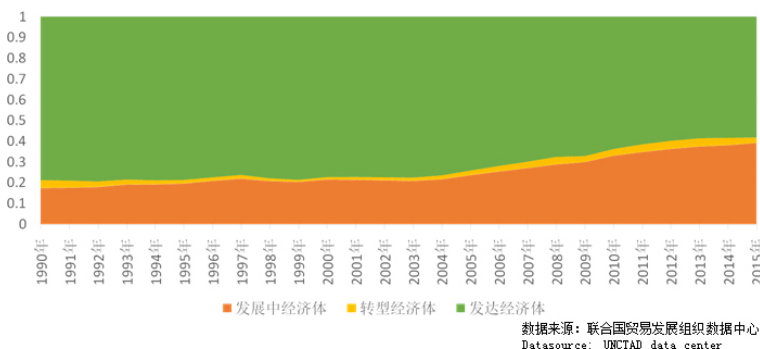


图 3：全球不同经济体产出分配的不平等

从发达经济体和发展中经济体比较，下面的红色是发展中经济体和转型经济体，它们在逐年增加；上面的绿色部分是发达经济体，比重呈现缩小的趋势。

从国家内部来看，发达国家经济体只有在两次世界大战时，分配不平等处于谷底，因为战争是重新洗牌的过程。但是二战之后，收入的不平等开始加剧，收入占前 10% 的

人所占有的财富比重开始逐年增加。美国是创新前沿的国家，最近一些文献表明，实际上美国的创新只跟 1% 的人口有关，而不是 10% 甚至更多，也就是它可以从创新和技术前沿中获得利益、从全球化中获得利益的人也就是金字塔顶端的人，而大部分蓝领或普罗大众是在金字塔的底部，获得的好处并不是很多。

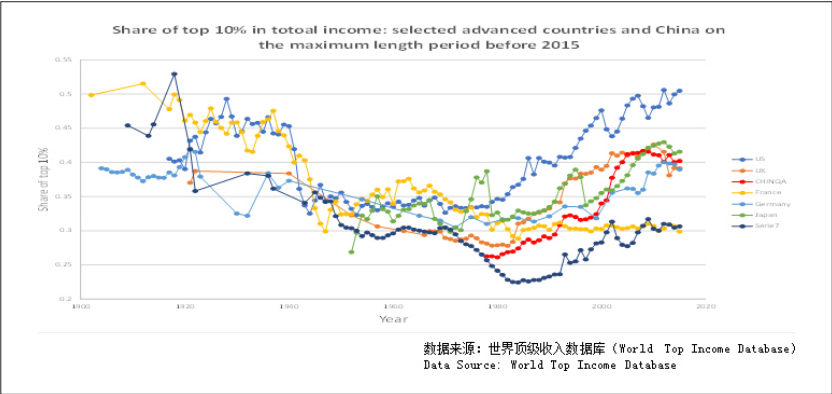


图 4：发达经济体国内收入不平等

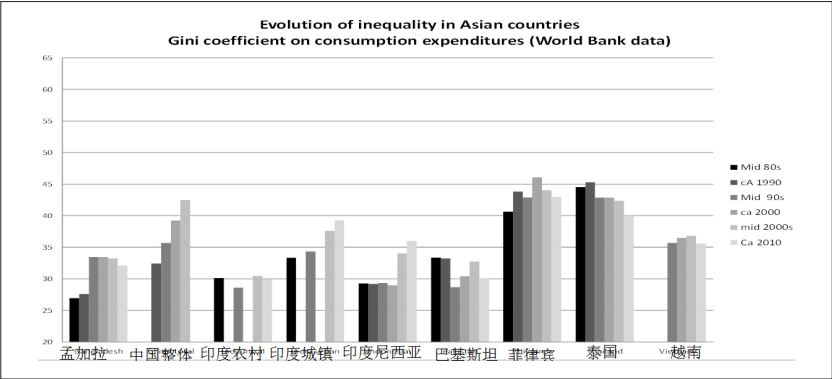


图 5：发展中经济体国内收入不平等

图 5 显示的是发展中国家经济的不平等，用的是消费支

出基尼系数，比收入基尼系数稍微低一点。我们可以看到，这张图中，中国的整体消费基尼系数从 0.3 几上升到 0.4 几，其他如印度、巴基斯坦、菲律宾、泰国、越南这样一些国家的基尼系数在这几年也不断攀升。我想这也是我们经常讨论的问题，南南之间的合作如何通过相互之间共同的愿望，实现包容性发展。在以往的理论中，我们认为可能会有一种涓滴效应，即当一个国家的一部分人先富起来的时候，是不是能够通过涓滴效应带动其他没有富起来的人也富起来。这种理论在二战之后还是比较受欢迎的。但是在 70 年代到 90 年代的实践中我们发现，东南亚地区，非洲特别是撒哈拉以南的地区，它们不仅仅没有增长，反而衰退。涓滴效应不能很自然产生，不能自然发挥它的作用。如何才能使先富的人把后富的人一起带动起来共同走向富裕？我想很多发展中国家要共同探讨的就是这样一些问题。

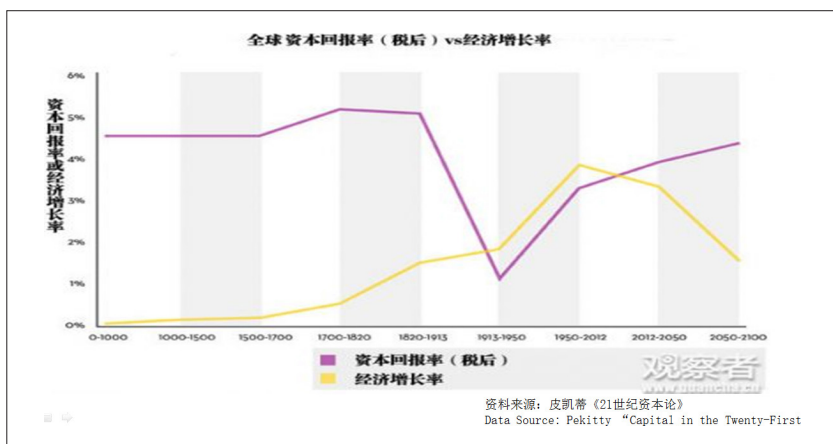


图 6: 全球资本回报率（税后）VS 经济增长率

进一步观察收入分配不平等的时候，我们可以看到，实际上资本和劳动的收入份额是一个很好的视角。在整个长周

期的观测中可以看到两个曲线，黄色的曲线代表整个世界的经济增长，这里面有一些像金融危机这样的冲击使它出现了波动，但整体来说出现了一个上升趋势。还有就是资本回报率，也只有在一些特殊的时候，比如战争时期是比较低的，但其他时候都有一个上升。它对劳动来讲处在强势的地位，占据了比较大的份额，而且不断上升。

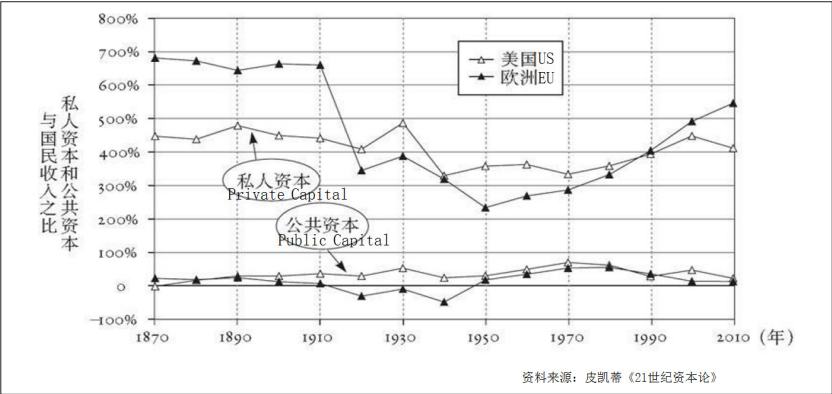


图 7：欧美资本收入占比

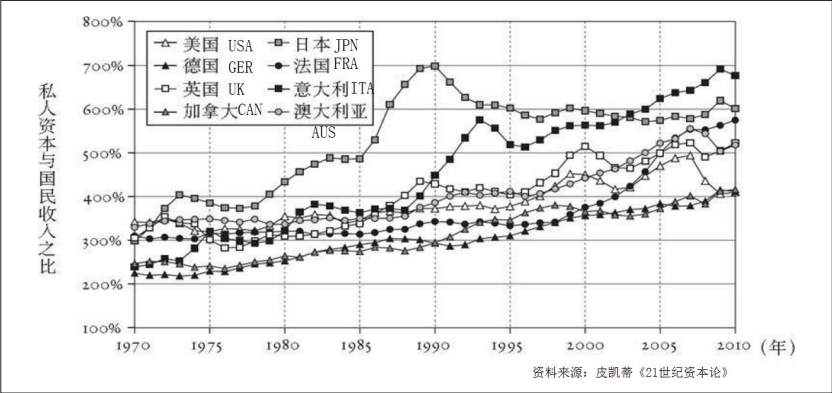


图 8：资本 / 收入比的短期分析

美国、德国、英国、加拿大、日本、法国、澳大利亚等

这些国家，它们短期的资本收入份额也是向上的曲线，也是不断增加。实际上值的探讨的是收入差距背后的很多原因，我想今天这个会大家已经在探讨这样的一些因素了。我们觉得可能有这样的几个原因。第一，在全球化过程中资本可以无障碍流动，资本的本性是逐利的，但是劳动有很多的壁垒，有很多的管制，比如移民管制等，使一般的劳动要素没有办法实现全球化的高效率配制，由此导致了整个世界发展格局中的资本回报率高而劳动回报率低这样的特点。这种特点实际上是推动全球不平等的根源，也解释了为什么黑天鹅背后有很多的普罗大众和蓝领呈现民粹主义的逆全球化思潮。第二，我们认为在发展过程当中，实体经济和虚拟经济金融发展之间出现了脱钩的现象，这象实际上导致了过度的金融化和产业的空心化，会导致一系列的泡沫化，走向金融危机，导致一系列经济危机的产生。第三，全球化进程中的全球治理作用没有发挥得很好。在现有的全球治理框架下，国际贸易、国际投资、国际金融这样一些规则的制定，是采用一种软性的约束，是通过协商的机制。失衡的全球化导致的一些后果我就不说了，进口、出口、资本的流入和流出都出现了一些变化，出现了贸易保护主义的抬头，贸易摩擦开始不断增加。

对于中国怎么办，有两个思路。一个就是全球化的整个趋势不会变，尽管出现了逆全球化思潮，但不会是主流。全球化意味着未来的市场机制，包括科技进步，整个大趋势不会变。我们还是需要顺应这个趋势的发展，需要一个公平、开放、有效的全球治理体系。现在出现的分享经济，共享经济，就是基于互联网基础的技术上的革新，使得还没有富起来的人能够享受到发展的权利。目前全球的分享经济参与率

在 20% 左右，但是它的发展空间会很大。

再一个是中国提出的“一带一路”倡议，这是一个建设包容性全球化或包容性发展的视角。具体有以下四点。一是通过基础设施互联互通，为“一带一路”沿线经济发展奠定基石的基础，也为全球经济发展增加要素总供给。二是通过以我为主的全球价值链的微观治理，来推动中国的资本和技术开展国际合作，促进沿线产能合作与产业转型升级。三是借助一带一路倡议加快推动亚洲高水平全方位开放发展。四加快缩小亚洲内部的经济差距，缩小亚洲同世界经济差距，实现世界经济包容性发展。

我今天的发言就到这里，谢谢大家。

周天勇：下面请麦肯锡全球研究院中国副院长 Jenongmin Seong 先生演讲。

Jenongmin Seong： 全球化的新面目：数字化与中国的角色

Jenongmin Seong（麦肯锡全球研究院中国副院长）：非常感谢能参加这样的会议跟各位专家一起交流。我们麦肯锡全球研究院是一个独立的研究院，我们发表独立的观点，我们的报告都是可以自由下载的。乔依德先生刚刚提到，我们要扩大我们的视角，对全球化的视角，不仅仅是传统，同时还包括资本。我们人类的大脑是无限的，但是我想跟大家增加一个新的角度，那就是技术，所以我想跟大家讲全球化技术以及中国的角色，一起来分享一下我们研究的成果。

我想跟大家讲三个信息，一个就是全球化正在改换头面。传统的指标会看商品的流动、服务的流动以及金融流

动，然后来衡量相对于 GDP 的比例。我们可以看到，从 90 年代开始全球化的这三个指标开始不断上升，在金融危机之前达到顶峰，现在又有所上升。金融危机是否全球化的死亡和终结，有很多的辩论，有反全球化或逆全球化等等。

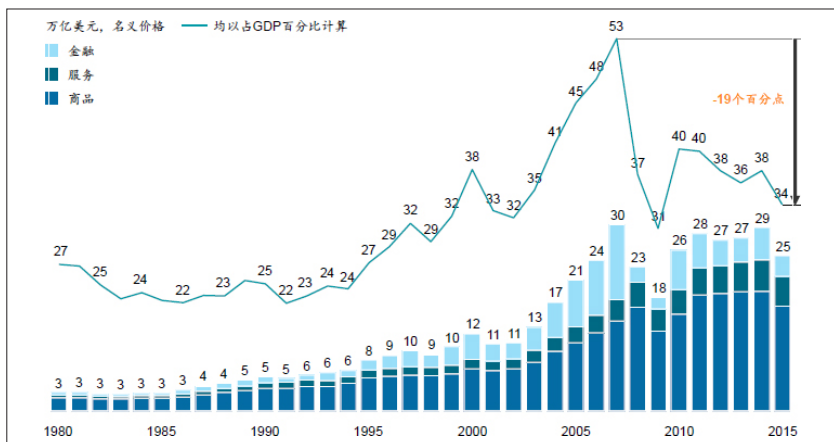


图 1：商品、服务、金融流动，1980-2015 年

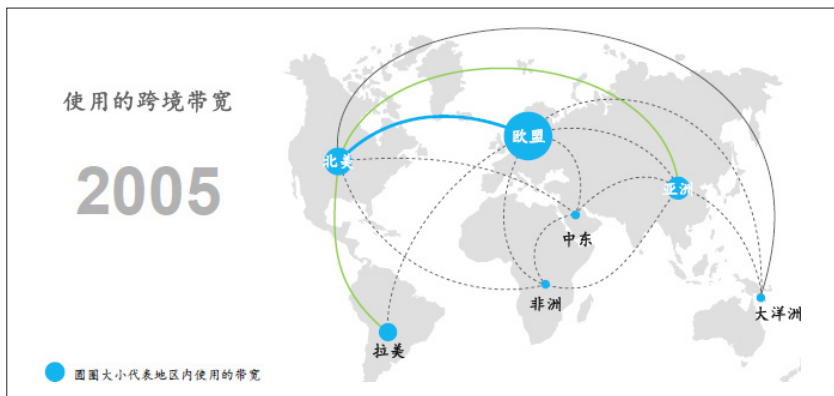


图 2：2005 年使用的跨境宽带

我们认为，下一代的全球化是更多的技术和数据。我们看一下数据流动，2005 年的时候，一些不同的区域和大陆

之间的区别。

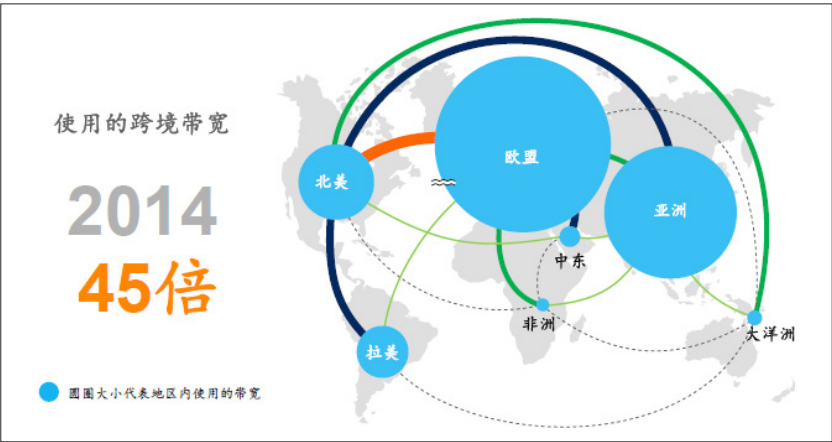


图 3：2014 年使用的跨境宽带

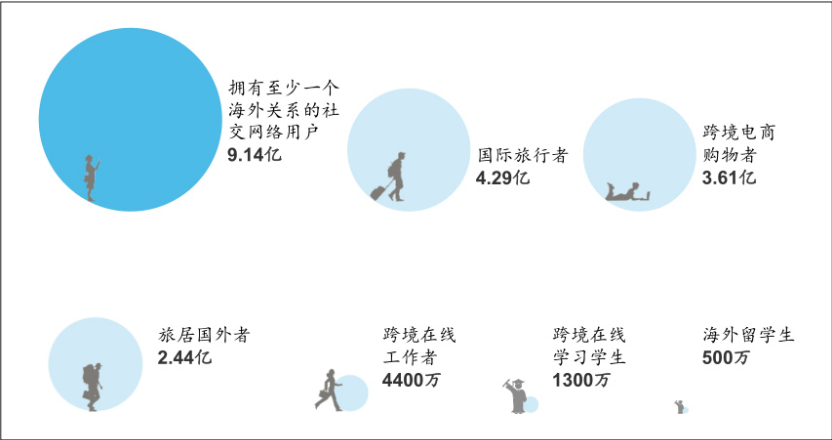


图 4：参与到全球化之中的人数之多前所未有

相对于 2005 年的情况，今天有一个 45 倍的巨大增长。我经常使用 Facetime，能非常有效地沟通。大家其实也都在用这些技术，还有数据的流量。如果你从 APP 商店里下载，这也是数据流量，所以有一个重要的维度就是我们的数字流

动，这是一种不同的全球化。

另外一个就是人的流动。如果我们来看社交媒体，有数以亿计的人有一个或两个社交媒体，比如说中国人用日本的马桶盖，去韩国买化妆品，还有吃炸鸡和啤酒。这些数据平台可以改变生活，数以亿计的人用这些数字平台，他们不仅仅是娱乐，还交流自己的思想，彼此沟通，孵化出不同的信息，所以有意思的事情就发生了。我们必须用新的指标来看全球化，所以全球化并不是终结，而是数字和技术驱动新的全球化。

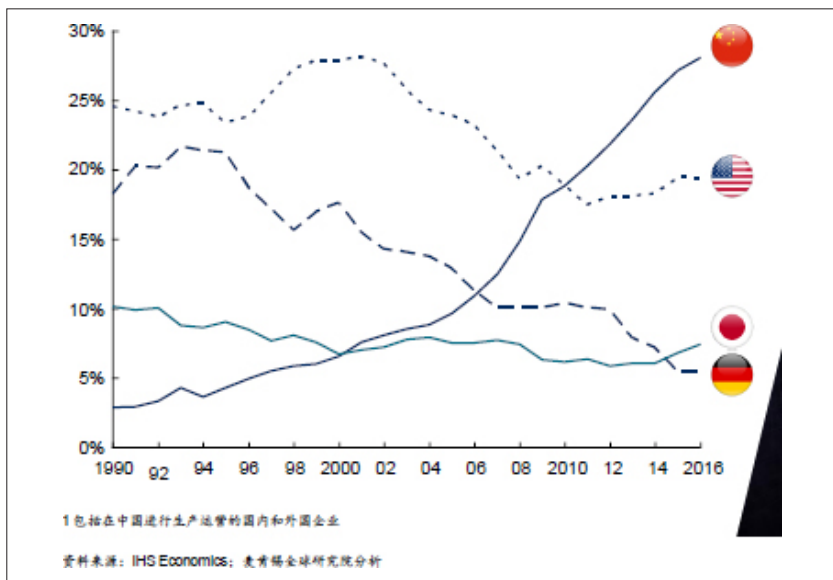


图 5：制造业增值份额，1990-2016 年

第二个就是中国，我们的观点是，中国已经成为数字全球化的领先者。中国是世界工厂，中国的制造业已经和全球价值链深度融合，从 1990 年只有不到 5%，到现在超过了 25%。所有这些附加值的增加都是由中国公司创造的。

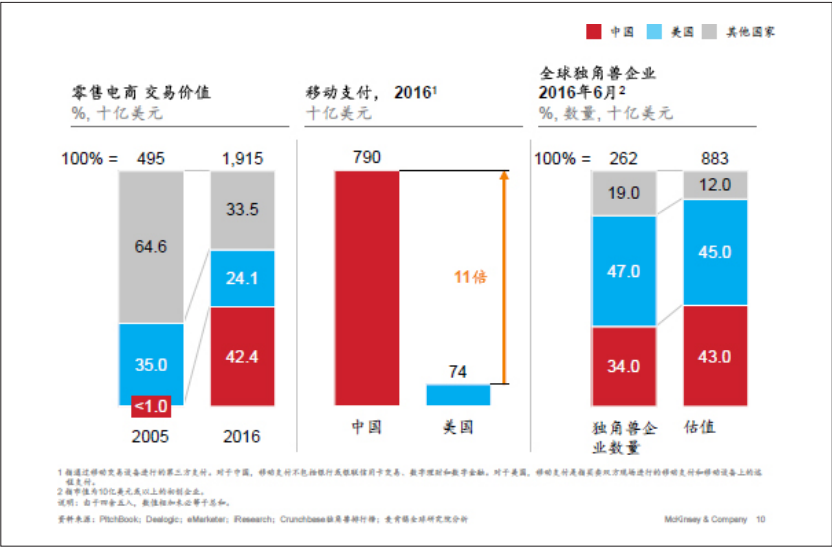


图 6：中国数字经济取得的商业成功让投资者欢呼雀跃

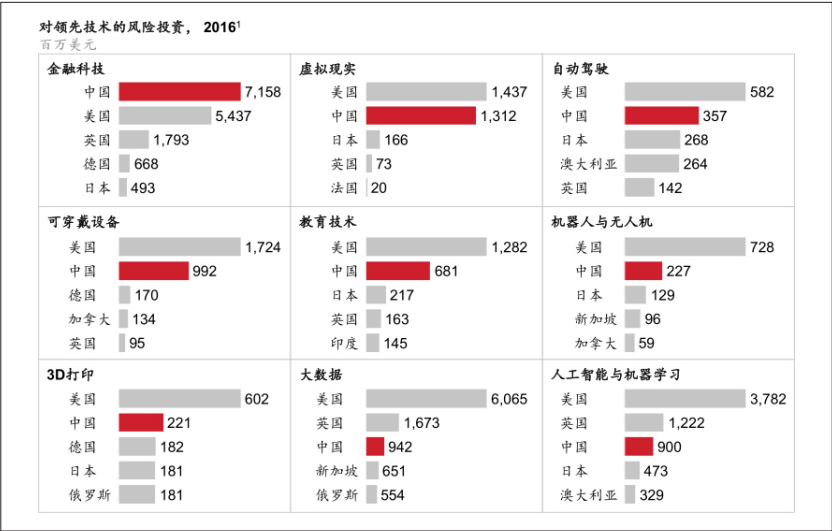


图 7：中国对关键数字技术的风险投资位居世界前三

从数字经济方面来看，中国商业贸易的销售额有 40%

的是零售电商，中国有高比重的电子商务。如果你是一个中国人，你可能会用支付宝或微信支付，中国移动支付平台是无处不在的，很多边边角角的地方，你也可以用支付宝付钱。中国孵化了很多有意思的公司，1/3 的独角兽公司在中国，它们的估值很高。大家都看到过这些黄色的或蓝色以及彩色的共享单车。在全球，中国的一些创业企业都是非常引人注目的。

接下来我们看一下非常领先的技术，人工智能、增强现实等等，这些技术背后的风险投资也是非常多的，有一些商业的投资是非常成功的，这也是非常有趣的科学。中国的数字全球化才刚刚开始，刚才我们讲到了跨境资本流动，还讲到了活跃的全球投资者，如果我们来看一下数字贸易，中国有很多顺差。最后我们来看一下技术提供者，中国的技术也在帮助外方的一些合作伙伴，比如说他们用人工智能帮助印度的公司侦查诈骗，我们看到越来越多的这样的例子。这是我讲的第二部分。

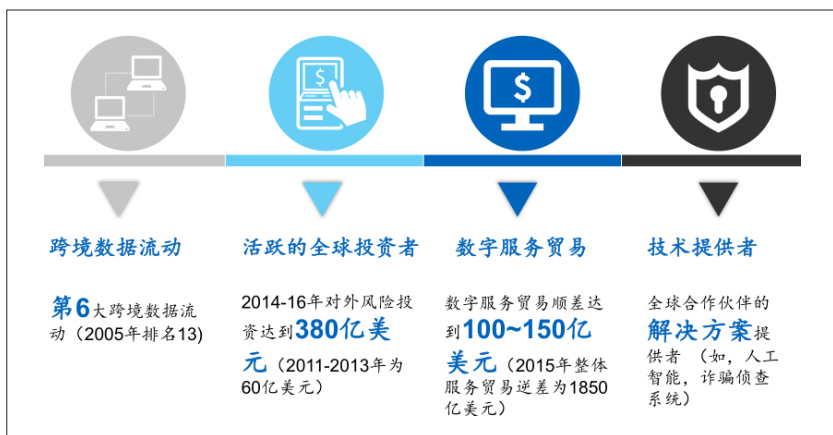


图 8：中国的数字全球化才刚刚开始



图 9：三大因素推动中国数字经济进一步发展

第三个是未来。尽管中国现在有很多成效，但是数字化发展还存在很大的潜力。首先我们看一下推动数字技术不断发展的三大因素。第一，我们有 7.3 亿网民，超过了欧洲和美国的总数，因为中国人口多，所以它有一个非常巨大的年轻市场，这样可以快速实现大规模的商业化。任何一个小众市场都是非常大的，这也难怪为什么这些独角兽企业在中国驻足。另外，移动用户达到 6.95 亿。我们看网上电影的时候，有很多弹幕（有一些即时信息弹出来），其实这也是服务商的一个增值项目，这就是数据啊。西方的公司说，有人在快进倒退的时候，这些信息就已经被收集起来了。在中国不仅仅是前进和后退的一些行为，还有一些是通过弹幕把他的行为展现出来。我们看到共享自行车，每个共享单车上面都有 GPS，所有的信息都被捕捉下来，这些东西都是数据，对于下一代人工智能和机器学习将是很大的资源。所以中国

有很多的优势。有很多人想把这些数据商品化，他们可以改变中国甚至整个世界。

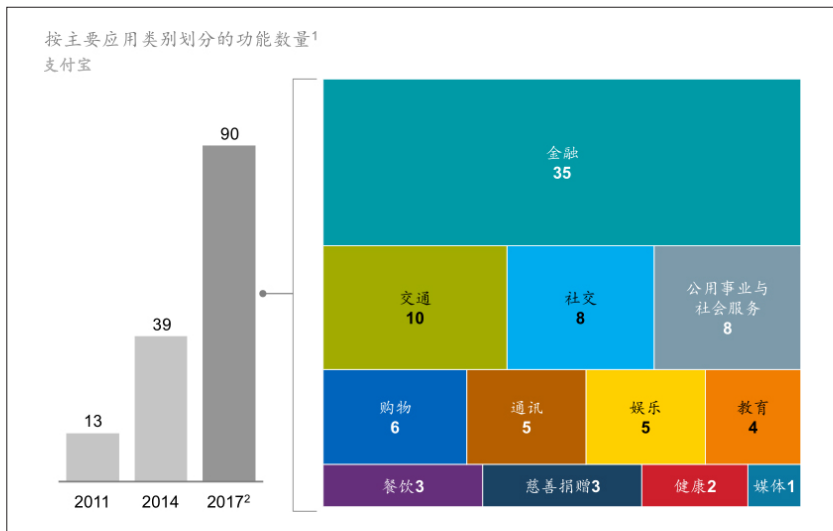


图 10：中国企业已开发了面向消费者的超级 App 一站式解决方案

我们为什么对于数字全球化的潜力有无比信心？中国企业面对消费者已经开发了超级 APP，比如支付宝、微信，它们不仅仅是单一的平台，而且功能越来越多，包括了金融、交通、社交、公共事业、社会服务等等，这些公司应该说是跨行业的企业。如果你看一下中国的传统企业，实际上有很多效率很低的地方，我们知道中国的效率差不多是 OECD 国家的 10%。我们希望看到中国使用全新的数码全球化技术之后，会大大提高效率。所以我们认为，现在中国处在一个非常独特的位置，它能够建立 360 度的消费体验，而且可以做很多有趣的事情，我们现在可能还不完全知道，但是在不久的将来肯定会有更多的惊喜。

政府的职能也是非常重要的，它给了企业更多的空间来尝试和展示，而且希望能够建立更好的框架，比如说进入其他市场等等。

这就是我要跟大家分享的，后面期待大家的问题，谢谢。

周天勇：下面我们有请新开发银行副行长及首席财务官 Leslie Maasdorp 先生演讲。

Leslie Maasdorp：绿色金融、可持续金融的兴起和中国资本市场的相关机遇

Leslie Maasdorp（新开发银行副行长及首席财务官）：非常感谢大家对我的邀请，我昨天在厦门参加金砖会议，没能参加昨天大家的讨论。

今天我要讲的“是绿色金融、可持续金融的兴起和中国资本市场的相关机遇”。我要讲到可持续的金融发展，这对于未来的全球化来说也是至关重要的。

首先，在过去 10 年来我们看到了一种“安静的革命”，是从什么时候开始的呢？G20 重新认识到了这样一种趋势，就是绿色金融，也就是说发展方式和道路应该是可持续的。中国正在以及会继续扮演一个重要的角色，其中一些重要的驱动力也是有目共睹的。我也想谈一下我看到的一些关键因素，尤其是绿色金融和可持续方面。

今天在座的人都会和我一样，过去十年来大家都看着中国，有时候我们说这样的发展不可避免地带来了环境的变化和恶化，甚至影响到了公共卫生和健康。这是一个非常严峻的问题，中国应该有所改变发展路径，才能做到可持

续发展，这对于未来的经济发展也是一个非常急迫的问题。我要说，中国在过去几年的发展有目共睹，去年在杭州 G20 会议上也做出了很大的成绩。2016 年中国作为世界上举足轻重的经济体向大家展示了自己的实力。

大家会问什么叫绿色金融？我要增加几个维度，过去的几年里我们把它叫做金融体系的复兴。中国也是同样，比如亚投行和新开行都花费了非常多的投资，当然还有其他几个小的金融体系。大家可能知道，世界银行、国际货币基金组织、欧洲银行等都是历史上非常重要的金融体系，所有这些都告诉我们，我们希望在法律的基准下能够持续的发展。今年年底，我们大约有超过 25 亿美元的资金会用于新能源的开发和可持续发展。从债券方面，我们发现有很多的债券发行都是用于绿色金融。说到新的金融机构的发展，我想强调的是中国是基于法律的要求尽职尽责地做这些事情。

接下来我谈一下相关的目标和义务。中国应该说在绿色金融上是最重要一个国家，中国发行的 45% 的绿色债券都是用在在中国，而且这个市场每年都在以一个比较快的速度增长。我们也看到，中国的央行成为了最大的领导者，而且不断倡导可持续金融。这指出了中国面临的问题，以及想要解决这些问题的决心。另外，中国也发布了一些支持绿色金融可持续发展的政策，这说明政府正在不遗余力地做好这件事情。我给大家举个例子，中国政府也在改变关于银行级别评估的方法，银行如果有绿色金融方面的信贷，它们在央行的信用评级就会得到很高的分数。在管制、设计，特别是信用评级时可以有的一些刺激和推动，绿色金融可以完全融合到信用评级的方案里。

有三个主要的金融体系成分，第一个是银行体系，第二

个是很大的债券市场，第三是投资或是长期养老金。我们来讲一讲这三个方面是如何推动绿色金融的。债券市场有很大的潜力，尽管债券市场每年都有一两倍的增长，但它有继续增长的巨大潜力。我相信多边银行在这个里面能发挥更大的作用。第二个更加重要的方面是，机构投资者可以把它们的资产配置到绿色资产上去。第三，在整个银行体系里，数以万计的顾客、公司可以推动这些融资，让这些行业更加绿色，更加环保。我们需要时间来让这些新的措施得以发挥作用。

总结一下，我想跟大家讲的就是，可持续金融已经完全从边缘地带走出来了，变得更加主流。政府要发挥更主要的作用，来催化刺激这样的一种发展，推动绿色金融的发展。多边的银行会在这里面发挥催化剂的作用，让绿色金融体系长期站住脚。我们希望上海、新德里、圣保罗这样的大城市变得更加宜居，如果我们继续以前的老模式，这些城市将会变得不宜居，这不仅仅是经济的必然，对未来的一代人也是如此。谢谢大家。

周天勇：六位学者就他们的报告进行了演讲，对于全球化的曲折和展望都发表了很好的意见。下面我们用半个小时进行讨论，一个是给演讲者提问题，演讲者也做一些回答。

互动讨论

王世豪：谢谢，我的第一个问题先问邵宇先生，邵宇先生的报告非常精彩，讲了我们国家的流动性盛宴。1985 年到 2015 年，我们 M2 的年复合增长率是 21%，30 年里 M2 涨了 380 倍，GDP 是 90 倍。还搞了几个比较，上海的房

价、冬虫夏草、上海的车牌价格，例子举的非常好。最后讲了未来的货币，人民币跟欧元、美元成为三足鼎立。我想问的是，你对这么巨额的 M2，它的趋势最后会走向什么结果，对这个结果你有什么思考？如果要缩小有没有可能？昨天讲了财政非常困难，靠银行贷款，贷款往工厂一放，厂里面马上付增值税变成财政收入，变成工人的工资，整个经济离不开贷款，离不开 M2 的高速增长，怎么办？80 年代我们说富裕人家的是万元户，90 年代是 10 万元，2000 年是 1000 万，再往后怎么样，一个亿有没有可能，货币这样印下去会有什么结果，怎么解决？我问你这个问题。

下面一个问题问我们乔依德秘书长。你从贸易不平衡讲到金融不平衡，金融全球化，非常值得重视。资本流动过剩导致金融全球危机，现在我们发展中国家还是希望资本流入。中国也是资本大规模输出，私人大批在全世界购房等等。那么这种大规模的资本流动会有什么结果呢？与危机有什么关联度？谢谢。

邵宇：其实这个问题特别重要，是我也没有想明白的一件关键事情。我们讨论危机已经十年了，我们是不是变得更好了？有人觉得更好了，有人觉得复苏就在眼前。但是我们看到现在有另外一个情况，现在央行的资产负债表是有史以来最大的。几乎所有风险资产的价格，不管是美国的股票、美国的房子、中国的房子，都是有史以来最高的，这三高预示的前景怎么样我不确定。因为这次危机无非就是央行增发了足够的货币，冲淡了资产的价格。如果缩小的话会怎么样，这个画面太美，我没有办法描绘。

另外我想说一个问题，全球化包括三个内容，第一是贸易，第二是 FDI，第三个就是短期的资本流动。但是制造不

平等的要素里哪个最重要？我们讲第一是技术进步。第二是全球化带来的工作机会流失，简单的说中国抢占了美国人的工作机会。第三，金融流动性的大量释放。究竟谁造成了不平等？大家不愿意面对这个现实，说中国的白领和工人抢走了美国白领和工人的工作机会。一个工人能够抢走他多少收入？Facebook 老板跟他员工的收入差异，才导致了房地产泡沫和股票泡沫，这才是真相。对自己国家的富人不动刀，反而指责其他国家的穷人，就是在一个错误的地方选择了一个错误的对手。大家可以看到，全球化 3.0 的过程中，中国内部的分化也是一样的，中国的基尼系数，包括贫富分化，被拉开的程度一定不次于美国。你说这是技术进步吗？现在的技术进步有牛顿、爱因斯坦大吗？没有。更大的贫富差距，这是我们要面对的，而其他的是其次。这是我的一个回答。谢谢。

乔依德：我先回答一下王行长提的一个问题，其实包含了两个问题，一个是中国最近几年资本外逃的原因和会产生什么影响，第二个是全球资本跨境流动会产生什么影响。我先讲全球，刚才我在发言中引用了麦肯锡的一个报告，就是说跟 2007 年跨境资本总量相比，现在到资本跨境流动下降得比较多，下降了 65%，如果我数字记对的话。这个报告也分析了一些具体的原因，我们有一个研究报告也做了分析，就是跨境资本流动下降主要是在发达国家之间，因为它们经济比较低迷，或者由于债务等种种原因，它们的跨境资本流动下降了，特别是欧洲跨国银行的对外借贷在下降，因为欧洲的经济不是很好。发展中国家的跨境资本流动差不多达到了危机以前的水平。从这个角度来说，现在发展中国家跟 2007 年相比，好像好一点，就是吸收跨境资本的能力

有所增强。另外我自己也感到，现在越来越多的人对跨境资本所带来的负面影响给予越来越多的关注，包括我以前参加的研讨会，包括这次研讨会中很多专家都谈到了这个问题，所以还需要进一步关注跨境资本。因为我们以往对于跨境资本不够重视，我们的统计数字有很大的问题。我们在研究的时候问了很多，我也当面问过 BIS，他们没有数字。我们也问人民银行，因为每一个跨境资本流动都是汇报给人民银行的，只不过他们没有整理出来，要到年终公布。如果时间短一点，每季度、每个月公布，就可以看到整个图像，扭曲的程度就会减少。我想有机会的话，要向中央银行反映，要关注跨境资本。

第二个问题，中国跨境资本外流的原因比较复杂，这个原因是多方面的。一方面国家也鼓励走出去，包括“一带一路”，这是一个原因。第二个原因昨天张明的演讲当中也讲到了，每当人民币贬值的预期增加的时候，人民币的流出就会增加。另外我们国家还需要改革，我们的产权保护是不是到位了，前两年民间投资下降很厉害，后来国务院发布了文件鼓励加强产权保护。到了一定的程度，我想中国也需要走出去，但是也有各方面的因素。所以我觉得对这个问题还是要有一个比较全面的看法，一方面不要一棍子打死，人家也争论“我出去不是国家鼓励的吗？出去都是你批准的，你不能倒过来再打我们”，这个讲话也不是没有道理。有一些领域你不鼓励投资可以，但是以前出去的是你批准的，你还要让人家活下去。你打死他对中国有什么好处，其实也没有什么好处，我就回答你这个问题。

Stephen Green: 谢谢，我这个问题是问 Jonathan D. Ostry 博士的。我非常喜欢你的演讲，我想问的是，你认为

应该管理资本的流入，应该有一个怎样的比较好的政策性框架？比如说税收、限额，或者 IMF 应该制定一种规则，或是什么？你觉得解决这种问题的最好框架是什么？除了这个国家对于经常账户有自己的规定以外，还有没有更好的框架？

Jonathan D. Ostry: 谢谢你的问题。我想我刚才收到两个问题。首先，技术问题还是全球化的问题，究竟是哪个导致了不平等？我选择这样来回答你，如果你有个孩子，或者作为老师你有一个学生，你希望帮助这个学生或这个孩子在生活中成长得更好，你就必须做出一个选择，你把他当成一个完美的人呢，还是给他一个比较客观公正的评价？让他能够很好地上大学或找工作。公正的描述就是说他有好地方，也有不好的地方。我想包括我自己，往往会把全球化描述得过于完美。回到刚才我举的这个孩子或是学生的例子，我们往往犯一些错误，也就是说我们没有办法接受全球化任何的缺憾，一说到缺憾，往往认为这会给一些邪恶的人一些说辞，让他们批评全球化从而导致逆全球化。我想我们没有谈论关于赢家和输家的问题，我们会认为应该继续进一步前行，因为它还是有一些优势的。

我给大家一个更加具体的回答，实际上我有一整篇文章，阐述这些国家的不平等现象究竟有哪些主要的原因，过去几十年来是什么导致了这样的不平等。另外我们有一篇文章讲述了经济政策的作用，经济政策往往是说开放、促进资本流动等等。我们知道财政政策和货币政策都在此之列，所有这些政策我们作为宏观经济学家每一天都接触很多，比如说布雷顿森林体系等等。重要的是设计这些政策的时候，不仅仅是考虑这些政策的效率，还要考虑到公平的问题，这

一点非常重要。为什么？因为我们实际上有各种不同的角度，有时候不关注平等的时候，效率就会反过来咬你一口，所以很多东西都是硬币的两个方面。那些全力支持平等的人会把全球化带来的不平等完全归罪于技术。如果我们不全面分析这个结果的话，我们往往会认为这是技术导致的，在不平等方面其实不仅仅是技术带来的问题。

你刚才问到 IMF 有没有非常理想化的完美解决框架？在我的演讲中我没有说出来，但它是在我的脚注里面。IMF 在这个问题上有自己的观点，实际上 90 年代的时候就有了，他们认为 IMF 应该给各个国家管理自己货币政策的权力和空间，所以不应该有太多的干涉。我也不知道它是福是祸，总之这种想法可以鼓励各国完全开放自己的资本账户。我们知道亚洲的危机使得刚才说的观点被搁置，有几个人非常怀念 90 年代中期的情况，我们都参加过类似的会议，有一些知名的经济学家，还有政策制定者都非常怀念 90 年代中期的美好时光。五六年前 IMF 发布了这样的一个机构性观点，意识到完全自由化的想法并不能放之四海而皆准，实际上有一定的空间，在这个空间里各国可以自由行事。刚才所说的各国自己有一定的自由度来管理，比如说运用相关的政策来管理自己的账户。

对于其他国家来说，不允许自己的资本流到其他地方，这可能会使事情更糟。我们有一个“威慑”的规则，就是不希望你更强大的周边国家对你产生负面的影响，比如两个政策，A 政策和 B 政策，在保护自己国家内部的目标方面效果差不多，但是 B 政策的负面溢回效果更少，那个国家就应该选择 B 政策。这种选择在大部分的情况下实际上都是不存在的，因为确实很难去想，比如说一个国家在两个

政策之间可以做出选择，而且这两个政策对于这个国家内部的目标来说都是有相同的效率，这是不太可能的。

在讲到完美框架的时候，我们往往举棋不定，如果说目标一致，能够让这个系统更加安全当然更好，各国采用更好的政策保护自己的利益当然是最好的。我们有点失望的是，他们讲这些合同条款的时候，为了要成功管理这些问题，会跟大家讲共同承担责任，所有的这些国家、所有的交易都使用这个条款的说法，但这些都没有得到完全的承认。华盛顿的解读和我们的目标和规制以及美联储政策不一样，这不是合作的要义，合作的要义是从贸易里面获益，相互合作，相互提高。美国有不同的维度，其他国家也是如此，每个国家都有不同的目标和不同的管理工具。

费方域：我对 Jenongmin Seong 先生做一个评论，你说技术的进步会造成很多分工和价值链发生变化，然后再引发一些关于新规则的东西。所以一旦涉及到这些规则，我们这个会议的主题就带上来了，这是一个很重要的方面。这是我的一个评论。你提到中国在数字技术、数字经济、数字金融方面有很大的发展潜力。我想问的是，让这个潜力真正转为现实，有什么需要关注的？比如说政策方面，监管方面，生态环境建设方面。我的感觉是，我们跟英国、美国、欧洲相比的话，很多东西做的并不是很自觉，没有一个主动深刻的认识。你们麦肯锡是不是可以给一个很好的提醒和建议？

Jenongmin Seong：非常感谢你的提问，我刚才说的主要是因特网的消费者，还有一个潜力就是大的行业的各种调整以及工业互联网，这里有更大的潜力。我想政府通过管制和规则来缓解竞争压力也很重要。许多中国传统行业还有很

多传统的做法，他们主要是为了解决工业问题。所以如何创造更多的竞争压力，还有对银行业和互联网银行、互联网或技术公司创造一种健康的竞争，让它们采取一些技术，这是政府可以发力的。第二个就是我们如何打破数字垄断。比如说在美国、中国，大公司基本上出现赢者通吃的模式，比如搜索引擎百度、以及社交的腾讯等等。我们认为垄断是不好的，很多数据其实都没有用到，它们公司都很自满，也不用自己的数字。如何降低准入门槛，让企业家参与到竞争里来，而不是等待数字巨头把他们干掉吃掉，这是政府要关心的。

Shahin Vallee: 我想回到刚才 Jonathan D. Ostry 的演讲，刚才你给我们举出了一个非常有说服力的例子，就是说要有一个更好的资本流动框架，讲到各种不同的政策，我觉得已经讲的非常清晰了。当中国加速开放自己的资本账户的时候，令人遗憾的是大家并不是非常清楚它的正确排序，当时感觉这是一个学院派的意见，或是政策方的意见。IMF 有分歧，有一些人非常的怀旧、保守，觉得这是一个错误。关于什么样的排序是正确的。没有一致的意见，对中国和其他的国家也是如此。你对正确排序有什么观点吗？

Jonathan D. Ostry: 实际上我对中国并不是特别熟悉，所以我觉得我不能很好地回答这个问题。但是我个人的观点，我同意你刚才的说法，我有一点感觉，中国现在已经非常明确，中国希望有一个完全开放的资本账户，我当然也不是很清楚它是不是已经有一个官方文件，但是经常性账户已经这样了。很明显，中国正在努力地进一步发展，他们也采取了一些措施来推动这个方向的发展，他们正在朝着完全开放的资本账户在走。我认为中国有一个不同的模式，因为

中国有一个非常大的国内市场，而且有非常大的银行体系，完全开放的跨境资本流动也可以得到进一步的提升。

Paul Gruenwald: 我想让 Leslie Maasdorp 先生参与我们的讨论，我们讲绿色金融、可持续发展，我不是分析师，但是我也希望你能够跟我们更多地解释一点。你讲到信用评分和绿色评分，还有环境方面的评分，这跟信用评分是不一样的。信用评分之后，是金融机构偿还能力的评估，我们知道公司的偿债能力和绿色经济能力有一些连接，不管你在美国还是其他国家，如果客户要求不仅仅有信用评分还要有绿色评分的话，应该怎么做呢？我们都知道信用评分就是 3A、2A 等等，还有绿色评分，比如说社会责任等方面。对我们来说，这是我们业务所发出的要求，客户说对你们这些公司，我们不仅仅要了解你们的偿债能力，而且还要了解你们是不是能够可持续。我想你可能看到了更多这样的事情，如果我们的客户要求的话，我们是不是应该也做这方面的绿色评分？

Leslie Maasdorp: 谢谢，我非常同意你的观点。刚才我所建议的是，随着时间的推移，这两者应该会整合起来。我想特别强调的是，金融系统就像经济的生命线，这些都是非常重要的。从监管者的角度来说，也应该用这种维度来评估公司，有的时候一方面是 ESG (responsibl, sustainable, social)、环境、社会等等，另外一方面是它的偿债能力，这是两个平行的系统。

Paul Gruenwald: 这是两个战略，有的评价会说，你不仅仅有偿债能力，还有很好的绿色可持续发展的能力，比如管理、宏观、财政、绿色等等。我们现在还没有例子显示如何把这两者更好地连接起来。

闭幕式

乔依德：感谢我们所有的发言者和讨论者。我们的研讨会接近尾声了，最后我们有一个闭幕式，由两位嘉宾做一下小结。有请 Lawrence Goodman。

Lawrence Goodman 总结发言

Lawrence Goodman（美国金融稳定中心总裁）：非常感谢，我觉得我没有办法囊括所有的精彩演讲和讨论，但是我确实记了一些笔记，跟大家分享一下我的体会。

首先要从邵宇博士的主旨演讲开始，他抛砖引玉提了很多的问题。还有嘉宾给我们讲了国际金融体系，主要侧重的是民间融资问题。我们看到用美元作为储备货币的好处和坏处。邵宇也谈到了 SDI 作为政策来进行双边货币互换的机制。Kyunghun Kim 讲到了溢出效应、溢回效应。我们重新使用美联储，来创造一个更好的保障网络，减少大家对美元单边机制的依赖。我们也重新思考了货币的本质，我们也讨论到是不是要把教材里关于通货膨胀的东西全部扔掉，因为货币政策更加宽广，通货膨胀不是主要的问题，主要是衡量。还有学者提出飞利浦曲线在日本并不奏效，所以也许货币是很重要的。丁剑平教授跟大家介绍了一个新的货币现象，提供了一个很有意思的被土地锁定的国家，还有溢出效应。

我觉得在讨论中有一些非常显著的关联，M2 和美国，美国和亚洲，M2 在一些国家实际上影响到了波动性和流动

性，我们所有的研究都讲到了。还有讲到货币的问题。我们也讲到了全球的不平衡，在危机前所有的这些讨论都是关于全球不平衡的，它缺乏稳定性，这种不稳定是美国经常账户的亏欠，从一个更广泛的角度来思考全球的不平衡。第二个我们讲了投资和贸易，从不同的角度和维度来讲，要从不同的维度来解决全球不平衡。金融周期和商业周期让我们想到更多的资本管制以及浮动汇率。

对于中国来讲，邵宇教授解释了全球管制框架，新的金融稳定以及新的治理。在未来五到十年，金融世界需要去杠杆化，对资产负债表有更好的管制，特别是影子银行的活动。关于资产泡沫，也讲到房地产是最危险的资产，房地产市场实际上比其他地方都要值钱。大家都在讲，如果这个资产泡沫用一种非常激烈的方式破裂，人民银行就会不得不去购买资产。所以这是一种新的量化宽松。Paul Gruenwald 和大家讲中国增长的目标太高了，许多人都认同这个观点，他讲到一个很好的图表，有一个“信贷中性缺口（credit gap neutral）”。因为增长会放慢，我们需要国企改革，增加更多的消费。Stephen Green 讲到财政的不平衡，这里面有一系列的建议，一个理念就是我们必须回到以前的低增长模式。早上大家都讲到全球化，邵宇讲到不同版本的全球化，Jonathan 要拯救全球化，区分贸易全球化和金融全球化。

谢谢。

乔依德总结发言

乔依德（上海发展研究基金会副会长兼秘书长）：我觉得 Lawrence Goodman 做了一个非常好的工作，记了那么多

的事情，我觉得我也做了一个很好的工作，因为我选了你来做这个总结。

我就不一一举例每个人的发言了，在我发言的时候也提到了为什么开这个会，我想说的再具体一点，我怎么考虑选不同的主题，这个主题出来之后我也做了不同的修改，听了很多人的意见。大家为什么愿意参加这个会呢？是觉得这个主题还不错。我也说起过，我们上海发展研究基金会和中国社科院世经所在 2007 年 9 月 5 号开了一个会，在中国甚至全球，我没有看到更早的讨论次贷危机的会。具体细节我印象很深，大概是 8 月中旬，我在北京参加一个资产管理公司的研讨会，我邀请余永定做一个主题发言，我印象比较深，三四点钟他茶歇以后去的，我在门口等他，他看到我非常激动，说坏了，欧洲股票市场下跌了。然后周末我们通电话，商量合作开研讨会。为什么伦敦股票市场会出问题呢？因为巴黎银行下的投资银行不让投资者把钱拿回去，引起整个市场的大波动。所以我们邀请谢国忠、张明、徐明棋他们来参加我们的会。

这次决定要开这个会回顾次贷危机的原因，我有一个初衷，并不是简单地老调重唱，而是从现在的角度回顾当初为什么会发生次贷危机，从这个过程中能学到什么经验教训，对今天的全球经济金融有什么指导意义。我们就想找两个主旨演讲者。永定对这方面有很深的研究，大家都知道，他非常强调资本账户开放要注意顺序，而且对全球经济一直关注。Adam S. Posen 先生也有很丰富的经验。他们两个做了主旨发言，我非常感谢他们。

这两年对金融危机发生的原因，从跨境资本流动这个角度的关注越来越多了，这是我自己的感觉，两三年以前大家

对这个不是很关注，最近越来越关注。我想把这一点特别提出来。这是我考虑第一个要讨论的。

第二个就是监管。因为中国前一段时间讨论非常激烈，一行三会是不是并起来，还是怎么样。我这里也提供一个背景，去年说一行三会并成一个大的监管机构，当时中国政府讨论很多，后来停住了。本来我邀请中欧国际工商学院王君，他曾在世界银行工作，当时他写了一篇文章非常的尖锐，他不赞成这样做，因为这样来来回回会有很多的损失，据说他这篇文章引起了上面的关注。很不巧现在他生病，眼睛不好不能来。我就请了连平和其他人。中国监管的改革和全球监管的改革也是有很多的关系，我具体不讲，金融危机以后每个国家都加强了金融监管。当然，这里面也有争议，是不是过分了？以后大家还可以继续关注，这个问题还没有解决，以后还会继续讨论。

第三，金融危机以后很重要的一个新东西，就是发达国家的非常规货币政策。这个影响太大了，我印象当中从来没有像现在这样，全球都看着美联储说什么，做什么，全球所有的金融市场马上引起那么大的反响。既然我们讨论金融危机，就也要讨论这个问题，几位的发言都有很好的探索，我就不一一讲了。

第四，因为全球经济现在还比较疲软，怎么维持增长的可持续性，这是我想到的。本来还有一个专题，讲收入的不平等，我想这个还是放到全球化里去讲。其实每个发言的排列秩序不是随便的，我做了很多考虑，一般来说按比较大的话题在前面，然后慢慢具体到小的东西。今天发言最大的题目，我请邵宇讲，我知道他讲的比较全面。然后，我跟着他，讲稍微窄一点的金融方面的问题。我也知道 Jonathan

会讲金融不平衡问题。然后是社科院的李凌讲不平衡。最后两个是全球化的其他角度。我基本上是这样考虑的，每个专题我不是看职位什么的。

具体问题我就不做点评了，因为 Lawrence Goodman 已经讲的非常好了。我有一点可以讲，我们这个会是反思十年，现在才刚刚开始，今后的一年中，肯定会有很多类似的文章会出现，因为 2007-2008 年是很关键的，我们当中是不是有人对某一个专题再讨论得深入一点，我想也许有这个可能，如果大家有兴趣的话。

最后我再次感谢各位演讲嘉宾、点评嘉宾参加我们的会议，我也非常高兴很多都是国外来的，飞了很长的时间，Jonathan 飞了很长时间，昨天晚上才来参加我们的会，我也非常感动，也非常感谢大家。同时我也非常感谢你们所有参会的人，我们不是为了开会而开会，而是通过开会把自己的观点亮出来，听取大家不同的观点，使我们能深入考虑问题，更好、更全面的深入思考。

最后，我们大家以热烈的掌声结束这次会议！

（以上内容根据录音整理，未经本人审阅）