

内部发行，未经许可，请勿转载

研讨实录

第 113 期

113

“2018 上海全球金融论坛
——全球金融格局的变化和含义”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
二〇一八年十一月

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》、《国际货币体系再思考》、《名家谈中国经济未来》。

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 '胡成彰' (Hu Chengzhang), the Chairman of the Shanghai Development Research Foundation Board of Directors.

编者的话

上海发展研究基金会和艾伯特基金会于 10 月 15-16 日共同举办了“2018 上海全球金融论坛——全球金融格局的变化和含义”国际研讨会，上海浦东发展银行对此提供了支持。与会的专家学者们分析了全球金融格局的变化，揭示其对全球经济的影响，研判未来趋势，并特别探讨了中国在全球金融变局中的角色。

上海发展研究基金会副会长兼秘书长乔依德先生在会议上发布了基金会 2018 年的研究报告《全球金融格局的变化和中国对外金融》。报告总结了全球金融危机爆发后十年来全球金融格局发生的重大变化，并分析这些变化的影响和未来趋势。

国经中心副理事长、全国人大财经委原副主任委员黄奇帆先生首先作了主旨发言“近十年美、日政府债务演变格局和风险含义”。他指出，如果美国的债务与收入比在一段时间内快速上升的话，就说明这段时间内产生的大量债务并没带来收入的相应增长。一旦借了超过自己收入能力的债务，走向极限，最终必然会导致违约，并进一步导致经济危机。

IMF 原副总裁、约翰霍普金斯大学教授 John Lipsky 也作了主旨发言“后金融危机十年的持续挑战：我们仍未做好

准备”。他指出，危机后的金融改革需要更多的资本和公平竞争环境。但目前关键的改革远未完成。

在为期一天半的会议中，来自全球的专家学者讨论了以下五个主题：

- 1、全球金融体系的新挑战；
- 2、金融危机后的央行以及货币政策的外溢效应；
- 3、杠杆、实体经济和金融市场；
- 4、汇率和跨境资本流动；
- 5、中国的金融开放和“双支柱”宏观调控框架。

在研讨会上发言的还有：韩国仁荷大学客座教授 Jung Taik Hyun，美国列维经济研究所教授 Jan Kregel，欧洲证券及市场管理局首席经济学家、风险分析部负责人 Steffen Kern，IMF 研究部副主任 Jonathan D.Ostry，中央财经大学金融学院院长、教授张礼卿，美国马萨诸塞大学经济学教授 Gerald Epstein，美国金融稳定中心总裁 Lawrence Goodman，印度新德里尼赫鲁大学经济学教授 Jayati Ghosh，大成基金管理有限公司首席经济学家姚余栋，上海发展研究基金会研究员何知仁，柏林经济大学教授 Hansjorg Herr，麦肯锡金融市场部资深专家 Diana Goldstein，兴业证券首席宏观分析师王涵，上海发展研究基金会高级研究员刘海影，南方中心首席经济学家 Yilmaz Akyuz，金砖国家新开发银行副行

长 Leslie Maasdorp，中国社会科学院国际金融研究室副主任肖立晟，上海财经大学上海国际金融中心研究院副院长丁剑平，上海交通大学刘建丰，兴业银行首席经济学家鲁政委，IMF 驻华首席代表 Alfred Schipke，标普首席经济学家 Paul Gruenwald 等。

我们整理了专家学者们的演讲和问答，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

二〇一八年十一月十二日

目 录

会议概述.....	1
会议议程.....	2
开幕式.....	6
上海发展研究基金会会长胡延照致辞.....	6
艾伯特基金会上海代表处首席代表 Stefan Pantekoek 致辞..	8
主旨演讲.....	9
黄奇帆：近十年美国政府债务演变格局和风险含义.....	9
John Lipsky：后金融危机十年的持续挑战.....	17
报告发布.....	29
乔依德：《全球金融格局的变化和中国对外金融》.....	29
第一部分：全球金融体系的新挑战.....	30
Jung Taik Hyun：金融危机十年后：风险增加，合作减少 ..	30
Jan Kregel：全球不平衡、贸易战和国际调整机制	36
Steffen Kern：全球金融体系面临的新挑战——欧洲视角 ..	40
Jonathan D. Ostry：资本流动管理：政策指引.....	44

张礼卿：全球金融周期和新兴市场金融动荡.....	52
讨论.....	57
 第二部分：金融危机后的央行以及货币政策的外溢效应...	65
Gerald Epstein：危机后的央行：两条腿走路.....	65
Lawrence Goodman：危机后的中央银行：东方和西方	74
Jayati Ghosh：各国央行能否独自应对金融危机？	
印度这十年	78
姚余栋：全球流动性不足背景下新兴市场货币危机.....	89
何知仁：发达国家货币政策溢出影响机制的变化.....	96
讨论.....	104
 第三部分：杠杆、实体经济和金融市场.....	110
Hansjorgg Herr：金融市场监管不完善和新一轮全球衰退	
风险加大.....	110
王涵：从结构性角度看中国的债务负担.....	115
Diana Goldshtein：不断上升的公司债务：危险或承诺？ .	121
刘海影：中国债务杠杆去化的未来路径.....	123
讨论.....	131
 第四部分：汇率和跨境资本流动.....	138
Yilmaz Akyuz：南半球金融一体化的加深及其脆弱性.....	138
Leslie Maasdorp：汇率与跨境资本流动.....	143
肖立晟：人民币汇率形成机制改革：市场供需、	
篮子货币与逆周期因子.....	146

丁剑平：美元指数对人民币和离岸人民币的影响： 高频数据告诉我们什么.....	150
讨论.....	155
 第五部分：中国的金融开放和“双支柱”宏观调控框架.	160
刘建丰：危机后央行货币政策工具与监管政策框架的 演变与挑战.....	160
鲁政委：疏通货币政策传导机制.....	165
Alfred Schipke：中国债券市场走向全球	171
Paul Gruenwald：国际评级机构在中国金融市场 发展中的作用.....	176
讨论.....	183
 闭幕式.....	187
艾伯特基金会上海代表处首席代表 Stefan Pantekoek 发言.....	187
上海发展研究基金会副会长兼秘书长乔依德发言	188

会议概述

过去几十年的经验告诉我们，全球化不仅是各国之间金融和贸易的国际化，而且从根本上改变了国际经济互动的本质。当前，世界各经济体之间互相穿插、深度渗透，大型企业不再仅仅是工厂，而是跨国界无缝运作的全球网络，行业内部和公司内部的贸易占全球贸易总额的比例有所增加。2007/08 年的全球金融危机进一步印证了这一点。

为了应对这次全球金融危机和防范未来的潜在风险，国际社会采取了一系列行动，从而使全球金融格局在过去十年发生了重大变化，例如：央行的职能得到了极大的放大；货币政策的溢出效应更为显著和复杂；主要国家加强了金融监管，但最近美国放松了监管；新兴市场的跨境资本流动得到加强；等等。

全球金融格局的这些变化不仅仅意味着全球金融体系的改善，也暗示了一系列新的挑战，例如：贸易战的风险越来越大，一些新兴国家的汇率崩溃，全球非金融部门杠杆达到历史高位，发达国家日益高涨的民粹主义，以及地缘政治的巨大不确定性，等等。一个愈发明显的趋势是，经济全球一体化的关键问题不仅仅是全球贸易不平衡，同时也包括了全球金融不平衡。全球金融格局的变化及其含义值得进一步研究。

为此，上海发展研究基金会（SDRF）和艾伯特基金会（FES）上海代表处共同举办为期两天的国际研讨会，与会的演讲者和参加者将致力于分析全球金融格局的变化，揭示它们对全球经济的影响，研判其未来趋势，并且将特别考虑中国在全球金融变局中的角色。

会议议程

时间	内容
星期一 2018 年 10 月 15 日	
09:00-10:00	开幕式 主办单位致辞 胡延照 上海发展研究基金会会长，上海市原副市长 Stefan Pantekoek 艾伯特基金会上海代表处首席代表
主旨演讲	
09:10-10:00	演讲嘉宾: 黄奇帆 国经中心副理事长、 全国人大财经委原副主任委员 演讲题目: “近十年美、日政府债务演变格局和风险含义” 演讲嘉宾: John Lipsky IMF 原副总裁、 约翰霍普金斯大学教授 演讲题目: “后金融危机十年的持续挑战”
10:00-10:05	研究报告发布:《全球金融格局的变化和中国对外金融》 主持人: 乔依德 上海发展研究基金会副会长兼秘书
10:05-10:30	拍照 & 茶歇
10:30-12:30 第一部分: 全球金融体系的新挑战 尽管世界经济已经开始复苏,但是全球金融体系仍面临着一些新的挑战,例如:贸易战风险增加,非金融部门杠杆率达到历史最高,全球资产价格飙升,汇率和资本流动不稳定,发达国家民粹主义盛行以及地缘政治方面的不确定性,这些都可能危及当前世界经济复苏的可持续性。 主持人: Stefan Pantekoek 艾伯特基金会上海代表处首席代表	
10:30-10:45	演讲嘉宾: Jung Taik Hyun 韩国仁荷大学客座教授 演讲题目: “金融危机十年后: 风险增加, 合作减少”
10:45-11:00	演讲嘉宾: Jan Kregel 美国列维经济研究所教授 演讲题目: “全球不平衡、贸易战和国际调整机制”
11:00-11:15	演讲嘉宾: Steffen Kern 欧洲证券及市场管理局首席经济学家、风险分析部负责人 演讲题目: “全球金融体系面临的新挑战——欧洲视角”

时间	内容
11:15-11:30	演讲嘉宾: Jonathan D.Ostry IMF 研究部副主任 演讲题目: “资本流动管理: 政策指引”
11:30-11:45	演讲嘉宾: 张礼卿 中央财经大学金融学院院长、教授 演讲题目: “全球金融周期和新兴市场金融动荡”
11:45-12:30	讨论
12:30-14:00	午餐 (城市节奏餐厅, 绿地万豪酒店 2 楼)
14:00-15:45 第二部分: 金融危机后的央行以及货币政策的外溢效应 全球金融危机后, 各国央行, 特别是国际储备货币发行国央行的功能显著增强。例如, 非常规货币政策和宏观审慎政策普遍实施; 各国央行也在金融监管中发挥了作用。这种变化已经或将对全球经济和金融产生什么影响? 人们普遍认为, 在危机爆发之初的“急性”阶段, 大规模货币刺激措施在很大程度上是恰当的, 避免了第二次大萧条。然而, 自 2015 年美国开始逐步退出量化宽松的货币政策以来, 许多发展中国家经历了严重的货币贬值和资本外流。如何识别危机后货币政策溢出效应的积极面和消极面? 发达国家未来货币政策正常化将对全球经济产生何种影响? 发展中国家应如何应对上述影响? 主持人: Edmond Alphandery 欧洲 50 人论坛主席 & 创始人	
14:00-14:15	演讲嘉宾: Gerald Epstein 美国马萨诸塞大学经济学教授 演讲题目: “危机后的央行: 两条腿走路”
14:15-14:30	演讲嘉宾: Lawrence Goodman 美国金融稳定中心总裁 演讲题目: “危机后的中央银行: 东方和西方”
14:30-14:45	演讲嘉宾: Jayati Ghosh 印度新德里尼赫鲁大学经济学教授 演讲题目: “各国央行能否独自应对金融危机? 印度这十年”
14:45-15:00	演讲嘉宾: 姚余栋 大成基金管理有限公司首席经济学家 演讲题目: “全球流动性不足背景下新兴市场货币危机”
15:00-15:15	演讲嘉宾: 何知仁 上海发展研究基金会研究员 演讲题目: “发达国家货币政策溢出影响机制的变化”
15:15-15:45	讨论

时间	内容
15:45-16:00	茶歇
16:00-17:30 第三部分：杠杆、实体经济和金融市场 金融危机后，非金融部门的杠杆率持续上升，已达到历史最高水平。对于发展中国家来说，通常涉及货币错配的非金融企业信贷迅速扩大。对于发达国家来说，政府的高杠杆率蕴含着潜在的风险。这种情况对全球经济和金融市场意味着什么？主要国家宏观杠杆率的未来趋势是什么？政府应如何应对相关挑战？ 主持人：邵宇 东方证券首席经济学家	
16:00-16:15	演讲嘉宾：Hansjörg Herr 柏林经济大学教授 演讲题目：“金融市场监管不完善和新一轮全球衰退风险加大”
16:15-16:30	演讲嘉宾：Diana Goldstein 麦肯锡金融市场部资深专家 演讲题目：“不断上升的公司债务：危险或承诺？”
16:30-16:45	演讲嘉宾：王涵 兴业证券首席宏观分析师 演讲题目：“从结构性角度看中国的债务负担”
16:45-17:00	演讲嘉宾：刘海影 上海发展研究基金会高级研究员 演讲题目：“中国债务杠杆去化的未来路径”
17:00-17:30	讨论
星期二 2018 年 10 月 16 日	
09:00-10:30 第四部分：汇率和跨境资本流动 由于美元升值和资本外逃，许多发展中国家在 2018 年发生了货币崩盘。国际清算银行的报告显示，2016 年 4 月全球日均外汇交易额超过同期全球日均贸易额的 100 倍，反映了全球金融危机后金融与实体经济的进一步偏离。另一方面，IMF（IMF）的数据显示，全球跨境资本流动规模和波动性均有所下降，但发展中国家跨境资本流动更为活跃。这是否意味着全球金融失衡已经取代全球贸易失衡成为更重要的问题？在这种背景下，资本控制是否仍然是发展中国家宏观政策工具中的一种选择？ 主持人：张湧 复旦大学上海自贸区综合研究院研究员	
09:00-09:15	演讲嘉宾：Yılmaz Akyüz 南方中心首席经济学家 演讲题目：“南半球金融一体化的加深及其脆弱性”
09:15-09:30	演讲嘉宾：Leslie Maasdorp 金砖国家新开发银行副行长 演讲题目：“汇率与跨境资本流动”

时间	内容
09:30-09:45	演讲嘉宾: 肖立晟 中国社会科学院国际金融研究室副主任 演讲题目: “人民币汇率形成机制改革: 市场供需、篮子货币与逆周期因子”
09:45-10:00	演讲嘉宾: 丁剑平 上海财经大学上海国际金融中心研究院副院长 演讲题目: “美元指数对人民币和离岸人民币的影响: 高频数据告诉我们什么”
10:00-10:30	讨论
10:30-10:45	茶歇
10:45-12:15 第五部分: 中国的金融开放和“双支柱”宏观调控框架 全球金融危机后, G20 提出了宏观审慎政策框架。十九大报告明确指出了“双支柱”宏观调控框架。在此背景下, 中国应如何进一步完善货币政策传导机制? 如何协调货币政策与财政政策? 中国持续的金融开放意味着什么? 中国应实施怎样的汇率政策及如何管理跨境资本的流动? 主持人: 张立平 上海发展研究基金会副理事, 国盛集团原董事长	
10:45-11:00	演讲嘉宾: 刘建丰 上海交通大学 演讲题目: “危机后央行货币政策工具与监管政策框架的演变与挑战”
11:00-11:15	演讲嘉宾: 鲁政委 兴业银行首席经济学家 演讲题目: “疏通货币政策传导机制”
11:15-11:30	演讲嘉宾: Alfred Schipke IMF 驻华首席代表 演讲题目: “中国债券市场走向全球”
11:30-11:45	演讲嘉宾: Paul Gruenwald 标普首席经济学家 演讲题目: “国际评级机构在中国金融市场发展中的作用”
11:45-12:20	讨论
12:20-12:30	闭幕式 Stefan Pantekoek 艾伯特基金会上海代表处首席代表 乔依德 上海发展研究基金会副会长兼秘书长
12:30	午餐 (城市节奏餐厅, 绿地万豪酒店 2 楼)
会议结束	

开幕式

乔依德（主持人，上海发展研究基金会副会长兼秘书长）：各位来宾，女士们、先生们，早上好！“2018 上海全球金融论坛——全球金融格局的变化和含义”大会现在开始！首先，让我们以热烈的掌声欢迎上海市原副市长、上海发展研究基金会会长胡延照先生致辞！

上海发展研究基金会会长 胡延照致辞

胡延照（上海市原副市长、上海发展研究基金会会长）：尊敬的尊敬来宾，女士们、先生们，上午好！在秋高气爽的上 海，欢迎各位来参加“2018 上海全球金融论坛——全球金融格局的变化和含义”。在此，我谨代表本次论坛的主办方之一上海发展研究基金会向各位来宾表示热烈的欢迎！

去年，我们举办了 2017 上海金融论坛，反思了全球金融危机发生的原因和后果。在这个基础上，今年我们和艾伯特基金会共同举办全球金融论坛，邀请各位专家和学者共同来分析全球金融格局的重大变化和未来的趋势。我们认为，全球金融格局的变化涉及面很广，包括危机后国家

的中央银行的作用前所未有地增大，发达经济体货币政策的溢出效应前所未有的显著化和复杂化，各国不约而同地将金融监管放到了一个前所未有的高度，全球债务杠杆率的上升也到了前所未有的高度。全球跨境资本的流动也发生了重大的变化。

全球金融格局的这些变化不仅仅意味着全球金融体系的改善，更意味着一系列新的挑战。当前，贸易战风险增加、全球资产价格飙升、汇率和资本流动不稳定、地缘政治和经济的不确定性增加，这些将会对世界经济的复苏和可持续产生什么样的影响？各个国家央行的功能加强以后，非常规货币政策和宏观审慎政策普遍实施，这又会对全球经济和金融有什么影响？金融危机以后，非金融部门的杠杆率已经达到了历史的新水平，这对全球经济和金融资产又意味着什么？全球跨境资本流动的规模和波动性均有所下降，但发展中国家跨境资本的流动性却更为活跃，这是否意味着全球金融失衡已经取代了全球贸易失衡成为更重要的问题呢？中国的持续金融开放又意味着什么？中国应该实施什么样的汇率政策以及该如何来管理跨境资本的流动？这些都是我们在本次论坛需要研讨的重要问题。

本次会议我们特别邀请了重庆市的老市长奇帆同志。奇帆同志是我们的老领导、老朋友，他有许多真知灼见。同时我们也期待着听到在座的各位专家在这些问题上的真知灼见。最后衷心祝愿本次论坛取得成功！衷心祝愿来自国内外的朋友在上海期间生活愉快，谢谢大家！

乔依德：感谢胡会长的欢迎致辞，下面是我们这次会议的主办方之一艾伯特基金会上海代表处首席代表 Stefan Pantekoeck 致辞！大家热烈欢迎！

艾伯特基金会上海代表处首席代表 Stefan Pantekoek 致辞

Stefan Pantekoek（艾伯特基金会上海代表处首席代表）：尊敬的黄奇帆主任，尊敬的胡延照会长，各位嘉宾，我非常高兴能够在这里参加 2018 年上海全球金融论坛。我在这里感谢上海发展基金会，感谢他们和我们一起召开这次会议。艾伯特基金会一直在跟踪这个世界上重大的问题，包括金融方面的。今天我们很高兴能够跟这么多来自中国和欧美各地的资深专家一起来讨论我们议程上的重大问题。之后一天半当中我期待着我们深刻的交流。

我们知道全球金融危机之后，整个金融状况在世界上是比较波折的。我们看到目前在全球范围内，贸易处于往下走的趋势，这也影响到全球经济的增长。同时，像前面所指出的那样，全球跨境资本流动从危机前 2007 年的较高水平，降低到了一个新的程度。当然，这并不是意味着非全球化已经成为一个定势。我们要来讨论一下这是否真的代表了去全球化？我们的未来是否会更好，还是会因此面临某些危险？世界上有很多不确定因素，包括美国的特朗普总统，还有“中国制造 2025”，这会带来什么样的影响？我想不少国家都在采取他们的政策。有的是采取一些创新性的政策，有的采取其他的一些新标准。另外我们也看到，在数字领域，也有很多发展趋势在金融危机之后涌现。这些都是非常重要的话题。我们也要看一下国际金融体系是否可能给全球继续带来不平等的现象。

我们看到以往的十年，显然已经有了一些进展。但这是否真的能够修补现有的国际金融体系，还是一个重大的问

题。另外，看一下在这个金融体系背景下的一些社会和其他各个方面的政策，包括投资和税收政策。我们继续观察一下中国的改革，这也会对全球金融秩序带来有益的影响。中国在 IMF 中的份额已经上升，中国是否还会继续增加它的份额？另外，中国将如何进一步影响国际金融体系？在这一两天中，需要认真讨论这些问题。我们很希望通过专家的发言，尤其是我们主旨发言者的分享，能就这些问题获得更多的认识。再次感谢各位的光临，同时感谢上海发展研究基金会。谢谢！

乔依德：谢谢！下面我们进入主旨演讲阶段。第一位主旨演讲者是国经中心副理事长、全国人大财经委原副主任委员黄奇帆先生。有请黄奇帆！

主旨演讲

黄奇帆：近十年美国政府债务演变格局和风险含义

黄奇帆（国经中心副理事长、全国人大财经委原副主任委员）：各位来宾，各位朋友，很高兴来参加今天的活动！收到邀请书的时候是十几天前，一看是艾伯特基金会、上海发展研究基金会，我就觉得很熟悉、很亲切。因为在 80 年代后期，在汪道涵老市长的推进下，这两个基金会一个在德国、一个在上海诞生。当时我在上海经济圈里参加了这些活动。所以对艾伯特基金会的人都比较熟悉。特别是今天，我

一看名单上面有老朋友胡延照，也有老金融工作者王世豪，还有老社科院院长，他们都是我在上海时候的老朋友、老搭档。我想今天开会跟老朋友碰头是很愉快的事。根据会议的主题，我今天要讲的是美国政府的债务这十年来演变的格局和风险。

经济学理论告诉我们，GDP 除了作为一个国家每年经济增长情况的综合反映指标之外，也是一个国家一些重要经济要素发展状况是否健康的一个标尺。比如，GDP 与 M2、政府债务、股市总市值或房地产总市值在经济正常时一般不超过 1:1。当某个方面经济过热时，这些指标中某一个或某几个与 GDP 的比值超过 1:1 时，表明经济的某个方面或整体出现泡沫；当达到 1:1.5 或更高时，表明经济出现严重泡沫，就会出现剧烈震荡甚至市场崩溃，从而矫正修复相关指标，回到 1:1 以内，如此这般，周而复始。

从美国看来，2000 年美国 GDP 是 10 万亿美元左右，政府债务是 GDP 的 55%，房地产市值是 GDP 的 81%，M2 是 GDP 的 70% 左右，都在安全范围内，没什么问题。但由于当时互联网经济狂热发展，股市出现了严重泡沫，股市市值占 GDP 比重达到创纪录的 183%，由此导致了 2001 年的股市大崩盘，几个月内股市总市值占 GDP 比重从 183% 降到了 90%，重创了美国的经济，再加上“9·11”事件，使之在 21 世纪初进入了危机状态。面对这种局面，美国政府为了刺激经济发展，一方面，下调利率，从 2000 年的 6.5% 下调至 2003 年的 1%，大大降低了整个社会借债成本，另一方面，采取了零首付按揭贷款的方法刺激房地产，这样的 100% 按揭贷款加低利息当然促使房地产疯狂发展。与此同时，美国人又将这类有问题的房产按揭贷款（次级贷款）转

化为抵押债券通过 CDS 在资本市场做高杠杆交易，进一步引发了证券市场的泡沫发展。到 2007 年，美国房地产总市值 24.3 万亿美元，大大超过了当年 14.7 万亿美元的 GDP、比重达到 173%，而在 2000 年前后，美国房地产总市值占 GDP 比重仅为 80%，7 年时间比重翻了一番以上、总量增长了 3 倍以上。股市总市值也达到了 20 万亿美元、占 GDP 比重达到 135%，形成了次贷危机，并引发了人类历史上最大的全球金融危机。这场房地产次贷危机引发的金融危机，导致美国股市缩水 50%，全美股市总市值从 2007 年的约 20 万亿美元缩水到 10 万亿美元左右；美国房地产市场的按揭贷款主办银行房地美、房利美几乎面临倒闭，按揭业务从 2008 年到 2010 年三年全部停顿，房地产总市值从 2008 的 25 万亿美元缩水 40%，下降到 2009 年的 15 万亿美元。

今年是 2008 年全球金融危机十周年，如果说 2001 年的经济危机靠降息和房地产次贷刺激使美国经济走出阴影，恢复景气。那么，2009 年在股市、房市一片狼藉中，美国人又靠什么拯救、刺激经济发展呢？我们知道，这一次美国靠财政举债、靠政府透支、靠 Q1、Q2、Q3 的货币放水、直升机撒钞票。从上世纪 70 年代以来，美国经济有整整三十多年政府债务占 GDP 比重均没有超过 70%，但 2009 年开始美国的财政债务与 GDP 的占比从 2007 年的 62.5%、2008 年的 67.7% 跃升到 2009 年的 82.4%，以后几年一发不可收拾，10 年下来到 2017 年，美国政府债务总量从 2007 年的 9 万亿美元上升一倍多，达到 20.44 万亿美元，是 GDP 的 105.4%。要知道，美国联邦政府债务并不包括州、市县地方政府债务。如果加上 50 个州和市县地方政府的 5 万多亿美元债务，总量接近 26 万亿美元，全美政府债务占 GDP 比

重已达到 130% 左右。

分析新世纪以来美国解决经济危机的过程，我们看到 2001 年互联网经济过热导致的股市危机，因房地产市场的发展而对冲化解，却又引起了 2008 年更大级别的全球金融危机。那么，这十年靠财政举债、货币政策放水平衡化解了次贷危机、金融危机，会不会因美债危机、美元危机引发一场大级别的股市灾难、经济危机呢？对此，有三种认为不会发生这种问题的观点。一是认为目前的美国经济很景气，宏观上看，正处在股市指数高位、美元汇率高位、经济增长率高位，在具体结构指标上看，正处在企业利润上升、贷款意愿上升、贷款违约率较低、失业率较低特别是 10 年期国债与 2 年期国债收益差值不小（差值愈小，甚至负值倒挂，则表明美国经济趋弱），这些指标都是近十年来最好的。所以，美国经济不至于衰退。二是认为美国国债利率被视为全球市场的基准利率，是全球信用体系的支柱。如果政府债务违约，必将导致支柱倒塌，导致私人信贷难以定价，导致全球流动性短缺。所以，大家的共识是美国政府绝不会让国债轻易违约，在当前美国国债评级还非常高的情况下，美国国债违约可能性几乎为零。所以，尽管美国政府债务很高，但完全有信用借新还旧，不会发生债务违约等流动性风险。三是认为美元作为世界储备货币，美国想还债，只要美联储多印些美元就行了。

以上三种说法，第一二种是经验之谈，有它的道理，但并不绝对，第三种说法是无知者的直观感觉，似是而非。这三种情况成立只有一个边界条件，那就是信用还在，债务率、债务杠杆还没有到极限，一旦美联储过度透支了信用，造成了美元贬值、信用下降，世界就会减少美元的使用；一

旦美国政府出现了债务杠杆过高，出现了美债违约，美债就无法顺利发行，借新债还老债的玩法就会断裂；另外，尽管美国股市、汇市、经济增长率等许多指标处在高点，但是高处不胜寒，是否正是拐点临近的征兆？借的债，总是要还的。欲使其灭亡，必先使其疯狂。金融泡沫越大、越圆，离它的破灭往往越接近，而且，这种破灭往往是在人们意想不到的短期内瞬时完成的。

那么，有没有一个明确的标准，能确定政府债务上限达到什么水平时，美国经济就会陷于困难、绝境？当然有。美国政府的债务有三个上限。第一种上限，作为良性的上限，是不影响机构正常运行的债务上限；第二种上限，作为有问题的上限，是影响机构运行但不致命的债务上限；第三种上限，作为会导致经济恶性崩盘的上限，是终极上限或者致命上限，会导致股市崩盘、美元崩溃的上限。第三种崩盘性上限，具体的定量标准是什么？大体就是， $\text{每年债务付息} + \text{到期债务} = \text{全年财政收入}$ 。这将导致每年几万亿美元的国民教育、卫生等政府公共服务正常支出无法维持。按照近几年美国债务的增长率和增长额推算，再过五年，到 2023 年，美国政府债务总量有可能超过 30 万亿美元，再加上美国州政府、市县政府等地方政府债，债务占 GDP 比重将达到 150% 左右。届时，美国政府的全年税收收入将全部用来清偿利息和到期债务还不够，将达到第三种上限。

我们知道，主权国家之所以能发行货币，过去主要依据金本位、银本位等贵金属本位，现在主要依据 GDP 发展支撑，本质上是政府税收、财政收入支撑。政府的税收收入、财政收入是主权货币发行的依据，但是如果一个国家的债务利息和到期债务把全年的财政收入消耗完毕了，就没有信用

再发国债，就会降低发行新债还旧债的融资能力，导致重大的金融危机，美元公信力就会大幅下降，美国经济对世界经济的影响力也会下降。从这个意义上说，货币的命运最终也将成为国家的命运。因此，债务上限的控制能力决定一个国家货币的全球公信力。政府债务透支到了极度上限，必然导致货币失信、大幅度贬值，引发大规模的混乱和局势动荡。事实上，如果美国政府债务增长率今后几年保持不变，不必等到 2023 年，不必等到美国政府债务触及会导致经济崩盘的恶性债务上限，各类经济体就会打提前量预防设防，一场与美元、美债相关联的大级别全球金融危机就有可能发生，这将是一个超过 50% 可能性的大概率事件。

对美国来说，为了经济复苏，采用扩张政策，搞一些财政赤字和增发美元的措施无可厚非，虽然这种扩张过度可能会引发财政危机和通货膨胀，进而迫使利率上升，抑制投资和消费。但是，由于美元的世界货币地位，高利率会吸引海外资金注入套利，外国投资者会更多的买美国国债和美元资产，使美元升值降低进口成本，在一定程度上又弥补了政府投资的不足，抵消财政赤字对投资的消极作用。正是这种原因，促使这几年美国经济增长率、企业利润率、失业率等经济指标都还不错，不至于马上衰退。但是，如果债务与收入比在一段时间内快速上升的话，就说明这段时间内产生的大量债务并没带来收入的相应增长。一旦借了超过自己收入能力的债务，走向极限，最终必然会导致违约。对一个国家来说，则会导致经济危机。根据 IMF 的研究，一国债务与 GDP 之比在五年内涨幅超过 30% 的话，大概率会在随后的五年内爆发经济危机，美国次贷后的 10 年，可以说连续已有两个五年，债务都增长了 30% 以上。所以，按现行美国

举债速度和赤字增加速度如果不变的话，要不了几年，美国经济将被债务大山压倒。

大家会问，这种情况下，美国国会会不会批准这个不断提高的政府举债上限呢？美国国会批准提高债务上限过程应该更加曲折，但还是会批准。因为不得不批准，毕竟它只是两党政治吵闹的插曲，不是根本，只是程序，不是根源。那么，美国会采取什么经济措施来缓和平衡美国政府债务率过高的问题呢？从过去几十年历史经验看，大概率会采取三种措施：

第一种是美元贬值、通货膨胀。为了维护美元地位，维持债务融资来源，美国采取直接违约的可能性极小，但却不能排除美国政府以间接方式违约。这些方法包括美元贬值和通货膨胀。有三个历史性案例：一是 1933 年，美国因美元贬值，废除国债的黄金条款，国债购买者不能按原契约换取相应黄金。二是“二战”后，美国采取通胀办法，每年通胀 6%，5 年总债务占 GDP 比例能减少 20% 左右，10 年能降低 40% 左右。三是 1971 年美国单方面停止美元兑换黄金，致使布雷顿森林体系崩溃，继而确定了牙买加体系。总之，采用美元贬值和通货膨胀变相违约，早已是美国减债减赤的惯用手法。

第二种是通过加息缩表剪羊毛，以邻为壑转嫁危机。美国每一次加息周期往往会演化出某一领域或某一地区的经济危机、金融危机。上世纪 80 年代以来，美国有 4 轮加息周期，80 年代加息的尽头是拉美债务危机；90 年代加息的尽头是亚洲金融危机；2003 年开始的加息周期尽头是全球金融危机。目前这轮加息周期从 2015 年 12 月开始，2015 年、2016 年、2017 年各加息一次，2018 年已经 3 次，预期全年

加息 4 次。那么，这次加息的尽头是在什么地方、什么领域出现大级别的危机呢？由于加息，美元走强，近几个月继巴西里拉之后，南非兰特、印度卢比、印尼盾、俄罗斯卢布、阿根廷比索都在大幅贬值。因此，现在大家有种预感，近期的新兴市场货币贬值是否表示新一轮金融危机将表现在新兴市场。

第三种是以全球经济老大的实力改变游戏规则，大打贸易战意图获取超额利益弥补、化解债务困境。美国经济结构有很大问题，其 GDP 中 85% 来源于以金融为中心的服务业，制造业只占 11%。美国巨额的贸易赤字根本就是自己的经济结构造成的，而不是别国造成的。怪罪于别国，完全是一种得了便宜还卖乖的行为。金融业属于精英产业，对劳动力吸纳能力非常差，比如美国金融中心华尔街总共才吸纳 30 万人就业。美国政府提出要重新振兴制造业，但谈何容易，冰冻三尺非一日之寒，没有五到十年根本转不过弯来。2008 年金融危机后，美国经济表面上恢复很快，但是结构不好的情况越来越严重，在新增 GDP 占比中制造业一路走低，金融与房地产占比一路走高，贫富分化越来越严重，贫困人口占比从 10 年前 9% 上升到 20%。特朗普提振经济的减税、关税、基建三大措施叠加加息缩表后的美元升值回流，相当于给美国经济打了兴奋剂，短期看经济数据还不错，但经济结构性矛盾并未修复。大基建由于美国政府拿不出钱来而势必落空，其他几个短期兴奋剂式的措施，只能是暂时缓解美国经济中的结构性困难。在这种背景下，美国不是着力调整国内经济结构，促进经济良性协调发展，认认真真、持之以恒的节约开支、减少赤字特别是减少军费来化解国内财政债务危机，而是四处开火，对欧洲、北美、日本特

别是中国大搞贸易战、单边主义、逆全球化。事实上，美国的这些作为和措施，是无法解决美国经济内在的、固有的结构问题、债务问题的。

总之，解决危机最不能容忍的办法有三种：一是不能为了掩盖矛盾、缓和矛盾而把现在的危机推向未来，导致未来更大的危机。二是不能用一个倾向掩盖另一个倾向，走极端，采取一种措施解决一个危机而引发另一个更为严重的危机。三是不能以邻为壑地把自己的问题转嫁给别人，利用自己的强国地位、货币信用为所欲为。历史已经证明，不论是解决政府债务危机还是全社会债务危机，解决办法根本靠供给侧结构性改革；靠经济发展拉动税收增长；靠合理的产业结构获取经济收益、平衡国际收支；靠去杠杆、降成本、补短板，去过高的财政杠杆、金融杠杆，减少赤字，约束财政透支，让财政债务与 GDP 比重平衡；靠经济要素供给总量合理、结构相对均衡，M2、股市、房地产市场、政府债务等指标与 GDP 的占比保持在 1:1 左右。对一个国家如此，对全球经济运行也应当如此。

我就讲这些，谢谢大家！

乔依德：非常感谢黄市长的精彩演讲，下面请另一位主旨演讲者，IMF 原副总裁，现在的约翰霍普金斯大学教授 John Lipsky 先生，有请！

John Lipsky：后金融危机十年的持续挑战

John Lipsky（IMF 原副总裁、约翰霍普金斯大学教授）：首先非常感谢主办方邀请我来参加这个活动。感谢艾伯特基金会，也感谢上海发展研究基金会。上海发展研究基金会一

直是我的老朋友，艾伯特基金会是我的新朋友。接下来两天主要讲金融和货币的问题。我会就宏观方面讲一些我的观点。我的观点是根据我做 IMF 管理人员积累的经验而得，2011 年我有幸担任 IMF 副总裁。我们知道全球经济发生了重大的变化。《经济学人》最新一期的封面是：我们要面临的新一轮经济衰退会有多么地糟糕？它不是说会不会来，而是说新一轮的经济危机到底有多严重。这说明大家认为经济危机一定会到来。二战之后，机构的治理或治理制度是一种多边的制度，我们都是以多边协议来约束各国，大家越来越多地使用国际法。但是现在多边也受到了越来越多的质疑。

如果你看过海明威《永别了武器》这本书，里面有两句话我非常喜欢：

“你是怎么破产的？”

“两种方式。慢慢的，然后是突然的。”

全球经济酝酿着危机，后来就爆发了，猛然之间出现了全球金融危机。到底因为什么呢？美国的次贷危机是一大诱因。在金融工具包里有非常糟糕的贷款，最终被打包证券化。卖方和买方都没有做真正的尽职调查去了解产品的本质。至少一半以上坏的产品最终落到了欧洲机构的资产负债表上。很多机构买了这些美元资产，本来认为这些金融工具是一种保险，但他们也没有做真正的尽职调查，这些保险产品并没有真正的实物资产的支持，其实存在很多漏洞和问题。美国的问题慢慢开始被曝光。那个时候整个市场充斥着骄傲自大的情绪。政府机构管理的权限也非常有限。比如说政府四处召集各大银行来开会，第一次被拒绝了。欧元区也有这种骄傲自满的情绪。另外，也缺乏基本的机制来应对这些危机。

现在要问的是：我们是否为新的危机做好了准备？有人告诉我们，这一类型的危机不会在近期内再次发生，即便有问题，也不会像 2008-2009 年那么戏剧化、那么严重。在我的演讲中会跟大家描述：上一次危机之后到底采取了什么措施，这些抗危机的措施到底取得了什么样的效果，以及我们还需要采取什么样的措施来更好地推进危机后的金融改革。

我们看一下危机的应对。我们看到国际的治理机制发生了微妙的改变。二战之后是多边体制的，以条约、国际合约、国际法为基础，本质上是基于规则的体系。国际体系之前的领导平台是七国集团，后来扩大为 20 国集团，其中也包括了这样的大国。可能大家都听说过，IMF 在 2005-2006 年的时候通过多边磋商希望解决全球失衡的问题，希望通过合作的方式来避免危机发生。但是危机到来的时候，没有人觉得 IMF 是解决这个问题最好的平台和渠道，所以就创立了 G20。大家开始转变原有的国际秩序。很多人都没有注意到，2009 年的匹兹堡峰会，20 国集团成为国际经济合作的主要论坛。但是 G20 不是多边的，是部分的；也不是强制的，是自愿的。它的宣言文件其实是没有约束力的，这也可以理解。20 国集团很重要，它代表了全球 65% 的人口，75% 的贸易，85% 的 GDP。G20 说的大家都会认同，但本质上它还是一种不同的机制，不再是以前多边条约的机制了。

G20 最初设定了非常明确的基本目标，包括恢复全球经济增长、修复和改革国际金融体系、防止新的贸易保护主义、推动新自由化的进程、并且改革和加强国际金融机构。这些可不仅仅是空话。我们可以看他们采取了具体的措施来实现上述这些目标。为了恢复全球经济增长，他们的目标

是实现一个强劲、可持续、具有平衡和包容性的增长框架，很多人根本不知道这个框架的存在。另外他们还成立了金融稳定委员会。金融稳定委员会和 IMF 携手合作，IMF 在金融领域的作用越来越弱化，现在 G20 在金融方面的改革主要是靠金融稳定委员会来推动。另外还有 IMF 份额的改革。现在已经在筹备下一次领导人峰会了。自第一届 G20 峰会以来，已经过去十年了，第一次是在华盛顿召开的，过了十年没有一个主要的目标真正实现了。

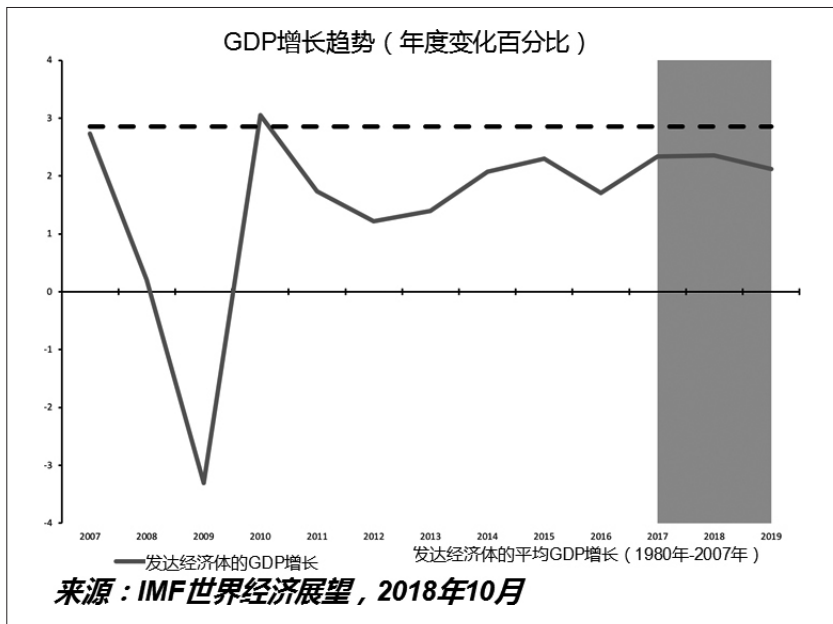


图 1：发达经济体无力的扩张

7 月份在布宜诺斯埃诺斯的部长级会议公告指出，现在面临一系列的问题，包括债务高企，尤其是发达经济体的公共债务，包括中国的所有 G20 主要成员国的政府债务都是居高不下。外汇债、美元债也在不断增加，尤其是在新兴市

场。这个问题几乎是无处不在，涉及到所有领域。G20 峰会的工作重点似乎也发生了重大的改变，目标似乎越来越多。大家都知道，目标越多，实现这些目标的难度就越高。

G20 财长会议当前的共识还可以，但是看了之后并不能让人放心。IMF 最新的判断是，全球经济展望不容乐观，全球经济增长在放缓，而且是不均衡的，面临更严重的下行风险。图 1 针对的是发达经济体。蓝线反映的是 GDP 增长，阴影区域代表的是预测，虚线是 30 年的平均。发达国家在 2007-2008 年有一个低点，后来慢慢地弥补了这个损失，渐渐靠近了危机前的水平。但是，离危机前水平其实还有距离。总的来说，平均增长水平低于 30 年的平均线。IMF 也承认未来总体的增长还是会低于以往的水平。

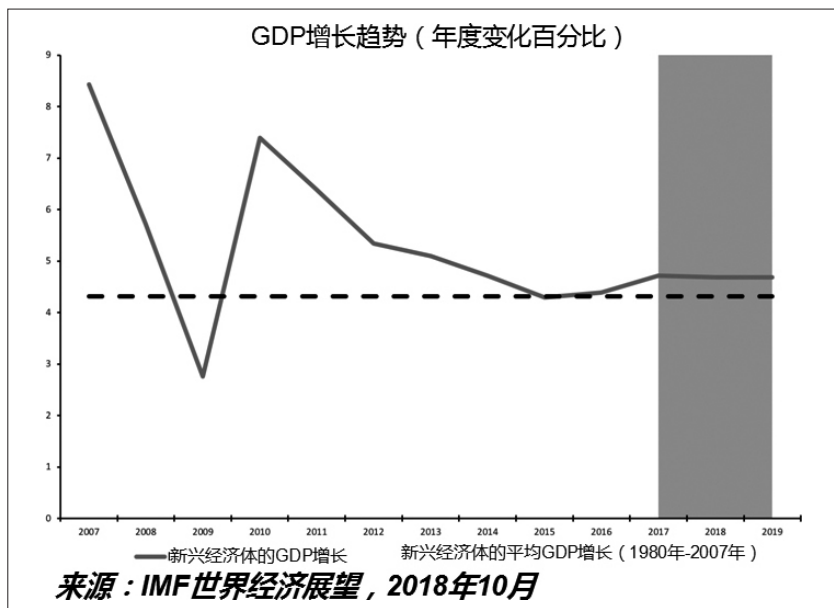


图 2：新经济体增长放缓

对于这些新兴市场，你可以看图 2。在 2007 年，特别是刚刚进入新世纪时，增长大大高于 30 年的平均线，特别是中国。现在，现在的增长水平大概回落到了 30 年的平均线。大家都知道，中国经济回落也是一个重要的问题。因为中国的分量越来越大。对于未来，阴影当中的未来预测是稍微超过一点 30 年平均线。这并不是很成功，也许还可以做得更好。显然在全球金融危机之后，我们没有看到很好的、有利的反弹。为什么？我想主要是因为全球投资萎缩，这是一个重要的原因。特别是在一些发达国家。而且我们可以看到，投资不足本质上是因为生产力增长不足，这是一个重要的解释。新的增长力应该是来自于技术，这样的增长力很大程度上需要有新的技术储备。技术储备需要投资，但实际上没有做到。在欧元区，净资本形成在以往 30 年一直在下降。全球金融危机之后，欧元区净投资实际上是负的，投资很少。为什么没有足够的投资呢？除了其他原因之外，一个就是因为全球危机，投资者的避险意识有了明显的上升，而且对于新投资的效果有怀疑。另外，我们知道一些经济体中的人口在老龄化，大家更多地喜欢储蓄而不是进行投资，他们需要安全。第三，金融业修复是不完整、不完善的。坏账、机构的收支账户都没有得到很好的修复。综合看来，发达国家总的资本形成是比较低的。

图 3 左边是生产力的增长。中国是绿线，中国投资额占 GDP 的水平是其他国家的一倍（右边），但是投资所带来的生产力增长也不过在平均线。发达国家的投资维持在比较低的水平。因为中国的投资效益不是很高，而其他国家的投资比较低，总的生产力因为投资而带来的增长是比较低的。

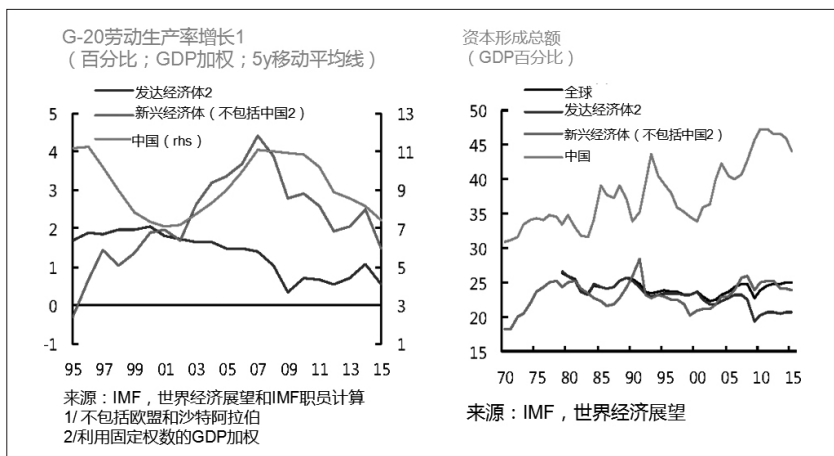


图 3: 生产率增长缓慢影响 GDP 增长

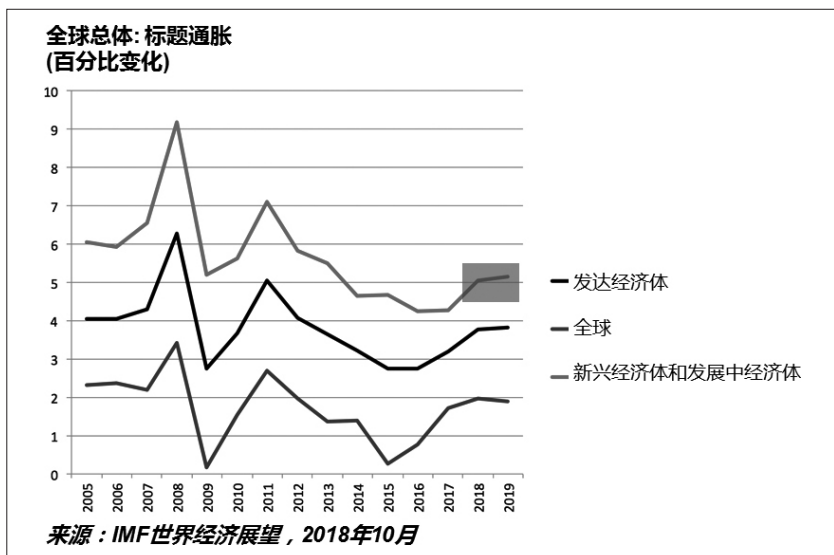


图 4: 全球通胀状况

图 4 是通货膨胀, 我们预期有所上升, 对世界来说还是维持在均线, 但是在发展中国家还是上升的。

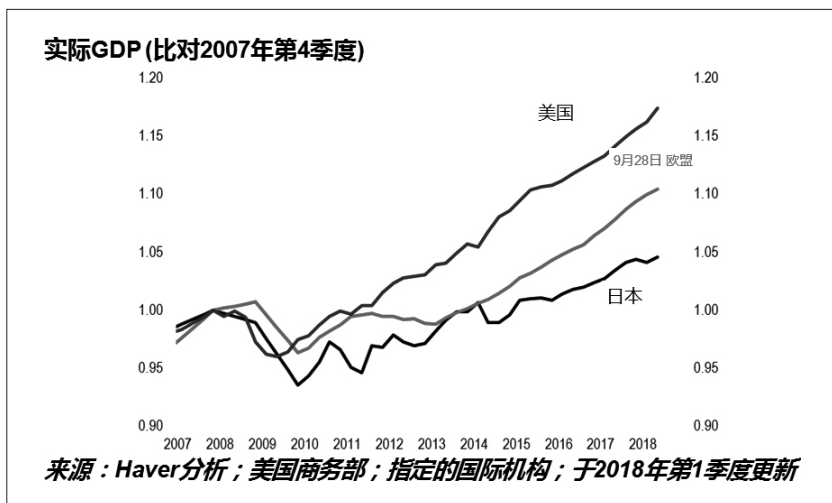


图 5：发达经济体累积的经济增长差异

我们可以看到图 5，GDP 增长，蓝线是美国，红线是欧盟，黑线是日本，实际的 GDP 是在微涨。

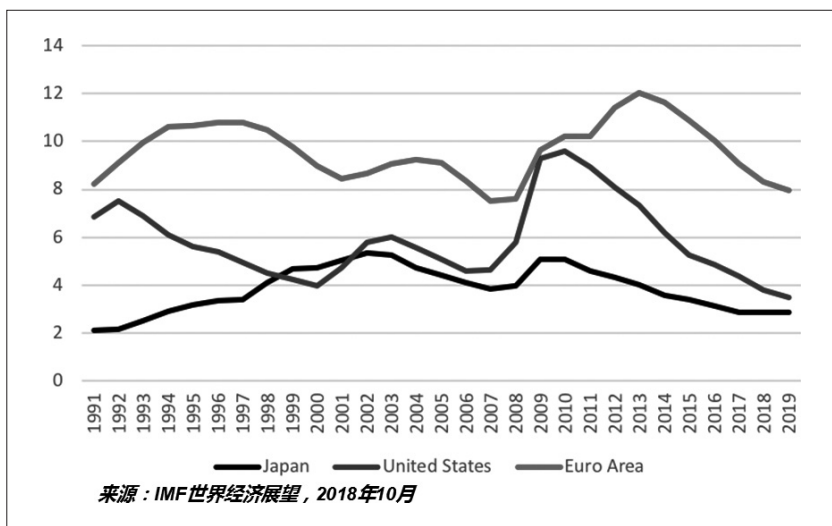


图 6：发达经济体的失业率

图 6 是失业率，美国的蓝线是往下的，红线代表欧盟，黑线代表日本，失业都在下降。美国的下降尤其明显。

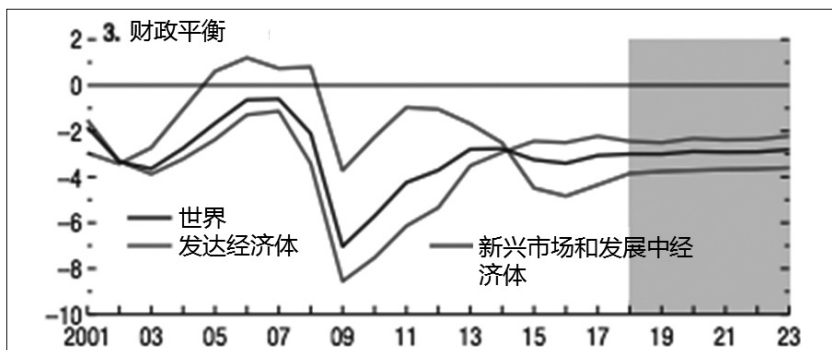


图 7：财政政策预计变化不大

如果看一下 IMF 最新的有关财政平衡的数据，你可以看到，在危机之后，刚开始是明显的财政赤字，后来赤字降低。未来财政的赤字状况会比较正常。

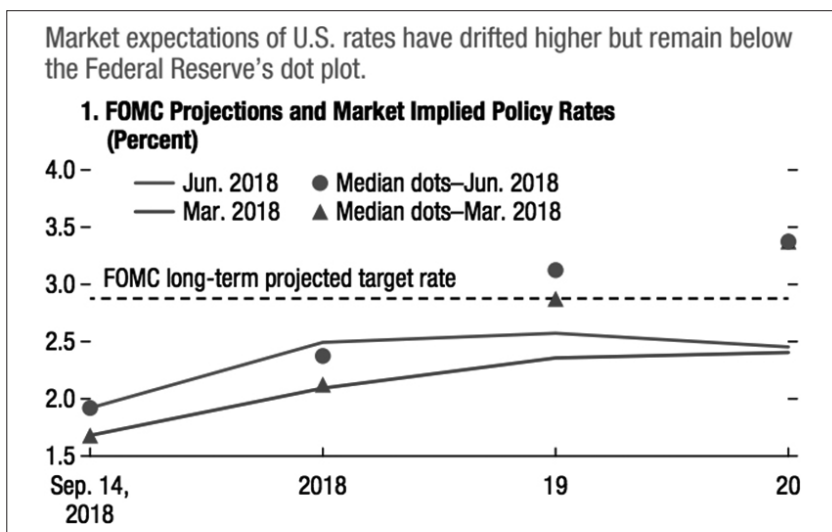


图 8：美联储“加息时间表”

问题是，短期特别是以后两三年中，美国经济的过剩生产能力还有多少？美国的潜在增长会有多快？这实际上跟投资力、生产力的增长率还有劳动参与率有关。还有美联储收紧利率会有多快？这也要看通货膨胀。因为通货膨胀上升一定会带来货币的紧缩。我想现在美联储是滞后的。图8是美联储的加息时间表。红线是三月的市场预期，绿线是六月的市场预期。如果你看最近的消息，投资者实际上觉得美联储会明显收紧货币，为什么市场做出了这样的反应？刚才我提到的几个问题是非常关键的。

下面我讲一下危机之后的金融改革需要做些什么。现在大家都同意，总体而言，金融体系需要更多的资本，需要进行更多的资本化。问题是我们需要给它注入多少资本，以什么样的形式注入？大家觉得，竞争环境应该更加公平。这意味着什么？不同国家制度的差异很大的，具体应该怎么做？在IMF中，我们有这样一些结论，涉及到金融体制的改革。第一，我们觉得周边监管现在做得还是不好。我们觉得现在金融的范围在明显扩大，但是对于扩大的范围，监管得还不够。我们需要进行更多监管方面的改革。如果我们看一下2009年监管部门出台的报告，对大多数金融机构风险的监管实际上是不够的。我当时就说，你如果在危机前告诉我们就更好了。问题是现在，十年之后，我们还不能认识到这一点。另外，我们还需要有一个可信的解决机制。最后，我们需要有一个更好的评审。像IMF还有世界银行，他们需要进行定期的同行评估，还要进行独立的评审。危机之后这些方面的进展如下：对于周边金融范围的监管还没有完成，监管和监督改革也没有完成，可信的解决机制应该说也是没有完成。评估的实施已经做了，但是还有争议，这是

进展最明显的方面。

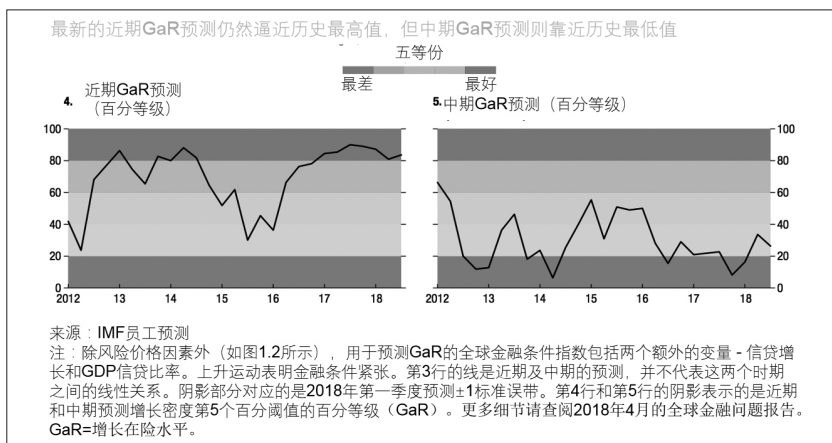


图 9：全球金融问题报告问题：我们更安全了吗？

我们需要做些什么？今天金融体系是否更安全？在图 9 的左边，你可以看到风险增长的情况。建议大家读一下《全球金融稳定报告》，风险总体可控。图的右边可以看到，中期风险比较糟糕。我们的 GFSR 的关键问题包括：资产负债表的漏洞、资产评估、EM 金融流量、后备缓冲区和流动性、中央清算稳定。我想以前在市场上的参与者是自己做净值调查的。

最后，在危机当中，显然需要有紧急的流动性，这样才可能让我们的投资者充满信心。我们应该有一个最好的贷款机构作为屏障。目前的形势是，存在这样两类机构。第一类是大的机构，主要指央行，他们有长久存在的无限互换额度，几乎是不需要担忧的。在 2008 年和 2009 年初的时候，大家非常担忧德国和欧洲央行体系可能会出问题，担心他们无法获得美元资金。美联储给欧洲央行提供了无限互换协议。第二类，多边机构根据条约与规则向国际货币基金组织

提供流动性流通工具。这是所谓的商务舱，第一类是头等舱。有些央行愿意出手救助，这要看具体情况，但是其他机构没有这样的流动性后备支持。我一直认为，多边机构根据条约提供 IMF 流动性可以解决问题。曾经有流动性便利这样的工具，但是这是看情况而定的。如果只是根据情况而定，可能很难及时地应用起来。我们认为，应该形成制度化，成为一个原则或成为一个主要的工具。我们批准流动互换的时候，相对来说比较地灵活和机动。新加坡副总理做主席的一个有十几人的名人小组，发布了类似的报告和相关介绍，大家可以到网上查一查，其中就提到了 IMF 流动性工具。这是非常重要的。

我们还有很长的路要走，我们还有事情要做，虽然有不好的迹象，但是真正的领导力能够帮助我们切实地解决问题。谢谢！

报告发布

乔依德：《全球金融格局的变化和中国对外金融》

乔依德：我想花几分钟时间解释一下会议当中提到的报告。我们基金会每年都会做一个主题报告，针对的是全球金融。两年前我们写了一份关于全球金融治理的报告。虽然我们不是名人，但是我们比名人小组提前两年做这个工作。去年我们就全球金融失衡做了一个研究，今年我们的研究报告是《全球金融格局的变化和中国对外金融》，讲的是全球金融体系的变化和格局的变化，以及中国如何融入国际金融体系。

这个报告包括两大部分。第一部分，我们指出了七大变化趋势，这里就不一一地阐述了。我认为这跟 Lipsky 教授讲的内容是相辅相成的。第二部分，中国为融入国际金融体系所做的工作以及进展，比如资本项目的开放、外汇机制的形成，还有人民币的国际化以及中国如何参与国际金融治理体系。

为什么要开展这一类型的研究呢？主要是希望让大家更了解全球金融格局变化的这个背景。我们大会的主题和我们这个报告的主题是比较相似的，跟我们报告的背景是息息相关的。因为我们的内部资源有限，我们的基金会也有幸邀请了很多外部的研究人员，包括大学和研究机构的人员，来参与这份报告的撰写。大部分参与者都参加今天的论坛，他们有些是演讲者，有些是评论员。我借此机会表示对他们衷心的感谢。

第一部分：全球金融体系的新挑战

Stefan Pantekoek（主持人，艾伯特基金会上海代表处首席代表）：欢迎大家回到会场，刚才我们已经听了两位非常精彩的主旨发言。下面进入到会议的第一部分。我们的题目是“全球金融体系的新挑战”。我们在这一节要讨论金融危机之后，现在面对着什么样的严峻状况。将会有来自于中国、韩国、美国和其他地区专家的发言。现在金融体系中还存在着一些不确定性，它们会影响整个经济稳定增长，也会影响到金融体系未来的走向。这是一个非常重要的话题。我要欢迎五位发言者，我一定会严格地控制好时间。第一位发言者是来自于韩国仁荷大学的客座教授 Jung Taik Hyun！

Jung Taik Hyun： **金融危机十年后：风险增加，合作减少**

Jung Taik Hyun（韩国仁荷大学客座教授）：首先感谢上海发展研究基金会和艾伯特基金会邀请我参会，感谢给我这样发言的机会。

大家都知道我们这个论坛的讨论的焦点是金融，但是除金融之外，我也会讲到贸易和国际合作的问题。我想有不少国际组织和国际人士对这样综合的话题是非常感兴趣的。我在这里要讲的内容分为三个部分。第一部分是世界经济结构的变化，第二是在这种背景下金融、社会和政治的不稳定性，第三部分将会讲一下未来我们需要采取的措施。

现在讲第一部分。全球增长处在疲软的状态。图 1 是全球 GDP 的增长率。



图 1: 全球 GDP 增长率

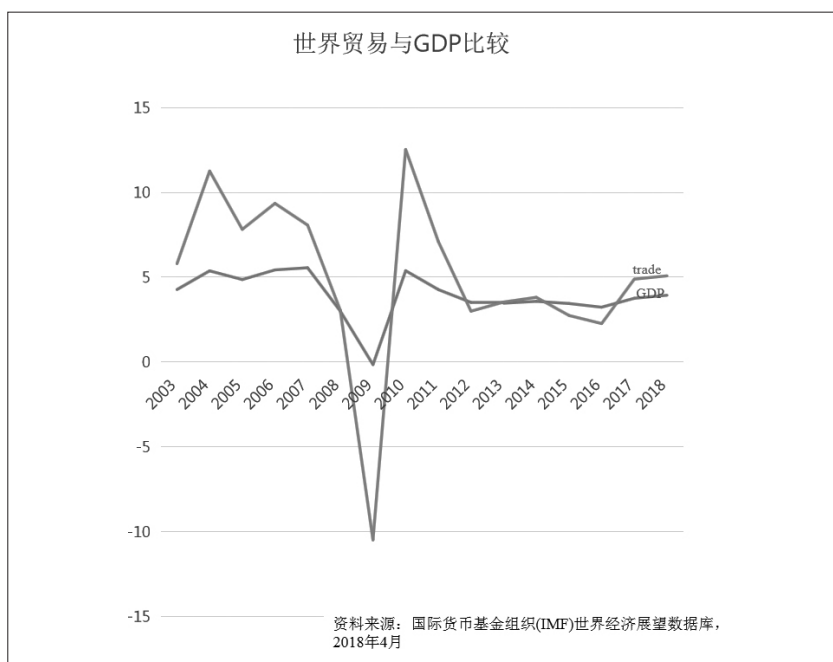


图 2: 世界贸易与 GDP 比较

在金融危机之前，全球的 GDP 增长还是比较高的，大约维持在 5% 的水平。危机以来世界经济增长率降到 3%。如果进一步比较一下 GDP 增长和贸易增长的状况，可以看到一种脱节。图 2 的蓝线是 GDP 增长线，红线是贸易增长线。你可以看到，GDP 固然是下降了，但是贸易的下降实际上更加明显。在全球金融危机之前，贸易增长几乎是 GDP 增长的一倍。但是现在 GDP 和贸易回到了一个相近的水平，尤其是对中国、韩国这样贸易非常重要的国家。这是一个比较严重的问题。

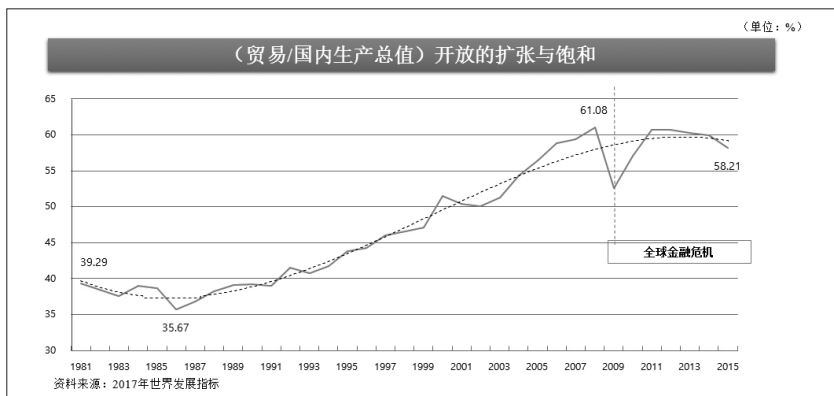


图 3：(贸易 / 国内生产总值) 开放的扩张与饱和

随着更多国家加入开放经济，贸易在 GDP 中的份额逐渐增加。尤其是直到本世纪头十年，中国作为生产网络核心的作用在这一不断扩张的过程中非常重要。金融危机爆发时，这种全球生产共享已经饱和，现在我们看到一些重新重视生产的逆转趋势。中国成了世界的工厂，也成了世界贸易的一个发动机。但是现在情况有所变化。全球的生产曾经以中国为全球供应链的中心，韩国也参与其中，并且从中获益。

但是在全球金融危机爆发之后，我觉得全球的生产可以说已经趋近饱和。在某些行业的生产甚至在下降。这毫无疑问也给贸易带来了不利的影响。原来的格局发生了结构性的变化。世界贸易的放缓来自于更深层的结构性的因素。总体而言，整个经济的增长不可能再回到以前的水平了，不可能再现原有的辉煌。另外，中国在回归国内的消费需求，以此作为经济增长的重要动力。

整个国际生产也饱和了，这反映在保护主义的动向上，这也是贸易将发生结构性变化的重要因素。这样的变化在世界范围内将会带来重要的不稳定性。像前面黄市长讲到的那样，政府的债务已经明显在上升了。黄市长也讲到了美国、日本、欧洲地区的政府债务在上升。在 2008-2012 年之间，因为金融危机，不少发达国家纷纷提高了政府的债务率。但是最近几年，发展中国家，包括新兴国家的政府债务率也上升了。更为重要的是，家庭部门和企业部门也都在上升。这是全球范围内的一个趋向。在韩国可以看到家庭部门的债务已经达到 GDP 的 100%。这是相当值得关注的一个趋势。中国家庭部门的债务也是值得关注的。更值得关注的是中国公司部门债务水平的增加。2017 年中国私人债务总额，不包括金融机构，占 GDP 份额已经达到 208% 了，这是国际清算银行得出的数据。

中国在 2007 年积累了大量的国际收支盈余，那是 2007 年 20 国集团会议上的话题，之后中国就减少了。跟一些其他国家相比，中国处在非常好的状况。其他国家经常赤字，而且在加深。中国的外汇储备依然高居在首位（图 4），比较高的一些国家基本上都是东亚的国家或地区。中国之后是日本、中国台湾、中国香港、俄罗斯、韩国等等，还包括一

部分南亚国家。为什么拥有这么多的外汇储备？跟他们曾经经历过金融危机有关系。1997-1998 年，亚洲发生了金融危机，这些国家觉得有必要储备更多的外汇，可以未雨绸缪。这也意味着目前大家对于现有的资源没有充分利用。为了未雨绸缪，损失了一些目前应该有的花费或者投资。这是一个值得关注的问题。

国家	基金开支比率（10亿美元，2016年）
中国	3,097
日本	1,216
台湾	438
香港	389
俄罗斯	377
韩国	371
巴西	365
德国	185
美国	117
印度尼西亚	116
土耳其	106

资料来源：韩国统计信息服务

图 4：外汇储备

另外还有一个不稳定的源头，即收入的不平等。当讲到收入情况的时候，大家都讲到包容性增长。甚至特朗普也在强调这一点，要为底层的工人服务，在一定程度上解决不平等问题。大家都了解，不平等是在不断发生的问题。到底有什么样的解决方案呢？一些国家，包括美国在内，看到了穷人收入进一步恶化，这确实会带来重要的问题。这些加总在一起，对国际体系也构成了一个严峻的挑战。在这个背景下，英国脱欧和中美贸易战，都影响到了全球的贸易体系，甚至全球的经济增长前景。很重要的是，目前，这些国家实际上都出现了强人政治。强人政治的上升不利于国际合作，强势的领导人会增添国际合作的不稳定。

我们应该采取什么样的措施？在这里提到一些建议。第一条跟前面 Lipsky 教授谈到的一样，G20 已经加强了不少的合作，尽管还有更多要做。我们确实面临着大萧条的前景，确实需要大合作。对于大国，尤其是中国、美国这样大的经济体，毫无疑问应该进行更多的合作。IMF 专门讲到，如果中美贸易争端继续下去，美国的 GDP 将会下降 0.9 个百分点，中国的 GDP 增长将会下降 1 个百分点。到 2019 年就会表现出来。预测整个世界 GDP 到 2020 年将会降 0.8 个百分点。这些国家应该开启合作模式。各个国家，特别像韩国这样的亚洲比较小规模的国家，期待中美贸易能够走上正常的轨道。在目前的世界体系中，我们完全可以从小的方面做起，争取有一些早期收获的做法。现在的区域贸易架构，尤其是在东亚的区域经济伙伴合作框架应该充分强化。还有很重要的一点是，建立双边合作条约，这比起贸易来更容易。我们期待能够尽早达成这样的条约。

另外应该扩大我们的货币合作，为什么韩国在 2008 年

以后比较好地克服了金融危机？是因为我们有一些比较好的货币互换计划，摆脱了 30 亿美元的缺口。其他一些亚洲国家现在也应该这样做。当然，我知道，现在美国和亚洲一些国家出现了分歧，他们可能在外汇方面还有一些争议。我们不应该妨碍货币互换方面的合作，没有必要保存那么大的外汇储备，如果能够有更好的货币互换，可以使整个经济效益有更大的提高。现在中国和日本这样一些国家还是愿意来扩大货币互换计划的。

我们应该用一些新的方法来处置旧的问题。我们知道 2008 年发生金融危机，很大程度上是源自房地产相次贷。韩国因为中国经济的持续发展，所以还好没有受到太大的影响。我的儿子现在就住在上海，上海的房地产价格高企，我知道房地产规模太大，价格太高，对于金融体系本身的稳定性构成了问题。如果我们能够为这样的房地产问题找到解决方案，可以说对整个金融体系的稳定和发展会有很大的帮助。谢谢！

Stefan Pantekoek: 非常感谢，感谢你发表了很好的观点的同时也很好地掌握了时间。我们有请美国列维经济研究所教授 Jan Kregel！

Jan Kregel: 全球不平衡、贸易战和国际调整机制

Jan Kregel（美国列维经济研究所教授）：非常高兴能来做这样一个演讲，因为演讲时间非常有限，我没有办法在 15 分钟把所有内容都讲完。我会简单地做一个介绍，有一些内容就请大家自己看会议资料，这个简短版听起来会更有兴趣一些。

我先介绍我们的机构。我们更注重的是债。债，不需要去害怕，它是必须要研究的，这样才能让全球经济正常地运行。当然债不能太大，你必须能够还得起债。债的规模本身并不重要，重要的是能否还得起。我这个演讲希望能够回答一个问题：当前国际金融格局到底是什么样的状况，我们掌握了哪些信息？我们生活在一个多边的环境中，我们做的决策其实都是为了支持多边贸易，在多边世界中有全球的供应链。刚刚开始研究的时候，讲的是跨国企业，跨国企业就是多边合作的起源。我们来看一下过去几年全球国际贸易发展的起起伏伏，主要的驱动因素其实是中间产品，而不是成品的交易。

资产和负债是阴阳两面。所有贸易必须有资金，贸易的开放带来了金融的开放。全球供应链的重要组成部分包括了国际金融、国际融资和债务融资，债务融资还有国际融资和外汇资产。中间品的交易越来越多，带来了跨境融资，越来越多跨境金融机构在不断发展。这样一个现象是不是出乎意料的呢？其实是在意料之中的。我们关注的问题是这能带来哪些效益？从贸易来看，中国应该说是创造了大量的附加值，主要是因为参与了全球供应链。大部分参与全球供应链的国家其实也享受到了一定的附加值的增加，但是增幅没有像中国那么多。很多国家没有附加值的增加，这就产生了不平等的现象。怎么样解决这个问题呢，有没有双边的调整机制来解决这个问题呢？我们的研究可以得出一个结论，没有这样的双边调节机制。

美国发布了很多数据，讲到了美国企业的贸易收支失衡的情况。在一个多边的世界中，其实我们看到的很多统计数据并没有真正地反映失衡和贸易的流动，很多统计数据其实

是有误导性的。这是一个双边的贸易，很多人会忽略其中一面。更重要的一点是，我们必须意识到经常项目包括贷款、商品、服务。我们看到越来越多的机构通过对外贷款来支持他们的经常性项目，通过借款来支持资本性的项目。很多国家想通过关税来解决收支失衡的问题，这对成品交易会比较容易一些，但是大部分国际贸易和国际金融并不是成品的交易，而是中间品，而且很多是国际贸易的融资。通过关税来解决这个问题，其实有误导性的，它并没有体现实际情况，关税也并不能够真正发挥作用。

刚刚讲到了资本流动和经常性项目，这其实也包括了民间资本。很多经常性项目收支取决于储蓄和消费。你会发现所有影响因素当中，关税是影响最少的，关税对经常性项目没办法发挥重大的影响。我们看一下当前中美的关税。现在美国在联合国的参与也是越来越少了。我们看到中美关系的重点，就是如何调整经常性项目。其实要真正改变经常性项目赤字，美国政府就应该解决国内的储蓄问题和投资问题。但是怎么做呢？我也不知道。美国经常性项目其实跟中国的经常性项目是息息相关的。美国要变成顺差，中国要变成逆差。中国在国内的储蓄和投资之间也要调整相互关系。中国经济的再平衡其实也正是为了改变民间储蓄和投资失衡的现象。这些调整机制或调整措施并不是一件坏事。

我们回顾一下历史。上一次比较严重的失衡问题是二战之后，凯恩斯在去世前写了一段话，有关如何调整大规模失衡的一些看法，当时美国有非常大的经常性项目顺差，因为贸易伙伴的生产能力在二战时被破坏了。他说，“从长远来看，如果一切进展顺利，趋向于平衡，可能还有更根本的力量在起作用……我发现自己很感动……我提醒当代经济

学家，古典经济学体现了一些具有重要意义的永恒真理……在这些问题上，有一些深层的潜流在起作用，自然力量……正在趋于平衡。”有些人认为凯恩斯和古典经济学是完全相悖的，其实不是的。他明确说如果古典医学要发挥作用，至关重要的是进口关税和出口补贴不应逐渐抵消其影响。他还说，“我们（在《哈瓦那宪章》中）代表美国提出了真诚和彻底的建议，明确地指向建立一种允许古典经济学发挥其作用的制度。……通过超越以往任何经验，成为一个高生活水平、高成本的国家……{ 美国 } 将会发现与世界上不幸地区的生活方式相比，必须趋向于而非远离外部平衡的生活方式。”他认为美国内部的储蓄和投资的平衡，有助于消除经常性项目的收支失衡，最终趋向于均衡。他也讲到了均衡的力量。这是 50 年代美国的情况。显然，任何一个国家不可能通过新增贷款来实现长期顺差。中国没有发行国际储备货币，中国对外贷款不会影响或导致其他国家破产。只要美国还用自己的货币，也不会导致美国的破产。应该提出这样一个建议，让这些自然力量发挥它的作用，不要以美元作为唯一的国际储备货币，这样就有一个更好的空间让这些自然的力量发挥作用，最终实现真正的均衡。

有人提出来，人民币应该成为国际储备货币。但是，我觉得这并不完全合适。因为只要它是一个国家的货币，即便变成国际储备货币，也并不能解决国际收支失衡的内在问题。我的建议是：应该采纳凯恩斯针对国际清算联盟所提的一个建议。因为国际清算联盟可以创造流动性，而且不是一个国家的货币，它可以促进各方面的合作。IMF 还没有真正实现合作，我们希望国际清算联盟可以真正实现这个合作。谢谢！

Stefan Pantekoek: 谢谢，再次感谢你准时完成了演讲，下面有请欧洲证券及市场管理局首席经济学家、风险分析部负责人 Steffen Kern ！

Steffen Kern: **全球金融体系面临的新挑战——欧洲视角**

Steffen Kern（欧洲证券及市场管理局首席经济学家、风险分析部负责人）：谢谢主持人对我的介绍，特别感谢上海发展研究基金会和艾伯特基金会邀请我参加这一次会议，很高兴跟大家分享一下我的看法。我们认为全球金融系统面临一些挑战，这与大家的观点一致。这样一些观点毫无疑问是从欧洲的角度，这也是我所服务的机构的角度出发的。这是从政策角度，也是从监管角度来看待问题。我的演讲会涉及投资者以及证券。

目前，我个人关注于风险。首先需要进行风险的分析。在欧洲市场上面临着不少的风险，在全球当然也有。先关注欧洲市场上的风险，我们认为这样的风险是很高的。首先是目前的股市高估，还有其他一些不那么明显的风险，存在于总体的环境中。对欧盟来说，英国脱欧是欧盟中长期以及更大范围内的经济增长放缓的一个重要影响因素。这实际上不仅对欧洲，对美国以及新兴市场，也投下了阴影。另外，地缘政治已经成为一个热门词，还有贸易的下行，这些都构成了严峻的挑战。这样一些热点和风险，实际上完全融入了目前的金融体系。

金融体系在金融危机之后，在政策层面采取了不少的措施，特别是在欧盟，使得整个系统稳定，而且补了一些漏

洞。Lipsky 教授刚才已经讲到，已经出台了一些全球范围内的措施，尤其是跨境的金融流动得到了规范。市场上的透明度也提高了，市场的完整性也增强了，国际金融方面的合作也扩大了。这些当然是正面的。目前我们看到在 G20 层面，各国达成的对金融进行监管且加以稳定的措施，是前所未有的，使得全球金融规范的框架更加健全。我们的金融稳定委员会每年都会做盘点，这确实是有所进展的。大多数具体措施应该是已经落实了。当然不同的国家，落实到什么程度确实还是各不相同，而且是否真的达到了所期望的效果，在某些国家还有待讨论。总的来说，在全球范围内，规范框架已经落到实处了，而且欧盟做得比较充分。

G20 议程在整个欧盟范围内做了落实，也跟进出台了 65 个法律。我们可以说进展是比较大的。不仅仅是落实了，而且也达成了市场上的效果。我们看到市场行为，特别是资本市场上确实发生了一些变化，这个变化是现在才开始出现的。这 65 个法律在以后将会进一步体现它们的效果，总体的效果一定会达到，它对市场的结构和活力有规范和促进作用。

大家可能有这样的印象，这样的议程主要是用来修补银行的漏洞。毫无疑问，首先应针对银行，因为银行处在危机核心的位置。但是，这样的 65 个法律，在欧盟范围内实际上有一半不是直接针对银行的。现在我们已经有效地把规范的范围覆盖到了影子银行或者非银行机构。目前可以看到，系统风险相比于危机之前已经加以控制了。尽管我们还需要对它进行测试，看一下市场上结构的变化，这些变化不仅仅是对于价格做出的反应，很大程度上也是对于我们规范的措施做出的反应。在这里要补充的是，以往十年中比较大的变化就是这些非银行机构的活动在整个金融体系中有了明显

的上升，比如保险行业和其他一些非银行机构的贷款活动，它们的活动毫无疑问包含了不少风险，现在通过新的规范要加以识别，同时加以管控。

我专门讲一下在欧盟范围内的战略挑战。毫无疑问，如果你看官方以及媒体，英国脱欧是一个重要的战略性的全局问题。英国准备脱离欧盟，这是一个巨大的决定，实际上包含了经济、政治的后果，对金融也有重大的影响。现在，英国必须要脱欧的日期还有五个月。对于市场的结构性的、潜在的、短期的冲击还是令人担忧的。因为这个事件将会带来一些风险。短期的风险是有可能会出现一个没有任何协议的英国的硬脱欧。英国和剩下的欧盟国家，可能达不成任何的协议，如果在 2019 年 3 月之前达不成任何协议，这就意味着要出现硬脱欧的状况。我觉得，那样英国将不仅仅成为欧盟市场上的第三方，其退出本身也会带来一些扰动。因为现在谈判还在进行当中，希望能够达成一个政治上合理、经济上稳定的方案，这对于我们现有的金融工具的稳定是非常好的，否则对于资产的管理等都会带来重要的影响，短期影响将会非常大。欧盟官方在进行分析，私有部门也在进行分析。我们希望每个市场上的参与者还是要做好最后欧盟和英国达不成协议硬脱欧的准备，千万不要最后被打个措手不及，这样才能更好地保护自己。我知道很多亚洲国家在衍生品市场上也有与它们的合约，希望你们要注意这一点。在 2019 年 3 月英国脱离之后，对于余下的欧盟各国也有影响。本来我们是一个超大的单独的金融体系。除去了英国之后，它的规模可以说是减少了很大一部分，可能跟中国的金融市场差不多大了。这对于欧盟会带来重要的影响，对英国本身也有重要的影响。英国和欧盟各自独立运作之后的竞争

态势，也需要放到整个国际背景下加以关注。

第二个战略性的问题也是需要加以考虑的，就是我们总体金融市场的状况。欧盟希望能够强化资本市场的活动。我想在全球金融危机之后，银行固然是危机诱发的一方面原因。但是资本市场本身也是很重要的一个方面。欧盟需要找到一些方法来支撑资本市场的融资，这是非常重要的。英国本来在这个市场上是最重要的一支力量，现在欧盟需要在内部应对资本市场融资的萎缩。现在推出 38 项措施来促进欧盟资本市场的高效运作，希望这个市场能更加有凝聚力、更加整合在一起。不管是保险基金、金融基金还是其他基金，在欧盟内部不同成员国有不同的监管方法，这对于业务的拓展是不利的。在英国脱欧之后，希望进一步整合欧盟各成员国之间的市场。这不仅仅是要让我们的漏洞得到弥补，更重要地是能够更加标准化、一体化，从而在新的层次上获得更大的竞争力。这是我们目前所做的一个重要方面。我们已经在大范围内推出了各种各样的措施。我们有这样的希望，也有这样的决心，让资本市场更有竞争力，对于外国投资者也有更大的吸引力。

我们希望能够从中获得更多的益处，特别是从新的技术手段中获益。欧盟以外，特别是在亚洲，因为技术手段的应用，资本市场和金融市场变得更加有效。欧盟也需要做好这一项工作。目前对于金融机构，在欧盟范围内，要充分地使用技术潜力得到最大化发挥。当然，对于监管者来说，也需要注意到新技术的应用会带来的风险。如何把监管和技术的益处结合起来，欧盟也面临挑战。

我要强调的是，我们在危机之后采取新的监管措施基本上到位了，但是还需要进行测试，监管还是有应对力的。

而且，挪威也引进了我们的新措施。这些新的措施未来到底能够发挥多大的作用，还是要加以测试。同时也需要对 G20 金融议程中的计划做进一步的落实，目的是强化欧盟的金融能力。这对我们来说，是不容易的任务，但是我們希望通过现有的各种各样的措施能够强化监管，而且通过监管，让活力充分地释放出来。谢谢！

Stefan Pantekoek: 非常感谢你的演讲。你从欧洲的角度给我们阐述了你的观点。的确，我们看到大家都提议说是不是让英国就脱欧再做一次公投，相关的讨论还在继续，有可能最终英国不会脱欧。接下来我们有请最后一位演讲者，IMF 研究部副主任 Jonathan D. Ostry！

Jonathan D. Ostry: 资本流动管理：政策指引

Jonathan D. Ostry（IMF 研究部副主任）：大家上午好！非常荣幸能够再次来到上海。首先要感谢上海发展研究基金会邀请我再次回来延续我们之前的合作。我要强调一下，我演讲内容的仅代表我个人观点。

我想就我最近发表的文章做一个汇总。明年一月份我们会出版一本书，我会告诉大家题目。这个题目和我们今天讲的内容到底有什么关系？怎么样应对不平等的挑战，或者应对不平等的时代？各国层面的不平等问题在不断出现。大家都说，经济增长没有实现普惠，当然有很多原因造成了这样的现象。今天也提到了贸易产生的影响。应对不平等还有驯服资本流动的潮流，这本书里都有提到。各国出现不平等其实和资本流动是息息相关的。我主要跟大家分享书里面的观点。

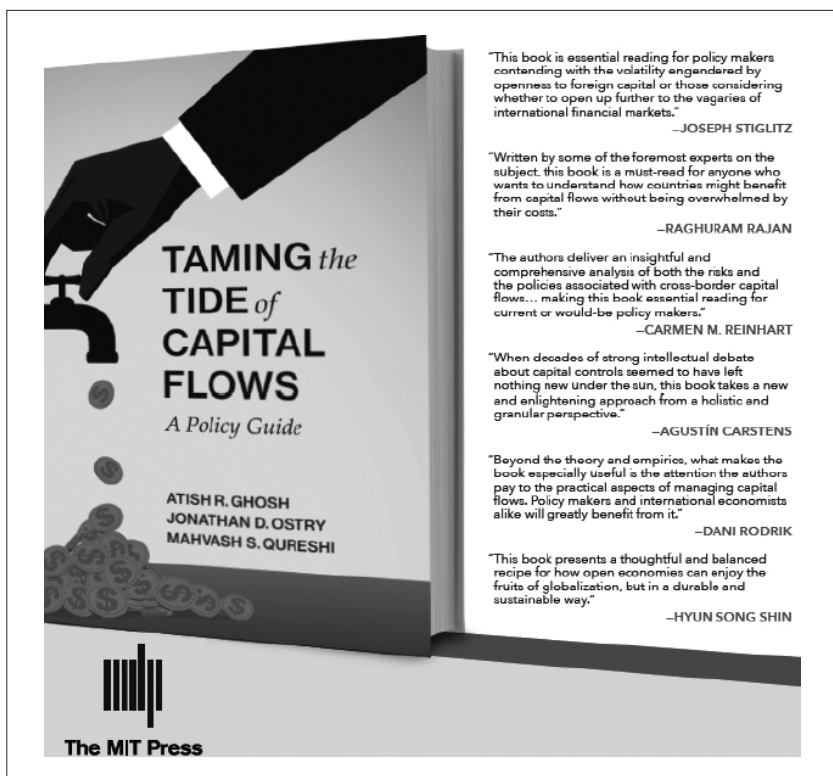


图 1: Jonathan D. Ostry 的新书

我听了 John 的演讲，他提到了多边冲突和全球失衡现象。他没有提到之前的历史，其实那段历史非常有意思，多边的对抗，多边的合作，或者说多边的磋商比较准确。多边磋商我本人也有参与，它出现过不同阶段，第二个阶段并没有真正地实现。本来的目的是希望能够解决我们提到的一些问题，比如说如何更好地管理金融全球化。今天主要讲的是全球失衡，尤其是经常性项目的失衡。我们书中还提到了更多的全球失衡，不仅仅局限于经常性项目，还有跨境流动等等。

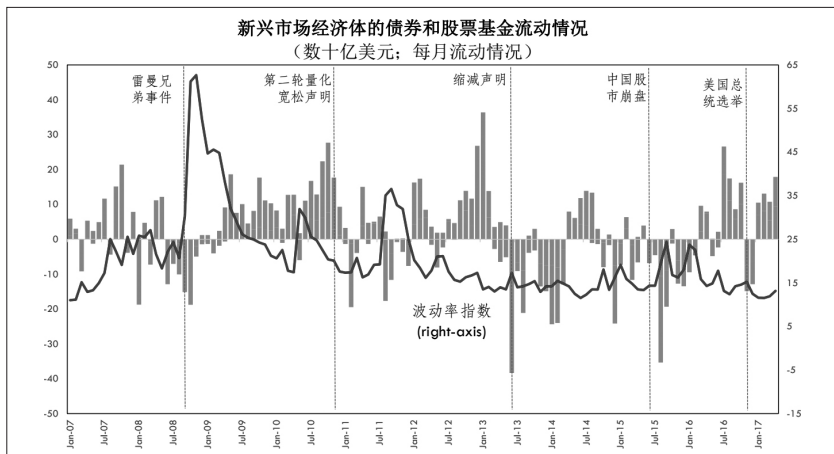


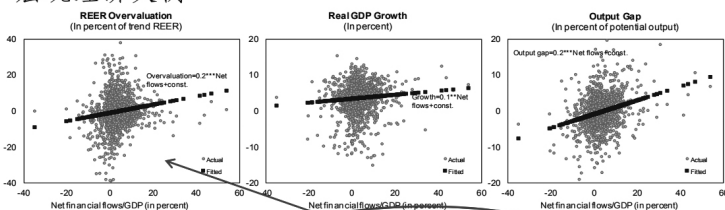
图 2：新兴市场经济体的债权和股票基金流动情况

图 2 大家都很熟悉。就是一个周而复始的金融市场的繁荣和崩溃的周期。新兴市场当然会经历这些周期，新兴市场以外的经济体同样会有一个周期，关键在于周期发生的时间点。我们看到全球的金融环境变化也会影响这个周期。这个图其实很重要的多方面的意义。有时候，即便是最有优势的国家同样也会经历不理想或者很糟糕的情况。这些因素都是在他们控制之外的，他们本身并没有犯任何错误。几十年前，人们认为要管理全球一体化，要管理金融全球化，的确会有挑战，但是随着全球化的强化，这些问题会逐渐削弱甚至会完全消失。十年累积的数据给我们敲响了警钟，这些事件是激增和崩溃。在过去的多年中，我们看到激增和崩溃的频率在增加，在我们书的第一部分汇总了一些文件，汇总了激增和崩溃、繁荣和崩溃背后主要的原因。

一个原因跟国内的情况息息相关，另外一个原因跟海外环境息息相关。我们发现，在新兴市场都有这样一种同步发生的趋势。全球化的推动因素在影响所有的新兴经济体。

同时，我们也看到有一些国家没有在周期之内，因为有一些国内因素发挥了作用。怎么更好地应对金融全球化？我们希望能够形成一个政策指引，为新兴国家提供具体的政策上的指导，让新兴国家更好地充分地利用金融的全球化，真正能够从金融全球化当中受益。什么叫做管理应对金融全球化？就是要更好地管理金融风险 and 宏观风险。这些起起伏伏的周期会产生风险。

□ 宏观经济失衡



□ 金融脆弱性

GDP净流量增加了10个百分点，就会高估2个百分点。

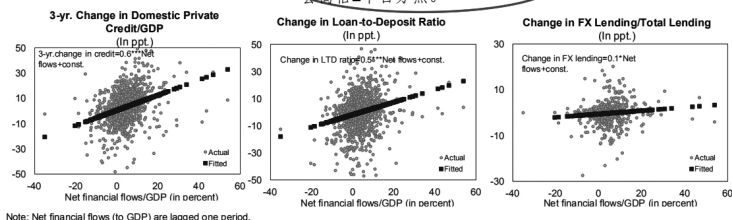
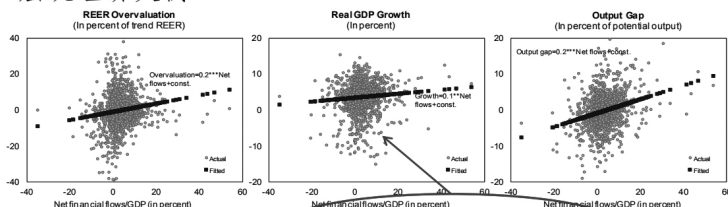


图 3: 宏观经济失衡 (1)

在图3中，大家可以看到有不同的小图，大家对不同的风险就有一定的概念了。其中汇率风险的管控，有的时候会产生大幅地波动，我们应该尽量地减少这个波动，回归到公允价值的水平。同时，在资金流入的时候，会导致货币过高地估值。这个时候我们要控制向上的波幅不会过大。另外一方面也要控制好国内经济，防止国内经济过热、增长过快。这是不可持续的。

□ 宏观经济失衡



□ 金融脆弱性

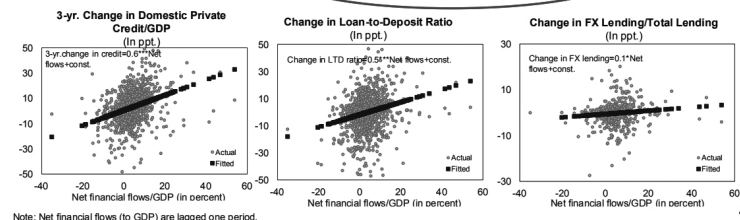
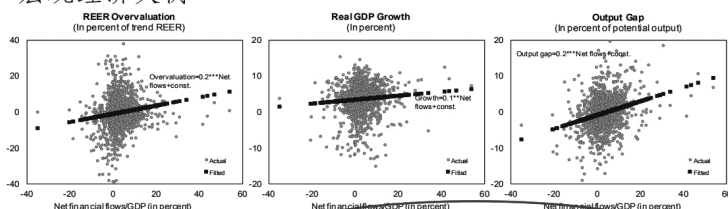


图 3：宏观经济失衡（2）

□ 宏观经济失衡



□ 金融脆弱性

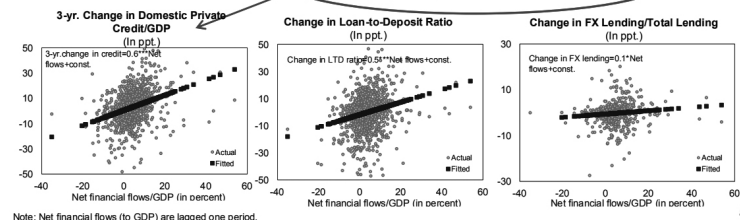


图 3：宏观经济失衡（3）

另外还有危机的成本。金融危机之后，我们到底遭受了

多少损失？这个损失其实并没有真正地恢复。我们需要深入地去研究危机之前到底发生了什么，到底哪些不可持续的因素造成了这个后果。危机之前过度高速增长是一个不可持续的因素。我们需要去管理不同的宏观经济指标。

第二个需要管理的风险类别是跟金融体系相关的，也是跟信用相关的，或者说跟信贷相关的。有的时候会发生信贷过多。我们要区分什么叫健康的繁荣，什么叫不健康的繁荣。我们认为，金融深化是发展中国家和新兴国家发展进程中不可或缺的一部分，这是需要我们特别关注的。另外我们还需要关注的是特殊类别的信贷繁荣，比如说负债比率、杠杆比率及经济资产负债表是否健康，还有货币的管理等等。这只是我们书中内容的简单介绍。

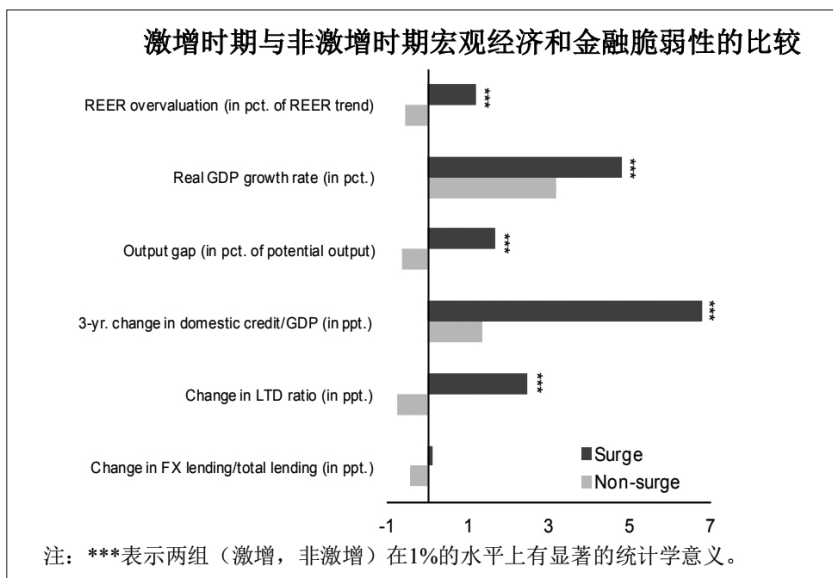


图 4：激增时期与非激增时期宏观经济和金融脆弱性的比较
 在我们书中还有一个主题，讲到了资本流入激增是有差

异的，它和正常时期也是大相径庭的。新兴市场经历这些资本流入激增时会出现不同的现象。图 4 做了一个简单的比较。我们要控制好激增。新兴市场的决策者非常关注这种激增，它有可能会放大这个国家的脆弱性，甚至有可能会使国家陷入危机。可能一开始是温和地流入，但是在极端的激增时期就会有一个放大效应，甚至有可能面临较大的危机。有一些国家面临的激增可能会产生巨大的恶果，有一些激增会产生混乱。决策者要想方设法防止陷入这种混乱的局面，尽量利用资本流动，为自己国家造福。不同的时期该怎么应对，怎么样在六个维度管理好脆弱性呢？这意味着我们在经济管理中要更加注重周期性，还要更加注重结构性。有一些资金流入是有结构性特征的，有一些是决策者比较熟悉的，有一些资本流入的内在风险更高。短期利差交易到底会带来什么益处？经济学家通过研究这个数据发现，如果结构性地管理好资本流入，尽量鼓励那些能在中期带来好处的资本流入，减少风险，那么这样一个策略的确可以为各国带来切切实实的好处。大家都不希望看到危机，危机发生的概率本身比较小，尤其是在新兴市场。前面给大家看了繁荣和崩溃的周期，那只是汇总了一段时间的格局，是更常见的是，各国不会陷入大规模的危机，而只是比较小规模的冲击。

不同国家情况不一样。我们也做了一个不同国家的划分。从政策角度而言，我们所得出的结论就是：管理脆弱性、管理资本流动非常重要，更重要的是要充分地利利用工具，这不仅仅包括财政政策、货币政策，还包括怎么在外汇市场中进行适当的干预，另外也包括宏观和微观的审慎政策。各个国家在政策应用水平上也大相径庭。我们的书中记录了这些不同的政策及其所带来的效果。另外，我们也可以

未雨绸缪，做好准备金的积累，就像打仗的时候做好资金准备一样。这对我们应对危机是非常有帮助的。

我们还想要回答这样一个问题：一个国家应该如何做好金融全球化的管理？数据至关重要。但是我们除了采集数据以外，还要观察实际上所采取的措施到底是什么。政策决策界和学术界对各国应该如何管理资本流动，都有提出不同的观点。我可以汇总为两点，一个就是自由浮动的汇率，也就是让汇率发挥基本的吸收冲击的能力。资本流动的时候可能会经历过热的现象，可以灵活地采用财政政策来遏制过热的现象。我们问了很多国家是怎么做的，得到的答案是很多新兴市场多多少少都采用了外汇干预。实际上有效汇率是一个非常重要的价格，它可以真正体现一般新兴市场的水平。但是很多新兴市场没有听取这个意见，没有关注实际有效汇率，没有让汇率自由地浮动。有时候有的国家只是在当时采用一些财政政策去管理风险，但是并没有充分的预见性。

现在很多新兴市场抄袭发达国家的模式，采用纯粹浮动的框架，但是有一些新兴市场根据自己的国情适当采用了有管理的浮动汇率的机制，的确有效降低了风险。我们往往会看到两个极端，新兴市场不是走这个极端，就是走那个极端。很多国家开始走中间道路，采用有管理的浮动机制。有管理的浮动机制没有像很多人想象的那样有很多问题。有些人走两极化，认为中间道路是不可行的。事实上有管理浮动的汇率机制能够更有效地帮助新兴市场实现各方面的经济和金融目标。针对全球的金融周期，我提出了一系列的观点。我们认为汇率机制也可以帮助减少外部因素对国内经济的影响，减少金融危机发生的概率。我们汇总了发展中经济体和新兴经济体的数据。新兴经济有独特的特点，在汇率上

也有自己独特的问题。我们发现汇率的机制在危机管理中，的确可以发挥重要的作用。通过有管理的浮动机制可以在一定程度上更好地隔离危机。要充分遏制全球冲击，需要有更多的工具，包括周期性的工具和结构性的工具。现实中新兴市场会广泛使用外汇干预，比如说有管理的浮动汇率机制，这在书中都有详细的阐述，这里不再讲了。谢谢！

Stefan Pantekoek: 下面有请中央财经大学金融学院院长、教授张礼卿！

张礼卿：全球金融周期和新兴市场金融动荡

张礼卿（中央财经大学金融学院院长、教授）：谢谢主席！我会讲一下全球金融周期和新兴市场金融动荡。我非常高兴刚才 IMF 研究局的局长已经对这个问题做了一个非常好的演讲。他的观点我是非常赞成的，我这里做一个补充。

我简单地说三个问题。第一，为什么需要资本账户管理；第二，为什么需要一个新的管理视角；第三，新的政策建议是什么。有关资本流动，理论和实证研究都表明资本账户的自由化和开放是有很多益处的，包括从新古典的视角、跨区均衡的视角、分散风险、技术转让、促进金融发展、强化财政纪律等等视角来看都有很多理论上的支持。这里列出了十几项过去几十年里面做得比较好的研究。我们发现，有大约一半的实证结果表明两者关系是不明显的。有的甚至是负相关。为什么会出现这种情况呢？我想最主要的原因，实际上 Jonathan 也讲到了，是资产价格的繁荣和破灭有一个周期的存在。从 1982 年开始，在过去的几十年里，新兴市场国家反复出现了这样一种周期。在这个周期背后有很多

原因，一个很重要的原因是国际投资者对国际间的跨国投资有非理性的成分，他们往往对于一些刚刚完成经济结构性改革的国家寄予很大的希望。事实上，很多时候这种情绪是过于乐观的，这就引起了经济过热，资本泡沫膨胀。紧接着就是实际汇率的升值和经常性项目的恶化，最后出现了资本的突然外逃。因为投资者发现经济过热，很担心这个国家汇率要下跌。在这样一种悲观的甚至被放大的预期下，资本大量撤离。管理国际资本流动的主要原因之一，就是要消除非理性的预期。我们需要对它管理。以前我们较多地依赖直接管理的方式，通过行政手段、审批制等等，现在越来越多地认为可能需要依托宏观审慎监管。这个方面 IMF 在 2010 年提出了很好的分析。我认为他们重新考虑支持资本管制和宏观审慎监管来避免国际资本流动中非理性的因素是非常好的建议，这是一个正确的取向。

现在想讲第二个问题。为什么需要一个新的视角？所谓的繁荣和崩溃周期，一开始是由于大规模的资本流入，最后又大规模资本流出，并且在流出的时候触发金融危机。面对大规模的资本流入这一危机的源头，一国应该采取四个方面的政策，当然也许采取部分政策就可以了。这些政策包括：财政货币政策的调整，货币升值，宏观审慎的监管，以及最后的手段——资本管制。这些政策建议无疑是有必要的。但是我认为也许并不充分。为什么呢？因为我们要思考这样一个问题，大规模资本流入的主导性原因到底是什么？关于资本账户大量流入导致这些国家经济危机的原因，过去几十年里有一个持续的争论：有的认为是内部拉进的，有的认为是外部推进的。拉进的原因是新兴市场国家自身的原因，因为经济结构的改革成效等等，主要是内因。还有一种说法是外

部推进来的，主要是强调外部原因、国际性的原因，特别是美联储的变化。美联储做过一个研究，分析了 2002 年以来新兴市场国家资本流入的主要因素，发现有很多因素。基本的结论是：内部因素为主，美联储的货币政策不那么重要。

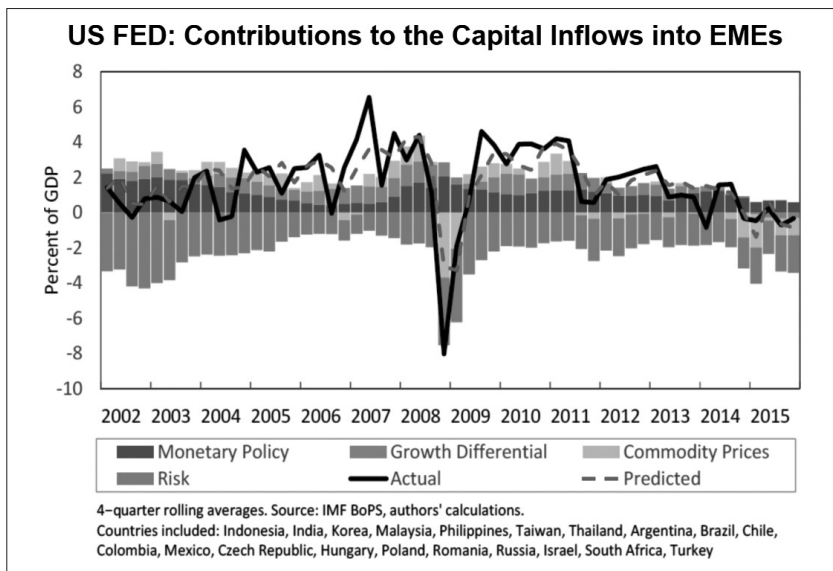


图 1：美联储：新兴市场资本流入的各种因素

图 1 的蓝色是美联储的货币政策的影响，绿色是各种各样的风险，包括新兴市场自身原因引起的风险，还有产品价格和其他一些预期等等。实际上他们不把美联储的货币政策当作一个主导性的原因来对待，而是把其他因素看得更重要。

我们也注意到在过去几十年里，有很多文献从不同角度、基于不同的理论和实证研究，认为外部推进来的原因是占主导的。资本被大量地推进，由于美联储货币政策变化、国际金融市场条件变化、新兴市场国家一系列周期性的变

化，最后酿成这些国家的金融危机。

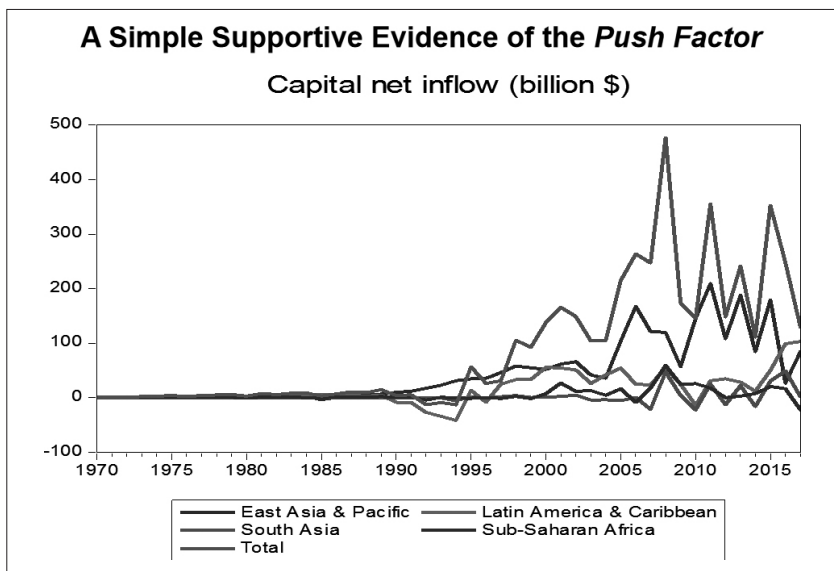


图 2：推进因素的一个简单的支持证据

我做了一个非常简单的趋势性分析，没有做很严密的实证。我发现有一个现象是非常值得注意的：在过去几十年里，流向新兴市场国家不同区域的资本其实具有很强的同步性。这表明主要原因还是外部的。因为如果是内部因素，不一定会很同步。我们发现包括东亚、亚太地区、东南亚地区、拉丁美洲地区，它们在资本流入和流出的趋势性方面是非常同步的。由此可以认为，外部因素起了主导作用。如果外部因素是主导因素，调整或管理资本流动的责任，主要落在新兴市场国的理由就不充分，甚至不公平。之所以不充分，甚至有的时候效果也不好，是因为前面提到的四种政策。有些政策的实行效果会适得其反。比如说资本大量流入的时候，这些国家宏观经济已经过热了，按理说应该提高利

率来抑制资产泡沫的生成，但是提高利率会引起更多资本的流入。另外有些政策，比如货币升值可能会伤害到这些国家的实体经济，经常性项目会更快地恶化。所有调整都是有成本的，如果仅仅要求新兴市场国家去抑制过度的资本流入，它们就为此付出过多的代价，实际上是不公平的。

回顾了历史之后，我们现在又到了一个新的危险时刻，全球性因素越来越不利于全球市场经济的稳定。美联储经过两年多的加息从 0% 上升到 2.25%，而且很可能未来一年里还要继续上升，有预测认为明年要上升到 3% 甚至更高。考虑到美国现在的经济政策，未来几年利率上升的趋势非常明显，因为美国财政赤字正在加速上升。这极有可能刺破新兴市场国家的很多资产泡沫，从而使这些国家陷入危机。我们看一看图 3，这是从兴业证券那里借来的。每一次美联储加息都引起了世界各地，特别是新兴市场国家资产泡沫的破裂，进而引起金融危机。从 1982 年的拉美债务危机，到 1997 年的墨西哥危机，再到 1998 年亚洲金融危机，现在新兴市场国家的金融危机会不会发生呢？我们拭目以待。



图 3：美国货币政策与金融危机

最后讲一下政策建议。我的基本观点就是：管理资本全球流动需要全球行动。管理资本流动的责任不仅仅在新兴市场国家。也需要发达国家，包括美国、欧盟和日本等国家共同努力。在这样一个基本观点下，我认为发达国家需要采取更多的监管措施管理它的资本流出。在 G20 和 IMF 国际治理框架下面，也许需要签订一个关于资本流动的 global 管理国际协定。这样一个东西历史上曾经有过，就是 IMF 协议的第六条款，但是这个条款好像已经被人忘掉了。我觉得我们可以在这个基础上把它发展成一个全球性的关于国际资本流入管理的政策框架。美联储应该在采取货币政策的时候，更多考虑新兴市场国家可能产生的一些不稳定情况。

最后，我认为这些问题需要拿到 G20 的议程中去讨论，虽然不容易实施，但还是要继续讨论。说完了所有国际社会应该做的事之后，新兴市场国家的好的宏观政策也还是需要的。谢谢大家！

讨论

Stefan Pantekoek: 非常感谢张教授，经过了 90 分钟的演讲，我们终于进入到讨论的环节。我们有 20 分钟的讨论时间，大家可以把你的名牌树起来，表示你要发言，这样我可以更好地组织讨论。

Edmond Alphandery（欧洲 50 人论坛主席 & 创始人）：我很高兴看到资本流入的问题能够被提出来成为议题之一。在过去 25 年当中，我们一直在试图放开资本流动，我本人也是相信自由市场理念的。我认为商品和服务市场应该进一步全球化，自由的资本流动的确给我们带来了实实在在的问

题，包括危机甚至对政策带来很大的挑战。什么叫自由流动？货币政策对汇率有很大的影响，这是众所周知的事实。自由流动是一个非常复杂的问题，在 IMF 工作过或跟 IMF 合作过的人都应该了解。我们认为现在应该对资本流动有一个理论上的研究，如果真正放开，实现完全自由的资本流动会有什么样的影响？我们需要在这个方面进行更多理论上的反思。这只是一个开始。在我们得出结论之前，我觉得还是要看到现实循序渐进的进程。以前很多决策者在面临危机的时候，也是非常困惑。中国在逐渐开放资本市场，但也是困难重重。我提出的问题是，我们为什么还没有一个彻底的、全面的理论研究呢？谢谢！

陈伟恕：我想给 Lipsky 教授提一个问题。现在单边主义很厉害，假设美中贸易战还要僵持若干年，甚至经济政治后果更加恶化，在这个情况下全球金融危机加深甚至爆发。你提的流动性互换这样的建议措施，实际操作性的关键在哪儿？它可能产生的效果大概又是怎么样的？谢谢！

Hansjorg Herr（柏林经济大学教授）：我们有很多人的研究显示，其实这种自由的资本流动会产生很大的不稳定因素。中国有很多成功的模式，但是也产生了很多问题。我们已经广泛讨论了不同类型的资本流动，但是有些资本流动其实对我们没有多少意义。

Stefan Pantekoek：这是第一轮提问。John Lipsky 教授先回答。

John Lipsky：非常感谢你的提问，我先点评一下，再回应你的问题。讲到资本流动的确非常有意思。在中国讨论这个问题是不同寻常的。正常情况下，发展中国家新兴市场应该是资本的净流入国，我们认为发展的前景相对比较好，

至少比老牌的工业化国家更好。但是很有意思，我们看到中国这样一个庞大的快速增长的国家，一直以来是资本的输出国。我们认为正常的现象反而成为了一个异常的现象。中国的外汇储备也一直居高不下。我们研究跨境资本流动的时候，一个很好的起点应该是国内融资的充足性以及有效性。我认为这也是 IMF 在这样背景中的主要建议，新兴市场和发展市场应该更多地专注于发展国内的金融体系。

我必须提一点，第一次参加基金会的活动，当时有这样一个体会，我觉得是值得大家共同借鉴的。我们会邀请各国的学者来讨论经济发展，讨论资本流动。我们往往有这样一个隐性偏见，认为所谓的资本流动应该是非常顺畅的，如果资本流动非常顺畅的话可以创造很高的价值。但是从资本的供给方、从民间资本的角度来看，其实所谓的流畅不流畅是一个相对的概念。比如说，现在的投资组合是这样的，过一段时间这个组合可能发生变化，所谓的顺畅流动可能并不能真正地实现。我们研究时认为应该是顺畅的，但现实中会有很多起伏和障碍。往往在现实中会有一些快速的、意料之外的资本流动，导致决策者的恐慌。怎么消除这种不顺畅的现象呢？在 G20 的首尔会议上，大家第一次提到了货币大战，新兴市场的财长们提出：货币大战的确会产生严重的财政上的后果，所有国家都会被波及。这个问题的确非常复杂，但是有必要提出来。

企业的融资方式是不同的，有中短期融资、长期融资、债权融资，融资方式好不好要看情况。我一直有这样一个感觉，外商直接投资是在会计上做留存收益，留存收益往往是有税的优惠，它不是实在的东西，只是一个会计上的处理而已。如果你认为它是比较稳定的，就是一种误解了。不好意

思，我讲太多了。凯恩斯认为民间资本流动事实上会产生负面的效应。

最后回答一下刚刚那位先生问的问题。我希望他的前提是错的。关于中国和美国之间的贸易争端，在我的记忆中，并没有两个大国的经济必然要有冲突，没有这样的必然机制。我们可以看到在很多方面，两个大的经济体实际上可以共同获益。我想，对于国际投资者而言，很重要的是，他们要获得比较好的投资环境。同时，对于那些短期的投资而言，有不少可能是基于信息的不对称状态。因此要多鼓励长期投资。有一些小的经济体在进行借款时，短期借款确实有很高的风险，但对于大经济体而言却不是这样，它的挪腾空间比较大。更重要的是，我们应该有一个流动性便利的机构制度，通过它来避免在金融体系脆弱时候出现流动性紧张。我们一定要让这些小的新兴经济体能够在需要的时候获得应急的资金。在中美危机的背景下依然应该这样做。谢谢！

Jonathan D. Ostry: 刚才实际上问了一个很好的问题，人们对这个问题也有过研究，但不幸的是答案是“不”。实际上并没有完美的市场。完美市场是要充分的流动。在实际中，市场经常会有各种各样的障碍和摩擦。我觉得哪怕是资本项下开放，也有各种各样的干预。我们应该知道，获诺贝尔奖的经济学家之间也有不同的看法，这跟物理学是不一样的，并不是说最后一定会得出统一的结论。在金融上并不是这样，它包括了不少政治的内容，人们实际上有不同的看法。1996 年，IMF 在香港开会时提出，要充分开放资本账户，当时是这个立场。到 2012 年，这样的立场发生了变化。IMF 的立场发生变化，不少国家也根据形势进行了调整。是我们到底采取什么样的措施鼓励好的流动，防止坏的

流动，这是不是可能做到？如果不可能意味着什么？这一定是非常难的，要分类管理。可能对于投资者来说，特别是短期投资者，我们可以给他们设下一定的障碍，而且对于过短的可以采取新的措施。也许直接投资很好，但这也不是绝对的。

Hyun Jung Taik: 在韩国曾经有这样的经验。韩国在1997年过早开放了资本项下可兑换，后来引起了不少批评。总体而言，韩国短期的资本流动确实是自由的。我们也曾经考虑过对于长期和短期的进行分类管理。外汇危机有时候跟过分投资有关系。我想有一点是肯定的，经过了我们的困难岁月之后，现在资本市场还是开放的。我们在这个过程中通过修补使它更健康了。这次全球金融危机中，韩国的抗御能力比不少国家都更强一点。

王世豪: 全球金融市场出现了动荡。从股市看，出现了2600点的敏感点位；从债市看，出现了几十家违约和破产的敏感事件。我的问题是：中国和新兴市场共同出现的现象和全球金融周期有什么关联度？第二个问题请问黄主任，你对中国金融市场的前景如何看待？谢谢。

黄奇帆: 我们有自己比较特殊的情况，某种角度上说，现在国内金融上的问题更多地还是国内的结构性问题。把我们现在的问题都赖到国际上，说是国际影响，不是最客观的做法。当然会有影响，但是更主要的还是国内本身的结构带来的问题。第二个，目前国际金融最大的问题是杠杆太高，中央把去杠杆作为今年经济调控最大一件事，整个杠杆从居民的负债到政府负债再到企业负债达到250%多。经济的各方面都在去杠杆。在去杠杆的过程中，王教授讲了三个现象：有些债券崩盘了，流动性不足，出现了坏账。有些企业

出现了坏账，有些房产公司也出现坏账，这些坏账是微观的、结构性的，是去杠杆过程中必然的。如果去杠杆不发生一些企业坏账、倒闭、破产，从某种角度来说才是荒谬的，或者说是没有真的去杠杆。去杠杆过程中出现 P2P 的崩盘，出现一些债券的崩盘，出现一些企业倒闭，这是正常的现象。中国资本市场从 3300、3400 掉到现在的 2600，差不多减了 30%。这个固然可能受国际影响、受贸易战影响，但更多的还是受中国资本市场固有的结构影响。

我们这个资本市场没有体现为国民经济的晴雨表，更不属于世界经济的晴雨表。这是因为在我们资本市场发展的二三十年中，有些基础制度的体制、机制还没建立到位。如果这些问题不解决，资本市场的正常起伏，跟国民经济的起伏同步，作为晴雨表的作用就不会真正地产生。另外，我们常常说资本市场是一个圈钱的融资市场，而不是投资的市场，这个判断也对。但是当资本市场没有投资功能、没有回报功能的时候，哪个傻子也不会再把钱往资本市场投。没有投资功能的资本市场最终绝对会丧失融资功能，想圈钱也圈不了。我们每年整个社会的新增融资中 90% 是债券，是银行融资或债务融资，真正的股权融资 10% 都不到。这说明我们的资本市场连融资能力也是不足的，融资能力不足跟投资回报机制不到位有关系。如果投资回报机制、分红机制、基础机制不到位，最后想投资、想圈钱的目的也是实现不了的。

Paul Gruenwald（标普首席经济学家）：能不能借此机会稍微再讲讲信贷和资本流动？

周宇：储蓄和投资要是不平衡、解决不了，再征收关税也是不起作用的。个人有一个关于劳动力成本的观点，80

年初期的时候我们的工资是美国工资的九十分之一，到现在大概是八分之一。存在这么大工资差异的时候，美国公司纷纷把工厂搬到中国来生产，再把产品出口到美国去，这个过程就把 GDP 搬过来了，这可能就是全球化的结果。只要存在全球化，这是不可避免的，改变这个就是把全球化逆转过来。特朗普现在这个政策不会起到什么作用，要让企业回到美国，等于让企业的劳动力成本回到中国 8 倍的程度。一旦企业劳动力成本上升 8 倍，会对股市形成很大的压力。

张礼卿：关于资本流动，理论上讲，资本流动的确会产生很多效益，但这是建立在一定的假设前提下的，而在现实中我们并不总是能够看到这样的条件。如果一个国家要放开它的资本项目，就需要先具备这些条件，金融市场要改进，制度的水平要提升，监管体系要完善等等。外商直接投资其实比资本流动自由化有更大的好处。对于很多发展中国家，其实放开外商直接投资会给他们带来更多的好处，不需要完全开资本。

Stefan Pantekoek：请 Jonathan 做一个回应。

Jonathan D. Ostry：谢谢大家，我曾经做过相关研究。我们确实应该管好我们相互之间的借贷关系，如果我们是两个自然人。但当我们讲到两个非自然人的时候，好像我们不需要管理了。资本管理其实跟自然人借贷是一样的，也需要管理。我们看到的是，汇率自由化其实对于新兴国家不是最优的选择，我们需要用各种手段监管，包括对汇率的风险进行控制。我想宏观经济其实也需要对资本账户进行一些管理。

Stefan Pantekoek：非常感谢 Jonathan，也感谢各位的耐心倾听。我们要结束今天上午的讨论了。除了主旨嘉宾的

讲演非常精彩之外，五位发言者也为我们这一节的讨论做出了很多贡献，谢谢各位。我们下午的讨论是两点开始，请按时回到我们的会场。谢谢！

第二部分： 金融危机后的央行以及货币政策的外溢效应

Edmond Alphandery（主持人，欧洲 50 人论坛主席 & 创始人）：非常感谢大会主办方邀请我来参加这样一个非常精彩的大会。今天下午的环节主要是与央行有关的。我们会来讨论央行所面临的新挑战，尤其是在金融危机之后。我们也会探讨货币政策的溢出效应，为此我们今天早上也展开了探讨。我看到一个非常有意思的现象，那就是中央银行越来越受到这样一个诱导——应该关注国内的问题。他们一直受到这样的诱导，但是现在这个趋势越来越明显。越来越多的央行越来越独立了，这也进一步强化了偏重国内的倾向。因为这其实也是央行主要关注的领域。现在所面临的巨大挑战之一就是现代贸易关系越来越紧张，在特朗普影响下，中美贸易还有欧洲和美国的贸易关系也发生了变化。对央行而言，这个影响是非常重大的。很多国家包括新兴国家，也包括欧元区的发达国家以及中国，对于这些国家而言，我们必须明确这样一个事实：那就是需要同时实现央行在国内政策的目标，并且解决国际问题，这个挑战越来越大。我们不得不正式讨论溢出效应。我们邀请了一系列非常棒的专家跟我们开展讨论。首先有请美国马萨诸塞大学经济学教授 **Gerald Epstein**，他的演讲题目是“危机后的央行”。

Gerald Epstein：危机后的央行：两条腿走路

Gerald Epstein（美国马萨诸塞大学经济学教授）：非常

感谢主办方，感谢艾伯特基金会和上海发展研究基金会邀请我来参加这个会议。今天早上的会议有非常精彩的探讨，引发了我很多思考。我相信下午也会如此。我的题目叫做“危机后的中央银行，两条腿走路”。接下来我会解释这是什么意思。

现在全球一体化的趋势非常明显，宏观政策和微观政策的协调对全球都是有利的，这是最理想的解决方案，可以有效地帮助我们应对宏观问题。但是即便有这样一个协调机制，还是会有一些意料之外的问题会影响全球经济。今天早上也对此做了探讨。另外我们也希望通过这些政策，能够保护各个国家不会过度地受到外部因素的冲击。其实协调本身也是一个很大的挑战，有效的协调是一个很大的问题。怎么有效地开展协调？我们认为未来可能会越来越困难。美国、欧元区等地的中央银行，还有发展中国家的中央银行，被观察到这样一个趋势，就是越来越转向国内。在发达国家，央行之所以转向国内是为了避免对其他国家产生溢出效应。今天早上张教授提到的，发展中国家的央行开始采取各种各样的工具来防范溢出效应的影响。中央银行必须两条腿走路，一方面要跟境外协调，同时对自身也要协调，这样才能够帮助本国政府实现其政策目标。

首先我们来讲协调的作用，协调可以降低经济危机的冲击。我们现在也面临很多的挑战，主要央行会对政策利率进行协调调整，比如英国、欧洲、美国等。美联储充当国际最后贷款人（ILLR），通过互换美元协议等措施协调。另外还有量化宽松政策，主要的几家银行采用量化宽松政策的时候，相互之间的确有协调，至少是通过一定程度的协调来防范经济衰退袭击全球。

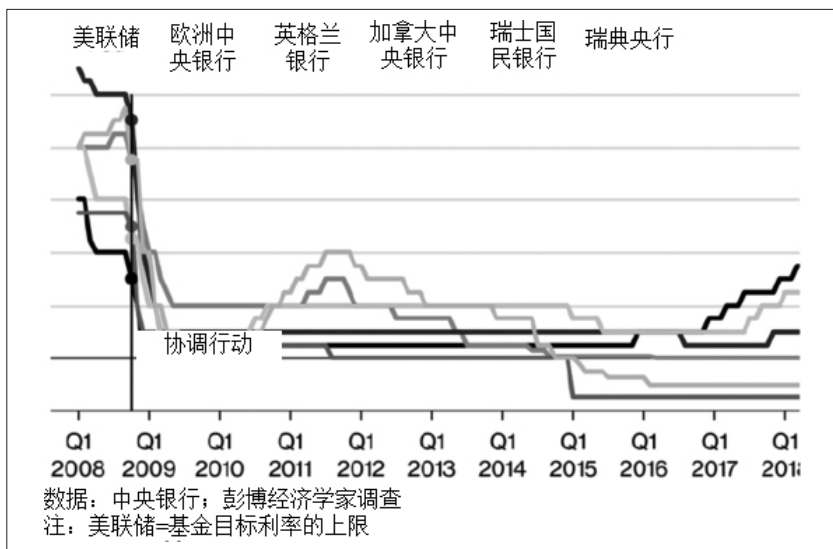


图 1：十年前，六大中央银行以前所未有的速度降息

图 1 是六大中央银行的政策利率，该图展现了从 2008 年到 2018 年的数据，各国央行基本上同步地采取了同方向的措施，美联储、日本央行、欧洲央行都采取了量化宽松政策。当然各方也有独立采取的行动。

今天早上我们也谈到过美联储已经成为国际最后贷款人，这也是有必要的。因为美元的债务在全球不断累计，充斥着我们的国际金融体系。2008 年美元债务的额度大幅增长，这对欧元区很多银行的储蓄是至关重要的。另外还有其他政策，包括出手救助金融机构。今天早上多位演讲者提到了金融监管的协调，这主要是通过金融稳定委员会和国际清算银行来开展的，这在一定程度上减少了金融体系问题的蔓延，但是还不够充分。那么可以选择哪些协调工具呢？比如说，在经济低迷的时候设置底线，帮助经济恢复适度增长，在一定时间内减少过度冒险和杠杆率等。但是，要想再次进

行协调，现在面临很多挑战，因为在金融危机之后世界格局已经发生了变化。今天早上有人提到了全球经济发展并不均衡，这也使得协调的措施很难落实到位。另外，量化宽松政策有一定的争议性，其作用正在削弱。国际最后贷款人的合同的合法性也受到了质疑，人们质疑是不是需要有这样一个机制，是否要像危机时一样继续保持这样一个机制。最重要的是，我们看到民族主义的经济政策在抬头，尤其是在美国。这造成了紧张局势，也会进一步影响到全球货币和金融的合作与协调。全球经济不平衡的增长是协调的一个很大的障碍。不同的国家处于商业周期的不同阶段，有不同的经济增长速度，这样要选择一个最优的协调模式，难度就非常大了。任何协调模式不可能一刀切地适用于所有国家，例如美国经济增长满快的，拉美地区有好有坏，有些国家经济非常低迷，各国情况不一样导致很难去协调。

还有量化宽松政策，这个政策是非常具有争议性而且影响在削弱。美国和英国的量化宽松政策，对发展中国家有较大的溢出效应，包括汇率政策。很多证据显示，量化宽松政策其实会加剧财富的不平等。资产价格上涨使得有钱人更有钱，因为他们拥有金融资。至少在很长一段时间内，量化宽松政策对失业和经济增长的影响并不大。有钱人的资本利得越来越大，穷人的失业问题并不能解决，导致很多人对量化宽松政策提出了疑虑。现在利率在很多地方都已经接近为零。央行刺激经济政策的工具十分有限，有可能如果碰到重大金融危机，央行还是会再次使用量化宽松政策，但是其合法性在很大程度上受到了质疑。今天早上大家提到最后贷款人这样一个机制是非常重要的，Lipsky 教授提出需要在 IMF 中设置这样一个制度，但这也

是有问题的。美联储再次扮演同样角色的难度很大，美国救助金融机构的决策非常不受欢迎，也正是这个原因导致了特朗普的崛起。民众对政府出手救助银行感到非常愤怒，他们认为其他经济板块并没有得到同样的救助，这可能会引发民众的焦虑和更多的批评，导致美国政策在实施上可能存在更大的难度。我们要回答这样一个问题，下一次发生危机的时候，面临这么多批评，量化宽松政策还能再次被采取、再次生效吗？美联储要克服这么多障碍，解决政治批评的确难度很大。根据美国现在的政治格局，未来是否要采取这个工具存在很大的疑问。

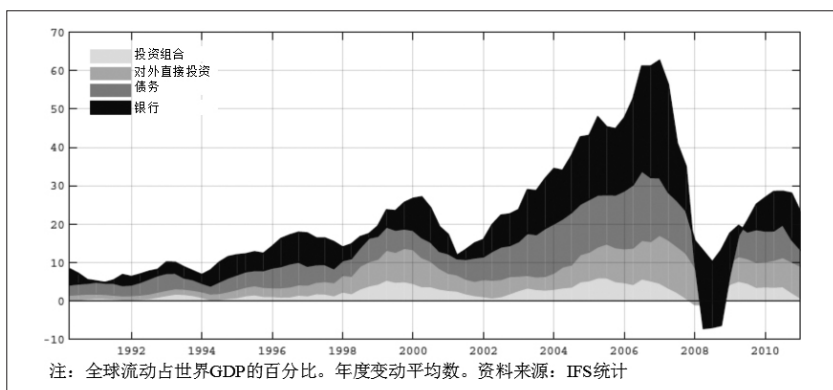


图 2：流动的总资本

另外，影子银行系统在不断地扩大，对影子银行的监管也不足。图 2 和图 3 显示了影子银行体系的增长以及相关系统的增长。影子银行的规模在不断扩大，而且很大程度上是隐藏的。雪上加霜的是，几万亿的衍生品还有互换产品都是以这些影子银行资产为基础资产的，所以可能还隐藏着更大的风险，这在价格和风险管理上都会造成很大的问题。

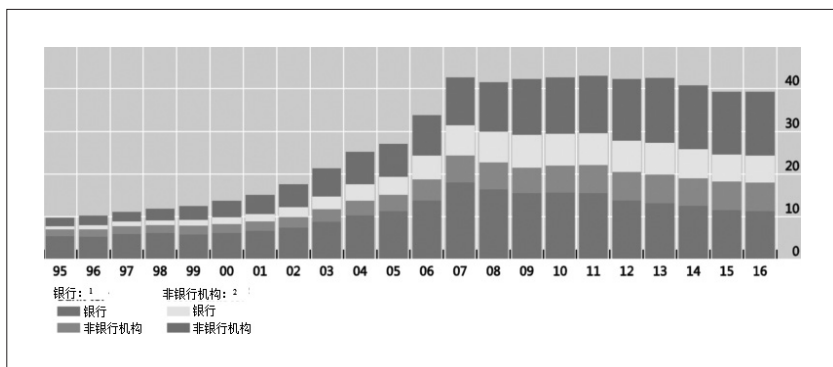


图 3：所有国家：按交易对方分列的跨境负债总额，
1995-2016 年

另外，我们认为还有最重要的障碍，就是民族主义的经济政策的抬头，尤其是在美国。我们在国际合作中面临的很大的挑战是，特朗普政府在经济话语上和政治话语上表现出明显的民族主义倾向。这使得原来可以合作的一些关系越来越恶化，变成了很难合作的关系。特朗普政府显然拒绝多边合作，支持国际货币和金融合作的可能性更是微乎其微。因为存在这些阻碍，我觉得有效的政策协调在世界经济发展的下一阶段，似乎是不太可能的。那么在央行的货币和金融政策方面，我们应该采取什么措施呢？我这里主要讲的是央行的货币政策，我觉得主要的问题是央行更有可能单独采取行动。因为没有一个国际合作的支持，美联储在一定程度上是孤军作战的，当然也会考虑到政策的溢出效应。美联储的确在金融危机时发挥了最后贷款人的角色，但这并不是其第一目标。美联储不会首先考虑这个政策的溢出效应，这就会产生很大的问题，美联储的政策会对其他国家的货币、金融政策以及汇率政策产生重大影响。

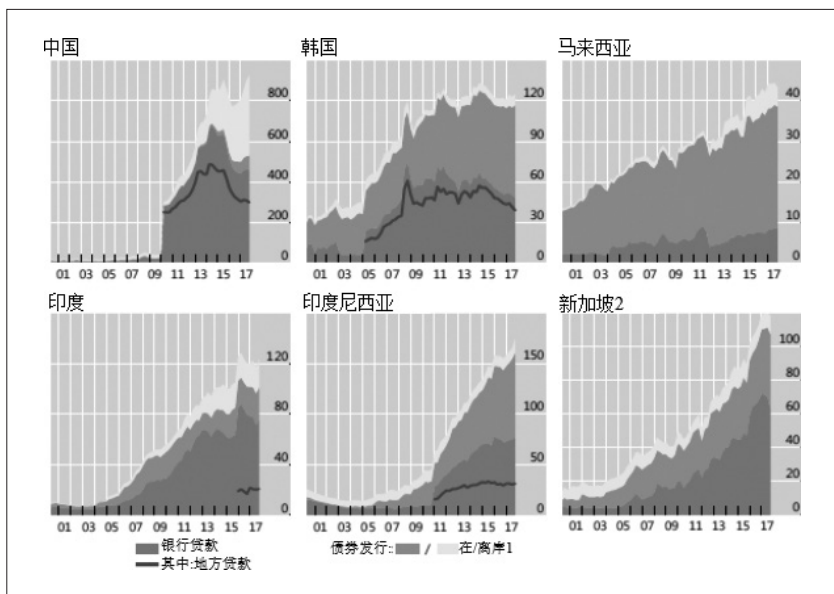


图 4：选定的美元债务

（包括当地贷款和离岸出售的债券，数十亿美元）

美国的货币政策影响非常巨大。为什么呢？这是因为美元是国际储备货币，金融市场中有几万亿的贸易都是通过美元债务来支撑的。很多的贸易活动是通过非银行体系或影子银行体系完成的。美联储的货币政策也会影响到其他国家的信贷状况，而且冲击非常大。图 4 可以看到有很多国家的数据，这是来自国际清算银行统计的数据，可以看到海量的美元债务在全球发行。

图 5 是针对新兴市场非银行机构的美元的信贷情况：在 2007、2008 年的时候达到了顶点，2009 年崩溃了，现在又恢复到了较高的水平。

因为美元的重要性，还有美国在全球资本市场的举足轻重的作用，以及庞大的影子银行体系，美联储政策对各国很

大的影响。图 6 是 2018 年的统计数据。美联储政策利率的调整会对全球国内信贷，还有银行的跨境信贷以及对非银行跨境机构的信贷造成巨大影响，导致大幅度下滑。

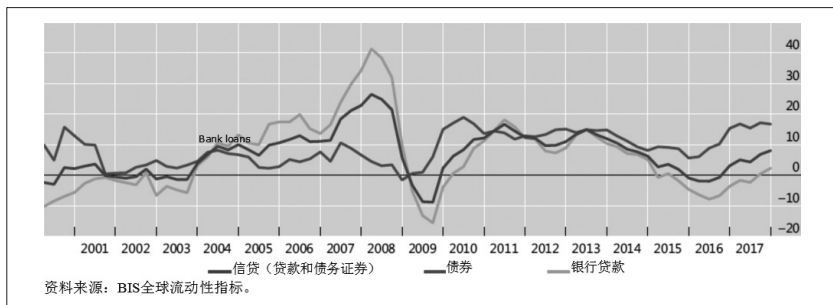


图 5: 对 EME 非银行机构的美元信贷年增长率 %

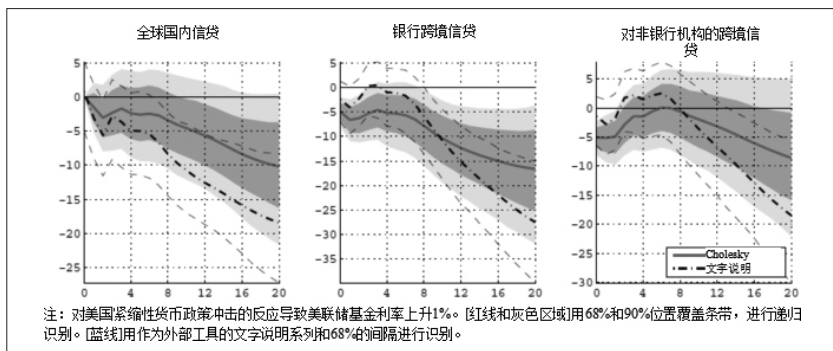


图 6: 全球信贷的反应

美联储制定政策时不会优先考虑溢出效应，在升息降息时也不会优先考虑溢出效应。或许我们可以从其他因素着手来推进政策的协调。我们认为美联储应该更多侧重于对其他国家没有危害的政策，这是什么意思呢？美联储不会考虑溢出效应，但是至少应该更多考虑对当地的影响，还应该更多支持信贷导向的政策，比如说绿色投资和基建投资，帮助美国实现一个过渡，至少不会像以前一样耗费那么多的矿物燃

料。通过基础设施方面的加大投入，提高基础设施的质量，可以更好地扶贫，解决贫困问题尤其是城市的贫困问题。

同时，美联储应该充分利用地方性的联邦储备银行，更好地管理政策，这样才能真正解决美国经济的根本问题，对全球也会产生很大的影响。在美国，特朗普主义在抬头，但这不仅局限于美国，其他国家和地区也有同样的趋势。之前的全球化政策并没有真正解决很多国家面临的切实问题，很多人开始和这些所谓的精英分子唱反调，这也是为什么特朗普能当选，除非我们能有效解决根本性的问题。美联储的政策必须要两条腿走路，一方面可以减少美国政策对其他国家的溢出效应，另一方面也能够有效解决美国面临的真正问题。

新兴市场的央行可以发挥什么样的作用呢？它们同样也要两条腿走路。如果美国和其他主要央行不能解决其政策的溢出效应，那么新兴市场的央行和其他决策者必须要保护好自己，防范全球金融周期对其产生过大的影响。如何做呢？他们应该采用更多的工具来控制国内经济。张教授早上已经提到过部分工具，包括资本管理、资本管制还有一些类似的政策，这样可以帮助他们防止因为美联储和全球金融的影响所受到的冲击。要有效地发挥这些工具的作用，有一个前提就是新兴市场的央行必须愿意和政府的相关决策部门开展合作。我们一直强调央行要独立，央行独立的确是重要的，可以帮助央行避免受到污染，不只是服务于政治目的。但是央行如果没有办法跟其他部门进行合作的话，央行也没有发挥它的作用。我们不能只是关注于央行的独立性，而应该制定一个连贯的合理的货币政策和金融政策，与国家的经济发展政策相配合，和其他部门相合作，来进一步实现发展

的目标。谢谢！

Edmond Alphandery: 谢谢！下面有请 Lawrence Goodman！他是美国金融稳定中心的总裁。他演讲的主题是“危机后的中央银行：东方和西方”。

Lawrence Goodman: 危机后的中央银行：东方和西方

Lawrence Goodman（美国金融稳定中心总裁）：我感到非常荣幸能够到上海来参加会议。我非常珍视这个机会和各位就我们感兴趣的话题做探讨，同时也感谢这个会议的支持单位。我在以往 21 年中，很高兴经常访问中国。在这个时候召开会议，确实是一个非常好的时机。我要讲的题目是“危机后的中央银行：东方和西方”。在以往几十年中，我们看到很多变化，不管是东方还是西方的中央银行都有很大的变化。我在这里要讲的是危机之后，东西方中央银行发生了什么变化，我会从一个很高的视角来看待以下这几个问题。

第一，我要来测定一下我们现在超强的货币政策的代价，也包括财政政策的代价。这部分我想讲三个前所未有，下面我会详细讲到。第二，要来看一下中央银行的流动性的提供，我们知道在不同区域之间，例如美国各个中央银行的分支机构之间，世界各地中央银行之前的流动性提供也是各不相同的。第三，提一下其对于金融市场的影响，对金融市场上的投资基金要做一个回顾，看一下它们带来的更大市场的波动性，同时再看一下很多市场上的资金状况。

下面我们先讲第一部分。展望未来面临的一些挑战，我可以说是三个前所未有，实际上这会涉及到对于未来政策的

确定。第一，从危机以来，前所未有地看到中央银行做了这么大的干预。毫无疑问在银行之外，政府也是做了很大干预的。中央银行的资产债表明显扩大了。在美国，落实量化宽松政策之后，有较大的资产表的扩大。中央银行和政府对市场有巨大的干预。

第二，对于金融部门的监管的规模、机构、规则的复杂性，也是前所未有的。以前我也讲过，很多的货币数据现在可以实时地监控。很明显的是，在很大程度上，很多货币实际上并没有进入到实体经济中，更没有推动增长。这让我们看到，经济增长实际上就是落空了，这也是前所未有的。

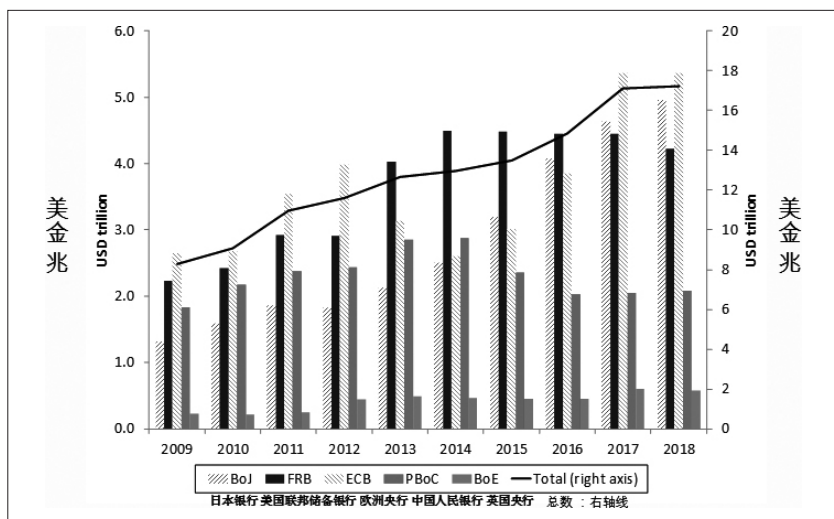


图 1：主要中央银行：流动性存量（Stock of Liquidity）

第三个前所未有的是，在金融市场上的大面积的扭曲，这也是前所未有的，这些扭曲是结合在一起共同发生的。我们先通过图 1 来看一下我们资产负债表总的变化。美联储的流动性存量从以往的 2.5 万亿美元，现在已经涨到了 17 万亿

美元。对于中国的央行来说也是这样，中国人民银行对于全球整个资产量的增长也是有很大的推动作用的。现在人民币越来越成为世界上的一种储备货币。

更重要的是我们看到流量，流量对于我们的金融市场非常重要，比如说我们看到它在市场上流动，流动是货币价格的重要目标。当你看一下每个月的数据的时候，你可以看到这些资产数据在 2018 年 1 月份达到顶峰，在 2018 年的 3 月份出现了股市的重大挑战。美联储和中国央行向市场注入了大量的流动性，第二轮量化宽松政策实际上是产生很重要后果的。

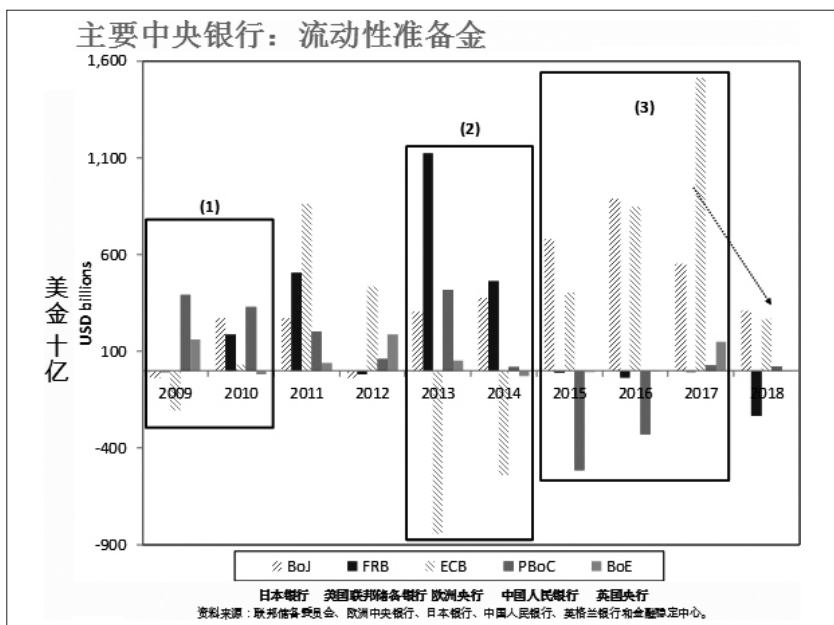


图 2：主要中央银行：流动性（Flow of Liquidity）

第二，我们可以看到，央行也提供了更多的流动性（图 2）。如果对于区域的数据进行分割，我们可以看到其他中央

银行也发挥了重大作用，对于外部的新兴市场带来了重要的外溢性。日本的中央银行也提供了很多的流动性，很多来自日本的资金进入了美国的债务市场。从这个角度来说，我们一定要看清这个状况。

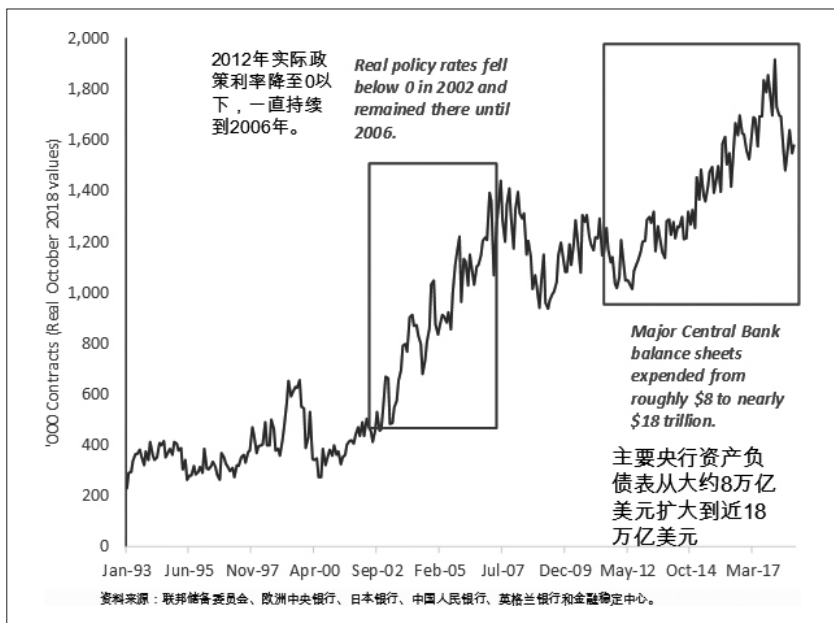


图 3：宽松货币政策刺激投机投资者行为

下一步我们要来评估一下投资者的投机活动怎么发生变化。我们用通货膨胀来调整数据，有这样几类情况。首先是波动性，每当出现量化宽松，波动性就增加。更重要的是，一些货币的长期投资实际上也增加了。在这个过程中，市场出现了很多扭曲，这跟货币政策也是有关系的，这就是央行对于市场定位所产生的影响。前所未有的货币政策带来了重大的变化，总体趋势是在线性上升。整个投机行为都同时大幅度上升了。

最终可以说，我们从中学到很多东西，并且可以把学到的东西运用到政策当中，让我们能够制定出一些更加健全的货币政策，从而使我们整个经济更加健康，谢谢！

Edmond Alphandery: 非常感谢！下面有请印度新德里尼赫鲁大学经济学教授 Jayati Ghosh！

Jayati Ghosh: **各国央行能否独自应对金融危机？印度这十年。**

Jayati Ghosh（印度新德里尼赫鲁大学经济学教授）：非常感谢！我要讲的很多内容前面嘉宾都提到了，这样我讲起来比较容易，不用重复大家讲过的内容。在之前的演讲中，讲到目前在全球开展协作是困难重重，我也非常认同。我想就具体内容展开阐述。

其实讲到这个问题，发达国家很多大的央行根本就不在乎新兴市场或发展中国家受到什么样的影响。所以我们该怎么做呢？我们知道央行要负责物价、金融和汇率的稳定性，而且要防范资产泡沫、保证合理的货币政策和利率，还有汇率等等。但是我们看到央行不仅仅要处理稳定的问题，还要推动经济的发展，创造就业机会，实现可持续发展，要实现包容性、普惠金融等等。就像今天早上所说的，发展中国家央行还面临以下这样的挑战：其他国家金融危机所产生的蔓延问题，导致全球经济出现了下滑。资本项目的开放给我们带来了很大的问题，比如利率、汇率的波动导致国内的通货膨胀，还有贷款还款问题，也使得我们国内的资产市场出现了很多繁荣和泡沫破灭。

央行的任务很多。如果央行独立开展这些工作，这么多

任务一起抓，到底有没有可能做到呢？孤军的确很难作战，所以大家强调协调。但是协调也有很大问题，比如说雷曼兄弟崩溃就给印度带来了很大的问题，图1是我们的投资情况，绿色是我们的总额，包括了国内投资以及外资。在雷曼兄弟崩溃之前，外来资本投入已经在减少了。

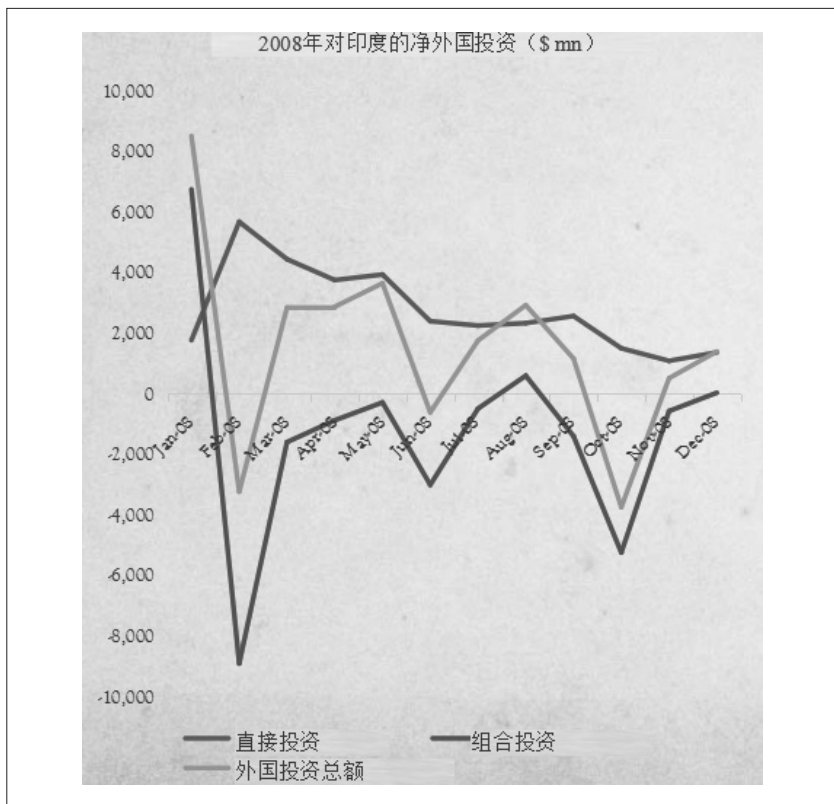


图 1：2008 年对印度的净外国投资 (\$ mn)

图 2，股市和汇率也在不断地下滑，此外我们对美元的汇率不断贬值。面临全球不确定性，我们的问题就恶化了，雷曼兄弟的确给我们带来了很大的影响。

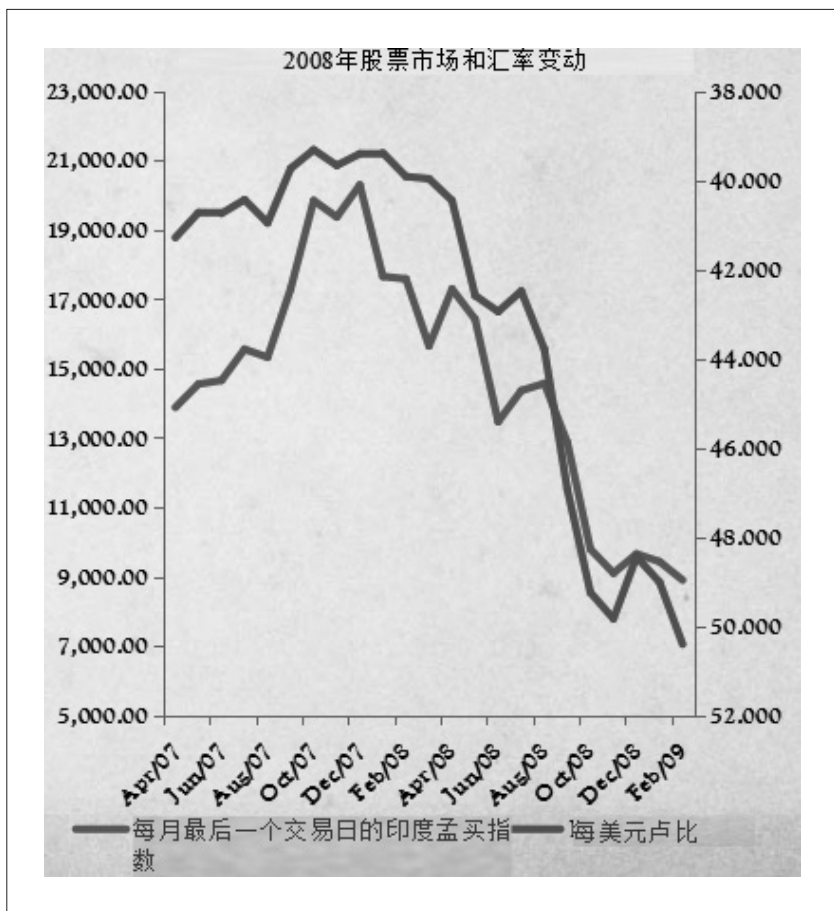


图 2：2008 年股票市场和汇率变动

但这并不是对我们金融体系的第一次冲击，我们已经遭受了很多次冲击。我们看到中国和印度都实现了 V 形的复苏，图 3 有一个很明显的趋势。

图 4 还可以看到国际收支的指标，蓝线不断下滑，经常性项目同样也是在不断下滑，包括我们的存款等等。可以看到经常性项目已经出现了逆差，后续还会讲到。

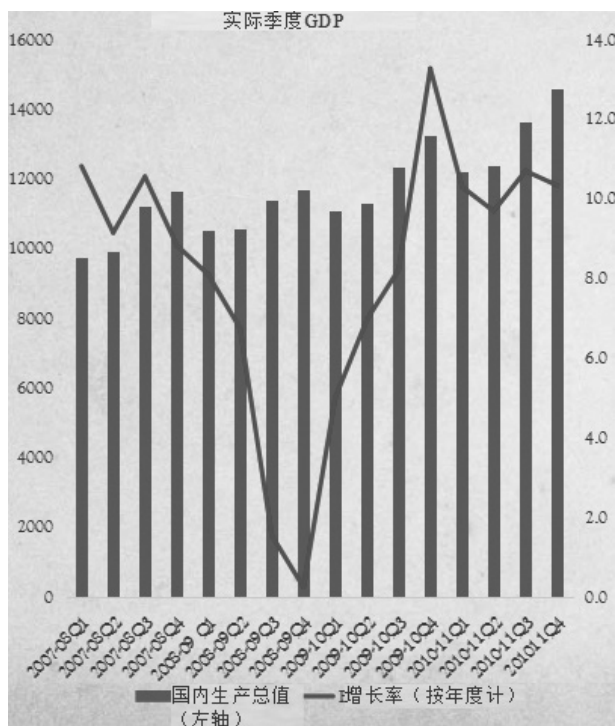


图 3：实际季度 GDP

V 形复苏为什么会实现呢？2008 年之前的繁荣是因为外部原因推动的。随着印度成为国际投资的宠儿，有很多间接投资，直接投资比较少一点，这也推动了国内消费大涨。但是在 2008 年，推动力消失了。当时国内消费的增长一定程度上冲抵了负面的影响，印度正值大选年，政府大幅增加支出，比如对农民有补贴，减轻债务，公务员涨工资等等，这也增加了公共支出，一定程度上推动了经济的复苏。货币金融政策减轻了危机的极端不利影响，避免了银行倒闭。2009 年以来，全球是比较宽松的货币政策，利率一直保持

较低的水平。虽然全球流动性大涨，但是通胀率还是保持在较低的水平。自那之后的六年，投资不断下降，不仅仅是 GDP 占比在下降，绝对金额也在下降。IMF 原来对印度赞誉有加，但是 16 个月以后印度就出现大问题了，这真的是很荒谬的事情。我们还是非常依赖短期的资本流入来解决国际收支失衡的问题。

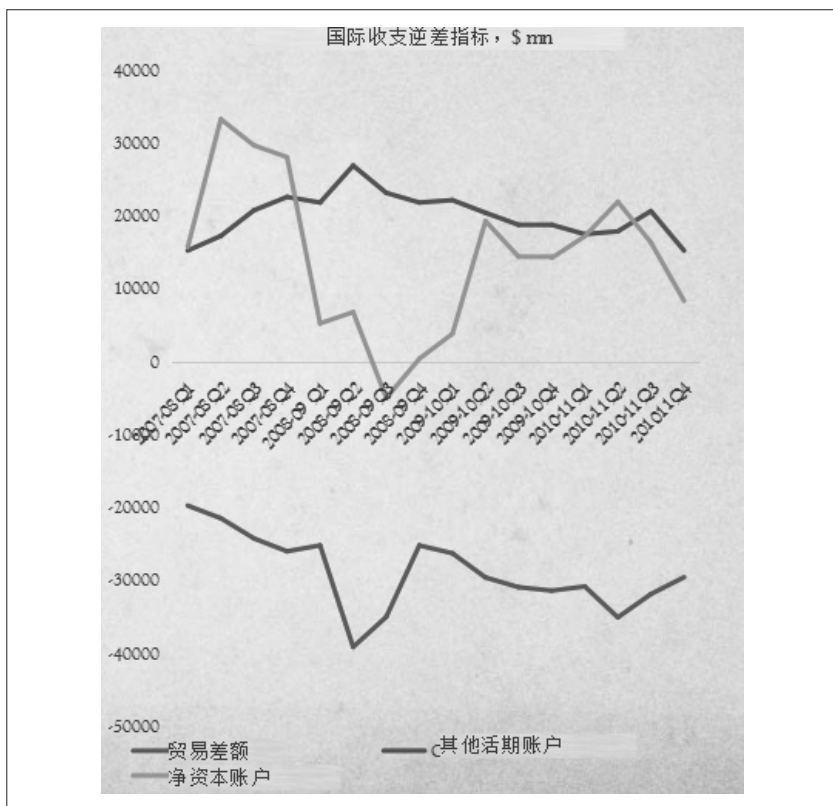


图 4：国际收支 (\$ mn)

央行可以吸取什么样的经验教训呢？第一，即便你的货币和利率比较稳定，并不意味着金融就稳定、市场没有脆弱

性。宏观审慎是有必要的，但是不够充分，不一定能帮助我们保障金融体系的安全性。今天早上讲到了资本流入的至关重要性，这里还要讲资本流入的质量也是非常重要的。在银行体系中，证券化也是需要关注的领域。特定领域的资产泡沫也需要密切监控，最好在破裂之前能够得到遏制。有些人认为这是不可能遏制的，但是各人有各人的观点。衍生品的交易管理也要严格管控，现在这个的管理成本非常高。还需要监控银行的交易状况，我们有一级市场和二级市场，对资产和债的定价需要严格监控。金融稳定性和金融包容性之间的确存在潜在的矛盾，一方面要获得信贷，有些人的确无法在体制内获得贷款，因为他本来风险就比较大，正规银行不愿意贷款给他，他们只能到表外去借贷，但是这又会产生更多影子银行的问题。这的确是矛盾。

最大的一个教训是，往往我们会过度高估金融体系的韧性。很多媒体会夸夸其谈我们的金融体系有多好，有多活跃，有多稳定，只是因为不希望看到负面的宣传。此外，很多国家采用了资产充足率作为监管的基础，尤其是对贷款的监管。但是这个指标是不是充分了呢？我觉得还是需要仔细地思考。关于信用评级，有很多印度的公司倾向于使用国际的外部的信用评级机构。我们知道信用评级机构是有很多问题的，美国的也好、印度的也好，都有各种各样潜在的隐患。不知道中国的信用评级机构情况怎么样。有时候不能完全依赖外部的信用评级机构，更积极主动的货币政策和金融监管反而更加重要。

信贷会产生激励机制，这个激励有时候倾向于冒险。比如说我们的货币政策并不会对冒险的行为进行惩罚，这也就意味着我们需要在这方面做一个根本性的调整。存款保险在

印度其实并不怎么奏效，大家都担心印度的存款保险机制是不够的。还有以通胀为目标来制定货币政策，在印度仅仅是以通胀为目标，已经证明是问题重重的。全球油价在上涨，汇率在贬值，这都会影响到通货膨胀。在印度用利率来确定通货膨胀的目标没有任何帮助，因为这可能是成本驱动而不是利率驱动。这其实更多地影响到投资而不是通货膨胀。在印度，投资比例在过去几年一直在下滑，所以说央行只关注通胀目标也会产生很多问题。

很多人对去货币化并不了解，其实这也是印度货币政策中一个很重要的组成部分，但是很多人低估了去货币化的问题。人们关注华盛顿新政的时候，印度总理宣布取消五百卢比面值和一千卢比面值的纸币流通。这个折算为美元的话，金额并不大，它并不是高面值的货币，但是关键在于它占了流通货币总值的 86%，占了所有交易的 90% 以上。一旦取消流通之后，对流通性产生了巨大的冲击。当然最初的目的是好的，为了消除黑钱，希望随后实现经济的数字化。可是很遗憾的是，所有目标都没有实现，99.3% 的纸币被返还给了银行系统，而且数字化本来就已经在增长了，只是回到了以前的趋势。去货币化可以说只是昙花一现，根本就没有对我们的系统产生真正实质性的重大影响。而且，这个计划本身设计得非常糟糕，落实就更糟糕了，导致流动性大幅萎缩，人们根本无法正常开展交易。印度很多人其实没有信用卡、借记卡，取消这个流通对人们日常生活没有任何帮助，而且对经济产生了非常负面的影响。我们印度的经济有一个特点，85% 的劳动力从事的是非正式经济板块的活动。显然央行做出去货币化决策的时候，对此并不了解，没有做好充分的准备，所以没有办法发行新的纸币，也没有办法确

保新的基础设施和流通性来确保及时切换到数字型的交易。印度政府相关的监管条例经常是相互矛盾，而且朝令夕改，导致人们对央行越来越不信任。这不仅仅是央行的问题，而且涉及到整个银行体系的问题。几个月以来，银行忙着数收回来的禁止流通的货币，导致根本没办法放贷。之后又出现了新的问题，人们存了钱之后没办法取钱，这导致银行的存款大幅下滑，存款占 GDP 比例也一直下降，这也引起了人们对存款保险的担忧。对新兴市场而言，这到底具体意味着什么，我觉得我也不需要再详细地阐述了，总而言之是拖累了整个经济体系。

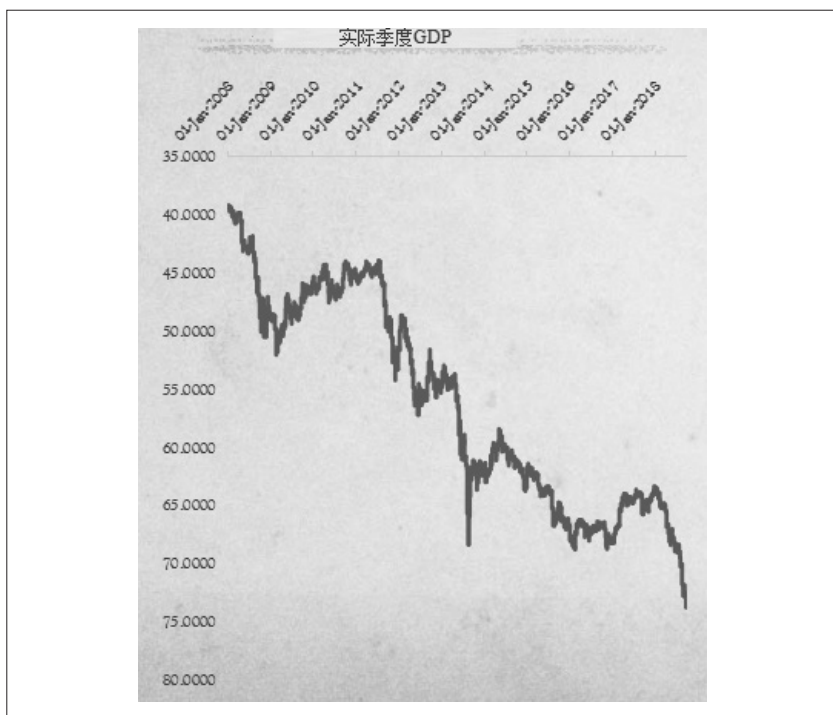


图 5：卢比贬值

最后再讲一下汇率的管理，以及央行能不能够真的做好汇率管理。图 5 是 2008 年以后卢比对美元的汇率。大家可以看到卢比一路贬值，较危机之前降了一半。

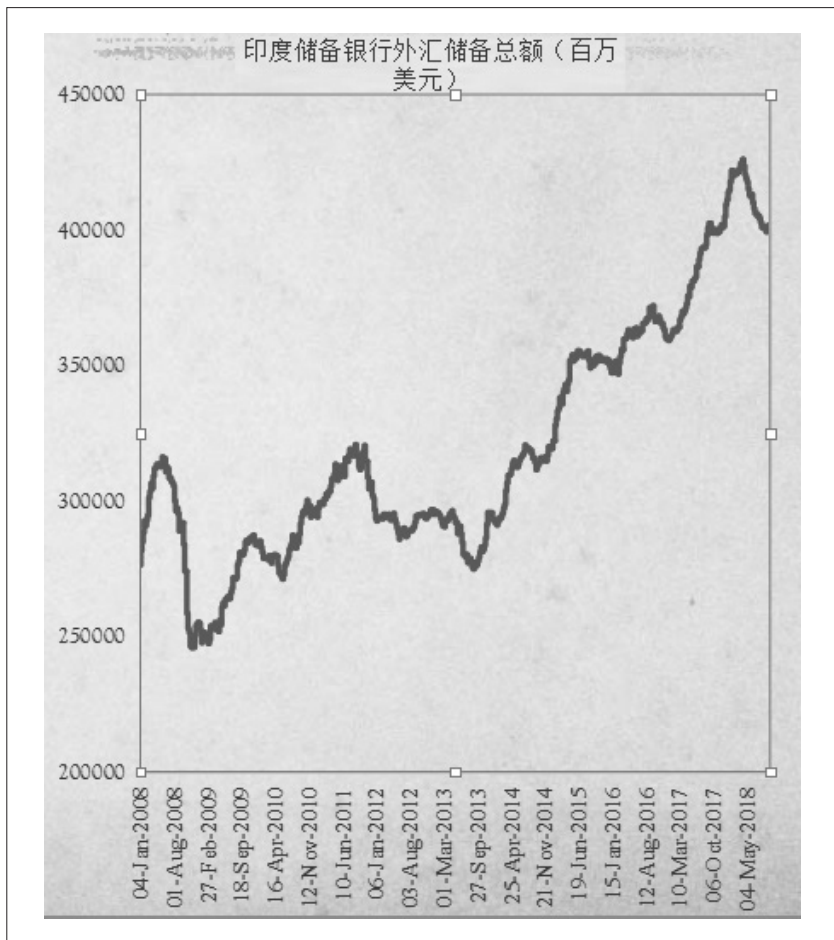


图 6：外汇储备增加

另外一方面，印度的外汇储备是在增长的（见图 6），现在是 4000 亿美元左右，这是通过公共市场操作来进行的。

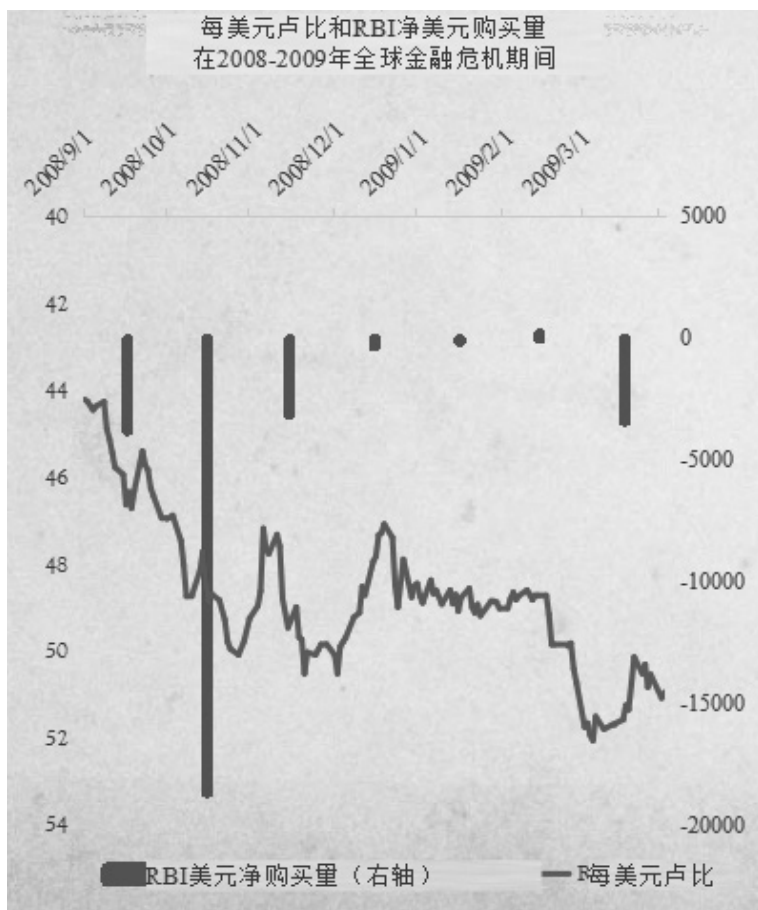


图 7：全球金融危机

上面两张图（见图 7，图 8）反映了全球金融危机和 2013 “减码恐慌” 两次事件对印度市场的影响。印度央行开始买进美元希望维持汇率，希望防止贬值。你可以看到央行的措施其实没有太大的效果。不知道中国有没有类似的情况，中国花了 1.4 万亿来支撑汇率，效果也不尽如人意。

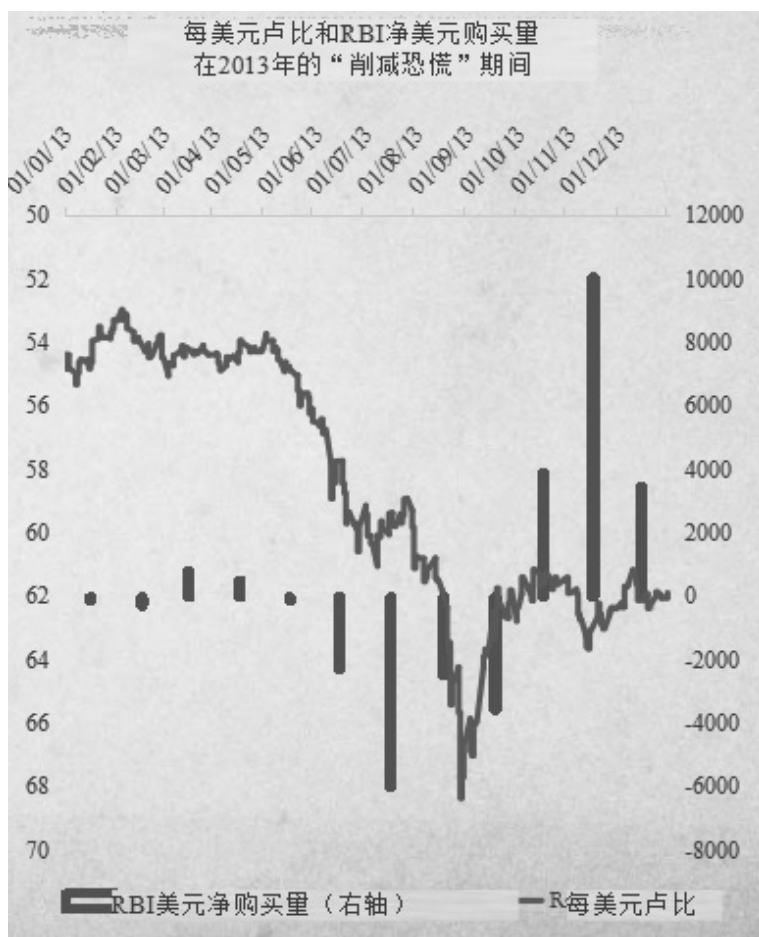


图 8：“减码恐慌” (taper tantrum)

我们还面临着新的资产价格大幅上扬的问题，包括股市，也包括房地产市场。我们经常性项目的赤字不断增加，主要是因为热钱的原因，包括很多热钱流入了资本市场、证券市场及短期的商业票据。这就提醒我们经常性项目的管

理和汇率的管理是不可以割离开来的，肯定是息息相关的。另外我们的银行体系不良贷款、不良资产比例非常高。印度政府会强迫国有银行向基建项目发放贷款，因此存在很多坏账。央行也在减少对中小企业的支持，这意味着我们的应对能力更加薄弱。危机已经迫在眉睫，目前存在着很大的问题。印度央行本身是无法解决这个问题，只能够和其他央行联手合作，和各方协调来加强对特定部门的金融监管，积极采取货币政策来解决问题。谢谢！

Edmond Alphandery: 谢谢！下面有请大成基金管理有限公司的首席经济学家姚余栋发表演讲！

姚余栋：全球流动性不足背景下新兴市场货币危机

姚余栋（大成基金管理有限公司首席经济学家）：感谢主办方邀请我参加这一个非常高规格的论坛。我们在这里不仅讨论经济问题，也讨论一些政策问题，感谢乔博士，同时也非常高兴见到了 John，他以前是我的搭档老板。IMF 在欧洲债权危机中做了很好的工作。我跟我的团队做了一个研究，叫做“全球流动性不足背景下新兴市场的货币危机”，今天做一下相关介绍。我在这里当然要往前看，前面发言者有的是回顾，我在这里重在前瞻。

图 1 是我们得出的一些结论，也就是说，我们对于货币需求都弄错了。货币需求跟 GDP 的变化并不是成线性相关关系的，它们之间的关系实际上比较复杂。实际上供应的货币并不能满足中央银行的货币需求，中央银行的供应跟实际货币需求出现了错配，反映在市场上就是出现了流动性的不足。以上是我的基本结论。在总的来说，我们都忘了世界上

有一个交易的网络，只要我们交易，我们会消费货币。

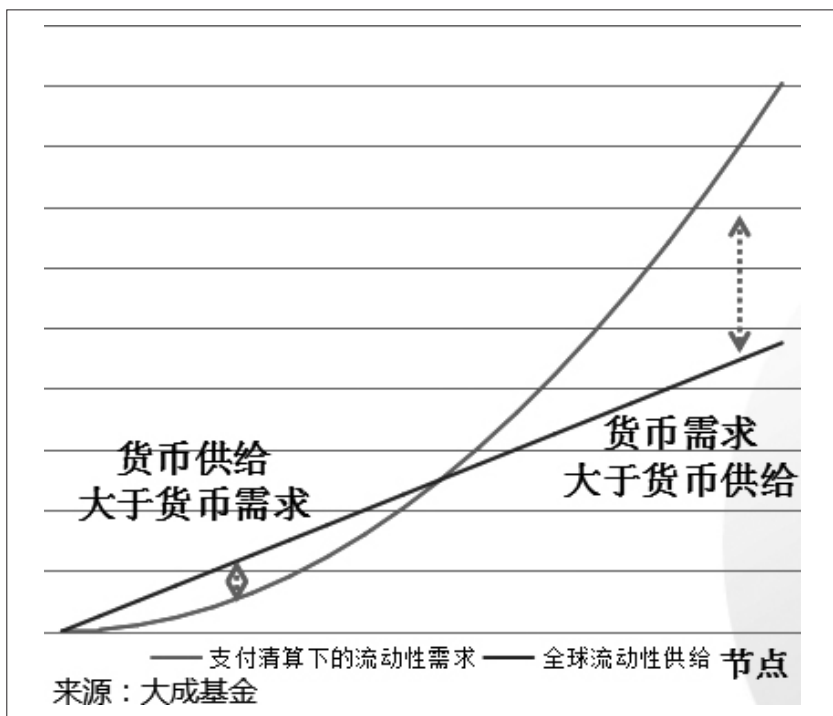


图 1：理论创新：基于支付清算的新货币需求理论

图 2 是我们推演的公式。我们现在有 RTGS 系统，还有延迟净额结算系统，还有连续净额结算系统（CNS 系统），这是我们现有的支付清算体系，可以分为这三类。我们可以计算，得出三种清算系统下的平均流动性。流动性以 N 为支付的清算节点，可以看到无论哪种清算系统，实际上都不能带来 n 这一个点的清算节点数量级上的节约，这是非常重要的结论。如果我们对货币的需求量计算错，可以说整个政策都会错。哪怕是中央银行搞了量化宽松，最后都无法满足现有市场上嗷嗷待哺的需求。

$$\begin{aligned}\mathbb{E}[\bar{L}_{RTGS}] &= (n^2 - n)p \\ \mathbb{E}[L_{DNS}] &= (n^2 - n)p(1 - p) \\ \mathbb{E}[L_{n-CNS}] &= \sqrt{\frac{1}{2\pi}} (n^2 - n)p(1 - p)\end{aligned}$$

图 2：三种清算系统下的平均流动性

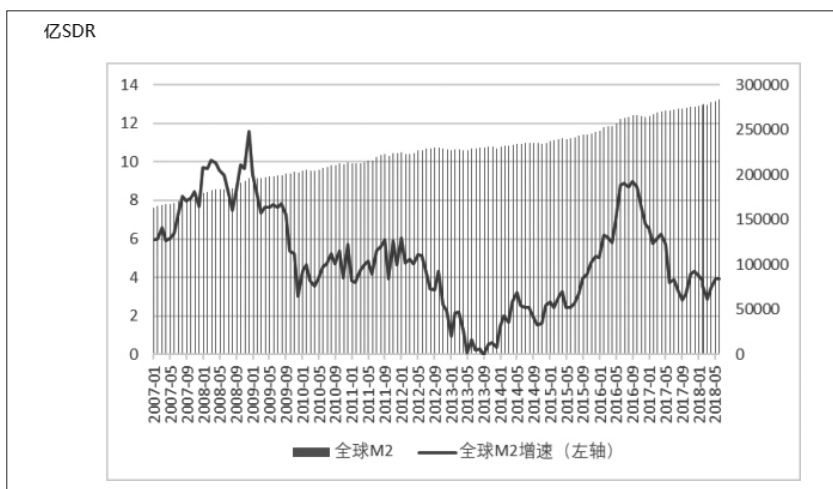


图 3：全球 M2 增速放缓

我们在全球范围内跟踪了全球的一些货币，包括美元、欧元、英镑和日元。我们根据全球货币的指标，最后得出这样一个结论（见图 3）。你可以看到，在全球量化宽松背景下，各国中央银行都在不断地进行宽松，其他一些中央银行进行了有限的宽松。但是在这个时候，流动性增速总是放缓的，这导致了跟需求之间的错配。在全球范围内，因为人

们对于影子银行及其他一些金融进行监管，最后导致货币的乘数效应下降。尽管这样，我还是可以说，实际市场上的货币需求是很大的。

美联储进行了加息，现在又提出缩表的计划，欧洲央行也要结束量化宽松，日本银行也准备结束量化宽松。所有措施加在一起，基础货币会下降，供应量会下降，最多也就是维持一个大的平衡。我们专门了解了中国人民银行，它实际上没有流动性无法从事经济活动。但是在全球市场上，基础货币是零增长甚至负增长。

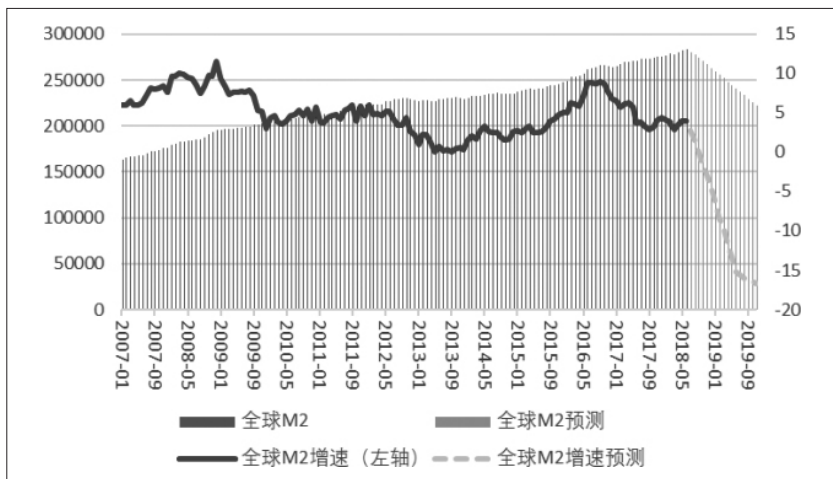


图 4：全球基础货币预测

我想按照这样的货币政策看全球 M2 的预测（图 4），最后会是下降的，而这会带来大问题。下个十年，这是我们需要来面对的一个基本前景。货币供应在下降，如果再把人民币也加入，人民币对全球流动性会有有一种拯救的效应。人民币通过国际化，将会来弥补一定程度上国际货币供应量流动性的不足。但是尽管人民币加入进去，最终整个国际市

场上的流动性还是会比较小，也并不解决问题。基本事实就是从现在开始的十年中，整个全球流动性是严重不足的。

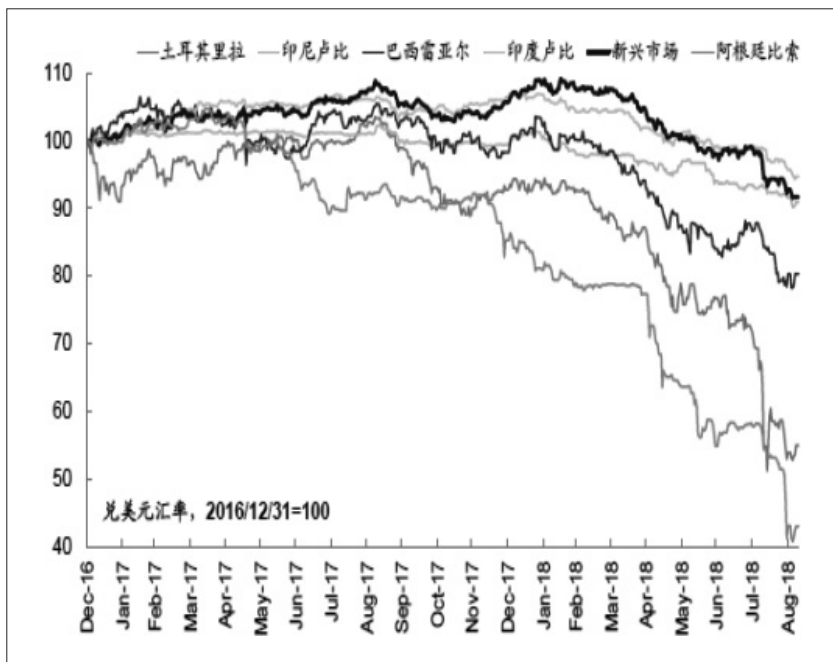


图 5：汇率：新兴市场普遍遭受重创

在应对流动性不足当中，美联储是在加息，这导致溢出效应，使新兴市场遭受重创。图 5 显示，阿根廷出现了货币危机。人们并不把它叫做危机，实际上就是避而不谈。巴西也是一个大幅的货币贬值，还有土耳其等等。

我们可以看一下图 6：蓝线代表美联储的负债表，红线代表欧洲央行，黄线代表英格兰银行，还有一个是日本中央银行，所有这些央行都在收缩货币。但是全球的经济还是在以 3% 的速度在增长，货币却在缩小流量，这不是很明显地不匹配吗？这就要出大问题。

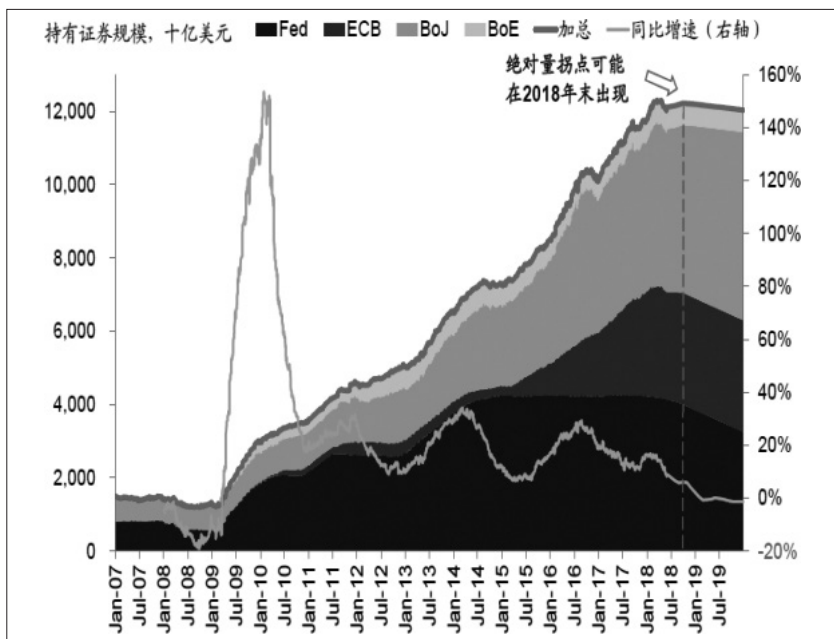


图 6：全球主要央行资产拐点临近

我们看一下图 7，现在有不少国家出现了经常项目赤字，还有财政赤字。这些赤字的国家也许还可以再维持一两年，但我相信是延续不了十年的，无法坚持这么久。我的结论就是，我们应该推出一个新的货币理论，应该把我们的贸易交易以及交易的天性等结合起来，这就是基础货币对全球经济要有必要的流动性。

在未来，如果所有主要的中央银行都收缩其资产负债表，将会出现整个流动性的紧缩。第一次是 1929 年出现了流动性大紧缩，最后导致了美国经济大萧条，全球世界经济都受到影响。这一次也是如此，如果再进一步地收缩，我们就会看到各国依次出现危机。这个危机的本质上是流动性偏紧。增长需要流动性，我认为如果最后这个问题不加解决，

新兴市场的货币危机将是下个十年中最严重的现象。如果这个危机严重下去，可能比亚洲金融危机还要严重，我们需要来应对这个问题。

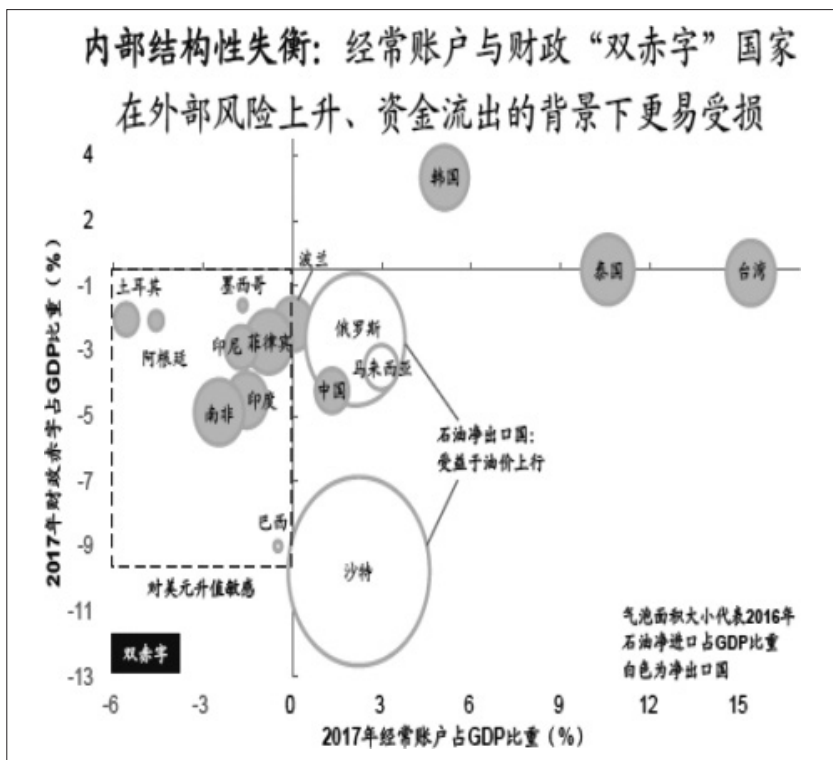


图 7：内部结构性失衡

我们的研究结论是，G20 要关注金融的稳定，特别要关注发达国家的金融稳定，这是过去十年中所做的事情。展望未来十年，我们需要为新兴国家的金融危机做好准备。人民币作为一揽子货币中的一种，应该和美元、英镑、日元和其他货币一起承担起责任，应该要向全球提供更多的流动性，这样才能够支持世界经济的增长。谢谢！

Edmond Alphandery: 非常感谢！下面要请上海发展研究基金会的研究员何知仁教授做讲演！

何知仁：发达国家货币政策溢出影响机制的变化

何知仁（上海发展研究基金会研究员）：各位嘉宾，下午好！我今天讲的题目是“发达国家货币政策溢出效应机制的变化”。这个变化当然是相对于危机前的变化。我讲的题目上午的嘉宾都提到了，相比之下我更加专注于货币政策溢出效应这个议题。这些内容在上海发展研究基金会的报告中是有的，我这个演讲会把这些内容减缩一下，使得内容更加简明。

关于溢出效应，主要是指发达经济体的货币政策对发展中国家和新兴市场经济体会有一定的影响。这已经不是一个陌生的名词了，如果搜索一下文献就可以知道溢出效应大致分成两种渠道，一个是实体经济渠道，一个是金融市场渠道。在这里要解释一下，这个缩写（DE）是指发达国家，我看到早上有的专家用 AE 来表示，这里的 AE 和 DE 是等价的。实体经济渠道可以影响全球需求，金融渠道会通过金融变量传导到新兴市场，比如说汇率、资本流动等等。危机以后发生什么变化呢？就是通过金融市场的溢出效应比危机前更强了。危机后，其对新兴和发展中经济体的金融变量的影响更加显著了，反而对实体经济的影响在减弱，后面会补充一些事实来说明这些变化。

比如从汇率来看，在图 1 中，绿色的线代表美联储量化宽松货币政策的节奏，后面两条蓝色竖线表示美联储退出量化宽松政策，它的资产负债表不再继续扩张了。这个时候很多新兴市场的货币都集体发生了贬值。不得不说，集体发

生贬值是和全球金融环境有关系的。回到 2018 年年初，美联储资产负债表规模首次出现了下降，我们又看到了一轮新兴市场汇率集体的贬值。如果反过来看危机以前，比如说 2004 年到 2006 年美联储的连续加息，我们并没有观察到新兴市场的货币如此同步地大幅贬值。

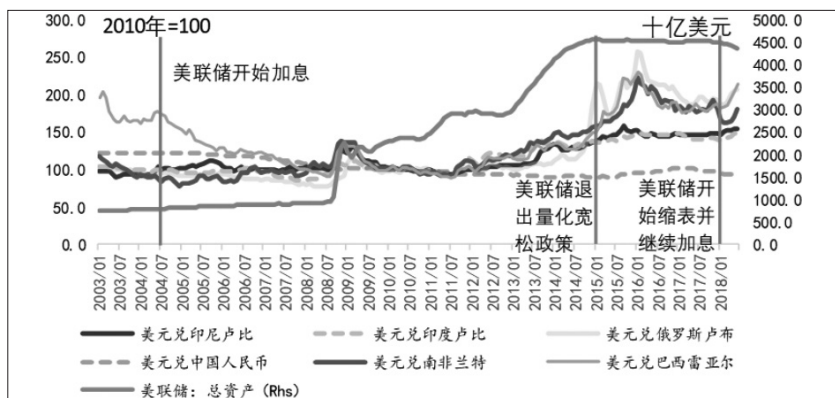


图 1：美联储政策收紧对新兴和发展中国家（EMDE）
汇率影响较危机前更显著

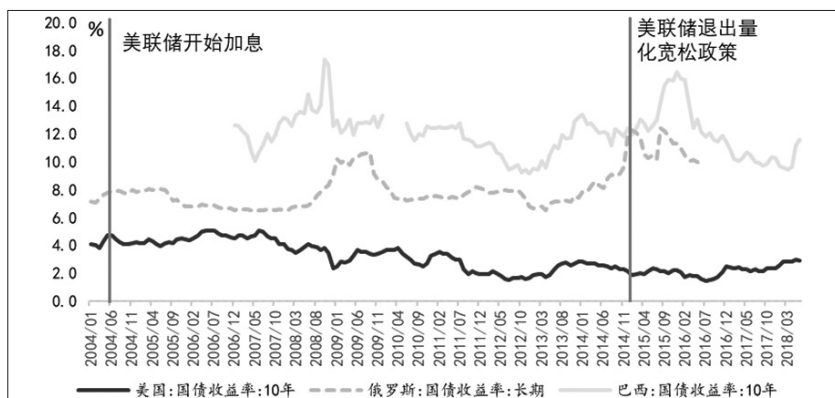


图 2：美联储退出量化宽松后，
部分 EMDE 利率与美国利率走势背离，利差扩大

再看利率，比如说俄罗斯和巴西，都是金砖国家。在美联储退出量化宽松政策之后，美联储的国债收益率继续下降。但是在新兴经济体国债利率却出现了飙升，和美联储的利差出现比较明显的扩张。但是危机以前，我们并没有观察到新兴市场和美国国债的利差有明显的扩张。

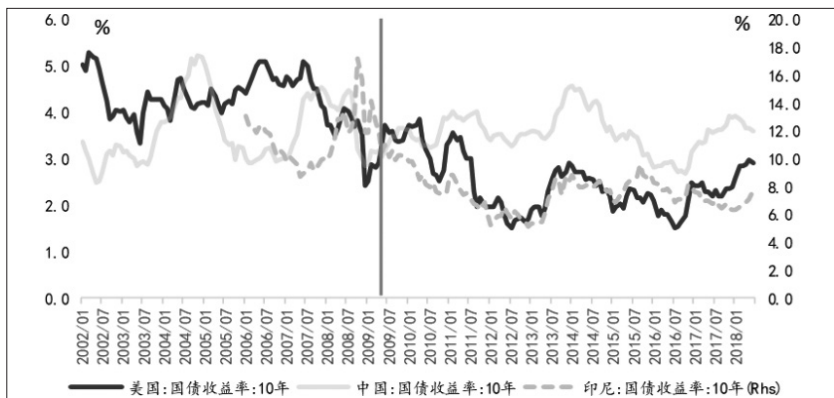


图 3：危机后部分 EMDE 利率与美国利率走势协同性上升

还有一部分国家，中国、印尼在美联储退出量化宽松政策以后，国债利率没有出现大幅上升，而是跟随美元下降。我们可以清楚地看到这些国家的国债利率和美联储的国债利率在图 3 的右半部分：危机以后，同步性比左半部分明显提高了。危机以后，它的走势明显地跟随美联储的国债利率，这其实也能间接地说明通过金融市场的货币政策的传导是在加强的。

我们再看图 4 中一些量化的指标，之前都是价格指标。危机以后，柱状图向上代表对新兴经济体的流入。在危机以后，新兴经济体面临着资本的净流入；但是在美联储退出量化宽松以后，净流入转为了净流出。这些影响都是非常显著的。为什么危机以后发达国家的货币政策对新兴市场的金融

变量影响更显著了呢？这跟全球跨境资本流动变化有关系。很多专家提到了，总量是收缩的，但是结构变化，主要显现为发达国家的跨境资本收缩。

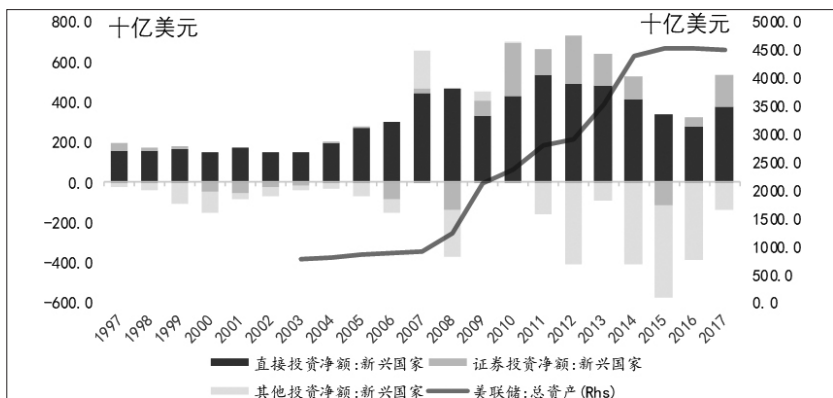


图 4：美联储退出量化宽松后，
EMDE 从资本净流入转为净流出

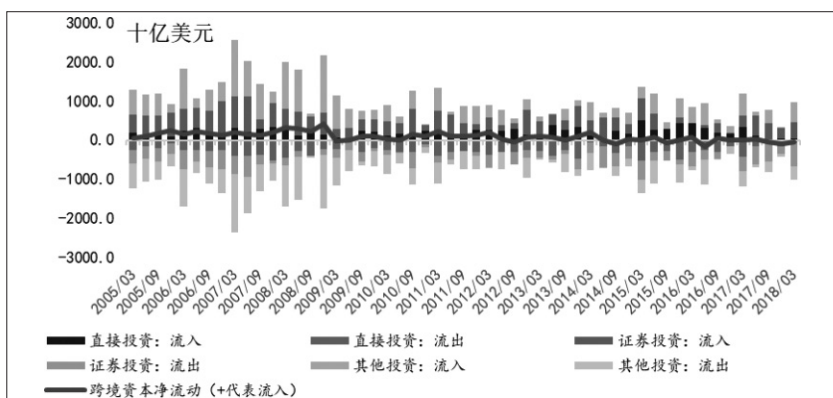


图 5：危机后主要发达国家跨境资本流量收缩

图 5 是发达国家跨境资本流动，可以明显看到其在危机以后是收缩的。但是新兴经济体却相反，净流动的波动明显扩大。我们知道新兴经济体的跨境资本很少来自于其他新兴

经济体，绝大多数来自于发达经济体，说明发达经济体和新兴经济体之间的资本流动规模是上升的，这也就提供了金融市场传导机制的条件。

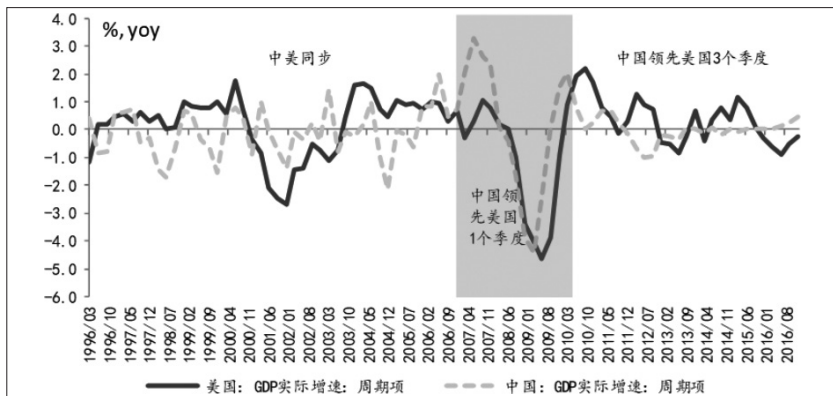


图 6：危机后发达国家货币政策对 EMDE 实体经济影响减弱

我们再看实体经济的传导机制。图 6 是中美之间的传导情况，其实也是可以扩展到新兴国家和发达经济体。危机之前，这个波动性还是比较同步的。但是危机以后，特别是从 2010 年以后，可以看到中国经济有点领先美国的经济。

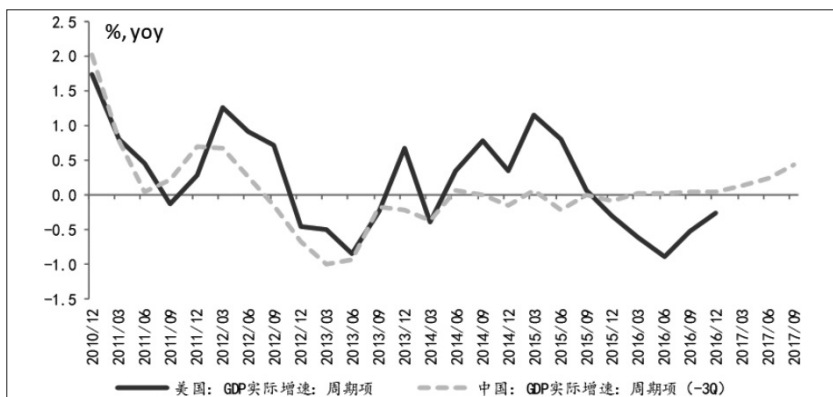


图 7：危机后美国经济周期大约落后中国经济周期三个季度

如果把 2010 年以后的部分（图 7）截取出来，放得更大，看起来好像中国领先美国大概三个季度左右，这个图它的横轴是移动过的。背后的原因可能也是因为新兴经济体的增长速度长期快于发达经济体，在全球体量经济中的占比在不断提高。

发达国家货币政策的溢出是通过金融市场传导，它自身的内在机制也在变化。在危机之前可能更多地通过利率来传导，但是危机以后可能更加通过风险偏好的中间指标来传导。我们看到危机以后，美联储的政策利率长期保持在 0.25%，但是长期国债利率还在波动。长短期之间的利差中很大一部分就是风险的溢价。风险溢价在资产定价和跨境资本驱动之间发挥了更大的作用。很多文献，包括前面的发言人已经提到的，已经用实证和理论的方式说到了这种现象。

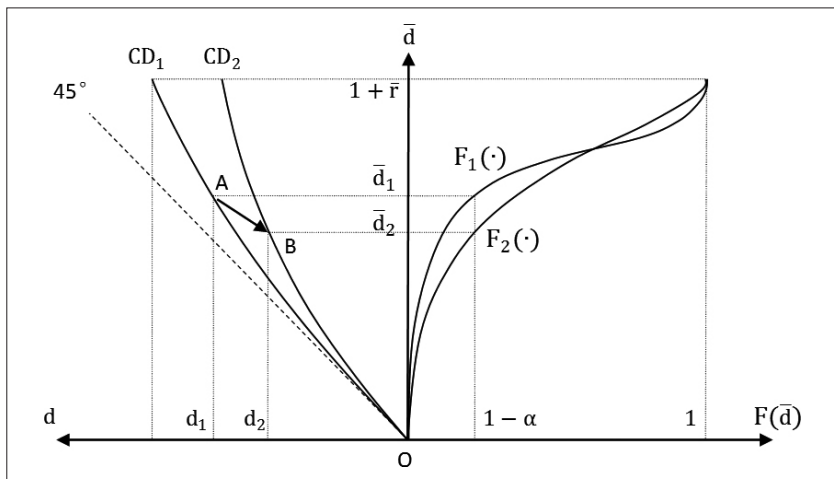


图 8：利率、杠杆率、风险偏好三者之间具有内生联系

图 8 是引用两名学者在 2013 年发表的文章，表述了银行杠杆率、利率和风险偏好这三者是内生影响的，决定了

两个就可以决定第三个。我想不在理论方面做过多的展开，还是从典型事实来看。

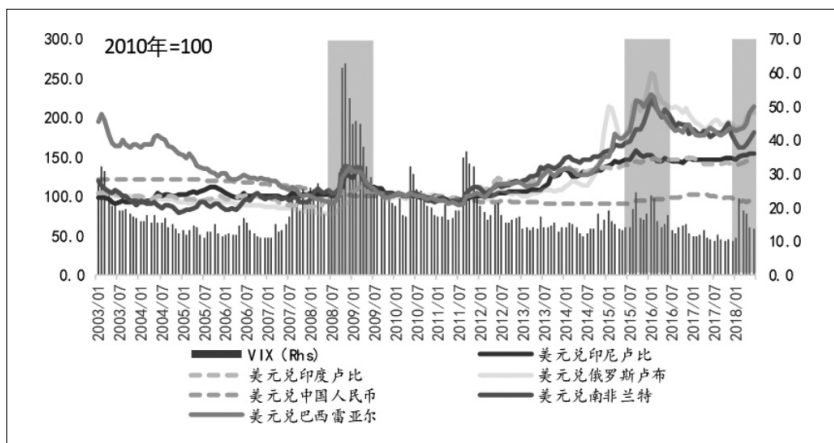


图 9：危机后主要 EMDE 汇率对风险偏好变化更加敏感

美联储的货币政策虽然不调节短期利率，但是其资产购买的节奏还是能够影响金融市场的风险偏好。比如说我们看图 9，蓝线代表 VIX 或金融市场对风险的感知，其在美联储货币资产购买节奏调整的时点都是有反应的。比如说 2010 年以及 2012 年初，资产购买节奏发生拐点的时候，风险偏好都发生了上升。包括 2014 年底，美联储退出量化宽松政策，VIX 指标也是往上走的。美联储资产购买节奏能够影响风险偏好。另外一方面，在 2015 年初很多新兴经济体的汇率发生了集体的贬值，但相比于 2018 年，风险偏好上升幅度很小。其实 2015 年和 2018 年风险偏好上升度都很小，但是新兴国家汇率变化幅度很大，说明其对风险偏好的敏感度是上升的。我们同时可以看到利率，只要风险偏好发生小幅的上升，对新兴经济体金融市场的变量影响的幅度都很大，甚至比危机之前还要大。

总结了这些变化以后，更重要的是来看未来货币政策的溢出效应会怎么变化。我觉得未来，特别是在短期内，在发达经济体的货币政策正常化的过程中，其溢出效应有可能仍然非常显著，并且有可能比之前更加显著。因为货币政策的放松和收缩之间效益是不对称的，在收缩的过程中更容易引起风险偏好的上升。还有一个原因就是现在美联储已经开始加息了，之前说到危机以后主要通过风险偏好这个中间变量来传导，但是加息以后，利率和风险偏好这两个渠道可能会同时传导，所以把它称之为利率和风险的双重机制。美联储加息领先风险偏好 VIX 大约 18 个月，从现在美联储开始加息，滞后 18 个月后风险偏好都会上升。一直到 2020 年，风险厌恶情绪会继续上升，而且美联储还在继续加息。在这种情况下，未来一段时间对新兴市场的冲击可能会更加严峻。我们已经看到阿根廷、土耳其，还有更多新兴经济体国家的货币已经发生了大幅贬值。除了在发达国家货币政策正常化过程中，溢出效应会显著化以外，有可能也会更加复杂。美国、欧洲、日本、英国这些国家的进度不一致，会影响全球风险偏好，从而其溢出效应可能会更加复杂。

第二方面，发达国家对货币政策的“溢回”效应。在我们能看到的的情况下，反作用通常是通过实体经济来传导的，并不完全通过金融来传导，反作用可能还是比较有限的。

这两个效应可能会使发达国家溢出效应更加复杂。基于这些显著化和复杂化，我们呼吁还是要建立“4+1”系统重要性国家货币政策的国际协调机制。协调很难，但是我们今天讨论的每一个问题都很难，协调总比不协调要好。我们建立“4+1”协调机制，主要是美国、日本、英国、欧洲，国家数量少更容易协调，再加上 IMF。IMF 可以利用它的专

业性，加强对 G4 货币政策的专业性督导。当然，新兴经济体本身也要尽快完善金融监管和宏观审慎政策，尽可能提高金融体系的韧性。

早上也有专家提到可以通过资本管制，但如果通过风险来传导的，跨境资本的管理可能不一定很有效果，因为它是一种恐慌的传导。像上周美国的股市下跌，隔一天中国的股市就大跌，跌得比美国股市还更厉害，这就是一种恐慌性的传导。跨境资本管理的有效性并不像大家想像的那么有效。

以上就是我的报告，谢谢大家！

讨论

Edmond Alphandery: 谢谢！剩下讨论的时间并不多，我在这里允许提问两到三个问题，然后请发言者来回应。

Jung Taik Hyun: 谢谢主席，我完全同意货币量化宽松现在转为货币收缩，加上加息，毫无疑问一定会产生重要影响。我认为加息对于内部以及已经借贷的穷人会有很大影响，很多借贷的人会更加不堪重负。实际上在亚洲金融危机之后，韩国当时听了 IMF 的主意，加息很高，最后对我们的经济造成了内伤。我想，一般来说，量化宽松对于某一部分人不好，但是现在加息对于另外一部分人也不好。这种扰乱性的影响，目前我们要多加关注。这一次加息带来影响的人群是穷人。这种金融市场上的变化是我们需要加以判断的。

吴信如: 关于卢比汇率的问题，我几天之前考察了人民币、卢比、俄罗斯卢布、英镑、日元等这些货币，在过去

24 年是最强的。前面讲到卢比汇率下跌，同时印度中央银行的外汇储备上升。我有一点困惑，如果单单从印度外汇储备上升的情况考虑，在外汇市场的表现应该是供给大于需求。从这个角度里讲，卢比应该是升值的，不应该是贬值的。也可以换一个角度来理解，是不是通过大规模的买进外汇，抛出卢比？卢比的走软到底是经济本身的原因造成的，还是主动操作的目标，我想请专家解答一下。

王世豪：姚余栋先生的观点好像是货币政策不能收缩，还是要继续扩张。我举两个例子。第一个例子是美联储，它是 1913 年成立的，到 2008 年金融危机爆发时，美联储负债表上是 9 千多亿。到十年后的今年变成了 4.5 万亿。第二个以中国央行为例，中国央行是清朝成立的，到金融危机发生的时候正好一百年，当时它的余额正好大概是 47 万亿。十年之后的现在，中国的 M2 余额是 180 万亿，正好也是前面一百年的 400%。中美两个国家十年的 M2 的增量都是过去一百年的 400%。原因是这十年疯狂地印钞。我的问题是在如此疯狂的十年之后，美国等国家开始缩表，我听下来你的观点是好像还要继续印，不印的话这世界的经济就要不行了？当然这对于人民币也是一个机会。这样一个疯狂印钞的速度是否要缓一下？再以中国的中产阶级家庭资产为例，我们改革开放正好 40 年，40 年前的 80 年代，中国富裕的一般中产家庭的财产资产标准是一万元，称为万元户，90 年代变成了十万元，2000 年变成了一百万，现在在中国一线城市和二线城市变成了一千万，40 年整整涨了 1000 倍。货币速度增长太疯狂了，印钞机难道还要如此疯狂？不应该再慢下来一点吗？

姚余栋：根据我们的推导公式，没有钱是不行的，支持

不了劳动分工和经营增长。国际货币一定是少的。为什么当时 IMF 创设了 SDR？上世纪 60 年代，大家形成共识，IMF 创设了 SDR。没想到 60 年代末，美国出现了逆差，SDR 没有起到足够的作用。只要经济增长，就需要钱，我们的公式已经很清晰了。导致的结果就是我们的另一个结论，占优货币升值。只要流动性不足一旦触发，国际货币升值。比如说日元现在的强势，跟日本经济情况相反，新兴市场货币就贬值。因为就这么多钱，你如果给了发达国家就不能给新兴市场国家，发达国家的体量增大，新兴市场国家体量就减少，这是没有办法调整的。这似乎是一个悲哀。美元是一个主权货币，我们也没办法，只能在这种制度下活着，很难改进。第二个问题就是效果，这个效果就是今天第一个发言人说的，全球债务过高。这是一个 70 年的周期，我们没有货币不能增长，货币太多、负债太多也不行，崩溃以后再恢复，似乎是这样一个周期。欢愉之后就是痛苦，痛苦之后就是欢愉，没有解脱。谢谢！

Lawrence Goodman: 我想回应一下流动性，什么是流动性，什么是钱。讲到钱，就开始陷入到凯恩斯主义的探讨，其实不是的。这只是经济体系的一个计量指标，央行的行为对其他经济的影响怎么衡量。比如说我们都会做危机前和危机后的对比，危机前美联储控制的流动性其实不到 10%。如果考虑到金融体系的各类金融活动，美联储能控制的只有 10%，剩下 90% 是民间资本所产生的，凯恩斯也写过这一点。我们一定要明确，这个钱指的到底是什么类型的钱，或者说是什么样的货币。前面两种情况讲到货币的输入，会因为量化宽松政策导致通货膨胀的增加。各种各样的经济学家给纽约时报写过信，说因为宽松型的货币政策会输

入通胀。但其实这样一种理解误解了货币的概念。货币的流动性跟金融体系的实际流动性不一样，其中很大一部分流动性是由民间资本推动的。美联储的确增加了货币的基础，但是这会导致民间资本被挤出。我也同意姚先生刚刚讲的那一点，我们对流动性的指标是要关注的。五大中央银行会缩表，美联储在缩减它的资产负债表。民间资本也发生了奇妙的变化，我们看到私营领域也产生了一种不同寻常的反应。这些变化未来是否会持续，我们不是很清楚。对我本人而言，我不是那么担心货币基础的缩减，前提是只要民间资本能够填补这个缺口，就能够继续推动世界经济引擎的转动。

Gerald Epstein: 在这些货币政策当中，我们要理解它的非对称性会产生很多不方便的影响，这的确会伤害增长率。其中主要的问题，我前面也有提到过，在金融危机中大家都强调货币政策的重要性，但其实我认为财政政策是应对危机更好的方法。G20 在危机之后共同采用了扩张式的财政政策，当时有人也担心会有财政紧缩，但是这种想法显然是不对的。政府可以通过一系列的财政政策来解决失业的问题还有防止被银行收走的问题，这些都可以通过财政政策更好地得到解决。这有助于恢复美国经济，也有助于恢复全球经济，让各国经济降低失业率。宽松的货币政策的确会对很多国家产生负面影响，通过财政政策可以避免这一点。

Jayati Ghosh: 非常感谢你的问题，这的确是一个谜。我并不觉得印度央行是积极主动地想让卢比贬值。其中有两个因素在发挥作用，一方面央行真的需要增加我们的外汇储备，尤其是在 2008 年的危机之后，希望能够借此解决未来资本外流的问题。现在我们还是有经常性项目赤字，原来是平衡的，所以需要外汇储备在一定程度上来防范，至少它

是防止未来资本流出的一种防范措施。但事实上并没有发挥作用。另外，我们印度一直很担心失去我们的竞争优势。一旦卢比升值，央行就开始买美元，这是一种恐惧感，担心估值过高。这是我们决策者脑子里面摆脱不了的一种恐惧，他们也会时不时参考中国的做法。我们出于这些顾虑来控制卢比的升值。我们现在经常性项目赤字在不断扩大，所以卢比就一路贬值，和中国的双边汇率，原来是六比一，现在变成十比一了。另外印度和中国的贸易逆差也在不断增加。我们原来设想的好像都没有发挥作用。谢谢！

乔依德: 我有一个问题，是关于央行的作用。以前央行是最后贷款方，不清楚你们知不知道，纽约大学的教授出版过一本书，在这本书中他说，央行的角色不应该只是作为最后的贷款人，应该是最后的交易者。不知道你对此是什么样的看法，什么叫做最后的交易者？

Gerald Epstein: 我也看过这本书，非常有意思。他的确讲到了证券市场在全球的重要性。央行不可能直接借钱给证券市场或资本市场，需要形成一个交易商的市场来维持证券市场的流动性。我觉得最后贷款人这个角色还是很重要的。美元是重要的储备货币，央行也要从事两方面的活动来应对危机。但是美联储未来是否有参与这个活动的合法性，尚值得商榷。

Lawrence Goodman: 目前金融市场越来越复杂，中央银行介入得越来越多，使得各种各样的风险需要在市场上应对。现在中央银行要更好地评估它们的干预对市场产生的影响。我认为其现在的影响较为明显，特别是在流动性方面。未来对新兴市场的影响将是怎么样的，我们需要加以关注。我们原来储备是用作应对市场流动性不足的，现在由机构来

专门应对，也许我们可以有更好的办法，现在还不知道。

Edmond Alphandery: 现在已经进行到了这一节的结尾，我作为主持人来做一个总结。我在芝加哥大学做教学工作。我认为，货币政策的变化主要是根据货币的环境来做出的。以往 15 年一直到 2005 年的这段时间，利率是低的，往上走，后来又低，现在又上，你可以看到这样的变化。随着货币环境的变化，整个货币政策也在发生变化。我们面对的关键问题是资本流动，因为利息变化而带来资本流动进一步发生变化。美国在 2010 年进行量化宽松，后来欧洲也跟着量化宽松。我知道这样的政策可能是因为要追求一些国内的目标，但是问题在于这对国外会带来重要的溢出影响。这样的政策后果对于政策决策者，有时候是很难加以想象的。这是我们需要注意的。

感谢各位的参与，下面进行茶歇。16:15 请大家回到我们的会场。谢谢！

第三部分：杠杆、实体经济和金融市场

邵宇（主持人，东方证券首席经济学家）：各位，我们开始这一节的讨论，也是今天最后一节的讨论。这一节讨论是有关杠杆、实体经济和金融市场。过去十年里释放出了前所未有的流动性，全球主要经济体的债务都已经到了历史新高。我们基本上可以确定的就是，我们永远不可能还这个债了，是不是要继续玩下去？我们下面有四位演讲者，每个人演讲时间是 15 分钟，到时候我会轻轻按一下铃。下面有请第一位来自柏林经济大学教授 Hansjorgg Herr！

Hansjorgg Herr： 金融市场监管不完善和新一轮全球衰退风险加大

Hansjorgg Herr（柏林经济大学教授）：谢谢主办方邀请我来参加这一次会议。我在这里的发言涉及到金融市场的监管不完善问题。我想强调一个比较具体的问题，前面也讲到过，但是我想以一种比较详尽的方式来讲，就是市场的监管问题。在贸易衰退之后，经济衰退之后，这样的监管到底是否足够？

我们看一下次贷危机时到底发生了什么，尤其是次贷危机之后。我们知道在那一场危机中，美国的一些非银行机构，也就是影子银行扮演了很重要的角色，以次贷为基础的证券是一个祸源。为什么那场危机那么深刻？这跟国际互联性是有关系的，金融市场现在高度互联互通。影子金融机构、影子银行在很大程度上可以解释曾经出现的危机和

蔓延性。我们看一下次贷危机之后这样的监管是否到位了。接下来看一下 G20 的一些战略。上午有人专门讲到了 G20 要来规范市场。2008 年 G20 在华盛顿召开了会议，他们说要让整个监管的制度更加有效，特别是应对经济周期的一些监管。同时他们也讲到，我们也不会扼杀创新力，鼓励扩大金融服务的交易。2009 年 G20 在伦敦召开了会议，讲到金融市场是全球的金融市场，彼此是相互关联的，金融创新将继续促进经济效益，发挥重大的作用。后来出现了一个金融稳定委员会，来协助金融市场监管。当时的理念是什么呢？要加强监管，要控制银行体系，这样让银行体系更加健康。他们认为如果控制银行体系的话，也可以让影子银行更加健康。毫无疑问，我们确实要对影子金融系统进行监管，但是我觉得当时采取的措施只不过是表面的，而不是实际有效的。

在这样一系列动作之后，我们看到有效金融市场的概念。金融市场当然要稳定，但要更加有效，才能有助于促进经济的发展。在市场上需要有创新，当然创新会带来一些风险和不稳定，但这是必要的代价。当时大家讨论了今天所有讨论的东西，最后得出的结论还是应该让整个金融市场开放，而且要让影子金融市场继续在它们的领域发挥作用。在 2014 年的时候，金融稳定委员会出了一份报告，指出协定的措施基本完成，对导致危机的错误发展线路进行调整，那时他们认为已经调整得差不多，基本完成了。

回顾这一个历程，我们发现 2007 年金融市场监管存在三大不足。第一个不足就是影子金融体系没有得到有效的监管，不少活动都转移到不受监管的一些部门去了，比如说了对冲基金那里。这种监管实际上跟对银行的监管是不可

比的。

第二，国际金融市场基本上是不受监管的，对国际层面的很多事情没有加以监管。比如说对于跨境的资本流动，对于繁荣崩盘这样的周期，对于利率机制，没有进行监管。很明显的是，从 1980 年拉美债务危机到今年，我们可以看到很多金融不稳定都是由国际因素导致的，这在监管中却被放过了。

第三个不足是跟巴塞尔协议III有关系。我们仍然使用股权持有的顺周期风险模型，新的巴塞尔协议在解散一家银行方面是非常有效，但是在防止银行发生问题时却非常低效。我可以说不，它对于股权持有的顺周期风险模型没有加以改进。反周期的资本预备和杠杆比例能够降低现有模型的风险，但是作用不大，这里面也有很多愚蠢的东西。你可以问大街上的任何人，他们都知道这并不是最好的办法。这种顺周期的风险模型现在依然在巴塞尔协议III中。我想其实还是有一些工具，可以用来限制这个模型的有害性，比如说应该有反周期的缓冲策略，还有对于杠杆率的限制。这些都是可以使用的，完全可以用来矫正它的某些不足。巴塞尔协议III还是有不足的。

我们来看一下影子金融体系，在图 1 当中，你可以看到总的资产规模，我们把它叫做其他金融中介机构。他们实际上包括了中央银行和银行之外的一些保险公司、养老基金、公共金融机构或者金融附属以外的金融机构，它们并没有得到有效的监管，对其监管实际上并没有增加太多，整个资产规模还继续在增加或至少是稳定的。我的结论是，在次贷危机之后，整个影子银行体系、影子金融体系的总资产量并没有缩小，在某些领域，它们的重要性反而是增加的。次贷危

机是跟这些影子体系是有关的，现在这一块反而被放过了。

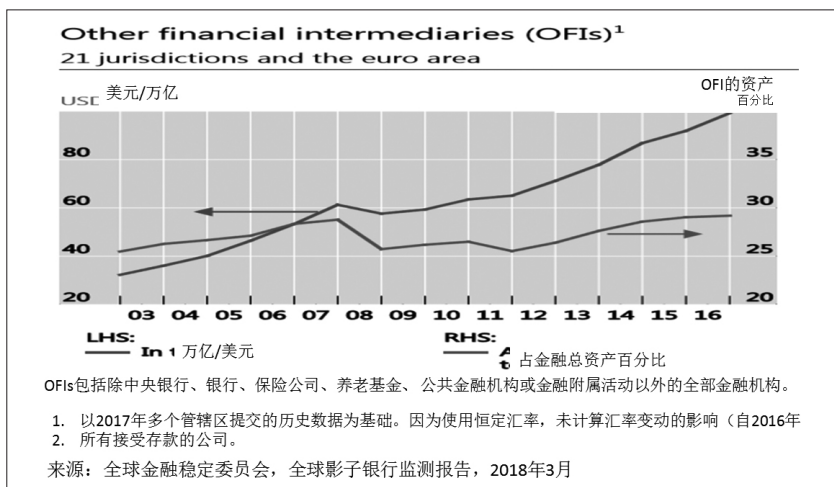


图 1：其他金融中介机构（OFI）21 个管辖区和欧元区

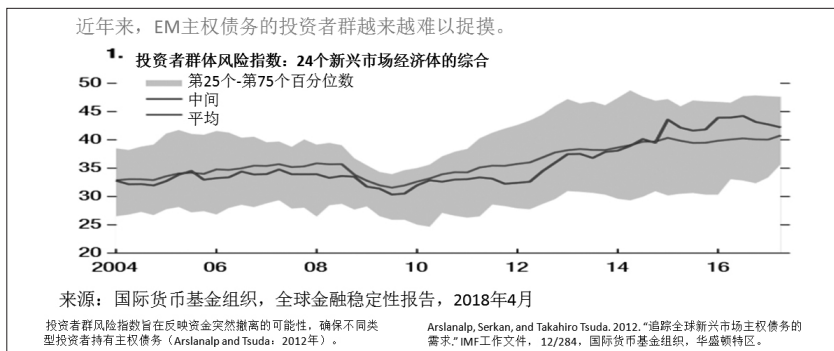


图 2：新兴国家（EM）的主权债务风险越来越大

我们现在再来看一下新兴国家的状况（图 2）。我想明天我们还会专门谈这一个问题，在这里要说的是，IMF 有专门的模型。24 个新兴市场从 2010 年之后，其风险主要指，主权债务风险，越来越大。45% 的低收入国家也存在着较大的风险，这主要是与其债务风险相关。

另外还有一个要点，全球金融稳定委员会专门说了，数据库当然在不断完善，这有助于我们更好地理解影子体系，但是这些数据库本身还是有不足的。我们可以进行一些准备性的观察，包括银行和非银行的机构，看一下它们跟世界其他国家之间的互联性。但是至少我们知道，对于银行、非银行机构跟这些国家的金融体系之间的关联性目前还观察得不够。全球金融稳定委员会对影子银行的活动和风险进行评估之后，建议我们应当加强监督影子银行的活动，同时强化数据收集的框架，他们希望进一步加强对影子体系的监督。

在金融市场上实际上还有另外一个部门，监管者还没有监管到，在次贷危机之后把它放过了。在 50 年代、60 年代和 70 年代，有一些市场从主体市场上剥离开来了，其中最主要是房地产市场。美国和德国都有专门用来监管房地产市场的机构，它们还是发挥了作用的。可惜对于这样的体系，在以往十年的监管强化中，大家好像把它们放过了。难道它们应该是我们金融体系监管之外的东西吗？当然不是。所以对于没有包括在主流市场中的其他专业市场，我们也需要加强监管。我们对于银行部门，当然是强调了监管，这是好的方向，也是对的。但是，我反复强调的就是，影子金融体系尤其是专业市场，实际上还是监管不够，我们应该做得更多。比如商业银行和非银行金融机构之间互相持股的关系，实际上没有进行认真的审查。我觉得有很多时候，银行把不良资产剥离到影子体系，让投资者遭到重大的损失。

从中我们可以得出一些结论：如果出现金融全球化，显然就需要有全球治理，一个民主的全球治理，我们需要有一个类似世界政府的东西。但我们也知道这一点是非常难的，建立一个国际范围的最后贷款者是难的，但我们还是要往这

个方向走。如果我们让各国民众来做决定，大家最后一定会得出的结论，可能就是要去全球化。如果你不想去全球化，你就必须要有一个强化的全球治理。我们应该对金融资本的流动加以监控，并且对资本市场和其他的一些市场很好地监管，实际上这对于整个发展中国家都是非常有利的。谢谢！

邵宇：下面有请兴业证券首席宏观分析师王涵！

王涵：从结构性角度看中国的债务负担

王涵（兴业证券首席宏观分析师）：首先非常感谢主办方邀请我到这里做一个演讲，因为很多同事们都从全球角度讲述问题，我跟大家讲讲我所观察到的情况。

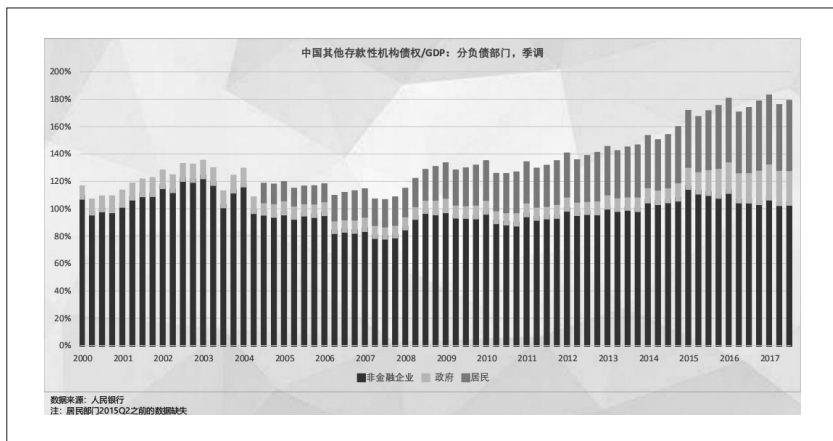


图 1：中国整体债务 /GDP 处于高位

很多人都知道中国的债务相对于 GDP 的比例相对来说处于比较高的位置。图 1 是来自人民银行所发布的数据，这里只考虑了表内的债务对 GDP 的比例，我们还没有包括影子银行，所有银行内的债务相对于 GDP 的比例已经达到

了 180%。如果包括影子银行，就差不多是国际清算银行的 250% 左右的水平。我们为什么那么害怕杠杆呢？杠杆本身其实是中性的，你借钱来做投资并不一定是坏事。关键是你的债务成本，你要付多少利率来还债，还有这个投资可以产生多少回报，你做的是长期投资还是短期投资。这取决于这两个价格指标。

对于中国的非金融企业债，可以看到这样一个变化。2007 年之前企业债对 GDP 比例是在不断增长，后来证明这个针对企业的举措是正确的。当时中国加入了世贸组织，这可以获得的回报高于还债利息。后来他们做了不聪明的举动，债不断地增加，而且借债成本也在不断增加，回报无法偿付成本，这是我们观察到的第一个现象。

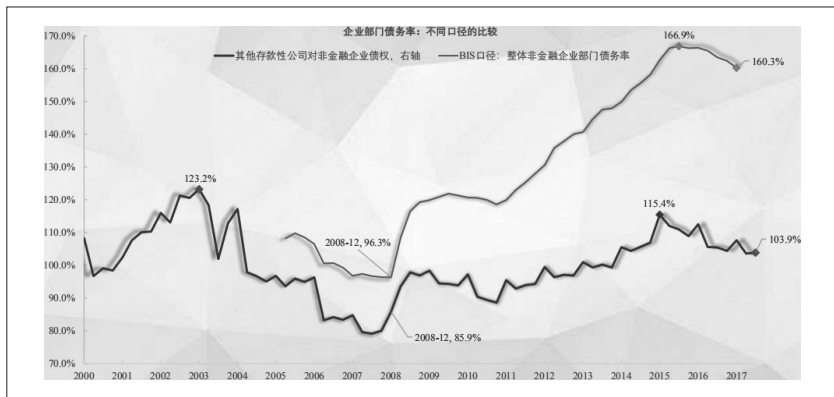


图 2：结构性特征 1：

影子银行占比上升—进一步抬升负债成本

第二，在过去十年中，影子银行占比不断增加，增速超过了传统银行业。图 2 中蓝线代表的是银行对非金融企业的债权，还是相对比较稳定的。红线是国际清算银行给的数据，传统银行和影子银行都包括在里面了，增速比蓝色线要

高。这就提出了一个很有意思的问题，为什么企业愿意向影子银行借钱呢？如果在中国向传统银行借贷，融资成本大概是 5%-7% 左右；如果向影子银行借钱，成本是双位数的，金融体系本身也是欠发达的。

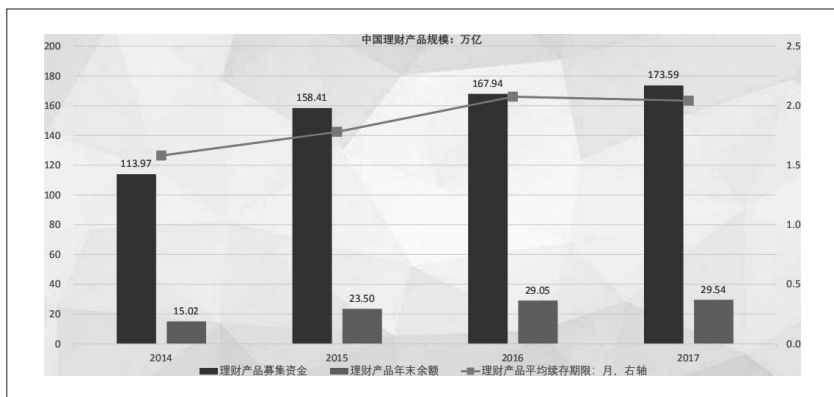


图 3：结构性特征 2：“缺长钱”，推升期限错配风险

还要讲的一点跟金融监管关系不大，更多的是跟财政政策相关。图 3 中蓝色柱状图反映的是每年理财产品的发行量。去年总体发行量达到了 173 万亿，灰色柱状图代表的是影子银行的理财产品，余额大概是 30 万亿左右。这说明什么？说明 30 万亿的理财产品必须要六次展期，这是非常不利的。为什么会出现这样的现象呢？我觉得不是金融监管的问题，而是因为养老金体系建设落后。

图 4 可以看到不同类型的养老金资产对 GDP 的比例。如果把三者相加，大概是 170%。蓝色的是中国的，橙色的是美国的，三者相加的和大概是 GDP 的 10% 多一点。为什么中国人不会把钱放到养老基金里？因为享受不到税的优惠。金融稳定性一方面有金融体系监管不足的原因，另外一方面还有长期资金的不足。

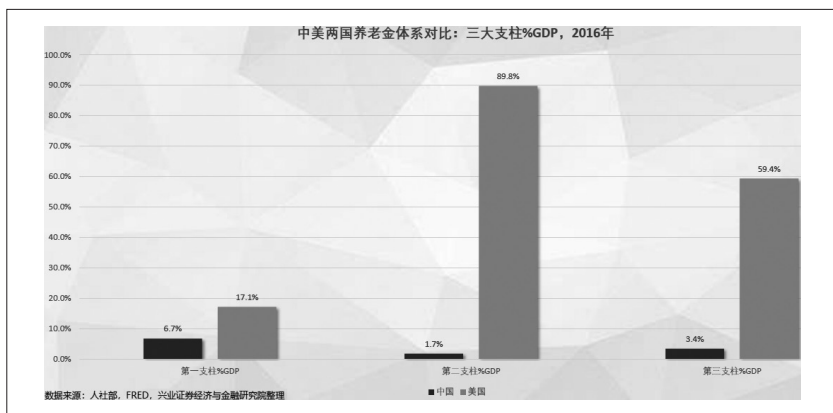


图 4：养老金体系建设滞后，是这一现象背后的重要原因

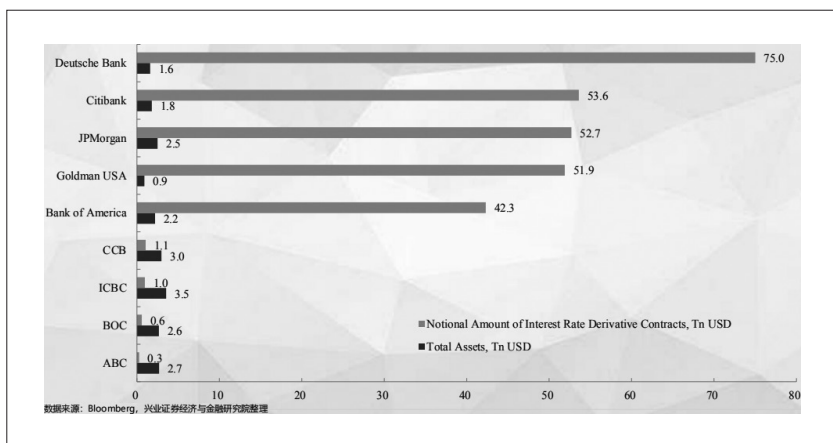
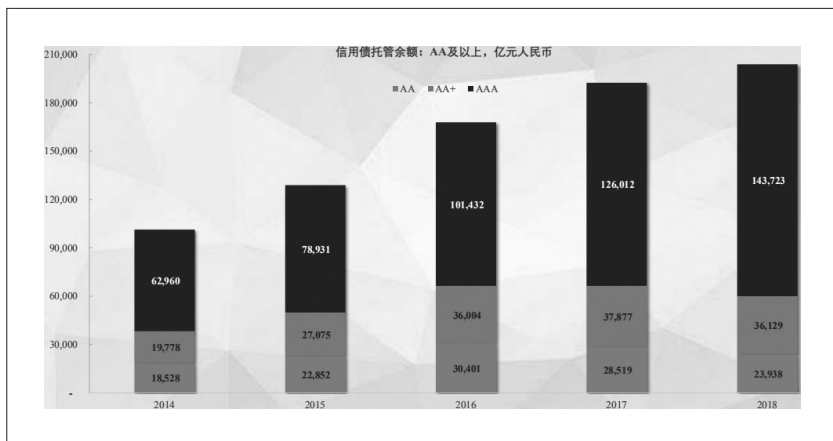


图 5：结构性特征 3：过于依赖“扩表”来赚取收益

第三个观点和金融行业的杠杆率相关。如果问经济学家，美国金融体系杠杆比率比中国高得多，很多人可能会笑，但是你看一下图 5。蓝色是几大银行（德意志银行和中国四大银行）的总资产。中国银行的资产负债表从总资产这个角度而言大得多，但如果考虑到金融衍生品，外资银行的规模就大了。中国的银行希望创造利润，但是又没有很多的

金融工具和衍生品，只能不断扩张资产负债表来创造利润。对于外资银行来说，不会使资产负债表不断扩大。这不是说鼓励金融创新是好是坏的问题，而是说如果不给予银行足够的工具，它们就会想方设法找其他途径创造利润，这比给它们金融创新产品更糟糕。



结构性特征 4：

去杠杆对不同主体类型的冲击呈现差异化特征

中国还有一个特点，过去几年一直在去杠杆，这对不同类型的主体产生了不同程度的冲击。这个主体指的是借贷方，中国有不同类型的企业债、公司债，这里只是双 A 评级以上的债券。从 2017 年开始，出现了收敛的格局，3A 余额在增加，单 A 和双 A 余额在缩减，其中很多是大型国有企业。

我的第五个观点，就是融资渠道。我们看一下图 8 的债务比率，蓝色的是美国，债对 GDP 大概是 250%，这是 BIS 的数据，还有日本和法国是 300，中国大概才 250 左右。在债对 GDP 的比例层面，中国是发达经济体的水平。



图 8：结构性特征 5：股权融资发展严重滞后于债权融资（1）

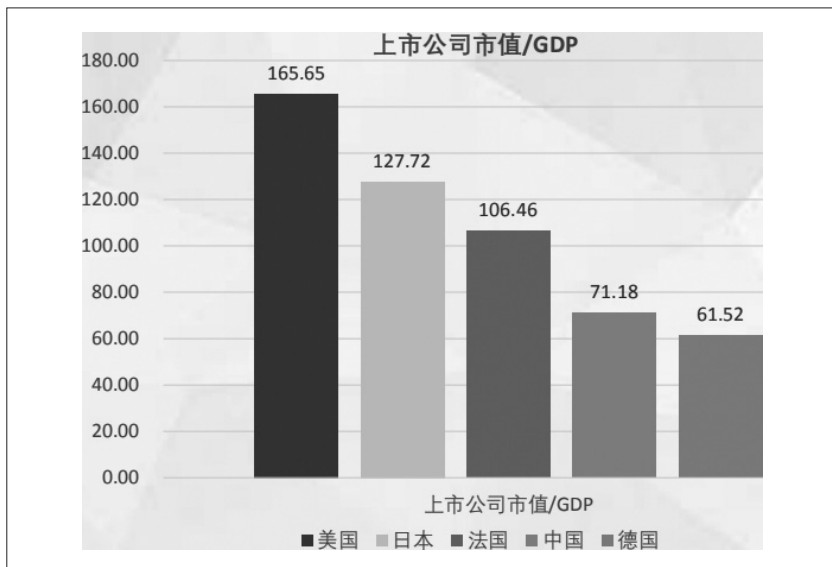


图 9：结构性特征 5：股权融资发展严重滞后于债权融资（2）

图 9 是上市公司对市值的比例，美国是 160%，日本是 120%，中国只有 70%，德国就更低了。这里想要表达的观点是，看债务负担时不仅要看债务比例，还要看债对股的比例。在欠发达的股票市场，企业只能通过其他融资渠道融资。中国金融体系是由传统银行所主导的，中国的债务比例是比较高的。但简单收紧并不是最好的方案，有些问题的根源在于中国的财政政策不够成熟。同时，中国的金融体系或金融工具也不够完善，只有通过结合不同的工具才能够真正解决问题。谢谢！

邵宇：谢谢王先生，他描绘了过去这十年里中国的影子银行系统。中国的影子银行看起来很像证券机构在 2008 年金融危机之前的特征。但有两个不同，中国的影子银行不做衍生产品；中国的影子银行与其说是影子银行，不如说是银行的影子，它们附属于中国的银行体系。下一位有请 Diana ！

Diana Goldshtein： 不断上升的公司债务：危险或承诺？

Diana Goldshtein（麦肯锡金融市场部资深专家）：非常高兴能够到这里来参加讨论。我们前面讲到了金融市场监管和中央银行的角色，这些都是非常重要的话题。我在这里跟大家讨论的问题，是全球不断上升的公司债，到底是危险还是希望？

全球金融市场自从金融危机之后发生了重大的变化，公司债的上升也是一个重要的变化动向。2007 年以来，公司债务增长了 29 万亿美元，是一个快速膨胀的阶段，现在占

到 GDP 的 92%，几乎跟政府债的膨胀速度一样。在公司债的市场上，非金融的公司债市场在以往十年当中增加了 2.7 倍，占总债务的比重从原来的 10% 上升到了现在的 20% 以上。非金融的公司债市场，在美国是最多，其次是欧洲，中国紧跟其后。在十年之前，中国的公司债并不大，但是现在已经达到了一万亿美元的规模。公司债的规模在以后五年中将继续扩大，每年的规模可以达到 2.1 万亿美元的程度，其中最多是美国，然后是欧洲和中国。公司债的质量实际上也是恶化了。美国市场高收益的债务是 10%，剩下的都是质量比较低的，现在 3B 评级的债务在所有美国公司债务中占到了 40%。在全球范围内，非投资级的债务实际上占到了现有总债务的 16%，而十年前 10% 都不到。

我要跟大家强调一点是，目前所面临的与公司债相关的违约风险，随着利率的上升而进一步上升。2016 年底，中国、巴西和印度的 30%-40% 的公司债，实际上已经处在违约的状态。我相信随着利率的上升，违约风险还会继续加大。如果跟 2016 年相比利率上升两个百分点，这些新兴市场中的违约率一定会达到三四成以上，甚至更多。虽然违约风险并不一定等于风险，但是只要利率上升一个百分点，就会明显看到违约风险加大，最低也要有 15% 的违约风险。我想可以看到跟 2010 年相比，利率上升一定会继续发生。公司债违约风险是值得我们关注的。我们看到，中国公司债的规模实际上已经很大，而且违约风险也在上升。中国非金融机构的公司债在 2017 年达到了 26 万亿多美元。

我还有一些好消息可以分享一下，在全球经济中，证券化在发展，整个互联性确实是在增加，CDS、ABS、CBO 等品类在增加，在一定程度上化解了公司债违约风险。另

外，CLO 的市场也在飞涨，接近 1200 亿美元的高峰，超过金融危机发生之前的 2007 年的 900 亿美元。私有股本融资已经超过了 2007 年的水平，在 2017 年已经达到了 7500 亿美元的规模。

现在金融部门的内在连通性也许可以得到控制，但是我觉得这个风险不能低估。阿根廷、土耳其还有一些新兴市场完全可能会出现连带的传染效应，这是需要加以关注的。谢谢！

邵宇：新兴市场的金融危机不是将要发生，而是已经发生了。有请最后一位演讲者刘海影先生，他谈到的是中国债务杠杆去化的未来路径，希望能有一些好消息！

刘海影：中国债务杠杆去化的未来路径

刘海影（上海发展研究基金会高级研究员）：谢谢！这部分研究是上海发展研究基金会完成的专题报告的一个组成部分，我的重点是谈论中国债务杠杆问题背后的结构性的原因，以及未来可能的演化路径。大家都非常关心中国的债务问题，前面的各位专家都有提到，我下面的演讲包含了三个部分：一个是中国债务问题的概况，第二个是背后的原因，第三个是未来的路径。

图 1 显示中国目前的非金融机构债务占 GDP 的比例在过去 20 年的变化情况。它把发展中国家以及发达国家做了一个对比，可以很明确地看到发达国家也就是 DM 国家总的债务杠杆率在金融危机之后没有突破新高，但是中国是在持续地攀升，而且带动了发展中国家债务杠杆率的攀升。在整个发展中国家增加的债务里面，中国一个国家债务占了 31%。

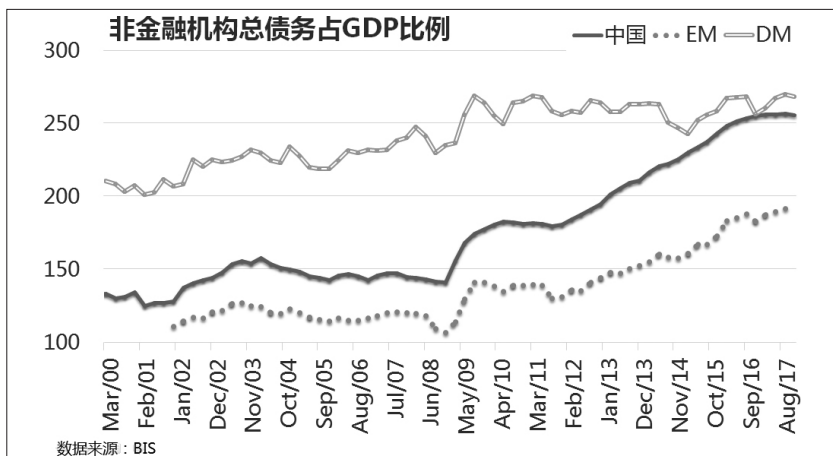


图 1：中国总债务增长迅速

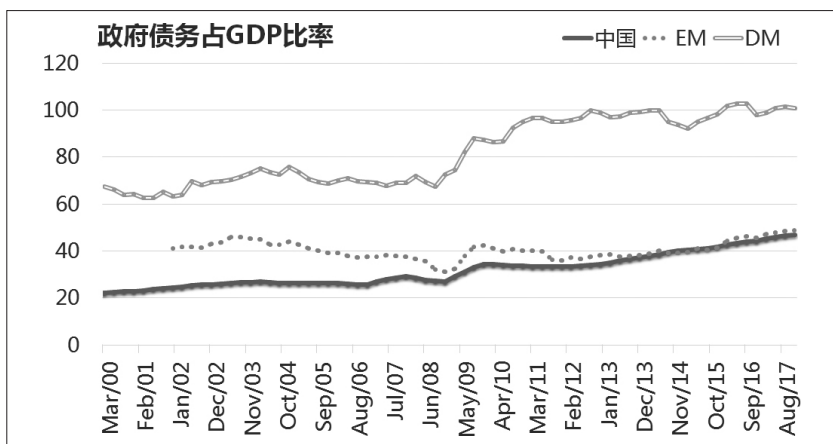


图 2：中国政府债务杠杆率不算高

中国的政府债务占 GDP 的比例，刚刚赶上发展中国家的一般或平均水平，处于发达国家政府债务的一半水平。

中国的问题在于非政府债务，上升速度非常快，占比非常高。中国的非政府债务占 GDP 的比例在 2008 年之后出现了翻倍，很短时间内超过了美国、欧洲、日本这些发达国家

的水平，也远远高于一般发展中国家的杠杆率水平。

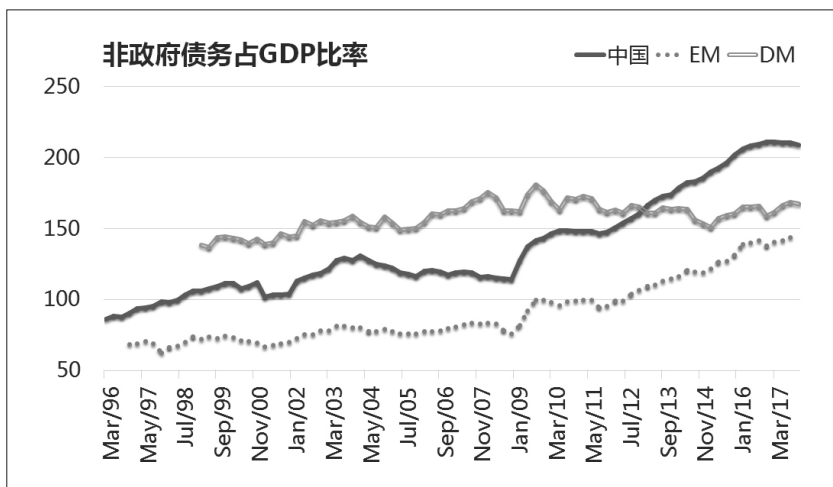


图 3：中国非政府债务（尤其是企业债务）很高

问题核心在于与债务相对应的资产质量是否足够好。借债也好，用股权融资也好，很大程度上都是为了形成资产。如果你形成的是高质量资产，能够获得很好的投资回报率，债务高一点是没有问题的。问题是在于如果借债所形成的投资回报率低于资金成本，必然会出现问题，这些企业要么倒闭，要么不倒闭。如果是第一种情况，就会出现很多企业倒闭和经济增长速度的下滑。如果是第二种情况，必然对应的就是债务率的不断上升，这是由于这些投资回报率低于资金成本的企业导致的。

从这个角度，我把以企业债务杠杆率为核心的非政府债务，其变化原因做了一个拆分，把它拆分成宏观和微观这两个组成部分。从数据上讲，一个国家的宏观债务杠杆率等于微观债务杠杆率除以资本产出比例，这是一个恒等式。在中国发生的现实是在两个方面都发生了恶化。

$$Leverage = Debt / GDP = \frac{Debt}{Capital} / \frac{GDP}{Capital} = \frac{D/C}{Y/C}$$

企业宏观债务杠杆率=企业微观债务杠杆率/资本产出率

图 4：债务杠杆率的拆分

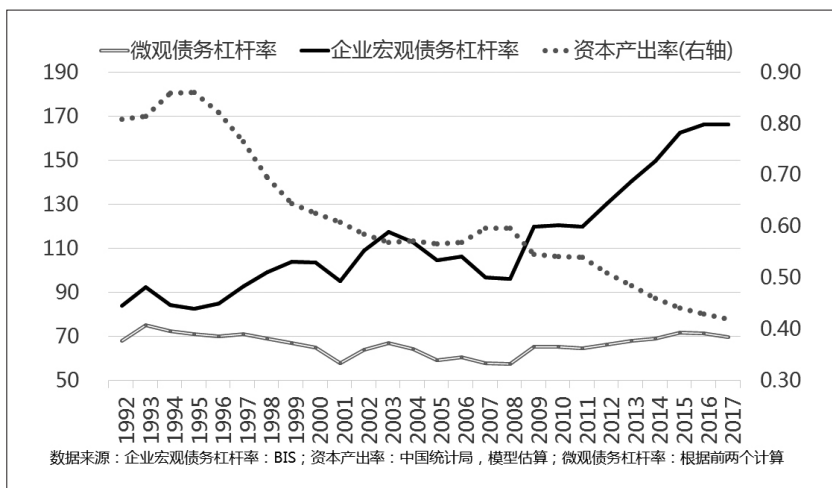


图 5：中国宏观杠杆率的拆分

图 5 中红线代表的资本产出率 2008 年之后出现了急剧的下滑。与此相关联的现象，是过去十年里中国一直坚持以投资来拉动经济增长的发展模式。在巨量投资但不能保证投资有效性的情况之下，中国的资本产出率是直线降低的，现在可能要两百块资产才能产生一百块钱的 GDP。宏观层面看到的是资本产出率急剧地降低，微观层面的变化是在上图中蓝线所代表的。2008 年之后一直到 2014 年、2015 年，中国的微观债务杠杆比率也是上升的。好消息是最近两三年，

微观债务杠杆率有所下滑。

我要进一步拆解一下宏观和微观背后的原因。宏观方面的原因是中国的资本产出率的降低，与之相伴随的是中国产能利用率降低。微观方面发生的故事跟中国的投资回报率降低是相关联的。我把企业拆分成两种类型的企业，一种企业叫正常企业，一种企业叫僵尸企业。正常企业的杠杆率决策是，随着投资回报率的上升，它的杠杆率会上升。在这些年，中国的投资回报率降低之时，民营企业的确在降低其杠杆率。因为这个时候投资回报率低，所以能够负担的杠杆率是低的。但民营企业减杠杆的成效被国有企业加杠杆的成效所抵消。大部分僵尸企业的杠杆决策行为跟正常企业是不一样的。

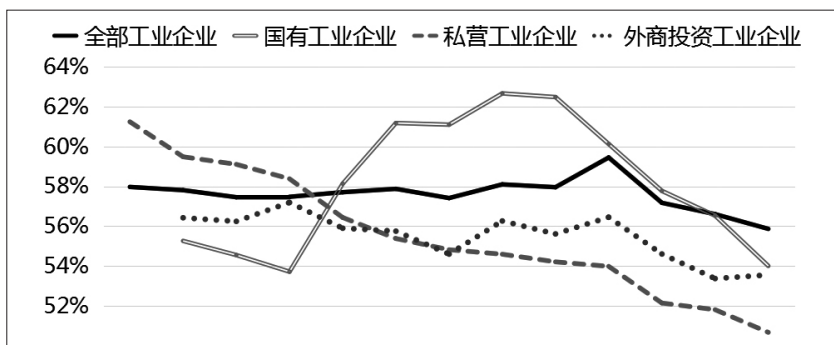


图 6：微观债务杠杆率的分布

图 6 大致显示了不同所有制企业，特别是不同所有制工业企业的微观杠杆率的变化情况。我们可以看到民营企业从 2004 年开始不断降低杠杆率，但国企是逆势而上的，图 6 其实还没有反映国企杠杆率的恶劣情况。工业行业里，国企仍然受到比较强大的竞争压力，杠杆率行为比较接近民企。如果是非工业行业，你可以看到以央企为代表的国企，微观杠杆率仍然是上升的，压倒了地方减杠杆的行为。

我们可以做一个总结，宏观杠杆率，取决于中国的产能利用率能否有所提升。微观方面的因素取决于中国企业破产和债务违约的机制能否有所进步。

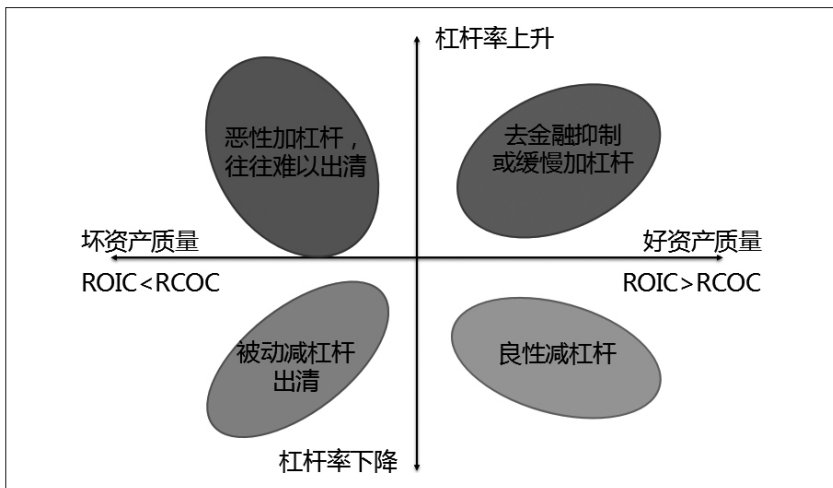


图 7：不同资产质量下的债务率运动

我们把这两个方面进行一个叠加，在历史上面很多国家的杠杆的运动可以划分成四种场景。我们经常看见的是第四象限，良性减杠杆这个象限，当资产质量比较好，同时杠杆率下降的时候是这么一个情况。

我列举了日本、美国和中国的情况，上边图中的蓝色区域代表恶性加杠杆的情况。在蓝色区域里面，都是资产质量的降低伴随着杠杆率的上升。这是日本曾经出现过的在经济泡沫期间和泡沫崩溃之后出现的情况，美国在 2008 年金融危机之前也出现过恶性加杠杆的情况，中国目前处于这个情况。中国投资回报率，特别是减掉资金成本之后的投资回报率，是接近零的水平，而中国的杠杆率仍然在上升。这种恶性加杠杆的情况背后的原因就是刚才提到的那两个，宏观

方面继续用巨量的无效投资来降低资产产出率，没有允许很多僵尸企业破产。两者的组合就会体现为我们宏观杠杆率的恶化，虽然这个时候投资回报率已经降低了。

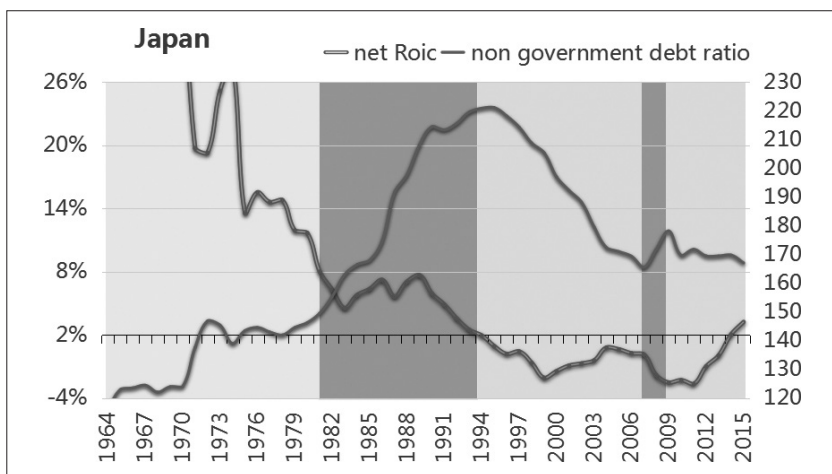


图 8：日本宏观杠杆史

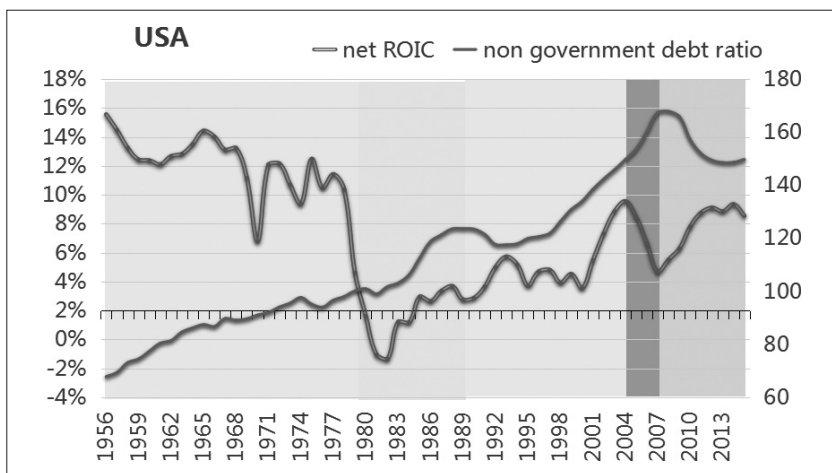


图 9：美国宏观杠杆史

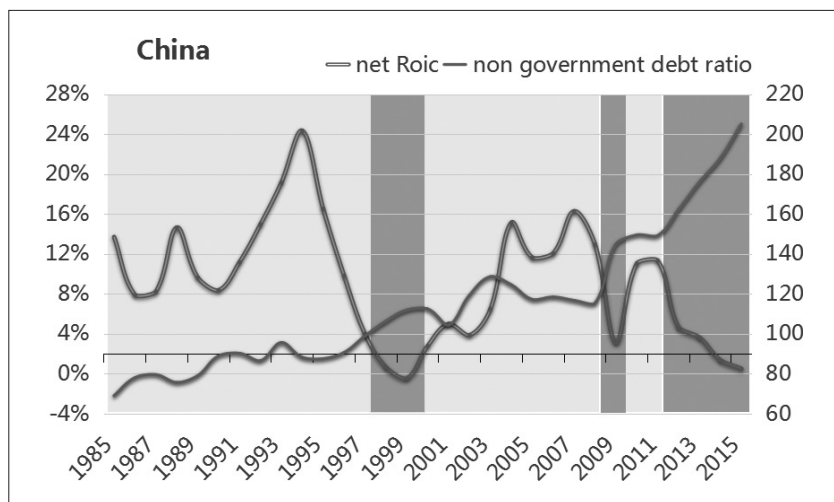


图 10：中国宏观杠杆史



图 11：中国目前的闭路循环

导致这种组合背后的一些政策根源，其实可以总结成一点：在政府信用背书的主导之下，国企仍然能够源源不断地得到很多金融资源的注入。国企金融机构在最近五年之间占到 70%-80%。我们做的是选择性地出清一些民企，从两年前开始的所谓的去产能政策，大致来说就是以行政手段来淘汰一些民企，而不是以市场竞争的手段来淘汰一些效率低下的国企。同时我们仍然保持了一定程度的财政刺激，以至于宏观方面的投资仍然比较高企。我在我的报告里也列出来了未来中国可能有的四种路径，时间因素不一一展开。根据微观和宏观不同的政策组合会得到不同的未来的发展状况，我相信最能够避免中国经济一个失去的十年或二十年的组合，应该是在微观和宏观层面都进行坚定的改革：包括破除对国企的保护，推动市场化的产能出清，在这种情况下我相信中国经济会有四到六个季度的下滑，但未来中国经济能够迎来另一轮的繁荣。

这是我汇报的内容。谢谢大家！

讨论

邵宇：刘海影描述了过去这十年里，中国特别是国有部门加杠杆投资对全球经济增长带来了什么样的影响，以及由此带来的杠杆上升。国有企业产能越来越多，越来越没有效率。这是我们这一节主要的四位专家的演讲。考虑到时间关系，我们给大家提四个问题的机会。提问题时可以举起牌子，我们先提问题、收集问题，问题内容包括向哪一位专家提问，先汇总起来，最后再来做解答。

Steffen Kern：谢谢主席，实际上大家都谈到了影子银

行。我这里稍微补充一点。人们都认为这些影子银行严重地没有受到监管。因为我在欧盟专门负责一个委员会，来处理这种影子银行业务。银行毫无疑问是在审慎规范的制度框架下，且处在核心的位置。无论对欧洲还是中国都是这样，这一点没有任何疑问。实际上银行自己做了很多的私有基金、证券化这样的业务，以银行为核心进行监管没有问题。非银行机构是否没有得到监管或者监管不够。我们可以看一下以往十年中的监管措施。在欧盟，还有其他一些地方，实际上有一半监管活动还是针对这些非银行机构的，对影子银行进行了很多监管，证券化也纳入了表内进行监管。欧盟范围内，证券化实际上也都是被严格监控了。这也算是进行了审慎管理。证券融资实际上也是被监控了。我们确实取得了很多进展，对于非银行机构进行监管的措施做得还是比较多的。当然人们可能还是有一些老观念，觉得影子银行不一样，影子银行业务状况是比较特殊，但它们现在确实是受到了相当的监控。

Paul Gruennwald: 我在这里的问题是，在中国，经济不完全是市场引导的，那么我想问一下，对于国有公司应该怎么做？

左学金: 刘海影提到对于中小型银行也要进行监管，允许破产。在中国，人们又说要发展中小型小银行，可能这两个想法之间还是有一些矛盾的。

Lawrence Goodman: 刘先生，感谢你的演讲。你刚才讲到过度的杠杆化，还有你觉得在中国要解决或处理放贷的问题，在宏观和微观两个方面要采取什么样的措施？谢谢。

吴信如: 关于影子银行的监管问题，欧盟采取了有效的措施。在中国，有些金融机构、金融业务的监管是通过资金

账户的托管，从事股票交易或其他交易的是通过银行来监管，或通过第三方来监管。影子银行的借贷双方，是不是它们的账户可以集中到银行内托管来加以监管？这样的做法是不是可行，欧盟是不是有类似的做法？

郭颖秋：货币政策能不能解决高房价的问题？公司债务能不能通过企业自身去调整经营，然后去把债务还清？

邵宇：现在请回答问题。

Hansjorg Herr：感谢大家对我的提问。我们实际上已经做了很多，通过了不少的法律。关键是有一些核心目标还没有充分实现。比如说美国没有真正做到，在欧盟也还有不少国家没有做到。我们有必要把商业银行和影子银行分开，对它们分开监管。不少影子银行、非银行机构都是由银行拥有的，应该对它们进行切割或者使它们的关系最小化。如果做不到这一点，我们就找不到任何理由不把对银行的监管措施同时也用于这些影子机构。还是有空间很好地对这些影子银行进行监管的。金融稳定委员会也是这样来要求的。

对于全球资本流动，是否可以进行资本管制？首先我觉得，我们不应该问可不可能，我们应该问的是，是不是应该往这个方向走，哪一个选择对长期经济发展更有利。然后我们再问可不可能做到。我觉得其实要做都是可能做到的。特朗普先生在他的思维模式中有一个错误，他想要用关税来减少美国经常性项目逆差。但是今天早上提到了，经常性项目赤字和资本项目是相关的，如果真的想要缩小逆差，必须要阻止资本项目的流入，有可能很快就会看到他要阻止资本流入了。如果他要以此作为一个主要工具来实现经常性项目收支平衡，可能产生的问题会更多。所以怎么实现经常性项目的收支平衡？我们要考虑资本流动，不能光看贸易的流动。

如果我们要继续开放资本项目，要进一步推进金融市场的全球一体化，我们就必须要实现国际经济政策。全球的人们都对现有的全球化有所不满，大家回归了民族主义、回归了国家政策。如果中国还是想要保持自己国家政策的空间，那么资本管制是有必要的。这是我的观点。我们如果提倡这个理念，也许政治家们后续也会跟进。

货币政策和房地产价格之间有多层的关系，首先是反向相关，利率和房产价格有一个逆相关的关系。房地产的泡沫只有在信贷扩张的时候才会发生，信贷扩张应该是央行所允许的，它们希望通过信贷扩张实现银行体系的再融资。回到市场监管，我相信央行其实还没有足够多的工具，来帮助它们有选择性地控制房地产泡沫。巴塞尔III中其实给了一些新的工具，但我觉得还是不够。面临这样一个困境，反而导致经济衰退，导致最初的货币政策失效。

我再讲一句话，最后一个演讲非常精彩。我个人的解读是这样的，中国在 2011 年之后，利用央企、国企来落实财政政策，来做投资。因为出口的需求不再像以前一样那么旺盛了，解决方案就是增加内需。首先要改变收入的分配，现在已经比较稳定了，但是收入分配的不平等还是太大了。你不要忘记在解决这个问题过程中，我们还要考虑改变收入的分布和刺激内需。

Diana Goldshtein: 我们的目标不是让企业债无所顾忌地大幅上涨，关注点应该在控制企业债的质量和资本的配置上。我很快地再阐述一下，讲到质量，我们的目标应该是降低违约的风险，提高稳定性，强调长期的期限。债的量本身并不重要，只要它是可持续的稳定的就行。

关于第二点，就像前面提到的，在全球不仅仅中国，银

行总体资金都有出现错配的现象，至少 20% 的银行资金配给了僵尸企业，导致企业债问题恶化。监管部门还有银行本身都必须在改善资本的配置，确保资金能够配给健康的企业、正常的企业。这是我们讲企业债的时候需要关注的。

刘海影：首先是左老师的问题。我并不是主张不发展中小银行，而是中小型银行也会出现金融方面的问题。我们在推动这种政策之前，需要做好预案。我的预测是，如果推动这一政策，一定会有大批资产质量非常差的中小型银行会被大的银行托管，甚至一些资产质量最差的中小型银行会被允许倒闭。只有这样，一个市场化的破产机制才有可能在中国建立起来。因此，我当然是赞成“我们需要在中国大力发展更多的市场导向型的中小型银行”这样一种观点。换言之，我的建议并不是说不发展中小型银行。

第二点，Paul 提的问题，国企的市场化破产在中国怎么能够实施。事实上，从理论层面讲，推动国企的市场化的破产，在中国是完全有条件的。上世纪 90 年代末期，中国曾经有过非常大规模的国企破产的经验。那个时候，中国所谓的下岗职工是几千万人，而中国破产倒闭的国有企业资产是以百万级来计算的。与那个时候相比，现在中国推行一个更加健康的国企破产的政策具有好得多的条件。第一，我们的财力比 20 年前好很多。第二，经过 20 年的发展，国企手里持有国有净资产有极大的增值。现在中国国企净资产是几十万亿人民币。针对某些国企破产所产生的成本包括失业工人的救济成本，目前中国有好得多的社会保障网络来负担。话说回来，虽然中国具有非常好的条件来推动国企的破产，但从整个政策的推动层面而言，如果我们想要比较偏市场化地去推动，应该设计一个仔细考量的步骤，包括可能需要削

减政府对国企的信用背书。这几天大家在谈论的新概念是竞争中性，如果能做到竞争中性，特别是落实金融企业和政府一视同仁地去对待民企和国企，就必然导致一大批没有效率的国企的市场化出清。这是第一步。

推动更深刻的变动可能需要设计一整套配合性的方案。包括我们需要想清楚为什么中国这些年必须要用投资刺激来维持一个高的经济增长速度。很高的投资刺激必然的后果是中国投资回报率的降低，这又必然会导致杠杆的上升。中国如果要改革，必将承受一个经济增长下滑的痛苦。不考虑清楚这个问题，中国政府一定还是会继续增加投资刺激。而如果不增加投资刺激，中国经济增速一定会快速地下降，只有以承担这个痛苦为前提，我们才可能进行比较彻底的改革。

邵宇：我要总结两分钟。听下来还是比较有启发的。现在全球的金融和经济面临“三高”和“三低”的状态。“三高”就是全球的央行资产负债表规模偏高，主要经济体债务偏高，资产价格也是历史新高。人类最大的两个泡沫，一个是中国的房地产，一个是美国的股票，这两个泡沫还在僵硬地对峙着。“三低”是指贸易增长新低，贸易投资也非常低，还有贸易资产也偏低。这意味着非常不一样的局面。我自己的判断是：这十年时间我们基本上是浪费了。本来应该像刚才教授说的那样有全球治理、有全球政府，有政策协调。可我们等到了什么呢？等到了民族主义，等到了贸易战。除了这个没有得到什么更多的东西。大家看一下最新的诺贝尔经济学奖获得者，好像很长时间没有做金融的人，也没有做宏观经济学的人。而且现在还没有宏观经济学对全球化、不平等、货币等重要因素做出相应的智

力反应。综合大家所说，我觉得未来每十年一次等待我们的是更完美的风暴。谢谢！

今天的会议就到这里结束，感谢各位！

第四部分：汇率和跨境资本流动

张湧（主持人，复旦大学上海自贸区综合研究院研究员）：大家上午好！我们今天上午第一节的讨论很快就要开始了。我非常荣幸担任第一节讨论的主持人。在这一节中有四位发言者，一共一个小时。四位发言之后，将会有一些时间来进行讨论。这一节的话题是汇率和跨境资本流动。大家都知道，从 2008 年之后特别是最近几年中，发生了金融市场大的变化，主要是体现在汇率方面。四位发言者将围绕着汇率问题，从不同角度进行阐述。其中两位来自于中国，两位来自于海外。第一位有请南方中心首席经济学家 **Yilmaz Akyuz** 带来讲演！

Yilmaz Akyuz： **南半球金融一体化的加深及其脆弱性**

Yilmaz Akyuz（南方中心首席经济学家）：我在这里首先感谢主办方邀请我来参会，这是非常重要的一次会议。这是我第二次在上海参加由艾伯特基金会组织的会议。从 2008 年以来，我们经历了全球金融危机包括欧洲主权债务危机，这是一场延续时间比较长的危机。应该说发展中国家都非常关注，因为他们已经高度融入了国际的金融体系中。我去年在牛津大学出版社出了一本书叫做《玩火自焚》来专门谈这个问题，我指的是融入问题，一体化问题。新兴国家市场的金融资产负债表已经更进一步扩大，已经融入国际市场，现在 80% 的资产都是在新世纪前 10 年积累的，负债也

是这样，整个资产负债表大大地扩大了。而且国际资产所占的比重越来越大。外国直接投资有增加，但是增加得比较少。更主要的增加实际上是其他门类。私有部门的负债在总负债中的占比也在上升。

在不断深化的一体化中，资本流动发挥了重要的作用。从 1980 年以来，流入一直是正的，尽管在某些国家是负值。总的来说，新兴国家接纳的流入资本一直在增加，在中国和其他东亚一些国家，资产增加远远超过了负债。其他一些国家有的处在赤字状态，债务超过了流入的资本。对于大多数这些国家来说，他们的资产负债表是处在杠杆率不断趋高的状态，毫无疑问这会带来很严重的后果。

首先我们可以看到，国际收支跟汇率、资本的流入是密切相关的。这经常导致新兴市场国家遭受损失，因为交易的对方都是发达国家，导致国际范围内的财富分配更加恶化。在新兴市场 and 发达经济体之间的背离，特别是金融危机状态下，波动性很大。进一步深化的一体化对新兴经济体来说，更有可能遭遇外国金融波动的冲击，使其整个金融地位更加脆弱。在不同的部门，外国资本的投资策略是各不一样的。资产和负债并不是同样集中在某一个部门，不能简单地抵消。另外，在资产和负债之间，货币的构成、到期的期限等都是不一样的，经常有一些比较极端化的现象。这包括了外汇储备，短期债务，长期债务，还有其他投资。IMF 有关外部资产的投资并没有给我们细致的分析。

在深化新兴经济体的一体化的过程中，有这样一些要素在发挥作用。第一，美国货币政策的宽松。美国从 1980 年代以来，一直是在搞宽松的政策，越来越多的降息，货币在扩大。从美国整个利率市场的走势，你可以看到七国集团和

美国都是这样的趋势。发展中国家或新兴国家的债务是在上升的。因为利率的抬升还有资本流动的扩大，很多资本就流向了新兴国家，使他们更多地处在债务当中。第二，很多国家，我指的是新兴国家，其脆弱性也有自身的原因。很多政策原来设计出来是为了应对 1990 年代和 2000 年代的问题，但是在解决就业问题的时候，这些新政策往往在新领域产生了新问题，而且这些新的问题会诱发下一轮的危机。我在这里会一一来介绍。

首先是有价证券投资在新兴市场开了大门。一个是为了能够支付外债，大家认为毕竟有价证券投资比借债要好一点，于是就开放了有价证券的市场。这样的一些国家的有价证券市场的增长幅度太大，因为毕竟国内的资本厚度是比较薄的。最后就导致有价证券的波动，包括汇率的波动。

第二，他们也开放了债券市场。为了能够把汇率的风险转给借贷者和债权人，开放了债务市场，这使得新兴市场的主权债务国际化，甚至国际化的程度超过了美国债务市场。美国的债务，尤其是美国联邦债务，三分之一由中国和日本持有。尽管这样，美国还是比较担心债务由国际投资人持有。而在新兴国家市场上，债务持有者更多的外国投资者，更主要的是这些债务并不是由外国央行作为外汇储备持有，而是由一些流散的、小的投资者持有，这使得波动性更大。我们可以看到，新兴市场的债券收益率很大程度上跟美国债券市场是挂钩的，这就使得它们更容易受到美元指数和外汇汇率变化的影响，在土耳其已经出现了这样的情况。当资本流入高企的时候，很多国家发现汇率升值，必须要干预，这往往会带来比较大的成本。我们讨论了资本控制问题，这往往发生在贬值的状态下，也带来一些后果。在流入的时候，

你可能允许甚至鼓励这些机构向外输出。中国、南非、土耳其、印度等一些新兴国家，实际上与发达国家进行了合作，而且希望能够成为国际玩家，这使得公私部门积累了很多债务。现在公司债务比主权债务升得更快。这些新兴市场有时不得不停止发售以美元计价的债券。

大多数新兴国家把银行部门向外国金融部门开放了，认为可以因此增加他们对抗外部金融冲击的能力。这也是世界银行所鼓励的，这使得经济更加美元化。另外，很多业务被外资银行接管。这样的做法不仅没有让国内的金融部门跟海外部门分割，反而更进一步把海外金融市场的很多风险传染给国内市场。在二战时，德国的银行实际上也进入了我们的国家和其他一些国家的银行部门。这使得整个国际的波动进一步外溢到我们的国家。有好几个在新兴市场上不稳定的案例，都是由于这样的渠道而产生的。2015 年发生的案例以及最近在土耳其发生的最新的例子，都是通过这样的渠道传播了不稳定。我在这里不会一一去具体讲。在 2015 年的马来西亚，林吉特当时掉到 1998 年的危机水平，外国投资者拼命退出马来西亚的债券市场，造成了很大损失。中国也损失了大量的外汇储备，一万多亿美元的外汇储备。中国很多公司急着还美元债，这也使得美元上扬，导致 2015、2016 年之间的人民币贬值。

阿根廷受到了美国的压力，也进行了自由化，减少了补贴，设定了一些通货膨胀的目标区间，但是后来还是因为通货膨胀化、贬值、赤字等，金融体系受到了冲击，最后出现了违约和贬值，最后阿根廷必须寻求 IMF 的援助。这些国家已经是挤干了外汇储备，再去寻求帮助。阿根廷还算早，在有比较多的外汇储备的情况下去寻求 IMF 的帮助，从而

获得了五六百亿美元的支持。2001年的时候，IMF 犯过一系列错误，就是在阿根廷。IMF 并不能帮助阿根廷稳定局面。阿根廷从 1827 年以来已经违约七次，阿根廷的危机本质上是一场债务危机。

土耳其最近也出现了类似的情况。土耳其采取了一个由债务推动消费的发展道路，最后引入了大量的美元债务。土耳其允许了储蓄高度美元化，在土耳其的股市中，这占到了投资者的 60%，占到了投资量的 20%。特朗普当政之后，对土耳其制裁的时候，当时土耳其的里拉已经贬值了 25%，后来特朗普进一步威胁，使得里拉进一步大贬值。在股市中，本地和外国投资者都进行了投机，进行打压。之后，土耳其政府提出用高利率来解决，这实际上并没有解决问题。此外，还提高了对于外国人储蓄的税收。土耳其在这种状况下拒绝寻求 IMF 的帮助，相反寻求了双边国家关系中的支持。不一样的是，土耳其最后表达了对于自身经济的高度信心，这是体现在货币政策中的。土耳其不愿意向 IMF 寻求帮助，最后跟麦肯锡公司签订了协议，这导致了政党内部的强烈反对，最后被迫放弃。虽然土耳其最近稳定了，但是，这样的货币贬值实际上让那些有大量美元债的公司也损失很大。很多国内债务也是以美元计价，同样带来这样的后果。土耳其总的债务是 2300 亿美元，而现在的外汇储备不足 1000 亿美元，这导致在短期债务比较多的状况下政府面临的危机很大。

我们看到，这里面有一定的传染效应。在其他一些新兴市场也有类似的情况。到目前为止，传染效应还是被遏制了。总的来说，阿根廷出现了违约，土耳其的违约更加严重。利率高企、美元强势，特朗普政权的贸易战，所有这

些加总在一起对于新兴市场的冲击是比较大的。很多资本在外撤。很多新兴市场并不想去寻求 IMF 的帮助，土耳其、印度尼西亚、马来西亚都不愿意寻求 IMF 的帮助，因为以往 IMF 的干预留下了不光彩的记录。但是他们也不愿意设置资本管制。在这样的状况下，下一场危机一定是规模比较大，不管是美国还是中国还是卡塔尔，他们可能像土耳其一样寻求朋友国家的支持，通过双边方式来解决，这可能会让 IMF 进一步被边缘化。这也是国际金融体系当中的新现象，也许我们还要学会接受。谢谢！

张湧：接下来有请金砖国家新开发银行副行长 Leslie Maasdorp 带来讲演！

Leslie Maasdorp：汇率与跨境资本流动

Leslie Maasdorp（金砖国家新开发银行副行长）：女士们，先生们，大家早上好，非常感谢主办方邀请我来到这里跟大家作一个演讲。我想以从业人的角度讲一讲多边体系的发展及其与今天讲的一些主题的关系。

我刚刚参加了巴厘岛的央行官员大会，也见了很多的专业人士，对金融体系最新的现状有了更深的了解。我们今天讨论的主题和巴厘岛的主题非常相似。昨天讲到了风险，讲到了贸易战在升级，讲到了它们对全球金融体系会产生的一系列的后果，以及贸易状况如果进一步恶化为全面的贸易战，应该如何应对等。

我会换一个主题，因为我认为他们还是在承诺继续推动多边主义，这是一个非常好的迹象。G20 成立了一个名人小组，是由新加坡的总理所领导的，还有各国部长的参与。

他们谈到了全球金融体系结构性的挑战和低效率，比如说很多开发银行需要通力合作，这的确是现实存在的问题。他们也提到了包容性金融，为所有人创造更多的效益。还提出了具体的建议。

下面，我会简单讲一下金砖银行，金砖银行其实是一个多边的机构，由巴西、俄罗斯、中国、南非、印度五国成立，希望填补资金的缺口。我们有五百亿注册资本。在未来几年中，还将继续会扩大我们的会员机构，希望能够使其成为一个全球性的机构，80% 的资金在未来会拨给那些非会员的国家，比如说欧洲、新加坡等等地区。我们是 2015 年成立的，到现在只有三年的历史，但是到年底的时候基本上已经完成了 70 亿美元的借贷，目前主要的借贷机构来自五个会员国的机构。我们也获得了信用评级机构很高的评价。我们知道，金砖国家的评级都是比较低的，主权债务可能只有 2B，但是我们获得了 3A 级的评价，基本上是金砖国家的 6 倍。同时我们采用了非常保守的风险管理制度，比如说我们强调资本充足率，强调资本的实力。这也正是为什么我们能够获得非常高的信用评级的原因。资本充足率也是非常重要的，可以使得我们在国际市场以较低的利率发行债券，从而以较低的成本为我们的客户提供更多的资金支持，可以将低息贷款提供给国有企业、私营企业、政府的相关部门，帮助他们取得更好的发展。我们的借款机构原来靠他们自己是无法获得很高信用评级的。

另外，我们也在努力推动开发银行的创新和商业模式创新。我们知道，在开发银行中，一般都是用美元来吸取资本的，借贷的时候也是用美元记账的。这基本上是一个默认的规则。世界银行借贷给印度尼西亚、马来西亚、南

非，所有都是以美元记账的。而在墨西哥比索、南非兰特贬值的时候，政府就不得不承担这个冲击。现在我们看到整个商业模式已经发生了变化。大家都是金融领域的专家，其实应该都意识到用国内的储蓄来为国内的投资提供资金可能是一个更可行的渠道，至少可以避免汇率的波动。我们开始大力推动本土货币融资的概念。金砖银行在中国发行了30亿人民币的债券，也是以人民币作为融资货币。在南非，也会推出一个本土货币的债券项目，主要是资助当地的大型基建项目。中国有比较广阔的证券市场，但是中国的证券市场还是以国内为主。希望中国政府能进一步开放中国的证券市场，引入境外的投资人，深化我们的债券市场。我们相信在未来，中国的债券在纳入巴克莱、摩根大通的指数之后，会更多受到国际资本的影响。

金砖银行有三个主要的价值取向。我们专门发布了一个报告，描述了作为一个多边开发银行所要承担的职责。前面讲了我们每年都要贷出几十亿美元的资金扶持基建项目，这是我们的一大任务。我们在亚洲投了很多项目。一开始的时候，虽然我们投了很多资金，提供了很多贷款，但是有些项目并不是很成功，回报率并不理想。我们认为世界上有很多资金的利用效率并不高，包括机构资金，包括养老基金，收益率非常低，当然也是因为全球利率比较低。所以我们完全可以把这些机构性的资金引入到基建的投资中。基建投资有很多项目其实是蛮赚钱的。我们认为这是应该推动的一个主要方向。总之，第一个任务就是大力把民间资本引入到基建投资中。第二个是前面已经提到过的，用当地的货币为基建项目提供融资而不是用外币比如说美元、欧元或日元来做融资货币。第三就是做一个公共产品的提供者，希望能进一

步推动绿色经济的发展，帮助我们扶持的国家向绿色经济转型，尽量消除经济发展对环境的不利影响，尽量地降低这些发展中国家经济体系中碳的密度。我们已经发布了相关的报告，这个报告中描述了金砖银行新的商业模式。

因为时间有限，我接下来简单讲一下我个人的观点。现在世界发生了重大的变化，货币体系发生了很大的变化，以前是布雷顿森林协议，现在是 SDR。我们对这个变化非常期待。因为作为一个开发银行，意味着我们有更多的引领性，能够进一步实现我们的志愿，克服更多的障碍。开发银行本身也非常灵活机动，可以适应时代最新的需求。谢谢大家的耐心聆听。也非常期待待会儿和大家讨论提问。

张湧：下一位有请中国社会科学院国际金融研究室副主任肖立晟带来演讲！

肖立晟：人民币汇率形成机制改革： 市场供需、篮子货币与逆周期因子

肖立晟（中国社会科学院国际金融研究室副主任）：谢谢主持人，我感到非常荣幸受邀到这儿参加会议。我在这里介绍一下人民币汇率定价机制的改革，特别是大家最近关注人民币的走势。我在这里讲四个部分：首先是人民币汇率形成机制的改革，包括最近在改革中的一些挫折，然后会介绍近期的汇率走势，再谈一下逆周期因子，再就是货币当局干预的逻辑。

我们先来看第一部分人民币汇率形成机制的改革。从 1978 到 2018 年，人民币汇率形成机制经历了一个比较长的转型过程。人民币的汇率总的来说是在升值，这实际上是一

个充满变化的过程。有一些节点，一个是 1985 年有比较大的变化，然后是 2005 年出现了贬值，之前人民币有比较长的贬值过程，后来又升值，最近又是贬值。最近中国人民银行做了一些调整，在一年当中对于人民币的汇率形成机制做了一些改革。其中一个重要的因素就是逆周期因子的引入。今年一月，人民币出现了一波升值的势头。很多人认为，为了避免中美贸易的摩擦，所以需要很好地稳定人民币的汇率。后来因为市场的行情，人民币又出现了一波贬值的势头。特别是因为中国央行降准，使得人民币贬值幅度加大。总体而言，中国的贸易盈余还是比较稳定的。看一下逐月的数字，中国有 200-400 亿美元的顺差。这是因为中国的商品在国际市场上都占有比较重要的位置。如果你看一下资本的流动，最高的时候是在 2015 和 2016 年。特别是流入，对人民币是一个很重要的支撑。我想强劲的出口也使中国能够持有比较多的美元，这也就使得人民币在总体上强势。在强势状态下，很多公司并不希望手持大量的美元。

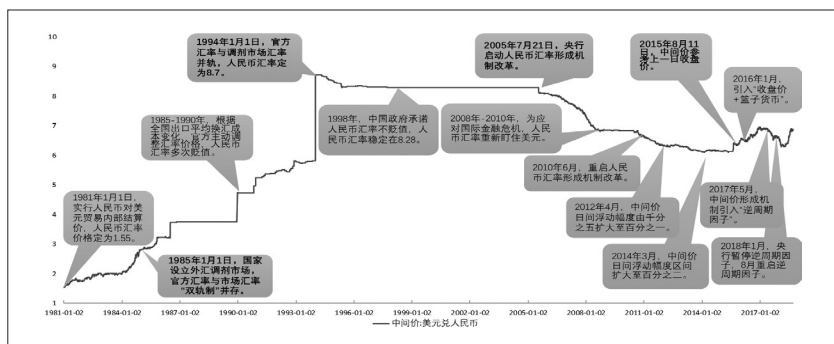


图 1：人民币汇率形成机制改革主要进程

最近一段时间人民币针对国际一篮子货币还是在趋于贬值。央行并没有对人民币汇率进行过多的干预。从 2017

年 10 月以来，人民币出现市场化的波动。看一下每天交易的状况，你可以看到每日人民币的交易是比较市场化的。今年上半年走出了升势的行情，后面产生了贬值。这反映了对美元的需求在中国外汇市场上是上升的。在这种状况下，中国人民银行更多地使用了逆周期因子，避免市场对人民币更大的贬值压力。总之，逆周期因子比较有效地瓦解了对于人民币的贬值压力。中国有两个市场，一个是在岸汇率市场，一个是离岸汇率市场，两者之间有一定的差异。通过观察在岸汇率和离岸汇率，我们可以看出趋势变化以及逆周期因子在在岸人民币汇率形成中发挥的作用。在最近一个周期当中，在岸和离岸的差异幅度在收窄，银行间的隔夜拆借率也比较稳定。

我们要想理解中国的人民币汇率走势，必须要很好地理解中国的外汇市场结构。这个市场有两个特点。第一是按照实需原则，任何外汇交易必须具备相应的真实贸易业务背景。第二是交易主体比较有限。中国的外汇市场是封闭的，以银行间市场为中心，市场主体主要是银行等金融机构。在这种特殊的外汇市场结构下，人民币汇率的形成机制非常依赖于贸易顺差。只有跟贸易相关的市场主体才能够进入到外汇市场交易。中国外汇市场的微观结构在规避金融风险的同时也抑制了外汇市场的价格发现功能。由于缺乏风险较高的投机者，外汇市场很容易形成单边市场格局。

下面来看一下最新推出的逆周期因子的作用。一般来说，以市场供应为基础，参考一篮子货币进行调节，这是人民币汇率形成的重要的机制。这里的中间价实际上主要包括三个部分。第一个是上交易日的收盘汇率，这主要是人民币汇率对美元汇率中间报价，要参考上一日的收盘汇率。第二

个是一篮子货币汇率的变化。第三个发布人民币汇率指数，强调参考一篮子货币的力度，更好地保持人民币对一篮子货币汇率的基本稳定。但是在这个当中还要加入一个逆周期因子，它在这三者当中的作用很明显。上个交易日收盘汇率反映了市场的供求，一篮子货币的加入是要保持人民币对一篮子货币汇率的相对稳定，逆周期因子要保持人民币汇率的总体趋势相对稳定。逆周期因子在出现波动的时候，作用显得非常大，特别是在贸易战的过程中，引进逆周期因子就非常重要。这就是我们从六月和七月所看到的，因为出现了对一篮子货币的波动，保持人民币汇率稳定重要的功能就要由逆周期因子来承担。在稳定人民币汇率的过程中，我们也要考虑到市场的供求以及逆周期因子作用的发挥，通过这种方式让人民币保持汇率稳定。在逆周期因子引入的第一个阶段，一篮子货币汇率总的来说非常稳定。在那个时候，逆周期因子的意义不是很大。但是，最近一段时间，在对人民币汇率贬值的预期加强的情况下，逆周期因子明显发挥作用。这有助于人民币汇率保持相对稳定。

最后一部分，我要专门介绍一下中国货币当局干预的逻辑。一般来说人民银行有三个目标，第一就是要保持国际收支平衡，第二要保持宏观经济的稳定，第三要保持金融市场的稳定。他们一般要参考三个指标，第一个是均衡汇率，第二个是一篮子汇率，第三个是人民币对于美国的双边汇率。在实际操作中，三个目标有时候会面临一些冲突。这就需要根据当时情况的轻重缓急来决定人民币对美元汇率的走势。如果就看今年，外部不确定性开始显著上升，货币政策分化加剧，央行需要尽快地释放汇率压力，保证货币政策独立性，这是一个大的背景。我们看到在不确定性增加的过程

中，来自美元的威胁比较大。如果要加固国际收支平衡、实现宏观稳定和金融市场稳定，不管是继续单边升值，还是盯住美元，这两种都不可取。这种情况下不仅要考虑跟美元，还要跟周边的货币，比如说韩元、日元等汇率比较。加总在一起，就是要兼顾国际收支平衡，宏观稳定和金融市场稳定。特别是在目前中美贸易战的状况下，我觉得，我们货币当局很希望渐进地调整中国的货币，同时也要让人民币的汇率能够灵活，随着市场的变化，自由地上下变动，这样更有利于抵抗外部冲击，同时有利于中国内部的稳定。谢谢！

张湧：这个环节最后一位演讲人，有请上海财经大学上海国际金融中心研究院副院长丁剑平！

丁剑平：美元指数对人民币和离岸人民币的影响： 高频数据告诉我们什么

丁剑平（上海财经大学上海国际金融中心研究院副院长）：首先感谢主办方邀请我来到这里和大家介绍一下我最新的研究成果，就是中国的外汇市场，尤其是离岸人民币和在岸人民币这两个市场之间的研究。除了研究这两个外汇市场的关系之外，我还研究了这两个外汇市场和美元指数的关系。我们知道，在大陆，或者说在中国有两个人民币市场，一个是在岸人民币，一个是离岸人民币，相互之间会有交叉关系。

之前没有办法获得相关的高频数据，现在有每分钟、每五分钟以及每十分钟的统计数据了，我们便可以开展比较细致的研究。我们对这两个汇率与美元指数的关系进行了研究。因为这两个汇率都会受到美元指数变动的影响。之前的

研究结论就是，离岸的市场对在岸市场的影响是非常大的。但是我们的研究得出了不同的结果，或者较之前学者的结论略有所偏差。以前的数据强调，离岸的影响非常大，但有时候，有些天数或者有几分钟在岸对离岸的影响会产生差异。我们需要做这样一个调整。之前大家认为，离岸市场是一个自由的市场导向的市场，离岸市场简称 CNH，因此对在岸市场 CNY 会产生比较大的影响。但是我们的研究发现，并不都是如此。我们看了每天、每十分钟、每五分钟以及每分钟的数据，我们认为不同的数据应该按照不同的时间点来看。我们分析了这两个市场汇率的正协方差和负协方差的关系，发现有的时候会往一个方向变动，有的时候会往另外一个方向变动，有的时候更多的是正方向变动，有的时候是负方向变动。因为大部分的研究强调了离岸市场对在岸市场的影响力，故我们也研究交易量。我们看到，流动性其实是和交易量是息息相关的。在岸的交易量有的时候会大于离岸的交易量。我们都知道就市场的体量或规模而言，在岸的市场体量要大于离岸的市场体量，这也是为什么我们得出了这么一个结论，且和之前研究的结论并不相一致。这是我们研究的一个框架。

我们主要研究的负协方差和正协方差，在这两个汇率背后，其实美元指数对在岸市场的影响非常大。之前的研究却显示美元对离岸的影响较大，离岸从而影响在岸。但是我们的高频数据研究显示，美元指数对在岸的影响也会很大，而且大于对离岸的影响。

图 2 是协方差的差异。我们把负协方差和正协方差都列出来了，做了这样一个对比。我们看了一些极端的天数，有一些极端的天数是协协方差主导，有些天数是正协方差主

导。我们用了一个非常简单的回归模型，用负协方差做虚拟变量，用虚拟变量来对比这两个市场的汇率。总之，我们用这个模型来研究这两个市场的汇率交叉效应，其中有两个变量是非常重要的，一个是滞后效应，每分钟的滞后效应。我们检验了在岸的（CNY），以及离岸的（CNH），这里放了离岸的收盘价。因为离岸是 24 小时开放的，而在岸市场的交易时间只有 7 个小时。我们想方设法来做在岸和离岸的和对美元指数的影响，当然要考虑这个交易时间的差别。我们发现，在负协方差主导的天数的时候，迹象非常明显：这两个市场相互之间会有影响。而离岸市场的影响大于在岸市场。美元对在岸市场的影响要更大，大于对离岸市场的影响。这的确是比较意外的结果。

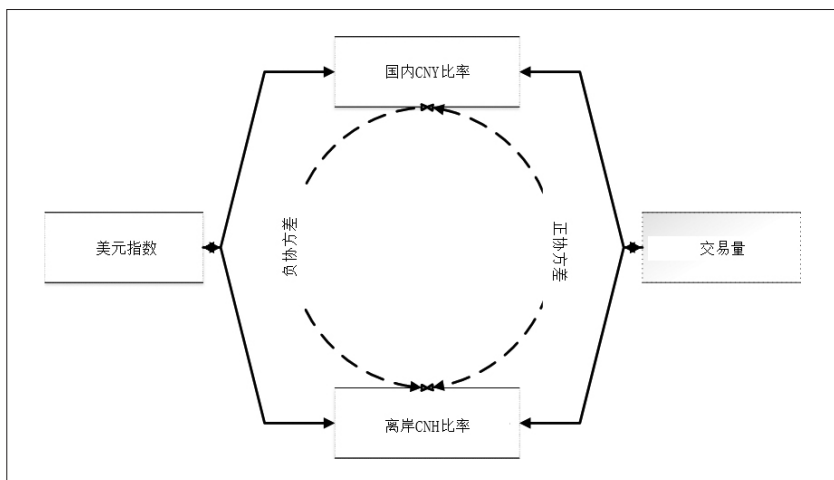


图 1：包含美元指数和交易量的研究框架

另外我们还以美元指数为阈值来研究两个区间，一个区间是美元贬值，一个区间是美元升值。我们看其对两个汇率市场的影响。最终，我们惊讶地发现当发生负协方差的时候

候，即在人民币面临较大的贬值压力时，甚至是在人民币和美元都面临贬值的压力时，在岸市场和离岸市场的变动方向并不是同向的。尤其是在负协方差的区间，在岸市场和离岸市场的变动方向事实上是刚好相反的。我们得出的结论就是，在人民币面临比较大的贬值压力的时候，在岸和离岸市场变动方向正好相反。在美元面临升值压力的时候，人民币会往正的方向发展，而在岸和离岸这两个市场都会往正的方向发展或者说变动。这是我们发现的一个结果。

CNY-CNH负协方差的天数			CNY-CNH正协方差的天数		
日期	协方差	序号	日期	协方差	序号
2016/12/19	-1.61E-06	20	2017/1/5	0.000726	27
2017/2/27	-1.24E-06	59	2017/5/31	0.000167	121
2017/6/8	-9.31E-07	127	2017/1/17	0.000107	35
2017/6/9	-4.75E-07	128	2017/6/27	9.58E-05	140
2016/12/12	-2.96E-07	15	2017/9/7	9.23E-05	192
2016/12/13	-1.11E-07	16	2017/9/8	8.96E-05	193
2016/11/24	-6.74E-08	3	2017/9/29	8.26E-05	208
2016/12/20	-2.68E-08	21	2017/9/28	0.000077	207
2016/11/29	-2.23E-08	6	2017/1/6	5.43E-05	28
2017/2/22	-1.04E-08	56	2017/9/4	4.89E-05	189

图 2：正负协方差

另外，我们也做了一个交易的检验。我们分为美元指数的贬值和升值这两个部分来进行检验。当美元的指数阈值是 93.7，在美元升值的时候，在岸人民币会受到很大的影响，对离岸的影响反而比较小。另外，我们也做了这两个市场交易量的检验。即在美元升值和贬值的时候，换言之，在人民币面临贬值压力的时候和升值压力的时候分别有什么样的情况。这里同样用了虚拟变量，是和交易量相关的虚

拟变量，包括了对在岸和离岸两个市场的观察。我们发现在负协方差天数期间，有一个动态的变化，且与在岸市场的开市和收市呈显著相关。这就说明开盘价和收盘价都会受到交易员心态的很大影响，因为在开盘和收盘的时候交易员心态会比较特别一点，所以会对价格产生比较大的影响。在正协方差天数的时候，同样也有这样一个规律，在开盘的时候会有比较显著的影响，但是收盘的时候并没有很大的影响，因为离岸市场是 24 小时交易的。我得出的结论就是，高频数据反复地证明了离岸市场的汇率对在岸市场汇率的影响大于在岸对离岸的影响。而且升值期间这两个汇率变动的方向刚好相反。此外，对大部分发展中国家而言，美元指数对在岸的影响大于离岸对在岸的影响。对在岸施加压力之后，美元对在岸的影响也仅次于离岸。美元指数突然下降可能会导致在岸人民币升值，并成为后续升值自我实现的动力。

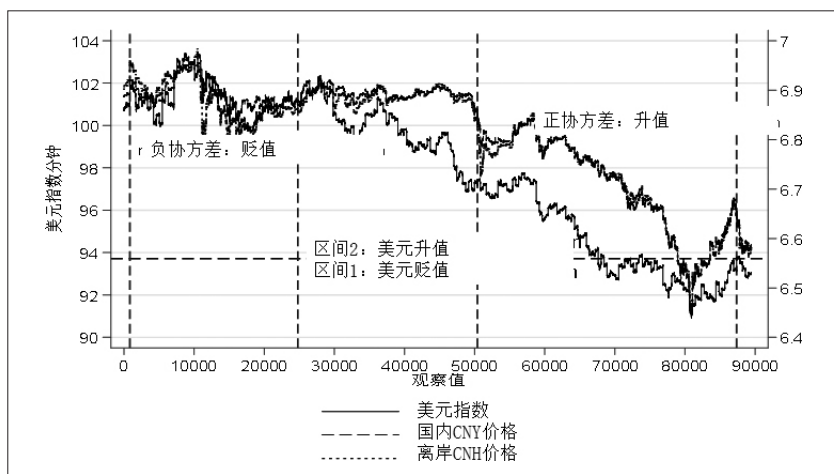


图 3：美元指数与在岸市场与离岸市场的关系
隐形的手是可以在在岸时间发现的，尤其是在收盘和开

盘的时间。在离岸市场交易量的 24 小时交易时间当中表现并不是非常明显。在岸市场的交叉效应要大于离岸市场。其实，在负协方差期间，离岸的效应比离岸指数更加快人民币的贬值。在在岸价格、离岸价格、美元价格这三个价格的前提下，离岸对在岸的影响是非常大的，这是和之前的研究相一致的，但是在贬值期间，这两个市场会有相反的波动。在升值期间，这两个市场的波动方向是一致的。而美元对在岸的影响非常地大，而不是对离岸的影响非常地大。谢谢！

讨论

张湧：谢谢丁教授。第一个环节有四个演讲嘉宾，讲得都非常精彩。下面还有几分钟进行讨论。大家有什么问题或者评论吗？

Hansjorg Herr：我对第一位发言者有一个问题。你在讲演中提到：我们很有可能会看到一场在新兴国家的新的金融危机，实际上应该说你的观点跟 IMF 提出的观点类似。也就是说，这样的危机可能确实是高风险的，货币有明显的不匹配，而且美元化确实导致了货币不匹配。我的问题是：为什么这样的问题一再发生？我们已经有了 80 年代还有 90 年代的类似的先例。到底是什么原因使得新兴国家经济体里有那么多人喜欢风险，偏偏把货币错配起来？这是我想不通的问题。为什么国际机构还有这些国家不阻止这样做？

Gerald Epstein：我的问题是，你能不能再多讲一下金砖银行如何才能推动绿色融资。你们是不是在应用一些经济分析，告诉我们可以通过绿色融资促进更大的效率，比现有

的经济做法有更高的效益？

Jung Taik Hyun: 你分析得很好，新兴经济体确实在很大程度上暴露出这些弱点。我有一些不同的看法。归根到底是波动性增大时，跟固定汇率相比，自由浮动的汇率是否更好？对于韩国这样的小国家，审核的时候我们发现：当外部环境变糟的时候，人们总是会讲到应该减少外债规模。阿根廷、土耳其、印度尼西亚这些国家确实出现了比较大的问题。在这种情况下，是不是应该采取什么方式减少波动性，增加稳定性？如果是减少波动性的话，可能最后会使你的外汇储备和其他资源都低效配置了。这是我的看法。谢谢。

吴信如: 你刚才的报告中讲到，人民币汇率形成机制包括上一天的结算价、一篮子汇率和逆周期因子。逆周期因子和收盘价基本上是反向相关的，只是在 2018 年发生了一些变化。我不知道这个逆周期因子是怎么得到的，是根据人民币汇率的变化，且在比较收盘价扣除了一篮子因素之后得到的，还是央行关于逆周期因子有一个计算公式。对于逆周期因子中央银行是怎么考虑的，能不能仔细讲一下。谢谢。

Lawrence Goodman: 首先要再评论一下有关新兴市场资本流动。我知道阿根廷在以往十年中还好，但是没有积累起很大的外汇储备。这跟亚洲国家在亚洲金融危机之后采取的做法是不一样的。我们看到在阿根廷面临大宗商品价格下跌的时候，阿根廷陷入经常项目赤字。我可以说是他们的整个政策确实出现了一些问题。**Jonathan** 昨天讲的非常有意思，在面临这样的外部冲击时，可能有很好的防御措施，包括对外部的资本流入进行管理。阿根廷为什么没有这样做？第二，为什么在人民币的离岸和在岸市场汇率之间有这样的背离或者差异？这个问题是问丁教授的，为什么这里有这样

有趣的背离？能不能具体告诉我们一些因素？谢谢。

张湧：因为时间比较有限，我想就直接请我们的发言者来回应。

Leslie Maasdorp：非常感谢，我们的新开发银行有关绿色经济扶持这方面的内容，在章程中已经是写得比较清楚了。这个理念实际上在 70 年代或 60 年代甚至更早的文件中都有，尽管没有这样明确提出来。我们银行实际上对火电厂就是明确地不予支持。我们的扶持主要是在绿色的项目中。能源方面唯一一个涉及到煤的贷款项目，且资本密度比较高的主要是在中国的项目。这本质上是要用一个方法使得排放减少，这也有助于整个成本的降低。中国有很多煤，也是因为煤而成为了碳排放大国。他们试图找到一个更有效利用煤的方法。我们 80% 的贷款尽量地绿色。中国有很好的规范框架，比如中国人民银行有一个明确的绿色指南，是非常详细的。在我们每个项目中，都是用绿色债券这样的方式来支持。发的债券都是绿色债券，而且我们都强调所有的绿色债券获得的收益必须放到绿色的项目中，这是一条标准。在 2016 年已经形成了这样的框架。我们还要再发一些更多跟气候、温度变化引起的灾变有关且能够对抗这样后果的一些债券。

总的来说，银行的债券往这个方向在走。我们的绿色贷款是纳入长远规划的，是我们强调基础设施的一个重要核心。另外，还有利用科技来解决问题。现在建设基础设施的时候，还需要考虑未来 50 年之后，世界会发生什么变化。比如做了水电站，做了港口，做了铁路。你要想象未来 50 年这会对环境产生什么样的影响。我们要考虑技术和自然的和谐共存。因为有可能一些技术会改变一个城市运作的

方式。比如说无人驾驶车使得道路规划要重新调整。我们要长远眼光，绿色技术、绿色经济对我们而言是一个非常令人激动的领域。

Yilmaz Akyuz: 我不会花很长的时间。其实，有一个问题是意愿，另外一个问题是权力或实力。为什么很多国家表现不那么审慎呢？因为有些国家的政府根本没有长远的眼光，只看下一次大选之前民意的支持度，想方设法要留住手中的权力。当然各国之间的情况是大相径庭的。IMF 还有一些国家，比如说日本有不同的应对风险的模式。他们会列出自己国家的脆弱性等，这要考虑到不同国家的情况和不同经济体的情况。从 80 年代以来，IMF 也写了很多关于拉美债务的报告探讨金融体系的差异，还探讨了跨境资本流动所产生的冲击和影响。现在大家对这个方面的因素越来越关注，但是还没有得出明确的结论。讲到固定汇率和浮动汇率，有些人认为浮动汇率会产生脆弱性，并非如此。现在有很多的冲击，这个冲击也会改变浮动汇率，即可能会使浮动汇率不再有缓冲的作用。汇率的波动性和新兴市场是有关系的。关键在于经济基本面的管理。

在我的书中，就阿根廷的状况有非常详尽的分析。如果情况好的话，一切都会貌似非常顺利；但是如果情况不好，比如说储备不够，各方面都出问题了，可能会更容易情况恶化。央行可能有很多目标，控制通胀还有控制国内利率等等，在情况不好的时候可能这些目标并不能真正实现，反而可能会导致事情恶化。具体内容我在这里不再赘述了。我觉得很多拉美国家的问题在于储备积累的不足，智利也是这样的国家。为什么问题老发生在阿根廷？因为阿根廷政府有时候太过野心勃勃，一下子推出大爆炸式的改革，反而引发了

它的危机。

肖立晟：其实央行在 2016 年和 2018 年的时候就有两篇专栏，关于逆周期因子说得比较清楚，但还是有一些不确定的地方。收盘价是四点半的时候，逆周期因子是从下午四点半到第二天早上七点半的时候。知道过去一天的中间价，知道前日收盘价，从昨天下午四点半到今天早上七点半之间所有一篮子货币波动算出来，要保证这个一篮子货币基本稳定，倒算出来整个汇率的调整幅度。把这个调整幅度加到收盘价幅度上去等于第二天的价格，再把这个价格和央行公布的价格做对比，差值就是逆周期因子。SDR 篮子波动稍微大一点，逆周期因子基本上还是能够保持一个比较有规律性的波动。收盘价贬值幅度较高的时候，逆周期因子对冲的幅度较大。当收盘价有升值压力的时候，有一段时间在升值了，逆周期因子这个时候没有太多的对冲，它的对冲较小，在一定程度上避免人民币汇率有过强的贬值压力，这在一定程度上也是给一个市场一个信心的指引。还可以算一个逆周期因子的系数，在逆周期因子之上考虑前一日的收盘价和中间价之间的差别。把这个差别再剔除掉一篮子货币在九个小时之内的波动。然后央行认为剩下那部分残值真正反映了市场供需，再用逆周期因子除以那个残值，大概是 40%-60% 之间，各个时间不一样。这是我们当时一些算的细节，供你参考。

张湧：谢谢肖教授，也谢谢各位精彩的提问和评论。我们茶歇，十一点的时候回来，谢谢！

第五部分： 中国的金融开放和“双支柱”宏观调控框架

张立平（主持人，上海发展研究基金会副理事，国盛集团原董事长）：我们进行下半场的讨论。全球金融危机以后，G20 提出了宏观审慎的政策框架，在这个背景下，中国应该如何进一步地完善货币政策传导机制，如何协调货币政策与财政政策，中国应实施怎样的政策来管理跨境资本的流动，就这些问题我们开始进行下半场的讨论。我们先请上海交通大学的刘建丰演讲！

刘建丰：危机后央行货币政策工具与 监管政策框架的演变与挑战

刘建丰（上海交通大学）：首先感谢主办方给我这个机会报告一下危机后央行货币政策工具与监管政策框架的演变与挑战。我主要想报告四个方面。第一个是中国货币政策调控工具的变化；第二个是中国的货币政策调控框架及其主要特征；第三个是央行的宏观审慎政策及双支柱调控框架的形成和发展；第四个是我国央行未来双支柱调控的重点和难点。

第一个是货币政策调控工具的变化。我们知道刚才肖立晟博士也讲了中国的汇率政策和走势。在这个情况下，中国的外汇储备在危机前是增加的，以外汇占款形式进行人民币大量投放以及发行央票。2014 年以后外汇储备和外汇占款形势有所变化，这个情况下央行没有必要通过发行央行票据

的方式对冲过多的流动性。这样央行就面临一个新的问题，就是怎样发行基础货币，怎样进行基础货币的投放。央行以前通过央行票据对冲的时候，成本是非常高的。

因变量	国内 CNY	
阈值变量	阈值	SSR
美元指数	93.7140	0.0006
变量	区间 1	区间 2
L.ldmusdcny	0.140***	0.0100*
国内 CNYlag 指数 1	(18.50)	(1.955)
L.ldhclose	0.0625***	0.0659***
离岸 CNH lag 指数 2	(11.01)	(18.28)
L.lusdxm	-0.0481***	-0.000392
美元指数 lag 指数 1	(-14.66)	(-0.212)
交易量	-2.02e-08*	-5.62e-08***
CNH 交易	(-1.899)	(-7.431)
mfr	-5.17e-08	-2.67e-07***
CNY 交易	(-0.197)	(-4.553)
常量	4.19e-07	3.15e-06***
	(0.376)	(6.332)
AIC	-1.677e+06	
观察值	89,458	89,458

图 1：本世纪以来央行法定存款准备金利率和
票据发行利率的对比

图 1 的横线是存款准备金利率，大概两个百分点，但是央行票据的利率持续 3-3.5 个百分点，这个情况下调控成本非常高。在这种情况下，2013 年和 2014 年，央行连续创新了几种调控工具。第一种是常备借贷便利（SLF），这是一

种短期的方式。第二种通过中期借贷便利（MLF）的方式来调控汇率。为了应对棚户区改造，央行创造了抵押补充贷款的方式。在最近两年，SLF 已经是比较稳定的操作，它的利率成为了利率走廊的上限。另外一个超额准备金下限，这是央行利率走廊的操作方式。

第二个是利率引导作用。4 月份，央行货币政策相对偏紧。棚户区改造每个月投放六百亿人民币，这是很大的量，有些人说这造成了三四线城市房价的上涨。但是有一个关联，中国外汇占款的减少会影响人民币的投放。我们把前面三种货币的投放方式进行了加总，从最近两年来看，政策调控工具完全能满足基础货币的新增需要。央行完全有能力发行更多的基础货币。市场上担心外汇占款减少影响了央行的货币政策，影响了货币政策的独立性，这种担心是比较多余的。

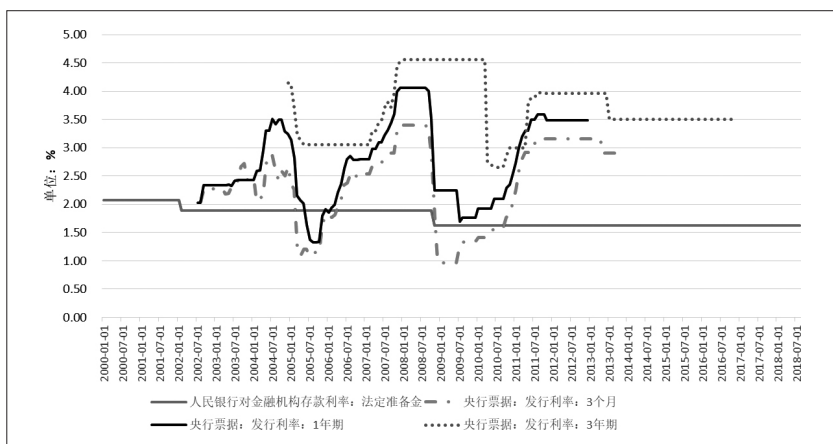


图 2：不同货币政策调控工具的优缺点

危机后中国货币政策调控工具也产生了变化。第一个是对存款准备金制度进一步完善。2015 年 9 月份进行准备金

考核制度。第二个是对再贷款再贴现，在结构性货币政策调控功能方面进一步改进。中国主要是在这些领域做一些调控。国外是对长期和短期的扭转操作。另外一个变化是在利率政策方面，中国完成了存贷款利率的自由化，并且初步构建了利率走廊机制，尤其是 2013 年的时候创设了 SLF，以 SLF 利率为上限，以超额准备金利率为下限，就给我们市场利率提供了一个利率走廊的机制。

第二个我想报告中国货币政策调控框架及其主要特征。大家看图 2，中国采用的货币政策调控工具，中国的央行是比较复杂的，货币工具是最多的。调控工具的作用有直接型的、间接型的，还有数量型的、价格型的、价格和数量综合型的，有一些整体性的调控，也有一些结构型的调控。中国货币政策调控框架主要特点是由中国市场经济改革方向来决定的。所以，向世界主要国家的调控方式靠拢，主要是间接型、价格型以及整体性调控。当前基本完成了这三个方面的转变，以间接调控为主，数量型调控向价格型调控的转变也已完成。中国货币政策调控框架有中国特色，尽管数量型调控作用在逐渐下降，但是货币政策数量型调控特征依然很明显。因为中国有国企、地方政府融资平台，所以对利率调控并不敏感。第二个是结构性货币政策的调控作用正逐步加强。央行刻意淡化全面漫灌总量型货币政策框架的路径依赖，将全面漫灌逐渐演变为精准滴灌。

第三个是央行的宏观审慎政策及双支柱调控框架的形成和发展。这个部分因为时间关系不展开。我主要介绍一下中国的进展。2011 年，中国正式进入了差别准备金动态调整机制。2016 年，中国把这个机制升级为宏观审慎的评估体系，就是 MPA 的体系。2017 年将表外理财对应的资产纳

入MPA广义信贷指标范围。2018年进一步把同业存单纳入同业负债的占比指标考核。对外金额方面有两个，一个是将远期售汇纳入宏观审慎管理框架，同时对开展代客远期售汇业务的金融机构收取外汇风险准备金。2016年实施本外币一体化的全口径跨境融资宏观审慎管理框架。

这里想介绍的是第四部分：外部不确定性加大背景下央行未来双支柱调控的重点和难点。第一个是价格型调控和价格传导机制会进一步加强。第二个是未来会探索将影子银行、互联网金融等纳入宏观审慎政策框架。第三个，目前中美贸易战比较火热，在外部不确定性加大的背景下，货币政策的立场应以稳健为主，确保金融市场流动性合理充裕。经济过冷的关键时期，我们应该对采用比较多降准、定向降准还有信贷政策方面快速调控的作用加以正视。一旦经济出现不确定性因素比较多时候，央行将会采用这种政策。第四个是房地产市场的宏观审慎管理会进一步完善，主要是对不同的城市类别，完善以因城施策为依据的差别化住房信贷政策，以家庭购房资格、首付比例和房贷利率为主要抓手。第五是继续完善跨境资本流动和跨境融资的宏观审慎管理框架。关于人民币投放方面，刚才讲到了创设新的货币投放工具，比如说SLF。未来短期还是会通过降准来调控货币。在中国，法定准备金的比例是非常高的，有非常高的降准空间。如果能降低存款准备金率，银行体系效率会进一步提升。另一方面，从战略的高度来看，中国一定会建立一个高度发达的国债市场，它是确保人民币国际化的关键，全球人民币投资者需要这样一个市场来持有安全资产的需求。目前尤其是在财政政策进一步宽松的情况下，货币政策的配额方面也面临一些机会。完善国债市场，未来应该是一个比较看

好的方向。这是我的主要报告内容，谢谢大家！

张立平：下面我们有请兴业银行首席经济学家鲁政委带来讲演！

鲁政委：疏通货币政策传导机制

鲁政委（兴业银行首席经济学家）：谢谢主持人，各位专家上午好！我今天报告的内容是疏通政策的传导机制。因为政策的传导机制是今年以来从中央到国务院到央行一直在强调的问题。

货币政策调控工具	调控对象	操作目标	直接或间接型	数量或价格型	整体性或结构型
公开市场操作	债券市场和商业银行等	利率和基础货币	间接型	量价混合型	整体性
存款准备金率	商业银行等存款类机构	基础货币	间接型	数量型	兼顾结构的整体性
临时准备金动用安排	商业银行等存款类机构	基础货币	间接型	数量型	兼顾结构的整体性
再贴现	金融机构	利率和基础货币	间接型	量价混合型	偏结构型
再贷款	金融机构	利率和基础货币	间接型	量价混合型	偏结构型
存贷款基准利率	各类存贷款金融机构	存贷款利率	偏直接型	价格型	整体性
信贷配额和窗口指导	商业银行等金融机构	信贷	直接型	数量型	兼顾结构的整体性
常备借贷便利	政策性或商业银行	利率和基础货币	间接型	量价混合型	整体性
中期借贷便利	政策性或商业银行	利率和基础货币	间接型	量价混合型	整体性
抵押补充贷款	政策性银行	利率和基础货币	间接型	量价混合型	兼顾结构的整体性
临时流动性便利	商业银行	基础货币	间接型	数量型	兼顾结构的整体性

图 1：货币市场：7 天央行逆回购利率与市场利率

为什么要讲这个问题呢？我们看图 1 的情况，7 天商业银行之间拆借利率跟央行 7 天回购利率相比，有时候已经跌破了。在央行看来，现在货币市场的钱已经很宽松，价格也已经很便宜。但是，我们在债券市场仍然看到在企业融资的时候，仍然只有高等级的企业债发出来，而 2A 级以下的占比在不断下降。民营企业债的信用利差几乎没有缩小，还在高位徘徊。短的很宽松，长的又很贵，这怎么办？大家直觉上说，怎么把传导弄得通畅一点？传导是否畅通需要从经济学角度来理解，也需要在国家转型背景下来理解。从央行给

出来，一直到给到企业手里，给到投资项目手里，面临的每个环节都可能存在梗阻。这个梗阻不一定不好，只是说可能面临的约束。我今天主要讲三个问题。

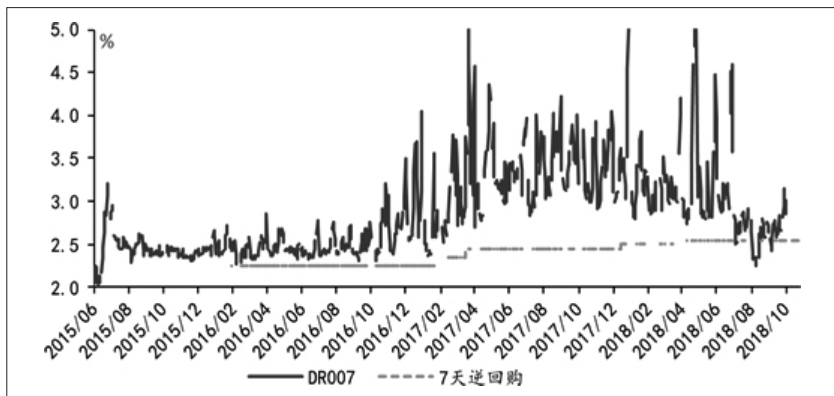


图 2：信用扩张的道道闸门

看图 2，你有什么感觉呢？每个环节都有它的约束，都有它的梗阻。首先要提的第一个梗阻是：在中国背景下，大家总以为商业银行可以放的贷款是无限的，只要央行给它钱，它就可以放。你给我的是钱，我要的是资本金；你给我的是同业资产的资金，我要的是一般市场的负债，都配不上。商业银行一般性的存款已经不足以支持它的贷款投放。因为在新的监管条件下，你要求同业负债占总负债不能超过 35%，你怎么传导呢？当然传导不上去了。

看另外一个结构的问题，今年上半年颁布了一系列立刻执行的流动性指标，除了过去巴塞尔协议 III 讲的流动性覆盖率，还有一个今年已经被作为监管指标要开始执行，还有中国特色的流动性匹配率。所有这些监管指标都在讲什么呢？看一下新指标 NSFR（Net Stable Funding Ratio, 净稳定资金比率 = 可用的稳定资金 / 业务所需的稳定资金），因为

指标的比值越大越好。

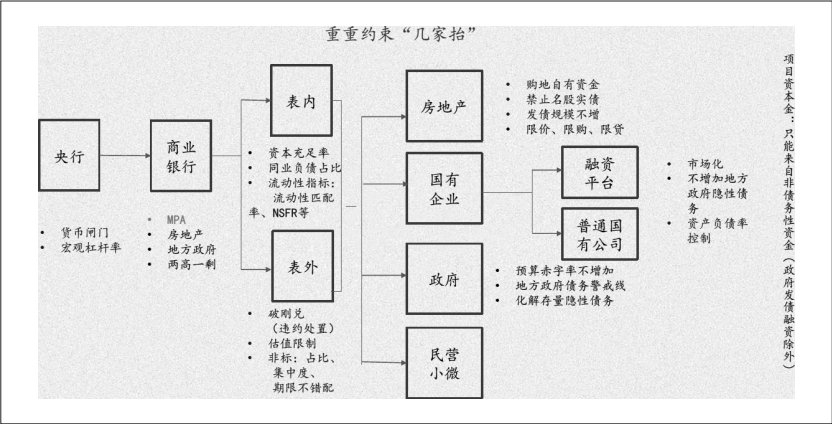


图 3：梗阻之一：

银行表内 - 负债结构难以支撑合意的信用扩张（指标分子）

你看它的分子，期限短的资金来源的权重是零，其实无助于把这个分数变得更大。你需要更长的钱，我需要长的负债。

净稳定资金比例（NSFR）：给定资产，要求拉长负债期限	
资本与负债项目	可用稳定资金系数
(1) 监管资本（含监管资本扣除项，但不包括剩余期限小于1年的二级资本工具）	100%
(2) 有效剩余期限在1年及以上的其他资本工具，但不包括若行权将会使预期剩余期限降到1年以下的带有明确或嵌入期权的资本工具	
(3) 有效剩余期限在1年及以上的所有有担保和无担保借款和负债，包括定期存款，但不包括最终剩余期限1年以上的负债产生的1年以内的现金流	
来自零售和小企业客户的稳定存款，包括无确定到期日（活期）存款和剩余期限小于1年的定期存款	95%
来自零售和小企业客户的欠稳定存款，包括无确定到期日（活期）存款和剩余期限小于1年的定期存款	90%
(1) 非金融企业客户提供的剩余期限小于1年的（有担保和无担保）融资	50%
(2) 业务关系存款	
(3) 主权、公共部门实体以及多边和国家开发银行提供的剩余期限小于1年的融资	
(4) 以上所列之外的剩余期限在6个月到1年的其他有担保和无担保融资（包括中央银行和金融机构提供的剩余期限在6个月到1年的融资）	0%
(1) 以上所列之外的其他负债和权益，包括中央银行和金融机构提供的剩余期限在6个月以内的融资	
(2) 无明确到期日的负债，包括空头和无到期日的头寸，但递延税负债和少数股东权益例外	
(3) 净稳定资金比例衍生产品负债大于净稳定资金比例衍生产品资产时，净稳定资金比例衍生产品负债与净稳定资金比例衍生产品资产的差额	
(4) 由购买金融工具、外汇和大宗商品产生的“交易日”应付款	

图 4：梗阻之一：

银行表内 - 负债结构难以支撑合意的信用扩张（指标分母）

你再看分母，分母要往小里做。可是贷款都是 100% 的权重。贷款放得越多，分数越小，这个债的等级越低，权重越高，意味着分数值越小。你买高等级债，利率就没有这个问题。低等级债的利率下不来，贷款的利率下不来，这很清楚。

净稳定资金比例中，流动性较高、期限较短的资产有利于指标提升	
表内资产	所需稳定资金系数
(1) 现金	0%
(2) 存放于中央银行的准备金（包括法定准备金和超额准备金）	
(3) 剩余期限小于6个月的对中央银行的债权	
(4) 由出售金融工具、外汇和大宗商品产生的“交易日”应收账款	
无变现障碍的其他一级资产，不包括已纳入0%所需稳定资金系数类别的资产	5%
向金融机构发放的剩余期限小于6个月的无变现障碍贷款（由一级资产担保并且银行能在贷款期限内将担保物自由地再抵（压）押）	10%
(1) 向金融机构发放的其他剩余期限小于6个月的其他无变现障碍贷款，不包括已纳入10%所需稳定资金系数类别的贷款	15%
(2) 无变现障碍的2A资产	
(1) 无变现障碍的2B资产	50%
(2) 存在变现障碍的时间在6个月到1年之间的合格优质流动性资产	
(3) 向金融机构和中央银行发放的剩余期限小于6个月到1年的贷款	
(4) 存放在其他金融机构的业务关系存款（且接收存款方对该业务关系存款适用50%的可稳定资金系数）	
(5) 其他剩余期限小于1年的非合格优质流动性资产，包括向非金融机构客户、零售和小企业客户、主权、政府部门实体、多边和国家开发银行发放的贷款	65%
(1) 剩余期限在1年及以上、在信用风险标准下风险权重不高于35%的无变现障碍住房抵押贷款	
(2) 剩余期限在1年及以上、在信用风险标准下风险权重不高于35%的其他无变现障碍贷款，但不包括向金融机构发放的贷款	85%
(1) 作为衍生产品交易初始保证金的现金、证券或其他资产，以及向中央交易对手违约基金提供的现金或其他资产	
(2) 剩余期限1年及以上、信用风险标准下风险权重超过35%的无变现障碍的未逾期或逾期未超过90天的贷款，但不包括向金融机构发放的贷款	100%
(3) 不符合合格优质流动性资产标准、剩余期限1年及以上未逾期的无变现障碍证券和在交易所交易的权益类证券	
(4) 实物交易的大宗商品（包括黄金）	100%
(1) 存在变现障碍的期限在1年及以上的全部资产	
(2) 净稳定资金比例衍生产品资产大于净稳定资金比例衍生产品负债时，净稳定资金比例衍生产品资产与净稳定资金比例衍生产品负债的差额	
(3) 以上所列之外的所有其他资产，包括逾期超过90天的贷款、向金融机构发放的剩余期限1年及以上的贷款、非交易所交易的权益类证券、固定资产、监管资本和款项、留存利息、保险资产、子公司权益和违约证券等	

图 5：流动性匹配率（LMR）：限制货币市场资金的使用

你再看在流动性匹配率中故意设置了一个指标，给了来自于同业的资金更大的折扣。你这个流动性是借来的，在计算这个指标上不是很有用。为什么还要借这个钱呢？一般性的存款很好用，大家都宁愿要一般性存款，而不要同业负债。但是央行通过各种方式，放出来的都是同业负债。应该怎么做呢？应对的措施就是央行需要继续降准来置换，因为央行各种短期操作仍然在 5 万多亿以上。我相信央行需要保持商业银行的流动性，以便让它足以控制这个市场利率。但是这个缺口远远要不了 5 万亿那么多，一二万亿已经足够，所以还有继续降准置换的空间。

我一直在想，其实国外也是如此，国外早就利率市场化

了。它们为啥 NSFR 就没问题呢？国外存款利率已经自由化了，这些都不影响它吸收存款。可是我们的存款利率被严格自律着，上不去，人家可以买理财可以买货币基金，就是不用来存款。国外对于非银机构的存款都视为一般性存款。而我们相当一部分放在同业当中。还有国外发金融债随便就发了，可是我们要发个一两年。这导致资产负债结构严重失衡。你给的全部都是短期的钱，现在让我投放的全部都是长期的钱，我没法做。利率市场化之后，储蓄存款的比例在不断迅速大幅上升。

再来看第二个梗阻。你给我的是钱，可是我有资本吗？资本充足率，股份制银行是 10.5%，国有大行是 11.5%。根据我在实际业务中的经验，如果资本充足率比规定标准高一个百分点，都是勒裤腰带勒出来的。其次，国有大行实际面对的是更大的资本补充的压力。为什么呢？如果按照金融稳定委员会和巴塞尔委员会的说法：要让现有的最低 12.5% 提到 16% 左右，它有这么多的资本吗？现在的信用债已经很快接近 55% 了，这是一个问题。同时股份制银行资本充足率是在 10.5% 左右的，这也不是很宽松，很多银行的一级资本显得不是很大。现在一级资本消耗远比贷款下降更快。如果现在再进行债转股，会降得更快。如果要补充资本，特别要补充核心一级资本，因为核心一级资本只能来自于股东权益，怎么来呢？就是增发新股。但是在国家规定上，根据上市公司前 30 个交易日每股价格算出平均值，现在银行大量都低于一倍。重庆农商行现在只有 1.5 倍了。怎么发？发不出来了。这就没有资本金了。对策就是修改 36 号令，同时建议国家在国家层面再发特别国债，向国有银行注资。只有这样才能让这些银行重新释放出信用扩张的能力。

现在为什么民营企业和低等级企业融资特别困难呢？因为在资管新规当中，明确把非标干掉了。如果你是做非标的，第一眼就觉得你不像个“好人”。这样的情况下，你们过去都想把非标灭掉，现在非标终于灭掉了，可是你的问题来了。现在从货币政策传导来看，贷款增速是不慢的，但是社会融资的增速不断下滑，和信贷之间的缺口不断拉大。中间差的是什么呢？除了股票，除了债券，就是非标。

项目	折算率（按剩余期限）		
	<3个月	3-12个月	≥1年
加权资金来源			
1. 同业拆入及卖出回购	70%	80%	100%
2. 发行债券及发行同业存单 (新加入的)	50%	70%	100%
3. 同业存款	0%	30%	100%
4. 同业拆入及卖出回购	0%	40%	100%
5. 发行债券及发行同业存单	0%	50%	100%
加权资金运用			
1. 各项贷款	30%	50%	80%
	40%	60%	100%
	50%	70%	100%
4. 其他投资	100%		
5. 由银行业监督管理机构视情形确定的项目	由银行业监督管理机构视情形确定		

图 6：美国的经验：金融供给与融资需要的连续光谱

如果总结一下美国企业融资的经验，根本不是这样的。在这两个极端状态之间，有大量的形形色色的各种从最不标准的趋向标准的连续光谱。而我们把中间全部斩断了，中间那些企业就有问题了。一个非标的基于可以转让的 144A，到现在它的融资仍然增长得非常快。这都是介于非标和标准融资之间的方式。

针对四大梗阻，我们的对策建议是：

a) 银行表内负债难以支撑必要的信用扩张——应对之策是继续降准、放松金融债，发行、加快利率存款市场化；发行、加快利率存款市场化。

b) 资本金难以支撑表内融显著扩张——应对之策是政府需要考虑发债补充银行资本金、修订国有企业股份增不得低于净资产的规定、适当提高商业银行利润转增资本比例、严厉打击逃费债务并控制股的范围；从整个金融体系支撑经济发展的角度，还需要认真培育一个不受资本约束巨大资产管理市场。

c) 融资供给与需求光谱的断档——应对之策是尽快明确标与非的划分监管回归中立态度。

d) 资管新规转型的摩擦——应对之策是尽快明确标与非准的标准、明确债务违约的处置流程，特别是资管机构的对客流程。

最后，相对于稳增长的需求来说，目前政策传导效率有必要继续提高，这既从标准宏观政策逻辑下来思考，也不能忽略我国监管转型调整的大背景。

谢谢大家！

张立平：下面有请 IMF 驻华首席代表 Alfred Schipke 带来讲演！

Alfred Schipke：中国债券市场走向全球

Alfred Schipke（IMF 驻华首席代表）：非常感谢！我很高兴能够到这儿来参加会议，我尤其高兴地看到我的讲演正好是放在前面的两位讲演者之后，他们是讲了货币政策及其相关问题。

中国现在在国际上的地位非常重要，这也反映在中国金融业的快速发展和改革当中。中国现在已经拥有世界最大的银行，有第二大的股票市场，债券市场已经跻身于全球三

强。这些都充分反映了中国现在金融业的快速发展状况。大家都在讲贸易，但是这个往往受大家往后看的姿态所影响。实际上，如果往前看，我们可以看到中国将更多地融入世界经济体。这个融入很大一部分就是金融的融入，这对于中国和国际来说都是非常有利的。这需要中国国内和外国的决策者采取恰当的政策。我们现在可以看到，中国的银行体系跟国际还是没有充分融入。当然现在也是在逐步融入，至少跟某些国家相比是这样。

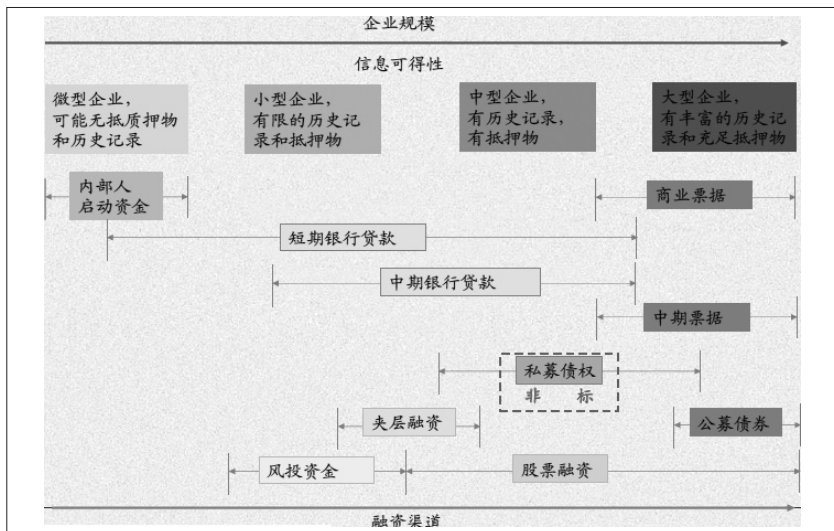


图 1：一些亚非国家对中国的银行借贷的依赖

在图 1 中有不同的颜色。如果不是绿色的话，那就是指某一个国家已经跟中国在银行借贷方面整合在一起了。

但中国债券市场的参与度还是比较低的。这一点跟银行业的参与度不一样。中国的资本市场跟国际上的融入还是比较低的。图 2 右边是债券市场，左边是股票市场。外国对于中国债券的拥有是非常低的，不要跟美国比，跟韩国比也

是。哪怕是跟印度比，这是一个比较封闭的经济比，中国实际上也是更低的。

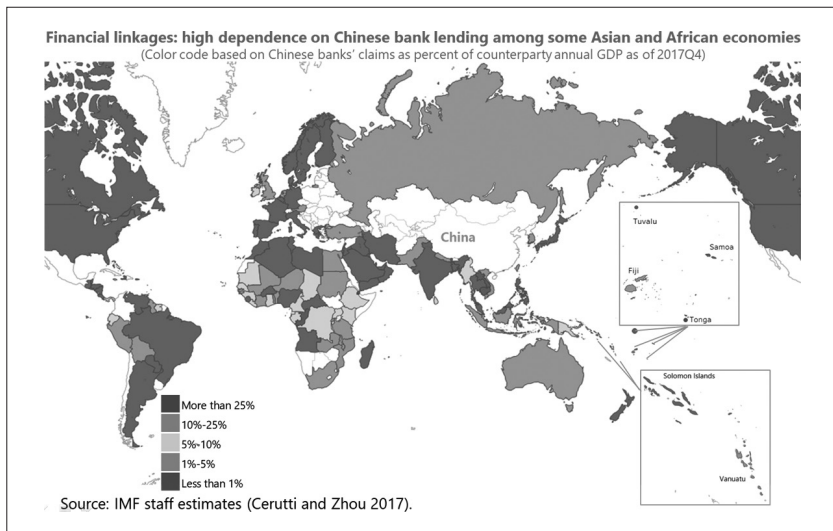


图 2：中国股票市场与债券市场中的外资参与度

为什么没有更多地融入资本市场呢？人们可能会感到沮丧，但是应该考虑到中国资本市场的发展，尤其是债券市场的发展，毕竟还是比较新进的。80 年代有过公司债券，新世纪才有更发达的债券。人们对债券有很大的信心，但这还是不够的，这需要花比较长的时间。为什么我对中国债券市场发展比较乐观呢？因为世界终究还是越来越全球化了。中国债券市场决策者包括李克强，最近都强调相对于现在依赖银行融资，要更多地寻找其他出路，包括债券、股市，强调通过把整个中国的金融制度和金融服务对外开放，从中获得更大益处。国家主席习近平也强调了这一点。中国的“一带一路”倡议把很多中国企业带到国外，所以它们会更多通过资本市场融资。我想这毫无疑问会让中国的债券进入

到全球综合指数，这也是很重要的。

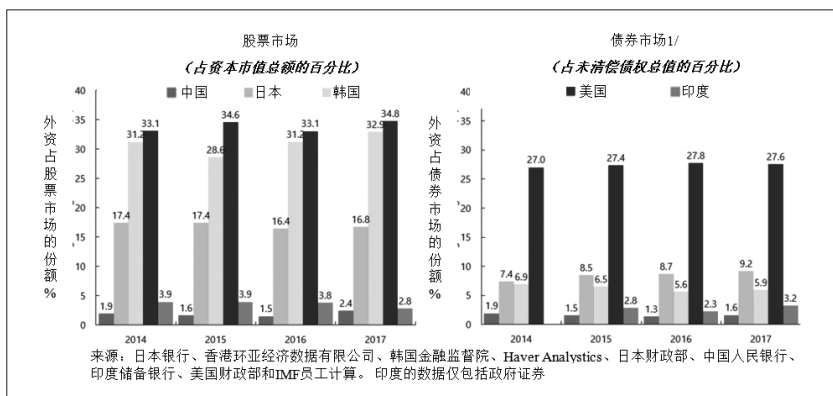


图 3：中国的债券市场分割

中国的市场分割是非常严重的，在世界上也可以挂上号。我们有政府的，有政策的，还有地方政府的债券。我们有各种各样的公司债。监管者实际上也有不同的监管方式，使得市场流动性不够大，市场本身效率不是很高，这很需要加以改进。

看一下中国债券市场占据份额最大的是什么？如果仅仅在中国几天，有可能以为国债市场比较大，实际上中国的地方债市场是比较大的。地方政府的一些政策银行或财务平台，它们的量是很大的。当你讲到中国市场，实际上有两个部分：一部分能够采用最好的国际做法；另外一些是有特色的市场，特别是一些公司和评级公司。比较中国和美国的公司，有时候比较困难。因为中国最高的双 A 评级和美国的评级是不一样的。对公司行为评价的信息不足，我觉得是一个问题。

现在允许国外评级机构加入了。有关评级公司的规范，也需要加以统一。这些都是进步的表现。我想很重要的就是在昨天最新的宣布中，提到有各种各样的债券市场。中国的

国有企业在获得融资方面有它们的优势，它们的借贷优惠率比较高，利差是一百个基点，相比于民营企业的优势正在于此。就在昨天，政府和国资委说，需要对中国的国有企业采取中性的政策。这就是一个信号，表明中国要让国有企业、私营部门企业和民营企业有一个公平竞争环境，这实际上是很重要的。当然我知道，最后落实并不容易，但是至少这意识到我们最终需要建立一个公平的竞争环境。这对于中国的资本市场的开放，确实这是好的。因为这可以更好地配置资源，而且更多的信息可以让投资者更多元化。不仅仅对于国内的投资者来说，对于海外的投资者来说都是好的。海外也希望持有更多的人民币债券。

在这里，我们能做什么呢？我想很重要的是，一些大的问题需要很多政治意愿来推动，但是也还有一些比较容易摘的果实。比如说，可以整合不同机构之间的规范、规则，这些机构包括央行、其他的监管委员会等等，把它们的规则整合起来，同时把一些实际操作中的障碍消除，关键是决策者要听取市场上的意见。有时候一些很小的事情并不需要你投入多少政治意愿，只要愿意做就可以了。比如说，把税收政策变得更透明一点，或者向市场提供更多的信息。中国的信息大多数都是中文的，如果你看它们的网页，只有 2% 的才是英文。中国既然想要国际化，希望吸引外国投资者，至少应该把网页翻成英文，这也不是什么难事，应该比较简单的，这样的事情应该做。理解中国的市场并不容易，在东京、纽约、伦敦不一样。但是在这里，我们需要告诉公司到中国来要知道“一二三”。因为这个市场是比较特殊的。债券本质上反映了公司的绩效，提供公司治理结构的信息也非常重要。

最后，沟通也是重要的。随着中国通过市场来配置资源，要欢迎个体、机构和储蓄者来做决定。这个时候，显然你需要跟他们沟通，帮助他们做准确的决策，信息的准确非常重要。我希望这两个星期完成一篇论文，有关中国的货币政策的沟通问题。有的时候，在这些方面做小小的一点改进就可以对市场非常好。有的时候，人们不理解所提供的信息，就可能导致市场很大的波动。帮助他们理解，就可以减少这样的波动性，可以让投资者和其他各方做出更好的决策。在这里强调两点，任何时候银行行长做政策宣示的时候，都要安抚市场，防止市场的波动性。中国有很多公开的市场操作，但有时候市场上的人根本不知道他们在什么时候、为什么做这样的市场操作。不知道到底是要减少，还是增加市场上的流动性。2016年，人民银行提出了一些有关公开市场操作的一些小通告，资本市场的波动性马上降低很多，这就是很好的例子。这对于中国债券市场的扩大，是有很多好处的，这对中国的资源配置也有好处。从政策的角度来说，不仅涉及到中国市场，还有利于海外投资者，这将是金融市场开放中重要的一大步。重要的是，应该更多地把不同机构的规则加以整合，把有关的潜规则进一步透明化，同时加强公司的治理机构。所有这些都需要很好地进行沟通。谢谢！

张立平：有请标普首席经济学家 Paul Gruenwald 带来讲演！

Paul Gruenwald： 国际评级机构在中国金融市场发展中的作用

Paul Gruenwald（标普首席经济学家）：大家上午好！

我是最后一个演讲人，非常荣幸有机会来到这里和大家再次见面。感谢主办方，感谢艾伯特基金会和上海发展研究基金会。感谢乔依德先生邀请我，希望我讲的内容能够引起大家的兴趣。

证券市场非常令人期待。我希望能够和 Alfred 相互补充。在标普有 1400 名评级分析师，14 名经济学家。我们来回顾一下历史，去年习近平主席去佛罗里达州和特朗普总统进行了会面，提到向外国评级机构开放中国市场。媒体把它叫做“让步”，我觉得并非如此。我们和中国政府有很多时间的磋商，一直都在谈要向外国信用评级开放中国市场。我们和周小川先生也有很多交流，这是长期推进的结果。我们是从信用评级机构角度来谈的，但都是从经济角度而言，不是从评级分析师角度而言，当然是不带任何商业目的。信用评级机构进入中国要通过合资模式，标普的竞争对手，公司禁止我说出他们的公司名称，我只能说以“F”开头。我们以前都是只能通过合资的方式进入中国的信用评级市场。我们会在合资企业的董事会中拥有一两个席位，不能持有控股权益。我们就知识产权达成一些协议。当然合作得还是很不错，也期待着未来能够有 100% 独资的信用评级机构在中国发展。我们知道中国的债券市场已经是全球第三大市场，很快会成为第二大市场。

讲到资本市场，大家都以美国为参考标准，美国有非常纵深的市场、非常成熟的信贷市场。应该说，美国的资本市场是全球领先的。中国目前还在起步，企业债券这一块也还在发展当中。后续我会跟大家讲一讲我们在和政府部门沟通中所观察到的现象和个人感受。其实，中国参考的不仅仅是美国，也包括日本和德国。除了银行贷款以外，债券市场发

展得相对有限，很多国家还是以银行贷款为主导，比如说日本。日本债券发行的主体主要是银行。中国的信贷市场，比如保险基金、养老基金还有一些公募基金、对冲基金，还是处在发展过程当中，而在美国相对比较发达。中国债券市场比较缺乏深度，相信未来会有越来越多的债券被真正的资本场所认可，而不是落到银行的手上。到那个时候，市场就真正地成熟了。债券也有不同类型，我在这里就不再赘述了。

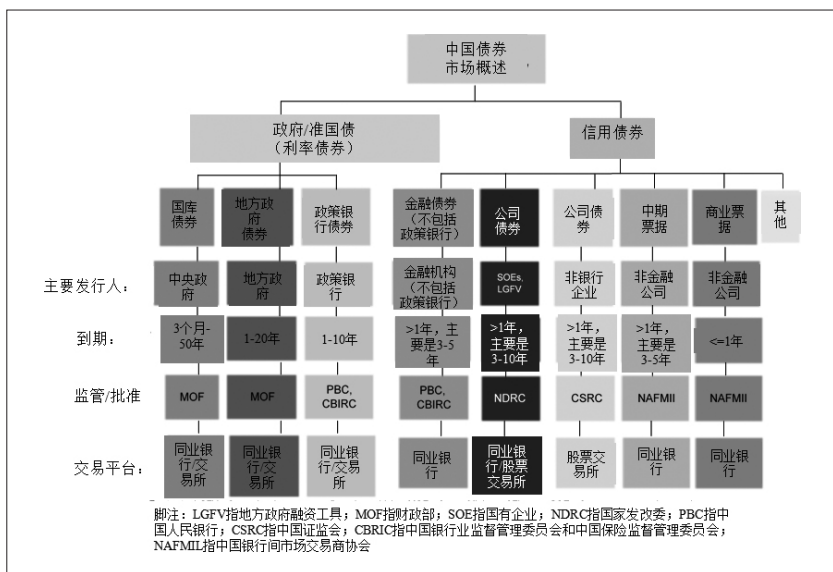


图 1: 美国金融机构保险的 S&P 全球评级量表

我主要想讲讲未来中国债券市场的发展到底需要什么。信用评级肯定是不可或缺的。图 1 显示了美国企业全球评级的量表，从 3A 到 C。在美国，其实只有通用电器这一个企业可以有 3A 的评级，这是比较少的。评级不同，价格差还是蛮大的。评级差得越多，价差越大。我们肯定希望每个等

级之间，差距不要太大。太大的话，可能问题就比较多了。

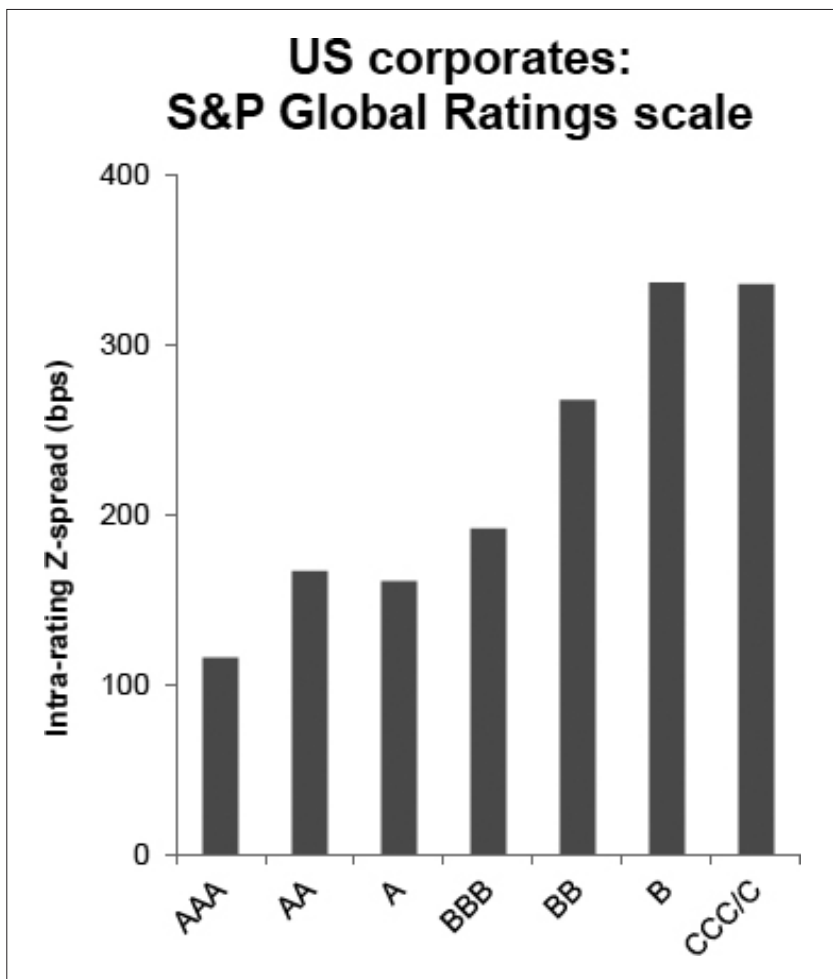


图 2：中国企业国内评级量表

大家刚才看到的是美国的状况。看一下中国，中国只有两种，基本上是 3A 和 2A。这是针对企业的，你可以看到 400 个基点的利差，在同一个评级内。为什么 3A 和 2A 占

了主导呢？因为中国投资人像保险公司只能去买这些高评级的债券，国内的评级机构只评 2A 以上。并没有一个完整的体系能够真正反映不同评级的不同质量。前面 Alfred 也讲到了，应该让保险资金能够去投资一些低评级的债券，而不是人为地把所有的级别都调为 2A 以上或者 3A。

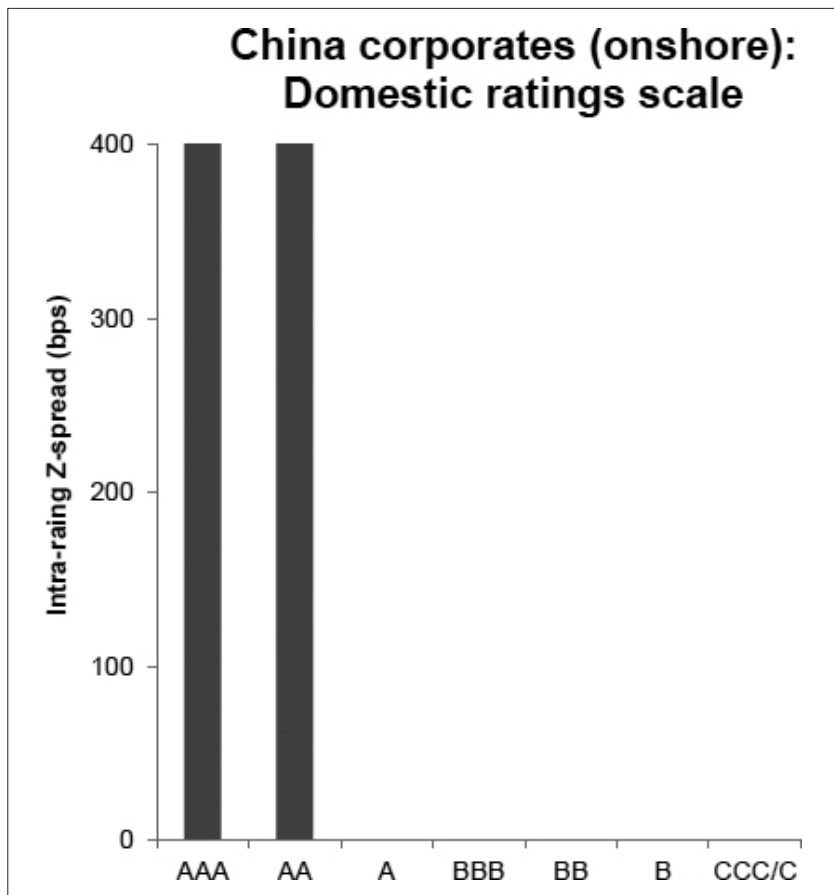


图 3：评级量表的比较

怎么样衡量进展呢？怎么样让两者之间能够收敛、趋同

呢？首先是中国的企业在海外发行债券，这是一个中间过渡步骤。中国债券到国外发行，可以获得美国评级，可以作为一个参考。

图 3 是中国的债券在海外发行实际的评级。不同等级之间的利差相对来说比较窄。最左边是中国国内市场。中国在海外发行的债券相对来说数量比较少，也有选择者偏差的问题。同样的机构尽量可能把国内、国外匹配起来。你可以看到，这里有一个健康的趋势，开始接近于美国的图形。但现在还只是在早期，刚刚开始做。我们只做了十几个中国海外债券的评级。但是我们相信未来这个规律还会继续呈现。我们希望，中国在海外的债券评级更倾向于美国的格局而不是中国国内的格局。这能够为大家所接受。中国的状况是人为地把它都塞到了高评级的区间，在美国平均评级其实只有 3B 甚至 3B 以下，达不到投资级的级别。这跟我们的直觉是相反的。大家觉得你评级这么低，市场就不健康，其实不是的。评级低了，反而反映了市场的健康程度。有一些企业在信用评级方面做很多的管理工作，尽可能让自己保持在投资级以上，这也是一个市场健康的迹象。随着中国市场的发展，中国低评级的市场会越来越多，不是说市场恶化了，而是市场评级更加全面了。

昨天讲到普惠金融，其实在 80 年代美国就有做了。那个时候出现了“垃圾债”，现在有一个研究所专门研究“垃圾债”。其实就是通过垃圾债来为中小型的高风险企业提供资金。低评级的企业也可以吸引到不同的投资人，包括大学捐赠基金的投资。那位印度的演讲人今天不在，昨天她讲到普惠金融，给农民提供手机，那是 2018 年的一个普惠金融。80 年代也有普惠金融，就是“垃圾债”市场的发展，给中

小型企业更平等的环境。债券市场的信用频谱很广，如果是低于投资级的，很多投资人的投资权限是有约束的。一旦进入 2B 以下，你的流动性可能就会比较小，可能供需有断层的现象出现。一旦我们的分析人发现你的下行风险比较大，我们的信用评级就会降低，有些投资人因此而撤出投资。这样的确会给机构产生一定的冲击。

昨天也有人批评评级机构，昨天我没有机会反驳，今天刚好讲一下。其实评级是需求驱动的，不是我们主动的。保险基金、大学捐赠基金、养老基金通常情况下，要在信用评级之后才会去购买这个债券。在美国一般也有需要两家评级机构评级的要求。有了评级之后，你可以更好地进入这个市场，也有更好的定价，而且这个钱是发行机构支付的。像标普这样的评级机构，现在都有新的信贷算法，还有一些大数据工具，但是这些技术还存在一定的风险，未来会成为主流。现在市场还是需要价格评级机构给他们提供相关的信息，让他们做出更好的判断。我们认为评级是需求驱动的。如果大家想了解更多信息，我也可以给你们更多的公司宣传材料。

在未来我们需要关注什么呢？前面已经讲了，中国会不断扩大它的评级的光谱，而不是局限于高评级。有一些公司，如果真正能够获得真实的评级，比如说 3B 的评级，这样可能反而有助于更好地进行信贷定价。就评级的过渡而言，在美国，评级的提高或降低是一个非常顺畅的流程，评级机构可以先做一个负面展望的提示。但是中国没有这样的过渡机制，要么就是高评级，要么就是莫名其妙地违约了。有一个更好的定价机制、有更多的评级可能性，这样反而能缩小不同评级之间的价差，有利于稳定市场，推动行业健康

的发展。此外，还有保险资金和其他的基金，包括中国社保基金的投资等。一旦有了更好的评级之后，大家就会更了解这个评级的作用。没有违约的市场就像没有罪的宗教一样，有反面你才能对照正面。这就是我演讲的内容。谢谢大家！

讨论

张立平：非常感谢上面四位演讲者。因为时间已经不早了。接下来的讨论请大家抓紧时间。

Edmond Alphandery：谢谢主席。在这个讨论中，美国被当作是一个标杆，中国还没有达到这个目标。我们在讲驱动，我们也讲到了美国相比于其他国家资本配置得更高效。但是美国在繁荣的时候，崩盘的周期一直在上演：曾经出现了 2001 年的 IT 泡沫崩盘，后来在 2008 年又是次贷危机崩盘。把美国当作一个配置资本的好的标杆，要中国来跟他趋同。我难以相信这一点。我觉得你们还是应该要认真地研究一下这个市场，并且做一个比较，像德国还有其他的一些国家的状况，然后你再决定到底中国应该走什么样的路。

吴信如：我今天对很多话题很感兴趣，我就问来自标普的先生一个问题，是关于评级的。刚才讲到评级机构向发行人收费，评级机构会不会说话偏向发行人？在中国市场上有一个公司好像叫大公国际，它对一些资信不很好的机构却评级很高。这样一种向发行人收费的方式，会导致某种败德行为。美国采取什么样的措施的呢？希望得到回答。

Hansjorg Herr：感谢你们刚才的讲演。我的问题是有关债券市场的。我的第一个问题是，债券市场是以人民币计价，还是以外币计价？如果是以外币计价，那是好

的。如果是以外国货币计价，我觉得不要那样做，因为那样货币的错配就会出现。我的第二个问题是，哪怕以人民币来计价，这对中国有什么好处？也许你们可以获得很多外国投资，中国的人民币可能升值。但是，我想中国真的需要那么多外国资本，特别是以融资方式引入这么多外资吗，这对于中国来说是不是一个好的模式？总之，我的问题是搞这样的债券市场对中国到底有什么好处？有关最后一个讲演，实际上美国的资本市场，我可以说是世界上最低效的了。你看一下次贷，造成了很多破坏和衰退，以及很严重的失业，怎么能说这是一个有效的系统呢？对我来说，这个市场确实是一个很低效的金融市场。评级公司实际上没有做很好的事情，做了不少错事，导致了危机。我觉得评级公司确实做得不好。从这样一些严重错误中，我们能学到什么呢？成本很高，不应该再次发生这样的事情了。

Jung Taik Hyun: 谢谢主席。中国央行确实有很多进步，应该跟国际的做法接轨。我觉得实际上并不是简单的接轨，因为它们的货币工具实际上差别很大。比如说中国的房地产市场要分成四块，一二三四线都不一样。央行进行公开市场操作，设定利率的目标区间等等，这些都是根据中国的状况来做的。我觉得中国现在进行降准，改变准备金比例，这是一个调节的手段，是对于人们日常经营的一个信号。有人提到了不少困难，其中一个困难就是中美贸易战。我觉得在解决了中美贸易战之后，中国人民银行可能会进一步地来推动上述做法。对于中国的国有企业和地方债务平台，我不觉得因为现在这样的困难会耽误实际的改革推进，地方政府平台和国有企业也应该纳入到整体的改革框架中去。谢谢！

Gerald Epstein: 大家提到了人民币国际化问题，我想知道，促进人民币国际化有什么样的好处？对于美国来说，从美元的独占地位中获得了好处。法国人戴高乐把它叫做高昂的特权，有好处也有代价。作为成本的一部分，国内部门不再能够控制货币政策，货币政策自主性在一定程度上会受到影响。人民币国际化过程中怎样评估这样的利弊呢？

张立平: 请专家们就提问进行回答。

Paul Gruenwald: 非常感谢主席，我想我非常受欢迎。我先给大家讲一些事实。在美国有最深的、最流动的资本市场，美国金融的专业资质是最受全球认可的，美国政府仍然有全球最受认可的无风险资产，也就是国债，美元也被认为是风险最小的货币。美国肯定有做对的地方，否则怎么可能得到这么多方面的认可呢？另外，我们标普的股价很高，投资人还是来找我们。如果投资人没来找我们，我也不会坐在这里，我就失业了。我们的金融市场中存在一定的问题，否则也不会发生金融危机。刚刚有一位先生问发行人支付的问题。这是监管要求的。就像银行一样，我们有一个防火墙，一方面是做商业的，另外一方面是做评级的，这两者完全是隔离的，相互之间不可以有任何的交集。商业团队和公司接触的，绝不可以与负责评级的分析师有任何交流。这和报纸报道的是不一样的。我们的商业和分析的部分是分开的。

刘建丰: 关于央行的改革，长期来看，还是会走向更加市场化或价格性的调控体系。关于地方融资政府平台，肯定是有整套改革的，如果这方面不改革，货币政策也没有办法来做相应的配套。谈到房地产市场，中国的房地产市场的问题如果想用货币政策来解决，还是比较困难的。降准、提高利率的方式，还是非常有限的。更多情况下，中国应该采

用宏观审慎的方式，对房地产市场做调控或通过信贷政策。关于人民币国际化的成本和好处，坏处是货币政策的独立性会受到影响，好处是怎样呢？假如中国的国债用人民币计价，满足外国投资者需求，国债评级比较高，它的利率成本是比较低的。通过国债吸收来的人民币资本可以投放到“一带一路”国家，这方面收益比较高。首先建议在亚洲国家、“一带一路”国家先推展开来，对发达市场可能会放在相对次要的地位。到成熟的时候，才可能会推。谢谢！

张立平：非常感谢！因为时间的关系，我们讨论就到这里，下面进行闭幕式。

闭幕式

张立平：首先请艾伯特基金会上海代表处首席代表 Stefan Pantekoek 先生做总结。

艾伯特基金会上海代表处首席代表 Stefan Pantekoek 发言

Stefan Pantekoek：非常感谢！各位女士们、先生们，时间已经不够了，有些同事下午还要赶飞机，至少要吃点东西，我会讲得比较精简。我给大家讲讲我这几天的体会。为什么德国艾伯特基金这样的政治基金会要参与这样的会议呢？我们所推广的是社会民主，我们觉得这样对我们是非常重要的。这个会也非常成功，学到了很多东西，也看到地缘政治领域存在很多不确定性，这也是毋庸置疑的。

我们的演讲嘉宾在过去一天半时间里都强调一点，不确定性会破坏全球经济的稳定和复苏。这是我们面临的挑战：社会不平等越来越严重，自然资源被耗竭等等。为了应对这些问题和挑战，我们需要做经济结构性调整，生态方面也要做结构性的调整。我们也需要推动普惠经济才能够解决贫穷问题，才能够解决更多的问题。要解决全球的问题不能仅仅靠增长，还需要有更加民主的政治，更加多的社会民主和普惠、包容才能够解决这个问题。这也是我们艾伯特基金会所致力所实现的目标。我们吸引全球的社会、政治专家们来集

思广益，来分享他们的共识和洞察，希望能够推动全球的合作。我们不仅局限于欧洲，我们在全球都有开展这个工作。我们也看到，全球的挑战越来越多，更需要艾伯特基金会来推动全球的对话。我们也呼吁全球的或者国际的社区共同采取行动。几年前我们有采取共同行动来应对全球金融危机，今后需要更多的齐心协力、携手合作，也正因为如此，我们邀请了全球的专家来开展这个论坛。我也希望我们能够在未来继续齐心协力，共同解决问题。

真的很遗憾，时间非常有限。但是我很高兴看到东西方之间有这样一个开诚布公的交流，有争议的问题也能够交流。在此，特别感谢上海发展研究基金会，尤其感谢乔秘书长和我们共同举办了这个会议。我们上海发展研究基金会和艾伯特基金会的团队在这之前做了大量的筹备工作。感谢翻译，也感谢所有嘉宾从全球远道而来，聚集上海，和大家面对面地进行交流，这是我们的荣幸，也希望未来能够保持联系。谢谢！

张立平：最后请中方代表乔依德先生做总结。

上海发展研究基金会副会长兼秘书长 乔依德发言

乔依德：我觉得我应该不会说很多，最后的总结致辞会比较简短。想要我来总结这一次会议中发表的每一个重要观点是不可能的。我还是来归纳一些最为重要的，至少我印象最深的一些观点。

在开场的时候，我们请到了两位卓越的专家来发言。第一位是黄奇帆先生，也许外方专家不大了解，他是在中国非常知名的一位高级官员。可以说他的风格是非常大胆犀利的，讲得很到位。他在强调了 GDP 的重要性，把 GDP 作为看待金融体系中很多问题的重要标杆。他提出了一个粗略的 1:1 的标杆，也许这不是很精确，但是这样来理解 GDP 和 M2 及债务的关系还是非常值得我们记住的。第二位发言者 John Lipsky 先生的主旨发言也是我很喜欢的。他展现了真知灼见，确实让我们清楚地看到了以往十年中，即危机之后的全球合作中各国采取了什么行动。他批评了国际社会，他们忘了 G20 当时的目标。这是符合现在状况的，G20 现在还是比较破碎的，没有整合起来，尤其没有把它原来的承诺、要做的改革充分实施。全球金融危机已经过去十年，我们总是在问，我们是否做得足够了？是的，但也不是。是的，是因为我们确实做了，但是确实没有完成我们的议程。

在这次会议上，有些项目做了深入的讨论，比如说跨境资本流动，还有债务杠杆率。我们认为这些因素都是非常重要的。我们要想避免未来金融危机的发生，是需要关注这样的问题的。大家已经充分注意到，在以往十年中，中央银行的角色确实在放大。不管效果是好是坏，它们确实在进行量化宽松，而且它们因此拯救了发达国家，同时产生了不少的外溢效应，对其他一些国家带来了一些问题。另外，仅靠一些金融机构可能还不够，所以大家现在都强调宏观审慎的管理政策。

有关中国，我想我必须要指出的是，中国经常有一些新的东西。比如说中国政府说要进行双支柱调整，不仅包括传统的货币政策，还要包括宏观审慎管理。我觉得这表明了中

国政府希望能够强化的方面，即形成双支柱的改革调控。

最后，有关这一次会议的组织，Stefan 讲了，我们两个主办单位密切合作，商定邀请的专家，进行了具体操办的协调。人们可能要问，为什么我们用这种方式来安排专家的发言次序？一般来说，我们先让大家谈一些比较宏观的问题，所以有关宏观问题的专家就放在前面，讨论具体问题的专家就放在后面的环节。

最后，跟 Stefan 一样，我感谢来自于世界各地的专家，感谢他们远程到我们这里来参会。同时感谢我们的主持人、评论者。我也要感谢我们两个主办单位的工作人员。当然也要感谢我们的同声翻译。在这里感谢各位！希望下一次还能继续这样相聚，讨论重要的问题。我们的会议到此圆满地结束。谢谢！

张立平：谢谢两位的总结，现在我宣布上海全球金融论坛到此闭幕，谢谢各位！

（以上内容根据录音整理，未经本人审阅）