

内部发行，未经许可，请勿转载

研讨实录

第 119 期

119

“全球金融格局变化和中国金融改革”
报告发布会暨研讨会



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
二〇一九年六月

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的一个品牌。

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

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

题进行了研讨。

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

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

胡旭照

编者的话

全球金融危机以来，全球金融格局发生了哪些重大变化？对当前的国际国内经济全局有何影响？中国的金融供给侧结构性改革如何推进？如何在对外开放中保持金融稳定？针对这些问题，上海交通大学上海高级金融学院、上海发展研究基金会、第一财经研究院共同举办了“全球金融格局变化和中国金融改革”报告发布会暨研讨会。在会上，上海发展研究基金会副会长兼秘书长乔依德发布了基金会 2018 年研究报告《全球金融格局的变化和中国对外金融》，并作主旨演讲“全球金融格局的重大变化及其含义”。随后，中国国际经济交流中心副理事长黄奇帆先生作了题为“推进中国金融供给侧结构性改革”的主旨演讲。上海发展研究基金会研究员何知仁也在会上作了题为“我国融入全球金融一体化的进展和挑战”的发言。在研讨会上发言的还有上海交通大学上海高级金融学院执行院长张春，上海市人民政府参事、中国人民银行调查统计司原司长盛松成，交通银行首席经济学家连平，上

证所资本市场研究所所长施东辉，华尔街见闻研究院院长邓海清，上海交大安泰经管学院中国发展研究院研究员刘建丰。第一财经日报副总编辑杨燕青女士主持了会议。

更为详细的精彩内容，请大家阅读本期《研讨实录》。

乔依德

上海发展研究基金会副会长兼秘书长

二〇一九年四月二日

目 录

“全球金融格局变化和中国金融改革” 报告发布会暨研讨会	1
--------------------------------------	---

“全球金融格局变化和中国金融改革” 报告发布会暨研讨会

简介

全球金融危机以后，全球金融格局发生了重大变化。这些变化表现在哪里？对当前国内国际经济金融形势有什么影响？我国起到了什么作用？对我国金融供给侧改革有什么影响？针对上述问题，3月8日，上海高级金融学院、上海发展研究基金会、第一财经研究院将共同举办关于“全球金融格局变化和中国金融改革”报告发布会暨研讨会。

议程

14:00-14:05	致辞 张春 上海交通大学上海高级金融学院执行院长
14:05-14:40	开幕及报告发布 全球金融格局的重大变化及其含义 乔依德 上海发展研究基金会副会长兼秘书长
14:40-17:00	主题发言与讨论

主持人:

杨燕青 第一财经日报副总编辑

嘉宾:

黄奇帆 中国国际经济交流中心副理事长，重庆市原市长

张 春 上海交通大学上海高级金融学院执行院长

盛松成 上海市人民政府参事，中国人民银行调查统计司原司长

连 平 交通银行首席经济学家

施东辉 上证所资本市场研究所所长

邓海清 华尔街见闻研究院院长

何知仁 上海发展研究基金会研究员

刘建丰 上海交大安泰经管学院中国发展研究院研究员

“全球金融格局变化和中国金融改革” 报告发布会暨研讨会

杨燕青（第一财经日报副总编辑）：各位贵宾、各位老师、各位同学，大家下午好！欢迎大家在三月份中国最重要的两会期间，来到交大共同参加今天的“全球金融格局变化和中国金融改革”报告会，同时也是研讨会。非常感谢大家今天我们的研讨会会有三个主办方，分别是上海交通大学上海高级金融学院，上海发展研究基金会，第一财经研究院，三者也都是上海比较重要的智库，三个主办方一起给大家推出今天的报告会和研讨会。今天的主题非常重要——“全球金融格局变化和中国金融改革”，在座这么多的朋友，这么大的会场坐无虚席，也想把全球金融格局变化和中国金融改革这件事情讨论清楚。

我们看到金融危机之后，全球发生了非常大的变化，这个变化一会儿在乔老师的报告中有非常好的解答。在我看来全球的变化有几个方面，金融危

机之后大家终于意识到金融对于经济是非常核心的作用，而不是从属的作用，当它发生问题的时候会给实体经济带来巨大的灾难。金融危机之后，全球采取了非常多的政策来应对危机，和过去最不一样的是非常规货币政策，全球央行的资产负债表有了非常大的上升，在金融危机十年之后大家才说要开始退出，但是刚刚开始退出，全球衰退又重新袭来。美联储说上半年不会加息。昨天欧洲央行也有了非常大的动作，意味着退出已经结束了，还是回到过去宽松的政策环境。所以说央行实际上并没有撤回去，而是又回到了之前的状态，这是一个巨大的困局。和这个相关，全球债务有了非常大的上升，在金融危机之后影子银行没有如大家预期的那样缩小，反而是扩大了，这是金融出现最大的变化。在这些领域之外，还有一个非常重要的变化，金融危机之后全球的潜在经济增长有了两个百分点的下降，并没有回到危机之前，因为经济增长能力有限，蛋糕不能做的更大，同时也因为科技的力量变得越来越强，科技和资本的结合变得越来越强，所以收入不够。但是收入分配差距急剧拉大，全球

的民粹主义正在风起云涌。所以说金融影响经济，经济影响社会，是一个连在一起的大格局。

在刚才我讲的全球经济下行，民粹上升的环境下，全球的贸易和投资进入了新阶段，过去的全球化有一定的回撤。目前全球贸易和价值链都在重组，在这样的情况下全球开始了贸易摩擦。中国的外向型经济今天可能需要换一个模式，中国过去通过高投资、高债务的方式也要走向终结，中国的增长来自何方？金融的改革怎么样提高效率，怎么改变过去的增长效率，怎么提高全要素生产率，同时实现跨越？供给侧结构性改革依旧是今天最重要的改革方向。今天我们最重要的嘉宾黄主任会和我们分享。

在全球和中国的背景下，我们在北京开的两会已经提出了 2019 年中国经济和金融的大政策方向。全球的政治和经济格局也是每天都在变化，全球的贸易和谈判格局也是每天都会有新的消息出现。在这样的格局下，确实更需要来听中国重要的政策制定者、经济学家和观察者的建议，他们怎么来看？这个开头稍微有点长，因为背景非常宏大，接下来进入正式议程，首先有请上海交通大学高级金融学

院执行院长张春老师给我们致欢迎辞。

张春（上海交通大学上海高级金融学院执行院长）：谢谢燕青。尊敬的黄理事长、乔依德先生、盛松成先生、连平先生，各个学院的老师同学们，以及媒体朋友们，大家下午好！今天非常高兴能够在这里举行这样一个论坛，这个论坛是高级金融学院参与主办的。本来应该是放在上海高级金融学院，但是因为现在我们学院项目发展非常快，接近周末上课教室不够用，而且黄理事长要来，慕名而来的人特别多。所以我们向兄弟院校凯原法学院借了一个会场，在此也要感谢法学院的同事们。

刚刚燕青说了，现在中国正处在一个非常关键的时刻，今天有好几位重量级的嘉宾对今后的全球金融格局变化和中国金融的改革都会有一些非常深刻的见解。我个人最近也在关注方方面面的情况，尤其是中国金融体制改革的问题。过去几年，我回国以后，我其实一直在研究中国金融体制改革的问题。因为时间关系，我稍微讲一些最近对资本市场改革的一些想法，乔依德会从全球金融来讲，黄理事长会讲金融供给侧改革。我今天主要讲的还是科

创业板。在习主席的亲自指导下，上海证券交易所马上就要推出科创板，我对此也有一些想法，在这我想讲几个观点。

第一个观点，中国资本市场长期发展不起来，我觉得很重要的原因就是股市的发展往往为短期的一些目标服务，有一个功利性的问题。中国一定要放弃股市为短期目标服务的功利性，这有可能是一个很重要的方面。中国现在要搞市场化的资源配置，股市可能是所有市场里最市场化的市场，如果有一点功利心的话，就比较难。比如说今年要开人大了，政府可能说股市最好不要跌，这个很正常，在中国作为领导来说，很有可能会这样想。但是一定不能被这个东西所诱惑，或者说 IPO 的节奏是不是要放慢一点等等，有了规则就要坚持，不能为这种短期目标，短期的功利去干扰甚至干预市场，这是非常重要的。为什么是非常重要的？因为现在我们的金融大而不强，尤其是在资本市场方面的竞争力非常弱。中国需要为创新企业和民营企业提供长期股权融资，包括长期债权融资的资本市场融资。因为银行的债基本上是短期的，我们学金融

的都知道，银行融资的属性决定了银行的风险偏好比较低，所以很难长期大力支持具有高度不确定性的创新型企业。股市发展为什么很重要，就是这个原因。所以一定不能为短期的目标而放弃长期的目标。从另外一个角度来讲，中国为什么金融不敢开放？我个人觉得中国没有一个强大的资本市场，也是中国金融不敢对开放的一个很重要的原因。如果现在好的企业、全球创新的企业都在我们这里上市，我们肯定就会有更大的勇气开放金融市场，因为钱会更多的流进来而不是流出去。从人民币的国际地位，包括中国在国际金融竞争力的角度来说，我觉得资本，尤其是股票市场的稳健发展，是非常重要的。这是我讲的第一点，不能太考虑短期的利益而放弃了长期的利益。中国资本市场尤其是股市，长期发展不起来，很重要的原因就是短期有过多的行政干预，考虑到很多短期的情况，经常修改规则，在股票的发行节奏、定价和交易方面，都有过多的行政干预。以上这是第一点。

第二点，中国股市还有一个问题，似乎有这样一个理念，或者说有这样一种预期，监管部门必须

要保证比较好的公司才能上市，是可盈利、可持续的。这也可能是出于对投资者保护的考量，因为中国有大量的散户。但是如果把这个责任交给监管当局，判断什么公司能够盈利，这对于创新型企业上市几乎是不可能的。我们来说一下美国的机制，美国的机制大家都知道，有很多是不赚钱的公司就上市了，最有名的是亚马逊，可能有十几年一直没有赚钱，但是上市了，而且现在越做越好。这就是因为市场机制、专业人士的判断，对市场有更准确的估值，使它能持续受到机构投资者的追捧，而且最后真正发展起来了，现在也是很盈利、非常有前景的一个公司。

最关键的是不好的企业要及时退市。大家知道美国纳斯达克上市公司里，每年有 8% 退市的。六年下来，差不多一半的公司就退市了，这是一个很强的市场淘汰机制。所以，不是上市的时候一定能判断是好的，而是大家要及时淘汰，要尽快地淘汰，要严格淘汰不好的。六年 50% 的淘汰，纳斯达克就是这样，中国可以更高一点。因为中国现在的科创板，平均来说可能比纳斯达克的风险还更

大一点。所以，我觉得淘汰机制非常重要，不应该依赖于监管当局事前的批准，还是要靠市场事后的淘汰。

第三点是惩罚机制，惩罚机制主要是对造假进行惩罚，这一点是非常重要的。中国过去这二三十年的资本市场发展中，造假没有受到很强的惩罚。当然我这里想要提的是，中国过去主要依赖刑事上的惩罚，刑事定罪的门槛和标准是很高的，真正要定罪需要证据。国外的经验往往是通过民事的索赔机制，尤其是在美国，还有所谓的连带集体诉讼，这就提供了一个市场监督和惩罚机制。有人说美国这方面做的过头了，有一些人专门找上市公司的些瑕疵。我觉得这种机制还是要有的，可能美国有点过头，中国就是没有这种机制。这种机制其实可以告到你家破人亡，把你的财产都赔出来，我觉得这是一种市场的监督机制。现在上海建立了金融法院，专门处理这方面的问题，在这方面上海的确是有专业能力的。我觉得可以把这个事情作为试点，我相信会对下面的科创板，对中国股市的更健康发展，包括降低造假情况，起到作用，惩罚机制是一

个很重要的方面。

第四点，真正的市场机制建立是需要一段时间的，所以现在对科创板方方面面也非常关注，担心会不会出事情。我相信最后是会犯一些错误的，因为中国资本市场里面散户还是很多的。在科创板里有一些机制，比如说散户净资产低于多少不能加入，我觉得这些都是为了保护中小投资者，尤其是没有经验的投资者。但是我觉得要有一些定力，要给证监会和上海证券交易所一定的空间，甚至犯错误的空间。大家知道 2015 年中国股市的承受能力还是比较高的，2015 年的股灾，有人说不知道消灭了多少中产阶级，其实也没有人到证监会去闹事，反而是固定收益的理财产品频频闹事。所以我觉得要有一定的定力，要给监管一定的空间，让他们能够坚持，不要一出事领导就发话修改规则。过去几年规则经常修改，这和我刚刚讲的第一点有关系，这是为了短期的权衡。经常修改规则，没有定力，我觉得这是中国资本市场二十多年一直发展不起来的一个非常重要的原因，所以一定要给予充分的授权。大家知道全世界的争论，关于央行该不该有独

立性，金融危机以来也有这个问题。我们相信央行独立性的问题，并没有像西方学者说的那么过分，央行在很大程度上对短期利益和长期利益都要权衡，所以要有一定的独立性。证监会或股市是一定要由市场决定的，不能没有独立性，如果说股市、股价都去窗口指导的话，这个股市肯定是发展不起来的。股市现在对中国的中长远利益非常重要，中国的创新发展、可持续发展、去杠杆都需要股权融资。所以说我在这里也呼吁，希望领导要有定力。

最后一点，中国股市发展不起来和中国的金融机构专业水平不高也有关系。当然专业水平不够有多种原因，有买方原因也有卖方原因，主要还是因为过度的干预监管。比如说估值是一个非常技术性的活，我在金融学院教估值很多年，中国大多数企业用的就是最简单的估值方法。但是真正要发掘一个好的企业，你必须要把商业模式和估值真正结合起来，这是一个非常专业的能力。目前中国的证券公司，净值调查方面的律师，我们的投行，我们的买方，中国的机构投资者，中国的公募基金，在这方面的专业能力都是很低的。我希望通过科创版的

建立，能够把中国金融机构买方和卖方的专业能力真正锻炼起来，真正发现独角兽。我记得黄市长上次参加论坛的时候说过一句，如果照某种做法，不是独角兽上市，而是恐龙上市。现实就是这样的，中国如果干预太多了，真的就是恐龙上市，那时已经证明你有什么了，但那时你也早就过了你最好的时期了。要发现还没有真正盈利的那些公司，你要在它的商业模式，在它的技术，在它的各个方面发现优势，然后把这个和金融的估值结合起来，进行合理的定价，这块一直是中国的短板。

我就讲这五点，我讲的相对比较宏观，因为我觉得微观有很多问题可以解决。我个人觉得中国股市发展不到位，主要还不是这些微观的问题，而主要是一些宏观的问题。有一些监管理念，政府的定力，我觉得都需要加强，这才能真正把我们的资本市场建立起来，才能把中国金融核心竞争力建立起来，这对于中国今后几十年发展是最重要的问题之一。谢谢大家！

杨燕青：非常感谢张院长。张院长把中国宏观经济和对外开放，中国去杠杆中最重要的牵一发而

动全身的原因给我们做了解读，也包括在金融改革中如何定位资本市场，如何真正培育和管理这个市场。对于中国的资本市场，大家经常觉得充满了感情，但是又充满了失望，这可能是又一次新的机会摆在我们面前。所以从政策制定者到机构，从经济学家到研究者，最近都很兴奋，兴奋中也有担忧，但是确实我们站在了一个新的起点上，期待这次不会做错。

接下来进入今天的报告发布环节，我们请上海发展研究基金会副会长兼秘书长乔依德老师给我们做发布，掌声有请乔老师。

乔依德（上海发展研究基金会副会长兼秘书长）：尊敬的黄市长、尊敬的张春院长、尊敬的盛松成、连平教授，尊敬的各位参会嘉宾，大家下午好！我非常高兴有机会参加今天的研讨会，我将利用这个机会简单介绍一下我们基金会的这个研究报告。三个主办单位，我们的名气没有另外两个大，但是我们的历史比他们长。黄市长也知道，我们上海发展研究基金会 1993 年就成立了。基金会现在是一个非政府、非营利的公益性学术组织。我

们平时也做各种研究，举办各种活动。我们的研究领域的一个方面是全球金融，去年我们做了一个报告，叫做“全球金融格局的变化和中国对外金融”，这个研究报告是我们牵头，其他大学、金融机构一起参与完成的。今天因为时间有限，我主要讲全球金融格局的变化及其含义。刚才燕青讲了金融危机到现在差不多 11 年了，金融危机对于全球影响是深远的。我们首先就金融危机的七个重大变化来讲一下。

第一，各国中央银行的作用前所未有地增大。表现在（1）非常规货币政策的广泛应用。以前央行是最后贷款人，现在央行变成了最后交易者。（2）主导了金融危机以后的宏观审慎管理。（3）参与金融监管。

第二，发达国家经济体货币政策的溢出效应前所未有地显著化和复杂化。美联储退出量化宽松政策引发新兴发展经济体的汇率集体大幅贬值。

第三，金融监管的实施达到前所未有的强度。（1）危机前的监管理念和监管体系无法适应混业经营的发展。（2）危机后各国金融监管正在走向综合

监管。(3) 危机后加强了全球监管的协调，建立了全球金融安全网。

第四，全球债务杠杆率上升到前所未有的高度。(1) 总债务杠杆率已超过全球金融危机前的水平。(2) 发达国家政府债务比较高，发展中国家企业债务比较高。发达国家企业债务变化不大，发展中国家企业债务从占 GDP 的比例 119.9% 增长到 179.2%。同时发达国家的政府债务上升比较高，但家庭和企业债务甚至有所下降，这对于全球经济会有很大的影响。

第五，全球跨境资本流动发生了前所未有的变化。(1) 总量有所下降。发达国家的流量减少，发展中国家的流量增加。(2) 证券投资和银行贷款减少，直接投资先升后降。

第六，新兴发展中国家在全球金融体系中的地位前所未有的上升。(1) 金融市场的重要性上升，上市公司总市值上升到了 27.6%。(2) 发展中国家有大量的外汇储备，外汇储备最大的十个经济体中发展中国家占了 8 位，金砖四国占比 36%。(3) 全球金融治理中的地位上升，在 IMF 配额调整中，发

展中国家的比例上升。

第七，金融科技对金融生态和功能的影响前所未见。（1）金融科技改善或影响了现有的金融业，互联网、大数据、人工智能、区块链等科技提高了经营效率、风险管理水平和客户服务质量。（2）金融科技创造了全新的金融业务，包括 P2P、移动支付、新型跨境支付等。（3）金融监管的冲击及相关政策。最近我看到一个新闻，机器学习是人工智能非常重要的技术手段，美国纽约统计了机器学习人才的招聘广告，结果发现招聘人数最多的前三位都是金融机构。在座有很多学金融的，你们要留意，科技会深入到金融领域中去，这是我今天讲的第一个部分。

第二个部分，这七大变化产生的原因是什么？今后发展的趋势是怎样的？原因有三大类：

第一类，触发、应激原因。对于金融监管和溢出效应，美联储前任主席耶伦说，实行宽松的货币政策要求保持低失业率和低通货膨胀率，我们不可能把其对他国家的影响作为我们的政策目标，不过外部的变化会对美国经济有影响，所以我们在执行

货币政策的时候也要考虑到国外的影响。我个人觉得这个讲法还是有一定道理的。

第二类，根本、基础的原因。发展中国家的地位上升，之后还会继续，现在对全球经济的贡献超过 50%，中国占 30%，我想这个趋势还会延续下去。不管中美贸易战怎么打，只要中国不犯颠覆性的错误，中国经济在十到十五年内 GDP 会超过美国。科技对金融的推进突飞猛进，2018 年全球对金融科技的投入超过一千多亿，是 2017 年投入的 120%，我想这个势头在 2019 年不会减弱，投资会继续增加。

第三类，混合型原因。杠杆率短期可能会稳定并略有上升，我们国家的杠杆率前两年每年增加几个百分点，目前已经稳定下来了，我个人推测今年可能还会有点上升。跨境资本流动中，FDI 可能还会下降，但是其他的很难确定。央行的作用可能会在现有水平上保持稳定。大家可能会奇怪为什么央行作用扩大到原因是混合型的？这既是对金融危机的一种回应，也有一种根本性的原因。我认为根本性的原因在于上世纪七十年代以后，布雷顿森

林体系垮台，这和央行有密切的关系。以前金本位有一种制约，好处是有内部调节，坏处是阻碍了经济的高速发展。经济发展得很快，所以出现了信用货币时代，这和央行发挥的作用越来越大是密切相关的。

原因	格局变化	变化趋势
触发、应激	金融监管	稳定、个别国削弱
	溢出效应	有起伏、后果严重
根本、基础	新兴发展中国家的地位	稳步增长
	科技对金融的推进	突飞猛进
混合型	债务杠杆率	稳定，短期略有上升
	跨境资本流动	FDI下降，其它不确定
	央行的作用	现有水平上的稳定

图 1：七大变化的产生原因及变化趋势

接下来把央行的作用和法定货币本质的关系讲一下。要理解金融的本质，就要理解法定货币的本质。现在的法定货币就是政府的信用，没有什么其他的，就是靠政府支撑，是强制性、排它性的，叫你用人民币就得用人民币。从这个角度来说，比特币或其他加密货币不可能真正成为法定货币，说它

是资产可以，但是不可能成为大家使用的法定货币。丹麦央行的一位官员曾在一个研讨会上说，搞这些加密货币的人都是技术出身，不理解货币的本质是什么。至于法定数字货币，是另外一个故事，能不能搞成我们还要继续看。我前面讲了，信用货币时代的本质就是政府信誉。央行的权力很大，要发多少货币，就能发多少货币。权力是无限大，但也要受客观限制，政府的信用不是自然而然的，而是取决于根本性的政策。比如说，现在委内瑞拉的货币不行了，一塌糊涂，尽管后来搞了石油币，把价值和石油挂钩，但石油币不能兑换石油，现在也搞不下去，根本原因是政府信用不行了。再比如我们国家，1947年国民党在上海发了金元券，想挽救法币，最后也不行。国民党垮台的原因之一就是货币没弄好。现在很多人讲“美元割韭菜”论，美元是有特权，可以购买别国商品，但是也别忘记，美元花出去以后，人家拿着美元可以买美国资产，把美国的好资产都买走，同时也不能无限制地这样做。如果美元无限制地发出来，将来美国的货币政策怎么执行，通货膨胀怎么控制？所以并不是那么

简单的，这一点大家应该要明确。格林斯潘讲过一句话，大意是上世纪七十年代后没有金本位了，但在执行货币政策时，就当金本位还在，我们非常小心谨慎。这个话我觉得还是很有意思的。现在各个国家央行还是非常小心的，特别是美国，虽然现在有很多问题，但是美元还是一个全球比较重要的货币，这和美国谨慎的货币政策是有关系的。

拿我们国家来说，前不久也有一个说法：人民币发行主要靠外汇储备来支撑，靠美元来支撑。这个说法完全是错的。一个很好的例子，我们在改革开放以前没有很多外汇储备，那我们的人民币是怎么发的？2014年到2015年外汇储备减少了一万亿，我们的货币照样增长，只不过发行渠道有所变化。为什么会有这个错误的说法？因为在过去，我们的外汇占款和人民币发行的量确实是相关的，很多人误以为我们是根据外汇储备来发人民币，这是错的。实际上是因为我们有外贸顺差，我们用人民币购买外汇，这个行动产生了两个结果，外汇储备增加了，人民币发出来了，一个动作两个结果。后来慢慢的，外汇顺差减少了，现在用其他的办法来

发人民币，这对于理解当前货币政策是很重要的。

第三个方面，讲讲七大变化对全球金融稳定有什么影响。我讲一下其对全球金融稳定的影响。

第一，防范金融风险意识和措施得到了加强。我们利用各种措施，如建立 G20、IMF 对系统重要性国家进行年度磋商等来防范金融风险，全球金融安全网是金融危机之前没有的，这是一个方面。另外一个方面，全球的脆弱性还是存在的。金融的本质是不稳定的，货币的购买力是不稳定的，对于货币的需求和供给是不稳定的，所以说有内在的脆弱性。全球金融格局变化并没有解决这个问题。前面我讲到了，现在全球的债务杠杆率那么高，其实是一个危险。

这里特别要讲一下金融脆弱性和经济周期有很密切的关系。上个世纪三十年代美国经济学家费雪（Irving Fisher）发现经济周期下行的时候，金融脆弱性较为突出，可能会引起金融危机，高债务可能会引起通缩然后引起金融危机。历史上，美元收紧之后，常常会发生金融危机。图 2 中美国长期国债与短期国债的利率出现了倒挂，本来应该是长期

利率大于短期的，但如果反过来就预示着金融危机可能会发生，下面的蓝线是两年期的，红线是十年期的，现在又出现了倒挂的情况。去年很多报纸上说，利率倒挂预示着可能会发生经济衰退。

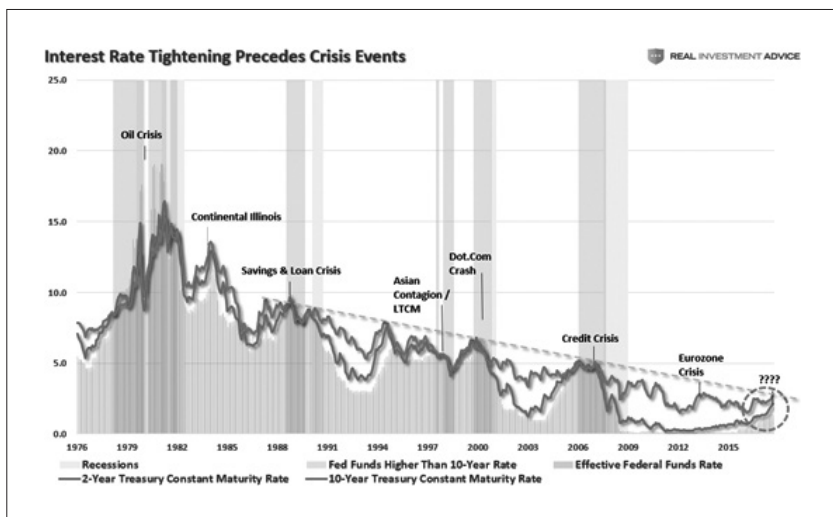


图 2：美国联邦基金利率与危机事件

我们去年九月份做了报告，利用这些框架，在报告当中提出了三个叠加。第一个是中国和美国经济下行的叠加。第二是美国加息与一些新兴发展经济体本身脆弱性的叠加。第三是美国打贸易战与其他国家反制的叠加。现在过了半年再回过头来看，我们的预测是对的。美国经济当时是很好的，二季

度是 4.2%，三季度大概是 3.9%，四季度是 2.6%，没有达到 3% 的目标。因为这样，美联储已经决定停止缩表，加息也可能放缓，给大家喘了一口气。中美贸易战解决的可能性也比较大，负面因素依然存在，但有可能会削弱。

前面的七个变化不是完全孤立的，而是相互影响、相互渗透的，是有内在联系的。特别是债务高企、跨境资本流动、央行作用，都是有内在关系的。这些变化和实体经济的变化也有关系，发展中国家在往上走，发展中国家债务上升，跨境资本流动上升，这些和经济活动加剧是有关系的。大家想想是不是这样一事情？我们研究金融格局的变化，理解全球金融格局的内在结构和变化趋势，这有助于我们理解全球经济运行的规律是什么。

最后，金融是经济的核心，货币则是金融的核心，货币是理解全球金融格局的逻辑起点。这个问题需要进一步研究探讨，就像人的大脑那么重要，但我们对它的了解非常有限。货币我们天天用，错误理解也是最多的，比如说我们国家发货币等于发股票，央行发钱就买企业的债券。时间有限不能讲

了，但是这个问题是值得研究的，我的发言就到这里，谢谢大家！

杨燕青：非常感谢乔老师的报告，把危机以来全球的金融形势和大家讲清了，全球的金融形势是环环相扣、紧密交织的，同时又是迅速变迁的，基本上一两个月就会有一个新样子，乔老师做了非常深入的解读。

接下来请出一位非常重要的政策制定者和意见领袖，他的执政经验非常丰富，工作经验也非常丰富，同时视野非常宽阔，让我们用最热烈的掌声有请中国国际经济交流中心副理事长黄奇帆先生给我们做主旨演讲！

黄奇帆（中国国际经济交流中心副理事长，重庆市原市长）：今天很高兴和各位讨论这个题目。

中共中央政治局 2 月 22 日就完善金融服务、防范金融风险举行第十三次集体学习。中共中央总书记习近平在主持学习时强调，要深化对国际国内金融形势的认识，正确把握金融本质，深化金融供给侧结构性改革，平衡好稳增长和防风险的关系，精准有效处置重点领域风险，深化金融改革开放，

增强金融服务实体经济能力，坚决打好防范化解包括金融风险在内的重大风险攻坚战，推动我国金融业健康发展。我理解，金融供给侧结构性改革，是从基本面的角度，从制度的角度，从结构性的角度进行推动和改革。如果这些领域存在问题，就用体制机制性改革的方法进行调整和变革，最终形成对经济有长效作用的基础性制度改革。金融供给侧结构性改革是我们当下十分重要的事情。抓好金融供给侧结构性改革，有利于我们解决长期以来存在的融资难、融资贵问题，让金融为实体经济服务，避免脱实向虚的问题，减少或避免金融系统性风险。实际上，这些问题的解决不仅要依靠短期货币和金融政策调控，其中存在的基础性、结构性问题，必须通过深化改革才能解决。

不同于需求侧的宏观调控

改革开放以后，一些重大改革都和供给侧有关。例如农村家庭联产承包责任制，把亿万农民的积极性调动起来，并且把劳动力腾出来转到城市，这是农村的生产力、农民的生产方式的一种供给。又如推动个体户、民营企业发展，从割资本主义尾

巴变成中国经济不可或缺的重要组成部分，这是一种企业供给。搞经济技术开发区、搞特区是一种营商环境的变革，这是一种制度供给。

供给侧结构性改革，不同于一般意义上的宏观调控。货币政策和财政政策都属于需求侧的宏观调控，且侧重于短期。经济热了，需要逆周期政策，让经济冷一点；经济冷了，又需要逆周期政策，让经济热一点。

这些短期的宏观调控政策固然对经济稳定至关重要，但是不管怎么调控，十年后，经济结构和经济体制不会因为需求侧调控而发生大的变化，但供给侧的这一类调控和改革，一定是体制机制性的改革、是供给制度的改革，一旦奏效，就会带来长期性和结构性的变化。

货币供给体系三大问题

金融供给侧结构性改革，包括货币供给、资本供给、金融企业供给、金融要素价格（成本）供给、金融产品供给等，其中很重要的是货币供给方式，也就是基础货币的发行方式。从货币发行的原理来说，古代和实物与珍稀物品有关，后来与黄

金、白银等贵金属有关。

现代的货币发行和政府的信用有关，本质上，和 GDP 增长中的政府税收有关。一个政府之所以有权发货币，在经济的本质上，是因为政府在收税。收税用什么货币支付，货币发行就是什么货币。货币发行的量大还是小，和政府税收的增长能力有关，当然可以透支，但总的来说，需要有个平衡。

那么，哪个部门代表国家来发行货币呢？当然，由各国中央银行。但是，财税状况是基础后盾。美国财政部发债，美联储买债，买债的过程基础货币就发出来了。我国由央行代表国家发行基础货币，背后的支撑仍然是国家主权、国家经济和税收增长能力。

截至 2018 年末，基础货币余额超过 33 万亿，其中流通中的现金 M0 为 7.3 万亿，其余 25.7 万亿为银行存款准备金，而其中外汇占款超过 21 万亿，这是基础货币供给。货币供给的另一个环节是流通中的货币 M0 到 M2（贷款），之间的扩张，表现为从基础货币到商业银行的信用创造过程，即贷款，

这个过程有所谓货币乘数。在基础货币一定的条件下，货币乘数决定了货币供给，而存款准备金率的高低和货币政策的传导效率构成了货币乘数的关键。除此之外，商业银行对非银行金融机构的资金供给过程，例如小贷公司、保理公司、租赁公司、信托公司等等，他们的资金往往来源于商业银行表外的委托贷款业务、理财业务、票据业务、资金拆借业务等。这个过程也有金融杠杆放大，所以也是金融监管部门严格关注监控的方面。

事实上，近年来中国货币供给和金融体系存在着三种问题，金融供给侧结构性改革，就是力图要解决这些问题。

一是利率市场化改革尚未完成，货币市场利率已经完全市场化，但商业银行存贷款基准利率依旧存在，“利率双轨制”造成套利现象。金融系统不可能没有套利，但是如果泛滥成灾，对实体经济是不利的。

二是货币政策传导机制不畅通、不顺畅，造成中小企业和民营企业融资难、融资贵等问题，长期未得到解决。这个问题属于基本面和结构性问题，

通过对银行行长的指导和一系列文件，敦促银行对民营企业、中小企业和农村加强放贷，固然会有一定的效果，但本质上，融资难、融资贵问题需要通过一系列的供给侧改革加以解决，如果不从体制机制上下功夫，客观上资金仍然流不到毛细血管，流不到小微企业，流不到农村。

三是货币调控以数量调控为主，还是以价格调控为主？面对问题的时候，往往就会用一刀切和数量型的方法来解决，当然，这里存在路径依赖的现实情况。

直接融资供给不足导致高杠杆

习近平总书记指出，资本市场在金融运行中具有牵一发而动全身的作用，要通过深化改革，打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场。

资本市场的供给问题，也是中国金融体系要解决的问题。资本市场将是解决金融为实体经济服务的杀手锏，是金融防风险的关键一招。

分析一下宏观数据，2018年，在整个全社会新增融资中，83%是间接金融，即商业银行贷款和

信托等机构提供的资金；17% 是直接融资，在直接融资里，又有一部分是企业债券等，约占 10 个点。也就是说，中国去年新增融资近 20 万亿，93% 是债务债权，7% 是资本股权。这个比例显然是失衡的。反观美国，去年 70% 是股权融资，包括私募股权融资和资本市场公募股权融资，而银行债务融资和债券融资，仅占 30%。

美国的企业负债只有 GDP 的 60% 多，而中国的企业负债率，加总数据是 GDP 的 160%，这就是我们资本市场供给明显不足造成的。所以中央提出要加大直接融资的发展，尤其是股权融资这一环，这抓住了问题的要害，资本市场是金融供给侧改革的关键环节。

由于融资结构不合理，直接融资占比低，中国整体杠杆率水平很高。但全世界比较而言，我们的政府杠杆率和居民杠杆率并不算太高，主要是企业部门债务重、杠杆率高，而企业债务这一块，解决方向就是把资本市场发展起来。

资本市场三大问题六大供给

中国发展了 28 年的资本市场，一方面从少到

多，从小到大，从无到有，确实取得了巨大成绩，另一方面，还存在不少问题。

资本市场存在三个功能不到位的问题。一是中国的资本市场缺少晴雨表功能，2000年以来，中国GDP翻了三番，各项事业都有长足的发展，但是资本市场总量指数还是大体不变。总的来说，缺少国民经济晴雨表这个功能。

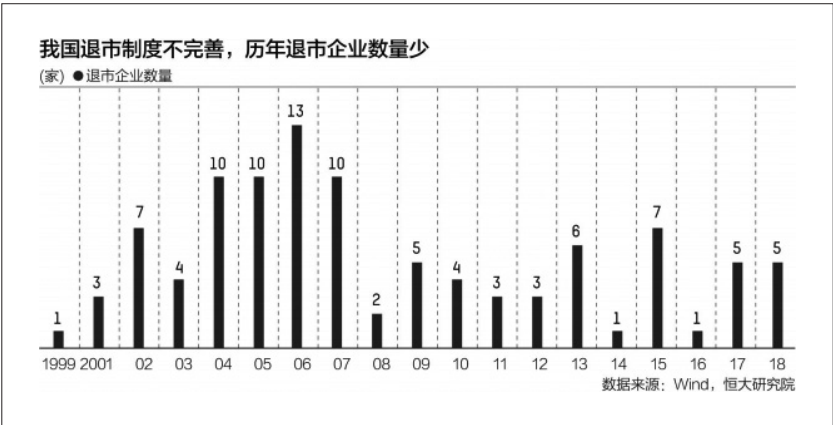
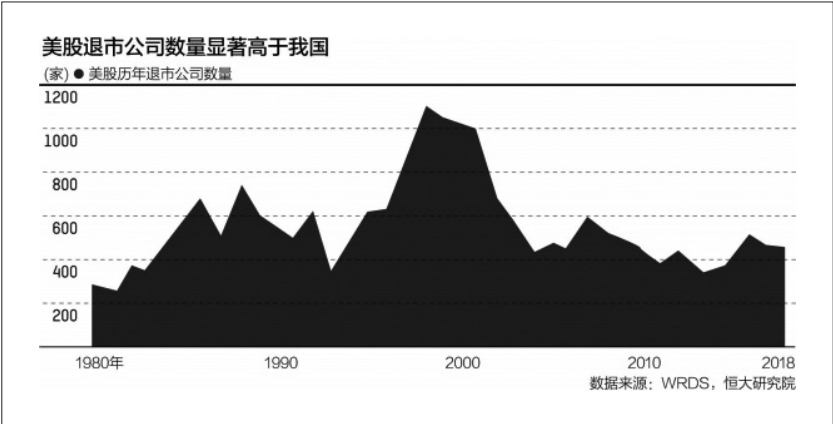
二是缺少资源优化配置功能。资本市场对于技术创新、产业结构调整、独角兽企业推动力不足，如果把这些功能都彰显出来，对中国经济、中国金融的变化会有牵一发动全身的效果。

三是投入产出、收益回报不到位。资本市场缺少优胜劣汰机制，以致上市公司群体存在投资回报收益不理想的问题。

从资本市场的供给角度分析，至少有六大供给。

一是基础制度的供给，即注册制和退市制。关键的一点，要把注册制推上去，退市制必须同步推进。要把退市制作为注册制健康发展的基础和前提。美国纳斯达克的上市公司若干年就会更新一

遍，公司总量大体不变。优胜劣汰，有进有出，是资本市场晴雨表的表现，是资本市场资源优化配置的表现，是资本市场的生命力所在。



二是缺少长期资金，这也是供给侧的问题。有卖方就有买方，有企业供给就有资金供给。中国的

资本市场缺少长期资本，以去年为例，全年总交易量中的 92% 左右是 1.45 亿散户。美国相反，90% 是机构长期资本，不到 10% 是散户，是短期资金。所以，在中国，主力投资者就散户，即个人投资者。有人说散户素质不好，其实不是散户的问题，是机制和制度的问题，其实是长期资本不到位的问题。长期资本不到位，当然就是短期资本为主。所以，不要去埋怨普遍性的问题，普遍性的问题一定和制度安排、和体制机制有关，不单纯是企业经营或者投资者的素质问题。

在长期资金这个问题上，最要害的是保险。以美国为例，养老保险有三大支柱，一是政府的社会保险基金，二是老百姓买的商业保险；三是企业为职工买的企业年金。大数来看，三大保险系统的资金量有 40% 左右在股市中。美国股市总市值约 30 万亿美元，其中 9-10 万亿由三大养老保险基金持有；剩下 20 万亿中，工商企业股东层长期持有不炒作的比重有一半；剩下 10 万亿则主要是各种私募基金、公募基金或者对冲基金等机构投资者，散户占比不到 10%。这样的结构中，买进卖出，就是战略

性的长期资本和企业之间的交换和博弈。

从中国的情况看，政府的五险一金和老百姓买的商业保险都在不断增加，主要缺年金。虽然已经形成制度，但买年金的企业很少。要把这一块搞上去。为什么美国企业都为职工和高管买年金呢？除了企业管理和凝聚力外，很重要的是美国政府制定了所谓“401K”的制度和政策，任何企业为职工买年金，企业出的钱部分可以抵扣企业所得税。

庞大的年金资金可以到资本市场做长期投资。国际上，一般把年金 50% 投资货币基金或债券，50% 直接投资股票。美国人有 9 万多亿美元年金，就有 4 万多亿美元在股票市场里，还有 4 万多亿美元买的是债券或者货币基金。总体来说，就是长期资本要逐渐建立起来，这也是供给问题。

三是证券公司的资本中介功能。中国的证券公司的运行功能一般有五个：一是经纪业务，二是自营业务，三是 IPO 发行业务，四是投资顾问，五是固定收益，缺少全世界投资银行最重要的一个功能，即资本的中介功能。

证券公司最关键的业务是什么？是资本的中介

功能。银行是资金的中介，老百姓的钱不是银行的，银行把老百姓的存款作为债务，然后做贷款；保险也是运用老百姓的理财资金，实现中介投资的功能。

中国的证券公司缺乏资本中介功能。看全世界的投行在每年的季报年报里，都有其掌控和运用客户资金，实现了多大的资本中介能力。例如一个大的证券公司，有 1 万亿客户保证金，客户保证金当然是客户的，不能动，但是如果跟客户协商了，形成协议，这笔资金可以根据投资银行自身的资本信用相应从表外变成投资银行表内的信用，进而发挥资本的中介功能。全世界的投行都有这一块业务，我们证券公司却没有。

中国股市有 40 多万亿的市值，每天都会有十几万亿沉淀资金，通过基础性制度的改革，建立新的投资规则，证券公司就会形成万亿级的资本中介能力，场外资金无序配资、乱象丛生等问题会得到消除和抑制。

四是上市公司的再融资、资产重组和回购注销、分红的制度建设。上市公司融资，一是 IPO 上

市，二是再融资，三是资产重组，资产重组也能扩张资金。我们的 IPO 上去了，再融资功能基本没有，缺少配股、送股、定向增发、公开增发、发售、转增股等功能。往往一个上市公司上市以后，10 年、20 年没有再融资。还有资产重组、资产并购也是资本市场的一种基本制度，有一段时间封冻，现在又启动了。

上市公司还有一个经常要考虑的功能，就是回购注销。中国资本市场建立 20 多年以来，中国股市没有一个企业搞回购注销、存或奖励，因为公司法不允许企业回购。当时公司法出台的时候是 1990 年代初，资本市场还没起来，是针对一般意义上的非上市公司来讨论的。为此，去年 10 月 26 日，人大常委会审议通过了《关于修改〈中华人民共和国公司法〉的决定》，这个修改为资本市场今后的回购注销、存、奖励提供了法律依据。

对于回购注销，大家往往理解为对市场护盘托底的行为。实际上，回购注销更重要的功能是一种不缴税的分红。越是好的上市公司，越是创新型的健康发展的上市公司，越会不断地会回购注销，回

馈投资者。

五是和我们的机构投资者有关。现在公募基金有 13 万亿规模，私募基金有 12 万亿，加起来是 25 万亿。他们在中国资本市场上发挥了什么作用呢？

分析 2018 年的结构，大家一目了然：公募 13 万亿，7 万亿买了货币基金，剩下 6 万亿里，4 万亿买了债券，只有 2 万亿买股票。私募基金 12 万亿，有 7 万亿还没上市的企业股权融资，而 7 万亿中，又有 4 万多亿是房地产啊！剩下来 5 万亿，3 万亿买债券，也只有 2 万亿在股市，所以去年，共约 4 万亿在股市里。

基金公司购买货币基金、买债券的方向没错，比如美国年金也是 50% 买货币基金、企业债券等，但是也不能过了头，变成了百分之八十、九十买债券买货币基金，15% 投入股市。这个也要讨论，逐渐地改善，这也是个基础制度的供给问题。

最后一个供给侧改革当然就是科创板。相对于 A 股，科创板在制度变革上有两个重要方面：一是由于科技类创新企业产生的时间短，业绩不稳定，它不会像传统企业和常规企业一样，有三年五年的

利润周期，但又需要多轮市场融资，所以准入门槛有所放宽。第二，市场融资一旦进入以后，融资的钱是几亿、几十亿，那这些搞科技创新的创新人员，哪怕他发明的专利值几十个亿，但是其最初的股权可能就是几百万、几千万，了不得一个亿，被几十亿、几百亿一融资，按股比大小一算账，就微乎其微了，所以在这个意义上，就有了公司治理制度上的 VIE 架构（事实上是股权和经营权的两权分离），哪怕股东们占了 90% 多股份，在日常经营中，科技创新的带头人要有决策权。

通过金融供给侧结构性改革，发展和调整到位后，中国金融的三个组成部分：信贷、债券与股票对实体经济的资金供给就会出现一个协调的比例。我认为比较合理的结构是 40% 银行贷款，30% 债券，还有 30% 左右是股票市场和各种私募基金的股权投资，即 4: 3: 3。当然这是一个较长的过程。我们不太可能做到像美国人这样，70% 是股权、30% 是债权。我们的努力方向是 70% 债权，这 70% 的债权里有 40% 是间接融资，30% 是直接融资，即债券，还有 30% 是股权，这需要一个至

少十五年到二十年时间的缓慢发展过程。

总之，供给侧结构性改革由三个关键词组成：供给侧、结构性和改革。供给侧是问题导向，分析供给侧有什么问题，然后加以解决，解决的办法就是改革，就是基础性制度的改革，体制机制的调整。结构性平衡合理是目标，即以结构性不合理的情况来发现供给侧供给的问题所在，也以结构性的系统平衡来判断改革的成果。侧结构性改革，三个关键词各有用处，共同形成一个体系。

杨燕青：非常感谢黄主任！演讲非常高屋建瓴，非常厚重，又非常接地气。黄主任把整个中国的金融市场，尤其是股票市场的问题做了非常深刻的阐释。关于未来我们应该有什么样的制度供给，证券公司做什么，长期资本如何增加，上市公司做什么以及科创板最重要的制度供给应该是什么，黄主任都做了非常好的阐释。我们也期待着 433 结构尽快实现。

除了大家非常关注的股票市场之外，刚才黄主任还讲到了货币政策以及市场利率。宏观政策和央行也是今天讨论的重点。在这个领域中，目前全中

国非常看重的一位意见领袖是盛松成老师。他是社会融资统计体系之父，同时多年跟踪和研究央行改革及其货币政策。目前他担任上海市人民政府参事一职，同时是货币政策方面最重要的意见领袖。下面有请盛松成老师给我们做主题演讲。

盛松成（上海市人民政府参事，中国人民银行调查统计司原司长）：尊敬的黄市长、尊敬的各位领导、各位专家、各位同学，大家下午好！刚才听了两位领导的演讲，很受启发。他们的特点是很广泛、很深入，所以给我们启发很大。由于时间关系，我就集中谈一个问题——利率市场化的问题。这是大家广泛讨论的问题。实际上利率市场化本身涉及的范围非常广泛，包括我们现在比较关注的汇率。实际上利率是和每个人、每个企业和整个社会的方方面面都是密切相关的。

我发言的题目是“利率并轨还需要考虑哪些问题”。

两会上李克强总理做的《政府工作报告》里提到：深化利率市场化改革，降低实际利率水分，着力缓解企业融资难、融资贵问题。改革完善货币信

贷投放机制，适时运用存款准备金率、利率等数量和价格手段，引导金融机构扩大信贷投放，降低贷款成本，精准有效支持实体经济。《政府工作报告》里面提到了利率。有记者采访时问我对存款准备金率的想法。存款准备金率一般来说就是降准。但是利率问题就非常复杂了，因为中国的利率体系非常复杂，大概是全世界最复杂的之一。如果要详细说中国的利率的话，一个小时都讲不完。

我简单说一下，中国有四种利率：首先是政策利率，这是最上层的利率。央行怎么调节利率？央行调节利率的手段包括正回购利率和逆回购利率，也包括贷款贴现利润。实际上“酸辣粉、麻辣粉”就是传统意义上再贷款、再贴现的变种。其次是货币市场利率，这是完完全全市场化的利率，是第二个层次。第一个层次是中央调控的，第二个层次是完全市场化的。接下来还有第三个层次，也就是存款的基准利率。中国早就有了基准利率，最近一次变化是在 2015 年 10 月，之后再也没变过。在座各位如果存过存款的话，活期存款一年是 0.35% 的利率。贷款是从六个月到五年以上，利率是 4.35%-

6%。这是国家规定的基准利率。最近三年半，我们的基准利率没有变化过。我始终觉得基准利率一动就等于又一次和利率市场化反方向进行。

第四个层面是真正的存贷款利率。我归纳一下，实际情况会更复杂。中国的利率体系“剪不断，理还乱”。我觉得中国利率市场化改革可能是货币政策改革的最后一公里，或者说货币政策传导不通顺的要害环节。所以才会提出来两轨并一轨的说法。总理的这一段话含义非常深刻。首先要求降低实际利率水平。实际利率水平不是中央规定降低就降低的，而是要通过利率市场化改革降低。同时还要解决企业融资难的问题。因为融资难是数量，利率是价格，价格和数量又是两回事。同时还要精准支持实体经济，尤其是支持中小微企业，这些都和利率有关。刚才黄市长讲过的房贷、消费、汇率、CPI 等等都和利率密切相关。今天因为时间关系，没办法详细地说。

我说一下利率并轨问题。2018 年下半年以来，国家实施了一系列逆周期调节政策。央行政策利率会先影响货币市场利率，再影响实体经济利率。信

贷利率的传导并不是很畅通。从货币市场利率来看，去年 12 月份同业拆借加权平均利率为 2.57%，质押式回购加权平均利率为 2.68%，分别比去年同期低了 0.34 和 0.43 个百分点。而去年四季度金融机构一般贷款加权平均利率为 5.91%，比上年同期提高了 0.11 个百分点。这说明我们的货币政策传导渠道不畅通。如果畅通的话会先影响货币市场利率，再影响到实体经济利率。但是目前还没有影响到，这说明我们的传导渠道是有问题的。

为什么会有问题？因为我们国家的利率是双轨制。央行确定了存贷款基准利率，接下来是货币市场利率。实际上央行确定的存贷款基准利率也是政策利率，这是央行确定的数据，尽管我们三年没动。给企业贷款也是按央行的规定做的，上浮 20%，中小企业贷款上浮 30%。这个基础是什么呢？是存贷款基准利率。刚才我说了，所谓的货币市场利率完全实现了市场化运营。所以说这两个往往是无法配合的。现在马上又要开博鳌论坛会议了。去年四月份召开了博鳌论坛，会议上易纲行长提出：有必要让存贷款基准利率和货币市场利率两

轨逐步统一。这有点接近美国式的存贷款基准利率逐渐统一。我在半年前就反复强调不要动存贷款基准利率，越动越说明市场化改革不够。我的观点是先别动，实际上我们已经整整三年半没有动了。我为了今天这个会议是做了相当充分准备的，要讲的问题非常多，我归纳了四个问题。我觉得利率并轨还需要考虑一系列的问题，我们考虑了这些问题，我不清楚中央银行是否完全考虑清楚了这些问题。我现在已经不直接在中央银行工作了，所以我不知道他们有没有完全考虑清楚，但是过去了这么长时间，最终的方案还没落实。我谈一下自己的观点。

1. 长期改革目标和短期政策要求之间的关系。

2. 人民币贷款新的定价基准。如果比存贷款基准利率取消会怎么样？不仅是房贷，还有很多问题。

3. 贷款利率市场化与存款利率市场化的协调推进。据我所知，现在研究的最多的不是存款利率市场化，而是贷款利率市场化。为什么？因为贷款直接涉及到千万户企业，这是领导特别关心的。现在的情况是贷款利率不市场化，贷款利率没定下

来。所以说首先要解决的问题是贷款利率。但是我认为贷款利率实际上和存款利率是密切相关的。

4. 利率并轨后央行货币政策的传导问题。我们有整整五年不动，通过公开市场的回购、逆回购和“酸辣粉、麻辣粉”进行传导。逆回购有的时候未必可以传导，这里存在货币政策传导不畅通的问题。存贷款基准利率取消了之后，怎么传导，究竟是有利还是不利，这是存疑的地方。我们希望短期内把利率搞下来，但是这个利率到底会下来还是上去，都不好判断。

毫无疑问，利率市场化是我国金融改革的长期目标。缓解企业融资难、融资贵是当前宏观调控的现实要求。还不能确定这两个要求是不是完全一致。我觉得应该研究目前取消存贷款基准利率能不能落实短期政策要求。我们的领导层和决策部门首先考虑的应该是短期目标能不能实现。我提出这样一个问题，目前货币政策传导不很通畅，与银行的风险偏好下降有关，为什么会这样？大家知道最近两年经济下行压力比较大。我两个月前就提出我们国家二季度经济有望企稳，但是也有人提出二季筑

底之类的观点，议论很多。这种情况下银行对风险偏好的下降是肯定的。银行不愿意贷款，尤其不愿意给风险比较大的中小企业贷款，这也是现实。取消贷款基准利率未必能解决这些问题，融资难问题未必能够得到有效解决，融资贵的问题也未必有效解决。因为他们不愿意贷款。随着金融去杠杆、表外融资表内化的进行，最近一两个月，我们已经意识到这个问题了，表外融资已经逐渐有点放松。金融去杠杆使得银行资产负债表不断扩张，尽管风险还是一样存在，但是风险不在表内。如果回到表内，银行资本的约束增强，这对于银行增加贷款是有反作用的。

最后一个方面。我觉得对于小微企业来说，融资难是比融资贵更迫切的问题。我不知道在座各位的想法是什么。我经常给各个学校学校讲课，每次讲课都有五六十个人，多的一百三四十个人。每次我都会问一个问题：如果融资难和融资贵这两个问题只能解决一个的话，选哪个？90%以上的学生都想解决融资难问题，为什么呢？因为现实是贷不到钱。融资难问题都解决不了，还提什么融资贵的

问题。衣服都买不到，还有什么贵不贵的问题。从中央的角度来看，融资难、融资贵问题都要解决，这是一个不容易解决的问题。长期目标和短期目标可能不一定完全相配合。

根据人民币贷款新的定价基准，若取消贷款基准利率，贷款应如何定价？现在主要有两种观点。一是，新增贷款利率挂钩货币市场利率。如银行间存款类机构质押式回购利率 DR、上海银行间同业拆借利率 SHIBOR 等，能反映贷款的真实市场价格，货币市场利率是完全市场化的。如果两者直接挂钩的话，确实可以反映供需状况，缺点是信贷市场利率波动性可能加大。波动性加大对企业和个人也是不利的。

另外一个讨论比较多的，是通过贷款基准利率来定价。贷款基础利率（Loan Prime Rate，简称 LPR）即商业银行对其最优质客户的贷款利率。其他贷款利率可以在 LPR 基础上加点生成。这有利于信贷市场利率的稳定。但是 LPR 的变动相对迟缓，会削弱货币政策的传导。这是什么意思呢？LPR 是全世界都在用的方法，英国、美国等很多国

家都在用，我们国家是从 2013 年开始用的。但是自运用以来，LPR 和贷款基准利率几乎同步，甚至在最近五年完全一样，那它的意义就不大了。LPR 就是贷款基准利率，它相对迟缓，削弱了货币政策的传导。所以说在货币政策的问题方面，无论是讨论，还是决策，确实是相当困惑。我觉得利率是最困难的问题。从工业时代开始一直到现在，所有的经济学家对于利率都有自己的一整套观点。这说明利率确实很复杂。如果我们的利率市场化发展比较好的话，会是我们金融改革的突破性一步。刚才讲的是货币市场利率问题，也就是银行间的。除此之外，还有金融市场利率，不仅包括银行间的，还包括债券、股票之类的。这些利率问题确实是非常重要的。

第三，贷款利率市场化与存款利率市场化的协调推进。贷款利率还需考虑银行负债端的情况。因为我国推进利率市场化改革的经验是先贷款后存款。但是在这个过程当中，实际上我们发现银行负债也就是存款，存款是银行负债。各种各样的结构，包括价格都会影响银行资产端的贷款定价。所

以说取消贷款基准利率对商业银行自身的资产负债管理提出了更高的要求。因为如果贷款放开了，存款怎么办？这里面一定会存在联动，不可能存款还是不变，没那么简单。所以我说这两者是需要协调推进、同步考虑。

第四，利率并轨后央行货币政策的传导问题。取消贷款基准利率后如何确保货币政策的有效传导？是否要将某一种货币市场利率作货币政策中介目标？中国货币政策利率之间的相互传导关系是比较复杂的，所以我们现在还没定下来是否需要某一种或者某一个 SET。取消贷款基准利率是利率市场化改革和疏通货币政策传导的重要步骤，但需要解决的问题也很多，所以我们应该深入研究、稳步推进。由于时间关系，我就讲这些，供大家参考！

杨燕青：非常感谢盛老师给我们讲了目前的中国货币政策，包括中国的利率市场化改革当中最重要的核心话题。他有几个重要的观点。其一，盛老师判断二季度中国经济会企稳。这是一个非常重要的判断。第二个是从长期来看，取消存贷款基准利率对于解决中国融资难、融资贵至关重要，但是短

期可能会让融资难、融资贵问题更加加剧。融资难的问题解决了，融资贵的问题解决不了。如果说我们取消贷款基准利率，那么新的标准是什么？有些人可能比较偏爱 LPR，但是新的政策还是不知道在哪里。一会儿连平老师会来解读这个问题。第四个观点是先动贷款再动存款。连老师一会儿也会解读。另外，货币政策的中介目标是什么？盛老师没有答案，所有人都在思考答案。正好借此引出交行的首席经济学家连平老师。我们首先请连老师来回答这几个问题，之后进行您的演讲，利率市场化改革和货币政策。掌声有请连总。

连平（交通银行首席经济学家）：尊敬的黄市长、各位主办方的领导、各位发言专家、各位来宾，大家下午好。很高兴参加今天的活动。我要说的题目其实和刚才盛司长讲的差不多是一个话题。他一讲，我马上就感觉这下惨了，我后面怎么说？他是央行的领导，尽管刚才一再表态说不代表央行，但是毕竟在央行当过领导，而且对这部分问题有深入研究，所以我就想要不要说。后来想了想我们的观点还是有点差异。但是总体上，我基本赞同

盛司长的观点。我说几点，有的观点算补充，也不一定对。

第一点，并轨。刚才盛司长已经介绍了，易纲行长在去年的四月份就说过了。之后，有些人理解成市场和存贷款利率并轨。有一段时间我没有想明白这个问题。因为货币市场利率对于银行来说是负债端，是资金的成本，但是贷款的利率是资产端的应用。比较简单机械去理解，贷款利率和资产端如果完全并轨的话，那银行就活不了了。中间肯定有一个差价。这件事情我是没有想明白。现在看来还有一种观点，就是刚才盛司长介绍的这些。其实我个人认为，这些提法相当多的基本观点是由央行提供的。大概两周之前，央行的一些部门领导、货币政策司现在的一些领导，在国务院新闻办的记者会议上谈到了这个问题。那时他们谈的比较明确，说存贷款基准利率和存贷款市场利率并轨。这件事情我想了半天，还是比较倾向于接受后面这种观点。到今天为止，中央银行还在发布商业银行的存贷款基准利率。刚才盛司长做了非常清晰的解释。这也是一种政策。毫无疑问，央行确定的利率都是有政

策含义的，而且在中国市场上存贷款基准利率政策的覆盖面、覆盖力度是非常大的。道理很简单，中国的银行业到目前为止在融资中占的比重超过80%，存量非常大。贷款到去年年底大概是140万亿，然后有不到180万亿的存款。所有存款和贷款的基准利率都是由中央银行确定的。这还会影响到和银行有非常密切关系的一系列影子银行的融资成本，比如说委托贷款、信托贷款，都是在贷款的基础上再加一个，形成自己的利率水平。所以存贷款基准利率的影响是非常大的。

到目前为止存贷款基准利率还在由中央银行发布，所以我觉得利率市场化的改革，应该把这个问题解决掉。解决掉这个问题之后，我所理解的并轨是官方确定的基准利率逐渐被取消掉，市场的利率完全由市场的供求关系在货币政策的引领下确定，这样可能是我们下一步改革要达到的目标。

这次总理报告讲的很清楚：深化利率市场化改革，降低实际利率水平。这里的实际利率并不是指通常在教科书上看到的考虑通胀这些因素的实际利率，而是指市场的实际利率。利率市场化改革是将

官方的利率和市场的利率并轨，其实就是走进市场。通过这样的改革，推动市场的实际利率水平下降，这才是政策要达到的目标。我是这样理解这个问题的，我的理解也不一定对。

但是其中有一点是没问题的，大家的看法都是一致的，就是最终存贷款基准利率，这个由中央银行确定的商业银行的基准利率在未来逐渐会退出市场。往前推进这件事情，从目前总体环境来看，尤其是货币政策的环境来看，相对来说还是比较有利的。利率市场化拿掉了既得利益。存贷款的利率由市场的供求关系来加以决定的。所以在这种情况下，货币政策的紧和松对于市场利率而言有比较大的风险。毫无疑问，不能在市场流动性很紧的情况下、货币政策收紧的情况下推动市场化。这种情况下推进市场化，容易造成利率水平上升。存款有可能上升，贷款更有可能上升。这种事情我们见的多了。货币政策周期性的变化带来商业银行贷款利率水平的变化。商业银行最喜欢货币政策收紧，因为收紧之后贷款利率水平跳的非常快。所以商业银行赚钱多，首先是由于紧缩的情况下对于银行贷款有

利，紧缩之后又来了一个迅速的松动。尤其是 2009 年大规模的信贷投放之后来了一个紧缩，银行这个时候不赚钱也难。我经常说这是拜宏观政策所赐，而不是由于竞争能力强带来的收入提高。现在货币政策是在向宽松方向调整。我个人认为，总体来看，中国未来经济运行不可能有非常明显的大幅的回升。从中长期来看，货币政策宽松的可能性比较大。以后政策制定要避免金融紧缩的叠加效应。我们应该从中得到很多的经验。未来，货币政策总体环境会相对比较宽松，这有利于利率市场化向前推进。环境是不错的，但是我觉得还是要关注存贷款基准利率的最终市场化。银行体系在中国是金融体系中是最为重要的，总量非常大，覆盖面非常大，而且还影响了银行后面一串的影子，这串影子都要受到银行存贷款基准利率的影响。所以我们需要特别加以关注的是，取消银行的存贷款基准利率对整个金融体系带来的压力 and 影响。

像刚才黄市长讲的，美国是市场主宰金融体系，而在中国，银行占据了相当大的市场份额。在这种情况下，我们逐渐取消存贷款基准利率要考虑

到的一点就是，这样做对整个金融体系带来的压力。其实对于金融体系来说，存贷款基准利率长期有两个矛盾，一个是负债端的定价，一个是资产端的定价。多少年来，货币政策的调整，很少有存贷款基准利率不同步的情况，基本上是同上同下。我们非常谨慎的在基准利率上给整个金融体系规定了一个利差，尽量不去缩小利差。当然现在的利差已经不太大了。但是不管怎么说，这两道锚下去之后，基本上划定了存贷利差的具体空间。这对于金融体系来说是非常重要的保护，在这个环境当中开展经营，不至于出现很大的问题。

回顾过去，世界上有许多国家搞了利率市场化，结果发现利率市场化之后的中期和长期时间里，比如说五年或十年之后，整个金融体系都有比较大的压力，然后出现许多风险，甚至许多国家都面临危机，这个危机的核心就是金融。为什么？因为这两个锚取消了。市场是按照供求关系来运作。我们撇开货币政策不提，竞争当中贷款利率下降，这是完全有可能出现的情况。在没有基准利率的情况下，不同的银行之间展开竞争，就看银行的负债

端和经营能力。当然有许多因素，比如资产负债的比例、结构、流动性、经营能力、客户基础等等，涉及到商业银行许多问题，这对于银行来说是一个很大的难题。银行要竞争、要获得存款放贷款。银行要获得存款，就得把利率适当提高一点，从而和别人竞争。大家都在这个过程中逐渐提高存款利率。同样的道理，贷款利率要争得客户、争得好客户，就得把定价放下，这样就会长期发展。一个国家在此之后就容易给金融体系带来一种打压。只有受到较大的压力，遇到很明显的风险之后，一部分银行可能才会出现比较大的调整，或者说利率市场化最终淘汰了一批不适合的银行之后，大家就会变得非常谨慎。

现在我们经常和外资银行打交道。外资银行做不做这单生意，需要算算成本是多少。外资银行一算没办法做，就绝对不做，再好的项目也不做。这就是总体上要控制风险。所以说存贷款基准利率逐渐稳步推进取消，在这个过程中对于金融机构事实上会带来持续的压力。当然我们还要看货币政策在这个过程当中扮演了什么样的角色。这件事情并不

简单，因为它涉及到整个金融体系。我们知道现代经济的核心是金融。最近总书记明确提出，金融稳是一个非常重要的手段。金融不稳是不行的。我们要极力避免问题从金融系统爆发，一旦问题从金融系统爆发造成的负面效应会更大。过去我们研究西方的经济危机，最深的经济危机是银行业危机、实体经济的危机。只要金融体系可以稳住，实体经济的危机就可以稳住。一旦银行体系爆发危机，整个银行体系就面临非常大的压力。因此，我觉得这件事情还是要在积极、稳妥、审慎的框架下向前推进。我非常赞同刚才盛司长讲的观点。

我也想出了一些观点，虽然没有想的太明白。这些观点是从央行的相关政策，以及一些相关问题的交流中产生的。

第一点，不能贸然把存贷款基准利率都拿掉。这个影响比较大。是不是可以规定一些存贷款基准利率的档次。不是半年期的、一年期的、两年期的都规定下来。以后是不是可以只规定一个一年期的，然后半年的、两年的银行自己来定。这就是在考验银行的定价能力，同时也在培育银行的定价能

力。还有就是贷款问题。到最后可能规定为各自持有那个档次，这也是向前推进了，是给了金融机构一些压力和空间，可以让他们培养自己的能力。

接下来是第二个观点。我同意盛司长讲的，贷款可以先取消。因为贷款对于银行来说是比较主动的。2013 年上半年的时候，贷款利率上下浮动的时机比较成熟，有人提议可以彻底放开贷款利率了。在 2013 年下半年，央行动作很大，一下子就放开了。存款是在这之后，在 2015 年上下浮动的空间也是放开了。当时有一种说法是：存贷款利率的上下浮动放开了说明利率市场化完成了。其实市场化肯定没有完成，这只不过是利率上下浮动。中央银行在继续确定商业银行的基准利率，这肯定不是一个市场化的表现。

在这之后，我觉得要推进政策利率的培育，以及市场利率体系的培育，刚才盛司长在这方面已经讲了很多了。政策利率的培育，LPR（贷款基础利率）这个概念也是五六年前推出来的，目前来说，其对于商业银行影响基本上没有，它和刚才讲的贷款基准利率差不多。当然了，有一点是肯定的，在

贷款基准利率继续发挥明确作用的同时，和它差不多的一类利率要培育出来是非常困难的，因为一定会受到它的影响。这就需要在未来推进过程中，一个是逐步将基准利率作用淡化，另外就是推出其他的利率，使之更多地发挥作用，这是需要一个过程的。但是我觉得这肯定不是中央银行来推出，因为 LPR 是一个市场，是各家大银行给最优客户的利率平均水平，这个东西是给中小银行的，他们只有在这个上面按照自己的能力来适当加，才可能形成一个市场化贷款利率的体系。当然，其他方面的利率确实很复杂，总的来说，就是得培育市场利率的体系。

除了这一点之外，非常重要的是：商业银行未来要在这个过程当中加大力度培育自己定价的能力，而定价的能力不是简单说价格如何，要考虑到和整个经营管理有关的方方面面的因素，因为它们有的会影响到你的定价，影响到定价的底线是多少，通过它们都可以算得非常清楚。我们尤其不能够拍脑袋，这也需要有非常好的公司制度，而定价机制和公司制度密切相关，对这些因素的考虑都是

免不了的。

未来的货币政策环境，总体是朝着宽松方向发展，同时一些重要的货币政策工具还会做一些调整，尤其是存款准备金率。从这一点来看，要配合利率市场化的向前推进，实现准备金率下调也是目标之一。当然，准备金率调不调要受很多因素影响，但是现在从各个方面来看，推动准备金率进一步下调，这些因素还会发挥很大的作用。总理报告当中讲到给大银行给小微企业提供的贷款增速要达到 30%，这个比例是蛮高的，增速是很快的。这种情况下，商业银行要能够有重组的贷款能力，准备金率适当做一些下调来匹配，也是完全有必要的。所以，我们还会在未来的过程中，看到准备金率有多次下调，当然还有别的需求，我就不多说了。

最后一个方面就是利率，就是现在的存贷款基准利率。刚才盛司长讲的我也完全赞同，就是在利率体系进行改革、利率市场化最终要推进的情况下，还要不断地加强存贷款基准利率的作用，以发挥它对于整个金融体系的作用，确定它到底合适不合适。因为存贷款基准利率本身不是一个市场化的

东西，既然要将它逐渐取消了，那就不应该再强化作用，这一点在总理的报告以及央行最近的一系列的政策表述当中已经说得很清楚了。

比如说，总理讲的“深化利率市场改革，降低实际贷款利率”，这背后的逻辑很清楚，因为这中间的基准利率改革，就是要将基准利率逐渐合并、并轨，那么，在这个过程当中还有必要降息吗？逻辑上已经没有这个必要了，但是在未来一个阶段，两个季度之内，假设没有重大的、外来的冲击，比如说：中美贸易谈判又遇到了很大的挫折和反复。当然，现在看来，这种可能性随着时间的推移会越来越小，因为随着时间的推移特朗普会越来越急于和中国签订贸易协定，希望借助中国这一巨大的经济体产生的许多需求，来拉动美国经济的增长，从而为明年的竞选创造条件。其实，这是他要打的很多张牌当中最大的一张牌，所以，随着时间的推移，他可能更急，我们倒不急。

在利率这个问题上，如果这些因素都比较平缓的情况下，就没有必要再通过利率调整的方式，即通过降低存贷款利率来刺激经济。我觉得这一点

可能性会随着时间的推移越来越小。如果是这样的话，不需要多长时间，我们大概可以看到基准利率作为一种政策工具，可能最终就会寿终正寝。我的观点不一定对，说错的地方请大家批评指正，谢谢！

杨燕青：非常感谢连总，他有几个非常重要的观点，他认为在未来几年，货币政策整体的基调是宽松的，这和过去几年去杠杆造成的实际紧缩完全不同。同时，提出应该降准，实现利率市场化，并谈到基准的存贷款利率的改革方向。他同意盛老师的观点，但是在具体的步骤和做的时间表上，他不同意盛老师的观点，在这中间请允许我做个点评。为什么大家对于“取消存贷款基准利率和并轨来实现市场化在中国到底意味着什么”会有不同的分歧和解读？同时这会和美国市场有所不同呢？中国银行贷款来源一个是存款，另外一个为银行同业拆借，所以存款利率对于中国市场至关重要，但是美国市场几乎不依靠存款，完全靠货币市场拆借，所以对于美国市场而言，货币市场利率可以直接决定最终的银行贷款利率，可以说这是一个市场化的决

定过程。这个过程和中国完全不一样，因为中国主要靠存款。但是全球利率市场化的定律是这样推导过来的，和中国完全不一样，所以找不到解决方案。这就是为什么盛老师和连老师会对“基准利率到底怎么靠怎么并、标准在哪”的问题有不同的解读，因为美国的市场和中国市场完全不一样，但是 we 看利率是按照美国的方向来解读的。

同时还有非常重要的一点，连老师站在银行的一边，还是希望利差能够长期存在，从而可以让中国金融银行的环境保持金融稳定。同时我们再联系刚才各位老师讲的，中国为什么银行那么大，就是因为利差存在，所以中国的利率市场化改革包括中国的资本市场改革和股票市场改革，最后完全是连在一起的，这完全都是政策的结果。我们回到中国的政策制定，再回到金融市场来进一步继续研讨，后面还有几位重要的嘉宾。有请上海证券交易所资本市场研究所所长施东辉先生。

施东辉（上证所资本市场研究所所长）：非常高兴来到交通大学向各位领导、各位专家进行学习。刚才走进会场的时候，看到外面的操场特别亲

切，二十多年前我在交大读书的时候，经常一个人在外面操场上跑步，今天在这儿和大家进行交流，感觉非常亲切。刚才各位领导和专家从非常学术和专业的角度讲了全球市场背景下中国的利率市场化，我本人不是专门做这块研究的，我讲得轻松一点，和大家交流一下。

我从以下几个方面来和大家分享一下危机十年后全球的金融格局变化，刚才乔老师也讲过了，我们有一些重复的地方，所以我简单讲一下。首先是全球金融市场的利率，大家知道利率是整个金融市场当中最基础的变量，也是金融市场定价的基石。从全球市场利率的历史上来看，现在的利率不管是长期利率还是短期利率，都属于人类历史上最低的水平。我们知道高利贷是不好的，随着金融市场和金融文明的发展，利率不断降低。但是，这一人类历史上最低水平的利率，给全球金融市场的运行带来了一个非常大的影响。

第二个就是债务，在低利率、零利率，甚至负利率的情况下，它会鼓励经济行为主体举债，不管是政府、企业还是个人，继全球危机十年之后，全

球的债务总额已经从将近 100 亿美元增加到 180 多万亿美元，涨幅接近 80%，全球债务占全球 GDP 的比重达到了 230% 的比例。美国的联邦债务超过了 22 万亿美元，接近了它的 GDP。日本债务最大的问题也是政府债务，已经达到了 GDP 比重的 250% 了。中国债务问题是非金融企业债务占的比重特别大，最近有一个数据是 153%，是债务率占 GDP 的比重。大家知道所有的金融危机有着共同的成因，从历史上来看就是过度举债。和债务对应的是全球股市，我查了一下现在的全球股市市值规模是 74 万亿美元，历史上最高的是 2017 年末达到了 85 万亿美元，接近全球 GDP 的 90 万亿美元的规模。巴菲特曾经提出过一个“巴菲特指标”，把股市规模和国家 GDP 的比重进行比较，他认为百分之百是一个相对合理的指标，美国现在基本上已经达到了 150%。随着股市增长，过去十年我们看到了各种各样的价格上涨，从香港的房价到加拿大再到澳洲的房价都在涨，包括各种数字货币。

以美国为例，家庭资产净额和 GDP，在上世纪九十年代中期以前增长速度是非常吻合的，几乎

是重合在一起的一条直线；但是随着后来 2000 年末全球科技网络股泡沫，产生了一个偏离；然后到 2007-2008 年，房地产泡沫又产生了一个大的偏离，大家可以看到过去十年家庭资产净额和 GDP 的偏离速度越来越快。这带来了一个问题，就是在将近七十年时间里，经过不断的偏离以后，是不是大家都很有钱？不是这样的，这里面有非常严重的结构性问题，从八十年代中期开始，金字塔顶端的人占据社会财富的比例越来越大。从美国的情况来看，最顶端的人群占有的财富和后面 90% 的人群占有的财富已经非常接近了。在三十年代大萧条的时候是非常接近的。我们知道贫富差距拉大最后带来了什么问题？富人有钱不停进行投资，而穷人也向往美好的生活，穷人就负债，最后超过了负债的上限。2008 年也是一样，次贷危机是穷人不停贷款去买房。三十年代大萧条，真正的原因也是贫富差距不断拉大，这些都是全球经济金融格局变化非常大的推动因素。

我们看一下增长，从 2008 年金融危机以来，全球增长下了一个台阶，从目前的态势来看，离危

机前的态势有一个非常大的距离。经济学家总会有各种各样的解释。针对这种低增长、低通胀、低利率，很高的资产价格泡沫这种局面，经济学家却用各种各样的答案来解释全球经济相对来说比较混乱的局面。

各种各样潜在的原因有很多，但是我认为一个最直接的原因，就是全球危机以后政府采取量化宽松的货币政策。从历史来看，如果以 1981 年为界，以前在历史上每次加息的高点都是比原来要高的，但是从 1981 年以后利率越来越低，每次降息的低点总要比前面一个低点还要低，这是一个非常明显的货币政策的大走向。我认为其中的深层原因是货币政策理念发生了变化，1981 年是里根总统上台，加息是被动的，所以说利息不停地往上加。1981 年以后是货币主义大行其道，这种情况下，关注的最主要的变量就是通胀，采取的措施就是提前主动加息，这种情况加上经济结构的变化，通胀一直不到 2% 的水平。

反过来说，每次出现危机就降息，这样利率就降得越来越低。特别是 2008 年金融危机以来，美

联储开展了量化宽松政策，全球各大央行纷纷仿效，可称之为人类历史上规模最大的货币事件。但这是从准备金余额的角度来看量化宽松，其实放出来的量化宽松的货币，大部分都沉积在银行体系里，没有转化成实际的消费和投资。最近十年我们进入了一个大水漫灌的时代，全球六大央行的资产负债表规模从以前的 5.5 万亿美元，一下子增长到 20 万亿美元。值得一提的是，当中有一个非常特殊的国家是日本，日本银行的资产负债规模已经超过了 GDP，其对于传统的货币政策和货币理论会带来什么样的挑战？这是一个非常值得深入研究的问题。而且日本央行没有停止下来的意思，不停地买买买，现在也没有什么好买的东西了，于是就买股票。照这样下去，日本的经济便国有化了。

在这种大水漫灌的刺激下，在量化宽松的过程中，财富发生了非常大的转移，为什么？最大的原因是富人持有资产，富人持有的股票比重特别高，穷人只有一点点，但是从债务来看，穷人持有的债务比例是非常高的。这种情况下，自然就带来了非常大的财富转移，导致贫富差距越来越加剧。那怎

么退出呢？现在大家发现，在某种意义上货币政策可能被金融市场绑架了。美联储从 2017 年 10 月开始了缩表的进程，去年底股市暴跌 20% 以后，既定的步骤发生了扭转。现在特朗普是看着股市的 K 线图发 Twitter 的，鲍威尔看着股市 K 线图来考虑缩表的过程。所以说，退出是很难的。货币政策在格林斯潘时代，一旦觉得要跌了就降息；到了伯南克最初是不管，出现了问题来清理就可以了；现在到了鲍威尔，发现维持资产高价格是不是也成为了货币政策目标的非常大的考虑的因素？这是非常值得认真研究的，因为整个社会的金融化程度越来越高。目前来看，大家对整个经济的担忧越来越深，美国现在还是处于温和增长的进程，但是 2020 年肯定会步入衰退，美联储降息是为了给未来的衰退腾出足够的空间，目前来看空间是非常小的。前一段时间，媒体上有个经济学家在讨论央行买股票，其实美国也在讨论，他们的经济学家发表了一篇文章，称将来再一次衰退的时候，美联储的政策工具已经远远不够了，要买股票。可见，大家都在讨论这个问题。

中国前几年经济下行压力加大，同时金融市场

去杠杆的进程带来了流动性紧张局面。宽信用的效果初步显现，但是从宽货币到宽信用的传导，大家感觉还是没有完全打通。这方面有很多因素，固然是和实体经济的需求不旺有关，我想还有一个非常大的因素，就是可能和中国的金融结构有关。

刚才各位领导讲了中国的金融是完全银行主导的间接融资体系。整个中国是一个非常典型的间接融资体系占主导的经济体系，现在资本市场的作用越来越被大家广泛认识到了。如果大家看中央经济工作会议的报告，有新的提法：资本市场在金融运行中具有牵一发而动全身的作用。最近中央又提出了金融供给侧改革这样一个思路，我理解的金融供给侧改革有很多方面，刚才已经做了非常深入的阐释。从资本市场角度来讲，这就是一个调结构的问题，因为依赖于银行的间接融资体系能够解决的就只是货币的总量，没办法解决货币分布的结构，资本市场正好可以通过风险匹配来改变结构，从而增加货币政策传导的效率，而且在这个过程当中，我们可以进一步突破一些传统思维的束缚，设计一些新的、政策性的金融改革政策来探索中国的宽信用

道路。最后谢谢各位！

杨燕青：非常感谢施老师，把国际和中国的事情都讲透了，最后还是回到了资本市场。关于国际，目前全球看到的股市泡沫，还有全球债务空前高企，收入分配差距，全球的低增长，看起来基本上是低利率加 QE 的结果，这是一个非常有意思的对全球目前现状的梳理，看起来是由美联储主席导致的。接下来有请华尔街见闻研究院院长邓海清博士。

邓海清（华尔街见闻研究院院长）：尊敬的各位专家、老师，我和大家汇报一下全球金融格局变化和中国金融改革，这是一个命题作文，全球金融格局变化到底有什么，我个人觉得有三个变化非常值得大家关注。

第一个迎面而来的变化，是大家已经感受到的全球化的症结。特朗普扛起了反全球化的大旗，这个变化对于中国来讲，特别是对于 70 后、80 后来讲，可以说是颠覆性的一个大冲击。因为我们的成长生涯中，从来没有看到过美国人是这样干的，现在让我们大跌眼镜，这是格局非常大的改变。在金融领域也是一样的，以前大家做金融最赚钱的业务

是全球化的金融业务，以前高盛、摩根斯坦利这些国际性的大投行，赚钱的都是国际化的金融业务。现在对于我们很多金融机构来讲，如果我们看一下现在全球性金融机构扩张的历程，会发现其实它已经结束了。对于在座的大学生来说，以前在我这一代读书的时候，每年校园招聘最靓丽的就是花旗银行、摩根斯坦利，现在校园招聘的时候，这些国际金融机构的招聘人员大幅度减少，不再是国内很多优秀大学生的最优选择，这是第一个剧变。

第二个剧变，我觉得是悲观时代的到来。以前我们总是觉得世界的明天是美好的，特别是在经济增长方面，但是我觉得 2019 年大家会面临一个非常大的问题，就是全球经济增长进入一个黑暗的时代。这个概念我们也提出过，这个黑暗时代相对于 2008 年来讲，可能是长期的痛苦，当年日本的这种痛苦可能现在会变成全世界性的痛苦。其实，我们现在可以看到这一黑暗时代带来的迹象，首先是欧洲和日本毫无疑问已经滑向了深渊。过去一枝独秀的美国，现在的经济数据是好坏参半。但是我们要看到一点，特朗普上台之后，他至少证明了美国经

经济增长的潜力，只是再也恢复不到曾经辉煌的上世纪 90 年代，那是一个经济增长可以到 3.5%—6% 的时代，为什么这样讲？因为美国把 QE 货币政策用到了极致，把反全球化的政策、保护本国贸易的政策用到了极致，美国的潜在经济增长率水平在现在失业率已经降到这么低的背景之下，恢复不到上世纪九十年代的水平，美国未来的前景肯定没有大家想像得那么好。这一轮的增长和上个世纪 90 年代美国新经济增长相比，那些使得美国再次伟大的根本性力量，即科技革命带来的东西，现在的美国应该是缺失的。这个变化其实是对于我们国内的政府和政策层来讲是一个很大的利好。这也是我们在 2019 年看到美国经济增长率上不去的时候，大家觉得，虽然我们 GDP 增长降到了 6.0%—6.5% 之间，但是我们还是美国的 GDP 增速的一倍。中美竞赛会成为全世界范围内最典型的特点，其他国家的政策都会变得无关紧要。所以，现在我们可以看到无论是 QE 的重新回潮，还是现在琳琅满目的各种东西，其实根源都是在这三个方面。

第二个方面表现在中国的金融市场改革上。这

一轮中国金融市场改革的核心或者说牛鼻子就是科创板，中国的科创板梦想，包括中国股票的梦想。中国的最高领导人讲过股票的只有两个人，一个是小平同志，他说股市可以搞搞试试，搞不好可以关了；再就是现任主席是第二个直接说股市的。这也是为什么这次春节之后大家看到中国股市如此迅猛，大家感觉这是最高领导背书带来的效果，所以大家义无反顾冲了进去。每任总理都有一个股市的梦想，朱镕基总理一上台也有股市的梦想，当时也制造过 1995-1996 年的大牛市，但是过去每任总理都很失望，股市都承载不了总理们的梦想，来来回回折腾到现在。股市的那点成就相比较其他成就实在是逊色了很多，但是这种逊色是什么原因导致的呢？本质上来讲是中国形成银行一枝独秀的格局。过去中国四十余年的改革开放征程中，在金融领域里面最伟大的改革是什么呢？是商业银行的坏账剥离、改革上市，这是中国最伟大的改革，造就了现在的商业银行，从而使得它们面临花旗、汇丰的时候一点不害怕，而且保障了我们这二十年的城镇化和工业化的进程。可以说它们发挥了巨大的力量。

从这个角度讲，无论是股票融资还是债务融资，哪个好哪个坏是没有定论的。你看美国的历史很有意思，在上个世纪九十年代之前，关于直接融资好还是间接融资好这一争论是没有结果的。因为在二战的时候，当时的美国股市导致上个世纪 30 年代的大萧条，跟德国银行的间接融资法导致的上世纪大萧条相比，到底哪个更坏是没有结论的。我就在想一个问题，美国有一个很大的特点，就是美国在上个世纪九十年代之后，股市直接融资会变得好的一个很重要的原因是城镇化结束以及工业化的结束，它搞了这么一个全球化之后，在高科技发展领域里面，股市直接融资一定会比债务融资要好。但是如果股票融资在高速化发展没有结束的情况下进行，就不是最佳的。我觉得历任总理的烦恼都在这里，我以前一直说这个问题，只要经济好，在房地产价格上涨的时候，对于普通老百姓来讲，傻瓜才去买股票，因为买房子是又安全又可靠的，所以在经济高增长的时候说股市好几乎是天方夜谭。对于银行金融机构来讲也是一样的。

第二点，相较于美国和日本，中国的债务率很

高，现在我们使用的是当年的美国方案，其实还有一套方案是日本方案，日本方案的特点是债务最大的时候把利息降下去，日本的国债利率可以为负。从这个角度来讲，只要把中国的贷款利率降到一半，那么现在我们发生庞氏骗局的可能性就降低了一半。最后证明上世纪美国的办法好，日本的办法是不好的。我在这方面的研究发现其实股权投资有一个很大的问题，美国的成功在于科技能力，一个国家和一个经济体如果没有技术革命性的变革，以及由此带来的全要素生产力的增长，只是简单地把债务换成股本，这和上市公司造假是一样的道理，仅仅是玩财务报表游戏而已，没有根本性改变什么。上个世纪九十年代的美国之所以改变了世界，是因为互联网技术革命，换言之，这才是美国股市革命性的影响带来的收获。

所以我觉得这一点恰恰是中国政策层很容易出现的问题。纳斯达克对于美国新经济，人们讨论二者谁是蛋谁是鸡的问题。之前，大家觉得要把股市搞好，搞好之后就会有很多资本去到上市公司，上市公司可以做研发，可以搞各种各样的东西，一

切都会好起来。把股市作为牛鼻子，但是实际上的结果是什么呢？我们看一下美国的新经济和纳斯达克，从1992年开始，美国的经济增速超过了3.5%，一直到2000年都维持在3%—5%之间，新经济这个词在美国指的是1996年《商业周刊》提出来了新经济的胜利，所描述的是1990年到1996年美国取得的成就。但是，我们看一下美国纳斯达克的指数，在1991年到1997年的时候，美国纳斯达克每年平均涨幅只有20%—25%，现在我们一个月就已经把前面的涨幅涨回来了。你可以看到：1999年纳斯达克的涨幅是52%，2000年的时候涨幅是40%，这个时候是明显泡沫化，泡沫化之后，美国互联网泡沫破灭，也就是美国经济第一次达到了正常。所以我们从时间顺序来看，是先有纳斯达克和科技创新的兴盛，然后有新经济，然后才有互联网泡沫，而不是互联网泡沫导致了新经济。这也是2015年我们经历的最惨痛的教训，现在对于科创板来讲也是这个问题，如果说真正的独角兽都没有，靠着股市把钱砸进去，最后培养出独角兽，这种想法基本上又是割韭菜的结果。

上个世纪八十年代的日本，当时很流行日本管理模式，其实日本的管理模式和现在的四大发明有点类似，我们的新四大发明是：高铁、移动支付、共享单车，网购。我们看到现在的美团，包括快递这些东西，其实都是一个类型，那些加入美团的小餐饮店相对没加入的有巨大的竞争优势，就像滴滴司机一样。中国现在的互联网红利已经基本上终结了，如果说科创板的定位，包括它所看上的独角兽不是真正有核心技术，诸如人工智能这些关键技术，还是沉迷于商业模式，我觉得中国科创板的梦想可能又会让一任总理感觉失望。我就给大家汇报这些，谢谢！

杨燕青：非常感谢海清的思考，从全球角度讲的中国，里面有非常深的独到见解。接下来有请上海发展研究基金会研究员何知仁先生。

何知仁（上海发展研究基金会研究员）：各位专家、各位听众下午好，我是上海发展研究基金会课题组的成员，这个课题的题目是《全球金融格局变化与中国对外金融》，因为讲了全球金融格局变化，不可能不提中国对外金融。这个题目比较宏

大，我尽量压缩。

中国融入全球金融一体化可以分为五个方面。

第一个方面是制度安排方面的变化，包括资本账户的开放，汇率形成机制的调整，以及货币政策应对开放所做的必要的调整。

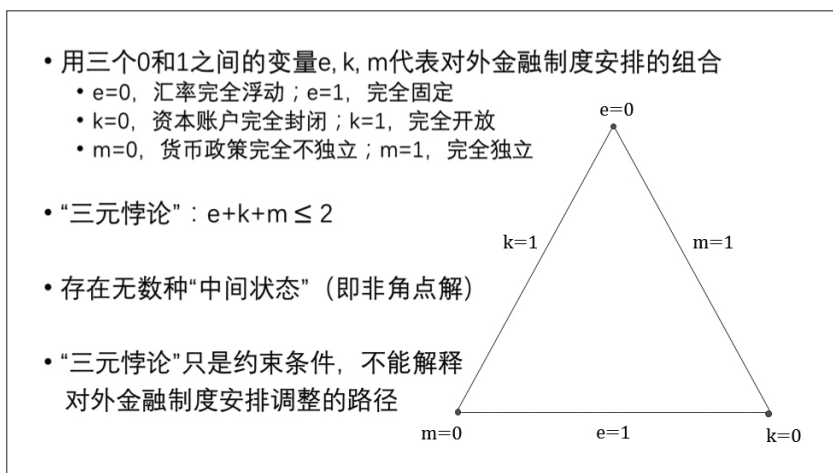


图 1：对外金融制度安排的调整没有固定的路径

第二个方面是配套方面的，人民币国际化、中国参与全球金融治理，当然配套和制度这两个层面的变化是互相促进的，我今天主要讲第一个层面。

第一个层面，大家熟悉的三个变化是受到三元悖论约束的，大家对三元悖论的很多观点是存在误解的。比如说用三角形来表示三元政策的选择，每

个顶点代表一个状态， $e=0$ ，代表完全浮动； $e=1$ 代表完全固定，三元悖论讲的无非是三个元加起来小于等于 2。小于等于 2 只是一个约束条件，三角形里面的任何一个点都可以满足这个条件，你也说不出哪个点比另外一个点更好，并不一定是有第一个和第二个，没有第三个，也可以三个都没有，存在无数的中间状态。比如说我们可以从 $K=0$ 资本账户关闭的情况直接走到上面，资本账户开放，汇率浮动，然后货币政策独立。也可以走到一个中间点，就是这三者都没有满足，然后再走到那个点上，所以三元悖论只是一个约束条件。这三个对外金融制度安排要根据各个国家自身的直接经济目标来进行选择，政府的直接经济目标一般包括对经济周期的调控，即对通胀或失业率的调控，以及对金融风险的控制，即对信贷的控制和跨境资本流动的控制。这几种目标对于这三种制度安排所要求的理想的状况是不一样的。比如说要控制某一个经济周期，肯定希望资本账户开放，汇率能够调节，这样才能起到一个稳定器的作用，并且要控制跨境资本流动。如果你要应对短期资本流动管理，你需要汇率不要太

过浮动，保持一定的稳定性，同时也要管制跨境资本流动。当然，政府的直接目标是这三个目标的线性组合，所以，对应的三种制度安排都是这些目标的变量，但是我想说的是：因为各国的模型参数不一样，政府的直接目标和权重不一样，所以说对外金融制度安排的三元的组合目标肯定也是各不相同的。

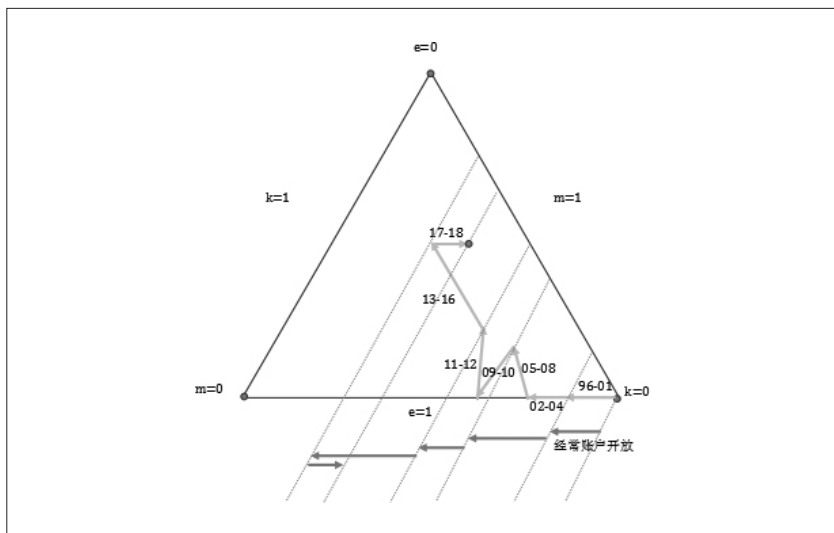


图 2：我国对外金融制度安排的调整路径

各个国家的目标以及对目标的偏好权重是随时变化的，所以说，我们目标本身是在调整的，制度安排走过的路径而是曲折的。调整的时机，即什么时候开放资本账户，什么时候汇率改革，以及力度如何，这

些都是没办法用模型来精确给出的，都是靠决策者的判断甚至是直觉。中国的对外金融制度安排，其实在这个三角形里走过了一个非常曲折的道路：

从 1996 年到 2001 年，汇率还是固定的，所以贴着底边，但是往左边走，就是资本账户逐渐开放，一开始是我们加入 WTO，参加国际贸易，经常账户慢慢开放了，也会带入一些资本流动。从 2002 年到 2008 年是后面两条黄色的折线，开放的力度比较大，不管是“证券投资”、“合格的境外机构投资者 (QFII)” 还是“直接投资” 等概念，都是在那个时候创设的。那个时候，大家觉得经常账户开放以后，就要推动资本账户开放。2005 年有个折点，汇率由完全固定到完全浮动，所以说我们看到曲线离开了底边往顶点去了，汇率开始浮动。2008 年以后，金融危机爆发，汇率又回到了固定汇率，资本账户也非常有限。那个时候担心全球金融危机的教训，没有敢大幅度开放资本账户，同时我们回到到了三角形的底边，离 $m=1$ 货币政策完全独立越来越远了，因为我们当时又回到了事实上的固定汇率，外汇储备积累，外汇占款投放，我们通过投放央票来对冲

货币投放，但是也没有完全对冲。2013 年至 2016 年，国内经济比较困难，四万亿投资刚刚冷掉，当然也存在争议，但是十八届三中全会还是对加速实现人民币资本账户可兑换进行了布局，所以，这段时间资本账户开放幅度还是比较大的。QFII 审批的节奏和额度限制都大大放开，这个进程持续到 811 汇率改革之后又有点退回去了，因为那个时候大家知道股市损失了大量的外汇储备，所以这个时候资本账户的开放又有点退回去了，同时汇率的改革也没有往前推，还是在 811 汇率改革以后的状态。

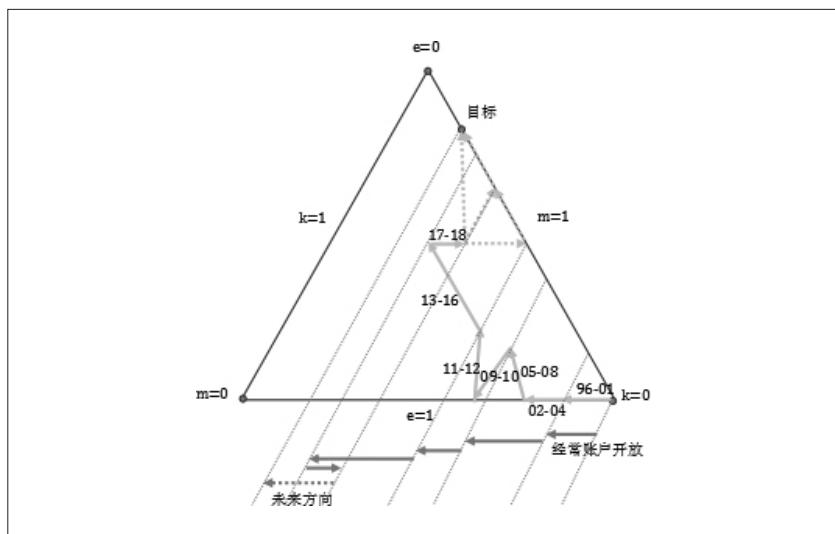


图 3：我国对外金融制度安排的目标和未来路径

现在走到这一点之后，未来的制度安排要怎样变化，要假设一个目标，这个目标是我们假设的，但是是比较容易达成共识的：在一般情况下资本账户完全开放，汇率清洁浮动，只有在必要时，例如及金融市场出现大幅波动时，可以对汇率进行干预，对资本账户进行管制。所以，我的目标没有在顶点上，顶点上代表的是完全开放，故放在偏下面一点的地方。要达到这个目标，我们有三种方式，一种是直接往上，那就是汇率大幅度放开，资本账户大幅度放开，直接接近目标；还有一种路径是沿着平行于 $K=1$ 的曲线往上，资本账户暂时不动，但是汇率浮动逐渐放开，汇率弹性逐渐放开，再找机会接近目标；第三种是汇率和资本账户都不动，资本账户开放甚至有点后退，然后再到达这个目标。当前应该选择哪种路径，取决于当前资本账户开放、汇率改革，货币独立性哪些对我们有利，哪些对我们不是很有利。

资本账户开放我用“重重挑战”来归纳，现在确实不是资本账户开放的非常好的时机，触发因素是国际金融市场不确定性比较高和国内的高杠杆率，基础性因素是跨境资本流动的集中性和短期性

特征愈加明显。主要发达国家资本账户完全开放的时点都在 80 年代左右，当时各国的国内非金融企业杠杆率大都比较低，德国是间接金融为主，日本非金融企业杠杆率在 1991 年已经比较高了，但是后来泡沫破裂。现在中国非金融企业杠杆率是 150%，比这些都要高，所以说整个国内环境和当时发达国家开放是很不一样的。图 4 右边是 VIX，即风险偏好指数，这个指数一般滞后美联储政策十八个月，从美联储政策调整之后，这个指数也有略微上升，但是调整还没有结束。至少在 2020 年，VIX 还有上升趋势。所以说整个国内环境和国外环境，触发因素都不有利。

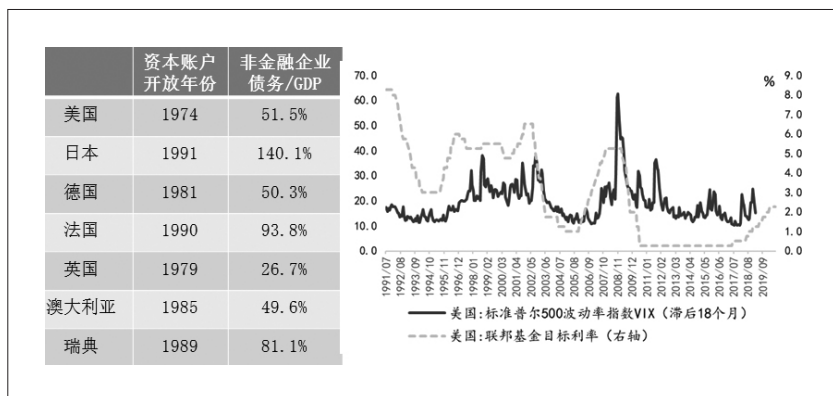


图 4：资本账户开放：面临多重挑战

现在关于中美贸易战有一种传言，就是中国和美国可能达成某种协议，要人民币升值。这些观点可能是建立在当年日本签订广场协议的基础上的，但是现在的中国和当时的日本有很大的不同。日本在 1985 年升值以后，经济进入了换档期，把中国的 GDP 往前推二十年，也是挺重合的。中国的经济换挡期也差不多结束了，虽然还有可能往下，但是往下的空间不是很大了。当时美国要求日本升值是有一定道理的，当时日本的贸易顺差很大。中国现在的贸易顺差已经快转为逆差了。中美谈判最多是不阻止人民币升值或不故意让人民币贬值来抵消贸易的冲击，但是市场的力量不选择人民币升值，中国政府也没有办法一直让人民币升值。当然，中国的经济实力也不支持人民币大幅度贬值。所以我觉得人民币兑美元的汇率，可能会有一定幅度的波动，但是长期不会下跌。这种情况有利于我国继续推进汇率形成机制市场化改革。

中国为了解决国内的问题，不可能跟着美国的货币政策走，中国必须要有独立的货币政策，因为中美经济周期非常不同，甚至经常背离。货币政策

的独立性也是中国加入 WTO 之后一直追求的。其实在 2008 年以前，中国货币政策还是有一点滞后于美国，但是 2008 年以后独立性明显提高了，这部分具体的操作后面还有一个老师会讲。未来，我国还是要继续追求货币政策独立性的目标。

我总结一下，中国融入全球金融一体化的过程是政府不断追求国内经济目标的结果，未来的演进也应循着这个思路来判断。当前中国最好的选择是保持资本账户开放力度不变，逐步扩大人民币汇率弹性，最大限度地获得货币政策的独立性。资本账户开放正式重启至少要等到本轮美联储加息结束及国内系统性金融风险化解以后。人民币汇率的长期走势将保持稳定，但是中短期的波动幅度反而有可能略微上升。

以上就是我的分享，谢谢大家！

杨燕青：非常感谢，下面有请上海交大安泰经管学院中国发展研究院研究员刘建丰先生。

刘建丰（上海交大安泰经管学院中国发展研究院研究员）：感谢各位嘉宾和听众坚持到最后，我的报告题目是“应对外部金融环境的货币政策工具

调整”。主要想报告四个方面：与货币政策工具选择高度相关的外部金融环境变化，我国央行人民币投放的三个不同阶段及其特点，近期我国货币政策工具的一些变化及争议，未来货币政策工具展望。

外部金融变化主要有三个方面。第一方面，金融危机的爆发和发达国家央行的 QE，前面很多专家讲了很多。第二个方面，是我国采取的出口导向发展模式与伴随的固定汇率制度造成了大量的贸易顺差及外汇储备的积累，而中国的贸易顺差在金融危机之后已经接近了 3% 以下，所以基本上是平衡的。第三个方面，就是中美贸易不平衡，所有的贸易差额是由美国来兑现的。未来中美贸易摩擦中，如果贸易顺差有消除的话，未来中国是逆差的可能性比较大。

第二个部分，我国央行人民币投放的三个不同阶段及其特点。第一个阶段，2005 年之前，我国央行主要是以再贷款、再贴现及现金发放为主，外汇占款规模较小，这个时候基础货币的余额是大于货币占款的。第二个阶段，2005 年到 2014 年期间，我国主要是通过外汇占款的方式发行货币，基础货

币余额小于外汇占款，这个时候央行需要发行大量的票据和提升存款准备金率。第三个阶段，2014年之后随着中国国际收支逐步平衡，再次出现基础货币余额大于外汇占款的情况。这种情况下人民银行创设 SLF 和 MLF 等新的货币政策工具，这是三个阶段。

未来可能下降存款准备金率。近期的货币政策，利率走廊机制是第二个变化。第三个进行了定向降准。最后是引进一些结构性货币政策。存款准备金率下调的空间很大，之前我们以贷款和再贴现作为人民币投放的主要根据，未来也可以这样做。国际经验是有的。新创设的工具完全能满足基础货币发行的新增需求。

近期，我国货币政策工具出现一些变化与存在争议。要拓展政府债券功能，准备研究将国债与央行货币政策操作衔接起来，促进扩大国债在货币政策操作中的运用。央行要在一级市场上购买国债，这是误解，因为中国银行法规定不能这样做。从中长期来看，高度发达的人民币国债市场有利于人民币国际化。最后与发达国家相比，中国的国债规模

依然过小，未来有很大的发展空间，这也是积极财政政策的一个内涵。地方债务置换培育国债市场，未来可以这样做。关于当前央行的货币政策是否是量化宽松，或者有没有必要进行量化宽松，北大的黄益平教授也专门写过文章，谈到如何理解当前的货币政策，以及谈到未来货币政策的展望，流动性流不到有融资需求的实体经济部门，民营企业融资很难。从货币政策角度来看，通过支小再贷款，定期中期借贷便利，定期降准，信贷窗口指导等结构性货币政策工具解决货币政策传导的最后一公里问题。

目前短期来看，货币政策有三个方面可以思考。第一，利率下调空间已经不存在了。第二，当前大型存款类金融机构 13.5% 存款准备金率仍有较大下调空间。第三，SLF 和 MLF 及支小再贷款等结构性货币政策工具仍将是央行执行货币政策的重要抓手。中长期来看，以再贷款和再贴现及以二级市场上国债买卖为基础的公开市场操作为主。再贷款和再贴现将可能会回到人民银行贷款政策工具的核心，这是英、欧央行当前的主要货币政策工具。

再贷款和再贴现工具的优缺点在于其结构性货币政策功能。培养和发展以二级市场上国债买卖为基础的公开市场操作工具应是财政部和央行未来中长期货币政策工作的重点。这是美联储当前的主要货币政策工具，一个高度发达的人民币国债市场将有利于人民币国际化。

由于我国采取的出口导向发展模式与不灵活的汇率制度，造成了大量的贸易顺差，为了保持汇率稳定，第一点，以外汇占款形式进行大量人民币投放，以及通过发行央行票据和提高法定存款准备金率来冲销多余的外汇占款。第二点，危机后尤其是 2014 年后，外汇占款作为人民币投放手段已变得越来越不重要，外汇占款的减少不会影响人民币的正常投放。最后，未来中长期中国央行的货币政策工具将是英美欧央行货币政策核心工具的综合。谢谢！

杨燕青：大家有没有问题，我们可以问一下乔老师。

乔依德：关于报告，大家可以上网站上搜一下，不仅可以看到这个报告，前两年做的两个报告上面

都有，中英文报告都有。

嘉宾：请问您对未来的房市如何看？

乔依德：我是这样想的，还是要看大的趋势，房市我觉得不大可能大跌大涨，因为受政策的影响，政府不希望大跌大涨，各个城市不一样，一线、二线、三线还是有很大差距的，股市也是这样，我觉得还是要从每个人的目标来看，年纪轻一点可能激进一点，年纪大一点不用那么激进。买房子主要是为了住，美国有一个很有名的理财专家彼德林奇就讲过这句话：“房子首先考虑自己住，不要考虑投资。”我觉得这个策略是比较对的。

杨燕青：非常感谢大家坚持到现在，要么就是对乔老师和报告非常钟爱，要么就是对我们非常非常有感情，无论是哪种原因非常感谢大家！今天下午的演讲质量非常高，也非常高兴和大家一起度过一个下午。期待下次再见，谢谢！

（以上内容根据录音整理，未经本人审阅）