

内部发行，未经许可，请勿转载

研讨实录

第 127 期

127

2019 上海全球金融论坛——全球金融的“范式转变”



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
二〇一九年十二月

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上海国际经济交流中心共同举办了“2019 上海全球金融论坛——全球金融的‘范式转变’”。与会的专家学者们讨论了全球金融危机之后的十来年中全球金融发生的许多变化，以及中国持续融入全球金融体系对全球金融体系产生的影响。本基金会还发布了 2019 年研究报告《中国融入全球金融体系及其对外影响》。

在论坛上，IMF 原副总裁、约翰霍普金斯大学教授 John Lipsky 发表主旨演讲“维持全球经济扩张的关键条件”，他归纳了全球经济的格局和挑战，同时也指出全球经济蕴含着一些人们未曾料到的利好因素。恒隆集团董事长陈启宗先生发表主旨演讲“中美贸易摩擦和中美关系”，他认为中美以及其它中小国家可能会经历一段黑暗时光，甚至会伤痕累累。但是终将还是会迎来光明。中国投资有限责任公司前副董事长、总经理屠光绍先生在会上发表了主旨演讲“全球经济和跨境投资”，他认为中国对外投资需要新思路新方式。

在发言和讨论中，邵宇先生指出，经济其实很确定，就是两件事，第一是全球化的破裂，第二是流动性的释放。他认为目前的货币体系已经遇到巨大的挑战。

张礼卿先生认为，全球经济下行态势，在多大程度上是由贸易冲突引起的。中国第一是要尽量避免贸易冲突升级，第二是把自己的事情做好。

张欣先生认为，货币宽松政策实际上助推了收入差距的扩大化。市场的机制没有办法解决收入差距的问题，最后还得要靠有效的二次分配政策

徐明棋先生认为主要经济体长期超宽松的货币政策，目前正在走向反面，可能埋下金融危机的雷。各国债务水平不断上升，导致金融风险不断积累，潜在的金融震荡甚至金融危机可能会再次爆发。

Leslie Maasdorp 先生表示，金砖国家新开发银行将提高本币融资的作用，带来的好处是资产和负债的匹配，并且能激发本地的资本。很多的项目的营收，他们也是鼓励用本币去结算。

Lawrence Goodman 指出，持续的货币宽松政策使整个金融市场的波动性变大，长期来看不利于金融市场和金融发展。推出过多的货币政策，会适得其反了，我们现在应该要回到平衡点，以恢复整个金融市场的秩序。

何知仁先生阐述了中国金融对外影响的渠道和重要性。他指出，如果中国经济增继续长放缓，中国金融对外影响的扩大也会受到一定程度的限制。由于中国资本账户开放的方

向没有变化，所以中国金融对外影响蕴含巨大的潜力。人民币国际化以及中国积极参与全球金融治理，将发挥越来越重要的影响力，这也有助于巩固当前的全球金融体系。

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、高度不确定性下的全球经济；
- 2、货币政策的范式转变；
- 3、处于十字路口的国际贸易和金融；
- 4、货币体系的数字化；
- 5、中国融入全球金融体系。

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

二〇一九年十二月二十五日

目 录

会议概述	1
会议议程	2
发言嘉宾、主持人名单	6
开幕式	8
上海发展研究基金会名誉会长沙麟致辞.....	8
主旨演讲	
John Lipsky: 维持全球经济扩张的关键条件	10
陈启宗: 中美贸易摩擦和中美关系.....	24
第一部分: 高度不确定性下的全球经济	36
邵 宇: 确定的全球化破损和流动性再释放.....	36
成政珉: 中国与世界: 不断变化的关系的内在动力.....	43
张礼卿: 贸易冲突对全球金融稳定的影响.....	48
张 欣: 货币宽松政策导致的收入分配恶化和社会问题: 美国的教训.....	56
讨论	61

目 录

主旨演讲

屠光绍：全球经济和跨境投资..... 64

报告发布

乔依德：《中国融入全球金融体系及其对外影响》..... 74

第二部分：货币政策的范式转变..... 78

王轶君：危机已来？对全球货币体系的思考..... 78

Lawrence Goodman：货币政策的范式转变..... 86

张 春：反思货币政策框架..... 91

徐明棋：全球性长期宽松的货币政策与债务率上升的影响
和风险..... 94

Cheong Youngrok：韩国金融对范式转变的反应..... 101

讨论..... 103

第三部分：处于十字路口的国际贸易和金融..... 107

Miriam Campanella：美国将继续拥有对美元金融基础设施
的专有使用权..... 107

夏 春：贸易与金融冲击波对中美的影响..... 112

Leslie Maasdorp：提高本币融资的作用..... 121

讨论..... 124

目 录

第四部分：货币体系的数字化	128
温信祥：支付市场的开放进程.....	128
彭文生：数字货币的宏观含义.....	136
乔依德：Libra、信用货币和全球货币体系.....	142
讨论.....	146
 第五部分：中国融入全球金融体系	152
Kim Kyungsoo：国际货币体系改革与中国.....	152
苏立峰：改革开放后中国金融市场开放程序的分析.....	157
何知仁：中国金融对外影响的渠道和重要性.....	162
Paul Gruenwald：中国债券市场：信用评级机构的进入..	169
讨论.....	176
 闭幕式发言	182

会议概述

今年是布雷顿森林会议成立 75 周年。75 年以来，特别是在全球金融危机之后的十年中，全球金融发生了许多变化。这些变化中的某些只是暂时的，有些会维持一段时间，还有一些可能一直持续下去。人们通常把最后一类变化称为“范式转变”，例如：在全球金融危机爆发的十多年之后，许多央行再次推出宽松政策；单边主义和贸易保护主义抬头，贸易领域的争端有可能扩展到金融领域；随着以大数据、云计算和移动通信为代表的金融科技的兴起，传统货币正朝着数字化的方向发展；中国持续地融入全球金融体系，这将对全球金融体系产生重大影响。所有这些变化都引起了国际经济和金融界的高度关注。为了更好地了解这些变化和问题，我们举办了此次论坛。

会议议程

时间	内容
星期一 2019 年 11 月 18 日	
08:30-09:00	注册（三楼，共享厅）
09:00-10:15	开幕式
09:00-09:05	主办方致辞 沙麟 上海市原副市长、上海发展研究基金会名誉会长
09:05-10:10	主旨演讲 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: “维持全球经济扩张的关键条件”
	演讲嘉宾: 陈启宗 恒隆地产董事长 演讲题目: “中美贸易摩擦和中美关系”
	研究报告发布 演讲嘉宾: 乔依德 上海发展研究基金会副会长兼秘书长 演讲题目: “中国融入全球金融体系及其对外影响”
10:10-10:15	演讲嘉宾: 乔依德 上海发展研究基金会副会长兼秘书长 演讲题目: “中国融入全球金融体系及其对外影响”
10:15-10:30	茶歇
10:30-12:00	第一部分：高度不确定性下的全球经济
布雷顿森林体系和全球金融危机的经验表明，多边主义、自由贸易和政策协调是全球经济保持稳健的关键条件。当前，单边主义和保护主义再次抬头，这会不会是经济衰退的一个不祥之兆？持续的货币宽松、人口老龄化、技术进步可能共同导致全球持续的低自然利率，这是否意味着全球已进入了拉里·萨默斯提出的“长期停滞”时代？ 主持人: 张光平 上海银保监会巡视员	
10:30-10:45	演讲嘉宾: 邵宇 东方证券总裁助理、首席经济学家 演讲题目: “确定的全球化破损和流动性再释放”

时间	内容
10:45-11:00	演讲嘉宾: 成政珉 麦肯锡全球研究院中国副院长 演讲题目: “中国与世界: 不断变化的关系的内在动力”
11:00-11:15	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: “贸易冲突对全球金融稳定的影响”
11:15-11:30	演讲嘉宾: 张欣 美国托列多大学经济系荣休教授 演讲题目: “货币宽松政策导致的收入分配恶化和社会问题: 美国的教训”
11:30-12:00	讨论
12:00-13:30	午餐 (绿地万豪酒店 2 楼, 城市节奏自助餐厅)
13:30-14:00	主旨演讲 演讲嘉宾: 屠光绍 中国投资有限责任公司前副董事长、总经理 演讲题目: “全球经济和跨境投资”
14:00-15:30	第二部分: 货币政策的范式转变 近期, 许多央行再次推出宽松政策, 非常规货币政策似乎将变成常规的政策。现代货币理论引起了广泛的争议。货币政策的实践或理论发生了哪些根本性的变化? 这些变化为什么会发生, 以及将如何影响全球经济和金融? 主持人: Kim Kyungsoo 成均馆大学教授
14:00-14:15	演讲嘉宾: 王轶君 兴业证券经济与金融研究院 宏观经济研究中心联席首席 演讲题目: “危机已来? 对全球货币体系的思考”
14:15-14:30	演讲嘉宾: Lawrence Goodman 金融稳定中心总裁 演讲题目: “货币政策的范式转变”
14:30-14:45	演讲嘉宾: 张春 上海交大高级金融学院执行院长 演讲题目: “反思货币政策框架”
14:45-15:00	演讲嘉宾: 徐明棋 上海国经中心副理事长 上海社科院研究员 演讲题目: “全球性长期宽松的货币政策与债务率上升的影响和风险”

时间	内容
15:00-15:15	演讲嘉宾: Cheong Youngrok 首尔国立大学教授 演讲题目: “韩国金融对‘范式转变’的反应”
15:15-15:45	讨论
15:45-16:00	茶歇
16:00-17:00	第三部分: 处于十字路口的国际贸易和金融 当前, 单边主义和保护主义已经对国际贸易和投资造成了负面影响。值得注意的是, 贸易领域的纠纷可能扩展到金融领域。现行的国际货币体系和支付体系存在巨大的不对称性, 一些跨境金融的基础设施有可能被武器化。国际贸易摩擦会朝什么方向发展? 这些摩擦会不会促使全球贸易规则或金融基础设施作出调整? 主持人: 徐明棋 上海国经中心副理事长、上海社科院研究员
16:00-16:15	演讲嘉宾: Miriam Campanella 欧洲国际政治经济研究中心高级研究员 演讲题目: “美国将继续拥有对美元金融基础设施的专有使用权”
16:15-16:30	演讲嘉宾: 夏春 诺亚财富首席经济学家 演讲题目: “贸易与金融冲击波对中美影响”
16:30-16:45	演讲嘉宾: Leslie Maasdorp 金砖国家开发银行副行长 首席财务官 演讲题目: “提高本币融资的作用”
16:45-17:15	讨论
17:30	晚宴(酒店大堂集合, 仅限邀请嘉宾)
星期二 2019 年 11 月 19 日	
09:00-10:30	第四部分: 货币体系的数字化 (闭门) 尽管天秤币(Libra)可能无法成功通过监管审查, 但它已引起高度关注, 并促使政策制定者考虑货币体系的数字化。许多国家正在研究或努力试验央行数字货币, 这能否获得成功? 英格兰银行行长卡尼提出的“综合霸权货币”能否弥补国际货币体系的缺陷? 货币体系演变的前景和路径是什么? 货币体系的数字化将如何影响金融稳定和货币政策? 主持人: 刘利刚 花旗集团首席中国经济学家

时间	内容
09:00-09:15	演讲嘉宾: 温信祥 中国人民银行支付结算司司长 演讲题目: “支付市场的开放进程”
09:15-09:30	演讲嘉宾: 彭文生 光大证券全球首席经济学家 演讲题目: “数字货币的宏观含义”
09:30-09:45	演讲嘉宾: 乔依德 上海发展研究基金会副会长兼秘书长 演讲题目: “Libra、信用货币和全球货币体系”
09:45-10:30	讨论
10:30-10:45	茶歇
10:45-12:15	第五部分: 中国融入全球金融体系 中国已经并将继续逐步融入全球金融体系。与此同时, 中国的金融活动和金融政策表现出越来越大的对外影响。这些变化会给中国和世界其他地区带来了哪些机遇和挑战? 主持人: 冯润祥 中国人民银行上海总部国际部主任
10:45-11:00	演讲嘉宾: Kim Kyungsoo 成均馆大学教授 演讲题目: “国际货币体系改革与中国”
11:00-11:15	演讲嘉宾: 苏立峰 上海对外经贸大学副教授 演讲题目: “改革开放后中国金融市场开放程度的分析”
11:15-11:30	演讲嘉宾: 何知仁 上海发展研究基金会研究员 演讲题目: “中国金融对外影响的渠道和重要性”
11:30-11:45	演讲嘉宾: Paul Gruenwald 标普全球首席经济学家 演讲题目: “中国债券市场: 信用评级机构的进入”
11:45-12:15	讨论
12:15-12:30	闭幕式发言 Lawrence Goodman 金融稳定中心总裁 乔依德 上海发展研究基金会副会长兼秘书长
12:30	午餐 (绿地万豪酒店 2 楼, 城市节奏自助餐厅)

发言嘉宾、主持人名单

国外嘉宾名单：

* 按照姓氏首字母排名

Miriam Campanella	欧洲国际政治经济研究中心高级研究员
Cheong Young Rok	首尔国立大学教授
Lawrence Goodman	金融稳定中心总裁
Paul Gruenwald	标普全球首席经济学家
Kyungsoo Kim	成均馆大学教授
John Lipsky	IMF 原副总裁
Leslie Maasdorp	金砖国家开发银行副行长、首席财务官
Jeongmin Seong	麦肯锡全球研究院中国研究员

国内嘉宾名单：

沙 麟 上海市原副市长；上海发展研究基金会名誉会长
屠光绍 中国投资有限责任公司前副董事长、总经理
陈启宗 恒隆集团董事长

* 按照姓氏首字母排名

冯润祥 中国人民银行上海总部国际部主任
何知仁 上海发展研究基金会研究员
刘利刚 花旗银行中国区首席经济学家
彭文生 光大证券全球首席经济学家
乔依德 上海发展研究基金会副会长兼秘书长
邵 宇 东方证券首席经济学家
苏立峰 上海对外经贸大学副教授

王轶君 兴业证券经济与金融研究院宏观经济研究中心联席
首席

温信祥 中国人民银行支付结算司司长

夏 春 诺亚财富首席经济学家

徐明棋 上海国际经济交流中心副理事长；上海市社会科学
院研究员

张 春 上海高级金融学院执行院长

张光平 上海银保监局巡视员

张礼卿 中央财经大学金融学院院长、教授

张 欣 美国托列多大学经济系荣休教授

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，上午好！2019 上海全球金融论坛现在开始！这次论坛是由上海发展研究基金会和上海国际经济交流中心共同主办的，我们首先邀请上海发展研究基金会名誉会长，原上海市副市长沙麟先生代表主办方给我们致辞！大家热烈欢迎！

上海发展研究基金会名誉会长沙麟致辞

沙麟（上海市原副市长、上海发展研究基金会名誉会长）：尊敬的 John Lipsky 先生，尊敬的陈启宗先生，各位来宾、各位专家，大家上午好：

秋风送爽、落叶缤纷，在这秋高气爽的季节，我谨代表主办方之一——上海发展研究基金会向参加“2019 上海全球金融论坛——全球金融的范式转变”的各位表示热烈的欢迎！

去年秋天，我们举办了“2018 上海全球金融论坛”，讨论了全球金融格局的变化和含义，我们对全球金融危机爆发后产生的现象做了很好的总结。今年我们即将讨论的“范式转变”同样是一种根本性、持续性的变化，但是和去年相比更具前瞻性。因为“范式转变”正在不断演进，在节奏甚至方向上，未来都存在着许多不确定性。

因为一些自身因素以及贸易摩擦的影响，今年全球经济

有所放缓，根据 IMF 最新的预测，2019 全球经济增长可能在 3% 左右，为自 2009 年全球金融危机以来的最低增速。展望未来，单边主义、保护主义是否会继续发酵？受人口、技术、政策等因素影响，全球经济是否将会或者已经进入了低增长、低通胀、低利率的常态？

在应对经济放缓的对策上，各国不约而同的采取了低利率乃至负利率的货币政策，一些国家甚至重启了像对待 2008 年金融危机时运用的量化宽松非常规货币政策。这是不是意味着宏观经济政策框架也出现了一些“范式转变”？这些变化对我们意味着什么？

我们还应注意到一些具有重大、长远意义的事件正在发生。例如，脸书公司计划于 2020 年推出天秤币（Libra），这在一定程度上引起了政策制定者、学者对央行数字货币的重视，同时还让我们考虑到数字货币的发展对国际货币体系会有哪些影响。此外，中国正加速对外开放金融业和金融市场，政府对人民币汇率波动的容忍度不断提高，相信在未来一段时间中国融入全球金融体系的程度会进一步加深。回顾本世纪初中国加入全球贸易体系的影响，我们不禁思考，中国不断融入全球金融体系会对中国和世界其他地区带来哪些机遇和挑战？

让我们带着这些问题进入到接下来的论坛，期待各位专家发表真知灼见。

最后预祝本次论坛圆满成功，祝愿各位在上海度过愉快的两天，谢谢大家。

乔依德：非常感谢沙市长！下面开始主旨演讲环节，首先邀请 IMF 原第一副总裁 John Lipsky，主题是“维护全球经济扩张的关键条件”。我们热烈欢迎！

主旨演讲

John Lipsky: 维持全球经济扩张的关键条件

John Lipsky (MF 原第一副总裁、约翰霍普金斯大学教授): 女士们, 先生们, 大家好! 首先我想感谢此次会议的主办方, 感谢主办方的辛勤付出。通常情况下, 我用麦克风演讲都会觉得很难, 英国女王因为太矮够不到麦克风, 我是因为太高够不到麦克风。我再次非常感谢上海发展研究基金会和上海国际经济交流中心对我的邀请, 每次来到上海都感受到上海日新月异的进步和变化, 很荣幸来到这里。

最近我的一些想法都来自 IMF 的会议, IMF 对于半年期经济发展做出了许多预测。根据这样一个预测, 全球经济的增速是非常疲软的。现在在 IMF 会议上, 人们会认为经济前景堪忧。与此同时, 我们认为还有冲突会出现。可能在金融危机之后会有一些危机再次出现。其实大家都非常担心全球范围内会有冲突出现, 尤其是大国之间出现冲突。对于机构创新而言, 大家更愿意竞争而非合作。我们要有 G20 峰会作为全球领导和领袖的会议, 只有这样我们才能够让各方有识之士以及各个国家精诚合作。我们在 2009 年举办 G20 峰会, 共同应对全球危机, 在今天进行领导人峰会是非常合适的。

现在我们看到更多的是什么? 是两个大国之间的博弈, 而非多边主义的多个国家的参与。我们看到技术已经成为风险以及分歧的来源, 技术可能带来鸿沟以及彼此之间的差异, 而不是成为一个融合的力量。与此同时, 全球经济的前景是脆弱的, 出现了一些经济衰退的警示。很重要的一点是, 我们必须共同采取行动, 来实现经济的韧性以及可持续性发展。

发达经济体平均的 GDP 增速从 80 年代到 2007 年, 经

历了三波经济周期（图 1）。在经济危机爆发之后，一些国家的经济发展是低于平均水平的。不仅仅是发达经济体的产出很难弥补在危机中的损失，就长远来看，发达经济体 GDP 增速也不达到全球的平均水平，情况是严峻的。同时，发达经济体 GDP 增长的累计差异也越来越大（图 2）。

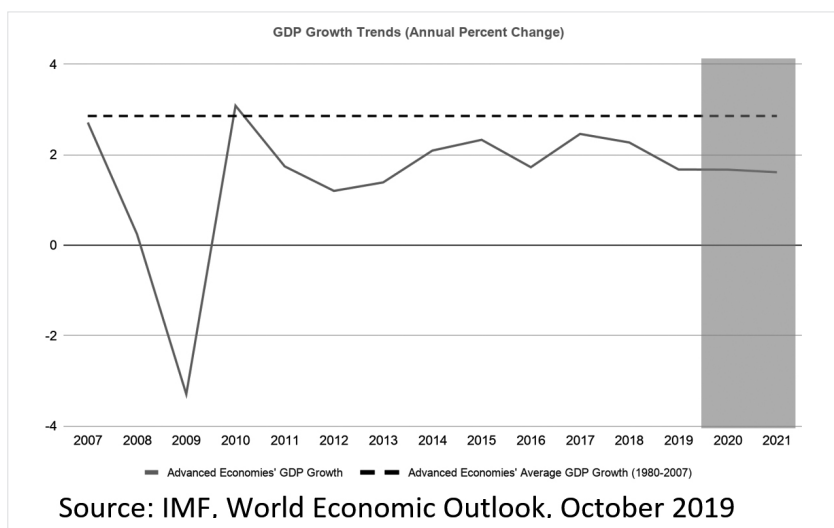


图 1：发达经济体平均 GDP 增速

不同的增长速度也带来了就业率方面的不同，图 3 的蓝线代表美国的失业率，美国失业率低于欧元区，现在美国失业率似乎和日本基本相同。金融危机之后，各国的失业率达到了长期以来的新低，美国失业率达到了 50 年最低，日本、欧盟也达到了历史新低。现在日本的适龄劳动人口已经下降，但在美国和欧洲，适龄劳动人口还在增加。欧美以及日本之间的人均 GDP 也在慢慢缩小，现在的经济增速似乎达不到我们在危机前的期待，但是在提高人均 GDP 以及降低失业率方面，我们的情况还不是那么差。

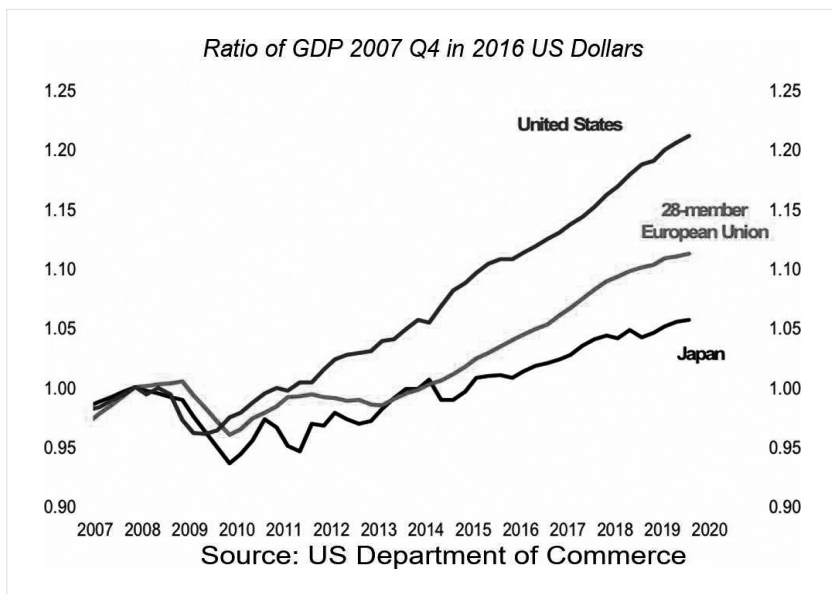


图 2：发达经济体 GDP 增长的表现累计差异

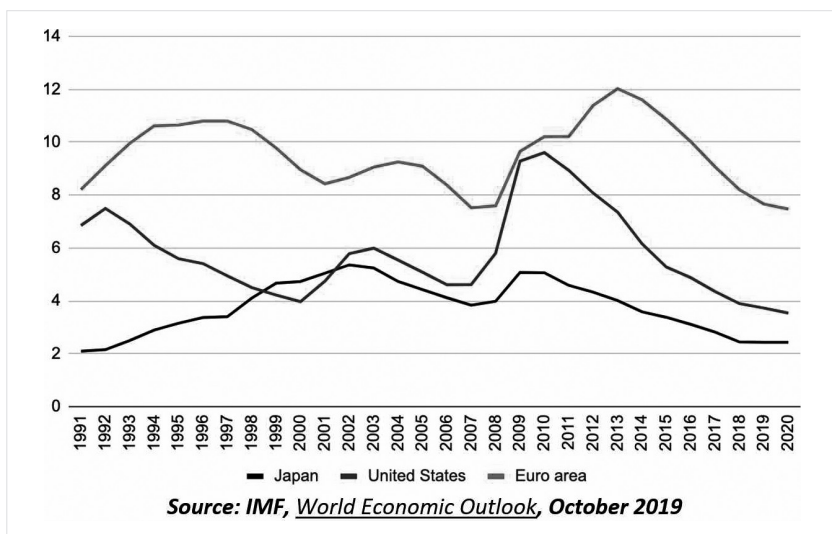


图 3：发达经济体的失业率

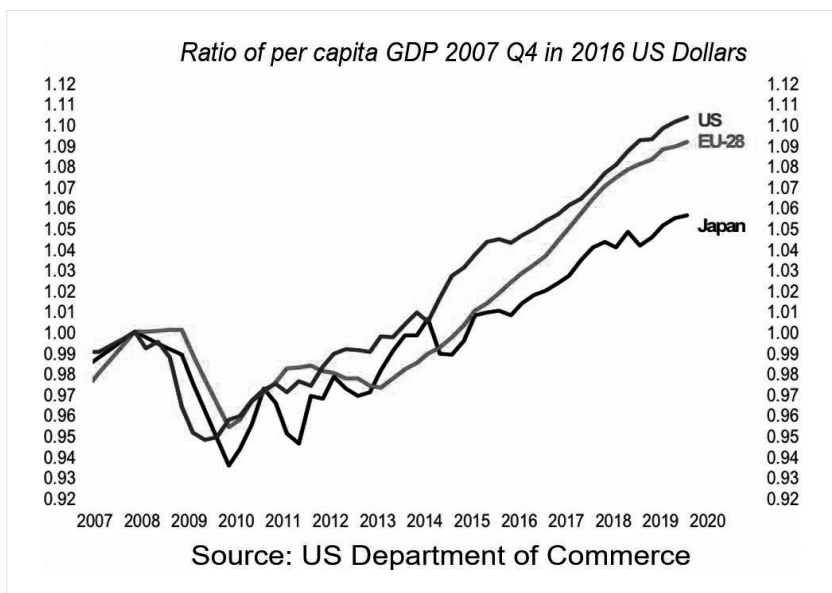


图 4：发达经济体的人均 GDP

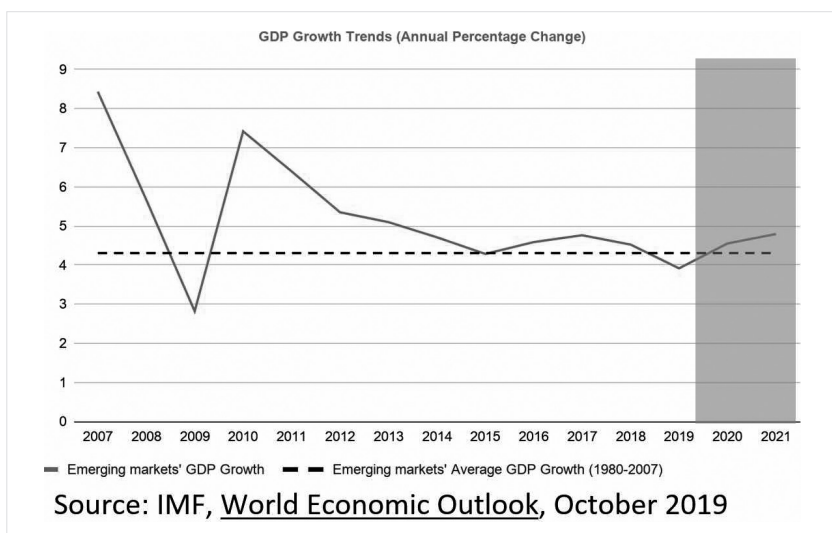


图 5：新兴经济体的平均 GDP

现在新兴经济体只是回归到了正常的水平（图5），2008年危机前它的经济增长速度远比现在要快。我们已经见证了英国脱欧所带来的波动，以及在全球经济领先国家的波动对全球经济所造成的影响。我们希望能够有一个稳健的经济，希望中国经济可以越来越繁荣，中国经济现在已经占到一个很大的比重，并且在新兴市场上中国是领航者。

新兴经济体的成长还不是非常的可持续，特别是未来几年印度等金砖国家的经济没有非常强的增长，这些都是IMF的预测。我们的预测是未来经济前景比较疲弱，可是还是有一些希望。IMF对新兴经济体还提出了一些预警，现在存在的风险包括像贸易和地缘政治的因素，以及像英国脱欧所带来的颠覆性影响，以及金融的脆弱性。我们密切关注国际贸易进展，还有英国脱欧的进展，这些很可能会带来一些非常负面的影响。

这三者的重要性到底是如何表现的？IMF也对此做出了一些评估，并进行了一些实证的研究。现在令大家非常惊奇的，就是持续的低通胀状况。美国一有个非加速通胀实际失业率，这个概念可能比较复杂，它的精准性可能难以确保，可是它还是一个值得去关注的指数。图6的横轴表示现在美国失业率和非加速通货膨胀失业率之间的差距，现在美国通胀是比较温和的，这是以2017年为基准的。过去30年的大部分时间，美国失业率都高于这个非加速通货膨胀失业率的基准。令人惊奇的是，在过去几年通胀率是比较稳定的，虽然失业率在变化。按照失业率的变化，现在的基准应该比非加速通货膨胀失业率低，但是现在它还是在非加速通货膨胀失业率以上。这也引发了我们的一些思考，指出了一些重要变化，在全球经济走向中有一些非常态趋势导致通胀

的持续。这对我们政策有什么影响呢？

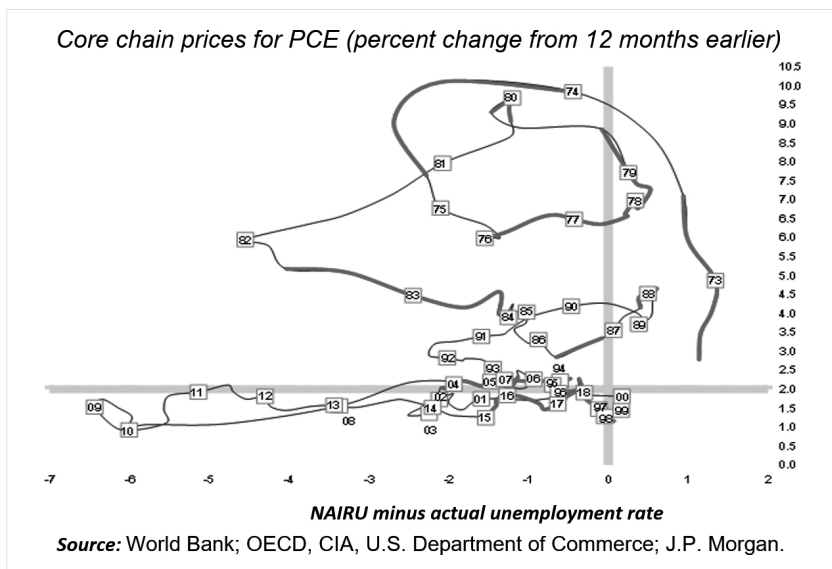


图 6：美国通货膨胀的动态变化

澳大利亚银行现在准备提高存款准备金率，澳大利亚央行行长指出，现在央行所面临的挑战就是，如果现在这条线发生了变化，我们应该如何应对？现在的央行面临两个转变，一个就是我们要设定一个比较稳定的通胀目标，而不是不断推高通胀，否则的话可能就会有损央行的信誉。但是与此同时，非常重要的一点是央行必须要跟公众保持顺畅的沟通，让公众舆论了解央行的措施，这点是非常重要的。

我的前任老板最近出任了欧洲央行要职，她和央行一些最高领导有一些政见上的不合，她也在持续关注通胀问题。通胀是未来经济的重要课题，我觉得保持一个稳定合理的通胀，可能是维持全球经济扩张一个关键的条件，如果我们不能正确处理通胀，可能会带来一些不必要的危机。

现在还有另外一件让我们比较失望的事情，就是生产率的发展，美国生产率的表现是让专家有些困惑的。原本设想的是，随着技术的发展，生产率应该提高。我们现在看到，美国的生产率其实并没有达到所预见的高峰。图 8 中，我们看到生产率波动是非常剧烈的，如果你再仔细看一下生产率的数据，可能会发现一切解释不通的状况，最后的结论也是比较令人失望的。长期来看，可以看到生产率的黄线在过去几十年不断波动，美国生产率长期是在上升的，可是在近几年它又下降了，又回到一个长期的均值。未来我们预见生产率会有所上升，但前景还是比较堪忧，我们可以保持乐观情绪，但是挑战依然非常艰巨。

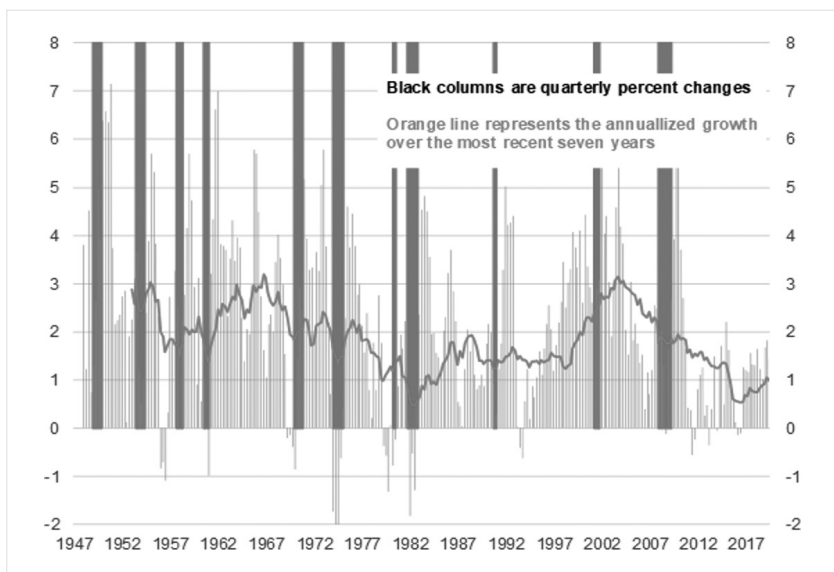


图 7：美国生产率的波动

从图 8 我们可以看到，在发达经济体之间还存在另外一个差距，就是劳动收入占 GDP 的比例。在后危机时代，美

国和英国的劳动收入占比是下降了，而欧洲地区和日本的劳动收入占比是上升了，所以这个差距非常明显。

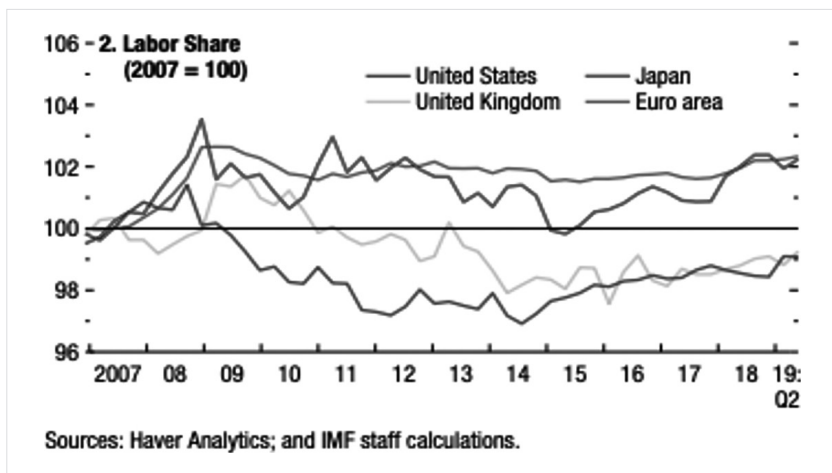


图 8：劳动份额趋势

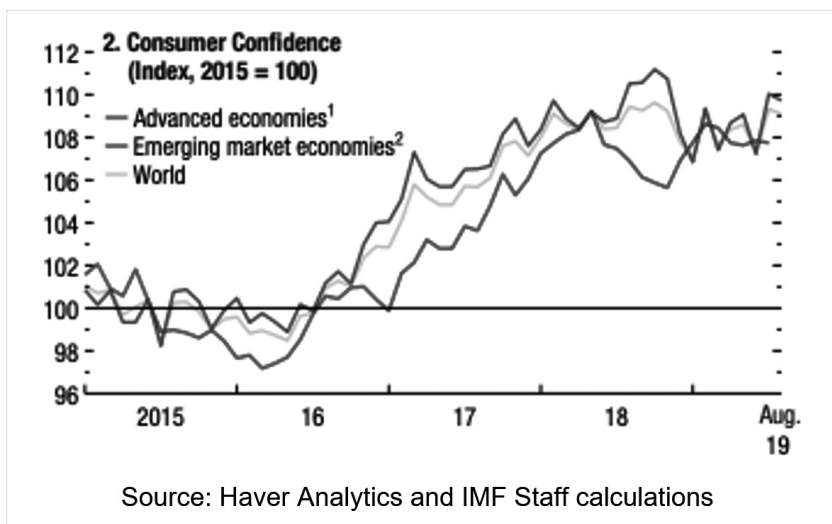


图 9：消费者信心增强

我想要指出的是，在最近几年这个走向是上扬的，这是一个好现象，预示我们消费者消费总量在不断扩张，消费者信心在不断提高，现在还是比较强的，这个可能也是为什么现在失业率比较低和 GDP 不断变好的原因。

但是我们还面临非常多的问题，主要问题是疲软的资本支出、较低的 GDP 增速、比较混乱的国际贸易。我们的实际投资、实际贸易在后危机时代都呈现了比较疲软的趋势。再观察新兴国家和一些发展中国家，在 2007-2008 年的表现是这样，最近几年也是比较疲软的，是在不断衰退，这引发了一些悲观主义情绪，一些人认为我们未来的经济前景非常令人堪忧。

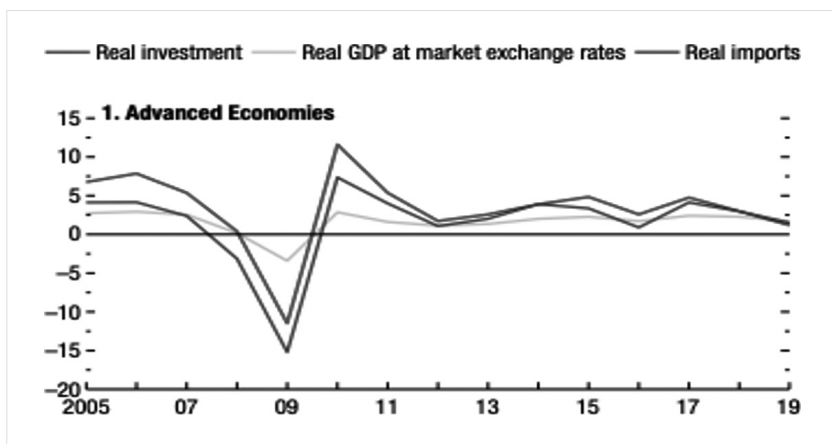


图 10: 发达经济体疲软的经济

其中一个方面也引起了我的关注，不仅在中国非常明显，在全世界其他国家也非常明显，就是现在的汽车市场比较疲软。图 12 的红线显示汽车市场同比增长趋势，可以看到全球汽车产量在年年递减，这个趋势超出了我们的预期，我们必须时刻关注这个非常重要的产业。



图 11：新兴经济体疲软的经济



图 12：汽车行业疲软

除了汽车市场，我们还发现能源市场的投资也在不断下降，IMF 会持续关注这两个市场的变化和走向，希望能够通过这样的观察使得市场变得更加稳定。这两个市场的影响

是非常深远的，我们发现有所下降的趋势，但下降的趋势在未来可能转折，可能会出现一些缓慢的增长，我们预计至少在制造业应该会有所回暖。最近的一些下降趋势可能折射出能源市场的一些问题。

我觉得还必须关注另一个令人比较惊奇的事实，就是现在国债收益率比较低而且非常持续，尽管现在全球经济在持续扩张，而且债务也在升高，债务率却比较低，这个事实令很多业内人士比较震惊。

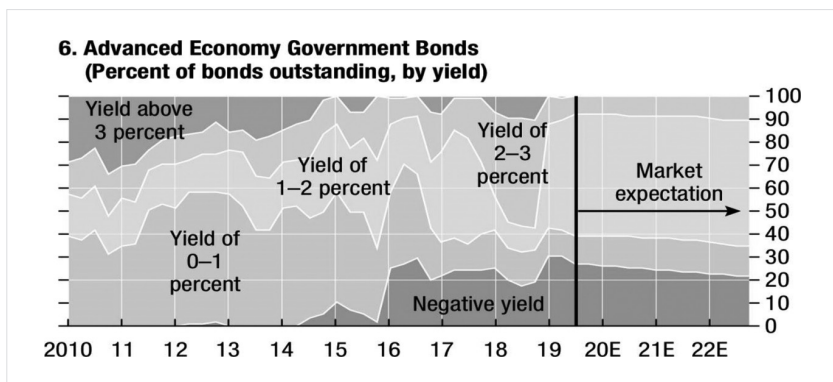


图 13: 主权债券收益率空前低

图 13 展示，在 IMF 观察中，几乎 20% 的主权债券的收益率很低，更令人惊讶的是几乎 19% 的收益率是小于 3% 的，可能更让我们惊奇的是市场预期低国债收益率会持续几年。我们过去从来没有想象过会有这样的状况，但是现在必须要接受这样的现实，就是低收益率在未来几年可能会持续下去。如果这个预期兑现了，可能会引发一系列的问题，其中一个后果是：如果收益率比较低，那么财政融资就会受限，对整个养老保险都会产生深远的影响。通胀率持续较低再加上国债率比较低，可能会对消费者的消费前景产生一些

负面的影响，这一点可能是遭到了业内的忽视。

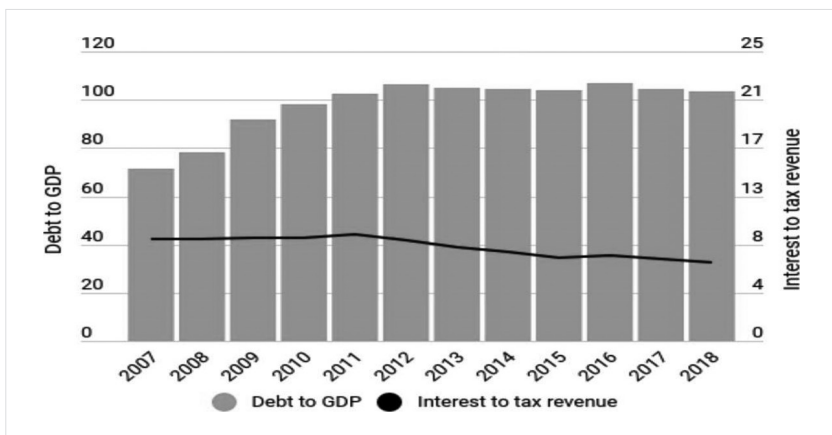


图 14: 发达经济体的公共债务利息负担下降

图 14 的绿色圆柱代表的是公共债务，即公债占发达经济体 GDP 的比例，黑线代表的是利息对税收的比例。我们发现低国债收益就会导致低利率，黑线可能会不断下降，这也会引发一些财政上的压力。这对发达经济体的负面影响是非常明显的。美国的另外一个问题，就是企业债务也有潜在性风险。现在美国也在采取措施控制公共债务和企业债务，这里我不再赘述。

另外一个我们非常关注的领域，是新兴经济体、发展中国家以及低收入国家的经济状况。我们发现它们的预算压力是非常大的，它们的公共债务在不断上升，所以政府预算非常吃紧。这一点就涉及到股权估值。股权估值方面一直给我们投资者和评论者带来了很多的惊讶，有些评论者甚至会认为股权估值很难长期增长。

现在我们再来看看在美国的情况，或者说在美国有哪些重大事件需要我们关注。大家所担心的事情是什么呢？就是

美国股市估值占名义 GDP 的比重，也就是说股权过度估值，甚至有可能出现泡沫，这样的泡沫可能会出现在整个估值的绝对值上，同时也可能出现在估值与 GDP 的占比上。与此同时，税后盈利方面也会出现过度乐观的情况。图 15 的黄线展现了整个股权的收益占 GDP 比例，涉及到所有的蓝筹股。蓝线代表着税后收入或营业收入。图 15 显示出的就是投资者在公司股票投资方面是乐观的，他们相信这一方面的可持续发展。这样的营业收入要得益于低利率，当然还有低通胀。我们的心得是什么？为了更好实现经济扩张的可持续性，需要看到企业的业绩是非常好的，也就是后者应该是前者的先决条件。

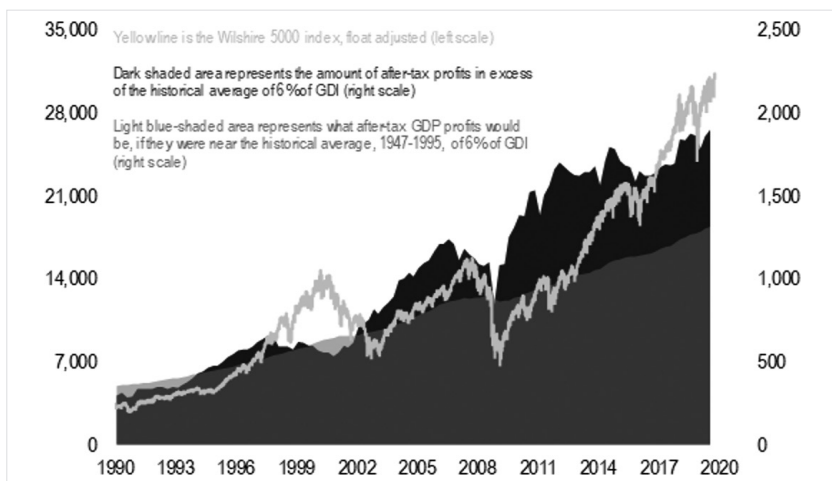


图 15：利润前景对估值至关重要

究竟现在有哪些风险值得我们进一步注意呢？其实最具颠覆性的因素是银行间市场的冷冻情况，非美国银行出现了巨大的美元敞口（图 16），它们希望进一步通过负债来提振自己的资产，但是这一点并没有受到许多人的注意。当

银行间市场出现冷冻情况的时候，情况就会急转直下，甚至有一些银行还出现了破产的情况，因为它们无力偿付债款。与此同时，欧洲的央行甚至还会给欧洲的银行提供美元资金救市，这样来帮助金融体系的不断提振。

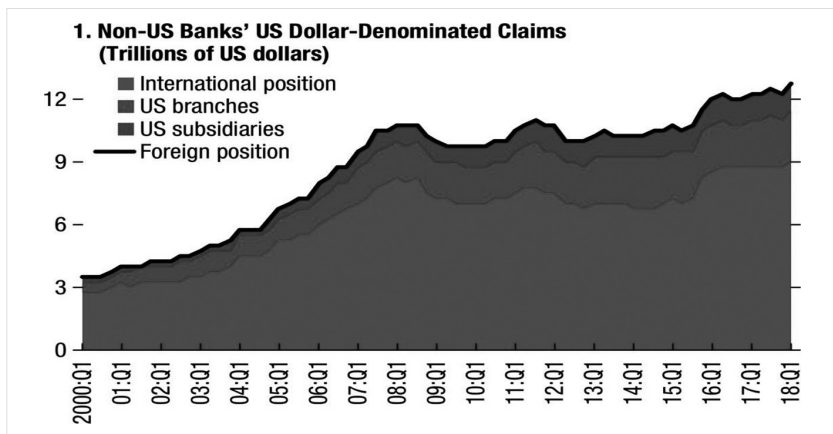


图 16：非美国银行美元敞口大幅扩张

在当今的金融体系中，美元资产的利率还是比较高的。对于国外投资者，对于非美国银行，还是很有吸引力的。非美国银行的美元敞口越来越大，可以说情况是非常脆弱的，这样是很难维系下去的。为了更好维持经济的可持续性，我们必须要有足够的流动性。几个月之前在华盛顿，官员以及银行家共聚一堂，他们都非常担心之后会发生什么。

我在这里列出在我看来非常重要的几条，只有做到这些才可以实现经济发展的持之以恒。我们需要长期稳定的低通胀，如果出现长期低通胀是非常有建设性意义的。同时，我们看到全球范围内消费正在不断提振，企业的利润以及利润率不仅今天得到了提升，也是可以实现可持续发展的。或者在我们看来，这一方面能够更好地反哺产出，之后又能

够反哺公司让它提高运营效率以及运营成果。现在我们看到能源和汽车行业出现萎靡的情况，因此在资本支出方面需要进一步提高，这样才能打造很好的生产率。在提高长期的生产率方面，我们的认识还不足。人们应该看到相互依存的必要性，我希望这一点能够生根发芽，并且能成为国际辩论讨论的主题。现在我们需要的是什么呢？现阶段就是要合作。全球范围的这张安全网，应该由我们共同编织出来，为了有这样一张好的安全网，我们必须互相依存，互相理解，并且精诚合作。谢谢各位！

乔依德：非常感谢 John Lipsky 做了一个非常精彩的演讲，条理很清楚，演讲有广度也有深度。广度是既涉及到发达国家的情况，也涉及到发展中国家情况。深度是他提到了很多问题，有自己独特的见解。有时候我们也不是很注意，比如说美国的劳动生产率，特别是 GDP 中劳动所占的份额在这一两年有所上升，这跟消费者心态、消费支出是有关系的。他特别提出，当前要注意的一个风险是非美国银行借了美元，有很大敞口，这是很大的风险。这是一个很好的观点，特别现在德国的企业也有很多麻烦。这对我们国家是有启示的，因为外面的利率很低，很多公司在海外借了很多债，这样就有汇率风险在里面。

下面请恒隆地产董事长陈启宗先生作主旨演讲，主题是“中美贸易摩擦和中美关系”。

主旨演讲

陈启宗：中美贸易摩擦和中美关系

陈启宗（恒隆地产董事长）：刚才听到 John Lipsky 的观

点，我感觉真的是醍醐灌顶。对我而言，根据我的社会地位，我自己都不够格站到讲台上演讲。现在我说说中美贸易，以及大国之间的双边关系。我想百尺竿头更进一步，刚才说到经济以及非经济方面的问题，包括说脱欧，贸易摩擦，以及全球范围内的贸易趋势，这些都是必须要思考到的内容。

我现在想说的是，我们现在正面临全球大范围的系统性的变革时期。最近两周，我从来没有看到过世界经历着像现在这么快的变化，我们看到是一种长期的趋势，它不仅仅会影响到我们几年的情况，甚至会影响到我们之后的几代人，就像是战后秩序打造出来的布雷顿森林体制，真的是影响我们很长很长的时间。我想借次机会跟大家说一说中美贸易摩擦和两国之间大国关系。

在我看来，中国的情况还是比较好的，当然也会有一些这样那样的担忧。真正让我担忧的是什么呢？我经常说如果有人担心中美贸易摩擦，那意味着他不了解中美关系，也根本不了解现在世界的情况。我来给大家分享对于中美贸易的关系我的一些担忧。首先我想说的是，其实美国已经超出了单边主义，单边主义是美国一直在奉行的，从 60 年代开始到 90 年代，美国一直在奉行这种单边主义，美国在已经习以为常了。我们应该担心的是，美国现在回到了它的一个基础，就是它的孤立和隔离主义。美国不是一个基于国际主义而诞生的国家，它是基于孤立主义的。之前尼克松如何奉行孤立主义的外交政策，是值得我们注意的。现在美国回到了老习惯，就是这种孤立的单边主义。我纵观世界，没有看到其他国家靠自己单枪匹马能够兴盛起来。中国当然是奉行合作的。但是美国国家的基石是孤立主义，美国也相信靠自己

来保障它的国土安全。我非常了解这一段历史，美国以前是抗拒国际合作主义的，我当时也想美国是否一直会奉行这样的外交政策，但是后来美国有所改变。

我们再看一下像欧盟，我也一直想欧盟如果重构的话，其实不太可行，不太现实。但是我们看到了脱欧，脱欧可能是开启了欧盟重构的第一步，而不是最后一步。短期来看，脱欧有一些非常重大的影响，就是一种民粹主义或者集权主义的抬头，而且有在上升的趋势。我们在几年前看到中东、北非向欧洲移民的趋势越来越强，现在这已成为欧洲非常棘手的问题。我认为像移民涌入的影响现在还没有充分显现出来。整个欧洲大陆，包括地中海地区，现在也是面临非常复杂的局势。另外一方面就是俄罗斯，如果你问我在国际格局中，在过去四五十年谁对自己国家做出了最大的贡献？我会说是普京，在他的管理下做出了非常重要的贡献，现在美国也是承认了俄罗斯这样的地位。我们再看中东，那些事件也引发了我的担忧，如果我们看到的这些，真的是转折点的发生，我们未来状况会急转直下，可能会超出我们的掌控，但是这个观察是要持续二三十年的。

现在言归正传，谈一下今天的主题“中美贸易摩擦和中美的关系”。我认为像我这样的业内人士在过去 30 年一直在做的，就是希望能够阻止这个贸易摩擦。看到美国回归孤立主义，我们看到于事无补，我们感到非常失望，非常伤心。美国孤立主义一直在抬头，特朗普也在鼓吹这种孤立主义和与中国的贸易战。其实贸易战不是最重要的，贸易战是中美两国之间冲突的一个表现而已。中美贸易战我喜欢把它比喻成癌症，癌症可能杀死你，但不是今天能够显现，也许今天，也许明天，我们有一段存活时间，可以去做出改变。对

我来说，还有其他事情比贸易战更加重要，对于中美关系更举足轻重。拿癌症来比喻的话，可能跟癌症相比，心脏病或者中风的影响会立竿见影。对我来说，现在我最关切的并不是中美的贸易战，我们看到美国现在指责中国在偷窃技术，还有中美军事的冲突，美国当然是想要保卫自己的国土和同盟，可是这个方式是错误的。另外一方面，美国也希望动用军事武力抑制其他国家的崛起。中国和其他国家一样，当然有理由担忧自己的国土安全和军事安全，如果回顾中国2500年的历史，中国这个国家在本质上还是比较崇尚军事力量的。但是美国从二战以来，一直享受军事霸权的地位。为什么华为挑战了美国的垄断地位？之前我一个非常好的新加坡朋友跟我说，他说得非常好，我在这里重复他的话，他说美国希望能够垄断全球市场，能够垄断中国崛起的领域，不止是中国的科技，中国的盟友中国也想夺过去。华为现在挑战了美国的垄断地位，也就是美国的霸权主义。

第二个战争就是在货币方面的战争和国际贸易方面的冲突。如果你跟我一样见证了亚洲金融危机，和几十年前轰轰烈烈的几场危机之后，你就会理解我为什么把贸易战比做癌症，而我们更迫切的问题更像是中风，对我们健康有更加直接的影响。我们不用太担心人民币的问题，因为现在的下国际贸易只有3%-4%是用人民币结算的。更重要的一点，中国的政治体系和社会体系导致中国政府要做更多的管控，如果我们实现人民币自由兑换，让它成为一个国际储备货币，可能中国政府就会失去一个非常重要的管控力量，可能会对我们国内经济产生负面影响，这可能跟中国的国内体制有一些根本性的冲突。无论如何，现在中国市场存在巨大的危机和风险，可能像核炸弹一样对未来产生非常巨大的

影响，可是现在这不是最迫切的。

我们现在也非常期望能够看到中美有一个协议，这到底什么时候会发生？我觉得是当特朗普政府觉得需要一个协定的时候，这可能更多取决于特朗普政府的意愿。现在特朗普把整个中国、美国的资本市场和货币市场都玩弄于鼓掌之间，我们把它当一回事是不对的。我在这里想借用一句中国成语“闻鸡起舞”，我从来没有看到过像特朗普这样的总统能够整天来利用他手上的权力玩弄大家的。很多中国人也会纳闷，为什么我们没有办法得到一个协定，是不是我们错过了时机，或者我们分析的问题不对？但是通过我的观察，其实我们的中国领导人应该醒悟过来，是特朗普在玩弄中国政府，他并没有把中美贸易协定放在心上。北京政府应该摆出态度，我们不跟你玩了，不跟你再讨论了。为什么我们现在没有这样的声音呢？可能北京政府还没有醒悟过来，我希望有一天北京领导人可以早上醒来的时候发现，特朗普其实并不是诚心诚意想要跟中国签订协定，而且我们要让全世界人民知道这个事实，我们回到磋商的圆桌上时应该有这样的意识。

在中国我们有各种各样的想法，比如说有所谓的阴谋论等，当然中国也从整个博弈中不断学习。究竟我们从中学到什么？我学到的是，当特朗普有政治诉求的时候，就能够跟中国达成协议。以前我会和我的妻子去看电影，现在我可能都不要去电影院了，看特朗普就行了，看他这一出好戏就足够了，看到中美两国博弈之间的各种各样的戏剧性事件。当然在贸易战方面，的确会带来各种各样的消极影响，比如说降低我们就业，摧毁很多投资的机会，甚至让双方受伤。

我是否担心中美关系呢？说实话当然我很担心，但是在

另一方面，我也看到了一些希望的曙光，也许事情并不会像我们想的那么糟。为什么我这样觉得？原因大概有几点。我自己需要扪心自问，比如说我们用拳击打比方，美国真的要把中国打在地上满地找牙吗？美国打三拳，30年前可能顶不住，现在肯定顶得住，中国挨了三拳之后，不会完全退场。其实在拳击的时候，必须一分一分去得，一分一分去赚。我自己的观点是什么呢？美国最后会赢，毕竟中国到美国的出口要比美国到中国的进口多，最后是120比180这样的比分，意味着特朗普可以获胜，当然不是那么容易的获胜，但是最终美国赢。中国也愿意看到你赢，这样你面子上有光，不会让你面对再次竞选时颜面扫地。中国在不断忍受痛苦，美国也在忍受痛苦，中国挨美国的拳，美国也在挨中国的拳，中国接的拳头肯定比自己打出来的拳多，有抗击打的能力最重要。在美国方面，他们的领导人会这样说，看着我给中国三拳，他就满地找牙了。实际上没有发生，美国根本没有做好准备来真正抵御中国方面的反击。但是中国做好了，中国美国之间会发生什么，是不是会有贸易战等等，其实大家心理上非常担忧和紧张，因此我们要有这样一个能力来抗揍，真正笑对危险，只有在这种情况下，中国所有人才能联合到一起，在中国我们是统一战线的。

无论怎么样，美国有和中国不一样的政体，这样的政体不太能够让他们接好120拳，也许80拳美国总统就会下台了，美国人民会通过选举让他先下台。美国政体下，美国政治家为国家服务是第二位的，是次要的，第一位是自己的选举结果。如果大家本末倒置，只能说是太天真了，尤其是在战争时期正是这样。但是中国不一样，所有领导人更加信任持之以恒的发展模式，领导人通过自身领导力为更多人谋取

更大的福利，给全国带来福利。无论如何，会有各种各样的博弈出现，最终美国会清醒过来，不仅仅在贸易方面，还有其他方面都会和中国签署协议。不要忘了，其实美国和其他国家一样，也是普普通通有利益诉求的国家，美国会做出正确的事情，但可能只有在吸取教训之后才能做正确的事情，其实美国在过去 100 多年都是这样的情况。

但整个过程是非常痛苦的，有多长的时间，持续多久？我不知道。昨天我也和一群杭州的大学生沟通，我告诉他们：你们现在都是 20 多岁年轻人，要做好充分的准备，可能在你们四五十岁的时候，都不会有任何的好转，这样一个进程还是在继续。你们必须经历各种各样的冲突和矛盾，在曲折中不断前进。中美爆发贸易战谁会是最大的输家，可能是韩国、日本的企业。我真的认为，在贸易方面中国不会输得倾家荡产，但是这样一个过程让所有人都非常痛苦。美国现在正在逼迫全世界站边，一些小的国家要何去何从，究竟在何种程度上屈从美国的权威？我不知道。也许在其他方面，一些小国家在政治，或者在技术，或者在经济上会要站队，会要选边。我认为从全球层面来看，的确有许许多多变化出现。现在不是美国一家独大的时候了，美国想孤立其他国家，其他国家还是紧张紧张的，或者非常认真地分析现在的情况，分析未来的情况。无论是作为个人，还是国家、民族，我们在未来应该做什么，这是我们需要思考清楚的。

这是我一些个人的浅见，和大家分享中美之间的贸易战以及中美关系。这个过程是非常痛苦的，但是最终中美，以及其他的小国家，可能会在黑暗中摸索一段时间，甚至负伤累累，但一定会迎来光明。我也希望能够在这一代人看到成果，希望我的子孙后代享受到成果。

乔依德: 大家都非常欣赏陈先生的演讲。他不是从技术角度谈中美贸易和中美关系，他是从长远眼光，或者从哲学思想的深度来谈中美贸易，给我们很多启示。他也讲到全球最强的国家退回到孤立主义。最后每个人给这个世界带来什么，这是值得我们深思的。他也认为这个过程是非常痛苦的，他带有哲理性的分析给我们带来启示。下面有一点时间给大家提一两个问题。

赵广彬: 我想问 John 一个问题：你认为对于美国股市的过高估值，会引发下一次危机吗？

John Lipsky: 其实我想说的并不是说估值本身，而是估值的基础，或者说估值前后引发的一系列连锁反应会带来问题。比如说，我们会有债台高筑的情况出现，对于美国政府和私营企业都会这样，如果债台高筑，盈利空间也会缩小。但是无论怎么样，对于整个估值的下行压力可能会影响到房地产市场以及各种各样的市场。如果这样一些基础的问题出现的话，当然会出现股市过高估值的情况，这肯定是非理性的。但我们还是有自己的期待，那就是希望能够进一步保证低通胀，并且提高生产率以及最后的产出，这是我们最终的期待。

Cheong Youngrok: 我有一个问题想要问陈先生，你提到中美贸易摩擦会加剧，那会影响到一些周边的国家，比如说韩国。我是来自韩国的，所以你对于这个问题，有什么方案方面的建议吗？

陈启宗: 比如说技术，现在美国对于中国的国资企业实施非常严格的筛选和筛查，这其实对美国真的有什么好处吗？美国还是需要去发展这些科技，它要怎么来实现良好的前景呢？我们要记住，钱教授在上世纪 50 年代是被美国赶回来

了，后来钱教授成为了中国的原子弹之父。我们看到美国现在科技政策，这些孤立的科技政策对他们来说是没有好处的。比如，现在华为就自己发展出了鸿蒙系统，这对美国来说并不是好消息，如果他们要使用鸿蒙的话，就要付华为费用，美国政策倒逼中国技术发展。比如天然气，美国之前跟俄罗斯签订了几十亿美元的订单，其实这个费用比中国所提供的要高，而且如果这些协定用美元计价的话，可能会带来美元的波动，反而是用人民币来计算比较好，我在这边不再阐述更多的细节。其实美国对中国很多的压制措施，最后还会回复到美国自己身上，让美国自食其果。这是我对美国政策的一些看法。我觉得美国可能不久就会意识到自己的愚蠢，然后会清醒过来。

嘉宾：我有一个问题想问陈先生，我是代表我儿子来问的，因为你提到世界非常复杂和充满不确定性。你有什么样的建议，能让我们中国人更好应对这些不确定性吗？

陈启宗：你是说国家层面，还是个人层面？从国家层面来看，我当然希望中国领导人不要太过激，如果反应过激，真的可能会恶化局势。我希望美国的政策不会引发中国领导人太多的担忧，中国领导人应该保持冷静，中国应该扮演一个大人的角色，美国现在比较淘气。从个人层面来看，我们必须不断去适应这些变化。今天早上有一个朋友来问我，他的儿子进入世界一流大学，想学计算机科学，但是现在美国学校拒绝接受他，必须改变他的学科，可以学生物学。这个小孩就要适应，他要根据这个问题做出改变。现在美国有很多夏令营学校生，很多留学生都被拒签了，这对美国也会产生非常不利的影响。我觉得作为国家和个人，如果不能适应这些变化，你就会身受其害，所以我们必须要超脱这些

变化，并且要去适应这些变化。我跟我的朋友说，你忘了美国吧，美国太危险了，不去了。我的建议他去其他国家。我是美国国民，我在美国待了 16 年，我现在看到美国的所作所为其实很多都是不理智的，而且是不必要的。

Lawrence Goodman: 首先我要感谢你的分享，我觉得非常有趣。你提到了美国的孤立主义和美国的激进主义，我希望我们能够找到一个替代的解决方案，一个具有建设性的道路。我有两个问题想要听听你的意见。我想知道你是怎么看待中国未来可行的应对中美关系的方案？你的演讲很多是集中在美国方面，所以我非常想要知道你怎么看待中国的出路，中国应该怎么做？你认为两方应该如何达成共协？

陈启宗: 我就单刀直入地说吧，我希望中国做得越少越好。因为做得越多，可能会加剧关系的摩擦，我相信那些理智讲道理美国人，可以看到这个问题的本质。说到底，中国人也没有办法左右美国的选举。我和 John 是美国人，我们可以参与美国的选举。要改变这个状况需要中美两方的努力，但是对中国来说，我觉得做得越少越好，不要过激，可以去采取措施，但是过激的话，可能最后有一些反面的效果。令我非常伤心的一个事实是，我在中美贸易领域已经 30 多年，我也知道有非常多开放、讲道理的中国和美国商人，但是现在美国的商人变得非常闭塞，变得非常狭隘，这个事实让我变得非常伤心。我们有冲突没有问题，你只要能够说服我，只要有理有据都可以接受。我发现，现在美国人都是在无理取闹，现在美国很少有成年人的理性思维。我想要说的是，中方必须要非常谨慎，必须保持理性的态度。我有非常多美国的朋友，他们也经常讨论到底什么样的做法才是理智的。我一个朋友和他的几个好友签署了一份信函，

这份信函就是针对美国的政界领导，我知道很多政府的政要都看到了这份信函，而且美国学界的大拿都签署了这份信函。我们看到政治体系是朝着错误的趋势、错误的方向发展，也影响到美国国土安全。但是很少有政治家可以对此发声。这种决策是否真的对美国是好事？我希望有更多美国理性成年人可以担起这个责任，可以去说正确的话，可以对这种趋势提出他们的质疑。

冯润祥：我们发现中国政府最近出台很多政策，希望开放金融市场。虽然如此，现在还是有很多批评声音，主要是来自美国的批评声音，我想要问您的是，您认为我们应该如何推进中国金融市场的开放？

John Lipsky：在我的演示中，我提到了全球金融危机和 G20 的国际合作。我们现在面临非常多的冲突，但是我们必须推进主要经济体之间的合作，我们是一起的，是站在同一条战线上的，必须要一起来实现经济的发展。G20 峰会也重申了这些意见。我觉得必要的是，第一，要重振全球的经济；第二，要改革我们的金融市场；第三，要预防关税壁垒和贸易保护主义的抬头。G20 也发布了一份协议，关于推进全球经济合作与可持续发展。

G20 推出了 FSB（Financial Stability Board 金融稳定委员会），在 FSB 磋商中，中国扮演了非常重要的角色。关于贸易壁垒，我们举办了多哈论坛，希望能改革国际金融体制。IMF 也改革了投票权，中国目前是第三位，这是一个非常好的发展，马上我们又会迎来新一轮的磋商，希望中国能获得第二位的投票权。大家有没有关注 IMF 最近推出的可持续经济发展的框架？这个框架的意义丰富重大。我们现在必须要推进金融体制的改革。我们也观察到中国现在在开

放金融市场，可能有些人还没有了解到人民币作为全球贸易结算货币的重要性，在这方面仍然有很多工作要做。在IMF，其实第一轮谈判本来是要两年，但最终花了5年。第二轮谈判和磋商还没有开始。G20的领导已经做出承诺说，要在上个月开始磋商，但是仍然没有兑现。我们认为这样一个合作的潮流不进反退了。

我们需要领导力以及美国方面的支持。美国能否做到用压制中国来实现自己的利益诉求？中国现在是第二大经济体了。提出有建设性的对中美有利的解决方案，不仅对中美有利，也对全球有利，在这方面我们有非常大的紧迫性，我们需要达成共识。最让我担心的是，在贸易争端的过程中，我们所说的非建设性的东西。中国向美国购物，这和我们最开始打造的WTO自由公正的贸易体系是格格不入的。我们需要做什么？的确，在贸易方面我们要做的很多。不仅是中国，还有欧盟，我们现在都需要认识到事态是紧迫的。中国将会在不确定的未来成为一锤定音的举足轻重的力量，但是这一情况很可能没有被许多发达经济体认可。我们关注的不是中国买了或者卖了多少货物，我们必须改变更深层次的结构。我也知道美国方面是怎么想的，我知道许多人对此都感同身受，愿意矢志不渝地付出，并且不断倡导双方的对话机制。我们知道这样的工作是长期的，这会让全球实现更和谐、更平衡的结果，我相信这一点应该是不言自明的，并且能让我们更好地避免冲突。

乔依德：这一节到此结束，我们再次以热烈掌声对两位演讲者表示感谢！

第一部分：高度不确定性下的全球经济

张光平（主持人，上海银保监巡视员）：我们这个环节有四位嘉宾，他们的学术研究成果经常可以在期刊杂志上看到。我们有一个要求，希望每一位嘉宾的演讲时间保持在15分钟之内。

首先请东方证券总裁助理、首席经济学家邵宇演讲，他的主题“确定的全球化破损和流动性再释放”。

邵宇：确定的全球化破损和流动性再释放

邵宇：女士们，先生们，大家上午好！我是来自东方证券总裁助理、首席经济学家。咱们都说到经济不确定性，这个不确定性，那个不确定性，我告诉大家经济非常确定，有两件事情可以肯定，第一是全球化的破裂，或者叫破损。第二是印钞机隆隆再次作响释放流动性。这没有什么不确定的。

大家看我PPT用的两只动物，一个是黑色的天鹅，一个是灰色的犀牛。所谓的黑天鹅大家都知道，小概率风险的事件，比方说贸易战。大家一定注意到最近这两年不是看到一只或两只黑天鹅，看到的就像在一个黑天鹅湖里，英国脱欧、贸易战。存在的一定是合理的，所以这不是黑色的天鹅，而是我们错失了一些关键的理论支持。成功可能是失败之母，我们过去的成功是基于全球化的高速运转。什么叫

全球化？就是中国跟美国精诚合作，大家也知道美国技术、美国资本和中国无穷供应的劳动力在中国沿海生产出来的中国制造卖到全世界去，完成一个全球化的循环。但是很遗憾的是，这个循环走到尽头的时候，你会看到黑天鹅一只又一只出现。什么是灰犀牛，就是债务和流动性释放。我们看到一轮又一轮的 QE。什么是疯狂？重复做一件事情，但是希望得到不同的结果，我们现在正在做这件事情。



图 1：PPT 首页

全球经济在全球化出现状况以后，出现一系列的挑战。毫无疑问，不管是金融周期还是经济周期，很有可能明年，最晚后年，全球进入新一轮的萧条。我们都在等待这样一个时刻的来临，也许是明年三季度或者更晚一点，如果美国不供应更多的流动性，恐怕它的金融市场跟它的实体经济都会岌岌可危。中国毫无疑问还会往下走，我们对明年经济增长的预测在 5.6%-5.7% 左右。大家知道，以前这个世界前途就在于美国高科技跟中国城市化这两个结合在一起，形成了全

球化滚滚而来的动力。当然背后有两个巨大的相应资产作为配置的核心目标，一个是美国的科技股，还有一个是中国的房地产。这是我们有史以来见到的最大的泡沫，因为全球化和美国高科技结合，中国形成了过去快速增长的情况，这是我们成功的源头。成功也可能是失败之母，现在这个东西倒转了，我们看到所有风险都来自于这其中。当然最大的就是中美贸易战。

坦率地说，我们远远没有陈先生这么轻松，觉得中国可以不要做什么事情。他已经说得清楚，他的钱已经够多了，我们不行，特别是对于 GDP 只有 9 千美元的发展中经济体，还差得很远。不光有中国人等着，印度人怎么办，还有 60 亿人等在那里，我们不能洗洗就睡了。

从去年 5 月份开始，我们一直坚持这样一个判断，贸易战会打 15 年，第一个阶段 2018 年到 2020 年，第二阶段 2021 年到 2025 年，最终结束在 2035 年。通过各种各样算法，我们认为在 2035 年中国经济总量将确定超过美国，成为全球第一大经济体。那个时候陈先生说的是对的，没有必要再去斗了，因为美国按不住中国了。我见过美国的谈判代表，美方一直说 90% 已经达成协议，10% 最困难的没有。我问他这 10% 是什么？他们说集中在三个问题，第一个是 IP，即知识产权，第二是国有企业，第三是监督机制。我们假设在明年中国对这三个条件都能答应，是不是中国跟美国就能回到过去那种更多是建设性的、更多是合作的、甚至在甜蜜时候的战略合作伙伴的黄金时代呢？这个问题非常重要，每个参与者都会问自己这样一个问题，我是市场参与者，决策者也会问同样的问题。如果回得去，过去这两年就当没有发生什么，或者装作没有发生，我们可以该投

资的投资，该出国的出国，该留学的留学，该移民的移民。如果回不去怎么办？是关于科技的一场冷战，关于金融的一场热战，会涉及到能源、法律、地缘政治等一系列问题，这并不是什么战，是两个最大经济体持续竞争的开始。所以大家别着急，一切才刚刚开始。

在这种情况下，我们给出的去年第一个阶段美国对中国会发动贸易战的关键问题都已经兑现了，如果特朗普进入到第二任期，可能金融就会成为搏斗的焦点，我不展开了。但是我告诉大家，我们现在非常喜欢特朗普总统，因为他对我们的这样一些要求实际上促进或激励中国做更有力的开放、更深的改革和真正意义上的创新。而且大家知道，特朗普在的越久，对美国在二战积累的盟友信用未必是好事，反而说在损坏。打了这么多贸易战，特朗普一直在宣传交易的艺术，他只搞定了墨西哥。墨西哥有一句谚语：离上帝太远，离美国太近。对欧洲贸易的挑衅，一下子退出了气候协定，其实是在损坏二战以后美国投入这么多心血构造起来的全球体系。其实中国是喜欢这个体系的。

川总貌似出招混乱，背后逻辑缜密，应该是直男背后的男人帮支招
（科技冷战-金融热战-体制（治理）持久战）+资源战+法律战+地缘战
2018-2020, 2021-2025, 2016-2035

- 1, 减税压制中国吸收fdi（资本含技术）；
- 2, cfius,firmma压制中国odi（购买技术）；
- 3, 配合301阻断技术扩散（目标2025）；
- 4, zte直接打断中国制造产业链（制裁扩散）；
- 5, 移民政策降低他人学习能力（千人计划，理工签证）；
- 6, 各个击破贸易伙伴，合纵连横抗击中国（欧美0关税。TTIP, TPP重来）
- 7, 令人困惑的弱美元，在加息周期保持出口竞争力，随时可能变脸给出致命的雷霆一击（HK, 阿根廷，土耳其，人民币汇率）。

图 2：中国太极推手 Vs 美国自由搏击

中国怎么应对？去年和今年我们都为决策者提供相应的建议。首先，要么怼，要么怂，我们选择前者。明年中欧之间 BIT 的目标是形成一个新的全球自由贸易区域，中国也愿意加入 TPP 和参与 WTO，来获得更多全球化的协同。在汇率和资本账户方面，我们也做出了相应的调节，更重要的是做好自己的事情，所有的调节都在于我们是否能稳住现在的经济，具体内容不分析了。

关键的东西是什么？是关于流动性怎么办。大家都在降息、放水，是不是能够带来不同的结果呢？看一下我们过去增长的曲线，就是债务上升没有人比美国人更快，大家都在上这样一个杠杆，因为大家释放太多流动性。现在我们又开始印钞。我们始终强调一点，货币跟实体经济供应之间的比重，就是 M2 对应 GDP，过去 30 年中国每年名义 GDP16%，CPI 是 6%，同期广义货币每年按 21% 的速度在增长，其中的缺口达 5%，发达经济体也是一样。我想问大家一个关键问题，有没有人告诉我，多少 M2 能够适应我们名义 GDP 的增长？没有。我们突然发现，原来名义 GDP 增长跟我们广义货币增长不是 1:1，数据显示广义货币 20% 进入名义 GDP 的增长，80% 全部到资产价格领域，那未来合理的公式是什么？我们名义增长在 9% 左右，谁能告诉我什么才是合理的货币供应？难道是不不断地印钞吗？所以没有什么不确定的，未来已经非常明显。

全球 90% 经济体的 PMI 已经掉到荣枯线以下，同时全球 1/4 到 1/3 国家的债务已经是负利率和零利率。如果还有正的利率，说明这个国家还活着，并且活得挺好。为什么？现在导致全球经济导致低迷的并不是贸易战，而是它所带来的大家对投资、消费以及对于继续增长的迟疑。因为不确定

性，该投的钱就不会投了，该做的 FDI 就不会做了，现在缺乏的是动物精神，所以我们被卡在这里。

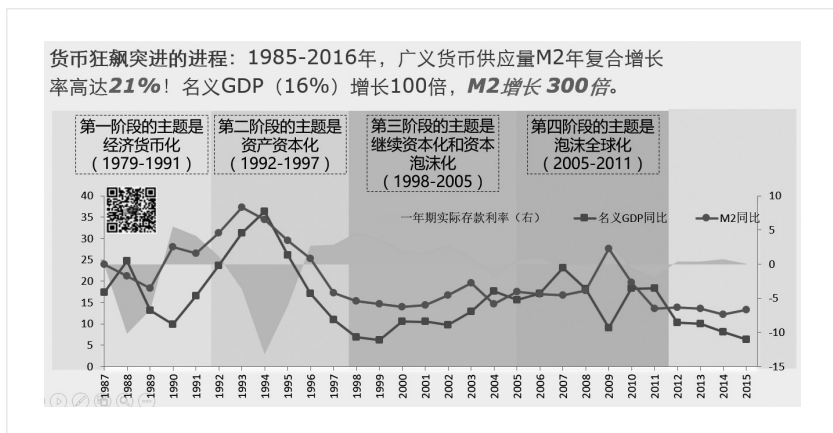


图 3：流动性盛宴

1. **以战止战**：贸易服务投资，威慑重点但可替代的跨国企业；
2. **精准打击**：区别建制和鹰派，有保有压；
3. **合纵连横**：减税开放拉拢G6，中日韩东盟一体化；
4. **扩大开放**：促进非美非鹰来源的贸易和直投；
5. **主动出击**：加入TPP和参与WTO规则修改
6. **贬值汇率**：战略威慑，双向波动加入逆周期因子；
7. **重配外储**：战略威慑，推动美债利率上升预期；
8. **收紧资本账户**：肉烂锅中，阻止资本外流。

图 4：对外（8 种战术）

现在这套货币体系已经遇到巨大的挑战，怎么来应对？有各种各样的选择，一个就是 Facebook 要做的货币 Libra，

主权货币不能再持续下去，要用全新的货币体系（不管是否基于分布式），取代滚滚而来全球流动性信用货币的狂潮。如果 Libra 首先取代小型经济体的货币，然后取代小型数字货币。现在主权国家发行的这些货币没有带来繁荣，当然有资产的繁荣，但是不能带来更多的产出，而只带来了福利的分配。分配、全球化和流动性狂潮带来财富的巨大不均，这是各种冲突的来源。危机结束以后有一个占领华尔街的运动，莫名其妙这个运动没有了，变成了中美贸易战，因为这个叙事已经转化了，需要一个替罪羊，寻一个外国比寻找中央银行是更正确的政治，这就是目前的状态。

1. 保持定力，适当补水：**M2**接近名义**GDP**增速；
2. 壮士断腕：叫停非重点城市群区域平台机构，过剩产能僵尸企业；
3. 刮骨疗毒：资管新规，杀死影子银行，资管产品净值化转型；
4. 釜底抽薪：不动产登记全国联网，出台空置税为房地产税热身；
5. 降低税负：扩大增值税和个人所得税减税幅度，参与全球竞争；
6. 要素改革：农村土地城市群户籍，竞争性国资退出；
7. 强化政策性金融机构：专注小微企业和租赁式住房；
8. 强力创新：硬科技、基础研究、核心技术大推进，科创板
9. 平准市场：国家队必要时出手稳定股市债市汇市；
10. 修复宏观资产负债表：央行，央财发挥托底和最后贷款人功能。

图 5：对内（战略）

我请教过美方代表，究竟你们想要什么？以前有华尔街得到的这些利益，支撑不住美国的安全、价值观以及持续领导世界的愿望。中国会做开放，这没有问题。中国政府的政策不止中国人认可，全球也相对认可，如果我们能够 Hold 中国 10 年、20 年，这可能就是持续竞争的一个根本源头。刚才陈总讲的非常轻松，我没有那么轻松，因为这就是未来，请大家做好准备。谢谢！

张光平：下面有请麦肯锡全球研究院中国副院长成政珉，他的主题是“中国与世界：不断变化的关系的内在动力”。

成政珉：中国与世界：不断变化的关系的内在动力

成政珉（麦肯锡全球研究院中国副院长）：非常感谢，我们已经见证到中美贸易关系的发展和变化，我们现在也在麦肯锡的网站上出版这样的报告，如果大家感兴趣，可以去看一下，是非常值得看的。

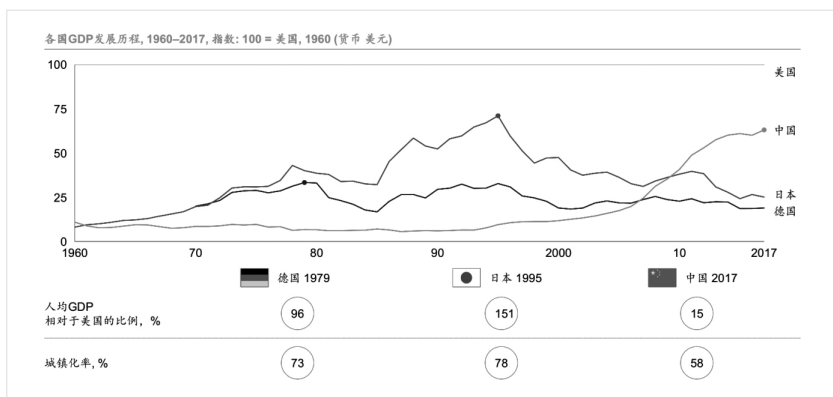


图 1：中国的 GDP 发展还有巨大的空间

现在看一下全球的局势。我们来对比一下，从 1960 年开始，如果把美国 GDP 当做 100 的标准，可以看到全球经济在不断波动，中国是一直在稳中向前发展。中国是非常不同的国家，它当然不是日本和德国，日本和德国都曾经是世界第二大经济体。中国现在占到美国 GDP 的 60%，但是人均 GDP 只到 15%，有非常好的趋势能够促使中国经济发展。

我们来看一下这些趋势和走向到底意味着什么？如果从美国角度出发，或者从全球角度出发，这到底意味着什么？有几大趋势和走向，之前美国教授也有出版过这方面的课题研究。我们看到美国把很多新兴国家当做威胁，这其实是非常不好的一个看法，我们可以对此有非常多的辩论，如果持续发出这种威胁论，可能会引发战争。在现代化社会，其实军事化的战争不太可能的，但是还是有非常多其他形式的冲突和战争，比如说科技战或专利战，我们也可以回顾历史，我们应该去思考如何避免战争的发生。在历史上，国际贸易的发展可以降低这些冲突和战争的概率，我们应该努力去控制这些冲突，应该去抑制这些威胁论的发生，应该鼓励中国和世界的融合。

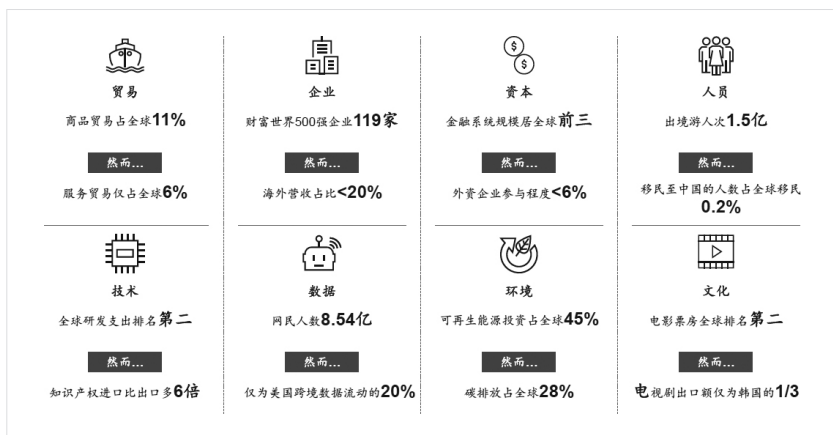


图 2：中国仍有进一步与世界融合的空间

中国和世界融合表现在很多层面，第一层面就是贸易，但是除了贸易之外，还有非常多的方向可以努力。在我们的报告中，深入探讨了 8 个维度，从资本、人员、技术和文化方面，中国有非常多的空间可以去跟世界进一步深入融合。

比如在企业 and 贸易维度，在世界 500 强企业中，中国企业占到 119 家，但中国企业的海外营收占比不到 20%。再看一下人员，中国人的海外出行也非常频繁，但是移民只占全球移民的 0.2%。再看文化，中国文化是非常繁盛的，可是中国的文化影响力比较有限，比如说中国的电视剧出口额只是韩国的 1/3。中国在不断开放它的经济，我们现在希望中国能够进入一个开放 2.0 的时代。

在这里也给大家举几个例子，看一下中国的资本市场，中国资本市场非常大，有非常繁盛的金融体系和房地产体系，可是外资企业的参与程度小于 6%。再看一下技术方面，中国已经增加了研发支出，但是中国是主要的技术进口国，对其他国家知识产权依赖程度还是非常高，进口了非常多的 IP，IP 进口的来源主要是美国、日本和德国。再看一下其他细分市场，中国在大力投资电动汽车发展，但核心零部件主要还是来自于日本、韩国和美国，所以中国也是需要去培育这些研发中心。

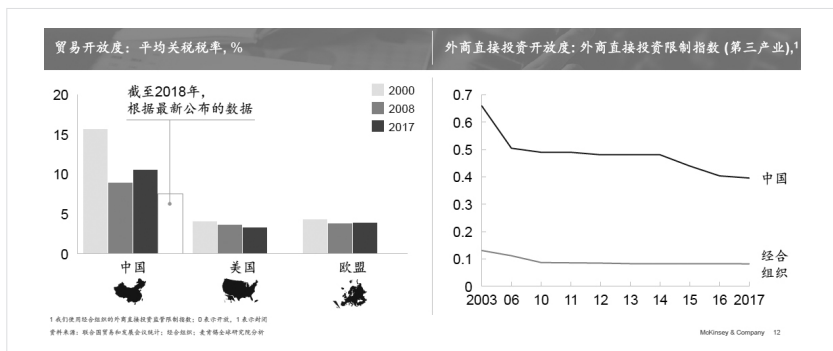


图 3：在关税及外商直接投资方面，中国存在进一步开发空间

世界对中国经济依存度在过去 10 年不断增长，可以说中国对于世界上所有的国家来说，会成为日益重要的市场，

并且成为各个国家不管是投资还是旅游的一片热土。中国 GDP 增长可以说 60%—70% 都是来自国内的消费，人们说中国是一个依赖于贸易的国家，其实并不是这样，中国本地的供应链也越来越成熟。中国在 2001 年加入世贸组织，之后在关税方面不断下降，但是现在的关税仍高于欧美好几倍。与此同时，服务行业在中国是比较封闭的，现在各国都希望能够进军中国的服务行业，中国也做出了承诺要进一步改革开放。这涉及到一个问题，中国是否会改变对于全球的态度，同时全球也在改变他们对于中国的态度。关于美国我就不赘述了，之前欧洲认为中国是自己的经济合作伙伴，但是在近几年，他们有几份白皮书表示中国的确是自己经济发展方面的敌人或对手，不管是欧洲还是澳大利亚，其实他们都持有这样的观念。同时，他们也加紧了对中国投资的限制。

类型	国家	需求依存度 ¹	供给依存度 ¹	资本依存度 ¹
地理位置依存	韩国	11	6	<1
	马来西亚	11	11	6
	菲律宾	8	14	<1
	新加坡	11	18	5
	越南	11	13	1
资源依存	澳大利亚	16	7	3
	智利	13	10	<1
	哥斯达黎加	9	5	<1
	加纳	8	18	4
	南非	15	6	3
资本依存	埃及	<1	5	13
	巴基斯坦	1	7	8
	秘鲁	7	5	6
	葡萄牙	2	3	3
发达经济体	美国	2	6	<1
	德国	4	3	<1
	日本	5	5	<1
	英国	2	5	2

图 4：不同国家对中国经济的依存度

我们究竟要如何看待中国和全球范围内不断改变的关系呢？我们相信会有 3 种不同的依存度。第一，地区位置依存，比如日韩，他们都依赖于中国的资本、中国的需求以及中国的一些帮助，这是地缘政治方面。第二，资源依存，比如澳大利亚、智利。第三，资本依存，比如一带一路的一些沿线国家。



图 5：如何在不确定性中发展

最后我们认为，中国和世界面对各种各样的选择，一方面要进一步深化合作，同时要以史为鉴，减少冲突。我们相信选择的结果是影响非常大的，可能会影响全球的 GDP。同时，有许许多多的机会也是存在的，世界和中国可以合作，比如说中国已经成为了首屈一指的进口目的地，不仅对于发展中国家是这样，对发达国家也是如此。中国的服务生产率大概是 OECD 国家 20%—50%，我们在这一方面要不断现代化，这样能够给中国消费者带来更多的选择。我们还有协作解决全球议题，为所有人服务，比如说在基础设施方面存在巨大的缺口，也许中国能在这方面发力，填补鸿沟。还有技术和创新的流动，其实中国在许多创新方面是首屈一

指的，比如说 AI 和数字技术，我们的确需要中国这方面的贡献，中国也需要这方面的核心技术。作为政策制定者以及商业和政界领导，要评估短期以及长期关于中国和世界经济联系思考，究竟这对我们意味着什么？第一，我们要更好地进行策略制定，中国是非常重要的市场，我们希望能够真的赢得中国消费者的欢心，尤其在服务行业，因此有许多公司进入中国市场，实现多样化。第二，要明确投资方向，并且做好风控。当然有各种各样地缘政治以及事态的不断发酵，这些很重要。中国在过去 30 多年中没有受到太多金融危机的影响，如果现在真的在中国爆发金融危机，肯定撼动中国经济的根基，甚至影响到中国经济，这也带来收购或重组的机会。

这是我今天给大家介绍的，谢谢！

张光平：非常感谢您的演讲！下一位是中央财经大学金融学院院长、教授张礼卿，他的主题是“贸易冲突对全球金融稳定的影响”。

张礼卿：贸易冲突对全球金融稳定的影响

张礼卿（中央财经大学金融学院院长、教授）：感谢乔先生对我的邀请，正是因为贵方的邀请，我才能参加这样一次盛会，因为我的 PPT 是英文，我就说中文，这样照顾到中英两方。

今天发言题目是“贸易冲突对全球金融稳定的影响”，主要简单说三个事。

第一，对贸易冲突整体情况做一个分析。第二，全球经济下行态势在多大程度上是由贸易冲突引起的。第三，现在

我们到底面临多少全球金融稳定的风险，这些风险是来自于贸易冲突的。



图 1：全球 GDP 和贸易增速

首先我们看到了图 1，这张图反映从 2010 年以来全球贸易增长速度持续低于全球 GDP 的增速，而且这种差距有扩大的趋势。实际上贸易的问题已经存在很多年了，当前中美之间的贸易冲突，只是大趋势中的一个环节，或者是一个最新的发展。关于贸易增速下行，有很多分析，一种分析认为其实除了贸易保护主义因素以外，还有一些自然因素，比如说在这些年由于各国经济结构的转变，服务业持续发展，在国际贸易中可贸易品的数量在减少，因此在一定程度上影

响了贸易的增长速度。另外，一些区域性贸易或经济一体化进程的出现也减少了贸易的机会。比如说欧盟在诞生之前，特别是欧元区诞生之前，它的贸易是国与国之间，一旦成为一个相对独立的共同体之后，贸易其实就变成了国内的贸易，这在一定程度上引起国际贸易增速减少。但是我们仍然要强调，贸易保护主义还是在中间起重要的作用。

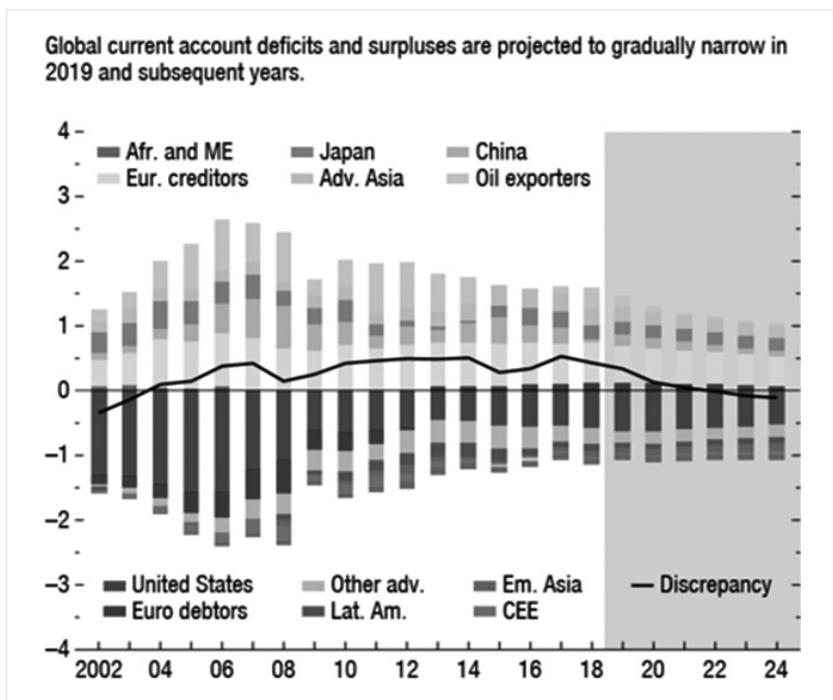


图 2：全球经常项目平衡

究竟是否出现了一个所谓的去全球化进程呢？我想在一定程度上是出现了，图 2 是 IMF 在最新发布的世界经济报告中间描述全球各国经常账户平衡趋势，可以明显感觉到，从 2007-2008 年开始，全球贸易特别是经常账户失衡情

况在明显减少，每个国家都在压缩贸易和经常账户的失衡情况，这实质上就反映了去全球化的迹象。

当然毫无疑问，中美贸易冲突是整个全球贸易增长减速进程中最新的事态，而且确实对于未来仍然会有很重要的影响，中美贸易冲突很可能是一个持续演进、持续存在的过程。中美贸易冲突不仅仅是一个贸易问题，其中还包括中美两国之间的竞争问题，经济、科技以及综合实力方面的问题，还有意识形态方面的冲突，都有可能使贸易冲突变成持久的过程。有的人认为，中美贸易冲突可能对全球经济增长以及全球金融稳定没有那么大影响，因为现在来看，中美贸易加上关税的部分，中方最多有 5500 亿，美方有 1000 多亿，加起来不到全球贸易总额的 2%，对全球贸易和经济增长没有太大的影响。但是现在是全球价值链充分发展的时期，中美贸易战影响并不仅仅限于贸易以及相互之间加关税的影响，还有大量上下游的影响。

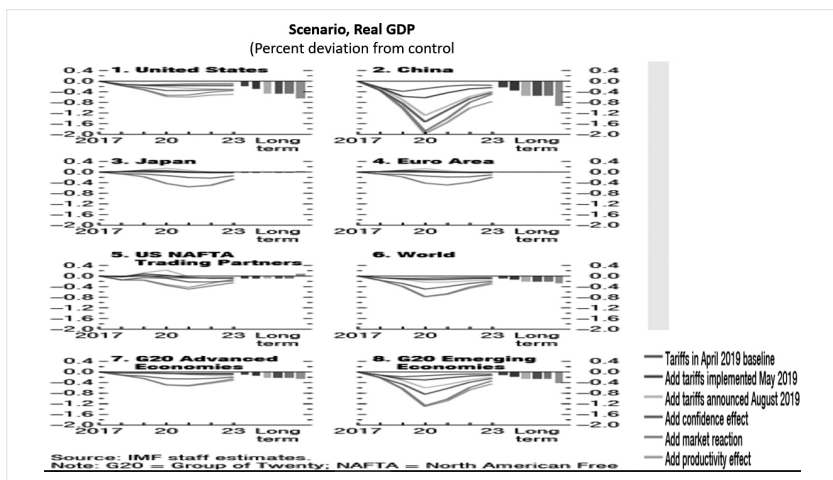


图 3：IMF 预测中美贸易战对全球和中美两国经济的影响

IMF 在 10 月份发布最新的《全球经济展望》中做了一个预测，它分成 6 个层次来分析中美贸易战对全球和中美两国经济的影响，前三个层次是在三个阶段加增关税对贸易进口所产生的影响；第四个层次是对投资信心的影响，第五个层次是贸易冲突后各国产业可能开始出现转移、重组，更多可能是内向型发展；第六个层次是对生产率的影响。6 个方面因素都发生，对中国是两个百分点的影响，这是最极端的情况。对全球来讲，会有 0.8 到 1 个百分点的下降幅度。所以整体来讲，对于全球经济增长的影响是存在的，而且不容乐观。

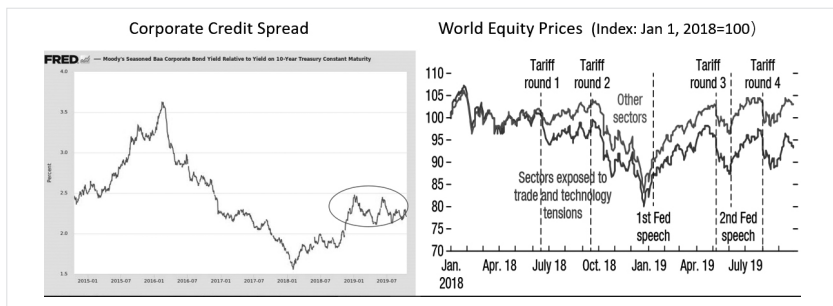


图 4：对金融市场的影响

对金融市场的影响怎么样呢？从目前来看，对金融市场的影响并不是十分值得焦虑。图 4 左边的图是美国公司息差趋势图，美国企业借钱时支付给银行的利息或发债支付的利息没有显著上升，表明金融市场还是比较稳定的。另外是股票市场，虽然每次谈判出现消极信息时，股市有一个短时间的跌幅，但是很快就会回升，总体来讲美国的股市和全球的股市目前还是相对稳定的。

美国圣路易斯联邦储备银行编制一个金融压力指数 (Financial Stress Index)，全球金融市场因贸易冲突所受到的

冲击目前看起来还是相当有限的。但是我们认为，从长期来看，如果贸易战继续升温，全球金融风险上升将是一个大的挑战。

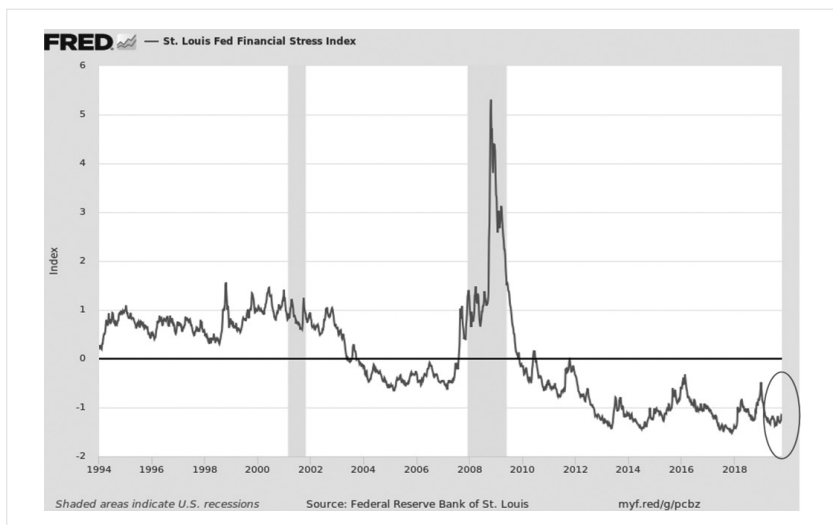


图 5：金融压力指数

有四方面的风险可能值得我们重视。

第一，为应对贸易冲突，现在全球从发达国家到很多新兴市场国家，包括中国在内，都在进行刺激，通过刺激来消除贸易冲突对国内经济下行压力的影响。但是我们注意到，这和 10 年前全球金融危机发生时的阶段与环境是完全不一样的。就债务水平来讲，10 年前无论是美国还是中国都处于相对低的水平，而今天差不多是 10 年前的一倍了，中美两国总体债务率都在 270% 左右。从更宽泛的口径来看，美国负债率已经高得不得了。有一个咨询公司最近发布的报告说，如果把美国各项社会项目、保障项目加在一起，美国负债水平已经差不多是 2000%，这是一个非常吓人的数字。

公共部门所持有的美国国债的上升趋势也是非常可观。现在应付贸易战对经济的下行压力，我们可以有的政策空间越来越窄了。刚才几位专家都说了，发达国家从美国到日本到欧洲，长期利率已经降到历史上的最低水平，欧洲、日本已经是负利率了，在负利率或利率非常低的情况下，再用货币政策去刺激，其效果是很难乐观的。财政政策怎么样呢？目前从发达国家情况来看，平均赤字水平或国家债务水平要比 10 年前高了一个台阶，所以财政政策在发达国家的空间也有限。

第二个风险，经济全球化增长放慢将严重影响到未来的劳动生产率。刚才有位先生对美国生产率的增长前景比较乐观。我觉得从理论上讲，如果全球化趋势下降，对于未来全球经济体系的竞争会产生不利影响。大多数国家如果都是在发展内向型经济，全球经济增长的效率将会呈下行趋势，这种下行如果再伴随着高债务是非常危险的。债务水平高时，如果有持续的经济增长，可能问题不大；但如果经济下行的情况下，债务还在不断增长，那就比较危险了，在未来会构成一个非常大的挑战。这种挑战不仅是对经济增长，而且对金融体系稳定性都会有挑战。

第三个风险，假设中美贸易冲突完全失控，对中国经常项目会有一个比较大的打击，也会打击到投资者的信心，不排除有更多的外向型外商投资企业向东南亚或其他地区转移。这对中国的国际收支会造成比较大的压力，也不排除人民币会出现新一轮的贬值趋势。这种贬值不能称之为竞争性的贬值或货币操纵，这是反映国际收支变化的结果。如果失控，我们认为人民币贬值压力会大幅度上升，而如果人民币顺应市场发展大幅度贬值，可能会引起新兴市场国家

的联动，不排除在一定范围内出现竞争性货币贬值的局面，这是比较糟糕的，希望它不要发生，但是不能完全排除。

第四个风险，现在发达国家的利率相当低，但新兴市场国家的利率还比较高，这会造成什么后果呢？会造成在未来一些年，有可能会越来越多的资金流向新兴市场，这有可能重新引起一个繁荣与泡沫破裂的周期，这在历史上不断出现过，最终以新兴市场国家的动荡而告终。我觉得这也是一个值得关注的问题。

现在有一种看法认为，贸易战以及某种程度上的去全球化，导致实体经济一体化程度的下降，会进一步引起金融一体化程度的下降。换句话说，国与国之间的资本流动会因为贸易战而减少，资本跨境流动会进入一个低水平阶段。如果是这样，是否会出现国与国之间危机的传染，或者波动的溢出效应？政策变动溢出效应的下降，这似乎有助于全球金融稳定，但这只是一个猜想，这是我在韩国参加会议时听到的一个观点，我还是表示怀疑。实体经济一体化程度下降，未必会导致金融市场一体化程度的下降。但既然有人说了，也是值得我们去思考的一个点。

最后是关于中国的政策建议。第一要尽量避免贸易冲突升级，第二要把自己的事情做好。中国的财政政策还有一定的空间，货币政策的空间不是很大了。从财政政策方面来讲，减税和扩大支出都是非常重要的，减税有助于刺激企业的活力，扩大支出有助于消除贫困差距扩大这个问题，这对于刺激消费是非常重要的。当然最重要的还是要深化各种结构性改革，这样以从供给层面保持经济持续稳定增长。谢谢大家！

张光平：感谢张院长。下一位演讲嘉宾是美国托列多大

学经济系荣休教授张欣，他的主题是“货币宽松政策导致的收入分配恶化和社会问题：美国的教训”。

张欣：货币宽松政策导致的收入分配恶化 和社会问题：美国的教训

张欣（美国托列多大学经济系荣休教授）：今天我要谈的问题是非常重要的，但是往往受到人们的忽视。我的话题主要是关于货币宽松政策导致的收入分配恶化和社会问题，主要是谈一下美国的教训，但是对中国也是有影响的，甚至是有全球性的影响。我今天主要关切的国家还是美国。最近40年收入差距扩大已经成为全球通病，而且有一个非常规的特征，出于一些非常规的原因，不仅发生在不发达国家，也发生在高收入国家，这个问题会阻碍经济的发展，也会造成社会问题。

我们都知道美国大选出了一个冷门特朗普，特朗普主要是靠美国中西部摇摆州的票上去的。主要的原因就是，美国中西部蓝领白人本来是中产阶级，但是他们感到被绝对贫困化了，所以他们把票投给了特朗普。美国收入差距扩大的一些特征，在过去的经济学传统中没有讲到，至少没有被关注。

当代社会收入差距扩大的非常规特征表现在：第一，收入差距扩大（基尼系数增加）发生在高收入阶段，库兹涅茨曲线失效。第二，财富和收入向占人口极少数的富人财富集中。第三，占人口多数的中产阶级收入相对甚至绝对下降。

造成收入差距扩大的原因中，有几个原因是非传统的。第一，自动化信息革命造成的资本和技术回报增加，劳动回

报下降。我和前面发言者的观点有些不同，劳动回报占比是下降的。有人希望劳动收入要增加，乔秘书长也讲了这样的希望，至少在美国目前的现实中不是这么回事情。第二是美国的二次分配政策失败，美国多次税改造成的是税率累退化，而不是累进化的税制，穷人的税率加起来是提高的，而富人的税率是下降的。第三是长期的数量宽松货币政策和财政赤字造成金融和房地产泡沫，这些膨胀的资产价值和收益集中到极少数人手里，所有这些解释了目前美国收入分配不均的问题。

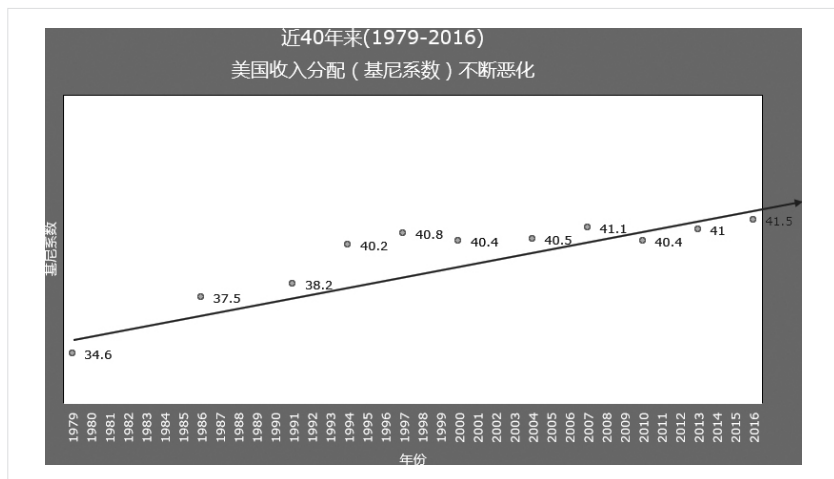


图 1：美国收入差距在扩大

图 1 是美国的基尼系数，我们可以看到从 80 年代开始，美国的基尼系数在不断上升，特别表现在美国中间阶层的收入不仅在停止，而且在减少。

图 2 表现的是美国中间阶层收入，不仅是相对份额下降，按价格指数调整的收入是平摊的甚至在下降的。美国大概 80% 人口的收入，经过价格指数调整，没有增长甚至有

所下降。这就是我讲的绝对贫困化。

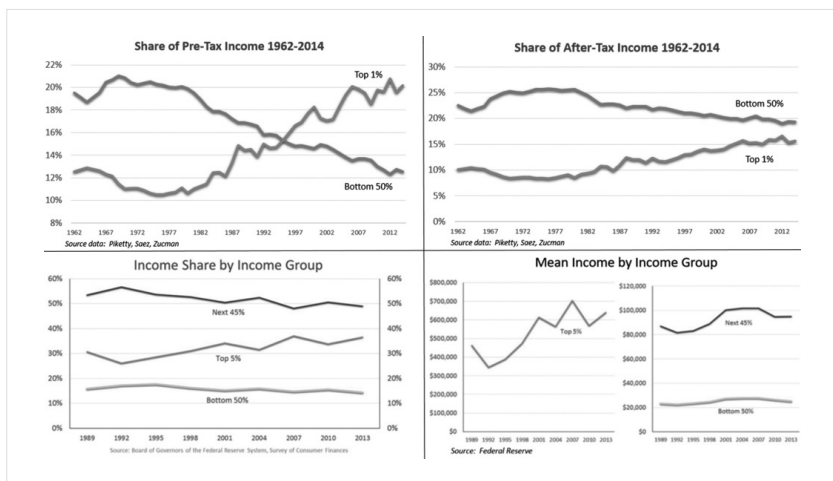


图 2：中间阶层收入停滞和减少

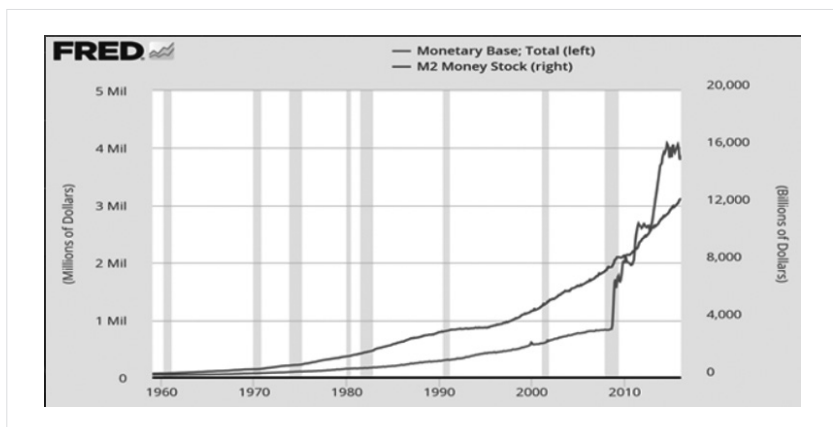


图 3：货币宽松政策造成的金融和房地产资产泡沫

造成这些的原因，我有一个详细的模型，这里不能展开，但是可以讲一下它的结论。第一，常规经济学说，如果技术发展了，会有一个技术红利，那些被替代的劳动者可以

找到其他工作，经过训练找到高薪工作，全社会可以获利。但是现在 AI 技术发展到这样的程度，不单是蓝领工人被替代，甚至白领和技术工人也被替代，而被替代的这些人没有这么多高薪工作岗位给他们，经过训练也没有办法胜任所谓的高薪工作。

第二，货币宽松政策造成金融和房地产的资产泡沫。图 3 表现 M0 和 M2，M0 增加了 40 倍，M2 增加了 20 倍。在这 30 年期间货币这样超量发，当然 GDP 也有 10 多倍的增长。在这样的增长之后，那些过多的货币到哪里去了？如果按照经济学模型，必须有一定的交易量来支撑，这样比例的增加一定有大量的货币沉淀。因为政府财政赤字飙升，美联储把这些财政赤字货币化。我们讲 IMF 在 1997 年给了亚洲国家一个错误的药方，现在美联储的错误还没有得到特别的关注，因为经济学一般就是这么讲的，只要没有通货膨胀，钱就可以继续发放下去。美元的需求在那里，我发这些美元可以回收我的债券，另外利率也低了，财政支付利息的数额也会减少，刚才我们其他的学者都谈到了这个问题。

但是他们没有注意到还有一个问题，也就是说这些过度发行的货币，通过股票和资产转移到了极富人的手里。过量发放货币没有造成通货膨胀，因为那些富裕阶层的边际消费增量很低，这些货币就沉淀了，就会集中到金融资产，集中到房地产资产，而这些又没有算到 CPI 里去。大家说没有通货膨胀，但实际上对劳动者造成的压力从房地产来看是明显的。美联储按照错误的货币政策，最后资产就集中到极少数高层的富裕阶层中，这就解释了收入差距的不均。

另外还要提到税收的累退化。各种政策对富人的减税。中产阶级消费倾向较高。由于财政赤字，地方政府大量增加

税，特别消费税等，公共服务减少了，实际上造成了中产阶级收入的减少。对低收入的 50% 人口的税率增加，而对越高的阶层的税率实际是在降低的。这个问题是扩大收入分配差距的主要因素。

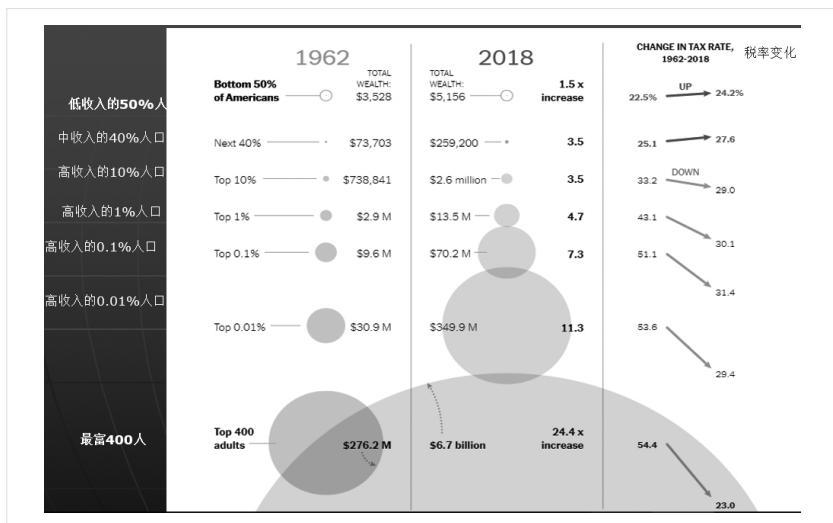


图 4：美国税制累退程度不断加重收入分配不断恶化

收入分配恶化对社会经济是一个重大的问题。我自己是学现代经济学的，如果只顾公平不顾效率，像大锅饭会破坏激励机制；如果收入分配特别不均，也会影响劳动者士气和生产环境，也会破坏生产，所以是要防止两个极端。我们要用什么样相应的对策呢？市场机制没有办法解决这个问题，最后还得要靠有效的二次分配政策，这要做很多的研究，我也没有一个特别具体的建议，但是我希望引起大家的关注和研究。

我的结论是，当前收入差距扩大是全球普遍现象，它发生的原因和特征是非常规的，我们应该要注意。能够解决问

题的一定是二次分配的政策，市场是失灵的。但是我们在进行二次分配政策时要遵循一个原则，既要有效地减少差距，也要尽量避免效率损失。谢谢大家！

张光平：感谢张教授给我们做的精彩演讲！我们基本上保持了每位嘉宾用 15 分钟做了精彩演讲。最后还有 15 分钟，看大家有什么样的问题？集体碰撞出的火花可能跟前面的演讲同样精彩！

讨论

Cheong Youngrok（首尔国立大学教授）：我非常高兴能够看到不同的视角。我有一个问题，中国实施了非常多的政策，比如说上海的自由贸易区。去年中国的进口增长很多，但是今年中国的进口又下降了，这是为什么呢？是因为中美的贸易摩擦吗，还是其他的原因？

张礼卿：我想还是有一定的关系吧。目前来看，中美贸易冲突还看不到能彻底解决或很大程度上解决的前景，贸易冲突本身产生了很大的信心问题。我认为今年进口的减少与此是有一定关系的。另外一个可能跟总体经济下行压力有点关系，经济下行的话，进口的需求也会减少。

徐明棋：我对张欣教授研究很感兴趣，因为我也关注到这个问题，我非常赞同你的观点。长期的宽松政策，甚至负利率政策，是有再分配效应的。你谈的财富向少数人集中，主要是向有资产的那些人手中集中，是一个很明显的例子。财富集中可能还会在代际之间发生不利于下一代的分配效应，使得年轻人面对巨额的资产价格变得相对贫困，我们在世界各国都看到这一点。年轻人根本买不起房子，不仅在中

国。宽松的货币政策导致资产泡沫，还有一个效应是政府的负债越来越高，还本负债的成本向下一代传递。所以，财富分配效应可能不仅仅是在阶层之间，也在代际之间。这个问题越来越严重，导致下一代普遍愤怒，普遍对当前的社会结构不满。因为你专门研究财富分配问题，请你做点评论。

张欣：我完全同意你的意见。我前两年在香港中文大学教书，我去看过我的学生，香港哪怕是 50 平方米的房子都被称为豪宅。

Kim Kyungsoo（成均馆大学教授）：我不知道这个问题该问谁，这个问题更多是关于全球经济的范式转变。越南现在很多出口是对美国的，美国和越南之间的出口在日益增长，所以我想问一下中国的同事，对于这种全球价值链或供应链的转变有什么看法，对中国经济产生什么样的影响呢？

张欣：我也研究全球价值链，我们的研究结果是表明：如果贸易战再持续半年，可能会颠覆整个中国的价值链。很多大国可能会把生产基地转移到海外，甚至会产生一些连续效应，影响到整个价值链和供应链向海外转移，这个影响真的是不可估量，是非常巨大的。

成政珉：我们也正在见证这种价值链的变化。我觉得有两个相关的趋势。第一个就是全球价值链变得越来越短了，核心的角色是中国，中国现在是一个消费大国，本地市场也变得越来越大，本地的价值链和供应链也越来越成熟，所以不需要进口这么多的商品，中国在致力于培育一个本地的价值链，可能这个就是一个去全球化的趋势，中国内地供应链正在蓬勃发展。第二个是中国和其他新兴经济体的转化。这可能是因为贸易战和贸易摩擦的影响，但是我觉得对于中国来说是一个好消息，因为中国很希望能够转移这些制造的基

地。比如耐克或阿迪达斯这些工厂转到其他国家，这个趋势也在越来越加速，这些制造业现在都被海外的国家吸收了，因为他们希望能够培育这样一个价值链。这对于中国其实是一个好消息，因为中国市场非常大，中国会不断发展，同时中国也在帮助其他新兴国家的价值链成长。

嘉宾：美国现在大选期间讨论最多的就是这个话题。在历史上贫富差距的减少一般是战争和瘟疫，税是没有办法解决这个问题。想听听张欣教授的看法，现在美国国内的这样一个讨论，对大选有什么影响，对资本市场有什么影响？

张欣：我也不是政治方面的专家，我就有关的经济政策讲一讲。关于缩小收入分配差距，民主党几个候选人提出的一些政策过去是没有的，但是我觉得值得研究。第一是财富税，不是针对收入而是针对财富，而且集中在最富的人，比如说对 5 千万或 10 亿以上收税。还有一个是杨安泽的 UBI (Universal Basic Income, 全民基本收入)，但是目前对整个细节大家还是有争议的。我想大部分经济学家乐于研究这里面对底会有什么问题，一个是减少收入差距，另一个是会不会对经济激励机制造成太多负面影响。

邵宇：保持基本的收入以后，让资本主义效率发挥作用。我想补充一点关于跨国公司产业链分配的问题，我认为不会全部转移出去。如果为北美生产，直接移到北美；如果挪到越南，只要移到的那个地方不在北美，特朗普就会追过去收税。我看到很多公司不搬了，折腾什么，最典型的是特斯拉，它不止卖给中国，也卖给欧洲、亚洲。关于货币宽松的问题，我觉得这是常识，QE 当然会造成贫富分化。

张光平：大家一起来感谢四位嘉宾的精彩演讲，也感谢他们精彩的应答。今天上午研讨会就到此结束了。

主旨演讲

屠光绍：全球经济和跨境投资

Kim Kyungsoo:（主持人，成均馆大学教授）各位来宾，下午的会议准时开始。首先由屠市长作主旨发言，他演讲的题目是“全球经济环境与跨境资产管理”，我们以热烈掌声表示欢迎！

屠光绍（中国投资有限责任公司前副董事长、总经理）：今天非常高兴，这样的场合我原来也参加过好多次。今天这个题目跟老乔说过，全球金融的范式这个问题我还真没有研究过，这么一个大题目不知道怎么来谈，怎么来研究，我只能说我能力有限。为什么还是要插进来讲一下呢，我要跟大家讲一个背景，从今年4月份以后，我从一线领导岗位离开，所以相对来讲现在时间稍微充裕一点，老乔邀请我多参加一点咱们基金会的活动，我欣然答应。因为我知道咱们基金会办得很好，我知道这个基金会非常专业，非常务实，更重要的这个平台在沟通思想、分享智慧方面发挥了其他平台所没有的这种特殊作用。就像今天这个论坛，不是为了讲排场，也不是为了讲气派，就是为了真正能够深入地研究、交流一些重大的经济问题。这也就是为什么我答应老乔，愿意参与。大家知道，过去说你参加要有个投名状，我得有这个资格，我过去不一定有这个资格，现在我争取有这个资格，要能够参加我们基金会的活动，所以我要有投名状。

金融范式确实是一个大话题，变是绝对的，特别是目前我们又遇到了太多的变化。我上个礼拜刚从美国回来，与美国同行对中美贸易的摩擦及其对经济的影响，我们也进行了深入的交流。IMF研究部门的同事做了一个模型，不知道

大家有没有听过，这个模型从几个领域的共同作用，研究了中美贸易摩擦以及对全球经济的影响，特别是对美国、中国以及欧洲的影响，还有对其他地区的影响。我认为 IMF 在宏观经济研究方面确实很有优势。在这个过程中，我们跟他们讨论的时候，也提出了很多其他问题。我们和 IMF、美联储，还有商务部、美国贸易代表办公室等，还跟一些重要的智库，因为那里智库有一条街，好几家智库都做了一些研究。在研究金融范式的时候，我们还要关注一个问题，就是宏观分析问题的框架，我提出了一个观点，有三个方面的问题，我用三个“失”谈全球经济研究框架的问题。

第一个“失”是目前我们对宏观数据失真。为什么这么讲？现在由于科技的进步，许多产业处在一个大的融合中，由此产生了很多新的业态，这是科技革命带来的。但是这种新的业态，在宏观统计里还不能充分反映出这种变动。比如就业，由于中国电子商务的发展，就业发生了很大的变化，现在为平台经济服务的快递、物流等方面的就业人口越来越多了。但是现对这块就业的统计，还没有完全纳入进来。我从西安回来，他们告诉我，他们做了一个计算，现在在县域经济里打零工的差不多占了一半，这样的就业数据在我们整个统计上需要能够体现出来。随着经济科技革命和产业的变动，宏观研究的数据有没有失真的问题，或者有没有还不是很到位的问题？现在还有斜杠人群。我举这个例子，是要说明现在宏观分析的数据可能有一个失真的问题，就是说它不准确。

这个就导致研究的第二个问题，宏观经济分析框架的问题。过去我们学习宏观经济学，很多都把它作为一个常识，有些大的框架如总供给、总需求等等，大量例子就不具体举

了。很多我们过去研究的宏观经济学，我们把它作为一种原理，现在发现在新的情况下也发生了很多的变异。现在经济发生一些变化，全球来看低利率、低通胀，低增长，美国还有一个低的失业率。当然有很多经济学的原理和框架还是有用的，但是有没有一个宏观分析框架失灵的问题？或者在某些领域，比如平台经济跟过去的边际理论好像也产生了很大的反差。很多研究宏观经济框架是不是需要有一些调整或者完善，这样才能够不让它失灵，宏观分析才能更好适应经济结构的变动。比如菲利普斯曲线的问题，美国为什么又是低利率，又是低通胀，全球也是这个问题。比如贸易的问题，随着全球贸易的增加，宏观经济分析框架应该放在一个更大的框架来看，但在一个国家来看不是那么有效了，但从全球来看这个框架依然有效。我一直说，理论是灰色的，生命之树长青，所以要设法让宏观经济框架更好地适应产业变动和全球经济活动的需要。

数据是基础，宏观分析框架是我们在认识上的把握，最后就是经济政策。宏观政策会不会失效？首先是统计可能失真，其次是宏观分析框架如果没有与时俱进，最后出台的宏观政策会不会失效？现在经济下行，怎么办？我看全球采取的最多还是货币政策，货币政策要宽松。大家也看到货币政策的效率实际上在递减，所以宏观政策可能也有一个失效的问题。当然我说的这个不一定对，但是我觉得在研究宏观问题时，包括今天说的全球金融范式时，可能都会遇到这些基本的问题。因为我们是一个讨论的平台，所以我把这个问题提出来。我没有一个完整的理论体系。在座大家都有自己的体系，有自圆其说的一套框架，我没有。我只是把我们目前在全球经济环境和跨境资产管理的情况切成几片，给大家展

现目前全球跨境投资，包括走出去和外面进来的几个场景或描述。

第一部分是跨境资产管理面临新环境新挑战。现在跨境资产管理（包括跨境投资）确实面临新环境新挑战，这是全球经济最基础的面。

现在全球经济应该说四种风险在交织。第一种风险是现在经济增长态势堪忧，全球全部是经济下行。无论是第一大经济体美国，还是第二大经济体中国，包括欧洲火车头德国等，应该说都是下行。明年可能下行的趋势依然严峻。我们在分析经济下行时，看到的是一些指标，背后的关键问题是经济增长的动能在减弱。新一轮经济增长动能也许正在孕育，但至少现在经济增长的动能在减弱，老一轮技术革命带来的增长动能已经进入到了平稳或影响逐步衰弱的地步。当然还有结构失衡的压力难解，2008年危机后的结构性问题。2008年全球金融危机之后，大家都关注结构性改革，想解决结构性问题，但是过多地用宽松货币政策来代替解决深层次结构问题。我个人认为，结构性问题其实是最难的问题，也是最具有挑战性的问题，一般来讲现在大家都不愿意去碰这种问题，这是最难的而且是最花时间的，挑战性最大的。所以经济增长态势是堪忧的。

第二种风险就是保护主义持续升温，这一点大家都感受到了。贸易摩擦此起彼伏，不只是中美贸易，这是一个全球现象。当然因为中美是最大的两个经济体，所以引起了更广泛的关注，不管到哪里都会谈到中美贸易摩擦怎么办。保护主义的一个体现就是跨境投资的障碍增多了，跨境投资从2016年开始到去年是连续三年下跌，今年我估计也不例外。跨境投资是经济活动的反映，反过来跨境投资对经济增长也

具有重要的作用，但是目前跨境投资的障碍增多。

第三种风险就是全球化遭遇逆流，这是更大范围的问题。我一直讲中美贸易不要简单理解为中国和美国的贸易问题，这是全球化遭遇逆流的一个具体体现，只不过中美体量大，影响大，关注度更高。大家知道二战以后的全球化是美国主导的，中国也参与了美国主导的这个全球化。过去在全球化的过程中，美国的利益是和全球化的利益是正相关的，全球化越发展，美国也会有越多的利益，包括对美元体系。但特朗普总统觉得，特别是中国 2000 年进入 WTO 以后，全球化对美国的利益没有那么多了，甚至美国的利益还受到了影响，全球化的利益哪去了呢？他认为的是被中国拿去了。我们现在说全球化遭遇逆流是两个方面，第一是国家和国家之间发展的问题，有的觉得获利多，有的获利少，有的甚至觉得是损失，这是国家与国家之间、地区与地区之间分化造成的全球化逆流。第二是国家内部造成阶层的分化，这个趋势大家已经看到了，所以在美国有占领华尔街运动，有英国脱欧，包括欧洲草根政治力量的上升。现在全球化怎么办？这是摆在我们面前最大的问题。全球化是造福于整个全球经济发展的，这几十年和战后的全球化进程确实促进了全球的发展，但是它又带来这么多问题，完全按过去全球化路子走也不行。现在怎么全球化，WTO 到底怎么改革？诉求都不一样。我个人认为，将来 WTO 的作用逐步会被区域间经济合作所取代。WTO 改革太难，这也是为什么区域经济合作会引起大家这么多的关注，这是我个人的见解。全球化需要发展，但是全球化发展的路子面临很大的挑战，可能要通过别的途径来克服过去全球化带来的一些负面影响，同时还要应对当前全球共识很难达成的问题。

第四种风险就是宏观环境不容乐观。有三个方面：货币宽松效果渐弱，债务居高不下，负利率。债务率高一直是一个阴影，经济还在发展的时候，这个没有什么问题；但是经济增长放慢，或者经济停滞，这个债务率就不行了。关于负利率，我个人认为是凶多吉少。未来金融市场动荡的会加剧。

第二部分就是国际资产管理出现新动态和新趋势。经济和金融活动对资产管理带来一些新的变化，它有一个孕育的过程，有的可能已经变成趋势了，而且甚至可能成为主流的投资或资产管理活动，我想我们应该对这些变化给予较多的关注。这些变化的表现我主要谈到四个方面。

第一就是资产配置更受重视了。实际上面对目前的国际经济、金融环境，投资也好，资产管理也好，怎么赚取收益才是硬道理。邓小平说发展是硬道理，在投资管理方面赚钱就是硬道理。第一就是在资产配置上赚钱，特别是现在对资产配置的要求更高了，这确实对资产配置来说是一个新的趋势。第二是关于另类投资的，过去在资产管理界叫另类，现在已经变成主流了。比如说，对于 PE（市盈率）的投资、对于实物资产的投资、对于对冲基金的投资，几年来这个主流趋势更加明显了。另类投资核心的一条就是牺牲一定的流动性，来赚取更高一点的收益，这是一个大的趋势。大家看到大型资产管理机构对于另类投资，都已经开始在整个投资组合里增加比例。第三就是被动投资大行其道。被动投资为什么大行其道，就连在中国这个市场，被动投资也慢慢有点成气候了，为什么？越是公开市场，越是有效市场，战胜基准越难，但被动投资也是要收益的，因为被动投资的成本低，所以是从降低成本里来要收益。当然，发达市场和新兴市场，有效市场和非有效市场或弱有效市场还不太一样。

中国的市场上，我认为主动投资还有一定的空间，但是被动投资慢慢成气候了，这是我们放在全球视角下来看的。第四是量化交易发展非常迅速。现在大家都讨论量化交易，量化交易有一些基础和条件，否则量化交易发展不起来，要有模型，有数据，有金融科技的支撑，量化交易是从更精确的投资上来要收益。我觉得这四个方面对当前资产管理来说，应该是一些新的动态或趋势。

第三部分是境外投资和资管对中国市场的新定位和新布局。这对于中国来讲，无非就是境外投资怎么进来，我们的投资怎么走出去，所以我就结合中国的情况来分析。前面我讲全球大环境，还有全球一些资产管理的大动向，这里我讲一下中国的情况。首先，境外投资对中国市场有了新定位、新布局，特别是最近一两年。我认为主要取决于四个因素，这四个因素下一步怎么进一步演变关乎到境外投资和资管的新布局和新定位能不能持续。

第一是经济发展，这是提升中国市场在全球资产配置中地位的，是最基础的。现在实际情况确实摆在那，中国经济体量在增加，对全球经济增长的贡献度不断上升，所以不能忽视中国市场。中国市场不光体量大，还处在产业和消费升级的动态过程中，还与全球经济的深度融合。这确实是一个基础性的因素，中国这么大的经济体量，它如果不在中国市场上进行配置，不把中国资产配置纳入进去，就会缺很大一块。这也是为什么一些国际经济指数要把中国纳入进去，而且比例还会进一步提升的原因。

第二是巨大的市场提供资管业务发展的空间。我们对资管的需求实际上很大，否则为什么资管行业最多的时候能搞到 200 万亿？当然这里面还有很多其他具体的原因，有的时

候绕开管制。但是大家买资管产品，也反映了资产管理需求随着财富的增加在增加。另外，我们的资管行业确实面临着提升服务能力和水平的要求，这一点毋庸置疑。不管我们资管行业的同行们是否认可，我认为资管行业的能力水平确实有待提高。现在资管行为又回表，又重新回到银行体系里面，我是特别担心这一点，这样我们的直接融资要怎么发展起来？所以我在一些场合一直呼吁，一定要把资管行业引到直接融资上面来，千万不能简单赶回银行体系里，要真正让它成为中国融资体系里改革深化、完善结构的重要力量，这样才有更好的发展前景，也才能适应经济发展的需要。我们资管行业过去主要是通道业务，所以我才提出来要把通道变成渠道，通道实际上是表外的一种银行业务，实际上也说明我们的资管行业还是一个非常简单的提供通道的业务。所以资产管理行业的服务水平和能力需要提升，这恰恰是外国同行有可能给我们带来的。这个带来是有条件的，就是我们自身改革需要深化，举个例子就是“淮南为橘，淮北为枳”，中国自身改革要加快。中国市场巨大，这对于外资投资，特别是资产管理方面的一个重大吸引力，所以我们会有很大的发展空间。

第三是拓展外资进入的渠道。前面两个再好，进不来也不行，所以必须要开放。金融开放是从去年到今年最热的，也是开放最重要的一个领域。过去中国进入 WTO，作为一种保护，作为一种过渡，开放有限。我过去在证监会是管国际业务，后来在上海市府帮助推动国际金融中心建设，每次老外来，我都说金融领域这个快开了，那个快开了，最后说得我都不好意思了。外国朋友批评我们，说你们说得太多，做得太少。确实是越保护越落后，资本市场依然很弱，

就是因为保护太多了，对外保护，对内也是保护的，证券行业确实保护得太多。过去还为投行设最多 33% 的外资股权，给 33% 的比例怎么做？我把我的声誉、品牌给你做，做坏了我受牵连，做好了我就占 33%，这个肯定行不通，所以要全部放开。金融服务业开放可以更快一点，金融市场开放也要抓紧，所以开放是一个很重要的影响因素。现在大家对于中国金融开放是认可的，但是我出去以后人家还打了很多问号，过去你不开，现在开了，人家就要看到底能不能真正开放。这个影响因素还是很大的。

第四就是深化改革，夯实中国经济长期发展的基础。首先是市场化改革方向。资本市场改革我们迈出了步伐，开创板出来了。还有国资国企的改革等。这些改革实际上是让大家，不光是外资，也是让我们国内的投资者增加信心。

外资对中国有没有信心是很重要的。我认为这四个因素是他们重点考虑的因素，而且还有待检验。有的外资还在观察，有的表明很好的意愿，我们一定要显示出在这四个方面有所改革，经济有所发展，当然开放还要再扩大，改革还要再深化。

第四部分简单说一下跨境资产管理与跨境投资，中国对于走出去应该怎么办？我觉得中国对外投资需要新思路、新方式。中国目前引进外资体量很大，我们还有专门的外商投资法，今年两会期间人大已经通过了，现在正在抓紧制定具体实施办法。这个很重要，因为还要引进外资。我们现在也是对外投资大国，尽管遇到保护主义，但是中国境外投资必须要走出去，必须在全球配置资源，既为全球带去发展的资源，也通过走出去提升我们企业自身的能力。中国走出去是一定的，走出去的一些思路 and 方式也是需要调整的。我主

要谈四个层面。

第一，从思路和方式来讲，要从以自我为主向建立合作伙伴关系为主转变。不是企业有能力、有钱就可以出去，一定要有合作伙伴，这样才能使我们的对外投资有更多的优势互补、利益绑定的机会。2017-2018 年，我们中投到美国去投资，遇到的客观环境是对中国投资的防范、审查越来越多，所以我们中投投资很难，怎么办？我们就和高盛合作，高盛出一部分钱，美国出一部分钱，中投也出一份钱，搭建一个平台，成立一个合作基金。这个合作基金起到让各方的利益绑在一块，你中有我，我中有你的作用。这样一个基金在美国投资，比中投直接投资要顺利得多，事实上也是这样。我们第一个投资项目非常好，后来还继续找投资项目。这是一种合作的好处在哪呢？优势互补。到美国找投资项目，高盛比我们强，所以能达成这样一个合作的关系。有多人问我，为什么高盛要找你不找别人？我告诉他，我不是简单投资，我投了一个企业，把这个企业的产品带到中国来，中国也需要优质的产品。中投第一个投资项目就是一个搞散热器的企业，中国很需要这样的一些产品，这样我就把它的业务、它的产品带到中国来了，因此实现了互利共赢的合作方式。你有你的优势，我有我的优势，中国的优势就是市场大，而且中国需要产业和消费的升级。这是第一个层面。

第二，从单个企业和项目向产业链、生态系统转变。过去我们很多企业的产品出去了都有市场，但是现在的概念是产业链。你自己去了之后，可能这个项目本身是赚钱的，但是你没有产业链，最后算下来可能还赔钱。产业链出去方式有多种，我觉得这个是要转变的。

第三，从走出去引进来并重向互动转变。这是更宏观一

点的，要从大的方向上把握好。我们过去说引进来是引进来的，走出去是走出去的，走出去和引进来之间能不能形成互动。现在你要在走出去的过程中有更高的境界，能够有更重要的战略意义。

第四，从单纯追求投资收益向注重 ESG（环境、社会、治理 Environment、Social Responsibility、Corporate Governance）转变。ESG 是国际大潮，很多人跟我讲，现在基金管理公司要到外面去发展，你要不讲 ESG，就会遇到很多的困难。ESG 是国际语言，是一种价值观。大家过去比较多的理解是，ESG 就是社会责任。实际上过去大家把它们对立起来，如果我在 ESG 或社会责任上付出多了，可能会影响我的收益。现在不是这样了，很多研究已经证明 ESG 本身就是一种投资，ESG 投资不但不会影响你的收益，还会使你的收益更具有长期性。现在 ESG 已经不是一种理念，而是一种行动了。ESG 不但是一种宏观安排，也是一种微观的具体体现。我前几天专门讲了 ESG，从国际趋势到中国实践，中国现在也在尽社会责任，但是不会用国际语言讲，这一方面我们在走出去的时候也要注意。

今天我对于全球经济的情况，特别是对于跨境管理，尤其是中国走出去和引进来，给大家做一些切片式的介绍，讲的不对请大家批评。谢谢大家！

报告发布

乔依德：《中国融入全球金融体系及其对外影响》

乔依德（上海发展研究基金会副会长兼秘书长）：上午本来有一个议程要介绍一下我们的研究报告，现在利用这个

时间简单讲一下。我们每年对全球金融都做一个研究报告，今年的题目是《中国融入全球经济体系及其对外影响》，这个报告包括两部分内容：中国怎么融入全球金融体系，以及对外的影响是如何。在座可能要问了，这个报告有什么看点没有？我归纳为四条。

第一个看点，全面梳理了中国融入全球金融体系的过程。这个过程可以从三个侧面来考察：一是开放中国金融行业，允许国外金融机构在国内运营；二是中国的金融机构走出去，到世界其他地方进行运营；三是中国跨境资本的开放和管理。这三个侧面在不同时期有不同侧重点，但同时又相互交叉和重叠。在融入全球金融体系的过程中，中国形成了自己的三个特点。第一个特点是对外金融开放注重顺序：先“实”后“虚”，即以吸引外国直接投资作为中国金融开放的起点和重点；先引内后向外，即先吸引外国金融机构到中国运营，然后中国的金融机构再走出去到他国运营；先经常账户后资本账户，资本账户的开放也遵循一定的顺序，目前对外直接投资基本完全开放，证券投资通过管道式方法管理，银行借贷开放则更慢一些，目前还不允许个人跨境借贷。第二个特点是保持自主、借鉴、务实、灵活的基本态度。第三个特点是注重国内金融改革与对外金融开放的相互协调。

第二个看点，开创性地分析了中国融入全球金融体系的对外影响。过去我们经常研究我国金融开放对我国金融体系的影响。这个很重要，但是同时我们也要看到我们融入全球金融体系对其他国家的影响。国际金融企业在中国的运营有利于其增加营业收入，从而有利于整个国际金融业的健康发展。中国金融企业走出去刚起步，增加了当地金融业的多样化。中国境外金融活动在外汇储备、直接投资、贸易信贷、

存款、证券投资等各个领域影响程度不一。人民币国际化为更为平衡、多元化地提供全球流动性创造了条件。中国货币政策和人民币汇率通过贸易渠道对他国产生外溢影响，对高度依赖中国进口的部分经济体，比如南非和澳大利亚，中国货币政策收紧导致中国进口需求减少，不利于他国的出口和产出；对和中国有相似产业结构和比较优势的经济体，比如越南和马来西亚，中国货币政策收紧带来汇率升值，削弱中国出口的竞争力，有利于他国的出口和产出。

第三个看点，采用国际通用的宏观指标来分析中国在融入全球金融体系方面的差距。金融开放程度的衡量指标是一国对外资产和负债的总额与该国 GDP 的比值，中国该指标不到 1，而 G7 国家该指标平均为 5，英国水平最高，近十年来达到 10 以上，法国为 6 左右，德国 4 以上，日本、美国、意大利相仿，为 3 左右，即使是新兴发展中国家也达到了平均 1.7，高于中国的水平。全球影响力的衡量指标是该国对外资产负债总额与全球 GDP 的比值，中国是 15%，日本该数值为 17.8%、法国 18.8%、德国 20.8%、英国 32.9%，美国则高达 70%。这与中国在全球经济总量排名第二的地位有落差。

第四个看点，在整体报告中强调了直接投资的重要性。中国在改革开放初期，从拉丁美洲债务危机和戈尔巴乔夫领导的苏联“开放”政策的失败中吸取教训，没有采用借外债，而是选择吸引直接投资，从而取得成功。现在中国走出去，除了强调基础设施投资，也要重视对外直接投资。常常看到报纸上有一个说法，“要想富先修路”，这个说法是针对局部的，比如一个小山村，并不适用于一个国家。回想中国的发展历程，是先造高速公路吗？不是，是先搞经济特

区和“三来一补”，有了钱再建基础设施。在最近的金砖国家峰会上，习主席提到要跟金砖国家建立新工业革命伙伴关系，就是要向产业链高端进行合作。从这个角度，我们报告强调直接投资的重要性，无论是吸引外国直接投资还是中国企业海外直接投资。一个比较成功的例子是徐工在巴西设厂获得了成功，解决了当地的就业，增加当地的税收。现在又扩展成工业区，将中国产业链上的公司带出去。

报告我总结就是这四点，希望大家看了给我们提意见，明天我们课题组也有两位成员会跟大家介绍。我利用了大家的一点时间，谢谢大家！

第二部分：货币政策的范式转变

Kim Kyungsoo（主持人，成均馆大学教授）：今天我非常荣幸能够主持第二场的会议，我们总共有 5 位演讲者，每一位演讲的时间不能超过 15 分钟，如果超时的话，我会给提示一下。

第一位演讲者是兴业证券经济与金融研究院宏观经济研究中心联席首席王轶君女士，她的主题是“危机已来？对全球货币体系的思考”。

王轶君：危机已来？对全球货币体系的思考

王轶君（兴业证券经济与金融研究院宏观经济研究中心联席首席）：各位下午好，这个部分讨论的议题是货币政策的范式转变，非常荣幸能够抛砖引玉，跟大家谈一谈我对这方面的看法。

首先，在过去 10 年里，全球货币政策是持续性的宽松。如果以利率水平来衡量货币政策的宽松程度，现在全球主要经济体的利率水平，短期、长期都处在一个过去 100 年来没有看到过的低点。背后的大背景是全球经济整体的回落。图 1 中，红色表示经济还不错，蓝色表示经济不太好。从去年到今年我们看到非常明显的变化是，全球经济的放缓是普遍性质的，包括发达国家，也包括新兴市场，包括制造业、服务业，从去年到今年全球经济回落是整体性的。

制造业PMI	1761	1762	1763	1764	1765	1766	1767	1768	1769	1770	1771	1772	1801	1802	1803	1804	1805	1806	1807	1808	1809	1810	1811	1812	1901	1902	1903	1904	1905	1906	1907	1908	1909
美国	55.0	54.2	53.3	52.8	52.7	52.0	51.3	52.8	53.1	54.0	52.9	55.1	55.5	55.3	55.6	56.1	56.6	55.4	55.3	54.7	55.6	55.7	55.3	55.3	54.9	53.0	52.4	52.6	50.5	50.4	50.4	50.3	51.3
欧元区	51.2	51.4	50.2	50.7	51.0	50.6	50.4	50.4	50.1	50.5	50.4	50.8	50.6	50.2	51.5	54.9	55.0	55.0	55.0	55.0	55.0	55.0	55.0	55.0	55.0	55.0	55.0	55.0	55.0	55.0	55.0	55.0	55.0
日本	52.1	52.0	51.4	52.1	52.1	52.4	52.1	52.2	52.9	52.5	52.6	54.5	54.8	54.1	55.1	55.0	55.0	55.0	55.0	55.0	55.0	55.0	55.0	55.0	55.0	55.0	55.0	55.0	55.0	55.0	55.0	55.0	55.0
英国	55.7	54.5	54.2	54.3	54.3	54.2	54.3	54.9	56.0	56.3	56.2	56.2	55.3	55.2	54.9	53.9	54.3	54.4	53.8	52.8	53.6	51.1	51.6	54.2	52.6	52.1	55.1	53.1	49.4	43.0	48.0	47.4	48.2
中国	51.3	51.6	51.8	51.2	51.2	51.7	51.4	51.7	51.4	51.6	51.8	51.8	51.3	50.3	51.5	51.4	51.9	51.1	51.2	51.3	50.8	50.2	50.0	48.8	49.3	49.2	50.1	50.1	49.4	48.4	49.7	48.5	49.8
印度	50.4	50.7	52.5	52.2	51.6	50.9	50.8	51.2	51.2	50.3	52.4	52.1	51.0	51.8	51.2	50.5	52.3	51.7	52.2	50.1	50.0	51.1	50.7	50.4	50.2	50.4	50.5	51.5	51.2	51.0	49.9	50.5	50.8
巴西	49.8	49.6	49.4	50.1	50.0	50.5	50.5	50.9	50.9	51.2	50.6	50.4	51.3	50.9	50.7	49.9	50.5	51.1	50.9	51.1	50.7	50.4	50.2	50.4	50.5	51.5	51.2	51.0	49.9	50.5	50.8	50.5	50.8
俄罗斯	54.5	55.5	52.4	50.8	52.4	50.3	52.7	51.6	51.8	51.1	51.1	52.0	52.1	50.2	50.8	51.3	49.8	49.5	48.1	48.9	50.0	51.3	52.6	51.5	50.9	50.1	52.8	51.8	49.8	48.4	49.3	49.1	49.1

服务业PMI	1761	1762	1763	1764	1765	1766	1767	1768	1769	1770	1771	1772	1801	1802	1803	1804	1805	1806	1807	1808	1809	1810	1811	1812	1901	1902	1903	1904	1905	1906	1907	1908	1909
美国	55.0	54.8	53.8	53.5	51.6	54.2	54.4	54.6	55.3	56.3	54.5	55.7	55.3	55.9	54.9	54.4	55.0	54.5	54.8	55.0	54.8	54.8	54.8	54.8	54.8	54.8	54.8	54.8	54.8	54.8	54.8	54.8	54.8
欧元区	53.7	53.5	54.0	54.4	54.3	54.4	54.4	54.7	55.8	55.0	56.2	56.4	56.5	56.2	54.9	54.7	53.8	55.2	54.2	54.4	54.7	55.7	55.4	55.1	55.0	52.8	53.0	52.8	53.6	53.2	53.3	51.8	52.8
日本	51.0	51.3	52.0	52.2	53.0	53.3	52.0	51.6	51.0	51.4	51.2	51.1	51.9	51.7	50.8	52.5	51.0	51.4	51.3	51.5	50.8	52.4	52.3	51.0	51.6	52.3	52.0	51.8	51.7	51.9	51.8	53.3	52.8
英国	54.8	54.3	53.9	53.8	53.8	53.4	53.8	52.2	53.8	55.0	52.8	54.2	53.0	54.5	51.7	52.8	54.0	53.5	53.5	54.3	53.9	52.2	50.4	51.2	50.1	51.3	49.8	50.4	51.0	50.2	51.4	50.8	49.5
中国	51.1	51.6	52.2	52.0	51.2	51.0	51.5	52.7	52.0	51.2	51.9	52.8	54.0	54.2	52.9	52.9	52.9	53.8	52.8	53.5	51.5	50.8	52.8	53.0	53.0	53.0	53.0	53.0	53.0	53.0	53.0	53.0	53.0
印度	48.7	50.3	51.5	50.3	52.2	51.1	49.4	49.5	50.7	51.7	48.5	50.9	51.7	47.8	50.3	51.4	49.6	52.4	54.0	51.5	50.0	52.2	50.7	53.2	52.2	52.5	52.0	51.0	50.2	49.4	51.8	52.4	48.7
巴西	45.1	46.4	47.7	50.2	49.2	47.4	48.8	49.0	50.7	48.8	49.9	47.4	50.0	52.7	50.4	50.0	49.5	47.0	50.4	48.8	50.2	51.3	51.0	50.4	50.2	52.2	52.0	49.0	47.8	48.2	52.2	51.4	51.8
俄罗斯	54.5	55.5	54.0	54.1	54.3	55.5	52.8	54.2	55.2	53.9	54.1	54.3	54.8	55.1	56.5	57.7	55.5	54.1	52.3	52.8	53.3	54.7	55.0	55.6	54.4	54.9	53.5	54.4	52.6	52.0	49.7	50.4	51.3

图 1：全球经济整体回落

如果我们把时间尺度再放长一点，去看过去 150 年左右的经济增长，我们会发现全球主要经济体现在的经济增速，是处在过去 100 年左右以来一个非常底部的区域。如果看 1870 年到现在，全球经济增长有三次低潮期。第一次是在 20 世纪之前，第二次是在一战和二战中间，第三次是在 2000 年前后。现在我们所处的阶段，是全球面临一个百年没有看到过的低增长，低增长本身意味着实体经济的回报是很低的。

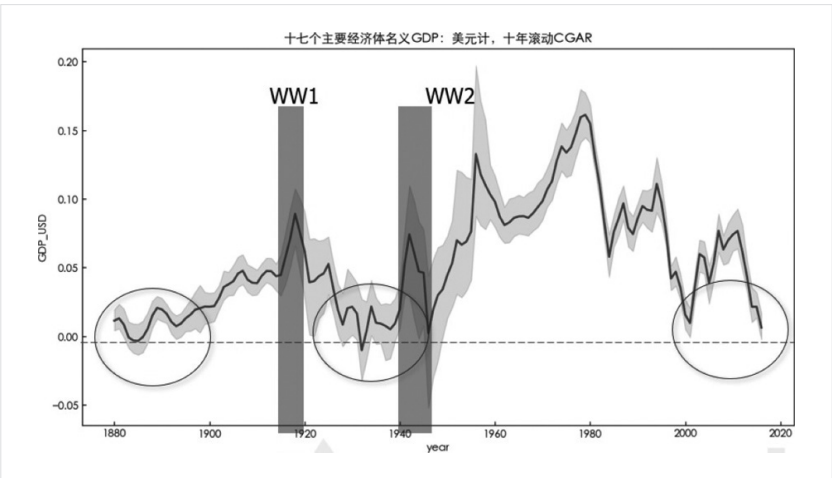


图 2：回看 150 年的全球经济增长

第二，我们看到全球地缘政治的不确定性在过去几年明显上升，而且现在不确定性的程度接近美苏冷战，接近 911 水平，整体意味着不确定性上升的一个大环境。

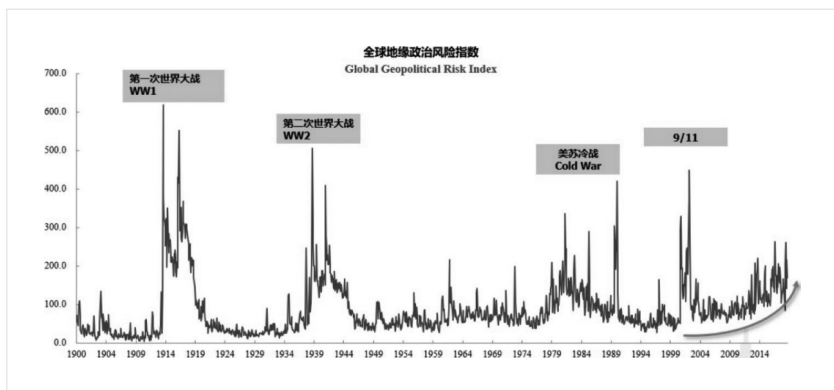


图 3：地缘政治：不确定性上升

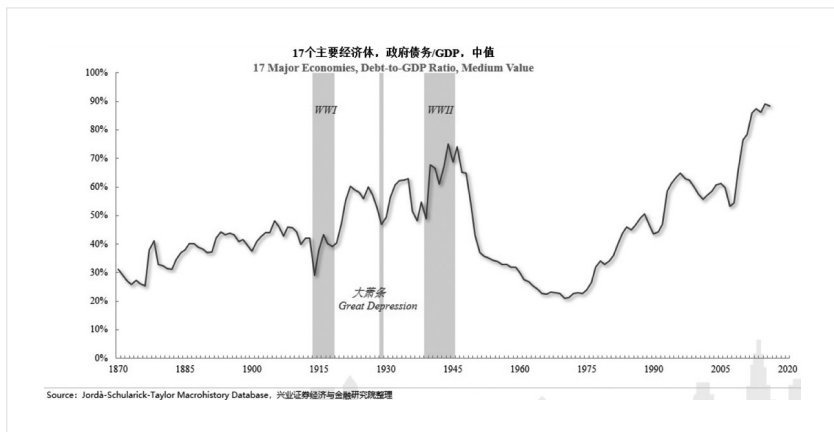


图 4：政府债务高企

在经济低增长、不确定性上升的情况下，全球政府的政策空间实际上是在下降的。比如说，17 个主要经济体的政府债务的水平处在过去 100 年没有看到的一个高点，甚至已

经超过了一战、二战时的高点。如果是打仗的时候，因为需要融资做军费开支，政府债务率自然很高，然而现在是和平年代，政府债务水平却已经超过二战时的高点。虽然这并不意味着全球的政府在已经没有任何财政宽松的空间了，但是至少它意味这政府财政宽松的空间是在下降的。

如果我们去看全球的企业部门，2008 年到现在为止，全球复苏最好的美国，市值前 5000 家的企业的整体杠杆率水平已经非常高了，整体净负债除以 EBITDA（税息折旧及摊销前利润）这样一个指标已经超过 2000 年互联网泡沫前期的水平，这意味着从企业层面来讲，其资产负债表的课扩张空间是在压缩的。

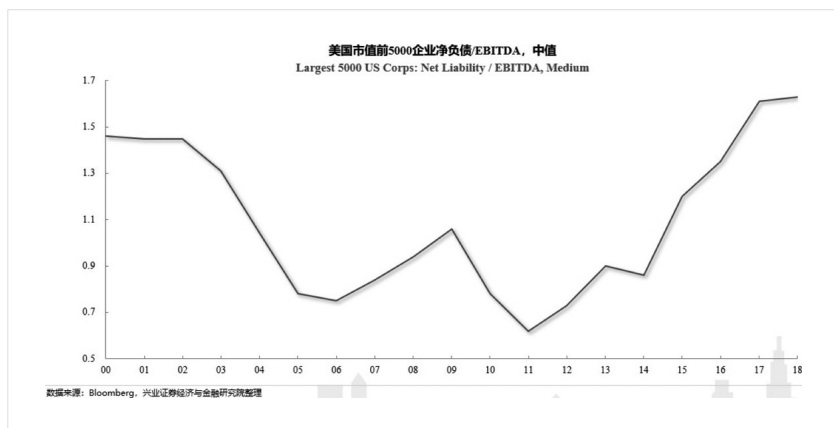


图 5：企业债务高企

我们现在处在这样一个大的环境里：第一，全球低增长意味着实体回报率很低；第二，地缘政治不确定性上升，意味着波动率很高。第三，从政府层面来讲，政策空间在压缩；第四，企业层面资产负债表的空间也在压缩。在这样一个环境下，我们看到的却是全球金融市场在 2008 年之后一

路长牛，全球股市指数、全球债市指数都是一路往上走的情况。



图 6：全球金融市场一路长牛

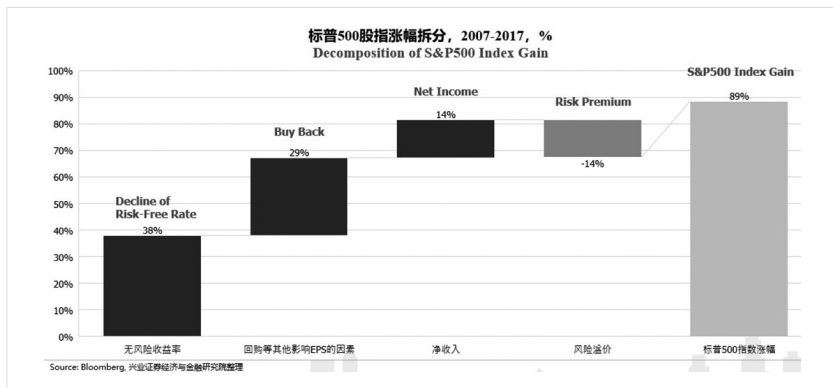


图 7：标普 500：上涨主要是货币现象

这背后全球百年未见的低利率水平，货币宽松的政策环境，实际上起到非常大的作用。如果把过去 10 年美股长牛做一个简单的拆分，我们会发现在这 10 年时间面，标普 500 整体上涨 90% 左右，无风险收益贡献了 40% 左右的水平，回购差不多贡献 30% 左右，真正企业盈利上涨差不多

贡献了 14% 左右，这四个因素可以解释大部分过去十年标普 500 的上涨。因为流动性宽松政策，企业更容易通过债务融资来支撑整个股票回购，前两个因素贡献了这 10 年里美股上涨的 70%。

现在为止，我们看到全球央行扩表的第四轮已经开始了。这样看起来，似乎是非常完美的故事：货币政策宽松带来无风险利率的下降，全球债务风险的下降带来整个资产估值的上升，进而推动整体金融市场的上涨。但是在这样一个过程之中，有哪些代价或者风险是值得我们去思考的？

首先，举一个可能不太恰当的比方，如果把一个国家看作是一个公司的话，当这个公司经营开始出现问题的时候，如果公司大股东是一个非常有信誉的人，是一个非常有社会影响力的人，他如果还想要去经营这个公司的话，可能他会站出来说，你们去给这家企业融资，如果出了什么风险我来担着。在这样的情况下，这个企业一定能够活得下来，之后会有两种发展的情景，一种是这个公司可能走出困境，开始盈利了，这个控股股东的担保也会盈利；另外一种情景是这个公司经营毫无起色，只能通过一轮一轮的救助维持下去，在这样的过程中，做担保的大股东的信用是受损的。

回到前面所说的货币政策例子里，实际上对于全球各个国家而言，央行就是这个大股东。在前面那个故事的逻辑里，最需要去关注的风险，是在这个过程中央行的信用是不是在受损。今年一个非常明显的现象就是负利率问题，当然这在 2016 年也曾经出现过，但是没有今年这么极致。现在全球负利率资产总规模在 14 万亿美元左右，高点超过 17 万亿美元左右。负利率到底意味着什么？我们可以至少从以下几个层面去考虑。

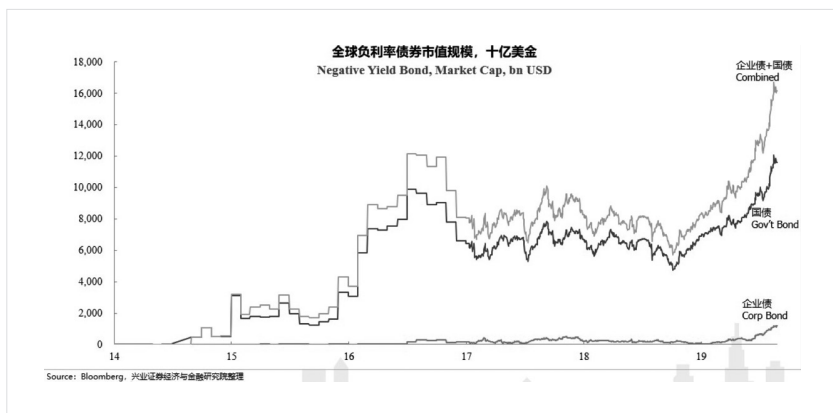


图 8：一个值得担忧的现象：负利率

首先，利率的本质之一是钱的机会成本。换句话说，我从银行借一笔钱，银行要我付给它 3% 的利率，这 3% 意味着如果银行不把这笔钱借给我而去投入任何一个实体，它可能获得的回报是 3%，这是银行的机会成本。金融机构的本质就是通过收集大量存款，然后获取这些存款的机会成本。但是当这样一个钱的机会成本变成负值以后，实际上我们需要关注的是金融机构的存活问题。

第二，利率的另外一个本质是钱的价格。钱是央行通过自己的信用创设出来，当钱的价格变成负值之后，我们同样需要考虑的问题是央行的信用问题。

第三，如果我们把纸币和资产做一个比较，当大部分的钱都变成负利率之后，结果是有一部分资产不是负利率，有一部分资产是零利率。当开始整个进入负利率环境之后，可能意味着零利率资产的吸引力开始往上走。

从这三个视角看，过去已经出现一些迹象。第一，最典型的是金融机构，过去几年时间里欧洲整体金融机构的日子不是特别好过。今年以来一个特别有意思的现象是，在整个

负利率资产规模扩大的过程中，同时伴随的是黄金价格的上涨。

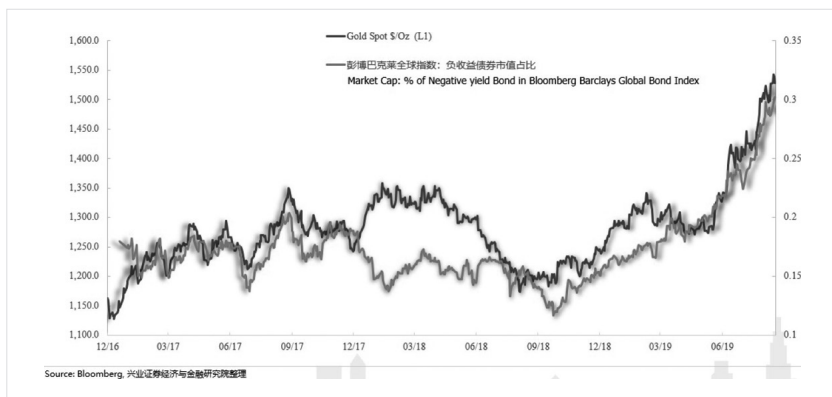


图 9：一个有趣的现象：黄金与负利率

第二个有意思的现象是，今年在整个利率下降的过程中，我们看到加密货币的上涨。

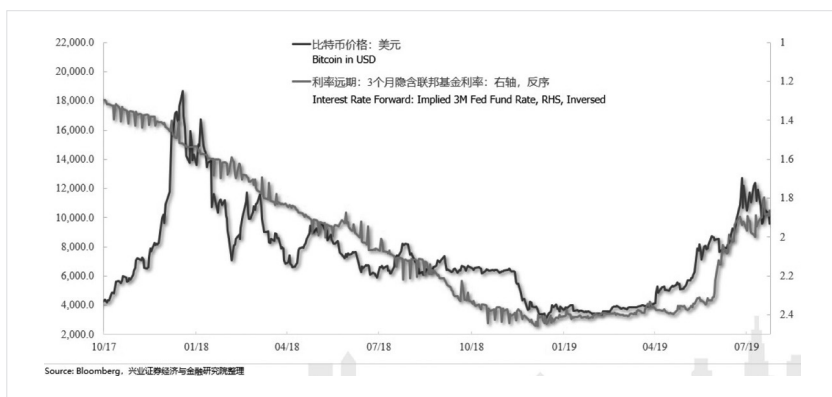


图 10：一个更有意思的现象：加密货币

这背后隐含一个非常有意思的逻辑，一个国家央行在做货币政策宽松的时候，这个国家的货币相对于其他国家的是贬值的；现在所有国家货币政策同时在宽松，这些可选的货

币体系相对于传统的货币体系是升值的。加密货币价格的上涨，或者投资者追逐加密货币，是不是隐含着对当前货币体系稳定性的担忧，这是我们未来需要思考的方向。谢谢大家！

主持人：下面一位是金融稳定中心总裁 Lawrence Goodman，主题是“货币政策的范式转变”。

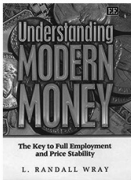
Lawrence Goodman：货币政策的范式转变

Lawrence Goodman（金融稳定中心总裁）：下午好！首先我要感谢上海发展研究基金会能够邀请我，非常高兴能够来到这里，看到很多的老朋友。我也非常高兴能够看到我们思想的碰撞，今天早上我们已经充分讨论了货币政策，特别是美国的货币政策。我想要提出的一个概念是，美联储的储备是一个非常重要的指标，美联储是一个非常重要的组织，美联储有非常多的推特，它所做的举动对其他央行会产生一些波动效应。但是美联储并不是唯一的一个央行，美联储有一些举动也不是非常透明，不是非常开放。事实上前不久在欧洲我们已经讨论了 ECB（欧洲央行），如何让 ECB 更加透明，更加开放。

我觉得我们今天讨论的话题非常有意义，恰逢其时。我想要来解释我的观点。我们现在已经从常规的政策转变成了非常规的政策，我要回顾一下当代的一些货币理论，可能有一些有争论，有一些理论是比较有建设性意义的，有的比较危险。我们看到根本上的变化，不仅在理论，还在实操层面，我想要跟大家一起来探讨这些变化发生在哪里，是怎么发生的？

我将集中在三个政策领域，希望能够对大家的研究有所帮助。

现在的金融政策有一些失效，刚才有的演讲者已经提到了这个问题。对于现在面临的挑战，我们如何应对呢？首先我们看一下现代货币理论，即 MMT 理论。在我看来，第一它不是货币政策，第二它也不是现代的，所以我觉得它的名字是不合适的。之前我读了一本书，这本书叫做《理解现代货币 Understand Modern Money》，这本书在 2018 年后引发了轰动，这本书非常棒，如果有时间希望跟大家探讨这本书，这本书指出了一些量化的方法和一些质化的货币政策。如果我们仔细思考一下现代货币理论，它的很多理论都不是最新的，都是老调重谈。我在美国也参与了非常多的磋商，很多是跟拉丁美洲国家的人，我们也提到了其中一些理论，这些理论其实是植根于一份非常棒的论文，这份论文是 MIT（麻省理工学院）的研究学者提出的，这份论文探讨了美国对拉丁美洲一些货币政策的影响。



CENTER FOR
FINANCIAL
STABILITY

Modern Monetary Theory (MMT) is:

- Neither Modern ...
- Nor Monetary ...
- It is all Theory. No models and quants are page numbers.
- Experience ... Latin America and elsewhere.

Modern Monetary Theory: Cautionary Tales from Latin America

Sebastian Edwards*

Economics Working Paper 19106

HOOVER INSTITUTION
434 GALVEZ MALL
STANFORD UNIVERSITY
STANFORD, CA 94305-6010

April 25, 2019

图 1：《理解现代货币 Understand Modern Money》与论文

2004 年我们出版了盖尔马基宁（Gail Makenin）的一本学术著作，托马斯·萨金特（Thomas J. Sargent）在 Twitter 中评论过这本书。托马斯一生都在和政府的预算做斗争，盖尔的理论帮助他更有效地理解货币政策的实验与混乱。盖尔充分讨论了这个话题，这本书每个章节只针对一个非常具体的问题，其他 MIT 的研究就流于表面。盖尔的结论也是非常清楚的：我们应该害怕现在发生的这些情况，如央行的不断扩表或债务高筑。在 2014 年盖尔说，我们不应该去害怕，现在他的观点有所改变了。还有一个观点是，中央银行扮演着非常重要的角色，应该保持它的独立性。这本书是 2014 年出版的。

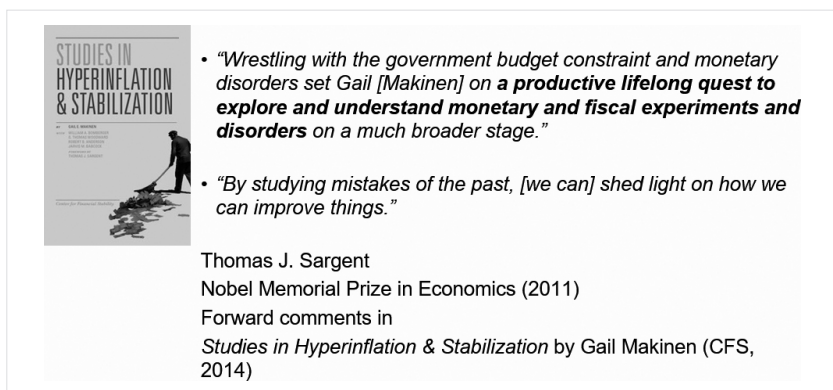


图 2: Gail Makenin

《Studies in Hyperinflation and Stabilization》

我们在这里谈到了理论和事件上发生的一些根本变化，这些根本变化从某些层面是由于一些政策的误判。第一个维度是通胀和通缩的规模，2002 年时，人们非常当心发生过度的通货膨胀，2010 年又有舆论担心通货紧缩，可是后来都没有发生，所以我认为这是计算的错误。第二，我们的目

标不明确，度量指标也不明确。第三是负利率。我要强调的是，我是基于美国的视角出发，我觉得在以上几个领域有非常多的讨论空间，不管是在中国、欧洲、日本还是美国央行，我们还需要进一步讨论这些话题。

第一，货币和财政政策为什么都这么重要？我们每个月其实都会收集货币方面的数据，绝大多数聚焦于我们货币的可靠性，并且关注整个金融体系在美国的演进过程。我们自 2012 年就开始做这方面的工作，数据可以一直延续到 1967 年。我们希望财政政策一直都卓有成效，希望美联储从数据中获得有价值的信息，同时希望好的做法获得欧洲和其他国家的借鉴。当初美联储一把手说要 QE（量化宽松），很多经济学家给《纽约时报》写信，认为 QE 会带来大规模通胀，当时对于 QE 的反应是拒绝的。

第二点是关于不太清晰的目的的。我们有 QE2 和 QE3，我们可以看到美联储的政策是基于货币的。金融危机爆发的时候，其实利率水平是很平稳的，因此没有任何清晰的信号说，之后会出现金融危机。但是恰恰相反，当货币政策改变的时候，正是这样一个情况，尤其是货币政策产生了巨大影响，影响到整个金融市场。

我们在 QE2 和 QE3 方面能获得的成效是非常有限的。QE2 很重要，能够帮助我们稳定全球的金融体系。在 QE2 和 QE3 之后，整个私营企业报表朝另外一个方向发展，绿线和蓝线是背道而驰，为什么私营企业会跟美联储 QE2、QE3 最初的目标背道而驰呢？当时每个人都想阻止美联储推出 QE，之后我们看到绿线不断提高。

第三就是负利率。负利率是非常令人不安的，同时会有各种货币方面的冲动，让人们不那么理性。我们有 17 万亿

的资金和负利率挂钩，我们面对的是负利率的世界。其实货币政策被逼得太紧了，看一看美国的情况，美联储利率刚刚超过零。中国也出现了负利率，自那个时候开始，美国的利率变成了正利率，中国恰恰相反一直出现负利率。现在在政策方面和资本支出方面，看看究竟有哪些方面需要我们去。我们看到中国预算的赤字，根据 IMF 的预测，应该是占 GDP 的 1%。因此在主要经济体中，大家采取措施的余地是非常有限的。

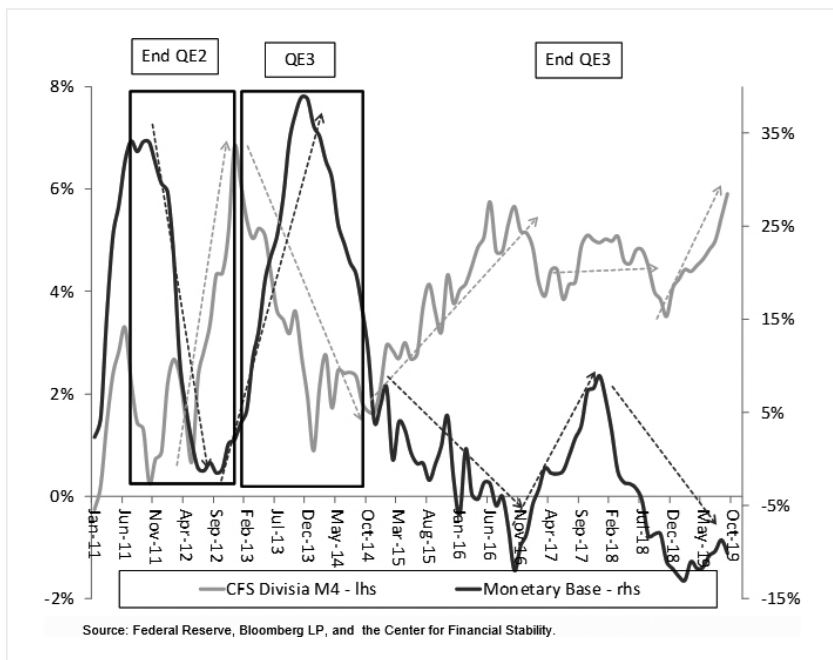


图 3：目标不明，效益有限：

CFS Divisia M4 和基础货币走势相反

这对于全球市场情况来说有什么影响？我们的债券市场与证券市场存在一些脱节的情况，还有一些流动性的情况，

同时在整个金融体系中出现了一些奇怪的现象。一些投资者不太理性，一些不确定性也会限制我们的增长，我无法为大家——道来。我们来看看金融参与者是如何对这些做出反映的。每一个货币宽松政策都会带来一定结果，整个金融市场的波动性也变大，如果有了进一步的宽松政策，许多投资者会大行其道，长期来说是不利于金融市场和金融发展的。

总结来说有四个结论。第一，MMT 是一个危险的政策理念。这种方法已经尝试过，但效果不佳。第二，实践和理论都发生了变化。过去的货币失误为更多的实验和 MMT 等想法的出现铺平了道路。第三，非常规货币政策的延伸损害了全球经济，扭曲了金融市场。第四，尽管很棘手，但缓慢而谨慎地恢复常态至关重要。这就是当今的关键的约束最大化问题。谢谢！

Kim Kyungsoo: 第三位演讲人是上海交大高级金融学院执行院长张春，主题是“反思货币政策框架”。

张春：反思货币政策框架

张春（上海交大高级金融学院执行院长）：女士们，先生们，大家下午好。我的 PPT 是中文的，我看大家都能够听懂英语，因此为了更好地让大多数人了解我所说的内容，我用英语跟大家演讲。

今天会议的主题就是要思考一下金融范式的转变。我听到前几位演讲者的真知灼见，他们说到各种各样的问题，而我的演讲聚焦更加具体的问题。我可能更多的是看国内货币政策的框架，很多问题之前的演讲者已经说到了，比如说为什么会有负利率，为什么会有 QE，以及在中国有许多问题

已经出现。为此我们需要再一次审视国内的货币政策框架，我想说几个重要的问题，是和我们货币政策框架息息相关的。第一是货币政策适用性的问题，究竟我们需要用货币政策解决什么样的问题？第二，货币政策的目标及其设定。第三，这些政策究竟如何能制定出来，以及通过怎样的规范条例或工具，我们能够更好地执行货币政策。所有的这些问题，我可能说到更多是理论框架，事实上这样一些框架也是许多央行所考虑到的，以此更好制定相应的货币政策。最后我想提出许多的框架下的相应问题，在这之后我想呼吁在框架下做出相应的积极改变。

首先，货币政策的适用范围是怎样的。大家应该从宏观经济学的教科书中学到过，这样一个框架其实是基于一些最基本的假设，基于一些最基本的经济因素，然后我们就可以使用这样一些框架。我之后会跟大家说一说，究竟美国推出哪一些定制式的规则，这样的范式希望在美国联储建立怎样的通胀目标，以及相应的经济产出，所有这些规则 and 规定，事实上都源于我们的宏观经济学。它的假设是，我们现在有了技术，有了市场的体系，有了政府的支持，也有了经济、人口的增长，这会影响财富的分配，所有这些经济的基础要素已经澄清了，我们再来谈我们的货币政策。货币政策的目的是希望能够在短期内平缓经济的波动，而不是说去解决长期的问题。长期经济增长的趋势基本上是由这些基本经济要素来决定的，比如说技术的进步，还有市场的基本面，比如说在中国的经济改革，是否会开放市场，以及收入分配的体制，这些要素才会在长期方面影响经济的增长。如果我们用货币政策来解决这些长期的问题，我们会陷入瓶颈，并且会产生一些负面的效应，比如说现在的通胀和资产泡沫，

这两个也是令人非常担忧的。

现在在很多国家所面临的问题，其实是短期的经济波动的问题。如果要解决长期的问题的话，必须要去改变一些基本的要素，比如说人口的增长、老龄化、收入分配，还有技术的发展等。在中国，我觉得很大程度上取决于能否建立一个开放的市场经济，在很多行业我们还是有计划经济的影子，这些才会决定长期的经济发展。但不幸的是，在中国以及其他国家，处理基本的长期问题时可能会回避，因为难度太高，有时我们会诉诸于货币政策，这是不恰当的。

货币政策希望有一个非常稳定的利率。在欧洲，据我了解他们的利率目标跟我们差不多，另一方面也有通胀目标。通胀目标其实是非常重要的一个概念。还有增长的目标。增长目标在中国可以设定为 6%，美国很多人还觉得是在 2%—3%。我们再考虑一些经济的基本要素，像消费者价格指数 CPI。因为技术日新月异，很多工业产品它的价格是在下跌的，所以 CPI 的目标是很低的。历史的波动可能比较大，但是实际的波动是比较小的，这源于技术的进步。所以，这样一个范式可能是基于对过去的分析，而我们现在基本的经济要素已经发生了根本变化，我们还在用过去的范式来指导现在的利率制定，肯定是会有问题的。比如设定 GDP 增长目标为 6%，大家可能会说这是一个可以实现的目标，他们会用历史的数据来分析。

另一方面，不管这个范式是否是充分的，根据泰勒所说，美联储在过去 20 年的政策是非常清晰的，可是现在的政策已经没有现实意义了，我们现在要设立的是一些量化的目标。最新的研究表明，用什么可以去预测一个经济金融危机呢？如果有过度快速的的增长，可能会给我们一个信号。

过去中国有这样的量化指标，但是现在中国似乎想要基于泰勒提出来的原则，或者基于价格的指标，我们应该重新审视如何评估。

中国在发展社会主义特色经济，我们有非常多的事情要做。我们的货币政策框架，过去是基于一些简化的规则，现在要做的是：第一，目标必须要多重，这样可能央行有很多的工作要做，但这是不可避免的；第二，我们要考虑需要什么样的工具和中介的目标，以帮助我们吧财政资源转移到真正需要它的实体经济细分市场中。我们需要更多经济学家的研究，我们需要更多实验，并不是只把利率调低就够了，只靠调控这些利率，可能会衍生很多的泡沫。所以我们要思考，钱到底去了哪里，央行必须要改进自己这方面的工作。这就是我想跟大家分享的，谢谢大家！

Kim Kyungsoo: 下一位演讲者是上海国经中心副理事长、上海社科院研究员徐明棋，主题是“全球性长期宽松的货币政策与债务率上升的影响和风险”。

徐明棋：全球性长期宽松的货币政策 与债务率上升的影响和风险

徐明棋（上海国经中心副理事长、上海社科院研究员）：非常感谢。关于货币政策已经有了充分的讨论，我们已经取得了一个共识，就是长期的扩张性货币政策以及内部的政治影响可能对经济来说不是一个利好的消息，会带来非常多的风险，甚至未来会产生金融泡沫和金融危机。我们可能有不同的视角和观点，我的结论跟大家差不多，不过视角有点差异。

由于全球性长期宽松货币政策与债务率上升的影响，最近 IMF 和世界银行对今年以及明年的全球经济增长的预测更加悲观。从周期来看，危机之后我们经济增长已经持续 10 年了，按照传统的周期，我们已经进入一个下降的区间，但是从种种迹象上还没有看出马上就要进入衰退。现在由于中美贸易摩擦，以及贸易伙伴打贸易战，导致世界经济增长前景受到非常负面的冲击和影响，世界经济增长前景相对来说比较暗淡。为了维持经济持续增长，持续降低利率，持续购买债券，持续实行量化宽松政策，甚至有些国家采取负利率的政策。今年以来我们看到一系列的央行降低利率的举措，欧洲央行、日本央行从去年开始进行了负利率的启动。

在没有进入经济衰退之前，采取这种预防性的、长期的宽松货币政策在历史上还没有出现过。货币政策应对迅速的下降，它有短期的缓和危机的作用。但是长期的宽松政策想把经济增长维持在设定的目标区间，实际上效果是非常低的。但是，中央银行敢这样做，唯一的解释是，通货膨胀相对比较低。通货膨胀低，我认为主要还是因为全球化带来的一个重要影响，是一个全球化的效果。美联储现在虽然没有把利率降到零，没有在负区间，但是今年三次下调利率，改变了此前准备把利率调到所谓中性区间的做法。而且开始第四次量化宽松，已经购买了 2800 多亿的债，明年年中每个月还要宣布购买 600 亿美元的债券。在宽松货币政策的刺激之下，金融市场就在震荡中不断上涨，但是金融市场的避险情绪是在不断上升的，一遇到负面因素就开始波动，波动幅度在加大。去年年底到今年上半年，美股包括欧洲主要的股市都出现这样的状况，而且美元汇率随着美元货币政策的调整，也发生了与以往不同的波动，标普 500 指数，美国纳

斯达克指数都在波动过程中。美元广义指数，在美元货币政策宽松以后，尽管有一定的滞后性，还是往下走的。

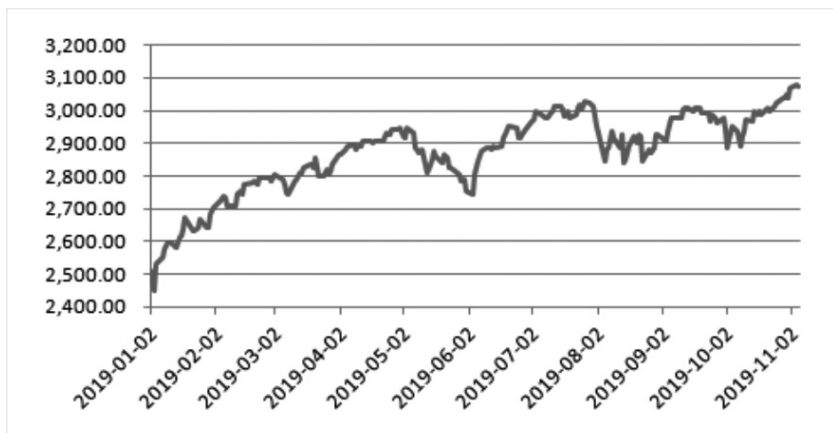


图 1：美元标普 500 指数



图 2：美国纳斯达克指数

宽松的货币政策对经济的刺激作用，实际上并不明显。持续量化宽松的欧元区和日本的负利率政策，并没有导致经济增长，而且在发达国家中还处于相对较低的增长区间，但

是资产泡沫随着宽松货币政策处在扩张的过程中。虽然有震荡，巴黎股市也是在往上走，日本经济增长在 1% 左右，但是东京指数还是在高位震荡的。

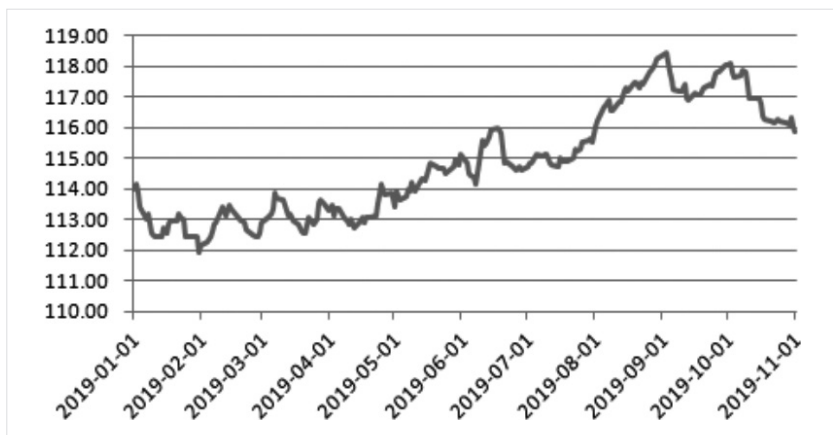


图 3：美元广义指数

与宽松货币政策相伴的，是政府和私人部门的债务水平在不断上升，负债变成经济增长的动力。但是债务水平上升对经济的实际影响，随着时间推移逐渐走向负面。因为，负债率上升导致投资率下降。随着债务不断上升，政府、企业的储蓄率是处在下降过程中的。债务水平不断上升，导致金融风险不断积累，潜在的金融振荡甚至金融危机可能会再次爆发。一旦经济主体的预期发生变化，避险情绪上升，风险就会大面积暴露，市场就可能震荡。

美国债务占 GDP 比重在不断上升。中国私人部门的债务比重明显也在往上升，中国地方政府债务增长速度更快。但是固定资产投资占 GDP 比重是在往下走的，并没有随着负债上升而往上。个人住房抵押贷款余额在上升，说明房地产价格在攀升的过程中，买房欲望在增加。

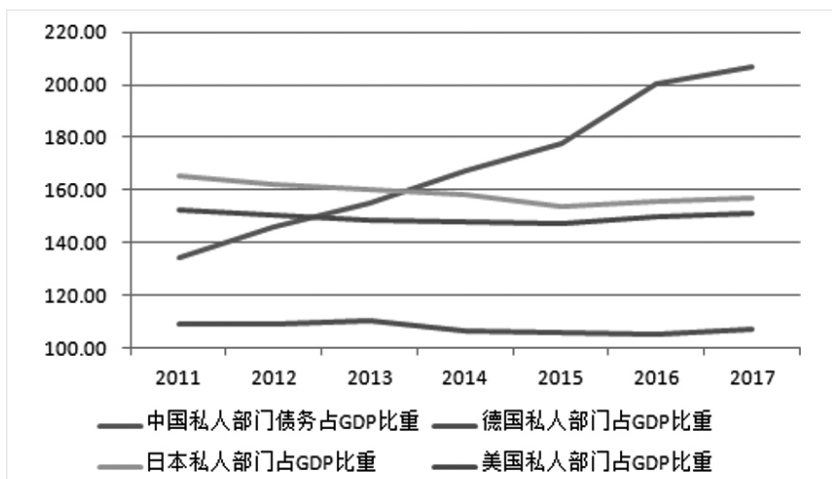


图 4：中国私人部门债务占 GDP 比重飙升

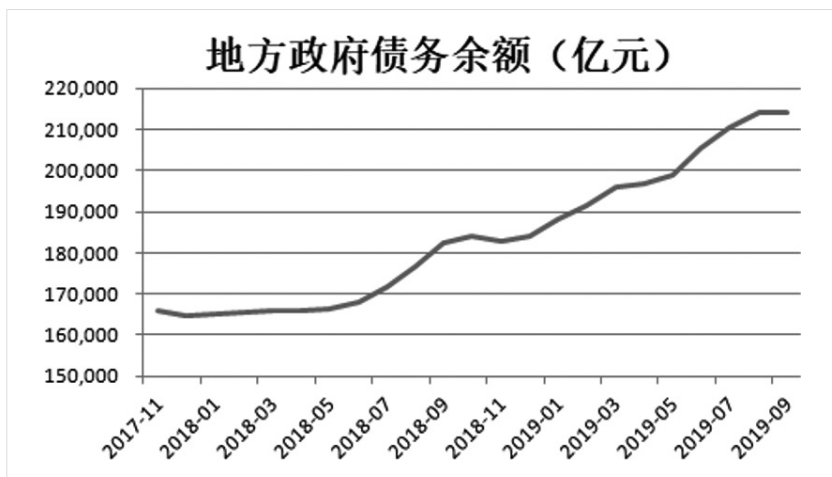


图 5：中国地方政府债务快速增长

宽松的货币政策并没有刺激实际的经济增长，我们很多学者在此之前已经讨论过这个问题了。各国央行能够实施长期宽松货币政策的一个基本依据就是通胀比较低，这给了他

们非常大的操作空间。传统的货币理论以及实践使央行选择 CPI，美国是以 PCE（个人消费支出平减指数）为标准来调整货币政策的。但是经济全球化给了 CPI 长期低水平的基础，因为劳动密集型商品的跨国生产，以及这种生产不断向低成本国家转移，使得进入 CPI 篮子的产品处在非常低的价位。比如说很多商品在中国生产越来越贵，就转到越南。所以在发达国家，劳动密集型商品的价格仍然是非常低的。如果这个全球化的过程没有结束，CPI 可能会长期处在一个低位。上世纪 80 年代除了在很短时期中国曾经出现过高通胀之外，大多数时期主要的国家，美国、欧元区、中国的 CPI 都非常低。

更加有影响是，为了使政策不受价格水平变动影响，央行创设了排除食品、能源价格变动的核心 CPI 作为货币政策更重要的参数，这给央行更大的空间操作货币。但是普通收入阶层的恩格尔系数不低，这使他们的消费能力受到抑制，消费没有增长，对经济增长的影响是非常大的。所以说宽松的货币政策有比较明显的危害，压缩了危机来临后货币政策逆周期调整的应对能力。一旦进入新的衰退周期，甚至严重金融危机，这时候央行能够继续下调利率来应对危机的能力就受到限制。另外，经济低迷，资产价格不断攀升，潜在的通胀不能忽略。现在反全球化、保护主义的措施，对物价是有明显负作用的，会削弱制造业生产链在全球布局带来价格低廉的效应，如果未来保护主义的倾向进一步上升，物价预计会进一步上涨。

另外就是再分配的负面影响。现在我们看到财富分配不公，收入差距越来越大，但是我们忽略了代际财富收入不均衡，这个的潜在影响非常大。最近我到英国开一个会，讨论

了代际收入分配严重不公，宽松货币政策对其是有影响的。

再就是推动经济由实向虚。能够获得廉价资金的群体，拿到钱之后，更加倾向于资产运作，而不是对实体经济投资。美国的跨国公司，现在越来越多地在股市上把自己的股票买回来，而不是扩大它的再投资，对经济增长没有产生积极的效应，这个潜在的负面影响随着时间的推移，其影响在进一步发展。

另外，负利率以及货币政策扩张对经济没有明显的积极影响，而且变得越来越不利。本来利率低的国家，它的经济增长表现更加突出一点，现在恰好是相反。

还有一点，美国迟早会实现负利率，美国实际利率已经处于负的区间。美元作为国际的关键货币，如果实施负利率，美国国债作为全球储备货币的重要载体就会发生动摇。美元的国际货币地位如果出现问题，它影响的就是全球金融市场的稳定，那个时候全球资金重新在不同资产上进行配置带来的市场冲击可能会超出我们的想象。

我的基本理论是，主要经济体长期超宽松的货币政策，目前正在走向反面。从 2008 年金融危机那个时候，大家量化宽松，用低利率甚至零利率刺激经济，使我们避免大萧条，是有积极作用的。但是长期维持到今天，已经走向了反面，可能会埋下金融危机的雷管。另外，越来越严重的保护主义倾向以及反全球化诉求，将导致上世纪 80 年代以来的低通胀阶段进入尾声。我们要提前预防潜在的通胀，因为科技革命短期内不会取得突破，并且在财富分配不公、宽松货币政策和贸易保护主义的影响叠加之后，会变得越来越恶化。现代社会，尤其是西方的社会社会结构以及政治制度，在应对这些挑战的时候力不从心，所以我们看到年轻人越来越

越倾向于上街游行，本来应该在议会里讨论的东西现在到大街上讨论，这个的负面影响将会越来越严峻。谢谢大家！

Kim Kyungsoo: 最后一位演讲者是来自于首尔国立大学教授 Cheong Youngrok，他的主题是“韩国金融对范式转变的反应”。

Cheong Youngrok: 韩国金融对范式转变的反应

Cheong Youngrok（首尔国立大学教授）：非常感谢大家的关注，也非常感谢大家对我的邀请，绝大多数人都用了自己的 PPT，因为时间有限，我就来作一次自由演讲。

其实每天在韩国，我们都面对着各种各样的危机，在我的 60 多年人生中，每一天都可以看到各种头条新闻说韩国可能会面临这个或那个危机，可能是政治，也可能是金融的问题。我要谈三点。第一，这样一个范式转变在我看来究竟是什么？第二，韩国政界，还有金融机构和平民，对此做出怎样的回馈和反映？第三，如果没有这样一种需求的话，我认为这种消极的情况肯定会继续下去。

首先我们来看看，究竟什么是范式转变？在过去 250 多年中，我们在经济领域的使命，第一是脱贫，第二是如何让我们所有人的资产变得越来越多，或者生活变得越来越好。我认为这应该是和传统工业化一脉相承的，与此同时可以给我们带来基础设施建设，我们不断建造以实现城市化。比如说在中国，我们就看到中国现在有许许多多的超大城市，城市人口每年也在递增。

在我 60 年的人生历程当中，韩国经济取得了巨大的发展，我们的城镇率已经达到了 60%。但我们现在有了新的

挑战，传统的货币政策或财政政策已经不再适用。韩国政府现在主推一种以收入为驱动的经济政策，与过去的发展重心是不一样的。现在我们的政府的主要侧重点，是想要刺激韩国国民的收入增长。

接下来我讲一下韩国的金融机构。现在金融机构有一个担忧，这些年经济回落，韩国的基础是传统的制造业，而不是服务业。韩国现在已经进入一个比较稳定的发展时期，我们也希望能够进一步融入全球价值链。如果我们分析一下韩国发展的话，其实韩国有几大经济支柱，有一些是化工工业，有一些是军事工业，这些都是非常传统的行业，对韩国过去的发展是举足轻重的。我们现在已经发生了一些变化。为什么我们现在房地产有这么多的泡沫？因为很多富人想要把资产转移到房地产行业，他们希望能够用房地产投机盈利。我们如何抑制这个趋势的发展，政府现在面临这个头痛的问题。

关于韩国的银行业，每一年我们都看到量化宽松政策在韩国大行其道，政府希望用这些来刺激韩国的内需。但这是有问题的，因为它是有一些机会成本的，可能它会影响一些公共基础设施的投资和发展，也会影响到韩国的对外投资。韩国其实是一个弹丸之国，我们必须向外发展，很多韩国企业现在已经在寻求一些海外投资和海外合作，特别是进军到房地产行业，这些最后可能会产生一些负面的影响。韩国非常著名的企业已经收购了中国安邦的一些保险业务，这是最近发生的一件大事。

如果我们不去刺激内需的话，我们还有没有可能控制现在的货币问题？如何保障我们货币政策的有效性？正如我开篇所说的，我们现在面临一个范式的转移。年轻的一

代在崛起，我们可能是见证繁荣经济的最后一代。几天前，我发现了一件令我非常惊讶的事情，有一个女生组织了一个聚会，聚会的目的是推进政府部门建立韩国收入公平分配的制度。她每月都会组织这样的会议，希望能够让韩国的分配更加公平，这也是彰显韩国国民的决心，想要解决这些社会的问题。韩国是一个非常小的国家，我们的人口是五千万，人均 GDP 也是非常高，可是我们还是觉得我们还是一个小小国。对韩国来说，我们希望能够更多地开放我们的市场，可是困难重重。

我们是否能够在亚洲建立一个泛亚的价值链呢？这是我的一个主张和想法。我希望能够抛砖引玉，希望中国的学者能够加入到这个讨论当中，在我们这一代，可以去测试这个想法。我们现在已经有一个非常好的亚洲的网络，不仅是在亚洲，可能有部分已经延伸到了亚洲以外的地区。我们制造业的产能非常惊人，中国当然是领航者，这也是为什么我想要提出这个问题。为什么要中国动用自己的出口和进口的力量去建立一个泛亚的价值链呢？因为中国有能力去做这样的事情。我们现在看到美国和欧洲有整个大陆的价值链，我们完全可以效仿他们，以中国为领头羊去建立这样一个网络。我希望这个网络不是排它的，希望它是包容性的。最近我们价值链的改变以及国际化深度的合作，给我们新的机遇，也带来新的挑战，很多挑战都是相同的，所以我觉得我们可以合力，一同解决这些共同的挑战。

讨论

Kim Kyungsoo: 我们现在开启 QA 的时间，如果大家

有问题请举手？

Paul Gruenwald（标普全球首席经济学家）：Goodman 先生提到现代货币理论，我还没有拿到这本书。货币政策对于财富以及分配会产生影响，所以我想要知道，现代货币理论是否也有讨论到财富的分配问题？

Lawrence Goodman：传统的货币政策认为货币有储值的功能，并且认为一个货币应该是在使用中的货币。现代的货币理论是颠覆了这个概念，我刚刚提到的这本书非常有趣，提到了颠覆性的想法，提出了如何计算货币的价值，在未来有什么变化，如何把实体经济纳入其中，最后望能够给货币赋予一个价值。MIT（麻省理工学院）植根于物理的法则，对于货币价值有一个定义，就是政府应该用这个货币去征税，这样就可以给它一个价值，因为货币是在使用和流通中。现代货币理论更多的是关注政府发行货币。

陈伟恕（原复旦大学世界经济系副主任）：30 年前我就在复旦大学讲述货币理论、货币政策，今天这个会议主题我非常感兴趣。所有发言给我很大启发，包括这些年货币政策的动向、负利率、量化宽松等很多问题，但是我还是感到没有从范式的角度去谈这些问题。为什么这个问题非常重要，因为现在货币政策所面临的大环境跟过去相比有重大变化了。首先，现在的货币政策跟经济结构、政治结构、文化价值观的冲撞、渗透、影响的速度是过去不可比拟的。第二，现在在经济生活中的货币和资产越来越混同，货币的资产化，资产的货币化，金融的非金融化，非金融的金融化，在这样的状况下，我们货币会产生怎么样的质的变化？第三，现在以加密货币、数字货币为代表的去中心化，和主权货币的矛盾是不可回避的，在这些大形势下，范式转变到底要怎

么考虑？

我重点问一下 Goodman 先生和交大的张春教授。第一个问题，如果我们讨论金融范式的转变，就意味着跟过去 40 年，最多 70 多年相对照，从时间、历史跨度看，这个范式的概念框架到底是什么？怎么样称得上是一个范式？而且这个范式跟过去传统的货币理论、金融理论不同，又对最新的社会发展能够给予一个新的解释，这里有什么可以启示或切入的点？第二个问题，大家都说了，现在继续量化宽松，等于把爆发的问题往后拖，这个周期超长，但是迟早要爆掉，越是拖，最后这个爆炸越激烈。假如这个这个断尾期是世界性的大冲突，甚至于是世界规模的一次大的战争，给各个社会造成重大打击，这种情况下社会冲突发生，某些社会矛盾经过冲撞以后总是要解决，要建构一个新的结构。我们的货币政策，货币的范式，金融的范式现在要做点什么准备，以便到那个时候因势利导？我们都有责任促使世界走到更理想的地方去。对这两个问题有没有启示性的指点，谢谢。

张春：我先回答第一个问题。你问 70 年有没有一个范式，70 年太长了。我刚刚讲的那个范式，叫货币政策框架，是过去二三十年的框架，这个以后肯定要变，现在已经在变了。特朗普都在批评美联储，因为美联储考虑是纯经济的。通胀目标是非常小的东西，现在货币政策有外溢性，还有跟中国的摩擦，都要考虑进去，这个肯定不能满足。但是也不能说，以后就没有货币政策了，肯定也要有一个，要多目标，要更精准一点，而且不能光看利率，还要看信贷多少，这对金融危机都有影响。我觉得这肯定是下面的目标。你的第二个问题，如果有大冲突，那更大了，不是在经济范畴里

可以讲的，这也许是国家之间的大问题，当然这对国际金融体系，包括一个国家的货币政策都会有影响。

Lawrence Goodman: 首先感谢你问了这两个问题。我并不认为一定要有所谓的范式转变，范式在过去 70 年中已经存在，并且是非常经得起时间考验的。在边缘地带总会有一些变化，但并不是一定要通过大刀阔斧的改革来刻意促使范式改变。当然我们需要一个法制化的检测体系，我们要保证每个人都从整个体系中分得一杯羹。整个体系需要足够的灵活，这样才能更好地容忍新的参与者、新的金融体系架构。有人说现在的金融体系和货币体系是有问题的，我们真的是经历了这些问题。90 年代的时候，我们看到过各种各样的恶劣情况，过高或过低的情况。我演讲的主旨是，今天我们处在重要的时期，因此我们要找到正确的发展方向，我们要开始新的试验，同时真的打造一个以法制为基础的货币监测体系。同时，我们要保证整个体系和国家有一定的灵活性，有了这样的灵活性，才能积极促成改变，并且采取必要的措施保障金融体系的健康和健全。第二个问题，我希望你所说的情况不要发生，希望不会成为全球化的大冲突，希望全球范围内应该有非常稳健，并且强健的货币政策。说到过去 75 年，正是 75 年之前，布雷顿森林体系是在 IMF 和世界银行的支持下打造的金融秩序，我相信我们可以保存这样一个好的秩序。

第三部分：处于十字路口的国际贸易和金融

徐明棋（主持人，上海国经中心副理事长、上海社科院研究员）：我是下午最后一个环节的主持人，有三位演讲者。我们这个部分会侧重于处于十字路口的国际贸易和金融。第一位演讲者是欧洲国际政治经济研究中心高级研究员 **Miriam Campanella** 女士，她的主题是“美国将继续拥有对美元金融基础设施的专有使用权”。让我们掌声欢迎！

Miriam Campanella： 美国将继续拥有对美元金融基础设施的专有使用权

Miriam Campanella（欧洲国际政治经济研究中心高级研究员）：我们已经做了非常充分的讨论，我也听了很多有见解的分享，我的主题可能不那么让人愉快了。我的主题是基于我所做的一篇论文，是关于美国美元基础设施对于欧元和人民币的影响。

大家可以看到图一，是美国制定的 SDN（特别指定国民名单，Specially Designated Nationals and Blocked Persons List），是美国的 OFAC（美国财政部海外资产控制办公室 The Office of Foreign Assets Control of the US Department of the Treasury）发布的一个清单，列出了美国的银行要管制的对象。这些实体对象的发展非常快速，在 2018 年加了很多新的成员。如果美国公民和受金融制裁的实体有任何交易的

话，可能会面临一些刑事的惩罚，至少是一些巨额的罚款。

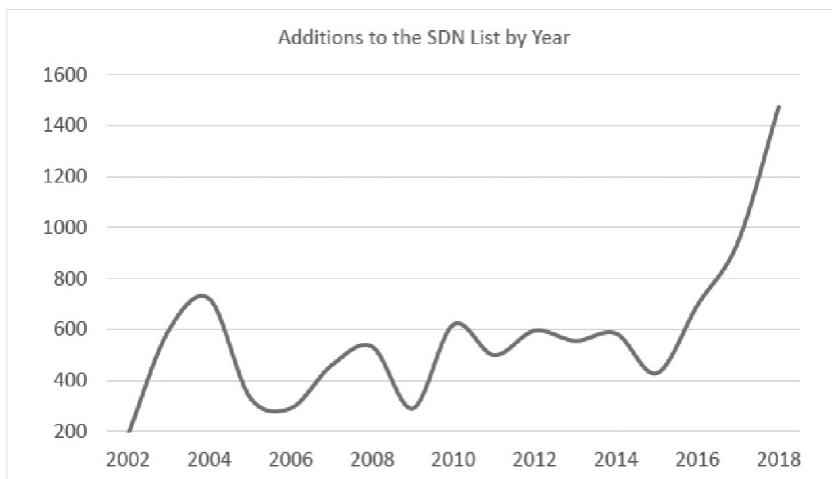


图 1：美国在加强金融制裁

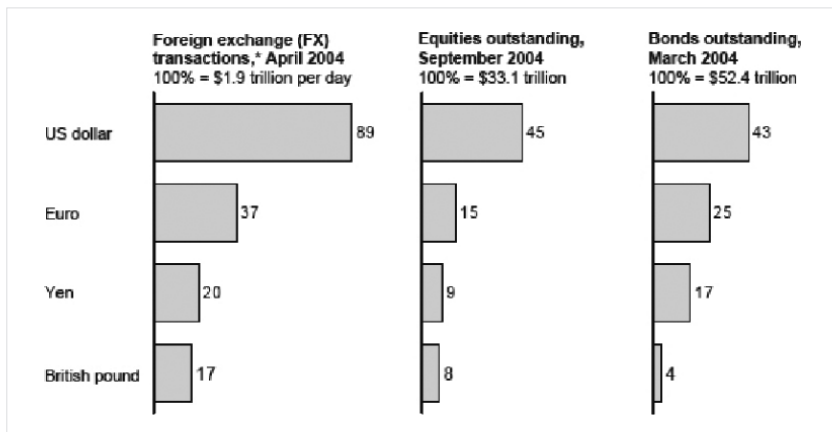


图 2：美元是首选货币

美国 GDP 占到全球 GDP 的大约 24%，和 70 年代形成了鲜明对比，70 年代美国占比是 30% 以上，这也是为什么美国想要充分使用金融制裁的一个原因。图 2 的数据显示，

美元还是首选的货币。

图 3 是我的教授所绘制的，这里有一个不匹配的现象，即美国 GDP 和美元角色的不匹配，这种不匹配的现象会不会继续持续下去？预计这个不匹配会越来越大。美国财政部所采取的制裁，代价是非常巨大的，它让第三方陷入了困境。

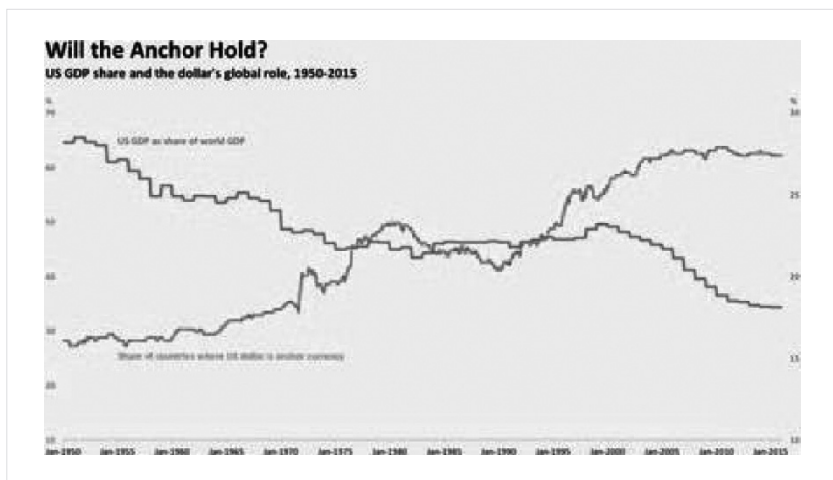


图 3：美国 GDP 和美元的全球角色

图 4 是制裁伊朗的代价，时间跨越了 2010 年和 2015 年。看一下德国、法国、韩国、意大利，它们的损失是非常巨大的，这些损失加起来达到了 770 亿美元，而这个时间跨度是不足 5 年。

其他货币怎么样呢？受到了什么样的影响呢？美元现在占到了国际货币的主体地位，我在这里特别想指出的是欧元，在过去几年欧元的地位在不断下滑，在央行的储备中它的比例已经下降了 21% 以下。这就揭示了全球货币如果以美元为主导的话，如果美元一家独大的话，对其他货币有不

利的影响。美国使用这样的金融制裁并不是一个好的做法，它会影响到整个货币的结构，也会影响到美国国家政体的稳定，可能会引发货币战。

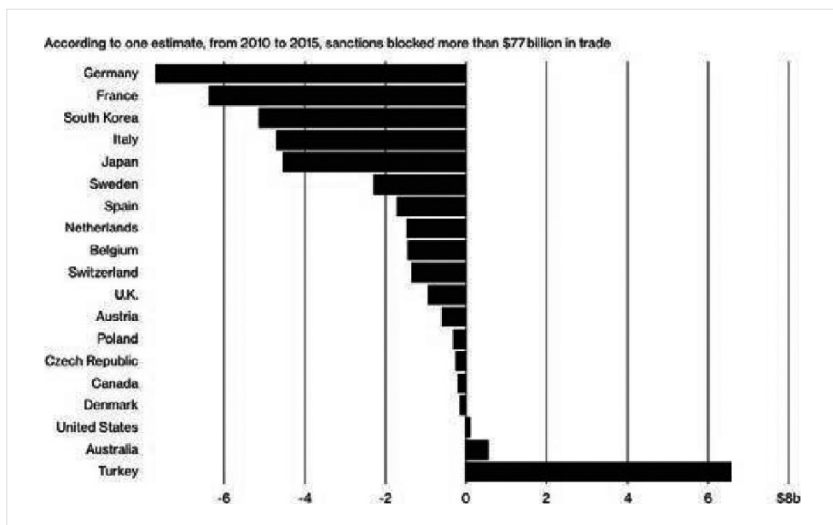


图 4：制裁伊朗的代价（2010-2015）

欧元也是 SDR 货币篮子中的一员。欧元的跨境支付在增加，这是一个令人惊讶的事实。欧元在欧洲地区的使用程度还是很高的。欧盟委员会担忧在三大战略领域中美元的使用。第一就是石油的采购领域，欧洲的公司还是在使用美元而非欧元来从事这些石油的交易。第二就是原材料，比如说钢铁行业，钢铁行业是欧洲的一大经济支柱，也是重要的原材料，交易还是用美元来结算的。第三个领域就是欧洲的企业，在欧元区内很多时候还是用美元来结算。特别是在像交通领域，比如空客公司，它现在更多还是倾向于美元。所以在欧元区，现在还是美元比较盛行。西欧的这个现象比东欧还要明显。所以我们需要一些磋商，让欧元成为一个完整的

货币。

有三点是欧盟委员会推进欧元的国际化需要去做的。

第一，我们需要欧洲的央行的支持；第二，我们需要推进欧盟市场的一体化，现在欧盟市场还是比较破碎的；第三，要减少支付网络的隔阂，我们需要建立一个全面的支付网络体系，来支撑欧元的国际化。

所有这些因素叠加起来的话，会有深远的影响，它会影响到我们的货币体系。有两个方案，第一个方案，我们希望有真正意义上的全球货币，这是基于 IMF 的 SDR。或者不同国家和地区的货币可以平行流通，这个假设是由 Ocampo 在 2019 年提出的。第二个方案，我们希望能够重新推进欧元和人民币的全面国际化，并且建立适当的金融基础设施，当然里面的代价是巨大的。我们需要更多的投资和专业人才一起加入，这涉及到基础设施，涉及到税率体系。德国、法国和英国现在都设立了非常严苛的交割体系和国债购买体制，我觉得上述两个方案不是互相排斥的，可能会帮助我们发展出多货币体系的未来。我认为问题的本质是欧元和人民币必须要携手合作，我觉得没有一种货币可以一家独大，不管是美元还是其他货币，我们的经济在不断增长，我们需要适应多元经济的发展。谢谢！

徐明棋：非常感谢你的精彩演讲，说到了一些非常好的点子，比如说我们要打造多货币的体系，实现这一方面的转型。但是人民币是否做好全面的准备来应对这样的挑战，并且更好投入基础设施投资之中。其实现在我们的基础设施面对着非常严峻的竞争。

下面我们有请第二位演讲者诺亚财富首席经济学家夏春，主题是“贸易与金融冲击波对中美的影响”。

夏春：贸易与金融冲击波对中美的影响

夏春（诺亚财富首席经济学家）：非常感谢乔秘书长的邀请，我是第一次参加这样一个高端的会议，今天我们讨论的都是很重要的话题，现在我从另外一个角度理解刚刚提到的这些话题。

大家经过上午和下午的讨论，是不是留下一种很强烈的印象：现在世界问题很大程度上是央行造成的，美国造成今天的问题，美国开启了量化宽松，美国创造了金融危机，接下来采取量化宽松的方法，接下去欧洲、日本跟进，然后还有负利率。这都给我们留下非常强烈的印象，是美国人给我们今天制造了麻烦。

但是很多人也提到，全球资产价格出现了扭曲，美国股票市场非常高，接下来会崩盘，会下跌。这些事情一旦发生，美国会反过来把所有这些问题都推给中国，说这些问题都是中国造成的。我们今天没有想过这个话题，今天我要讲两个案例，就是现在中国和美国在打交道时遇到的最大麻烦。美国向中国发起挑战的时候，包括用金融向中国施压时，中国觉得非常突然，我和美国关系一向不错，美国怎么一下子提出对我的批评？美国的家庭，美国的企业统一了认识，而我们这边还没有做好准备，这就是我今天要讲的话题。

我们简单看两个例子，一个是被称为“中国冲击波”的现象，这个词在中国都没有听说过，在美国已经存在七八年了。今天我讲两个冲击波，一个是贸易冲击波，一个是金融冲击波。首先看一下图 1，这是美国大选的结果。右边的图是 1992 年，左边的图是 2016 年，红色代表共和党赢得的小

方块。很明显在 1992 小布什当选时，民主党赢了中间很多蓝色州，2016 年几乎所有蓝色区域都变成红色，从民主党转向了共和党。这个背后有一个解释，这个解释被称为中国冲击波。

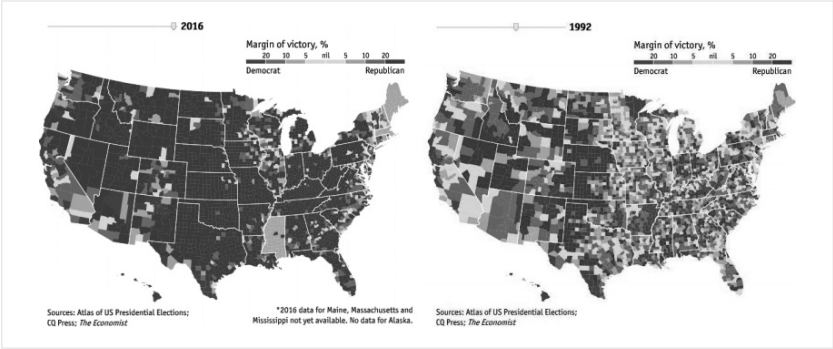


图 1：美国大选结果：2016 vs. 1992

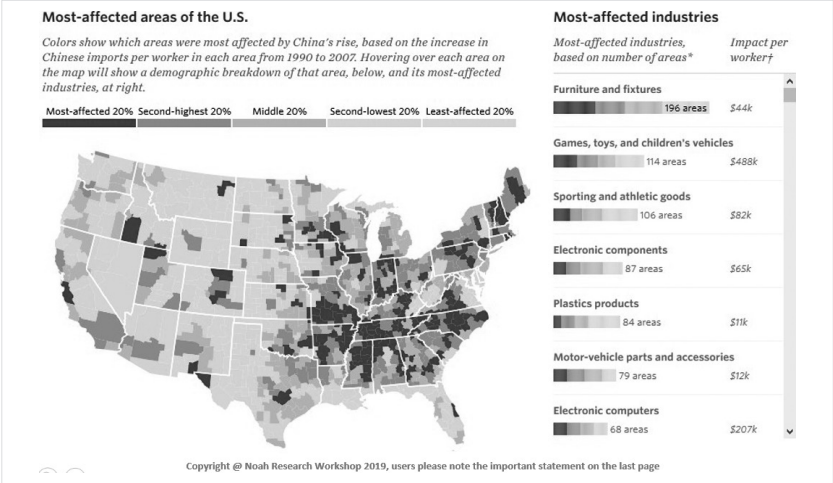


图 2：美国受中国出口影响最大的地区

大家如果到 Google 去搜，在网上有这么一个网页的标题就是中国冲击波，这个网页是 MIT（麻省理工学院）教

授维护的，刚才那些蓝色的区域与红色的区域非常对应，红色越深代表这个地方的制造业工人失业的特别多，代表中国货物进口到美国以后造成这些地区制造业工人失去了工作。这样一个事情确实是存在的，只不过过去我们整个学术界、政策界都是在强调中国和美国的贸易对美国整体来讲是利好的，我们不太愿意承认有这么一件事情，也没有人仔细研究它。

2012 年左右，MIT 的教授发表了一系列文章，都叫中国冲击波。这个教授很有趣，他本人原来是研究机械自动化对工作的取代，是这个方面的专家。他非常清楚地知道这些地方工作的失去并不完全是中国造成的，很大程度上是这些地区工作被外包到了中国，或者这些地方采取了机械，用机器取代了人。但是他这么一个专家，也希望把所有责任都推给中国。这件事情在 2012 年左右发生，接下去在美国被财经媒体不断报道，媒体把他的研究在全美国宣传，他的研究在引用率上达到非常高的程度，凡是和贸易有关的学术会议，几乎人人都在讨论他的研究，同时把他的研究用到所有国家。这样在很多国家造成这样的认知，中国的贸易是我们国家经济问题的来源，这叫中国冲击波。这么大一件事情，我们国内学者这么多年没有回应，他们其实都知道这个问题，他们都知道这个研究，但是几乎没有有一个做贸易的学者认真对待这个指控。

这些受影响的地区深红色代表很多人是美国只上过高中的白人，他们没有很好的教育，而且他们可能还是年龄很大，他们大部分处在贫困线以下。

特朗普很敏锐地捕捉到这样一种情绪。特朗普很有趣，他在竞选的时候让他的女婿到亚马逊找一本关于中国的书，

结果他的女婿就找到了纳瓦罗写的《致命中国》这本书。特朗普在竞选的时候，他对中国的主张全部来源于这本书。在中国没有人认真读过这本书，因为我们觉得这本书不靠谱，就没有认真对待，导致后来全面被动。有一份研究报告说中国可能造成 240 万制造业工人的失业，到了拉瓦罗的书里就把这个数字翻了 10 倍。

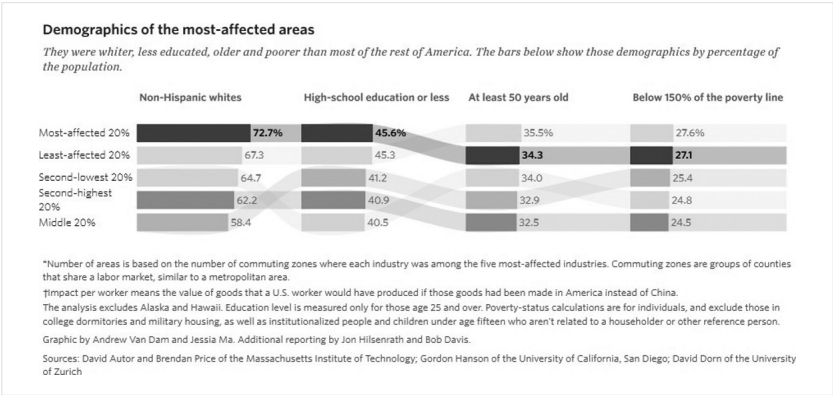


图 3：受影响最大地区的人口特征



图 4：美国制造业的就业人数变化

大家看一下图 4，黄线代表美国制造业工人人数，从二

战到 70 年代基本上是上升的；70 年代到 2000 年基本是水平的，有上下波动；但是从 2000 年开始，制造业工人的人数就在急剧下滑，一直下滑到 2010 年。在美国当时最重要的一个问题，就是学术界研究的问题，为什么制造业工人大量失业？下面蓝线显示的是制造业工人占非农就业人数的比重，这条线几乎以一条斜率固定的线在往下走，美国制造业工人占比下降主要是来自于机械对于人的取代，以前都是研究这个。

直到 MIT 教授出来，他在 2012 年开始写文章，他希望得出 600 万下岗、失业的制造业工人有多少是由于中国出口到美国取代了这些工作。他的第一篇文章里的数字是 240 万制造业工人，这样一下子找到了一个罪魁祸首，美国如果自己出了问题，很可能会怪到别人。在这样的背景下，直到最近，中国学者才做出一些研究，这里给大家一些简单的图，可以看出来它的观点是站不住脚的。图 5 是西方七个发达国家的制造业工人占非农就业的比重，其中很多国家是有贸易顺差的，包括瑞典、德国、日本、澳大利亚对中国都有贸易顺差，实际上占比不断下降，背后的核心原因是机械取代了人，而不是中国的贸易造成了他们的失业。

图 6 更加重要了，这张图告诉大家不能只把目光对准贸易。实际上我们有上游企业和下游企业，他研究中国的进口对制造业的影响不光是制造业本身，还有制造业上游和制造业下游，因此就把 240 万数字变成 100 万。100 万也还是很多，最近上海复旦大学的一位教授重新研究这个问题，如果把眼光放开，同时考虑服务业，中国和美国贸易造成美国整体上就业的繁荣，工资的增加，而不是像他们说的造成了美国的困难。实际上中国给美国造成的就业体现在非制造

业上，体现在服务上，中国出口的椅子、桌子，美国医院、美国大学都需要用的。

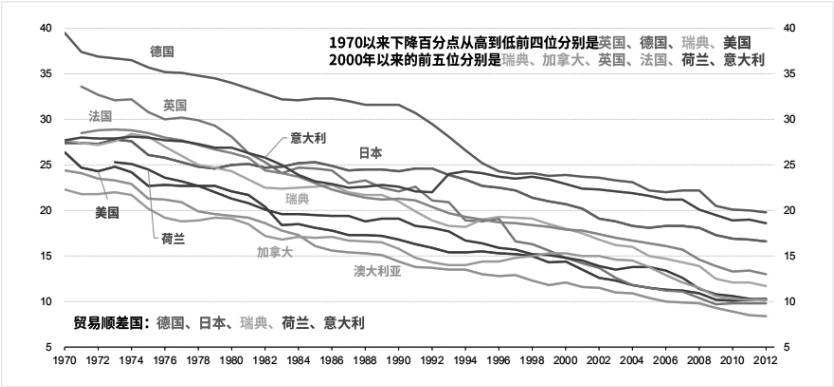


图 5：制造业就业人数占比的国际比较

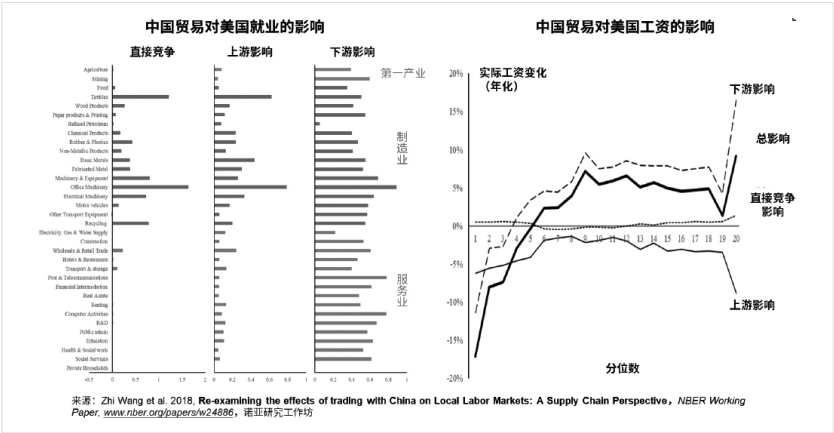


图 6：中国贸易对美国就业、工资的影响

图 7 简单地驳斥了纳瓦罗的观点，当美国进口开始增加的时候，美国整个非农就业实际上是增加的；美国进口减少的时候，美国非农就业也是减少的。纳瓦罗的观点是，一旦从中国进口多了，美国就失业多了，实际上是完全不对

的。但是我们很被动，因为我们之前没有很好地去应对这个问题。

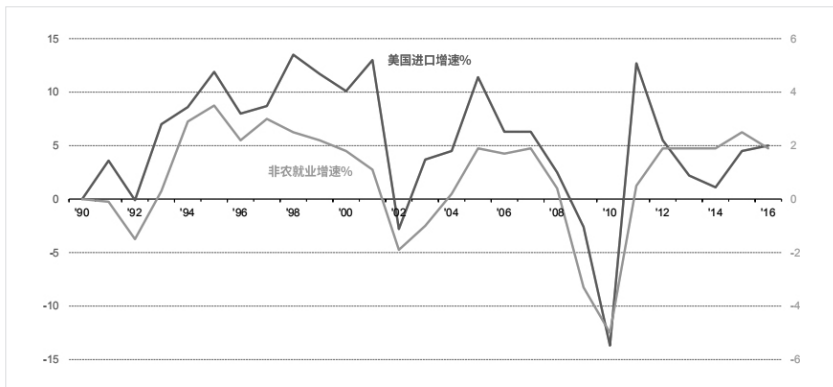


图 7：美国就业增速与进口增速相关性为正

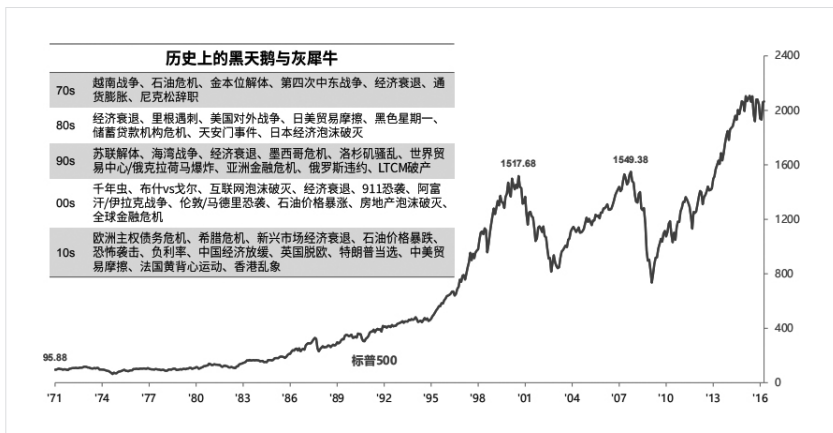


图 8：美国股市与中国经济进程

再看一下图 8，美国标普 500 的指数，中间有两个大的回调。美国上涨从 1980 年开始，过去我们解释美国股市上涨是从美国本身开始讲，里根进行减税，发展经济，这是原来的解释。实际上 1980 年美国之所以股市开始大涨，还有

很重要的原因是中国的改革开放，中国对美国有一个正面冲击，这些东西我们自己都没有去研究。

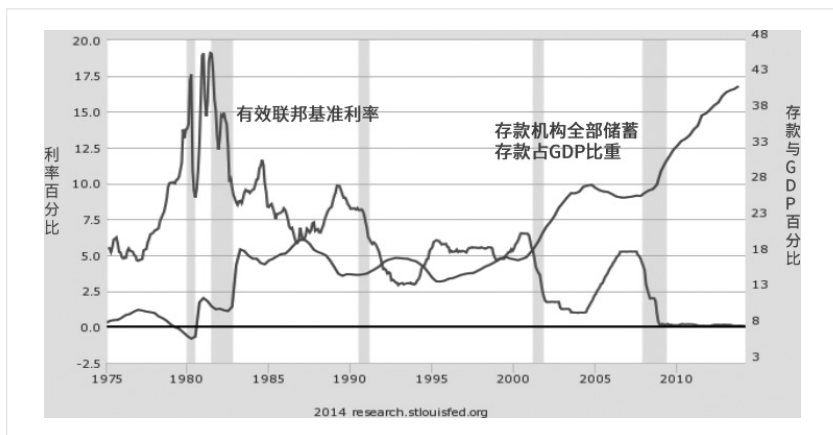


图 9：中国是否引起了美国金融危机？

刚才说到的 600 万工人下岗，这中间发生两次金融危机，美国不太愿意承认 600 万工人下岗是金融危机造成的，说是中国的贸易造成的。接下来可能会出现一种情况，会有人写文章把美国 2000 年的互联网泡沫怪罪到中国，你加入 WTO 造成我的困难。可能大家认为 2008 年金融危机是美国人自己造成的，在美国一个非常有影响力的学者认为金融危机是中国人造成的，谁提出了这个理论，这个理论提出者可是大名鼎鼎的伯南克。他说，中国获得贸易顺差购买大量美国国债，压低美国利率，导致美国人开始投机，开始买房子。这个理论是颠倒黑白，但实际上我们要认真对待这个理论。所以学者要赶紧做好准备，要赶紧提前做好这样的应对。现在看一下伯南克讲的话有没有道理。图 9 是全世界存在美国银行的钱，是以存款形式存在的，没有进行投资。蓝线是美国的水平，很明显你可以看到，的确全球有一个

过度储蓄的问题，因为中国在和美国解释贸易摩擦的时候，中国说你之所以有贸易逆差是因为美国人不存钱，美国人没有储蓄。



图 10：全球不同机构的储蓄

伯南克说，不是美国人不存钱，是因为中国人存太多，把我们利率压低。这个中国学者也没有去回应，所以给了美国很多人留下一个中国很坏的印象。事实是伯南克完全讲错了，很清晰的一个数据告诉大家，这些年全世界来自于政府和来自于家庭的储蓄都在下降，支出没有明显的变化。实际

上真正储蓄增加的是全球公司，公司过度储蓄，并不存在中国政府购买过多美国国债，导致美国利率太低。而是全世界的公司把钱存在了美国，大家都很多的现金，找不到很好的投资渠道，这才是真相。

代表性的公司就是苹果、微软、思科、谷歌这些公司。其实经济学很多东西很复杂，如果自己不把它研究好，很可能被别人当做替罪羊。别人批评你的时候，你没有做好准备，要等上五六年才去应对，对方媒体早就把中国描述成一个坏人。我今天就讲到这里，谢谢大家！

徐明棋：接下来请第三位演讲者，金砖国家开发银行副行长、首席财务官 Leslie Maasdorp，他的主题是“提高本币融资的作用”。

Leslie Maasdorp：提高本币融资的作用

Leslie Maasdorp（金砖国家开发银行副行长、首席财务官）：女士们，先生们，下午好。我刚从巴西飞到上海，那段旅程非常长。我今天主要想跟大家分享一些我个人的见解，以及从新开行的角度如何解读这个范式的转变。我集中一个领域，就是我们要不断使用本币来进行融资。

开始之前我先给大家介绍一下新开行的历史。大家都知道世界银行和 IMF（国际货币基金组织）成立于 40 年代和 50 年代。第二波的多边银行是在 60 年代由发达国家成立的针对非洲、亚洲的开发银行。现在我们迎来第三波的发展中国家发起的银行，我们成立了亚投行，以及新开行这样的新组织。过去 70 年金融市场的发展取得了巨大的成功，关于银行的转型，我们已经有了长足的进步。可是，我们还是有

非常多的缺点和不足之处需要去改进，如何去促进创新，如何弥补不足，如何弥补这些范式的转变。对于新开行，我想强调在成立之时就识别出下面几个具有高发展潜力的领域。

第一个领域，就是过去这些金融机构一直垄断在发达国家的政府手上。在过去 40 年，资本市场已经实现了飞跃，现在私人和民营企业希望能够进入到这些金融市场，我们的金融市场应该由政府主控转移到更多鼓励民营企业转入进来，这是一个重大的转变。我们要更多向这些私营企业借款，开放更多贷款给他们。

第二个就是硬通货的发展。多边银行代表了过去几十年金融场所发生的新兴变化。说到银行融资，我们发行非常多的通货，有些通货有时候质量是不好的，它的扩张速度也受到了影响。并且除了银行之外，还有非常多的金融机构在市场上，它们的贷款成本可能比较低，所以银行贷款率受到了影响。正如大家所知，新兴国家现在受到的影响和挑战就是它的本币在贬值，美元一度在走低，可是如果看一下发展中国家和新兴国家所付出的代价和成本，比如说在 2001 年和 2004 年它的成本达到 40%。我们现在很多都是用美元去借贷，效率是非常低的。我们更多用本币，特别是用新兴国家的本币进行融资，这才是我们未来的出路。

第三个就是我们现在有非常多的金融机制和工具可以使用。虽然数量是非常众多的，质量却是令人堪忧的，有点工具效率非常低下，有时候我们要容忍这些高风险。多边银行可以弥补这块短板，我们的影响更加强劲，质量更加可靠。我们可以去激发我们的本币，我们本地的资本。

最后，如果我们有一个基础设施的项目，最开始有非常多的风险，比如说建造的风险，施工的风险，如果这些项目

能够落地，四五年之后我们现金开始流动起来的话，就要聚焦于融资机制的问题。我们可以帮助这些项目解决长期融资机制的问题。但是，世界银行的贷款期限比较短，所以它的回收效率也非常低。

我们坚信，我们的多边银行可以在核心领域发挥用武之地。在我们的世界，新兴国家的声音是非常微弱的，已有的这些世界组织还是美国占主导。过去三十年，中国不断崛起，印度也不断崛起，其他的新兴国家也在不断飞跃，这就给我们带来一个机遇，让我们去激发这些多边主义。现在有 G20，以及像世界银行这样的机制，它的初衷是想让新兴国家有更多的声音。这样的工作还在持续进行中。我们观察到，中国现在已经成为了全世界的一个金融中心，我们预测在未来的 10 年，中国可能会成为新兴经济体最重要的支柱，甚至是全世界最重要的经济体。我们新开行在过去四年都在不断跟中国这样的市场经济体一起合作。亚投行也是积极参与到了这个进程当中。我们希望能够促进中国的企业走出去，成为有国际影响力的企业。

我们还观察到，现在的金融体制发生了重大的变革。对于本币融资问题，我刚才已经强调了。本币融资的重要性，是因为金融体制在新兴国家的不断深化，本币的流动性已经充分发挥了，我们已经可以做本币的融资了。在新开行的基础设施项目，我们一般都是鼓励用本币融资，比如福建一些海边的项目和俄罗斯的一些项目，所有这些项目都是用本币融资的，资产和负债是匹配的。我们希望用本币投资激发本地的资本。如果你要去购买一个港口，或者你想建立一个发电站，或者是发展铁路，很多的项目的营收，我们也鼓励用本币结算。我们观察到在很多新兴经济体中，有很多金融衍

生品的发展，比如说像 SWAP（掉期），也让本币融资成为了可能。

我再总结一下。我提出很多问题，这的确需要我们不断改变多极体系，无论是亚投行还是新开行，我们不仅仅把自己看作是其他银行的竞争者，我们应该是互补的，我们也需要和其他银行签署协议，携手共进互补。只有这样，我们的金融体系才能稳建，否则我们很可能出现搬起石头砸自己脚的情况。同时，我们需要看到众多关注点，比如说在借贷方面，我们需要用到更多的货币；在公私合营的方面，我们需要开启 PPP（政府和社会资本合作）模式，应该让政府和企业更好地合作，只有这样他们才能做得更好。我们需要保证经济发展是绿色的，我们可以用到公共的资金，这样我们才能够更好地反哺私营企业，同时帮助私营企业转型。

最后一点，我们必须很好地利用所有的金融工具，更好地服务于我们多边的银行，并且能够汇集其他参与方。我现在关注高质量的金融机构，它们有非常高级的一些操作手法，也有非常大的空间来做风控，并且能够进行管理和运营，所有这些都是我们机构能够做到的。我们应该非常好地推动发展，我们的确可以用到一些金融测量工具和手段来促进更好的金融发展。非常感谢！

讨论

徐明棋：现在我们就完成了今天这一环节的三个演讲，都非常精彩，涉及到完全不同的话题和领域。现在可以进一步讨论。

张礼卿（中央财经大学金融学院院长）：简单回应一下

夏首席说的 2008 年金融危机的原因，美国的伯南克说中国有责任。我想说两点。第一，其实他只是代表一部分人的观念，在美国还有另外一派的观点，他们认为危机是美联储的低利率造成的，所以在美国有两派观点。第二，你刚才讲中国没有人回应，其实也不完全是事实，中国时任人民银行研究局局长张建华做了一个强烈的回应，他说这种说法是强盗逻辑。

夏春：我非常同意，因为那次我还在国外或者在香港，我没有看到这个文章。我因为在三个地方都生活过，我有非常强烈的感觉，这些年我们在舆论上面还是比较吃亏的。刚才我提到中国冲击波这个问题，很多学者在很多贸易会议上都把本国的失业问题怪到中国，如果我们不去回应，他们的媒体已经把这些错误信息传递千家万户。香港的媒体就极其明显，一直没有人管，导致导致现在很难去管理。

徐明棋：各种各样的学术观点其实是非常多的，我们在这里不能断言某一种学术观点是非常正确或者非常错误的。问题是现在美国主流的学术界，因为语言的障碍，由于各种各样的体制障碍，很难与我们中国主流话语进行密切的对应和交流，这个问题是未来中国学术界可能需要考虑的。

Paul Gruenwald：你刚刚说到新开行以及其他多边银行，其实我们说到范式转移，可能要从原则上进行重新设计，会涉及到地区性以及多边银行，中国将会成为这一方面的中心。如果我们要重新设计的话，究竟可以从哪里着手？

Leslie Maasdorp：这些都是非常好的问题。要以怎样的模式来打造多边银行？首先要让这样的银行真正动员起来，动员它们的资本，我们必须给它们基础的资本，让它们能够使用，并且不断打造平等性，慢慢汇集私营企业。第一是直

接的贷款。

第二，资金要提供给市场足够深并且有足够流动性的地方。美元肯定是长时间的通用货币，但是我们还是有必要扩大各种的货币的使用范围。我们看到印度的崛起，中国的崛起以及其他市场的兴起，其实人民币可以实现国际化。我们需要用到的是资本，但是我们看到中国有太多的资本限制，这样很可能阻碍人民币全球化进程。

第三，我们只提供贷款是不够的，事实上我们需要用到足够的金融工具，尤其是保证金，保证你有资本。保证金就像是一个保险手段，让你能够更好使用，并且高效使用这一笔资金。

第四，我们需要保证资金是可以循环使用的。如果资金停滞在某一个地方，是没有任何意义的，无论是资产证券化，还是现代金融业的发展，我们都需要考虑到循环使用。必须放宽我们的标准，尤其是评级的标准，当然我们可以提高我们的利差，更重要的是把资金用活。如果这样一些策略真正落实到位，我们就能够用更大规模的资金打造全球需要的基础设施。

最后，我们更需要的是让多边银行真正推出专门给基础设施项目的一些专项贷款。比如说我们可以更好地提高空气质量，提高水源质量。只有我们把同样原理用到基础设施方面，我们才能获得更好的成效。

John Lipsky: 我还有一个问题是关于新开行的业务。亚投行的保证金是没有效率的，因为它跟直接的贷款相挂钩，他们不太喜欢保证金的机制。你们是怎么做的？

Leslie Maasdorp: 保证金现在只是占到 5%。从会计的角度出发，我也是希望现在资本能够更多地流动，如果资本

增加的话，我们就可以去做更多的借贷，利用这个资本做更多的事情。我们希望看一下我们的保证金价格是否合理，因为现在有很多没有效率的操作。我们现在有这样一个流程，已经开始了几个月，我们希望能够简化这个流程，让大家更有效率地使用保证金。

徐明棋：我们现在已经步入尾声了。Leslie，你提议本币融资。现在在新开行，本币融资的比例还是比较低的，我觉得你这个想法非常好，特别是对于金砖五国。金砖五国第凝聚力是非常强的，比如说中国可以借贷给巴西，但是如果想要借贷给柬埔寨，给斯里兰卡这样的国家，它的流动性就比较差。这并不意味着它的本币融资是不可能的，我们可以去设想他们在未来偿付的时候用本币去偿付，而不是用美元，这也会帮助稳定这个货币市场。要看本币框架是否能刺激本地货币的流通，这个是最终的目的。

第四部分：货币体系的数字化

刘利刚（主持人，花旗集团首席中国经济学家）：女士们，先生们，大家上午好！在今天会议中，我们将主要聚焦于数字货币。我们非常荣幸地邀请到了中国人民银行支付结算司司长温信祥给我们做主旨发言，他主要将和我们谈一谈中国金融市场的开放进程。有请温先生！

温信祥：支付市场的开放进程

温信祥（中国人民银行支付结算司司长）：谢谢！很高兴有机会向大家汇报一下我们支付清算市场的开放。虽然这一年以来，国际环境非常复杂，但是我们支付清算市场依然坚定地对外开放，而且取得了实质性的进展。当然在整个金融服务业对外开放的框架里面，支付市场的对外开放应该说是一个比较小的部分。可能大家更多关注银行业的对外开放，证券业的对外开放，保险业的对外开放，但是我们支付市场这几年越来越受到更多的关注，还是很有必要向大家做一个汇报。

首先我们支付市场是在整体金融市场对外开放的背景下推进的，我们是在整个国家战略下面，按照国家战略有条不紊的推进。大概分这么几个部分向大家汇报。

第一部分，回顾一下我们初期，从 WTO 开始，就有这方面的讨论；第二部分，看一下现在的对外开放；第三部分，

展望一下未来。

我们开放初期更加强调保护具有战略意义的幼稚产业，第二步逐步在更大范围、更大强度上替代保护原则，第三步我们要全方位开放，融入全球金融市场。支付清算市场，如果从机构来看，主要包括几个方面：一个是 VISA、万事达、运通这样的卡组织，一个是 Paypal、微信支付、支付宝这样的支付机构的双向开放，我想给大家一个具体的印象。

初期是境外银行卡组织为境内居民提供外币支付服务，另外 SWIFT 进入中国市场进行服务。需要澄清的一个概念是，从 2001 年开始中国加入世贸组织，承诺开放所有支付和汇划服务，2010 年美国就我国电子支付服务措施提起世贸组织争端解决程序。2012 年世贸专家组确认中国应给予外国电子支付服务提供商市场准入和国民待遇。

2002 年为解决银行卡联网通用问题和应对国际化挑战，中国银联营运而生。2010 年《非金融机构支付服务管理办法》颁布实施，包括支付宝财富通在内的本土非银行支付机构的业务开展获得基本法律许可。我们今年审批了运通的准入，最近正在审查他们的开业申请，因为他们从去年到现在已经筹备了一年。其实在此之前，VISA、万事达、运通三大卡组织在中国已经有很大的商业存在，获得了很大的利润和收入，他们申请的仅仅是人民币申请发卡业务，其他外卡也一直在做。到 2018 年底，美国三大卡的发卡量占我国信用卡在用总量的 39.6%。据我们初步测算，2018 年一年三大卡组织从我国境内主体获取直接收入 81 亿元，如果算上相关收入，总收入达到每年 137 亿元。在我们市场，VISA 卡交易金额占亚太区交易总额的 1/3。应该说三大卡组织已经为中国市场提供了银行卡支付服务，并且分享了中国经济

增长的一个成果。

按照世贸组织的裁定，第一步，允许我们自助先行，构建支付开放的新基础；第二步，我们有序批准进入，形成支付开放新格局；第三步，积极争取打造支付开放的新的抓手。

对外拓展我们也取得比较大的成绩。首先是境外支付，机构境外业务不断壮大，跨境支付场景更加合理。2015年4月，国务院发布了关于实施银行卡清算机构准入管理的决定，标志着我国银行卡市场全面对外开放。2018年3月，人民银行发布了2018年第7号公告，明确外商投资支付机构准入和监管政策，给予其全面的国民待遇。2018年7月发布“关于加强跨境金融网络与信息服务管理的通知”，将境外金融服务提供者纳入监管。

第二，有序准入形成支付开放的新格局。经过制度、业务、技术多方面准备，万事达已经快完成审查了。对Paypal，前一段通过并购也获得了一个支付机构的实控地位，以并购方式进入中国。对已经在中国开展多年的银行卡组织发放牌照，是人民银行加强境外支付机构监管的有效举措。因为这些机构，包括Paypal，原来都已经在中国有很大的业务量，对他们进行监管，给予他们正式的准入，是加强规范一个很重要的方面。

第三，打造支付开放的新格局，我们积极督促Stripe为中国用户提供个性化的服务。2019年8月Stripe全资子公司在北京正式挂牌成立，推动在华合规产业，提升对中国社区服务的能力。

第四，支付机构境外拓展也持续深化。一是2018年银联卡境外发行超过1亿张，但是银联卡在美国发行量还是比

较小的。这一点跟很多专家的印象不一样，美国三大卡组织在我们中国已经发行了好几亿张卡，但是银联卡还不到几万张，在美国发卡还是非常困难第，而且还是很慎重的。当时我们给中美代表提供了这方面的数据以后，他们都觉得跟原来想的不太一样。所以我们专家学者把这个事情说清楚还是很重要的。这些数据都是可以公开获得的，到底发卡量是多少，这个是事实。

银联推动一带一路沿线 59 个国家和地区使用银联卡，云闪付境外使用不断扩展，境外支付机构也不断壮大，蚂蚁金服在境外投资成立 9 个境外钱包公司，腾讯投资两个钱包公司。跨境支付场景日趋丰富，跨境业务覆盖线上和线下场景，领域涵盖跨境收单、跨境汇款、代理等增值业务。线下货物贸易、留学、教育、航空、机票、酒店住宿等业务规模占到业务总量 90% 以上。2012 年开始组建人民币跨境支付系统 CIPS，2015 年上线，功能不断完善，业务量不断攀升，到 2019 年 10 月，CIPS 直接参与者 32 家，间接参与者 870 家，业务涵盖了 165 个国家和地区。下一步我们会推动提高直接参与者的数量和质量。我们主要打造以人民币跨境支付系统为主的跨境支付网络。目前我们已经推动银联、网联，还有一些机构接入 CIPS 系统，今后所有跨境业务基本上都要通过 CIPS 系统来进行。跨境支付服务市场结构更加合理，这是现在一个基本的情况。

今年以来有三个案例大家比较关注，一个就是运通，一个是万事达，还有一个 Paypal。我们坚持对外开放，没有受到中美贸易磋商的影响，坚定不移地对外开放。

首先，当前支付市场开放的深度、广度、水平、层次还有较大的提升空间。按照国家治理体系和治理能力现代化的

总体要求，对支付市场开放进行顶层设计势在必行。对支付市场要着眼有利于境内外要素进入，同时平衡支付消费、支付服务商和监管部门各方利益。要对支付制度改革措施出台可能带来的成本收益进行比较，综合考虑我国经济发展的结构性背景，培育壮大市场功能，统一市场竞争规则，而不是差别对待。

其次是支付市场全面均衡有序开放。第一，支付市场开放会与中国金融市场开放以及中国经济对外开放保持同样的节奏和同步。第二，中国支付市场对外开放要依法从严监管，比如说要加强对无证支付的打击力度。第三，支付市场开放依托于稳健自主可控的支付系统设施。经过 20 多年的建设，现在已经有有了一个比较现代化的支付基础设施，比如说我们有大额支付系统、小额支付系统，还有银联、网联零售支付系统，现在对外开放要依托于这样的支付基础设施。第四，支付市场开放要进一步发挥中央银行的作用，这个也是 CPMI 报告里面要求的。在国际组织的协调下，中央银行要采取一系列措施改善跨境支付。一是推动支付系统采用国际公认的支付信息标准；二是促进支付基础设施有效互联；三是扩大中央银行服务访问范围，支持创新和竞争；四是支付市场要拥抱科技对支付行业的改造，要大规模采用先进的支付技术来解决问题，比如人脸识别技术鼓励用于核实身份。现在我们在开户和开卡的环节核实身份比较严格，但是在用卡环节、取现环节还不够，导致电信诈骗分子通过账户买卖提取现金达到诈骗的目的。今后我们要加强这方面的实名制管理，鼓励商业银行在 ATM 机转账过程中加强核实身份。五是支付市场开放要促进支付市场双向开放对等开放。六是支付市场开放要尊重国际市场规则和惯例，要从提

高支付行业国际竞争力，实现积极参与国际支付体系治理，促进境内外市场制度与规则的接轨，同时依据金融基础设施原则，推动金融市场基础设施的建设。

总体而言，我今天给大家做一个简要的报告，我相信大家还有很多问题，有一些问题能回答，有一些问题还回答不了，还在进展中。

刘利刚：现在进入问答环节，如果大家有问题可以把名牌竖起来。

李峰：最近人民银行在研究数字货币，这对支付市场开放或支付市场发展有什么大的影响？第二个是开放的问题，对内怎么培育和发展我们的支付市场，现在有银联，有网联，但我觉得还是不够。

温信祥：我先回答对内。从国内市场，从需求和供给来讲，供给基本能够满足需求。从各项指标来讲，我们现在非现金支付金额是 GDP 的 75 倍，人均 ATM 机、POS 和人均卡在全世界 25 个国家位居前列，已经走过粗放式发展阶段，要进入高质量发展阶段。现在有几大清算机构，银联、网联、清算总中心、城银清算、农信银，它们的处理能力很强。我们现在都要划清界限。在发卡方面，我们有 75 亿到 80 亿张卡，其中主要是借记卡，个人账户 110 亿个。

普惠金融方面，我最近有去农村调查，大量社保卡已经加载了金融功能，完全是金融卡。比如说湖南社保卡是由金融机构发行的，社保卡就是一个银行卡。基本上农村里人人都有卡，不是说人人有账户。世界银行以前有一个估计，中国有好几亿人没有账户，这个测算他们觉得不是很准确。我们自己也做了一些，现在还做不到普查，只能用抽样的办法，我们抽样的几个地方还是很乐观的。中国考虑到有社保

卡，农村支付应该说解决得非常好，特别是我们在农村地区都推广了助农取款点，现在社保卡在农村助农取款点加载了取钱功能，因为农村一些人可能不认识字，农村助农取款点可以按指纹取钱，这个功能正规金融没有办法提供服务，交电费和电话费都可以通过助农取款点解决。中国在普惠支付，人人都能够享受正规支付的方面应该是解决得非常彻底的。我说的这些问题是在他们还不太会用智能手机的情况下，如果他们用手机，电子支付解决得还是不错的。

现在周边国家，包括印度、东南亚国家，发挥后发优势，进展很快。特别是最近印度的一个案例，后发优势比较明显，因为国家出面顶层设计，统一了一个电子身份证系统。支付系统零售支付要健康发展，前端一定要有一个统一的ID。我们现在推动要把人脸、生物特征、指纹、声纹加载到身份证库里面，这个身份证库最好由国家统一提供，比如说身份证核查系统是由公安部门提供的。

数字货币问题我不是最好的回答人选，你们等着出台白皮书吧。至于数字货币和电子支付的关系，我觉得今天这个题目挺好。支付的数字化，这方面人民银行一直在研究，最近可能还会推动可控试点，确实有很多问题也需要在试点中来回答，来解决。应该说有些问题还是开放性的，比如说数字货币出来以后，DCEP和现在电子支付的关系？比如说现在的M0，以后怎么转化成M1？现金存到商业银行就变成M1，数字货币是一个数字现金，这里面确实又要使用电子支付的渠道、载体和场景，这里面就有很大的差别。这个大家可以讨论。我觉得保持我们国家在电子支付特别是移动支付在世界的领先地位，这个战略是毫不动摇的，一切都得有利于这样的战略。这也是一个国际的潮流，因为世界各国，

包括印度、发达国家也都往这方面发展。

赵文彬：现在我们推出人民币结算体系，在欧美发达国家推起来可能比较费劲。你能否说一下，在一带一路甚至在非洲等国家，中国企业跟中国的一些技术容易得到接受的那些国家的进展？

温信祥：这个题目很大，也有很多人出主意，但是目前来讲，国际支付体系还是以美元为主。我个人观点是，短期内这是很难改变的，因为美元有一个先发优势、网络优势，在路径依赖的情况下，后来者是很难有更多的机会。我觉得推动人民币双边跨境使用，更多是基于周边的一些场景，我们有自己的一个备选方案。

孙珺玮：我想请教一下，假如说中美对抗特别是在金融方面，可能在支付领域也会有一些挑战，你怎么看这个风险及可能的应对措施？

温信祥：我们只能说我们有预案，支付风险我们考虑了极端情形下，怎么能够让我们交易、投资、贸易、消费正常进行，这方面我们肯定要有考虑的。

刘利刚：现在中国资本账户还在管制，但是金融服务业在逐渐开放，在跨境支付方面开放的加强会不会对中国资本账户管制造成大的挑战？

温信祥：从目前来看，这两个是独立的事件。从支付的基础设施来讲，我们是修桥修路，至于这条路允许不允许沪牌的车走，浙江的车走，交通警察出规矩，那就属于资本管制的事。还可以限时，8点以后外地牌照不让进来，这都是可以有规则的。目前来讲是两件事。我作为支付司，确实不太涉及这个领域，我们可能会把路都修好，在现有条件下来做互联互通工作。我们希望我们的工作有利于推动资本市场

的开放和人民币国际化，这是我们的目标之一。

刘利刚：我们用热烈掌声感谢温司长！

下一位是由光大证券全球首席经济学家彭文生，演讲主题是“数字货币的宏观含义”。

彭文生：数字货币的宏观含义

彭文生（光大证券全球首席经济学家）：现在我们确实关心数字货币、央行货币跟区块链到底有什么关系？我自己的理解，技术影不影响货币的功能和本质？当然不影响。我一直有一个观点，我们在研究分析数字货币，主要是关心它的公共政策含义，它怎么影响经济和社会。微信、支付宝确实对我们生活有很大影响，中国银联、银行卡、基础设施的改善当然影响我们的生活，从这个意义上讲，不能说技术完全不重要。技术完全不重要的话，那么 Facebook 的 Libra 为什么有这么大的全球反响？所以我们既要关注技术问题，也要关注公共政策的含义，这两个之间有一定联系的。

现在我们是讨论数字货币竞争的问题。传统意义上人民币和美元竞争，美元和欧元竞争，美元和日元竞争，是从总体货币各个功能的竞争。传统意义上讲货币竞争，有人说劣币驱逐良币，后来有良币驱逐劣币。今天好多人相信比特币，是相信所谓良币驱逐劣币，因为比特币弹性供应低，容易保值，法定货币美元、日元、人民币多发超发，可能被比特币替代。我们讲数字经济时代，是数字化提高效率，包括支付效率，所以我认为数字货币是效率和安全的竞争，不是传统意义上币值稳定不稳定的竞争。当然中间可能有点联系，但是它最直接的维度还是不一样的。这里就涉及到所

谓区块链的问题，去中心化、部分去中心化。我必须声明，我对技术基本不懂，区块链更不懂。我曾经读过一些文章，我自己感觉是两极分化，有人认为是骗子，有人认为这是一个伟大的变革，我估计最终可能在两者中间，我们可以有所怀疑，但也不是全盘否认。中国的微信支付和支付宝已经是很好的样板，它就是部分去中心化，Libra 也是部分去中心化，所以实际上我们讲的是效率和安全的竞争问题。

从这个维度，我们怎么看数字货币的影响？首先我们回顾一下现有货币金字塔的架构（图 1）。

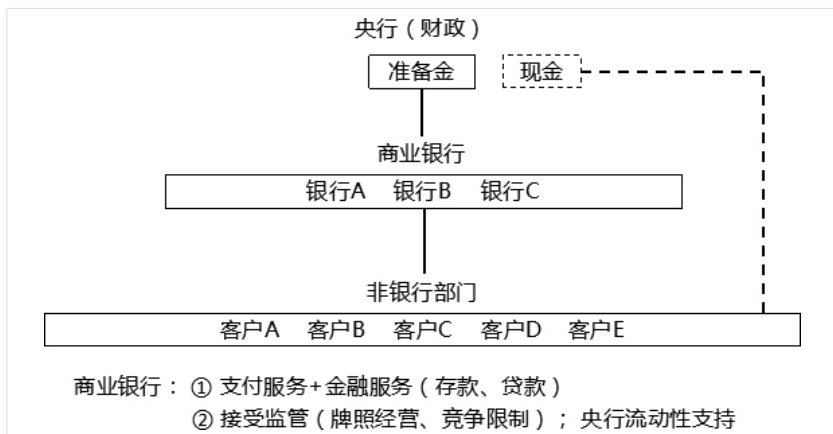


图 1：货币金字塔：传统架构

支付在零售层面，通过银行帐户。如果是跨银行的，这两家银行在人民银行账户准备金清算，以央行为金字塔结构的顶端。它最大的含义是支付体系和金融服务放在一起，这是过去几百年，整个经济社会形成的一个架构。这样的架构今天开始受到挑战了。对数字货币有各种各样的说法，我提出一个我自己的理解，我认为平台支付手段、平台数字货币是最值得我们关注的，因为它的影响最大。为什么平台影

响最大？因为它在现有的金字塔结构里加入了数字平台（图2），支付宝、微信支付、Libra 是独立于传统的银行金融体系的。实际上它把金融和支付分开了，改变了过去几百年的金融架构。

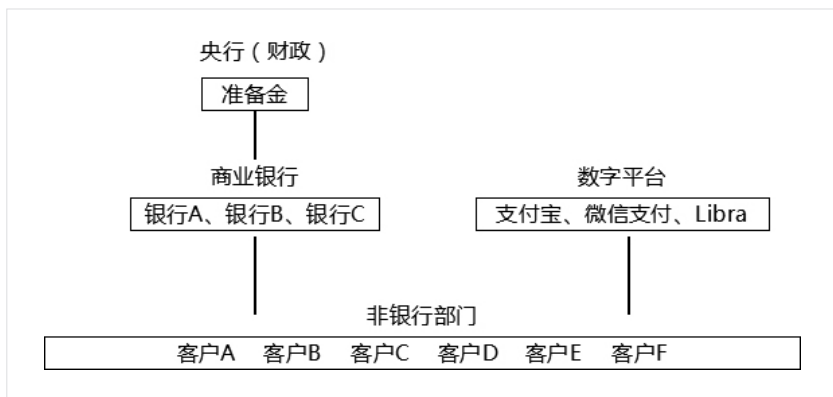


图 2：货币金字塔：传统架构 + 平台数字货币

数字平台和货币有一个共同的特征，就是网络效应。什么叫网络效应？用的人越多，交易成本越低，这样吸引更多的人使用，这个网络也就更大。这两个是天然一致的，是互补的，这就是为什么 Libra 只是一个计划就引起这么大的关注。在 Libra 之前，有很多企业试图发展支付服务，也确实有一些企业做起来，但是没有引起监管机构关注，而 Libra 只是一个计划，就引起那么多的关注？因为 Facebook 是全球最大的社交平台，它已经有了一个网络，在它的网络基础之上可能发展一个新的货币，克服所谓非线性特征（图3）。什么叫非线性特征？一个货币在起步阶段很难发展，用的人少，没有人愿意用，怎么克服起步阶段这种障碍？如果借助一个已有的很大的网络平台的话，它就有可能发展起来，这就是数字平台的重要性。蚂蚁金服的支付宝，腾讯微信支

付就是很好的例子。

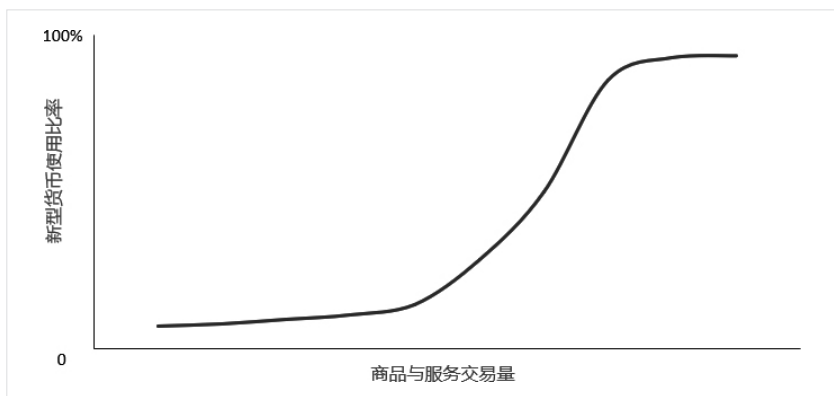


图 3：非线性特征

平台数字货币发展的潜力在什么地方？货币三大功能，应该说支付手段是最有潜力的，因为平台提高效率、加速信息传输速度，所以支付是基础，是源头。在支付的基础之上，是不是延伸其他货币的功能？那是有可能的，比如中国支付宝的延伸余额宝，余额宝就是储值的功能。现在蚂蚁金服做信用、做信贷，是靠资产证券化，资产证券化可以说是批发市场流通性工具。如果哪一天零售方面存款，那就是信贷创造货币了，就变成一个储值工具了。

我觉得平台数字货币的最大限制还是记帐单位。Libra不一样，它野心很大，要有一个独立的记账单位，这就是双刃剑，做成了不得了，但是正因为这样它也很难做成，它挑战了现有货币架构的底线。货币最重要的功能就是记帐单位，这是政府公权力制定的，在中国就是人民币，在美国就是美元，在日本就是日元。所以平台数字货币，我认为支付手段大于储值工具。腾讯发展支付服务，微信支付和支付宝，一个是社交平台，一个是电商平台，和金融没有关系。

今天支付也是 100% 的准备金必须存在央行，这是对传统金融框架的一个重大影响。但是还不止，蚂蚁金服和微信的野心不止于此，Facebook 的野心也不止于支付。支付和金融绑在一起，到底是先有支付，还是先有金融服务？先有支付，银行是怎么发展起来？银行是在黄金作为支付手段的基础之上发展起来的，所以今天的支付同样正在延伸。蚂蚁金服和腾讯做的金融服务，如信贷、保险、理财，它有没有帮助？当然有帮助。

大数据降低信息的不对称，普惠金融提高交易效率，但是也会带来一些问题。比如说新型的产业和金融结合，这个产业不是传统产业，这个产业是现在的平台，社交平台、电商平台。美国花了上百年时间让产业和金融分开，中国实际上也是试图产融分开。这几年我们也有一些问题，但是总体来讲，产融是分开的，银行就是银行，产业就是产业。我们会不会因为平台数字货币回到一个新型的产融结合？这是一个挑战。我们都知道产融结合带来的问题是什么，是重大的利益冲突，前面开店后面开厂，自己吸收存款给自己的产业，所以这是一个很大的问题。平台盈利模式，数字货币为什么重要？就是因为消费者为了获得支付的便利，愿意放弃一部分货币的收益。我们所放弃的货币收益就是金融机构获得的货币收益，传统上叫铸币税。银行赚的钱中相当一部分是因为发展支付体系和货币流动性提供的货币收益。现在蚂蚁金服和腾讯要分一杯羹，所以它对现有的金融生态有大的冲击。

在此基础之上，我们怎么理解央行数字货币？央行数字货币在数字平台基础之上，加上另外一种支付手段。刚才讲的数字平台影响银行、挤压银行，央行数字货币（图 4）影

响谁呢？肯定有影响的。最重要的是它付不付利息。我的理解是央行强调的是支付，也就是零利息。零利息什么意思？替代现金。但是我问一个问题，中国现在还是需要替代现金吗？微信、支付宝不是挺好？我现在已经好长时间没有用现金了。央行是市场监管者，也是一个竞争者。本来央行是监管，但现在设计一个工具跟微信和支付宝竞争，央行既是运行者又是监管者，这两者关系怎么处理？我认为本质上是要替代微信支付和支付宝，不是替代现金，现金已经被替代差不多了。直观来讲央行还是挺照顾自己的体系的，毕竟是自己亲生的。

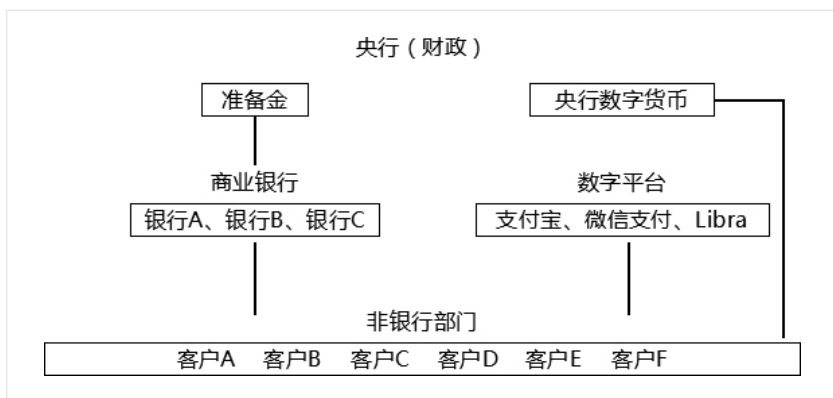


图 4：央行数字货币影响银行和数字平台

从公共政策上看宏观政策、经济政策、金融稳定，如果 DCEP 不支付利息，基本可以忽略不计。我们做市场研究、经济研究，有人关心 $M0$ 是多少吗？没人关心。我们关心 $M2$ 、关心信贷。为什么没有人关心 $M0$ ？因为 $M0$ 是需求决定的，是经济活动的结果而不是原因。假如这个月发工资，一个月 5 万块，由于某些原因给你发 5 万现金，你会因为这 5 万现金影响你的消费行为吗？不会的。所以货币政策

没有影响，财政政策也没有什么影响。央行数字货币理论上可以为挤兑银行提供方便，但是也不是坏事情，如果有一天连银行都不能挤兑了，那就出问题了。这是央行发行数字货币最根本的原因，现金角色还是很重要的，不能用一个私人的工具来替代央行的基础货币现金，不是支付那么简单。我认为提供一个央行数字货币，让你在挤兑银行的时候，有工具可挤兑，从长远来讲是对银行的纪律约束，是维护金融稳定一个重要方面。

我就讲这么多，谢谢！

刘利刚：下面由上海发展研究基金会副会长兼秘书长乔依德先生演讲，主题是“Libra、信用货币和全球货币体系”

乔依德：Libra、信用货币和全球货币体系

乔依德（上海发展研究基金会副会长兼秘书长）：我发言的主题是“Libra 信用货币和全球货币体系”。最近腾讯、微信担心的事情比较多，除了央行数字货币以外，可能也比较担心 Libra。我私下跟他们交谈过，我的观点是不用担心，Libra 出生不了。

为什么这样说呢？6月18号 Libra 发布了白皮书，自媒体、各种报纸上出现了许多文章，唱赞歌的文章比较多，如果大家有兴趣可以翻翻当时的报纸，包括很多名人写的文章。但是在他们对 Libra 的评论中，忽略了一个很重要的问题，就是隐含假定 Libra 能够通过各个国家的监管审核。我认为它通不过，这是我很早就说的话。为什么它进不了产房？首先，它本身存在很多缺陷：对数据和个人隐私权保护不够，Libra 自己不管，交由下面的各个节点管，我觉得这

是不负责任的态度。其次，Libra 对反洗钱、反恐融资没有措施。再次，Libra 的内部管理存在很多问题，用户把钱换成了 Libra，资金怎么托管？谁来托管？有没有监管机制？备付金是怎么计算的？是谁来决定的？都不清楚。最后，Libra 还有货币错配和汇率风险的问题，当然这一部分风险以后可能有一些解决的方法。

最根本的问题是 Libra 挑战和损害了现行的货币制度。第一，它影响了各个国家货币政策的独立性和有效性。假定现在 Facebook 有 27 亿用户，如果 1 亿人把本币换成 Libra，Libra 就会是全球最大的债权人，拥有的资产相当于德国银行的全部资产，它会产生巨大的流动性，影响货币政策。如果一个国家把原来的部分货币换成了 Libra，该国央行再通过货币政策来影响市场利率的效果就大打折扣了，特别是对于小国而言。第二，如果一个国家进行国际贸易的货币以 Libra 来计算，这个国家的贸易条件就会受影响，汇率调节机制也会打折扣。第三，Libra 会影响资本的跨境流动，可能有更多的资金流向 Libra 篮子里的货币，减少非 Libra 篮子里货币的流入，这对各个国家货币的有效性以及财政的稳定性造成了影响。Libra 损害了各个国家发行货币的主权。扎克伯格多次强调 Libra 只是作为支付手段，但 Libra 实际上是货币，具有记账单位、交易媒介流通和价值储藏的功能。周小川行长在讲述了央行的目标和使命后，他说“央行其人员、组织与组织构成对其使命予以支撑，并有法律立法保证，这也是近代文明的一个重要产物。至少目前来说，这与商业机构的目标和使命相去甚远，尚难相信轻易冲击这一文明能有好结果。”他对当前的主权货币做了肯定，认为用私人货币来取代现在的主权货币是对文明的冲击。

Libra 还会削弱了美元的主导地位，所以它也出不了美国。有人说因为 Libra 篮子里美元占统治地位，所以推 Libra 会加强美元的地位，这个逻辑是不成立的。SDR 篮子里也是美元占主导地位，但是美国不赞成使用 SDR。我最近看到美国期货委员会前主席说，很少有美国总统、美联储主席、民主党和共和党取得一致意见的场合，只有对 Libra 他们都采取了否定的态度。所以我认为，它也通不过美元监管机构的审核。

G7 在法国开会的时候有一个声明，要建立稳定币工作组。10 月份这个工作组发了一分调查报告，列举了稳定币的 9 种挑战和风险，包括法律地位、税收等，都存在着风险和 challenge。这份调查报告特别强调，包括 Libra 在内的带有全球意义的稳定币，还有四种风险：货币政策、财政稳定、国际货币体系和公平竞争。G7 工作组的报告的结论很清楚：在没有充分解决稳定币的上述挑战和风险之前，任何全球稳定币项目都不应该实施。美国国会听证会的结论也是这样。Facebook 自己也承诺，在没有通过审核之前不会实施。法国经济财政部长 10 月份在英国金融时报上写了一篇文章，文章的最后一句话是“我们要求金融创新尊重国家主权，无论是政治主权还是货币主权，都不能与私人利益分享”。Libra 难产的迹象已经出现了，Paypal、Stripe、万事达，VISA 和 eBay 先后宣布退出 Libra 协会。Facebook 宣布在美国推出 Facebook Pay，这可能对支付宝、微信支付有很大的冲击。

为什么人们会对 Libra 产生各种不同的看法？我认为前一段时间媒体过度吹捧 Libra。大家只关心货币的物理形态，而没有注意到它后面的货币制度。货币与社会的关系可以粗

略地分为三类。第一类，货币本身具有内在价值。第二类，是以贵金属、储备货币作为本位下的货币。这个货币的形态不重要，可以是纸币，可以是记帐货币，或者是电子货币。最后是信用货币制度，其特征是发行信用货币是国家的主权行为，货币是国家主权的体现，货币发行是由国家信用支撑的，无须其他任何东西做担保。在这一点上存在很多谬误，有人以为人民币发行是靠外汇储备。我听到张五常的讲话，他是很好的经济学家，但在这个问题上我认为他错了，他建议人民币要跟一篮子货物数字化挂钩。现在没有任何一个国家是这么做的。香港是一个特例，香港是货币局制度，银行发行港币要把美元或黄金放到金融管理局。信用货币制度是由经济发展及社会变迁形成的，基本上适应当前人类的发展水平，促进了贸易和经济发展，同时增加了金融的脆弱性，但是到目前为止这是最不坏的制度安排。

我前面讲了一大堆 **Libra** 的坏话，当然我也要讲两句好话，我不是全盘否定 **Libra**，它有一些很有创意的想法，比如便利跨境支付、注意入口流量、促进货币数字化等等。

关于央行 **CBDC** 或者 **DC/EP**，国际清算银行 2018 年下半年调查了 63 家，70% 的央行正在做框架性、概念性的研究，但是很少有进行试点的。**CBDC** 存在数字化法币与电子支付的矛盾，匿名 / 隐私权的问题不容忽视，安全性方面的研究也不足。我的结论是：研究应该积极，但是推出要谨慎。有央行官员 7 月份讲过，数字货币呼之欲出，但是一个月之后又讲没有时间表。现在央行是很谨慎的。

Libra 涉及全球数字货币，但没有一个全球中央银行，就不可能有一个真正的法定意义上的全球货币。未来 20 年、30 年，也许会有多元储备体系、**SDR** 数字化。

最后我小结讲几句。第一，影响货币使用的最底层因素是货币制度，不是货币的物理形态和技术手段，虽然技术手段和物理形态会影响使用。我举一个例子，我们平时不太注意空气的存在，但是你爬到 5 千米高度时，就知道空气多么重要，这就是货币制度的底层的作用，平时感觉不到，但实际上是最重要的。第二，任何跨境支付、结算和流动一般都涉及到主权货币的兑换问题，只能通过制度安排和国际协调来解决。前面讲到的区块链是没用的。最近有很多文章说区块链可以帮助人民币绕过美元等等，这都是胡扯。为什么？你用美元结算，除了特殊情况外，一定是通过美元清算系统的，对这一点我们一定要有很清楚的认识。第三，要拥抱新技术，但不能“技术至上”，技术不能解决所有问题，我觉得这一点非常重要。第四，要就技术谈技术，不要打政治牌。我们常常听到有人说为什么我们要发 CDBC，是因为 Libra 在后面，因为要绕过美国等等，这种态度都不可取。第五，搞创业可以冲动，但是作为学者、决策者还是要全面考虑。谢谢大家！

刘利刚：非常感谢！乔依德先生给我们说明了在数字货币方面存有着哪些底线。下面进行提问环节。

讨论

陈伟恕：现在讨论数字货币，我感觉在这个概念上产生一些误解，其实货币本身就是一个数字问题。现金要点数，银行账也是一个数字，只不过过去数字印在央行账户上。现在讲数字货币，到底是什么意思呢？实际上现在新的网络技术、计算机、甚至于人工智能技术等，怎么在支付清算、信

贷上应用？过去印在钞票上、记在银行的账户上，银行帐户归根到底又是中央银行放出来，倍数增长的一些存款。我们讨论这个问题，要关注到一个真正的要害点上。刚才几位讲的我很赞同，货币不是纯技术问题，是一个社会关系问题。现在出现的比特币也好、Libra 也好，我认为轻易肯定和轻易否定都不对。而且现在的新问题，为什么过去没有出，现在出来了？值得思考。肯定有内在的必要性。

如果回顾过去的历史，比如说我们有金本位，金本位也是发展到后来需要大家公认的一般等价物，后来金本位适应不了新的发展，它在数量上的局限性，对经济的扩张、收缩不能灵活反应，造成通货膨胀或通货紧缩很厉害，就产生了后来的信用货币。现代的信用货币说穿了就是中央银行控制的货币，我们就叫主权货币。只要中央银行认定了，绝对就是合理的，跟过去比是一个巨大进步。

但是现在从世界经济状况来看，中央银行的主权货币未必都很合理。美国几次经济危机，要用货币解决这个问题。最近三四十年，货币不断放数量，现在经济的好多结构性问题跟美联储这几年的政策没有关系吗？这不光是一个世界性的问题，还是一个国与国之间的矛盾问题。中国的主权货币跟美国的主权货币有没有较量？有没有盲目性？我不认为某一个绝对的对，没有这么轻易的事情。现在世界上有 100 多个主权货币，其实是挺混乱的。现在提出一个思路，有没有摆脱或平衡这么多国家主权货币的一种新机制？这种新机制的特点，就是现在的新技术跟老百姓的日常生活紧密相关联。主权货币互相斗争，互相阴谋诡计，互相不负责任，这中间能否找到一个平衡点？我不认为市场都是对的。作为老百姓和企业来讲，第一我要方便，第二我要安全；对

于政府来讲，我就要稳住我也很赞同某些观点，也不完全否定它就对的。

最后讲到货币的问题，今后有几件事情我们都要有准备。第一，货币的本意要求币值稳定，现在货币的不稳定和资产价值的不稳定永远在动荡中间，这是一个基本事实。第二，我们每个人的行动，支付行动、行为隐私越来越少，将来都没有隐私了。所有的大数据都可以归纳起来，但是大数据后面的做假、疏漏、误解，都会充斥在将来社会上。在这样的时代条件下，货币制度面临怎样的挑战，怎么去发展，是很值得研究的一个问题。谢谢！

刘利刚：下一个问题。

赵文彬：我想问一下 John 和欧洲代表怎么看待央行的数字货币，怎么看待 Libra？

John Lipsky：我不是专家。乔依德刚才的发言非常合理。我们在年会上也听到很多专家表达了对 Libra 的担忧，他们也不是非常支持 Libra 和私人的数字货币。不过还是能够听到很多投资银行和其他私人银行正在加紧投资这些数字货币。对我来说还是有一些不确定性，再次声明我不是专家，今天早上很多演讲者都说到了数字货币，现在是数字货币的时代，大家还用现金吗？所以从使用者的角度来说，消费者也不是很清楚对于日常使用，这两者之间究竟有什么不同。

乔依德：刚才讲到不要轻易否定什么东西，至少我没有轻易，我是考虑很长时间的，可以讲讲我自己的想法。比特币刚刚出来的时候，我没有把握，做了很多研究，请了很多搞技术的人到我们这里来讲，也有单位叫我们做报告，我是犹豫的，没有否定也没有肯定。这两三年过来，大家基本上

有一个共识，比特币不能替代现在的货币，因为它有不稳定等很多原因。所以经过这两三年，我自己也看了很多材料，进行了很多讨论，我觉得对货币制度有了进一步的了解。我们的大脑，天天在用，但是我们对大脑了解很少，大家都不知道脑子里是什么组织结构。货币也是这样，看着很简单，其实后面有很多东西。所以6月18号 Libra 一出来，6月28号我们就开了一个小会，我们基本上觉得它有很多毛病，不能够替代现在的主权货币。我们必须面对现实，不能乌托邦，现在的世界是由各个主权国家组成的。当然我可以理解为什么比特币出来，为什么 Libra 出来？现在的货币制度确实存在缺陷，货币政策存在着缺陷，但是用这个办法是解决不了的。怎么解决？我刚才没有时间谈，只有几种可能。二三十年以后人民币可能成为国际货币，如果欧元能占一部分，三个货币可能会提供更平衡的全球流动性，这是一个可能。第二，SDR 现在问题很多，但是它有一个合法性，189个 IMF 成员国都认同它，以这个为基础加上数字化，慢慢推，这是第二个可能性。第三个可能性是一种猜想，我有的时候觉得欧元是一个早产儿，生产了，现在勉强活着，它有一个强大的意志在支撑，欧洲不想发生像一战、二战那样的战争。现在欧洲没有真正的央行，但是有欧盟、有议会，有一点政府的雏形，这个欧盟的发展会怎么样，谁也不知道。如果那个时候全球形成了一个共识，像欧盟一样，我们再也无法打大战，一定要有一个统一的东西，也许那个时候会有一个新的机构出现，不一定是 IMF，可能会出现全球统一的货币，这是我的猜想。

John Lipsky: 可能真的会有这样的世界货币。我想对 SDR 说几句，我们有一个协议，IMF 成员国承诺会使用

SDR 作为一个储备货币，虽然没有取得非常多的进展。现在在民营企业可以发起一些私营 SDR，这部分是没有难度的，可以做 SDR 私人工具。SDR 一篮子货币可能不符合很多民营企业的需求，所以他们希望能够缔造他们自己的一个篮子货币，他们确实在这么做。我觉得这些终端用户的需求如果跟 SDR 现在的设置不一致的话，可能真的会有私人的 SDR。第二，政府是否在支持 SDR 的使用？现在很多政府不愿意使用 SDR。我在想对于终端使用者，使用比特币有什么好处？最大好处就是匿名，可以保证个人的信息安全。此外，由于匿名，终端用户可能在法外使用，可能有一些违法的操作。我之前也跟支持比特币的人谈过，比特币发展速度非常快，他们觉得比特币可能会超出管制者的管制能力，这也是其中的一个问题。我们也提到央行的数字货币，卡尼提出要缔造一个综合霸权货币，但后来也承认，其实也就这么一说，没有深思熟虑。如果仔细考虑一下这个概念，是非常难实现的，我们还是要去思考，如果要使用这个货币，终端使用者能得到的好处是什么？这才是我们问题的症结所在。

刘利刚：央行的数字货币会阻碍人民币的国际化吗？

彭文生：我认为一个货币的国际化取决于经济的体量，当然还有整个市场的纵深以及人们对货币的信心。但是从技术层面上来说，这个真的这么重要吗？可能会出现一些假币的情况，这只是极端的情况。现在我们要做的是什么呢？是积极反哺零售方面的支付。我想说，要完全杜绝人民币的纸币需要还是非常难的，其实人民币也是不分人的，谁都可以使用的，无名的、匿名的。

张礼卿：关于 Libra 数字货币，我没有什么研究，但是

也在想它到底有没有未来。刚才谈到了 SDR、Libra，我就想到 10 年前金融危机发生之后，周小川行长提出，或者有一天可以看到超主权货币的出现，感觉那段时间学术界、政策制定部门也还有一定的期待。后来可能还是美国方面的反对，没有能够再往下走。现在 Libra 出现了以后，是不是给了一点新的机会呢？从目前我的观察来看，Libra 所受到的阻力仍然还是各国的货币发行部门、立法机构，实际上还是国家主权机构在反对。有没有这样一天，这些主权国家想通了，或者假如美元主导的货币体系又引发了一次新的全球货币危机，会不会人们再次回到对超主权货币的追求？实际上就是当年凯恩斯提出的 **bancor** 计划。类似 Libra 的东西会不会再次被人看作是一种可能的替代品？这是我的一个思考。

乔依德：我理解你的意思，因为这几年我们基金会一直在做这个研究。我最后讲的发生什么大事，使得大家觉得要有一个超主权货币，但不会是 Libra。Libra 是私人的全球货币，是私人的商业机构，目标不是提供公共品。超主权货币实际上是一个公共品。我还是建议你可以看一下 G7 工作报告，它讲的非常仔细，讲了 Libra 的各种风险。

第五部分：中国融入全球金融体系

冯润祥（主持人，中国人民银行上海总部国际部主任）：现在进入会议的最后一个阶段，总共有 4 位演讲者讨论中国与全球金融体系的融合，以及整个金融体系相应的监管机制。

第一位演讲者是成均馆大学教授 Kim Kyungsoo，演讲主题是“国际货币体系改革与中国”。让我们欢迎！

Kim Kyungsoo：国际货币体系改革与中国

Kim Kyungsoo（成均馆大学教授）：首先，我想感谢主办方上海发展研究基金会对我诚挚的邀请，使我有机会和大家相互沟通和学习。今天我想跟大家谈两个问题，第一是国际货币体系存在的问题，第二是中国对于整个 IMF 改革的贡献。

当说到国际货币体系，第一个想到的应该是困境。美元成为主要货币也有两难的境地：对于以该货币为全球货币的国家而言，短期国内目标与长期国际目标之间出现的利益冲突，也会影响到全球货币政策以及货币秩序。事实上这样的困境在 21 世纪已经出现，并且绵延了很久。特里芬困境反映为伯南克所说的全球储蓄过剩，他声称国际监测系统有一个结构性缺陷，即缺乏一个机制，无论是市场机制还是其他机制，都无法促使盈余国家进行必要的调整，这可能继续导

致持续的不平衡。最近，特里芬困境被视为最终要么世界将面临日益增长的国际流动性短缺，要么对美元价值的信心将随着不可避免的货币贬值而暴跌。通过这两个特里芬困境定义，可以很好地了解现在的问题。同时，新兴市场也出现了同样的情况，利率不断走低。我们希望刺激经济的发展，应对经济的停滞。在需求方面，我们希望有全球经济的增长，但是在供应方面有一些国家经济表现却不尽人意。还有一个问题，那就是信心，这也是由来已久的问题。其实信心的问题主要是对于人们想法的预测，比如说对于全球资产的预测以及大家心理的预测的。我们还有看到一些国家出现经济萎靡，甚至是收缩，所有这些报道都可以从金融时报中看到，可以说是不绝于耳。我们现在看一看在货币方面，一个国家究竟萎缩多少？看一看美国，同时我们也要关注韩国的国际金融地位。通过图 1 大家可以看到，究竟韩国对于美国来说现在处在一个什么样的情况。

我们再来看一下图 2，美国和韩国净外部资产（NEA）和 GDP 比率有很高的负相关性，这种高的负相关性是由外部资产和资本收益导致的。我们也考虑到整个全球股市是非常萎靡的。美国对其它地区的影响是怎么样的呢？我们可以看到，美国是全球保险公司，其它地区在正常时间支付保险费用以换取保险转让。现在对世界经济重整的时候，美元仍像之前一样重要，一样坚挺。在国际贸易方面也是这样的，更不要说在外汇方面美元的重要地位了。这给我们怎样的启示呢？首选定价方面，在贸易的时候，可能会出现汇率的极大改变。

现在我们观察到什么呢？其实我在这个领域是一个新手。当美元相对于其他货币升值的时候，其它国家对于美国

的进口就会减少，其它国家的贸易额也也就下降了。美元对其他所有货币 1% 的升值，预计会导致美国和其它地区的贸易总额下降 0.6%。通过我们的观察，可以清晰显现出 DCP（主导货币定价 Dominant Currency Pricing），其他国家央行要面对不太寻常的泰勒曲线。

Korea's International Investment Position¹⁾ (% GDP)

	2001	2006	2011	2016	2018
External Assets	32.6	44.3	60.6	83.0	88.4
Direct Investment	3.6	4.7	13.8	20.7	22.5
Portfolio Investment	1.4	9.3	8.3	20.3	26.5
Equity	0.2	3.5	5.7	11.8	15.2
Debt	1.2	5.8	2.5	8.5	11.3
Other Investment	8.7	7.5	12.0	15.8	14.7
Reserve Assets	18.8	22.7	24.4	24.7	23.5
	2001	2006	2011	2016	2018
External Liabilities	43.2	59.1	67.1	64.3	64.4
Direct Investment	9.7	11.0	10.8	12.6	13.4
Portfolio Investment	19.4	33.5	38.1	38.2	38.8
Equity	12.8	26.3	22.7	25.6	25.4
Debt	6.6	7.2	15.4	12.6	13.4
Other Investment	14.0	14.4	15.9	11.3	10.5

Note 1) Derivatives are excluded.

Source: Bank of Korea

图 1：韩国的国际投资头寸

另外是新兴国家所面临的问题。在金融危机之后，韩国政府出台了提高资本流动性的政策，私营部门出现了货币不匹配的现象，后来有所改善。韩国政府实施了宏观审慎政策，这意味着在危机后期外国资本的流入更加不稳定，较高的波动性资本可能意味着较高的波动性。

国际货币体系现在正在改革，它是希望能出现新的安全资产来解决不同的问题。我们现在虽然有非常多的安全资产

在全球进行激烈的竞争，但安全资产之间的套利可能会增加波动。所以央行之间应该要合作，可是从近期来看，这种合作似乎不太可能。

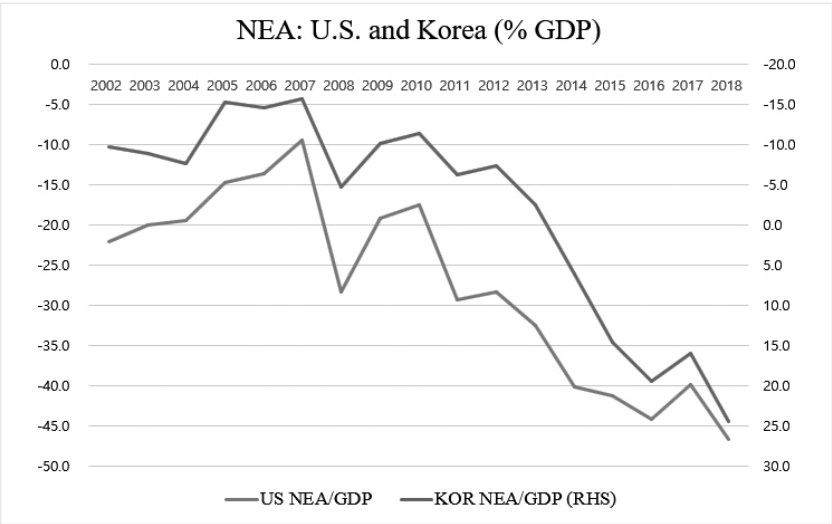


图 2：美国和韩国的净外部资产（NEA）与 GDP 之比有很高的负相关性

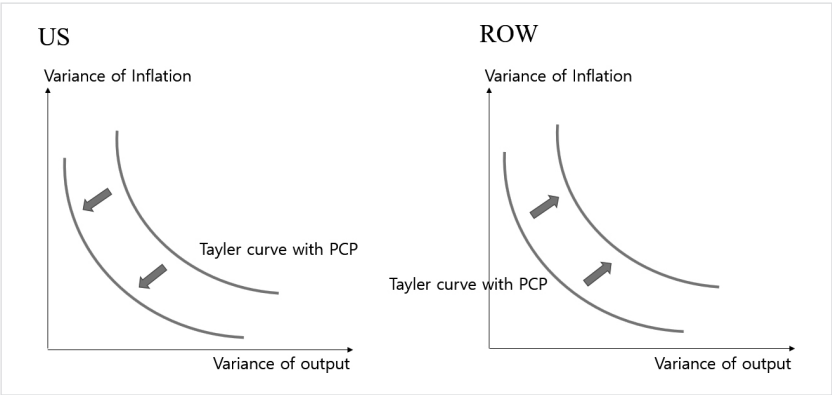


图 3：主导货币定价（DCP）和泰勒曲线

Carney 提出多级国际货币系统，第一是要建立一个多极的货币政策框架。人民币已经进入了 SDR 的一篮子货币中，人民币地位也随之提高，IMF 成员持有人民币资产的份额也在不断上升，并且人民币在每日平均外汇交易量中不断上升，现在中国境外资产超过 GDP 的 10%。这都是令人振奋的精神，但是还远远不够，中国需要更多的举措。首先，人民币应该成为一种跨国界的安全资产，这是让人民币成为全球货币的一个先决条件。现在很多跨境交易还没有使用人民币。另外一方面，如果人民币能够提升它的安全性，就更有可能让发达国家采用人民币来结算。如果人民币是一个基于平台的货币的话，那就能改写人民币的故事。

我们现在观察到平台的数字货币，这些基于平台的数字货币融合了很多的利益相关方。首先，央行是承担借贷的平台，央行数字货币有望成为主要的平台数字货币，但是不太可能在短期内产生重要的影响。基于互联网的平台数字货币，不太可能有重大的影响去冲击现有的国家支付系统。现在还有一种叫新型综合霸权货币 (SHC)，可能会是更现实的选择，综合成霸权货币可以规避 Libra 的问题。

中国在这里占据了一个主导地位，也有非常好的机会。中国人民银行可以成为一个中介平台。现在中国人民银行已经成为第三方支付所有存款的托管人，支付巨头必须 100% 持有现金以支持其支付的正常使用。所有这些变化，已经改变了货币竞争的本质。我们有两个平台，一个是微信支付和支付宝，可能 70% 的用户都会用微信和支付宝，因为这两者的功能有雷同之处，两者之间的竞争也会衍生出很多的商机。另一方面，我们还在主推央行的数字货币。我们不能只是聚焦在互联网推出的数字货币，现在数字货币的前景还是

充满了很多不确定性。可能未来这些数字货币能够吸引更多的消费者，所以我们要扩大访问权限制。现在人民币还是有很多的工作要做，还有很多的空间要去提升。人民币已经可以成为一个中间的货币，一个交换媒介的工具，这点对于人民币的全球化进程来说是至关重要的。这就是我要跟大家分享的。

冯润祥：下面一位是上海对外经贸大学副教授苏立峰，主题是“改革开放后中国金融市场开放程序的分析”

苏立峰：改革开放后中国金融市场开放程序的分析

苏立峰（上海对外经贸大学副教授）：非常感谢主办方的邀请。我演讲的内容是我参与上海发展研究基金会关于“中国金融融入国际金融系统及其对外影响”课题的一部分。最主要的是三块内容。第一是怎么样衡量中国金融市场的开放，我们设计了两个指标。第二是中国金融市场开放的四个阶段。第三是 2018 年 4 月之后，中国推出的一些新的金融开放措施。最后是结论和展望。

首先看一下如何衡量中国金融市场开放的程度。指标主要是利用国际投资头寸。国际投资头寸主要分为直接投资、证券投资、非储备资产、储备资产等内容。在利用国际投资头寸计算时，中国的 IIP 官方数据只从 2004 年开始，我们用了国际收支平衡表中金融项目下的直接投资、证券投资、储备资产等项目，还有其他投资。通过收支流量累积法，从中国 1982 到 2018 年的对外金融资产和国际对外负债进行估算，再用估算数据来除以中国历年的 GDP，最后得出图 1。对外金融资产和对外金融负债两者之和与中国 GDP 比

例，从 80 年代初 4% 的水平逐渐上升到 2018 年的 90%，在 2007 年最高的时候曾经超过 100%，2007 年到现在，指标一直保持稳定甚至有所下滑。

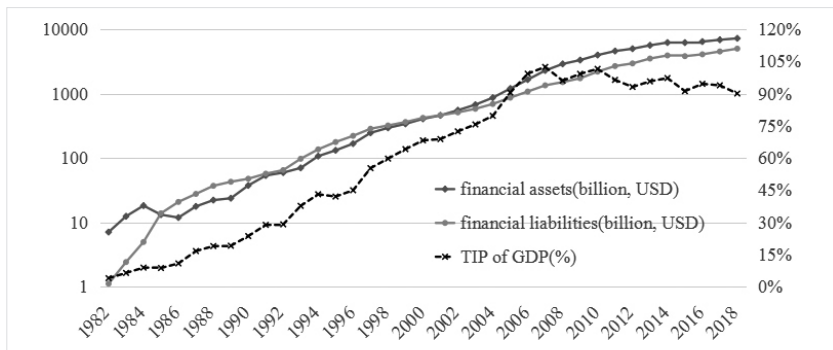


图 1：中国的国际投资资产 / 负债及总头寸与 GDP 比率

另外一个指标是中国对外金融资产和负债的总头寸与世界 GDP 的比例。为了更好地看中国融入世界金融系统的程度，我们把美国的同一个数据与中国做了对比的研究（图 2）。黄线是中国的历史数据，是看左轴，80 年代 1% 还不到，2018 年上升到 14%。蓝线是美国的历史数据，是看右轴，从 80 年代初 15% 上升到 2018 年 70%，最高的时候在 2017 年达到过 79%。比较粗的虚线是中国融入世界金融系统的程度，以美国作为标准来看的话，这样一个相对程度从 80 年代初不到美国的 1%，到现在大概相当于美国的 20%。我们觉得 20% 的程度，应该比较能够客观地反映中国融入国际金融系统的程度或影响力。点状的虚线表示中国的对外经常账户收支，贷方和借方的总额与美国的相对比例，这个指标从 80 年代初第 10% 不到，到现在的 70%，这说明什么问题呢？在经常账户交易当中，中国对世界经济体系的融入程度或影响力已经达到美国 70%，中国 GDP 相对美国的比例差

不多也是 66%-67%，2018 年这个指标比较符合。但是中国金融系统影响力或融入程度大概只有美国 1/5 的程度。

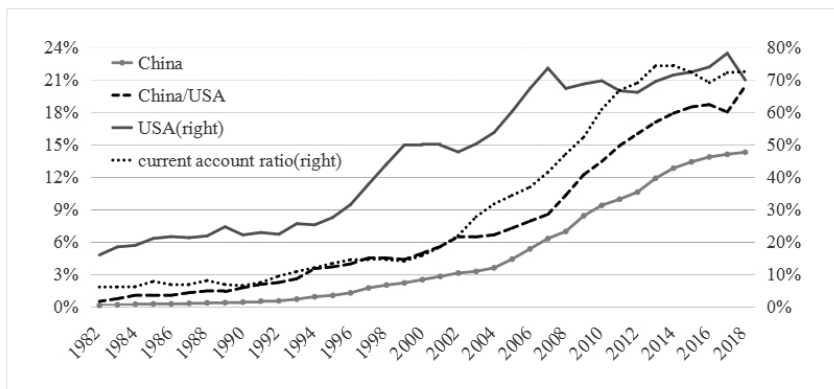


图 2：中国、美国的国际投资总头寸与世界 GDP 比率

图 3 是中国与其他发达国家国际投资总头寸和 GDP 比例的指标，能够看出来英国的数据是最高的，其他国家的数据差别不大。2008 年到 2018 年其他发达国家的数据，大概是本国 GDP 的 3 倍到 4 倍之间。从这个指标来看，中国的差距还是很大的，中国的开放程度还是有比较大的提升空间。

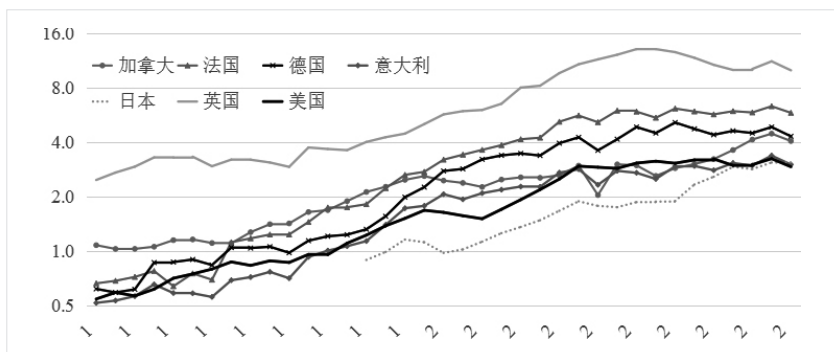


图 3：金融市场开放程度的国际比较
(国际投资总头寸 / GDP)

图 4 中，蓝线是发达国家，虚线是新兴市场国家。相比其他新兴市场国家，中国也是相对比较低的。

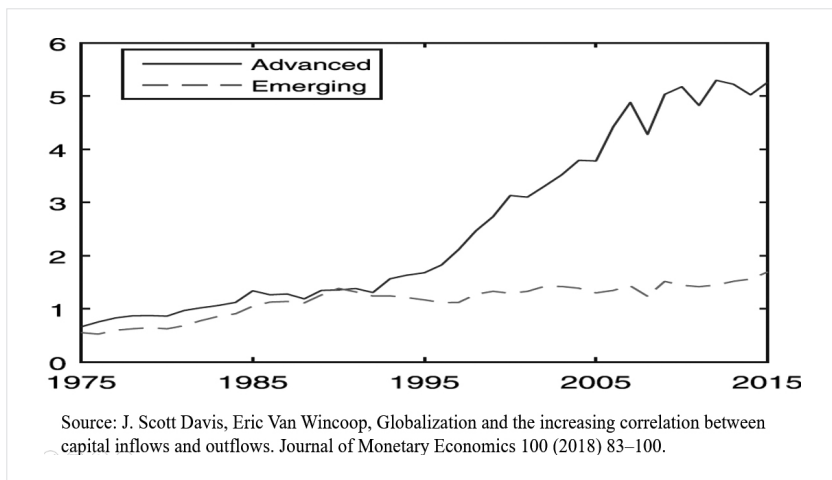


图 4：发达国家和新兴市场国家的金融开放度
(国际投资总头寸/GDP)

根据前面两个指标，可以把中国的金融开放划分 4 个阶段。第一阶段在 2001 年之前，标志事件是加入 WTO；第二阶段是 2002 到 2008 年，标志事件是发达国家的金融危机；第三阶段是 2009 年到 2018 年初，这个阶段中国对外金融开放实际上是停滞不前的，对外直接投资增长是一个亮点；第 4 阶段是 2018 年 4 月至今，标志事件是中美经贸摩擦，新一轮的中国对外金融开放政策又密集出台了。中国金融开放这四个阶段，在银行业市场、证券业、保险业、证券投资、基金业都有比较明显的体现。图 5 是中国对外直接投资的数据展示，黄线是中国对外直接投资存量占全世界的比重，从 2002 年之后上升比较快，2007 年之后的上升速度是非常迅速的。

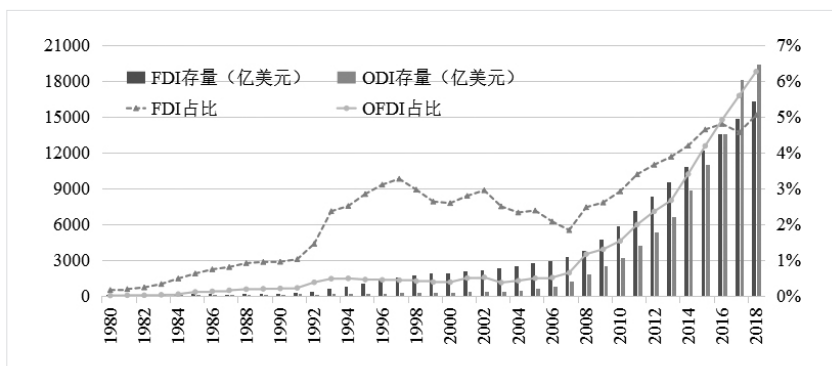


图 5：中国吸收外国直接投资（FDI）
和对外直接投资（ODI）存量

我重点说一下 2018 年初之后金融开放的新措施，这属于中国金融开放第四个阶段。在中美出现经贸摩擦大背景下，2018 年 4 月，首先在博鳌论坛上，易纲行长提出 6 项金融开放的措施，放松对金融机构股权投资的比例限制。2019 年 5 月，银保监会发布金融开放的 12 条。2019 年 7 月，国务院金融稳定发展委员会发布了新的 11 条开放措施。2019 年 9 月，国家外汇管理局取消了 QFII 和 RQFII 的限制。上个月 1 号，证监会发布放开期货公司、基金管理公司、证券公司的股权比例限制的时间点提前了。相信关心中国对外金融开放的人对这些新的开放措施都有所了解。2018 年 4 月，因为中美经贸摩擦，中国又开始推出一些新的对外开放的措施，而且是密集出台，这是第四阶段的情况。

最后说一下中国对外金融开放的结论和展望。首先，从结果上看，在改革开放的 40 年间，中国已经在很大程度上融入了国际金融系统，取得了很大的进步，这是不能否认的成果。但是与发达国家相比，甚至与新兴的发展中国家相比，差距仍然是有的，中国对外金融开放的空间还是很大

的。其次，从过程上看，中国融入全球金融体系的过程呈现出比较明显的阶段性，呈现出“先慢、后快、再慢、再快”的特征。最后一个阶段到底快到什么程度，可能还存在一些不确定因素。但是从当前已经出台的开放政策来看，最起码从中国政府的金融监管管理部门来看，开放的心情是很迫切的。最后，从结构上看，中国金融业和金融市场对外放、融入全球金融体系，还存在一些不太均衡的现象。这些不太均衡的现象，我总结三点，可能不一定很全面。

第一，更重视本土市场的对外开放，对本国的金融机构“走出去”关注比较少。2018年4月之后，新出台的措施更多的是对外国的投资者和外国资本开放中国的市场，但是好像比较少关注中国的金融机构如何去走出去。我觉得也可以考虑一下这块内容。

第二，很多学者都已经得出了一个结论，中国的资本输出结构和输入结构仍然存在着不均衡的现象，利益流失大。从国际投资头寸表来看，中国是一个净债权国，每年投资收益基本上都是负的，极少数年份是正的，这也是不均衡的现象。

第三，中国资本进出的部门结构不平衡，有进一步改善的空间。主要是官方部门和私人部门资本进出的结构，这个结构可能也有待于进一步改善。

我的演讲结束了，谢谢大家！

冯润祥：第三位演讲者是上海发展研究基金会研究员何知仁，演讲主题是“中国金融对外影响的渠道和重要性”。

何知仁：中国金融对外影响的渠道和重要性

何知仁（上海发展研究基金会研究员）：各位嘉宾早上

好！我就接着苏老师的话题，说说中国金融有什么对外影响。刚刚苏老师更多的是从总量指标谈，我可能稍微细一点，但是因为太过庞大，所以请允许我提供一些信息，引发大家的一些思考。我分两大部分，第一是谈一下中国金融对外影响渠道的总体框架。第二是各个渠道对外影响的重要性。

我们是怎么来分析中国对外金融影响？图 1 从三个方面来看，一个是中国的对外金融活动；一个是人民币的国际化；最后是中国的宏观金融政策。在每一个方面，又有一些细分的渠道。有些渠道我们觉得是重要的、直接的，用粗线来表示；有些目前来看还是间接的或潜在的，用虚线来表示。

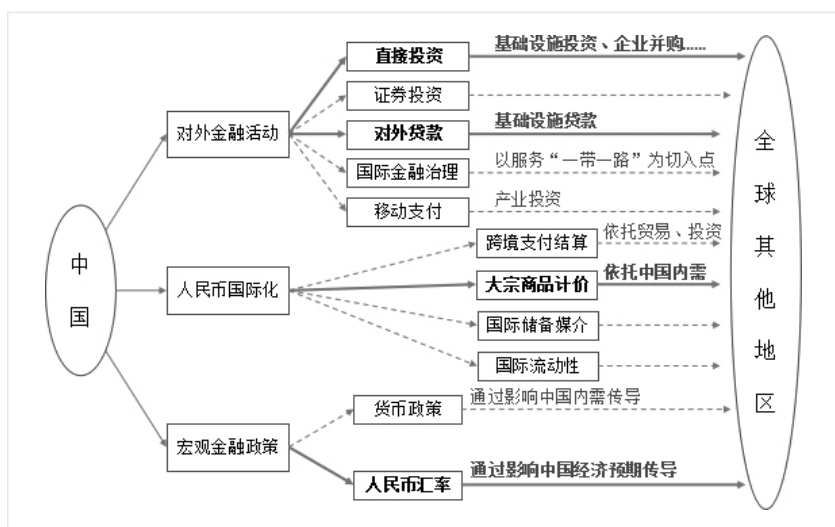


图 1：中国金融对外影响的渠道
——主要渠道紧密依托实体经济

对外金融活动，中国目前主要是通过直接投资对外贷款，这些直接的影响比较显著。证券投资就比较小。国际

金融治理目前来看还比较间接，很难定量说它有多少影响。前面很多嘉宾提到的移动支付，中国的支付宝、微信会带动一些国家的产业投资，比如说支付宝在亚洲的 9 个国家都和当地的企业合作，建立了本地钱包。但是在更大范围内，它更多是激发了其他国家也发展类似的移动支付，所以它也是比较间接的。人民币国际化从国际储备角度来讲，现在也没有太大影响，更多的是提供一种备选的方案。宏观金融政策，人民币汇率确实对金融市场以及对一些发展中国家的汇率有一些影响，但是货币政策影响可能就比较间接。重点是现在所有的这些主要渠道，仍然是紧密依托实体经济的，比如说直接投资对外贷款。我们对新兴经济体基础设施投资，包括人民币国际化，也是紧密依托贸易投资，金融一向是经济的延伸，但是现在延伸的程度还是比较小的。

接下来让从中国对外金融活动说起。图 2 对比了中国和日本的对外金融活动，左边一栏是金额，右边一栏是金额占所有项的比例。中国和日本恰恰相反，中国是储备最多，日本是证券投资最多。这也没有什么别的原因，应该说就是中国资本账户没有完全对外开放的结果。是证券投资对外开放是最低的，所以它最少，对外贷款是其次，因为有一些资本管制。所以储备反而是最多的，这是非常直接的逻辑。它对全球有什么影响？理论上讲，应该是储备对外影响最大。我觉得储备对外确实有影响，包括昨天的发言也说到储蓄过度，包括 811 汇改中国损失了外汇储备，同时对美国国债收益率也产生了一定的冲击。但是刚刚说的事都过去了，现在来看中国储备变化还是比较小的，从未来看，如果中国一直保持这个储备比例不变的话，它在全球占比会越来越小。

2019年3月中国国际资产头寸			2018年12月日本国际资产头寸		
	金额（亿美元）	占比		金额（亿美元）	占比
直接投资	19275	26.11%	直接投资	16532	17.85%
证券投资	5456	7.39%	证券投资	41018	44.29%
衍生工具	85	0.12%	衍生工具	2927	3.16%
其它投资	17039	23.08%	其它投资	19383	20.93%
储备资产	31962	43.30%	储备资产	12762	13.78%

图 2：中国与日本的国际资产头寸对比

2018年底中国对外直接投资规模前十		2018年底中国对外直接投资占接受国全部直接投资的比例前十	
国家（地区）	金额（亿美元）		
中国香港	11003.9	朝鲜	63.03%
开曼群岛	2592.2	塔吉克斯坦	70.46%
英属维尔京群岛	1305.0	中国香港	55.10%
美国	755.1	开曼群岛	49.33%
新加坡	500.9	津巴布韦	32.45%
澳大利亚	383.8	吉尔吉斯斯坦	35.56%
英国	198.8	中国澳门	30.25%
荷兰	194.3	阿富汗	25.78%
卢森堡	153.9	柬埔寨	25.16%
俄罗斯联邦	142.1	也门	26.93%

图 3：中国直接投资对外贷款的对外金融影响

我们主要分析直接投资对外贷款的金融影响。图 3 是从直接投资的角度来说，左边的表反映中国对外直接投资最大的投向目标，除了一些离岸金融中心、中国香港以外，更多的都是发达经济体，美国、英国、澳大利亚、荷兰。右边是反映中国对不同国家直接投资占各国家吸收全部外来直接投资的比例，除了一些离岸金融中心外，排在前面的恰恰都

是发展中的经济体，朝鲜、吉尔吉斯斯坦等。真正要看对外影响的话，还是对发展中经济体影响更大。

从行业角度来剖析中国对外直接投资，图 4 可以看到在不同国家行业的分布是明显不同。在发达国家欧盟、美国，在高端制造业中，中国的直接投资比例是最大的。在资源型国家澳大利亚、南非，对采矿的直接投资最大。在一些发展中国家，基础设施、建筑业可能是投资最大的。所以说对发达国家，中国可能更多希望通过直接投资来获取中国没有的一些优势，比如说技术、品牌；但是对发展中国家，可能更多是开发投资，利用我们基础设施方面的优势进行开发投资，获得长远的利益。所以这两者的动机及其影响都是不一样的。

	欧盟	美国	香港	澳大利亚	非洲
制造业	29.50%	23.50%	6.90%	6.00%	13.00%
金融业	18.80%	14.90%	12.30%	7.00%	11.00%
租赁和商业服务业	11.90%	13.20%	48.60%	10.00%	6.4%
采矿业	15.90%	7.20%	4.90%	51.00%	22.70%
信息技术服务业	2.60%	8.90%	2.20%	—	—
批发及零售	5.50%	8.00%	12.50%	2.60%	—
房地产	3.50%	5.5%	3.50%	10.80%	—
建筑业	—	2.30%	0.50%	1.10%	32.00%

图 4：中国对不同地区的直接投资行业分布

图 5 中，对外贷款影响的国家主要是发展中国家，我是用各个国家吸收中国贷款余额除以这些国家的 GDP，大多数非洲及亚洲国家的比例是很高的。

2017年对中国债务余额/GDP 前十	
吉布提	96%
汤加	42%
马尔代夫	35%
刚果	34%
吉尔吉斯斯坦	33%
柬埔寨	32%
尼日尔	30%
老挝	29%
赞比亚	27%
萨摩亚	27%

图 5：中国对外贷款的主要影响国家

总结一下中国对外金融活动的国际影响，主要是通过直接投资贷款发展中国家，对其基础设施和采矿业进行投资，这些行业对经济增长和就业有直接的带动作用，是比较显著的。对发达国家更多是通过直接投资高端制造业、服务业，这些投资对经济的带动相对有限，而且直接投资不是发达经济体的主要融资渠道，比如说美国的直接投资只占全部投资的 24%，更多是证券投资，中国读证券投资恰好是弱的。从这个角度来看，中国对外金融活动对发达经济体的影响是比较有限的。

我再谈一下人民币国际化的对外影响。如果看 BIS 三

年一度的央行调查数据，图 6 显示，人民币在全球外汇交易中的成交额和其他发展中国家的货币相比，上升是比较快的。

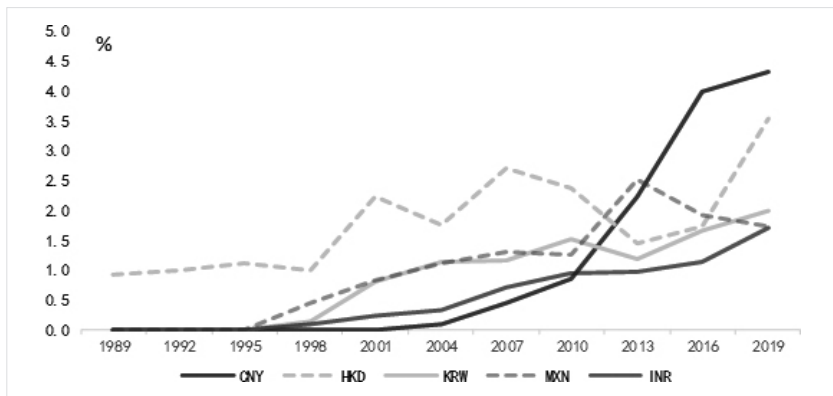


图 6：人民币在全球外汇工具成交额中的比重

人民币跨境使用占全球比例只有 1%，虽然近年来人民币跨境使用在数量上增加很大，但是这个贡献主要来自对内的证券投资。境外机构持有人民币资产增长，主要来自于股票和债券，所以这是一个对内的证券投资开放的自然过程，并不能说人民币吸引力增强。本来就有往里面进的需要，你开放了，人家就进来，必须使用人民币。从这个角度来讲，这种对内的证券投资，对人民币国际化在国际流动性和利率方面的传导影响还是非常小的。在人民币计价方面，确实有一点进步。上海原油期货和美国 WTI（西德克萨斯中质原油）期货总体走势一致，但是它的价差还是反映了人民币汇率以及中美内需差别这样一些因素，说明上海原油期货里定价里确实有一些中国自身的定价因素，对大宗商品的定价有一些作用。

最后是货币政策和汇率。我们的大致结论是，亚洲对贸

易依赖程度比较大的经济体，他们本国进出口以及汇率会受到中国的一些影响，说明传导渠道仍然主要是通过实体经济以及金融市场的对经济的预期。

我小结一下，如果未来经济继续增长放缓，中国金融对外影响的扩大会受到一定程度的限制。由于中国资本账户开放方向没有变化，所以中国金融对外影响蕴含巨大的潜力。刚刚没有展开说人民币国际化以及中国积极参与全球金融治理，这个影响没有办法定量描述，我相信这个潜在的影响还是非常大的，既巩固了当前的全球金融体系，也是提供一种新的备选方案。谢谢！

冯润祥：最后一位演讲者是标普全球首席经济学家 Paul Gruenwald，演讲主题是“中国债券市场：信用评级机构的进入”。

Paul Gruenwald： 中国债券市场：信用评级机构的进入

Paul Gruenwald（标普全球首席经济学家）：非常感谢，我非常激动，作为最后一位演讲者，我希望我的演讲更加有趣一点，希望给大家带来一点好消息，因为两天的话题比较沉重，大家心情比较沉重。习近平主席在佛罗里达会见特朗普总统的时候说，中国会成为国际公司评级国内债券市场的拥护者，我非常高兴标普已经成为首家可以评价中国境内债券市场的国际公司。

正如我刚才给大家介绍的，我们现在已经得到中国人民银行的批准，成为首家可以评级境内债券市场的一家国际公司。这是一个非常好的消息。为什么这个消息这么重要呢？

我给大家介绍一下背景。真正的问题是，我们如何去评级这些中国的债券市场？如果我们能够独立有效去评级的话，那我们就能提升资本市场的有效性，让资本市场更加透明，这也会给我们带来更多的国际流动性并且能够推升中国债券市场平稳的增长。

我在这里必须要声明，信用评级是对于信用质量的评估，并非买入和卖出的推荐。首先介绍一下中国发行人和美国发行人的差别。

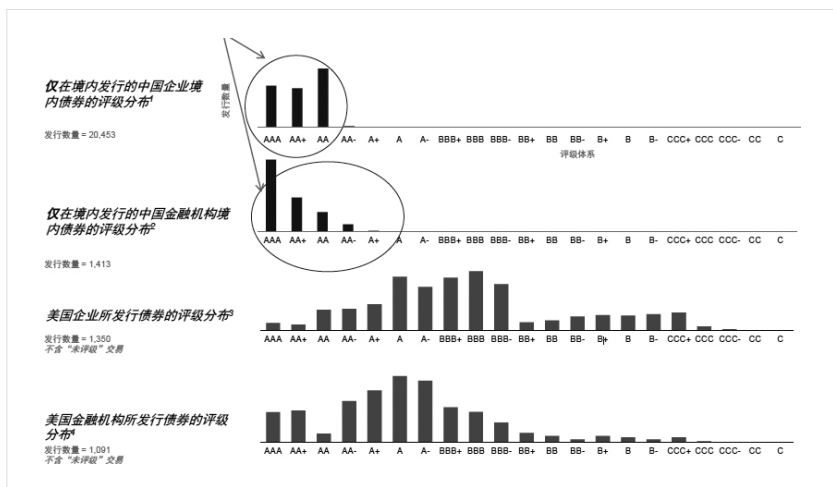


图 1：中美企业警备债券评级分布

图 1 最上面的两行是中国企业境内债券的评级分布，下面两行是美国的。美国是一个很好的对标，美国市场非常复杂，可以看到中国的平均评分都在 AA 级，而美国的平均水准在 BBB 级。我们有非常多的信贷风险，有非常多的信贷实体，它们共同组成了一个评级系统。我们如果要合理评级的话，必须要考虑到整个经济的产出和整个系统。待会儿我给大家解释一下我们方法论如何帮助中国的金融机构得到

更好、更合理的评级。

我们聚焦一下一个健康的债券市场是怎么样的？我刚才已经提到一些评级的范围，图 2 是标普对美国企业的全球评级体系，包括 3A 到 B 级。可以看到零波动利差是随着信用质量下降而上升的，我们视为这是一个健康的债券市场的特色。如果我们再看一下中国的债券市场，中国债券市场其实只聚焦 AA 或 AAA 级，因为他们必须要得到 AA 以上的级才能得到信贷，这也就是为什么中国企业一般都是 AA 或者 AAA 级。我们看到在中国的评级市场，这些评级的零波动利差是大大高于美国的评级的，这是我想给大家介绍的一个背景信息。

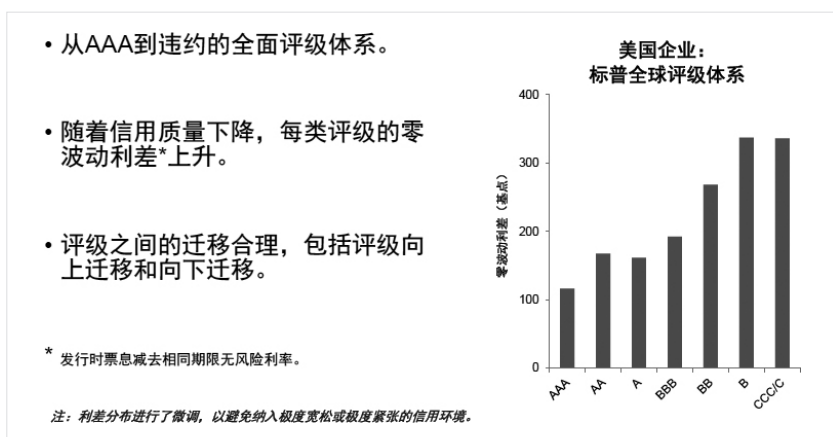


图 2：从评级角度看，健康的债券市场是怎样？

现在再来看一下我们之前所取得的一些进展。标普设立了一个针对中国本地市场的评级系统，是利用标普的全球资源，关注中国本土，对标其他的国家的体系。我们致力于创设一个针对中国本地的评级体系，我也会跟大家详细介绍一下这个评级体系，同时我们也受到市场和监督者密切关注。

- 评级限于AA或更高评级（受投资者推动）。
- 每类评级的零波动利差*大大高于美国的同类评级。
- 随着信用质量下降，零波动利差并未上升。

* 发行时票息减去相同期限无风险利率。

注：利差分布进行了微调，以避免纳入极度宽松或极度紧张的信用环境。

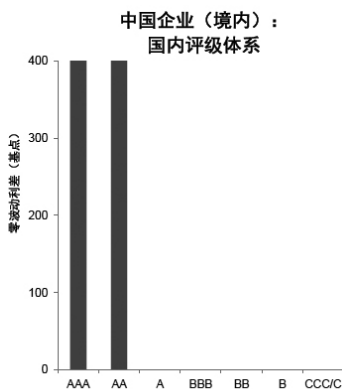


图 3：从评级角度看，中国债券市场是怎样？

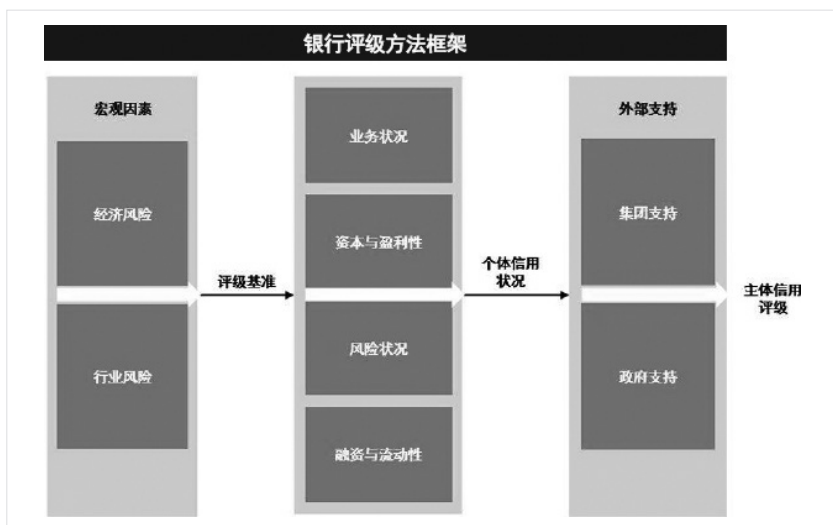


图 4：银行评级方法框架

我觉得最有趣是中国企业希望我们能够进行广泛的测评，我们已经有 100 家中国公司进行评级。现在有非常多的新兴市场，在这些新兴市场中有非常多的挑战，这些挑战包

括监管和运营的挑战，以及如何根据本地市场来调整我们的规则。图 4 是我们现在所制定的一个评级方法框架，从宏观因素看起。



图 5: 已发布评级（工银租赁、泸州银行）

很多人问我，宏观经济学家在评级里面扮演着什么样的角色？在标普有 100 个信贷的评级师，我就是其中之一。我们去建造一个评级的宏观背景，为后续评级做好筹备，所以我们会去看经济的风险、行业的风险，预测未来的走向。我们公司每个人必须要利用同一个背景信息，宏观因素涵盖了经济风险和行业风险，构成我们的评级基础。在此之后，我们会看公司具体的状况，比如业务状况、资本与盈利性，这是非常重要的信息，我们把这部分叫做个体信用状况。个体信用状况如果好的话，不一定得到非常好的政府支持。在中国信贷市场，政府扮演着重要的角色，所以右边一栏重

点关注政府对企业的支持。这些因素构成整个完整的框架，这是我们的方法，我们公司所做的每一个评级都必须使用这样一个框架。我在 IMF 工作过，有一个部门叫 PDR，现在叫 SPD，这个部门是要确保 IMF 资源的使用者都使用得到公认的框架，我们这个评级方法跟 IMF 异曲同工，凡是我们的评级都使用同一方法。

现在给大家展现一些例子，具体见图 5。

整个信用评级分三个步骤。我并不是一个分析师，如果大家问我很技术性的问题，可能我无法回答。但是可以看一下整个流程，看一下最上面工银金融租赁，个体信用是 A+，如果有了政府支持，信用评级会变成 AAA。工银金融租赁是中国工商银行的一个分支，并且是政府完全支持的，有政府背书，会变成 AAA，这就是为什么当前整个评级是 AAA。我们会把相应机构连接在一些主体上，比如说工银金融租赁我们会连接到工商银行上，因为主体已经有了政府的资助，所以能够得到 AAA 的等级。泸州银行的情况也是一样，我们通过专业的分析综合考虑之后，做出判断。究竟要给它怎样的等级？究竟评级要去何去何从？其实我们要做的就是考虑金融变量，涉及到 100 多个或数百个资产负债表或者报表。

其实标普是在全球范围内，也是使用的这个方法论的。最后市场情况的分布见图 6，主要在 3B 或者 3B- 的区域中，这与美国的情况是一脉相承的。图 7 是按照行业划分的一个分布。

在中国信贷市场，可以看到各种各样的公司资质以及信用评级，其实这些公司评级分布和全球范围内的大致分布应该是一样的。结合这些公司的财务报表，最后给企业做出

综合的信用评级。图 8 是按银行类别进行划分的，四大行用红色来标记，棕色是农村银行。图 9 可以看到银行信用状况的分布。

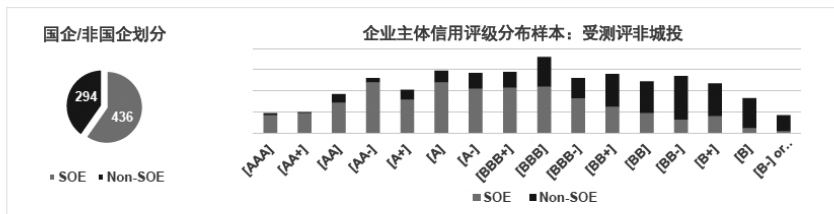


图 6：企业主体信用评级分布样本：受测评非城投

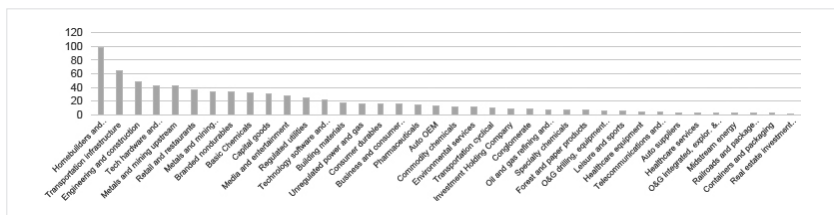


图 7：受测评非城投企业按行业划分

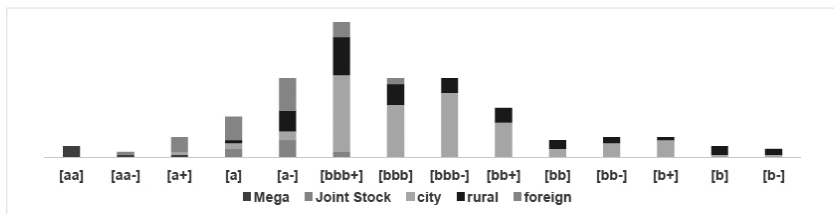


图 8：受测评银行的个体信息状况分布样本，按银行类别划分

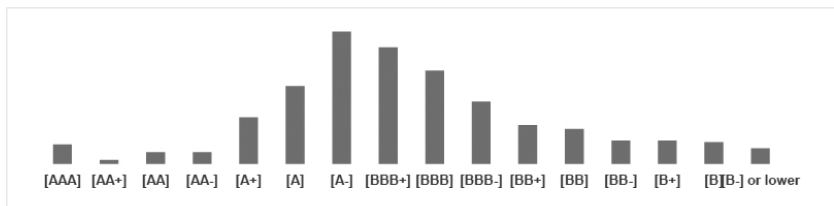


图 9：受测评银行的主体信用评级分布样本

我们认为，中国现在需要思考的是激励目标以及之后要多久实现目标。我们要打造的是什​​么？是根据国际经验打造信用的文化。我们要认识到，的确有各种各样的经济风险还没有被很好地了解、估算和测量。中国进展的速度，是时快时慢，但是无论怎么样，我认为还是比较积极的。我们可以看到中国现在的信贷市场有足够的信息，并且通过定价或信用评级，我们可以让中国更加对标国际标准。谢谢各位！

讨论

冯润祥：非常感谢！现在四位演讲者已经完成了他们的演讲，我们有 20 分钟的问答时间，大家有什么问题吗？

刘利刚：我有三个问题。第一个问苏教授，刚刚你说到国外资产在中国金融资产中占比多少的问题，我们都知道中国的外资银行资产的占比大概是 1.5% 左右，而在中国加入 WTO 之前大概是 2.5%，这意味着中国的金融市场似乎是更加封闭而不是更加开放了。我希望能用这样一个基准或者对标来测量中国的开放，从这一方面来看中国市场开放非常有限。

第二个是对 Paul 先生。你说到信用评级，还有美元的信用评级、中国股权评级，这个评级将如何转化为刚才所说的中国 A+ 的评级？在整个评级体系中有什么排名先后吗？

第三个问题，在最后一节中我们说到了技术，我们也说到这是一个非常重要的主题，比如说大数据。在这一方面，评级如果能出现，是非常符合时宜的，可以帮助我们缓慢打造这样一个评级体系。如果有大数据技术帮助我们搜集各种各样最新的信息，我们就可以做实时的评级系统，我们如何通过这种方式来改变现有的状况和体系呢？

苏立峰：我部分同意刚才这位先生做的一些评价。中国的金融市场开放在 2001 年之前是非常缓慢的；2001 年到 2007 年之间因为有入市的承诺，一度加快；但是 2008 年之后，因为主观和客观原因而降低。客观原因就是外部的原因，因为发达国家出现金融危机，很多外国投资者把资金撤回回去，可能对中国市场关注就比较少了。主观原因是中国更加关注自己的经济发展、金融发展、以及金融改革，对外开放的关注更少了一些。我不代表官方的观点，只是我个人的推断。可能对外国投资者而言，金融监管部门也在有意无意间有一些非正式的行政壁垒。在 2018 年之后，为什么中国金融开放又突然活跃起来？一个因素就是中美经贸摩擦，这可能是一个巧合。2018 年 3 月份，特朗普发动对中国贸易战，2018 年 4 月份，易纲行长在博鳌论坛宣布新的金融开放措施，这可能是一个巧合，因为我觉得不太可能刚发布贸易战，中国官方只有十几天的时间就出来一个应对措施，这说明中国在金融对外开放这个领域的主观愿望还是有的，也准备好了推出一些措施。刚才这位先生还提到一个问题，如何对标更发达国家的金融开放，我在演讲中更多阐述了中国金融开放取得的进步，对中国金融开放还存在的一些问题没有太多的说明，这可能是在中国讨论问题的一个固定套路，要先说一下我们的成绩，然后再说一下我们哪些地方有不足，如果只说不足，不说成绩，可能就不太能被接受。未来中国金融开放上大概是一个什么样的发展态势呢？我觉得很大程度上取决于中美之间经贸谈判的结果。从好的结果来说，中美之间达成双方比较满意的经贸谈判协议，中国对外金融开放进展会非常快；如果达成一个双方不太满意的协议，那中国金融开放也不会止步不前，在这个领域我们还

是可以做一些工作的，还是有比较大的进展空间的，我不知道我的回答能不能够符合这位先生的想法。谢谢！

Paul: 我快速回答一下你的问题。我同意你的观点，我比较喜欢谈的是信用评级。信用评级是去看我们政府或者企业能不能及时偿付他们的账款，所以我们信用评级在标普有一个 Market 的部门，我们会去看报表，最后会有一个信用的分数，比如说 3A 或最低的 CCC。IMF 的数据对我们评价金融系统的安全性非常重要。我们跟很多公司有非常深度的合作，基本上尽我们所能使评级是公平的。另外我们和其他委员会要再次评价这些评级是否公正。你也说到一些对标的体系，标普全球是一个非常大的系统，所以我们可以把人民币的评级和其他主权货币进行对标，但是现在还没有一个非常公正的方法和标准去做全球主权货币的评级。未来我们会得到更多的数据，特别是中国的数据，比如跨境贸易的数据。但现在要去对比这些主权货币，比如说美元和人民币的货币评级，可能是不太合适的。

Cheong Youngrok: 我们说到中国金融市场，不管是政府、资本市场，都有一些海外的敌对情绪，如果说到资本的限制或金融的发展，要应对这些挑战的关键点在哪里？

乔依德: 我觉得对金融来说，最根本的要求或目标就是为实体经济服务。为实体经济服务，我想有两个层面应该考虑，第一是能够提供合理的融资，合理就是成本由市场决定，资金到效率比较高的产业。第二层意思，资金还能到今后发展的新兴行业，能促进经济继续发展，这个不一定是银行，可能是投资基金等。当然对任何金融来说，最关键的就是要防止风险，要有一个平衡，不能出现颠覆性的危机。拿中国来说，也有做得好的，也有做得不够好的。移动支付

发展得比较好，在适当的时候政府还是有一些干预的，因为最后备付金要集中到中央银行，这一点国外没有解决。做得不好的是 P2P，出现很多问题。

所谓资本开放，对中国经济而言是一个两难的问题。2015 年要完全开放，最后也没有，原因是当时资本市场出现了很大的问题，汇改也没有完全改好，所以现在中国对资本账户开放是非常谨慎的。

刚才有一个问题，国外金融机构在中国的总资本从 2.5% 降到 1.5%，这个事情不能很简单说中国是关起门来了，对数字分析还要有一个全面的考虑。最简单的例子，很多投资资本都出去了，四大国有银行上市的时候，有很多外国银行参股，后来差不多都走了，当然数字就下来了，这很难说是关门。

赵文彬：首先我很赞同刘利刚的观点，中国很大的问题是金融改革的严重滞后，已经是制约经济继续发展的一个很大的问题。我在很多场合也用你刚才说的数据，2018 年底外资银行占整个银行业资产比重不到 2%。我还用另外一个数据，中国现在有 120 家世界 500 强企业，但是 50% 的利润是被几大银行给赚取了，这是极其不合理的现象。银行躺着赚钱，躺着赚企业的钱，赚我们个人的钱。因为改革实际上是利益的重新分配，怎么样把钱给个人，给民营企业分得更多一点，我觉得这个特别重要。所以我们在不同场合一直呼吁金融改革太慢了。我觉得上海发展研究基金会做这个研究特别好，我们能不能换一个角度，除了看中国对外的金融影响，是不是看外资对中国的金融行业有什么样的影响？比如说美资是什么样的影响，日资、欧资甚至韩国的资本在我们金融行业是什么样的影响。这个会很有意思，因为这套

体系已经有了，这样的话可能对我们下一步金融改革会有很大的启发。谢谢！

冯润祥：如果没有人提问的话，还有一两分钟，我对最后这个环节几位演讲者提到的一些建议做一个简单的回应。我在人民银行工作，这两天的研讨会我一直是一个聆听者的角色，我感觉受益丰厚。

我回应第一个问题，关于中国国际金融治理。如果大家注意到中国在 IMF 的份额，我们现在是第三，SDR 里我们也是第三。所以国际金融领域经过中国政府、中国监管当局和 IMF、世界银行的共同努力，国际社会对中国几十年金融改革开放所取得的成绩给予了非常好的肯定，我们在国际金融治理领域有非常好的成绩。另外讲治理，讲对国际金融或者国际货币体系的贡献，体现在权利和义务两个方面。中国能给全世界的投资者，给国际金融体系提供什么机会？这个我们也要考虑。正是因为国外评级机构给了这么好的鼓励，人民币的国际化，或者国际信用在债券市场。最近几年的发展是可圈可点的。我们旨在为全世界银行或者货币当局提供投资人民币的服务。到目前为止，包括国际机构在内，差不多有 50 多家货币当局开立了人民币账户。主要投资品是中国的国库券和一些准国债券，这几年增长也是非常快的，因为自从 IMF 把人民币放到 SDR 货币篮子里，天然给了人民币很大的吸引力。我们在为全球货币体系安全性和新产品的提供方面有很好的进展，可能也是一种比较安全的资产，我们愿意继续这样做。

第二，国际投资者在中国市场的份额有点萎缩，这也是一个事实。我们看到国际投资者萎缩的同时，还要看到中国私营领域的崛起，尤其是中国小银行的崛起，他们为中国经

济提供了过去必须由外资银行提供的服务。私营领域的崛起，部分替代了非国营领域的金融服务。所以我们提出准入前国民待遇，要按照 WTO 的要求，提供一个更公平、更透明的竞争的环境，让大家来公平竞争，陆续改善中国的营商环境。实际上去年开始，人民银行上海总部采用问卷调查的方式对所有的外资在上海的机构，每半年进行一次市场调查，问他们对我们有什么意见？有什么建议？我们在什么地方还做得不够好？我们在和国际标准方面、监管领域、透明度方面哪些做得还不够？这些工作我们正在做。

第三，有一位演讲者提到中国金融机构走出去还不够。我也同意乔秘书长的一句话，金融业是一个服务业，如果企业不走出去，出去做什么？不能盲目走出去，除非你的客户走出去了。一带一路的投资的原则，可能也是中国推动人民币国际化的一个原则——投资的安全性，包括地缘政治风险、汇率风险、市场风险、机构的风险，必须综合考虑。所以中国金融业在走出去的时候，还是要尊重金融企业的意见。政府和监管当局旨在提供更便利的条件，但是决策者还是企业自己。15 年前，周小川行长和当时国家领导人决定建立上海国际金融中心的时候，因为央行是不可或缺的，所以我们借鉴了纽联储的经验，在上海成立人民银行上海总部，为上海的金融市场提供服务，同时监测市场的发展，以及通过研究和调研为总行的提供政策决定参考。尽管过去 15 年的发展不是像我们预期的那么顺利。周小川行长告诉我们有三个任务，第一是利率完全自由化，我们还差最后一步；第二就是资本市场的自由化，我们还有相当一段长的路要走；第三就是央行的独立性，至少货币政策应该独立。不管我们过去做的怎么样，至少我们知道方向。谢谢大家！

闭幕式发言

乔依德: 下面是闭幕发言, 首先请 Lawrence Goodman 先生总结一下。

Lawrence Goodman: 最重要的是我想感谢 SDRF (上海发展研究基金会) 和 SCIEE (上海国际经济交流中心) 举办了 this 活动。我们讨论的范围很广, 讨论了全球经济的不确定性、新的范式以及范式的转变, 涉及到货币政策、财政政策, 还有国际的金融和贸易, 还有数字化以及数字化对于整个国际监管体系的意义。我也想恭喜秘书长先生推出非常好的文章。今天我们也讨论了非常多的细节问题, 涉及到中国的金融体系以及人民币的国际化以及体系的国际化问题。现在我想说的是, 有了这样一个新的范式, 我们就能够更好了解全球经济, 并且也非常愿意看到各种各样的交流。

基于今天的讨论, 尤其是昨天一些方面的专业讨论, 我想说一个新话题, 这个新话题对之后一年或者很长一段时间都很有意义。我们要搭建桥梁, 必须要小心低利率, 要注意金融中的脆弱环节, 要关注不确定性以及贸易冲突。大家也谈到非常纠结的挣扎, 看到美国的孤立主义和单边主义不断抬头。我想跟大家谈一下, 我 20 多年前来中国, 与中国当局聊中国私营化的问题, 当时的私营化主要是聚焦于拉美地区, 我们谈论拉美的私营化运动究竟对于中国有什么经验和启示。之后的 20 多年, 一切都发生了改变。我还记得在 20 年前, 到浦东的时候, 当时肯定不能与现在同日而语

的。我也惊讶于昨天的一些评论。我是爱中国这个国家的，中国蓬勃发展是非常好的。我非常惊讶，并且我一直数着这样一个数字，究竟有多少次大家提到美国想要遏制中国，想要唱衰中国。美国发起贸易战这样的言论我一直听到，并且我记着这样的数字。现在国际关系非常复杂，双边关系也非常复杂，对于这样一些评论我们应该更加关注分析或者说关注统计数据，而不要去过度猜疑或者持阴谋论。我们认为在 2008 年，中国真的帮助了美国，并且真的避免了汇率的贬值。之后人们会说美国甩锅给中国，说中国导致这样一个金融危机。

最后我们也说到很多次特朗普，我也完全能够理解大家在这方面的担忧。这方面担忧可以说是此起彼伏的，为此我要说美国的想法，发动贸易战的想法。当特朗普还在竞选总统的时候，媒体关注的是中国，而不是他本人。我有一个朋友是金融稳定局的高级官员，他和我以及一个编辑当时讨论了一下，虽然特朗普对中国的态度是不正确的，但是他想要执政的意愿是没有错的。很多问题在特朗普上台之前就已经出现了，包括 IP 问题等，这些问题在特朗普当选之前就已经存在了。所以作为一名经济学家，我觉得我们应该有一个同理心，应该去探寻多元的解决方案，让大家都有福同享。这不是一个零和博弈的时代，我们应该携手合作。这是我个人的观点，我认为我们现在应该要搭建桥梁。

乔依德：非常感谢 Lawrence，我请他把我们一天半会议的主要内容阐述一下，最后他对有些问题讲了自己的看法。我就不想再重复总结会上的内容了，我想讲三个问题，作为一个补充。

第一，我们会议的背景，为什么开这个会，为什么选这

个主题？我们名称是上海发展研究基金会，关心研究的问题不仅仅局限于上海。我们关心全国、全球的问题。全球金融危机以后，联合国成立一个委员会，研究怎么改革国际货币体系，余永定是中国唯一的成员，他也是基金会学术委员会的会长。2010 年余永定跟我说，国际货币体系改革是一个比较长期的任务，最好你们能进行研究。当时我还是有一些畏难情绪，看了一些报告都是很有名的人做的，但是也接受了这个任务。后来觉得在上海做有一个好处，因为上海不像北京，北京比较热闹，决策中会有很多问题出来，上海稍微偏离决策中心，能够坐下来研究。当时我们也有研究队伍，后来我们也写了一个报告，被央行前副行长吴晓灵看到，她跟我联系，我们请她做我们课题组的顾问，后来一发不可收。我们一直做关于人民币进入 SDR、关于人民币国际化以及上海国际金融中心建设等研究，我们认为这一条线是有内在逻辑关系的。我记得 2011 年 G20 在南京开了一个关于全球金融改革的会议，我受邀请去参加，以后差不多每年都开这种研讨会。后来我就想，现在大家都讲要品牌效果，干脆就叫“上海全球金融论坛”，从去年开始，每年一届，每年主题会有一些变化，但都是围绕着全球金融，这是一个背景。

第二，为什么这次选这个题目？有客观的原因，我尽量把我们做的研究跟会议的主题有所结合，这样参加我们研究课题的学者也有一个机会跟国际同行交流。我们每年都会做一个报告。为什么会讲范式转变？在某种程度上也有一点的不得已，我们以前用了很多词，如“格局变化”，每年不能唱老调，这是一个客观原因。实际上也有很多人来问我，这个范式转变到底是什么？我也承认这是外来字，我们国内

用的不是太多，这个字怎么来的？上世纪 70 年代科恩出了一本书《科学革命的本质》，这本书里第一次用了“范式转移”，那个时候全球影响很大，国外用的非常多，我们用的比较少。怎么理解？就是在做科学研究的时候，有一定的共识，这就是叫范式。范式不是一个短期的变化，是在中间形成某种共识。我们现在来看为什么用范式，也不难理解。货币政策以前是常规的，后来因为全球金融危机叫非常规了，现在非常规变成常规了，这就属于范式转变，包括全球经济情况。昨天也讲了，以前失业率高，通货膨胀会高，现在失业率低，通货膨胀也低，这种变化是不是永久的？这个可以探讨。我们今天或昨天讨论的所有内容都一定是范式？也不一定。我用一个框架来使大家比较集中到有一定凝固性的变化，看以后怎么变化，是永久性的还是临时的。

第三个问题，昨天有一个发言，好像美国有一些人认为全球金融危机的发生应该责怪中国，但是刚刚 Lawrence Goodman 认为这种说法不一定对。因为美国国会针对全球金融危机有一个报告，这份报告并没有讲金融危机是由中国引起的，在某种程度上可能是中国挽救了或者帮忙解决全球金融危机留下的后遗症。可能是学术界对这个问题比较关注。美联储主席也曾讲到过这个问题，国内外做学术的人也常常引用美联储主席的讲话。BIS 有几个经济学家认为不是这个原因，而是由于欧洲跨国银行在美国融资以后，再投资到美国结构性的产品中。当然这是学术研究，可能会产生误解，但这恐怕不是一个主要问题。我个人也觉得，中美摩擦或者局势比较紧张确实是一个比较复杂的局面，人们容易有一种倾向，希望用一种比较简单的或一两句口号来概括。这样概括过程当中，可能会漏掉许多具体的东西。当然我个

人也并不是说中国就是完美无缺，也存在很多问题，要多改进，这就是为什么我们要开会。这一点在座大家都会同意的。前两个星期有 34 个中美经济学家发表公开声明怎么解决中美贸易问题，我想他们的思路还是对的，把现在矛盾分几类，有一类是双方怎么妥协，有一类是国家主权。国家主权，你可以批评，但是不要体现在政策上面。分类思路我觉得是可以的，不要把什么东西都打成包，这样就很难解决。

最后我利用主办方的权力，再次对参加论坛的演讲者，特别是从美国、欧洲飞过来的外国朋友，对他们的参加再次表示感谢！同时也利用这个机会向参加会议的各位听众表示感谢，你们的参与和提问，对于我们演讲者、组织者也是一个鼓励！最后代表主办方对参与这次组织活动的很多工作人员表示感谢！比如说同声翻译的两位、提供设备和管理设备的人员、还有我们基金会的人员，包括我的助手小夏，还有其他的人员，包括我们的实习生，我们也向他们表示感谢！2019 上海全球金融论坛到此结束！

（以上内容根据录音整理，未经本人审阅）