

内部发行，未经许可，请勿转载

# 研讨实录

第 144 期

144

2021 上海全球金融论坛

——面临巨大不确定性的全球经济和金融



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  
二〇二一年十二月

## 序 言

上海发展研究基金会成立于1993年，是一个围绕发展问题进行政策性研究的非赢利的公益组织，旨在推动改革开放、服务实体经济。基金会的一项重要工作是组织各种公开或闭门研讨会，为各方面的研究成果和政策见解提供交流的平台。

基金会每月举办一次“上海发展沙龙”，邀请国内外知名的学者、专家和实业界人士进行演讲，并与听众交流。沙龙已成为基金会有一个品牌。

基金会不定期地举办小范围的“中国经济的未来”系列座谈会，主要关注中国中长期发展的一些深层次问题，根据不同主题，鼓励不同观点的交流，提倡讨论和争辩。

基金会在每年的年中和年末举办两次“宏观经济论坛”，分析全球经济对中国的影响，判断我国当年的经济形势，展望来年的经济走势。

基金会每年与其他机构合办“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深入研究。基金会每年还与其他机构合办“上海货币论坛”，对货币问题进行研讨。

基金会每年举办“上海全球金融论坛”大型国际研讨会，邀请国内外著名专家学者对全球经济、金融进行研讨，这也已成为基金会有一个品牌。

我们把上述各类研讨活动的主要内容进行整理，编辑成册，称为“研讨实录”，不定期发行。在此过程中，我们尽量将研讨活动原汁原味地呈现出来，将有价值的见解与朋友们分享。希望各位朋友能够给我们提出更多更好的建议，以使基金会举办的研讨活动能够更上层楼！

是为序。

上海发展研究基金会荣誉会长

Handwritten signature in black ink, reading "陈震" (Chen Zhen).

## 编者的话

上海发展研究基金会与德国艾伯特基金会于 2021 年 11 月 23 日共同举办了“2021 上海全球金融论坛——面临巨大不确定性的全球经济和金融”。

在“专题一：QE、通货膨胀和经济复苏”，IMF 原副总裁、约翰霍普金斯大学教授 John Lipsky 作了主旨演讲“后疫情过渡时期的政策挑战”，随后回答了嘉宾的问题。

在“专题二：发展中国家的困境和应对”，上海发展研究基金会副会长兼秘书长乔依德发布了研究报告《新冠疫情债务危机的风险应对》，上海对外经贸大学国际发展合作研究院院长、教授黄梅波对此进行了点评。接下来，IMF 驻华首席代表 Steven Barnett 发表演讲“金砖国家经济复苏概述”；新开发银行副总裁兼首席财务官 Leslie Maasdorp 发表演讲“发展中经济体：展望与挑战”；上海大学拉丁美洲研究中心主任江时学发表演讲“后疫情时期中国如何帮助发展中国家实现经济复苏”。

在“专题三：英国脱欧后的欧洲经济”，德国宏观经济和商业周期研究所主任 Sebastian Dullien 作了主旨演讲“下一波疫情后的欧洲：对经济影响的评估”，并与在场专家进行了讨论。

在“专题四：从德国视角看当前的通货膨胀”，德国维尔茨堡大学经济学教授、原德国政府高级经济顾问 Peter

Bofinger 作了主旨演讲“从德国视角看当前的通货膨胀”，并与中国专家们讨论了为何中国通货膨胀低等一系列问题。

在“专题五：50年后：布雷顿森林体系垮台的影响”，上海国际经济交流中心副理事长徐明棋发表演讲“布雷顿森林体系崩后的国际货币体系：成绩、缺陷和未来可能的改革”，中国社科院世界经济与政治研究所研究员副所长徐奇渊发表演讲“后布雷顿森林时代：新兴储备货币的崛起之路将更为艰辛”，随后他们和其他专家学者进行了讨论。

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

二〇二一年十二月十三日

# 目 录

<b>会议概述</b> .....	1
<b>会议议程</b> .....	3
<b>开幕式</b> .....	6
上海发展研究基金会副会长张立平致辞.....	6
德国艾伯特基金会上海代表处主任 René Bormann致辞 .....	8
<b>专题一：QE、通货膨胀和经济复苏</b> .....	10
主旨演讲.....	10
John Lipsky: 后疫情过渡时期的政策挑战.....	10
高峰点评.....	21
左学金点评.....	23
讨论环节.....	25
<b>专题二：发展中国家的困境和应对</b> .....	28
报告发布.....	28
乔依德：新冠疫情债务危机的风险应对.....	28
黄梅波点评.....	36

Leslie Maasdorp: 金砖国家经济复苏概述.....	40
Steven Barnett: 发展中经济体: 展望与挑战.....	45
江时学: 后疫情时期中国如何帮助发展中国家实现 经济复苏.....	51
周宇点评.....	53
徐明棋点评.....	55
讨论环节.....	56
<b>专题三: 英国脱欧后的欧洲经济.....</b>	<b>64</b>
主旨演讲.....	64
Sebastian Dullien: 下一波疫情后的欧洲: 对经济影 响的评估 .....	64
讨论.....	76
<b>专题四: 从德国视角看当前的通货膨胀.....</b>	<b>83</b>
主旨演讲.....	83
Peter Bofinger: 从德国视角看当前的通货膨胀 .....	83
讨论.....	96
<b>专题五: 50年后: 布雷顿森林体系垮台的影响..</b>	<b>103</b>
徐明棋: 布雷顿森林体系崩后的国际货币体系 ——成绩、缺陷和未来可能的改革.....	104
徐奇渊: 后布雷顿森林时代——新兴储备货币的 崛起之路将更为艰辛.....	112

讨论.....	117
<b>闭幕式</b> .....	124
René Bormann总结 .....	124
乔依德总结.....	125



## 会议概述

当前全球经济和金融正面临着巨大的不确定性，新冠疫情的冲击一波接着一波，新的变异层出不穷，这些都给全球经济带来了新的不确定性和负面影响。尽管已经有了很多疫苗问世，但是疫情究竟何时结束、如何结束仍是一个未知数。

为了消除新冠疫情的负面冲击，发达国家尤其是美国采取了量化宽松政策。这对消除负面影响是必要的，但是它已经或将会造成通货膨胀的预期。当前美国 CPI 指数屡创新高，这种情况是否如有些人所认为的那样——是短暂的？还是持续的？这是大家所关注的，因为它会给全球经济带来巨大的冲击。

疫情使得一部分发展中国家在经济上困难重重，无法及时偿还其主权债务。G20 与 IMF 已经两次对发展中国家的主权债务进行了减缓。这些措施是否有效？特别是在私人债权人尚未参与的情况下。债务重组后，这些国家的经济是否可以持续发展？是否能够得到必要的资金支持？美联储退出量化宽松政策必将对其它国家，尤其是发展中国家带来冲击，就像全球金融危机后、2013 年所发生的那样。发展中国家对此是否已经做好了充分的准备？

英国脱欧已经成为一个现实，它对欧洲大陆和英国经济分别带来了哪些影响？欧洲针对疫情提出的纾困措施是否

能落实？欧洲的经济复苏是否能够持续？

今年 8 月 15 日是“尼克松冲击”、即布林顿森林体系崩溃 50 周年。布林顿森林体系的崩溃对全球的经济金融产生了巨大影响，尽管当时人们并未意识到，但是全球迎来了信用货币的时代，美元成为全球主要储备货币，这种状况持续到现在。但是这种状况是否会发生变化？如何变化？

上述这些问题都是大家所关注的。针对这些问题，上海发展研究基金会和德国艾伯特基金会联合举办 2021 上海全球金融论坛，邀请国内外著名的专家学者通过线上线下的方式，对上述问题进行探讨。

## 会议议程

时间	内容
<b>2021 年 11 月 23 日 (全天)</b>	
北京时间 08:30-09:00 美国时间 19:30-20:00	注册 (3 楼, 共享厅)
北京时间 09:00-09:10 美国时间 20:00-20:10	<b>开幕式</b> 主持人: <b>乔依德</b> 上海发展研究基金会副会长兼秘书长
5 分钟 5 分钟	<b>主办方致辞</b> <b>张立平</b> 上海发展研究基金会副会长, 国盛集团原董事长 <b>René Bormann</b> 德国艾伯特基金会上海代表处主任
北京时间 09:10-10:30 美国时间 20:10-21:30	<b>专题一: QE、通货膨胀和经济复苏</b> 主持人: <b>乔依德</b> 上海发展研究基金会副会长兼秘书长
40 分钟	<b>主旨演讲</b> 演讲嘉宾: <b>John Lipsky</b> (线上) IMF 原副总裁、约翰霍普金斯大学教授 演讲题目: “后疫情过渡时期的政策挑战”
10 分钟	<b>嘉宾点评</b> <b>高峰</b> 德意志银行顾问, 德意志银行 (中国) 前董事长 <b>左学金</b> 上海社会科学院研究员, 上海发展研究基金会监事
30 分钟	讨论环节
北京时间 10:30-10:50 美国时间 21:30-21:50	茶歇
北京时间 10:50-13:00 美国时间 21:50-24:00	<b>专题二: 发展中国家的困境和应对</b> 主持人: <b>左学金</b> 上海社会科学院研究员, 上海发展研究基金会监事

时间	内容
20 分钟	<b>报告发布</b> 演讲嘉宾: <b>乔依德</b> 上海发展研究基金会副会长兼秘书长 演讲题目: “ <b>新冠疫情债务危机的风险应对</b> ”
5 分钟	<b>嘉宾点评</b> <b>黄梅波</b> 上海对外经贸大学国际发展合作研究院院长、教授
60 分钟	演讲嘉宾: <b>Leslie Maasdorp</b> 新开发银行副总裁兼首席财务官 演讲题目: “ <b>金砖国家经济复苏概述</b> ”
	演讲嘉宾: <b>Steven Barnett</b> (线上) IMF 驻华首席代表 演讲题目: “ <b>发展中经济体: 展望与挑战</b> ”
	演讲嘉宾: <b>江时学</b> (线上) 上海大学拉丁美洲研究中心主任 演讲题目: “ <b>后疫情时期中国如何帮助发展中国家实现经济复苏</b> ”
10 分钟	<b>嘉宾点评</b> <b>周宇</b> 上海社科院世界经济研究所研究员 <b>徐明棋</b> 上海国际经济交流中心副理事长
35 分钟	<b>专题讨论</b>
北京时间 13:00 -14:30	自助午餐 (绿地万豪酒店 2 楼, 城市节奏餐厅)
北京时间 14:30-15:20 德国时间 07:30-08:20	<b>专题三: 英国脱欧后的欧洲经济</b> 主持人: <b>René Bormann</b> 德国艾伯特基金会上海代表处主任
25 分钟	<b>主旨演讲</b> 演讲嘉宾: <b>Sebastian Dullien</b> (线上) 德国宏观经济和商业周期研究所主任 演讲题目: “ <b>下一波疫情后的欧洲: 对经济影响的评估</b> ”
25 分钟	讨论
北京时间 15:20-16:10 德国时间 08:20-09:10	<b>专题四: 从德国视角看当前的通货膨胀</b> 主持人: <b>René Bormann</b> 德国艾伯特基金会上海代表处主任

时间	内容
25 分钟	<b>主旨演讲</b> 演讲嘉宾: <b>Peter Bofinger</b> (线上) 德国维尔茨堡大学经济学教授 原德国政府高级经济顾问 演讲题目: “从德国视角看当前的通货膨胀”
25 分钟	讨论
北京时间 16:10-16:20 德国时间 09:10-09:20	茶歇
北京时间 16:20-17:20 德国时间 09:15-10:20	<b>专题五: 50 年后: 布雷顿森林体系垮台的影响</b> 主持人: <b>吴信如</b> 华东师范大学金融学教授
30 分钟	演讲嘉宾: <b>徐明棋</b> 上海国际经济交流中心副理事长 演讲题目: “布雷顿森林体系崩后的国际货币体系: 成绩、缺陷和未来可能的改革”
	演讲嘉宾: <b>徐奇渊</b> (线上) 中国社科院世界经济与政治研究所研究员、 副所长 演讲题目: “后布雷顿森林时代: 新兴储备货币的崛起之路 将更为艰辛”
30 分钟	讨论
北京时间 17:20-17:30 德国时间 10:20-10:30	<b>闭幕式</b>
5 分钟 5 分钟	<b>会议总结</b> <b>René Bormann</b> 德国艾伯特基金会上海代表处主任 <b>乔依德</b> 上海发展研究基金会副会长兼秘书长
	会议结束

## 开幕式

**乔依德**（主持人，上海发展研究基金会副会长兼秘书长）：各位来宾，各位领导大家上午好！2021 年上海全球金融论坛现在开始！这个论坛我们每年举办，由上海发展研究基金会与德国艾伯特基金会上海代表处共同举办，下面我们欢迎上海发展研究基金会副会长代表主办方之一致欢迎辞，大家热烈欢迎！

## 上海发展研究基金会副会长张立平致辞

**张立平**（上海发展研究基金会副会长，国盛集团原董事长）：各位来宾，各位专家上午好！热烈欢迎各位参加“2021 上海全球金融论坛——面临巨大不确定性的全球经济和金融”。我谨代表主办方之一上海发展研究基金会，向参加本次论坛的各位贵宾表示热烈的欢迎！

去年秋天我们也举办了 2020 上海全球金融论坛，讨论的话题是“疫情冲击下的全球经济和金融——影响、含义和必要的调整”。当时我们觉得 2021 年疫苗普及了以后这个问

题就可以解决，但是当前我们仍然面临着巨大的不确定性。新冠疫情冲击一波接着一波，新的变异层出不穷，给全球经济带来了新的不确定性。这种情况何时结束，如何结束仍是一个未知数。为了消除新冠疫情的负面冲击，发达国家尤其是美国采取了量化宽松政策，这对消除负面影响是必要的。但是它已经或将造成通货膨胀预期，当前美国的 CPI 指数屡创新高，这是短暂的还是持续的，是大家关注的问题，因为它给全球经济带来了巨大的冲击。

发展中国家在经济上更是困难重重，无法及时偿还其主权债务，G20 和 IMF 已经两次对发展中国家国家的主权债务进行了减缓，这些措施是否有效？特别是在私人债权人尚未参与的情况下，债务重组后这些国家的经济是否可以持续发展，是否能够得到必要的资金支持？美联储推出量化宽松政策必将对其他国家，尤其是对发展中国家带来巨大的冲击，发展中国家对此是否已经做好了充分的准备？英国脱欧已经成为一个现实，它对欧洲大陆和英国经济分别带来了哪些影响？欧洲针对疫情提出的纾困措施是否能够落实，欧洲经济的复苏是否能够持续？这些都是大家非常关心的问题。

今年 8 月 15 日是尼克松冲击及布雷顿森林体系崩溃 50 周年，布雷顿森林体系的崩溃对全球经济和金融产生了巨大的影响。尽管当时人们并未完全意识到，但是全球迎来了信贷货币的时代，美元成为全球主要储备货币直到现在。这种状况是否会发生变化，如何变化？这些问题都是大家关注的。

针对这些问题，我们上海发展研究基金会和德国艾伯特基金会联合举办“2021 上海全球金融论坛”。我们邀请国内外著名专家学者，共同探讨上述问题，为克服疫情造成的阻碍，这次会议将同时采用线上线下的方式。我们期待听到线上和线下各位专家发表他们的真知灼见。

最后，我衷心祝愿论坛取得圆满成功，谢谢大家！

**乔依德：**感谢张立平会长的致辞。下面，欢迎德国艾伯特基金会上海代表处主任 René Bormann 代表主办方之一致欢迎辞，大家热烈欢迎！

## **德国艾伯特基金会上海代表处主任 René Bormann 致辞**

**René Bormann**（德国艾伯特基金会上海代表处主任）：  
尊敬的张会长，尊敬的乔先生，亲爱的同仁们，线上线下的同仁们上午好！

我在这里要欢迎各位来参加“2021 年上海全球金融论坛”，这是上海发展研究基金会和我们艾伯特基金会联合举办的。一年之前我们也召开了类似的会议，当时我们认为新的疫苗正在出现，相信疫情会尽快结束，但是我们现在发现疫情还并没有结束，而且疫情对全球的经济和金融产生了更

大的影响。

去年，我们讲到中国和美国之间的争议，也讲到了中国和欧洲之间的一些问题。我们说这样的双边关系都会得到改善，以往的 12 个月中我们看到有一些进展，但是也还有一些问题。我们当时认为，美国出现新总统也许会带来一些新的变化，后来我们也看到他对美国财政政策和货币政策带来了一些变化。现在看来，情况并不完全令人满意，我们看到美国国内生产总值的增速在回升，但是最近一个季度又下跌了。我们也看到欧盟的 GDP 比预测的提高了一点，但是也有新的问题，新冠疫情新一轮的波及又是在不少国家在发生。中国最早发生新冠疫情，受到了冲击，GDP 增速也因此放缓了。另一方面我们看到因为各个经济体比较主动的经济政策，现在经济虽然还没有完全稳定下来，但是还是有改善的地方。一些国家遭受着比较大的困难，因此情况是非常复杂的。

所以我们大家在这里讨论问题，要看如何为这样一个复杂的局面提供一些想法。我想我期待着大家能够为这个会议做出你们思想上的贡献。我期待着会议的成功，谢谢！

## 专题一：QE、通货膨胀和经济复苏

**乔依德**（主持人，上海发展研究基金会副会长兼秘书长）：下面进入今天会议的第一个专题，关于 QE、通货膨胀和经济复苏。今天我们非常高兴和荣幸地邀请了国际货币基金组织原第一副总裁 John Lipsky 先生，他现在是美国约翰霍普金斯大学的教授。John Lipsky 也是我们的老朋友，几年前也参加过我们的会议，那时是在线下，他作的主旨演讲受到了参会者的好评。今天由于疫情的关系，他不能到现场，只能通过视频作演讲。下面我们以热烈的掌声欢迎他为我们带来题为“后疫情过渡时期的政策挑战”的主旨演讲，大家热烈欢迎！

### 主旨演讲

## John Lipsky: 后疫情过渡时期的政策挑战

**John Lipsky**（IMF 原副总裁、约翰霍普金斯大学教授）：非常感谢两大主办方邀请我参加这次非常重要、非常有趣的论坛。我非常希望能够跟以前一样到论坛的现场，希望不久的将来我的愿望能够实现，到时候可以面对面交谈。

我们这次论坛的主题是“面临巨大不确定性的全球经济

和金融”，这是一个非常好的话题。我们知道，近期最大的不确定性还是新冠疫情的传播。这是一次全球大流行病，也是一次全球经济的大衰退，在现代历史上前所未有的。当然，我们非常幸运，因为疫苗的开发非常迅速。还记得疫情早期的时候，我们听说开发疫苗可能需要好几年，甚至永远都开发不出来，但是疫苗已经很早就推出了，早于我们的预期。但是不确定性还在，因为不知道疫苗长期的效果如何。默克尔总理说，目前为止德国是最令人担心的，所以我们还不能放心大胆地以为这个疫情就过去，但是希望最糟糕的局势已经过去了。

随着我们不断地解决问题，比如说疫苗的发放，特别发放到低收入和发展中国家，我们可能有希望来讨论一个后疫情的世界，当然这个病毒可能一直存在，但是后疫情的经济会成为现实。如今，我们面临一些不确定性，也采取了一些前所未有的政策支持，尤其是发达国家。当然，很多其他经济体也给企业和个人提供了政策支持，以便更好地面对封闭和隔离。事实上，尤其是在发达经济体里，这些政策支持的规模甚至大于全球金融危机期间的政策支持，而且这次政策支持的到位也特别及时。但是，这些政策支持的协调程度比以前差。全球金融危机期间，在雷曼兄弟的倒台之后，20国集团的领导层在2008年11月就开会了，2009年4月再次召开20国集团伦敦金融峰会，使得最大的经济体在应对经济衰退时步调一致。疫情期间，各国响应的规模更大、速度更快，但是协调却不如金融危机期间。所以，提振投资

者和公众的信心很可能需要更长的时间，其结果是我们将面临着非常不均衡的复苏。发达国家的复苏会比较快，而一些新兴和发展经济体，特别是低收入经济体的复苏速度要慢得多，而且因为没有疫苗的发放，他们仍然面临着疫情的重大威胁。同时，政策响应的程度为某些发达国家带来了了较快的复苏，但现在又造成了通胀的上升，而且上升幅度超过了大多数观察者的预期。

近期有一些重大的挑战。对发达经济体来说，他们面临的挑战就是逐步退出政策支持，同时继续维持经济增长，使其经济重新恢复平衡，特别是要抵制通货膨胀率的上升，这个挑战也是我们这一个专题讨论的主题。

第二个挑战就是新兴市场和发展中国家面临的威胁，因为这些国家的疫苗接种率要低得多，他们的增长可能会继续被抑制。除了疫情的抑制，可能还会出现其他一些不和谐因素，比如军事上的冲突，还有大量的移民，这对欧洲和美国及其他地方都造成了威胁。当然也可能会造成外债增加，尤其是在发展中国家。这些发展中国家内部也会有很多的挑战，这是第二个讨论的专题。

在这个巨大不确定的时代还存在什么挑战？那就是英国脱欧后欧盟面临的情况。默克尔不再执政之后，我们还面临着很大的不确定性，而这是今天专题三的主题。

我清楚记得，2008年11月G20领导人第一次会议时，公报上的一个中心承诺就是要抵制新的贸易保护主义，促进更多的贸易自由化。但是，2008年11月之后，全球贸易的

发展方向正好是相反的，我们看到了更多的贸易保护主义，全球都是如此。越来越多的国家在讨论，说需要培养自己国内的冠军企业，不管是医疗的还是技术的冠军企业，这就暗示着也许有这样一个风险，就是未来的贸易保护主义还会更严重。WTO 已经到达了一个令人伤感的近乎瘫痪的状态，下周会有一个非常重要的部长级会议，是在新的 WTO 总干事领导下进行的。我希望这次部长级会议能够为抵制更多的贸易保护主义重新产生一些动力。

再有一个不确定性就是数字化带来的威胁，尤其是金融领域的数字化。几乎世界上所有的央行要么是在探索，要么是在计划发行自己的数字货币，这显然将会在近期成为一个重大的话题，而且也可能造成更多的不确定性。另外，人口的发展趋势会继续导致移民的流动，而且会持续多年。我们刚刚有一个重大的全球会议，是专门讨论气候变化的。所有这些都是重大的不确定性的来源，这都是我们接下来几年里会面临的。在这样一种情况下，全球政府的各种制度也面临着重大的挑战和疑问。会议的专题四将会讨论 IMF，我也会对此有所评论。我觉得探讨全球治理的话题是非常重要的，全球治理也是不确定性的一个来源，因为它可能会影响全球政策接下来几年的走向。

现在我来讲讲这个会议的主题——通胀。通胀到底回来了没有，通胀是不是一个问题，通胀是否要求有新的政策行动？如果有政策行动的话，会不会导致世界某些地方的金融市场出现更多的问题？我先后退一步来回答这个问题，

我们这次论坛的主题是全球经济和金融中的巨大不确定性，我先讲讲大家可能认为的金融市场和经济政策之间的互动。我在评估这种互动连接的时候，会想到三大块，即经济和政策之间的关系有三大块的内容。首先，产能的评估。一个既定经济体的产能是多少，现在有多少过剩产能，有多少产能利用的限制？第二，经济的增长。这个经济是以平均值还是高于或低于平均值增长？第三，央行的政策。央行政策是宽松的还是极其宽松的，是限制性的还是极其限制性的？产能是最难评估的，而且在这个时段尤其难评估，我们很难知道一个经济体里到底有多少产能还可以利用，尤其是在发达经济体里有多少产能可以利用。至于货币政策，一般来说是最容易评估的，而且可能跟大家的想法相反，这也是最容易预测的。你很难预测一个经济的产能过剩情况，而一个国家央行的政策态度是比较好预测的。当然我们也知道，经济增长对金融市场是最重要的决定因素，尤其是如果你对经济增长的定性出现了变化，在这样的情况下，在美国以及其他地方，量化宽松的效果到底怎么样？

首先来看美国，在伯南克的任期美联储第一次购买资产，也就是QE在全球金融危机首次采用，并有了重大的效应。这次QE是在一个流动性不足的银行间发生的，对注入市场流动性起到了巨大的作用，提高了金融市场参与者的信心，让参与者认为金融危机正在缓解。这之后又有两轮重大的QE，都发生在2008年全球经济危机之后，美联储总是觉得自己的措施很有效，但并不是所有人都同意。今天，

大家可以看到美联储的基本利率。有人断言美联储购买资产就是要缩短政府负债的期限，换句话说，美联储正在向私营部门购买长期债券，来创造更多的短期的银行储备。这个效果在市场上有多大，事实上有相当大的不确定性。我们不知道美联储的行动会对金融市场产生多大的影响。要理解这个问题，关键在于看经济的基本面和发展趋势，美联储显然不可避免地要遵循这些趋势，尤其是现在他们采用了一种政策——所谓的“平均通胀率”，也就是说美联储不一定会对经济变化做出快速反映。所以，对美联储的活动不太好预测。除非美联储的行动对刚才讨论提到的东西产生真正的重大影响。此外，全球金融危机以来，各国央行已经展现出他们在一些重大的议题上能力有限，包括通胀。美联储和其他一些央行比较难做到通胀预期。目前股票市场非常强劲，而且长期利率非常低，实际上目前所有资产价格都过高，而大家认为这些泡沫全是货币政策造成的。

但是，美国经济里最令我吃惊的是，财政当局有意愿和能力来维持收入和需求。没人想到在 2020 年，虽然美国的经济活动的频率和强度大大下降，个人收入居然上升了，这是最令我们吃惊的。也就是说，最令我们吃惊的不是量化宽松政策，而是美国个人需求的增强，和许多私营企业需求的增强，尤其是在某些关键领域内，而且他们对于整个通胀的影响是有限的。现在股票市场价格处在历史最高位，虽然并不能反映出历史趋势，但还是能够反映公司最近总体上的盈利度。现在股价相对于公司的盈利而言并不是罕见的，

关键问题是这种盈利度是美国公司的反常现象，还是可能会长期维持？债券确实反映了人们长期对于通胀的预期，特别是反映了美国市场的情绪。

当然，美国现在的增长是慢的，在第三季度的增长结果令人失望。所以大家有这样一种共识，在未来几个月中应该会回升，所以消费力会上升。现在的通胀处在历史高位，确实是较大的挑战。最为突出是诺贝尔奖获得者克鲁格曼所说的，跟疫情相关的经济停滞，实际上带来了人们家庭收入反而上升。目前还并不了解这些情况对零售商的影响。

另外，有一些通胀反映了现在供应链上的瓶颈。同时，劳动力参与度下降比较快，比人们预期的更多。但是失业率并不高，大概在4%水平。劳动力市场还是比较强劲的，比2020年初期疫情刚发生的时候要更好，劳动力参与度下降在很大程度上也使得现在的工资上升了。就像克鲁格曼指出的那样，总体的需求上升，而且真正的工资收入水平上升。当然实际的工资收入水平因为通胀，并没有真正的提高。根据克鲁格曼所说，现在的通胀反映了这种扭曲的需求，并不是因为额外的花费。所以他预测整个经济的活力实际上并没有像表面展现的那样。实际上，目前整个通胀会随着生产的正常化而下降，且工资的上升会让一部分劳动力回到经济中。那么，紧缩政策的快速执行就不是最好的。

比特森研究所的萨默斯与其同事在最近广泛引用的文章当中说：鲍威尔在最近的会议上对经济前景作出近期预测，认为最近价格的上升非常明显，但是很快这些价格会下

降。但是他们所说的并没有发生。有关工资压力的数据表明，工资的上升速度满快的，所以这方面的预测也并不是很准确。有的预测提到全球通胀较慢。萨默斯指出这样的论点实际上都并不准确，并提出美联储需要采取行动，并讨论量化宽松政策，对于抵押贷款政策采取一些调整。因为现在住房市场的价格非常强劲。萨默斯提出拜登政府需要采取直接的行动，同时尽量在一些困难部门采取行动，尤其是要遏制泡沫。最主要的困难是现在一些港口的压港现象非常严重，需要对这些港口采取 24 小时的连续行动。

现在这个市场的情况，从我前面讲到的三个方面来看，产能方面是比较难下一个结论的。现在在劳动力市场，失业率实际上是在下降。还有工资情况，我们可以这样来进行量化计算：把目前的政策和精确化的规则相比较，可以说目前的利率还没有达到一个稳定状态。跟 70 年代相比，并不能说现在通胀一定会长期化，所以需要现在就开始行动来防止通胀。但是我想这里需要考虑两个问题：我们需要在多大程度上采取行动？怎么来行动？我个人认为，需求的变化目前是缓慢的，而刺激性政策的效应是逐渐下降的。拜登政府提出要进行大基建，但是现在私人的储蓄表明实际上家庭的花费已经有力量支撑这个经济，保证总需求不会大幅度的下滑，所以暂时用不着进行那么大规模的基建。

相较于货物的供应情况，对需求的调整用不着那么快进行。基于现在的情况来看，疫情不会马上停止，也不大可能出现一个大的爆发。我们需要保留我们的应对措施。现

在，我们可以看到在各个方面都出现了瓶颈效应。我们可以思考，根据疫情的发展情况，如果在劳动力市场上采取明确的政策，是不是可以达到一种正常的状态。我想表达的意思很明确，美联储需要行动，但是要保持警惕，不可妄动。目前看美联储的议程，正像人们所期望的那样准备采取措施。

同时，虽然美联储强调其采取的是平均通胀政策，但是一系列的恶化，特别是通胀的恶化，对经济来说是一个大风险。个体、家庭、企业，包括融资方等都是期待通胀降低的，如果通胀进一步提升，这对经济活动带来的风险将是巨大的。当然有些人比较担心，如果美联储开始行动，有可能会对市场和经济产生比较大的扰乱。我的记忆中，伯南克 2013 年在国会听证会上说，他们会模仿、延续原来的微调政策。但是目前我们看不到这种趋势。现在投资者可能实际上低估了美国经济增长的潜力。

我知道 2013 年的时候，当时本来是有 100 个基点的调整，但是后来因为市场的状况，2014 年最后的微调产生了一个回缩。目前市场的状况跟以前的经验不能简单类比。我想非常明显的是，美联储不会采取突然的调整政策，但是会行动。我现在并不清楚美联储在量化宽松结束之后是否采取回调政策。但是他也许可以等一等。当然美联储有采取回调政策的能力，但是是否有必要那样做是一个问题。现在欧洲中央银行和日本中央银行毫无疑问不会迅速跟进美联储。

对于美联储和其他中央银行而言，在这样一个非常关键的时刻，他们需要保证通胀不会失控。你们可能已经注意

到，在去年已经有如此巨大的财政支持的情况下，政府债务的偿还能力实际上是下降的。现在重要的是，中央银行保证不让通胀进一步恶化，也不会让通胀的预期进一步恶化。

我们来对目前面临的较大不确定性进行一下总结：首先，要对新兴国家的债务保持警惕。目前全球对新兴国家和发展中国家债务的重组正在进行中，G20 已经出台了一个共同的框架，这个框架看上去进展缓慢，G20 国家在扩大透明度方面需要有进一步的举措，仍然需要进一步的相互信任。对于新兴和发展中经济体而言，现在有很大的不确定性，基于他们未来经济的前景，我们需要给予支持。

其次的一个不确定性是英国脱欧之后欧洲的前景，目前欧盟的团结没有重大的威胁，但是对新的欧盟一体化的政策支持并不是特别多，比如说银行业的一体化，还有资本市场的一体化，有一些重要成员国的政治选举还没有出结果，这也是一种不确定性。

第三是贸易。我再次强调，贸易方面的重大议题是世贸组织需要进一步改变。我们来看下一次 WTO 部长级会议会有什么新的进展，有没有释放出什么信号来说明新的贸易保护主义抬头是不是真的。

数字经济、加密货币又是另外一个不确定性的来源。我最近参加了一些讨论，请教了数字经济方面的专家，捕捉到了一些信号。我发现在“怎么保证我们从数字经济中获益，同时避免数字经济的弱点”这一议题上，大家都没有共识。

最后，是有关气候变化的问题。最近的格拉斯哥气候大

会并没有任何重大的实质性进步，也许我们要改变对话的形式和方式。如果要取得进展，我们就应该要做一些保险措施，而不是把注意力集中在避免天启式的灾难上，否则就会有不切实际的资金要求，这样的话会议的成效就不会特别的高。很显然，最重要的一个问题是如何进行正确的碳定价，我知道中国在这方面有一些比较领先的经验，中国比较早建立了碳市场，这样的尝试还要更多。

全球治理方面，你们一定会讨论到 IMF 和世界银行以及其他多边机构，如果以协议为基础，那么他们的决策就必须遵循国际的法律。在 IMF 的配额分配和投票权的分配上，本来应该反映各国所占的经济权重。为了得到各成员国的支持，为了使 IMF 的章程能够继续切合实际，能够准确反映各经济体所占的权重，我们还有工作要做。全球金融危机之后有一个制度创新，那就是 G20，这基本上是国际经济和金融合作的主要战场，不是强制性的而是自愿性的，通过的决策是没有法律约束力的，因此没办法在全球性金融危机发生的时候，强迫各国协调合作。经济学家说他们试图找到帕累托最优，大家都有获益而没有损失，还组织了专门的工作小组来讨论经济政策，希望能使这些政策更加切合实际、更加有效。有意思的是，10 年之后的我们再看一下 G20 部长级会议的公告，特别是财政部长的公告，你会看到很多具体的项目名称，然而到了峰会的公告就很难看到具体的项目，也没有看到政治家们有足够的意愿来推动重大的进展。我们需要继续努力，需要创造一个更合作的环境，使得各方真正

乐意参与，这样才能找到促进所有参与者福利的决策。IMF 现在还缺少防范经济和金融风险的工具。

我就讲到这里，非常感谢各位耐心的听讲。

**乔依德：**非常感谢 John Lipsky 作了一个很精彩的演讲，他围绕着不确定性比较全面地指出了当前哪些事情不确定，比如说发展中国家的债务问题、贸易问题、数字货币、气候变化还有全球治理，他的重点还是讲发达国家特别是美国的 QE 与通货膨胀，他也广泛引述了一些权威的观点，我们再次以热烈的掌声对他的演讲表示感谢！下面，我们非常高兴地邀请到两位嘉宾作点评。第一位是高峰先生， he 现在是德意志银行的顾问，以前是德意志银行（中国）前董事长。

## 高峰点评

**高峰**（德意志银行顾问，德意志银行（中国）前董事长）：非常感谢 John Lipsky。我第一次跟你见面是在 28 年前。那时候我在所罗门兄弟公司刚刚开始做交易员，而你是那里的首席经济学家。现在和以前一样，我总是同意你的所有观点。

我认为你在发言中的论证非常的有力，你说美联储该开始行动了。在通胀方面就我所知，预期是推动结果的一种力量。你在发言中讲到了一切都有泡沫，所有的资产都有泡沫，这其实就说明了人们的预期，人们用金融市场来反映他们的预期，人们的预期是如果 CPI 不得到控制一切都不可

控，这方面我不能再同意你的观点了。

我在接受邀请的时候有点纳闷，John Lipsky 的发言我怎么来点评，我很尊重他怎么点评。不过我来回顾一下过去的几十年，从 80 年代之后通胀一直在下跌，我觉得有两大推动因素。一个是全球化，这是一个非常大的主题。另外一个推动因素就是技术的发展，技术发展提高了全球系统的效率。展望未来我们来看一下有哪些风险因素，你刚才说的非常正确，第一个风险因素是地缘政治风险。你讲到了一个很好的例子，2008 年金融危机之后有全球的协调行动，全球的政策响应都是协调一致的，这样一来市场就有了信心。然而现在没有信心，没有协调行动，反而我们看到了全球几股力量的对抗，从几年前开始的这个对抗更加严重了，互信可能是降低到了最低水平。所以我觉得，地缘政治的因素就导致了去全球化，或者是扭转了全球化的一些正面力量。

第二个风险因素是央行政策在很大程度上被国内政治所劫持，几乎每个国家都是如此。我们以前会说市场上都是看跌美联储的，但是我现在怀疑任何的央行会不会有什么果决的行动，金融市场是在寻找价值的。当年我在纽约做债券交易的时候，我是怎么看待市场的呢？要是美联储决定采取某种短期政策调整，短期利率市场会明白长期的效应、长期的利率，有了 QE 之后美联储什么资产都买，显然就在一定程度上扭曲了市场，扭曲了市场的机制。所以我想，长期利率的走向，市场还需要一段时间才能够发现。

你花了很大的篇幅讲技术的进步，我觉得要分两方面来

看。一方面技术进步为我们的体系注入了很多的效率，另外一方面因为技术进步的平台是全球化而非本地化的，就产生了赢家通吃的现象。因此财富的差距就越来越大，贫富差距越来越大，这又会影响到各国的政治，政治问题又会降低经济环境的效率。

你讲到了环保问题，“双碳”减排要花很多的钱，还需要改变我们的思维方式，我想这也可能会导致通胀，因为碳定价会转嫁到通胀的价格指数中去。央行政策被国内政治所劫持，还有贫富差距和通胀，所有的这些可能都会推动通胀率进一步上升。我非常同意你的观点，美联储也好，其他央行也好，都该行动了。

**乔依德：**下面的评论者是左学金先生，他是原上海社科院的常务副院长，现在是我们基金会的监事。

## 左学金点评

**左学金**（上海社会科学院研究员，上海发展研究基金会监事）：谢谢 John Lipsky 先生作的精彩演讲，我学到很多东西。John Lipsky 全面回顾了全球疫情对经济的影响，美国关于 QE 的各种观点，他特别强调全球治理的重要性。我个人对美国的发展没有太多的信息作太多的评论。我想有一个问题，现在从美国或全球来看，我们目前面临的一些讨论，包括通货膨胀，资产价格膨胀，在多大程度上是和疫情有关的，多大程度上是一个长期的趋势？这个可能值得我们做深

入的研究。当然美国对这个问题有不同的看法。

从长期来看，我们有一个很大的变量就是人口、劳动力。发达国家和中国很明显的长期趋势，就是人口和劳动力已经下降或正在下降，这对未来的通货膨胀会产生什么样的影响，到底会不会出现滞胀，还是说低通胀、低增长，有不同的前景。我经常看日本的情况，日本过去 30 年基本上是低通胀、低增长，甚至是低需求、低欲望的一个经济体。是不是会成为中国以及很多其他国家未来的趋势？

前一段中国的问题是大宗商品价格涨得很快，我们所谓缺能源，特别是缺煤、电、芯这个问题是比较大的，当然这在很大程度上可能和疫情有关。我们的消费增长也比较疲软，这些问题未来长期趋势怎么样，多大程度上疫情以后会得到改善，这也是值得我们下力气来作研究的。现在全球经济越来越紧密地联系在一起，我们缺原料、缺电、缺能源、缺芯，都是与全球经济和国家之间的关系密切相关。我非常赞成 John Lipsky 教授提出的全球治理要有更多的协调。不但是疫情的问题，今后在全球的金融政策、贸易和减少碳排放这些问题上都需要更多的全球协调。

中美国家领导人刚刚见过面，总的是两国关系有所缓和，大家还是同意继续竞争，但是控制冲突。我感觉这对我们来说是非常好的趋势，如果没有全球的协调，全球经济可能会面临更多的困难。这就是我非常赞成 John Lipsky 教授的地方。谢谢大家！

## 讨论环节

**吴信如**（华东师范大学金融学教授）：我问 John Lipsky 教授一个问题，刚才你讲到在国际货币基金组织的配额分配上要面临着一个新的调整，多年之前进行过一次调整，中国获得的配额已经大幅度上升，但是和中国经济在全球经济中的地位相比还是比较小的，你作为国际货币基金组织原来重要的领导人，怎么看待中国的份额未来进一步上升的可能性，或者是比重大概会多大？

**John Lipsky**：非常感谢你的问题，这实际上是一个很容易回答的问题，因为我们知道现在有一个新的算法，正像人们所承诺的那样，到 2023 年的时候，毫无疑问中国将会是拥有至少是第二大在 IMF 的投票权。上次讨论是 G20 在 2010 年 11 月在韩国开会的时候，当时的讨论相当的困难，因为评估的时候不仅仅提高了中国的配额，还提高了其他一些发展比较快的新兴经济体的份额。欧洲经济体的代表并不积极期待这样的事情，他们不愿意缩减他们的力量。我想下一轮应该要简单得多，希望够极大地改变这个相对的平衡，使得中国的份额明显的增大。

**徐明棋**（上海国际经济交流中心副理事长）：John Lipsky 教授，你在讲演中提到在美国现在公司的盈利在增大，经济增长实际上并不是那么好，这是否是因为大量直接的刺激使得整个国内的需求增加了？比如亚马逊和其他一些公司的盈利是很大的，这样的盈利是否可持续？这是否也

是一个导致通胀上因素？

**John Lipsky:** 这是非常好的一个问题，盈利率在以往几年已经处在历史高位。特别是 2008 年金融危机之后的恢复期公司盈利是很好的。问题是当整个经济收缩的时候，它们的盈利率相对于经济的收缩还是很高，我想这里面的原因有两个。第一个像你所提到的那样，美国经济在第四季度可能是减 2.3%，但是实际上需求还是在明显上升，那是因为经济获得了巨大的刺激。我想盈利率反映了这个需求的上升，不仅仅是对于实际的货物，而且对于数字服务的需求有了明显的上升。在一些高科技行业中，新的注资都是几百上千亿美元，这个刺激确实是非常巨大的。你刚才讲到的确实是一个关键的问题，那就是这样的盈利率是否可持续。我们要看现在的股票市价是否可以持续，如果我们用历史的一些数据来测量，我要说这样的盈利率是不可能持续的，我因此也不是真的那么乐观。

**秦勇:** 虽然在全球贸易中有很多逆风，实际上中国在 2021 年的贸易是相当好的，贸易增长率很高，我们总的净出口实际上比中美贸易争端之前还要大，未来你怎么来看这点？

**John Lipsky:** 中国的表现是极其令人印象深刻。这实际上反映了人们对于物资商品这个部门的偏重。工业化国家刚开始根据他们的判断减少了库存，但是现在发现有更大的需求，需要有更多的库存。美国现在压港很严重，港口拥挤，现在有更多的港口是这样的。我想在世界上前 50 大集

装箱港，中国占到 18 个，美国只有 4 个。中国有那么多有效率的大港口，所以能出口那么多，如果美国有更好的基础设施，说不定可以进口更多的中国货物。你可以想象需求的增长也会放缓下来，但是对于中国而言，中国以往几年的出口是非常好的。虽然我也不能说一定会按照目前的增速，但是确实令人印象非常深刻。我想世界对于中国的出口货物还会有这样大的需求。

**乔依德：**我们这一节讨论就到这里结束，再次对 John Lipsky 的精彩演讲，以及两位评论嘉宾的评论表示感谢！

## 专题二：发展中国家的困境和应对

左学金（主持人，上海社会科学院研究员，上海发展研究基金会监事）：接下来我们进入专题二“发展中国家的困境和应对”，这个环节的内容很丰富。首先，有请上海发展研究基金会副会长兼秘书长乔依德先生就有关“新冠疫情债务危机的风险应对”的研究报告作一个发布。

### 报告发布

#### 乔依德：新冠疫情债务危机的风险应对

乔依德（上海发展研究基金会副会长兼秘书长）：各位领导，各位来宾，大家好！这个研究报告的题目是“如何应对新冠疫情带来的债务风险”，刚才 John Lipsky 讲到不确定性时也提到，现在由于疫情的冲击，发展中国家的债务出现了很大的问题。最近我们进行了一个圆桌讨论，讨论的结果就产生了这个报告。

我把报告的来龙去脉跟大家讲一下，首先有一个问题有关新冠疫情给发展中国家偿还债务带来的风险。大家在报纸上看到 G20、IMF 举行了很多会议来解决这个问题，其实非政府组织也可以在其中发挥作用。今年 1 月份我们组

织了一个圆桌讨论，讨论了几个月之后写了这个研究报告。圆桌的组织者也是我们今天的合办方——艾伯特基金会纽约代表处，以及美国的构建共识研究所（CBI），由于疫情的关系讨论是在线上举行的。这个报告就是圆桌讨论的结果，参加者是各个国家的专家、学者，本人的名字也在报告的第三页上面。圆桌会议的专家都有政策层面和操作层面上处理债务困境的直接经验，包括前政府官员，代理过主权债务人和双边或多边债权人业务的非政府律师，以及最近深入研究过主权债务重组历史的学者。我想这其中的身份我一个都算不上，但是为什么参加呢？我是半路参加的。前几年在一次会议上我认识了艾伯特基金会纽约代表处的 SaraBurke 女士，今年 4、5 月份我收到了她的邮件。她说他们在组织一个圆桌讨论，她觉得中国很重要，但中国没有人，问我愿不愿意作为个人参加？我想了一下说可以，我参加。我没有他们资历那么深，连我加上主持人才九个人，差不多两三个星期就要开一次视频会议，对这个问题进行讨论，结果就产生了这个报告。

这个报告聚焦了两个主要的问题，一是私人机构如何参与减缓债，另一个是如何额外支持发展中国家的可持续发展，这两个聚焦点都是非常合理的。报纸上都是政府官方在讨论，但实际上私人债权所占的比例更大，因此需要更多非政府组织的参与。如果你仅仅注意到了债务而没注意到发展中国家的可持续发展，那么解决了债务问题，又会产生更大的问题。该报告的观点有很多，我不想把这个报告全部讲

完，我会讲一些主要的观点，同时结合我们国家债务债权的处理，以及我个人参加这个讨论的一些体会。今天我主要讲三个方面，首先讲一下这个报告的主要内容，其次结合中国主权债务处理，最后再结合我个人参加圆桌讨论的心得体会。

参加者中的有些人，我们搞国际金融的都会比较熟悉，像哥伦比亚大学的 Patrick Bolton，他在金融方面有很大的造诣。还有 Ocampo，他当过哥伦比亚中央银行的副行长，现在是美国哥伦比亚大学教授，我们开会也常常碰到。下面我讲一下这个报告的主要观点，是围绕两个焦点展开的。其中一个有关私人债权人参与债务重组。这个报告的观点是，目前官方有一个暂停偿债计划（DSSI）和共同框架（CF），但是没有真正还原现在发展中国家主权债务的构成。

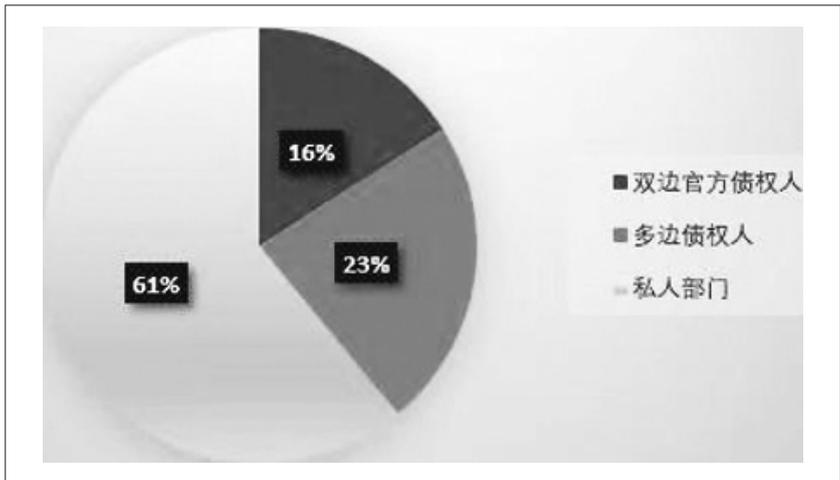


图 1：发展中国家债务构成

目前发展中国家的债务构成是：双边债务占 16%，多边债务占 23%，但私人借给发展中国家的债务占了 61%。官方一直没有反映债务的构成，并且参与 DSSI 是有资格限制的、有条件的，并非所有发展中国家都能够参与。未来两年债务国还本付息的数额巨大，高达 3570 亿美元。现在债务偿还刚刚开始，如果疫情还要持续的话，恐怕今后两三年会爆发更多的债务危机。还有一个问题就是私人债务的利息比较高，发展中国家还债的成本会比较高。历史上有私人债权人参与重组的经验，上世纪八九十年代拉丁美洲发生债务危机时，美国制定了一个布雷迪计划，最后私人与美国政府参与解决了拉丁美洲的债务，表明私人参与债务重组是很有必要的。

第二个大问题是提供额外的可持续发展。新冠疫情影响了这些发展中国家达到联合国的全球可持续发展目标。疫情以来有很多国家达不到目标，真正能做得好的就是我们中国。发达国家退出量化宽松政策，会给发展中国家带来新的冲击，现在已经开始看到了，很多发展中国家不得不加息，一是为了抑制本国的通货膨胀，另外也是希望将国外的资金留在这些发展中国家。还有就是如果这些债务国参加了债务重组，评级公司对他们的主权信用评级会下降，使得这些国家难以在国际市场上融资或使其支付更大的代价。

报告建议私人股权参与。短期上，要提高债务的透明度，强化主权债务详细信息的分享，因为现在很多信息比较碎片化。IMF 应该帮助主权债务人建立债务可持续分析框

架，这个主要是指私人参与的透明度，提高了透明度，私人才愿意参加。长期上，IMF 等这些国际组织最好建立一个有关主权债务的登记平台，各个国家把这些信息汇总，G20 成员国主动发布债务合同，努力把债务透明度列入到国内法当中。世界银行应该发布成员国债务管理绩效评估以及债务透明度标准。债务重组报告建议只有达到透明度，才有资格参与债务重组，债务如果不透明，别人就不会帮助你解决债务重组，但这个长期建议现在一下子还做不到。另外要有一些激励措施，激励私有债权人参与债务重组。短期上要鼓励债务人与债权人之间有协商，保证债权人跟债务人都要遵守可比待遇原则，就是说一个国家的还债要对所有的债权人一视同仁，不能优待某一些债权人，例如政府的债权人，或者优待某一些国家，这个是不允许的。这个提议原来是巴黎俱乐部提出来的，我们国家也赞同要一视同仁的做法：还债时不管债权人是谁，不管是哪个国家都要一视同仁。长期多边开发机构要向私人债权人提供信用保障，最好是建立一个中央信贷安排机制，由一家多边开发银行来管理。最好由 G20 财长设立一个委员会，让债权国跟债务国一起对债务重组提出相关建议。

第二个建议是对支持可持续发展进行投资。该建议认为多边开发银行应该为相关国家提供额外的资金，不能只解决债务，还要注意以后的可持续发展。

我最后讲讲我个人参与本次圆桌讨论的体会，我认为非政府机构可以在国际合作中发挥重要的作用。我刚才讲到的

组织者都是非政府机构，他们抓问题要害抓得很准，一个是私人债权重组的问题，另一个是可持续发展的问题。这个报告是在今年 IMF 和世界银行的年会中发布的，特别是格拉斯哥峰会，几千个参加者中有很多是非政府机构。前面讲到我们国家参与全球治理，不要局限于全球治理就是各国政府之间的事情，也应该鼓励非政府机构参加，这对我们国家来说是一个值得研究的重大课题。

如何在多边合作的参与过程中维护我们国家的海外利益，中央最近出台了一个关于国家总体安全观的提议，其中也包括国家海外利益安全，这是一个新的提议。我认为海外利益既包括海外投资，也包括海外主权。我们国家海外投资的特点就是量比较大，是以双边为主的，其实应该多以多边的形式参与。虽然双边有双边的好处，但是多边参与大家可以责任共担，因此要多边结合双边。目前我们国家的海外投资量是比较大的，截止 2019 年我国对外直接贷款高达 6700 亿美元，占我们国家对外债权的 14%，占中低收入国家外债的四分之一。中低收入国家的外债有 4000 亿是我们国家提供的。我们国家提供的直接贷款占比所有巴黎俱乐部 22 个国家的直接贷款还要多，这是一个非常重要的事情，因此我们要参与多边合作。

最后很重要的一点是，全球治理多边合作的基础是相互信任。相互信任首先要从我做起，要相信别人，相信大多数人，对此我有比较深的体会。我是半路参加的，是别人邀请我参加的，我参加的时候他们已经有了一个初稿，我觉得参

加者都是非常理性非常讲道理的，没有人提到所谓中国的债务陷阱。但当中有一段话我觉得不是很舒服。本来有一段话大概意思是，要解决从中国借贷量较大的国家的债务可持续发展所面临着额外的复杂性，就是说针对那些中国借贷比较多的国家，出现了更加复杂的情况。列举了六个原因，就是说中国借贷不透明，借贷数量比较大，资金提供者的性质不明确，即中国开发银行到底是国家的还是私人的不确定。最后我想了一下，这个名我不能签。我就跟组织者说，你们几个人签名就好了，我不签了。她说不行，如果你有意见你就提。我就提议上述这段话最好删掉，我提了四个理由。第一是债务构成，中国是双边债务多，私人债务少，既然研究报告是集中私人债务，为什么要单挑中国说事？第二是中国并非所有的金融机构都是官方的，我们的开发银行也有商业方面的业务，而且中国是鼓励私人参与债务重组的。第三是单挑某个国家说事可能不太合适。第四是删掉这段话并不影响报告的整体性。最后他们同意了我的观点，组织者也把我的意见发到群里，结果其他八个参与人也同意了我的观点。报告第7页中最后一段现在变成这样了：集体行动遭到挑战的另一方面，是双边公共债权人的扩展已经超出了巴黎俱乐部的范围，主要有新兴经济体如中国、印度、土耳其、巴西、海湾国家参与到开发融资，这在很多方面都是一个值得欣喜的进展，与此同时这也让解决债务困境的工作变得更加复杂。

这个说法我比较同意，最后我也同意在报告上签名。我

在本次讨论中做了三件事情，第一，表达了我们官方的一些立场跟态度。他们在国外有所不知，易纲在 G20 财长会议上作为中国政府代表表达中国政府支持商业机构参加私人债务重组的立场。那时候针对网上流传的一篇关于中国贷款存在很多问题的文章，IMF 中国执董金中夏对此的一篇讲话我也给他们看了，他们看完之后也觉得很好。第二，我介绍了我们国家参与私人股权债务的情况，例如国家开发银行的行长也表态让国家与私人都参与其中。第三，我们的团队也在做关于国际经济规则的相关研究。

参加这次圆桌讨论我个人觉得还是很有意义的，虽然我不能代表政府也不能代表基金会，我只能代表个人，但是我觉得参加这个会议至少也表达了我们中国的一些观点。当然我并不是说中国的任何做法都好，我前面也讲了有些地方还不够透明也需要改善，以及双边投资太多也要有多边的合作。至少你要跟人家谈，要相信对方。用孔子的话说就是“己所不欲勿施于人”，你要别人相信你、信任你，你首先要相信别人，你只跟别人硬来，恐怕别人也要对你硬来。

以上就是我的体会，谢谢大家！

**左学金：**乔依德秘书长发布了新冠疫情债务风险应对的研究报告。新冠疫情对全球的债务包括债权国和债务国以及相关私人都是一个非常大的挑战，我们这个报告提出的一些重要建议，我感觉还是非常有价值的。接下来我们有请上海对外经贸大学国际发展合作研究院院长黄梅波教授作点评。

## 黄梅波点评

**黄梅波**（上海对外经贸大学国际发展合作研究院院长、教授）：大家上午好！我是上海对外经贸大学的黄梅波，这些年我一直在做有关对外援助以及国际开发性金融方面的研究。乔依德老师说他参加这个讨论是一次偶然的的机会，我介入国际援助或者说国际债务问题、主权债务问题以及开发性金融、国际发展融资的领域也是一次偶然的的机会。2010年联合国贸易和发展会议成立了一个专家组，专门讨论中国的主权债务问题。2010年国开行进入国际主权债务市场并且是作为债权人的身份存在，已经引起了国际上的关注。当时讨论的是主权借贷的责任原则，他们认为主权借贷的借方和贷方都应该负责任。长期以来发达国家在主权债务市场上是债权国，中国是债务国。我们作为一个新兴国家进入国际主权债务市场，并且是以债权国的身份存在，他们会质疑你是否遵守规则，是否应该也给我们设立一些规则。当时的专家组以及现在的整个专家组都是发达国家的经济学家和法律专家。刚才乔依德老师也介绍到，专家组都是由既有理论也有实战经验，处理过主权债务的大专家组成的。我当时参加的时候专家组也主要是以欧美国家为主，以及个别其他国家。当时财政部也认为讨论这种问题中国应该参加，所以跟我联系我就去参加了。正是因为参加了这个专家组，我把我的整个研究方向都转移到了国际援助和开发性金融这类话题上。我原来是做区域货币合作研究的，后来我的研

究更多的往这个方向转移了。

今天乔依德老师作的报告我觉得是很重要的。确实一些国际上的专家学者以及非政府组织对疫情之后的债务处理问题，以及发展中国家长期的经济增长表示了关注。这其中有两个主要的问题，一个是私人债权怎么处理，另一个是疫情之后如何使经济可持续发展，以及减少债务。事实上，发展中国家的经济发展是需要资金的，光截流紧缩是不可行的，因此还要想用什么方式增加对发展中国家的融资，使其能够长期可持续发展。我通过阅读本次报告也学习到了很多，就是从不同的角度来看待这个问题。我从这个地方引申出去，谈谈中国在国际发展融资体系中的地位，以及现在的问题或发展方向。

乔依德老师参加的专家组，还是我原来参加的那个专家组，基本上都是发达国家，因为会议是发达国家主导的。它的一个特点是参与者都是欧美的名牌大学以及名牌大学的大专家。还有一个特点就是，所提及的不管是透明度还是其他方面的规则，实际上都是以多边为主体的，以多边发展银行所构建的规则为主。然后用传统的欧美国家以及以多边开发银行为主所构筑的国际发展融资体系规则来讨论我们目前的债务问题。国际发展融资体系的主要构成是什么？一部分当然是多边发展融资机构，其债务占比目前是 23%，还有一个相当大的部分是国别发展融资机构，例如国开行、中国进出口银行、中国农业发展银行，以及法国信贷银行，韩国的开发银行等，这其中也提到过土耳其、巴西等，实

际上这些国别发展融资机构在中间也起到了很重要的作用。这个报告也提到私人部门的参与，但是现在全球发展融资的主要供资方更多的是多边机构，因此规则也是有关多边机构的。实际上还有大量的双边机构，以及私人部门，所以一个主要方面是如何用这些规则来协调新的国际发展融资体系。

原来新兴国家没在债权国的体系里，例如中国、印度、巴西、土耳其等，现在他们进入了这个体系，这其中很多观念、分类方面的概念都是不一样的。所以在处理很多问题的時候，比如什么是公共的开发性金融机构，比如国开行是政策性还是商业性金融机构，西方和我们的概念很多是不一致的。所以说在协调的过程中，整个体系的构成跟原来的已经不一样了。不仅存在着理念的不一致，还存在着对分类、规则的看法的不一致。

按照资产的总额来排的前十大全球开发性金融机构，我们所熟知的世界银行只第七位，第一位是国开行，然后是中国农业发展银行，下面是欧洲投资银行以及中国进出口银行，实际上多边占比并不大。欧洲投资银行是欧共体的银行，其他的都是国别银行，这些国别银行在国际发展融资中起到了非常重要的作用。中国现在已经成为了这个体系里的一个组成部分。一方面，在多边的机构中，比如说非洲发展银行、亚洲投资银行以及亚洲开发银行等，我们在其中设立的基金发挥的作用越来越大。另一方面我们推动成立亚洲基础设施银行以及新开发银行，这对多边发展造成了一定的影响。同时国开行、进出口银行推动发展中国家在国际多边发

展中起到越来越大的作用。

西方和我们在国别发展融资机构方面的理念存在差异，因为从自由市场的角度来说，发展融资机构本身就是政府干预金融体系的方式，会造成资源的错配。因此发达国家并不是很重视国别发展融资机构。对发展中国家的贷款更多的是多边贷款，国别的贷款比较少。比如说美国在这方面的贷款比较少，资金量不是很大。世界银行曾经在 2015 年发表了一个报告《全球金融发展报告》，认为国别开发银行历史上以失败告终，并将失败归因于治理较差。断言发展中国家很难发展良性的开发银行。国开行等中国的发展融资机构以及新兴市场国家的发展融资机构近来取得了成就。事实上这些国家建立了一些有效的开发银行，成功促进了本国的经济结构转型，在国际业务中也促进了发展中国家经济社会的发展。

中国的国别发展融资机构对全球发展的贡献是有目共睹的。中国的发展融资机构正在被世界关注，中国的开发性金融在促进发展中国家经济社会发展的同时，对促进其产业、基础设施的发展也发挥了重要的作用。中国也体现了自己的国际竞争力，实际上西方国家也受了影响，对国别发展融资的一些理念也开始转化。现在一些西方国家甚至已经把发展融资作为与中国竞争的一个重要工具，他们开始把援助、贷款、贷款担保以及直接投资结合在一起。2018 年美国成立了集中于发展融资事务的国际开发金融机构，这说明国别发展融资在促进发展中国家的发展中起到了重要作用。

中国的发展融资过程是存在着一定的问题，现在国际上的非议也比较多。从未来看中国的国际发展融资的发展，一方面是构建多元化的国际发展融资体系，促进双边、多边、私营机构的参与；另一方面是在动员资金的同时也要注意债务的可持续性，同时加强项目的风险管理，促进投资融资模式的改革。最后要加强与多边以及其他国家的国别发展融资机构的协调、沟通，逐渐对这些理念、规则更加熟悉，并进行相应的协调。

**左学金：**接下来有三位嘉宾作演讲，一位在现场，两位在线上。首先我们有请新开发银行副总裁兼首席财务管 Leslie Maasdorp 作演讲，新开发银行也叫金砖银行。

## **Leslie Maasdorp：金砖国家经济复苏概述**

**Leslie Maasdorp**（新开发银行副总裁兼首席财务官）：大家上午好，我对被邀请来参加这次会议，感到非常荣幸。乔依德先生是我的好朋友，我们这样的沟通非常重要，也感谢艾伯特基金会促进我们的对话。

新开发银行是 2015 年建立的一个新银行，总部设立在上海。它是一个独立的，由印度、巴西、南非、中国这样的新兴国家构建的团队，主要是为这些新兴经济体服务。现在上海总部整个业务是 300 亿美元，在以后的 5-10 年，我想北京也会有我们的分部。毫无疑问，我们在发展金融界一定会发挥更大的作用。

我简单回顾一下金砖国家的状况，我在这里作三件事的回顾。第一，简要回顾一下我们是怎么看待 2020 年的，从中学到了什么，特别是在面临世界经济因疫情受到巨大冲击时，作为机构的我们是如何做出有效回应的。第二，作为一个新的开发银行，根据 2020 年的分析，回顾一下在机构初期，哪些要素使我们做得更好，使我们在未来发挥更大的作用。第三，回顾一下现在整个世界和经济中发生的一些最基本但重大的变化，特别是涉及到公共产品方面，不管是气候变化还是其他，想必大家也都关注到关于气候变化的 COP26 会议了。

2020 年发生了巨大的变化，二战和二战之后建立的重要的世界机构，比如 1944 年建立的世界银行，对今天的世界仍然产生着重大的影响。2020 年我们学到的，就是我们目前面临的冲突或挑战是非常巨大的，作为机构，我们怎么来回应？我们的圆桌会议成员之一的南希·李专门作了研究，洛克菲勒基金还有其他很多地方也做了这样的研究。多边机构对于 2008-2009 年全球金融危机也作了重要的回应，这次新冠疫情的影响更深刻更广泛，但是我可以说我们对全球金融危机的回应更大，这些重要机构在金融危机时期提供了三分之二的回应资金，但这次只占 38%，尽管这次整个疫情的冲击更大，但是我们整个的回应比全球金融危机要弱一些。

在特别提款权上，2021 年有几十亿的特别提款权注入，但是它的规模还是非常小。在 2020 年，整个世界扭曲了，

我们这些机构并没有对可能的债务危机作出强烈的反应。这次西方快速开发疫苗，实际上就是想要努力克服危机。但是，现在存在着疫苗方面的不平等现象，大多数生活在新兴和发展中经济体的人无法获得疫苗。为此，多边机构需要调整一些做法。

全球的产品，不管是生物多样性、气候变化，还是疫情，这些都不是单个国家能够应付的，这些涉及到全人类的问题，需要有多边机构来应对。现在多边机构也在进行讨论，是否要进行更大规模的修改规则，比如我们在处理气候变化时并不处在共同的起跑线上。我来自南非，人口数量并不大，但是非洲是很大的。现在中国在全球排放量中占28%，而整个非洲的排放占3.8%。如果现在需要把更多的资金投入控制气候升温上，那么非洲地区应该获得更大的资金支持。因此，我们需要重新调整资金流向，如果资金能够更多向发展中国家或低收入国家转移，非洲就可以获得更大的支持。实际上，通过这次疫情就可以看到，这些多边机构还没有充分的准备好。在之前的讨论中讲到，现在我们需要建立一个世界的碳银行，因为虽然所有欧洲和其他的一些发展机构有很广泛的议程，但是无法集中于像气候变化这样很具体的领域，很难应对类似气候这样的议程。

第二个关键点，就是疫情充分揭示了现在的很多问题，确实让我们看到世界存在着结构性的严重不平等，不管是机会的不平等，收入的不平等，还是获得数字技术和信息教育等各方面的不平等。在中国，现在有一个“共同富裕”

的概念，中国已经把它放进了整个经济语言而且也被世界接受了，我们需要更加有效地应对不平等。

另外，我们相信现在的多边发展机构需要调整，特别是对融资机构进行调整。多边金融机构的整个资产有 2 万亿美元，如果加上国家开发机构就是 18 万亿。我认为更多的融资机构应该重新转到可持续发展的领域，新冠疫情和气候变化都揭示了这种必要性。《联合国气候变化框架公约》第 26 次缔约方大会的结果是喜忧参半，但是它让我们看到在以后的 10-20 年中，多边发展机构需要对整个社会的资本做一个重新的调整分配。这种重新调整将会受到三个核心因素的驱动。首先，消费者们有了一个意识，他们的消费习惯更加取决于他们的自主选择。第二是法规监管，两周前宏观审慎框架又出现了一些改变，为银行提供了激励因素，让他们能更加透明。第三是机构投资的社区，比如黑岩集团的 CEO 说气候风险就是投资风险，这样的一个说法表明了资产管理界或者是资产拥有者态度的转变，他们现在更看重绿色投资。我想表达的意思是，向绿色经济的转型是一个根本性的转型，全球经济的去碳化将会引发整个经济体系的根本改变。如果转型要成功的话，我们还必须要有一些先决条件，其中一个所有的多边发展银行都在努力的，即促进各种规则的和谐化。比如在“绿色开发”这一个近年来新兴的市场中，我们看到央行也好，欧洲央行也好，英格兰银行也好，都有自己的绿色金融制度，但制度的不统一导致了市场上的混乱。投资者也没办法全力投入到绿色发展中去，因此我们迫

切要求进一步进行规则的和谐化。

最后我想要讲的是，整个经济概念和体系组织都需要进行重大的重组。目前有些资产拥有人正在辩论，什么叫做受托责任？如果你是一个上市企业的董事，这意味着什么？如果你是一个大型资产的所有者，你的职责是什么？你不但要对今天的股东负责，你还要对后代负责。因此，需要重新审视一些最基本的金融概念，判断它们是否适合今天的世界，其中一个便是受托责任。其次，我们怎么来做贴现现金流的分析，有没有充分注意到那些遭受气候风险的资产？可能企业今天利润很高，但这个企业在全球各地的投资有一些可能变成遭受气候风险的资产，就会影响到估值。哈佛大学目前正在做一些有趣的研究，即所谓的影响力会计核算，考察了一些较大的金融企业，观察这些企业有什么新的会计核算方法。美国经济大萧条过去四年后，罗斯福总统执政时期，美国就出现了通用的会计法则，这已经有 100 年的历史了。现在要进行另外一种会计报告制度，叫做财务影响力报告，这会对未来的全球金融系统造成重大的影响。

作为一个多边开发银行，我们对此非常激动，因为它会引入一整套的新的价值观，在这方面我想再提供两条点评。首先，新的开发范式的主要指导原则是什么，目前我们还在研究之中。米尔顿·弗里德曼在《资本主义与自由》一书中，说：“企业唯一的社会责任就是为股东创造价值。”50 多年之后的情形与他的观点完全相反，如今企业有更广泛的社会责任，而不是只对股东负责，很显然这一点是一个进步。

但是，这种进步可能导致我们需要重新界定一些基本的金融概念，包括如何衡量 GDP。自从凯恩斯阐述 GDP 的衡量之后，这个概念一直没有有什么大的改变。目前 GDP 的概念里面没有计入任何的环境影响，也没有计入收入不平等以及其他重大要素。一个国家内部可以是非常平等的，而另外一个国家内部可能是非常不平等的，然而他们两国的 GDP 可能相仿。所以，我们多边开发银行希望能够为这个新的经济革命作出贡献。此外，我们要考虑到一些外部性，企业在行事的时候对环境造成了什么样的破坏，这些破坏应该反映在会计核算中。

我的发言是抛砖引玉，希望我们能够进行更多的交流和讨论。作为一个多边开发银行，我们对未来非常激动，因为我们觉得开发金融及这个行业将会进入一个复兴阶段。过去 6 年来我们处在各种争论的中心，我看到很多年轻的知识分子都在规划更长远的未来，我认为我们的金融从业人员需要有这样一个视野，因为绿色金融就是一个长期大计。

**左学金：**谢谢 Leslie Maasdorp 副总裁谈了多边开发银行如何应对新冠疫情后全球新的经济发展情况。第二个发言是 Steven Barnett，他是 IMF 驻华首席代表，他从北京在线上进行发言。

## **Steven Barnett：发展中经济体：展望与挑战**

**Steven Barnett**（IMF 驻华首席代表）：感谢邀请，非常

荣幸能够参加研讨会，很高兴跟大家讲讲发展中经济体。前面 Leslie 提到了很多要点，关于发展中经济体，我非常同意 Leslie 的观点，全球社会必须要通力合作，以便全球经济恢复，尤其要确保低收入国家经济能够复苏。我今天重点讲低收入的国家，这些低收入国家受到疫情的影响特别重。

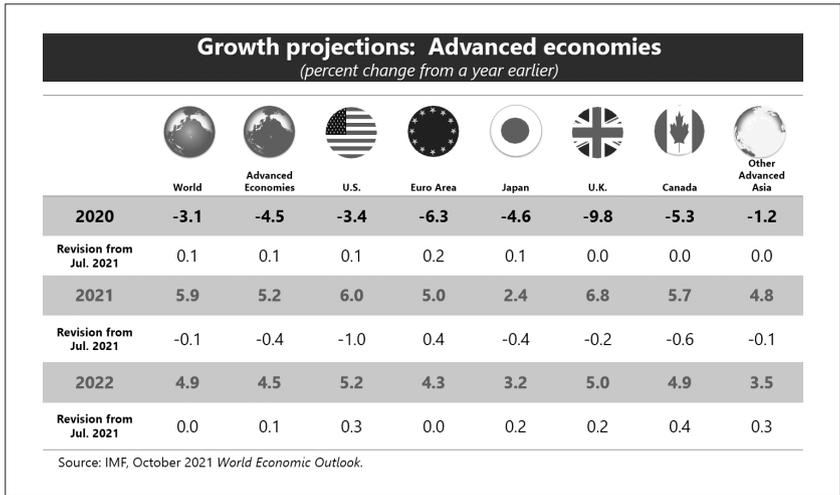


图 1：增长预测：发达经济体的经济增长

图 1 是有关全球经济增长预测，红色的数字是今年 10 月份的预测，也可以看到 7 月份的一些修正，预测全球的经济增长是 5.9%，明年是 4.9%。我们 7 月份的预计和这一预测差别不大。这些数字相对来说比较高，过去 4 年的平均增长率只有 3.5%，今年的 5.9% 的全球经济增长率显然是这 4 年来的最高增长率，就算是明年预期的 4.9% 也高过了过去 4 年的平均值 3.5%。在预测上我们不能过于激动，回过头来考虑一下去年发生的事，可以看到去年世界经济收

缩了 3.1%，也就是说 2020 年的经济是经济大萧条以来最差的一年，Leslie 在他的演讲中也介绍了一些有关全球增长和全球金融危机的相关内容。2019 年经济增长大约是零，去年是 -3.1%，比全球经济危机的情况还要差，但是同时做出了前所未有的动作，力量也较大。如果没有这种政策支持，去年的经济增长应该是 -9%。

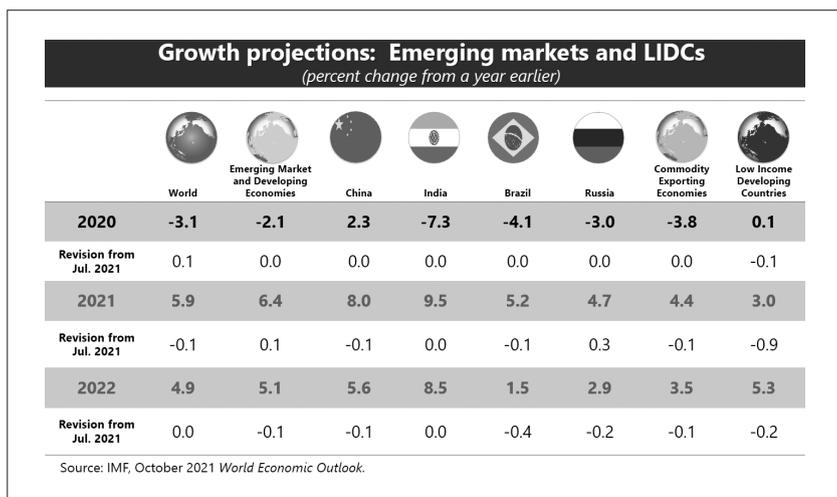


图 2：新兴市场和低收入发展中国家的经济增长

新兴市场的经济增长与图 1 一样，只是国家变了。中国的预测是 8%，明年是 5.6%，我们预测的印度增长也是相当正确的，所以没有做什么修正。

图 3 有关创伤或损失。我们可以看到新兴市场和发展中国家遭受了更多创伤。什么叫创伤？图 3 的左边展现的是疫情前后的 GDP 比较，实线是实际增长的指数，虚线是 2020 年的预期，实线和虚线之间的差距就是创伤或者损失。蓝线

表示发达经济到 2024 年几乎就没有创伤了，恢复到疫情前的水平。绿色表示中国到了 2024 年也没有创伤，红线表示其他市场的损失还会继续存在。图 3 右边展示的是 2024 年一些国家的经济损失，损失最惨重的是亚洲新兴市场，其次是拉美，美国在平均值以上。所以，疫情对低收入国家和新兴市场的影响最沉重，到 2024 年经济增长率也还是低于疫情前的水平。

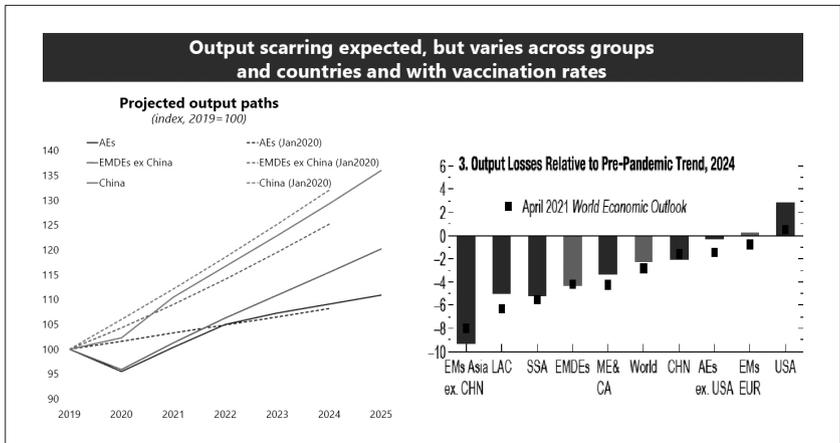


图 3：预期产出损失，因群体和国家以及疫苗接种率而异

图 4 衡量的是 2021 年的创伤。左图是 GDP 的增长，新兴市场 and 低收入国家在过去三年里经济增长非常快，然而增长率远远低于疫情前的预测，而美国和中国将会很快复苏到疫情前的水平，但发展中国家并非如此。

为什么有这样的差距，为什么发达经济体和中国情况更佳？主要有两个原因：第一，有政策空间能够做出响应，从左边的图可以看到发达经济体强大的政策响应，很大程度上

抵消了疫情的影响。通常发达经济体响应的政策空间更大，中国也是。新兴市场和发展中国家复苏更缓慢的后果是什么？就是将会在减贫方面会出现一些反弹。减贫、扶贫在疫情前取得了长足的进展，但仍有 6700 万到 7500 万的人口生活在极端贫困之下。

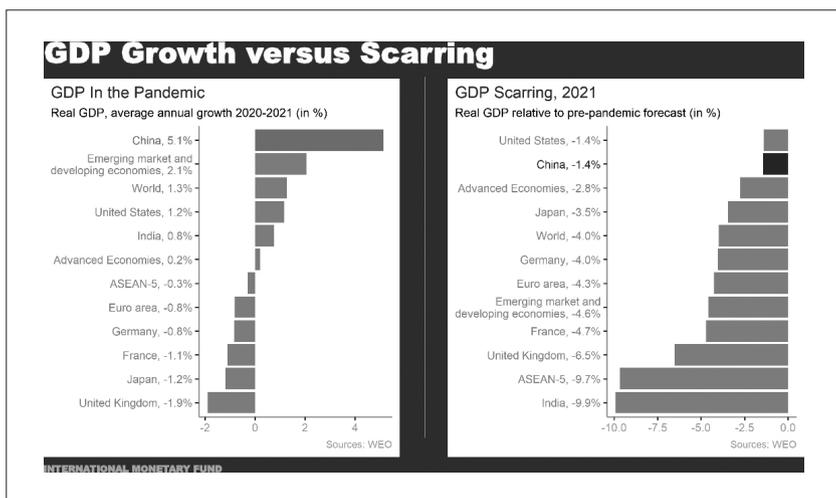


图 4: GDP 增长与损失

通胀部分只讲低收入国家的。疫情间食品价格上涨，食品价格在低收入国家上升更快。撒哈拉以南国家和中东国家的食品价格上涨更快，原因是当地储量较少。食品供应导致很多穷困家庭受到更大影响，贫困和食品价格有相关性。

最后，关于政策方面。疫情对于低收入国家的影响，让我们意识到必须要采取政策，特别是在疫苗接种方面。疫情反弹和病毒变异有可能阻碍经济复苏。所以国际货币基金组织和其他一些机构需要促进更多的接种，最好到今年年底有

40% 的接种率，到明年年底有 70% 的接种率。在以后 5 年中，如果控制不好，会给全球经济带来 5 万亿美元损失。大家需要共同努力。发达经济体 60% 的人口已经接种了，但是在低收入国家接种率只有 4%，这一差距太大了。对于低收入国家来说需要有更大的支持，包括接种疫苗。

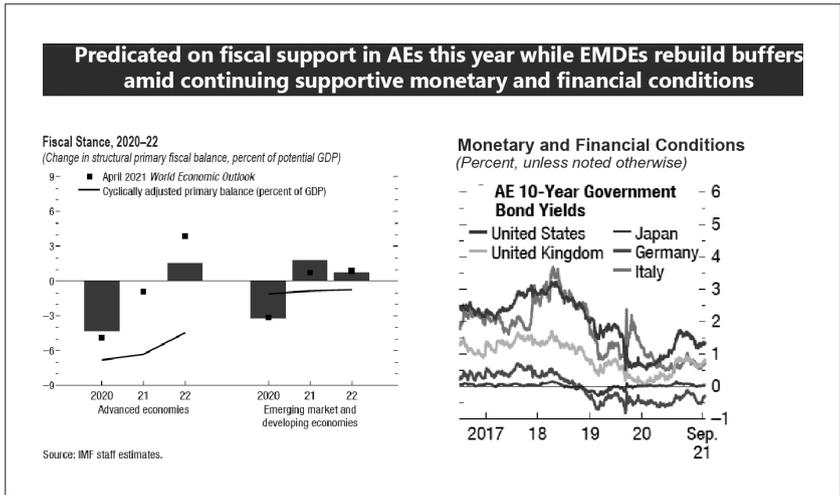


图 5: 财政支持 & 货币和金融条件

另外，对低收入经济体需要提供更多资金援助，其中金融支持非常重要，有助于减缓他们的债务，以及债务还本付息的负担。要能够将大量资金给予更多的发展中国家，这其实是特别提款权的再分配，使得一些国家更好地支持其经济的可持续发展。新的资助中包括 75 个国家，其中大部分是低收入国家，需要给予还本付息方面的支持。G20 已经有一个核心框架，巴黎小组有一个共同框架，能够暂停支付债务，这需要国际银行债权人的共同行动以支持这些低收入

国家。比如，有些国家在特别提款权的分配方面比较有利，在其他国家需要给予了更大支持，在融资方面也给困难的国家提供了更多支持，特别是对于低收入国家。同时，要采用其他的一些做法，包括自愿渠道和有抗跌性的基金，使他们能够获得多边渠道的支持。

最后，关于气候变化。现在应对气候变化非常关键，一些数据充分表明气候变化在整个人类以及地球的安全和繁荣方面非常重要。这是负担，也是机会，要更多转向可再生能源和新能源，这对地球和经济都有好处。如果能够拿出恰当的政策，最后 GDP 可以增长两个百分点，而且能够提供更多机会，在绿色行业更多的投资也能给社会创造更大利益。疫情带来痛苦、生命损失和其他方面困难，同时也有机会。对全球经济而言，能够转危为机，关键是要要在双边和多边的渠道中进行合作，如果能够因此携手合作，就能够获得恢复，并且使各个地区和国家都能参与其中。

**左学金：**非常感谢 Steven Barnett 先生的演讲。接下来有请上海大学拉丁美洲研究中心的主任江时学教授作关于“后疫情时期中国如何帮助发展中国家实现经济复苏”的演讲。

## **江时学：后疫情时期中国如何帮助 发展中国家实现经济复苏**

**江时学**（上海大学拉丁美洲研究中心主任）：谢谢，各

位上午好！

我在这里讲一下中国是否能够在后疫情时代成为一个白色骑士以帮助一些其他国家。联合国的一份报告中讲到2021年如果没有疫情，经济增长就可以达到5.1%的增长率。但是现在因为疫情的影响，发达国家可以维持经济增长，但是很多发展中国家是不可能达到疫情前的经济增速的。我想如果我们无法回到以前的状况，那么我们会面临很大的问题。尤其是金融机构在当中要扮演重要的角色，怎么来做呢？一方面这些发展中国家的政府应该设计并且落实一个有效的政策来克服目前的困难，另外一方面国际合作也是很必要的。

中国在其中能否成为一个救苦救难的骑士？10年前当欧盟出现了主权债务危机的时候，当时很多人问中国能否拯救欧洲，中国自然是拯救不了的，但是中国确实也给欧盟提供了一些帮助。中国现在已经向世界尤其是一些发展中国家提供了很多疫苗以及个人防护用品，习近平主席和王毅外长都提到了中国对其他发展中国家的支持数量。我要说的是中国现在还可以做以下一些工作：我们可以从发展中国家进口更多的商品，同时也可以开展更多的贸易，进行更多的投资，借此对这些国家提供更多的援助，这些我们都是可以放到“一带一路”框架下面去进行的。

另外一方面，发展中国家也需要做以下一些工作，在这里我要提供一个清单，希望发展中国家完善的清单。第一个就是要提高当地的投资环境，如果要吸引中国进行更多的投

资，就有必要改善当地的营商环境。所谓中国威胁的心态一定要抛弃掉，然后选择好的高质量的产品，能够进入中国市场还需要有更大的产品竞争力。这是我提出的一个希望清单，发展中国家需要克服中国威胁这样的心态，强化自身产品的竞争力。实际上每个国家都需要面临两场疫情，一个是新冠疫情，还有一个就是穷困疫情，每个国家都需要依靠自己。在我看来，中国实际上面临着这样的一个困境：也就是说如果中国什么也不做，西方国家会说中国没有履行国际责任；如果中国向其他一些发展中国家提供援助，西方国家可能会指责中国搞口罩外交，或者具有政治意图。那么请你们告诉我中国应该怎么来做，我想政治也是一个我们需要考虑的事情。

**左学金：**感谢江教授的演讲，接下来有两位嘉宾作点评。分别是上海社科院世界经济研究所的周宇研究员和上海国际经济交流中心的徐明棋副理事长。

## 周宇点评

**周宇**（上海社科院世界经济研究所研究员）：刚刚讲到了发展中国家的困境，听了之后我有了自己的一些感悟。我觉得可以概括为三大困境，除了刚刚提到的两大困境，一个是疫情引起的困境，另一个是美国货币政策的变化可能造成的困境之外，还有一个就是反全球化造成的困境。三个困境对发展中国家的影响是不一样的，比如疫情相对来说对中国

的影响较小，因为我们疫情控制得比较好。但是反全球化相对来说对中国的影响要大一点。

我为什么要强调逆全球化影响，因为这对整个发展中国家的影响非常深远。在上世纪 90 年代开始的全球化，带来的结果是发达国家的产业转移到发展中国家，然后再出口到发达国家，造成的一个后果就是在 20 世纪初期整个国际收支发生比较明显的变化。发展中国家整体上经常收支转为顺差，发达国家转为逆差。整个金融风险开始从发展中国家转向发达国家。比如说 20 世纪前 10 年的两场金融危机都发生在发达国家，一个是主权债务危机，还有一个是美国的房地产债务危机。过去我们研究国际金融的时候，经常强调金融危机和经常收支之间的关系，它就体现在全球化格局的变化方面。

反全球化的出现有可能使 20 世纪 90 年代后期形成的全球化格局发生逆转，发达国家可能要重整工业化，发展中国家可能又要面临着新的经济风险。刚才大家提到了疫情给国家债务带来了沉重的负担，再加上全球化的逆转，会对发展中国家的经济脆弱性带来新的影响。美国货币政策的变化，导致将来可能会退出量化宽松政策。从历史的发展来看，每一次美国退出量化宽松政策之后都会引起资本向美国的回流，引发发展中国家一系列的金融危机。从历史上看几乎 80 年代所有的债务危机，90 年代的墨西哥金融危机，还有 90 年代后期的亚洲金融危机，都和美国货币政策的变化有关。但这次的情况有所不同，这次的疫情使经济已经非常脆弱了，而且又出现了逆全球化。此次美国的货币政策变化造

成的打击，可能比以往要更厉害。实际上情况会怎么样我也不太清楚。

## 徐明棋点评

**徐明棋**（上海国际经济交流中心副理事长）：前面三位发言者都提到，目前发展中国家的状况特别是经济复苏受到了影响。大家从不同的角度作了论述，Leslie Maasdorp 提到了多边金融机构在帮助发展中国家恢复经济方面，以及从传统经济向绿色经济转型方面发挥了重要的作用。他提到了改变消费习惯的重要性，从过渡消费包括能源的过渡消费转向更可持续的消费方式。我们的政府也需要通过监管来引导人们来实现这样的消费方式以及其他方面的绿色转型。还有一点，技术转型的突破是很重要的。我们现在看到了很多的技术突破，但是我没有看到绿色转型方面的重大技术突破。目前能源的大短缺，主要是因为化石能源供应的骤降。因为各地都比较关心气候变化的影响，这样一来传统的化石能源的供应就受到了很多的制约，因此没有足够的能源供应，而且我们没有价格合理的、更加清洁的能源来替代化石燃料。中国主要是用火电，火电厂限制发电，导致供电紧张。绿色技术的突破，需要通过国际合作来进行。

Steven Barnett 先生提到了一个非常重要的现象，就是发展中国家的经济复苏水平低于发达国家。看一下绝对 GDP 的增长率，其实发展中国家还是高于发达国家的。但

是这种增长的潜力受到的疫情打压更为严重。Steven Barnett 先生说得对，他讲到了发达国家以及中国的财政和货币政策的空间更大，此外通胀更多地影响发展中国家，因为那里的能源价格高升，食品的价格高升。在我看来，发展中国家更加依赖外贸而非外资，这次疫情大大影响了贸易和投资，甚至是中断了向发展中国家的贸易和投资，以至于除了中国以外的发展中国家都面临着投资的骤停。这也使得发展中国家的困境更为严重，所以我认为需要更好的国际协调和合作。

江时学教授说得对，中国应该加大帮助发展中国家实现经济复苏的力度，我们要进口更多，我们要投资更多，我们也要有更多的债务减免，这说得没错。江教授也提到了一个悖论或是一种矛盾的局面，西方国家老是爱批评中国，一方面批评我们有关地缘政治的一些举措，另外一方面又批评中国没有担负起这个大国的责任，没有为发展中国家做足够多的事，比如说在债务减免方面。我认为我们多边的机制和机构应该发挥更重大的作用。遗憾的是有些国家并不愿意担负起维护国际经济的责任，并不愿意支持国际组织，比如说 WTO、IMF 等，在对抗疫情及其影响方面并没有承担足够的责任，所以我们希望国际机构能够更加积极地帮助发展中国家走出困境。

## 讨论环节

**左学金：**接下来进入讨论环节。

**高峰:** 记得在 John Lipsky 的早先发言中，他也讲到了国际合作，还称国际合作的力度不足。现在我们又讲到了疫情以及疫情后的经济恢复以及气候变化，所有这些议题都需要多边的解决方案。现在有一些强大的国际机构，比如 IMF 和新开发银行，我针对 Steven Barnett 先生和 Leslie Maasdorp 先生来提问，你们觉得各自所在的组织已经很强大了，但是面临目前的这些问题时你们的力量还不够强大，那该怎么改变？

**左学金:** 你其实问的还是全球治理该怎么改进，现有的国际机构怎么才能发挥更大作用。

**高峰:** 可以问得更简单一点，在现在这样一个国际环境中，多边机构能做些什么，还是他们和我们一样爱莫能助。

**赵众:** 各位嘉宾好，我在中国和美国都有 10 年以上的工作生活经历，我先说一下我的一个观察。在这次危机的应对上，中国跟美国有本质上的差异。美国的应对措施主要是提供流动性，去年 3 月中下旬美国股票市场史无前例地出现 4 次熔断，是在这种情况下美联储才介入的。现在国内很多专业人士都说美国有某种目的，我们尊重一点事实就知道，美国这次的应对包括上次 2008 年金融危机的应对，其实都是一个事后的应对措施。美联储运作的基本逻辑我们一定要先搞清楚。中国当下的运行机制，特别是最近几年，我们基本上可以看到都是保什么什么，目的说白了就是要把经济波动的周期熨平，所以很多措施针对的是事前或计划的运行逻辑。现在发达国家跟中国经济金融是完全不同的底层逻辑，

我觉得不管怎么讲，现在都不要谈谁对谁错，因为这个很难说，还要看效果，在这么短的时间内我觉得效果现在很难判断，很难说哪一方面好还是不好。但是从目前的形势来看，国际通胀其实是从发达国家外溢到中国，中国包括煤炭等方面的通胀在政府强烈的干预降下去了，目前来看通货膨胀并不是不可逆转的。我们也要想到这个通货膨胀到底是结构性、暂时性的，还是可能会持续很长一段时间的。我觉得是暂时的，更多是由于西方发达国家特别是美国提供流动性导致的通胀，当 QE 退出时通货膨胀应该不是一个问题。中国的应对逻辑侧重于计划，国外的应对逻辑偏重于市场，这两个运行逻辑必须要找到协同的方式，不仅是应对债务危机，还有财政政策以及金融货币政策时都会存在问题。我的问题是，底层逻辑不同的两个机制怎么在国际舞台上进行协调？

**秦勇：**我的问题是请教 Steven Barnett 先生，麻烦你谈谈中国的银行体系目前存在哪些问题？我猜大概是跟房地产行业有关的。

**李念：**我想问一下江时学老师，你是拉丁美洲的专家，刚刚说到减贫问题。在疫情期间有没有什么实际的例子，来说明我们对拉丁美洲的援助是顺畅的还有阻力的？有没有在多边上破解的可能性？

**杨骥：**上周五中国央行第三季度的货币政策报告说以我为主。我想问一下外国嘉宾，从你们的角度来看，中国央行到底该怎么做？

**胡月晓：**三位都讲到了气候协议的问题，我的问题也很

简单。在气候转型过程中，其实中国是走在世界前沿的，我们的新能源、太阳能都走得很前沿，并且成为了我们的优势产业。但这些产业在拓展的过程中还是碰到了西方国家的很多制约，一方面是关税，另一方面是不提供给我们芯片，让我们的优势产业走不出去。我想请教几位嘉宾，既然西方提出了气候协议的问题，现在碰到了这样的问题会不会成为一个新的冲突？这是一个很现实的问题，因为现在我们新能源方面的产业在拓展中都碰到了西方国家对我们的一些约束。

**左学金：**我们收集了六个问题，大多数的问题都是问前两位发言人的，我们一个一个按顺序来回答这些问题。首先有请 Leslie Maasdorp 来回应。

**Leslie Maasdorp：**非常感谢这些非常重要且很有洞察力的问题，我将尽可能的回答好。

首先是高峰的问题，这个问题的确很复杂。我必须说我们现在就处于一个转型的阶段，在转型期间会有各种相互矛盾的趋势，在宏观政治的层面似乎有一些根深蒂固的战略竞争，而战略对抗的这样一种论调主要是在中美两国之间。但是，如果你仔细分析一下真实情况，便不一定认为存在这种对抗。最近美国商会对在华的美国企业做了一个调查问卷，很显然这些受访者不认为中美经济存在脱钩，他们也无意撤离中国这样一个大市场，所以实际的证据并不能证明中美两国的经济有脱钩。

第二，中美两国的确在很多问题上有根深蒂固的冲突，比如说台湾问题、贸易问题等。另一方面，两国之间有深刻

的合作，比如说在 COP26 会议上，中国和美国对中美气候行动达成了共识。在 G20 绿色金融会议上，拜登政府官员也表达了强烈的合作意愿。因此，我们至少可以看到一些清楚的信号，在转型的阶段，两国关系发展趋势并不是单一化的。

第三，多边机构在国际环境中能够做些什么？多边开发银行可以在转型金融方面扮演一些角色。目前还有一些贸易方面的紧张情绪，比如欧盟的领导人还在辩论绿色的发展，包括边境谈判，所有的产品只要到达欧盟的边境仍然需要缴纳气候税。如果欧盟确实落实了这样的边境碳调节税，实际上对于其他国家，比如对南非或巴西生产的高含碳产品就非常不利，这些产品将会更加没有竞争力。这对发展中国家是非常不利的，对经济发展和转型都是非常不好的。边境碳调节税未来应该如何做？实际上对整个世界贸易体系是一个非常重要的问题。我们要看到，现在的起跑线本身就是不平等的，像南非这样的国家本身是用不到多少电的，我们有很多的煤炭，但是大家认为这是脏的能源。

我想在整个碳转型中，会有一些赢家，也会有一些输家，这里面怎么平衡是一个大问题。如果发达国家意识到肩上的道义责任和历史责任的话，事情就会做得很好。像英国、德国、美国在以往 150 年中，特别是在发展起步的时候，大量利用了当时低成本的矿物能源，而且人们对于它的环境影响根本不追究。所以，如果现在气候问题要让发展中国家来承担责任，实际上不是很合理。从生命周期的角度来

说，他们也需要更新换代，发达国家和发展中国家在解决气候问题方面承担责任是不一样的。如果特别提款权以及其他一些资源能够重新分配到一些开发银行或金融机构，由他们作为杠杆来让比较穷困的低收入国家能够获得发展支持，那就非常好。

**左学金：**下面有请 Steven Barnett 先生回应。

**Steven Barnett：**特别提款权是否可以分配到多边机构要看股东，我们只能提出方案让股东来决定。有一个具体的问题，即 IMF 对于银行重组的忠告，对银行的全面改组对于后疫情时代的恢复非常重要。我们觉得，至少在五六个领域中要保证足够的流动性，要有流动性的缓冲带，这对一些小银行来说尤其重要。要让小银行有专门的处理团队，并且按照国际规则，用国际公共资金。具体可以看我们 1 月份出版的报告中的一些忠告。经常看到美国的小银行破产倒闭，这在美国官方是允许的。通常这样的新闻只在当地产生一些影响，不会产生世界范围的影响。而在中国这一问题会成为国际新闻，但其实银行重组是很正常的，不应该总是放大成为国际新闻。对一个有活力的市场经济来说，自由进入和自由退出是正常的。

毫无疑问，多边合作非常重要，虽然现在一些地缘政治方面的紧张在上升，这会带来非常严重的经济后果，贸易战对所有各方都会有后果。另外，还可以看到技术脱钩，中国在这样的技术压力之下开始自己研发，这对全球而言并不好，进行合作才能让世界的福利提高。

Leslie 讲到气候问题上要合作，在其他方面其实也是这样。我们的股东在 500 亿美元别提款权的再分配中也同意这一点。在多资金的支持下，G20 也采取了促进全球共同体的一些做法，涉及到公司税在整个全球中的协调。这些正面例子的关键是政策协调。在出现困难时，G20 应运而生，这是未来协调重要经济体的关键，在支持经济复苏时也要重视。中国能保证较好的恢复，并产生良好外溢效应。现在，很多国家依赖于中国市场的恢复，美国也是。亚洲现在出口的增长很强劲，很大程度是因为出口政策得到了很好的协调，这是我们需要在政策方面进行协调的原因。不同国家之间的状况不同，这是我们对一些比较弱的国家进行支持的原因。

**左学金：**最后有请江时学主任作一个回应。

**江时学：**感谢文汇报李记者的提问，我注意到美国官员在访问拉美以及一些发展中国家时说了许多挑拨离间的话，说中国用疫情来拓展所谓的口罩外交、疫苗外交、制造债务陷阱等，类似这样的话有很多。所以我们中国应该对此做出强烈回应，这是毫无疑问的，我们相信发展中国家拥有明亮的眼睛能够看到中国对他们的帮助。

刚刚许多人提到了气候变化，我不是说气候变化不重要，我们中国领导人在许多场合已经说明中国政府在气候变化上采取的立场。我想表达的是，有多少发展中国家的穷人被病魔夺去了生命，有多少发展中国家的穷人因为疫情失去了工作连饭都吃不饱，你还在那谈气候变化。如果我马上被病魔杀死了或者我吃不饱饭了，我听到你们在那说气候变

化，我会有点哭笑不得。我不是说气候变化不重要，当务之急是我们应该尽量消灭疫情，让发展中国家的穷人走出困境。因此我刚刚说到减贫比气候变化更重要。

**左学金：**非常感谢三位嘉宾，两位评论员以及在座的各位，大家都积极参与我们的第二个专题，这个单元进行得非常顺利，谢谢大家！

## 专题三：英国脱欧后的欧洲经济

**René Bormann**（德国艾伯特基金会上海代表处主任）：女士们、先生们，今天上午我们讨论了整个世界的状态，也了解或者研究了美国的状况。在第二环节中我们专门讨论了发展中国家目前所面临的状况，也提出了针对他们的困境可能采取什么解决方案。今天下午我们的专题三专门要来探讨一下英国脱欧后的欧洲经济。我在这里要介绍一下我们的第一位发言者是 **Sebastian Dullien**，他是在德国宏观经济政策资深研究员，之前在德国版的金融时报是一位记者，专门负责金融方面的报道。他对欧洲和德国的情况非常了解，同时在政界和科学界也有很多联系，我相信他一定会给我们就德国和欧洲的状况发表高见。去年他已经在我们的论坛上分享过他的观点，我想现在他会给我们介绍一下最新的状况。

### 主旨演讲

## **Sebastian Dullien：下一波疫情后的欧洲： 对经济影响的评估**

**Sebastian Dullien**（德国宏观经济和商业周期研究所主任）：谢谢 René Bormann 主席的介绍，非常感谢邀请我来

参加这次会议。能够再次有机会跟大家作一个介绍，我很高兴。我总是非常享受我在中国的经历，也喜欢和大家就“欧洲的未来影响”等问题作一些讨论。我先给各位介绍一下目前我们欧洲的状况，讲述一下现在跟一年前的经济形势有什么区别。目前在欧洲也有新冠疫情的反弹，所以也会讨论疫情对经济的影响。另外，我会介绍一下现在到底是什么在影响经济复苏，也介绍一下目前德国政府正在做些什么。

首先介绍一下去年我在第九届全球金融论坛上展示的一张 PPT。

**Summary**

---

- For the European economy, the Covid19 shock has been the worst since World War II
- Second wave dampens recovery
- However, we see a delay in the recovery, not an end to the recovery
- If borders remain open and insolvencies limited in the euro-area countries, a replay of the dramatic drop in activity from the spring can most likely be avoided

---

**IMK**

图 1：去年的判断

当时欧洲正处于第一轮疫情的影响中，情况比较严重而且延续的时间比较长。我那时预测在欧洲会有第二轮的疫情，目前来看确实是这样。但是我当时也强调第二轮不会像第一轮那么糟糕，第二轮疫情会使我们的复苏推迟，但是不会使得复苏不出现，另外我们判断这也不会对经济活动带来

太重大的影响。我们现在可以看到，在欧洲和德国正在经历第三波和第四波疫情，具体情况是比较糟糕的。我估计在德国这些影响会延续到第四季度，但是我可以这样说对经济的负面影响不会像之前那么严重。虽然经济没有恢复到疫情之前的状况，但是目前来看情况还不会变得更糟糕，这意味着我们的经济复苏将会进一步推迟，但是不会导致经济的危机。

我们在今年夏天做了一个预测，我们希望这波疫情能够被阻止，或者说防止。不过由于我们的政治家并没有做出快速反应，现在德国的染病率达到了历史最高。西欧和东欧国家的境况并不一致，我们德国基本上属于中东欧的范围，你可以看一下欧洲现在每天的感染率。大家对这种图比较熟悉了，这是欧洲整个的状况。

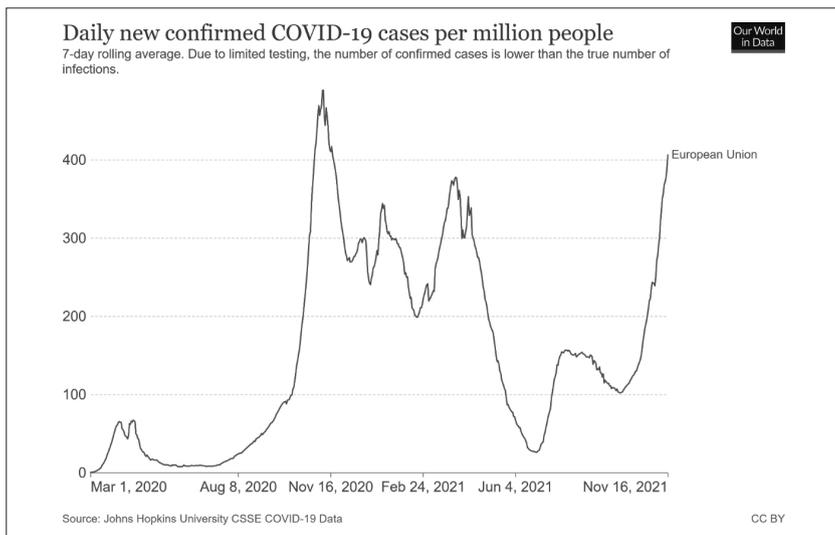


图 1：欧洲每日新冠确证病例数

图 1 可以看到现在欧洲总染病率几乎接近一年之前的历史高峰。对于德国和中东欧国家，包括奥地利和东欧国家，目前是他们最糟糕的爆发情况。奥地利目前已经几乎是封城了，我知道武汉是疫情最初的爆发点，不过奥地利的封城可能跟以前武汉的封城有所不同。我们在当时没想到会这么严重。现在德国有些地方的医院已经人满为患，对于不必要的人际接触采取了很多限制，圣诞市场也已经关闭甚至禁止开放。这个星期我们的议会通过了一些新的限制措施。这些政策最后会带来什么程度的影响还有待观察。某些国家已经开始接种疫苗，但是还有很多人持观望态度。德国实际上有几款最早开发的疫苗，例如辉瑞、阿斯利康，还有一些其他的生物疫苗。这些是跟中国不一样的，中国是灭活疫苗。可以观察一下中东欧，特别是德国、奥地利，还有瑞士那些地方，大家还不大接受疫苗，至少相当部分的人不接受。他们怀着的一些理由，其中有的是阴谋论，有些人有这样的想法也是可以理解的，这并不算完全的疯狂。他们猜想这种疫苗可能会有一些我们目前还不知道的长远后果。他们还认为会有一些可能比新冠病情还要糟糕的副作用，甚至还有说比尔盖茨往疫苗里面搞了一些微芯片等等。我知道这是胡说八道，但是不管怎么样，这都让一些人不大愿意接种疫苗。

你可以看看图 2，真正接种的有的地方可能不到 20%。在欧盟那里，像保加利亚这样的一些国家，新冠疫苗的供应实际上超过了人口的好多倍，只要你愿意接种都是可以接种的。葡萄牙已经达到了 90% 的接种率，这个数字非常高。

在德国，接种率比瑞士和美国都要低，比中国接种率更要低很多。目前接种人口比例是很小的，所以最后出现了第四波疫情。显然没有接种的人会传染这样的病毒。还有部分人的是接种第二针之后已经过了半年多了，可能也需要接种第三针加强针。

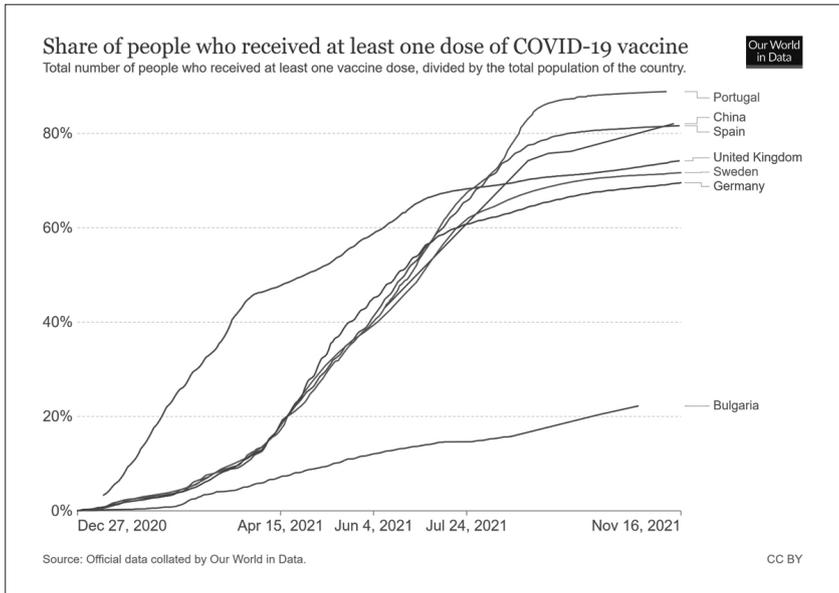


图 2：至少接种 1 针疫苗的人群比例

在经济方面，我之前说过，第二波新冠疫情对经济的影响就已经弱于第一波了，所以我们认为第四波的疫情对经济的影响会更少。

大家看图 3。整个欧元区，西班牙、意大利、法国和德国，第一波疫情造成的经济衰退是很大的，是二战以后最大的一次经济衰退。德国第二次封城的时间比第一次更长，

但是对经济的影响不如第一次。第一次封城的时候，欧洲制造业碰到了一个大问题，我们有很多跨国的供应链，其中有来自中国的供应链，欧洲本地的供应链都是采用零库存准时生产的，比如对德国的汽车企业，以前零部件是一卡车一卡车从意大利运过来，当天送到德国工厂，第二天就总装到了车身上。一般一个车可能有一万个零部件，只要缺一个零部件整车就造不成了。在封城的时候有些边境被关闭，意大利有些制造工厂也关门了，如果这些汽车的零部件不能准时到达德国，工厂就造不了整车。第二波封城的时候，来自中国的供应商还是能够供货的，但是有延误，这是因为中国的供应商是有库存的，但是在港口和海运上有所耽搁，货物不能及时送到欧洲。

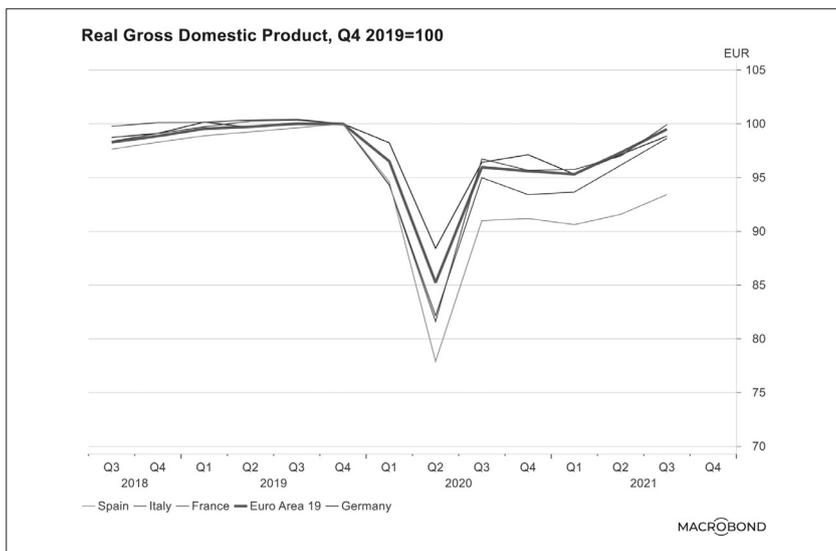


图 3：以 2019 年第四季度为基准的真实 GDP

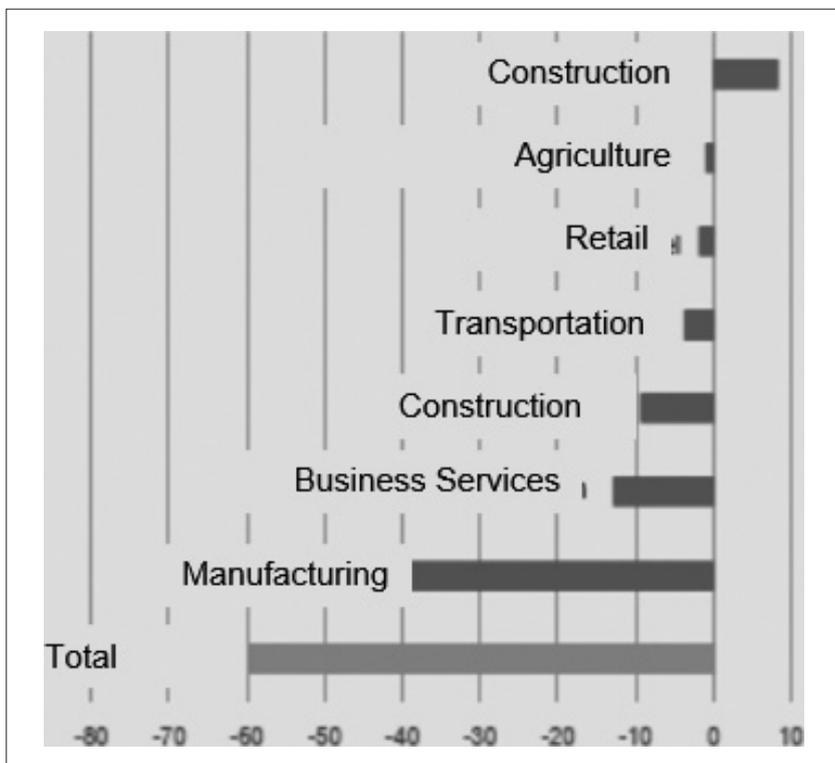


图 4：2020 年第一 / 二季度 GDP 增加值的变化

图 4 可看到第一波疫情对德国在 GDP 增加值上的影响，可以看到哪一个部门受到的影响最大。大约三分之一增加值的减少都是来自制造业，而零售和其他的一些服务包括酒店行业，损失其实比我们以为的要少。实际上在第二波的疫情里，供应链中断的情况并没有大规模重演。到了第四波疫情，我们相信不会有供应链的中断，因为制造商们现在知道该采取怎样的措施来应对。我们的公共交通运输等等的行业可能会受到更大的影响。最近欧盟预测说，经济的复苏会持

续，那我们必须知道，这个预测是 11 月早期的，现在可能需要调整预期，但总得来说调整的幅度不会特别大。

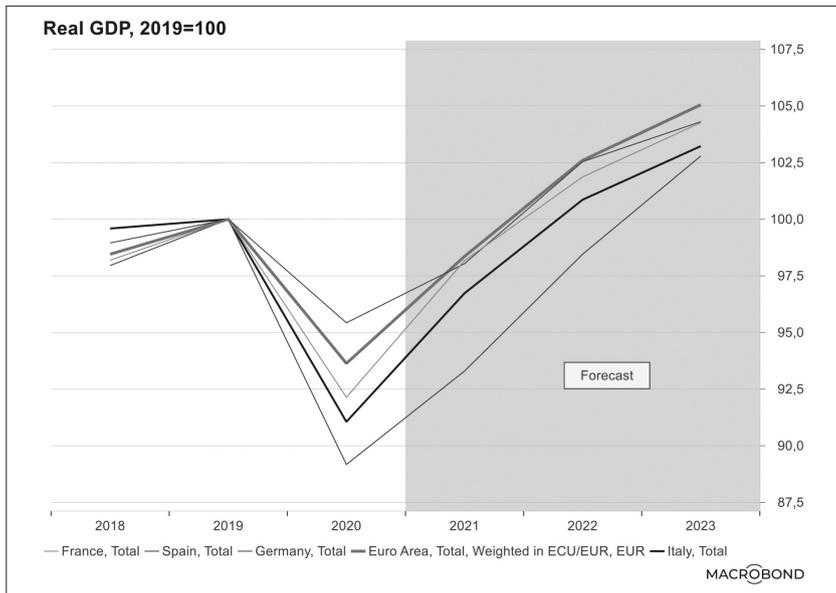


图 5：欧洲经济恢复预期

从图 5 可以看到，部分地区经济恢复的时间可能从今年冬天延后到明年早期，特别是德国。大部分国家 2022 年的产出都可以恢复到疫情前，西班牙和葡萄牙这些旅游业比较重大的国家的经济还没有复苏，很多人对于出国旅游还是很犹豫的，担心他们会由于边境受控出不去或回不来。德国是欧洲的制造业强国，但这次德国的制造业复苏比较慢。

图 6 中，德国是深蓝黑色的线，很多其他国家的制造业已经恢复到了疫情前，甚至超过了疫情前的水平，比如荷兰、奥地利、意大利。但是德国还是比疫情前的水平低

10%，而且今年年底的工业制造业产出还会比以前低。虽然供应链现在不再中断了，但是还是有一些零部件的供应有短缺，尤其是汽车行业的零部件短缺。一个关键的因素是芯片实在太短缺了。第一波疫情的时候，德国的汽车厂商和芯片供应商签过合同，没想到现在芯片不但用在电器里，也用在玩具里，还用在汽车里，结果芯片供不应求，汽车厂商拿不到足够的芯片。我刚刚也有提到汽车零部件可能有一万个，只要有一个缺失整车就造不出来。

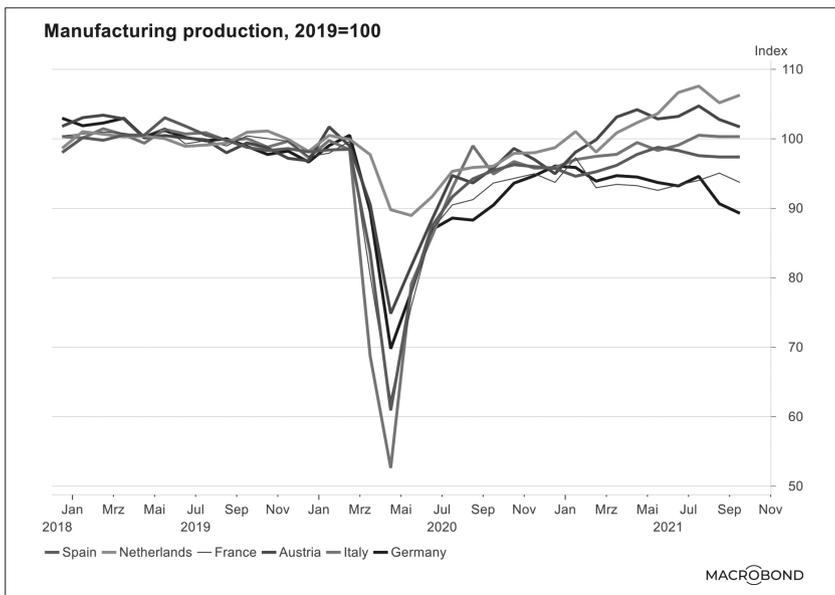


图 6：欧洲各国工业产值

图 7 是德国汽车生产的情况，我们是从德国汽车协会拿到的数据。红线是德国车拿到的订单，如果你今年想买车，要等到明年才能拿到车，产量是在降低的。第一波疫情时有几

个月汽车厂都关门了，没有生产出一辆车，现在才恢复过来。现在车厂的生产水平还是低于疫情前，我们预计由于缺乏芯片，原来车产量的三分之一这次是造不出来了，这是一个很严重的问题，可能会影响到德国 GDP 的 1%，甚至还不止。

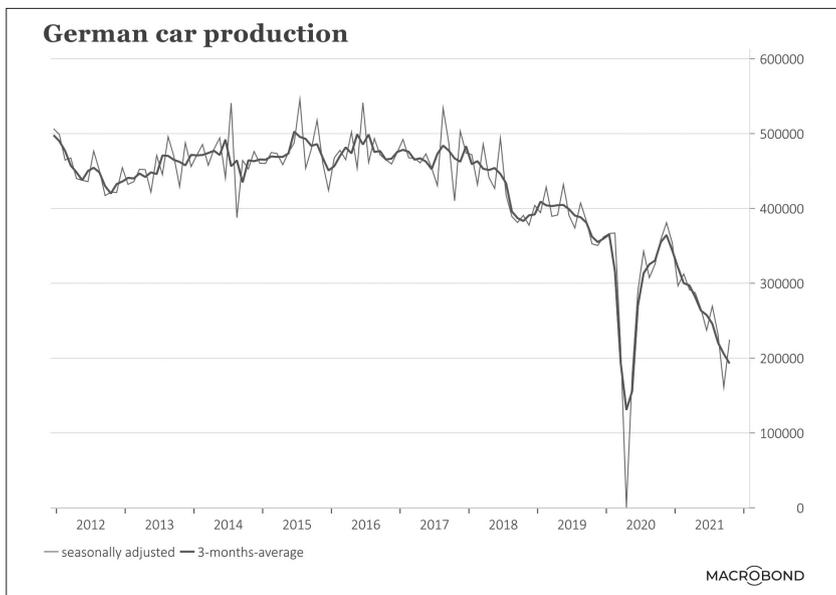


图 7：德国汽车产量

但是我们对明年还是挺乐观的，其中一个原因是制造业的订单相当多。中国经济增长的放缓，对我们的出口有所抑制，但并没有重大的变化。订单量远远大于我们的生产，因此我们会有一些积压订单的情况。我们认为，只要短缺问题得到解决，制造业就可以复苏。现在的订单存量还处于历史上的稳定水平，只要芯片的短缺情况缓解，我们的生产就会加速。



图 8：德国产量与新订单量

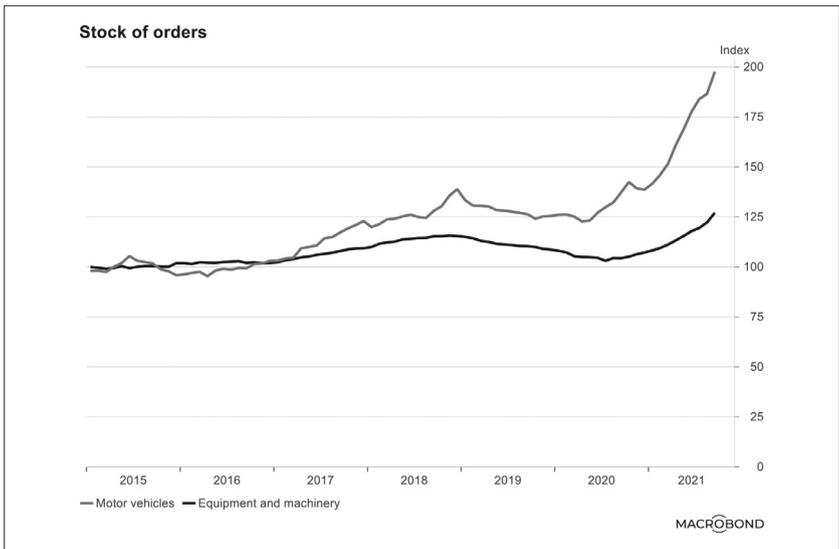


图 9：德国订单存量

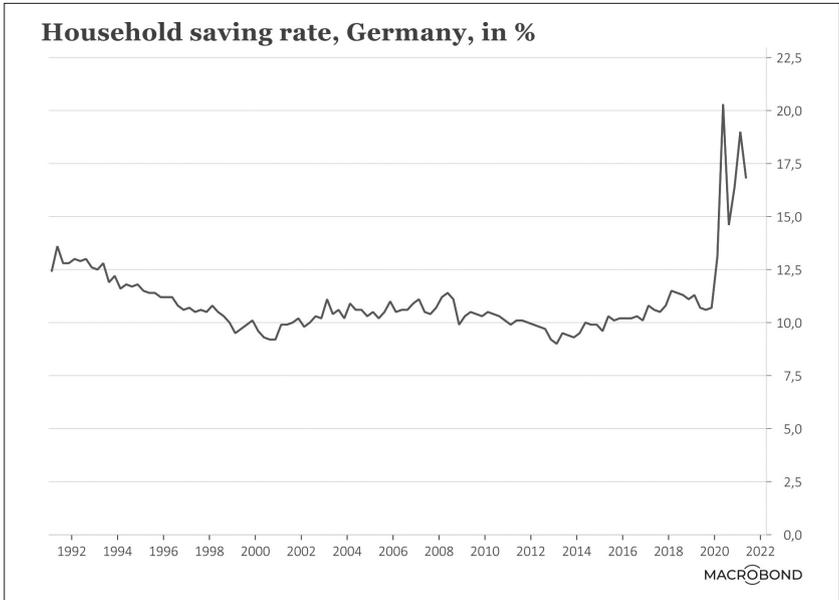


图 10：德国家庭储蓄率

第二个为什么我还是比较乐观的原因，是德国的家庭，还有欧元区的很多家庭，在疫情期间有很多的储蓄，所有欧洲国家的经济政策都在保护疫情期间的家庭收入。另外一方面，疫情期间家庭的开支也少了，因为不能外出用餐，也不能度假，等于是进行了强制性的储蓄。我们看图 10，德国家庭的储蓄率在过去很长一段时间都没有上涨，但是最近根据我们的计算，过去两年里积累了 2000 亿欧元左右或者说超额储蓄，我们相信接下来德国的家庭会打算花上一笔钱，因此会拉动消费。

还有一个重要因素，就是我们将有新的德国政府，现在正在进行联合阵线的谈判。原来是社民党和基民党的联

合执政，这次基民党在大选中败落了，所以社民党正在试图形成一个新的执政联盟，就是跟绿党、自由民主党一起。我们也称这个联盟为交通灯联盟，有点复杂，因为这三个政党的理念是不一样的，自由民主党是中右的，绿党是中左的，社民党有点中左，如果形成联合阵线需要很多的妥协。对德国来说，这可能会意味着进行更多的公共投资。但是公共投资的额度可能低于我们的期望，因为我们有公共债务上限的规定，就是正常情况下不能超过 GDP 的 1.3%，自由民主党是不愿意突破这个上限的。对欧盟来说这也非常重要，因为欧盟限制了债务的上限。我想欧洲共同债务的上限稍微会有调整，但不会特别多。不过这次比 2012 年欧元区危机稍微好一点，因为各国政府采取了一些紧缩政策，提振了公众的信心，过渡紧缩的风险就变小了。

结论是，欧洲目前正经历新一轮的新冠疫情，欧元区的经济复苏很可能会继续，但很可能会有延误。德国的制造业恢复有点迟缓，供应链的问题抑制了生产，我们希望供应链问题可以在明年中期的时候得到解决，欧洲还有德国很多受到抑制的需求可能会释放出来。因此，我们预计 2022 年经济增长将会相当的稳健。

## 讨论

**René Bormann:** 谢谢 Sebastian Dullien，你的发言非常透彻，给我们介绍了德国和欧洲的宏观经济的情况，也谈到

了我们可以对德国新内阁的一些预期。

**吴信如:** 在疫情发生之后，美联储大量投放了货币，当然欧盟也增加了货币的投放。但是按照走势来看，最近这半年，大概 5 月份以后欧元相对美元比较弱，实际上美元有比较重的负担，美国财政欠了大约 29 万亿美元的债务，这实际上影响到了对于美元的信心。美国受到疫情的冲击还是比较大的，死亡人数、感染人数也是非常多。在这样的背景下来看，最近这几个月依然是欧元比美元还要弱，背后的原因是什么，能不能帮我们分析一下？

**贾潇君:** 刚才提到了很多供应链的问题，你预计供应链问题在明年会得到一定程度的解决。我想问一下，你的判断是基于什么样的原因？拜登政府现在有一个政策：大于 90 天解决港口拥堵问题。德国或者欧盟在供应链上有没有政府方面的应对？供应链的核心问题到底在哪里，是因为美国供需严重不平衡外溢到了欧洲，还是欧洲也有自身的问题？

**胡月晓:** 如果明年欧洲经济正如你预测的那样强劲反弹了，那接下来宏观调控方面会有哪些的变化？我们市场比较关心的是欧洲中央银行收紧政策之类的。

**Sebastian Dullien:** 非常感谢，这三个问题都是高质量的问题，我把第一和第三个问题合并起来回答。第一个问题问为什么美元相对欧元这么强，而欧元相对美元这么弱，虽然美国的新冠死亡人数更多，而且美国和欧元区都注入了很多的流动性到资本市场。如果你看美国的通胀率，是相当高的，所以美国的通胀压力比欧洲要高得多，也许稍后更多

的发言人会讨论这个话题。在欧洲我们现在没有看到工资方面的压力，德国的名义工资今年的增长不会超过 2%，这并不是能够导致通胀的工资压力。美国导致通胀的工资压力已经出现了，所以大家相信美联储会收紧货币政策的速度会比 ECB（欧洲中央银行）要快。

我想预期的利率差异，使得美元相对走强。如果你看我们的购买力评价模型，会看到相反的趋势。你会看到美元应该是相对走弱的，但是我们预期美联储会较早采取行动，所以美元还是比较强。

另外一个问题是接下来 ECB 是不是会收紧宏观政策？我的感觉是，他们也会减少资产的购买，而且开始的速度会比我们以前预期的要早。但是我们还要考虑欧洲的很多特殊因素。比如说德国的增值税在 2020 年临时削减到了，但是一年之后又涨了，一会儿减税一会儿加税就导致了通胀率飞涨，而这种通胀率的骤涨可能从 1 月份开始就要消退了，统计学上是这样的。所以我想欧元区和美国之间的通胀率差距会加大，ECB 会收紧，但不会太快。

就供应链而言，我们认为到 2022 年这个问题会解决，实际上在这里有两种问题。一个是有的零部件没有运到欧洲，还有一个主要是缺少芯片，现在几乎所有东西中都会有芯片，甚至厨房里的微波炉可能还得用到。这不是我们自己能够解决的，有些公司取消了订单，因为他们原来以为总是可以在现货市场上买到，但是现在并不是这样。我们知道芯片要花一段时间才能运到，或者买到，现在芯片的很多制造

商的单子都满了，所以要排队等到轮到你的时候才能拿到，下个月也许会改善一点，我们采购经理说可能要到明年才能够改善芯片的供应。德国政府在这个问题上没有做什么，实际上这里也有一些大公司管理的问题，他们可能是错误估计了供求，短期内很难调整，因为世界上的产能就这么多，所以你就必须要等。

**René Bormann:** 在新冠疫情爆发的初期，我们曾经有这样的争论，就是整个供应会发生什么改变。我想问一下，你觉得现在来看，大的变化主要在哪里，这些变化会带来什么样的影响？

**Sebastian Dullien:** 我们已经看到了一些小的变化，虽然不是很多，已经有一些变化。比如说医疗防护用品方面，我们已经看到了生产方面的变化，有不少产生像口罩生产，两年前我们是没有的，现在也有一些产量了。现在德国的一些公司可以在本土生产，当然这样做也不容易，因为你要保证必须在德国生产所有的产品，一些原料现在正在逐步本土化。我知道在德国柏林，有一个 400 年的企业专门是生产纺织机械的，政府要他们生产口罩，他们就转型为口罩生产，这实际上并不会在宏观经济上有什么重大的影响。很多企业都是在努力本土化生产，这实际上对于总的供应链不会带来太大的影响。当然不少企业都尽量让供应链多样化，他们觉得有时候不能把关键部件都放到中国来。德国制造企业现在有的也说要重新把制造业运回德国，目前只是计划，但是我们还没有看到这样计划的落实，我想可能往下会有更多这样

的情况发生。

**René Bormann:** 在我们讲气候问题之前，我要先问一下能源的价格情况，现在在欧洲包括在德国有这样的争论，我们是否可能达到我们在能源上的目标？我们是不是以一种公正的方式来实现我们的目标？你自己觉得这方面会有明显的变化吗？我想德国政府也想改变有关能源的政策，在这些方面也需要进行一些基础设施的投资，关键是政府最后能够真正拿出实际的成果来，这就要求公共部门进行更多的投资，德国在碳中和方面有什么特别的动向？

**Sebastian Dullien:** 现在可以说比两三年前更多地在进行政策酝酿，但是很多也是停留在政治磋商中。我想至少大家有共识的就是，要进行更多的公共投资，但我有点怀疑是否真的能够做到这一点，像他们所达成共识的那样去做。我想两年前人们讲碳中和没有现在讲的那么多。现在如果你跟企业，不管是制造业还是工会等沟通，他们说这确实是现在需要的，所以往下我们要尽量这样来做，而且我们需要尽量落实巴黎协定，大家的意愿确实在发生变化。关键是在实际行动上要给予一定的推动力。比如说大众汽车比特斯拉虽然晚一点，但是也在绿色能源方面努力。大家要看实际的行动，德国政府是比较缓慢，比中国政府的行动缓慢一点，但是我觉得已经在形成这样的氛围了。可以说从上到下都有这样的想法，政府在 2020 年开始已经做了，大家觉得气候变化方面的承诺是很关键的，我想在以后几年会看到更多的意志和行动。

**李念:** 关于欧洲要收跨境碳税, 目前有什么关键的信息吗?

**Sebastian Dullien:** 我想欧盟委员会已经有这样的一个建议了, 当然人们的争论很多。根本的问题是, 要落实这种边境碳调整税, 实际上对你的贸易伙伴来说并不利。目前的想法可能主要是对于一些能源高密度的行业, 可能是对于中国和美国影响不大。水泥行业虽然进口很多, 但是并不是从中国进口, 这是能源高密度的。一般来说我们并不从很远的地方运水泥来, 更多的是从北非这样的地方, 从贸易伙伴那里运水泥来, 跟中国在这个问题上不会有太大的冲突。我们现在总理以前是财政部长, 他说最好是美国、欧洲和中国一起同意在国内减少二氧化碳, 大家就此定个价格, 然后来进行交易, 那样就可能防止到了边境再收税, 最后导致贸易问题。我想欧洲人尤其是德国人, 很不希望跟中国打贸易战, 我知道美国跟中国打贸易战也是因为地缘政治方面的原因, 实际上目前欧洲人还没有想要这样做。

**吴信如:** 欧盟比较早地开放了碳排放权交易。中国在今年 7 月 16 日开始运行了全国统一的碳排放交易市场, 我们第一天交易的价格大约是每吨二氧化碳排放 50 元人民币。我看了一下欧盟的价格, 排放权的交易价格大概是 50 多个欧元, 欧盟的价格是我们的 7 倍以上, 存在一个非常大的价差, 这对未来欧盟开通碳边境调节税会产生什么影响, 两者之间有什么样的关系?

**Sebastian Dullien:** 在欧洲每吨碳价已经到 70 欧元了。

你可以说价格在波动上升，这本身就是我们目前面临的问题，前面你说比中国高 7 倍，现在可以说是 10 倍以上。这样的价差会是一个大问题，不需要太了解整个经济的运行方式就能想到。如果在钢铁行业，一家企业要付 10 倍以上的碳价，相比只要付 1 倍碳价的对手，是根本没法竞争的。我们距离进入到统一的碳俱乐部，还要花很长的时间，这意味着马上实行碳边境调节税是很难的。目前在欧洲，很多碳排放是免费的，如果某些企业已经努力减少碳排放，他们就可以免费排放一些，这样对这些企业来说，也许能够保持一点竞争力。在我看来还是没有解决问题，关键就是对以后几年怎么真正来解决这个问题，这确实是一个大的挑战。

**René Bormann:** 非常感谢 Sebastian Dullien，你给我们分享了一些重要的观点，涉及到德国和欧洲在经济和其他方面的情况，很希望我们能够再次面对面讨论这样的一些问题，再次感谢。

## 专题四：从德国视角看当前的通货膨胀

**René Bormann**（德国艾伯特基金会上海代表处主任）：上午我们讨论了几个不同的话题，John Lipsky 先生发表了一些有关美国通胀问题的高见，对目前的劳动力市场也作了介绍，总结是美联储将会采取一些行动，但是也会比较谨慎。我们也需要了解欧洲人看待欧洲可能出现的通胀状况。目前，欧洲的通胀在多大程度上是跟疫情是有关的，将对经济产生短期还是长期的影响？我们应该如何来应对这样的通胀？接下来，让我们邀请德国维尔茨堡大学经济学教授，原德国政府高级经济顾问 Peter Bofinger 教授，他跟德国学界和政界有很多联系，他的学术背景也非常强，请他介绍一下他眼里看到的目前的通胀状况。

### 主旨演讲

## Peter Bofinger: 从德国视角看当前的通货膨胀

**Peter Bofinger**（德国维尔茨堡大学经济学教授，原德国政府高级经济顾问）：虽然之前已经介绍过了美国的情况，但是为了更好的全局观，为了各位能够更好的理解局势，我会对比一下欧元区、美国和德国的情况。大家都知道，现

在全球的通胀是非常严重的，超乎了我们的预期。从 2000 年开始，我们经历了 20 年的低通胀情况，俗称“大稳健时代”，全球都是如此，有些人甚至会说通胀已经不再是一个问题。

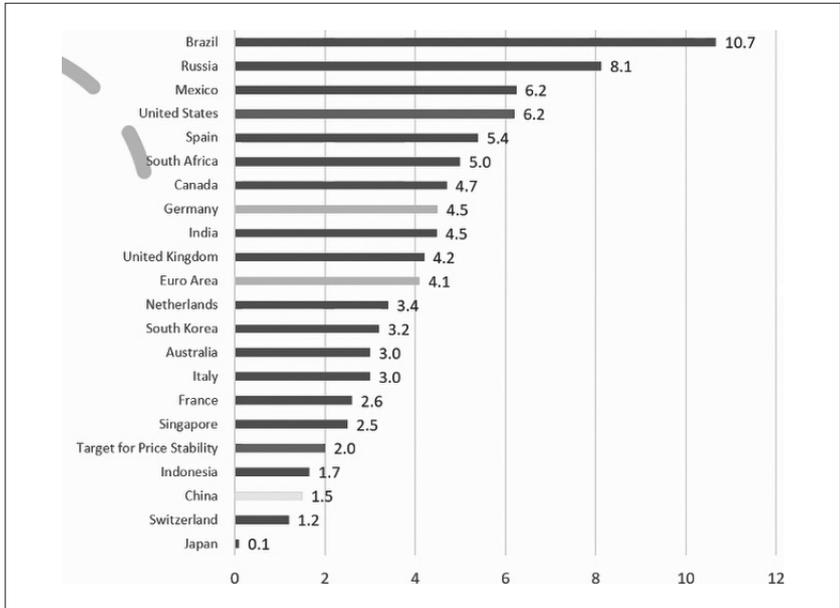


图 1: 全球通货膨胀率（2021 年 10 月）

大家从图 1 上可以看出，当前很多重要的国家都在对抗通货膨胀，对于新兴市场经济体来说通胀问题更严重，比如说巴西、阿根廷。美国通胀率已经超过了 6%，虽然德国是讲究稳健的，但现在我们的通胀率也已经是 4%，这是昨天德国央行发布的数据，到 11 月底我们的最高点可能会达到 6%，欧元区内通货膨胀率相对较低，大概是在 4%。

目前全球通胀率的确很严重。当然，很有有意思的是，

极少一些国家避免了通胀，比如印尼、瑞士、中国和日本。在其他很多国家身受其害时，中国如何避开了这一轮的通货膨胀？我想大家可能比我更了解其中的情况。为什么会有这样的情况？有两个解释，一个是供给侧的解释，另外一个需求侧的解释，这两个解释都跟新冠疫情有关。二战以后，新冠疫情是最大的也是最重要的全球经济冲击，这个重大冲击对全球经济造成了很大的影响，我认为存在两个方面的影响，一个是供给侧的影响，另外一个需求侧的影响。

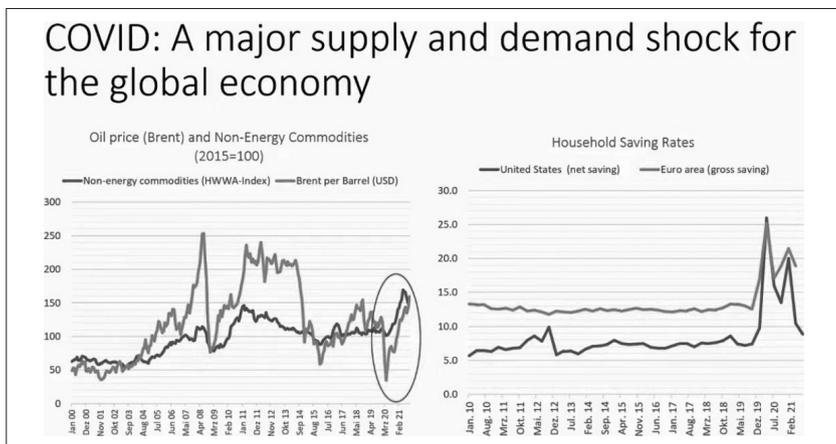


图 2：新冠疫情对全球经济供给侧和需求侧的重大冲击

首先在供给侧方面。在疫情刚开始的时候，油价下跌了很多，现在油价又回升到了到了之前一个中期的高位，大概是 2018 年 8 月左右的位置。油价上升会影响通货膨胀。还有一些非能源的大宗商品价格也在回升，这也会影响供给侧的通胀效应。再来看需求侧方面，封城隔离尤其是 2020 年一整年的隔离，导致很多的家庭无法消费，储蓄率上升，现在

隔离封锁政策开始放松了，人们开始出门吃饭购物，私人部门的需求得以释放出来。

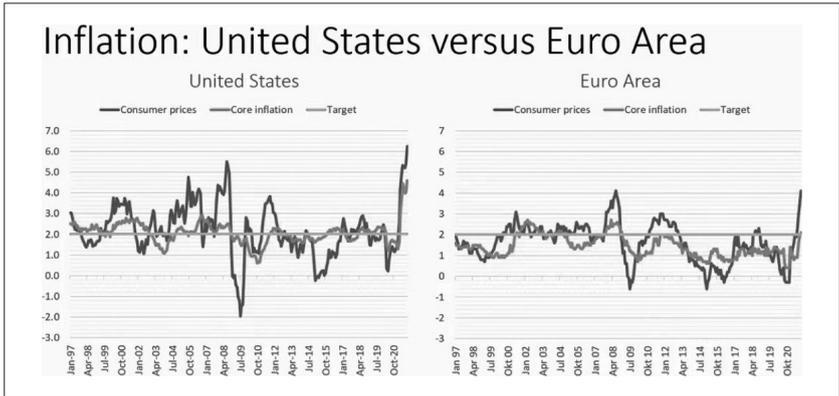


图 3：美国和欧元区的通货膨胀

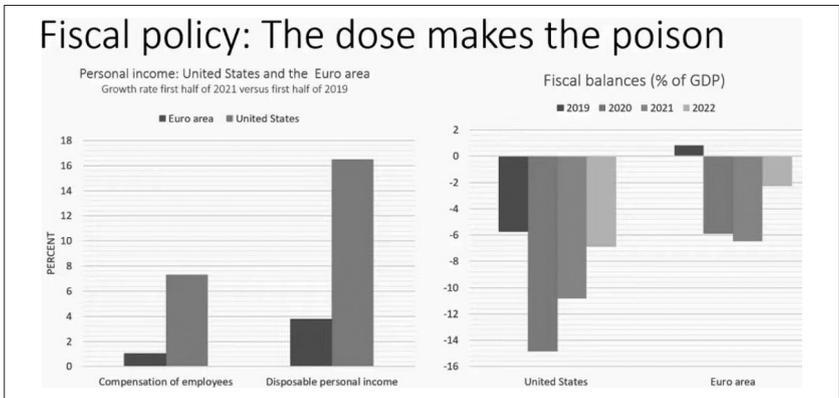


图 4：美国和欧元区的个人收入和财政余额情况

这两个效应都影响到了全球的各大经济体，比较一下美国和欧元区的通胀率，可以发现大西洋两侧的通胀率都上升了，且幅度相当大。讲到通胀率的时候，我们必须要注意区分整体 CPI 和核心通胀率，所谓的核心通胀率就是从整体

CPI 里面剔除掉能源和食品的价格波动后的通胀率，表明的是更具有代表性的商品的通胀趋势，或者说是剔除了外来因素影响、更能够反映经济内在机制的通胀率。美国的核心通胀率上涨幅度较大，有意思的是，欧元区核心通胀率其实还是接近 2% 的，也就是说欧元区内通胀的机制相当接近 ECB（欧洲央行）的目标通胀率。我想说的重点是，美国和欧元区的通胀趋势是不一样的，美国的通胀情况更糟糕。

如果我们想找另外的解释也是很容易的，看一下美国 and 欧元区的需求推动情况。比较这两个区域内个人收入相对于 2019 年的变化情况，特别是可支配收入在 2021 年上半年的变化情况，可以发现欧元区的个人可支配收入上涨 4%，而令人震惊的是美国的个人可支配收入从 2019 年上半年到 2021 年的上半年一共上涨了 16%，这是史上前所未有的。所以我们看到了一个非常独特的需求侧的影响，一定程度上也解释了美国通胀率上涨如此之快的原因。从特朗普政府开始到拜登政府，政府向家庭进行了过多的转移支付，人们的收入得到了保障，并且加上政府的一些补贴导致个人可支配收入上涨了 16%，而欧元区并没有发生的这样的情况。至于欧元区和美国的财政余额情况，美国的财政赤字在 2021 年大概是在 -14%，2020 年是 -11%，但是在欧元区，财政的赤字不到美国的一半。当然，美国也好、欧元区也好，财政政策都在支持经济的复苏，但是，欧元区的财政政策是过渡性的、稳健的，而在美国，我认为经济激励有点过度了，所以才会导致这么大的通胀幅度。

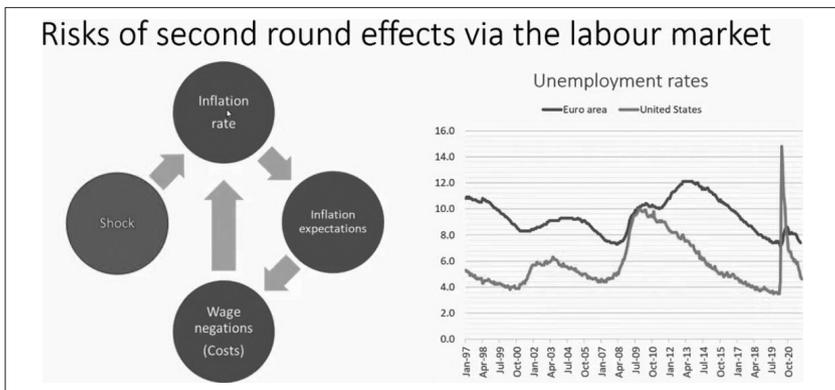


图 5：劳动力市场变化造成第二轮通胀的风险

需求侧的冲击在美国更加强烈。一旦这些冲击消散，经济活动恢复正常状况，通胀的效应会不会持续下去？从经济理论的角度来看，第二轮的效应在很大程度上取决于劳动力市场的变化，就是所谓的菲利普斯曲线，即劳动力市场情况和通胀率有很大的关系。造成第二轮通胀效应的逻辑是，首先供应侧和需求侧的冲击会影响通胀率，通胀率的增长可能使人们对未来通胀的预期更高，在通胀预期推高的情况下，工资的压力就会更大，这样会导致更高的通胀率，从而形成一个恶性循环，1970 年代到 1980 年代就是这样的一个情况。历史会重演吗？从市场理论的情况来看，这要取决于劳动力市场的情况。我们可以看到，美国和欧洲劳动力市场的情况明显不同，考虑到通胀短期的影响，在欧元区失业率一般会比较高，美国的失业率是低于欧元区的。但是，从 2020 年中后期开始，美国失业率上涨幅度比欧洲高很多，因此美国第二轮的通胀效应也会高于欧元区。在欧洲某些地

方，尤其是南欧，失业率非常高，但我不觉得会在欧元区看到严重的第二轮的效应。

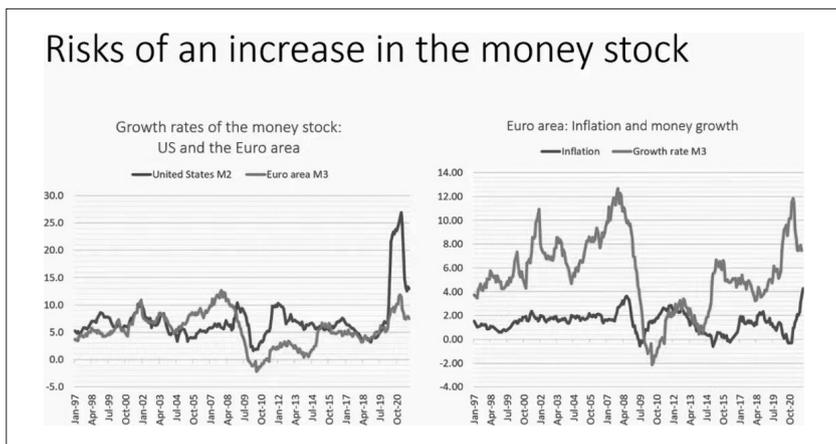


图 6: 货币存量增加的风险

讲到通货膨胀，另外一个解释因素是货币存量的增长带来的风险，可以比较一下美国和欧元区在货币存量增长方面的情况。美国货币存量的增长比欧元区更为显著。这也是因为美国政府非常慷慨大方的激励计划，美国政府对家庭进行了很多的转移支付，但在封锁的过程中家庭无法消费，因此就形成了和欧元区的差别。欧元作为货币存量也有一定的增加，但是政府转移支付远远低于美国，而且货币存量的增加已经出现了减速的迹象。货币存量和通胀率之间的关系是怎么变化的呢？货币理论认为，货币存量的增加会推高通胀率，所以有些人尤其是德国人担心货币存量的增加会导致通货膨胀率的提高。图 6 的右边是欧元区的通胀率和货币供应量 M3 增长率，我们发现两者之间没有显著的相关

性。并且，2008 年我们也大大的增加了货币的存量，但是对于通胀的影响不是特别的大，我们没有看到两者之间显著的关系，即货币学派认为的货币供应存量增加，通胀率就会增长。

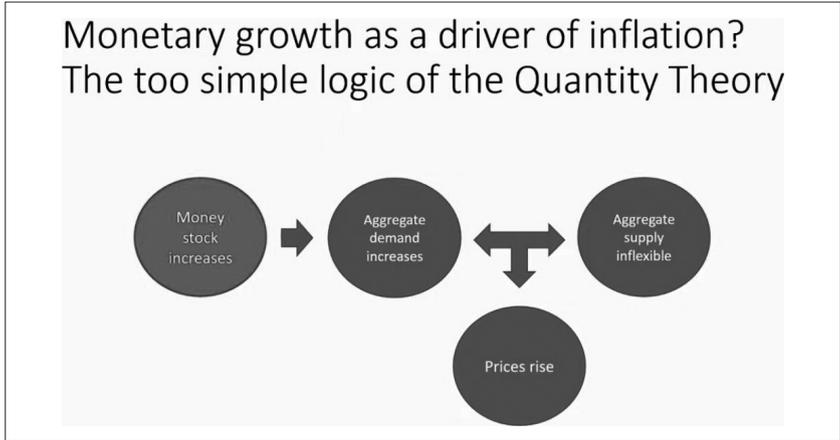


图 7：货币数量理论的简单逻辑



图 8：长期的通胀预期

货币学派的货币数量论认为，货币存量增加会导致总需求增加，在总需求增加但总供应固定不变的情况下，价格就会上涨。高货币存量增长和总需求增长之间的相关性真的很高吗？我不认为如此。货币存量上升并不意味着人们会把多出来的钱全部花掉，因为货币不但是是一种支付的工具，也是一种储值的手段。在低利率的时代，货币是人们用来储值的手段，因此货币存量增加也可能是因为人们把货币更多作为储值手段，此时对通胀的影响并不一定特别强。

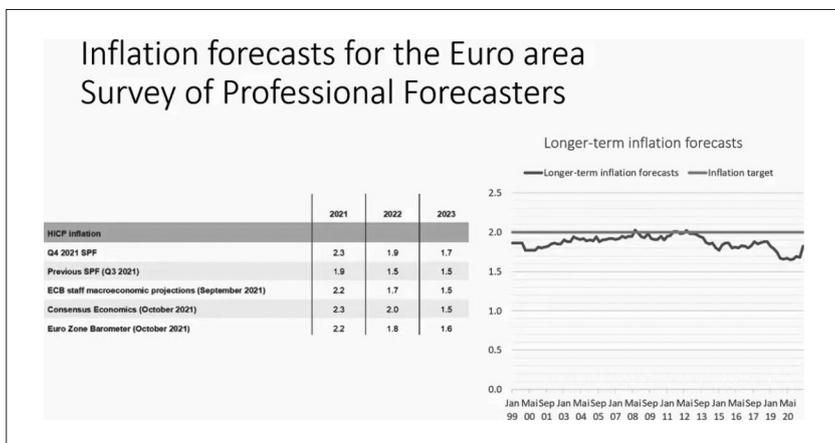


图 9：专业人士对欧元区的通胀预期

资本市场的人，还有专业的经济学家们，进行了一个长期的经济展望，从两种不同的视角说明一些重大冲击确实已经影响了通胀率。其中一个视角认为通胀在这些冲击消失之后就会回归正常，另外一个视角认为，这些冲击非常的强大，因此会产生永久的通胀方面的影响，所以接下来很长一段时间内通胀率都会很高。看一下美国隐含的通胀预期，我

们可以通过对比债券收益率和名义利率来推导出来，从这两种利率之间的差别看出金融市场的预期。美国金融市场参与者对通胀 10 年期的隐含预期在 2.5% 左右，表明金融市场并不预期目前刚刚发生的冲击会导致长期的通胀率。我们再来看专业的预测者们对美国通胀的预测，情况也是类似的，他们不认为美国会有长期的通胀。

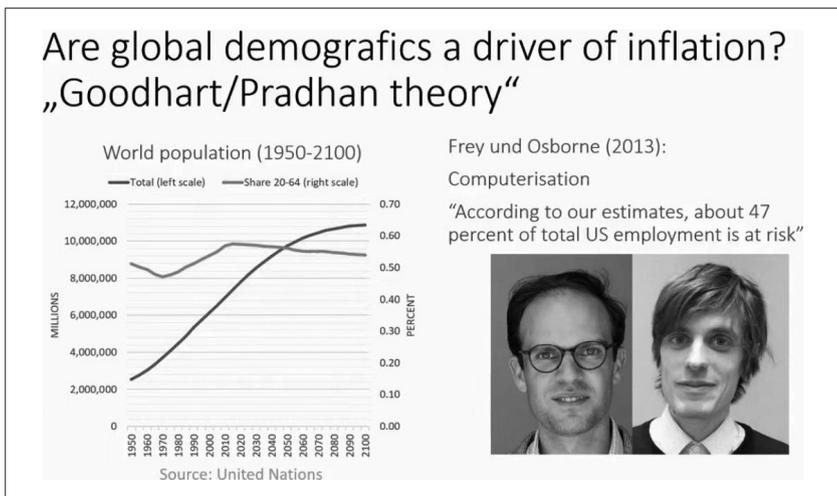


图 10：人口数量、电子化与通胀

那欧元的通胀预期又是怎样的？ECB 有一个通胀率的预测表，是调查问卷得出的结果，被调查者都是专业的投资人士或是专业的研究人员。最新一轮的调查是 10 月份进行的，根据最新一轮的调查，他们认为 2022 年和 2023 年的通胀率将分别在 1.9% 和 1.7% 左右，都低于 2% 的目标通胀率。他们也认为目前欧元区通胀相对比较高，但不会一直持续，到 2022-2023 年就会低于央行的目标通胀率。再来看

一下图 9 右边的长期预测，也是低于 2%。因此，到目前为止，供给侧的冲击在欧元区相对较弱，虽然劳动力市场的情况还是相当困难，但是我不觉得有非常大的第二轮通胀风险。我比较有信心，认为欧元区能够消化此轮冲击，不会永久推高通胀率。

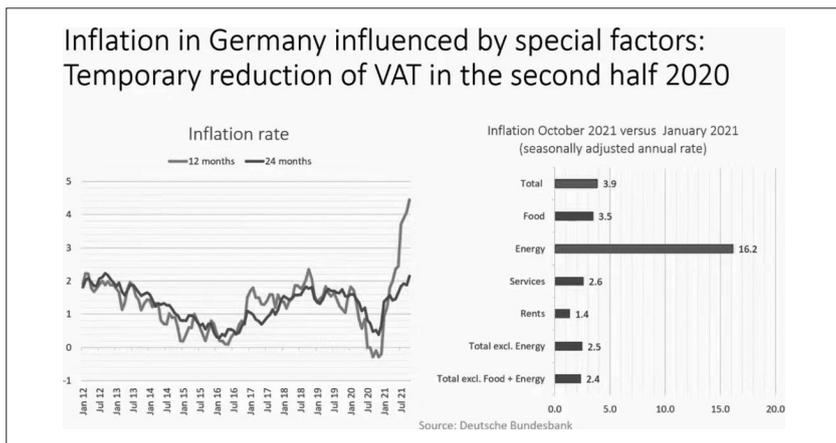


图 11：德国的通货膨胀

长远来讲，有一个理论上的通胀动力，认为全球人口数据跟通胀率有联系，并且对于发达经济体和中国都是这样。人口老龄化的发生，导致劳动力减少，这会使工资永久升高，那样就会推高通胀，这是一个非常流行的理论，也就是说人口结构老龄化会推高通胀。从中期或以后十年来看，情况可能是这样，即使实际上老龄者占整个劳动力的比重和通胀率情况并不完全吻合，但如果看长期趋势，人口老龄化应该是通胀的因素之一。另外，更多人讨论数字化以及电子自动化，2013 年 Frey 和 Osborne 发表一篇论文，他们讲到

当时大概美国 47% 的工作会因为自动化或者说电子化、数字化而面临危险。因此，我们不仅要看人口老龄化，还要看数字化这样的信息技术改革的发生，单纯认为人口结构会对通胀产生永久的影响的理论不一定站得住。

在德国，人们对于通胀是非常敏感的，比其他地区更敏感。德国的私人住房拥有率是比较低的，大概不到 50%，很多家庭资产是以金融资产为主，很容易受到通胀的影响。德国跟其他欧元区国家不一样，跟中国的情况也不一样。德国在 2020 年下半年临时降低了增值税，2021 年 10 月和 2019 年 12 月的情况和增值税的落实有关系，从图 11 可以看到，橙色线是现在的通胀率跟 12 月前比较的情况，蓝线是现在的通胀率跟两年前的情况。图的右边我们进行了季节调整，2021 年 10 月和 2021 年 1 月相比，德国某些部门的通胀率在加速上升，年化通胀率是 3.9%。很大程度上是能源价格上涨 16.2% 的推动，如果剔除了能源的影响，通胀率也不过就是 2.5%；如果剔除了食品和能源的共同影响，通胀率也就只有 2.4%，那就相当低了。

剔除了能源和食品的影响，通胀率还是比德国人习惯的通胀率要高。德国处在一个货币联盟中，这意味着德国的货币政策要跟整个欧元区挂钩，所以德国的价格波动情况跟货币政策不直接挂钩。如果欧洲中央银行要考虑整个欧元区的平均通胀率目标 2%，那就意味着某些国家的通胀率要大大高于 2%，这跟菲利普斯曲线、失业率等有关系。在整个欧元区，德国的失业率是最低的，德国的工资应该比欧洲其他

一些国家更高，但我并不觉得德国通胀明显高于欧洲中央银行设定的 2%，而其他一些国家会明显超过 2%。

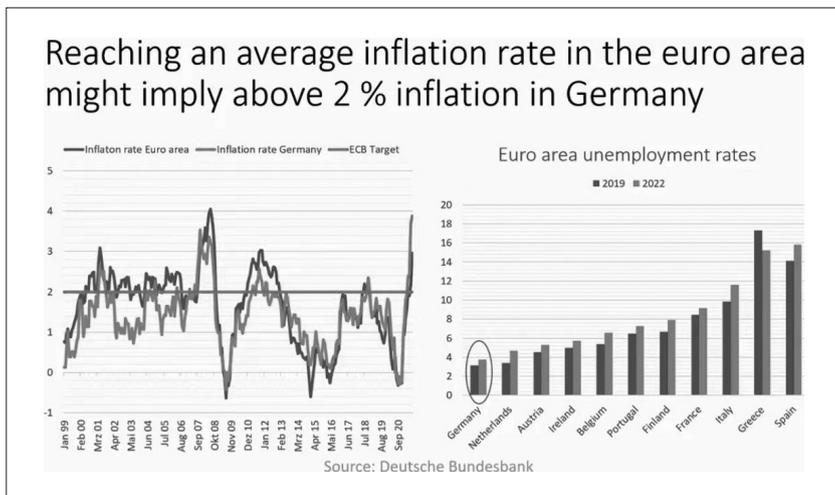


图 12：德国通胀率大于 2% 的可能性

### What can/should the central banks do?

- Federal Reserve: Combination of supply and strong demand shocks requires monetary tightening
- ECB: Demand shock is less pronounced. Forecasts for 2022 are below 2 percent. So far no need for tightening



The image shows two logos. The top one is the official seal of the Board of Governors of the Federal Reserve System, featuring an eagle with a shield and the text 'BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM'. The bottom one is the Euro symbol (€) surrounded by twelve stars, set against a dark background.

图 13：中央银行能够 / 应该做什么？

中央银行会发挥什么样的作用？他们如何来避免通胀

预期的自我实现？在我看来，现在美联储需要缩表或者采取紧缩的货币政策来提高利率。2022 年欧洲中央银行的通胀预期是 2%，我认为这对需求侧带来的影响不会很显著。

## 讨论

**René Bormann:** 感谢 Peter Bofinger 教授为我们讲述了德国和欧盟范围内的通胀状况，并且把这个状况跟美国做了一个对比。我认为这是一次很精彩的演讲，观点也是值得我们关注的。下面大家可以提出问题或者进行一些评论。

**赵广彬:** 请你预测一下美国的通胀是怎么样，会持续多长时间？

**Peter Bofinger:** 这是一个很有价值的问题，假定剔除现在一些冲击性的要素，美国的通胀率也会慢慢降下来，虽然不会降到 2%，但是会在 3% 以内。现在通胀接近峰值，主要推动因素是能源。但是我认为石油价格已经达到了几乎是峰值的状态，能源价格的影响将在以后 12 个月中越来越弱，我们可以看到通胀率在下降，美国一年之后的通胀率也一定会低很多。

**吴信如:** 刚刚讲到这次通货膨胀有需求侧也供给侧的效应。供给侧方面，石油价格和非石油大宗商品价格的大幅度上升对通货膨胀造成了影响。德国是比较注重物价稳定的，但是目前实际利率还是负的，这对控制物价的稳定是不利的。由于美国货币政策过于宽松，导致了大宗商品价格的上

升。对欧洲来讲，应对通货膨胀是不是可以通过保持一个强劲的欧元，使欧元的汇率处在一个相对美元比较强势的状态，来减轻用欧元表示的大宗商品价格的上升，从而有助于抑制供给侧导致的通货膨胀？通过欧元价格来控制通货膨胀这样的做法，欧洲央行是不是可以考虑进去？

**Peter Bofinger:** 感谢你的问题，欧洲央行应该怎么行动？我不认为欧洲中央银行应该马上采取行动。因为在欧洲，供应方面是主要问题，在这种情况下，欧洲中央银行提高利率是没有意义的。我们的价格上升是因为供应不足，如果单纯提高利率，只会让价格上升得更快。对于欧洲央行来说，还是应该采取“走着瞧”的静观态度，而且我不认为第二轮的通胀会是明显的。德国现在的实际利率是负的，主要是因为德国有很多以金融资产为形式的储蓄，所以很多人因此而遭受损失。还有一个关键因素是汇率，欧元现在是弱了一些，实际上这也会对通胀率带来一些额外的影响，而且也会提高整个大宗产品的价格。欧洲中央银行有控制通胀的目标，在这种情况下单纯来改变利率实际上没有太大用处，所以通过改变利率使欧元强劲就没什么意义。我认为，目前的疫情就像是一场地震，很有冲击力，对全球整个供应链产生了复杂的影响，使得这样的供应链受到破坏。现在关键是要修复这个供应链，否则不仅仅是原材料，而且芯片供应也受到影响，从而推动价格上升。当生产投入的零部件、原材料价格上升，便很难控制整个产品价格的上升。

**卓泓:** 为了达到欧洲央行整个平均通胀的目标，德国的

通胀可能会比其他的欧洲国家略高一些。我们注意到疫情之后，德国通胀高出来的水平比之前更显著。刚刚你谈到一些长期的影响因素，除了长期的菲利普斯曲线，是否还有其他结构性因素的影响？

**Peter Bofinger:** 德国央行管理德国通胀率，一直是很受大家欢迎和认可的。我们的中央银行管理得非常好，从1949年到1989年，德国马克的通胀率只有两三个百分点。德国人比较习惯于低的通胀率，我们的通胀率在过去10年里也还是低的，2010年通胀率只有1.3%。对于ECB来说，应该如何来跟德国人沟通？比如说2%的通胀率，德国人就不大能够接受。德国人在这方面没有太多的讨论，ECB也很少跟德国人说为什么德国需要2%的通胀率。

长远来说，我认为人口年龄结构并不是我们需要加以考虑的因素，反而是需要考虑自动化、数字化的因素。另外更重要的，是要看食品的价格。在以后的10年，世界人口总体还会增长，总的人口规模会更大。另外，气候变化意味着世界上很多地方不再适合种植粮食，粮食种植面积的减少加上人口规模的扩大将会长期提高粮食价格。很多人可能还没有注意到食品价格，但是我觉得食品价格的上涨应该引起我们更高的重视。

**René Bormann:** 我想问在场与会嘉宾一个问题，Peter Bofinger 刚刚在发言中提到很多国家目前出现了通胀率的高启，我们讨论了美国、欧元区和德国的通胀率。但是中国的通胀率还比较低，你们觉得中国的通胀率会继续这么低下

去吗？因为中国也存在能源的短缺，煤炭价格上涨等问题，所以我想问问各位对中国的通胀率有什么预期？可以讲明年的，也可以讲后续几年的预期。

**吴信如：**我对中国通货膨胀相对控制得比较好有四个解释。

第一，还是从货币政策的角度去考虑，中国的中央银行对货币量的投放还是比较谨慎的。另外，在汇率方面，我刚刚也讲到，过去一年多人民币的汇率走势比较强，背后的原因是什么？因为中国和德国一样是一个制造业大国，中国制造业大量投入了大宗商品和中间产品，以美元计价的大宗商品价格的上升，而人民币对美元的升值一定程度上抵消了或减缓了以人民币计价的大宗商品价格上升的幅度，这样使中国的生产成本上升的幅度没有这么大，这对控制中国的通货膨胀方面还是发挥了作用。

第二，由于中国是一个制造业大国，在生产基础、生产能力方面都比较强的，本身也有较大的市场，所以不管是防疫物品还是其他物品方面供给比较充足，价格上升的幅度不是很大。

第三，关于煤炭的问题。中国煤炭储藏量是世界上最大的，我们一年消耗的煤炭大概在 40 亿吨左右，其中大概 38 亿吨都是我们自己生产的，2 亿吨左右是进口的。实际上可能是因为前几年对煤炭的开采有一定的限制，从而使目前用电有点紧张。

第四，新能源汽车发展之后，由于汽车充电是额外增加

的用电需求，一方面大量增加了对电力的需求，另一方面我们限制火电、煤电的生产，从而使电的价格有所上升。目前电的供给比较紧张，但是煤炭价格上涨比较快的时候也可以很快地促进煤炭的生产，北方的一些火电厂也可以恢复煤炭发电，这样可以迅速缓解电和煤的紧张，这对中国控制通货膨胀也是有帮助的。

**徐奇渊：**过去一年里，中国的通胀率为什么相对来说比较缓和，有六个方面的解释。

第一，猪肉价格方面，今年年初跟去年年底相比，猪肉价格跌幅将近 50%，这是一个非常重要的稳定物价的因素。

第二，中国救济的方式跟欧美国家不同，特别是跟美国不同。美国直接给居民个人发放了大量现金，而中国是直接支持企业生产。这导致美国的老百姓拿到救助金以后可以不用去上班，就业意愿下降，劳动力成本上升，而中国的工作者必须出去找工作，从而导致中国的劳动力成本或人工成本没有明显上升，这个差异是比较大的。

第三，中国宏观层面或政策方面力度大，特别是在金融监管上。中国今年在房地产和基建领域的去杠杆力度比较大，导致对应的基建投资和地产投资在下半年甚至出现了负增长，这也是导致内需疲弱的一个原因。

第四，中国今年的财政政策明显收紧，收入增速大幅高于支出增速。

第五，存在传导机制不畅的问题。比如说电价。在 10 月份电价放开之前，上游的煤炭价格上涨无法通过电价传导

到下游，电价在一定程度上放开有利于煤炭价格上涨传导到下游，会导致明年物价的温和上升。

第六，存在外部收入通胀的因素，如油价上升、芯片供应等问题。

综合上述六个方面，中国的物价水平明年总体上有抬升的压力。缓和的因素也有，比如说中国劳动力继续就业的意愿相对高于欧美国家，外部的供应链情况也在改善。但是，刚才谈到的其他因素都可能使通胀有所上升，特别是 PPI 往 CPI 下游的传递已经开始发生，进口的指数上升已经传导到下游，体现在出口价格指数上。

**胡月晓：**中国长期和短期的价格问题，我都简单说一下。首先，中国长期的价格问题主要是有两个因素。第一，改革开放以来，中国市场经济体制改革使更多的因素进入到成本里面。第二，中国 90 年代以后的税制改革，不像西方是以所得税为主，中国所有的税负是进入成本的。这两个因素导致过去几十年中国物价累计涨幅很快。长期的因素已经没了，所以未来的通胀水平肯定比过去要低。

2014 年之后，中国的 CPI 和 PPI 已经分化，这也说明现在中国的通胀不是一个周期性的现象而是一个结构性现象。短期而言，近期中国价格水平高主要是因为一两件关键商品，比如猪肉影响了 CPI，煤炭和钢铁影响了 PPI。

当然，煤炭价格的变化不是供求方面的问题，而是结构性方面的问题。2012 年煤炭行业开始整改，到 2020 年中国煤炭行业排名前八家的企业中一半是央企，因此煤炭涨价是

煤炭企业定价权垄断度提高的结果。由于下游的电力企业也是高度管制的行业，他们无法改变电的价格，一旦煤炭提价，电力企业考虑生产成本选择不发电，从而导致社会开始遭受限电。这时只有发改委出手调控降低煤炭的价格，因为无论是煤炭行业还是电力行业，都是自然垄断的行业，都是狠角色。从这个角度来看，我认为明年中国的价格水平还是会往下降，煤炭和钢铁的价格下降将导致 PPI 下降。

从中短期来看，经济持续在底部徘徊的情况也不需要过分担忧。关于通胀，国际市场上的观点也是一致的，都认为目前的通胀是短期的，不是一个长期的现象。

**René Bormann:** 谢谢你的点评和见解，现在有请 Peter Bofinger 教授作一些回应或解答。

**Peter Bofinger:** 非常感谢能给我这个机会听到各位的讨论。在准备演讲的时候，我也查过中国的通胀率，其实让我疑惑的就是中国是如何做到避免高通胀的。现在听了各位的解释之后，我有了更好的理解，所以这一个小时的时间我受益匪浅，非常感谢。

**René Bormann:** 再次感谢 Peter Bofinger 教授参加这次论坛，非常感谢你抽出宝贵时间给予我们耐心的解答，我也希望下一次我们开会的时候能够邀请你到上海进行面对面的沟通，再次期待下次的见面。

## 专题五：50 年后： 布雷顿森林体系垮台的影响

吴信如（主持人，华东师范大学金融学教授）：各位专家下午好。在今天上午和下午的环节中，专家们作了非常精彩的发言。接下来让我们进行第五个专题，一起讨论布雷顿森林体系垮台之后的一些影响。1944 年建立的布雷顿森林体系形成了美元与黄金挂钩、其他国家的货币与美元挂钩的局面，处于一个固定汇率的时代。由于特里芬难题，即黄金的增长量赶不上世界经济和贸易的增长量，美元陷入一种两难——如果维持国际足够的流动性就需要足够的美元，但是这也会导致美元币值的下降；如果要稳定币值就不能投放过多的美元。最终，1971 年 8 月 15 日尼克松政府宣布关闭黄金窗口，停止了黄金与美元的固定比例兑换，从此世界进入浮动汇率的时代，1976 年的牙买加协定正式对这一点进行了确认。虽然布雷顿森林体系瓦解了，但是美元和美国的金融市场依然是国际货币和金融体系中的重头，虽然 1999 年欧元诞生，但是国际货币主要是美元的局面至今仍然没有改变。

接下来，有请两位徐姓专家，将布雷顿森林体系垮台之后，国际货币体系的历史演变和未来可能的改革之路，为我

们徐徐道来。首先欢迎上海国际经济交流中心副理事长徐明棋先生的专题报告。

## **徐明棋：布雷顿森林体系崩后的国际货币体系 ——成绩、缺陷和未来可能的改革**

**徐明棋**（上海国际经济交流中心副理事长）：谢谢两大基金会举行这样一个全球金融论坛，并且安排了专题，讨论50年前布雷顿森林体系崩溃以后的国际货币体系运行状况。这既是对历史的回顾和总结，也是对未来可能的改革的探讨。我就围绕着这个来谈一点看法。

特里芬两难一直被认为布雷顿森林体系崩溃的原因。我个人认为这其实是一种表象，因为通过美国收支逆差来提供足够的流动性，并不必然导致美元信用的崩溃，成问题的是让美元维持与黄金的固定比价。从当时到今日，美国的国际收支逆差一直是国际流动性供应的主要渠道。在布雷顿森林体系下，建立了美元与黄金挂钩的国际黄金汇兑本位制。随着美国国际收支逆差的扩大，美国黄金储量的增长没法跟上世界经济发展和商品流通规模不断扩大的需要，导致无法保证美元和黄金的固定比价，因此布雷顿森林体系必然崩溃。

问题的核心是货币的流通必然要适应商品流通的需要，否则货币体系就必然会崩溃。马克思在《资本论》早就揭示了基本原理，黄金作为货币的基础或核心，无法满足商品生产和商品流通增长的需要，更无法满足财富不断积累增长后

的资产交易的需要。所以，用不与黄金挂钩的信用货币取代与黄金挂钩的货币是一个必然的结果。布雷顿森林体系崩溃实际上放弃的是双挂钩机制，而维护国际货币稳定的其他制度安排，如美元作为本位货币、IMF 机构的规则仍然延续了下来。后布雷顿森林体系常常被人们称为无体系的体系，核心是从黄金汇兑本位体系过渡到了美元信用体系。美元的信用扩张没有了黄金的制约，一方面很好地适应上世纪 70 年代以来世界经济不断发展的需要，另一方面也给了美国利用美元信用扩张来斩获世界经济发展利益提供了基础。因此，布雷顿森林体系崩溃之后，美元的国际货币霸主地位并没有随之结束。

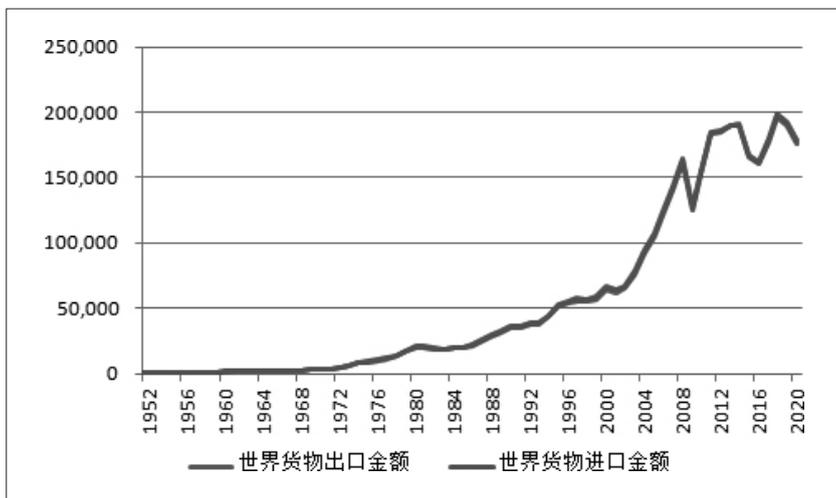


图 1：国际贸易快速增长（单位：亿美元）

很多人分析美元霸权时，强调美元石油计价功能的支撑，认为布雷顿森林体系让美元与黄金挂钩，布雷顿森林体

系崩溃后美元与石油挂钩，从而延续了美元的霸权。这种观点似是而非。国际石油交易的美元计价，的确对美元的国际货币地位有支撑作用，但首先美元是主要的国际货币，石油交易才以美元计价。很多石油输出国和一些发展中国家包括中国都以人民币计价，但是并没有改变美元在国际货币体系中的霸主地位。70年代曾经爆发过两次石油危机，石油输出国赚取了巨额的石油美元，如果没有美国高度发达的金融市场让石油美元回流，承载起财富储藏的职能，美元国际货币地位必然会遭受重创。美元国际储备货币职能至今还没有其他货币能够取代。

实际上美元之所以在布雷顿森林体系以后仍然成为主要的国际货币，主要的原因乃是美国通过其综合国力和制度安排比较好地维护了美元的信用。在绝大多数年份，美国的通胀是温和的，美国的财政赤字也处于相对可控的状态。美国的金融体系开放发达，为货币的价值储藏功能提供了一个重要的载体，以美元为主体的全球发达的银行体系，为美元的交易提供了低成本、便利的计算网络和支付通道，满足了全球经济增长和贸易金融交易扩张的需要，这才是最重要的。美元相对黄金也是在不断贬值，但是与其他货币相比仍然处于相对可接受的范围。

在布雷顿森林体系崩溃之后，美国的通货膨胀一直到2020年，只有80年代处在高位，大部分年份的通货膨胀相对来说比较低。联邦财政赤字也是在2008年金融危机之后才开始飙升，大部分年份相对来说控制在比较低的水平，为

美元的信用提供了支撑。美国联邦政府债务 GDP 的比重在金融危机之前也是处在相对来说比较低的水平，2008 年以后情况发生了变化。美国上市公司占 GDP 的比重达到了将近 200%，全球大概 140% 左右。

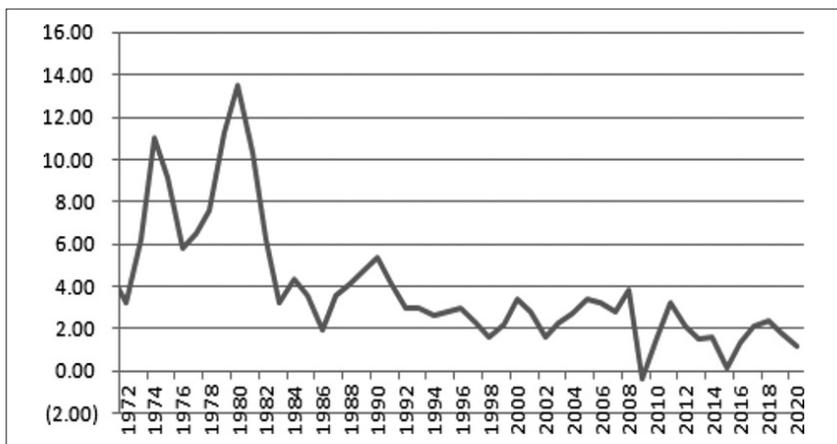


图 2：美国 CPI 年度涨幅

全球的外汇储备在不断增长，客观上也为美元的国际货币地位提供了一个支撑。国际外汇储备实际上表现的是世界各国对价值储藏手段的一种需求。美元汇率的指数虽然波动比较大，但相比于美元对其他主要货币的指数还是更稳定一点，也就意味着其他的货币比美元不见得更稳定。所以说美元到今天仍然维持着国际货币主导的货币地位。美元信用国际货币体系并不是理想的体系，但却是一个现实中的次优选择。由于信用的扩张不再受制于黄金的储备，美元的国际流通规模支持了国际贸易的不断扩展。国际投资也得到了扩张，并推动了 80 年代后的经济全球化和金融的一体化趋势。

当然从国际政治经济学的角度分析，美国金融垄断集团从中获得最多。但是我们也不能否认的是后布雷顿森林体系支持了和推动了国际分工的深化和世界经济的增长，把很多发展中国家卷入到了全球的生产体系。我们看到 80 年代以后经济全球化不断的深化，带动了他们的经济增长，这是和美元的国际信用体系的扩张分不开的。国际贸易快速增长，服务贸易增长也是很快，全球的 FDI 也是大幅增长，只是到了 2008 年以后受金融危机的冲击开始波动。后布雷顿森林体系的缺陷也非常明显，我总结了一下几个方面：

第一，过分依赖美国国际收支逆差提供世界货币。国际信用的扩张缺乏国际协调和制约，导致了美国货币当局对美元不承担外部的任何责任，故意疏忽，也给了美国政府利用美元霸权长臂管辖来实现其政治利益的便利。

第二，由于美国不承担稳定美元汇率的义务，在缺乏有竞争力的替代货币之前，美国的货币政策通过汇率和大宗商品价格向外传导，对世界具有冲击性的溢出效应。美国国内的经济调节成本向外转嫁，让世界承担。

第三，由于缺乏基本国际货币协调和规则，信用扩张无序常常伴随着短期跨境资本大规模的流动，而大规模投机性资本冲击常常会放大一些市场的扭曲，金融危机频繁爆发。

第四，国际货币多元化发展的趋势尽管不可逆转，但是在形成有效的主要国际货币相互制衡之前，国际金融市场的稳定性不断减少，给全球贸易投资带来不断加大的成本。

第五，国际信用的扩张缺乏有效的国际规则的制约。流

动性泛滥成为常态，金融市场泡沫普遍化。为了不让泡沫破灭，更多的流动性被注入到经济体，这次受疫情冲击的背景之下美国股市连续四次熔断，美联储采取了无限制的量化宽松。导致社会集团之间、国家之间的财富差距进一步拉大。

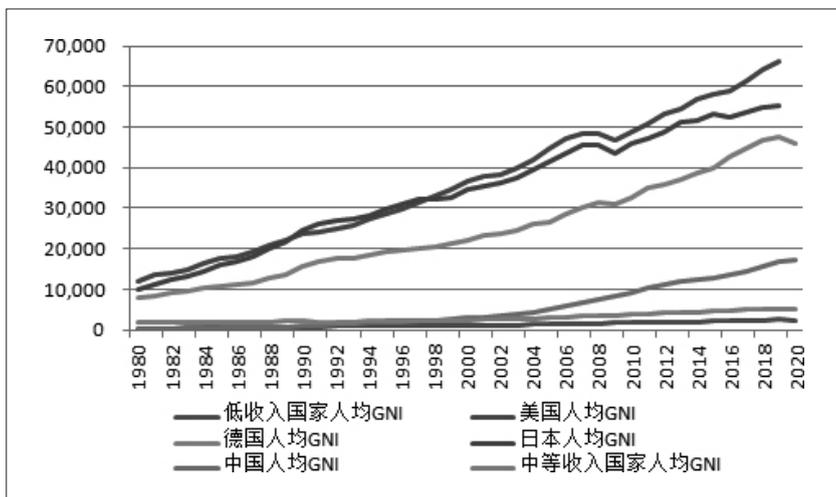


图 3：国家间人均国民收入差距在扩大  
(单位：购买力平价计算的国际元)

美国经济增长不是很高，但是美国人均 GNI（国民总收入）可以说是一骑绝尘。金融市场的财富分配是不均的，总体财富的增加通过金融手段加速非常快。中国在增加，美国、日本和德国财富增长得更快，主要是通过金融市场。除了高科技的头部企业，大多数企业都是通过金融市场增加利润。未来国际货币体系改革，指望出现激烈的变革可能不现实，但是改革的步伐并非停滞不前。美元的霸主地位虽然存在，但是相对实力是在下降。美国的债务规模和财政赤字如

果不能通过经济增长得到有效控制，美元的国际储备地位将不断收缩。美国再爆发一次金融危机的可能性不能排除，每次危机都将成为削弱美元国际货币霸主地位的契机和改革步伐迈进的阶梯。

特别提款权 SDR 本质上是应对美元危机的产物。每次全球金融危机，都使得 SDR 的规模扩大，作用得到增强。美国历来坚决反对 SDR 增加，但美国面对严重的危机，不得不与国际社会合作应对危机时，就对重新分配 SDR 开绿灯。SDR 的规模和用途都在增加，预示国际社会试图用其他储备资产替代美元的努力是在不断向前推进的。美元在商品交易中的结算职能，随着主要货币发行主体推动本币定价和结算，有了明显的下降。目前美元在国际贸易结算中大约占 40%，欧元甚至超过了美元，占到 42-43% 的规模，这个趋势还会往前发展。

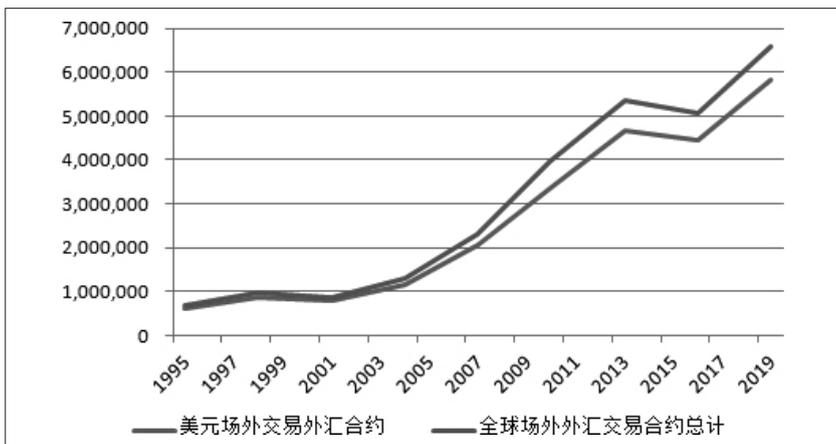


图 4：外汇交易反映了美元在金融领域内的地位

美国在全球贸易中的比重大概只占 12% 左右，但是美国的金融市场巨大的规模、强大的交易网络和便利自由的交易规则，使得美元仍然成为主要的价值储备手段，因而在金融交易上仍然维持着垄断的地位，外汇交易 88% 以上是各种货币与美元的交易，欧元、日元、英镑等外汇交易加在一起都不到美元外汇交易的一半，人民币只占 4.3%。

关于未来的发展趋势，在贸易定价结算领域，美元的比重会进一步下降，欧盟、中国、东亚国家都在推动用本国的货币作为对外贸易的结算货币。美元汇率频繁波动，给其他非美元货币在贸易结算中的使用提供了更多的机会和动力。但是要减少美元在金融交易中的霸主地位，并非短期内可以实现的。需要各个国际货币发行主体完善和建设强大的本币金融市场，维护和强化本币的信用，这常常与经济发展及财政货币政策的稳定性密切相关。

英格兰前行长卡尼 2020 年建议各国中央银行发行数字货币，并通过网络来构建一个新的国际货币体系。很多人认为这可以给国际货币体系改革带来曙光，但是现实并非如此。我认为央行数字货币如果成为各个国家的选择，数字货币充其量可以在国际货币基本格局发生转型的过程中更加便利，而不是决定和引导国际货币体系和改革和转型。很多人期望民间的数字货币能形成另外一个准国际货币体系，这仅仅是一种良好的愿望，主权国家不可能让私人数字货币取代主权货币。

未来的改革方向我有几个判断。国际货币多元化将继

续发展，美元的地位相对逐渐降低，三足鼎立的格局会慢慢形成，主要还是美元、人民币、欧元三种。SDR 的价值尺度功能会增强，作为主要国际货币锚的功能会凸显，IMF 的货币政策协调和国际货币规则监督的功能会进一步增强。但是超主权货币取代主权货币以及成立世界中央银行将仍然是一种遥远的愿景。近期国际社会主要是推动加强 G20 国际金融治理，增强大国之间的政策协调，减少美国国内财政政策和货币政策通过美国国际收支和美元汇率两个渠道给国际金融市场带来的冲击，警惕通货膨胀的国际传递，帮助受冲击的发展中国家稳定金融市场。IMF 稳定国际货币体系和金融的职能需要进一步增强，非美元国际货币之间的合作需要加强，东亚国家之间的货币合作需要稳步推进。区域货币合作将推动国际货币体系改革向更加合理的方向迈进非常重要，这个需要加紧推进。

**吴信如：**下面有请中国社会科学院世界经济与政治研究所的研究员、副所长徐奇渊先生进行演讲。

## **徐奇渊：后布雷顿森林时代 ——新兴储备货币的崛起之路将更为艰辛**

**徐奇渊**（中国社科院世界经济与政治研究所研究员、副所长）：谢谢吴老师，很荣幸参加这次会议。我想讲的主题是：布雷顿森林体系崩溃以后，在牙买加协定或者后布雷顿森林体系的背景下，新兴国际货币的崛起之路更为艰辛。

我想打一个比方，如果美元取代英镑需要一些努力，这个努力程度可以分成三种情况。达到第一宇宙速度是沿着地球表面飞行，达到第二宇宙速度是飞出地球，达到第三宇宙速度是逃离太阳系。美国要成为储备货币，可能只需要达到第一宇宙速度稍微高一点就可以了。但是像德国或日本的货币，要成为更重要的储备货币可能需要达到第二宇宙速度。对于人民币来说，可能需要达到第三宇宙速度，需要付出更多的努力。

下面讲一些不成熟的想法，内容来自于我和我的团队一些不成熟的工作。

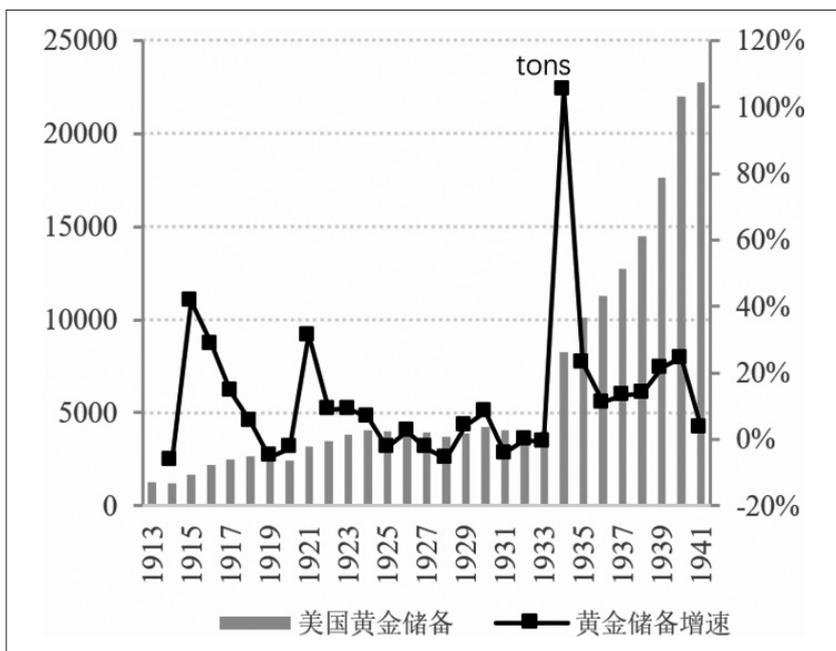


图 1：1913-1941 年美国官方黄金储备及其增速趋势

首先我们来看美元取代英镑的背景。美国在 1913 年到 1941 年的过程中，在取代英镑的同时，黄金储备从最低的时候 1000 吨不到，到后面已经达到了 23000 吨左右的水平，二战结束时美国黄金储备已经占到全世界的三分之二，在金本位的背景下，这给美元的地位提供了一个坚实的支撑。

在布雷顿森林体系崩溃以后，日本和德国的货币在国际化过程中的储备没有像美国那样相应的黄金储备大幅上升，更多体现在外汇储备，特别是美元储备上。日本的外汇储备从 1977 年只有 200 亿美元左右，上升到 1998 年 2000 亿美元，到后面已经变成上万亿美元。

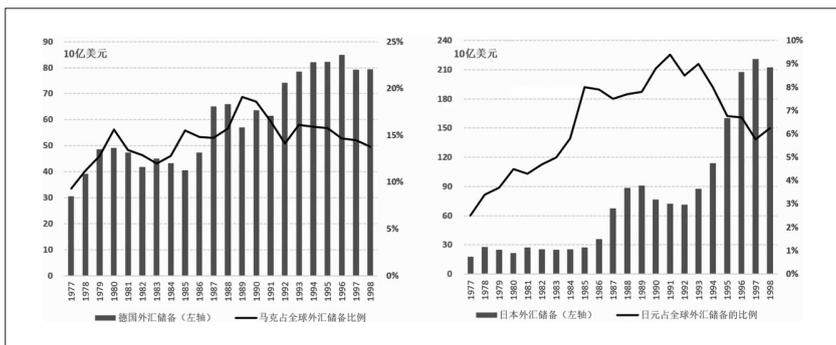


图 2：面临难题一：日本、德国国际化初期，反而强化了美元地位

日本和德国的货币国际化很可能强化了美元的地位。日元和马克的崛起时，在外汇市场上交易的时候，更多的是跟美元交易，一定程度上加强了美元的储备地位。在货币国际化的过程中，日本、德国的典型例子，是劳动生产率提高，企业国际竞争力上升，同时伴随着出口增加，带来顺差的上

升和净储蓄的上升，以及外汇储备的上升。大家对其货币升值的信心上升，货币也国际化了。这个过程伴随着原有的储备货币美元的地位得到巩固和加强。2016 年我和同事发表的一篇文章里有一个研究，在东亚国家的汇率篮子里，美元的地位甚至在过去十多年中还有上升，中国也有一定的上升，是对日元形成了一些替代作用。美国在全球贸易或 GDP 中的占比是比较低的，但是美元维持了一个相对更高的储备货币地位、外汇市场的交易地位、金融市场地位。

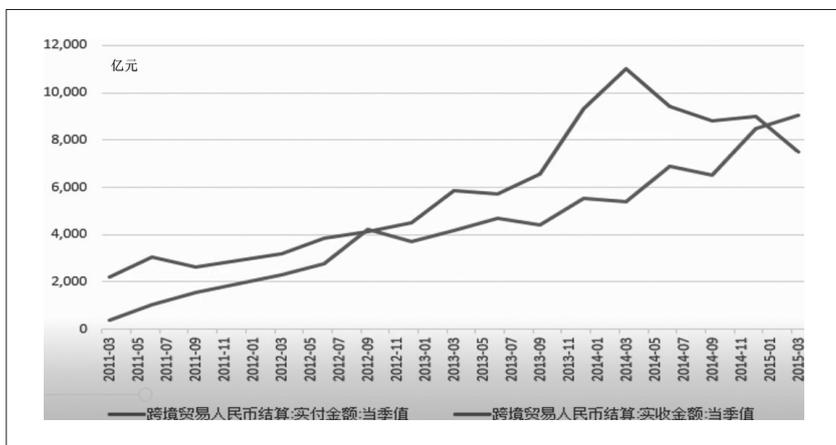


图 3：在一定条件下，

人民币国际化进程反而加剧了对美元资产的依赖

前面已经讲了日元和马克在取代美元部分地位的时候，碰到了更大的难度，需要达到第二宇宙速度；对于人民币而言，取代美元可能需要更大的努力，达到第三宇宙速度。日元和马克的外汇储备占 GDP 的比例，在峰值的时候是个位数，只有 4%、5%。但是 2008 年，中国持有的美元外汇储

备占 GDP 的比例接近 50%，虽然后来降到 20% 多，但是也显著高于日本和德国。这也就意味着中国在推动人民币国际化的进程中，实际上更大程度上加强了对美元的依赖。

2011 年到 2014 年这段时间，人民币国际化的速度是比较快的，图 3 给的是经常账户贸易项下人民币跨境支付的情况，蓝线是在贸易中实际付出去的人民币，红线是我们收到的人民币。蓝线对应的是进口的情况，我们要付人民币；红线对应的是出口商品，我们收到的人民币。我们在进口中付出了更多的人民币，在出口中收到了较少的人民币。本来我收一块美元花一块美元没有外汇储备的积累，但是现在收到一美元以后的花出去的是人民币，手里就净增加了一个美元，外汇储备就有一个额外的增加。

仅仅因为这个原因，2011 年第一个季度的外汇储备就额外增加了 400 亿美元。除此以外，人民币跟德国马克和日元相比还有一些重要的不同点，一个就是德国和日本当时的金融市场相对成熟，而中国的金融市场的国际化程度及金融市场完善的程度还有一定的差距。所以，我们在推动人民币国际化同时，还需要补课，特别是国内的一些金融体系的功课是要补上。人民币国际化要达到第三宇宙速度，我们需要以下的这些工作。

我们要参考德国和日本的一些做法。德国很重要突出的一点，是推动区域合作，推动企业和产业的关联度，跨国的关联度。日本更多是黑字环流，有点像中国的“一带一路”倡议。我印象最深刻的是 2010 年韩国 G20 首尔峰会，对顺

差国施加压力。当时德国就说，虽然我的顺差很大，但是从欧元区来看，国际收支基本是平衡的，如果你说顺差跟汇率有关系，汇率要调整重估，欧元区是不用重估的。当时会议最后的局面是 19: 1，最后的压力都落到了中国身上，所以区域合作非常的重要。

日本黑字环流是比较成功的，特别是 2011 年大地震以后到最近这些年，日本好几个年份出现了贸易账户的逆差。日本通过海外投资收益的净回流能够完全扭转经常账户的赤字，每一年的投资净收益回流在日本有 1500 亿到 2000 亿美元，足够弥补贸易逆差。

中国在刚才说的两个方面做得都不够，区域合作部分有不足，黑字环流方面现在问题也比较大，甚至变成了一个经常账户逆差的来源。发展国内金融市场，从这个角度来说，上海离岸金融市场的着眼点不是把离岸市场做得很大，而是要通过构建上海离岸市场倒逼国内的金融市场改革，或者提供一个国内改革的参照体系。在这个意义上，上海的离岸市场和香港的离岸市场是不同的。

## 讨论

**吴信如：**刚刚两位专家给出了非常精彩的报告，徐明棋老师讲了布雷顿森林体系垮台之后美元为什么仍然能处在国际关键货币的地位，他讲到了美国的经济实力、美国金融体系、美国网络的作用。社科院的徐所长在这个方面也作了

介绍，讲到美国地位为什么依然强大，非常精彩。

**周宇：**我提一个和现实比较密切的问题，数字人民币到底在人民币国际化的进程中会扮演什么样的角色，我们的监管层是否决定跨境结算要用数字货币？我前段时间经常看到一些西方的报道，认为中国数字货币从长远来看可能会成为人民币国际化一个非常有力的路径。他们强调一旦美国要用结算手段制裁中国的时候，中国的产业链、供应链非常庞大，全世界都需要用人民币进行结算。如果美元不能结算了，可能就迫使一些外国用人民币来进行结算，这个时候可能数字人民币可以发挥作用。我想问一下两位徐老师你们是怎么看的？

**李念：**我想请问一下，现在一直在推行的元宇宙概念，里面讲到很多数字货币的概念，这些概念之间的关系怎么理顺？

**嘉宾：**我是做跨境、跨币种、跨资产交易解决方案的。对离岸的金融市场这块，徐所长说货币的国际化有三种，一个是德国模式，一个是日本模式，还有一个强化人民币的离岸金融市场。在这三个里面我想问一下徐所长，相对来说在短、中、长期的框架里面，从人民币国际化的角度来说，你怎么看轻重缓急的因素，这恶涉及到人民币金融市场基础设施建设时间的考量。

**胡月晓：**刚刚讲了日本的黑字环流，他们海外投资的收益弥补了贸易逆差，我想问问他们海外投资的门类与匹配关系是什么？

**秦勇：**徐所长你刚刚讲的非常好，提到我们在推行人民币国际化的时候，我们收到的美元越来越多。实际上要真正提高人民币的地位，要中国越来越强大，我们要出口人民币。我觉得人民币国际化的第一步应该先走向自由兑换，在自由兑换的背景下与国际主流货币保持稳定的比价，再逐步提升自己的地位，这样才能够逐步实现。

**徐奇渊：**我尝试回答一下。第一个问题是数字人民币对人民币国际化的作用。简单来说，人民币国际化不管穿上什么衣服，底层逻辑是一样的，数字人民币只是穿上一个新的衣服。比如说资本项目管制，我们现在没有完全放开，为什么不能完全放开，跟有没有数字人民币是没有关系的。即使有了数字人民币，我们在推动人民币国际化时还是要讨论这些老问题。对于央行来说，资本账户有限额的管理，还有利率汇率改革，加强金融监管，金融基础设施建设，在底层逻辑上跟传统的人民币国际化还是一样的。就像网贷 P2P，大家觉得好像划时代了，跟以前不一样，但是网贷还是贷款，还是要风控，跟传统的底层逻辑是一致的，这是我想强调的。当然也会带来很多新的业务模式，这是一些新的创新，底层的人民币国际化还是要考虑到。

第二个问题是元宇宙。我想这对于货币国际化的逻辑修正，不是底层逻辑的颠覆，边际上的逻辑修正是有的。我最近跟一位同事讨论，以前的汇率决定是购买力平价、利率平价，将来的汇率决定可能变成社交网络的大小、社交网络服务的平价。比如 Facebook 有发币，将来蚂蚁或各种网络社

交平台都可以发不同数字平台的货币，假如监管部门允许他们竞争，你是愿意持有 Facebook 的币，还是推特的币，还是蚂蚁的币，就取决于对应网络的大小和服务的能力对强弱。以科技巨头企业平台为主体的数字货币，或者以企业为主体的数字货币，其平价可能要改变，而且服务也参与到其中。以前的购买力平价和利率平价是可贸易品或资金的平价，数字货币的平价是服务与社交网络的平价。

第三个问题是人民币国际化的轻重缓急。按照教科书上的逻辑来说，应该是先确保国内财政的巩固，金融市场的监管发展得比较完善，包括利率汇率的形成机制，然后在这个基础上有序放开资本账户，实现货币的自由使用，是这样的一个过程。我非常认同这个过程，当然这不是唯一的顺序，也可能是同时推进，但是总体上有一个先后。基础设施可以先行，就像高速公路可以建得早一点，没有车也没关系，将来有车再建就来不及了。在金融基础设施建设的过程中，数字货币时代或者数字金融时代还是有所不同的。以前的金融基础设施都是监管部门、人民银行、国家政府来主导，但是未来的金融基础设施需要一定程度的大企业平台的参与。比如说推动人民币跨境支付清算系统，需要市场的力量来参与不同场景的设计，是一个生态系统，金融基础设施的建立需要政府和市场的力量整合。

第四个问题是日本的黑字环流，海外投资门类匹配。日本的海外投资是大财团的整体行为，这个财团里有大的银行，还有很强的制造企业以及商社，银行就负责给钱，企业

就负责把东西做好，商社就负责把东西卖出去。现在财团的体系发生了一些变化，但总体上是很有章法，日本政府、日本的银行相应的国际组织还有财团做了一个比较好的配合，而且投资的项目都收益比较高，各种策略很灵活，充分融入到了西方的国际规则体系中，这是我们需要学习的一些地方。

第五个问题是人民币国际化。虽然和资本账户开放不能完全划等号，但是很大程度上是比较一致的。所以我们要实现外汇的自由使用，我还是更加倾向于需要有一个顺序，否则像 2014-2015 年还是有教训的。初习主席很少讲人民币国际化，2016 年年初习主席专门讲了人民币国际化，当时讲人民币国际化能走多远走多远，能走多快走多快，大体上是水到渠成的提法。人民银行后面也是这样的态度，我比较认同这种观点。

**徐明棋：**关于数字货币，无论是央行的数字货币还是私人领域创设的数字货币，要想构建起另外的国际货币体系，目前来说有很多不可克服的障碍。我非常同意徐所长讲的这些内容。私人数字货币无论出什么新的概念，在货币的这个层面，主权货币和私人数字货币不可融合性这个矛盾始终存在。主权货币毕竟是一个国家控制宏观金融和经济运行的一个重要渠道，当前来看主权国家不会把这个权利让渡给私人领域。私人创设的各种交易媒介只能在其平台之内使用，大多数国家的法律都已经规定只将其看成是一个私人的数字的无形资产，而不具备货币的职能。货币的职能最起码基

本的要素，就是价值尺度、交易媒介、流通手段。现在私人领域的数字货币不具备价值尺度，因为价格波动非常频繁，我个人认为在可以看到的将来很难。

中央银行的数字货币面临着一个最大的问题就是直接的一对一。现在我们推动的每个人都可以开一个钱包，未来所有的经济主体用数字货币跨境进行交易，也就是说世界上所有的经济主体都要到中央银行去设立一个数字钱包来从事这样的经济交易，当然技术上是可行的，但是能否满足经济交易主体对货币的需求，包括交易的便利性、匿名性、安全性等等，这些都存在着很大的问题。我个人觉得短期内只有炒作的空间，没有实际的价值。

人民币国际化是在不断往前推的。去年年底，中国国债海外持有规模是 2.1 万亿，今年 10 月份增长到超过 3 万亿，这个时候中国整体经济的稳定性和人民币资产收益在不断提升。由于中国经济增长、人民币币值稳定等被国际社会所认可，与此同时我们的金融开放程度也在扩大，金融交易的规模会随着条件的成熟不断开放。短期内要指望中国的开放程度达到像日本那样，这会有很大的障碍。国内金融资产价格和国际金融资产价格存在着结构上的失衡，等到我们开放的程度达到一定的水平，国内外所有的资产价格在供求关系上达到均衡，金融管理的措施会逐步放松，人民币国际化的水平会有一个飞跃。现在强调管控金融风险，在一定程度上也制约着人民币国际化在短期内的飞跃。我们不能因为推动人民币国际化，导致国内金融市场发生重大冲击或波动。

**吴信如:** 人民币国际化的问题确实非常重要, 尽管要达到第三宇宙速度不那么容易, 但是中国仍然要为人民币的国际化做好准备。我们这么大一个经济体, 再加上地缘政治发生变化的情况, 我们不能过度依赖美元和美国的金融体系。我们要做好准备, 万一现行国际货币体系不可持续, 那么我们就顶上去, 中国有能力为国际货币体系改革多元化做出贡献。

专题五的讨论就到此儿结束, 接下来是最后一个环节闭幕式。

## 闭幕式

### René Bormann 总结

**René Bormann**（德国艾伯特基金会上海代表处主任）：非常感谢，我想我们今天真的是有非常充分的讨论，这一天过的很有意义，我们谈论了很多话题。我们获得了专家们的共识，对全球各个区域的发展有了更好的理解。我们讨论了中国、美国、欧元区的通胀，讨论了后布雷顿森林体系，新冠疫情揭露了体系中的很多缺陷，也加大了国家之间以及一个国家内不同集团之间收入的差距，以及公共服务上的差距。我们还讨论了各国采取的应对新冠疫情的措施，这次的应对是相当及时也相当有力的。但是跟以前不同的是，各国之间的协调比较缺乏，其结果是经济刺激的效应没有达到最优化，全球各国的复苏比较缓慢，这也对各种体系及各国带来了很大的压力。有一位发言人提到，如果想应对新冠疫情及其影响，我们必须全球协调同步，而不能只局限于本国内部。我们希望能够加强、改进全球的一些制度和机构。

我想在今天的讨论中，我们获悉了很多重要的知识点，这些知识点指明了改革变化的方向。我们还讨论了一些全球公共产品的重要性。今天我们收集到很多真知灼见，我们更

好地理解了全球一些局势的驱动力量。我们也讨论了可以实施的某些措施。当然我们也看到还有很多话题悬而未决，没有找到满意的解决方案，因此我们下一次研讨会或者说下几次研讨会都已经有了话题了。要感谢发言者，也要感谢与会的嘉宾，谢谢你们的贡献！我非常高兴能够到这里来跟各位讨论，当然我也要感谢所有的组织团队，感谢幕后服务的上海发展研究基金会的各位同仁们，当然也要感谢我自己的团队德国艾伯特基金会上海代表处，现在有请乔依德会长发言。

## 乔依德总结

**乔依德**（上海发展研究基金会副会长兼秘书长）：非常简单说几句，今天的会议从早上开到现在，涉及到很多非常重要和有意思的主题，我作为主办方之一，也作为个人学到很多东西。

我有一个希望，希望明年再开会的时候，最好能不要再谈到新冠疫情的影响了。这次我们还算是比较幸运的，我知道一些其他会议的组织方很头痛，很多地方开会都不能来。我们这个会还比较幸运，来参加专家学者很多都是本地的，在国外的确实没办法来，来自北京的也不是很多。同时，我也觉得这个线上线下相结合的形式还是比较好的。希望明年有些国外的专家，我们可以有机会当面交流。我也跟一些参加者进行了交流，我觉得我们以后办会还是要给予更充分的时间进行交流讨论，去年是这么做的，今年也是这



么做。明年还是会保证一定的时间给大家交流。

最后，感谢我们的演讲嘉宾，他们都作了非常充分的准备。也感谢在座的各位参加我们的活动，参加我们的讨论的嘉宾。当然最后也感谢两个基金会的工作人员，他们花了很多时间努力准备这个会议，今天的会议到此结束，感谢大家！

（以上内容根据录音整理，未经本人审阅）