

内部发行，未经许可，请勿转载

# 研讨实录

第 148 期

148

中国国际金融 30 人论坛第八届研讨会  
——新形势下我国金融高水平对外开放



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  
二〇二二年九月

## 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

2022年8月13日，中国国际金融三十人论坛第八届研讨会在上海举行，此次研讨会的主题为“新形势下我国金融高水平对外开放”。

此次研讨会由三个专题组成：一、全球经济趋势：通胀、衰退和应对；二、国际金融规则：意义和挑战；三、深化上海国际金融中心建设：前景和措施。

全国政协委员、上海市人民政府原常务副市长、国际金融30人论坛顾问委员会顾问屠光绍亲临会场作了重要发言。上海财经大学校长、教授、国际金融30人论坛学术委员会委员刘元春发表了主题演讲“全球滞涨与金融动荡是否并存”。中国人民银行上海总部副主任兼上海分行行长金鹏辉发表了主题演讲“打造上海国际金融中心的四大抓手”。上海发展研究基金会副会长兼秘书长乔依德发布了《我国参与国际金融规则制定：意义、挑战和前景》研究报告。约20位专家学者分别发表演讲并进行了讨论。

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

二〇二二年九月十六日



# 目 录

<b>会议议程</b> .....	1
<b>开幕式</b> .....	6
屠光绍致辞.....	7
<b>专题一：全球经济趋势：通胀、衰退和应对？</b> .....	21
刘元春：全球滞涨与金融动荡是否并存.....	22
魏尚进：美欧升息风险的国际传输.....	30
周 皓：美联储货币政策展望及其对中国经济的影响.....	34
黄海洲：美国经济治理高通胀的可能出路.....	38
王 涵：从汇率与资本市场看年初以来的全球资本流动情况.....	44
夏 春：尽快采取措施化解多重白天鹅风险.....	54
徐明棋：新形势下中国提升金融开放水平的意义与举措.....	60
<b>专题二：国际金融规则：意义和挑战</b> .....	69
乔依德：发布研究报告《我国参与国际金融规则制定：意义、挑战和前景》.....	69

苟文均：对《参与国际金融规则制定》研究报告的 点评.....	77
郭爱军：提高中国在国际金融规则制定中的参与度 和话语权.....	83
张文才：对应对和处置国际债务问题的一些思考..	89
黄梅波：发展中国家的主权债务问题以及中国的主 权债务治理机制.....	94
许多奇：治理跨境数据流动的规则体系构建.....	102

### **专题三：深化上海国际金融中心建设：前景和措施**

.....	110
金鹏辉：打造上海国际金融中心升级版的四大抓手 .....	111
林文杰：深入推进上海国际金融中心建设.....	117
王  纬：对大变局背景下金融开放的几点思考...	122
王新浩：浦发银行积极投入上海国际金融中心建设 .....	127
刘晓春：建设引领新全球化的国际金融中心.....	131
施琍娅：上海国际金融中心建设与金融服务走出去 经济.....	135
张光平：中美股市深层次结构高度相似性对高水平 对外开放的启示.....	139
钱  军：推动以NFT（数字藏品）为代表的数字资 产市场的健康发展.....	143

杨 骥：外资金融机构对上海国际金融中心建设的一些想法.....	150
讨论.....	154



## 会议议程

时间	内容
<b>2022 年 8 月 13 日</b>	
08:30-09:00	会议签到
09:00-10:00	<b>开幕式</b> 致辞： <b>屠光绍</b> 全国政协委员、上海市人民政府原常务副市长、 国际金融 30 人论坛顾问委员会顾问 主持人： <b>王玉荣</b> 国际金融 30 人论坛秘书长、 清华大学当代中国研究中心副主任
10:00-10:15	茶歇及合影
10:15-12:15	<b>专题一：全球经济趋势：通胀、衰退和应对？</b> 世界经济复苏道路坎坷。IMF 和世界银行已多次下调其对增长的预期，美国通胀已达到 40 年来最高点，现在美联储和欧央行在加紧加息缩表，这些可能导致全球经济进入衰退。 这种情况对包括我国在内的发展中国家会有哪些影响？我们该如何应对？ 主持人： <b>乔依德</b> 上海发展研究基金会副会长兼秘书长、 中国国际金融 30 人论坛执行理事
10:15-10:30	<b>主旨演讲</b> 演讲嘉宾： <b>刘元春</b> 上海财经大学校长、教授、 国际金融 30 人论坛学术委员会委员 演讲题目：“全球滞涨与金融动荡是否并存”
10:30-12:15	<b>发言嘉宾</b> 演讲嘉宾： <b>魏尚进</b> 哥伦比亚大学终身讲席教授、 复旦大学泛海国际金融学院学术访问教授、 国际金融 30 人论坛成员（视频） 演讲题目：“美欧升息风险的国际传输”

时间	内容
10:30-12:15	<p>演讲嘉宾：<b>周皓</b> 南方科技大学商学院院长、 清华大学五道口金融学院原副院长、 国际金融 30 人论坛成员（视频） 演讲题目：“<b>美联储货币政策展望及其对中国经济影响</b>”</p> <p>演讲嘉宾：<b>黄海洲</b> 中金公司董事总经理、 国际金融 30 人论坛学术委员会委员（视频） 演讲题目：“<b>美国经济治理高通胀的可能出路</b>”</p> <p>演讲嘉宾：<b>王涵</b> 兴业证券首席经济学家 演讲题目：“<b>从汇率与资本市场看年初以来的全球资本流动情况</b>”</p> <p>演讲嘉宾：<b>夏春</b> 银科控股首席经济学家兼金融研究院院长（视频） 演讲题目：“<b>尽快采取措施化解多重‘白天鹅风险’</b>”</p> <p>演讲嘉宾：<b>徐明棋</b> 上海国际经济交流中心副理事长、 国际金融 30 人论坛成员 演讲题目：“<b>新形势下中国提升金融开放水平的意义与举措</b>”</p>
12:15-13:30	自助午餐（5 楼大宴会厅 C 厅）
13:30-15:30	<p><b>专题二：国际金融规则：意义和挑战（闭门会议）</b> 国际金融规则是国际经济秩序的一个重要组成部分。我国金融高水平的对外开放是制度性的开放，也就是说要按照国际金融规则进行开放。 国际金融规则目前的状况如何？我国应该如何参与制定或者改进当前的国际金融规则？ 主持人：<b>郑路</b> 清华大学社会与金融研究中心主任、 哈佛大学访问学者</p>
13:45-14:00	<p><b>研究报告发布</b> 《我国参与国际金融规则制定：意义、挑战和前景》 <b>乔依德</b> 上海发展研究基金会副会长兼秘书长</p>

时间	内容
14:00-15:45	<p><b>发言嘉宾</b>                      演讲嘉宾：<b>荀文均</b>                      中国人民银行反洗钱监测分析中心主任（视频）                      演讲题目：“对《参与国际金融规则制定》研究报告的点评”</p> <p>演讲嘉宾：<b>郭爱军</b>                      上海长江开发促进会会长、                      上海发展研究基金会特约研究员                      演讲题目：“提高中国在国际金融规则制定中的参与度和发言权”</p> <p>演讲嘉宾：<b>张文才</b>                      中国进出口银行副行长、                      国际金融 30 人论坛成员（视频）                      演讲题目：“对应对和处置国际债务问题的一些思考”</p> <p>演讲嘉宾：<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（视频）                      演讲题目：“发展中国家的主权债务问题以及中国的主权债务治理机制”</p> <p>演讲嘉宾：<b>许多奇</b>                      复旦大学数字经济法治研究中心主任、                      法学院教授                      演讲题目：“治理跨境数据流动的规则体系构建”</p> <p>演讲嘉宾：<b>张燕生</b>                      中国国际经济交流中心首席研究员、                      国家发改委学术委员会原秘书长</p>
15:45-16:00	茶歇
16:00-18:00	<p><b>专题三：深化上海国际金融中心建设：前景和措施（闭门会议）</b>                      2020 年上海基本建成国际金融中心，但是距离真正配置全球金融资产还有很长的路要走。如何进一步深化上海国际金融中心建设，关系到我国进一步开放的水平，关系到我国进一步融入全球金融经济体系。</p>

时间	内容
16:00-18:00	如何深化上海国际金融中心建设？如何利用包括临港新区在内的浦东自贸区先行先试的优势，带动上海国际金融中心的进一步的发展？ 主持人： <b>杨长江</b> 复旦大学国际金融研究中心主任、教授
16:00-16:20	<b>主旨演讲</b> 演讲嘉宾： <b>金鹏辉</b> 中国人民银行上海总部副主任兼上海分行行长 演讲题目：“打造上海国际金融中心的四大抓手”
16:20-18:00	<b>发言嘉宾</b> 演讲嘉宾： <b>林文杰</b> 上海市地方金融监督管理局 （上海市金融工作局）副局长（视频） 演讲题目：“深入推进上海国际金融中心建设”  演讲嘉宾： <b>王纬</b> 中国银行执行董事、副行长、 国际金融 30 人论坛成员（视频） 演讲题目：“对大变局背景下金融开放的几点思考”  演讲嘉宾： <b>王新浩</b> 浦发银行副行长 演讲题目：“深化金融中心建设，更好服务高水平对外开放”  演讲嘉宾： <b>刘晓春</b> 上海新金融研究院副院长、浙商银行原行长 演讲题目：“建设引领新全球化的国际金融中心”  演讲嘉宾： <b>施琍娅</b> 中国人民银行上海总部跨境人民币业务部主任 演讲题目：“金融服务走出去经济”  演讲嘉宾： <b>张光平</b> 上海银保监局一级巡视员、 国际金融 30 人论坛成员 演讲题目：“中美股市深层次结构高度相似性对高水平对外开放的启示”



时间	内容
16:20-18:00	演讲嘉宾： <b>钱军</b> 复旦大学泛海国际金融学院执行院长、 国际金融 30 人论坛成员 演讲题目：“ <b>推动以 NFT（数字藏品）为代表的数字资产市场的健康发展</b> ”  演讲嘉宾： <b>杨骥</b> 花旗中国副行长兼金融市场和证券服务部主管 演讲题目：“ <b>外资金融机构对上海国际金融中心建设的一些想法</b> ”
18:00	会议结束

## 开幕式

王玉荣（主持人，国际金融 30 人论坛秘书长、清华大学当代中国研究中心副主任）：尊敬的屠市长，各位线上线下的嘉宾，大家早上好！俄乌冲突仍在进行，地缘政治、气候变化、全球经济金融都是剧变。为此我们在这个地方召开第八届国际金融 30 人论坛，就“新形势下我国金融高水平对外开放”展开讨论。

希望在座的各位能够本着以下几个意识展开讨论。第一是开放意识，英国的科学哲学家波普尔曾经强调开放的社会，开放是我们的朋友，封闭是我们的敌人。第二是大问题意识，伟大的问题产生伟大的答案，时代之问是很重要的。第三是前瞻意识，我们从 2003 年开始在中央党校召开“2050 中国与世界论坛”，到今年为止已经是第七届，前年在上海召开了第六届。希望在座的各位能够有前瞻意识，面向十四五、2035 甚至 2050。第四是跨界意识，很多答案有可能在问题之外展开讨论。上次我们开会的吴心伯院长就强调，金融也许是术，但是大国关系或国际关系是道，在一起碰撞一下，很多新的答案就呼啸而来了。第五是科技意识，科技国际化与人民币国际化之间有什么样的关系，可能又是一个新的学科。

今天我们国家面临的挑战是巨大的，但前途是光明的。现在我们有请全国政协委员、上海人民政府原常务副市长、国际金融 30 人论坛顾问会顾问屠光绍先生发表主旨演讲，掌声有请。

## 屠光绍致辞

**屠光绍**（全国政协委员、上海市人民政府原常务副市长、国际金融 30 人论坛顾问委员会顾问）：各位新老朋友，大家好！今天非常高兴有这么个机会，大家一块来研究一个非常重要的金融方面的问题。今年这个疫情，大家是“苦不能见面久矣”，视频会倒是开了不少，包括老乔组织的一些活动，但是大家特别期待像今天这样大家能够坐在一起，就一些关注的问题做交流分享。老乔一再催我，其实我也希望有这样一个机会跟大家一块交流分享，因为这个问题也是我一直比较关注的。无论我在哪个岗位，都是在关注这个问题。

我昨天下午从大连赶回上海。因为他们请我去大连讲课，他们说大连现在太凉快了，为什么非要回上海，上海现在 40 度。大连的领导说，你在这里多待一会儿，你就视频参会。我说我就是视频太多了，我想回去。昨天一波三折，先是航班推迟了，不知道什么原因。到上海虹桥上空，又盘

旋了将近 50 分钟，机长说虹桥机场的天气不太好，他判断一个小时以内会改变，所以大家不要着急，就在那里盘旋。结果盘旋了近一个小时，告诉我们不行，最后又改到浦东，备降浦东，还好没有到外省市去。

我个人对这样一个会非常期待，我今天不叫主旨演讲，主旨演讲的是各位，我就叫致辞。为什么叫致辞？

第一，我是咱们基金会的荣誉会长，我又是中国国际金融 30 人论坛的顾问，我首先代表主办方对大家来参加这样一个活动表示欢迎和感谢，特别是上海这么热。上海这个城市，这几个月是一个进来了就出不去的城市。为什么？你进来了，你再往别处去不说不欢迎，人家都要防范。3 月份参加我全国两会，北京就给我弹窗，当然会议组织最后解决了。所以我说上海是进来了就出不去的城市，北京是出去了就回不来的城市，因为北京管的太严。我到海南参加活动，要从海南回北京就弹窗，有弹窗你根本不可能回去，你解除了弹窗之后也不让你买票，从外地回北京真是困难重重。所以说这两个城市，一个帝都，一个魔都。上海最近打破了开沪以来的记录，40 度以上的温度，最高的是五天，后面还有几天都是 40 度。

刚才王玉荣提到要有大思维，还要有时代之问，所以我想做一个致辞，先下手为强，先开口为强。我对金融开放有几个问题，这里提出来向大家请教。金融开放要有针对性，即它要解决什么，怎么能够更好地推动我们的金融开放。我提出这些问题，特别期待大家来回答。我想缩短我致辞的时

间，把更多的时间留给大家对我的这些问题，还有大家研究的问题，分享思考和见解。

第一个问题，我们现在金融开放的国际环境是什么样的？

谈到金融开放，无论是从它的历史逻辑，还是从我们开放的历程和经济发展进程来看，金融开放提出的时间稍微晚一点，但实际上很早就有金融开放了。当时如何引进外国资金就是一个金融开放的问题，这个意义非常之大，资本主义的钱我们如何用，资金要怎么进来？改革开放之初，我们最不缺的是劳动力，最缺的是投资、资金，后来才提出金融开放。现在金融开放面临的国际环境，和我们这几十年来所面临的国际环境已经有很大的不同了。

我过去说过，金融开放有三重开放，三重开放是什么？第一重开放是金融体系内部要开放，这个开放要打破我们金融体系内部的各种分割。开放不够，各个市场之间就叫分业经营、分业监管。确实我们金融体系内部并不开放，基础设施相互不连接，存在好几个市场、好几套清算系统。因此，我们金融系统内部并没有开放。第二重开放是国有要向民营开放，过去金融体系主要是国有的，现在要向民营开放。第三重开放是指金融对外开放。

我们今天研究金融对外开放，马上就面临一个外部环境是什么样的问题。今天研讨会的第一个单元就是关于国际问题的，三个环节的设计是非常有逻辑连接的，而且都是三个非常重要的问题。我们研究目前的国际经济环境，这里面会

有很多的内容。为什么？现在的国际经济环境已经大不一样了，包括现在经济环境中供应链的变动、美联储的货币政策等很多内容。当然，还有更高层的环境，就是全球化的大环境。中国整个开放得益于全球化，因为融入了国际经济体系，中国赢得了改革开放的巨大成就。从这点讲，中国是整个全球化的巨大受益者，不承认这点肯定不行。当然还要加一句，中国也是全球化的重大贡献者，一方面开放是受益，使用了全球资源，另一方面开放对全球也是贡献，促进了市场化。

现在是逆全球化，是再全球化，还是全球化新的格局？现在恐怕很难定论。过去传统意义上以多边规则为基础的全球化，目前确实遇到很多困难。它会变形，变成区域化、群体化、诸边化，现在最核心的问题是变成阵营化，这与群体化、诸边化、区域化的情况又不一样了。全球经济背后其实是大量的地缘政治问题，特别是俄乌战争加剧了这个情况。再加上大国关系，包括中美关系，佩洛西窜访，中国的五大国企从美国退市，我们监管部门的发言人称这是企业行为，我认为说的很好。当然，国际上怎么看，别人怎么看？有人认为这是一致行动，这也是反制。国际环境十分重要，国际环境对我们金融开放造成什么影响？开放不是简单的我开放，不能只看自己怎么想，还要看别人怎么想，所以不研究国际环境，不研究国际上各个方面的参与者、金融投资人怎么想，是不行的。这关乎到你的措施、姿态，能不能和国际投资人、金融市场参与者形成一些互动，能不能有更多

的共识。因此必须要研究国际环境的深刻变化。现在的国际环境跟十年前、二十年前完全不一样，我们说还是要开放。但是怎么开放，如何开放，如何取得开放的进展，如何能有更多国际参与者的呼应，达到开放的目的？因此，我们首先要研究在新的国际环境下我们怎样进行开放，我们如何进行开放？

第二个问题，国内新发展阶段对金融开放提出了什么要求？

开放是为了更多地吸引国际资源进来。过去我们在吸引外资的时候，最简单的外资都要，只要有资金，有人来，能够办厂，管它什么污染，管它低层次，我们是不考虑的。为什么？是因为我们缺，只要能来我就要，甚至还要通过税收优惠、土地优惠等各种优惠鼓励政策吸引资金。当时我们是处于这样的发展阶段，要解决的问题就是经济不行，经济要发展，因此就需要有投资、就业。然而，我们现在利用外资已经完全不一样了，你要来还不一定让你来，你有积极性我还不一定接受你，为什么？因为国内所处的发展阶段不一样了。

我们现在是什么发展阶段？我们称之为高质量发展、可持续发展阶段。这个发展阶段要解决很多问题，包括我们的产业结构要升级转型，经济结构要调整，企业要更多实行转型发展。从大的方面来讲，我们要进行科技创新，要实行双碳战略，要有更多的绿色发展，要发展更多的数字经济，还要促进共同富裕、普惠金融等，这就是新发展阶段。新发展

阶段将对我们金融开放提出什么要求，我们需要进行研究。

在全国两会以后，因为上海有疫情我没有立马回来，正好借这个机会到各地转转，参加了深圳世界技术论坛，还去了山东、大连，后来去海南跟他们书记省长聊了聊，关于金融开放，大家当然都希望有更多的金融资源来，有更多的金融机构来。从研究角度来讲，面对当前国内新发展阶段的新需要，金融开放应当如何进行更好的对接？金融开放是为了通过开放更好地引入新发展阶段需要的金融资源，这是有条件的，也是有要求的。金融当然要为新发展阶段服务，为可持续发展服务，为高质量发展服务，但是怎么样使金融服务的能力提升，从而使得金融开放为新发展阶段服务的目的性、针对性更强？这是第二个问题。

第三个问题，怎么样看待我们目前的金融体系？

金融开放就是为了进一步完善我们的金融体系，更好提升我们金融体系的能力，那现在我们的金融体系是什么状况？我最近有次在内部会议上谈这个问题，总的来讲四个字，就是“大而不强”。今天有金融机构的朋友，其实这并不是哪个金融机构的问题，这是我们大家共同的问题。我不知道大家承认不承认这个问题，当然也可以有不同意见。我们的体量最大，金融体量确实是全球第一。是不是大就是强？中国的金融体量大，但是并不强。大也是强的一个方面，但是大并不等于强，什么叫大？举个最极致的例子，康乾盛世是大，占全球经济的三分之一，但是不强。大有可能转成强，但是它并不等于强。

具体来讲有几个关系。首先，我们金融体系是旧强新不强。什么意思？在我们基础设施建设大规模扩张时期，我们是强的，但是新的领域不一定强，新的就是科技创新。科技创新没有金融资源配置怎么行，科技创新是 0 到 1，1 到 10，10 到 100，这样一个过程要有金融资源配置。双碳也是新的赛道，新的需要发展的领域，但是有的强、有的不强。绿色贷款很多，总的来说绿色贷款的量很大，绿色债券的量也不小。现在整个双碳领域存在不平衡，中国绿色金融发展不平衡，可能 80% 以上是要解决能源利用的问题，但是各个行业的高碳问题也要做很多改造，这个资金投入量是巨大的。还有一个是碳利用，CCUS（碳捕集利用与封存）领域现在最大的问题是技术还可以，但产业化不行。产业化不行就是鸡和蛋的问题，要产业化必须要规模，规模扩大过程中也需要金融支持。

第二，金融内部的结构不平衡，主要是贷款，就是债务型融资，股权融资还不行。股权融资特别是风险投资，从去年到今年断崖式下跌，可能大家已经关注到了，增量缩减得厉害，为什么？因为不确定性很高，谁敢去风险投资？我们的股权投资还不行，现在碳排放市场的结构是失衡的，行业需要扩容，投资人需要扩容，产品链需要扩容，没有扩容的话，碳排放就没有市场。我们的碳排放市场，价格跟国际上差得很远。

第三，基础设施和业务发展不平衡。绿色发展这块，从账户到碳排放的各种标准和指标，一定是需要大量行政协调

的。相关金融机构告诉我们，连央行和银保监会的绿色金融统计口径都不一致。碳排放权市场当然是个市场，而且我认为这就是个金融市场，碳排放市场的主管部门是生态环境部，这个市场功能怎么对接金融市场功能？当然也有一点部门协调，但是主管就应该由金融主管部门来管，这是个金融市场，将来大量的是金融功能。这不是过度金融化，没有金融功能，碳资产、碳信用怎么建立起来？

还有数字金融，我们点数字金融怎么支撑数字经济的发展？什么是数字经济？第一个维度是数字产业化、产业数字化。数字产业化就是数字基础设施、数字技术能够产业化。产业数字化就是各个行业都要有数字化转型。第二个维度是数据资产化、资产数据化。这个数据资产化还在过程当中，市场有了数据资产，但是法律还没有，因为还要有资产确权，会计制度也没有跟上。一旦数据资产化大大推进，整个社会在数字经济发展过程中的资产形态就有了极大的改变，将来就是数据资产了。第三个维度是数流全球化、全球数流化，就是数字和数据流动。这个更为重要，跟我们开放也是有关系，涉及到跨界资源如何流动。中国是货物贸易大国，但是服务贸易不行，现在又加上数字贸易，数字贸易和服务贸易又是非常密切的。

怎么看我们的金融现状？第一个是旧强新不强，或者说新的还要再加强，这也是新发展阶段需要的内容。第二个是内强外不强。国内的金融机构厉害，上市公司的利润一半是金融机构创造的，当然这个现象本身值得我们思考，但至少

说明金融机构在国内是强的。我们工农中建，加上交行、邮政，六大是中国最强的，但是在全球的业务平均 10% 不到。金融开放要解决什么问题？国外要引进来，国内要走出去。我们金融体量那么大，金融机构市值又那么大，又那么赚钱，但是金融机构在境外的业务比例很低，所以叫内强外不强。我还有其他一些评价，不好展开了，怎么评价金融体系很重要，因为金融开放就是要提升金融体系的能力，解决我们目前存在的这些不强或者还很弱的问题。

第四个问题，我们要研究如何评价中国金融体系在国际上的影响力和竞争力。

中国社科院做了一个排名，是第八。结合我们是第二大经济体来看的话，确实需要我们冷静看待，就是怎么来看待我们中国金融在国际上的竞争力？这是我们在开放的时候必须要研究的。在国际上的竞争力研究需要有一系列的指标，有一系列的数据，还得有国际视野，不是单单自己在这里评价。那能不能在全球有一个这样的评价体系？当然这个需要研究。

第五个问题，现在金融开放的进程、开放的程度是怎么样的。

关于金融开放程度有一些研究报告，比如机构的外资水平、市场的外资水平、货币在全球的份额等，有很多的数据可以统计。当然也包括很重要的一个，就是上海国际金融中心的国际化程度怎么样。我最近也在研究能不能抓住上海国际金融中心国际化不够这个最大的短板，上海能不能建立一

个相关的指数，有一种我们要加快上海国际金融中心国际化进程的紧迫感，建立一个国际化指数或上海金融开放度指数，这样就能够更好地衡量。本人直接间接参与上海国际金融中心建设已经 20 多年了，虽然现在我没有直接参与，但是我在研究角度不断为上海国际金融中心建设提一点建议、想法，供决策层参考。上海国际金融中心从市场体系来看的话，其实国际化程度是不高的。上海的债券市场以及各类市场和股市，国际化程度还是不高的，外资在整个市值中的比例还不高。一个最核心的不足，就是上海国际金融中心没有配置国际资源、国际资产的能力，只是单向配置国际资金，连一家境外上市公司都没有。国际金融中心要配置金融资源、资金、投资，还要配置资产。上海国际金融中心就是人民币的国际金融中心，我们的股票是人民币定价，但没有为国际资产做人民币定价，因为它没有在你这里上市。

我们金融开放的程度怎么样，从货币也可以看到。我们推进人民币国际化很多年，到现在还没有实现自由兑换，怎么谈国际化？国际化不光是指进出的问题，还包括第三方使用人民币，国与国之间使用人民币，这才是人民币国际化。人民币国际化不是简单说到中国来用人民币，中国企业出去用人民币。中国和越南，印尼和拉美，第三方用的是美元，这才是叫国际化，而不是跟我发生简单的贸易关系，跟我有进出口就用人民币定价，那是初步的国际化。国际化的核心是第三方贸易用的是人民币。

第六个问题，我们要研究现阶段中国金融开放的重点任

务是什么。

金融开放是个很大的概念，涉及到各方面的金融开放，总得抓住重点。为什么把它放在第六点？因为我前面提了五点，关于现在面临的环境，也是对目前状况以及我们下一步发展的约束，根据这样的情况来说现阶段或今后一段时间我们金融开放的重点什么地方，这样才能够做到不是就开放谈开放。在这样的约束条件下，金融开放的重点要抓什么？我不展开了，总的来讲就是既要进来、也要出去的问题，即双向开放。我认为核心的问题可能是要解决市场体系的开放问题。市场体系的开放是一个非常重要的环节，是金融制度开放最核心的环节，相对于机构开放而言，市场开放既带动机构开放，又推动制度性开放。而且市场开放既配置国内资源，又配置国际资产。市场开放对上海国际金融中心意义重大，对人民币国际化也是意义重大。现在人民币国际化当然需要我们的贸易来推动，但是这只是第一个层次，第二个层次就是金融交易，这恰恰是市场体系完成的，交易货币，最后还有储备货币，这符合我们开放和人民币国际化大的逻辑。

第七个问题，我们需要研究中国如何更多参与全球金融治理。

这个是需要研究的。为什么这么说？因为我们在金融开放过程中，最终要提升中国金融体系整体的能力，不仅可以服务于国内，而且在国际上也要有影响力和竞争力。但是由于全球金融治理缺失或者金融治理体系的不足，全球金融治

理体系从格局来看，还是以发达国家为主。尽管中国在全球金融治理体系里面，包括在 IMF、世界银行、G20 方面有更多的参与，而且影响力在提升，但是相对于整个新兴市场而言，相当于中国整个经济的体量或发展的影响力，话语权和影响力还是薄弱的。中国是最大的新兴市场国家，中国的金融开放要增加全球的金融治理，这里就不展开了。

第八个问题，把前面的归纳起来，就是确实要从大的方面把握金融开放总的要求和进程。

金融开放的各个领域、各个方面都要研究，机构、市场、货币、金融中心这些都需要研究。但是现在确实到了一个环境、背景、任务、自身各方面都发生变化的时候，所以确实需要总体推进，从而和金融各个领域的开放形成很好的互动。中国的优势，就是我们能够有总体的顶层设计。当然，如果只有顶层设计，没有下面各个方面的探索推进，我们的顶层设计最后也是空的。

现在研究这个，首先要解决一个问题，就是我们金融开放的重要性到底如何？有人说，我们现在关键要把自己的事情做好，金融体系要考虑怎么服务新发展阶段，开放不一定那么重要，这也是一种观点。要把自己的事情做好，这个话肯定对，但是现在总书记强调要双循环，没有说我们就是内循环，而是国际国内双循环。中国还要更高水平、更高层次、更大范围、更大力度地开放，所以不能简单的说就是把我们的事情做好，简单搞内循环，认为不要研究金融开放了。只把自己的事情做好，叫内卷，这个是不对的。

第二个问题，我们为什么要做总的设计、总的要求，包括要探讨路径？我们要解决金融开放风险的问题。因为又有人说了，现在环境那么差，风险太大，我们不要急着开放，要防风险。大家知道，最大的风险就是不开放，看起来好像你最安全，但实际上是最大的风险，为什么？因为你跟国际上不来往的时候，你被边缘化了，完全内卷了。别人就想把你边缘化，你现在还想自己边缘化。不开放就是最大的风险。

第三个问题，就是开放的具体路径怎么样能够更好？这个需要我们在总体上进行研究。

最后一个问题，在座的都是大专家，能不能更好地研究一下中国金融开放的理论？中国金融开放确实是很重要的理论问题，中国金融开放的理论研究是金融开放很重要的建设，因为实践没有理论肯定不行。但是只有理论没有实践，这个理论也是灰色的。如果金融开放需要不断推进，我觉得金融开放的理论也需要研究。通过我们的论坛、研究会、各种活动，能不能随着我们的实践往前走，在中国金融开放理论体系建设上取得一定的成果？拿不到诺贝尔奖没有关系，但是对全球是有意义的。中国作为大国，其金融开放的特色特点、设计、总体理论体系，绝对具有非常重要的意义，更重要的是对我们实践的推进有好处。

我想利用今天致辞这个机会，先开口为强，把这些问题抛给大家，向大家请教，也希望得到大家对我提出问题的反馈。最后，我代表主办方对今天这个论坛能够举办表示祝



贺，同时祝这个论坛今天一天能够圆满成功，谢谢大家。

**王玉荣：**感谢屠市长精彩的演讲。我有几点体会，1500 年来大国此起彼伏，不断崛起，包括经济金融的崛起，崛起的这些大国和帝国都是开放的，而不是封闭的。法国、英国、美国，都有一个大国的周期，最后这些东西都沉淀为工具、研究、思想、智慧，甚至信仰。所以说这八个时代之问发人深省、震撼灵魂，特别是数字经济的那三段话，在我的眼里就是新时代的莎士比亚的诗一样，必定载进史册。再次感谢屠市长精彩的演讲，我们会把它整理出来，进行修改之后在合适的地方发表。开幕式就这样，我们合影茶歇后，就进入第二个段落，谢谢。

## 专题一： 全球经济趋势：通胀、衰退和应对？

乔依德（主持人，上海发展研究基金会副会长兼秘书长、中国国际金融 30 人论坛执行理事）：各位来宾，我们非常荣幸地请了屠市长在开幕式上给我们做了精彩致辞，今天研讨会的主题是“新形势下我国金融高水平对外开放”。可能我们的老朋友会有印象，去年我们也开过一个金融高水平对外开放的论坛，这次我们加了新形势，俄乌战争、气球变化、疫情的继续蔓延，这些因素的叠加使得全球经济下滑的态势比较明显。IMF、世界银行几次下调了对 2022 年全球经济的预估，特别是最近西方通货膨胀高启，7 月份美国的 CPI 是 8.5，6 月份是 9.1，这是很高的水平，会不会引起全球经济衰退，对中国经济有什么影响？这是我们这节讨论的主题。

下面我们有请第一位发言嘉宾上海财经大学校长刘元春，以前他是人民大学副校长，刚刚到上海来就任。非常不巧，他星期一有事去了北京，要下周三才能回来。但是他很认真，进行了视频录像，下面我们放视频。

## 刘元春：全球滞胀与金融动荡是否并存

刘元春（上海财经大学校长、教授、国际金融 30 人论坛学术委员会委员）：感谢论坛的邀请，我演讲的题目是“全球滞胀与金融动荡并存”。提出这个问题很重要的一个背景，就是在 1979 年沃尔克开启的美国通胀治理并没有导致美国硬着陆，却引发了拉美金融崩溃。因此很多人认为，在鲍威尔实施美国通货膨胀治理过程中间一定会产生类似的现象，并且美国很可能在硬着陆过程中也会出现滞胀与金融危机共存的一个新的历史现象。

这样一种判断是否成立，实际上需要我们对于当前全球的滞胀问题、全球滞胀解决方案以及相关环境进行一个深入梳理。我们可以看到，目前大家对滞胀都已经得出了一个很明确的结论：本轮滞胀与 70 年代、80 年代的滞胀是不一样的。这个不一样我们可能从很多参数会看到，首先就是局部国家的滞胀已经来临，全球滞胀的出现也将是一个大概率的事件。因为目前的一些预测已经表明，增长速度在未来两年将会下滑两个百分点左右。而通货膨胀在未来将会持续在 8% 左右的区间。IMF 最新预测认为，在未来几年里面，尤其是今年，世界经济增长速度可能将下滑 2.9 个百分点，同时全球的通胀将上扬 4 个百分点左右，一上一下所带来的全局形势，表明全球将进入到一个新的阶段。

目前大家争论的一个很重要的问题，就是美国连续两个季度负增长是否表明美国已经进入到一个技术性的衰退阶

段。从耶伦、鲍威尔、美国总统的角度来讲，由于美国就业水平和劳动力市场持续向好，他们认为美国历史上没有像劳动力市场如此景气的衰退。

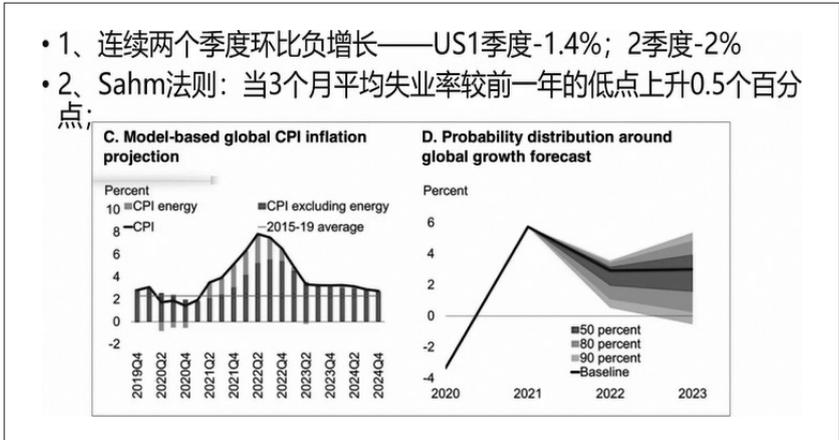


图 1：不同的衰退定义

在经济学界，对于衰退的界定提出了一些新的概念，比如 Sahm 法则提出，当三个月平均失业率较前一年低点上升 0.5 个百分点，这就是衰退出现了。事实上，我们看到美国到 7 月份，它的失业率只有 3.5%，较去年前年明显下降，而不是上升，按照 Sahm 法则美国并没有出现衰退，美国也没有出现滞胀，只有胀而没有滞。

把时间拉长，人类历史上的高通胀一般与战争和地缘政治密切相关，过去一百多年时间里，一战二战是个高点，石油危机、中东战争期间出现了第二个高点。第三个高点是在现在，这个高点的重要引发因素是瘟疫以及局部冲突，人类的一场瘟疫就像一场战争在供需两端产生不对称的冲击，

但是与战争又有本质的差别。因此，我们过去对于新冠疫情所带来的对全球整体市场，对供给和需求的规律性的认识还是很不足的。

最近疫情中期化具有超预期的特性，而疫情对于需求侧和供给侧的冲击具有严重的不对称性，对于物质生产和服务类生产也具有严重的不对称性。这就产生了这一轮疫情中价格变化的一些新的现象。这里面我们要明确的一个因素就是新冠疫情的中期化，超越一般疫情一到两年的周期特性，已经延续到第三年，甚至第四年，这里面又会有什么新变化，可能是我们下一步研究的重点。

第二，我们看到疫情所带来的体系性的崩溃，导致欧美出台的天量宽松的货币政策和财政政策的确产生了后遗症。这种后遗症是否使我们前期所讲的货币数量论不成立的结论又出现逆转？因为在新冠疫情之前，全球的杠杆率、赤字率、货币供应总量达到了很高的水平，但是全球低物价现象持续了很长一段时间，理论界提出货币数量论有可能失灵了，从而导致货币政策的一些传递机制和目标体系发生了系统性的变异。话音未落，疫情之后所出现的这样一些变化，使很多人认识到，原来我们对货币理论的新认识，包括 MMT（现代货币理论），是不是在理论上自信过多了，并没有经过特殊时期和长时段的检验，这是大家要思考的。

第三，俄乌冲突的中期化。俄罗斯入侵乌克兰所产生的效应，原来大家认为可能就是一两个月，现在看来可能会持续一两年。

第四，全球化时代第一次大的供应链冲击和大宗商品价格冲击。这次新冠疫情以及俄乌冲突所带来的供应链管理，成为宏观管理的一个核心，这是经济学界高度认识的一个重点。供应链管理的短板所引发的供应链调整、价值链重构会怎么变化，这种变化会不会导致全球价格体系、全球价格形成机制有一些趋势性的、本质性的变化，也是我们值得考虑的一些问题。

我们再深入看看美国的价格形成机制。美国目前工资-价格螺旋机制还不明显，但是很多人认为存在重新点燃的可能。原因是疫情中美国劳动力市场依然繁荣，美国的工资水平是在上扬的。这种上扬是工会谈判力的强化导致的，还是劳动力供给在疫情期间趋势性下滑导致的，这是大家争论的一个核心。目前从全球工会力量、工会指数，以及工资合同价格指数化的比重来看，目前工人的谈判力，特别是工会的谈判力是下滑的。但是由于各国的民粹指数上升，这种政治的压力却是很大的。一方面工会力量弱化，另一方面民粹指数却很高，这样一降一升对工资形成机制有什么宏观影响，是下一步值得关注的一个点。

第四，这一轮改革上涨的因素是多元的，能源只是其中的原因之一，与上一轮能源危机的通货膨胀有差别。相对价格的变化又表明，通胀的结构性因素很严重。比如说目前美国，服务类的价格上扬，核心产品的上扬，食品和能源上扬，基本上是 4、4、2 的格局。一些核心商品的上扬，特别是一些耐用品的价格上扬跟供应链有密切联系。另外，能源

对于 GDP 和价格的影响是回落的，能源实际和相对价格强度都是下降的，因此很多人把俄乌事件导致的全球石油价格作为全球通胀核心因素来看待，我们认为这个观点可能是错误的。最近的能源价格已经回归到俄乌冲突之前 90 多美元的水平，而不是像很多机构特别是高盛所鼓吹的到三百多美元的水平。同时，服务类价格上扬特别快，这是我们要高度关注的。如果新冠回归到从前，如果供应链短缺问题解决，服务类价格是不是会出现一些相对的调整，这可能是我们下一步关注的一个点。

第五，供给瓶颈问题十分明显，持续影响程度超越预期。疫情加上战争，加上大国博弈，全球供应链重构是未来的一个故事。目前可以看到，全球供应链的压力在去年达到高点，今年虽然有所缓和，压力依然很大。特别是今年 4、5 月份，上海出现了疫情静态管理之后，带来明显的供应链压力。在垂直分工体系和各种服务外包、产品制造外包全面分型的状态里，供应链的脆弱性导致的价格变动是非常剧烈的。替代方案就是供应链变宽变短，这种替代同时会导致成本上涨。价格是否上涨取决于市场博弈的能力，比如说大宗商品价格上涨，但是 CPI 却没怎么变，特别是核心 CPI 没怎么变，表明企业的消化能力很强，消费者的博弈能力很高，但在欧美却出现相反的状况。因此供应链的重构在成本端、收益端、价格端如何体现，实际上是多元而非单一的。

第六，通胀预期正在酝酿变异，自我实现的特征依然明显。不同通货膨胀预期在持续上扬，目前对于通货膨胀的预

期有五六大类，预期的上扬可能导致未来通货膨胀持续上升，因为决定长期通胀的最核心的因素是通胀预期，而不是其他因素。通胀预期虽然与相关核心参数有关联，但是最重要的特征是实现自我实现。因此，如何锚定通胀预期，是通胀管理的关键。鲍威尔最近的方法，是进行激进加息来锚定通胀预期，取得了一些效果。7、8 月份，美国通胀指数开始出现回落，回落是短期还是中期的，要取决于美联储下一步的政策操作。很多人预测 8 月份美联储加息 75 个点或 50 个点，关键因素是大家对通胀预期下一步的判断。目前实行通胀预期制度的国家很多，这也是与之前滞胀时代的不同之处。很多人认为只要美联储回归到 2008 年之前的货币制度体系，滞胀就不会出现。值得注意的是，经济硬着陆和通胀之间的权衡是否会导致通货膨胀盯住制在这一轮崩塌。

第七，本轮的滞胀已经出现了，与 1970 年代有很多差别，也有很多相似性，有不同的起源，不同的表现，需要不同的治理。治理手段包括需求端的量化对冲、财政赤字收缩，供给端的劳动力市场调整、结构性改革，而中长期成本问题需要国际协调，特别是绿色转型成本、大宗商品成本、防务成本、供应链重构成本。确定性最强的是需求端，不确定性最强的是国际协调，因为大国博弈、大国冲突进入到一个新时期。

全球通胀治理采取加息、缩小财政赤字等方法将会考验全球金融。原因如下。

第一，利息持续上升，未来上升的幅度、速度都有可能

超越大家的预想。同时汇率波动成为常态，更重要的是各类债务的可持续性存在问题。目前全球债务已超过 310 万亿，如果加息 300 个基点，会导致整个利息的上升达到 10 万亿水平，占全球 GDP 的 12% 左右，毫无疑问是不可承受的。更重要的是新兴经济体和局部发达国家的债务问题严重，总债务率达 207%，其中政府债务率达 64%，是过去 30 年最高水平，其中一半用外币标价，40% 由政府持有。新兴经济体将面临债务危机、货币危机、银行危机的超级压力，压力点可能出现在三季度和四季度。目前新兴经济体双赤字问题严重，2021 年财政赤字率扩大到 4.5% 左右，贸易赤字率扩展到 -3%，双赤字导致新兴经济体承受能力变动。一是债务利息上升导致相当于 GDP 的 6-8% 的债务上升，二是汇率贬值 20-30% 导致债务提升 30%。

第二是房地产价格及其相关资金链存在疑虑。目前全球房地产价格持续上扬，尤其是过去三年疫情期间持续上扬，可能会触及到一些违约。美国因为目前贷款和居民资产负债表的结构，房地产开发企业最近承压比较大，但比想象中的好。限制需要关注的是新兴经济体。

第三，楼市方面，30 年期固定抵押贷款已经飙涨很快，还息成本也很快，因此美国出现了断供的现象，下一步会不会进一步恶化是值得我们关注的。同时可以看到美国股票市场开始调整，调整的后续怎么样需要持续关注，是在进一步衰退中出现变化，还是进行持续的释放？

第四，全球经济硬着陆是否会快速逆转全球通胀的形势

从而使本轮通胀没有那么持久，是需要关注的问题。原因有几个。第一，这一轮通货膨胀与以往有很大区别，这一轮是由疫情带来的冲击，而疫情对供求的冲击是否具有中长期的持续性还不知道。第二，俄乌冲突是否带来能源价格暴涨，以及能源价格对于当代经济的敏感性是不是像以往那样？最近能源价格暴跌，很重要的因素是欧美的技术性衰退，大家预期下一步能源需求会快速回落，从而导致能源价格快速回落。技术性衰退会不会成为能源价格和大宗商品价格回到俄乌冲突之前的平衡力量，是值得关注的。第三，供应链的重构是否比战争、金融危机更糟？这次供应链重构有很复杂的特性，不仅是大国博弈带来的供应链重构、供应链断裂，还有逆全球化的浪潮。根据历史，我们认为这一状况在未来五到十年还会持续。在几重因素作用下，供应链所带来的变化会在在成本、利润、价格的哪些方面显示，表现为滞胀还是衰退都未可知，典型的衰退是我们考虑的。第四，中心和外围的不对称金融动荡，是否会成为货币数量的新蓄水池？大量美元回归美国，这个过程中对于价格的冲击怎么体现？目前的滞胀和未来的经济衰退，对于未来滞胀的治理，与以往相比有重要的不同。新规律需要进一步探索，我们需要审慎的态度、科学的理念，要更加关注大时代带来的动荡，带来的对传统经典理论的冲击和对传统政策思维的冲击。我们需要头脑风暴，需要在新的框架里构思相关因素的相互作用规律。

以上是我今天分享的几点体会，希望大家进行批评

指正。

**乔依德：**刘元春的演讲比较全面深入，对当前全球经济面临的通胀和滞胀的原因，和今后的可能演变方向进行了全面阐述。下面有请魏尚进教授发言。

## 魏尚进：美欧升息风险的国际传输

**魏尚进**（哥伦比亚大学终身讲席教授、复旦大学泛海国际金融学院学术访问教授、国际金融 30 人论坛成员）：感谢乔秘书长邀请我参加会议，有机会和大家学习交流。我们可以问的一个问题是，国际货币冲击、金融冲击、美国加息的冲击对中国新兴市场的影响，在半开放经济或者全面开放经济的情况下，传递的途径和影响有什么不同？这是我今天的主题，具体题目为“美欧升息的国际传输”。中国现在处于金融半开放的情况，如今美国加息的国际金融冲击对中国的影响，和以后中国更加深度的全面开放的时候有何不同？

我的中心想法是，中国这样大的新兴市场国家，直接和间接影响的具体形式和相对大小很不一样。目前美国通货膨胀居高不下，是几十年来最高的通货膨胀水平。

第一，先讲结构性因素在美国通胀以及货币政策中的作用。美国现在居高不下的通胀主因是持久宽松的货币政策，加上几次比较宽松的财政刺激。背后的结构性因素也不能忽略，包括特朗普增加关税，尤其是对中国的进口关税，现在的拜登政府还没有取消掉这些关税，美国对中国进口产品的

关税从 3.1% 上升到 22% 左右，上一次美国有 22% 的关税还是在二战之前。

有人说关税对通胀应该影响不大，美国家庭的消费篮子里直接从中国进口的商品占比不高。有人说，既使把关税降回去，这个比例也很小。但是用比例看或许忽略了关税对美国物价影响的两个作用。第一，竞争性影响。特朗普加的关税不仅仅把美国从中国进口的消费品价格拉上去了，同样也把美国从其他国家进口的很多商品拉高了，因为他们和中国商品是竞争关系，中国商品价格上升，从墨西哥、印度、越南进口的商品价格同样也会升高。第二，连带影响。美国从中国进口的商品里面大约 40% 左右是企业进口的零部件、中间产品，如果美国企业用的零部件、中间产品的成本上升了 20% 左右，会连带使得美国消费者篮子里很多美国厂商提供的商品以及服务品的价格上升。连带起来考虑，特朗普关税对美国整体物价的影响远远大于中国商品在美国消费篮子里的比重。但是给定现在美国国内的政治形势，不允许拜登总统很快逆转特朗普的关税。它对货币政策的影响之一，是使得货币政策应付通胀所需的加息程度更大。

欧洲升息也很迅猛，预期涨很多，欧洲对中国不会有很大关税上升，但是近期欧洲企业对中国的投资开始减少，对中国产品的产业链、供应链等造成成本上升。

第二，美欧升息对发展中国家的影响。对别的国家直接影响很大，对中国的直接影响并不大。一般在美欧这些国家比较大幅升息之后，大概在接下来的半年到两年之内，会在

发展中国家看到一大堆的债务危机。美欧升息会让国际资本从发展中国家撤出去，造成有较多外币债务的发展中国家的还债负担明显上升，然后很多国家会遇到汇率贬值的较大压力。美国和欧洲还在继续升息的阶段，按照以往的经验，很可能在今后两三年里，有一波接一波的发展中国家出现债务危机、汇率危机。但是对中国直接影响不会很大。因为第一，中国是金融半开放国家，有资本账户管制，对美欧货币冲击的传导机制有切割作用；第二，中国的外汇储备相对充足；第三，中国不论政府还是企业，以外币计的债务相对外汇储备来说不高，所以对中国的直接影响不是很大。

第三，美欧升息对中国的间接影响或许会很大，间接传播机制无法忽略。首先，中国是贸易高度开放的国家，进出口占 GDP 的比重大于美国。美欧升息对发展中国家有很大影响，中国很多贸易伙伴国的经济基本面很可能在接下来的半年到两年内出现恶化。中国是一个高度开放的经济体，很多中国的出口型行业，以及对出口依赖比较大的地区，在接下来两年内会感受到很大的压力。

第二个间接影响渠道是，很多“一带一路”的合作伙伴国家可能会出现一波金融危机。金融危机的风险接下来会较大上涨，通过前面讲的机制，会影响很多在“一带一路”上重点参与的国内金融机构，非银行金融机构，以及在“一带一路”基建工程项目上有较多参与的公司，他们的基本面在接下来半年到两年之内会出现很大的挑战。比如斯里兰卡危机，在新闻里好像是政治危机，但是背后是美欧升息极大

加剧了斯里兰卡不能还债的风险，不再是概率问题，已经是实现了，是一个真正的危机。如果今天的利率水平和三年前一样，或许斯里兰卡的情况会不一样，斯里兰卡只是一个例子，接下来或许有很多“一带一路”国家会出现类似危机。这是美欧升息对中国间接影响的第二大渠道，这两个渠道都很重要。不能只看美欧升息对中国的直接影响，同时也需要重视间接影响。

最后，我们如何应对美欧升息可能带来的风险，有什么启示？首先，金融开放不仅需要关注开放什么内容、怎么开放，同时要关注成功的开放需要什么配套改革。很多年前国际货币基金组织已经在考虑发展中国家存在最优开放度，并不是越开放越好。现在换一个角度，不是要不要开放，而是要成功开放的话需要什么配套改革。举个例子，比如说某些类型的企业，可能因为体制或激励机制的原因，经济从半金融开放到更全面的金融开放后，这类企业有扩大外币举债的冲动，出现阿根廷危机的风险也会提高。对企业治理需要做配套改革，才能让金融开放更加成功。

美欧升息对中国这样的发展中国家的影响，有间接渠道，也有直接渠道，有时候间接渠道更加重要。虽然很多风险点今天还没有完全表现出来，但是有这样一个逻辑上的规律和经验告诉我们，要提前准备，利用好接下来半年到一年半左右的时间窗口。比如说，在一些贸易伙伴国或“一带一路”国家，有些什么样的脱身的办法，提前准备通过资本市场进行资产转让，怎么样筹备以最优的价格以及最



好的形式，还有一些创新的形式，在整个世界还没有认识到风险的情况下，怎么样提前化解风险，这是我们要加快考虑的内容。

这是我的一些想法，供大家讨论批评，谢谢。

**乔依德：**非常感谢你的演讲，特别是讲到加息对中国经济的直接影响不是太大，但是间接影响会比较大。间接影响是其他发展中国家经济会下滑，而这些国家是我们出口的重要市场。

下一位发言者是周皓先生，他是南方科技大学商学院院长，以前是清华大学五道口金融学院副院长，也是国际金融 30 人论坛成员。欢迎周皓教授演讲。

## **周皓： 美联储货币政策展望及其对中国经济的影响**

**周皓**（南方科技大学商学院院长、清华大学五道口金融学院原副院长、国际金融 30 人论坛成员）：我会侧重于这次美联储升息的范式和 2013 年缩表升息的比较，以及对中中国有没有影响，中国最大的风险到底和美国有没有关系。

现在国际上最大的经济体和第二大经济体之间是冰火两重天，特别是今年上半年，中国要避免零增长、负增长，但是美国是要把通胀和过热的经济压下来。从去年下半年到今年上半年，中美经济周期严重错位，我们在下行和底部，美国是上行和触顶的问题，所以政策完全逆向而行，美国需

要升息，我们需要降息。在这样一个环境下讨论这次美联储升息，和历史上类似周期的运作完全不一样，这是理解这次缩表升息的关键。

中国经济现在的挑战，是在下半年如何实现爆发式增长，避免 2% 或 3% 以下的经济增长速度。美国是硬着陆或软着陆问题，现在的技术性衰退未必被定义为衰退，是否是实质性的经济衰退还要看 GDP 负增长是否传染到消费、投资、房地产，只有全面传染，包括传染到劳动力市场，才会定义为衰退。再仔细观察，有一个紧平衡的问题，限制并没有出现完全的滞胀，反而可能是政策制定者希望的结局，即通胀在趋缓，但是增长在就业市场还继续强劲改善。今年美国的毕业生找工作非常容易，尤其是计算机专业，一个人有四五个工作在等着他，这是现在比较不一样的特点。体现在宏观经济指标上，就是消费、投资、出口等在疫情发生以来保持低的正增长，但微弱负向的变动经常有，所以这不是典型的滞胀。典型的滞胀是高通货膨胀，持续的通胀率居高不下，同时伴随着深度的衰退，一个季度 -1 的增长，全年 -4、-5 的增长，这是实质性经济衰退的定义。

美联储这次和 2013 年的缩表、加息的货币政策有相似的特点，步骤都是相似的，都从减少购买开始，然后开始升息，在升息之后才开始缩表。上一次是在 2013 年 12 月启动 Taper（美联储使用温和渐进的方式收紧货币政策，即逐步减少资产购买规模），至 2014 年 10 月结束 QE，2015 年 12 月首次加息，2017 年 10 月开始缩表，2019 年 9 月缩表

结束。这一次是在 2021 年 11 月启动 Taper，至 2022 年 3 月结束 QE，3 月首次加息，6 月启动缩表，货币政策正常化速度更快。政策的顺序未变，都是 Taper-加息-缩表（预期引导），先缩减购债规模，到加息，再到减少持有到期证券的再投资。加息是影响短端利率与价格，而缩表是影响长端利率和数量。今年开始的政策周期，从减少购买到升息，政策利率加到年底接近于 4%，然后开始缩表，大体规划和 2013 年那次一样。但是经济环境不一样了，通胀、国际经济争端以及俄乌冲突带来的供给冲击，使这次和上次产生了根本性区别。

2013 年开始的美国货币政策决策机制，从以前的格林斯潘、伯南克的数据依赖的标准模式转化为前瞻指引。今年发生了根本性变化，滞胀以及疫情带来的供给冲击，对前瞻指引进行了彻底否定。美联储明确承认过去几年过度依赖前瞻指引，没有尽快转变成更灵活地依靠数据来调整政策。所以货币政策出现了根本性变化，现在比较全面地回归伯南克和格林斯潘时期的货币政策，弱化前瞻指引，更加依赖数据。美联储 6 月份启动缩表：最初每月 475 亿（300 亿国债和 175 亿 MBS），9 月份增加到 950 亿规模（每月 600 亿国债和 350 亿 MBS 上限），缩减至资产负债表规模与名义 GDP 比例在 20% 左右。

在所有货币政策预期指标里，这次通胀显示出五年期、十年期、二十年期的利率预期，与 80 年代不一样，不是持续上升，而是波动性的。特别是 6、7 月份金融市场反应更

快，程度更大，实际的通胀率持平或者略降，在金融市场有更强烈的预兆，认为未来美国的通胀率会迅速向低位回归。我们觉得美联储希望看到资产价格下跌，也是反通胀策略的一部分。风险资产价格下跌对于降低通胀是有利的。居民部门持有较多的金融资产，金融状况持续收紧带来的风险资产价格下跌导致居民部门的财富出现损失，有利于抑制过热的需求。房地产市场的降温有利于降低服务业的通胀水平，服务端价格尤其是二手房租金价格是导致通胀高企的重要因素。历史数据显示，房屋价格领先于租金价格大概 12-18 个月，美联储加息将直接抬升抵押贷款利率，抑制房地产市场的火热状况。

这次美欧升息对中国的影响比较中性或者不是太大，对中国资本市场的影响不是很大。中国是个大的内生性经济，最根本的风险来自于国内。我国预计在 10 月份或今年下半年，在疫情防控政策出现根本性调整之后，中国经济的毛细血管将得到根本性改善，经济增长可能会出现报复性反弹。中国最根本的增长障碍不是外部，而是内部的房地产和防疫政策。若房地产销售尽早企稳，房企融资环境适度放宽，部分高风险民企得到妥善处置，那么房住不炒原则既得到坚持，房地产行业健康发展的目标又得以实现，进而避免以房产为主的资产价格出现大幅下跌而带来的资产负债表式衰退。若疫情状况尽早企稳，相关防疫管控措施适度放宽，政府再做出正确的预期引导，市场主体的信心将得到极大的提振，其融资需求疲软的状况也得到改善。

我就讲到这里，谢谢大家。

**乔依德：**感谢周皓教授的演讲，周皓教授对美联储的政策，这次加息缩表跟 2013 年做了清晰的对比，对我们有启示。另外，对中国经济的影响，总体可控，最主要还是国内政策的调整，一个是防疫政策，一个是房地产政策。

下一位发言者是黄海洲先生，中金公司董事总经理、国际金融 30 人论坛学术委员会委员，他发言的题目是“美国经济治理高通胀的可能出路”，我们热烈欢迎。

## **黄海洲：美国经济治理高通胀的可能出路**

**黄海洲**（中金公司董事总经理、国际金融 30 人论坛学术委员会委员）：我的题目是“美国经济治理高通胀的可能出路”。我们首先要理解美国的这次高通胀是怎么来的。

2020 年新冠疫情冲击全球经济，对美国经济的冲击也很大，2020 年 3 月份美国股市发生四次熔断，很多人对美国非常担忧，认为美国可能会出现 2008 年的大危机，美国确实遇到了比 2008 年更大的挑战，美联储和美国财政部做了多项努力，包括美联储从 2020 年 4 月份开始在市场上释放货币和干预市场，到 2021 年 4 月，美国 M2 的增长速度超过 20%。2020 年 4 月份到 2020 年 10 月份，美联储扩表 3 万亿美元，是 2008 年危机以后美联储在后面五六年里三次量化宽松加起来的总和，这是非常了不得的货币扩张。

美国的财政扩张也是惊人的，2020 年 4 月到 2021 年 4

月，美国的财政赤字为 6 万亿美元，是美国 GDP 的 30%。这和我们原来的货币理论、财政理论非常不一致。有一个重要背景，美国在 1929-1933 年遇到了大萧条，失业率上升 25%，这对全球经济，对全球政治体系，都是灾难性的事件。从这个意义上来讲，美联储的应对是为了解除这类危机，我们对这个背景要有深刻理解。

为什么美联储有胆子做这么大的事情？首先，有这个需要，为了避免像 1929-1933 年的大危机。信心来自哪里呢？2008 年危机时，美国做了大量扩表。实际上 2008 年到 2019 年，美国的资产价格得到了有效恢复，美国本身并没有产生通胀。其次，2019 年之前美国政策制定者担心的事情是什么呢？担心美国经济日本化。日本在 1990 年金融危机以后，经历了失去的 10 年、20 年、30 年，在失去的 30 年里，日本零利率、零增长、零通胀。日本也做了量化宽松，起了一定的效果，但是并没有好起来。2012 年 IMF 认为，美国将来遇到的问题是长期的低利率、低增长、低通胀，这种担心是有道理的。当时全世界的一个重要担忧是，美国的变化使得全球进入一个低利率、低增长、低通胀的环境。在这个意义上来讲，美联储做的工作从战略上来看，实际上是借助这次大危机有效对冲美国可能面临的日本病，日本病是癌症。另外，2020 年是美国的大选之年，特朗普为了谋求连任，把财政政策用到极致。拜登上台之后，认为自己不做治理不行，也搞了 1.9 万亿，加起来是了 6 万亿。

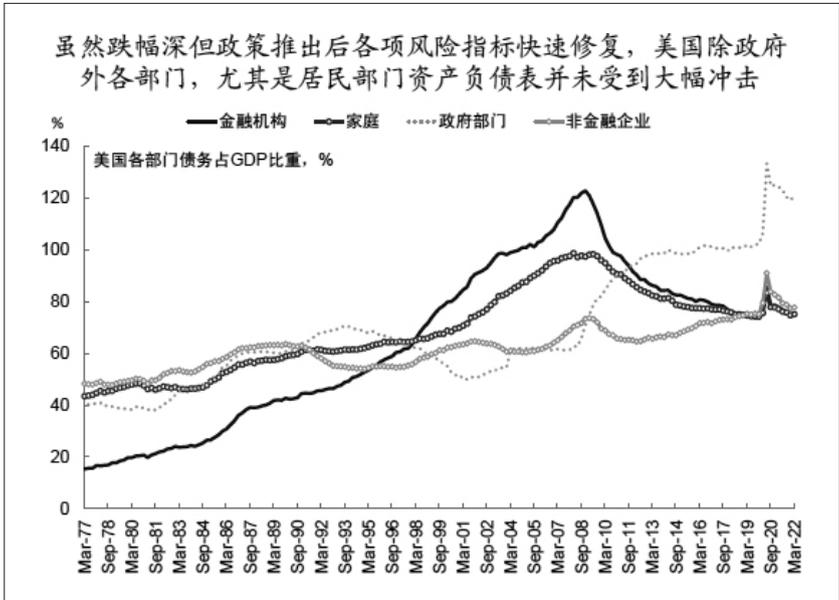


图 1：美联储做对了什么？保护居民和企业资产负债表

实际GDP同比 (%)	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	走势图
全球	3.6	2.8	-3.1	6.1	3.2	2.9	
美国	2.9	2.2	-3.4	5.7	2.3	1.0	
欧元区	1.8	1.3	-6.4	5.4	2.6	1.2	
德国	1.1	0.6	-4.6	2.9	1.2	0.8	
法国	1.8	1.8	-8.0	6.8	2.3	1.0	
英国	1.7	1.4	-9.4	7.4	3.2	0.5	
日本	0.6	0.0	-4.5	1.7	1.7	1.7	
中国	6.8	6.0	2.3	8.1	3.3	4.6	
印度	6.5	4.0	-7.3	8.7	7.4	6.1	
巴西	1.8	1.4	-3.9	4.6	1.7	1.1	
俄罗斯	2.8	2.0	-2.7	4.7	-6.0	-3.5	

图 2：美联储做对了什么？有助于市场快速反弹、经济复苏

美联储做对了什么呢？疫情发生之后，美国的企业和居民的资产负债表急剧恶化，美国政府的财政赤字往上拉了

36 个百分点，依靠政府花钱、政府买单把这私人部门的资产负债表压下来，美国的私人储蓄反而增加了。政府发钱，政府支出增加了，这是非常正确的做法。因为美联储、财政部联手，有助于市场快速反弹，经济复苏，避免了 2008 年危机，避免了大萧条。所以要深刻理解，这是很特殊的背景。

美联储做错了什么呢？幅度过大、速度过快、预期有误。这里有两个原因，第一，美国当时遇到的问题是萧条；第二，美联储希望把通胀预期拉起来，如果可以的话，一劳永逸地解决日本病的问题。我认为将来若干年后，史学家对这个分析会有类似的判断。今天美联储受到这么多批评，但是我认为将来史学家会做不同的分析。

当然美联储也没有预计到后面新冠疫情持续三年的冲击，更不可能预计到 2022 年俄乌战争导致全世界能源市场灾难性的冲击。回过头看，美联储也做错了一些，当然我认为这个批评现在不能太认真。为什么通胀一下子起来呢？第一，资产负债表修复的速度非常快，2008 年出现大金融危机，这次是大经济危机，股市四次熔断，美国的金融系统没有大问题。2008 年金融机构资产负债表受到重创，这次金融机构的资产负债表受到恶化，但是美国政府及时修复了。第二，M2 跟 GDP 的速度有非常大的差别，2008 年之后经济复苏相对较慢，花了五六年慢慢恢复起来。2020 年是重灾区，2021 年美国的经济强烈复苏，2022 年复苏也比较强劲，基本的条件不一样。把通胀因素拉出来看看，第一，货币

增长和财政扩张。美国 M2 增长超过 20%，甚至超过 25%。第二，持续的供给侧冲击。由于新冠疫情的原因，美联储包括很多政府机构对新冠疫情造成影响的时间长度是有误判的，不少国家对这个都有一定的误判。第三，通胀起来后，企业的议价能力也起来，但是我认为这只是短世间的。这个过程中，美国会不会出现长时间的滞胀？一个是看通胀预期，通胀预期是有连续性的。上世纪 60 年代到 70 年代，美国的通胀一直往上拉，这些结构性因素今天不存在。

这次从调整来讲，美元指数和美债利率同时走强，对部分新兴市场国家已经有一些市场冲击。第一，便宜钱在市场上快速消失，负利率债券从高峰的 18 万亿美元缩水至 2 万亿美元。第二，财政政策在放缓，央行在收缩，私人部门信用扩张乏力，美国需求在萎缩。换句话说，虽然短期内美国的各方面都不错，但是大家对未来美国经济继续朝收缩方向走有较大担忧，这对全世界的资产价格有影响。第一波影响是发达国家的货币，欧元跟美元现在 1:1，日元跌破了 138，有些新兴市场国家大跌了一把，未来那些新兴市场国家会遇到更大的挑战。在一定意义上，钱会继续流到美国，美国能投什么呢？美国经济在深度调整，资本市场接得住吗？这些问题值得思考。

2020 年美国做了这么大的刺激，2021 年 5 月份通胀的预期起来了。2021 年 9 月份根本不担心通胀，让子弹飞一飞。再者，通胀预期好不容易起来了，现在立马把通胀按下去的话，2022 年市场对通胀更为担心，可能是滞胀了。

2022 年 5 月份市场认为衰退，我认为现在讲衰退为时过早。美联储能否实现软着陆呢？我认为不排除这个可能性，这个怎么理解？美联储内部要在短时间里把通胀预期直接拉到 2.0，我觉得可以把通胀目标容忍度往上提。如果美国明确，可以容忍 4% 左右的 CPI 通胀，美国明年 GDP 增长在 1%-1.5%，这就是软着陆。现在美联储有两条路，第一是把通胀预期干下来，既使导致美国经济衰退；第二是走一步看一步，回到原来的格林斯潘和伯南克时代的货币政策。通胀下来需要一定的时间，在这个时间里给一定的容忍度，就业数据变差了，失业数据增加了，未来对通胀的预期也会下来。我认为存在一定的难度，美联储不能公开讲这个。在这个意义上讲，美联储虽然受到批评，但是还是朝这个方向做，如果能做成的话，未来不排除软着陆的可能。从供应链来讲，现在减库存非常快，需求也在回落，能源石油价格在回落，还有地缘政治方面的原因。欧洲和全球总需求可能在放缓，新兴市场国家会进行深度调整，全球总市值会快速回落，会带来其他地区严重的通缩，可以对冲全球通胀，尤其是对冲美国通胀。

我的汇报就到这里，期待各位对我的分析进行批评指正，谢谢大家。

**乔依德：**谢谢黄海洲，他的讲话中有几条值得我们关注，一是讲了美联储实行 QE 的背景，做对了什么，做错了什么。另外是讲了现在美联储压制通货膨胀可能会产生的几个效果，很有可能其他国家特别是发展中国家可能会产生通

缩，来对冲或者缓解美国的通胀。这一点我们可以再思考一下。下面一个发言者是兴业证券首席经济学家王涵，欢迎王涵。

## 王涵：从汇率与资本市场看年初以来的全球资本流动情况

王涵（兴业证券首席经济学家）：很荣幸来参加咱们这个研讨会，前面很多朋友都讲了让我非常有启发的内容。我想我作为金融市场机构的人员，从市场今年的表现到底反应了什么样的预期，从这样一个角度跟大家分享。我们刚才讲了美联储的问题。从上半年金融数据来看，美国有压力、欧洲有压力，新兴市场尤其是一些大的新兴市场在今年上半年的整体表现似乎还可以。

我想从一个数据跟大家探讨今年上半年发生了什么。金融市场的投资者和机构可以说各种各样的话，但是我认为钱是最真实的。资金往哪里跑，金融市场的价格是真金白银交易出来的价格。我们看今年上半年以来全球主要经济体的股市市值在全球股市总市值里的占比。俄乌冲突是今年最重要的黑天鹅之一，现在如果我们讲俄乌战争，到底俄罗斯占便宜了，还是西方占便宜了，各说各的理。我们就看一件事：股市怎么表现？

图 1 左边是俄罗斯的股市，右边是德国的股市。俄罗斯在初期的时候，市场的确有大幅的下探，但是在 3 月份之

后，它的股市在全球市值中的占比是上升的。这些股市我们把它化成了美元，一部分原因是因为卢布下跌和反弹，另外一部分原因是股价本身的波动，但是不管怎么说，这是资本市场用脚投票的结果，市场似乎更亲睐俄罗斯，而对德国的看法是不好的。

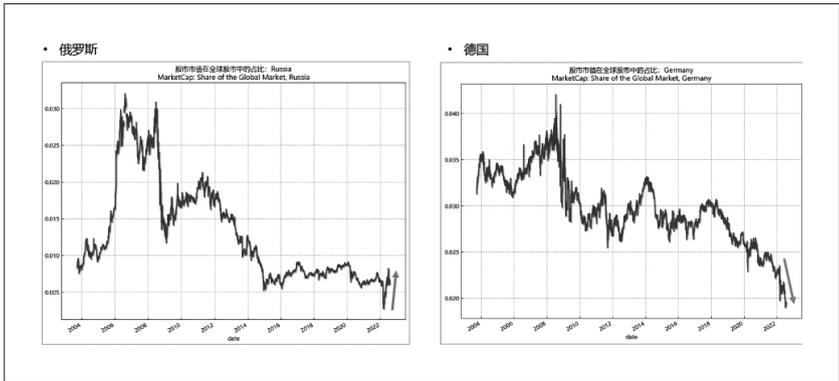


图 1：俄乌冲突在资本市场的反应

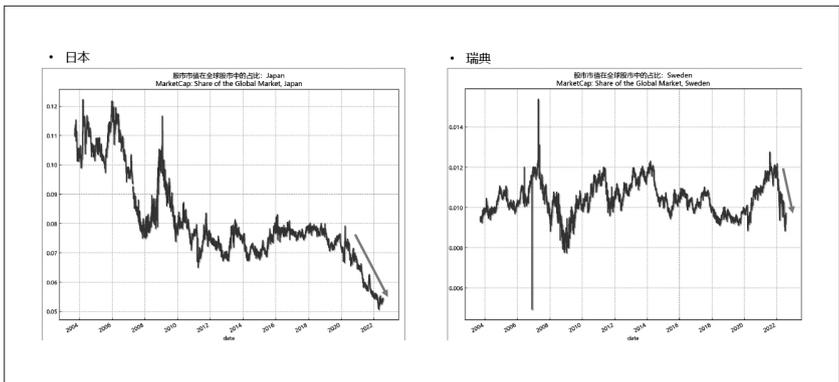


图 2：资本市场“用脚投票”的结果：

日本、瑞典面临资金撤出压力

第二，在俄乌战争期间，有很多西方国家跟着美国一起制裁俄罗斯，站在美国一边。亚洲的一个代表是日本，欧洲我选了瑞典，因为瑞典历史上来看相对是比较中立的。资本市场对他们是怎么看的？用脚投票，都是逃离的。

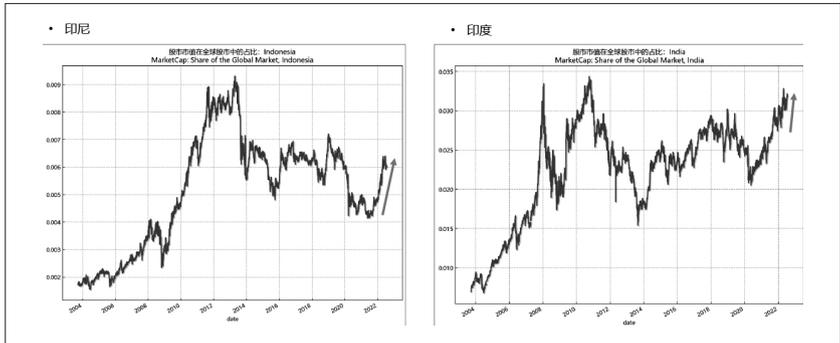


图 3：印尼、印度：市场对“隔岸观火”和“趁火打劫”的态度

我们再来看另外的经济体，东南亚的印尼，南亚的印度，一个是隔岸观火型，一个是趁火打劫型。印尼在这次俄乌战争中的立场跟中国差不多，呼吁降温的同时保持相对比较中立的态度，资本市场是什么态度呢？是打 call 的。印尼是一个特殊的经济体，在东盟十国里是海上国家，同时跟中国在地缘上还有南海利益诉求的重叠。同时我们看到继缅甸、柬埔寨、老挝这三个经济体之后，印尼最近来跟中国谈命运共同体建设，市场对这些市场的反应是打 call 的。印度今年干了一件非常有趣的事，做中间商赚差价，俄罗斯有很多能源化工品卖不出来，就运到印度，进行一定程度技术上的处理，包装成印度的产品出口，资本市场对这样的行为是

什么样的看法？是打 call。

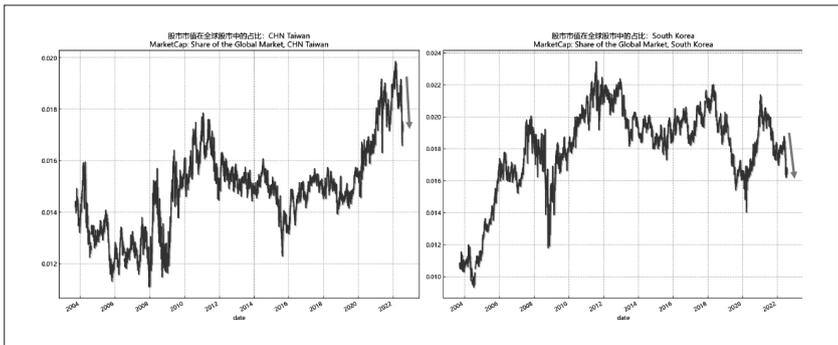


图 4：中国台湾省和韩国股市的困境：  
市场对 Chip4 看法已反映在股价中？

我们再来看台湾和韩国，这两个经济体除了受俄乌冲突影响之外，今年还有一个非常重要的事情，是美国试图主导搞芯片联盟，围堵中国。资本市场的反应是什么呢？资本是逃离的。

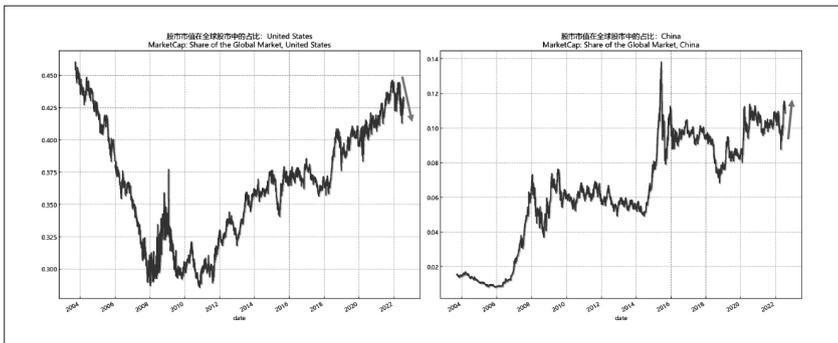


图 5：投资者对中美市场的看法：东边日出西边雨

最重要的是中国和美国，美国从 2010 年之后随着宽松的货币政策带动了资产负债表修复，带动了资本市场回升，

美国股市从 2010 年当时全球占比不到 30%，截止到去年年底的时候将近 45%。今年无论是俄乌战争也好，美联储货币政策打通胀也好，最后的结果是美股市值占全球市值比下降，而中国是上升。

我们可以从理论上讨论，货币政策收紧谁受益、谁受损，但是资本市场用脚投票告诉我们一件事情，今年的事情貌似对西方是不太有利的。对中国、东南亚、南亚经济体来讲，市场认为有些事情我们做对了。

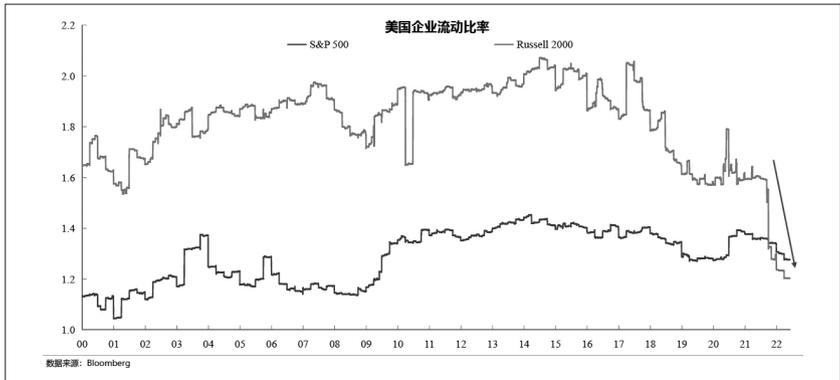


图 6：利率高企带来的冲击已开始体现在企业端

回到前面嘉宾谈到美联储升息的问题，最近关于美联储什么时候升息，升息到什么程度，什么时候停止升息的讨论非常多。但是我想提醒大家一件事情，资本市场对美联储升息这件事情现在的反应叫精神分裂，一是对年内的加息预期非常强，但是联邦基金利率期货所反映的预期是明年 3-6 月份美联储要减息，这么急剧、快速的加息和减息在历史上是非常罕见的。这个过程中反映出美联储现在的两难，一方面

不控通胀不行，但是经济怎么办？市场最近一段时间，美国数据一不好市场就开始涨，数据一好市场就开始跌，为什么呢？因为数据不好才给了美联储转向宽松的台阶。如果数据很好，两个季度的负增长不算衰退，美联储凭什么转向呢？我们可以讨论两个季度的负增长到底算不算衰退，但是我觉得有一个标准很重要，就是企业现在到底处于什么样的状态。

图 6 是美国上市中小企业和美国上市大企业流动性的状况，就是流动资产除以流动负债。我们可以看到 Russell 2000 的流动比率创了 20 年的新低，这件事情极其重要。过去十几年市场上对美国的经济增长，包括美国的创新驱动有各种各样的赞誉。刚才说美联储做对了一件事，就是减轻了资产负债表的问题，我认为在此之外还有一件非常重要的事。大家可以想一下，在低利率、零利率的环境之下，资金会做什么？如果我们是一个养老金或者保险金的经理，原来我的做法是什么呢？因为我的负债方，比如说财险公司，每年的资金是有成本的，保费拿进来之后每年要赔多少钱，这有一个精算模型，每年必须要完成一定的收益。美联储利率降下来之后，发现十年期国债的利率只有 1.5，德国的国债利率降到负的。在这个情况下，我不能像以前投资那么多债券了，只能投股票。养老金、保险金的属性比较长，很多机构选择投一级市场股权。加拿大最大的养老金 CPPIB 的投资组合里 40% 是一级市场股权。美国是一个科技行业非常发达的经济体，过去十几年持续有低利率的廉价资金涌向市

场，这给大量创新的小企业带来了持续烧钱的环境。我今年跟很多朋友开玩笑，如果过去十年美国的利率不是 0% 而是 3%，特斯拉根本活不到现在。通过让小企业有钱去烧，能够把前期的创新转化为商品，这是过去十年的最大成就。现在的问题是通胀来了，货币政策不能再这么宽松了，这时候小企业的流动性开始恶化了。这些小企业不是最小的，还是上市企业，大家可以想想那些没有上市的企业是什么状况。

这件事情会不会影响大企业呢？会，因为过去十几年美国很多大企业原创性的发明和创造越来越少，在一个廉价资本的环境下，它的做法是在市场上融钱以后收购那些小企业。美国过去十几年创新发展的根基是钱比较便宜，但是通胀改变了这个大的基础，我觉得这是最大的变化。很多人在讨论连续两个季度的负增长到底是不是衰退？我说不用看，已经衰退了。很多人说它的失业率还很低，我们就讲一件事情，美国是一个高度金融化的经济体，到今年不管加息、减息预期怎么反复，有一个指标不停地恶化，就是美国国债十年期和两年期的利差。从历史上来看，这个利差倒挂以后，美国基本上一段时间后就会陷入衰退。很多人说这个是不是玄学？是不是就跟鸡叫了以后就会天亮一样没有必然关系？我说不是。两年期国债利率是资金的成本，十年期国债利率是未来十年经济增长带来的投资回报的锚，如果资金成本和收益长期倒挂，一定会出事的。今年不管十年期国债 3 点几也好，2 点几也好，这个指标本身起起伏伏，但是很确定的事情是，十年跟两年期的利差一直在倒挂，而且倒挂的情况

非常严重。超过了 2006-2007 年，现在差不多到了 2000 年的情况，2000 年也是科技创新泡沫到顶的时候。无论是市场对美国的反应，还是我们直观看到美国的情况，美国的压力都很大。

能不能转向鸽派？转向鸽派还不行，为什么？转向鸽派，美元就会变成今年日元的走势。今年在一个高通胀、国债有压力的情况之下，不同发达经济体选择了不同的政策，日本选择宽松政策，就是要把十年期国债收益率压到 0.25%，为什么？因为日本国债占 GDP 的比重是 400%，如果利率往上走，付息就会压死日本。没通胀的时候，央行放水去救国债，你把国债救了，把经济救了，经济起来以后吸收了新发的货币，这就没有问题。但是有通胀的时候你发货币，大家觉得你发的不是货币，是纸。所以我们看到，今年上半年日元通过发货币的方式把十年期国债压住了，但是日元崩掉了。现在的问题，如果整个通胀问题不能得到有效缓解，美联储走钢丝的难度越来越大，这个趋势是明显的。

这一轮通胀绝对不仅仅是能源的问题。过去几年美国一直在做逆全球化的事情，在全球化时代中国向美国输出通缩，所以美国可以通过购进廉价商品压低国内通胀。美国做逆全球化，这点就做不到了。其次，过去一段时间美国工会的力量一直在衰减，因为资本全球化过程中美国劳动者不愿意拿低工资，资方可以找新兴市场的人去干，所以资本相对于劳动者的议价权是很强的。但是逆全球化中，这个进程在反转，虽然没有看到美国工会的力量大幅度回升，但是年初

亚马逊的物流团队开始成立工会了，这是一个非常重要的现象。在这样的情况下，通胀不仅仅是一个能源问题，中间隐含了我们刚才讲到的劳动力问题，过去十几年全球化过程中劳动力相对于资本价格持续压低，逆全球化过程中这种反转所带来的通胀可能是持续的。

最后讲讲中国，我们也在观察资金流入中国的一些现象和结构性特征所表达的含义。

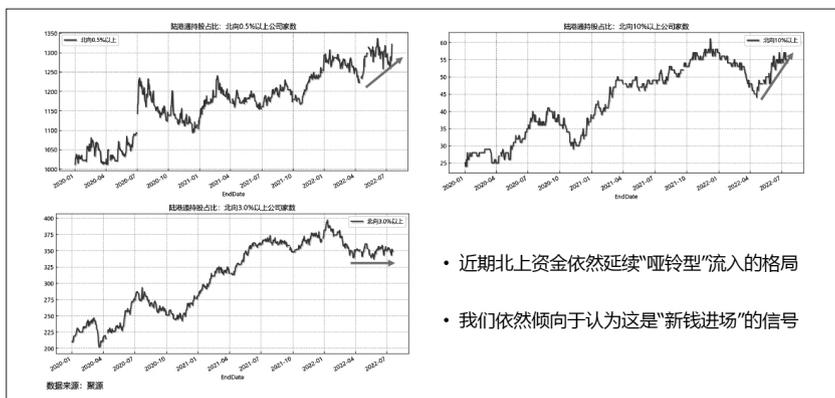


图 7：资金的选择：或许我们中国市场可以乐观一些

今年 1-4 月因为俄乌战争、国内疫情问题，整个股票市场的资金呈现流出的情况。但是我们观察 4 月份以后的资金流入，北上资金持有中国股市的市值如果超过 10%，我们就记录到这个统计口径。4 月份以来外资重仓股的数量大幅反弹，这个很容易理解，因为 4 月份之后我们的疫情缓解了。左上图是指外资只要买一点我们就计入持仓股，外资在 4 月份之后也加大了对中国整体股票的配置。有趣的是左下角的图，如果我们把阈值设到 3%，外资持股如果超过 3%

我们就计入统计口径，4 月份之后并没有增加。说明 4 月份之后出现了很奇怪的现象，外资以前的重仓股卖掉了，现在捡回来了，有一堆原来不买的小公司现在买了一大堆，而中间的东西没怎么碰。这种哑铃型的配置可能有两个潜在的解释供大家参考，一种是外资找到了投资中国的新逻辑，以前不碰的小公司现在开始扩张配置的范围。另外一种可能性是，资金在不同经济体之间的流向，指向中国。此前过度依赖于宽松货币政策的经济体，在通胀环境之下其货币政策的操作空间越来越小，大家开始对这些经济体避而远之，反过来大家开始寻找以前哪些经济体没有大幅宽松，哪些经济体在货币政策还有空间。因为这样一个逻辑，新钱开始进入到中国。我觉得这些数据所反映出来的是这样一个现象。

因为时间关系，我就跟大家汇报这么多，谢谢。

**乔依德：**谢谢王涵跟我们的分享，我想有几点比较有趣，一是他比较了很多国家资本市场的表现，从而说明地缘政治政策的影响，对不对供大家思考，这里面有一个短期跟长期的问题。另外也讲到外资对中国资本市场的看法，讲到过去很长一段时间低利率或零利率对创业有很大好处。我想到一件事情，不久以前，有一位女士叫“香帅”，她的演讲非常轰动，我没有去听，但她的演讲稿我看了一部分。她讲的不错，但是当中有好多地方有点似是而非，比如说她认为高通货膨胀美国政府是故意的，高通货膨胀降低了美国实际还的债。但是她忘记了另外一个东西，通货膨胀以后加息了，加息使新的借债成本高了。

下面我们还有两位发言，时间比较紧，一位是银科控股首席经济学家兼金融研究院院长夏春博士，他发言的题目是“尽快采取措施化解多重白天鹅风险”。

## 夏春：尽快采取措施化解多重白天鹅风险

夏春（银科控股首席经济学家兼金融研究院院长）：谢谢乔老师、王老师的邀请，参加这次会议非常荣幸。今天我是一个非常特别的嘉宾，因为我这次从香港回到北京，落地第二天就感染了，实际上是在香港感染的，到北京以后确诊了，所以我在医院里跟大家做报告，在医院里已经八天了。

前面几位嘉宾关注的焦点比较多的是在美国、美联储、美国经济、股市的表现，我想更多谈谈现在国内以及香港面临的白天鹅风险。大家更多听到的是黑天鹅，黑天鹅现在这个词被用到各种各样的事件上，实际上并不是作者的本意，他的本意里的黑天鹅是之前几乎没有发生过的事情，发生的概率极其低。黑天鹅事件在书里给出的例子非常罕见，黑天鹅出来以后，我们把很多常见的风险都归到黑天鹅事件，他本人是比较反感的。

以疫情为例，2020 年疫情爆发，大部分人把这次疫情称之为黑天鹅事件。他本人是反对的，他认为这是白天鹅事件，因为疫情隔一段时间就会发生，出现的频率是满频繁的。他认为疫情是必然要发生的，他把这个风险叫白天鹅风险。对应的还有灰天鹅事件，灰天鹅是概率比较大；白天鹅

是概率极大，就是必然要发生的风险。

黑天鹅这本书出了以后，有一个国家特别重视这本书里讲的风险防范，就是新加坡，新加坡在 2010 年把作者请到新加坡，专门制订了一套防止风险事件的措施，这也是为什么新加坡在这轮疫情防控里随机应变比较好的重要原因。还有一个词是灰犀牛，这也是 2015-2016 年在国内特别流行的一个词。当时说我们既要防止黑天鹅，也要防止灰犀牛。灰犀牛有点像灰天鹅，它的概率是比较大的，一旦真正发生了冲击会非常大。白天鹅可能风险大，也可能风险不大，灰犀牛一定是风险比较大的。过去在中国经济里有几个典型的灰犀牛，比如影子银行、房地产泡沫、国有企业高杠杆、地方债务、违法违规集资。白天鹅是高概率的，几乎必然发生。我们过去遇到的这五头灰犀牛到底解决得怎么样？这可能是有争议的。有些可能解决的比较好，有些可能还没有发生或者已经发生了，比如违法违规集资，过去这些年的教训很深刻。国有企业高杠杆基本上稳住了，但是地方债是很大的问题，影子银行相对于过去有所收缩，但是也存在潜在的问题，尤其是最近经济下行的过程中间。

我提白天鹅是想告诉大家，我们过去有一些非常典型的事件，这些事件可以说是影响有大有小，有的非常大，但是我们没有重视它。有些灰犀牛变成白天鹅事件，有些灰犀牛被提前控制住了，黑天鹅那本书里给了很多解释，今天不展开讲这个了。

我想特别讲几个大家比较熟悉的白天鹅事件。我们现

在都喜欢以美国作为例子，美国去年 5 月的通胀已经超过 5%，但是当时美联储和财政部严重低估了它的严重性，这是一个典型的白天鹅事件。国内最大的一个白天鹅事件就是人口问题，我们的总和生育率下降，过去一直是忽视的。海外的中国人口经济学家易富贤在十几年前出了一本书《大国空巢》，当时大家对这个问题几乎没有重视。最近我们知道上海发生了人口数据泄露，这个比较真实的人口数据与他那本著作里对中国人口的判断几乎一致，比国内有关部门做的分析准确得多。这个是一个很麻烦的问题，对我们经济来讲这么大一个问题居然没有引起重视。

我想讲香港的问题，香港在 2019 年发生了社会暴乱，随后中国出台国安法，然后香港的移民问题就变得非常重要了。我觉得当时无论是大陆的专家还是香港本地的专家，对这个问题都采取了忽视的态度，认为移民不严重。香港政府昨天公布了劳动力流出数据，大概有 10 万人流出，这 10 万人恰恰是香港最好的劳动力，年龄段在 25-35 岁之间。我们大陆经济下行比较严重，很多专家提议推出消费券计划刺激消费，但消费券推出并不顺利，没有大的动作。香港政府三年来累计给每个成年人发了 2.5 万港币的消费券，今年下半年是最后的 5000 元，消费券对香港消费的刺激很大，但是香港今年一季度 GDP 是 -3.9%，二季度是 -1.3%。我过去三个月都在香港，现在没有疫情的限制了，香港可以说车水马龙，到处都是很拥挤的，地铁里是非常满的，但是经济已经连续两个季度同比负增长，是比较麻烦的一个问题。澳门

就更加严重了，澳门今年一季度是 -8% 的同比增长，第二季度的数据现在还没有公布。中国大陆第二季度的增长是 0.4%，上半年是 2.5%，这个数据比很多发达国家、很多新兴市场国家都要低，这是一个严重的白天鹅事件。

第三个是地产监控问题。地产“三条红线”出来之后，国内的专家认为这是很好的政策。去年恒大连续出问题，银行、券商、香港投行发的研究报告都认为问题不大。还有烂尾楼的断贷，接近 400 个烂尾楼出现断贷的情况，银行券商发的报告全部都认为问题不大。这里最值得参考的是 2008 年金融危机，金融危机在美国发生的时候，次贷规模是非常小的。很多人当时不了解美国金融危机的本质，它的本质是影子银行太大，当年美国影子银行的规模和正规银行的规模一样大，次贷的规模非常小。美国评级机构、投行、消费机构都非常谨慎，大家把它解释为次贷危机，真正的危机是由于次贷的问题引起了整个影子银行的坍塌，信用完全坍塌掉了，才导致这个危机蔓延到全世界，然后影响这么长的时间。地产的三条红线监管和烂尾楼的断贷是绝对不应该忽视的，但是大部分人都忽视了。只有经历过 2008 年金融危机，同时没有受到合规限制的专家才能准确判断其风险是白天鹅事件。

还有一个最典型的问题是民企的信心问题，从环保风暴到现在，民企的信心在不断下降，但是这个问题好象也没有引起足够重视，也变成了一个现在比较大的白天鹅。昨天公布 7 月份的社会融资、人民币贷款数据，7 月份比市场预期

的少一半，这作为一个白天鹅事件是比较严重的。

还有一个更大的白天鹅事件就是奥密克戎病毒病死率问题。现在这个病死率是非常低的，全世界的数据很充分了，感染以后的病死率是 0.1-0.2%。上海这次封城也得到了验证，且死亡的基本上是 80 岁以上的老人。这次我本人到北京上午感觉不舒服，晚上吃了一点点药，到晚上就完全没有感觉了，但是把我拉到医院，现在是第八天了。

我特别想讨论的是资产负债表衰退，日本经历了这样一个衰退，美国金融危机之后同样是资产负债表衰退。关于资产负债表衰退，最流行的解释是野村首席经济学家辜朝明提出来的，他的解释家庭如果缩表还钱，不消费不借贷，即使是利率降到零，最后导致企业活不下去，失业越来越严重。这是日本的一个总结。但是我想告诉大家，这个理论其实是一个对事后的描述，当年他自己想不清楚到底发生了什么，日本的衰退是 1990 年开始了，他基本上到了 2009 年才把这个事情想清楚。把这个理论放到标准的宏观经济学，如果大家都不消费，会不会一定导致衰退呢？答案并不是会导致衰退，标准理论里是没有摩擦的。如果大家都不消费，大家担心自己的房价跌了，股票跌了，资产下跌了，虽然不消费，但是他们会更多地去工作。如果没有摩擦的话，他们工作会使消费品转化为投资品，然后变成出口商品。在这种经济里，其实经济是繁荣的，只不过是一种痛苦的繁荣，而不是我们理想的繁荣，但是绝对不是衰退，也不是萧条，这是标准理论。这个标准理论比较像日本的情况，日本家庭

虽然不怎么消费，但是日本企业对外投资、对外出口做得其实还是非常好的，放到全世界来看是不错的。特别是日本过去这些年上市公司每股的盈利一直比美国上市公司要好。有专家提到负利率问题，负利率情况下这些公司偿债有问题，但是日本没有出现这种情况，因为他们海外收入比较高。日本比较像经典理论，表面上内部衰退了，实际上没有大家想的这么糟糕。

既然标准理论没有办法解释过去看到的问题，我们就要加入摩擦。研究摩擦问题最有名的是明尼苏达大学，他们在这里面加入了很多摩擦以后就可以解释我们观察到的现象，比如说日本的衰退、美国的金融危机。特别重要的其实就是现在中国面临的摩擦，就是我们讲的防疫带来的摩擦。这个是经济学家找都找不到的，过去宏观经济学家为了找到外生的冲击，假定大家都是理性的，很难解释我们看到的衰退。但是现在摆在面前的衰退就是疫情，一个巨大的外生冲击，现在国内又采取了过度的防疫，使得这个摩擦加剧，现在家庭在去杠杆，企业在去杠杆，接下来我们面临着一个比较大的白天鹅风险。

最后我想讲一下解决方法，辜朝明认为政府要加杠杆，这也是日本做的事情，金融危机之后美国也做了这件事情。克鲁格曼认为要适度通胀。国内现在降息，人民币贬值带来一定的通胀，有可能是更好的结果。有一个观点认为，将来全世界很多国家都要采取安倍经济学才能走出这个危机。我的观点是，我们要尽快改变防疫政策，降低疫情带来的各

种摩擦，实现国际国内市场的双循环。这是我今天要分享的内容，谢谢大家。

**乔依德：**谢谢夏春。最后一个发言的是徐明棋老师，他是上海国际经济交流中心副理事长。

## **徐明棋：新形势下中国提升金融开放水平的意义与举措**

**徐明棋**（上海国际经济交流中心副理事长、国际金融 30 人论坛成员）：关于通胀、衰退、美国经济、全球经济，前面几位专家讲的非常多，很多观点分析得非常深入，我也是受益匪浅。下面我就回到我们今天大会的主题，关于“新形势下中国提升金融开放水平的意义与举措”，谈点简单的看法。

新的形势就是常常所说的百年未有之大变局，总的趋势以及当前国际国内经济形势面临的一些新的因素。毫无疑问，从 2008 年全球金融危机以来，新兴市场经济体的力量持续上升，发达国家相对衰落的趋势进一步明显。伴随着中国整体经济实力的增强，在国际社会的地位进一步提升，中国的一言一行现在受到了国际社会的高度关注。另一方面，以美国为首的西方国家越来越陷入到一种焦虑的状态，试图延缓和限制中国快速发展的情绪在上升，各种不利于中国崛起和发展的政策不断地出台。中国面对的国际环境发生了重大变化，这也是不争的事实，风险和挑战在不断增长。

从逆全球化思潮这个角度来看，美国国内的思潮转化为具体的经济政策上的具体措施。从贸易角度来说，重商主义的贸易政策、保护主义的贸易政策非常明显，比如高关税。拜登推翻了所有特朗普政府的政策，唯独对中国和对不少国家的贸易保护主义措施仍然存在。新的发展趋势是金融政治化、武器化的倾向进一步显现，尤其是在俄乌冲突之后。

全球 GDP 比重发生重大变化，发展中国家和发达国家出现一个上升、一个下跌的趋势。按照世界银行计算购买力评价的国民总收入，中国在 2018 年已经超过美国。按照市场价值换算的话，中国也是在上升，美国保持着相对稳定的状态。美国将中国当成主要竞争对手的格局在拜登上台之后进一步明确化，美国国务卿布林肯今年 5 月 26 号发表的对华政策演说，把美国对华政策从 1979 年以接触为主的政策，变成遏制和竞争为主。美国在地缘经济和地缘政治上挤压中国，将会成为未来中美关系的常态。美国为首的西方还试图通过国际组织和国际规则的改革来阻止延缓中国崛起，在维护全球秩序和全球治理上的博弈也会变得更加复杂。中国崛起的势头虽然不可阻挡，但是伴随着中国崛起的过程，中国面临的挑战和风险也在增加。

最近这段时间，我们面临的新风险和新挑战有很多，俄乌冲突、地缘政治，美欧联盟的合作力度在增强，北约东扩后现在已经向亚太地区扩展，压缩中国战略空间的意图非常明显。美国印太战略，打台湾牌的新举措，对中日、中韩关系具有破坏作用，美国把日本、韩国纳入到北约军事合作当

中。在这样一个背景下，中日、中韩关系，尤其是经济合作的很多议题、很多内容处于停顿状态，比如说中日韩三国自由贸易协定谈判本来在往前推进的，中日韩的金融合作也处在搁置状态。美国提出了印太经济合作框架 IPEF，对我们刚刚实施的 RCEP 也有到一定的干扰。

通货膨胀前面各位专家讲了很多，美联储快速加息，全球流动性处于收缩状态，带来跨境流动资本的冲击。最近斯里兰卡、萨尔瓦多、埃塞俄比亚、加纳都出现了债务危机，虽然他们都有自己内部的结构问题，但是美元冲击和利率上升是一个直接的冲击因素。下半年随着美元利率进一步上升，巴基斯坦、埃及、阿根廷可能都会出现债务危机，金融市场动荡不可避免，因为这些国家的主权债务 CDS 价格已经上升到了非常高的水平，预示着债务危机随时可能爆发。

美元利率上升以后，美元与人民币资产的收益率开始倒挂，但是由于中国资本账户没有完全开放，短期套利资金流出的冲击处于可控状态，而且最近资金还有流入的倾向。中国尽管贸易收支和经常账户收支维持顺差，不会发生很多新兴市场国家面临的资本外流、金融市场震荡风险，但是外部金融市场震荡所产生的溢出性冲击也不能忽视，区域性、结构性的失衡可能带来的风险值得我们关注。

很多新兴市场经济体与中国有很高的经济联系程度，也是中国“一带一路”建设的重要参与方，这些国家受美元升值和资金外流冲击陷入经济危机和金融市场动荡以后，对我们向这些国家的出口以及“一带一路”建设项目的推进和债

权债务关系的维持都会带来冲击，使我们的利益受损。

美欧经济复苏受阻导致的全球经济放缓将使出口增长面临调整，增速将明显下降。受货币政策收缩和财政巨额赤字难以为继的影响，美欧经济复苏受阻，甚至会滑落至“滞胀”的泥潭。美欧的消费需求会收缩，进口也会下降，这将对中国的出口带来不利的冲击。

今年的 7 国集团峰会将去年 7 国集团提出的 B3W 计划具体化，提出了 6000 亿美元的“全球基础设施和投资伙伴关系计划（PGII）”来直接对冲中国“一带一路”建设。虽然资金来源和资金的规模存在不少疑问，但是该计划下的一些旗舰项目对中国在“一带一路”沿线国家的贸易投资构成一定的冲击。

我们面临着很多的风险和挑战，在这样一个背景下，我想表述的是什么？就是我们的经济增长以及国际环境变化以后，我们还是否存在着战略机遇期，国际关系学界、国际战略学界正在讨论这个问题。从经济角度出发，我认为我们如果仍然有战略机遇期的话，一定和中国继续扩大对外开放、提升开放水平联系在一起。我们在 40 年改革开放过程中，曾经也遇到过各种挑战，甚至不亚于今天面临的各种风险和挑战，最后化解的主要手段就是维持内部稳定的同时扩大对外开放。为什么？世界各国，包括欧盟和 RCEP 成员国对中国市场准入进一步开放带来的经济利益仍然十分重视。扩大开放可以继续用市场和中国未来经济发展乐观的前景与发达国家的企业保持紧密贸易投资关系。中国继续扩大

开放带来的商机和现实经济利益将在很大程度抵消美欧政治操控产生的负面影响。

如果我们针锋相对地打意识形态战，那么从我们现在所具有的手段以及国际社会的影响力来说，我们是处于下风的。而我们如果用我们的市场，用我们的经济联系，互相共同存在的利益，那我们将化被动为主动。这样一来，美国政治家们试图通过地缘政治来对中国实施遏制的目标就没法实现，无法调动足够的经济资源来推动与中国的脱钩和遏制战略。我们提升制度型开放水平可以在经济互利共赢进一步深化的基础上，逐步缓解和化解意识形态和政治上的对抗，避免走向军事冲突。我们中国实际上对外部市场的依赖程度非常高，维护开放、扩大开放，保障重要的资源进口以及我们产品的出口都是非常重要的。对推动国内的改革也是不可或缺的。

金融开放在我们的制度型开放中具有重要的作用。中国经过 40 多年改革开放，大多数领域和部门按照 WTO 承诺已经达到了非常高的开放水平，基本实现了资源和生产要素双向自由流动。外资在制造业、建筑业有了较高的参与率和竞争，中国企业也大规模走出去在国际市场上参与竞争。中国金融业改革开放的步伐虽然一直在稳步推进，为中国经济发展提供了有力的金融支持和服务，但是开放水平一直是比较低的。举个例子，中国的金融资源规模非常大，银行业资产 329 万亿人民币，折合美元 47 万亿，美国的商业银行总资产为 22.6 万亿美元，只有中国一半。但是美国银

行业所持的对外负债达到 6.6 万亿美元，银行业自身对外负债达到 4.5 万亿美元，高度国际化。中国没有同口径的统计数据，根据香港、新加坡、台湾和伦敦公布的 2021 年底的人民币存款数据合计约为 1.4 万亿，约为 2000 亿美元左右。这一方面说明中国间接融资的体制导致银行业的规模巨大，另一方面也说明中国银行业的国际化程度较低。

2020 年，美国股市市值 40.7 万亿美元，占 GDP 比重 195%；2021 年底中国沪深股市为 91.6 万亿人民币，折合 11.4 万亿美元，占 GDP 比重 80%，虽有差距，但是也跻身世界前位。中国股市没有海外上市公司挂牌交易，海外投资者持有的国内股票规模有限，2021 年初的估算数为 3.57 亿元，占流通市值的 5.12%。美国股市共由 401 家海外公司挂牌上市。根据美国财政部 2022 年 3 月份的报告的数据，截至 2021 年 6 月底，海外投资者持有的股票金额为 13.74 万亿美元，另据美联储公布的每个月外国投资者买卖美国股市股票的金额都在 3-3.5 万亿美元。高比例的海外投资者参与率和渗透率是美国股市的重要特点。美国还有规模巨大的公司债券市场，数据不讲了，海外持有的比重，根据估算，大概占到 26.4%，公司债。然后美国国债，海外持有者的比重占到 32%。

中国的国债近几年开放程度不断提高，海外持有的中国政府债券数量不断增加。2021 年底达到 2.5 万亿人民币，政策性银行债券 1.1 万亿，两项加总 3.6 万亿元，占海外持有债券 4.1 万亿的 90%，但是与中国中央政府债券余额 23.3

万亿再加上地方政府 30 万亿的债券余额相比，比率仍然较低。海外持有的政府和准政府债券占中央政府债券的比重 15.5%，如果算上地方政府的债券，该比例只有 6.8%。中国公司债和企业债的海外参与率更低，据央行的发布的报告数据，2022 年 4 月底，中国债券市场余额 138.2 万亿人民币，企业和公司债券余额应该在 74.9 万亿人民币，海外持有者持有的企业和公司债券余额不足 1 万亿人民币，债券市场国际化程度有很大的发展空间。

美国政府和企业债规模不断增长，说明美国经济结构中的金融风险在增加，但是从国际化的程度来看，海外的渗透率和参与率高，也帮美国在一定程度上化解了风险，它与美元的国际货币地位十分相关。中国金融市场国际化程度偏低，与中国金融体制尚未转型为大国，尤其是国际储备货币发行国所需要的开放型金融体制有关。从整个意义上看，中国金融制度型开放也是中国转型为现代化大国开放型市场经济的核心环节，也是中国未来构建制度型开放的重点。我个人认为，中国金融制度开放成功与否，决定着人民币国际化货币的地位，也决定着中国强国战略的实施。没有金融开放，中国想成为全球的经济强国实际上是无法实现的。

新形势下对外开放的政策思路不展开讲了。在金融领域，要按照人民币国际化和国际货币发行国的要求和规律，逐渐开放国内金融市场的海外融资和投资功能，仅仅靠国际贸易的人民币结算无法真正让人民币成为国际货币。当然这就要求我们中国的金融市场的改革也要跟上，为什么？因为

我们金融市场存在着很多结构性的、期限性的潜在问题和风险。扩大开放会导致一定程度上这些风险暴露，使我们局部风险、行业风险可能传导成系统性风险，而控制系统性金融风险又是我们不可忽略的重要内容，也是当前必须要管控的一个底线。但是，控制金融风险与对外开放与不应该对立，尤其是管控系统性的金融风险与制度型开放两者之间在理论上是不矛盾的。但现在实际上这两者之间没有达到均衡状态，金融风险控制的权重远远高于金融开放，在一定程度上担忧金融风险实施的各种金融管控措施，它是一票否决制，哪怕在宏观战略上已经确定了要开放的内容，但是金融监管部门只要担心存在着一定的风险，一票否决具体开放的措施，这点我们当前要做适当的调整。

谈到具体的政策建议，我觉得可以搞金融开放特区，粤港澳，上海长三角区域，可以搞一个宽泛的双向人民币资金池 FTA，额度内不再实施外汇管制，推广“离岸+在岸”的人民币跨境自由流动。另外要尽快设立沪深股市的国际版上市板块。临港新片区的国际金融资产交易平台要尽快推出，到现在这么多年还是因为风险管控的担忧没有落实。所谓压力测试，根本就没有测试，仍然在考虑当中。另外，商品期货市场也要加快国际化的步伐，允许海外金融机构参与到金融衍生品市场的交易和风险投机过程当中，只要他不能够操控市场，欺诈的风险得到有效管控，他去投机你让他去投。我们现在监管里面总是为企业本身应该承担的风险去兜底，这个思路要改变。

另外，继续推动金砖国家、上海经合组织的合作向更高层次的合作迈进，建议成立金砖国家贸易清算银行。另外建议成立南南合作贸易清算联盟，拓展 RCEP 和中国双边 FTA 关于金融合作的内容，首先将 CPTPP 相关的金融开放的条款放到 RCEP，放到我们双边的自由贸易协定当中。

另外继续打造上海对外开放高地，现在上海对外开放高地不讲了，要快速启动上海进一步金融开放的各种政策，落地临港新片区离岸金融所需要的各种政策，让上海重新成为投资和产业集聚的热土，成为全球金融资产配置的中心。

对标 CPTPP 高水平开放规则，加快内部规制的调整和改革，向外部世界表达中国加入 CPTPP 提高制度型开放水平的决心。可以考虑在金融开放上，首先对 CPTPP 成员实施 CPTPP 条款规定的成员之间金融市场高标准准入和开放的规定，彰显中国制度型金融开放的决心，为加入 CPTPP 探路。

谢谢大家。

**乔依德：**谢谢徐明棋，他特别讲到风险跟开放的关系，观点还是比较鲜明的，就是不要一票否决，什么东西都要防风险。最后他提了建议，我觉得这些建议提得很好。我本来希望有讨论，但是时间超得太多了，我们今天就不讨论了，谢谢大家。

## 专题二：国际金融规则：意义和挑战

郑路（主持人，清华大学社会与金融研究中心主任、哈佛大学访问学者）：非常感谢各位参会嘉宾能按时回来，我们开始下午的议程。下午专题二的题目是“国际金融规则：意义和挑战”。今天上午，屠市长提到金融开放要研究国际环境，这里一个非常重要的构成部分就是国际金融规则，因为什么样的规则之下就有什么样的活动余地，就需要遵守什么样既定规范。作为后发的金融国家，我们应当用什么样的方式去参与规则制定，来改变我们所面临的国际金融环境？非常荣幸，上海发展研究基金会副会长兼秘书长乔老师带领了一个团队，花了很多心血和时间做出了一个非常有份量的报告，今天在座各位都能看到，就是桌上有这份三百多页厚的《我国参与国际金融规则制定：意义、挑战和前景》报告。我们现在邀请乔老师来代表他的研究团队，发布这份研究报告。

### 乔依德：发布研究报告《我国参与国际金融规则制定：意义、挑战和前景》

乔依德（上海发展研究基金会副会长兼秘书长）：感谢

郑路主任的介绍。由于印数比较少，也许不是所有的人都能看到这份报告。报告 3 月份就已经完成，因为疫情原因一直没有线下开会，这次刚好利用“国际金融 30 人论坛第八届研讨会”的机会发布一下。如果没有拿到报告也没关系，我们已经跟出版社签约，后期会出书，书的题目可能稍有变化，基本内容是一样的，可能有些在写法上会让读者更容易理解。

这个报告主要分为四篇。第一篇，主要介绍国际金融规则的一些基本概念和我们为什么要参与制定国际金融规则，以及国际金融规则形成的主导权是什么。第二篇，比较具体地对现有领域的金融规则进行了梳理。第三篇，梳理并分析了科技金融、数据治理、数字货币等新兴领域的规则。最后一篇，总结并提出了对我们国家政策方面的建议。

今天，我主要向大家介绍报告的主要内容或大家比较关心的一些问题。

第一，为什么我们要积极参与国际金融规则的制定？这跟我们今天的研讨会主题有关，也是我们国家高水平金融开放的一个必然要求。以前我们常常说要跟国际接轨，国际规则（包括国际金融规则）是现成的，意思就是国内规则要进行修改、改善，要跟国际规则保持一致。这是改革开放的前一段时间提出来的，是对的，是准确的。但是现在高水平的发展靠单纯的被动接轨恐怕不行了，需要进一步的参与。这个制度包含很多内容，其中的“规则”是制度的一个重要组成部分。高水平开放的内涵就要求我们对国际金融规则，

不仅是接轨，而且要参与，这就是我说的开放本身是逐步升级的，从接轨到参与。因此我们要积极参与国际金融规则制定，现在时机已到。

第二，这是由我们国家参与全球金融治理以及国际金融规则重要的性质所决定的。我们平时说的规则是一个桥梁，是一个计划或者概念。金融规则的特点差不多是所有规则的特点，首先是各个国家间的规则要保持一致，其次是规则相对固定，即规则一旦制定，就要通过一定的程序才能对规则进行改变。并且规则是强制性的，大家都要去执行。最近我国在很多文件中都提出要积极参与国际金融治理。所谓全球金融治理，就是根据制度、规则、概念，对涉及到全球的一些金融的稳定政策进行管理。我们认为，国际金融治理包含很多内容，全球治理包括规则、概念、国际金融组织三个支柱。参与国际金融规则制定是我们参与全球金融治理的一个很好的切入口，是我们参与全球金融治理的一个台阶。

第三，这是改善目前国际金融规则状况的要求。第二次世界大战以后，作为国际经济秩序的一部分，整体上我们还是要肯定国际金融规则，包括国际秩序、国际经济秩序。现在讲到国际金融，批评的比较多，当然批评是对的，第二次世界大战以后形成的国际经济秩序有缺陷，但整体上我们应该要肯定，否则我们金融开放的基础是什么？金融开放是建立在一个错误的基础上？这点我觉得还是要提一下。当然，现有的一些国际金融规则已经不适应全球经济金融格局的变化，这些规则是以前定的，当然不适应经济金融格局的变

化，这是一个原因。另外，技术进步产生了很多新的领域，包括绿色金融、金融科技，这些都还没有出现大家完全公认的国际规则，虽然有些在形成当中。这样一种状况就迫切要求我们积极来参与。

总之，三个原因，一个是高水平金融开放的要求，一个是我们参与全球金融治理要求，第三个是目前的状况要求我们积极参与。

第二部分，我想利用这个机会对当前国际金融规则框架做一个大致的梳理。这个框架我们分为两大类

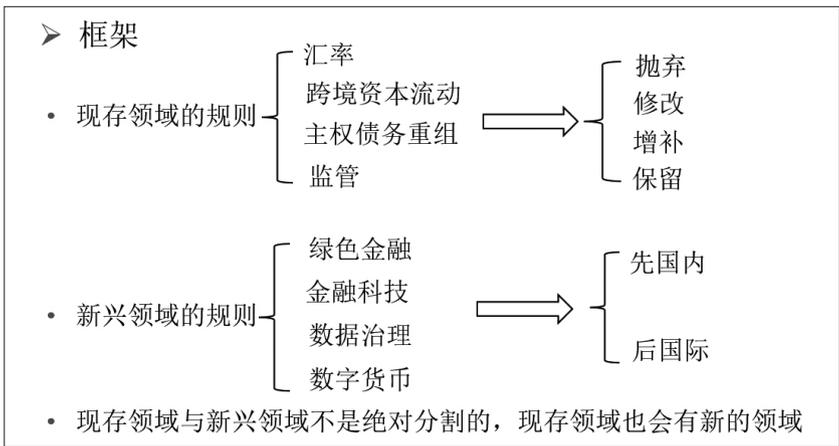


图 1：对当前国际金融规则框架的梳理

第一类是现有的一些领域的规则，包括汇率、跨境资本流动、主权债务重组、监管等是一直存在的，对于这些既有领域的规则，我们课题组讨论研究以后，采取四个方法、四个方针进行梳理。第一，有些不太好的就去除掉，有的进行一些修改，有的进行一些增补，比较好的保留。比如说，

一些关于发展中国家的规则，主要是贸易方面区别对待发展中国家，这些原则还是应该保留的。有些要进行修改，IMF 对跨境资本流动的一些规则是有变化的，最开始是完全放开，越放越好，全球金融危机以后有所变化，最近几个月以前 IMF 出了一个文件，认可在一定条件下资本管制可以作为发展中国家宏观调控的工具之一，这是有所变化的。

机构 \ 类别	纾困	重组
IMF	贷款 (DSA)	
巴黎俱乐部 (债权人)		六大原则：一致性、共识、信息共享、逐案处理、限制性、待遇可比性
伦敦俱乐部、 (私人债权人) 国际金融协会 (私人债权人)		集体行动条款 (CACs)
G20		暂停偿债协议 (DSSI) 共同框架 (CF)

图 2：主权债务的处理

第二类，新兴领域的规则，包括绿色金融、金融科技、数据治理、数字货币等领域。现在国际上大家都比较努力在制定，在国内慢慢有一些规则在立法，包括绿色金融、数据治理。我们认为制定可以先国内，后国际。当然，其中的挑战是很大的，对现有领域的规则进行改革有挑战，建立新兴领域的规则挑战更大。比如数据方面，如何既保持数据流动的安全性，又要保持有效性，这个问题还没有解决，这是非常大的挑战。如果持数据不外流的绝对态度，对经济全球化

是不利的。跨国公司分公司在各个国家，公司内部的数据肯定希望能够流动，因此这个问题还要做很多的研究。现存领域跟新兴领域两者不是绝对分开的，有时候现存领域中也会有新的内容，包括跨境资本流动等。

下面举两个例子，一个例子是关于主权债务的处理。IMF 和巴黎俱乐部两个机构以前就有。巴黎俱乐部有六大原则，我不详细说。今天上午提到因为加息和疫情的原因，主权债务的问题会更突出，下面也会有两位专家分享处理主权债务的问题。为什么现在大家比较关注债务问题？中国现在发生了很大的变化，“一带一路”政策在外面投资放债很多，虽然我们现在没有参加巴黎俱乐部，但是根据我们所看到的，我国现在在外放债的总和可能超过所有巴黎俱乐部债权国的对外债权，这对我们来说是一个很大的问题。伦敦俱乐部和国际金融协会，是私人债权的机构，其中有一个集体行动条款规则相对而言比较新。阿根廷的主权债务一直拖着没法解决，为什么？因为债务出现问题时，美国有些基金从债权人手中很便宜地回购过来，不让你重组，这样造成很大的问题。因此后面在主权债务中有一个条款，即只要达到一定比例的同意就可以执行，不必等到所有人都同意，这叫集体行动条款。最新的机构是 G20，疫情蔓延了以后出现了两个规则，暂停偿债协议、共同框架。

我们从三个维度梳理了金融科技的金融规则。第一，应用场景方面，包括平台融资、数字支付、数字银行、智能投资和保险科技。第二，赋能技术方面，包括云计算、人工

智能、分布式记账和应用程序接口。第三，根据市场主体，判断是传统金融机构，还是一般的金融科技，还是大型科技公司，其规则都是不一样的。所以我们用了三个维度，并且每个维度里面有小的分类，来梳理不同方面的规则，内容在报告中均有涉及。

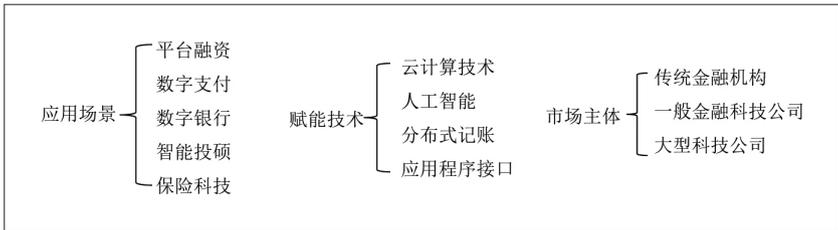


图 3：金融科技的金融规则

第三个部分，我简单讲一下我们应该如何积极参与金融规则制定。第一是要推动金融改革，这是一个大的框架。一方面是存量改革，就是现有的机构包括 IMF、世界银行的改革。我们人民币进入了 SDR 篮子，我们的代表性逐步增加。另一方面是增量改革，我们自己也建立了金融机构包括金砖银行、亚投行等。第二是推动人民币国际化，一个货币是否成为主要的储备货币是非常关键的，包括上海国际金融中心建设、全球治理，人民币如果成为主要的储备货币，在金融规则制定中就占了先机。第三是进一步提高金融开放，包括制度性开放、双向开放和资本账户开放。如果没有资本账户开放，上海国际金融中心建设以及其他方面都谈不上。关于资本账户开放，有时候都讨论到不想提了，我们内部讨论了也有二三十年，关键就是，如果货币不能自由兑换，

很多事情就做不下去。这里我可以提一个事情，就是俄罗斯现在受制裁的处境是比较惨的，但是其资本账户基本上还是开放的，这里面也给我们启示。第四是要多层次、多方位参与，包括鼓励非官方组织参与、创建金融媒体品牌、建立中国特色的金融理论和培养高水平的金融人才四方面。鼓励非官方组织参与，说这个可能也得罪人，国际金融学会的年会，国内几乎没有金融机构参加，其中有的交了会费，大概觉得交钱太多又退出来了。但是，如果不参与就不好做，基金会当时是参与了，国际上讨论如何看待私人债务的，他们也是接受我发表的看法。中国现在面临的问题什么原因造成的？实际上，现在对外债务中，官方债务的比例小，私人债务比较多。所谓官方，就是政府对政府的比例不是最多的，是金融机构对主权国家私人债务的比例占大头。一般人把我们国家所有的债务都作为官方债务，这对我们是不利的，所以我们应该分开来，有一部分是商业行为，有一部分是国开行的，当然这里有很大的挑战。

另外，我们的金融媒体没有很好的品牌，需要创建自己的金融媒体品牌。

还要建立中国特色的金融理论。今天早上屠市长讲的很好，我们金融开放还是有一套自己的东西的，但是没有上升到理论。比如说我们现在先短期、后长期，先实体、后虚拟，产生了一套行之有效且在国际上也说得出去的做法。

最后，培养高水平的金融人才。现在提拔干部，下基层是必要条件，那为什么到国外去不作为一个条件？现在很

多人不愿意到海外工作，因为一到海外工作，就失去提拔、分房子、提薪的机会。因此我觉得在培养高水平的金融人才和提拔干部的要求中，海外工作经验应该作为一个有利的条件，而不是不利的条件。总之，培养金融人才对于我们参与国际金融规则制定是很重要的。

最后，总结一下国际金融规则的制定，第一，国际金融规则的制定专业性比较强，涉及面广；第二，其不仅需要理论而且需要大量的实践；第三，我们国家是后来者，态度要积极，步骤要稳健。我就讲这些，谢谢大家。

郑路：非常感谢乔老师对这个重磅报告的分享，最后一点我觉得特别有意思。今后应该规定让官员们都来参加国际金融 30 人论坛学习，或者我们给他们发一个金融素养或者金融胜任力的认证，作为他们的提拔要求。关于这份报告，乔老师分享了他们的出发点、态度、方法论、实例，接下来咱们有请一位专业人士，人民银行反洗钱监测分析中心主任苟文均主任。苟文均主任阅读了乔老师他们的这个报告，而且写了书面点评。由于疫情关系他本人不能来到现场，我代表苟文均主任来念他这个点评。

## **苟文均：对《参与国际金融规则制定》 研究报告的点评**

苟文均（中国人民银行反洗钱监测分析中心主任、国际金融 30 人论坛成员）：金融活动的全球化要求有统一的国际

金融规则。中国作为一个后发的、崛起中的大国经济体，如何更好地参与国际金融规则制定，事关中国国家利益，也有利于增进全球利益。乔依德秘书长主持研究的《我国参与国际金融规则制定：意义、挑战和前景》（以下简称《报告》），可以说是专门研究国际金融规则问题的鸿篇巨著，内容长达 40 多万字，涉及面广，前沿问题多，专业性强，具有历史纵深感。在世界百年变局继续演绎、我国外部环境更加复杂的情况下，这份研究报告对我国如何更好地参与国际金融规则制定，具有重大的理论和现实意义。

由于时间极为有限，我还没有真正吃透这份研究报告。会议安排我对这份研究报告发表意见或点评，确实令我非常惶恐。但军令已下，我就汇报几点粗浅的体会，供批评指正。

### 一、这是一份很有价值的研究报告

这份研究报告有以下几个特点：

第一，是第一部完整研究国际金融规则的研究报告。关于国际金融规则的研究文献很多，但体系结构如此完整、有逻辑地研究分析覆盖传统领域和新兴领域国际金融规则的，包括汇率、跨境资本流动、主权债务处置、金融业监管、绿色金融、金融科技、数据治理、数字货币等，在我的印象中是第一部。

第二，按既有领域和新兴领域对国际金融规则进行分类研究，具有重要的学理意义。对于既有领域，国际金融规则通常是体系化、完整性的，且在动态历史进程中逐步发展完

善，我国参与这些领域主要是对不合理或过时的国际金融规则进行修补完善。对于新兴领域，往往还没有国际金融规则，或者没有真正达共识的国际金融规则，或者还没有形成体系化的国际金融规则，我国参与这些领域主要是倡导、推动或引领相关国际金融规则的制定。换言之，我国应把参与国际金融规则制定的突破重点放在新兴领域的国际金融规则制定上。

第三，提出的政策建议针对性和可行性强，具有重要的参考价值。《报告》对汇率、跨境资本流动、主权债务处置、金融业监管、绿色金融、金融科技、数据治理等中的一些重大问题进行了深度分析，提出了解决这些问题或完善规则的建议。在如何提升中国参与国际金融规则制定方面，提出了从“存量”改革和“增量”改革入手的观点，以及推动人民币国际化和离岸人民币市场建设，以及提高软实力等，都具有进一步深入研究的价值。

## 二、几点修改建议

第一，建议《报告》的重心放在我国如何更好地参与或引领国际金融规则制定。《报告》系统梳理了各领域主要国际金融规则，出发点在于我国参与国际金融规则制定，相应的落脚点也应以中国为视角如何去参与其中、适应规则、完善规则乃至推广中国规则。但《报告》对国际金融规则论述得多，而在我国如何参与或推动这些规则制定方面的论述得相对薄弱。例如，规则七“数据治理规则”部分，以较大篇幅描述了欧盟、美国和中国的数据治理规则，对数据如何

一步步从资源转向资产再升级为资本进而具有金融属性的说理性论述缺失，对金融数据治理方面的规则的论述相对较少，对中国如何推动或引领哪些数据治理规则可以成为国际规则的论述显得更少。

第二，建议对国际金融规则的表述在完整性和一致性上再下功夫。例如，在“国际反洗钱相关规则”中，指出了上游犯罪、特定非、客户尽职调查、受益所有人、域外管辖、数字货币等新兴领域的反洗钱规则，主要是列举和点状描述，而构成反洗钱工作的三大基石——“客户尽职调查、交易记录保存、可疑交易报告”等基础性框架性体系并未体现。在“拓宽洗钱罪上游犯罪的范围”中并没有讲 FATF 是如何拓宽洗钱上游犯罪的，而主要是讲 2006 年中国《反洗钱法》对洗钱上游犯罪定义过窄。

第三，建议对国际金融规则尽可能更新。有一些国际组织对国际金融标准更新到今年 7 月，而《报告》中有些国际金融规则没有覆盖到最新的变化，有些甚至还停留在若干年以前。例如，（1）反洗钱国际标准历经多次重大修订和更新，文中引用的 FATF “40+9” 项建议是 2003 年的版本，FATF 于 2012 年更新了该建议，即《打击洗钱、恐怖融资与扩散融资的国际标准：FATF 标准》（简称 FATF 新 40 建议），是现今各国执行的反洗钱标准。（2）第 220 页提及《金融科技发展规划（2019-2021）》，该规划已于 2022 年更新为《金融科技发展规划（2022-2025）》。（3）FATF 反洗钱和反恐怖融资建议已于 2022 年 3 月修订更新。等等。

第四，建议对有些观点或表达再做仔细推敲。例如，（1）第 355 页“汇率和跨境资本流动规则方面，国际上以 IMF 制定的规则为主，我国并没有参与”这一说法不符合实际，因为中国在 IMF 设有独立的执董办公室，参与 IMF 的规则制定。（2）第 61 页“我国是没有发生过系统性金融风险的发展中经济体之一”，这与我国近年来防范化解金融风险攻坚战定调是否一致，请斟酌。（3）规则六第一部分用较长篇幅介绍平台融资（即 P2P）场景规则，而我国自 2016 年起开展互联网金融风险专项整治，P2P 逐步压缩清零，报告再谈 P2P 规则是否具有广泛适用性。（4）第 359 页“我国……在全球‘一枝独秀’，已从世界经济的主要参与者转变为……主要领导者”是否符合实际或准确。（5）域外管辖如长臂管辖是国内法的范畴，FATF 并没有关于反洗钱法域外管辖的规则，这与“反洗钱跨境监管合作”和“金融情报交换合作”不是一回事。（6）目前，FATF 仅对虚拟资产（以前称为“虚拟货币”）的反洗钱提出规则要求。中国法定数字货币起步相对较早，其他国家正处于研发之中，作为法定货币的一种形态是否需要独立的国际规则尚需研究。（7）“数字货币的纳税主体难以确定”是否改为“数字资产”更准确些，因为数字货币作为货币属性是没有税收基础的，只有数字资产（货币存款在很多国家是不计利息的）才与税收相关联。

### 三、关于中国参与国际规则制定话语权问题

一般地，国际话权的决定因素是多方面的。第一，国家

综合实力和发展成就是构建国际话语权的基础，现有国际金融组织中的份额、投票权、议事权等通常以 GDP 等指标进行测算分配。第二，参与国际金融治理的预期和动机，即意愿，是构建和提升国际话语权的核心。第三，对国际金融治理的把握能力是构建和提升国际金融领域话语权的关键，包括结构性、关系性、制度性、议程设置等把控能力。第四，金融创新和实践在国际上是否具有领先性。

从世界百年变局和当前国际格局变化看，中国参与国际金融规则制定面临更大挑战。要提高中国参与国际金融规则制定的能力，或者进一步说在未来国际金融规则的制定中发挥引领作用，最关键的有三点：第一，我们能否坚定不移地真正推进以市场化为导向的经济和金融改革，引领世界经济增长；第二，金融创新和实践，特别是金融制度建设能否走在世界前列；第三，国际化人才队伍建设，特别是能否显著提高中国在国际金融组织中的高级人员的占比（目前占比很低）。这些决定了中国基于自身利益并兼顾各国利益的议程设置、思想引领和价值传播能力。

**郑路：**苟主任的点评就到这里，大家也看出来高手交锋的精彩。最后这个点评会提交给乔主任和你们的团队，然后你们再根据苟文均主任的意见和建议来做修改或跟他进一步交流。

**乔依德：**我觉得苟主任他这个点评非常好，对我们提了很多意见和建议，我们确实需要进一步修改或者更新。虽然这个报告是我们基金会牵头搞的，但是我们也有其他老师的

参与，郭爱军、人民银行数字研究所所长、财政司国际司处长，还有蚂蚁集团的研究院好几位同事，他们都给予了我很多帮助。关于报告，根据苟主任的建议我们肯定会好好研究修改，另外对我们有更大的启示，就是以后要更广泛地征求一线的内行的学者或官员的建议。

**郑路：**感谢乔老师，大家也看到了乔老师认真严谨的治学态度，让一线官员学者参与修改，相信这个报告质量也会有所提升。每个人都有自己熟悉的领域，各位参会者在接下来学习报告的过程中，如果发现这个报告有遗漏或愿意向乔老师提更多建议的，相信乔老师这本报告变成专著出版之前，其质量还能进一步得到提升。

下面邀请另一位发言嘉宾郭爱军，郭爱军是上海长江开发促进会会长、上海发展研究基金会特约研究员，他的发言题目是“提高中国在国际金融规则制定中的参与度和发言权”，我们有请郭老师。

## **郭爱军：提高中国在国际金融规则制定中的参与度和话语权**

**郭爱军**（上海长江开发促进会会长、上海发展研究基金会特约研究员）：非常荣幸能够参加今天的会议，也非常荣幸参加了乔老师的课题组，乔老师和刚才苟主任的讲话，承前启后。我这个讲话也是延续的一个话题，就是我们如何在国际金融规则制定中增加参与度和话语权。

从国际规则的话语权来讲，由于经济全球化，使得国家的经济、产业、金融整个联系非常密切和复杂。我们可以看到今天的产业价值链、产业链，以及金融链，越发密切复杂。在这种情况下，金融的国际权力属性慢慢显现。乔老师提到，在俄乌冲突中美国用的武器称之为六件套，首先是对俄罗斯的系统重要性银行进行制裁。2008 年以后各国都在认定系统重要性银行。去年 10 月份，我们国家认定了 19 家系统重要性银行。这次美国首先对这个进行打击。第二才是 SWIFT，第三是冻结其部分海外的外汇储备。总体来讲，这块的变化非常巨大。关于国际金融规则和话语权的要素，实力是基础要素，意愿是战略要素，能力是操作要素。金融规则和话语权必须要有这三个要素，构成它的未来发展。

我们三个结论，第一是国际金融规则话语权源自于金融，而且具有作用于金融的权力。第二，国际金融实力不能等同于国际金融规则，通常需要两个导引，第一个是意愿导引，第二个是工具，必须要有手段。这些规则中哪个更重要？货币。国际货币权力是国际金融规则话语权的重要组成部分，是由于货币在金融体系中的绝对核心地位，且货币体系与信贷体系有不可分割的密切关系。第三，国际金融规则有一定的话语传播体系。以美国为例，第一类是通过专业的金融媒体来传播，完成一种拟态的环境，包括道琼斯、彭博资讯。第二类是通过一些基础知识的普及和灌输来巩固规则主导国的价值观，二战以后美国在这方面做了大量潜移默化

的工作。第三类，金融领域意见领袖的参与及对潜在意见领袖的培养进一步巩固了话语权。比如一讲到金融界，你想到谁？巴菲特、索罗斯等等，从这个角度来讲，这也是一个重要的工具。第四类，英语为母语的国家在这个过程中占据语言符号优势。比如在中文表达中，“喜欢一个人”和“喜欢一个人”，这是完全一样的表述，但是意思截然不同。用什么样的方式表达，以美国的经验来讲，对形成一个金融规则是满关键的。

对我们来讲，我们应该在整个国际金融规则重构中强化中国的话语权，能够更好地反映世界经济格局，实现权利、机会和规则的平等。十四五规划也提出，“推动完善更加公正合理的全球经济治理体系”、“推动新兴领域经济治理规则制定，提高参与国际金融治理能力”。我们的基础条件有一定的优势，在整个国际金融规则形成过程中，我们经历了学习、慢慢参与，然后希望在一些新兴领域中能够拥有更多的话语权。现在，我们对于全球金融的贡献度越来越大，包括我们的 GDP 占比以及在国际整个活跃货币的占比都与以前不可相提并论。大家可以看到，在我们整个全球金融治理核心议题的设置中，我们的参与度是逐次增加的。上世纪 80 年代在华盛顿共识提出的过程中，我们主要的角色是学习；在 90 年代新国际金融结构的提出中我们是参与；但是 2008 年以后，在宏观审慎监管成为国际共识的过程中我们是主动参与，积极性更加强了，而且也做了引领性的尝试，并且这个引领性的尝试还是非常明显的。

时期	“华盛顿共识”（20世纪80年代末）	“新国际金融结构”（20世纪90年代末）	宏观审慎性监管（2008年后）
议题形成	拉美国家应采取什么经济发展模式才能摆脱危机、获得发展	在金融全球化、金融自由化和金融创新浪潮下，如何维持金融活力，同时提升金融安全	如何改革全球金融治理以预防类似于2008年国际金融危机的金融和经济动荡再次发生
制度化	“华盛顿共识”具体内容的形成	“新国际金融结构”成为共识	宏观审慎性金融监管改革成为国际共识
中国角色	学习	参与	主动参与和引领尝试

图 1：中国在全球金融治理的参与度逐次增加

	各个领域的国际金融规则	我国的参与度
既有领域	汇率规则	没有参与
	跨境资本流动规则	没有参与
	主权债务规则	参与G20主权债务处置框架
	金融监管规则	已加入FATF,参与国际反洗钱监管
新兴领域	绿色金融规则	合作完成中欧绿色金融共同分类目录
	金融科技规则	域内治理规则
	数据治理规则	域内治理规则
	数字货币规则	域内治理规则

图 2：中国在国际金融规则中的参与度

我们这份报告 360 页，可以看到在中国国际金融规则的参与度，在有些存量领域，当时设置的规则我们并没有参与；但是在新兴领域包括绿色金融、金融科技、数据治理、数字货币方面，我们都参与了规则制定，我们遵循循序渐进的原则，对存量进行改革，努力贡献中国的方案。从增量来讲，我们应该积极推动全球金融治理的增量方面，倡导更具包容性的全球金融的规则体系。比如说数字货币，我们有后发优势，从制定、发行方面来看，今天我们的速度是比较快的。从全球来讲，有零售型的数字货币，比如我们央行的数字货币；也有批发型的数字货币，比如欧洲一些国家是批发型的。从这个角度来讲，我们在一些新兴领域，尤其是在与金融相关的互联网+领域中有后发技术积累，我们还有海量的数据和丰富的场景，这应该就是我们推动增量改革，不断提升我们参与规则制定的一个重要基础。

另外，人民币国际化对于金融话语权具有非常大的作用。国际公共产品有三类：国际贸易制度、国际货币和国际安全。通过国际货币不断提升我们的能力，从而提升国际金融规则中的影响力变得极为关键。从建议来讲，一方面进一步提升人民币全球的使用率，依托我们一些新的国际或区域性规则，比如“一带一路”、RCEP，来提高跨境贸易中人民币结算的比例。另外，进一步提升人民币离岸市场建设水平，持续放大香港离岸人民币市场的枢纽作用，有序推进上海浦东离岸人民币金融中心建设，积极推进海外人民币离岸市场建设，充分发挥自贸区人民币离岸市场建设的建设，

加快推进人民币金融产品开发。只有不断开发人民币金融产品，才能保证人民币的流动性，从而扩大人民币的使用范围和被认可的程度。

我们应该扬长避短，“长”就是互联网+在金融规则中的应用。要加大“互联网+”在金融规则中的应用。“互联网+”在国际金融规则领域也有大显身手之地，它以优化生产要素、更新业务体系、重构商业模式等途径来完成金融服务的转型和升级。这一工具利用得好，可以形成新的经济发展形态。在“互联网+”金融支付工具革命方面，中国无疑跨越到了前面。

此外，要提高参与国际金融规则制定实施的软实力。比如说，发挥媒体的力量，让我们的声音能够被别人听到，同时要培育专业的金融媒体。我们需要注重发展有国际影响力的专业金融媒体，这是一项长期的工作。

最后，是一个技巧性的工作，就是必须加强在金融规则国际议程设施的实力和技巧。从这个角度来讲，议程的设置很关键，我们的经验相对较为欠缺，能力和意识有待提高。在加强金融规则中，国际议程设施的实力和技巧对于未来提升我们在国际金融规则中的话语权、提升我们的参与度，都有重大的意义。

以上就是我们的一些浅见，不当之处请各位专家批评指正，谢谢大家。

**郑路：**非常感谢郭老师的精彩分享，时间也把握的非常好，对我们如何进一步参与和提高话语权做了深度的解读。

下面我们回到国际债务处理的问题，发言人是中国进出口银行副行长、国际金融 30 人论坛成员张文才，张行长在线上给我们做分享。

## 张文才：对应对和处置国际债务问题的一些思考

**张文才**（中国进出口银行副行长、国际金融 30 人论坛成员）：非常高兴参加国际金融 30 人论坛研讨会，围绕我国参与国际金融规则制定的话题与各位嘉宾进行探讨。上海发展研究基金会发布了《我国参与国际金融规则的意义、挑战和前景》研究报告，内容十分丰富，就我国积极参与国际金融规则制定提出了非常好的建议，是一项推动我国金融更高水平开放的基础性工作。下面我愿意就如何加强国际金融合作，应对和处置国际债务问题与大家进行分享。

当前全球疫情反复跌宕，国际环境风雨变换，世界进入新的动荡变革期，国际经济金融合作面临重大挑战。一方面，地缘政治急剧变动，俄乌冲突升级演变，单边主义、保护主义盛行，逆全球化思潮抬头，断链、脱钩风险上升。另一方面，全球通胀水平居高不下，经济下行压力加大，陷入滞胀风险日趋严峻。今年以来，IMF 国际货币基金组织已三度下调世界经济增长预期，预计 2022 年和 2023 年全球经济增速将放缓至 3.2% 和 2.9%。在严峻复杂形势下，更需要改革和完善现有全球治理体系，加强国际金融协调与合作，

携手应对全球发展挑战。

一是更好发挥现有合作机制的作用，加强政策协调，提高多双边合作机制的有效性。二是改革完善全球治理体制中的有关安排，进一步增加发展中国家在多边机制中的发言权，提高发展中国家在全球性和区域性国际金融组织中的代表性，推动经济全球化朝着更加开放、包容、普惠、平衡、共赢方向发展。三是强化发展中国家自身的治理能力建设，及时参与改革完善国际标准和规则的水平。

债务问题是当前国际关注的热点问题，也是全球重大风险点之一。受全球经济形势影响，多国相继出现债务问题。世行公布的信息显示，截止 2021 年末，已有 48 个国家参加了 DSSI 倡议，也就是 G20 的缓债倡议，乍得、埃塞俄比亚、赞比亚三个国家申请加入共同框架。中国作为新兴债权人和多边主义的坚定支持者，积极参加并推动落实 DSSI 和共同框架，成为 G20 国家中缓债金额最大的国家，充分发挥了负责任大国的作用。

债务问题的形成原因很多，除不够谨慎、过度举债之外，还有结构性、周期性等更深层次的原因。债务延缓和重组虽可缓一时之急，但通常难以从根本上解决问题。二战后形成的国际金融体系，使得全球金融资源分配不均匀，供给和需求不平衡，近半个世纪以来，区域性、全球性债务危机多次反复出现，20 世纪 80 年代的拉美债务危机，90 年代的亚洲金融危机，2008 年的次贷危机，2011 年的欧债危机等，就体现了债务问题背后深层次的结构性危机，反映出全球

债务治理机制的缺陷与不足。改革完善全球债务治理机制，构建更公平合理能为各方接受的债务处置规则，我们认为要重点关注以下几个问题。

一是如何推动形成有效处理债务的机制。过去和当前国际上产生的一些在多边层面进行债务处理的机制，包括巴黎俱乐部、伦敦俱乐部、HIPC、MDRI 多边减债倡议、DSSI 和共同框架等，有些处理机制已经存在了几十年，对很多国家的主权债务进行了处置，积累了一些经验和做法。但债权人参与的程度不同，来自新兴市场和发展中国家的债权人参与程度不及发达国家。许多国家在双边层面也开展了对债务处置相关的磋商，我们今后会看到如何对这些机制进行评估，总结经验教训，研究如何对它们进行改革完善，推动形成更加有效的债务处理机制。

二是如何使各类债权人公平承担责任。近年来私人债权人持有的主权债权比例越来越高，根据世行国际债务统计，1970 年私人债权在发展中国家主权债务中仅占 25%，2020 年这一比重提高至 60%。最近清华大学发布了《金融资本的陷阱：国际债券对发展中国家主权债务可持续性》研究报告，报告指出，我们长期忽视了国际债券对国家主权债务的影响，国际债券引发的债务问题可能由点及面，成为对数十个发债国家经济基本面、货币甚至政治稳定性的全面挑战，进而可能成为全球经济复苏的巨大威胁，这使得债务风险爆发时，私人债权人进行债务处置、进行债务减免的必要性明显提高。但当前私人债权人的参与程度仍十分有限，

大大降低了债务处置的有效性。多边机构在发展中国家主权债务中占比高达 25%，目前多边机构以影响投资、降低信贷质量等为由，不愿参与债务减免。历史上多边机构曾在参加 1996 年 HIPC 和 2005 年的 MDRI 时，对债务国进行了减免，要研究合理可行的债务处理方式，西方投资银行和大型跨国公司等私人债权人、世行和 IMF 多边债权人都加入到债务处置中来，与双边官方债权人共同公平的承担相应责任。

三是如何保障发展中国家在债务处置中的话语权。不同发展中国家作为债权国，缺乏在多边债务处置中的发言权和代表性。当前 IMF 和巴黎俱乐部仍是债务处置规则体系的核心，掌握着话语权，往往不够重视发展中国家债权人的利益诉求。伴随着发展中国家在全球对外贷款、投资规模中的占比不断提升，这些国家在债务处置中的代表性和发言权也应得到相应的扩大。更多发展中国家作为债务国，在现有国际债务处置过程中，只能被动接受附加多项限制性条件的处置方式，这些限制条件一般包括增税、减少开支等紧缩政策和限制对外借贷等债务限制政策，这些政策缺乏对债务国的针对性，往往不考虑债务国未来的发展诉求，也不考虑债务国的接受程度。很多情况下，引发了债务国的抵触情绪。结合发展中国家实际情况，加强对 DSA 可持续性分析框架、可持续发展融资政策等现有国际规则的研究，指出其中不公平不合理的地方，并提出妥善修改完善的建议，使发展中国家能够更好的参与到债务处置中来。

四是如何看待债务数据透明度问题，债务透明度问题是各方十分关注的问题，债务处置需要对债务规模、融资条件等信息进行有效披露，来评估债务国的债务可持续性情况和处理方式。在不同债权人面临的政策法规不同，一些商业债权人在商业敏感信息披露上也存在难度，短期内在债务处置中实现债务数据的完全透明有一定困难。下一步我们要研究讨论现阶段债务披露的界限，形成能满足债务处置需要，同时符合债权人合理保密需求的方案。

女士们，先生们，制度建设既要引进来，也要走出去，我们要继续推动制度性开放，通过制度性开放扩大对全球多边规则与框架的影响，希望有关政府部门、企业、金融机构、智库等共同加强对国际债务治理、国际金融规则的研究，在改革优化国际规则上发出中国声音，不断提升中国在国际规则制定上的话语权和影响力。我的讲话到此结束，谢谢大家。

**郑路：**非常感谢张文才行长的分享。他今年 5 月底调到进出口银行做副行长，他长期任职在一些国际机构里，将更好地发挥他在国际金融领域的经验。张行长发言里提到了非常重要的国际债务处置的问题。我们在“一带一路”过程里，被很多国家指责我们在设置债务陷阱，新冠疫情下很多发展中国家的债务问题也十分凸显，都需要中国积极参与国际债务的处置。

接下来一位是非常重要的分享嘉宾，上海对外经贸大学国际发展合作研究院院长黄梅波教授，她为我们进一步讨论

国际主权债务规则、非洲债务危机及中国的应对这个重要的话题，也是视频分享，大家鼓掌欢迎。

## 黄梅波：发展中国家的主权债务问题以及中国的主权债务治理机制

**黄梅波**（上海对外经贸大学国际发展合作研究院院长、教授）：非常感谢乔老师的邀请，也感谢主持人的介绍，我的发言题目是“发展中国家的主权债务问题以及中国的主权债务治理机制”。近年来，发展中国家主权债务问题愈演愈烈，今天上午各位嘉宾，以及下午乔老师介绍的关于主权债务现存的一些主要治理规则，张文才行长所分享的关于主权债务问题治理的一些基本原则或者应该关注的几个问题，都谈论了到主权债务的问题。

我在上海对外经贸大学国际发展合作研究院工作，研究方向是对外援助和国际发展融资。我们关注的国家主要是发展中国家，特别是非洲国家。我今天的题目包含几个内容：第一，简单介绍一下主权债务治理的国际规则；第二，探讨当前发展中国家债务面临的主要情况，以及在发展中国家债务中中国占多大的比重；第三，在 2020 年以来所实行的 G20 倡导缓债倡议共同框架中，主要的债权人如何参与；第四，中国应该如何借鉴国际规则，参与国际规则的制定，建立中国主权债务的治理机制。

第一，关于主权债务治理的国际规则的简单介绍。关于

主权债务治理，我在 2010 年参加了联合国贸发会的一个专家组，专门讨论主权债务的国际规则，当时专家组的题目叫“负责任的主权借贷行为的原则”。2010 年发达国家发现中国、印度等新兴市场国家已经开始进入国际主权债务市场，并且作为卖方出现了。他们认为他们在主权债务处理的秩序受到了干扰，所以希望建立一个针对发达国家以及新兴市场国家的债权人和债务人的主权债务治理原则。在参与国际规则制定过程中，我整理了现存的国际主权债务的国际规则，后来我还申请了教育部的一个重点项目，后来也出了书。

关于主权债务治理的国际规则现在已经非常多了，我们可以把它分为三大类：第一，是债务初始协议类。债务还没有形成时的规则是什么？包括环境与社会可持续性框架、官方支持性出口信贷协议、以及赤道规则、负责任的融资原则等。第二，当债务已经形成时，应该如何管理？这里面分为透明度、有效性、可持续性几个方面，IMF 和世行起了非常重要的作用，包括数据公布特别标准、通用标准、世行规定的债务管理绩效评估工具、债务管与金融分析系统、债务可持续框架、债务管理规定等。第三，债务不可持续时，债务风险上升或债务危机已经爆发，如何处理？一个是债务重组，还有一个是债务减免，这两个是相互交织的。总体债务可能一部分减免，还有一部分进行重组。根据债权人分为巴黎俱乐部、伦敦俱乐部，涉及对私人的集体行动条款以及一些自愿的方法，还包括美国处理拉美债务危机时相对有效的计划，还有多边减债计划，还有我们 2020 年的缓债倡议

和共同框架，这些规则非常多，主要发布机构是国际金融机构，包括 IMF 和世界银行，还有国际比较大的非政府组织，主要都是债权国集团以及国际金融机构。

刚才张行长提到发展中国家参与的规则制定非常有限，我当时所在的专家组也主要是欧美的经济学家和法律专家，来自发展中国家的非常少，可能就是中国、泰国、土耳其几个发展中国家，大部分都是发达国家的参与人。目前发展中国家债务的风险逐渐在上升，有些国家已经进入了债务困境。我们简单来看一下发展中国家的债务状况，可以用几个数字来概括：第一，新兴市场的发展中国家，2021 年整个赤字率是 5%，负债率是 65%，超过我们通常认为的 3% 和 60% 的比例。美国可以用美元还钱，发展中国家必须要用外汇，所以其债务比例应该更低。第二，根据 IMF 和世行的债务可持续分析报告，在 69 个低收入国家中，38 个已经陷入债务困境或高风险，非洲有 35 个国家满足 IMF 陷入了债务高风险或债务困境的条件的，斯里兰卡 7 月初也宣布国家破产。当欧美的货币政策收紧、利率上升时，未来发生债务危机国家数量可能会进一步增加。

发展中国家债务具有哪些结构性特征？它有三大来源。一是国际金融机构，如世界银行、IMF、非洲发展银行、亚洲开发银行等。二是双边的政府贷款，巴黎俱乐部成员包括美国、英国、日本、法国、德国等就是这种类型，以及包括中国、印度在内的新兴市场和中东国家的贷款。三是国际金融市场的债券融资。

国际金融贷款的一个重要特征，就是双边政府贷款来自发达国家的变化不大，来自新兴市场国家的大幅上升，比如 2012 年来自中国的大幅上升，巴黎俱乐部成员包括其它发达国家变化不大。日本、法国、德国、美国有一点变化，但是他们加在一起的变化也没有中国多。因此可以看出来，在发展中国家债务中，中国占什么样的地位，为什么现在国际上以“债务陷阱论”指责中国的对外贷款。我们外交部发言人也在做一些解释，但是有些外行看不大懂什么意思。第一，我们在发展中国家总体债务存量中的比重并不大，其三分之一是国际金融机构贷款，三分之一是债务，还有三分之一是双边，我们在双边中占一半。我们在总体债务存量中的比重并不大，并不是主要的债权方，但是在双边官方债务中我们中国目前是世界上最大的官方债权国。

在 2022 年 4 月世行发布的全球债务报告中，截止 2020 年底，低收入和中等收入国家对中国的债务总额是 1700 亿美元，其中不包括中国对俄罗斯和委内瑞拉的债权。在符合 2020 年缓债倡议条件的 73 个低收入国家中，中国是超过一半国家的最大官方双边债权人，在三个共同框架债务减免国中中国债权的占比也是最高的，占埃塞俄比亚债务的四分之一，赞比亚的 30%，也是乍得的第三大官方债权人。对其他新兴市场国家来说，中国目前是马尔代夫、巴基斯坦和斯里兰卡最大的输入债权国，这是中国在整个发展中国家中所占的比例。

在整个发展中国家债务中，以安哥拉为首的撒哈拉以

南的非洲国家是中国债务增长最集聚的地区，占中国对外债权的 45%。我们简单看一下非洲的情况，国际开发协会是最大的多边债权人，有 800 亿美元，第二个是 IMF，有 310 亿美元。在双边债务里，2000 年以来 18 个非洲国家在国际金融市场上发行了 125 笔债券，价值超过 1500 多亿美元，占较大的比重，差不多等于多边债务。双边贷款中非巴黎俱乐部成员，包括中国、印度，占的比重不断上升。中国是非洲最大的债权国，我们到 2020 年的贷款存量差不多是 510 亿美元，法国是 100 亿美元，日本和印度是 40 多亿美元，这是整个非洲债务的结构。

2020 年 G20 倡导签署了缓债倡议以及共同框架。刚才张行长提到，到 2021 年有 48 个国家申请了暂停偿债，缓债金额最高的前十个国家有八个是非洲国家，缓债最高的前十个债权国包括中国、沙特、科威特、印度。但是，缓债没法解决持续的债务困境和长期需求，所以 2020 年又引入了债务处理的共同框架，探索暂停期之后的债务长期困境的解决方案。现在有三个国家开始了债务出清程序，这个共同框架的价值在哪里呢？用了巴黎俱乐部的原则和程序。比如说债权人之间更公平的债务减免分担的待遇可比性条款等，扩大了巴黎俱乐部传统双边债权人的范畴。中国不是巴黎俱乐部成员国，但是我们在参与共同框架进行债务处理的过程中，事实上我们用了它的一些原则。提到主要债权人参与，如果多边开发银行、双边债权人不参与，最后谁来实行？进行缓债以及参加共同框架最主要的是双边官方债权人，巴黎

俱乐部成员都参与了，但是他们对外贷款的总额并不多。中国是落实对非缓债最多的国家，也是主要的双边债权人，在这三个共同框架债务减免国中，中国债权人的占比是比较高的。到目前为止，国际发展合作署和中国进出口银行作为双边官方债权人已经对 23 个国家落实缓债金额 13.53 亿美元，中国国家开发银行作为商业债权人落实的缓债金额达到 7.48 亿美元。中国是双边主要的官方债权人，我们在缓债倡议、共同框架里发挥了最主要的作用。

有一些国际规则，可以供我们参考。中国目前面对发展中国家债务风险上升、债务违约可能性增大的过程中，如何加强债务管理，如何积极参与国际债务处理重组机制？现存的主权债务治理规则，可以分成债务发生之前、发生之中、债务不可持续之后如何处理。按照这个思路，设计中国的主权债务治理机制应该从这三个方面加以关注。第一，债务发生之前应该优化债务融资方式，推动融资的可持续性。第二，强化债务风险管理，实现债务可持续性。第三，协同建立债务解决机制。

第一个方面，债务已经发生了，后面还不了，再进行重组，再减免。在债务发生之前就应该进行更深入的考虑，更科学的贷款，优化融资方式，推动融资可持续性。这里面要强调的，第一是注重援助的转型，我们中国的对外贷款分成几个部分，一是作为援助的部分，二是无息贷款。然后是中国进出口银行的政府优惠贷款，再下面是政策性银行的政策性贷款以及商业性贷款。在西方的对外援助中，大部分援

助就是援助，直接给了，不以贷款的形式。但是中国援助里有比较大的贷款部分，还不上钱的相当大的是这部分。是不是可以降低政府贷款在援助中的比重，或者增加贷款的优惠度？援助是一个大国外交重要的工具，发挥政治外交方面的功能，不要把经济功能放进去。

第二，深化发展融资理念。我们对发展中国家贷款的风险既然这么大，是不是不要贷款给他们了？事实上中非也好、中国和其他发展中国家也好，援助贸易投资、政治经济合作非常多，不可能因为这个风险上升了就停止了，要以发展为中心，以促进发展中国家发展为宗旨，完善对非的贷款框架。另外，不能所有的发展中国家项目都是由我们融资，要联动国际金融机构、其他官方和商业债权人，来响应发展中国家的融资请求，提高对他们的贷款能力。

第三，优化贷款组合，建立完善的贷款评估体系。这方面金融机构应该再加强。我们这里要提的是，要明确政府贷款、开发性贷款、商业贷款的不同角色。中国的政府贷款是由贸易投资供给的，通过贷款促进对发展中国家的贸易投资，而且我们的贷款中 50% 必须采购中国的商品和劳务，对外援助带有一定的经济动机。我们的开发性贷款以及商业贷款，按道理应该按照市场机制运行，但是这些也带有很多政治使命，比如说“一带一路”、中非合作，这就使得很多贷款项目评估加上了很多政治的因素。要形成科学有效的贷款流程，完善贷款评估体系，在贷款之前就要慎重考虑，进行规范。

第二个方面，贷款已经形成，对贷款的监测、评估，债务可持续性的监控。金融机构要建立各方面贷后预警机制，建立多元化的投资性保险机制等，这是贷中。

最后，债务不可持续问题出现了，债务危机即将爆发，如何推动债务有效解决。第一是多边金融机构，IMF、世界银行在债务危机解决中发挥了规则制定的核心作用。他们的研究能力、协调能力相对是比较强的。在整个债务处置过程中应该加强与 IMF、世界银行、其他债权人的协调合作，利用多边机构联合处置。我们要积极参与国际主权债务处理机制的完善。第二个是双边，我们已经开始尝试使用巴黎俱乐部的某些原则进行债务重组了。

现在我们需要积极探索如何以市场化方式对到期贷款进行债务置换，比如借鉴美国布雷迪计划。要探索怎么鼓励符合条件的债务国，把债务处置和其他可持续目标相结合，吸引一些公益机构、国际组织参与。商务部国际贸易经济合作研究院在探讨债务发展互换问题，以及债务自然互换、债务气候互换等问题。

总之，发展中国家债务问题，根源是这些国家本身的经济发展方式、债务管理模式等长期原因，以及新冠疫情、发达国家的宏观经济政策、俄乌冲突等短期因素相互交织的结果。中国作为世界上最大的双边债权人，面对逐渐上升的债务违约的情况，我们也需要对中国的贷款快速增长的合理性、债务风险管理的科学性，以及债务处理方式的适应性进行反思，建立以及完善中国的主权债务治理机制。

谢谢大家。

**郑路：**非常感谢黄老师的精彩分享，我相信每个人对这个议题的现状、中国面临的挑战以及如何参与主权债务的治理、各种措施或渠道，都有了更深刻的认识。这个环节的最后一位嘉宾是一位优秀的学者，复旦大学数字经济法治研究中心主任、法学院教授许多奇老师，他演讲的题目是“治理跨境数据流动的规则体系构建”，有请许教授。

## 许多奇：治理跨境数据流动的规则体系构建

**许多奇**（复旦大学数字经济法治研究中心主任、法学院教授）：谢谢乔老师的邀请，我前面主要是学习体会，后面是一点想法，同时穿插和乔老师不同的视角。数字经济、数据成为新型生产要素，不仅是经济活动的重要资源，而且数据基本的制度，还要激发数据的价值，以及进行数据创新。同时，作为学法律的人，要在保障、安全的基础上激发数据的价值。

乔老师报告的规则部分非常丰富，有国际规则，有国外规则，跨境数据治理板块有美国跨境隐私规则，提出经济优先的自由贸易理念。欧盟的 GDPR 里非常细致，有充分的认定、白名单、适当保护等，它是个人权利保护优先的规则模式。我们国家最新的个人数据出境审查，个人数据出境的前置条件和评估规则都有体现，而且强调安全优先的属地管理模式，吸纳了最新研究成果。

在短期内全球各国难以达成统一数据跨境规则的背景下，部分发达国家主导并推进不同的跨境数据规则，嵌入到世界各地的自由贸易协定中，比如美韩自贸协定、跨太平洋伙伴关系协定、美墨加协定以及数字经济伙伴关系协定（DEPA），这些都呈现了经济体各自为战的局面，在数据流通领域分歧十分明显。

我觉得跨境数据流动往往依附于贸易上。在数字经济背景下，我认为数字贸易和跨境数据流动是一体两翼、密不可分。国际贸规则体系的路径依赖，使得它成为解决各国之间数据差异化诉求的首选。现在 WTO 有很多僵局和问题，我们要放到那个场景下看看能不能解决，用什么方式来解决这些问题。跨境数据流动的贸易规则目前有两大特点，一是主要贸易大国，比如美国、中国、欧盟数据治理范式分歧非常明显，所以有数据鸿沟。二是双边或者区域性贸易协定不断发展，跨境数据流动的特别国际规则在加速形成过程中。

聚焦贸易规则治理跨境数据流动这个现实问题，该怎么分析它这个僵局，以及在不同模式下怎么形成中国的具体方案？我们主要的困局在哪？WTO 多边贸易体系是法治化的标杆，几乎所有问题都在 WTO 条约体制框架管辖范围内，而且还有贸易争端的裁断机制，不仅有实体，还有程序。乔老师报告里面写了实体和程序两个方面，有实体数据流动治理的内容。国际法往往是软法，要把它变成国内法才能得以实施。WTO 的多边贸易规则体系是国际关系法治化的标杆：不仅几乎所有的贸易问题都在 WTO 条约体制管辖

范围内，而且与之相关的贸易争端都能够提交争端解决机构（Dispute Settlement Body, DSB）予以裁断，并通过赔偿和报复赋予强制约束力。在这个意义上，WTO 规则体系有别于一般国际法，具有了某种“硬法”（hardlaw）的性质。WTO 还是一个多边贸易谈判场所，理论上应该成为解决与数字贸易密切相关的跨境数据流动问题的最佳场所。

现有的 WTO 贸易规则体系中并没有专门针对数据跨境流动的协定。但数字技术也并非无中生有，无论是信息硬件设备还是内容提供等软件服务，在原有的货物贸易协定以及服务贸易协定中均有涉及，加上 WTO 的一般例外条款以及准司法性争端解决机制，理论上 WTO 的贸易规则体系也具有对跨境数据流动问题的回应性。但这种规则调适（legal adaptation）非常有限，难以应对新型、复杂、多元的跨境数据流动问题。

具体贸易协定的准用性有哪几个困境？一个是准用的时候，以前我们原来把数据归类到货物里，1994 年 GATT 的信息技术协定中，准用与跨境数据流动有极大的限制，因为数据跟货物不一样，但是那时的跨境数据流动没有现在这么重要。货物太窄，把它放到服务贸易协定里面，核心是用市场准入和具体承诺的方式，如何界定与计算机有关的数据处理服务就成为了 GATS（服务贸易总协定）能否适用于相关缔约方的一个重要前提一。但是在实践中，WTO 成员方往往通过对服务类别的解释，来逃避 GATS 的约束，比较宽泛的解释就不受这个承诺的限制。

WTO 例外条款是有包容性的，这点可以在现在的跨境数据流动谈判中利用。如果符合例外条款，有关限制数据跨境流动的国内监管措施，就不违反 WTO 规则了。

就跨境数据流动而言，GATS 第 14 条例外条款涉及到公共秩序或公共道德，以及为遵守法律法规所必须的最具相关性。它适用于协调多边贸易自由化和国内公共政策目标之间的冲突，既保障成员方善于行使例外条款的权利，又保持多边贸易规则的包容性和灵活性。以前有一些案例，无论是美国博彩案还是中国出版物及音像产品案，争端解决机构都采取了严格解释，认为例外条款的要件没有得到满足。但是如果做一些比较宽泛的解释，做包容性解释，很可能我们能够达成一致。

WTO 的争端解决机制创新性地采取反向协商一致程序，但对于涉及高度复杂和技术性的数字贸易领域，明确实体规则的缺乏，远非争端解决机构定分止争的司法功能所能弥补，甚至在某种程度上导致了 WTO 争端解决机制陷入危机。本质上，WTO 争端解决的有效性只能建立在各成员方对特定议题达成共识、形成相对明确规则的基础上，指望通过准司法性的争端解决来推动新领域的贸易规则形成，就完全脱离了争端解决的正当性基础。WTO 争端解决机制的局限性也决定了对于跨境数据流动这样的新议题很难有所作为，明确的规则生成更加重要。

规制跨境数据流动更重要的仍是相关实体规则的生成，WTO 早在 1998 年就启动电子商务新议题的谈判，试图在

成员方之间形成包括数据跨境流动的明确规则，然而囿于其“协商一致”的多边谈判机制的内在缺陷而迟迟毫无进展。尽管协商一致模式能够保障所做出的决定获得广泛的支持和良好的执行，但其作为一种支持现状的决策模式，导致 WTO 决策过程繁琐和效率低下。在这个困局下，乔老师报告里面既有国际规则，也有国内的规则，国际层面，刚才也分析了一些特点。比如说个人信息保护、促进自由贸易、维护国家安全不同的侧重点，通过单边、多边、区域性贸易协定的方式，形成了各种各样的跨境数据流动的法律框架。

美国是贸易优先的自由贸易模式，不是说它不关注和不保护你的权利，而是说它的特点明显，而且管理的机构都不一样，美国是贸易委员会去管理贸易，专门有安全部门 CIA 去管理安全，把两者分开。

欧盟作为最大的数字产品和数字服务市场之一，主要是数字贸易的接受端，在数据问题上以保护其消费者权利作为首要原则，但在与澳大利亚、新西兰和突尼斯的贸易协定草案中，写入了禁止数据本地化措施并推动数据自由流动的条款。

兼容性区域协定的贸易规则演进，实际上是一个多边相向而行的道理。在各有特点的现状里，美国是全球主要的互联网巨头和数字服务商的所在地，所以强调出口导向。最新的一些贸易协定中，与欧盟的隐私协议，美加墨协定，同时也有数据保护条款。欧盟作为最大的数字产品和数字服务市场之一，主要是接受端，在保护的同时也悄悄用很多豁

免的规则，什么情况下用标准合同，哪些国家跟我人权保护是同等的就用白名单制度，比如说以色列、日本、欧盟其他国家。欧盟体内完全自由流动。中国提出数字时代互联互通倡议，支持加强数字经济国际合作，包括参加或加入区域性贸易规则的谈判，所加入的 RCEP 中也规定了禁止数据本地化和承诺数据自由流动。这些反映了逐步形成了兼容性的贸易规则体系，我个人认为成功的经验就是 WTO 例外规则的引入。

与 CPTPP 和 USMCA 相较而言，RCEP 在数据跨境流动方面的保留范围较大，赋予了缔约国更大的监管自主权，通过宽泛的例外条款来平衡数据流动和数据主权之间的张力。RCEP 作为一个区域贸易协定，主要宗旨还在于开放市场、促进发展，并深化区域经济一体化，RCEP 的一个巨大进展就是在电子商务章节中分别写入了禁止本地化措施条款和承诺数据自由流动条款，体现出更加宽松的数据跨境流动立场。当然，RCEP 为了“缔约方间不同的发展水平，对适当形式的灵活性的需要”，扩张了跨境数据流动的例外条款。如对于禁止本地化措施和承诺数据自由流动的两项规定，都包含了内容相同的两项例外：一是“任何该缔约方认为是实现其正当的公共政策目标（*legitimate public policy*）所必要的措施，只要该措施不以构成任意或不合理的歧视或变相的贸易限制的方式适用”。而且，判断实施此类正当的公共政策目标必要性的权力，也应当由实施政策的缔约方决定。二是“该缔约方认为对保护其基本安全利益（*essential*

security interests) 所必要的任何措施。其他缔约方不得对此类措施提出异议”。这同样也是一个缔约方自我裁断的例外，与 WTO 协定中例外条款的第三方判断和严格适用颇不相同。总体上，RCEP 作为区域贸易协定最终生效，展现了在不同发展水平的缔约方之间，能够达成贸易规则，适用于兼具经济因素和非经济因素的跨境数据流动。

最后一点，我们国家从诸边贸易协定到多边贸易协定，主动加入了 RCEP，意味着我们这块统筹考虑了安全和发展的，坚定不移推动高水平开放。电子商务现在充分利用诸边协定的谈判，因为诸边协定下有一些特点，它是在多边协定里绕开了协商一致的决策，更为灵活。我的观点是要从诸边协定慢慢走向多边协定的立场。坚持数据保护条款，建立相互承认机制，同步规定数据流动和例外的条款，然后规定发展中国家和最不发达国家特殊和有差别的待遇。在国内坚持总体国家安全观，同步完善数据跨境流动的国内机制，统一关键政策，包括访问共享、数据的条件，合理使用白名单，还有负面清单，制定具有操作性的跨境数据流动的执行细则。

数据不是普通的物品，实际上数据价值绕不开确权，但是和物权里的那种支配权不完全一样。我们要保障数据人的基本权利，又要保障互联网所服务的终端用户的选择权，最大可能非歧视性地推动数字贸易和跨境数据流动的发展，这才是我们共同的目标，谢谢大家。

**郑路：**非常感谢许老师，这是很重要的题目，TikTok 在



美国面临这么多的挑战，ZOOM 也涉及到数据问题，包括滴滴平台所面临的一些制裁，都跟跨境数据流动相关。这个环节所有发言嘉宾的分享到此完成，感谢乔会长和各位分享的嘉宾。

## 专题三： 深化上海国际金融中心建设：前景和措施

杨长江（主持人，复旦大学国际金融研究中心主任、教授、国际金融 30 人论坛成员）：尊敬的各位专家，各位领导，各位嘉宾，本次研讨会的第三个专题现在开始，这个专题的题目是“深化上海国际金融中心建设：前景和措施”。我们说了很久的百年大变局，实际上现在序曲已过，逐步渡至中流。可以说我们百年复兴的目标从来没有这么近过，但是所面临的挑战威胁，也从来没有这么直接具体过，从来没这么的全面和深刻过。

在这样形势之下，大家的共识是中国要把自己的事办好。在金融开放领域把自己的事办好的关键在于上海国际金融中心建设。对于上海国际金融中心这样一个长期的战略，大家非常关心。在这个新的背景之下，一方面过去的长期制约我们建设国际金融中心的一些矛盾、一些问题依旧存在，同时在新的变局之下又出现了很多新的挑战，新的问题，新的情况，局面非常复杂。论坛针对这样一个大家非常关心的问题，邀请了重量级的嘉宾来探讨，我觉得作为我们论坛的压轴戏是非常合适的。首先我们用热烈掌声欢迎中国人民银行上海总部副主任兼上海分行行长——金鹏辉先生来为我们

进行主题演讲，大家掌声欢迎。

## 金鹏辉： 打造上海国际金融中心升级版的四大抓手

金鹏辉（中国人民银行上海总部副主任兼上海分行行长）：各位嘉宾，各位朋友，下午好！很高兴受邀请参加今天这个研讨会，我以一个研究人员的身份与大家就共同感兴趣的话题进行交流。

下面我结合当前这个专题，结合当前和今后如何找准路径和抓手，打造上海国际金融中心升级版，更好服务全国改革开放大局，我谈几点看法。题目是“打造上海国际金融中心升级版的四大抓手”。

上海如期实现了基本建成与我国经济实力和人民币国际地位相适应的国际金融中心这个战略目标，这个目标 2020 年底应该完成了，标志一个阶段性的任务基本实现。上海国际金融中心从此进入了一个新的历史关头，需要在更高的起点上谋划新的发展思路。

习近平总书记在浦东开发开放 30 周年庆祝大会上的重要讲话，以及中共中央国务院支持浦东新区高水平改革开放、打造社会主义现代化引领区的意见，也为打造上海国际金融中心升级版指明了方向。上海市制订了上海国际金融中心十四五规划，明确提出了“两个中心、两个枢纽、两个高地”具体的目标。在推进过程中，我认为需要着力抓好四个

方面，也就是国家战略、制度开放、本地主导、面向国际。这四个方面也是相互影响，互为助力，称之为四大抓手。

第一大抓手是国际化战略。习近平总书记指出，建设上海国际金融中心是事关全局的国家战略，是中央交给上海的历史重任，上海要努力开创国际金融中心建设的新局面。这个国家战略定位决定了上海国际金融中心未来建设发展的远景。服务全国实体经济的发展是重要的任务，代表国家参与国际金融合作与竞争是上海国际金融中心建设的根本。国家把一些重要的金融基础设施放在上海，把一些重大的金融改革试点任务交给上海，就是要发挥上海辐射带动示范引领的作用，为全国经济发展夯实金融基础，为全国金融改革开放探路破局。上海国际金融中心的升级版要牢牢把握这个基本定位，坚持服务经济社会发展大局，持续深化与人民币国际化、自贸区建设、“一带一路”建设、科创中心建设、长三角区域一体化发展等重大国家战略的协同联动，共同打造全国高质量发展的动力系统。

就当下而言，要充分发挥上海国际金融中心优势作用，将更多的金融资源及时准确的配置到重点领域和薄弱环节，支持上海打好经济和重振攻坚战，为全国稳住经济大盘做出贡献。就长远来看，一是要加大金融支持新业态，积极探索与新科技、新业态相适配的金融服务模式，为特别是元宇宙、绿色低碳、智能终端、数字经济等新赛道发展提供更多的金融动力。二是要更多争取政策支持，吸引跨国企业在上海设立全球或者区域的财政中心，发展更高能级的总部经

济，统筹发展在岸经济和离岸经济，巩固上海在全球产业链、供应链的地位。三是要扎实推进长三角一体化，通过区域金融政策、金融要素市场、金融数据信息和金融人才等方面的一体化，促进区域内的产业升级和城市群发展，为全国统一大市场建设提供可参考的样本。

第二大抓手是制度开放，制度规则的国际化程度在很大程度上决定了国际金融中心的竞争力。纽约、伦敦的国际金融中心地位之所以能够经历百年依然稳固，其稳定、透明、可预期、对境外投资者友好的制度环境是重要原因。上海国际金融中心要保持持久动力，在引入各类金融机构、业务、产品、以及推动基础设施互联互通的同时，更重要的是推动制度开放。一方面要对接国际通行规则，增加制度包容性和适用性，减少境外投资者进入我国市场的障碍和困难。另一方面，也要积极参与国际规则的制定，不断提高我国在国际金融领域的影响力，逐步实现从规则接受者向规则引领者的转变。在规则对接方面，推动金融市场开放，从局部管道式开放向全面制度性开放转变，采用负面清单方式，形成清晰统一的开放框架。进一步简化境外投资者入市的程序，丰富可投资的资产种类，不断完善会计、法律、税收等制度和与法律，提高市场的透明度和运行效率。同时也要加快建设覆盖全市场金融市场交易报告库，增强开放条件下金融管理能力和风险管控能力。

在规则引领方面，主要推动几个方面新的，比如说绿色金融、国际合作，发挥我国的绿色金融在国际上占比高、

影响大的优势。推动并积极参与国际绿色金融标准的制定，汇同有关国际组织、有关国家和地区，逐步实现国内主要绿色金融标准的趋同。数字货币方面，要积极参与国际规则制定，我国的法定数字货币发展处于全球领先的地位，把握这一领域尚未形成统一国际规则的领域，不断提升法定数字货币标准建设水平和国际竞争力、话语权。以法治保障推动业务创新，要用足用好中央赋予的立法授权，支持对标 CPTPP 等高标准国际经贸规则，就新金融服务、跨境数据流动等前沿问题进行专项立法探索。支持上海的金融法院开展更多的司法创新，积极借鉴对接国际金融司法规则和治理经验，构建具有中国特色的判例体系和解决金融纠纷的上海规则。

第三大抓手是本地指导。上海国际金融中心是以人民币金融市场和资产管理的金融中心，这是上海国际金融中心最大的特点和优势，可以说人民币的国际地位和国际化程度，决定了上海国际金融中心国际影响力的能级。目前人民币已经成为全球第五大支付货币，第五大储备货币，在 SDR 的货币篮子里面的权重排名第三，权重达到 12%。但与我国全球第二大经济体的地位相比，还是不够匹配，还有很大的提升空间。境外投资者也反映，人民币各项国际货币的功能发展程度不一，计价融资功能发展相对较慢，这与前几年我们的收益率比国外高有关系。

投资人民币资产仍面临一定的操作性问题，比如在岸市场开放程度不够，离岸市场流动性不稳，在岸离岸的资金调

拨不便等。打造上海国际金融中心升级版，就是要坚持本地指导，注重从各个方面拓展人民币作为国际货币的基础功能。

一是协同推动人民币国际化资本项目可兑换，从基本理论和国际经验来看，在人民币不可自由兑换的情况下，人民币国际化可以向前推进，但是推进到一定阶段可能会遇到瓶颈。制约人民币国际接受程度进一步提高，因此人民币国际化与资本项目可兑换需要统筹考虑，一起推进。引领区的意见明确支持浦东率先探索资本项目可兑换的实施路径。资本项目可兑换这件事已经说了很多年，这项工作的难度不小，我们可以按照引领区的意见，抓紧抓好落实，特别从基础做起，可以从实体部门和金融部门、交易环节和汇兑环节、正面清单和负面清单、法规层面的放开和市场主体的感受等多个维度，对人民币可兑换程度进行全面评估，然后再分类分项制定方案，细化措施。同时还要从宏观审慎角度对可疑资金跨境融资、短期资本流动等进行适当干预，有效防范跨境资金的流动风险。

二是扩大“一带一路”建设中人民币使用，充分发挥上海服务国家“一带一路”建设桥头堡的作用，推动人民币成为沿线国家跨境贸易投资的计价结算的主要货币，继续加强 SWIFT 建设，提高人民币清算结算的安全性和效率。鼓励中资金融机构在沿线国家优化布局，提供人民币金融产品和服务，加强与沿线国家的金融合作，推动人民币对当地货币直接交易。支持发展当地人民币外汇市场，协调降低部分国

家使用人民币的政策障碍。

三是促进在岸离岸市场良性互动。以浦东建设国际金融资产交易平台，发展人民币离岸交易为契机，实现在岸离岸市场有效联动和持续融合，推动各离岸市场形成区域差异化的定位。

第四大抓手是面向国际。上海是全球要素市场最齐备的城市之一，其中股票、债券、黄金等交易规模位居世界前列。但国际金融中心更强调国际化程度，而不仅仅是市场体量，与纽约、伦敦等顶级国际金融中心相比，上海国际金融中心的国际化程度明显偏低，比如说我们债市和股市中外资占比仅 3-5% 左右，不仅低于发达国家，也低于主要的新兴市场国家，比如说我们的原油期货市场规模是全球第三大原油期货，但是价格的国际影响力与前两位还有很大差距。此外，我国金融机构提供全球金融服务、配置全球资源的能力总体较弱，国际化金融人才也相对缺乏。为补齐国际化短板，上海国际金融中心升级版需要面向国际进行规划。除了前面提到的推动金融市场开放、推动人民币国际化资本项目可兑换以外，还要打造一流的营商环境、引进国际优质金融资源、培育本土跨国金融机构、吸引国际化金融人才等方面要下更大的功夫，促进全资金、信息、技术、人才等要素资源加速汇聚。

具体措施包括进一步加强金融法治建设，探索建立具有国际竞争力的金融税制安排，吸引更多具有先进技术和经验的外资金融机构落户上海，按照内外资一致的原则开

展业务经营。还要推动更多本土金融机构在“一带一路”、RCEP 地区设立分支机构，为中资企业走出去提供更加专业、国际化、多元化的跨境金融服务，逐步发展我国大型跨国公司和跨国金融机构，提高国际化的经营水平。不断完善金融人才服务体系，便利海外高层次紧缺金融人才在沪职业等。这些都是长久以来上海国际金融中心的短板，当前的迫切性更强，但是难度也更高，特别是在当前的俄乌冲突、中美关系这种情况下，当前的国际形势等方面，难度更大一些，但是也更值得去做，这些国际化的工作恐怕还是要抓住时机，大力去推进。

我就讲这些，不对的地方请大家批评指正，谢谢大家。

**杨长江：**非常感谢金行长的精彩报告，金行长的报告从四大抓手的角度阐述了上海如何打造国际金融中心升级版，非常高屋建瓴和非常具体，里面很多提法非常具有新意，对于我们认识上海进一步深化国际金融中心建设具有重要的意义，谢谢金行长。

接下来是发言环节，我们一共有八位嘉宾，每位嘉宾 12 分钟左右。第一位发言嘉宾是上海市地方金融监管局副局长林文杰先生，他的发言题目是“深入推进上海国际金融中心建设”，有请林局长。

## **林文杰：深入推进上海国际金融中心建设**

**林文杰**（上海市地方金融监督管理局（上海市金融工作

局) 副局长): 女士们, 先生们, 朋友们, 大家下午好! 很荣幸能够参加中国国际金融 30 人论坛, 首先我谨代表上海市地方金融监督管理局, 对本次论坛的举办表示热烈祝贺, 对一直以来关心和支持上海国际金融中心建设的各界朋友表示衷心感谢。

上海国际金融中心建设是党中央国务院交给上海的重大国家战略, 自 1992 年党的十四大报告确立建设上海国际金融中心的目标以来, 在国家有关部门的大力支持和指导帮助下, 经过各方的不懈努力, 取得了重大进展, 实现了基本建成战略目标。总体来看, 上海金融业增加值、金融市场成交额、金融机构总数和金融从业人员都实现了大幅增长。上海国际金融中心的主体架构已经基本确立, 定价、支付、清算等核心功能日益成熟, 国际化程度明显提升, 配套服务体系不断健全, 同时有力支持了其他四个中心建设。

具体可以概括为四个度, 一是全球资源配置能力显示度显著提高, 金融中心核心功能不断增强。二是金融改革创新系统集成引领度愈发凸显, 开放枢纽门户地位更加凸显。三是金融供给侧改革感受度不断上升, 有力支持了实体经济的发展。四是金融营商环境精准度更加精细, 金融中心城市影响力明显提升。今年上半年尽管受到了新冠疫情的负面影响, 上海金融业仍保持了持续增长, 是金融业增加值 4125 亿元, 同比增长 6.1%, 占全市生产总值的 21.3%。上海金融市场交易总额超过 1362 万亿元, 同比增长 16.8%。金融业的平稳运行对于助企纾困, 在疫情期间稳定上海经济大

盘，发挥了压舱石的重要作用，也为下一步发展奠定了坚实的基础。

过去在座很多专家学者都为上海国际金融中心提出过宝贵意见和建议，去年在汇聚众智的基础上，我们制订了上海国际金融中心十四五规划，提出了两中心、两枢纽、两高地的具体目标。计划到 2025 年，两中心，即全球资产管理中心的生态系统更加成熟，金融科技中心全球竞争力明显增强；两枢纽，即国际绿色金融枢纽地位基本确立，人民币跨境使用枢纽地位更加巩固；两高地，即国际金融人才高地加快构筑，金融营商环境高地更加凸显。

面对当前世界百年未有之大变局以及国内加快服务构建新发展格局的新形势、新要求，上海国际金融中心建设需要在更高起点上做出更大作为。我个人认为，以 2020 年为基点，在把握落实十四五规划的同时，我们还要把握提前谋划 2035 上海国际金融中心建设。面向 2035 上海国际金融中心建设必将面临国际国内经济金融领域重大变化，我认为到 2035 年，从国际来看，中国将成为全球第一大经济体，人民币国际地位进入前三，“一带一路”和 RCEP 生效实施取得决定性成果，全球经济呈现新格局，数字经济成为国际经济竞争的主赛道，中国成为数字经济大国强国。从国内来看，2035 年碳达峰和美丽中国建设目标基本实现，正向 2060 实现碳中和稳步前行，社会财富积累达到新的高度，投融资方式发生重大变化，人口老龄化成为中国基本国情，经济发展方式发生根本性变化。假如从 2035 回看上海国际

金融中心建设的进程，当前我们仍然有很多不足，主要是金融市场配置全球资源能力还有不少短板，金融产品和重大大宗商品价格影响力较弱，金融机构多而不大、全而不强，金融基础设施面向国际的服务能力不足，支持科技创新的金融体系功能偏弱，人民币离岸金融体系尚未成型。开辟国际金融中心新赛道存在不足，金融发展环境缺乏有利保障。对标国际最高标准、最好水平，深入推进上海国际金融中心建设，我认为还需要重点关注以下六个方面。

第一，要建设富有韧性、更具活力的金融市场体系。要着力提高金融要素市场的深度、广度、定价能力和资源配置效果，积极拓展各种场内和场外市场，加快完善多层次资本市场，支持科技创新和产业结构升级，深入推进金融市场高水平对外开放，加强与国际市场的互联互通，建设金融对外开放先行区，形成与国际规则接轨的连接点和转换器，为国际金融中心更大范围、更宽领域、更深层次对外开放积累经验。

第二，要拥有种类齐全、丰富多元的金融产品体系。要立足于服务实体经济导向，提升关键产品定价能力，加快完善人民币债券、期货、汇率、利率等指数和基准价格体系，大力创新各类场内外衍生品和国际化期货品种，丰富风险管理工具，提升人民币金融资产的自主定价能力和国际话语权。同时，以浦东高水平金融改革开放为契机，推动特定金融产品更大程度对外开放，提升金融产品的国际竞争力。

第三，要拥有具备国际竞争力和行业影响力的金融机构

体系。要支持银行、证券、保险及各类金融机构集聚发展，发展更高能级的总部经济，打造更多旗舰型机构，吸引国内外知名投行、资产管理公司、股权投资公司等直接投资机构，提升全球资管中心的能级，扩大现有金融机构，尤其是外资金融机构在上海业务经营范围，要增强外资金融机构的吸引力。

第四，要拥有技术先进、安全高效的金融基础设施体系。要积极建设具有国际先进水平、支付、登记、结算、清算、托管等金融基础设施体系。聚焦提升上海金融基础设施体系的国际化程度和危机应对能力。要加强金融科技的应用，优化金融科技发展布局，完善金融科技全链条生态体系。

第五，拥有国际一流的金融营商环境，国际金融中心之间的竞争往往更多表现在营商关系和规则方面等软实力竞争，要更加重视金融营商环境和规则体系的建设，加快形成具有国际竞争力的金融法治监管体系和国际一流的金融发展生态，努力为国内外市场主体营造稳定高效的金融发展环境，切实提升在沪金融机构运用国际金融规则的能力，提升国内监管部门、司法机构、仲裁机构对国际金融规则解释的影响力和国际认可度，提高上海标准对国际金融规则制定的贡献度。

第六，要拥有汇聚各方合力的工作协调机制。建设上海国际金融中心是一项国家战略，需要有国家层面的协调机制，金融作为中央事权，上海国际金融中心建设一直以来得



到了国家金融管理部门大力支持。面向未来，建设顶级的全球金融中心，需要有顶层的制度设计，打造上海国际金融中心升级版，涉及到重大金融改革创新事项、多部委事权和跨部委的协调，现有的协调机制已比较难满足全部需求，有必要在更高层面建立协调推进机制。

以上是我的一些初步的考虑，供大家参考。当前我们正处在两个一百年的奋斗目标的历史交汇期，处在上海国际金融中心建设迈向更高发展水平的关键时期，上海国际金融中心未来的发展离不开在座各位领导、各位专家学者的大力支持，让我们久久为功，持续用力，在不断展开的历史画卷上共同书写上海国际金融中心建设的新契机、新篇章，谢谢大家。

**杨长江：**非常感谢林局长的报告，这个报告的时间维度特别有意思，当前的、五年的、十五年的，从 2035 回头看可能更加清晰。接下来发言的是中国银行执行董事、副行长王纬先生。

## **王纬：对大变局背景下金融开放的几点思考**

**王纬**（中国银行执行董事、副行长、国际金融 30 人论坛成员）：各位嘉宾，各位朋友，非常高兴参加本次论坛，改革开放以来，尤其是加入 WTO 以后，我国金融开放不断向高水平迈进，在金融市场准入、汇率市场、人民币国际化等领域取得重大进展。近年来随着国内外环境发生重大

变化，我国金融开放已站在新的历史起点。从国际环境看，在逆全球化思潮蔓延影响下，大国博弈日益激烈，地缘政治冲突明显加剧，加之新冠疫情冲击导致全球发展面临更大的不确定性。我国金融开放面临的外部挑战持续增多。从内部环境看，我国长期依赖低成本要素资源参与国际竞争的模式已难以为继，需要在开放进程中逐步建立起新的优势，在未来新一轮全球角力中赢得先机。站在新的历史起点，要以助力构建双循环新发展格局，更好服务实体经济高质量发展为出发点。

第一，更加注重开放的质量和效率，以开放促改革，补齐我国金融改革的短板。当前我国不仅是资本利用大国，也成为对外投资大国。未来在进一步吸引外资流入的同时，要更加注重提升开放的质量和效率，更好服务实体经济发展。一方面，全面审视我国在全球产业链中的位置，根据产业特点及未来发展需求，实行精准开放，推进产业链不断向中高端迈进。另一方面，我国金融体系在服务小微、科创等领域存在不足，直接融资、跨境金融、养老金融等发展仍有短板，未来要引导外资更多流向我国金融体系的薄弱环节。金融机构也要借鉴国际机构先进的经营与服务理念，持续提升服务实体经济的质效。

第二，充分发挥自贸区在金融开放创新中的引领作用。我国 20 多个自贸区，以不到千分之 4 的国土面积，贡献了全国 16% 的外贸规模、18% 的实际外资利用额。自贸区已成为新时代对外开放的战略高地，未来自贸区要充分利用政

策便利，更好发挥先行先试的优势条件，探索实行离岸金融、资本账户开放等政策，在汇聚金融资源、服务企业走出去、推动人民币跨境适应等方面发挥更大的作用。例如积极构建更多人民币国内外应用场景，加快推进人民币跨境使用，逐步打通境内外两个市场，在风险管控前提下建立以人民币计价结算面对全球投资者的股权、债券、期货及大宗商品市场，推动离岸人民币交易。在资本项目方面，可根据实体企业的实际经营需要，适当增加资金使用的灵活性及资金管理能力。

第三，以绿色金融为抓手，深化国际合作，寻求多方共赢。近年来包括中国在内的许多国家，提出碳达峰、碳中和目标，绿色发展成为逆全球化背景下难得的国际共识和新的增长点，绿色金融领域将有更大的国际合作空间。从融资需求看，虽然近年来全球气候融资规模不断增加，但资金缺口依然较大。未来每年全球气候融资缺口预计为 3-4 万亿美元。推动可持续发展是世界各国的共同责任，中国作为全球第二大经济体和第一大工业生产国，碳减排任务艰巨，在推动全球绿色转型及绿色金融国际合作中将做出重大贡献。

一是积极参与绿色金融国际标准体系建设。绿色金融标准是绿色金融领域的通用语言，具有规范绿色金融相关业务和确保绿色金融可持续发展的双重作用，是更好开展国际合作的基础性工作。标准缺失会导致信息披露内容和质量参差不齐，缺乏可比性，我国要以拓展和深化中欧可持续金融共同分类目录等绿色金融标准为抓手，增强实操性，以吸引更多

多的国家参与，逐步形成全球普遍认可的目录分类标准。

二是发挥绿色金融在“一带一路”中的重要作用。“一带一路”沿线以发展中国家为主，当前主要依靠高耗能的经济发展模式，面临着环境和气候风险较为严峻，发展绿色金融空间较大。据测算，未来十年“一带一路”绿色发展投资的市场空间达到 5 万多亿美元，我国企业和金融机构要提高走出去的水平，加大与“一带一路”国家金融机构、主权财富基金、私人资本及国际融资机构的合作，创新绿色金融产品和服务种类，提升绿色产业的融资效率，同时积极向“一带一路”国家提供绿色转型分析、战略规划和碳减排经验及技术，帮助提升沿线国家经济的可持续发展能力。

第四，在对接国际规则的同时，积极参与金融规则制定，提升我国的全球金融治理中话语权。一方面推行全球通行的国际规则是畅通金融资源内外良性循环的重要手段。未来要继续推动会计、审计、监管、数据等制度规则与国际通用标准接轨，不断优化营商环境。另一方面，作为新兴市场国家的代表，我国要持续同国际组织、国际标准制定机构及相关国家开展交流合作，推广更多具有中国特色、国际认可、符合发展中国家利益的金融业务规则和治理理念，不断提升以我国为首的新兴国家在全球金融治理中的话语权和影响力。

第五，做好开放与风险防范的平衡，切实维护我国金融体系稳定。高水平金融开放在不断提高金融资源配置效率的同时，也会对金融稳定带来更大挑战，随着我国金融开放程

度越来越高，短期资本占跨境资本比重也越来越大，管理难度将有所提升。近年我国国际投资投促发展的证券投资和其他投资，合计占比由 2011 年末的 40.78% 上升到 2021 年二季度的历史最高的 51.58%。去年下半年以来，受美国等主要经济体货币政策转向的影响，我国资本流出率上升，证券投资和其他投资合计占比持续降至 2022 年一季度末的 48.76%，因此在未来推动金融开放的进程中需要更加注重防范外部风险传染，宏观层面要构筑完善与高水平金融开放相适应的宏观审慎监管方案，逐步完善资本流动监管规则，丰富跨境资本流动宏观审慎工具箱，提升跨境资本流动管理的有效性。微观方面，在美联储等主要央行货币政策加速转向背景下，要强化对机构及企业跨境交易行为的监测与管理，及时甄别和处置跨境资本异常流动现象，特别是要防范投机性资本加速流出对我国金融市场带来的冲击，切实维护金融市场稳定，确保金融体系稳健运行。

坚持对外开放不仅是中国取得举世瞩目的重要经验，也是维护经济全球化和多边贸易体制的有效手段，虽然全球化在短期内遭遇逆风，但开放与全球化仍是历史规律和必然趋势，金融是现代经济的核心，也是大国博弈的主要领域。当前正处在大变局的历史时点，我们要继续以更高水平的金融开放来应对逆全球化的思潮，通过加深与更多国家和地区的交流，来挖掘更大的合作空间，共享开放带来的红利，谢谢大家。

**杨长江：**谢谢王伟行长的报告，他从大变局这样一个新

的形势出发，分析了我们金融开放的六个核心关键领域，对我们理解上海国际金融中心建设具有重要的意义。接下来发言嘉宾是浦发银行副行长王新浩先生。

## 王新浩： 浦发银行积极投入上海国际金融中心建设

王新浩（浦发银行副行长）：各位专家，各位嘉宾，下午好！非常荣幸参加本次论坛的研讨会，也感谢长期以来大家对浦发银行的关注和支持，下面我结合浦发银行工作实际，就深入推进上海国际金融中心建设，与大家做交流和分享。

深化上海国际金融中心建设是推动我国金融更高水平对外开放的重要抓手，作为改革开放的排头兵，上海历史性地承接了新时代国家建设国际金融中心的使命。经过多年的不懈努力，目前上海已具有较为完备的国际金融中心核心功能，确立了人民币金融资产配置和风险管理的中心地位，成为推动人民币国际化的重要枢纽，基本形成服务实体经济和支持经济高质量发展较为适配的金融服务体系。2021 年上海金融市场交易总额突破 2500 万亿元，在多个领域稳居全球前三，各类要素市场和金融机构在沪加速集聚，金融服务水平和发展环境大幅改善。今年 3 月，英国智库最新发布的全球金融中心指数排名显示，上海继续超越了新加坡，蝉联全球第四，保持历史最好成绩。当前新的形势正赋予上

上海国际金融中心建设新的内涵，上海正努力打造国际大循环的中心节点和国际国内双循环的战略链接。

在新的起点上，加速推进上海国际金融中心建设的升级版，对全面提升我国金融对外开放水平具有重大的意义，上海金融机构也将在此过程中迎来更为广阔的发展机遇。浦发银行始终强化上海金融国资旗舰企业的责任担当，全力以赴支持上海国际金融中心建设，在服务金融基础设施建设方面，浦发银行长期深耕各类金融要素市场，积极搭建特色化的服务体系，共获上海地区业务资格 69 项，其中 40 项交易量排名全市场前三。在落实自贸金融改革方面，第一时间成立了上海自贸区分行和临港新片区分行，落地了全市场首个 FT 全功能资金池，一开始是人民币的双向资金池，浦发银行的人民币双向资金池在全市第一，大概三百多个。

浦发银行开展了首批离岸经贸业务和首单的贸融资产跨境转让等创新业务，并建成了业内领先的自贸、离岸、海外分行、境外投行四位一体的跨境的金融服务平台。在践行金融供给侧改革方面，较早开展了 LPR 理论研究，为人民银行实施利率市场化改革提供了高质量的政策建议。同时强化对国民经济薄弱环节的支持，大力发展绿色、普惠和科创金融，并针对近年国内外金融市场波动上升的现象，创新推出浦银避险的品牌，精准服务企业避险的需求。在助力金融机构集聚方面，创建了线上同业合作生态平台，通过体系化的社区运营，打造了融各类同业资源于一体的远程聚合的枢纽。在推动上海科创中心和国际金融中心联动方面，与上交

所合作成立了工作室，聚焦专精特新、高新技术企业特点的需求，推出了市场领先的融资、融质、融绩、投资综合的金融服务。同时紧扣数字经济时代脉搏，首创全景银行的新范式，引领了全行业开放银行的建设路径。联合太保等数十家长三角的金融机构，成立了开放金融联盟。

虽然上海国际金融中心建设已经取得了长足的进步，但对比纽约、伦敦等国际一流金融中心，在功能上仍存在国际化程度偏低、定价权偏弱、市场结构相对单一等短板。为此，我们提出相关的思考和建议如下。

一是加快建设上海离岸金融中心。建议进一步推动离岸账户与国际规则接轨，合理增加货币、股票、大宗商品、保险及金融衍生品、碳排放交易等业务场景，尽快推动上海离岸业务持牌银行开展离岸人民币业务。离岸人民币也是一个外币，离岸做的就是外币。再一个配套增加离岸人民币兑换、人民币债券投资以及资产管理业务的种类，进一步提升上海金融机构国际化服务水平。在此过程中，浦发银行将充分发挥离岸银行牌照的优势，用好临港新片区金融先行先试的机遇，深度参与离岸人民币业务创新，为监管部门制度设计、政策制定积极提供实践的支撑。

二是加快完善人民币金融市场的价格体系，进一步丰富人民币金融产品和工具，完善市场创新、交易、定价、清算等功能，增强人民币金融产品全球的定价权和影响力。在此过程中，浦发银行将全力发挥银行间本币市场核心交易商、主要人民币外汇做市商、上海金上海银定价行等这个方面的



特色优势，深度参与做市交易及全品种报价，助力上海发展成为全球人民币产品交易主平台和定价中心。

第三个建议，加快提升上海全球资产配置能力，进一步丰富资管行业主体，畅通资管投资渠道，更好地满足企业与居民跨市场、跨境配置的需求，合力将上海打造成为资管领域要素集聚度高、国际化水平强、生态体系较为完备的综合性、开放型的资产管理中心。在此过程中，浦发银行将充分发挥浦银理财子公司、浦银国际等多牌照集团化的经营优势，用好理财直投、股权投资等多元金融工具，全力推动上海建设全球资产管理中心。

浦发银行作为伴随浦东开发开放应运而生的商业银行，明年将迎来成立 30 周年，我行将持续深入落实中央及上海市委市政府的决策部署，积极践行金融报国、金融为民的理念，不断强化责任担当，提升金融服务水平，为上海国际金融中心建设做出应有的贡献，谢谢大家。

**杨长江：**非常感谢王行长。王行长是从金融机构，尤其是从上海国际金融中心旗舰企业这样的主体角度，告诉我们浦发银行在建设国际金融中心方面过去做了什么，接下来想做什么、能做什么。这是从市场一线主体角度提出的观点，发出的声音，对我们上海国际金融中心建设具有特别重要的意义，谢谢。

接下来的发言嘉宾是上海新金融研究院副院长、浙商银行原行长刘晓春先生。他发言的题目是“建设引领新全球化的国际金融中心”，大家欢迎。

## 刘晓春：建设引领新全球化的国际金融中心

刘晓春（上海新金融研究院副院长、浙商银行原行长、国际金融 30 人论坛成员）：各位朋友，下午好！我先呼应一下乔会长前面讲到的关于外派人才的问题。乔会长觉得好像不太好说，我觉得那不是秘密，银行的外派人员确实比较艰苦，而且也比较委屈。但是说来比较复杂，第一是领导，包括我们没有外派的在国内工作的人，对外派的看法有偏差；第二是外派人员本身对自己的职业生涯规划和生活规划可能也有错位；第三是我们在制定国际化发展战略中，包括在国际化过程中，可能各个银行没有真正去规划过这些人才的培养，所以造成了刚才乔会长说的那个现象。和这个主题没有关系，我只是呼应一下，我自己是经历者。

我想上海国际金融中心建设的定位应该还要往上提，要建设引领新全球化的国际金融中心。现在大家都在说逆全球化，但是我认为全球化是没有办法逆的。由于技术、商业模式和资本的需求，总体趋势是一定会全球化的，但是全球化的方式可能和之前的三四十年不一样了。所以，我认为今后是一个新的全球化阶段。在这个过程中，上海国际金融中心能不能成为引领新全球化的一个国际金融中心，为新兴经济体多提供一个选择？最近半年美国加息对整个世界经济带来了很大的震荡，很多国家都很艰苦，这些都是因为美国这样一个经济体，这样一个金融市场和国际金融中心对世界产生的影响。如果说有另外一个金融中心能够为大家提供一个

新的选择，会不会更好？

前面很多嘉宾都讲到了现在上海国际金融中心的一些不足之处，包括话语权、定价权。在服务实体经济、小微企业、绿色金融的话语下，我们有一个下意识的定义：我们要引进资金、招商引资，要支持国内的建设。需不需要？这是重要的，但是作为国际金融中心，要有国际影响力，你必须还要为国际服务。比如说人民币国际化问题，除了能不能成为其他国家的储备货币，除了在贸易中能不能作为计价货币、支付货币，我们还要进一步成为金融的交易货币。我们现在讲人民币资产，下意识里都是讲中国资产，今后人民币有相当比重是国外资产的话，这才是定价权。现在全部是中国资产，讲人民币定价权，你爱怎么定就怎么定，因为你怎么定跟人家没什么关系。但是当有很多国际资产是用人民币计价的话，这个时候定价权就不一样了。关于上海国际金融中心建设，定位上要更加明确地面向国际，这个面向国际的概念要和其他几个金融中心区别开来，不仅仅是招商引资，不仅仅是为我们自己国家服务，这是我想讲的第一个问题。

第二，我们要围绕建设讲开放。我们要把开放和金融中心建设这两件事情适当的分一分，为什么呢？国际上有许多国家的金融是开放的，包括资本项下项目，但是没有成为国际金融中心，即开放不等于你能够成为国际金融中心。所以从上海的角度来讲，不仅仅是要比其他几个地方争取到更优惠的政策，这个要比，但是我们要更多地把心思放到怎么围绕建国际金融中心来讲开放。比如说更加自由进出的问

题，资金的引进一是直接投资，外资进来建工厂。还有一种是企业到国际上去发债、上市、融资，那也是引进外资。国外资金到上海这个外汇市场、上海这个债券市场、上海这个股票市场来进行交易投资，这也是引进外资，但是这对上海国际金融中心的意义就不一样了。直接投资只是汇款、外汇买卖、接受汇款。我们资金出去到美国去设厂，也是直接投资，作为上海来讲，就是汇出外汇，或者先把人民币换成美元，然后用美元到那边去建厂。

上海要建财富管理中心，要强化国际资产配置，配置有两种，一种是在这里募资，在这里成立了一个财富管理公司，然后向中国人募资，募资以后把这些钱汇到美国去投资债券、投资股票或者投资什么产品，上海作为国际金融中心就是做了一个募集资金的工作，然后把钱汇到外面去，以后再汇回来的。但是如果我们的股票市场、债券市场、其他资产市场上有许多国际资产的话，这也是资金出去，也是国际资产配置，却是在上海国际金融中心办的。所以，我们要围绕建设上海国际金融中心，或者说引领全球化的国际金融中心来讲开放，可能比单纯资本项下开放更讲得明白。把这些事做成，我要开放哪些，而不是从概念上讲资本项下开放，概念上永远讲不清，不如倒过来讲，可能把这个事情做下来。也就是说，规定 2025 年必须有一家外资企业在中国股票市场上上市，把这个定下来，人民银行牵头研究这个政策，这个政策就有了。做实际工作的，你要从实际工作出发，考虑该怎么做，而不要只从概念上讲。这里牵涉到制度开放的

问题。

第三，要围绕着国际金融中心建设来讲制度开放。市场开放不仅要针对机构开放，针对投资人开放，还要针对融资人开放。我们所有的开放里漏了融资人，要把融资人放进来。还有，真的要把这些业务在这里做起来，除了金融制度本身，还有税收制度，这样你才能讲明白，而不是简单的说你这个机构来我就免你所得税，或者说租金便宜一点，或者说提供场地优惠一点。优惠条件要不要？要。但是从金融交易角度来讲，每一个制度、税收环节都要设计进去，才会有吸引力，人家才愿意到你这里来交易、上市。最近瑞士也在吸引中国的企业去上市，以前他们是做私人银行业务的，这两年反洗钱以后，他们考虑把股票市场做起来，吸引中国企业去上市，我们是不是也应该做这个工作？

最后再回应一下乔会长关于规则的问题，一个是参与，去讨论，去谈判，另外一个是你去做，如果上海国际金融中心在国际市场上是受欢迎的，人家愿意到这里来投资、融资、交易，我这里的规则就是国际规则。我做了，这个时候国际规则不需要谈，或者这个时候谈也是很容易的。

讲的不对请大家批评指正，谢谢大家。

**杨长江：**谢谢刘院长，我听他的报告的感觉很“高”又很“低”。从引领新全球化角度来理解上海国际金融中心建设，这个视角很高；但是他提的很多问题又从实际工作角度，而不是从概念角度提出来，又很低。高低之间的结合给我们提出了如何建设上海国际金融中心非常耳目一新的

观点。

接下来报告的嘉宾是中国人民银行上海总部跨境人民币业务部主任施琍娅女士，欢迎。

## 施琍娅：上海国际金融中心建设与金融服务走出去经济

**施琍娅**（中国人民银行上海总部跨境人民币业务部主任）：谢谢主办方邀请，今天这个议题是国际金融规则制定，厚厚一大本够我回去消化半天了。我今天讲的议题是“上海国际金融中心建设与金融服务走出去经济”，回应研讨会的主题国际金融规则制定。我觉得规则制定需要实践支撑，境内金融实践难以产生让国际认同的金融规则，所以我觉得应该先要调整国内规则适应海外竞争，再在实践磨合中产生适用性的规则，然后再在全球金融规则中去带节奏。要不然的话，你直接带节奏可能有难度。

我今天讲的金融服务走出去经济，我刚才听到好多发言嘉宾也有共识，我想从这么几个方面来说。第一，我国走出去经济已经发展到了相当程度，我们的海外权益其实是我们的走出去经济产生的。根据商务部官网，我国目前在境外已有 20 个经贸合作区。2020 年末我国对外非金融类直接投资的存量达到 23106 亿美元，位列全球第三，我国境外企业的资产总额存量达到 5 万亿美元。根据国家外汇管理局官网的信息，2021 年末，我国对外贷款余额是 9628 亿美元，这是

面上的情况，是我国走出去经济的权益类和债权类的概念。

上海已经有较为成熟的走出去经济业态，我们在平常的人民币对外提供金融服务的过程中，深刻感受到一个非常好的变化，上海经济在升级转型中已经发展出在全球化组织生产经营活动的新业态。比方说纺织服装行业，上海以前是全国的龙头老大，现在已经开始全在全球组织纺织服装的生产加工。我们的芯片制造行业也是全球化组织生产。这些新业态是由上海的经济主体来执掌开展的，在全球寻找要素，并进行采购、生产、销售等活动，有些环节在国内完成，有些环节在境外完成，最终成品或者是销往国外，或者是销往境内。这是国际收支手册定义的离岸经贸活动。

走出去经济现在越来越增强上海在全球产业链、供应链和服务链中的份量，但是需要我国的金融服务进行相应跟进。

第一，企业在组织全球要素资源中需要融资跟进，比方说当地建厂需要项目融资，国际采购当中需要贸易融资等。但当地的融资条件大多不完善，或者由于授信而无法满足企业的需要。今天浦发银行王行长刚刚发言过了，浦发银行建立了全球授信了吗？一个面向全球提供业务的银行，肯定要有全球授信作为基础。前不久有一家上海的汽车企业在花旗上海获得授信，在伦敦获得贷款。咱们中资银行能做到吗？这块可能挺麻烦的，这次长三角一体化中，最大的问题是跨省授信都有一定的障碍，这是很大的阻碍。

第二，企业集团总部需要为下属成员公司办理集中受

付，并在集团内部调剂资金遗缺，实现现金管理效率的最大化。但是在我们投资的境外所在地，大多存在一定程度的管制，我们国家也存在一定程度的管制。我们有很多全球化经营企业，比如说华为、中远海运，不止在当地受管制，在我们国家也有一些管制，这个金融服务肯定掉了链子。

第三，企业集团需要为分散在全球各地的成员公司管理币种错配风险、期现错配风险、以及可能涉及到的长臂管辖风险等。企业全球化经营一定会碰到的这些问题，我们银行能帮他管理吗？

跟进实体经济的需求是上海国际金融中心建设的活水源泉，这一部分如果我们不跟进，上海国际金融中心就缺乏一个重要的需求，走出去的企业也得不到相应的服务跟进。外资银行怎么来到中国的？因为跨国企业到中国来投资，所以外资银行都进来了。现在我们企业走出去，我们的服务能不能跟出去，是非常重要的。前不久，路透社报道了印度采购俄罗斯煤矿，用人民币计价结算，交易跟中国没有什么关系，但是交易是用人民币计价结算的。这个服务考验我们的能力，而且这个交易是按照标准的国际贸易流程来走的。从这个角度来说，跟进实体经济的需求，是上海国际金融中心建设的活水源泉。

我们一直在招商引资，但是国际金融中心应该发挥辐射作用，应该服务出去的。现在上海有几个比较好的条件。

首先，总书记浦东改革开放 30 周年讲话中明确提出，支持浦东发展人民币离岸交易、跨境贸易结算和海外融资服

务，最后是海外融资服务。这个海外融资服务是需要我们去发展起来的这部分，这里面带着全球授信。刚才有说到出国不方便，确实我们银行出去一趟都是外事指标，人员指标，所以你没有办法去做信贷调查，这是一个很大的短板，需要去解决。

其次，浦东引领区文件提出建设与上海国际金融中心相配套的离岸金融体系，这就是法律保障。这部分我们以前在国内做，政府发一个规定，发一个通知就可以视作部门规章来支撑。但是你要向外走的时候，没有法律的保障，法律不先行，如何取信于人家？关于法律建设的问题也说了好几次了。

第三个契机是国际金融资产交易平台。国际金融资产交易平台应当支持国际属性的资产和国际通行的产品上市交易，这里说的包括大宗商品，还有提供全球资源配置功能，为我国走出去经济提供投融资服务。国际金融资产交易平台最好的方法就是配合“一带一路”建设，我们可以做一些双边双币双挂，这个资产在上海挂，同时在巴基斯坦、中欧交易所，“一带一路”沿线我们都应该去做，为什么？这个资产既然是“一带一路”的资产，为什么只能在你这里上市，不能在那里上市？很多规则都是由西方国家、发达国家来带节奏的，下一步能不能在“一带一路”上由发展中国家、新兴市场国家，基于实践产生一个适配度更高的规则？可能需要我们实践去推动。上海国际金融中心建设，如果是眼睛向外的，能够跟大家手拉手一起来做的，我们按照总书记划

的朋友圈去找货币朋友圈，那样的话我们或许可以闯出一条新路，制定出适配度更高的既被发达国家认可、又对发展中国家适配的规则，才是我们下一步可能需要先去探索的事。谢谢大家。

**杨长江：**谢谢施主任。我听施主任的报告的收获，不仅是金融服务企业走出去有很多可以做的措施，更重要的是她分析的思路，上海国际金融中心建设关键是要抓住服务中国实体经济的源头活水，从源头活水出发，国际金融中心建设就会迎来清明的水，蓝蓝的天。谢谢施主任。

接下来的发言嘉宾是上海银保监局一级巡视员张光平先生，他发言的题目是“中美股市深层次结构高度相似性对高水平对外开放的启示”，有请。

## **张光平：中美股市深层次结构高度相似性对 高水平对外开放的启示**

**张光平**（上海银保监局一级巡视员、国际金融 30 人论坛成员）：大家下午好！本来做了一个 PPT，时间比较长，乔老师说 12 分钟，12 分钟根本没法讲，这个题目中美股市深层次结构的相似性。这个结果是三个星期前我才做出来的，得出结果的前几天我自己非常吃惊，开始找不出来真正的原因，跟中外投资界，尤其是股票市场的一些专家进行各种讨论以后，基本上得到满意的答案。对上海国际金融中心建设，对高层次对外开放，都有非常大的启示。

讲数学模型的话，120 分钟都不够，我给大家简单说一个概念。中美两国经济结构、收入差别、社会治理、证券化程度、货币国际化程度有着巨大的差别。这么大的差别，两个股市有什么样的相似性呢？美国进入 21 世纪，特别是量化宽松政策推出之后，纳斯达克引领纽交所，这是大家都知道的。纳斯达克的市场活跃度、成交金额比纽交所高很多。2010 年到 2020 年，纳斯达克市值年均复合增长率 17.2%，比中国和印度高速增长的经济还要快。纳斯达克指数和标普 500 指数，一个是新兴科技，一个是传统美国股市。国内这几年以来，深圳股市相当于美国的纳斯达克，因为 2010-2020 年深圳股市的市值复合年均增长率 14.8%，上海是 8.7%，纽约是 5%。同样的，深圳股市的流动性、成交量已经好多年超过上海了。纳斯达克是美国的动力板，深圳股市是中国股市的动力板，这个看起来有点相似了。

2020 年第一季度，全球疫情对全球股市影响最大的时候，当时原油每桶 15-16 美元，对全球股市发生重大影响。从 2020 年一季度到 2020 年 5-6 月份，纳斯达克重新引领纽交所和标普 500。国内深圳成指引领上证指数的时间比美国早 6 天。2020 年 5-6 月份前后，美国股市和中国股市基本上同一时期进入大牛市，2020 年 5-6 月份到 2022 年 2-3 月份，纳斯达克引领标普 500，深圳成指引领上证指数，纳斯达克指数每增长 1 个百分点，标普 500 增长 0.3。从 2020 年疫情冲击全球资本市场，一直到今年 2-3 月份从牛市转入熊市之间，都是动力板引领大盘。今年 2-3 月份，中国引领的

比美国早一点，经过了半年的徘徊，正式进入牛市。两个国家的大盘重新反过来引领动力盘（动力盘就是科技板块）进入牛市，纳斯达克退到二线，深圳指数退到二线。这两年多的相似性是，深圳在牛市期间引领上证指数 0.28，美国的引领是 0.3，我看到这么大的相似性，基本上不敢相信。

大家看我们的人均收入，正向化程度美国 2020 年是 200% 以上，咱们不到 100%，甚至把香港的中资股加进去，咱们充其量只有 100%，两个国家的动力盘和大盘之间为什么有这么大的相似性？咱们学美国，各行各业几十年都在学，很多人说咱们有些地方超过美国了。咱们学美国各个领域，没有哪个领域学的这么像。中国投资者投资纳斯达克、纽交所的股票，能影响美国股市这么大的程度吗？可能性不大，美国财政部每个月公布出来的各个国家持有美国股票的数字，中国连 2% 都不到，为什么两个国家动力板跟主板引领相似性 98% 是相似的？

国际资本同时投资、同时玩两个市场，大家同意这个说法吧？同样的国际资本在同样投资中国市场和美国市场，只有这个结果。不然的话，从咱们的经济收入、证券法程度、科技水平、治理水平，根本不可能达到这么大的相似性。同样的资本在操作两个国家两个板块，把深圳成指做成和纳斯达克，两个数字都差不多一样，上证指数跟标普 500 的数字也是一样的，资本同时在操作、投资两个市场，这是一个非常大的结论。

给大家说这个结果，对我们现在有什么启示呢？前面讲

的进入牛市之后，两个国家都是大盘重新回到引领了，牛市的时候大盘成为主力军。深圳指数一直往下走，6月17号达到了拐点，从往下跌要往上升了，拿当时数字预测，一个月之后深圳指数引领会重新超过上证指数，就是咱们比美国早一个半月，预测中国股市比美国股市恢复得早，这个合乎咱们的逻辑。美国加息，没有回头的迹象，这两个星期影响全球非常大的一个事件是7月28号美国第二次加息，本来美国股市应该继续往下走。但是7月28号还发生了另外一个非常重要的事件，众议院芯片法案通过，从7月27号开始到截止昨天，美国股市基本上每天涨，只有一天略微下降。当然不光是芯片法案的作用，原油价格下降，美国的通胀压力略有下降，美联储加息鸽派声音有所提高。但是芯片法案的通过是非常重要的因素。

指数跟市值之间往往不好完全对应，我找到了6月底纳斯达克市值和纽交所市值，一直算到8月12号，美国股市从芯片法案通过，增长5.6万亿美元，相当于芯片法案530亿美元的一百多倍。我们正好在这个时间前后，国内的芯片行业发生什么事？正好是反差。7月27号前我们的股市基本上每天跌，只有一两天升，什么意思？同样的国际资本在两个国家的主盘和动力盘之间操作，哪个国家股市动力盘重新引领的时间，反映的是两个国家宏观经济政策、货币政策各方面的因素。现在芯片法案已经过去了，8月12号美国收盘的数字，纳斯达克引领已经回到了跟标普只差40%。所以说两个股市谁先恢复动力盘对资本市场的影响，是反映

国家宏观经济政策、货币政策、加息和各种各样的原因。

咱们对外开放还是需要各方面国际资本的支持，调整国家各方面的政策，包括我们的科技政策、对外开放政策，使我们政策的市场预见性、预测性更好，国内投资者、国际投资者对我们的信心更强，我们的资本市场才能达到更加持续稳健增长的程度，才会对实体经济有进一步的支持，才会为人民币进一步国际化提供底气。谢谢大家。

**杨长江：**谢谢张局长给我们分享了他最新的研究，这个研究刚才听了挺让人震惊，出乎意料。但是仔细听张局长分析，感觉情理之中。他这个分析结论为我们理解上海国际金融中心的建设提供了非常重要的思路，也从侧面说明中美金融联系或中国金融开放程度有时候比我们想象的更深刻一些。

接下来发言嘉宾是复旦大学泛海国际金融学院执行院长钱军教授。

## **钱军：推动以 NFT（数字藏品）为代表的数字资产市场的健康发展**

**钱军**（复旦大学泛海国际金融学院执行院长、国际金融 30 人论坛成员）：大家好，之前我在论坛讲的都是股市、债市、国际金融，今天给大家讲讲不一样的。

这个东西是什么？先看看漫画，左边这个东西值多少钱？这个“无聊猿”是美国的一个公司在全球最重要的

交易平台发行的，计价的方式是用以太币（Ether，简称“ETH”）。这个东西现在值 134 个以太币，一个以太币大概是 1500-2000 美元。这个玩意大概值 150-177 万人民币，这是数字藏品的代表，这个价格是非常高的，里面肯定有泡沫。中间那个是珠宝，价格是 20 个以太币，26 万人民币，就是这个图。右边的图，这个挺好看的，是敦煌飞天，阿里巴巴和敦煌美术研究院联合发布的，然后上他们的蚂蚁链限量发行，价格非常低廉，只要 9 块 9 一个，然后加 10 个蚂蚁积分。我不懂艺术，但是明显这个玩意比其他好看多了。



图 1: 有代表性的 NFT 作品

这就是数字藏品有代表性的作品，这里体现了几个：第一，如果我们要谈市场，一定要有发行和交易；第二，从内容上来看，它有设计元素，有原创，当然也有艺术品的重新挖掘和改造，它的底层资产的内容是跟文创相关的。

这跟国际金融中心有什么关系？还是有点关系的，我们写了这个报告以后，上海市政府里还是有不少部门觉得应该推这个。当然它有些问题。我跟大家快速讲三个方面。第一，讲讲 NFT 大概是什么东西；第二，现在的市场规模和美国为主的成熟市场怎么做交易；第三。针对这些问题谈一下探索。我们有一个报告组，除了我以外，我们有研究区块链应用的年轻教授和做市场建设的资深专家。

讲 NFT（非同质化代币，Non-Fungible Token），要先讲 FT（同质化代币，Fungible Token），FT 通证是一样的，就像发币一样，包括比特币、以太币。在国外数字藏品的计价和交易是以同质化通证比特币或以太币来计价和交易。

什么叫非同质化？就是独一无二的，比如无聊猿这个系列，这个东西有几百个，是数字化资产，每一个都是不一样的，这叫非同质化的通证。除了你看到的图像数字化资产以外，还有很多东西，一旦这些产品上区块链以后，重要的是确权。

NFT 上了区块链以后，区块链的特征可以让所有权标准化。如果数字藏品首次发行以后，别人修改的话，这个所有权的变更在区块链上是可以记录的，区块链的特点就是一旦上链以后很难被篡改。

国内一个元宇宙，一个 NFT，都很火，火得有点乱。4 月份中国互联网金融协会、中国银行业协会、中国证券业协会联合发布一个重要文件《关于防范 NFT 相关金融风险的倡议》。什么意思呢？基本来讲就是不让金融机构参与，不

能搞变相的金融产品。绝对不能以违规建立的交易场所来交易。

所谓的加密货币，不管是比特币还是以太币等虚拟货币，在中国都是禁止的。既然是禁止的，就不能用作任何的交易清算和结算。现阶段如果我们要做数字藏品，不能用在海外交易的比特币或以太币作为计价工具。这个文件很重要，我也理解金融监管部门可能是不想出太多的乱子，现在风险不少了。

在这种背景下怎么做？这个东西为什么在中国要做？至少三个方面。第一，它的内容上很多是文创产品，中国四个自信里很重要的是文化自信，我们有很多文艺产品要让人看到。除了艺术品以外，很重要的是游戏，游戏在国内是非常发达的行业。一个是文创，一个是游戏，这是 NFT 的底层资产，中国已经有很大的创作能力。第二，参与 NFT 的，从创作、发行到交易。我做这个就是为了跟上年轻人的步伐，否则以后代沟太大了，他们说什么我也不懂，因为这个我学了很多东西。现在讲创作者经济（Creator Economy），也是一个重要的形态，要鼓励。第三，这个玩意是不是完全是虚拟的？不一定，比如说在游戏领域里，跟 NFT 相关的可以是权益产品。迪斯尼做了什么产品以后，你拿这个可能跟用门票去迪斯尼享受的好处有关系。比如说蚂蚁发的产品，它有蚂蚁的积分，我包装这个产品的时候可以带动线下的服务，只要有线下服务就可以有实体经济的作用。

数字资产的保护处于初步阶段。但是从全球来讲，规模

发展非常快，主要交易在平台上。2021 年全球基于以太坊公链的 NFT 销售额超过 90 亿美元，比 2020 年增长 2500%，NFT 市场总市值也超过百亿美元。细分市场中，收藏品和艺术品贡献了超过 90% 的销售额。2021 年之前网上关于 NFT 的搜索量极低，2021 年之后网上关于 NFT 的搜索量明显增加。

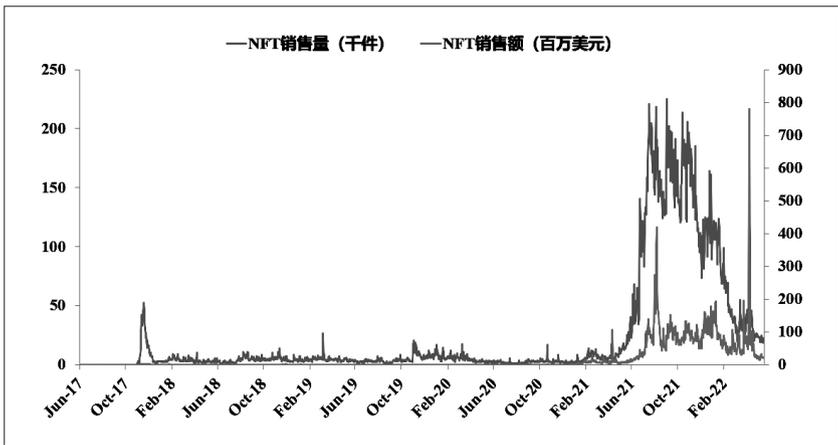


图 2: NFT 市场规模

游戏 NFT 成为发展最快、影响最大的 NFT 细分领域之一。P2E (PlaytoEarn) 彻底改变游戏中的经济权利分配模式。基于 NFT 的游戏经济系统建设使 NFT 成为游戏、元宇宙等领域中广泛流通的商品和支付方式，具备流通、收藏、保值等重要功能。NFT 跟游戏结合以后，具有流通、收藏、保值的功能，产品里还可以有附加的服务。

交易平台 OpenSea 是一个中心化的交易平台，它的市场份额在境外占 90%。OpenSea 也有很多问题，其中一个问

题有点像股票里的老鼠仓，市场和二级市场切割得不太清楚。做发行的人同时可以在二级市场炒作这个价格，无聊猿这个价格肯定有点高的。OpenSea 平台销售额超 100 亿美元，市场份额占比一度超过 90%，用的是以太币。服务器崩溃、“老鼠仓”等使市场对 OpenSea 等中心化平台出现较大质疑，基于“智能合约”的去中心化、自组织运行的去中心化组织（DAO）受到更多关注。还有一个平台 Coinbase，是一个上市的交易平台，主要是交易比特币这样的加密货币，现在比特币交易量的一半在这个平台上，最近也开始做 NFT，但是它的量远远赶不上 OpenSea。

目前国际上对 NFT 监管尚未明确，美国基本纳入 SEC，国内截至 2021 年底，仅海南国际文化艺术品交易中心给“嗨易购”（海文交自营）和“一起 NFT”两个平台颁发过数字艺术品交易牌照。如何界定 NFT 属性并制定统一监管规则是 NFT 市场面临的首要问题。

一级发行市场存在质量问题。无论质量好坏、有无艺术价值，平台均可大量发售甚至重复发售，重复发行不符合 NFT 非同质化的本意。二级市场交易存在较大市场风险，暴涨暴跌。比如被天价炒作的无聊猿系列。一二级市场套利：一些发售平台同时开放二级市场，用发售数字藏品的资金对二级市场控盘，故意抬高藏品的价格，高价炒作一级市场发售的甚至是免费发放的数字藏品。

技术、存储等环节也存在严重安全隐患。国内外 NFT 发售平台大多通过外包合作方式实现 NFT 在区块链上的存

储和交易，一旦合作破裂或到期停止，如何保证仍在链上的 NFT 产品存储和交易安全是一个重大考验。如果我们要做一个交易体系的话，一定要有一个底层的链，我们最近跟市里的部委沟通以后，技术上没有任何问题，但是如果要做一个全国性的交易体系，一定要有底层区块链技术，这个技术是有的，只是说我们用谁的。

最后我们体看看能够做什么。第一，在中国如果要做，尤其是做文创产品和游戏的 NFT 交易平台，平台一定是官方自主可控的。现在以太坊我们不能用，支付方式我们要考虑。未来一个很好的支付方式是数字人民币，数字人民币用来做这个就很好。架构上，第一是要有一个底层的区块链，这个底层对所有上链产品的发行和交易都要可控，要能看到。二级市场里的一些交易可以是匿名的，跟买方之间的改易可以是匿名的，但是交易对底层系统来讲都不是匿名的，全都能看到。一定要有底层体系对所有的交易和发行的记录，才能做到安全性。只有底层的还不行，可以搞两层架构，在底层架构的基础上允许牌照的形式。从技术来讲，阿里、腾讯做 NFT 没有任何问题；从内容来讲，B 站、抖音已经有很多可以作为内容的产品，如果允许他们在底层的链上搭一个结构，他们就可以做发行，这是两层架构。

一级市场和二级市场绝对要切分，就像股票发行一样，不是说做了一级就一定不能做二级，但是角色切分一定要非常清楚。内容上一定要把关，国家和政府一定要审核文创产品，可以对资质进行把控。二级市场可以像股票市场，给投

资者设立一定的门槛。最后还有法律上的纠纷解决机制。

NFT 除了文艺类数字藏品以外，一个很重要方面的是数字产权，这是区块链的优势和特点。只要把规则定好了，在区块链上不断确权、切分、交易、升值，这都没有问题，这背后就是数字产权的证明，这是一个很重要的发展方向。我们不允许比特币和以太币有它的道理，用什么来支付？数字人民币就是很自然的计价方式，这个做好了还能促进人民币国际化。最后是业态，你有了一级发行商，有了二级交易者，背后还有很多相关生态体系。

我就介绍这些，谢谢大家。

**杨长江：**谢谢钱院长的精彩报告，我听报告最大的感想是什么呢？咱们论坛办晚了，早一天都好。上海博物馆正在举办一个重磅展览，昨天晚上 8 点就在发售数字资产展品，早一点听了讲座或许我们就可以参与购买了，会是财富增长的机会。NFT 市场，目前国内管理比较严，但是我相信得未来者得天下，这里蕴含着上海建设国际金融中心的未来空间。

最后一位发言嘉宾是花旗中国副行长兼金融市场和证券服务部主管杨骥先生。

## **杨骥：外资金融机构对上海国际金融中心建设的一些想法**

**杨骥**（花旗中国副行长兼金融市场和证券服务部主管）：

我想先回应一下钱院长说的内容。对于加密货币交易、托管和有关的结构性产品，所有的大型美资银行，包括花旗、摩根斯坦利，都有专门的交易研究人员，这是未来的一个大方向。

我很荣幸作为外资金金融机构的代表，想借今天这个座谈会，代表我们海外投资者，发一点小的声音。

今年正好是花旗银行在华业务 120 周年，我也想借这个机会向大家表示感谢。我在 22 年前加入花旗的时候，当时对中国业务的定位是做中国最好的外资银行。美国人是很清楚的，跟国内的银行我们竞争不了，我们的定位就是做最好的外资银行。过去几年随着“一带一路”的发展，花旗终于发现可以跟国有企业有个切入点，如果它进入这些新兴市场，比如它在尼日利亚把钱投进去了，也有盈利，但是出不来，我们基于对当地法律金融市场的理解，可以帮助国企或者大型公司解决其痛点。

关于金融市场开放，花旗这些年工作就是做一个桥梁。在疫情之前，我们每年都会做外资机构投资者的路演，把他们请到中国来，跟各个机构见面。我们也会做一些宣传，把中国的一些开放渠道、政策宣传出去，把他们的意见反馈给我们的监管机构。疫情以后，我们做了一些线上的。总的感觉是，特别是过去三年，开放的举措和步骤还是加快了。我们也看到一些新的政策落地，最近有一个特别想分享一下，中国第一次有了期货和衍生品法，这是中国金融市场一个里程碑式的上位法。对于海外投资者来说，中国在法律层

面上承认终止净额结算机制的可执行性。这对于外资和国内客户的衍生品发展、风险管理是一个非常有意义的发展。

时间有限，我想代表我们的客户发表一些看法，因为我是做了一些调研的。我想借两个情景来表述投资者的想法。一个是在过去几年，居民的可支配收入，以及理财意愿不断增加，而且随着国内投资者教育、基金投资理念的逐步深入，很多国际上大的基金管理机构都想进入中国。据 2022 年第一季度末国内的统计，中国资产管理总规模达到了人民币 66.2 万亿，2020 年 8 月贝莱德已经拿到了在中国开展公募基金业务的牌照，也有一些外商独资的私募证券投资管理。我们在跟他们沟通过程中，发现他们也有一些小的顾虑。外资如果进来的话，除了钱进来，还需要人进来，但是要有一个逐步的过程才能够使人才本地化。现在中国基金业协会对这些基金管理公司高管人员的从业资格有一个要求，有一个基金从业资格考试，但是这个考试只提供中文教材，这是一个很大的痛点。所以希望能够在从业资格考试上有一定的豁免，特别是让他们在初期可以先派遣海外管理层来担任境内的高管。

第二个顾虑是有关公司运营的独立性问题，这个可能跟跨境数据监管也有联系。我们国家要求基金公司独立运营，也就是说他的投研、客户信息、公司运营等数据是禁止向股东传输的。但是作为全球性的机构，比如说花旗，我们在交易室的 A 股交易或外汇头寸，我们开始交易较早，到日中的时候一定要转到伦敦、纽约去，因为它是全球交易的一个

账本。这些事在初设的过程中，我们需要跟网信办等相关机构花很多的时间和精力去解释、沟通，增加了境内设立基金公司的难度，增加了初设的成本。

因为时间有限，所以说一些顾虑，实际上开放的力度还是很大的。另外提一个顾虑，QDLP（合格境内有限合伙人），我们在北京、上海、天津、深圳、青岛、海南等很多城市都有开展，但是每个城市都有不同的要求，对于海外机构来说觉得非常复杂，包括出境、入境、QFII、沪港通、深港通、北向通、南向通。这给了海外投资者很多业务机会，但是对他们来说非常复杂，包括账户结构等，借这个机会我表达一下他们的想法。

2020 年证监会等部门颁布了 QFII 新规，对于投资种类、范围、资格申请流程进行了开放，取消投资额度的限制，提高资金汇出便利性等，广大海外投资者的反应非常积极，也非常认可。从数据上看，从 2020 年 10 月新规发布到 2022 年 6 月，新申请并获批的 QFII 达到了 167 家，数量超过了 2015 年到 2020 年 11 月份的一共 166 家。机构种类从一开始的主权资金、保险公司、养老基金、公募扩展到对冲基金、股权投资基金、家族办公室等。这些公司都拿到了审批，但是有一个顾虑点，当时法规里提到国内融资融券和商品期货，但是到现在还没有一个落地的法规。所以这些机构都已经来了，拿到了审批，但是现在业务还是落不了地。当然我们理解，金融市场开放需要非常稳妥的风险可控的分步走的做法，但是对于海外的机构来说，会觉得国内的窗口

指导还需要适应。

我就提这几点。另外呼应一下屠市长今天早上说的“苦不能见面久矣”，我们希望海外的跨境出差能够早日实现，因为已经有两三年海外投资者都进不来，包括我们机构的总部、区域总部现在基本上都来不了。如果说开放的话，在可控的条件下，这个可能是一个最基本的需求，我们希望能够早日实现。谢谢。

**杨长江：**谢谢杨行长，杨行长作为外资金融机构，他提供的看法从哲学上的角度来说，是他者的视角，发现很多我们没有考虑到的问题，或者发现没有那么明显的问题。我们时间控制的还是很好的，乔老师是不是可以安排讨论的问题？有十分钟的时间。

## 讨论

**乔依德：**张光平不在，他讲的东西我没有很信服。他讲在动力板，国际资本两头跑，中国资本市场的外资规模不是很大，怎么能够调动两个市场？我不信。

上午王涵也讲到资本市场做了选择，里面也有一些东西要琢磨，有短期和长期现象。比如印尼市场，说它比较稳健可以，但很难说对俄罗斯的支持。而且他讲的东西，刚好跟张光平是相反的，张光平没有听到上午讲的。

杨骥讲的我觉得很实在，我觉得很好，当然我们在这里不能决策，但可以反应上去，这确实是一个很大问题。早上

徐明棋讲，如果真的要很好开放，下面很多东西要下决心做，你不下决心做，光说开放，很多东西不能落地。

**左学金：**这里面的问题是，我们对数据的隐私或保密，要不要明确的法律规范？我们既然要参与到全球化，这个也是很重要的。现在大量的数据交换，是不是要适当考虑一下我们的立场和国际上通用的立场，这个差异不能搞得太大。滴滴打车要的信息都是国家机密，实际上卫星看你车子怎么走，看得很清楚，是不是真的是国家机密呢？如果太强调我们特别的东西，会成为我们全球化的障碍。

**杨骥：**这个要细化。比如说花旗要不要把亚太总部放在上海？如果在上海，它一定会是一个区域化的系统。你不让它用全球的系统，要它重新建一个，这是不可能的。这里面有国家的考虑，但是你要细化哪些东西是可以的，哪些东西是不可以的。

**乔依德：**这个事情很难，网信办就是考虑安全。

**徐明棋：**关键是他愿意听，是从政治角度提出的意见，还是从市场经济运行角度提出的意见，政治运行和市场运行的逻辑是不一样的。所以说从政治角度做出的决断，你不能用市场逻辑来解释。现在中国正好处在一个很多问题是政治逻辑来决策的，因此和市场运行的要求可能会有比较大的差距。

**左学金：**中国人讲中庸之道，两个冲突的东西还是要适当的平衡。

**徐明棋：**早上有人呼吁我们的抗疫政策要改变，抗疫政

策是政治决策问题，现在没法改。就像信息安全一样的，有些信息本来从技术角度是可以流通的，但是现在西方在泛化，我们这里也泛化，很难做出技术层面的判断。我非常同意左院长刚才讲的，但是目前没法做出这个决断。

**吴信如：**我有一个问题想问中国人民银行的施主任。我们央行数字货币已经推出很长时间了，有一种说法是央行数字货币有助于人民币国际化。

**施琍娅：**数字货币定位为 M0，作为现钞的替代品，怎么可能国际化？我们的数字货币只是解决民生的问题，但很多学者都很 high。

**左学金：**上次在绿地万豪，有个英国学者做视频发言，他对中国的数字货币是高度怀疑的。

**施琍娅：**不用怀疑，我们本来就定义为 M0。

**乔依德：**央行已经讲的很清楚了。

**徐明棋：**搞国际战略、国际关系的学者非常 high，他们把人民币数字货币作为将来打败美元霸权的重要战略手段。我们这里没有很多人 high。

**乔依德：**这个其实很简单，如果别的国家的人来，不跟我们国家政府商量，贴个二维码扫码收钱，我们会同意吗？肯定不同意的。货币跨境使用一定要得到别人同意，数字人民币只不过是数字化的人民币，你要得到别人的同意。你看信用卡，为什么国外能刷，都是大家同意的，不是说你搞了这个什么都能解决。

**徐明棋：**现在还有技术上的难点，线下交易没法进行，

只能线上交易。

**施琍娅：**你说的是离线交易。

**徐明棋：**是离线交易，等你上线以后数据再自动传输，就像刷信用卡一样。

**施琍娅：**你把它当成零钱包就行了。

**乔依德：**我对数字货币是非常关注的。我们的数字货币有很多应用场景，冬奥会也应用了，有多少国外的人用了我们的数字货币？如果真的有很多人用，我们肯定宣传了。海外的人不会用你数字货币的，他害怕。我不是要否定数字人民币，它有好处。现在全球有四个中央银行数字货币的项目在做，我们国家也有跟阿联酋合作。如果中央银行有个标准，以后大家统一，国际化就比较容易了。但是数字货币本身不是自然而然可以跨境使用的。真正跨境使用的是私人数字货币，它本身是没有国界的，但是没有哪个国家现在承认它作为法定货币？南美的萨尔瓦用比特币作为法定货币，现在一塌糊涂，说破产就破产了。

**杨长江：**感谢论坛的举办方给我们提供这样精彩的活动，感谢今天报告的各位嘉宾给我们提供这么精彩的头脑风暴，也感谢今天所有与会者的积极参与，使得我们今天的活动非常圆满。最后，祝愿大家身体健康、周末愉快，也祝愿疫情早日过去，论坛常举办，大家常常见，谢谢！

（以上内容根据录音整理，未经本人审阅）