

内部发行，未经许可，请勿转载

研讨实录

第 50 期

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2201室 Address : Rm.2201, Office Building A, 868 Longhua East Road, Shanghai, China
邮编：200023 ZipCode : 200023
电话：86-21-62188752 Tel : 86-21-62188752
传真：86-21-62188714 Fax : 86-21-62188714
网址：www.sdrf.org.cn WebSite : www.sdrf.org.cn



上海发展研究基金会编
二〇一四年五月

序 言

上海发展研究基金会于 1993 年成立，以积极推进经济、社会、城市发展决策咨询事业为宗旨；以募集、运作资金，研究、交流、资助、奖励有关经济、社会、城市发展决策咨询项目为业务范围。

2005 年以来，上海发展研究基金会在业务开展方面进行了更多有益探索，推出了每月的“上海发展沙龙”主题活动，与上海市社会科学界联合会合作，邀请国内外知名的学者、专家和实业界人士进行演讲，与听众进行交流。时至今日，沙龙已经活动了 80 多次，成为了基金会的一个品牌。

从 2007 年开始，基金会在每年的年中与中国社科院世界经济与政治研究所合作举办“世界和中国经济论坛”，重点分析全球经济对中国的影响；在每年的年末与中国经济改革研究基金会合作举办“中国经济论坛”，着重分析当年的经济形势，展望来年的经济走势，至今均已经举办了六届。

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

商界人士，围绕相关问题进行了研讨。

基金会从 2009 年开始至今，与上海财经大学高等研究院合作，连续五年合办“户籍制度、土地制度和城市化”专题圆桌讨论会，针对城市化相关问题进行了深入研讨。

基金会也将知名专家和基金会自身的部分研究成果编撰成书，“上海发展研究基金会丛书”迄今已出版了三本，分别是：《中国经济：未来三十年》、《中国的城市化：目标、路径和政策》、《新型城市化：抉择和路径》。

我们希望能够将有价值的见解与朋友们分享，因此把沙龙和研讨会的一些精彩内容陆续编辑成册，称为“研讨实录”，不定期的发行，旨在将这些活动的互动过程尽量原汁原味地呈现出来。希望各位朋友能够给我们提出更多更好的建议，以使基金会能够更上层楼！

是为序。

上海发展研究基金会理事会会长

A handwritten signature in black ink, reading '胡成彰' (Hu Chengzhang), the Chairman of the Shanghai Development Research Foundation Council.

编者的话

本期《研讨实录》收录了上海发展研究基金会与卓越发展研究院于 2014 年 4 月 8 日共同举办的“卓越发展研究院成立大会暨全球金融新变化的含义和对策学术研讨会”的完整实录。

在成立大会上，上海发展研究基金会副会长、上海市原政协副主席王荣华致辞，他代表基金会对国购集团和卓越集团董事长陆豪先生的热心奉献表示了衷心的感谢，宣布卓越发展研究院正式进入运转。上海社会科学院院长王战致辞祝贺卓越发展研究院的成立，他指出北京的机构是从中央来研究全国，而地方上的民间研究机构可更多从地方来看全局。

我作为卓越发展研究院院长，在成立大会上阐述了卓越发展研究院的定位与发展。卓越发展研究院是独立的、非政府、从事组织和发展问题、特别是经济发展问题的研究，进行政策导向的公益性组织。卓越发展研究院既从事和组织研究课题，同时也更加努力构建各种学术交流的平台；关注当前需要解决的问题，但是更注重对今后三五年的研究；未来分享资源的标准，就是学术水平的高低和思考的深度；建设包容性的平台，允许和鼓励各种不同的学术思想在平等的基础上，进行理性的交流和交锋。

卓越发展研究院以一场学术研讨会庆祝其成立，主题是“全球金融新变化的含义和对策”，分为三个专题，分别是：国际金融新变化和各国货币政策的困境和走向、国际收支的结构变动和调整机制、上海自贸区金融开放创新和人民币国际化。发言和讨论的专家有余永定、徐明棋、华民、刘焯松、丁剑平、张志超、潘英丽、梁红、张春、王世豪、李迅雷等，上海市政府金融办公室副主任吴俊也到会作主题发言。

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、

卓越发展研究院院长

二〇一四年五月八日

目 录

会议简介.....	1
会议议程.....	3
卓越发展研究院成立大会.....	6
全球金融新变化的含义和对策学术研讨会.....	16
研讨会专题一：	
国际金融新变化和各国货币政策的困境和走向.....	16
研讨会专题二：	
国际收支的结构变动和调整机制.....	35
研讨会专题三：	
上海自贸区金融开放创新和人民币国际化.....	54

会议简介

卓越[®]发展研究院成立大会

上海发展研究基金会系以促进对发展问题的研究为宗旨的非营利组织。2013年11月份，基金会接受了国购集团的捐赠，在基金会下设立卓越[®]国购发展研究专项基金，该项基金用于成立卓越[®]发展研究院，开展对中国经济、国际经济和金融的研究。经过一段时间的筹备，卓越发展研究院已经基本就绪，成立了中国经济研究中心和国际经济研究中心。

上海发展研究基金会副会长、上海市原政协副主席王荣华在成立大会上致辞，宣布卓越发展研究院正式进入运转，表示这一民间智库将对上海的四个中心建设、对中国经济和社会的成功转型作出独特的学术贡献。

在成立大会上，卓越发展研究院院长、上海发展研究基金会副会长兼秘书长乔依德对卓越发展研究院的定位作了精辟的阐述，并简要介绍了已经或即将开始的工作。

全球金融新变化的含义和对策学术研讨会

2013年美联储宣布将逐步退出量化宽松政策，立即引起全球资本的大幅度波动，大量资金流出发展中国家，导致其货币贬值、国际收支恶化和经济增长下降，这种情况是前所未有的。这究竟是一个偶然的、突发性的事件，还是表明全球金融格局已经到了一个新的转折点？以往关于资本自由跨境流动、汇率稳定、货币政策独立性三者不可能兼得的理论是否还有效？在上述三者的相互关系中是否存在一种中间状态？这种情况对我们国内金融体系的改革和进一



步融入全球金融体系会产生何种影响？我们又将如何应对？上海自贸区金融开放创新和人民币国际化是当前的热点话题，上海自贸区的金融开放创新的意义是什么？在一定区域范围内进行金融开放创新的难点是什么？如何做到突破与风险控制二者的有机平衡？本次研讨会关注和讨论了这些问题。

会议议程

2014 年 4 月 18 日 上海明天广场 JW 万豪酒店 5 楼大宴会厅 B 厅	
13:00-13:30	注册
13:30-14:00	卓越®发展研究院成立大会 致词: 陆 豪 卓越集团董事长 王荣华 上海发展研究基金会副会长、 上海市政协副主席 王 战 上海社会科学院院长 乔依德 卓越®发展研究院院长、 上海发展研究基金会副会长兼秘书长
14:00-17:00	全球金融新变化的含义和对策学术研讨会
14:00-15:00	专题一：国际金融新变化和各国货币政策的困境和走向
14:00-14:15	主题发言 演讲嘉宾：徐明棋 卓越®发展研究院国际经济研究中心主任、 上海社会科学院研究员 演讲题目：《国际金融新特点和货币政策困境》
14:15-14:45	点评和讨论 点评嘉宾: 华 民 复旦大学世界经济研究所所长 刘焜松 上海社科院经济所研究员 丁剑平 上海财经大学教授

14:45-15:00	互动讨论 ◆当前全球金融出现了哪些新变化？它们的特点是什么？ ◆储备货币国家、特别是美国的货币政策对此起了什么作用？对其本身又有哪些影响？ ◆美国非常规货币政策的推进和退出产生了巨大的外溢效应，这些外溢效应对发展中国家的货币政策和整个经济产生了什么影响？长期来讲又会对国际货币体系产生什么影响？ 主持人：韦森 卓越®发展研究院中国经济研究中心主任、 复旦大学经济学教授
15:00-16:00	专题二：国际收支的结构变动和调整机制
15:00-15:15	主题发言 演讲嘉宾：余永定 中国社会科学院学部委员、上海发展研究基金会学术委员会主席 演讲题目：《国际收支结构变动的理论和实践及其对中国的政策含义》
15:15-15:45	点评和讨论 点评嘉宾： 张志超 英国杜伦大学经济学教授 潘英丽 上海交大现代金融研究中心主任 梁红中 金公司研究部负责人
15:45-16:00	互动讨论 ◆国际收支的结构变化与一国的经济发展阶段有什么关系？对中国的政策含义是什么？ ◆国际收支调节对解决内外经济失衡有什么意义？汇率变化与国际收支调节有何关系？ ◆人民币双向波动范围扩大会有什么影响？最近人民币贬值的原因和影响又是什么？ 主持人：林 曙 复旦大学经济学院教授

16:00-17:00	专题三：上海自贸区金融开放创新和人民币国际化
16:00-16:15	主题发言 演讲嘉宾：吴 俊 上海市政府金融办公室副主任 演讲题目：《上海自贸区金融开放创新和人民币国际化》
16:15-16:45	点评和讨论 点评嘉宾： 张 春 上海交通大学上海高级金融学院执行院长 王世豪 上海金融业联合会金融法治专业委员会副主任 李迅雷 海通证券副总裁兼首席经济学家
16:45-17:00	互动讨论 ◆ 上海自贸区的金融开放创新是其特点，其意义是什么？ ◆ 在一定区域范围内进行金融开放创新，其难点是什么？ ◆ 如何做到突破与风险控制二者的有机平衡？ ◆ 你对下一步应做什么有何建议？ 主持人：费方域 上海交通大学中国金融研究院副院长
17:00	会议结束

卓越[®]发展研究院成立大会

全秋梅（主持人，上海发展研究基金会公共关系主任）：尊敬的各位领导，各位来宾，大家下午好！现在我们的“卓越发展研究院成立大会暨全球金融新变化的含义和对策学术研讨会”正式开始。首先是我们的致辞环节。首先，有请卓越集团董事长陆豪先生发言。

陆豪（卓越集团董事长）：大家下午好，非常感谢大家的到来。我们集团之所以斥资与上海发展研究基金会共同组建卓越研究院和卓越国购专项研究基金，主要是基于以下三个原因：世界经济的变化，国内结构的调整，包括我们本集团发展需要大量的智库支持。我们就此目的组建研究院，也希望在各位的领导下，给予更多的帮助。同时非常感谢在组建过程中，胡延照副市长的大力支持，以及各位理事的大力



上图：卓越集团董事长致辞

支持，包括王荣华副主席、王战院长的大力支持。谢谢！

全秋梅：谢谢陆豪先生对民间智库的关注和支持，我相信我们会一起来推动经济更大的发展。下面有请上海发展研究基金会副会长、上海市原政协副主席王荣华先生为大会致词。有请！

王荣华（上海发展研究基金会副会长、上海市原政协副主席）：各位来宾，女士们、先生们，大家下午好！首先，我谨代表上海发展研究基金会，热烈祝贺卓越发展研究院成立，也向前来参加大会的各位领导和嘉宾致以由衷的欢迎和感谢。不久以前，基金会接受国购集团的捐赠，设立了卓越国购发展研究专项基金，用于成立卓越发展研究院，开展对金融、中国经济和国际经济的研究。经过一段时间的筹备，卓越发展研究院已经初具规模，进入了正式运转。基金会对于国购集团的巨大支持，对卓越集团董事长陆豪先生的热情



上图：上海发展研究基金会副会长王荣华致辞

奉献表示诚挚的感谢。



上图：卓越发展研究院成立大会
暨全球金融新变化的含义和对策研讨会现场

基金会成立 20 年来，立足上海，面向全国，在发展研究方面，充分发挥民间智库、民间公益组织的特性，我们回避敏感问题，敢于提出新的见解，已经成为上海特有的民间智库之一。党的十八届三中全会鼓励社会自主创新，类似基金会的社会组织将拥有更大的活动空间，将发挥更积极的作用。在面临新的历史发展机遇之时，卓越研究院的成立，对于基金会来说，意义重大。最后，祝“卓越发展研究院成立大会暨全球金融新变化的含义和对策学术研讨会”取得圆满成功。谢谢大家！

全秋梅：谢谢王会长！王会长的每句话都有特别的深意，振奋人心。接下来有请上海社会科学院院长王战先生。王战先生也是上海发展研究基金会创立的推动者之一。有请王战先生！



上图：上海社会科学院院长王战致辞

王战（上海社会科学院院长）：各位下午好！首先祝贺卓越发展研究院的成立。实际上，早在 21 年前，我就参与筹备这个基金会。所以基金会做到今天，能够有这样一个新的发展，对我来讲，感到由衷的高兴，也表示热烈的祝贺。卓越发展研究院成立了以后，作为一个民间的研究院，可以用四个字来概括——任重道远。本届中央政府实际上对决策咨询是非常重视的，三中全会决定专门有一段阐述决策咨询。所以，民间研究院应该可发挥更为重大作用。上海社科院最近发布了一个智库的研究报告，介绍世界上的智库情况并进行排名。可以看到，在美国类似智库的有 1 千多家，中国排第二位，但实际上落差很大，中国只有美国的零头，是 400 多家。而且，中国大量智库属于政府，民间智库是弱项。卓越发展研究院的成立是非常好的事情。但是，做好民间研究院的任务又是很繁重的，所以任重道远。民间研究

院，特别是在上海的研究院应该怎么做？我昨天刚刚到北京去，上海社科院也算是一个智库，中国国际经济交流中心在上海设了一个分中心，也叫上海国际经济交流中心。我昨天专门到北京向原来的副总理曾培炎理事长汇报工作，汇报中涉及，地方上的研究机构和在北京的研究机构所做的研究存在什么差异。北京的机构是从中央来研究全国，从全国来研究全国，很多研究都很宏观。地方上的机构，包括地方政府的研究机构，也包括民间研究机构应更多从地方来看全局。从我自己几十年从事决策咨询这个角度来讲，我们有个感觉，中央很多的研究往往做在决策前，做完了以后就对中央形成政策起了一个很好的作用，然后这个政策就下达了。但是政策下达以后，到底实际效果怎么样，这是一个大问题。在地方，研究全国问题，是一个非常好的思路。很多政策在地方执行运行的怎么样，可能地方首先碰到这些问题，他们感知这些问题，可能比中央研究机构来得更早。因为一旦发生这些问题，来自中央的很多研究机构可能会跑到地方上做调研，但是这个调研不可能一呆一两个月，有时候就三五天时间，开几个座谈会就完了。因此呢，我也希望像社科院、卓越研究院，今后应该多做点这方面的研究。

比如说，我曾对中财办反映过一个问题，说现在的宏观调控政策是短期需求的管理和长期发展的战略不匹配。现在宏观调控经常只调整一个季度。调整的幅度在于，如果 M2 低于 13% 就放松，高于 16% 则开始抽银根。所以在前几年的宏观调控中，大家经常感觉对政策无所适从。因为一个企业做一个项目，可能要三五年的时间，在资金上做了中长期的安排。比如说一个房地产公司，他购地，这个项目开始做的时候，自己花钱 30%，银行贷款 70%，他把钱全部安排

好了，最后到房子预售了，钱才开始回来，如果政策经常变动，他就无所适从。我去年反映这个问题后，发现去年下半年中央宏观调控政策有了很大的变化。现在叫区间管理，或者底线管理，经济波动如果没有触碰底线，中央就不会出短期政策，克强总理在报告里讲得很明白。前一段时间，我碰到很多人在问我，说现在经济好像在下行，中央会出台政策吗？我说6月份以前不会出台政策，因为中央宏观调控已经不是根据三个月M2的变动调整，实际上放得比较宽，有个区间的管理。我想用这个事情来说明，作为地方，无论地方的政府研究机构，还是地方上的一些智库，还有民间研究院，在怎么从地方看全国这方面有很多事情可做。这是我想借这个机会讲的一个观点。

第二，我想对这次研讨会——全球经济新变化含义和对策研讨会，谈一点自己的想法。我觉得这个研讨会会有针对性，时效性很强。因为当前，上海在国际金融中心建设当中，这是要直接面对的问题。金融新变化四碰头：一个是美国的量化宽松政策。现在量化宽松已经开始逐步退出了，今年是退出很关键的一年，对整个国际经济运行产生很大的影响。第二个是互联网金融。去年可以说是互联网金融元年。但是它对整个金融生态的影响是非常之大的。可以说，至今都很难说清楚最后会怎么影响。互联网金融是由于信息技术发展而带来的金融业态的新变化。第三个是自贸区。自贸区投资便利化，贸易便利化，涉及到很大的金融问题。周小川行长专门到上海来做考察，实际上我们也一直很关注自贸区金融会有什么突破。汪洋在上海做调研时讲过一句话，说自贸区是中国全面深化改革的突破口，我想金融应该也不例外。第四是比特币。这可能和目前的金融现状没有太大关

系，但我觉得从理论研究上，这是一个值得考虑的问题。现在黄金已经不作为货币发行的基础了，国际货币体系当中也有很多不合理的东西。我认为，世界的货币走向，期货、汇率、外汇，会走到一个新的状态，很可能比特币会有合理存在的意义，但可能是 30 年后，也可能是 50 年后，甚至 100 年后。但是作为理论研究，这个新的东西冒出来了，我们应该对这个问题做点研究，这是我今天想讲的。我觉得讨论这个题目非常有意义，金融上面有几个新的现象，我非常希望大家能够发表高见，把这个题目研究好。我今天就讲这些，谢谢各位！

全秋梅：谢谢王战院长！王院长“任重道远”四个字，特别的好。对于地方的民间智库怎么发展，也提出了非常好的思考。今天最后一位致辞人是卓越发展研究院院长、上海发展研究基金会副会长兼秘书长乔依德先生。有请乔依德院长。

乔依德（卓越发展研究院院长，上海发展研究基金会副会长兼秘书长）：尊敬的王荣华副会长、王战院长、陆豪董事长、余永定学部委员，尊敬的各位朋友、各位来宾，下午好！

非常高兴能在今天这个场合，代表卓越发展研究院说几句话。正像前面说到的，卓越·国购集团在上海发展研究基金会下设立了专项研究基金，该基金完全用于设立卓越发展研究院。经过几个月的筹备，目前已大体就绪。我们设立了三个研究方向：中国经济、国际经济和金融研究。很高兴向大家介绍研究中心的负责人，复旦大学经济学教授韦森为中国经济研究中心主任、上海社科院世经所研究员徐明棋为国际经济研究中心主任。另外，我们也已开始聘用若干专职的



上图：卓越发展研究院院长、
上海发展研究基金会副会长兼秘书长乔依德致辞

研究人员和项目管理人员。

在筹备过程中，我反复思考研究院应该如何定位？如何与其它现存的研究机构进行差异化的发展，与陆豪董事长、基金会的理事们、以及研究院的同仁商谈和捉摸后，形成一些共识。下面谈一下我们的认识。先说说我们“不是”什么。

我们不是专门的社会科学研究机构，不会也不可能聘用大量的专职研究人员，按学科系统进行研究，尽管我们也重视学术研究的系统性；

我们不是大学的研究机构，不专门从事纯学术的研究，尽管我们仍将关注学术研究前沿的发展；

我们不是政府下设的政策研究机构，不时时按照领导的意图进行研究，尽管我们也乐于参与政府对策研究，提供我

们的意见；

我们不是投行、商业银行、证券公司等商业机构下设的研究机构，不对某个行业、某个企业进行研究，尽管我们也关注经济重大的短期变化、也重视宏观经济的微观基础。

说了那么多“不是”，那我们究竟“是”什么，做什么？

我们是独立的、非政府的，从事或组织对发展问题特别是经济发展问题进行政策导向研究的公益性组织；关键词是政策导向、公益性组织；

我们本身既从事或组织研究课题，也努力构建各种学术交流的平台；

我们关注当前迫切需要解决的问题，更注重对今后三到五年将发挥重大作用的理论和政策的研究；

我们立足上海，但“跳出上海看上海”，从全国、全球视野来分析、观察上海，作为位于经济中心的研究机构，也理应对全国和全球的经济提出自己的看法，发出自己的声音；

我们的资源是有限的，但我们的平台是开放的，向所有从事研究的人开放，而不论其所属单位名气大小、职位高低、地域所在，我们也十分乐意与其它各种类型的研究机构进行合作，与我们分享资源的唯一标准就是学术水平的高低和思考的深度；

我们的平台是包容性的，允许和鼓励各种不同的学术思想在平等的基础上，进行理性的交流和交锋；

我们的活动目前大多会在上海进行，但我们不会画地为牢，自我封闭，根据需要和可能也会在其它地方展开研讨活动；

我们处于开放的前沿，会特别注重对外学术交流，在交流中了解国外研究的动向，提高我们的研究水平。

下面向大家简要地汇报一下我们已经或即将开始的工作：

设立复旦——卓越经济学大讲堂，每年举办若干有质量的讲座，请经济学的名家对大家交流，五月份即将开讲，以后也会在其它城市若干大学设立类似的大讲堂。

目前正在筹备的学术研讨会：

“国家治理体系现代化建设”

“市场、产业与分工：中国的改革历程与经济前景”国际研讨会——纪念著名华人经济学家杨小凯逝世十周年

与美国 Peterson 研究所举办“关于 TPP 与 RCEP：中美亚洲区域合作政策协调”研讨会

与美国新经济思维研究所“国际货币体系再思考——纪念布雷顿森林会议 70 周年”国际研讨会

已经或即将进行的研究课题有：

“中国广义货币快速增长原因研究”

“中国经济长期增长前景研究”

“全球失衡与再平衡的前景”

“上海自贸区金融开放创新和人民币国际化”

最后，我想以历史上两位著名人物各一段话作为我讲话的结束。拿破仑曾说过：世上有两种力量：利剑和思想；从长而论，利剑总是败在思想手下。德国著名哲学家维特根斯坦喜欢在思考和游泳之间进行类比，他说了大意是这样的话：正像一个人的身体有一种浮上水面的自然趋势，他要作出努力才能潜到水底——进行思考正是这样。拿破仑的话阐明了思想的重要性，推动人们更深入、更广泛地思想正是卓

越发展研究院的目的所在；维特根斯坦的话，点出了进行思考、学术研究的艰苦性，我愿意以此与在座各位共勉！

我的话完了，谢谢大家！

全球金融新变化的含义和对策学术研讨会

研讨会专题一：

国际金融新变化和各国货币政策的困境和走向

全秋梅（主持人）：下面进入全球金融新变化的含义和对策学术研讨会，开始第一个专题，“国际金融新变化和各国货币政策的困境和走向”。有请专题主持人韦森先生。韦森先生是卓越发展研究院中国经济研究中心主任、复旦大学经济学教授，同时有请相关嘉宾一起就坐主讲台。

韦森（卓越发展研究院中国经济研究中心主任、复旦大学经济学教授）：我们开始吧，第一个发言的是徐明棋教授。

徐明棋（卓越发展研究院国际经济研究中心主任、上海社会科学院研究员）：

尊敬的各位领导，各位嘉宾，下午好！有幸在卓越发展研究院开张典礼上做一个发言。卓越研究院要搞三个中心，我们国际经济是其中一个。国际经济对上海的影响，应该说要比对中国其他地区的影响大得多。开展对国际经济深入的研究，是十分重要的。当然它是一个比较宏观的问题，今天讨论的题目是，国际金融的新特征与各国货币政策的困境。

2008年爆发的美国金融危机，以及随后引发的全球金融危机以及世界经济衰退，使布雷顿森林体系崩溃后，国际金融出现的一些特征进一步强化。尤其最近，美联储还没有

完全退出量化宽松政策，只是减少了购买债券，就已经引发了中国以外的金砖国家的经济振荡，绝大部分金砖国家经济增长幅度明显下滑，国内的金融市场出现了破灭的现象，货币汇率大幅度下降。原来号称要追上中国的印度，经济增长下跌到了 5%，今年能不能实现 5% 的增长，也有问题。

所以说，我把当前出现的这些特征归结为四对矛盾：第一对矛盾，就是美国货币政策的传导全球化。不仅是美国国内货币政策瞄准的是国内目标，其他世界各国的货币政策都是瞄准国内目标的。但是美元的流动性周期是全球化的，而且被核心国家掌握。第二个矛盾是美元汇率的波动。在美国来说，它是国内汇率导向，其实各国都存在国内汇率调节瞄准国内需要的倾向。尽管有些国家说浮动汇率，但是或多或少都对市场进行干预。但是国际金融市场需要稳定的环境，需要汇率的稳定，但这个之间存在严重的矛盾。第三个矛盾，国际收支调节机制越来越扭曲，导致各个国家货币政策效率递减。第四个矛盾，就是金融自由化导致大规模投机与全球金融治理之间的矛盾。

先谈第一个矛盾，由于美元在世界货币当中的地位，美联储虽然不是中央银行，但在一定程度上扮演了世界中央银行的职能。但是，美联储的货币政策基本上是逆美国经济周期来调整的。再加上 20 世纪 80 年代以来，发达国家和多数新兴市场国家都实施了金融自由化的政策，导致了金融市场一体化的程度大大提高，在此基础之上，美联储的货币政策传导效应日益全球化，这导致全球性的流动性周期和世界经济周期受美国政策的影响日益增强，这个周期越来越与美国的周期相一致。另外，美国货币政策具有很强的溢出效应，这已经不是新现象，但是以往不同类型的国家，在美国

货币政策影响下还是有差异的，传导途径也不太一样。但是现在美国货币政策，直接经过一体化的全球金融市场向全球传导，其扩张和输出的过程直接影响世界各国。这使得原来理论上存在的非核心国家通过外汇管制和资本市场管制来维持国内货币政策的独立性变得异常困难。中国现在就是一个典型。

下面这个图（图 1）大家可以看到，美联储利率和美国的 GDP 增长是反向调节的，有明显的逆周期性。美国增长和全球经济增长曲线越来越吻合（图 2）。尽管美国 GDP 在全球 GDP 的比重在下降，但是美国经济对世界经济的影响并未减少，且有增强的趋势。研究战略的人通常讲，美国经济在衰退，相对实力在下降；发展中国家总的 GDP 在增长，对全球经济的掌控力在增强。但是你看看具体的影响，发现并不是这样。

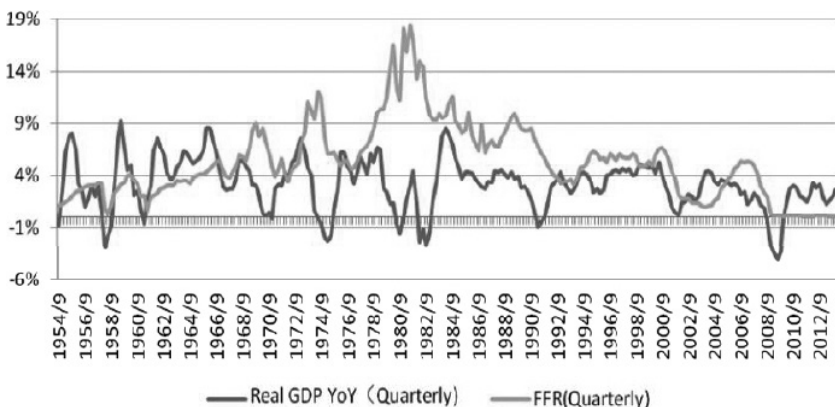


图 1：美联储利率和美国 GDP 增长率

很多学者都已经发现了全球流动性周期，并认为与市场

的波动率（VIX）指数呈负相关。伦敦商学院的海伦娜·瑞（Helene Rey）2013 年的研究不仅再次证明了 VIX 与全球直接流动以及证券跨境投资规模负相关，还认为与中心国家（美国）的货币政策相关。Rey 发现，美联储基金利率提高后 5 季度至 11 季度之间，将会使 VIX 提高，而 VIX 提高 4 个季度后，全球信贷规模都会收缩。而当 VIX 下降后 6 季度内，全球跨境信贷将会增长。我们实际上只要直观地考察一下美联储扩张和收缩期货币供应的效果既可以得出相类似的结论，即美联储如果提高利率、收缩货币供应，将会导致美元在全球收缩，资金回流美国。而这对于外围国家的信贷和资产市场也会产生相同的收缩效应。

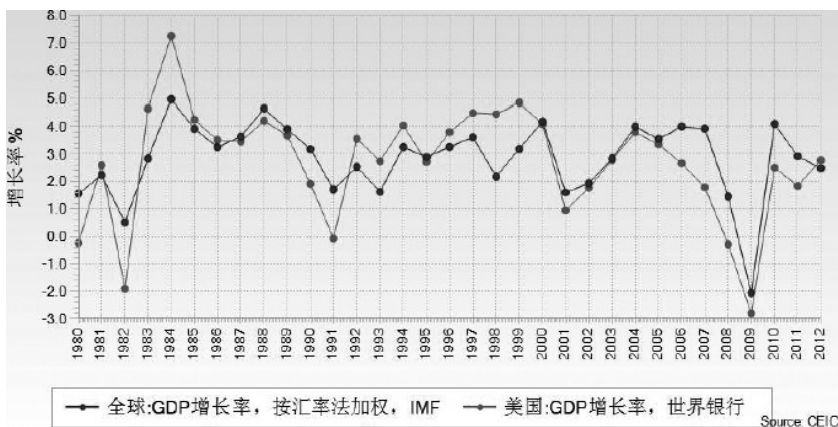


图 2：全球经济增长率和美国经济增长率对比

下图中我划了一条曲线，美元利率和东南亚国家的金融资产价格，明显呈反向走势（图 3）。美元利率降低，资产价格明显上升。



图 3: 美元利率与东南亚国家的金融资产价格

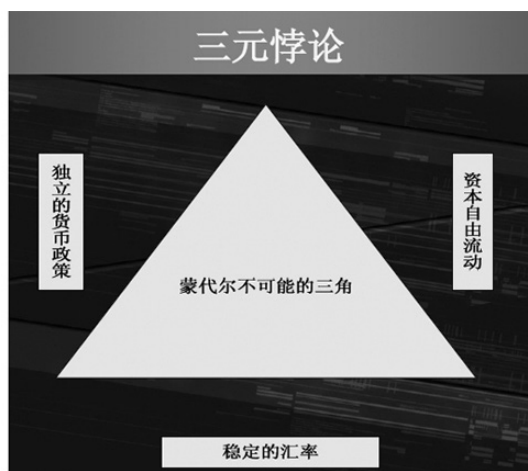
全球流动性周期受美联储货币政策调整以及受美国经济周期变动的影响，使得外围国家经济政策处于被动应付状态，而且易遭受外部的冲击。如果这些国家的政策对周期性变动的反应滞后，往往就无法避免金融市场的动荡和经济危机的冲击，维持经济稳定的代价巨大。从历史角度看，一个国家内部信用扩张失控导致危机频繁爆发是中央银行诞生的很重要的原因。我们现在从全球的角度来看，世界各国中央银行都可以调整自己的货币汇率产生全球的效应，但是缺乏全球的调控手段。所以我们说，在信用扩张全球化的今天，对全球化扩张的信用进行国际合作的调控就势在必行。当然，在短期内要实现这个比较难。这就是给我们这些所谓的外围国家带来了困难。

接下面来看美元汇率波动与国际金融市场需要稳定之间的矛盾。这一对矛盾与前一对矛盾存在相关性，即作为广

义货币政策的汇率政策在美联储的目标考量中是“故意疏忽”，美元汇率的波动对世界其他国家的影响也是巨大的。美元贬值成为美国调节经济成本向外转嫁的工具（政府负债成本、刺激经济成本），由其他国家承担这样的成本。因为全球的金融资产价格与美元汇率成反相关。美元汇率的变动，使美元资产的外国价值发生变化，这对于拥有美元资产的外国主体构成冲击。美元汇率大幅度变动还成为国际金融市场大幅度振荡的一个源头，东南亚金融危机和美国次贷危机传导至全球都与美元汇率波动相关联。

接下来再来看国际收支调节机制扭曲与货币政策效率之间的矛盾。金融市场全球化以及全球资本流动大大便利，使得国际收支原有的调节规则和机制发生变化。原来发生失衡后，国内的经济存在内在的调节要求，通过国内财政和货币政策的调整，会使顺差国和逆差国的国际收支差额得到控制。尤其是逆差国债务的增加受外部因素的压力，不得不主动调节。而现在由于资本流动可以缓解失衡的压力，使失衡可以长时间的存在。调节的过程常常滞后。由于失衡可以长期得到维持，其引发的货币政策扭曲也就可能变得严重，而随后又不得不以危机和市场震荡的方式进行调整。不仅外围国家会因为大规模外资流入导致失衡而未能及时调节，货币扩张可能过度或者在时间上延长从而引发金融危机，就连美联储同样出现了失误和偏差。次贷危机前美联储超历史水平的长期货币扩张政策和低利的率导致了房地产市场泡沫的迅速膨胀，而滞后性快速调节又是导致次贷泡沫破灭的重要原因。国际收支长期严重失衡则是导致美联储货币政策扭曲的重要因素。对于外围国家而言，原来的三元悖论难题，实际上已经演变成二重困境（图4），即为了维持货币政策

独立性，你只有在维持汇率稳定和资本账户管制，或者浮动汇率和资本账户开放之间选择。海伦娜 2013 年的研究也证明，发展中国家的其实不存在“三选两”的问题，而是两难选择。各个国家都要保护和维持国内的货币政策，一旦国内的货币政策确定以后，最终在资本自由流动和资本汇率之间两选一。但更重要的是，我们认为，即便你选择其中之一，发展中国家的货币独立性也会遭受侵蚀。所谓的独立性在全球金融相互影响，国际金融市场连为一下体的背景下，其实很难真正维持。中国目前的货币政策空间不断受到挤压，也就说明了这一点。而最近金砖国家遭受的市场冲击也从另一个侧面证明了这一点。



二重困境 Henere Ray



图 4：三元悖论与二重困境

另外，金融自由化导致大规模投机与全球金融治理之间的矛盾。这个矛盾是在前三个矛盾没有得到很好解决的背景下，变得越来越严重的一个矛盾。美国金融危机引发全球金融危机的过程，与大规模的机构投资者的投机有关。欧债危机中，大规模投机更是扮演了重要的角色。如果追索到以前的东亚金融危机以及其它金融危机，这都是不可避免的因素。金融全球化对于金融大鳄而言，只是提供了他们投机获利的更大的空间而已，因为全球金融监管只是纸上谈兵。尽管金融稳定理事会选择了 29 家全球金融体系重要银行进行监管，但是稳定金融市场的任务仍旧主要是各个国家的任务。

在前述的四对矛盾目前尚无法得到解决的背景下，新兴国家的货币政策便陷入了异常困难的境地。这体现在以下几个方面。首先，国内的经济增长和物价目标的维持变得困难，因为全球大的流动性周期不是小国和外围国家能够自主控制的。其次，逆周期的政策在新兴市场国家效率会大大降低，因为跨境的资金流动使其政策效率大打折扣。再次，货币政策的传导机制在金融全球化的背景下也出现了变形，无论是信贷、利率和金融市场都与 20-30 年前不一样，阻断传导或者改变原有传导机制的因素在增加。首先，国内的应该增长和物价目标的维持变得困难，其次，逆周期性的政策在新形市场国家效率大大降低，因为跨境的资金流动使政策效率大打折扣。货币政策的传导机制在金融全球化的背景下也出现了变形。最后，资本控制和稳定汇率的努力，一方面遭受主流经济学理论的质疑；另一方面，其操作的成本也在不断增加，效果也在递减。因此，各国加强合作变得十分重要。而在国际合作不能够保证外部金融体系处于稳定、可预

期的情况下，国内货币政策以及广义的金融政策就需要非常谨慎，需要考虑外部，尤其是美国的货币政策溢出效应，在这个基础上出台国内的货币政策调整措施，以不造成震荡为宜。

回到中国的货币政策调整这一问题上，维持稳健的货币政策以保障低通胀水平和宏观增长目标的实现是关键。在此基础上，必须充分考虑国际金融市场资金的流向和流动规模对中国货币政策可能产生的影响，要避免其他金砖国家遭受冲击的情况发生。不宜让货币政策承担较多的促进结构调整的责任，财政政策和税收政策在这方面比货币政策更加有效。汇率政策作为广义货币政策的一部分，也应以保持相对稳定为宜。在当前存在外部不可控因素的情况下，大幅度升值和贬值都不是应该采取的政策。汇率决定机制改革，即让市场决定人民币汇率需等待资本账户开放后才能真正实现，因为在此前，金融交易产生外汇的供求无法完全释放，名义汇率就很难只在经常账户的交易的基础上达到理论上的“均衡”水平。所以说，我的观点，就是保持相对的稳定。谢谢！

华民（复旦大学世界经济研究所所长）：由于时间关系我就直接开始讲。我有三点，供大家讨论和研究。我认为如何概况国际金融的新特点，可能还要补充一些东西。布雷顿森林体系解体以后，它带来的成本是什么？第一个成本，目前美元霸权的金融体系，这就决定了金融根本就不可竞争。第二，一旦美元获得霸权以后，世界货币体系面临一个新困境，美元是世界货币，但是发行权是美国，于是美国人可以谋私，美国人可以利用货币发钞，主宰货币的价格。目前媒体上讲让市场决定汇率，这是个荒谬的问题。市场决定不来汇率，市场只是来包容。在美联储的基本定位以后，

市场只是做出调整，所谓市场决定汇率是很荒谬的问题。这是第一，关于国际金融体系的，其他的都不说了。第二就讲美国，美联储是不是一个称职的中央银行，因为徐明棋提到了，美联储是世界中央银行，肯定它是不称职的。它提供的是世界货币，他在世界范围内发钞，但是从来不承担责任。它承担担保责任吗？没有。金融危机的话全球买单，有什么利益都是美国独占。权力和义务非对称，这是美国能利用金融体系来谋私的重要原因。第三，要补充和讨论的，在这样一个货币体系里面，像中国这样的新兴国家可以做什么？

关于中国目前的问题，我想补充说明一下我的观点。

第一，货币政策选择独立还是不独立的问题。如果你要选择独立的货币政策，汇率要波动，来应对资本的流动。中国的汇率能不能抵住美元的冲击？守得住吗？如果美国拼命发钞，哪个国家能守得住？在资本流动的条件下，追求独立货币政策，守不住。再者，假如有资本流动的情况下，货币政策应该盯着物价，还是应该盯住流动性？如果盯住物价，利差不断扩大，套利问题不断加剧，储备物价资产价格恶性增长困难。如果要盯住流动性，美元降息你也降息，这两年新加坡匹配的非常好，它的利率和美联储的基本利率是同步的，他就守住了，你就放弃独立货币政策，必须被动地跟着美联储走。这样产生一个矛盾，到底选择什么样的货币政策。

第二，关于汇率。现在很多人想用汇率调整贸易顺差实现贸易平衡。中国的贸易是结构性的，和价格没有关系。制造业具有有一定规模，产出足够大，就一定是贸易顺差。德国是这样，中国是这样，日本是这样。你是低收入新兴市场经济国家，内需和产能相比较一定是相对稀缺的，所以贸

易顺差是一个结构性的问题。我们处在一个以贸易推动经济增长的发展阶段，所谓的产能过剩，可以通过出口来平衡。如果是一个贸易立国的国家，固定汇率是有益的。我们这几年却放弃了固定汇率，选择了浮动汇率，顺差没有消除，储备没有增长，出口没有了，经济增长衰退了，以出口推动的新经济增长结束了。所以这个已经给我们做了一个很好的事实的实证。

第三，关于资本项开放。我们现在做这件事非常危险，发达国家和新兴市场基本面不一样。发达国家的经济是稳定的，开放资本项没有套利机会，是边际流动。而所有新兴市场国家的经济增长都是高频波动，你在任何一个时点上开放资本项，都有套利空间，流入就是泡沫，流出就是衰退。现在汇率高估了，经济增长在下降，美国经济在好转，这时候怎么可以开放资本项呢？这时候开放不是鼓励人们抽逃资金吗？我看不出有什么好处，只是危机。资本项现在不是开放的时候，你硬要开放资本项，一定要经济增长进入稳态，消除套利空间，否则开放资本项的危险是很大的。所以新兴市场国家开放资本项，有几个成功的呢，你可以去看，我看是很少的。

第四，人民币国际化。人民币能国际化吗？我看来一百五十年的货币史，凡是能够成为国际化货币的，两个条件：第一，贸易顺差，别人可以买你的商品；第二，资本项顺差，你有资产供别人购买。请问今天的人民币能买这两样东西吗？你有独立的商品吗？基本都是代加工。你有资产吗，可以供别人购买吗？没有你把货币推出去干嘛？目前我们能看到两个堰塞湖，一个是美元，只进不出，另一个是人民币，只出不进。这就是对冲的局面。就看中国经济

什么时候出现一个拐点，就出现对冲。今天流出去的货币，很有可能在国际市场的空头手里。如果中国政府能把产业做空了，别人就能把人民币做空了。在这个时候搞人民币国际化，毫无疑义。不能为了实现所谓的政绩，推出人民币国际化。包括上海自贸区，做人民币离岸交易，这个风险都太大。你把人民币送出去做什么要搞清楚，纯粹为了搞离岸交易那就是套利机会，所以我觉得没有太大必要。

最后，国际货币体系改革目前找不到最优方案。你把美元改了，没有通货，你回归金本位，通货收缩。美元是一个苦果，但是必须吃。这种情况下，中国面对这样的货币体系，不要让我们实体经济松动，不要全部做金融交易，你做不过美国人，我们应该做市场可分割的有竞争优势的贸易，而不是做绝对没有竞争优势的金融。以上是我个人的想法。谢谢！

刘焜松（上海社科院经济所研究员）：各位领导，各位嘉宾，下午好。

刚才徐明棋教授讲了国际金融的新特点，他主要从中长期的视角来讲这个问题的。布雷顿森林体系中，美元和黄金挂钩，其它货币和美元挂钩。1973年，美国与黄金是脱钩了，而美元与其它货币没有脱钩，美元的地位没有撼动，今天存在的一些问题都是这些引起的。在布雷顿森林体系当中，美元实现了霸权地位，当时它受制于黄金；在解体以后，它的地位还在，但是它已经不受约束了，完全由美联储来控制。

我还是从短期方面对徐明棋教授做个补充。我认为从短期来讲，现在出现几个特点。第一，美国现在的货币政策，实际上逐步从宽松正在逐步转向中性，或者往偏松的方向发

展，而中国的货币政策正好相反，中国正在从中性偏紧的政策逐步向宽松方向在发展。第二，目前来看，美国的金融风险已经释放得差不多了，进入相对稳定的阶段，而中国的金融风险正进入一个释放期、显性期。美国金融的杠杆降了不少，我们刚刚开始降杠杆阶段。第三，美国金融机构一直在好转，而中国则在最顶峰，接下来有一段艰难的日子。第四，美国不但是美元霸权的问题，他背后有巨大综合实力在支撑。从 2008 年金融危机以来，美国为了捍卫美元霸权地位，综合利用了军事，外交，政治，文化各种手段。大家回顾一下，2008 年以来，世界发生了多少次大规模游行动乱甚至战争或国家首脑的更迭？我看来大概有 20 几个国家，在这么几年当中，是频率很高的，为什么出现这样的情况？实际上就是为了把这些国家搞乱，搞乱以后使得资金流向美国，补充它的资本。美联储发行货币以后，使得一些短期投机性的资金，涌入了其他相对比较稳定的国家，以谋取利益。第五，这两年日元出现明显的贬值趋势。由于时间原因这里就不展开了。第六，人民币的国际地位这两年上升了，但是我非常同意刚才华民教授的观点，觉得的人民币国际化和资本项的开放，可能还是要慎重的。方向是对的，肯定要往这方面走，但是步伐一定要稍微稳一点。

最后，我想谈一点，对人民币汇率的看法。因为人民币今年以来，出现一段时间的贬值，美国反应很大。现在到底人民币是严重低估，还是已经差不多合理了？我觉得这个问题非常重要，如果不能从理论上解释这个问题，就很难回应。2005 年，世界银行组织世界所有国家的统计局，专门作了一个货币购买力比较，当时得出的结论，美元和人民币的汇率是 1 美元兑换 3.45 元人民币，这是当时做出来的一个

结论。大家可以看看，从 2005 年到现在，差不多快 10 年的时间了，美元在国内的购买力贬值多少？人民币购买力贬了多少？从房价来看，从公布的数据来看，涨了 100%，实际上大城市大家知道，房价远远不止涨 100%。从国民生产总值总体来看，涵盖了从原材料到消费品，总体涨了 40% 多，即人民币贬了 40% 多。因此，综合来看，人民币实际购买力，现在相对于 2005 年的时候，我觉得应该贬了差不多一半左右。那时候 3.45，实际上兑过来就是 6 点多，现在就是按照这个评价来衡量汇率，这个汇率基本合理的，绝对不存在严重低估的说法。但是原来世界银行是五年搞一次国际比较项目，不知道为什么，我再也没有找到 2010 年的数据，他们有可能没有搞。实际上，现在已经不再被严重低估了。

我觉得将来国际货币体系，从本质上来讲，是受制于国际政治体系，受制于国际综合力量体系。因此，从根本问题上，可能还是要提高我们的综合实力。谢谢大家！

丁剑平（上海财经大学教授）：我基本同意徐明棋的观点，但是有一点，对于中国的多级效益，我想强调一下。

第一，我今年刚刚到过美联储，但是给我的印象，美联储不会那么快退出量化宽松政策。因为美联储已经表态，只要通货膨胀不明显上升，退出步伐可能再缓。这个量化宽松，美国可以得到很多好处，只要物价不上涨。

第二，阶段性的美元升值，可以获得温水煮青蛙效应。这是美国长期来赖掉各国债务的最好方法。

第三，我想讲的是美国的存款利率和中国对比。先看中美 3 个月的存款利率比较（图 5），再来看同业拆借利率（图 6），金融危机一爆发，全世界一起受影响，中国被动受一些影响，又走出一波独立的行情。可以看出，中国在某些

方面，并非完全跟着美国走的。

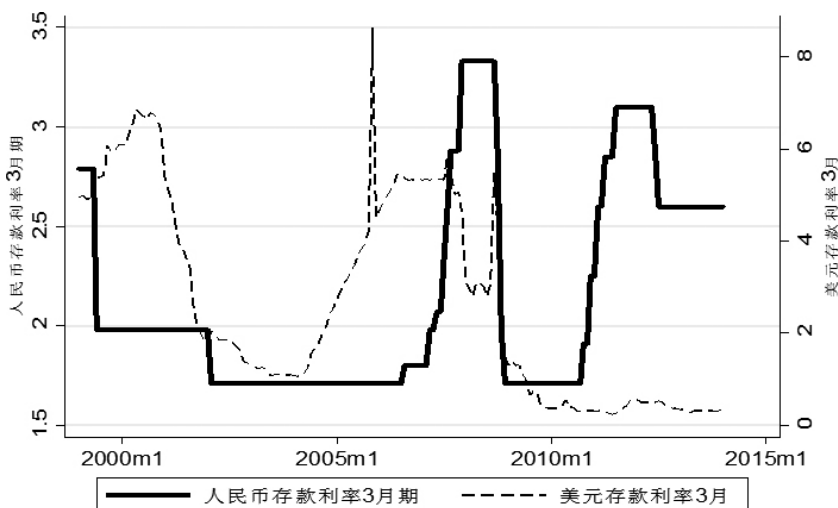


图 5：中美 3 个月存款利率之比

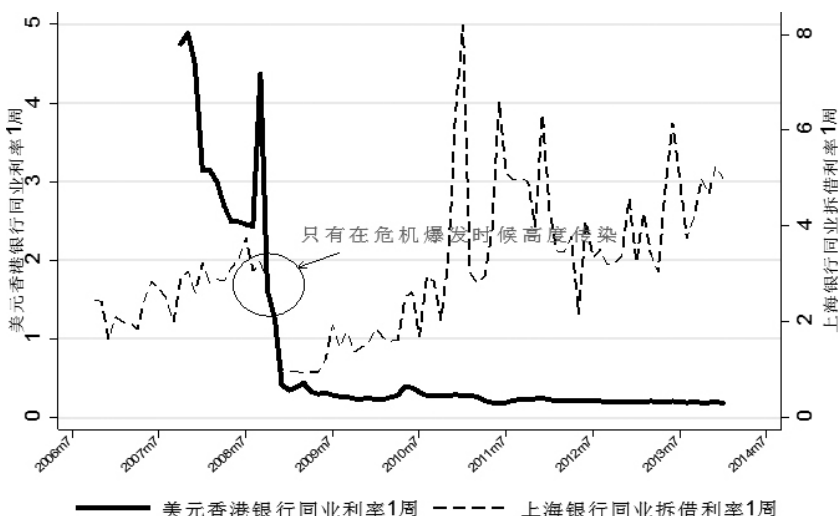


图 6：人民币和美元银行同业拆借利率比较

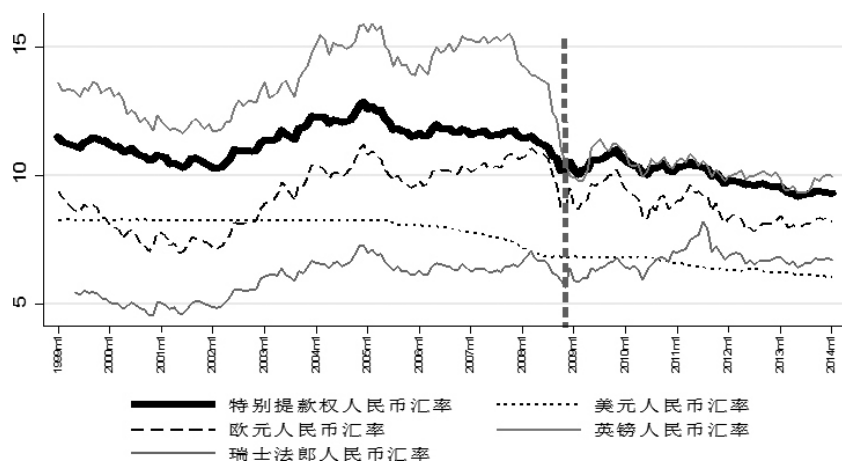


图 7：危机后人民币愈加趋于小幅波动

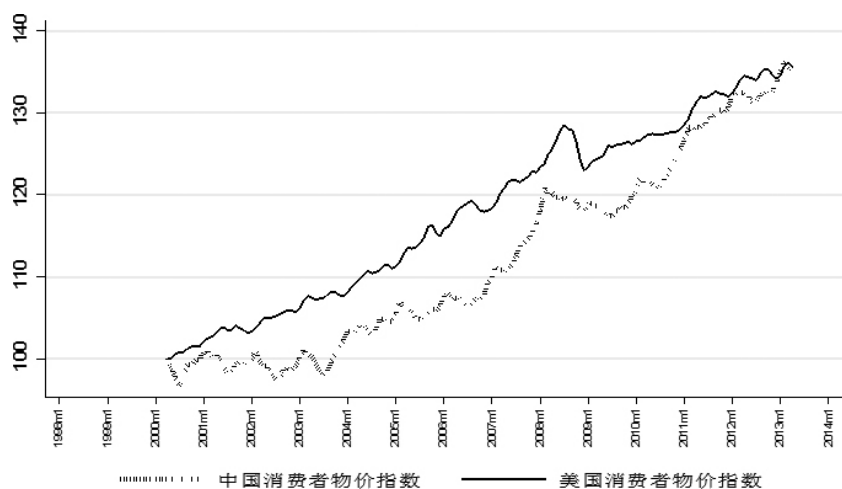


图 8：中美消费者物价指数比较

在汇率方面（图 7），我这里划了一条竖线，我们看一下金融危机爆发之前，当中一条黑的，中国相对于四大国际货币当中的波动率。可以看出，我们汇率走得更加稳健，

和欧元的变化也更加吻合了。就是说，从次贷危机以后，中国对外贸易明显偏向了其它地区，这是一个好的现象，分散化。跟美元的虚线，基本趋于稳定。中国相对主要货币，有一个相对独立的行情。这是中国在吸取金融危机教训之后的战略。

再看中美消费物价指数（图8）。基本上，因为人民币和美元是一个分子和分母的关系，两国的物价基本走在一起，并且越来越收敛。这也是一个比较好的现象。

刚才徐明棋老师讲了三元悖论，华民老师也提到，要真正的货币政策独立，还是看中国出口和中国经济增长。货币政策是服务于实体经济的，实体经济地理方向的多元化是中国货币政策独立的前提条件。如果对外贸易地理方向对某个市场过于集中的话，货币政策必然失控。2008年金融危机之后，中国相对以前更独立了，这是一个很好的现象。我相信在后面货币政策当中，我们中国的独立性会逐渐提高。谢谢大家！

韦森：下面还有10分钟左右的时间，大家提问题吧，有什么问题可以举手示意。各位的发言都太专业了，你们之间互相有什么提问吗？

徐明棋：谈到三位对我的发言的看法，我觉得，基本上来说，我们还是有共识的。我们现在国际上比较大的问题，就是金融新变化，美国货币政策对各国的影响实际上是增强了。美元在国际金融领域的霸权地位，体现在其对世界各国产生的影响并不会因为美国占全球GDP的比重在下降而缩小。当前国际金融市场上的变化，刚才已经谈到了，对各国市场的影响是不一样的。中国现在面临的是美联储收紧货币之时，我们的经济增长出现放缓的趋势，我们可能需要一定

程度的刺激。我个人认为，货币政策如果贸然放松，可能获得的收益不会成正比。另外，丁老师举了具体的数据，以此来证明我们人民币货币政策还是有一定风险的。我不是说我们的货币政策没有风险，而是说我们的代价会增加，我们要考虑的因素在增加，这是我的一些观点。华民教授的观点很鲜明，基本的论断我也是赞成的。但是，我们处于一个互动的国际金融体系当中，以不变应万变的过程当中，我觉得也需要作出一些调整。最后的结论就是，我们能否真的实现以不变应万变，无论货币政策、汇率政策如何，还能够保证继续获得我们以前曾经获得的利益，这个问题是需要我们考虑的。因为在互动的过程当中，压力很大，国内成本在提高。原来贸易的利益，还有其它不同部门的利益格局发生变化，我们需要考虑这些因素。货币政策不可能完全按照以前，还是维持一点也不变。美国现在在缓慢升值，中央银行通过干预，不想货币升值太大，美国都要干预。

提问者：我是做私募股票的。二季度肯定不行了，在后期，你觉得中央政府顶得住吗，是不是要放水了？

徐明棋：他会有选择，有针对性的，但是具体效果怎么样，需要考虑。我一直怀疑货币政策调结构的效益是不是那么明显，因为货币政策是总量政策。尽管有行政性的导向，对商业银行也可以发红头文件，要求国有的商业银行，建立国有中小企业融资中心，但是效果如何也是问题。所以我建议更多利用税收政策、财政政策。现在动不动就货币政策跑到前面，财政税收政策总是滞后，这是结构调整没有到位、效率比较差的原因。

丁剑平：如果中国的通货膨胀可控中央银行可能采取政策，也还要看美国的政策，这是两个前提。日本说在两年

内，要把十年的货币发了。全世界货币都在扩张发行，这个趋势还没有改。一旦货币降下来，是很痛苦的事情。

提问者：请教华民教授一个问题。你刚才讲人民币国际自由兑换问题。从 1993 年开始，我们现在已经走了 20 年，就你的观点，你觉得假设这条路 100 步的话，我们国家已经走了多少步？我们走这么慢，你判断一下，以我们目前的速度，我们需要多少年走完这条路？

华民：你提的是时间表的问题，太难回答了，每个国家的基本状况是不一样的。一个国家从转型的经济体来讲，面临三大结构性的改革，一个是贸易自由化，贸易自由化是帮助突破市场结构的。第二，一旦贸易市场扩大了，需求约束突破了，接下来第三就是供给约束。对于转型国家来讲，第二步要做的事情，首先是国内金融的深入。我们现在对民营企业有歧视，二元结构问题不解决，想用利率市场化对付银行，毫无价值。如果要讲时间表，先走第二步，才能走第三步，资本项开发。所以我觉得，关于时间表的问题，现在与其讨论资本项开放的问题，不如讨论中国国内金融市场一体化的问题。一体化的改革，首先是体制，不是价格。我们老想动价格，动价格会犯错误的。我们现在需要的是国内金融的深化，就是黑白两市的问题。有没有时间表，我不知道，但是我认为，现在中国最重要的，就是金融深化。

潘英丽（上海交大现代金融研究中心主任）：关于自由兑换的问题，我回答一下。实际上自由兑换这个问题，是金本位的话题，你的信用货币能不能和黄金自由兑换，那么黄金非货币化以后，其实没有自由兑换一说了，国际货币基金组织仅仅提货币的自由使用。实际上对自由兑换，我们的理解就是资本帐户的自由化。美国没有自由兑换的问题，

全世界使用美元。美国面临什么问题呢？全世界的美元跑到美国去，把美国值钱的东西都买下来，这才是它所担心的。当年它担心日本把美国买下来，未来担心中国把美国买下来，所以资本帐户是一定要有管理的。而且从国际货币基金组织的评估以及加拿大全球经济自由度的评估，假设说满分是 10 分，美国只有 4.8 分。我们有一个认知上的误区，认为人民币国际化就是自由兑换，就是资本帐户完全开放，这完全是一个误区。实际上，关于资本帐户，我们面临的问题是资本帐户的管理怎么从行政管制转向法律和经济手段。法律手段，就是负面清单，我们到美国投资，美国法院可以有各种方式否定你，比如国家安全、垄断、还有很多经济手段。所以真正资本帐户自由化，实际上是行政手段的退出，法律手段和经济手段的加强。没有纯粹意义的自由兑换，或者资本帐户全面开放。

全秋梅（主持人）：谢谢第一个专题的各位嘉宾，还有参与讨论的嘉宾。在很短的时间内，为货币政策方向开启了很多严谨的思考。下面开始第二个专题，“国际收支结构变动和调整机制的研讨”。有请专题主持人，复旦大学经济学院教授林曙先生和相关嘉宾。

研讨会专题二： 国际收支的结构变动和调整机制

余永定（中国社会科学院学部委员、上海发展研究基金会学术委员会主席）：非常高兴和大家再一次见面。刚才上一节的讨论，我觉得非常有意思。我特别欣赏华民教授的发言，这是他的一贯作风，非常尖锐，观点非常鲜明，而且有

他独特的逻辑，我同意他很多观点，但是有些观点可以讨论。我这节主要讲国际收支平衡问题。

- 各种平衡定义

1. 贸易平衡： $\text{出口} - \text{进口} = 0$
2. 经常项目平衡： $\text{贸易项目} + \text{投资收入项目} + \text{转移支付} = 0$
3. 国际收支平衡： $\text{经常项目} + \text{资本项目} = 0$
4. 国际收支平衡定义上的恒等平衡： $\text{经常项目} + \text{资本项目} + \text{外汇储备变动} = 0$
5. 国际收支平衡表的薄记平衡： $\text{经常项目} + \text{资本项目} + \text{外汇储备变动} + \text{误差与遗漏} = 0$ ；

- 国际上讨论的国际收支平衡（不平衡），一般是指经常项目平衡
- 在实践中，各国政府更为关心的是经常项目和资本项目之和等于零这样一种平衡。如果这项不平衡就有可能发生国际收支危机。
- 中国国际收支平衡的主要特征是长期“双顺差”，外汇储备不断增加。

图 9：国际收支不平衡定义

首先我可以简单说一下国际收支不平衡的定义，这有很多定义，由于时间关系，咱们不一一列举。我们现在一般讲的，指经常项目平衡，我们说发达国家收支不平衡，像美国经常项目逆差。实际上不同人讨论的时候，定义不一样。经常项目里，有贸易项，还有一个非常重要的叫投资收入项，对这一项我们经常没有给以足够的重视。一个国家在发展早期，既没有大量的外债，也没有大量国外资产的时候，这项不重要，但是随着一个国家的发展，这项越来越重要。我希望以后大家讨论国际收支平衡的时候，不仅关注贸易平衡，而且要关注投资收入平衡。以后投资收入会在咱们国际收支平衡讨论中越来越重要。我想对大家强调一下。我讲国际收支平衡的时候主要还是围绕经常项目的平衡来讲。

Crowther 的主要内容是，一个国家在发展过程中，要经历不同阶段，随着国家国民收入水平的变化，这个国家的国际收支发生一系列的变化。

- （一）年轻债务国：贸易、投资收入、经常项目逆差；资本项目顺差。
- （二）成熟债务国：贸易顺差，投资收益逆差，经常项目逆差；资本项目顺差。
- （三）债务偿还国：贸易顺差，投资收益逆差，经常项目顺差；资本项目逆差。
- （四）年轻债权国：贸易顺差，投资收益顺差，经常项目顺差；资本项目逆差。
- （五）成熟债权国：贸易逆差，投资收益顺差，经常项目顺差；资本项目逆差。
- （六）债权减损国：贸易逆差，投资收益顺差，经常项目逆差；资本项目顺差（海外资本回流）。
- 假说建立在广义平衡的基础上，即资本流动被动accommodating the changes in current account balance.

图 10: Crowther 概括的国际收支格局变化的六阶段

Crowther 把一个国家国际收支的变化，分成六个阶段，第一个阶段，这个国家是年轻债务国，贸易项，投资收入项，经常项目，一定都是逆差。贸易项加投资项之和等于经常项目。经常项目是逆差的时候，资本项目一定是顺差，北朝鲜可能没有经常项目逆差，这并不是因为经济好，而是它想要逆差，但逆不了，没有资金流入给它提供融资。所以一般来讲，一个不太发达的国家或发展中国家，在其起飞阶段，Crowther 把它定义为年轻债务国，具有我刚才说的特点。

随着这个国家经济的发展，它可能由贸易逆差国变成了贸易顺差国，在它变成贸易顺差国之后，由于它过去借的是债务，投资收益是逆差。这时候还有一个情况，虽然贸易顺

差了，但是投资收益逆差还很大，这时候它的经常项目是逆差，这是一个成熟的债务国——贸易顺差、投资收益逆差，经常项目逆差。这跟中国现在的情况有点一样，但是又不能套用于中国。

第三个阶段也很重要，大家应该注意，就是债务偿还国。当你经济进一步发展了，进入第三个阶段，你现在贸易顺差，你的投资收益还是逆差，这点和上一阶段一样，但是现在你的贸易顺差大于投资收益逆差，所以你变成了一个经常项目顺差国，这是第三个阶段。

第四个阶段，那就是贸易顺差，投资收益顺差，经常项目顺差，资本项目逆差，所谓资本项目逆差，就是你把资金输出。在一段时间内，中国属于这样一个范畴。第五、第六就不一一讲了。

一个国家在它经济发展过程中，它的国际收支的各个项目会发生一定的变化。这种变化最重要的原因，是这个国家在经济发展过程中投资和储蓄之间的关系发生变化。跟CROWTHER模型相对应，在发展初期，我假定一个国家发展要有一定的投资率，假设投资率是20%，或者25%。但是你这个国家很穷，你不可能有很多的储蓄率，所以在发展初期，一定是投资率高于储蓄率。随着经济的发展，这个储蓄不足缺口越来越小，到了某一点之后，实际上储蓄就大于投资了。而一个国家衰老之后，你的储蓄又小于投入了。我所要强调的是，国际收支里面，经常项目、贸易项目和投资收入项目是一个动态的过程。看一个国家是资本输出国还是输入国，非常简单，就一个定义，就看这个国家是经常项目顺差国还是逆差国。

中国从1990年代初，就是经常项目顺差国。按定义，

中国就是资本输出国，当中国成为资本输出国的时候，中国人均收入是多少？400 美元。大家都知道，穷人跟别人借钱，富人把钱借给别人。

这个 CROWTHER 模型是否符合历史事实呢？我们可以去查证一下，我查了一下美国的贸易史，起始点是 1790 年，那时候，美国在 1790 年已经建国了，建国初期，这个资料一直延续到 1890 年，在这段时间内，这个粗的黑线是美国的贸易平衡线，从 1790 到 1820 年，它大致都在水平线之下，美国在这么长的时间内都是贸易逆差。

Crowther 是否基本符合历史事实？ 美国在立国之后长期保持贸易逆差：年轻债务国

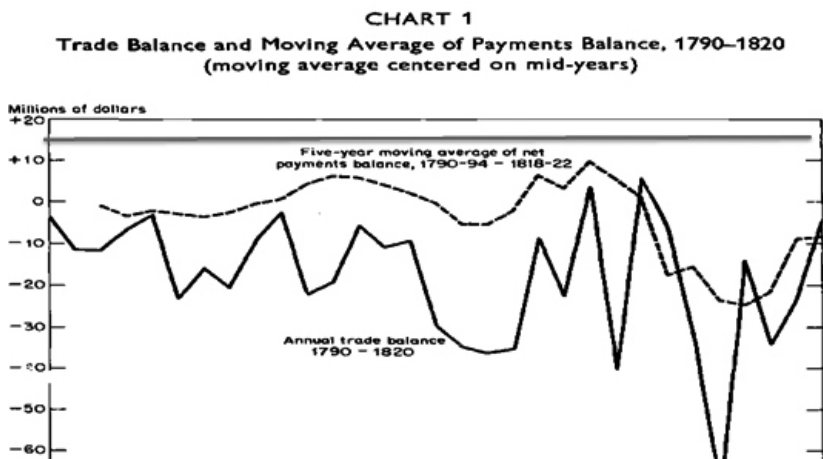


图 11：美国在立国之后长期保持贸易逆差：年轻债务国

接着从 1820 年到 1860 年，又加上 40 年，在大部分时候，它依然是贸易逆差。有的时候，它出现贸易顺差。

Trade Balance and Net Payments Balance of the United States, 1820-1860

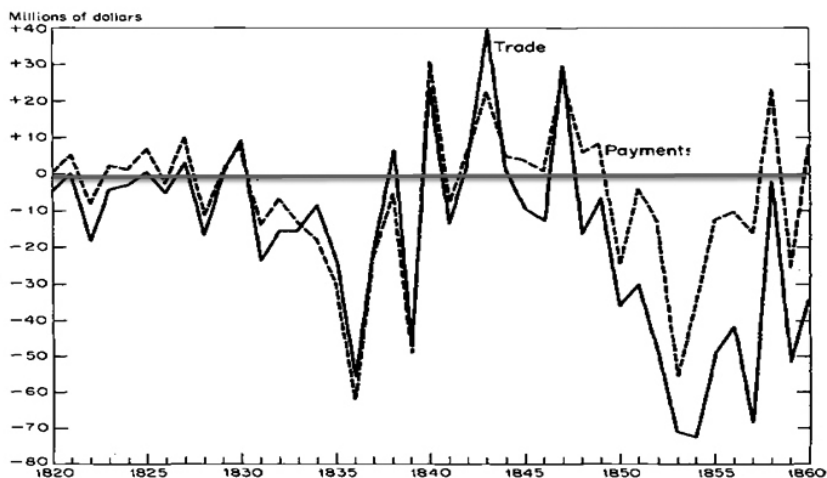


图 12: 美国贸易平衡与净支付平衡 1820-1860

日本国际收支状况非常符合crowther 模型

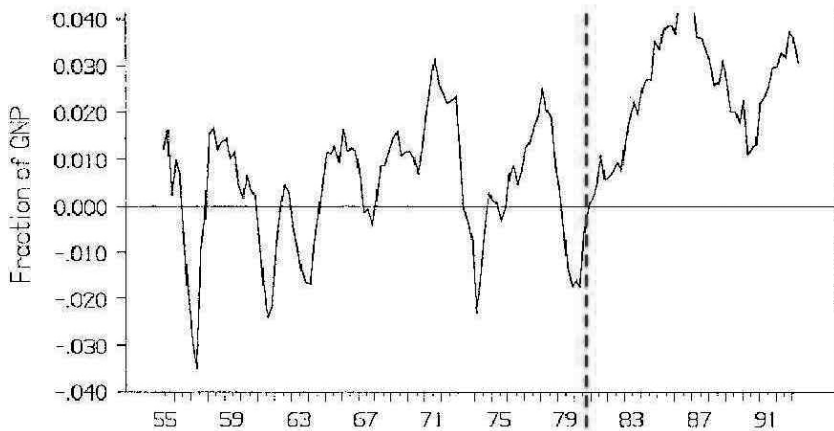
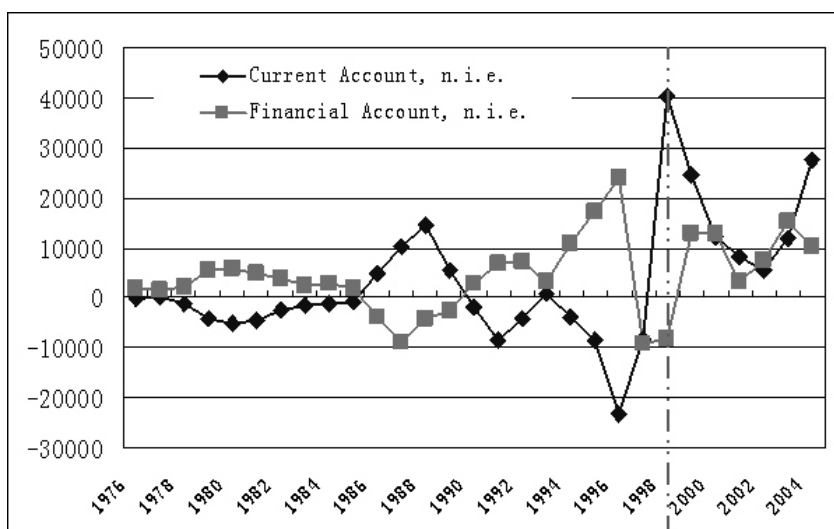


图 13: 战后到 60 年代日本基本贸易逆差,
80 年代后才保持持续贸易顺差

从美国这样一个大国的发展经验看，它在初期的几十年时间，可能上百年的时间，是贸易逆差，而不是贸易顺差。咱们大家都喜欢和日本比较，日本情况是什么呢？

日本在战后的贸易状况，虽然也有贸易顺差，主要是贸易逆差。在 60 年代到 70 年代之后，有正有负，这时候大致处于平衡状态。日本什么时候成为一个长期保持贸易顺差国家呢？到 80 年代，日本才是大量的贸易顺差。



亚洲金融危机前后的不同，资本市场信心恢复较快

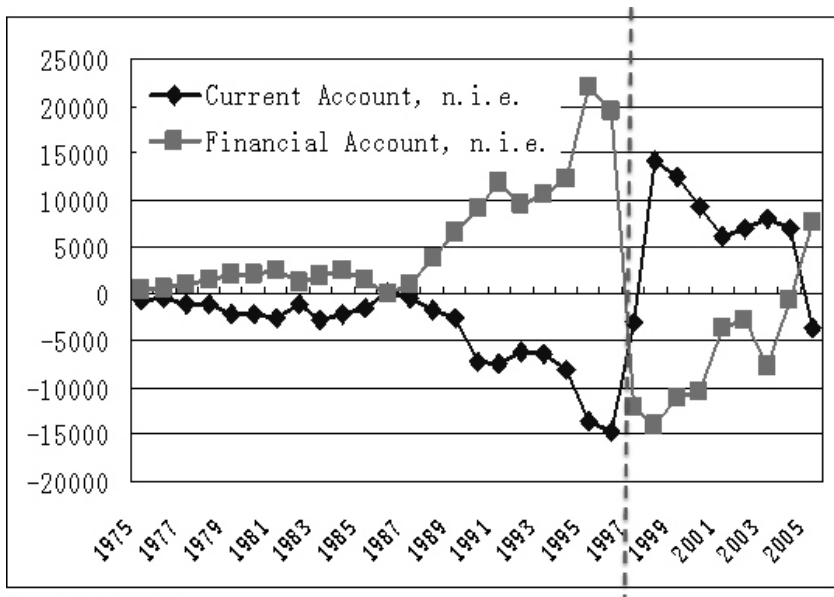
图 14：韩国的情况

那么韩国和东亚国家怎么样？可以说，无一例外。我们在做任何理论概括之前，必须要查历史，历史数据是什么，东亚国家基本是这样的。在东亚危机爆发之前，几乎全都是贸易逆差，毫无例外，30 多年都是贸易逆差。投资收入项目呢，非常自然的，在金融危机爆发之前，东南亚国家也是

逆差。东南亚金融危机爆发是一个转折点，在那之后，亚洲国家的国际收支格局发生了变化，是不正常的变化，它由贸易逆差和经常项目逆差，变成了贸易顺差和经常项目顺差。这是为什么？其实刚才讲了，和美元的霸权有关，和美元霸权造成的国际金融环境是密切相关的。

2000 年以后，尽管东亚国家依然保留着东南亚金融危机以后的那样一种国际收支格局，但情况有所好转，向趋势回归了。在世界所有国家中，唯一例外就是中国。

看看韩国的历史数据，经常项目平衡是这个蓝的，这个是逆差，在 80 年代有一段是顺差。然后，又是逆差，金融危机之前逆差非常厉害。金融危机之后，由逆差转成顺差。到目前为止大致保持这样的状态。



信心恢复较慢

图 15: 泰国的情况

大家喜欢谈泰国，泰国是非常明显，从一开始，就是贸易项目逆差，这种逆差一直延续到金融危机爆发时。马来西亚基本如此，印尼更是如此。我不一一列举了。反正可以得出一个结论，这些国家，在初期，都是经常项目逆差，以后发生了种种变化，造成这样一种变化的原因，由于时间关系，我也没有必要再多讲了。提一句，东南亚国家发生这种变化，在很大程度上改变了他们的宏观经济政策和贸易政策，原来是改善资本配制，后来是积累足够的外汇储备。东亚国家一直是外向型经济，但是外向型经济不等同于追求贸易顺差，我出口非常多，我进口更多，所以是贸易逆差。贸易逆差国并不否定是出口导向国这么一个基本事实，对于这一点，我们应该有一个非常清楚的认识。

中国自然是例外了，怎么归类？很难。现在一个非常需要大家关注的问题是，中国现在是贸易顺差，但是中国的投资收益逆差基本上已经维持了差不多十年了。2011 年中国的投资收入是负 800 多亿，2012 年也是负 800 多亿，2013 年是负的 400 多亿。更令人觉得难以理解的是什么呢？我们是世界上最大的债权国，债权国投资收入不是顺差，而是逆差，这个令人难以理解。日本的情况是什么呢？大家马上说日本是顺差国，刚才华民教授提到一点。我稍微更正一下，日本在 2011 年以后，就不是贸易顺差国了，日本贸易逆差越来越大，但是贸易逆差并不妨碍日本有经常项目顺差，为什么？它虽然贸易逆差，但是它的投资收入非常大，日本的经验值得注意。只有中国不符合 CROWTHER 模型。

刚才我也讲了，中国最大的问题，我最担心的，是什么呢？我们现在积累了 5 万亿美元的海外资产，同时，由于我们引入大量外资，积累了 3 万亿美元的对外债务，中国有两万亿

的净资产。正常情况下，应该有投资收入的。假设这个投资收入实际上只有 3%，中国在 2011 年，应该有 600 亿美元的投资收入顺差，但是我们却是逆差。为什么？这个我们已经有很多讨论了，由于时间关系，我不多说了。现在我所强调的是，照此下去，中国还要保持贸易顺差，但是这个贸易顺差不是用来进口原材料，或者技术，而是为支付外国投资收入，如果一旦成为这样的情况，就惨了。现在一些拉丁美洲国家，就是这样的状态。

1. 通过出口顺差，中国积累了近**5万亿美元**的对外资产（**\$4.7 trillion**，其中**\$3.18 trillion**外汇储备）
2. 通过引资中国积累仅**3万亿美元**的对外债务（**\$2.9 trillion**）
3. 中国拥有近**2万亿美元**的净对外债权（**\$1.8 trillion**，as of Feb. 2012）
4. 如果利息率为**3%**，中国**2011年**应该有利息收入近**600亿美元**，但实际上**2011年**中国的对外投资回报是负**800亿美元**，**2012年**也是如此。
5. 照此下去，中国将成为国际打工仔：贸易顺差用于支付外国投资收益，而不是输入产品、资源和技术

图 16：中国国际收支近 10 年来
投资收入逆差与 crowthermodel 背离

我刚才讲的是福利损失问题，这种状况不仅仅是福利损失问题。我们中国是否要尽快改变我们国际收支格局，尽快结束这种不断积累美国国债的局面，是我们领导必须要尽快作出决策的事，我们讨论这件事情已经讨论十年了。谢谢大家了。

不仅仅是福利损失问题 China must not copy the Kaiser's errors

— Martin Wolf



- If open conflict arrived, the US could cut off the world's trade with China. It could also sequester a good part of China's liquid foreign assets. The economic consequences would be devastating for the world, but they would, almost certainly, be worse for China than for the US and its allies.

中国是否还要充当资本输出国（保持经常项目顺差）、是否还要继续积累外汇储备（甚至靠增加海外投资平衡国际收支也存在类似问题）？该好好想了！

图 17：不仅仅是福利损失问题

林曙（复旦大学经济学院教授）：下面进入嘉宾点评环节。

张志超（英国杜伦大学经济学教授）：谢谢余永定的发言。他演讲的是非常尖锐的问题。另外，他讲的东西是根据经济学的逻辑，而不是猜测对方的阴谋论，所以从我们的决策当中来说，是不可忽略的东西。中国对外投入的收入是一个大问题，我们强调贸易顺差逆差的问题，是经常帐户的问题。中国在投资收入方面做得非常差，这是很值得警惕的一个问题。我们国家目前大量的外汇储备，大量的对外资产，所获得的收益，某种意义上可以说是负的。

还有一个问题，中国缺少一个适当的国际收支政策，汇

率政策这些东西，归拢起来讲，就是国际收支政策。国家发展不同阶段，国际收支行为有很多变化。中国和国际上的其他国家发展经验是相背离的，背后的原因是我们的国际收支政策方面的问题。可能有些东西，不能说的太多了。因为我们知道，中国国际收支政策，很少有人提出来，余永定是第一个提出来的，结果有些领导不满意，因为和领导的政策有背离。其实，如果 10 多年以前就按照余永定说的，现在中国对外经济形式可能好得多。

我想补充一点，就是关于人民币汇率问题。我感觉人民币汇率问题，国际上也好，国内也好，进行了非常多的讨论。我个人认为，总体人民币应该升值，只是升怎么幅度，在怎么的范围内，要认真考虑。我们对经济不平衡调节的管理，是领导人应该关心的问题。从人民币汇率政策这个角度来看，其实人民币汇率真正的问题，是干预过多，一是不科学，二是人民币的干预受阴谋论影响非常大。我们自己应该承认，人民币的汇率干预，若不说是世界上最厉害的，也可以说世界上很少有国家能够做到这样。因此，人民币汇率政策的问题，一个是要坚持弹性化，由市场力量决定人民币汇率。我感觉，从世界大的范围看，还是市场力量在决定人民币汇率的水平和波动。现在就我们国家的情况来说，没有让市场充分发挥作用，政府干预过多。其实，人民币汇率政策的根本问题，在中心汇率干预，这方面政府干预太过频繁，太过厉害，幅度太大。另外一个，就是人民币买入卖出，买卖的干预。中国还有一种干预，就是口头的干预，口头干预不是央行打个电话，而是从中央工作会议开始一直到央行的通知，这种干预也非常厉害。三重干预体制下，我们可以看到，人民币的市场化指数非常弱。我们要真的使人民币走向

一个适当的水平，应该把这种干预适当减少。

我们要改革人民币中心汇率的形成机制。这方面大家讨论非常多。有一个金融学家就讲，最好的就是行为金融的汇率理论。我们这方面研究比较欠缺。但是现在可以用的，就是人民币自然汇率，从金融汇率退一步，以人民币自然汇率为基础，管理人民币的浮动，管理人民币的变动。我们可以做的是在干预的方向上进行变动。如果我们确定了人民币自然汇率，在人民币汇率越来越偏离自然汇率的时候，允许干预；但是如果人民币虽然在偏离，但是这种偏离是在趋向于人民币自然汇率，就不要干预，逐渐使干预减少。

最后讲国际收支。我们还有结构问题，就是中国对美国资产的投资，这方面其实研究很少，但却是非常重要的。中国的对外资产的投资之所以收入比较低，我感觉有一个比较大的忽略的方面，就是只注意美国的情况，只注意投资在美国的债券上。其实除了美国以外，还有英国和欧元地区，比如德国的债券，还有对澳大利亚的投资。中国对外投资应该可以通过分散化谋求更大的利益。这是我的一点感想，谢谢大家。

潘英丽：很高兴给余老师做一个点评。余老师讨论债务周期理论，我原来做博士论文的时候，就做过这个东西。中国非常另类，而且从国际经验来看，中国完全不一样。为什么这么另类？我做一些补充。也是对未来改革或者政策提供一个方向吧。

我的理解是，首先这和中国国家的性质是有关的。我们在加入 WTO 之前，产能利用率只有 50%，现在的产能利用率 60%，我们在人均收入非常低的时候，为什么产能严重过剩？我的理解是，可能是政府，包括国有企业，这几十年

没有改变。虽然民营经济起来了，但由于地方政府的作用，实际上我们民营企业也存在严重的产能过剩、投资过剩。这里面的关键问题是地方政府的一些政策，导致了民营企业投资的收益。举个简单例子，有一个肉制品公司按照它产品的销售，只需要4条生猪屠宰生产线，但它现在是6条，前一段时间又在东北上了第7条。记者问他，产能利用率已经只有60%，你为什么还要上第7条？他说，地方政府给了很多优惠政策，不好意思不投，所以投第7条。

第二，它有政治背景的。刚才讲到投资收益率，我非常赞同余老师讲的，要关注投资收益这一点。我们地方政府招商引资大量利用外资，外商在中国的投资收益是20%以上，这个外汇变成了中央银行的外汇储备，我们对美国的投资回报率是3%。从这个角度来讲，地方政府追求GDP政绩，为什么呢？那是因为我们政府执政合法性，是靠增长来维持的。这就是中央为什么要低估人民币汇率，而地方政府通过各种手段，来促进这个投资，这就跟我们的政治体制有关。现在已经到了这样一种情况，就是贫富的分化，包括环境的恶化。我最近看到，我们前人大副委员长陈思危他们做了研究，GDP增长不能抵扣所带来的负面东西。目前这种发展模式，其实是以牺牲未来的发展来换取当前的增长和GDP。这是第二个原因。

第三个原因，中国二元经济结构导致国内需求不足。我原来谈过，为什么中国在人均收入非常低的情况下就出现产能过剩？这可能是和我们的结构有关的，和金融中介不足也是有关的。从这样一种态势来看，转型实际上是不能再犹豫了，一定要推的。但是，我因为和余老师有交流。我和志超师兄也有交流。他说国家应该调整国际收支政策，核心就

是调整汇率。余老师的观点我也清楚，他认为汇率升值不到位，长期低估。我这里和他们稍微有一些不同。实际上，让市场决定汇率这个说法，我们其实是要推敲的。实际上，我们全球外汇市场交易量目前是 800 万亿到 1000 万亿，其中 30 万亿是和贸易投资有关的，还有 97% 都是投机和套利的需求。假设让国际市场这样一种的资本运作来决定一个国家的汇率，那肯定要出问题的。这也让我想起，原来凯恩斯在 40 年代初的时候，设计了一个国际清算联盟，布雷顿森林体系说汇率上下波动 1%，凯恩斯的方案是上下波动 5%，实际上也就是说，从国际汇率的层面来看，还是要国际社会进行管理的。汇率不能允许大幅度的波动，否则就会伤害到实体经济。当然在资本流动方面，我们如果有有效的手段来管理的话，那么让市场决定汇率也是可以提的。如果不能管好，这个汇率会出现百分之几十，甚至百分之百的波动，日本在这方面是有教训的。我主张人民币汇率要相对适度，但对波动要管理的。外汇市场还有一个说法，叫跨国资本，或者投机资本，有一个预期自我实现机制，假设让这些资本改变汇率，它的预期自我实现机制就会发挥作用。实际上像中国这样的大国，包括像美国这样的大国，他们有能力对国际资本的预期进行管理。这个提法实际上是跨国投行提出的，他说跨国投行很难对美联储的政策进行冲击，不敢冲击。所以大国央行有能力影响国际资本的预期。

梁红（中金公司研究部负责人）：刚才余教授讲的这个讨论其实已经十几年了。我觉得，我们今天还在讨论这个问题，这本身就有一些值得注意的地方。余老师最重要的一件事情，就是恒等式，我们的贸易顺差，加上资本项，加上我们的外汇储备变化，决定了经常项目下的平衡。最大的问题

是我们还要不要增加外汇储备？外汇储备的变动，到底对我们货币政策，对我们国家的福利，意味着什么？不管是什么样的政策目标，我们要付的这个成本是不是值得？，我还想跟大家提几个数字，2002 年底中国的外汇储备存量是 2874 亿，那时候没有中投。到 2013 年底，官方报 38000 亿，还有中投的，毛估至少 4.5 到 5 万亿。我们的银行系统的储备金是从 6% 上升到现在的 20%，全世界的大国，哪一个国家有 20% 的储备金？所有说人民币要贬值的同志们，有没有看过中国的基础货币和美元的挂钩程度是多少？我们几乎 99% 的基础货币都是美元支撑的。还有呢，我们的人民币升了 30% 左右，好像保持了它一定的稳定性，我记得 2002 年的时候，上海最贵的房子，有 1 万块钱一平吗？今天是多少钱一平？

我们这么大的国家，现在差不多 40% 到 50%GDP 的国家储备，在别人掌控之下，明天拿不拿得到利息都不知道。明天要把某个公司关掉，破产，拿不拿得回来都不知道。最近看到这次俄国出的事，人家给你冻结了怎么办？所有这些讨论，觉得挺悲哀的。我们应该说，不管是因为认知的不足，还是因为政策的执行，应该说，过去十年在汇率政策问题上，中国在福利上吃了非常大的亏。如果吃亏能买来一个教训，我们知道发生了什么，也值得。但是我就觉得，如果我们没有明白发生了什么，下一次我们接着吃亏，接着出问题，还不知道为什么被伤了一下子。这里面很简单，为什么说我们的投资收益是负的？因为我们投资的是人家的国债，最高的时候不到 5%。我们中国的投资回报率是多少？两位数以上。我们借给人家钱，来投我们自己，是这么蠢的一个做法。2008 年美国机构在中国做了调研，美国在华机构

在中国的投资收益是 33%。最简单的道理，我们人均今天也就 7 千块钱的发展中国家，我们增长率是全世界最快的。中国的投资回报率，一定应该高于平均数，这时候我们为什么要做资本输出国？今天肯定还有人觉得，是不是人民币应该升值啊，包括我们最近的汇率变化，大家知道一季度整个外汇储备又增加了多少吗？1287 亿，这相当于 2002 年的大概一半。别管我们叫它市场还是什么，全世界没有一个国家央行天天在外汇市场里收外汇。

在今天，我们的汇率是不是平衡的呢？前提条件应该是我们的央行如果不买，我们今天的汇率是多少？我们愿意有顺差，储备一定的外汇储备作为自我保险，可以不怕国际资本的流动，不用借钱，但是这个数够不够啊？不管怎么算，用多少倍的进口，用多少倍的短债，中国的外汇储备怎么算，只多不少，够了。这个前提下，我们不增加外汇储备，这个共识，方方面面要有。能不能把我们的银行这么高的储备金率降下来？中国今天的进口量，加上我们的外债，我们多少外汇储备金够了？3 万亿够了吧？剩下是不是可以卖了？这两个想法，我觉得，是白纸黑字上简单的事情。不是说央行不可以干预外汇市场，可以，但是干这件事，要财政出钱，清清楚楚的。1994 年的时候，我们经历了 20% 多的通货膨胀，明白一件事：央行不能印钞票填补财政赤字。我觉得我们这次，吃了这么大的亏，我们福利损失超过庚子赔款，换来什么东西呢？能不能写在中央银行法里面，我们不能印钞票，要用财政的钱来买，要有一个成本。谢谢。

林曙：下面我们进入第三个环节，互动环节。首先问一下余老师，你想不想回应三位的评价？

余永定：各位说的非常好，对我们理论研究，确实很有

好处。潘老师的观点其实跟我没什么太大的区别。在外汇管理问题上，我的观点跟梁红是完全一样的，最近这些年根本没有高估低估，关键问题是你还要不要继续增加外汇？这是最根本的问题，不能增加太多外汇储备了。如果不采取坚决的态度，今年可能就4千亿美元，再过两年就5万亿美元。美国国民总产值才16万亿美元。中国干什么都发疯，中国得制止自己的头脑发热。实际上问题是非常简单的，就是不能增加外汇储备了，至于汇率波动问题，完全可以通过资本管制方法来解决。我非常赞同华民的很多观点，外汇如果突然输出，可以干预，但是你不能天天干预，尽可能少干预。

林曙：下面看看在座嘉宾还有什么问题。

乔依德：我们是一个最大的对外债权国，但是我们进口收益是负的，这个问题，已经有好几年引起大家注意和议论了。各位前面讲的我都同意，我想再补充一两点。刚才志超也讲了，投资可以更好一点，但是这个跟我们对外资产投资结构有关。因为我们的负债，是国外对我们的直接投资，这个是很大一块。我们的投资就很吃亏。但这并不是我们非常愚蠢，我不完全这样认为，这也多少反映了我们现在经济结构，我们的技术水平，因为有直接投资我们还是需要的。但是与此同时，我们现在也要看是不是都值得，是不是拉到篮子里都是菜，是时候要看了，从宏观结构来看。

另外我再补充一点，除了结构问题，还有货币币种的问题。因为我们在国外，资产以人民币计价才0.3%，这是两年以前的数字。而美国的负债大概8%，这个结果就是美元样贬值以后，无形中债务就清掉了一大块。而我们人民币升值，你这个资产没有得到好处，这是一个很大问题。这个倒过来说是什么问题呢，人民币是不是要走出去，要有更多的

资产？以人民币计价，人民币就要走出去，当然我也同意，不是今天明天就要走出来，但是从根本上说，这个问题还是要解决。简单一句话，中国现在面临最大的挑战，怎么掌控好这样的问题，人民币要成为储备货币之一，这是一个长期过程，当中涉及到很多内部的利率市场化，资本帐户开放等等，又要慢慢去做。这对中国政府，特别是央行，是一个巨大的挑战，我想做还是要去做，只不过要谨慎一点。

张志超：我听了讨论，有一个感觉，非常多的美国阴谋论，这个有点问题。按照美国阴谋论规划我们的对策，这种对策讨论走到最后，就是毛泽东加普京！不应该这样，应该从国家的最大利益出发。我个人看法，中国对将来的国际货币体系，要有一个什么规划呢？布雷顿森林体系 1.0，我们已经看到了，对经济有了很大的促进作用。布雷顿森林体系 2.0 呢，对中国崛起有很大的帮助。我个人感觉，布雷顿森林体系 3.0 是以中国和美国的合作为基础的、对中国有利的新体系。我想这个才是我们的对策讨论。

张春（上海交通大学上海高级金融学院执行院长）：刚才余教授讲的，中国是净资本输出国，但是收益是负的。为什么会这样？刚才梁红说的非常清楚，大家都清楚。我们把大多数的钱放在国家这里，国家作为一个投资方，尤其在央行，它肯定要谨慎，不能投很多股票、股指，收益率一定是低的。这个是主要原因，而且除了这一块成本，还有其他的成本，货币政策超发，就不说了。所以，大家都觉得这是一个要解决的问题，有几个方法来解决，这个牵涉到下一步中国金融怎么样，改革下一步怎么走，我看主要有两个办法解决。一个办法就是人民币升值，人民币升值以后，你自然对外顺差就少了。这个大家也知道，很痛苦的，我们一直避免

人民币升值。我还要提一个，就是资本帐户的流出，就是钱进来很多，现在经常项目顺差，我们资本项目还是顺差，它进来的不光是贸易顺差这一块进来，还有资本这一块。所谓资本项目流出，听起来很恐怖，但其实国家现在4万多亿的钱，有人提过要转汇于民。这两种方法是解决的主要方法，但是这两种方法，肯定都有难度，究竟我们要选哪一个呢，就是要好好研究，不是情绪化的发言，不能这样做。那怎么办呢？结果还是现在这样，外汇储备还是继续增加，损失肯定更大。一定要好好的研究，尤其是量化研究，做一个权衡。

我现在简单讲讲，我其实一直在思考这个问题，这两种方法，其实怎么做，很有道理，而且可能是有多重均衡点的。假设我们资本帐户不开放，大家都感觉到，还是有很多钱进来，人民币还是要升值。这时候，有升值的预期，进来的会更多。但是如果现在稍微流出一点，大家觉得钱还可以流出去，肯定就有平衡了。当然，流出多少，余老师蛮谨慎的，如果流出的太多，他一直说资本对外开放要谨慎，但是如果不流出，只用人民币升值的方法，人民币可能升值过多。流出的钱，大家觉得太多了，加一个托宾税，这样的话，完全可以控制的。税如果加到100%，谁会流出？下一步要仔细研究，主要这两种方法，应该怎么样来做，怎么样配套的来做，而且应该要尽快的做。因为做得越晚，我们的外汇损失越多。

研讨会专题三： 上海自贸区金融开放创新和人民币国际化

全秋梅：感谢前面嘉宾的发言，下面我们进入到第三个

专题“上海自贸区金融开放创新和人民币国际化”。有请主持人费方域先生。

费方域（上海交通大学中国金融研究院副院长）：下面有请第一位发言者，交大上海高级金融学院执行院长张春。

张春（上海交通大学上海高级金融学院执行院长）：人民币国际化和自贸区，其实和我们刚刚讲的都有关系，刚刚多位教授其实都谈了。我想主要从几个角度，先讲人民币国际化。央行现在为什么要推人民币国际化？它是为了人民币国际化而国际化，或者为了金融的所谓强大而国际化，还是有其它更深层次的原因？我个人觉得，人民币必须要国际化，而且人民币国际化有更深层的原因。货币是一个金融概念，金融一定要为实体经济服务。人民币国际化，最终不是哪一个领导人的意见，而是要考虑它有没有为我们中国的实体经济服务。怎么说呢？中国的实体经济，我觉得是很需要人民币国际化的。中国企业的国际化需求，在今后若干年，会是非常非常大的；中国居民对外投资的需求也是非常大的。而且中国的实体经济，在今后五到七年，大多数人预测会超过美国，从总量上 GDP 肯定是第一位。中国企业和居民的这种需求，在今后五到十年中，会极大增长，如果中国的货币还不是一种国际货币，这跟中国实体经济在世界上的地位非常不匹配。所以从这个意义上来说，并不是我们想要国际化，为了国际化而国际化，而是中国实体经济有这样的需求，我们才要国际化，而且是为了满足企业和居民的需求，这是第一点。所以，现在我是非常主张要推人民币国际化。

当然现在人民币国际化需要有一些先决条件。中国的金融市场本身不发达，我们金融市场非常落后没有成熟，我同

意这个观点，但这不代表人民币就不能在一定条件下国际化。现在国际上说，一个国家的货币要国际化就是要资本项目开放，或者更具体说是资本项目可兑换。这个词有很多不同说法，资本帐户开放有多重含义，我主要讲两重含义，一种叫资本项下的可兑换，一般世界上大多数国家货币国际化，觉得这是一个必要条件。资本账户下如果货币都不能兑换，怎么可能成为一个国际货币呢？这个是我们中国一直在力推的。其实资本帐户的开放，在我看来，还有一种开放方式：就是我们中国现在在推的，就是所谓的资本帐户跨境的流动。这包括什么？包括 RQ 已经进来，我们现在的沪港通，如果用人民币计价，资本帐户跨境的流动，我觉得也是一个方式。资本帐户开放这两种方式，对我们中国的风险和收益不完全一样，对我们今后怎么样跨境都是意义重大的。

我们两年多以前做过一个研究，主要是关于跨境人民币的。我们到香港去，当时和央行合作，费老师和我们一道去的。人民币跨境资本项目下的流动，其实它的银根最后还是掌握在中央银行下面，所以它的风险在很大程度上是可控的，尤其是宏观的风险，对货币供应量的风险，对汇率的风险等。它微观上也许有风险，比如香港把人民币带回境内，不一定带给的我们宏观调控想要的那些行业，或许带给房地产。但是，总的是可控的，央行最后结算都在央行，这个风险是可控的。

中国很另类，是世界上最大的国家之一，而且中国的经济体还有可能变成世界上最大的经济体，所以中国的货币国际化，可以走和其它国家货币国际化不同的道路。我个人觉得，如果在资本项目下可兑换风险还比较大，目前还有很多顾虑的话，我觉得可以多走第二种方法：跨境人民币资本项

下的流动，尤其离岸市场，包括香港、新加坡、伦敦。还有在自贸区里，央行也在做这件事，可以开放更多的平台，用人民币计价的资产交易平台，包括最近已经有了期货、大宗商品、原油的期货人民币定价，这个可以让境外的钱，这个钱主要是人民币，因为这个不牵涉到兑换。境外的人民币流到香港，它可以到自贸区里面来做大宗商品，比如原油期货。我觉得应该增加股权上的投资，比如国外的基金产品，如标普 500 的基金，用人民币计价，在自贸区里面交易。境外人民币也可以，境内人民币也可以，这种方式的风险可以控制。当然这里也有问题，最终还是要可兑换，可以是人民币，也可以是美元，大家互相可以兑换。债权、股权、大宗商品都可以在自贸区里推出以人民币计价的交易平台，这样可以大大的推进人民币国际化的进程，也可以把中国企业的影响力辐射出去。而且这个风险，比起其它国家的国际化，要求在资本项下完全自由兑换的风险，要低的多。我今天就讲到这里。

费方域：下面有请王世豪。

王世豪（上海金融业联合会金融法治专业委员会副主任）：热烈祝贺我们卓越发展研究会今天的隆重成立，也要祝贺乔依德先生荣任卓越研究院的院长。当然，我们同时也感谢陆豪董事长对我们民间智库的大力贡献。

今天会议的主题是全球金融新变化，我讲四点，对新变化的一些想法。刚才各位主要谈的国际金融，所以我主要谈谈国内金融。第一个想法，是关于国际的，影响资本流动的国际金融环境出现三个拐点。拐点一，从地缘政治来看，从 1990 年苏联解体之后，长达 23 年的全球政经一体化的局面告破，因为乌克兰事件出现拐点，同时长达 16 年的 G8

会议退回到 G7，对全球经济产生了影响。第二，二战后统一全球贸易秩序长达 70 年的 WTO，因 TPP 和 TTIP 今年的谈判，出现了拐点。将来谈成之后，会出现区域性贸易新规则，它将影响全球资本的流动。拐点三，金融危机之后，长达六年的美联储量化宽松政策今年出现拐点，很明显，它对全球资本流动，已经产生比较显著的影响。

第二个想法，国内经济环境的三个特点。国内经济环境，目前按照李克强总理在 3 月 5 号人代会的报告，显出三大特点。特点一，经济增速进入换档期，从高速转向中高速。从国内金融业业务来看，各项发展指标，从前一些年百分之而是几三十几的增速，今年预定指标全部下降到十几，甚至个位数。特点二，经济转型进入了阵痛期。从我们银行来看，银行的存款改革开放 35 年来，首次出现负增长，银行贷款占全社会融资占比首次降到 50%。各位，往前推 10 年，这个占比在 90 以上，10 年前是 92，今天只占 50%。从我们金融来看，尤其余额宝等多种互联网金融对我们传统银行的冲击，应该是巨大的。特点三，金融改革进入了前期政治消化期。反应在金融方面就是前期的 4 万亿政策，造成地方政府债务支付的危机问题、影子银行问题、过剩产能问题，过剩产能实际上都是银行贷款。我们的信托、公募债券刚性兑付的特征出现了动摇。

第三个想法，国内自贸区经改政策，在银行业务上反应了三大新变化，去年已经开始了。变化一，银行国际业务历来是贸易项目为主，现在转为贸易和资本项目并重，也反应了中国现在从商品输出向商品输出、资本输出并重。变化二，跨境人民币业务，发展的增速远远超过了外币业务的增速，可以说，很多银行跨境人民币业务出现了 500% 左右的

增幅，比如对外放款，人民币担保的金额，都是百分之几百的增长。变化三，从国际业务的客户群看，从过去以传统的进出口贸易公司和外商投资公司为主，现在开始转向中资投资公司，中资的另类投资公司，就是PDVC等，互联网公司，电商，还有房地产公司等，客户群也转变了。

第四个想法，自贸区金改政策近期需要我们展开三大新的探索。如果要深化的话，我个人觉得必须要有三个探索。自贸区金改政策的特点，一个基本原则是一线放开，过去的讲法是二线管住，现在最新的讲法叫二线渗透。一线放开没有问题，就是建一个香港，但是这个意思不大，因为现成的香港远远超过我们上海自贸区，它150多年了，各项金融法制非常成熟。可复制可推广意思不大，关键探索二线渗透。探索之二，我们金融开放和金融监管如何相结合。比如说对外担保，外汇的担保。现在人民币的担保，无限制的发展下去会不会有风险？银行有这么大的担保实力吗？老外一看，银行担保都放款这么多。现在比如中国的房地产公司，在什么纽约啊、洛杉矶、多伦多大规模造房子，钱在那边借，国内银行帮他担保的，现在敞开的。这个风险是不是很大？探索三，就是国内银行的探索。因为自贸区的金融新业务都是综合性的，信贷、本外币还有结算等，这个投行都是混合在一起的。那么对我们银行内部来说，各个业务条线如何进行整合，资源方面的整合，内部管理方面的整合，对于我们银行来说这是一个新的东西，也是需要进行新的探索。我就这四点想法。最后感谢各位嘉宾，各位领导，谢谢大家。

李迅雷（海通证券副总裁兼首席经济学家）：感谢会议主办方，也祝贺卓越发展研究院的成立。在这里对陆豪董事长在支持民间研究发展方面、支持上海智库方面作出的贡

献，表示感谢。今天陆豪也加入到九三金融委员会。

我讲我的一些思考，可能和大家不一样。第一，自贸区和人民币国际化看似相关，但是这个进展却非常缓慢，现在自贸区，我们很多金融机构都设了分公司，基本上属于没有业务可以做的状态，这个状态的持续时间恐怕要到今年年底。

我们讲负面清单，大家非常振奋，但是现在大家都还是希望给个正面清单。让大家放心一点，有细则、有可操作性。对于这方面来讲，也牵涉到另外一个话题，就是现在全国的自贸区热，各个地方都在申请自贸区。既然是一个负面清单，应该还是比较开放的，可以在监管层面尽量减少。但是为什么现在各个地方还拼命搞自贸区呢？我觉得原因可能还是在于我们行政体制的问题。

最近这段时间以来，我们证券市场又非常火爆地搞主题投资，现在又在炒两岸自贸区、炒丝绸之路，我们称之为炒地图，它炒的就是现有的行政体制。你需要审批，你批了，我在招商引资的时候就有事情可以做了；你不批的话，我招商引资就没有由头。从大家希望看到的正面清单，到目前各个地方又在申请自贸区，到是要经济一体化还是一个搞区域性的发展，都是这么一种思路。这种思路到底跟两三年以前，各个地方拼命搞国家级的高新技术开发区、经济技术开发区有什么两样？如果有两样，还是进步的，如果没有两样，说明还是存在一些问题。这个是我们值得思考的。

因为今年是全面深化改革第一年，国企改革、金融改革、金融创新发展还是比较快的。慢的地方还是在自贸区，比如人民币自由兑换、人民币的国际化，我们要建立人民币跨境业务、资金池业务，这方面没有一个明确的说法，在这

方面的进步还是有些慢。至于人民币国际化的进程，有几个阶段。这方面我们学术界理论界已经讨论多少次了，我们基本上从2005年的汇率改革以来，一直在讨论，反复讨论这些问题。当然我也是赞同人民币国际化，在资本帐户开放上确实需要谨慎，但是既然已经设立自贸区了，既然在这里面，可以先行先试了，为什么在这个区内，还要畏畏缩缩不敢大胆去做呢？最近我作为上海市人大财经委的委员，也在看上海自贸区的立法，在这个立法过程当中，地方立法到底有多少实权？其实非常有限。这个立法的初稿基本上是照抄的，在金融领域里面是照抄了一行三会相关的条例，我们没有创新空间。我们希望办事更加有效率、审批制度更加减少、一行三会在自贸区里能够合在一起成立一个自贸区金融促进委员会，这个我们不能写到地方法规里去，因为这不是我们地方的事权。虽然我们金融业务庞大，金融企业非常希望有业务做，但是实际上，现在恐怕还是需要等待。所以我也呼吁把自贸区在监管、金融创新方面的步伐加大一点，效率更进一步提高，谢谢。

费方域：下面我们有请吴俊主任。

吴俊（上海市政府金融办公室副主任）：关于自贸区这一块，我就把一些情况借这个机会跟大家稍微说说。今天我们在座的也有很多这方面的专家，而且也是我们一行三会本身的同志。我想他们本身都很清楚，关于自贸区这一块，我们对外也一直在说金融实际上是三块，一个是制度，一个是平台，一个是机构。现在从制度来讲，我们一行三会51条落地，后面细则继续推出，这个大家也都看到了，这是制度方面。

第二个，就是平台，现在大家知道在国务院方案里有一

计划，搭建面向国际的交易平台。现在已经落地的或者已经有说法的，实际上已经有几块，一个是期货交易平台，这个实际上公司已经设好了，相应的产品都在准备。第二个，就是黄金交易所的平台。第三个是上交所也有一个平台。其它的平台或交易所，其实都一直有这方面的推进。自贸区实际上很重要的就是实验两个字，加快金融开放可以利用自贸区来进行。

第三个，是金融里面比较重要的机构。当然自贸区本身也不仅是一个招商引资的过程，我们希望有一个制度的变化。当然这个过程当中，也有很多制度的红利，所以现在有很多机构也在加入到自贸区里面，涉及的金融这一块，实际上这个量还是比较大的。三个星期以前，市里自贸区金融工作协调小组开过一个新闻发布会，当时发布了有九个案例，大家在媒体上都可以看到。当中有很多例子，比如现在比较典型的或者企业明显看得到的一个好处，就是一些投资企业对海外的投资，在里面的程序实际上已经大大简化。以前对外投资的一些审批程序，现在得到大大的简化，基本五天就可以对外了。在制度的变化中，机构的积极性实际上得到了激发。挂牌的时候，36家企业，金融的就有16家，银行类的11家。到现在为止，在里面已经设好了分行或者支行已经超过32家了。除此之外还有证券公司的，比如海通；还有保险，比如太保；还有基金的子公司，包括期货子公司。

所以从整个设计过程当中，第一是制度，第二个是平台，第三个是机构。这个是我们目前能够看到的，至少现阶段是这么一个情况。今天的主题是讲金融的开放，我们也觉得确实是这样。目前我们讲的自贸区实际上更多是一种制度的变革。从这个角度我刚才提到的这三个，比如制度这块，

人民银行是一个核心的制度；对外开放有很多创新，平台这一块刚才已经点到了，就是面向国际的平台，当时已经很明确了；第三个实际上是机构。如果机构是只针对大陆的或者内地本身的这些业务，可能在这方面的效果不那么明显，但是如果你涉及到跨境这一块，制度的变化对机构是非常有好处的。

今天议程里面也提到，大家实际上也一直在讲，就是如何积极推进，整个开放过程中是不是有风险？自贸区的制度设计中，实际上方方面面，包括领导、专家都在提。这一块社会上的感受可能没有那么直接，大家可以看到这里面其实有很多动作，比如央行2月份还颁布了三反，“反洗钱、反恐融资、反逃税”。发布的时候，大家更多考虑对自己有什么好处，因为那是一个事后监管的东西。这方面我觉得需要得到加强。在国际金融中心建设当中，我们在推进很多的类似于QD或者QF政策，比如QD对外的销售，如果有境外机构直接在这里销售，它对反洗钱要求非常高。所以我刚才讲，如果涉及到跨境或者对外，这方面我们如何解决？当然，现在我们很多是通过其它的信托或者销售渠道，把反洗钱的责任进行了转嫁，但是这里面类似的做法会得到加强。

还有事中事后的监管。这方面市里的金融对这一块其实非常重视，我们专门建立一些监管机制，在这个过程当中，很多情况我们也不能完全预见，所以相关的内容我们也有一些安排。这一块总体来讲，我们还是一个积极和谨慎的态度。因为从整个国家的开放角度来讲，很多东西是不一样的。我个人觉得从这次十八届三中全会当中，包括人民币资本项目可兑换的提法，实际上和以前不一样，我们国家目前所处的发展阶段和以前也不一样，与以前的理论或者教科书

相比也已经发生了很大的变化。这方面就需要积极的探索，但是当中的风险也要得到很好的控制，我们是一个实验，如果要推广，就要寻找当中的一些盲点或需要加强的一些点。这是自贸区下一阶段政策落地以后真正的重点。谢谢。

费方域：下面还有一点时间，我们可以做自由发言。

施莉娅（中国人民银行上海总部国际部副主任）：今天学习了很多，刚才余永定老师说国际收支结构变动的一些因素，这一块我也有一些研究。平时我们分析国际收支的时候，通常都经常项、资本项这样进行分析，但是可能忽略了一个币种因素，刚才潘老师也说到币种因素，实际上我觉得币种因素放到国际收支分析里面还是蛮有意义的，前面包括华民老师也说到过，现在是不是要推资本帐户开放。我想把货币的因素放到国际收支里面去，就可以知道走何种路径推动资本帐户开放还是非常有讲究的。我的感觉可能魔鬼真的都在细节中，我们把这个细节安排好了，我们的开放路径可能走的就会平坦得多，不像大家想象的有那么多风险。谢谢。

张春：刚刚讲要解决余老师说的这个问题，我说了，一个是升值，一个是流动，一个是节流，一个是疏导，这两个肯定要联合。所以这里有很多细节，尤其很技术性的问题是可以研究的。我相信央行也在研究这个问题，我们在外面应该更多地做一些更仔细的研究，而不是泛泛的说这个东西开了风险多大。现在有一些改革是倒逼的，你不得不做，不做的风险可能更大。

谢荣兴（张家港保税科技股份有限公司独立董事）：我讲一个观点。我们上海自贸实验区，其实应该改成自贸示范区，因为我们不会实验。如果十件事情有一件是错的，那是

实验，但我们都是示范，都是对的，所以什么事都干不了，这是我的一个观点。我希望民间智库多提点意见。所谓风险，我觉得第一就是总量控制，退休老太太打麻将，就一块钱叫赌博吗？也不是。你是范围很小的实验，你不敢试是不对的。我再举个例子，我是一家外地保税区的独立董事，他们说你们上海自贸区的事情，我们早就做了，其实我们没有做的他也在做。比如说，保税区是范围的，他在地，怎么办？也把它列入保税区，不开税单就可以了，仓库嘛，海关也认可了。所以，我认为上海的动作是稳健有余，实验不多，示范太多，所以干不了大事。

费方域：我们要不要有自己不可复制不可推广的竞争力。我们制度改革创新的同时，到底还要不要政策？实际上很多问题可以考量。今天时间有限，不展开这个事情。谢谢大家。

全秋梅：谢谢今天所有到会的嘉宾，最后请乔依德会长为今天的会议结语。

乔依德：我简单讲几句，现在是下午五点多，大家还在这里开会，精神可佳。前面讲过，上海发展研究基金会成立到现在已经 21 年了，能走到今天，除了领导的关心，我们大家理事工作也很努力，还有很重要的一条，就是在座各位给我们很多支持。我刚开始讲话的时候，讲了我的一些想法，一些抱负。在座很多都是上海学术界的朋友，我们作为基金会，作为研究院，不打地域牌，我们以后不仅在上海搞活动，也要到全国去。在座各位，这个是你们的新平台，你们有什么想法，也可以在平台上讲。当然，我作为一个上海的市民，土生土长，对这块土地有感情。所以陆豪董事长支持我们搞这个，我也是真想干这件事。最后借这个机会，



再次感谢大家，也希望在今后的岁月当中，我们大家一起合作。我前面讲过，我们的资源对大家全部开放，因为我们是一个独立的机构，没有什么既得利益。谢谢大家。

（以上内容根据录音整理，未经本人审阅）