

内部发行，未经许可，请勿转载

研讨实录

第 56 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
二〇一四年八月

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 90 多次，成为了基金会有一个品牌。

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

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

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

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

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

Handwritten signature in black ink, reading '胡旭照' (Hu Xizhao).

编者的话

2014年6月17日至18日，上海发展研究基金会/卓越发展研究院与美国新经济思维研究所、清华大学国家金融研究院在上海共同主办了“国际货币体系再思考——布雷顿森林会议七十周年后”国际研讨会。中国人民银行副行长胡晓炼、上海市常务副市长屠光绍、上海发展研究基金会会长胡延照、清华大学国家金融研究院院长吴晓灵、国际货币基金组织秘书长林建海、国际货币基金组织前总裁米歇尔·康德苏、美国新经济思维研究所研究总监 Thomas Ferguson、英国金融服务管理局前局长 Adair Lord Turner、中国社会科学院副院长李扬、上海社会科学院院长王战、中国社会科学院学部委员余永定等近百位领导、学者和专家就国际货币体系改革问题进行了深入广泛的交流和探讨。研讨会讨论围绕五个议题展开，分别是：布雷顿森林会议的遗产、国际货币体系改革的目标和路径、中央银行货币互换对国际货币体系的含义、货币政策与资本流动及汇率制度、国际货币体系和人民币国际化。详情请大家阅读本期《研讨实录》。

乔依德

上海发展研究基金会副会长兼秘书长

二〇一四年八月一日

目 录

会议议程.....	1
会议纪要.....	7
开幕式.....	21
INET研究总监Thomas Ferguson 致辞.....	21
上海发展研究基金会会长胡延照 致辞.....	22
清华大学国家金融研究院院长吴晓灵 致辞.....	24
上海市常务副市长屠光绍 致辞.....	28
主题演讲.....	34
中国人民银行副行长胡晓炼 演讲.....	34
国际货币基金组织秘书长林建海 演讲.....	38
专题一：布雷顿森林会议：积极还是消极遗产？.....	44
James Boughton：我们能否重获布雷顿森林体系的稳定？.....	46
Eric Helleiner：布雷顿森林会议中中国的作用 ——一段被忽视的历史.....	50
李建军：后危机时代对国际货币体系的思考.....	54
Charles Wyplosz：布雷顿森林被遗忘的教训.....	60

目 录

向松祚：美元本位、浮动汇率和全球经济不稳定.....	68
Thomas Ferguson的评论.....	74
张明的评论.....	77
午餐演讲	
Adair Lord Turne：全球危机：危险在哪里？.....	80
专题二：国际货币体系改革：目标和路径..... 94	
Michel Camdessus：国际货币体系当前弊端， 需建立21世纪真正的世界货币基金..	94
马骏：走向三足鼎立的国际货币体系： 管理过渡期的风险.....	98
徐明棋：国际货币体系改革和SDR的作用.....	103
Yoon Je Cho：国际货币体系改革和G20.....	107
自由讨论.....	111
Arturo O’Connell：在国际货币和金融体系中再次引入国际 公众利益.....	116
Yung Chul Park：国际货币体系改革.....	124
潘英丽：IMF份额分配与治理结构改革.....	128
James Boughton的评论.....	133

目 录

林曙的评论.....	134
专题三：中央银行货币互换：对国际货币体系的含义....	136
沈联涛：中央银行货币互换与国际货币体系.....	136
李扬：积极应对六国央行货币互换货币互换升级.....	140
徐明棋的评论.....	145
Paul Jenkins的评论	147
自由讨论.....	149
专题四：货币政策、资本流动和汇率制度.....	155
余永定：中国如何走出三元悖论.....	155
周皓：央行独立性和QE对中国影响	159
高海红：国际货币体系改革：特里芬难题再思考.....	164
Perry Mehrling：新兴的国际货币体系：隐患和机遇.....	171
乔依德：全球流动性和储备货币发行国的国际收支.....	177
张春的评论.....	185
Adair Lord Turner的评论	188
自由讨论.....	191

目 录

午餐演讲

李扬：中国的债务问题..... 199

专题五 国际货币体系和人民币国际化 212

张明：亚洲货币合作VS人民币国际化:重新审视 213

丁剑平：人民币国际化

——自贸区人民币跨境业务问题研究..... 220

Masahiro Kawai：人民币国际化的挑战：

金融、治理和制度..... 226

自由讨论..... 236

李迅雷：人民币国际化的三部曲..... 239

Paul Jenkins：人民币国际化

——自贸区跨境人民币业务发展问题..... 242

李建军的评论..... 244

沈联涛的评论..... 247

自由讨论..... 249

总结..... 253

会议议程

6月17日上午	
09:00-10:10	开幕式 主持人： 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
09:00-09:30	致辞 Thomas Ferguson 美国新经济思维研究所研究总监 胡延照 上海发展研究基金会会长 原上海市副市长 吴晓灵 清华大学国家金融研究院院长 全国人大财经委副主任 屠光绍 上海市常务副市长
09:30-10:10	主题演讲
09:30-09:50	胡晓炼 中国人民银行副行长
09:50-10:10	林建海 国际货币基金组织秘书长
10:10-10:30	茶歇
10:30-12:30	专题一 布雷顿森林会议：积极还是消极遗产？ 主持人： Perry Mehrling 哥伦比亚大学巴纳德学院教授
10:30-10:45	演讲嘉宾： James Boughton 国际治理创新中心高级研究员、 原国际货币基金组织历史学家 演讲题目：《 我们能否重获布雷顿森林体系的稳定？ 》

10:45-11:00	<p>演讲嘉宾: Eric Helleiner 加拿大安大略省滑铁卢大学政治学教授</p> <p>演讲题目:《布雷顿森林会议中中国的作用——一段被忽视的历史》</p>
11:00-11:15	<p>演讲嘉宾: 李建军 中国银行国际金融研究所研究员</p> <p>演讲题目:《后危机时代对国际货币体系的思考》</p>
11:15-11:30	<p>演讲嘉宾: Charles Wyplosz 日内瓦高级国际关系及发展学院、经济政策研究中心教授</p> <p>演讲题目:《布雷顿森林被遗忘的教训》</p>
11:30-11:45	<p>演讲嘉宾: 向松祚 中国农业银行首席经济学家</p> <p>演讲题目:《美元本位、浮动汇率和全球经济不稳定》</p>
11:45-12:00	评论: Thomas Ferguson、张明
12:00-12:30	讨论
12:30-14:00	午餐
	<p>主题演讲</p> <p>主持人: 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任</p>
	<p>演讲嘉宾: Adair Lord Turner 英国金融服务管理局前主席</p> <p>演讲题目:《全球危机:危险在哪里?》</p>
14:00-17:00	<p>专题二 国际货币体系改革:目标和路径</p> <p>主持人: 向松祚 中国农业银行首席经济学家</p>
14:00-14:15	<p>演讲嘉宾: Michel Camdessus 国际货币基金组织前总裁, 法兰西银行名誉行长</p> <p>演讲题目:《国际货币体系当前的弊端和需要建立 21 世纪真正的世界货币基金》</p>

14:15-14:30	<p>演讲嘉宾：马骏 中国人民银行研究局首席经济学家</p> <p>演讲题目：《如何管理向多极化国际货币体系转型过程中的风险》</p>
14:30-14:45	<p>演讲嘉宾：徐明棋 上海社会科学院研究员，卓越[®]发展研究院国际经济研究中心主任</p> <p>演讲题目：《国际货币体系改革和 SDR 的作用》</p>
14:45-15:00	<p>演讲嘉宾：Yoon Je Cho 原韩国总统经济顾问、西江大学教授</p> <p>演讲题目：《国际货币体系改革和 G20》</p>
15:00-15:15	讨论
15:15-15:30	茶歇
	<p>主持人：Yoon Je Cho 原韩国总统经济顾问、西江大学教授</p>
16:00-16:15	<p>演讲嘉宾：Arturo O’Connell 阿根廷中央银行董事会高级顾问</p> <p>演讲题目：《在国际货币和金融体系中再次引入国际公众利益》</p>
15:45-16:00	<p>演讲嘉宾：Yung Chul Park 原韩国总统经济顾问、韩国大学特聘教授</p> <p>演讲题目：《国际货币体系改革》</p>
15:30-15:45	<p>演讲嘉宾：潘英丽 上海交通大学现代金融研究中心主任</p> <p>演讲题目：《IMF 份额分配与治理结构改革》</p>
16:15-16:30	评论： James Boughton, 林曙
16:30-17:00	讨论
18:00-20:00	晚餐（渣打银行中国有限公司赞助）

6月18日上午	
09:00-10:00	专题三 中央银行货币互换: 对国际货币体系的含义 主持人: 周皓 清华大学国家金融研究院副院长
09:00-09:15	演讲嘉宾: 沈联涛 中国银行业管理监督委员会首席顾问, 经纶国际经济研究院高级研究员 演讲题目:《 中央银行货币互换与国际货币体系 》
09:15-09:30	演讲嘉宾: 李扬 中国社会科学院副院长 演讲题目:《 积极应对六国央行货币互换升级 》
09:30-09:40	评论: 徐明棋、Paul Jenkins
09:40-10:00	讨论
10:00-10:15	茶歇
10:15-12:30	专题四 货币政策、资本流动和汇率制度 主持人: Masahiro Kawai 东京大学教授、 原亚洲开发银行研究所所长
10:15-10:30	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任 演讲题目:《 中国如何走出三元悖论? 》
10:30-10:45	演讲嘉宾: 周皓 清华大学国家金融研究院副院长 演讲题目:《 央行独立性和 QE 对中国影响? 》
10:45-11:00	演讲嘉宾: 高海红 中国社科院世经所国际金融研究室 主任 演讲题目:《 国际货币体系改革: 特里芬难题再思考 》

11:00-11:15	<p>演讲嘉宾: Perry Mehrling 哥伦比亚大学巴纳德学院教授</p> <p>演讲题目: 《新兴的国际货币体系: 隐患和机遇》</p>
11:15-11:30	<p>演讲嘉宾: 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</p> <p>演讲题目: 《全球流动性和储备货币发行国的国际收支》</p>
11:30-11:50	评论: 张春、Adair Lord Turner
11:50-12:30	讨论
12:30-14:00	午餐
	<p>主持人: 全秋梅 上海发展研究基金会公共关系主任</p>
	<p>致辞 陆豪 国购集团副董事长、 卓越[®]发展研究院管理委员会主任</p>
	<p>演讲嘉宾: 李扬 中国社会科学院副院长 演讲题目: 《中国的债务问题》</p>
14:00-16:40	<p>专题五 国际货币体系和人民币国际化 主持人: Daniel Neilson 美国新经济思维研究所经济学家</p>
14:00-14:15	<p>演讲嘉宾: 张明 中国社科院世经所国际投资室主任</p> <p>演讲题目: 《亚洲货币合作 VS 人民币国际化: 重新审视》</p>
14:15-14:30	<p>演讲嘉宾: 丁剑平 上海财经大学教授、 现代金融中心主任</p> <p>演讲题目: 《人民币国际化——自贸区人民币跨境业务问题研究》</p>

14:30-14:45	演讲嘉宾： Masahiro Kawai 东京大学教授、 原亚洲开发银行研究所所长 演讲题目：《 人民币国际化的挑战：金融、治理和制度 》
14:45-15:00	讨论
15:00-15:15	茶歇
	主持人： 徐明棋 上海社会科学院研究员， 卓越 [®] 发展研究院国际经济研究中心主任
15:15-15:30	演讲嘉宾： Paul Jenkins 国际治理创新中心高级研究员、 原加拿大银行副行长 演讲题目：《 央行的影响力和政策一致性 》
15:30-15:45	演讲嘉宾： 李迅雷 海通证券首席经济学家 演讲题目：《 人民币国际化的三部曲 》
15:45-16:05	评论： 李建军、沈联涛
16:05-16:30	讨论
16:30-17:00	总结 主持人： 乔依德 发言嘉宾： 吴晓灵、余永定、Adair Lord Turner、Michel Camdessus
	晚餐 黄浦江夜游

会议纪要

2014年6月17日至18日，上海发展研究基金会/卓越发展研究院与美国新经济思维研究所、清华大学国家金融研究院在上海共同主办了“国际货币体系再思考——布雷顿森林会议七十周年后”国际研讨会。中国人民银行副行长胡晓炼、上海市常务副市长屠光绍、上海发展研究基金会会长胡延照、清华大学国家金融研究院院长吴晓灵、国际货币基金组织秘书长林建海、国际货币基金组织前总裁迈克尔·康德苏、美国新经济思维研究所研究总监 Thomas Ferguson、英国金融服务管理局前局长 Adair Lord Turner、中国社会科学院副院长李扬、上海社会科学院院长王战、中国社会科学院学部委员余永定等近百位领导、学者和专家就国际货币体系改革问题进行了深入广泛的交流和探讨。与会者围绕五个议题展开讨论，分别是：布雷顿森林会议的遗产、国际货币体系改革的目标和路径、中央银行货币互换对国际货币体系的含义、货币政策与资本流动及汇率制度、国际货币体系和人民币国际化。

一、布雷顿森林会议的遗产

布雷顿森林体系对结束二战前混乱的国际金融秩序起到了重要作用，对世界金融格局产生了深刻的影响。但是随着时间的推移，该体系由于内在的缺陷，越来越不适应世界经济形势的发展，终至崩溃。1944年布雷顿森林会议召开，到今年恰好七十周年。与会专家们认为，回顾和研究布雷顿森林体系的起源和演变，对深刻理解当今的国际货币体系具有重要意义。

上海市常务副市长屠光绍指出，国际货币体系在布雷顿森林体系之后，一直在继续演化，仍然存在很多缺陷，需要进一步改革。观察布雷顿森林体系的历史演进过程，至少可以总结出三个结论。第一，货币体系特别是国际货币体系对于国际金融和经济发展非常重要。符合历史环境和历史需要的货币体系会维护世界经济和金融体系的有序演进。布雷顿森林体系对当时的金融货币体系的稳定，特别是对于推动当时战后世界经济的发展起到了作用。第二，国际货币体系又不能是一成不变的，必须与时俱进。在每个历史阶段，或者是特定的历史条件下，就有相应的货币体系的需求。所以国际货币体系需要不断地完善和发展。第三，随着经济全球化不断深入，任何一个国家和地区，几乎不可能置身于国际货币体系之外，这就要求国际货币体系需要有国际合作。

美国新经济思维研究所研究总监 Thomas Ferguson 认为，要完全理解布雷顿森林体系是非常困难的，而现在的情况又比当初复杂了很多。我们现在生活在由金融占据的世界里，但在布雷顿森林体系时代不是这样的。凯恩斯当时想到的，就是可以使用一些简略的调整方法来推动经济的发展，但现在不是这样了。因为现在的世界更加复杂。凯恩斯当时主要着重于就业率，在当时不考虑资本流动，当时主要考虑的是工业，而不是银行业。现在我们要考虑国际货币体系的话，还要考虑到现存的金融中心，还有现存的金融体系等等，牵一发而动全身。

对于在国际货币体系中始终存在的特里芬难题，中国社会科学院世经所国际金融研究室主任高海红认为，特里芬难题的本质是财政问题。在布雷顿森林体系下，美元是满足全球储备需要的最主要流动性来源。但在 1950 年代—1960 年代，

世界经济增长明显大于黄金供给，出现了通缩问题，造成黄金双轨市场。世界对于美元储备需求增长大于黄金产量的增长，当各国央行以手中的美元储备向美国索要黄金的时候，美国即便耗尽手中全部黄金储备也无法满足需求，美国只能终止了兑换窗口，布雷顿森林体系就此崩溃。在浮动汇率制度下，各国中央银行倾向于将级别较高的政府债券作为储备资产。资本项下的资金流动成为一个更主要的流动性来源，预算赤字可以说是全球流动性供给的根源。在缺乏类似金本位所能施加的财金纪律的今天，发债变得相对容易，即使各国都存在预算约束，在特定时期也变得不具有约束力。大规模发债虽然满足了全球储备资产增加的需求，但同时破坏了储备资产所具备的特质：有信誉担保的较高清偿力。因此特里芬难题本质上是一个财政问题。

二、国际货币体系改革的目标和路径

现今的国际货币体系需要改革，但各方对于应如何改革则有不同的设想。改革的方向可能包括这几个方面：对主要货币发行国施加国际约束、加强 IMF 的作用，设立货币锚、建立全球性或地区性的金融支持系统、研究全球流动性失衡的问题、全球流动性失衡的问题、处理好国际货币体系的过渡问题等。

与会专家们认为，要对主要货币发行国施加国际约束。清华大学国家金融研究院院长吴晓灵指出，现行国际货币体系的问题主要体现为：全球流动性管理容易失控，跨境资本流动波动剧烈，加剧全球失衡的进一步发展。这背后有深刻的制度原因：一是缺乏对储备货币发行的约束机制。二是主权货币与国际储备货币两种角色的冲突。三是缺乏对国际

收支失衡的有效调节机制。现行的国际货币体系，本质上可能助长储备货币国家滥发货币的冲动，扭曲全球资源配置机制，加剧国际收支的失衡。而调节机制的缺失则进一步强化既有失衡，使其不断累积，并发展成全球性的难题。解决问题的方向大致有两个：“新怀特计划”主张继续在主权货币充当国际储备货币的基础上对货币发行施加国际约束；“新凯恩斯计划”的思路则是创设超主权货币作为国际储备货币。在经济合理性上，无疑“新凯恩斯计划”具有一定优势，在体系架构上也更稳定、更有弹性。但受路径依赖和制度变迁成本影响，“新怀特计划”似乎更具现实可行性，未来的国际货币体系的优化路径很可能仍是在美元本位的基础上对其货币发行施加一定制约，并对国际收支调节机制进行一定程度的完善。

如何加强国际货币基金组织 IMF 的作用，专家们有多种设想。国际货币基金组织秘书长林建海指出，IMF 在不断地调整以应对全球经济变化。1970 年代早期布雷顿森林体系崩溃后，作为一个应对，IMF 将它的重点转到了政策监测上，监测金融货币政策，以及外币汇兑。1980 年代到 1990 年代的金融危机，IMF 再次思考它的监测方法和机制，IMF 将它的借贷机制，借贷率进行了相应的改变，使之更加开放，并吸取了一些新的思想。最近的一个例子是 2008 年的全球金融危机，危机中 IMF 对它的借贷工具进行了改革，有了新的借贷工具，有了新的金融借贷系统，也加强了对外溢效应的考虑。在过去六年中，IMF 在对话、合作上面，与 G20 和其他主要国家之间都有了进一步的加强。上海交通大学现代金融研究中心主任潘英丽认为，IMF 配额的改革应该优先于功能的改革。在当前情况下，必须把配额

的三重功能进行重新分配。首先是投票权的分配。一是倾向于对外平衡的国家可以拥有更多的投票权，二是成员国的开放度与投票权成正比，这是两条基本原则。其次说出资义务的分配。可以考虑和官方储备的增量成正比，并建议IMF和世界银行合作成立世界财富基金，出资国按照出资比例享受剩余索取权。再次，是融资权利的分配机制。SDR（特别提款权）的分配需考虑成员国收入的波动性，以及它们从国际市场融资的能力，满足它们经常项下的资金需求。贷款权限的分配可以考虑成员国对外净负债的规模以及从国际市场融资的能力来满足各国潜在的短期资金需求。

在设立货币锚的问题上，多位专家强调了SDR的作用。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徐明棋认为，当前国际货币体系改革应使SDR发挥更大作用，这并非要以SDR代替美元，而是使SDR能够成为一个“锚”。如果其他的国际货币能够与SDR挂钩或者是大部分使用SDR来计价，最终美国会改变态度。这种情况下，美元还是保持它的地位，同时也会使用SDR作为锚，美元最终还是可以帮助国际货币体系的稳定。美元仍然是主要的货币，但以SDR作为锚，这将是第二个最好的选择，否则只能创造新的货币体系，放弃美元或者使用另外的货币来代替美元。

一些专家也提出应建立全球性或地区性的金融支持系统。原韩国总统经济顾问、韩国大学特聘教授Yung Chul Park提出，如果有下一次的经济危机，美联储、英格兰银行、日本银行是否可以组织一个支持系统，来帮助某个地区比如说亚洲地区挺过金融危机。这些金融机构也许不愿意这么做，它们不愿意提供这种全球性的流动系统，来帮助相关

的国家渡过危机，尤其是那些新兴国家。在新兴国家发生经济危机的时候，我们必须分清金融危机和流动性危机之间的区别。比如韩国，是有这种流动性危机的，其资产负债表的不平衡，经济发展的不平衡，使人们都对储备、对借贷充满了担忧。如果通过国际上的合作，来拯救这些新兴国家免受流动性危机带来的灾害的话，我们就需要考虑建立全球性的支持系统。我们可以设想在东亚和东盟国家之间，采用日元、人民币、以及其他东盟国家的货币作为地区的结算货币，在东盟+3的框架中进行管理，这将会拓展和巩固区域经济合作，并抑制金融动荡的发生。

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乔依德，从全球流动性与储备货币发行国的国际收支的角度，探讨了全球流动性失衡的问题。全球流动性失衡指抵押资产与资金支出之间的跨境错配。全球失衡一般定义为经常项目赤字，但是全球流动性失衡，即使不比全球失衡更有意义，也至少同样有意义。全球流动性不仅是被动地与国际贸易有关，而且对贸易和经济的影响很大。全球流动性失衡是一个捕捉金融不稳定和金融危机迹象很好的指标。全球流动性失衡的本质是金融中介的过程已跨越国境，然而流动性仍然只是按国别提供的。这是我们平时所讲的国际货币体系中根本的矛盾。由此得出的几个重要的结论是：第一，一个储备货币发行国的经常项目并不一定必须保持赤字。第二，特里芬难题仅适用于提供全球净流动性的国家，并不适用所有的储备货币发行国。第三，中国经常账户顺差不应该成为人民币不能作为储备货币的理由。第四，全球流动性和全球流动性失衡是两个比较有意义的概念，对于描述金融不稳定性的性质和当前国际货币体系缺陷十分有益，需要更多的实

证研究和历史研究。

关于国际货币体系的过渡，中国人民银行研究局首席经济学家马骏认为，国际货币体系正走向三足鼎立，在过渡期间存在管理风险。三足鼎立的国际货币体系实际上是一种多元化的体系，是国际货币体系演化最有可能的一个前景。从现在的状态过渡到三足鼎立的体系会面临比较大的风险，最大的风险就是从长期来看，市场可能会恐慌性抛售美元，对这种过渡性风险的管理可参照英镑 1950 年代 -1970 年代的退出过程。当时英国和一些大国做了很多的努力。一是支持英镑的多边协议，即英国可向 G10 借美元支持英镑的汇率稳定。二是双边协议，英国和 34 个国家签了多边协议，一方面指英国向 34 个国家保证其持有的英镑储备不会贬值超过 10%，同时要求 34 个国家不去减持英镑。三是发行非英镑债券，顺应了全球对于英镑资产需求的下降和对美元资产需求的上升的趋势。

三、中央银行货币互换对国际货币体系的含义

西方六国中央银行签署货币不限、期限不限、规模不限的多边互换协议，是国际货币体系一个重要的新动向。这对国际货币体系未来的演变及对中国经济将带来何种影响，引起了各方的高度关注。在这个问题上，专家学者们有不同看法，争论的焦点在于：多边互换协议是否是未来国际货币体系的演变方向？

中国社会科学院副院长李扬认为，主要国家央行间的多边互换是未来相当长时间里国际货币体系的主要形式，这一形势迫使我们加快人民币可兑换的进程。2013 年 10 月 31 日，六国中央银行签署了多边互换协议，这个互换协议

和过去不同，除了多边之外，有几个特点：货币不限、期限不限、规模不限。它事实上向我们展示了未来可能的国际货币体系的改革方向，即通过各国央行之间的货币互换来解决储备货币的供应问题。由于互换过程中涉及到利率和汇率，所以它也潜在地解决了汇率问题，甚至解决了各国利率政策的协调问题。各国间宏观经济政策协调问题也在这样一个互换协议中得到了解决。它完整地解决了一个国际货币体系需要解决的主要问题，所以我们有理由认为，这可能是未来国际货币体系的发展方向。我们也注意到，美联储、英格兰银行、加拿大央行、瑞士国民银行、欧洲央行、日本央行六国货币互换，都是发达经济体，不含中国，不含南方国家，不含新兴经济体，这是相当大的挑战。对于中国来说要做三件事：1、发展以人民币为中心的货币互换网络。2、要求和上述这六个国家央行进行互换。现在美联储还不愿意，其他国家与我们都有协议。3、更根本的问题是人民币不可兑换，我们的资本项目没有开放，所以事实上换不了。六国的货币都是可兑换的。所以，目前的态势促使中国必须加快金融改革，特别是要加快对外开放。对于资本项目开放，我历来是持稳健的态度，不主张太快，因为我们国内体系相当不健全。但是现在的国际形势迫使我们要加快人民币可兑换的进程，加快资本项目开放的进程。否则我们会被一个新的全球货币治理和贸易治理体系排除在外。情况是很严峻的。

徐明棋对此持有不同观点。他认为，货币互换协议，实际上是一种信用的协议，是为各方之间提供所需要的流动性，不足以支持稳定的金融市场。现在任何一个国家的央行，都不能通过发行国内货币来稳定金融市场，也就是说，各个国家应当考虑到其他的货币来稳定金融市场，因为现在

的金融市场十分复杂，即使是国内市场也需要外币的帮助。但发达国家银行之间的互换不足以支持稳定的金融市场，因为我们现在已经进入了多极的世界。中国人民银行和其他的发达国家以及发展中国家也签署了互换协议。如果发达国家只维护他们自己国家金融市场的稳定，而不考虑新兴国家金融市场的稳定，不可能达到国际金融市场的稳定。这种互换体系，如果是正确的话，应当拓展到新兴国家的央行。如果金融市场不稳定，是由于最主要货币的波动造成的话，这些互换协议是不能从根源上解决问题的，只能提供一些暂时的流动性支持。我们所需要做的是启动新的国际货币体系的改革，不能只依靠所谓的互换协议。对中国来说，中国央行已经和很多其他国家签了互换协议，如果这些发达国家的央行们不和新兴国家的央行签署互换协议，中国应当肩负起这份责任。美国不需要中国提供流动性支持，但那些发展中国家需要中国来提供美元的流动性，如果它们不能从 IMF 以及世界银行得到的话。

四、货币政策与资本流动及汇率制度

中国是否要加快资本账户开放，是专家学者们热议的话题。反方认为，资本账户完全开放与一国的金融资本发展程度有关系，在开放之前还有很多事要做，并担心资本账户开放可能使发生危机的概率提高。正方认为，为了中国企业的国际化，资本账户必须开放，可采用托宾税的方式控制流动，并且中国流多出一点，风险不是很大。

中国社科院世经所国际投资室主任张明认为，资本账户开放要特别谨慎。主要有四个理由。第一，资本账户开放必须经过适当的顺序。正方说我们也可以同时推进资本账户开

放、人民币汇率市场化、人民币利率市场化，但结果就是看似蓬勃发展的人民币国际化背后，有很多是跨境套利带来的虚假的繁荣。第二，倒逼问题。正方说通过资本账户开放，可以倒逼国内金融体系改革。但可能出现香港的情形，资本账户开放导致危机爆发，危机爆发之后结构性改革会被拖延、推迟、甚至逆转。第三，资本账户完全开放与一国的金融资本发展程度有关系。国外有很多文献证明，一国金融发展必须要有一定的门槛，超过了这个门槛才能带来经济增长，否则容易出现经济波动甚至是金融危机。第四，中国金融资本账户开放必须要有一个条件，就是彻底开放前，金融体系的脆弱性应该消除，否则非常危险。一旦中国爆发了危机，危机会循什么样的路径？以下的路径值得我们思考：一旦资本账户放开，在特定的内外部冲击下，中国资本开始外流，资金外流导致国内流动性成本上升，导致利率上升。这会导致企业部分加速去杠杆和国内房价加速下跌，这都会导致商业银行坏账率大量上升。私人部门爆发危机，政府一定会救市，政府的救助会导致私人部门的债务转移到政府头上。经过救助，政府债务占 GDP 比率可能从现在的 57% 上升到 80%-90%。在内外部危机爆发的时候，人民币汇率加速贬值，这又会导致企业加速去杠杆，导致银行坏账加速上升。这就是恶性循环。

复旦大学经济学教授林曙也认为，新兴市场国家开放资本账户基本上都经历了危机。中国 1990 年代末就经历了银行危机，虽然还没有开放资本项目账户。研究表明，如果一个国家的私人信贷相对于 GDP 的比例较高，发生危机的概率会提高；如果这个国家的汇率没有弹性，资本帐户开放的时候从宽松到紧缩的反转，也会使该国危机发生的概率显

著提高。这两种情况目前都存在。所以，资本账户项目开放要谨慎，而且开放前要关注本国的杠杆率。

另一些专家对资本账户开放持积极态度。上海交通大学高级金融学院执行院长张春认为，中国的资本账户需要进一步开放。从全球角度来说，发达国家的资本账户开放，如果原来是100%，现在可能退到70%或者80%。但从中国来说，完全是另外的情况，中国现在资本账户只开放了20%到30%，需要开放到60%到70%。这不是为了开放而开放，最主要是回到金融为实体经济服务的轨道上来。因为今后十年中国一定会成为全球第一大经济体，中国的老百姓、中国的企业有太多的国际化需求。为了中国企业的国际化，资本账户必须开放。现在自贸区开了分账户核算系统，这样的系统可以从技术上完全解决双向流动的问题，甚至可以在某些时候启用托宾税。中国资本流多出一点对缓解汇率升值的压力很有好处，而且这个风险也不是非常大。

五、国际货币体系和人民币国际化

专家们认为，中国加快国内结构性改革，消除金融市场各种风险隐患，是人民币国际化的治本之策。人民币国际化进程与中国的整个体制有关，与行政体制改革、国企改革、地方政府举债融资的改革有关，还需要有一个完全独立的央行、一个负责的财政系统和有法治的管制治理系统。

一些专家认为，人民币要真正走向国际化，国内还有很多工作没有完成。东京大学教授、原亚洲开发银行研究所所长 Masahiro Kawai 认为，人民币要成为主要国际货币，中国需要有高质量的机构、负责的财政系统、透明法治的管理系统，以营造一个更有深度、更具流动性、更加开放，并且

监管谨慎的金融市场。海通证券首席经济学家李迅雷指出，人民币国际化进程与中国的整个体制有关。未来人民币地位早晚会跟中国在全球中的经济地位相适应，问题在于中国的金融改革、人民币的国际化是否能够孤立于行政体制、国有企业改革去推行？如果不辅之以行政体制改革，不辅之以国有企业改革，未必会达到人民币真正国际化这一目标，或者会比预期的滞后。目前中国的经济增速已明显下降，但利率水平没有明显下降，这就导致目前企业盈利率大幅下降，债务问题越来越凸显。要解决金融问题，仅推进金融改革，如果没有行政体制改革，没有国企改革，没有地方政府在举债融资方面的彻底改革，恐怕很多问题会累积起来，并最终阻碍人民币国际化。

对于人民币国际化的路径选择，中国社科院世经所国际投资室主任张明认为，人民币未来要走持续发展道路，还是要从周边做起，在亚洲区域得到广泛使用后再走向全球。他建议：1) 未来五年到十年最重要的是中国要尽可能加快国内结构性改革，尽可能消除金融市场各种风险隐患，以使中国经济、中国金融市场在未来五年到十年持续较快发展；2) 恢复对周边国家人民币流通使用的重视，鼓励周边国家更多使用人民币计价、结算；3) 以中国和东盟自由贸易区为支点，大力鼓励人民币在东盟范围内流通和使用；4) 大力发展中国的熊猫债权市场，允许更多国家政府、金融机构和企业在中国发行人民币计价债券；5) 鼓励中国企业在海外投资过程中更多使用人民币进行计价和结算，并允许东道国用人民币购买中国商品或投资中国金融市场；6) 亚洲的区域合作向来是由危机驱动的，如今到了新一轮风险上升时期，随着美国退出 QE，我们要把握时机，进一步推进亚洲货币

合作。

专家学者们对日元国际化失败的原因和经验教训进行了探讨。中国银行国际金融研究所研究员李建军认为，日元国际化失败原因有两点，一是日本没有解决贸易顺差国问题，货币出不去；二是日元没有在海外留下来，日元很快又回到了日本。Masahiro Kawai 则认为货币的国际化与其经常性账户顺差没有关系，也阻止不了那些国家向海外推动资金的外向流动。日元国际化失败和贸易关系之间的联系：一是因为日本在东南亚的产品大部分是中间产品，这些中间产品最终的消费市场是美国，从买家定价的角度来看，整个生产链条上都使用美元是最划算也是风险最小的；二是因为日本是主要大宗商品的进口国，而这些产品主要是以美元计价的。

不管日元国际化失败是否可以在一定程度上归因于日本的贸易顺差，参会专家都不否认中国现在所走的经济发道路和日本二三十年前的路具有相似性。搁置贸易顺差问题，人民币同样面临这两个问题：第一是怎么出得去；第二是怎么留得下来。李建军认为可以采取五个措施来应对第一个问题：第一是用人民币进行系统化的对外援助；第二是货币互换；第三是扩大人民币投资；第四是把中国打造成一个最终的消费市场，至少是区域性最终消费市场；第五是建立一个区域性的金融市场。对于第二个问题，他提出了三条建议。第一，中国过剩产能可能会全球化转移，在海外又形成一个完整的产业链条。这个链条是否可以用人民币而不是用美元，也像美元一样不断把雪球滚大形成规模效应。第二，中国政府要极力在海外推行我们的通信、高铁、造船。大项目融资周期长、涉及产业广、资金使用规模大。如果大项目

融资能够使用人民币，对人民币留在海外极有好处。第三，建设人民币全球支付清算体系。美元的 RTGS 体系覆盖了全球 95% 的美元清算系统。探索如何向全球的投资者、金融机构提供一种便利的资金清算服务，可能对人民币国际化也非常重要。

（本文由上海发展研究基金会根据会议发言整理）

开幕式

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）：

女士们、先生们、各位来宾，大家上午好。经过各方面的努力，“国际货币体系再思考——布雷顿森林会议七十周年后”国际研讨会，今天召开了。我们非常荣幸和高兴地邀请到国内外多位领导和专家学者，参加我们今天的研讨会。首先请允许我介绍一下在前排就座的各位嘉宾。

他们是中国人民银行胡晓炼副行长、上海市人民政府屠光绍常务副市长、上海发展研究基金会胡延照会长、清华大学国家金融研究院吴晓灵院长、国际货币基金组织林建海秘书长、美国新经济思维研究所 Thomas Ferguson 研究总监、英国金融服务管理局前局长 Adair Lord Turner、上海社会科学院王战院长、上海发展研究基金会名誉会长沙麟先生，在座的还有不少国内外专家学者，我这里不一一介绍了。这次国际研讨会由美国新经济思维研究所、上海发展研究基金会及下属卓越·国购发展专项基金、清华大学国家金融研究院共同举办。

下面有请美国新经济思维研究所研究总监 Thomas Ferguson 致辞！大家欢迎！

INET 研究总监 Thomas Ferguson 致辞

Thomas Ferguson: 大家早上好！欢迎大家来到这里。我代表美国新经济思维研究所（INET）欢迎大家。首先我们要讲的是，不管你是从哪里来到上海，即使你来自于纽

约，你都会发现，上海特别令人惊异。我很希望看到这个会议能取得一个良好的结果。今天早上我醒来的时候，我上网看到一些消息，有一个是在金融时报讲到现在很多银行除了债券，也购买一些股份。中国的债券市场在规模上现在实际上已经超过了美国，我想以后也会有更多的发展。在 2009 年，我们知道中国债券市场建立了相关现金流以及杠杆制度。现在，它发展到了一个新的阶段。因此，我们看到，在现今阶段我们遇到了一些金融上的问题，我们应当重新思考国际货币体系，也要考虑美国在其中扮演的作用。国际货币体系不是十分的成功，实际上有很多问题的。我们知道，我们不能一而再，再而三的犯错误，我们可以从中吸取一些教训，我们很高兴同中国同事在一起，找出更好的方法来应对当前的问题。谢谢大家。

乔依德：感谢 Thomas Ferguson 的讲话。下面有请上海发展研究基金会会长胡延照致辞。

上海发展研究基金会会长胡延照 致辞

胡延照：尊敬的胡晓炼副行长、尊敬的屠光绍常务副市长、尊敬的林建海秘书长、尊敬的吴晓灵女士、尊敬的迈克尔·康德苏先生、尊敬的阿戴尔·特纳勋爵，尊敬的各位来宾、女士们、先生们，大家上午好！

首先，我谨代表此次会议的主办方之一——上海发展研究基金会，向前来参加“国际货币体系再思考——布雷顿森林会议七十周年后”国际研讨会的各位嘉宾致以衷心的感谢！

今年是布雷顿森林会议召开七十周年。当年布雷顿森林

会议的结果引导了二战后国际货币体系新秩序的形成，对当时经济的稳定和恢复起到了很大作用。该体系由于其内在缺陷，在运行二十几年后，也寿终正寝了。布雷顿森林体系崩溃后，国际货币体系经历了诸多演变。前些年爆发的全球金融危机再次提醒我们，当今的国际货币体系存在重大缺陷，我们如同当年一样面临着重新思考和设计国际货币体系的责任和机遇。回顾以往历史的经验教训，判明当今问题的根源，从而构想未来的改革路径，并考虑人民币国际化与国际货币体系的关系，这就是我们这次会议的宗旨。为此，我们邀请了国际、国内研究该领域的专家学者汇聚于此，展开深度讨论和观点交流，希望大家畅所欲言，充分阐述各自的真知灼见。

上海发展研究基金会是一个非政府的公益性组织，关注于经济发展问题的研究，并把国际金融、国际货币体系改革作为重点研究方向。数年前，在吴晓灵女士和余永定先生的鼓励和推动下，基金会开展了对国际货币体系改革的研究，陆续发表了一系列研究成果，受到了国际和国内研究者的关注。去年，基金会在上海举办了“国际货币体系改革”研讨会，邀请国内专家学者探讨国际货币体系改革以及人民币国际化问题。这些工作都为这次会议的召开在学术上做了必要的准备。

去年中国政府决定在上海设立自由贸易试验区，自贸区也包含了金融开放的内容，将对上海国际金融中心建设和人民币走向国际化起到推动的作用。这次国际研讨会也将探讨上述问题，我期待并且相信此次会议的成果将会为自贸区和上海金融中心建设带来有益的启迪。

基金会非常荣幸，能与清华大学国家金融研究院和美国

新经济思维研究所一起举办这次学术盛会。我衷心祝愿本次研讨会取得圆满成功！同时也祝愿来自于世界和全国各地的朋友和专家们在上海期间生活愉快！谢谢大家。

乔依德：谢谢延照会长致辞。下面有请清华大学国家金融研究院院长、全国人大财经委副主任吴晓灵女士致辞。

清华大学国家金融研究院院长吴晓灵 致辞

吴晓灵：女士们、先生们、各位嘉宾、各位专家，大家早上好。这次我们讨论未来国际货币体系的一些设想，这是一个宏大的课题，有许多专家学者做了很深入的研究，但目前仍未达成共识。今天我们只是学术讨论会，我想就致辞的机会，抛出我的一些观点，供大会讨论。

我想我们在研究国际货币体系改革的时候，是不是可以讨论一个问题，我们现在是走向“新怀特计划”还是“新凯恩斯计划”？

现行国际货币体系存在三个问题，第一个问题是全球流动性管理容易失控。第二个问题是跨境资本流动波动剧烈。我有一篇书面文章希望大家参考。第三个问题是加剧了全球失衡的进一步发展。

上述现象和问题的背后有着深刻的制度原因，一是缺乏对储备货币发行的约束机制。二是主权货币与国际货币两种货币两角色的冲突，三是缺乏对国际货币失衡的有效调节机制。

当前国际货币体系的改革，有一个历史的争论，就是怀特计划与凯恩斯计划。这两个改革分歧主要体现在以下几方面：

一是基金制和银行制的区别，这是两个计划最根本的分歧。在基金制的条件下，基金份额一旦被认购完成，就相对固定，因此缺乏实质上的提款渠道，也就没有货币派生的机制，所以，该计划自诞生之日起就注定了缺乏自动适应全球贸易增长的灵活性。但是凯恩斯计划则是设想建立一个全球中央银行——国际清算同盟，创造并发行一种超主权储备货币——bancor，通过要求顺差国强制将盈余存入同盟账户和向逆差国提供透支构造了货币派生渠道，可以根据全球经贸发展提供所需的充足的清算媒介。

二是关于黄金非货币化的分歧。基金其本质上是一种变形的黄金本位制，黄金仍旧是事实上的“影子货币”；而凯恩斯计划与黄金间的单向兑换，在事实上实现了黄金的非货币化。

三是货币锚的差异。在怀特计划下黄金仍然是其货币锚；而在凯恩斯计划下，实际上的货币锚已经变成了全球贸易总量。

四是国际收支失衡调节机制的区别。首先在调节的责任分担上，怀特计划是不对称的调整，逆差国承担几乎全部的调整责任；凯恩斯计划则主张对称的调整，顺差国和逆差国共同承担调整责任。其次在调节的方式上，两者存在着抵押贷款与贷款的区别。

凯恩斯计划更具经济合理性。凯恩斯似乎真正看到了金本位制固有的缺陷，其主张使黄金非货币化，并以全球贸易总量为锚的设想使得货币发行自动与全球经贸发展相匹配。

第三，当前国际货币体系的新探索，是“新怀特计划”还是“新凯恩斯计划”？这两个计划中，有一些区别：

一是国际储备货币选择，是主权货币本位还是超主权

货币本位？“新怀特计划”主张继续在主权货币充当国际储备货币的基础上对货币发行施加国际约束，“新凯恩斯计划”的思路则是创设超主权货币作为国际储备货币。

对于“新怀特计划”，最近的例子就是考虑用 G20 提出的一些互评估指标来约束主要储备货币发行国的货币发行。2010 年 G20 首尔峰会的互评估项目曾对成员国提出过十几项财经纪律的制约指标，其中有六个核心指标极具参考价值。一旦这些指标被强制满足，可望对主要主权货币发行国家以及其他所有国家构成一定的财经纪律约束。

对于“新凯恩斯计划”，许多学者和机构都作了类似研究。事实上，1968 年 IMF 对 SDR 的创设和分配在一定程度上部分借鉴了凯恩斯当初的设想。但理论上的合理性与现实中的可行性并不是一回事，要实现超主权货币对主权货币的替代必然面临政治、经济金融等诸多阻碍。要解决如何形成和分配、如何扩大使用、如何与现有体系相衔接与过渡等一系列的难题。

二是货币锚的选择，外生锚还是内生锚？一个合适的货币锚必须能有效协调币值稳定和流动性供给之间的矛盾。当前美元本位的货币体系下，美联储以美国经济状况为锚发行国际储备货币，因此从国际储备货币发行机制来讲，这是一个相对全球经济而言的外生货币锚，因为它不以全球经贸状况为参考。

按照“新凯恩斯计划”的思路，鉴于当前国际资本流动已大大超越了贸易结算需求，与此相适应，必须选择更宽泛的经济指标作为货币发行的锚。例如，可以考虑选择一定的“经济指数篮子”，比如 G20 会议所提出 20 多项经济约束指标中的 6 项核心指标。应该考虑怎样将大家共同认识到的合

适的经济结构的指标，扮演成一个“经济指数篮子”来约束储备货币的发行。

三是国际收支调节，对称调整还是非对称调整？

四是特里芬难题，延续还是破解？

大家都知道“特里芬难题”，“特里芬悖论”，也有“格林斯潘困惑”，但是“格林斯潘困惑”可谓是价格版的“特里芬悖论”。导致“特里芬悖论”的根本原因是储备货币发行与全球经贸发展脱节，致使稳定币值和流动性供给两者不可兼得。

要真正破解“特里芬悖论”就必须使货币的价值和供给内生，凯恩斯计划做出了初步的尝试，可惜未能付诸实践。

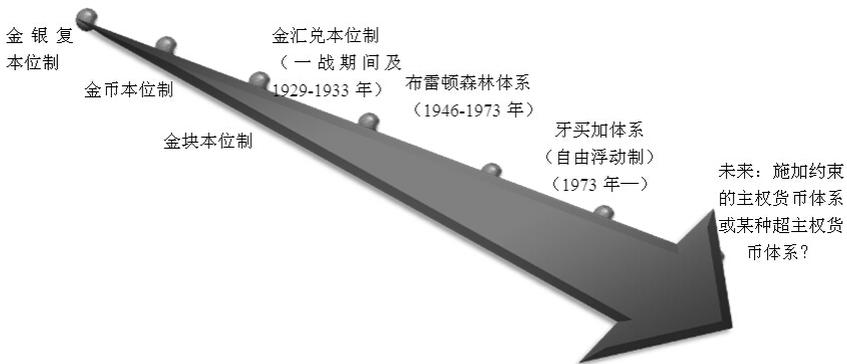


图 1：国际货币体系的演化

综观“新凯恩斯计划”和“新怀特计划”，在经济合理性上，无疑是“新凯恩斯计划”具有一定的优势。在体系框架上也更稳定、更有弹性，但受路径依赖和制度变迁成本的影响，“新怀特计划”似乎更具现实可行性。未来的国际货

币体系的优化路径，很可能仍是美元本位的基础上对其货币发行实行一定的制约，并对国际收支调节机制进行一定程度的完善。当然，更现实是在以美元为本位的货币现实下，形成多元储备货币并存的状态。图 1 是国际货币体系演进图线。

五是市场选择还是人为设计？人为设计出来的机制能否保证比通过市场自由选择出来的机制更具有效性？

谈到这些思考之后，我个人的结论是——危机促进改革。人为设计不是凭空设计而是面对危机时形成的市场共识。“新怀特计划”有路径依赖的优势，但愿能适应危机后的新国际形势。如果不能适应，将会引致更深刻的世界经济金融危机。那时的人为设计可能会更多的依赖有弹性的货币供给制度，我不希望看到后者，因为那个代价是沉重的，但我们应该对此有所研究，并做出准备。

这是我对本次研讨会的观点，提出来供大家讨论。谢谢。

乔依德：感谢晓灵行长的致辞和演讲。

下面我们有请上海市人民政府常务副市长屠光绍先生给我们致辞。大家欢迎！

上海市常务副市长屠光绍 致辞

屠光绍：尊敬的胡晓炼副行长、尊敬的吴晓灵院长，尊敬的胡延照会长，尊敬的 Thomas Ferguson 研究总监，还有尊敬的各位大名鼎鼎的专家，女士们、先生们，大家上午好。首先我代表上海市政府热烈欢迎各位嘉宾的到来，同时希望各位不论是对将要开展的讨论，对论坛的印象，还是对

在上海逗留的时光，都能留下一段美好回忆。

我首先要感谢这次论坛的几家主办单位，他们是美国新经济思维研究所、上海发展研究基金会、卓越发展研究院和清华大学国家金融研究院。他们为这次论坛的举办，为这么多专家、学者和各方面思想者的聚会，创造了非常好的条件。在这儿我也要特别谈到上海发展研究基金会，作为主办单位之一，这两年，也在致力于国际货币体系这方面的研究推进。通过举办不同的论坛和讨论会的形式，对于国际货币体系的研究，对于分享大家的智慧，都起到了重要的平台作用。

刚才，吴晓灵院长在致辞里提出了五个问题，我在致辞里无法回答，但我相信下面要进行的讨论，可能会有助于对这些问题的深入分析。大家见仁见智，会得到这方面的一些体会或者是结论。

我想从另外一个方面，来谈谈，我对这个论坛的一点感想和认识。

主要是三个方面。

第一个方面，我觉得今天这样一个论坛，对于进一步推动国际货币体系在理论研究和实践推动方面，都会有积极的意义。

70年前，布雷顿森林会议召开，到现在，正好70周年。中国有一句话说“以史为鉴，可以知兴替”。就是指重视对历史和历史过程的研究，会有利于我们对于当前和今后的认识和判断。布雷顿森林体系对结束二战前混乱的国际金融秩序起到了重要的作用，同时也对历史上的世界金融格局产生了深刻影响。当然，随着时间推移，它自身的缺陷和矛盾，也越来越暴露出来，越来越不适应世界经济形势的发

展，最后到上世纪 70 年代初的时候解体。

到目前为止，国际货币体系在布雷顿森林体系之后，一直在进一步的演化，仍然存在很多缺陷，所以需要进一步的改革。当然这个改革是非常艰巨和长期的任务。但我们观察布雷顿森林体系的历史演进过程，至少可以从中总结出三个结论。

第一，货币体系，特别是国际货币体系对于国际金融和经济发展的的重要性。有了科学的或者是符合历史环境和历史需要，也反映了当时需要的货币体系，对维护世界经济和金融体系的有序演进起到重要作用。从当时布雷顿森林体系来看，它对当时的金融货币体系的稳定，特别是对于推动当时战后世界经济的发展起到了作用。所以，应该说国际货币体系的重要性就体现在这里。

第二点，作为国际货币体系又不能是一成不变的，它必须要与时俱进。在每个历史阶段，或者在特定的历史条件下，当然就有相应的货币体系的需求。但是随着世界经济发展，当然我们现在看，我们现在所处的形势和 70 年前、30 年前，甚至 10 年前，都有很大的不同。所以国际货币体系就需要不断的完善和发展。

第三点，我们应该认识到随着经济全球化不断的深入，任何一个国家和地区，很难或者说几乎不可能置身于国际货币体系之外，这就要求国际货币体系的完善需要有国际的合作。

这三点是我们在总结或者是回顾布雷顿森林体系在 70 年前以及后来的国际货币体系演进中我们应该有的认识。这是第一点意义。

第二个方面是我的体会。我想今天这样的论坛，能够分

享大家的智慧和真知灼见，对当前科学发挥好人民币在促进国际货币体系完善过程中的作用，也会有积极意义。目前，中国参与全球的分工，和全球经济越来越高度融合，在很大程度上已参与到了国际经济体系中，同时在全球经济发展中，也承担着一定的发展和支撑的任务。从另外一个方面，从中国在全球的经济位置，发展的作用来看，怎么样有序的、科学的发挥好人民币在促进国际货币体系改革和完善中的作用，也是需要我们研究的一个问题。

从一个方面来看，人民币在参与国际跨境业务过程中，这几年发展的非常快。人民币跨境使用在不断的扩大，为贸易各方提供了更多的选择，使中国更加融入全球经济，也为国际货币改革提供了新的动力。人民币的跨境结算量增长非常快，到去年年底达到 5.16 万亿元，同比大幅增长了 61%。根据国际清算银行公布的市场调整，人民币已成为第九大全球外汇交易货币，同时有数据显示人民币已成为第八大支付结算货币。人民币发展很快，对于整个中国与全球的贸易和经济的往来和合作，都起到了重要作用。但从另外一个方面来看，人民币的跨境业务的发展，还有很大的增长潜力和空间。人民币在国际跨境使用方面，还存在着需要加快的地方，比如从目前的人民币在中国对外贸易的支付比重来看，虽然增长很快，但是占的比例依然偏小。另外，比如从业务领域方面来看，人民币跨境业务，主要集中在结算，对外贸易的结算和支付方面，虽然其他的使用也在加快，但相对来说业务的主要领域还是在贸易的支付和结算方面。从地区范围来看，主要是在亚洲地区占的比重非常大。这说明了人民币跨境使用，或者是说国际化进程当中，还需要一个很长期的任务，还需要循序渐进，不断的合理的推进。我想今天这

样一个论坛，对于发挥好人民币在国际货币体系改革中的作用，我觉得也有积极意义。

第三个方面，这次的论坛必将对上海国际金融中心的建设产生积极意义。我觉得这次这样的一个论坛放在上海召开，确实意味深长，同时也有很积极的意义。中国虽然古代的先贤们对于研究货币和经济，货币和物价，货币和产业方面有很多的论述和研究，但是从近代来看，上海在 170 年前开埠，就不断融入全球的经济。从近代和货币这方面的兴替和变动，从上世纪 30 年代以来到现在，上海的感受（在中国来讲）恐怕是最深的。实际上大家都知道，在 70 年前布雷顿森林体系建立之前。中国（在当时是国民政府）在上世纪三十年代到四十年代曾经举行过两次重大的币制改革，一次是 1935 年的法币改革，还有一次是 1948 年金元券的改革。那两次的改革从全球来看，从一个国家来看，都堪称是最大的币制的改革。法币的改革——“改元”，就是改银元换币——具有它的重要意义。从过去以银本位改到纸币、法币，改元为币，使得法币先与英镑后与美元挂钩，实际上当时的法币应该说已经跟国际货币体系开始有某种连接。从当时来看，从货币的研究来看，也有积极意义。但从另外一方面，法币后来因为战争，那当然也由于管理和体制的问题，最后造成了滥发和信用丧失。到 1948 年又酝酿了一次金元券的改革。1948 年的金元券的改革当然是失败的。因为刚刚发行之后又不断地乱发金元券。为什么说上海的感受非常深？因为无论是法币还是金元券的发行，与上海都密不可分，因为上海当时作为全国最大的经济、商业、金融中心，这两次改革，都是由上海很重要的人物，甚至很多上海的机构参与，并对上海产生重大影响。

上海作为近代的城市，作为近代的商业和金融中心，对于货币体系的稳定，对于货币体系的重要性，感受是最深的。当然同样，改革开放以后，上海作为中国改革开放的前沿，在全国进出口贸易中，通过上海海关进出口贸易占到全国 1/4，因此对于国际货币体系的感受和体会也非常深。所以，对于国际货币体系的改进和完善，上海当然也会有这方面的一些认识。此外，从 2009 年开始，人民银行从上海开始启动人民币的跨境贸易结算。

应该说，从历史的过程来看，今天这样的论坛，无论是总结历史，立足当前，还是放眼长远，对于上海的意义不言而喻。特别是上海要建设国际金融中心，中央政府对此确定的基本描述是要在 2020 年基本建成与中国的经济实力与人民币的国际地位相适应的国际金融中心。从全球的货币体系或者一个国家的货币体系来看，它的背后当然不是货币本身——那张纸——的问题，实际上是它的金融和经济的问题。所以作为人民币要不断的扩大跨境使用，推动它的国际化的过程，必须要有发达的金融市场来支撑它。上海的国际金融中心建设，它的核心是要建设一个面向全球，在全球配置金融资源的市场体系。这样就和中国的经济实力以及人民币的国际地位就能更好适应。

从去年九月底，中央政府启动了上海自由贸易试验区的建设。贸易试验区建设的内容，是要促进投资贸易便利化。但是要促进投资贸易的便利化，金融改革也是重要内容。到目前为止，根据人民银行和其他的金融管理部门发布的金融改革的政策和举措，都是围绕着中国金融改革的大方向，在自贸试验区内先行先试。所以无论是外汇的一些管理的改革，还是人民币的跨境使用，包括利率市场化的先行，

当然也包括资本项目的可兑换，我想在自贸区内进行先行先试，将来能够更好的为中国的金融体制的下一步改革，能够起到引导引领作用——总结经验，最后进一步推广。

今天我们的论坛讨论国际货币体系的改进和完善，必然也会使上海的金融中心建设和自贸区的金融的改革受到有益的启示。女士们、先生们、朋友们，这次国际研讨会汇聚国内外著名专家与学者，我相信这次研讨会的讨论必将为国际货币的改革和人民币国际化提供丰富的思想和有建设性的意见。同时我们也非常乐意和期待能够为上海国际金融中心的建设和自贸区金融改革，能够分享大家的智慧和思想。最后衷心的祝愿此次研讨会成果丰富，圆满成功。谢谢大家。

乔依德：感谢光绍市长的致辞。下面进入主题演讲的环节。首先有请中国人民银行副行长胡晓炼女士为我们做主题演讲。大家热烈欢迎。

主题演讲

中国人民银行副行长胡晓炼 演讲

胡晓炼：女士们、先生们，很高兴今天参加国际货币体系改革研讨会。七十年前在布雷顿森林会议上，创立了一个以共识为基础，以秩序和责任为核心的国际货币体系。这个秩序，就是维护汇率稳定的共同承诺，这个责任就是作为国际主要信用货币的美元，承担无限制兑换黄金。而国际货币

基金组织的成立就是维护这一体系运转的组织保障。

70年过去了，现在我们面对的是一个完全不同的景象。稳定波幅有限的汇率制度被自由浮动，并且随时可能剧烈动荡的汇率体系所代替。支撑全球 2/3 商品货物和投资金融交易的国际主要货币，可以仅以自身的利益为政策的唯一出发点，而不用承担任何的国际责任。

IMF 则在维护国际货币体系稳定和秩序上没有成效，在领导国际货币体系与时俱进上缺乏能力。六年前，一场严重的国际金融危机席卷了全球，痛定思痛，反思并总结经验教训，在各个层面和各个领域都开展起来。许多政策、制度、操作的建议也都被提了出来。遗憾的是各方面对国际货币体系的改革呼声很高，但是未形成一致的一揽子整体改革框架路线图，即使局部的一些象征性的改革进展也非常十分有限。

现在，尽管我们高兴地看到了美国经济正在复苏，金融机构的功能正在恢复，商业活动也越来越活跃，但是欧洲仍然在复苏的道路上艰难地徘徊。新兴市场的动荡也依然在反复地出现。整个国际货币体系的脆弱性依然存在。

现在我们能说当前国际货币体系可以起到预警、预防、化解下一次危机吗？我们没有这个信心和把握。中国有句俗话“不能好了伤疤忘了疼”。我们不能忘记国际金融危机给一个国家和国家的人民所造成的痛苦，我们不能回到危机前的老路上去。

国际货币体系的改革虽然没有形成一个统一、长远、明确的改革目标和设计好的路径，但是我们也看到，这一改革目前以一种合乎自然选择的逻辑方式进行着。

一是多选择的国际货币的使用。除了传统的美元、欧元

等主要发达国家经济体的货币外，若干主要新兴市场国家的货币，也开始被越来越多的在国际交易中使用。这一趋势，可以被视为特里芬难题约束下的一个补充性的选择。而且多货币选择的竞争，有助于监督、校正和约束导致脆弱性和系统性风险的经济金融政策。并且也有助于在未来，形成一个共同认可的、共同遵守的准则。

二是多层次的金融安全网。除了 IMF 资源有所增加，提供资源的方式有所改善外，新增了区域性的金融安全网，如清迈倡议中的储备库建设和相应的监督机制。国家间的货币支持机制也建立并且强化。美联储与六个发达国家间签订了永久性美元互换的安排。新兴市场国家间的本币互换安排则更加引人注目。因此，它已经不是紧急情况下，流动性的支持，不是满足紧急情况下流动性支持的需要，而且可以服务于正常情况下的国际贸易和投资的需要。它对国际货币体系的长久的稳定也提供了一个新的支撑。

三是多种手段的自我保护措施。其中包括外汇储备的持续积累。全球的外汇储备从 2007 年的 4.9 万亿美元（这里我把中国的数字扣除，因为中国的数字加在里面，可能会引发争议），到了 2013 年底，全球外汇储备（除中国以外）增长到 8.3 万亿美元。在全球不平衡明显改善的情况下，外汇储备依然大幅度地增长，这反映了一个谨慎的考量。除了外汇储备的积累，自我保护措施，还包括更加频繁的汇率干预，以防止大幅度的汇率动荡。还有更多的对跨境资本的管理措施，以防止外部重大的冲击。

以上列举的国际货币体系改革中出现的这些新的进展，都是在现行国际货币体系不做全面、系统、根本的改革的前提下，是对现行体制的一个补充和改善。它能够防止下

一次危机的发生，但它有助于减轻危机可能对全球的影响，特别是那些原本经济面貌良好的经济体，所受的冲击影响可能会被减化。现在，国际货币体系改革的任务，应该向上游迁移，从防范危机冲击的影响，到发现和预警潜在的风险，防止系统性危险的集聚，实施有利政策阻止危机的爆发。作为国际货币体系重要一环的国际货币基金组织，应该在改革中更加有作为。

原则、规则和秩序是维持一个体系正常运转的基础。汇率在大体、合理、均衡的基础上基本稳定，应该依然是国际货币体系稳定的基础。资本的有序流动，而非短期内的大进大出，应该是政策的导向。自由开放的经济，绝不是混乱无序的，应该有明确、有约束力的规则。作为主要国际货币的经济体，应该受到更严格的监管。其经济、金融的健康稳定和正确的政策对全球经济金融的外部性极大，其财政状况、金融体系、经常项目等重要指标应保持在合理可持续的区间。对其政策的评估也不能仅限于这个政策对它本国的适用性，还要有全球总体利益的考量。应该加强对在更大范围内发挥特别提款权作用的研究。SDR，是在超主权的层面上，调节和补充全球流动性的一个重要方式。要在过去，通过创造 SDR 提供流动性的基础上，研究通过 SDR 回收过多流动性的反向调节方式，如以外汇储备购买 SDR 等等，从而维持全球合理的流动性水平。在 IMF 组织内，推进所有的改革，都要求其治理结构改革为基础，应该尽快落实已经获得 G20 首脑达成一致的份额和代表性的改革。尽管，这一改革的力度，仅仅是姿态性的，但是也不应该再继续拖延。

近年来，中国进行了持续不懈的改革和结构性的调整，以实现可持续高质量的增长。中国国际收支不平衡的问题，

已经有了极大的改善，经常项目顺差与 GDP 之比，已经回到了 2% 左右的公认的合理正常水平。在应对危机刺激政策出台之后的不久，货币政策很快退回到了常态，并且坚持稳健的政策取向至今。

在保持货币政策基本稳定的总的前提下，人民银行还实行了更有针对性的微调。这样一方面可以保持政策的连续性，另外一方面也可以针对经济中存在的主要问题和主要矛盾，加以相应的有效应对。

中国汇率、利率改革，也在有序推进，防范风险的力度进一步加大，中国将继续为建立一个能够对全球经济、金融稳定、发展、正常运行，从而造福人类的国际货币体系而继续努力。谢谢大家。

乔依德：非常感谢晓炼行长的精彩演讲。下面我们有请国际货币基金组织秘书长林建海先生给我们做主题演讲。大家热烈欢迎。

国际货币基金组织秘书长林建海 演讲

林建海：大家上午好，我先用中文向大家简单介绍一下，然后我再改用英文。

今天非常高兴有机会参加这个活动、这个会议。我特别向 INET，向乔依德他们的基金会和吴行长的清华大学国家金融研究院表示非常感谢。我常常安排这样的会议，我知道安排这样的会议非常不容易，特别请到国内外这么多的客人，很多朋友从很远的地方来，更加不容易。我曾经记得从去年年底开始吴院长和依德开始安排这个会议，花了很多精力，在此表示非常感谢。作为我个人，今天非常高兴见到了

很多新的朋友，老朋友。

今天在这样一个会议上，见到很多朋友，希望以后还会有更多的机会跟大家见面。

我们先看一个很短的 Video，也许你们看过，完了之后我再做一个简短的演讲。（播放视频）

下面我用英文讲几句。

各位早上好！首先我想提一点，可能大家不会赞同我这样的观点，但我还是想说，现在我们生活在一个不断变化的时代，全球经济在经历着非常多的变化，比如全球金融危机中的复苏。还有一些，是一些更加长期的更加结构性的变化。这些变化可能是相互作用的，同时也会带来一些机会。这个机会也可以在我们国际的战略货币体系中体现出来。我们这个体系要与时俱进，要从过去学习一些经验，更要展望未来。在这种情况下，我想在我的发言中着重讲三点。第一点非常简单的回顾我们的历史，尤其是 IMF 的一些变化。第二点是全球经济本身变化的一些性质。第三点是长期的一些趋势。世界上面临着怎样的长期的趋势，会有什么样的机会，我们如何来对这样的国际货币体系做重新思考。

第一点是非常简要的。我们都知道 70 年前我们有了一个新的系统，或者说是新的体系，那就是布雷顿森林体系创立了。这个体系是为了推动国际货币方面的，以及金融方面的一些合作，推动经济增长和稳定。IMF 的功能就是要稳定我们的金融和货币，并提供一些帮助给需要的国家。我们回顾过去的时候会看到这样的体系，以及 IMF 在很多年前已被证明是非常具有弹性的，尤其是在全球经济变化下它是非常灵活的。

一开始，我们看到，IMF 的成员不多，只有 35 个。

在 1946 年达到 40 个。然后不断地扩张。IMF 迄今为止有 188 个成员国，使它成为一个真正的全球性的机构。IMF 的角色也不断地在变化。我想给大家几个例子来看一下，IMF 怎么来应对全球不断变化的经济情况。

首先，布雷顿森林体系的崩溃是在 19 世纪 70 年代的早期。作为应对，IMF 将它的重点转到了它的政策监测上，来监测金融货币政策，以及汇率制度。第二，19 世纪 80 年代到 90 年代的金融危机，使 IMF 再次思考它的监测的方法和机制如何更好应对新的情况。吸取更加新的一些思想，IMF 将它的借贷机制进行了相应的改变，更加地开放。最近的一个例子是 2008 年的全球金融危机。这次危机使 IMF 对它的借贷工具进行了进一步的改革，有了新的借贷工具和金融借贷的系统，也加强了对外溢效应的考虑。在过去六年中，在对话和合作方面，IMF 和 G20 还有其他的主要国家之间都有了进一步的加强。

接下来讲一下第二个大点，也就是全球经济的改变。IMF 的历史展现了全球经济在过去七十年的发展。在过去 50 年间，全球经济不断地拓展，增长了 12 倍。国际间的贸易，也就是进出口，在 19 世纪 60 年代仅占 GDP 的 20%，现在占了 60%。不单是贸易和经济规模增长了，其他方面也不断增长。单个国家的经济也有了很大的转变，尤其是在过去的二、三十年间。在 2000 年，在全球经济中，发达国家占 80%，发展中国家占 20%。但现在，发展中国家已经占了 39%。在 2010 年，新兴市场经济体占了 34%。去年，2013 年，新兴市场占了全世界的 39%。在 19 世纪 90 年代早期，1/4 的全球增长来自于新兴经济体，到了 2013 年，这一数字增长到 50%。在过去六年间，也就是从危机以来，

75% 的增长是来自于新兴经济体，其中中国占了 1/3。国际贸易方面，25 年前新兴经济体仅占全球的 16%，现在已达到 38%。

从长期趋势来看，我们可以确定，新兴经济体会占有更加重要的地位。第一个趋势，就是地缘政治力量的改变，发展中国家会将占更重要的地位。现在我们看到美国的经济，它在全球 GDP 占比上还是第一位，超过中国。但到 2030 年，有一个可能性，就是中国会成为世界上最大的经济体。

我们考虑世界政治经济权力新格局，可以看到今天的世界还是由美国和欧洲占主导地位的。但在 2030 年，中国会加入美国和欧盟成为很重要的世界力量。到了 2050 年，中国会超过美国和欧盟，印度也会赶上，成为世界政治经济权力中的一支重要力量。

这种变化会对全球的经济会带来很多的机会。从政治上来说，权利的分散，会带来更多的合作，带来集体的力量，带来更多的透明度，更多的信息知识的分享。但我们同时也要认识到，多重国家，多极力量会有多重利益。因此，我们需要更加频繁的对话以及合作。IMF 这样的机构，有任务来推动这种对话以及合作。

第二个长期的趋势，就是互动性，或者是说互联性。我们实际上已经听到了很多这方面的话题。这意味着什么呢？除了国际贸易，不同国家之间的金融联系也变得越来越紧密。比如说，跨国境的银行之间的业务，与 2008 年经济危机前相比增加了五倍。这也改变了不同国家之间的贸易性质。一些单一国家的公司公司，比如说，汽车制造和飞机，它们的进出口是和上千个国内国外公司相联系的。因此，国际间，不同公司的合作以及联系将会前所未有的紧密，相关

机构必须要推动这种合作以及联系。

此外，我们还要考虑到一些新的问题，比如说环境的恶化、资源的短缺，还有全球的人口在 2030 年会达到 80 亿。亚洲，包括一些发达国家、还有大的新兴国家的人口老龄化问题都会日益严重。比如中国在 2009 年的劳动力，还是每九个工人照顾一个 65 岁以上的老人；到了 2030 年，这一数字会变为每四个人就要照顾一个老人。因此在中国，劳动力方面也会是很重要的问题。因此，在将来，环境还有劳动力、人口变化方面，对所有的政策、决策者都是大的挑战。

我们可以看到，刚刚说的几个趋势，人口的变化、环境的变化、地缘政治权力的变化，还有合作紧密度的变化都会是将来的趋势，这些都必须在我们的国际货币体系再思考中体现出来。这些趋势，对我们来说有很重要的意义。我们看到现在我们新的国际货币体系也已经有了将近四十多年了，但是我们看到现在的体系，虽然有一些好的方面，但还有一些坏的方面，比如说不稳定性，比如说现在经常性项目的不平衡，还有不稳定的汇率，越来越频繁的经济危机。过去几次经济危机已经告诉我们这种架构的不稳定性，尤其是在几个国家，我们认为需要有更进一步的经济监测，否则的话会有更深的经济危机，更大的经济危机。

我们要考虑，这些经济危机与国际货币体系有什么样的关系？现在的国际货币体系是否还可以发挥它的作用？长期的趋势对国际货币体系再思考会有什么样的影响？我希望，我们应当在再思考当中考虑以下几个问题。

首先，我们要对金融行业有更深入的了解。经济危机留下很多尚未未解决的问题。金融系统和实体经济活动有什么样的关系？经济体系、经济结构它们现在是否变得更安

全，更可以对抗危机？还有最主要的经济体，它们对经济危机有什么样的想法？经济危机对它们有什么样的影响？外溢效应对它们有什么样的影响？我们要怎样考虑外溢效应？还有资本流动这方面，就像刚刚胡行长所说，也是很重要的一个方面，我们必须要认真考虑。还有一点，在货币体系、跨国资本流动这方面，我们必须要有更加严格的监督。这方面已经取得了一些进展，但我们还有很长的路要走。第三，我们要建立一个安全的国际货币体系。一方面要增加 IMF 的资源，要建立全球的金融安全网，还要确保流动性——刚刚副市长已经提到了——还有我们要有更多的融资渠道，要加强各方合作，在国家层面、区域层面以及国际层面增加这样的合作，尤其是 IMF 平台上面的合作。另外我们资产需要多元化，加强我们 SDR 的使用。SDR 这块，还需要做进一步的深入研究，研究一下我们的储备货币，进一步加强合作，推动 SDR 的使用。也可以把新兴市场国家的货币加入到整个的货币体系中，进一步来推动我们的 SDR 对国际金融体系的作用和贡献。我们还需要在政策方面更进一步的合作和协调。在最近，我们也看到像 G20 国家之间的，欧洲地区的 IMF 成员国之间的进一步的或者是紧密的合作是非常必要的，对于我们从金融危机中复苏是很重要的，我们必须要进一步深入开展这一类的合作。要把这种合作常态化，而不只是在危机下才合作。另外要推动 IMF 的改革，大家都要意识到它的重要性。

在过去，我们也提出了一些改革的建议，比如希望更多的发展中国家有更多的配额，也提出了其他的一些改革的措施和意见。希望尽快实施这样的一些意见。当我们再回顾过去七十年，我想我们会看到一点，那就是当国家合作起来的

时候就可以成功，我们需要实施或者是遵循布雷顿森林体系的合作精神。通过这样的多方合作，就可以使我们将挑战转变为危机；通过合作大家都可以变得更加强大。确实是国际的挑战需要国际的解决方案，展望未来，我们也需要多方合作的精神，来重新来思考国际货币体系并进行改革。

最后，我想说几点。

一个是国际货币体系的功能，哪些方面要加强，哪些方面可以去掉？也就是说对于更为重要的一些或者是更加重要的一些问题，我们应该怎么来解决。

第二点，我们如何进一步推进政策层面的合作，尤其是在非危机时候的合作。

第三点，如何选择一种长期解决办法，来应对这样的发展。

谢谢。

乔依德：感谢建海秘书长的精彩演讲。今天上午开幕式到此结束。茶歇到 10:45 回来继续我们的研讨会。

专题一 布雷顿森林会议：积极还是消极遗产？

Perry Mehrling（专题一的主持人，哥伦比亚大学巴纳德学院教授）：各位早上好，我的名字叫 Perry Mehrling，我是这部分的主持人。我明天也会做一个发言。我看了上面的资料，我们首先会简要的说一说，针对我们这个部分的讨论提几个问题。这个部分，其实在开幕式的时候，也就是咖啡

之前，已经提到了一点。我们接下来的专题主要是讨论：第一，之前达成的一些协议，尤其是布雷顿森林会议中达成的一些协议；第二，不断变化的趋势，还有一些体制，像IMF管理架构下体制；第三，资本市场。所有这些都是我们要讨论和考虑的，都是专题的内容。

我想针对我们的专题一提四个方面的看法，不知我们的发言人是否同意我这样的看法。

一个方面，国际货币体系跟危机之间是什么样的关系？有什么样的因果关系？是不是国家层面经济政策的错误导致这样的危机？

第二点，当前的国际货币体系面对着很多挑战，这些挑战来自于哪里？很多人在说这样的一些挑战，比如可能是在国际层面上的货币，比如说美元本位制，或者是其他的问题，我们谈到了这是二元悖论。还有特里芬难题，全球的经济，以及美国经济，所有的这些都可能是导致危机的因素。但还有人提到我们的波动性等等是主要的问题。这是我想要提出来问题，根源在哪里？

第三点，就是有些人会说我们需要使IMF的作用能够进一步加强和扩大，还有我们需要国际的货币，需要控制资本流动等等。今天我们在中国上海，也看到中国是一个非常大的新兴市场体，像人民币在国际贸易中使用的增长。人民币的历史还比较短，它是否会成为美元的竞争对手或者竞争货币等等，这些都是我们需要考虑的。在这样一个会议中，我希望大家，能够侧重于政策角度，比如我们需要什么样的政策，而不是讲一些不太可能的建议。我们要讲一些可行的，实际的，有用的，对于政策的建议。当然，大家都会有不同看法。所以现在，我们直接来进入到我们的讨论。有请

James Boughton。

James Boughton: 我们能否重获布雷顿森林体系的稳定？

James Boughton（国际治理创新中心高级研究员、原国际货币基金组织历史学家）：各位早上好，谢谢 Perry Mehrling。我是 James Boughton，我在 IMF 工作已经有二十年了。现在，站在这里，来讨论这个话题，我觉得是非常好的。我现在是国际货币基金组织的历史学家，目前在加拿大工作。我也曾经参与了今天讨论的很多话题，有这方面的经验。70 年前我们有了布雷顿森林体系，今天我们来到这里就想想布雷顿森林会议 70 周年后的情况。这样的会议非常重要。

回顾布雷顿森林体系，那是世界战争之后建立的，那时候我们需要战后的战略性恢复。70 年前，我们面对的是金融混乱的状态。所以说，我们需要国际的货币体系。其实在那个世纪，我们做了很多努力，来重新稳定国际货币系统，在布鲁塞尔也举行了一些重要会议，当然还有 1922 年在伦敦的会议，1933 年我们也有非常重要的会议。很多重要会议的召开就是讨论如何稳定当时的国际货币体系。从这个历史中，可以看到，我们已经做了很多努力来建立国际金融体系新秩序。其中一个会议成功了，那就是我们今天所说的“布雷顿森林会议”。而刚刚提到的其他会议是失败的。

布雷顿森林会议，它的成功是因为当时世界上美国作为国际主要大国，积极参与和支持这样的会议。而且美国在那个会议中扮演着非常重要的作用。在美国的民主历史上，

那段时期也是非常特殊的。同时，美国和英国那时候也有着很强的领导力，当然也有很多其他国家参与到布雷顿森林会议中。在那个时候布雷顿森林会议有比较广泛的参与，由英美来主导。

美国的领导力是非常重要的，回顾历史，我们发现在当前新的情况下，如果要建立一个新的这样的体系，或者是组织这样的会议是非常困难的。当时，美国有这样的能力来推动布雷顿森林体系，但现在的条件已经跟以前不一样了。

布雷顿森林会议，它实现了一些什么呢？在这个会议上建立了两个多边的组织，一个是国际货币基金组织，一个是国际复兴和开发银行，也就是现在的世界银行。它也使得当时的经济得到了很好的增长。我觉得更为重要的是，它推动了多边合作的平台。所以说到现在，我们仍然在从这样一个体系中来学习。

1973年，布雷顿森林体系就瓦解了，因为它存在一些缺陷。布雷顿森林体系的崩溃，所带来的是开放的国际金融体系，汇率安排灵活和稳定性的欠佳。有些人会说它的崩溃是因为美国经济政策的一些缺陷，尤其是在20世纪60年代晚期。当然，很多因素导致这个森林体系的崩溃。但我们还没有讲到最终的原因。

我想最终的原因是布雷顿森林体系使很多国家在经济上获得了成功。在欧洲，它也重新恢复了欧洲的活力；在亚洲，一些国家也快速发展；在拉美国家，经济都有很快的发展，因此在世界形成了多极的局面。这些国家开始扮演越来越重要的角色，单一货币就不可能存在了。因此是布雷顿森林体系的成功导致了这个体系的崩溃，而不是说它的失败导致它系统的崩溃。正是布雷顿森林体系打造了一个充满活力

的、多极的经济格局。

我们今天的国际金融系统，可以推动更加多极的体系。但是却没有达到我们想要达到的目标。因为我们和 19 世纪 30 年代、40 年代所处的环境大大不同了。在当今这个越来越有活力的系统当中要保持稳定化不是那么容易的。但是我们千万不能回到混乱的国际金融体系的局面。我们要回答这个问题，就必须要考虑，在过去四十年内，我们在哪些地方有失误。

首先，战后的凯恩斯主义没有成功。在二战之后，我们提出了多极的系统，在全世界，最主要的几个国家，我们都同意，各个国家的政府，应当对他们的经济增长负责，这就是凯恩斯主义。美国总统理查德·尼克松，在 19 世纪 70 年代宣布了布雷顿森林体系的崩溃，也就是和金本位脱钩。在二战之后，有一个新的安格鲁萨克逊的体系，在这段时间内，有快速变化的国际金融体系。而一个理想的境况是有很低的赤字和很稳定的价格体系，然后将经济稳定性，比如说失业率这方面留给私营企业来决定。政府应该极少的干涉。但是这些没有达到。

还有就是外汇、汇率这方面，各个政府、各个国家，他们都认为一个很强的汇率是他们国家实力的体现，现在变得越来越明显。但是如果采取这种方法的话，就会在金融市场中造成很大波动。这样的话，对投资也会造成很大的影响。更难达到一个稳定的金融市场。

作为一个结果，安格鲁萨克逊体系，着重于市场调节，尤其是在金融市场当中。现在，在国际上，大家还是不遗余力的想要解决这些问题，但大部分的努力都付之东流。这也是为什么有越来越多的经济危机。

对于这些经济危机——1997年，亚洲有很严重的经济危机，还有其他类似的经济危机——我们都想要建立一种很好的预警系统，但都没有成功。

再一点，我们需要很好处理危机的系统。如果不能很好的预测危机，那么必须要有一个体制尽量减少危机的影响。

第三，世界各地都不遗余力地要稳定货币，尤其是在私营企业方面，在欧盟，各个大公司都做出很多努力。但是也没有成功。我认为，我们应当做的包括两部分。第一，在现存的系统之中，我们应当重新建造凯恩斯计划，回到这条路上，也就是由各国政府负责他们的经济增长，这样的话，我们可以减少全球贸易收支不平衡，不管是中国还是美国，要在各国间加强合作，强调更进一步依赖G20，进行相关对话。另外，在现存体系中我们要不遗余力地推动这个系统。首先，我们要完成国际货币体系的改革，在1997年、1998年亚洲金融风暴之后，IMF在2002年，还有2007年，都有了新的协议，来控制资本流动。2010年，我们有了新的规定，更好的控制资本流动。但在IMF之后，在2010年，在G20的会议之上，我们也有了一些达成一致的协议。我们看到在IMF中，IMF的架构也有了相应的改革，我们是走在正确的道路上。

第二，要在G20上更加努力。G20现在越来越取代G7和G8，会在世界金融市场上起到越来越重要的作用。因此我们必须要在G20的架构上进行改革。G7实际上在IMF中只占有少于50%的投票权，而G20在IMF占77%的投票权，因此IMF实际上是G20所控制的。后果就是那些小国、穷国，越来越被边缘化。这是一个事实。还有第二个事实，就是IMF的作用被削弱。因为在IMF之外，其他国家，比

如说 G20，它们有越来越多的权利和作用。因此，我们必须找出一个更加理性的方法，将 G20 更好的融入到全球，更好地发挥它的作用。

第三，美元的变化。以美元作为外汇储备现在只占 60% 以下，欧元上升到 1/4 以上，将来人民币还将扮演更重要的外汇储备的角色。在过去 19 世纪 70 年代，美元实际上在外汇储备方面扮演着更重要的角色。而现在越来越多元化，越来越多极化。在这种情况下，我们要加强 SDR 的作用。人民币的国际化，会变得越来越重要。因此在近来，我们应该会把人民币也放在 SDR 的“一篮子货币”当中。不管世界上货币体系中有什么样的变化，美元还会占据很重要的主要地位。因此在 IMF 中，G20 的作用应该被重新定位。此外还有美元的作用。这样的话才能打造一个稳定的国际货币体系。谢谢。

Perry Mehrling: 接下来有请 Eric Helleiner 给我们演讲。

Eric Helleiner: 布雷顿森林会议中中国的作用 ——一段被忽视的历史

Eric Helleiner（加拿大安大略省滑铁卢大学政治学教授）：首先感谢主办方邀请我到这里。我今天的主题是：一段被忽视的历史——中国在布雷顿森林体系中的作用。如果看近代史，中国甚至不在缩影当中，不在布雷顿森林体系。但当时中国代表团是布雷顿森林会议中第二大代表团。我做了一些研究，在一些档案中找到了相关的资料，因此我今天

要给大家讲讲这段被忽略的历史。

实际上中国在 1944 年，在布雷顿森林体系中也起了很重要的作用。我们知道，今天中国在世界经济中扮演着越来越重要的角色，其实在 1944 年的这段历史也不应该被忽视。

首先看一些布雷顿森林体系的传统观点。Steil 出了一本书，他在布雷顿森林体系中，甚至没有提到过中国。Steil 说到除了美国、英国、加拿大外，几乎没有别的国家为基金会或者银行的建设做出过智力贡献。这就是他的书当中写的一段话。但实际上，这是不对的。

当时的会议中，也有其他的政府。当时有 44 个政府，除了英国、美国、加拿大之外，还有 41 个国家。他们也起了非常重要的作用。在两年的谈判中他们举行了这样的会议，各方对会议做出了很多的贡献。我也了解了很多的文献，尤其是过去十年，我对这样的相关的文献做了很多的研究。我发现其实在这样一个布雷顿森林体系中，在这个上面可以看到 44 个代表团中，有 28 个来自于一些贫穷的国家，比如说拉丁美洲。它们在那个会议上扮演着非常重要的角色。还有五个代表团是来自于亚洲，伊拉克、伊朗、印度、菲律宾和中国。像南非、埃及、埃塞俄比亚等国家也参加了那个会议，在那个讨论中所有的国家都扮演着非常重要的角色，而不止是英美。他们为这样的体系也做出了很大的贡献。

中国在那个谈判中扮演了非常重要的角色。中国代表团是当时的第二大代表团。有些会议上根本没有提到中国的代表团，他们说美国代表团有 49 名成员，俄罗斯是 19，英国是 15。事实上，中国代表团是 33 名成员，中国官员积极参与到那个谈判和相关的计划中，提供了 1943 年凯恩斯计划和怀特计划的替代计划。其他计划是由加拿大、法国和挪威

提供。除了加拿大、法国和挪威，中国也为这样的替代计划做出了很大的贡献。在普林斯顿大学，我们可以看到相应文献。中国与美国进行双边会谈，被视作第四大国。凯恩斯对中国做出了很好的评论称，这表明在重庆还是有人能够掌控全局的。1943年，我就援引了凯恩斯的说法，当时是重庆代表着中国。他说当时重庆也有人是可以为这样一个谈判做出重要的贡献。这是凯恩斯和中国的代表团领导的一张照片。

为什么中国要制定或者是参与这个替代计划？很多参与的国家其实没有制定替代计划，但中国做出了或者是制定了替代计划。我也在斯坦福大学现有的文献中找到了相应的记录，查阅了很多关于中国制定替代计划的记录。在这里我就援引它们的表述，一个是“两个计划没有充分考虑工业弱国的发展”。这是当时的财政部说出的。他说怀特计划和凯恩斯计划都没有充分考虑工业不发达国家的一些利益。二是“中国作为四大国之一，有必要成为不发达国家的带头人”，“中国应该为弱国说话或者是撑腰”。这些文献中看到了中国为什么要制定一些替代计划来替代怀特计划和凯恩斯计划。我们要问中国这样做的目的是什么？或者动机是什么？

中国重新提出了孙中山1918年关于“国际发展组织”的提议。1918年在上海发布的一本书，关于国际发展组织的一本书。那本书很快就翻译为英文的版本，提供给当时的意大利、英国、以及其他参与国家共同讨论和参阅。这是第一次世界大战之后，孙中山先生提出的建立国际发展组织的建议。孙中山先生言论就是中国国家政策的基础，希望美国和其他联合国成员国能够积极为战后中国的发展提供帮助。这里是在当时的会议，布雷顿森林会议会议上的一个计划，其实就是中国国家政策的基础。孔祥熙希望美国和其他国家

能够积极为战后中国的发展提供帮助和支持。在那个会议上国际复兴和开发银行被看作是一场胜利，也就是现在的世界银行。在 1944 年，Austin Grey 提到了无论是对孙中山先生的外国崇拜者，还是全体中国人来说在二战即将结束时尽到这个义务是一个值得骄傲的事情。这一绝妙方案完全是沿着这位中华民国国父铺就的道路横空出世的。美国的官员以及其他国家，其实他们也非常尊重或者说赏识中国代表团的提议、建议，以及贡献。

中国的代表团也提到联合国货币恢复与稳定基金。这个基金，应该是可调整的固定汇率，是金本位的。基金应该鼓励逆差和顺差国家共同来进行调整。这是联合国货币恢复与稳定基金的目的或者是目标。另外就是要实现一个货币的可兑换性，但是允许资本管制，且每个国家都有义务与其它成员国合作调控国际资本流动。中国也提到，要帮助货币制度被战争严重扰乱的国家，帮助他们度过“过渡时期”。这些都是中国做出的提议。

中国加入布雷顿森林体系时，也进行了游说，希望能够成为“第四大配额的国家”。在当时，Morgenthau 私下表示，中国的配额是最难界定的，我们是根据中国过去七年中所做出的努力来界定的。

最后，当时其实对于中国的参与有广泛的支持，也就是很多国家都支持中国参与到布雷顿森林会议。1944 年 7 月，当时美国官员关于毛泽东评论的报告，是这样说的，“中国必须工业化，中国的工业化只能在中国国内进行，只能在外来资金的帮助下由自由企业来实现，中国和美国的利益是息息相关的，所以中国和美国应该要共同努力”。当时周恩来告诉美国官员，“考虑到中国在战后的国情，中国最大的

经济需求是外国资金，而且中国想要摆脱目前的落后状态，必须参与到国际经济和金融组织中来”。这就可以体现当时对中国参与有广泛支持的。

布雷顿森林体系并不仅仅是英国和美国之间的协议，还有许多其他的国家与政府，其他国家也扮演着非常重要的作用。这样一个体系，或者是这样一个会议，是非常广泛的会议。中国和其他发展中国家也积极参与到这样的会议中。我想很重要的一点，我们要看到，不止是中国，还有其他的发展中国家，在这样的会议上提出了很多新的关于国际发展的概念和提议，这是他们的贡献。1945年美国财政部部长 Morgenthau 提到了布雷顿森林体系的建立进说，人民意识到中国和印度等国家工业化的实现和生活条件的改善，必须在英国和美国等国家的帮助下才能完成，只有这样，才能保证这些国家的经济和政治优势。从 Morgenthau 当时所说的话中也可以听出中国所扮演的重要作用。希望我的发言对大家有用，让大家更多的了解到中国在这个过程中作用。

Perry Mehrling: 下面有请李建军先生。

李建军：后危机时代对国际货币体系的思考

李建军（中国银行国际金融研究所研究员）：尊敬的各位嘉宾，很高兴能够参加这次论坛，今年是布雷顿森林体系70周年。2008年，我们知道美国次贷危机给了我们一次重新思考和重建国际货币体系的契机。2014年，我们突然发现，美欧日一些发达国家已经开始走出危机，而一些新兴经济体似乎面临着国际资本流出，有经济下滑的风险。

现在可能比2008年更迫切需要讨论，甚至需要直接找

到一个国际货币体系改革的方向和路径，从而避免因为危机的过去而失去一次改革的窗口期和战略期。

我不打算在这里讨论我们的危机和体系内在存在的逻辑关系。但回顾布雷顿森林体系 70 年前的建立，我们发现，到了今天仍然没有找到对于国际货币体系构建的理想方案。在我看来，理想方案就是如何以及在哪里获得流动性供应，而且这么做不会带来不良效应。

我们觉得变革性的替代方案都不可能取代美元的国际货币核心地位，但我们发起一种改良方法，这种方法无论对美国还是其他国家来说理应是内生的，可行的，对中国来说可能就是推进我们货币的国际化。

过去 140 多年我们一直在寻找安全、充足的国际流动性。开始我们找到了黄金，因为它是安全的，但很快发现随着全球经济的扩张，它带来了通货紧缩的风险。后来我们补充黄金，使用国别货币，但每个国家都有过度发行本国货币的内在动机，导致由于乱发货币带来的全球金融危机。再后来，我们干脆钉住黄金实行固定汇率，以满足开放经济体的需求。可是我们发现盯不住黄金，因为存在着特里芬难题。到了如今，我们放弃黄金，使用国别货币。进而在全世界形成了中心外围的新的经济结构，但这种新的经济结构带给我们的仍然是全球金融危机，所以我们仍然需要新的改革。

在这个过程中，我们发现国际货币体系发展有两个显著的进和退。第一个进和退就是黄金的退出和信用货币的扩张。也许从数字的绝对数量来看，黄金储备在 1960 年的 3.7 万吨和 2013 年的 29 万吨差别并不大。但从相对数量来看，黄金储备占比从 1960 年的 70% 下降到 8%。而信用货币从 1995 年的 1.4 万亿，增长到 2013 年的 12 万亿美元。我们依

然面临着第二个进和退，信用市场充分货币的退出和美元为主的垄断货币的扩张。我们发现无论是全球的贸易结算、金融交易还是储备货币，美元都占了极大的比重，尽管这个比重现在低于 60%，但仍然是最重要的。很多国家都将自己的货币和美元或者欧元进行钉住。

美元垄断的国际货币体系，存在着三方面的不对称：

第一个是数量和质量的不对称。世界经济增长当然需要美元流动性的充足，然而这种货币的质量却因为美元贬值和美国负债的增长而存在一定的问题。

第二个是供方和需方不对称。作为国际货币的供给方美国，它的货币政策制定来源于国内需求，而非国际需求，所以它有着转移负担，制造贬值、稀释外债的内在动力。而对于这种国际货币的需求方也就是世界上其他国家，却必须要被动的承接美元的贬值和承接资本的扰动。

第三个是发行和监管不对称。一个主权国家发行的货币美元，成为了国际使用的货币，而一个超主权的国际组织 IMF，发行的国际货币 SDR 却没有成为一种主流的国际货币。

从监管来说第一个不对称，发达国家把持了国际组织的主导权、领导权和话语权，今天它所有的总裁都由欧美国家人员担任，当然我们今天很有幸邀请了 James Boughton 先生，也验证了这一点。第二个我们在贷款方面，对于那些不需要贷款的发达国家，他们不需要 IMF 的约束，而需要贷款的发展中国家，尽管它有这种需要，可能这种约束太强，导致他们不愿意在 IMF 进行贷款。总的来看，某种程度上这种监管可能是无效的。

刚才主持人也提到了我们在寻找国际货币体系的过程

中，可能最重要的不仅是在理论上找到一个方案，而是能否找到现实的可行的方案。第二个问题，要了解我们所要改变的美元本位是否真的遇到了危机。第三，如果美元本位仍然成立，是否存在改良路径。在这个过程中，我们仍然在寻找在哪里获得持续供应，且被全球认可的储备资产，而且这么做不会带来不良效果。

第一种方案，我们可以从需求方来看，是否可以减少国际货币需求？很明显，这是一个极端的方案，如果反映在经济层面就是去全球化。可是历史告诉我们，自己自足的经济是无益的，这在 1930 年的全球危机中显露无疑，是不可行的方案。第二个方案，就是单一的世界货币，最新的提法是替代账户。所谓的替代账户就是 IMF 集中管理各国外汇储备，并且进行积极的投资、稳健回报，但总的来说，它的本质是由 IMF 取代了主权国家，我们更愿意把它看作是一种置换而不是一种替代。此外这种方案中，美国与那些持有大量外汇储备的发展中国家是否愿意这么做，决定了这个账户运行的可能性与持续性。同时我们考虑到，持有大量外汇的发展中国家对于长期保值以及短期流动性安排两难困境可能使这样一个方案也不是那么完美。尽管 SDR 我们也认可它可能会增加，但是它也不是一个可行的方案。

我们现在仍然没有讨论，为什么美元仍然可以持续，我认为有三方面的原因。

第一个是规模经济和使用惯性。如果一种货币，我们在理论上无论是三个国家模型还是 N 个国家模型，如果它能够被大量使用，就意味着它可以节省交易成本，进而出现自我强化——越来越多的国家使用这种货币，就像是滚雪球一样，越滚越大。第二个，历史上发现，货币的更迭和国家经

济的更迭是不一致的。英国和美国都是在成为世界大国几十年之后它们的货币才成为主要的国际货币。且不说美国经济实力仍然是世界首位，就算是美国经济衰退，就像刚刚林秘书长所提到可能 2030 年美国的地位被取代，即使是那样，美元仍然可能被作为国际货币在国际市场上保持领先若干年。

第二个是国际协调。国际协调从大的目标来说就是维系这种货币的安全和充足性，具体到美元就是维持美元币值的稳定和美元流动性的充足。大概有两个手段，一个手段是汇率的干预政策，最典型就是 1985 到 1989 年，美日德法英等发达国家联合干预外汇市场，通过买卖美元来稳定美元的币值。

第二个是货币互换，2008 年三季度到 2009 年一季度，美国和其他国家签订并使用了大量的央行之间货币互换协议，规模达到一万亿美元，进而补充了因危机造成的美元流动性的短缺，维系了美元的充足性。

第三个是全球的失衡，我自己更愿意把全球的失衡看作是客观存在而不是主观营造的，是全球分工必然的结果。美国是具有金融比较优势的国家，其他的外围国家，比如说中国，是一个有贸易比较优势的国家。从而在世界上形成了两个平衡，一个是经济贸易上的平衡，在这个平衡中，美国提供美元，中国提供产品。另外一个是在金融市场交易中的平衡，在这个市场中美国提供产品，中国提供美元。而且 1997 年的东亚金融危机之后，各个发展中国家因为自我保险式的危机防范和发展所需要的引进外资的需求，都需要更多的外汇储备来提供金融安全和稳定的环境，从而支撑了美元的国际地位。

到这儿我们要问一个问题，是否我们仍然会有改良的方案？这种改良的方案，是否有内在的动力？对美国来说，由于大量的外汇储备的到来，使美国获得了廉价的信贷。这种廉价信贷的结果，不仅促使了美国经济的繁荣，实际上也造成了美国虚拟资本的过度膨胀。从 1947 年到 2007 年，美国的金融相关产业在 GDP 中的比重，由 10% 上升到 20%；而制造业则由 30% 下降到 10%。对于那些发展中国家，必须要承担无限制的外汇储备，其所带来的巨额的外汇成本已经越来越不可负担。

另外，我们要承担被动的危机。我们现在已经很清楚看到由于资本流动无序化，使这些发展中国家需要被动地在经济中加杠杆和去杠杆。因此，对于美国来说，正如刚才的 James Boughton 先生所提到的，它也需要一种贸易上的平衡，就是美国经济再工业化，去发掘实体经济可持续发展的动力。对于发展中国家，可能我们要进行一种经济的结构调整和升级，重新参与到全球的分工之中。而且我们应该从那种金融关系中的南北关系，过渡到南南合作的关系，比如说我们现在正在进行的 G20 的合作。

因此，从一个比较粗的框架里面可以看到，在现有的刚才谈到的四类改革方案——去全球化的方案，SDR 方案，美国本位方案，更多元化的国际货币体系方案中——多元化可能是一种更现实的，可操作的，能够给我们带来充足的国际流动性的方案。如果是说多元化方案是我们现在可见的，限制性的方案，那么我们一定要问这样的问题，谁能够在多元化改革中获得成功？中国的角色是什么？对我们来说这些就变为更为现实的问题。

以上就是我对国际货币体系改革的思考，谢谢大家。

Perry Mehrling: 谢谢。接下来有请 Charles Wyplosz。

Charles Wyplosz: 布雷顿森林被遗忘的教训

Charles Wyplosz（日内瓦高级国际关系及发展学院、经济政策研究中心教授）：很感谢你。首先我要感谢组织方邀请我，来到这次极具活力的会议。我今天想要简略地讲一个话题，我们来看一下，布雷顿森林体系之后的一些话题，来看一下相关的争论，看看我们从历史上能够学到什么样的经验教训，有什么样的好的方法可以保持，以及如何改进做的不好的地方。

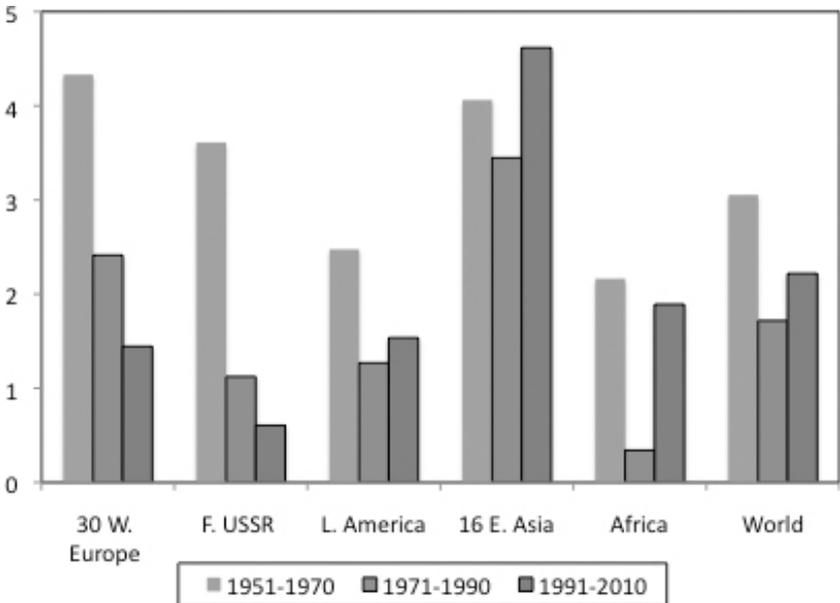


图 2：怀旧的理由——稳步增长

图2黄色的是开始有布雷顿森林体系，当时它们的利率和汇率是固定的；灰色的是在布雷顿森林体系之后几十年间；蓝色的代表最近。灰色的代表1971年到1991年，蓝色的代表1991年到2010年。在不同的时期当中，经济都保持了稳定的增长。当然在布雷顿森林体系时期，它的经济增长也是稳定的。当时有稳步增长，有低的通胀率。我们确实可以从中学到好的方法。

在布雷顿森林体系崩溃之后，利率实现了浮动。1972年、1973年，固定利率就崩溃了，进入到浮动利率的时代。每一个月利率都会有改变，而不是每一年。在当时，也有很多好的方法值得我们学习。

当时布雷顿森林体系确实带来了很多好处，但现在时代已经变化。当时我们确实看到增长，得到了这样一个体系的推动，但现在我们看到当时贫穷的国家，有了很快速的发展，尤其是在战后的和平时代，这些国家，是极需或者是在寻求快速增长。在布雷顿森林体系之后确实看到了经济的增长，而且是贫穷国家的发展。当时我们是守着固定利率，固定利率发挥了作用，是因为当时财政的或者是金融的以及资本方面的形式跟我们现在是不一样的，所以当时固定利率发挥了作用。而现在是没办法发挥作用的。

在现在的情况下，我们希望，能够使我们新的或者是当前的金融体系和货币体系稳定下来，而不去重蹈覆辙。我们相信，可以通过回顾布雷顿森林体系，学习它的一些好处和优势，然后把好的东西应用到我们现在的形势下。

这个图（图3）是关于我们的金融不确定性，红色线是资本流动，蓝色线是银行危机。这两条线是共同波动的。从这个上面，可以看到如果需要更多的资本流动性的话，那么

银行危机的情况也会相应的变化。所以说这两个是同时或者说是并行发生变化的。这是我们的金融不确定性或者是不稳定性的情况。

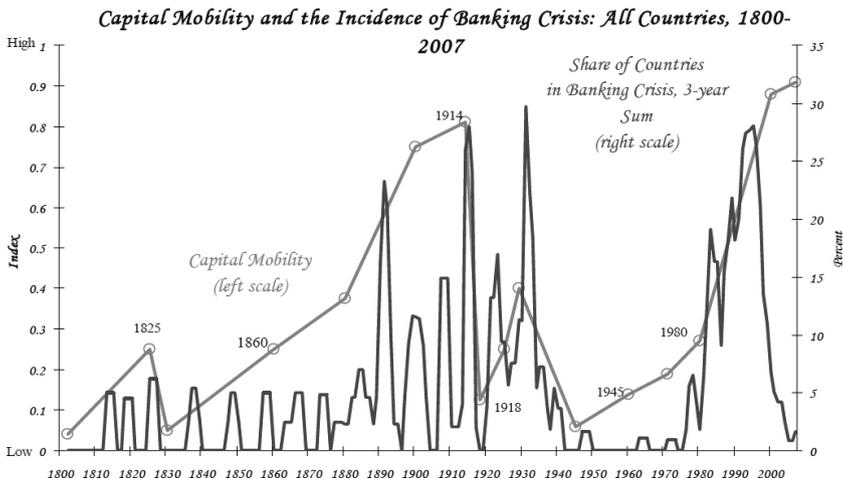


图 3：我们生活的现状

今天谈了很多的金融危机，我们希望预防或者是防止金融危机的发生，同时需要更进一步的改善金融体制来减少潜在的危机带来的影响。因此需要更多更适合当前的安排或者是体系，也需要市场的经济发展更具灵活性和弹性才能够来应对危机。

我们希望做很多的分析，来了解布雷顿森林体系它的一些好处或者是它的一些优点，是否可以用于我们当前的体系中。

之前谈到在布雷顿森林体系的时候是固定利率，上图（见图 4）是汇率的体制，蓝色线是钉住的，红色线是中间的，绿色线是浮动的汇率变化。当时我们的固定汇率并没有

坚持到华盛顿共识之后，在其十到十五年前就转换为浮动汇率，是可以调整的浮动的汇率。从图 4 可以看到，不同的汇率体制下，它的一些变化。

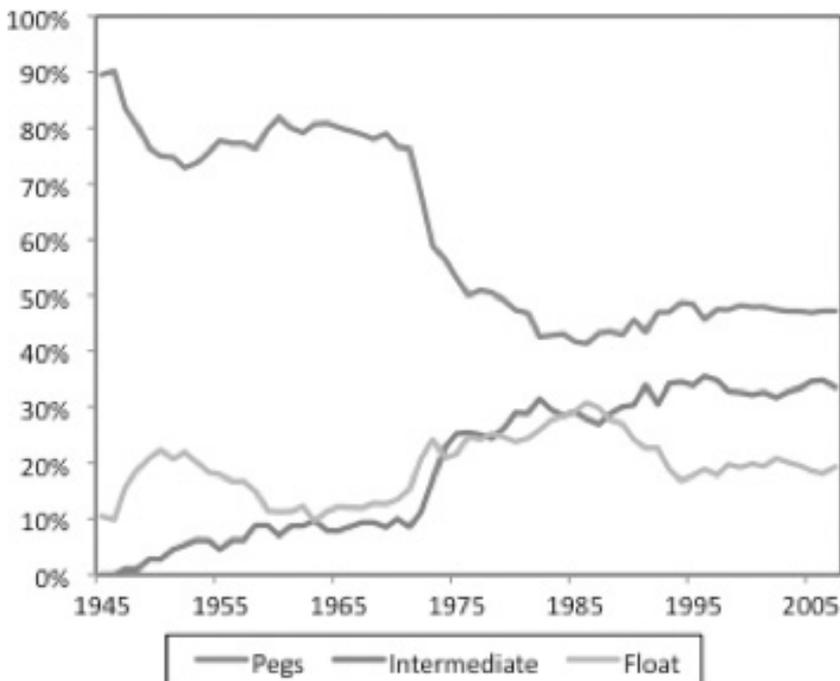


图 4: 布雷顿森林体系单一汇率制度已成过去

我们对布雷顿森林体系的一些情况做分析，要想想这样的分析对我们目前来说有什么样的暗示或者含义。

首先，我们希望使用‘货币锚’来实现体制的稳定，也希望能够实现汇率的稳定。只有通过一些汇率的稳定，最终才能够实现金融和货币体系的稳定。非常重要的一点，就是说央行扮演着非常重要的作用。在过去二十年中，我们也有

这样一个通胀目标的做法，在一些国家，当然很多是新兴国家，他们也开始关注这样的汇率和它们通胀的情况。不同的国家，因为它们情况不同，所以有些仍然是固定汇率，而有些国家使用了浮动汇率。不管是使用什么样的战略或者是策略，最终的目标是希望能够实现稳定化。很多人都会把当前的系统看作是“无体系”或者是“无系统”的系统。因为有一些央行会使用一种“汇率锚”的战略，其他的国家或者是央行也会有不同的做法。

含义二，当前的货币系统，我们希望大部分的内容是沿用布雷顿森林体系。之前 James 也提到了这点。IMF 在它的协定条款中，也提到了比如说集体保险，而不是自我保险的说法。我们还需要进一步讨论，什么样的做法是适合或者是最有利于我们实现金融以及货币体系稳定的。就像之前谈到的，七十年前的布雷顿森林体系有很多方面仍然是我们可以学习和沿用的。我们需要的是一种自我保险，以及与集体保险相互结合。当然在这个过程中，我们都会出现一些错误，像 IMF 本身也会有一些错误，但这是可以理解的。我们希望通过一些分析，充分考虑我们现在的特殊的一些情况，或者是独特的情况，来避免以前犯过的这样一些错误。如果不做这样的分析没有办法来预防这些错误的重复出现。

含义三，其实今天早上谈到了很多，像美元将继续是世界货币，目前还没有一个对它造成挑战的货币，我是同意这样的说法的。布雷顿森林体系以美元本位制和黄金本位制为基础，在当前的情况下，美元仍然占据着主导货币地位。虽然面对着来自其他货币的竞争和挑战，但它的主导地位暂时是不会被撼动的。我们也看到很多抱怨过度特权，也就是美元以及美国从它的美元货币得到的过度的特权。我做了一些

计算。下图（图 5）是我根据几年前，美国美联储相关的报告里的信息计算的。美元在货币税方面得到这样一些收益，还包括债券以及其他一些衍生品。

- 美元仍是世界货币
 - 不是布雷顿森林体系强加的
- 过高的特权？

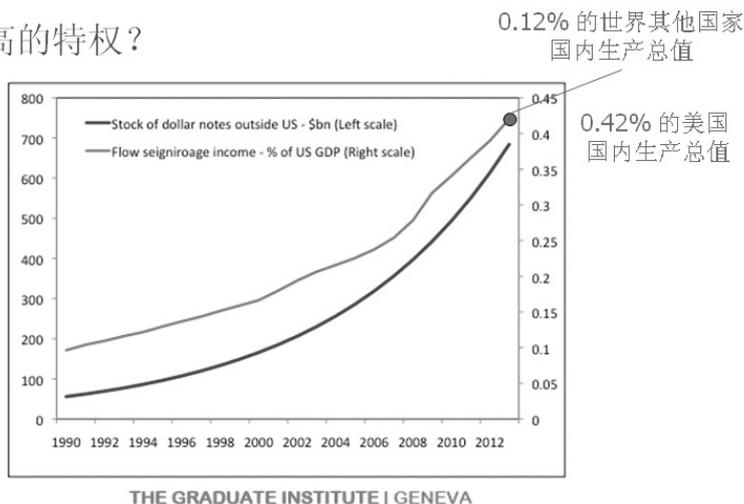


图 5: 美国从美元货币税或铸币税中得到的收益的变化

图 5 上可以看到，红色线是美元储备，蓝色线是占 GDP 的比例。总的来说这张图告诉你，美国从美元的货币税或者是铸币税中得到的收益的变化。我们从中可以看到，从 1990 到 2010 年的比较。可以看到，在这段时间中，它是稳步上升的趋势。这只是一个平均的数字，但是重点是它在不断的稳定地增加，尤其是在过去二十年间。

我也做了同比的比较，也是关于美国的货币税或者是铸币税的收益。可以看到蓝色的线，收益在 GDP 中所占的

比例，也在增长。在 1990 年的时候是非常低的，只有百分之零点几的占比，而在 2012 年的时候已经达到 0.4% 以上。这是美元货币税收益占到 GDP 的比例，这个比例也在稳定的增长和上升。

美国对于世界上其他国家来说，我想其实也没有什么奇怪的，因为美国的经济也在发展，所以它的货币税所占的比率也在增加。我觉得关于这点，我们可以从不同角度来思考。

接下来我们看看从过去发展中，我们有什么样的一些经验、教训需要吸取。

首先，对于布雷顿森林体系，我们要对这些体系或者是当前的国际货币体系进行怎样的调整，才能够继续存在下去。我们的这样一些改革和调整要考虑到更广泛国家的利益。当然也要对系统下的各元素进行相关的调整和改革才能够实现整个体系的改革。

第二点，关于美元作为国际货币这点，目前它仍然是占着这样一个主导或者是支配的地位。那这样的话，美国的货币政策，仍然会影响到我们的国际体系。如果美国的政策出现错误的话，对全球的经济或者金融会造成不利影响。从目前来看，在未来几十年，美元也会面临越来越多的竞争。我觉得这是一个公开的、公平的竞争。也就是说在未来美元的地位会受到质疑或者是挑战。

有人在一直呼吁——在今天早上其实也听到这样的一些说法——我们需要一个国际货币。我觉得目前来看暂时还不太可能实现。原因很简单，我们没有一个世界央行之前是不可能会有这样一个世界的货币。欧元区有 18 个国家来分享、共享一个央行，但很多方面其实做的不好，尤其是在央

行单一货币体制下其实欧元区还是有些缺陷的。同时，虽然欧元区的成员国在经济发展和文化上都很相似，但还是遇到很多问题。因此我们想象一下，如果有一个世界银行的话会有很大的问题，至少这一代还是一个大问题。在不同主权国家之间建立一个世界央行是很困难的。

有时大家又说凯恩斯说过布雷顿森林体系也是关于世界货币的。但实际上凯恩斯他没有说过这样的话，他只是想要诠释世界各国之间资本流动的问题。因此一个单一的世界货币，现在来看还是不现实的。

第四个经验教训，就是美国的铸币税收入可能不是很大，但也不小。它是一种刺激的产物。它可能在 40 年、50 年内还会是一种刺激的产物，为美国带来利润。

最后一点，也就是 IMF，它应提供多种安全性，它现在有良好的垄断，却还是垄断。垄断实际上不存在好坏，但只要是垄断就会有问题。在 IMF 当中，有很多的平衡力量，但结果不是很理想。我们有两个解决垄断的方案，一是竞争，二是调节。竞争是关于区域货币基金。日本在 19 世纪 80 年代想要建立一个亚洲货币基金。但最后由于美国的干预没有成功。欧盟，它们也想要打造一些区域货币资金，但这只是平衡欧洲的内部，在世界范围还没有起很大的作用。但这是一个解决的方案，也就是竞争。在提供资源方面加强竞争是打破垄断的一个方法。还有一个方法那就是调节。要考虑一些规则，要有一些事前监督，而不是事情出了以后，才想办法，这样是不行的。我们应当有一些监督的方法，必须要在事前就要有监督的机制。最后，IMF 的治理是一个问题。我们知道 IMF 实际上这个组织的治理和其他的国际组织相比，已经做的更好了，甚至比联合国机构还好。当然

它还不够好，我们还必须要持续的改善它的机制。要有更多的独立性，要加强问责制。还有美国现在有否决权，但我不认为美国应当有否决权，这点要进行改革。还有在治理这方面，就像刚才所说的，要有更多的独立性。实际上在这方面，我已经写了很多报告来对 IMF 内部机制进行改革，使各个独立成员国有更多独立性，加强问责制。

最后的总结，我们必须考虑到现实存在的一些问题。我们听到了 SDR。SDR 是一个很好的解决方法，但我们还需要进一步讨论。我想，不管怎么说，IMF 的垄断和治理这个问题需要更进一步的讨论。欢迎大家在会后和我进行进一步的讨论。谢谢。

Perry Mehrling: 现在有请今天上午最后一位演讲者，向松祚先生。

向松祚：美元本位、浮动汇率和全球经济不稳定

向松祚（中国农业银行首席经济学家）：感谢你。很高兴我加入这个会议。作为最后一个演讲者，我想讲一下对于布雷顿森林会议再思考的三个要点。

第一，在最近几十年里，世界经济最主要的现象就是虚拟经济和真实经济的不断背离，这方面美国和英国表现的十分明显。对此，IMF 需要承担一定责任，因为国际货币体系主导的中央银行业务模式，是造成这一现象的主要原因，这也就是为什么要从国际货币角度理解全球失衡和金融危机。我们要重建国际货币体系，改变中央银行的业务模式。在改革当前的金融机构方面，实际上很多地方令人失望。在过去很长时间内我们已经召开了很多会议，但总是局限于提建

议。比如，提出要有超出主权国家之外的一个基金，但是没有成功。我们只是谈，我们不断地谈 IMF 的改革。我们也在讲 SDR，但是 SDR 现在的规模如此之小。大部分的 IMF 成员国对于 SDR 方面都有自己不同的建议。包括中国在内的国家都希望是 IMF 在 SDR 这方面有更多的举措。IMF 实际上已经受到了很多不同的建议，来改革 IMF 和 IMS，但没有取得很好的进展，造成了我们现在的计划只是我们的一个幻想。我们可能想要回到布雷顿森林体系时代，从布雷顿森林体系中学到了一些经验教训。但布雷顿森林体系实际上只成功了十年，从 1959 年到 1969 年。它在当时是促进了经济的稳定。在 19 世纪 70 年代，世界经济有了很大的改变，也造成了布雷顿森林体系的崩溃。现在我们又想回到那个年代是不可能的。现在，需要一些最主要国家有一些政治和经济上的动力来改革 IMS。现在回到布雷顿森林体系的年代，没有政治和经济的动力。为什么？在当前 IMF 的系统之下，金融集团的领导层是起决定作用的，是在受益的。因此，回到布雷顿森林系统是不现实的。

这几个话题都是特别复杂的，要用几个要点来讲讲这几个话题——实际上就是刚才说的三个要点。在过去几十年里，虚拟经济与真实经济不断背离。这不但体现在发达国家，也体现在新兴经济体，包括中国。虚拟经济与真实经济之间的背离这种现象，是来自于国际货币体系主导的中央银行业务模式。国际货币体系实际上它是主导了国际货币的市场。因此，需要从国际货币角度来理解全球失衡和金融危机。第三个要点也就是我们要做什么，怎么改变？我会给大家几个很简练的提议。

第一点，在过去几十年里，世界经济最重要的现象是

虚拟经济与真实经济不断的背离。虽然有越来越多的货币，但经济增长很低。货币和金融指标的增长率远快于主要真实的经济指标的增长率。在世界主要的经济体，包括中国，到处都是金融系统，到处都是银行，但是真正的增长率在哪里呢？更糟糕的是在金融部门快速增长的同时，真实经济持续恶化。我想用十个指标来描述一下扩张的货币和金融部门。

全球外汇储备。这是全球基础货币的主要部分，但它不是全部。胡晓炼行长今天也给我们讲了现在全球外汇储备包括中国已经达到了 13 万亿。为什么我们要打造如此多的货币呢？我们用得到吗？这么多的货币，会对我们的实体经济造成很负面的影响。其他的指标：主要中央银行的资产负债表，全球金融衍生品市场规模，全球对冲基金的规模和数量，主要国家基金债务占全球 GDP 的比重等等。还有全球债市汇率波动、股票价格、商品期货价格和数量等等。所有的这些市场，从最根本面来看，其实并不需要这么多，这么巨大的货币的量，以及外汇储备的量。实际的贸易量是低于这样的一个量和水平的。为什么会有这样的一些情况？从这些巨大的数据我们其实应该要思考，这样其实是对我们不利的。在危机之后，很多国家，很多人在谈如何减少公共债务。即便是在危机之后，应该说很多国家，他们公共债务在 GDP 中所占比例在不断地增加。

可以用五个指标来描述显著放缓的实体经济，实际 GDP 增长率、失业率、财政收入增长、企业的利润增长和实际的个人可支配收入。今天早上提到了世界经济在放缓。五个指标中，最重要是实际的个人可支配收入。最重要和最有趣的现象是在布雷顿森林体系崩溃后所有的发达国家实际 GDP 增长明显减速。所有发达国家没有例外。如何来解

释这样一种根本性的现象呢？

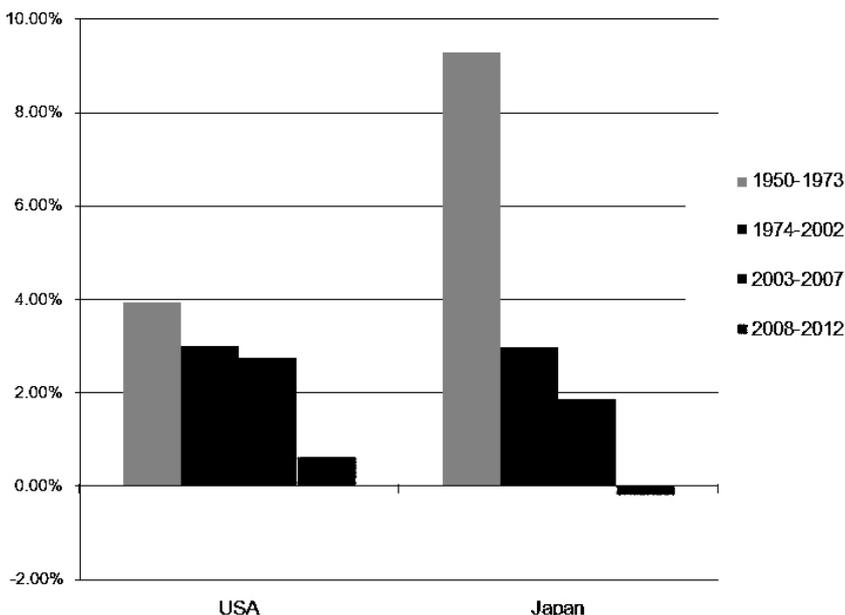


图 6：美国与日本的比较

上图（图 6）是美国的、日本的情况。可以看到，最高的一个增长是日本是在 1950 年到 1973 年实现的。在 1973 年或者是到 1970 年之后，实际的增长大幅放缓。其实没有人会预测到，包括很多的经济学家，像伯南克等等经济学家他们都没有预测到快速的下滑，也并不知道原因是什么。总的来说，实体经济是出现了这样一种现象。还有最重要的就是实际个人可支配收入的情况。从美国的一些数据和信息来看，量化宽松并没有提高实际收入的增长，也没有能够有效的来刺激消费的增长。

当然，失业率等等很多其他的因素都应该要做一些分

析，但这些分析应该得出的就是类似的结论——就是欧洲陷入二次衰落，美国和德国等的复苏也非常缓慢。

如何来解释这样一些现象？可以看看中央银行业务模式。

央行的业务模式是什么？我们可以从理论角度来看看这些现象。一个是伯南克的“全球储蓄过剩假说”，一个是理查德邓肯的“全球资金过剩假说”，还有一个是罗纳德麦金农和大野健一的“广义的汇率浮动会导致全球经济增长放缓假说”。这是比较有意思的一个假说。回顾历史，可以看到不同时期的趋势。据此可以分析汇率，全球金融市场，以及利率的变化。从而得出到底是什么因素影响到实体经济的发展。在布雷顿森林体系崩溃后，也可以回顾当时的一些变化，了解一下实际的利率、实际的汇率对实体经济有什么影响。

从国际货币来理解和了解全球失衡和金融危机，有两个方面。

第一，国际货币历史的关键问题。布雷顿森林体系崩溃后，国际货币体系开始缺失锚货币。无锚货币的国际体系从根本上改变了各国中央银行的业务模式。中央银行的基本业务模式是什么？它有五个基本模式，通胀目标、汇率目标、利率目标、货币供应量目标和多个目标模式。所有的模式都在不断的变化，而且都会受到无锚货币的影响。

至少有七种方式让无锚货币的国际货币体系改变改变货币政策的基本机制。

第一个是扩大国际基础货币。

第二个是浮动汇率。

第三个是过度的风险和追求收益。央行在所有国家都没

有办法影响根本的危机或者是经济根本面。没有哪个国家可以控制危机，直到危机涉及到利率和汇率。但谁可以主导这样的利率和汇率？我觉得没有哪个央行可以支配或者是控制或者是主导。央行扮演的作用就是参与到所有的市场中，来进行市场的一些调整，包括利率和汇率调整，而不是说影响和决定汇率和利率。

第四个是超低的利率。无锚货币的国际货币体系产生了全球范围内极低的利率水平。欧盟国家包括德国和其他国家都出现了负的利率难题或者是困境。当然也有一些发展中国家也出现这样超低利率以及通胀这样的一些问题。

第五个是公共债务的膨胀。

第六个是破坏信贷分配。超低的利率破坏基本的资源和信贷的市场资源配置机制，从而损害了真实经济中的资本投入。我刚刚提到的很多数据，包括我在过去三十年中有很多的数据。整个的经济以及金融资产的增长率是 5.5%。但实际经济的增长率是平均 2.5%。如何来解释这种现象？

第七个容忍有毒资产和坏的公司。过剩的流动性和超低利率阻止了对有毒资产和坏的公司淘汰。过去是说大而不倒，现在是说小而不倒的概念。我们能够做什么来推动一些相应的变化呢？虽然有很多的提议和建议，但我不赞同的。

第一个出路，创建多体系的国际储备货币，减少对美元的依赖以及各国中央银行被动累积的外汇储备。这个可能在今后十年间都没有办法达成共识。我们现在生活在多元的、竞争的时代。美元、欧元，还有其他的像日元、人民币等等，这是多元货币的时代。我们需要一个稳定的和强劲的欧元，来促进区域货币和金融合作，这些是我们需要做的，

或者是一个出路。刚刚谈到稳定强劲的欧元，当然还有区域层面的货币和金融方面的合作，推进人民币的国际化。

第二个出路，也不太充分而且实现的可能性比较小的出路，就是创建多边协议来稳定主要国家之间的汇率。因为汇率非常重要，它是金融危机主要原因之一。欧元区、美国、日本、英国、中国会有新的汇率的版本。当然，我们会有一种新的布雷顿森林固定汇率版本，关键是美元兑欧元的汇率稳定。今天，我们在这里纪念布雷顿森林体系七十周年，这将是一个合适的时间让大家发起一个倡议，并且开始谈判。在座的大家都可以做出贡献。谢谢。

Perry Mehrling: 非常感谢。下面请 Thomas Ferguson 做评论。

Thomas Ferguson 的评论

Thomas Ferguson: 站在大家的面前来做这个评论，我很高兴。我想我可能会用七、八分钟的时间来做这样一个评论，讲讲布雷顿森林会议 70 周年后的情况。

要在很短的时间内做这样的评论很难。尤其是今天的发言中有非常有意义的一些发言或者是文章。我只能比较概括地着重提几点。

要了解或者是完全的理解布雷顿森林体系是非常困难的，有几个原因。

第一个，实际上在经济发展中，我们会看到有地缘政治以及很多其他的一些因素在共同作用。所以很难完全的理解这样的一个体系。但我们可以查阅很多相关文献和记录，来了解这样一个体系。从这些文献中我们可以通过相关的

生动的例子，也可以通过一些数据来了解当时体系的情况。这个体系，也给这个世界带来了很大变化。像美国在这个体系中的作用等等，这些其实我们都可以从文献中了解到。当然之前也提到了还有英国，还有地缘政治的因素。所有的这些都是对布雷顿森林体系的一些关键的因素。还有一些非常好的书，比如一些自传，也对当时的布雷顿森林体系做非常详细的描述。从这些书或者是自传，以及其他的文献中也可以了解到，当时我们的体系下，包括凯恩斯主义，还包括当时英国和美国社会的情况，以及当时的一些行为。从这些文献中以及自传中可以对布雷顿森林体系有进一步的了解。

现在我们生活在由金融占据了的世界。但在当时，在布雷顿森林体系时代不是这样的。在 2007 年的一些数据中，我们可以看到金融占据我们生活的一些数据。2007 年和 1943 年的时代肯定是不同的。凯恩斯当时想到的就是可以使用一些简略的调整方法，来推动经济的发展。但是现在，一定不是这样的，因为现在的世界更加复杂。我们必须要考虑我们生活的环境，否则就会像鱼忘记了生活的水的环境一样。在这方面我们看到了很多例子，在英国也有很多类似的书籍，去年也有这方面的书籍出版。我本身也对各国不同的白皮书很感兴趣。在这方面，世界各国都有他们的见解。最大的问题，是鱼和水，鱼离不开水。凯恩斯当时想要讲的主要着重于就业率，怎么将那些出超国家的负担去掉等等。今天我们的这些会议还有财政系统，却常常忽略了一些最重要的问题，也就是我们现实环境中的一些问题。不能一味地以当前的眼界来回顾以前的东西，比如说 19 世纪 50 年代的资产负债表肯定跟今天是不一样的。在当时，考虑的是就业率，如何来增进就业率。在当时不考虑资本流动。

因此考虑国际货币体系的话，在当时是考虑到各国不同的就业率。但现在我们还要考虑到现存的金融中心，还有现存的金融体系等等。比如在纽约我参加了一个会议，就听到了纽约市长还有其他的相关人士谈到纽约的金融问题，以及金融系统既存的问题。在纽约存在的金融问题，在伦敦也存在，我相信在上海肯定也存在。因此我们在紧密关联的世界，牵一发而动全身。我们可以有一些假设，但我们也要有实际的研究。我想我们所考虑的问题之间都有紧密联系的。考虑一个问题要全面，要吸取来自于世界银行、IMF 以及其他的相关机构等各方面的一些建议。我们知道，金融系统，它做出的每个举措也要考虑到世界上其他机构所做出的举措。我想 Charles Wyplosz 的论文很有意思，他在这方面也讲了很多有意思的话题。他谈到了布雷顿森林系统的时代，提到了当时的金融管制，现在我们也有，也就是世界银行的规则。市场是没有对错的，最主要的是在市场当中运作的人，怎么来管理市场。在金融系统，在银行系统也是相同的原理。对国际政治、还有经济都是这样的。

我想再讲一点，这些对布雷顿森林系统来说是什么呢？如果我们回顾历史的话，可以看到布雷顿森林协议实际上为大多数的美国银行家所反对。为什么呢？实际上，如果美国大部分的银行家都反对的话，那意味着什么呢？他们反对的是布雷顿森林体系委员会。当然这点也十分复杂，我们没有时间详细的来讲。

在当时主要考虑的是工业，而不是银行业。因此，他们最后确定了布雷顿森林协议，大家都同意要控制汇率。如果我们要谈现在的国际货币体系，我们要意识到，我们现在这个世界是由金融来占主导地位的世界，这是和当时布雷顿森

林体系确定的时代不一样的。因此，我们要越来越多地考虑到银行业、金融业。根据一些调查研究，还有一些赞助者，我们知道，实际上金融发展是一个信用拓展的过程。这是基于在过去 140 年间对世界主要经济体的研究。我们知道，各国国内的金融市场的规则和改革还有确定是最困难的部分。

Perry Mehrling: 最后有请张明做一个评论。

张明的评论

张明（中国社科院世经所国际投资室主任）：非常高兴成为最后一个发言者。我想在五分钟内简短地谈三个问题。

第一个问题是国际货币体系改革，我觉得归根到底就是单极化货币还是多元化币别的选择。单极化货币，只要是国别货币都很难克服特里芬难题。但要创建超主权货币，短期内很难实施。所以只能在原本美元本位上进行改良。有两个层面，第一个层面就是构建更好的危机管理机制，目前的全球安全网是一个选择。最近美国和几个央行的货币互换的永久化似乎是这样的方向。另外美国作为主权货币发行国，能不能实施最负责任的货币政策，在进行主权货币发行、制定的时候考虑到外溢效应。但这从美国政策来讲是不是非常困难。因此这条路不会太平坦。

第二条路是多元化的储备货币，它的好处在于引入竞争的机制，可以限制单个国家央行储备货币发的太多，但问题在于引入了新的不确定性。就像 Charles Wyplosz 所讲，如果没有货币霸权的话，多个储备货币带来多个货币储备市场的动荡。因此这条路充满了不确定性。

第一点是汇率制度的选择。我个人觉得重回类似于布雷

顿森林体系固定汇率制度非常困难。这次欧债问题爆发深刻体现了以下问题，一是靠要素流动进行调整非常困难，二是进行国内调整也非常困难。我们离不开汇率作为一个调节机制存在。

第二点汇率浮动很重要，但我们要避免汇率过大波动，因此我们应该通过机制的设置让汇率波动由经常项目和中长期资本流动来决定。

第三点我想谈谈对于资本流动管理的认识。当前的资本流动管理，有三个有趣事件，第一，IMF过去一直是资本账户自由化支持者，最近他谈到资本管理的重要性；第二，像巴西、韩国过去已经完成开放资本账户的国家，在这次危机后开始重新引入资本管制政策。第三，中国当前有一个争论——是否应该加快开放资本账户。过去这几年我参加了波士顿关于资金流动讨论的小组。这个小组讨论有以下的几点结论，这里想跟大家介绍一下。

第一，资本管制措施可能不止是一种临时性的政策选择，可能会成为长期的稳定工具。

第二，尽管数量级的资本管制政策可能更有效，带来更少的扭曲，但是在特定情景下数量型的资本管制更有效。

第三点，衡量资本管理的有效性并不一定非要完全遏制资本流动，只要能够增加资本流动操作者的操作成本就可以。

第四点，对于那种以前全面放开了资本账户管制，后来又开始在动荡时期下引入资本账户管制的国家来讲，短期内的调整成本非常高。

在中国是不是应该加快资本账户开放的争论中，我个人站在反方。我主要有四个理由。

第一点，资本账户开放必须经过适当的顺序。正方说我们也可以同时推进资本账户开放、人民币汇率市场化、人民币利率市场化。但结果是什么？就是看似蓬勃发展的人民币国际化背后，有很多是跨境套利带来的虚假的繁荣。

第二点，倒逼的问题。正方说通过资本账户开放，可以倒逼国内金融体系改革。我害怕的是出现香港的情形，资本账户开放导致危机爆发，危机爆发之后结构性改革会被拖延、推迟、甚至逆转。

第三点，资本账户完全开放与一国的金融资本发展程度有关系。国外有很多的文献证明，一国资本金融发展必须要有一定的门槛，超过了这个门槛，金融才能带来经济的增长，否则是经济波动甚至是金融危机。

第四点，中国金融资本账户开放必须要有一个条件，就是彻底开放前，金融体系的脆弱性应该消除，否则非常危险。

最后我一直在思考中国的系统性的危机问题。一旦中国爆发了危机，危机会循什么样的路径？我觉得以下的路径值得我们思考。一旦资本账户放开，在特定的内外部的冲击下，中国资本开始外流，资金外流导致国内流动性成本上升，导致利率上升。这会导致两个后果，第一个是企业部门加速的去杠杆化，第二个是国内房价加速的下跌。这两个结果都会导致商业银行的坏账率大量上升。私人部门爆发危机，政府一定会救市，政府的救助会导致私人部门的债务转移到政府头上。现在政府债务占 GDP 的比率为 57%，经过这次救助哪怕是官方的数据，政府占到 GDP 比率可能上升到 80% 到 90%。那个时候比较危险，在内外危机爆发的时候，人民币汇率加速贬值。人民币汇率加速贬值会导致企

业加速去杠杆，进而导致银行坏账加速的上升。这就是恶性循环。我希望我是在杞人忧天。谢谢大家。

Perry Mehrling: 感谢你。很不好意思。我时间掌握的不太好。谢谢大家。

午餐演讲

Adair Lord Turne: 全球危机：危险在哪里？

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任）：大家好！我的工作很简单，就是来介绍一下我们的 Adair Lord Turner 先生。Adair Lord Turner，出生于 1955 年，是英国金融服务管理局的前主席，曾经在英国养老金理事会也担任过相应的职务。他在金融以及货币行业有着非常丰富经验。自 2005 年开始，他就开始在英国做金融服务方面的工作和研究。鉴于他对于国家所做的公共服务方面的贡献，已经得到了很多的奖励。在英国，还有在国际上他都做出很多贡献，他也积极主动地参与以及推动或者提出一些很好的观点。这都是基于他的观点提出的新的看法和想法。最近他出版了两本书，一本是《公众资本》，还有一本是关于经济学家危机管理的目标。我们会给大家提供相关的资料，相信从他的书中大家会学到很多东西。下面有请 Adair Lord Turner 做午餐演讲。

Adair Lord Turner（英国金融服务管理局前主席）：谢谢余永定先生对我的介绍。我今天非常高兴来到这里。来参

加这样一个会议。在这样一个会议上，也很高兴看到，我们的新经济思维，以及上海发展研究基金会，以及清华大学有这样非常好的平台。我们在今天以及明天两天时间会讨论非常重要的话题，同时这些话题也是非常难以解决的一些话题。我越来越看到也相信，我们面对的这些问题，无论从宏观经济的角度，还是微观的角度，都是非常困难的，非常难以解决的。

上周末，国际经济协会在约旦一个会议上，讨论了很多当前经济面对的一些问题。我们的经济学家也很难解释 08 年危机的根源。当然在全球有很多的不满意的地方。还有学习经济学的学生，他们也对此有很多不满。我想大部分这些问题，其实还需要从微观角度来探讨。在过去几十年中，我们也看到，有一个非常有效的方式来理解宏观经济如何发挥作用。但是微观经济这块，我们知道越来越难以理解，最大的一个难点就是我们要正确的思维角度，必须要详细的更深入的来了解微观，比如债务、货币这些对经济造成影响的一些因素的情况。我们知道实体经济的发展是需要货币支撑的，但让不稳定的经济稳定下来是比较难的。我们需要从经济根本面来看看。

为了要了解国际货币体系，首先要确切的知道，这些潜在的或者是固有的问题是什么？这是很重要的一点。也就是说一个经济体，固有的缺陷是什么？不管是一个国家经济还是世界经济，它潜在的或者是说固有的问题是什么？

在货币经济上，最根本的问题是如何来使经济稳定下来。其实有很多的方面，或者是说有很多的环节可以做一些改进。我也在新出版的书中提到了我们需要在不同的替代方案中达成一个平衡点。

过去的货币体系，它是基于一个像商品，比如黄金或者中国的白银等这样的一些商品。但问题是这些体系在经济中，是取决于黄金的量或者是白银的量，如果经济能够以正确的方式来运营，当然是可以的，但要做到这点是很难的，如果运营出现一些问题，就会导致很大的问题。我们看到，我们也要调整改进大宗商品的体系，包括黄金和白银。我们可以回顾一下历史，在历史上我们讨论了很多，黄金带来的问题，像 1870 年，以及 1890 年在欧洲以及英国，黄金带来了巨大的压力。我们其实有这样的一些危险存在，有很多不确定性。尤其是现代的体系中，存在着很多的问题。当然，我们也要有一些替代的方案，比如说锚货币、比如说首先在中国出现的纸币，所有的这些都是我们可以考虑的替代。在中国古代就有了纸币的出现。我们也要考虑到，比如通货膨胀等等相关的因素，还有它对经济的增长的一些情况。当马可波罗到中国的时候，他看到了中国当时其实是在印刷货币，而且是在大量印刷这样的纸币。我们所担忧的是，我们只依赖于纸币或者是现代来说是依赖于电子货币，完全依赖电子货币或者主权货币，我们会有过量和过剩的情况，像德国 19 世纪 20 年代的时候，像津巴布韦都这样的体系，他们的货币导致了体系的过剩，这是我们的货币体系现在存在的问题。

第三个替代是我们依赖于私人的银行或者系统来创造或者提供这个货币。非常重要的一点就是货币的一些理论，我们要做详细的描述，而在现在经济学的课本里面没有详细的描述。银行不止是从储蓄获取钱借贷出去，银行也会创造货币，创造一种商品的购买力，所以说你没办法完全依赖私人的银行业。我觉得很难的一点是，在过去几年，我们看到

这会带来不稳定性，银行体系本身尤其是借贷，比如说在房地产方面的房贷，其实它也会带来一些恶性的循环。银行过度、过热投资到房地产，就会导致很多问题，像之前就提到了这点，会导致不稳定的以及过度的借贷。

第四种可能性，我们会想可以有有一个央行来预防或者防止崩溃。对于这样一个可能性，我们会把央行作为最终的借贷者。也就是说由央行来干预，提供这样一个流动性。2011年，英格兰银行的行长向英国民众提出来，我们如何创造对银行有利的体系？我们要使我们的信贷以及货币处于合理的水平，英格兰银行是最终的借款者，在银行系统出现问题的时候，央行就会介入提供帮助和援助。我们看到美联储也是这样的作用，在最终的时候作为最终借贷者的角色出现。

但这样的做法也是有问题的。这种情况下，我们的私人借贷，以及银行系统会带来过剩等问题。如果私人银行体系没有很好的控制私营信贷，那么就可能会出现一个银行的破产，然后对经济造成不利影响。我们希望知道，要真正的来应对这个危机或者是预防危机，我们能做什么？对于这个经济来说，即便是在独立的或者是单一的经济体，我们也不能完全依赖于信贷。单一治理体系下，我们还是面对着很多问题，很难得到一个容易解决的办法。像黄金本位制还有其他的做法，单靠这些做法是没有办法解决我们面对的问题的。如果只依赖于私人的信贷会导致非常不稳定的情况。只靠央行来解决这个问题也是不可能的。

我想我们必须要了解这些问题，这些都是我们面对的需要解决的问题，这些问题即便是在单一的世界经济下也很难解决。关于国际货币体系，这个体系更加复杂，更加难以解决。现在我们也看到了很多人提到了多货币的一些做法。

如果我们只依赖于私人资金，我们会陷入不稳定的境况，在国际上会更加不稳定。因为在国际上各国彼此不熟悉，它们都会基于一些模糊的概念，比如说新兴国家作为一个大的整体来考虑问题。那些大的私人银行，他们就会向一些本来就已经金钱过剩的国家注入大量的资金。这样的话，造成一些资产过剩，资本流动、汇率看起来就会更加不平衡，会造成更多的资本过剩，造成危机以及崩溃。在 1997 年亚洲金融危机中，也就是由于私人资本造成的这个问题。因此在国际上，私人资本是更危险的。私人资本可以说放在国际层面上是更严重的问题。

还有政府的干预。政府的干预实际上有几种，这几种都不是很完美。

第一种，国家来控制资本流动。资金的进入和输出都要受到政府的严格管理。对流动性上做很好的控制。资本的流入和流出都是外资，那政府会有一种动力，要储蓄更多的外资。

我想基于同样的道理，我们有 IMF，来控制国际收支平衡也不完美，要有一个很好央行式的机构，计划和运营是很困难的。我们可能要问，为什么我们不能有一种世界性的货币呢？为什么我们不打造一种纯世界性的货币呢？

但是问题又来了，谁来做决策？怎么来分配这些世界性的货币？最近我们也越来越关注 SDR。但 SDR 从来不是一种真实的货币。大家会问 SDR 是什么？很多人他们想让 SDR 成为一种世界性的货币。但 SDR 从来没有成为世界性的货币，SDR 只是一种提款权。在 19 世纪 60 年代就开始争论 SDR 到底是什么？所有这些争论告诉我们实际上有一种纯正的完全性的世界性的货币几乎是不可能的，至少在现

在的环境之下是这样。现在要问的是，我们要怎么来控制这些信贷还有资本的数量。

在过去几年，我们也有了很很多解决方案，我们想要找出解决方案，来解决一些长期性的问题，来解决私人资本的创造能力和央行的干预能力之间的平衡。19 世纪和 20 世纪的晚期，我们可以看到是由银行创造了国家的货币，但这些货币都是基于金本位，都和黄金挂钩。

但随着世界的发展，我们现在已经进入了一种世界性的信贷系统，世界性的货币系统，货币不需要和黄金挂钩。但是这种情况下又产生了新的问题。也就是说货币的发行量是多少，发行多少才是合理的，才不会造成一些危机。自从布雷顿森林体系崩溃之后，我们曾经想依赖于私人资本来推动国际上的资金流动性，但是结果显示这个系统是很不稳定的。体现在以下几点，首先是资本的大量发行。如没有锚固定的汇率，也使得国际货币的流动性有很大的波动，现在还没有找到很好的解决方案。讲到解决方案，我们应当回到问题的根本，我们现在要解决的是什么样的问题？也就是说我们名义货币它的需求从哪里来？是哪一方面创造出来的？要解决这个问题，我们必须明白，没有任何一个系统，是完美无缺的。我们只能尽力达到平衡。

我们要了解在国家层面上的问题的根本在哪里。那么我也要基于此，跟大家讲讲这方面的几个问题。今天早晨我也听了大家的演讲，我想要讲以下几点。我们的组织是怎么样的？我们是在过去三十年间打造了国家层面和国际层面的一些组织，我们相信这种自由的金融体制会解决私人资本的问题。我想，这也是我们今天挣扎的最根本原因。

我们要了解现在发生的问题。在过去 60 年来，世界经

济的问题就是国内私人信贷占 GDP 的比率的关系。国内私人信贷占 GDP 的比率在过去 60 年内，从 50% 多上升到 130% 多，这是关于发达经济体的一些情况。这是一个难题，大家还找不出解决方案。我们似乎需要比 GDP 的增长更快的信贷增长，以获得最佳的经济增长，但这不可避免的导致危机和危机后的衰退。它的根源就是杠杆要上升。这是一个货币经济的大难题。我们要了解国内和全球层面上的这个问题，就必须要了解我们现在所谈的国际货币体系。在大萧条之前，大部分经济体的正统的意见都拒绝承认这是一个难题。他们忽视债务紧缩、信贷紧锁的问题，认为市场可以自己调节。最终，我们要意识到我们必须要保持一个稳定的低通胀，这样的话，我们就得到一个良好的经济发展。在世界各地，我们都承认由政府创造的资金实际上是非常危险的。我们需要一个独立的央行，它最主要的任务就是告诉政府，他们从来不会为政府的赤字买单。在这种情况下，政府不应当干涉银行系统，央行可以在适当的时候调节。否则的话，就会制造危机。

在经济当中会产生大量的债务。如果有债务的话，就会产生危机，也会带来危机后的衰退。债务的积累、积压，就会带来更多的不利影响，包括我们的家庭收入会出现去杠杆化。

这些都会对我们的经济带来很大的冲击。包括家庭的消费以及投资都会受到很大的冲击。所以非常复杂。另外银行系统体系如果出现了债务的积压，没办法提供新的信贷给经济，来实现经济持续发展，就会使情况更加恶化，就会导致这些银行的破产以及其他更糟糕的情况。这些都是我们的体系会出现的问题。如果经济中有太多债务，人们就会觉得资

产的价格在下降而不是上涨，私人部门就会开始去杠杆化，这样就会大大压抑或者是抑制经济的增长。在这样一个压力下，我们没法通过一个方法就可以解决这种公共赤字或者公共债务。我们会看到这种债务从私人部门转移到公共部门。

这是过去二十年日本政府以及企业的贷款率（图7）。1980年的时候，日本是非常典型的例子。它的银行贷款跟它的实体经济相比是过多的信贷。在1990年的危机中我们看到企业过度的杠杆化。其实从图3中可以看到相关的迹象。红色线是银行贷款给非金融机构，蓝色线是一般政府债务。银行贷款给非金融机构的红色这条线是下降的，一般政府的债务也就是赤字，可以看到，在不断的增加，而且是很大的增加。这就私营部门的去杠杆化，可以看到，债务会从私营部门转移到公共部门。我们在日本的危机中可以看到这样的过程，杠杆并没有消失，而只是转移了。比如说在过去五年中从发达的经济体转移到其他的国家。

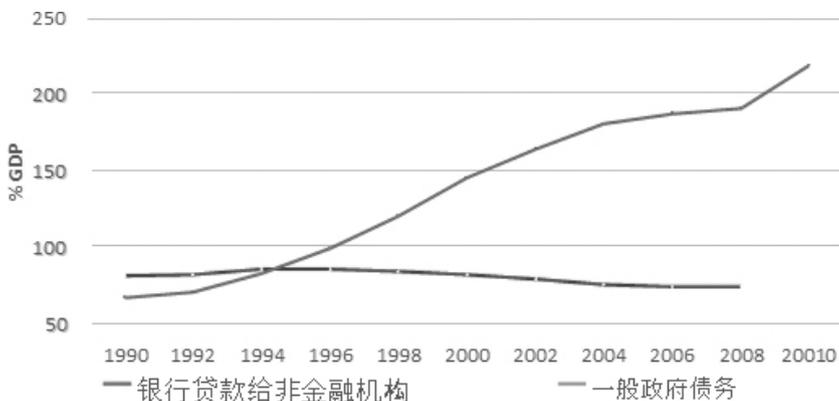


图7：日本政府的贷款率 and 企业的贷款率：1990—2010年

下一页可以看到杠杆移动（图8）。像英国、美国、西班牙的私人 and 公共债务占 GDP 比值。红色线是指家庭债务，绿色线是是非金融机构债务，蓝色线是公共债务。

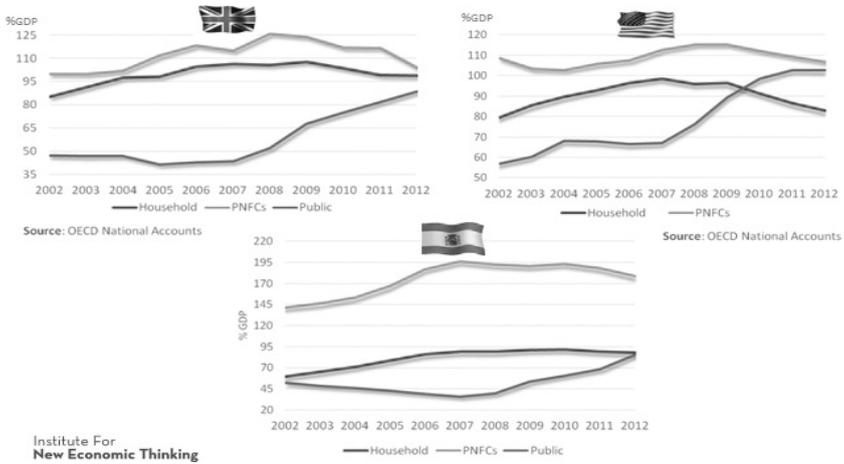


图 8：杠杆的移动：私人 and 公共债务占 GDP 的比值

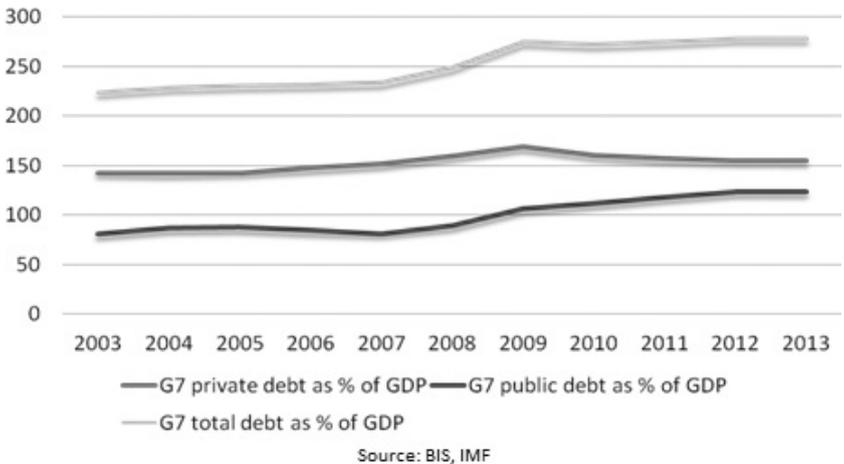
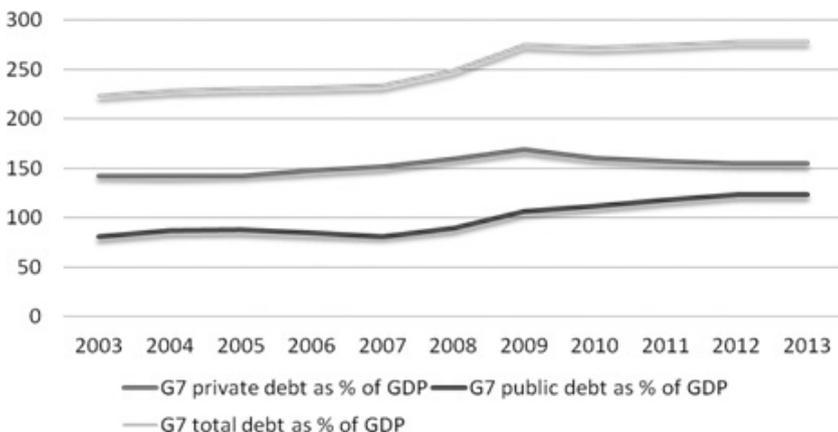


图 9：公共和私人杠杆：G7 国家 2003 – 2013 年

这张图是 G7 国家集团总额（图 9），是 2003 到 2013 年的公共和私人杠杆的情况。在全球的经济上面可以看到总的杠杆，包括公共和私人都是在不断的增加。尤其是我们在私人的杠杆，它是从私人领域转移到了公共的领域。我们的战略一部分就是通过这样一个货币的政策把杠杆从私人领域转移到公共领域，但是我们没有办法只通过货币政策把它从公共部门转移到私人部门。



Source: BIS, IMF

图 10: 杠杆专业：私人到公共
——英国债务与 GDP 之比 2002 -2012 年

过去五年中，从英国债务与 GDP 的比例，可以看到私营部门去杠杆化，以及公共债务的变化（图 10）。在英国接下来五年会有这样的预测。因为财政的整合，我们又会看到杠杆又转移回私人部门。左侧就公共债务占 GDP 的百分比。右侧家庭债务占收入的百分比接下来几年会有增加的趋势。我们刚刚谈到了财政的整合，就有这样的使杠杆转移回

私人部门的作用。所以我的建议是根本的问题。目前发达经济体面对的根本问题就是私人信贷导致的，比如说在中国，国有企业也是一个重要因素。

有人认为私人信贷自己会发挥作用，可以达到一个最佳的水平。但其实不是这样的，它只会导致更多的债务，更多的杠杆，这样就会带来危机，并且危机后又会有大量的问题出现，我们并不知道如何处理或者是转移、避免这样事情的出现。我们可以在全球范围内看一下四个发达经济体的情况。

日本没有办法以正常的手段来偿还它的一些债务。IMF对于日本的预测是如果日本没有办法在短期内来偿还它的贷款，可能就需要进行债务的货币化，然后会永久的出现这样的或者是保持这样的债务的状态。

欧元区会是怎样的情况？欧元区还需要进一步的重组，尤其是政府的债务。像西班牙会在国家债务方面违约，意大利有能力偿还它的债务，其他国家需要重组才能够最终偿还他们的债务。欧洲央行也在使欧洲债务货币化，但我觉得这点很难做到。或者欧元区在接下来十到十五年的时间，可能会很像日本在过去的二十年中所发生的情况一样，较低的增长和通货紧缩。

我们也看到，还有其他的一些国家现在也出现了债务的积压以及非常严重的一些情况。私人借贷在过去是大幅增加。在美国，最可能的是要找到一种管理的方式，然后管理违约的一些情况。这是他们需要做的或者说是美国经济需要做的。

我想要传达的重点就是，为了要理解国际货币体系讨论的这些背景，我们就必须要来了解货币以及经济的根本面，

必须要很好的思考一下根本面和基本面。我们的名义需求量来自于哪里？正统的对于危机的看法又是怎样的？另外还要考虑到，只靠货币创造会带来问题，像 1970 年出现的一些问题一样。比如巴西还有其它的国家，就因此出现了很高的通货膨胀。我们要解决这些问题必须要考虑很多方面的因素。需要央行、需要政府、还有私营部门的共同努力。我们也需要一种开放的心态，来解决这样一些问题。私人信贷这方面也是我们需要考虑的。私人的信贷体系不能够任由它自己发展。任由它发展，最终可能会使私人信贷过剩、过多。如果这样，在国内就会出现很大的一些严重的情况。这种严重情况就会蔓延到国际层面。我觉得这是根本的问题。我们必须要面对的或者是希望接下来两天内共同讨论如何解决这些问题。谢谢。

余永定: Adair Lord Turner 给了我们非常精彩的演讲。听了他的发言之后，我有点担忧我们的中国。他谈到了很多的方面，货币的供应等等各方面都谈到了。我们中国应该怎么做呢？我觉得目前中国是非常重要的经济体，我们的做法非常重要。谢谢。

提问 1: 你如何看待私人部门的货币创造功能？

Adair Lord Turner: 我的看法是在货币的创造方面，有时候会过多依赖于私人的货币创造。有些经济学家，尤其是中世纪的一些经济学家，有不同的看法。有些经济学家认为安全的创造的名义 GDP 就是将小的预算赤字融资给央行。最明确的是有人在文章中提到我们怎么做，就是政府假装借钱，央行介入到这个市场。如果需要名义 GDP 年增长超过 5%，每年的赤字应该是 GDP 的 2.5%，并需要通过货币的创造来提供。HireSam 也非常支持自由市场。芝加哥学

派的创始人 FishSam 提出一个看法，他认为 19 世纪 20、30 年代的金融危机向我们证明，只依赖于私人信贷和货币是非常危险的。不能够完全依靠私营部门创造货币，因为它只会导致货币的过剩。我们也要看到不同的看法，看到津巴布韦、拉丁美洲的经验和情况，它们由国家来创造货币。我们也可以理解不同的国家会有不同的做法，但是大部分情况下对货币创造方面应该持谨慎的态度。但我们还是需要私人部门参与，就像日本的做法一样。但如果做不好就会导致债务的积压，就会导致严重的问题。日本的公共债务积压的问题是很难解决的，必须要有永久的货币化才能解决这样问题。这些都是根本面的问题。国际货币体系方面，我们做了很多讨论。很困惑的一点就是随着债务的增加而产生的额外的资金。

提问 2: 在一个国家，私人资本的拓展，如果超量是很糟糕的，那么在国际层面上是怎样的？比如美国现在给其他国家提供私人信贷。我们现在还没有一个超国家主权货币，如果由多元货币主权货币国家提供私人信贷会不会更好？

Adair Lord Turner: 谨慎的控制才会达到效果，不单单只是控制利息。我们不能一味依赖于危机前正统的货币政策观点。

不能依赖于单一国家的货币。在全球的层面之上，也会产生这种不稳定的短期的信贷危机或者信贷过剩。资本流动，在外国资本进入某一国的时候，会有不同的形式，中期、长期、短期，短期的资本流入会产生一些问题。CGFS 在 2009 年讲到有层次的资本流动的蓝图。短期的资本流动不管从哪里来的——可以来自不同的货币，来自于不同的银行系统，包括美国的银行系统——都可以以美元的形式或者

是其他的当地货币，比如泰国、印度尼西亚当地货币的形式向外提供资本。19世纪90年代，印尼和泰国发生了什么？实际上牵扯到跨境借贷情况下，短期的贷款有的时候会造成更严重的后果。从 Hélène Rey 的论文中可以看出，我们现在几乎有了国际性的信贷循环。因此，首先必须要谨慎对待资本账户完全开放，因为这会造成短期资本流动的过剩。同时，也要在宏观经济层面谨慎地控制。最有效的控制就是宏观紧缩方式。国内的信贷循环和国际上的短期信贷资本流动之间的平衡是我们需要考虑的问题。

提问 3: 你讲到了创造了名义需求。在欧洲，还有美国的通货膨胀的情况下，央行他们不能创造名义上的需求。我们怎么在欧元区创造好的名义需求？

Adair Lord Turner: 如果想达到真正的负利息率，比如说 100% 负增长率，大家肯定不会借钱的。现在我们看到是 0%，或者是 0.5%，因此大家还是想借钱的。但如果真正的是负利息，大家可能就不会这么做。

我对欧元区的担忧是，现在它的政策实际上是基于一种幻觉之上的。在过去三年中，我们对自己说我们的问题是信贷供应的短缺。也就是欧洲的银行没有对中小型企业提供足够的借贷，因此造成了供应链的短缺。但现在实际上没有达到在欧元区此前所做出的承诺。现在我们也会对资产进行一些回顾，然后来看一下银行系统。欧洲欧元区银行系统可以为实体经济提供一些贷款。我想困难难点是它的过程。我们可以看到，在过程当中，会造成一些下降，比如说房贷的下降，还有其他相关的一些指数的下降。这样的话会造成信贷方面的负增长。但是我们发现实际上我们是错误的估计了它的信贷供应方面的很多问题。像意大利、西班牙、爱尔兰

兰这些国家，它们在危机前没有很好的杠杆化，现在它们在杠杆化方面有了进一步的加强。实际上他们发现，提高名义增长率是来自于方方面面的，不仅仅来自财政方面的刺激，在日本也发生过。财政刺激方面并不是最主要的，欧洲现在面对过度依赖财政刺激的问题。我们需要找出方法来解决欧洲现在的通货紧缩的问题。

余永定：我们还有很多问题，但由于时间有限，我们就在这里结束。请大家挪到旁边的会议室继续开会。

专题二：国际货币体系改革：目标和路径

向松祚（主题二主持人，中国农业银行首席经济学家）：第一位发言的是 Michel Camdessus 先生，有请。

Michel Camdessus：国际货币体系当前弊端， 需建立 21 世纪真正的世界货币基金

Michel Camdessus（国际货币基金组织前总裁，兰西银行名誉行长）：大家下午好！我今天讲的是国际货币体系方面的一些弊端，我尽我所能来给出我们的想法，看看央行还有类似的机构，如何系统化的改进诸如收支平衡方面的问题。

实际上，我们应当考虑一下过去几十年间发生的一些问题。我在 IMF 时，我们对短期、长期这方面的诠释也有我们自己的想法，对我来说，长期是意味着 18 个月以上。因

此，我们要谈这个问题就应当考虑十八年，而不是十八个月。至少十五年，这才是长期的，才能解决问题。我们必须要为我们的子孙做出一些举措。因为现在的世界变化十分之快，因此要有这种长期的愿景，并将之放在我们的脑海中。基于此，才能结合现实的环境，更好地考虑一些问题，做出一些正确的假想。有时，我们觉得我们是处在某种环境之中，但是深入的研究之后，却发现不是这样的，因此必须要基于长期的愿景来考虑问题。只有在这种情况下之下，才能更好地解决问题并改正缺点。

短期来看，我们确实面对很多问题，需要正视国际货币体系现有的一些弊端。也希望大家能够通力合作，尤其希望能与在这个行业或是政治上富有经验的同仁们合作。

目前的体系主要有四个关键缺陷。第一个就是监管力度不够。这是现有国际货币体系的主要缺点，也是牙买加协议中重要的缺陷。我们希望加强监管力。第二点，经济在增长，有很多的资本流动，因此需要监管资本流动。国际货币基金组织到目前在这方面没有做的很好，自由贸易需要 IMF 做更多工作。第三点，对于国际货币体系，目前还没有很好的办法来解决流动性管理的问题。第四点，全球监管工具或者途径也需要更多的努力。这也是目前货币体系所没有的，或者是存在的一个缺陷。

下面详细说说。第一，监管。这是国际货币体系主要的缺点。我们需要加强对本身体系的监管，也要加强 IMF 所有成员国之间的监管。从七国集团今天早晨提到相关的数据可以看到，现在的国际货币体系，监管的机制是不完善的，甚至没有一个实际的监管存在。我们需要纠正这样的做法，从根本上改变这样的体系，才能够消除这样的缺点。整个系

统、体系都会从消除这个缺点中大获裨益。

第二，资本流动的监控。97年香港爆发亚洲危机时，在97年9月份，IMF领导委员会借鉴了21世纪第一场金融危机，也就是94到95年墨西哥的经验教训，一致同意发表声明，表示因为私人资本流动在国际资本中的作用日益突出，所以IMF应该进一步监督和监控资本的流动。虽然这种高度开放自由的体系对世界经济非常有利，但在这个过程中需要加强对资本流动的监控。这是从过去的金融危机中所吸取的经验教训。IMF在这方面还需要增强提升其能力，更好更有力地监控当前的资本流动。

第三，流动性管理的问题，这是在国际货币体系中长期存在的一个问题，也是最难的问题。我们从不同的方面和角度讨论过流动性问题。自60年代以来，全球流动手段就与特里芬难题息息相关，且毒性不断的升级。70年代的时候，流动性的问题仍然存在，还没有被解决。所以流动性的问题，不断地在加深，必须要有一种特殊的机制来解决。虽然在牙买加的会议上也达成了一些协议，但最终没有成功。在当前这种经济发展的情况下，流动性问题还是没有得到很好的解决，管理方面也需要加强。现在因为没有一个是负责监管和管理国际流动性的多边机构，所以无法避免一些严重的波动。这就会对世界经济体系的功能和稳定性产生剧烈的影响。在过去三十年中，IMF和世界银行其实也非常关注流动性问题，包括央行也举办了很多会议，来讨论流动性问题，但仍然没有能够解决它。因此，在流动性问题的管理方面还需要更多的关注。我们应该要改变对流动性的一些看法，在机构或者体制方面做一些努力，更好地或者更合理地管理流动性的问题。当然，理想和目

标通常与实际有很大的差距。我们需要例如央行这样的机构来积极管理流动性，也需要所有相关者参与进来。今天早上提到了凯恩斯主义，以及其他的一些想法，我们可以从这些理论或者做法中来吸取有利有益的措施，来帮助我们解决流动性的问题。

第四，我们要做一些改进和变化。IMF 以及全球各国的央行们都应该改变一些想法，以更实际的做法，来应对这些问题。也希望在未来，国际流动性能够得到更好的管理。只有解决了流动性以及其他的缺点，才能够实现一个最优的国际货币体系，才能确保高度的稳定性，尤其是整个系统的稳定性。希望 IMF 还有相关机构，能够做出更大的努力，合作找到解决办法。我们希望每个方面，包括汇率以及储备各方面都通过讨论找到解决办法。最近我们也在积极思考如何解决这些问题，而且最近也有一个机构出台发布了相关的报告，这里无法跟大家分享具体内容。

中国人民银行也扮演着重要的作用，也在优化一些系统，这对整个国际货币体系也是非常具有推动作用的。IMF 应该要与各个国家的央行共同合作，推动或者优化金融交易。我的朋友 James 早上也指出了正确方向，一方面是需要保证 IMF 的合法性；另一方面，希望美国能够承担自己应有的责任。还有一点，我们要更好更有效地治理和管理 IMF。要做到这两点就需要确保 G20 发挥它的作用。除此之外我们希望所有的机构与各国国家都能够维持 IMF 的合法性，这非常重要。我们也提出了基于选区的系统，以这样的体制来保证 IMF 的合法性。明天希望跟大家做更多的分享。

向松祚：谢谢 Michel Camdessus 先生；你需要更长时间来展开你的讨论，明天再说。下一位是马骏博士。

马骏：走向三足鼎立的国际货币体系： 管理过渡期的风险

马骏（中国人民银行研究局首席经济学家）：我今天想讲的题目是《走向三足鼎立的国际货币体系：管理过渡期的风险》。

其实这里面有两层意思，第一层意思是，三足鼎立的国际货币体系实际上是一种多元化的体系，长期来看，这是国际货币体系演化的最有可能的一个前景。第二个意思是，从现在的状态过渡到三足鼎立的国际货币体系会面临比较大的风险，其中最大的风险就是如果市场认为人民币在长期来看能够替代美元——这里我们指的长期是十几年二十几年的概念——市场可能会恐慌性的抛售美元。一旦出现恐慌性的抛售，对全球经济的震荡会很大，如何管理这种过渡性风险，我们可以参照英镑从 50 年代到 70 年代的退休过程。当时的很多安排，可以作为今后国际货币体系走向三足鼎立过程中的借鉴。

第一个部分是为第二个部分提供一个基础，是关于美元本位制的缺陷。

由于美元本位制，外围国家积累了巨额美元储备，包括压低了全球长期利率，进而刺激了资产泡沫。美国的货币政策对于其他的国家的溢出效应太大，假设美元的利率太低，其他国家就会出现大量的以套利为目的的资本流入。不管是固定利率还是浮动利率国家，全球流动性的状况都要看美联储的政策，在 2008 年下半年出现的情况，美国的金融体系出现流动性冻结的危机时，也会把这场危机传到其他的市场中去。

还有新的特里芬两难——指全球对美元储备需求不断增长，需要美国不断的继续发行大量的国债，而美国国债规模和它的偿债能力和债务可偿还性之间存在着大幅的矛盾。如果继续大幅度的增加美国国债，它的国债信用就会受到更的挑战。新的特里芬两难实际上是美元本位制从长期来看难以持续的非常重要的原因。

关于如何改革，从长期来看——我们讲的是十几年二十几年的期限——改革国际货币体系最终的选项有多少？其实有很多，不少的专家提出了 SDR，纸黄金等等这样的选项。我的观点是 SDR 作为国际储备体系的一个补充，是非常有益的，但从长期来看，用 SDR 彻底替代美元作为全球主导的货币，可行性面临很多的挑战。比纸黄金面临的挑战其实更大。

回过头来关注多元化的国际货币体系。

多元化，就是美元、欧元、人民币三足鼎立的国际货币体系。这个国际货币体系最基本面的支撑就是今后十几年中国经济的规模会超过美国。我最近做了一个测算：到 2025 年，根据我自己认为合理的假设，中国的经济规模，用汇率计算的 GDP 规模就超过美国了。那时，中国应该是 GDP 第一，其次是美国，第三才是欧盟。从 2020 年到 2025 年之间，这段时间，美国、欧洲和中国的经济规模非常相似，不相上下。这就构成了支持国际货币体系多元化的非常重要的一个基本因素。多元化还有很多的好处，一是在危机时刻可以为全球金融体提供流动性相对更好的保障，万一一个金融体系，比如说美元体系出现危机，至少还有一到两个可以为全球提供流动性；二是可以避免单一储备货币的超强势给其他国家造成的不平等，以及超主权储备货币在国际协调

方面巨大的效率问题，可能需要一百个国家达成一个协议，哪年哪月达成是非常难以预计的。

第二部分，向新的体制过渡需要哪几大方面的努力？

一是资本项目开放，同时我们要加大中国资本市场的规模和深度，这样才能为其他国家提供足够的人民币流动性和人民币计价的投资工具。

二是欧元区实现财政一体化，用这个一体化支持和发行欧元债券。那时，像德国和接近德国的信用级别的债券就会远远超过现在的规模。如果整个欧元都能够有接近德国的信用评级来发债，就可以跟美元债券市场从规模上一比高低。

第三个部分，也是我想展开来讲的，协调主要国家政策，减少美元和欧元被人民币部分替代过程中出现的市场波动。

替代过程面临的风险就是市场的恐慌性抛售被替代货币。比如，资本市场突然认为人民币将是替代美元的主要力量，就可能抛售美元而大量的买入人民币。如果突然之间，有市场大幅抛售美元，美国利率有可能大幅度上升，就会导致美国金融危机乃至全球金融危机。

如何来管理这个过渡期的风险？我觉得从 50 年代初到 70 年代中，英镑逐步的“退休”，从国际货币体系上来看，这个逐步退休的过程为我们提供了非常有益的借鉴。当时英国和其他的一些大的国家，G10、IMF 等等做了很多的努力，至少三个方面的努力非常重要。第一个是支持英镑的多边协议。英国跟 G10 签了协议，为了避免英镑被大幅度抛售，大幅度贬值，英国可以向 G10 借美元来支持英镑的汇率稳定。第二个是双边协议，英国和 34 个国家签了协议。协议包涵了两个方面的条款：一个方面是指英国向 34 个国

家保证其持有的英镑储备的贬值不会超过 10%，能够保证原来 90% 的价值。同时要求 34 个国家，作为它的对手，不去减持英镑。英镑持有在整个储备里占的比例不能低于所达成协议的比例。比如对于香港当时是 99%，对于印度是 13%，每个国家不一样。这在每个稳定汇率期英镑当中起了非常大的作用。第三个是发行非英镑债券。因为以后全球金融体系对于英镑的资产需求会下降，对美元计价的资产会上升。英国以后发行的债券不再是大量的英镑债券，事实上用发行英镑债券的方法来置换了原来发给中央银行的美元的债券，这样就顺应了全球对于英镑资产的需求下降和美元资产上升的一个趋势。

研究了这些经验，对我们现在讨论的走向新的国际货币体系多元化模式，有什么样的具体借鉴意义呢？我的观点是用“边际多元化”策略来减少过渡期的风险。

边际多元化是指在今后几十年中，全球对于流动性和储备资产的需求，增量部分我们希望更多的由人民币和欧元来提供。但是同时，减少存量的抛售压力，存量是指美元的资产在全球储备货币中的地位。这非常像中国的渐进式改革，一般先不动存量，但是增量部分配置到最有效的板块或者部门去。同样的一个理念，我觉得也可以运用到国际货币多元化避险策略上来。这个趋势也得到了基本面的支持。在今后十几年二十几年中，从增量来看，中国的经济增长已经占到全球经济增长百分之三十几。以后很可能会保持这样的高份额，实体经济的增量相当部分来自于中国，实体经济中，中国创造的产品和服务，可以用来支持中国对外提供更多的流动性和储备资产。

向这个方向努力，需要几个方面的合作。第一个是中国

的努力。中国应该采取渐进开放资本项目的策略，而不是突然大幅度开放。如果出现这样的情况，很可能导致大规模的美元置换成人民币对于存量的冲击。渐进是重要的一个原则。

第二个要逐步增加中国新发行外债中人民币计价债券的比重，主要是美元债的比重，这也是为了迎合全球对于人民币债券的需求上升，对美元债需求相对减少的趋势。同时，应该保证一定程度的干预外汇市场的能力。虽然我们对于基本面推动的汇率变化，现在要减少干预。但是投机性因素导致的汇率大幅的波动还应该保持一定程度的干预能力和用审慎监管工具调整的能力。

第三个方面是美国在这个过渡期做什么样的努力。有很多方式，比如，长期来看——十年以上或者非常长期——美国可以考虑发行以人民币或者是欧元计价的外债。类似于英国发行非英镑债券的做法，也是用来迎合全世界对于美债需求相对下降，对人民币需求相对上升的边际改革的趋势。

最后，关于联合干预，是指不只是一个国家的努力，而是很多国家同时努力，至少有五种版本可以考虑。第一，中美之间的外汇互换。比如说中国可以借人民币给美国，美国把美元债作为抵押品给中国，在必要的时候，美国就可以拿人民币的资产来作为抵御市场攻击美元的手段。第二，G3 之间是指中美欧之间可以有外汇互换的协议，在美元出现危机情况下，三方可以通过外汇互换来支持美元。第三，IMF 发起美元稳定基金，在多边和 IMF 的层面上保证美元不出现大幅度的恐慌性抛售情况。第四，支持美元的多国协议，类似于英国和 34 个国家签定的协议，美国是否可以这些国家提供某种意义上的担保，一段时间内保证美元资产

不贬值，同时其他国家承诺不大幅度抛售所持的美元资产。最后联合干预。可能是实质性干预也有可能是口头的干预。这也需要几个大国之间的协作。

向松祚：非常感谢马俊。下一位发言人是徐明棋先生。

徐明棋：国际货币体系改革和 SDR 的作用

徐明棋（上海社会科学院研究员、卓越发展研究院国际经济研究中心主任）：谈到金融危机其实我们都知道需要对现在的国际货币体系进行改革。但如何来改革？改革什么？未来的国际货币体系如何来重建？还没有达成共识，不同的国家不同的集团会有不同的看法，因为这些国家有不同的经济利益。当然也有很多的建议，从布雷顿森林体系瓦解之后就有很多关于货币体系的建议，比如说最为超前的设想和建议就是建立全新的国际货币体系，包括世界的货币，也有一些比较实际的提议，比如说增强 IMF 的功能和角色，然后加强国际金融的监管。也有一些比较容易的建议，在 G20、IMF 方面，也获得了一些成果，比如说成立国际金融稳定理事会，调整 IMF 的份额，和投票权来改善 IMF 的治理结构，但一些关键的领域，比如说国际货币体系改革的关键问题，如何确保国际货币价值稳定，如何重建国际的收支，调节机制等等，这些都是我们还没有达成共识，尤其是在 G20 会议上还没有达成这样的共识，还需要我们更多的国际社会的讨论。

没有主要国际货币之间的合作，绝大多数的国家容易遭受外部的冲击，比如美国的宽松量化政策做法，使得一些国家福利和经济利益净损失，中国除外。这是我们在关键领域

的改革还没有涉及的。

布雷顿森林体系之后，我们进入了多元化国际储备体制时代，很多人认为可以来解决特里芬两难或悖论。但实际上问题还是存在的。有些人会认为我们可以创造一种新的货币，但是这是不可能实现的。像李博士就提出了他的一些观点。现在在中国这样的一些国家，都在实现人民币的国际化，实现跨境贸易的计价和使用。

比如跨境交易方面，中国政府希望人民币也能够成为一些国际交易中的计价货币，但这样做也是有风险的。并不是像有些人认为的人民币可以代替美元。这在短期内不可能实现的。我也不相信，中国的人民币代替美元就能够解决货币系统面对的问题，这也是不可能的。大部分情况下，人民币国际化以及一些其他主要国家的货币应该是要多元化，只有加强多元化或者是多货币的体系才能够解决问题。

还有一个问题就是多货币体系，其实它本身也不会带来稳定性。这个多货币的体系，它只是促使国际社会达成一个共识，能够在一些努力方面，能够达成一致，只是这样而已。只有通过这种方式或者在这个角度来看，多货币体系是好的，否则问题也还是存在的。所以我认为，在当前国际货币体系中，改革 SDR 扮演着很大的作用，但并不是要使 SDR 来代替美元。我的建议是要使 SDR 能够对美元或者其他国际货币而言，成为一个“锚”。为什么美国会接受这样的建议？其实美国也是应该承担起一个责任，来确定货币的稳定性。如果其他的国际货币能够与 SDR 来挂钩或者大部分使用 SDR 来计价，最终美国会改变态度。美国和其他的国家他们也了解，这是第二个最好的选择。这种情况下，美元还是保持它的地位，同时也会使用 SDR 作为锚，否则

没有办法来解决这样的一些问题。美元最终还是可以帮助这样的国际货币体系的稳定。

为什么美国会支持你这样一个想法？因为没有这个锚，美国不愿意维持美元对外价值的稳定，这是非常明显的。其他的国家，可能只能接受美国的货币政策，然后根据美国这样的政策来调整自身的政策。当然，美国不愿意改变他们的一些态度。如果中国成为最大的经济体，我们就可以使用人民币里代替美元，这也是太过于乐观了，因为美元仍然是主要的货币，所以要督促美国来提供一种锚，这将是第二个最好的选择。否则，只能创造新的货币体系，放弃美元或者使用另外的货币来代替美元。其他的国家可以选择把自己的货币钉住 SDR，这样可以督促美元这样做，这种方式下我们就会有更好的能力来更好的改善国际货币体系。

另外，货币锚，可以使用什么样的一篮子，可以有不同的货币，而不止是一个。可以让其他的货币参与进来共同实现这种稳定性，如果所有其他的货币钉住 SDR，SDR 会更加稳定，国际货币体系就会实现稳定性。我们希望人民币也加入到这样的一篮子中，进行与 SDR 的钉住或者挂钩。

为什么这样的做法是好的？我觉得有五个原因。

第一，这更容易，与创建一个全新的体系相比这更加容易。

第二，这并不是完全的放弃美元，不是完全把美元抛在一旁。

第三，其中没有输家只有赢家。从长期和短期来看，每个国家都是共赢的。只有一个国家，那就是美国的美元，现在它确实是需要承担起更重要的责任。

第四，如果我们认为，关键货币的国际稳定性是国际

金融市场的关键，那么通过刚刚提议的这种做法是可以实现的。

最后一个原因，这个体系不是僵化的体系，而是可以调整的体系。因为如果遇到一些冲击，重大的冲击或者危机时，国家可以暂时推出钉住。在 G20 的峰会或者国际货币基金组织执行董事会的认可下，可以这么做，它是可以调整的。

为什么不保持目前浮动的汇率制？对，最难的就是建立这样一种钉住。我们会对浮动汇率制的迷信，因为浮动汇率会被认为是市场决定汇率。

我相信，这种浮动的汇率很多人认为这是最好的一种方式。相信市场的力量的这些人认为，让市场来决定汇率就可以达到调节国际收支失衡的效果。但我们现实中看到的是，长期的国际收支失衡以及不断的对某种货币发起的投机性的投资，汇率扭曲已经成为国际市场的常态。在这种情况下，实体经济活动要付出巨额的代价来对冲他们的汇率风险，而金融大鳄们则坐收投机和垄断的利润。因此浮动的汇率并不是由很多的国家来采取，这就是为什么绝大多数发展中国家并没有采取浮动的汇率制，而是或多或少盯住某种某个货币。

同时我们要问一个问题，为什么在 40 年前的布雷顿森林体系崩溃之后，世界其他的国家、欧洲或者是美国还想建立一种规则或纪律？尤其是在国际投资方面，不止是 WTO 还有双边的、区域的安排机制下，美国和欧盟他们都希望建立一些新的规则。但是在这样的汇率框架和国际秩序体制下，没有建立起任何的规则。

我们现在需要重构国际货币规则和纪律，而不是建构新

的货币规则，需要对现有的体制还有对 SDR 做更多的改进，这都是大多数的国家可以从中获益的方法。

如何做到呢？国际货币一些发行的国家，首先要盯住 SDR，然后慢慢的推动美国也这样做。当然，要保持价值并不容易。关键的货币国家往往会失去他们的灵活性，尤其是货币政策的灵活性会失去，这是成本，我们需要承担这样的成本，否则没有其他的选项。当然，国际上的合作非常重要。

SDR，已经成为一种非常重要的测量或是价值测量的一种工具，很多国际组织都这么认为。一篮子的货币价格，通过 SDR 可以实现更好的稳定性。国际货币要与 SDR 钉住或者是挂钩，国际货币价值包括 SDR 的货币更加稳定。我们要保证 SDR 钉住，这对国际支付方面会有更好的平衡。我的建议就是，我们希望国际上的社会，所有的社会、主要的这些国家，能够携起手共同找到解决的办法。互相合作才能够保持这种稳定性。我们才能采取实实在在的措施。比如说一些借贷的措施。谢谢。

向松祚：谢谢这个环节最后的讲者是 Yoon Je Cho。来自于西江大学。

Yoon Je Cho: 国际货币体系改革和 G20

Yoon Je Cho（原韩国总统经济顾问、西江大学教授）：很高兴来到这里，我想感谢三个组织方，组织这次大会。当前的国际货币体系，IMS，有很多不足。目前有两派意见，一派是支持它的浮动利率。就这点来说，IMS 现在已经打造了这种系统，但同时也暴露了很多的不稳定性，造成了频繁的危机。很多人觉得这是当前系统的问题，也是产生

2008年国际金融危机的一个根源。也就是说2008年全球危机体现了国际货币体系也就是IMS的一些问题。自2008年以后，已经有了很多关于IMS的广泛讨论。现在的问题是什么？第一，前所未有的超大外汇储备积累，这也是出于自我保险的目的；第二，对美元资产需求集中。第三，中心国家的过度特权。第四，对美国在维持稳健的宏观金融政策的能力上的过分依赖，造成了全球经济较高的不确定性和扭曲的国际资本流动。

这些问题，尤其是最后一个扭曲的国际资本流动，是和当前的一些经济原理相违背的。比如从中国、美国往国际资本的流动。基于这样几个问题，有很多建议。有来自需方的建议，也有来自供方的建议。需方的改革，有打造全球金融安全网、区域金融措施等等；供方的改革要求，有多元货币体系，有大量使用特别提款权（SDR），还有全球储备货币的体系。

到现在为止，学术文献当中，或者关于如何以及是否改革现存的IMS，决策者没有达成共识。而我们需要发达国家和新兴经济体达成一致的呼吁或者是呼吁。同时由于一些危机，比如全球金融危机和欧洲危机，这些问题被搁置在一边。因此，我们要在IMF、G20峰会上，把这些建议提到桌面上来，对国际货币体系改革有一些展望。

在不久的将来，IMS体系不会有急剧的变化。首先，美国不太情愿发生一些巨变。中国和其他的新兴市场经济体也都不愿意在国际金融体系当中承担更大的责任。此外，还有一些市场惯性，比如美元的“网络外部效应”，比如说英语这个语言（国际商务社会都用英语作为国际语言），比如缺乏强有力的没有争议的替代品。还有就是欧元区最近出

现的一些问题。迄今为止，对于替代品有很多的争议，根本达不到一致的意见。因此，至多只能期待一个过度期。

历史上，IMS 的演进及形成不仅有以前的系统经验，而且还有占主导地位的经济思想和经济权重的平衡，以及现实的政治经济，这些都应当加以考虑。布雷顿森林体系它实际上是成功了，而不是失败了。一个主要原因就是因为美国的支持。美国当时是占主导地位的。但现在没有这种占绝对主导地位的经济体，而是一个多极的世界。因此占主导地位的储备货币的变化与经济权利的转移，在相当长的时间具有滞后性。

实际上，美国现在还是占主导地位的经济体，是第一大经济体。自从二战之后，美元就逐渐代替了英镑，成为最主要的国际货币。在 1940 年代之后，直到 1960 年代，在一些前英国的殖民地，英镑作为储存货币占 80% 左右，之后，美元逐渐地代替了英镑，因此，储备货币的变化，是一个很长时间的逐渐的过程。在这些变化的初始阶段，占主导地位的国家，不会情愿接受变化和推进改革，新兴力量也不愿意作为储备发行人接受更大的责任。因此，现在为了使当前的非系统正常运行，IMF 的作用应当得以加强。它应当作为最后贷款人的可信监督者，其调整全球失衡的国际协调政策的作用亟待加强。这也就是说 G20 的作用应当被加强，它们的作用应当更高效。

对 G20 进程的探讨以及期间取得的进展，一直都集中加强政策合作、全球金融安全网、监测资本流动和管理、全球经济和金融体系的监督、储备资产和储备货币等等方面。

简略讲讲这几点取得的进展。关于政策方面的合作。G20 成立了 MAP（相互评估程序），但是迄今为止还没有建

立 MAP 具体的细节，并未达成明确义务和职责的意见。除非让他们和成员国承受对等的压力，才会有更多的进展。

关于全球金融安全网，有的已经取得了进展，建立了国际货币基金组织的新贷款设施和增加 IMF 资源。比如在韩国 IMF 建立了掉期机制，来稳定外汇市场，将中央银行间的掉期协议制度化，我想这可能是最有效的全球金融安全网，但这点上还没有达成完全的成功。

在过去五年中，我们对于资本流动方面的流入和输出，以及输出国和输入国的政策已经取得了重新的重视。虽然没有达成完全一致，但过去二十年中，G20 已经达成了更多的共识。在相关的宏观政策背景下，这点是必要的。而关于储备货币讨论没有任何的新的成果。不能发挥 IMS 最后贷款人的角色，原因是，第一，资源短缺；第二，其贷款项目和政策条件缺乏信任。IMF 被看作是发达经济体的政策目标的代理人，有一些无效性和不对称的监管。发展中国家和弱国认为这是不公平的。

关于监控，全球经济监测应当是 G20 重要的作用之一。G20 应该加强宏观经济政策相互评估的职能。相互评估或同行审查监督的成功关键取决于几个基本要素，一个是有能胜任支持这一进程的工作人员，在一个是有研究宏观经济相互作用的坚实基础。IMF 的监测也就是意味着 IMF 强有力的干预，但是同时也需要采取灵活的处理。要在所有的成员国国家中建立信任。因为现在在一些国家中，实际上已经把 IMF 边缘化了，对它没有足够的信任。因此国际对 IMF 改革最重要的元素就是改变其治理结构。

但现在做的工作还不足够。其实欧洲的一些国家，它们在 IMF 中，现在处于比较主导的位置，而且所占的席位很

多，有很大的选取权，这些欧洲席位应该有两个转到发展中国家或者新兴市场。在代表权方面，希望更多的做一些调整和配置，这样可以有更多的公平性。像在欧洲，建议欧元区只设一个位置，这可能是一个选择。我讲到这里，谢谢。

向松祚：非常感谢 Yoon Je Cho 教授。因为我们已经晚了很长时间。差不多晚了半个小时。接下来给大家十分钟的时间。看看大家有没有什么问题。或者是要表达一下你们的看法。

自由讨论

Charles Wyplosz：今天我们很多的发言人都讲到了特里芬难题，也讲到了目前面对的这些问题，我有些个人的看法。大家可能对特里芬难题有时会有一些误解。特里芬只是针对美元和黄金之间的固定汇率，这样一个汇率系统体系，它可以确保美国联邦来做美元的供应，所以我们称之为是一个难题。目前来看，我认为美元和任何其他的东西之间都没有一个固定的汇率，也就是特里芬难题现在已经不再存在。目前已经是一个需求驱动而不是供应驱动的形式。美国也希望保持美元在国际上的地位。这不是美元专有的政策问题，而是整个国际货币体系的情况。如果再使用特里芬难题来解释目前的问题，是很危险的，因为特里芬已经不存在。

向松祚：对于刚刚提出的问题，大家有没有想要表达的观点。可以举手示意或者直接来讲。

Masahiro Kawai（东京大学教授、原亚洲开发银行研究所所长）：刚刚谈到特里芬难题，我同意他的看法。我想说两点，第一，Cho 教授和徐明棋教授都提到了，所有的

国家都在尝试着把自己货币来钉住 SDR，包括美国、日本、英国、还有欧元区的经济体。但是很明确的一点，之前的发言中也提到，并不是所有的国家已经钉住或者挂钩。谈到货币锚，我认为它目前也不完善。对于目前的一些问题，如何解决？需要更进一步地把问题放到桌面上来讨论。

第二，危机预防。根据专家意见来看它其实是没有用的，因为通常是不及时的危机管理。危机的预测，不管是金融危机还是经济危机的预测都非常难，但非常重要的一点是，国家应该尝试着预防和遏制这样的一种危机的出现。要尽最大的努力来防止危机。因此，任何国家，都应该要有明确具体的危机管理的做法和决议，尤其是在中国。谢谢。

Arturo O'Connell（阿根廷中央银行董事会高级顾问）：非常感谢，我要讲的是我们的一些缺点以及目前的一些弱势。**Michel Camdessus** 的发言中提到了当前系统的缺点，也谈到了 IMF 以及相关的一些机构对于资本流动的监管等等。其实现在已经存在很多的问题，比如说宏观经济方面，还有 IMF 的功能方面，有时候是很具有争议性的。IMF 在融资等方面的职能，也有一些争议。记得在 2001 年 11 月，阿根廷的银行体系完全崩溃一个月前，IMF 的使命其实没有体现出来。因此我们在金融体系方面，非常需要巩固，才能够预防危机，减少危机带来的影响。在阿根廷，我们也在努力强化银行体系。发展中国家和香港这些地方也必须要有强劲的金融体系。IMF 要承担起它的一些责任，尤其是对于金融问题。

刚刚来自中国人民银行的这位同事讲到了逐渐渐进的一种方式，讲到了英镑被美元替代的过程。其实现在中国已经积累了大量的美元储备。这跟当时英镑的情况是类似的，

尤其是在战后，阿根廷和一些发展中国家其实没有主导地位。但现在一些发展中国家已经积累了大量的外汇储备，我们应该考虑到这点。未来我们也希望中国能够承担更多的责任，对世界的经济做出更大的一些贡献。

从美国的角度，现在还是由美元主导的货币，它已经取代了英镑。这只是我个人的看法，我同意 Michel Camdessus 提出的几个观点，国际货币基金可以起到更多的作用。

向松祚：谢谢各位。

潘英丽（上海交通大学现代金融研究中心主任）：很高兴主持人给我一个发言的机会。我想谈一下特里芬难题。我个人认为，现在特里芬难题还是存在的，只不过它采取了一种新的形式。当时美元是通过跟黄金挂钩来取得价值的基础，但最终布雷顿森林体系崩溃了。现在，经济的全球化带来了新兴市场经济体对国际储备资产的需求，这种需求，目前主要是通过美国国债来满足，而美国的国债要通过美国的经济基础来支持的。假如全世界 70% 的国家需要美元国债，但美国的经济占全球 GDP 比例下降了，最后国际储备资产的需求和供给之间仍然存在这样的矛盾，这个体系就具有巨大的不稳定性，甚至不排除未来崩溃的可能性。

所以这种情况下国际货币体系肯定要进行改革。目前，我个人认为美国没有意愿讨论国际货币体系改革，而我们现在讨论的大部分内容局限在一些比较次要的问题上，比如 SDR 和 IMF 的作用。关于 IMF 的讨论更多是集中在它的功能完善和拓展方面，却回避了很实质性的问题——IMF 本身的合法性。之后我会深入讨论。

国际货币体系改革中，什么才是最重要的议题？我的观点是，改革应该代表未来长远的发展方向，同时，又能够防

范当前的风险，在防范短期的风险和推进长远发展之间取得统一。在这个过程中，最重要的是要对国际汇率制度进行管理。在这方面，包括麦克隆和 1999 年美国外交学会支持的一个项目，都提出了关于国际货币体系的国际汇率跨目标区管理，由 IMF 牵头，加上具有系统重要性的国家差异来进行国际汇率管理。第二个建议是，希望在联合国框架下，通过一种民主的方式，通过一项决议，对全球国际短期资本的流动，增收特并税，这个方法不仅能够解决国际资本流动不稳定性，同时还可以为国际公共产品提供资源。

林建海：刚刚听到大家的这些发言和建议，比如如何来预防危机以及危机的管理。在我看来，关于危机，其实还有很多的问题没有解决，没有回答。比如危机与增长之间的关系是什么，货币政策在这个方面起到了什么样的作用，金融以及经济的稳定和不稳定性是什么样的影响，还有债务等等方面。另外一点是宏观的以及微观的测量和指标，所有这些都还没有完全的理解和解决。对于危机，在我看来，现在比过去是有更好的了解。首先金融领域扮演着非常重要的作用，这点不容忽视。其次，溢出效应也是必须要考虑的因素。另外，需要进行测量或者管理资本流动。最后，政策协调的重要性。所有的因素在我看来都是非常关键的，可以帮助我们改善或者进行危机的管理和预防。

Michel Camdessus：首先，在特里芬困境之下，有很多不同的方面，比如在外汇兑换这块，实际上是和流动性及美国的赤字有关。要把它放在一个全球的大环境下来看。如果大家不考虑这一点，那肯定不能很好的了解特里芬难题。

第二，关于危机预防这方面。在 IMF，实际上我和我的同事，一直都被责备危机前没有给出很好的预警。当然，

IMF 应当有更好的预警机制。一般发生危机之后，历史学家会通过发生过的事件来建议 IMF 应当扮演的角色。而实际上在危机发生之前，IMF 也做了很多工作，比如印度尼西亚危机发生的两年前，我们就着手进行一些工作。虽然 IMF 不是完美无缺的，可能在预警方面做的不够，但也做了很多的工作。这点是不容置疑的。

第三，关于货币架构中，IMF 应该扮演什么样的角色。建立一个很好的国际货币系统是必要的。IMF 在这方面扮演的角色也很清晰。在 1994 年、1995 年我们已经认识到了在新的世纪会有什么样的危机，我们认识到将在金融界发生相关的危机。但我们要在这方面起到更好的监测的作用。有一些公共政策，是和现实中的情况相违背的。在拉美，在 1998 年 9 月，我们也和阿根廷的财政外长进行了一些合作。我们看到由于我们的努力，阿根廷在 2005 年也有了相应的恢复。预警机制，如果要发生作用的话，当事国必须全力的合作，要和金融的情况紧密的联系在一起。

徐明棋：我的建议是基于国际间合作是至关重要的。但怎么才能达到国际间的合作、协调以及稳定是一个问题，有很多条件必须被满足。截止去年十月为止，欧洲几个央行都达成了一些协议，因为他们要保持一个稳定的金融市场，美国 FED 有权利来发行一些货币，他们也有责任来稳定金融市场。谢谢您。

向松祚：现在时间到了，我们再次鼓掌感谢这个环节的讲者。谢谢。

乔依德：现在是茶歇时间。请大家 16:20 回来。

(茶歇)

Yoon Je Cho: 大家下午好，女士们、先生们大家下午好。我们开始进行今天下午第二个环节，在这个环节，我们有三位尊贵的讲者，Arturo O'Connell 来自于阿根廷中央银行，Yung Chul Park 来自于韩国大学，以及来自于上海大学的潘英丽教授。大家刚才也听到了我们要在五点三十分一定要完成我们这个环节，因此我要求各个演讲者严格遵循时间，并且直切主题，十五分钟一定要讲完。首先请 Arturo O'Connell 先生给我们做演讲。

Arturo O'Connell: 在国际货币和金融体系中再次引入国际公众利益

Arturo O'Connell（阿根廷中央银行董事会高级顾问）：首先感谢组织方对我的邀请，得以来到此地，认识来自于国内外的新老朋友。我在阿根廷中央银行工作二十多年，现在是银行董事会高级顾问。在 1990 年代，我在阿根廷中央银行，因此今天讲的是基于我的经验，给出我的意见。今天我的主题是在国际货币和金融体系中，再次引入国际公众利益。

首先，我要对 1944 年达成的体系表示尊敬。那时实际上是引入了国际公众利益，在诺曼地登陆之后仅仅几月就召开了会议。那时大家还都不知道最后战争什么时候结束。因此，他们当时做出的举措是令人尊敬的。在 1930 年代，1940 年代，因为战争的影响，金融不像今天这么重要，但是那时大家也想到了热钱的危害性，也想到了如何阻止热钱对经济的影响，实际上在建立 IMF 的时候，在协议第三章中也提到了如何来阻止热钱的危害。说到布雷顿森林会议，

实际上应当更好的控制私人银行在国际资本流动中的一些热钱的流动。戴尔森在他的书中也对此有所涉及。在 1944 年，当时美国的财长，亨利·摩根索，也在他的演说中提到了这点。

在第八章中，也谈到了如何使用机制，来干涉或者保护相关的一些国家，使他们免受资本流动的侵蚀。在协议中，也谈到很多其他很有意义的事宜，比如，借贷，“应当让那些以比过去更低的利率获得资本的人，来提供资本，并驱动国际金融殿堂中的高利贷放债人。”但是那时，在 IMF 设定的一些环境中，一些条件，对于一些国家来说并不是理想的。

我们也谈到美元作为储备货币，其实，这个讨论是很短的十年，我们看到美国开始出现赤字的一些问题，还有一些其他的借贷，黄金等问题。在 1971 年，美元与黄金挂钩。其实没有很多人提到这样一些历史。对于央行来说，他们可以买黄金。

第二，IMF 确实是侧重于发展中国家的一些利益，这点很好。我们至少要做到更多的关注发展中国家的利益。还有一点，我们希望国际的货币体系是独立的。但是现在要做这样的转变是很难的。国际货币体系在不断的演进，而且国际货币基金组织也在不断的变化，发展中国家有着越来越多的权重或者是说他们的地位越来越重要。还有一个变化是国际货币以及金融体系的一种私有化。

接下来给大家看看一些麦肯锡做的关于外汇储备积累的相关图表。（图 11，图 12，图 13）

从这些图上，可以看到外汇储备的一些情况，其实它的增长是比较正常的一种增长。只是 9%、7% 或者是 8% 的外

汇储备的一些积累。这种积累的速度其实是比较正常的。查尔斯刚刚也提到了这点。1990年代晚期到2010年代早期，可以看到国际金融体系的趋势，尤其是跨境金融，有越来越多的权重。这个图上，是1990年到2011年的全球对外投资资产，在2011年时，已经达到101万亿美元，占到GDP很大的比重。外汇储备看上去没有什么问题。但还是受到很多人的批评。但我觉得，这其实不是非常重要的一个因素或者我们需要担忧的一点。

我们再来看一下国际货币基金组织和世界银行的一些资产负债表的信息。（图14，图15，图16）

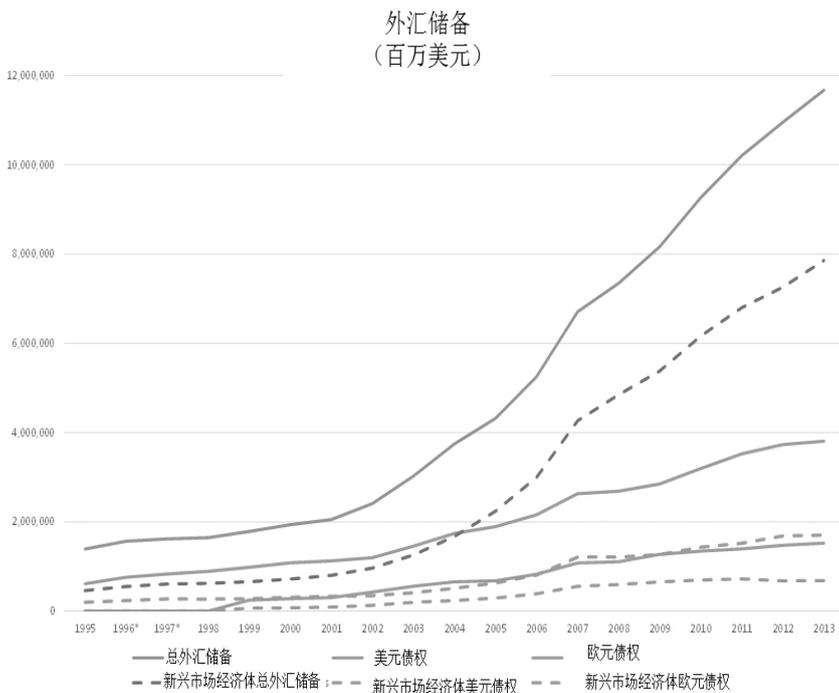


图 11: 外汇储备：1995 年—2013 年 (百万美元)

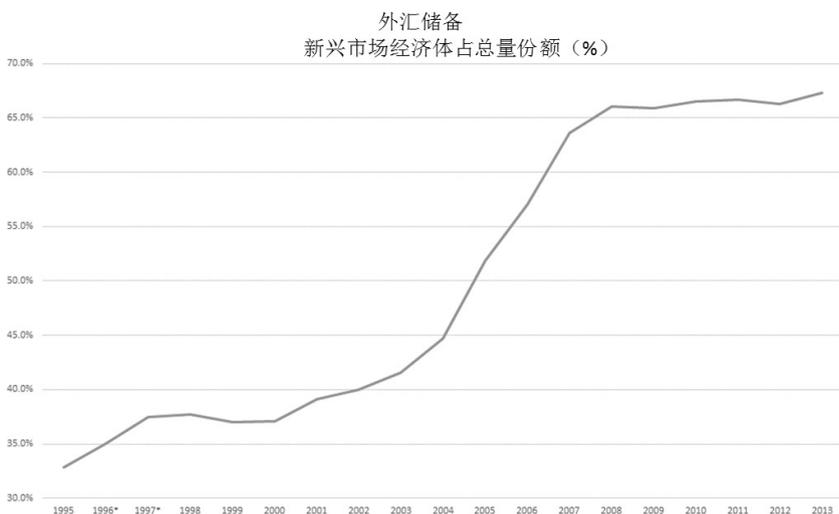
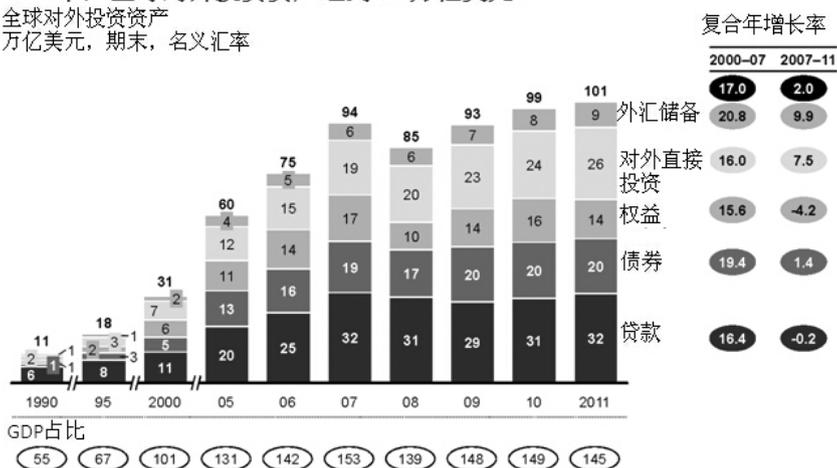


图 12: 外汇储备: 1995 年—2013 年新兴市场经济体所占份额

2011年, 全球对外投资资产达到101万亿美元。

全球对外投资资产
万亿美元, 期末, 名义汇率



1 主要包括贷款、货币和存款, 以及一小部分贸易信贷。
 备注: 不包括离岸金融中心资产。数字有取舍所以不加息。
 来源: 国际货币基金组织收支平衡, 麦肯锡全球研究所

图 13: 1990 年到 2011 年的全球对外投资资产

总务处 截止2014年1月31日 (SDR\$和美元)		国际货币基金 合并财务报表		优惠贷款和债务减免信托 截止2014年1月31日 (SDR\$和美元)	
	百万SDR	百万美元		百万SDR	百万美元
资产			资产		
可用货币	150,809	232,246	现金和现金等价物	525	809
信贷余额	83,451	128,515	应收利息	17	26
其他货币	37,289	57,425	投资	7198	11,085
全部货币	271,549	418,185	应收贷款	6046	9,311
SDR持有	12,229	18,883	应计账户转账		
利息和应收费用	589	907			
投资	15,293	23,551	总资产	13786	21,230
黄金持有	3,167	4,877			
固定资产	329	507			
抗通胀资产和其他资产	304	468			
资产总额	303,460	467,328			

备注：1SDR=1.54美元
*PRG信托加PRG-HIPC信托和相关再平衡账户加PCR信托和相关再平衡账户
来源：国际货币基金组织财务部，财务报表，2014年4月

图 14：国际货币基金合并财务报表

我们现在所看到的就是刚刚已经提到的一个体系的私有化，这是一种现象。跨境的金融影响越来越受到关注。对于总的资本流动的影响越来越受到关注。这种私有化也就是金融的私有化，尤其是出现在发展中国家，当然在发达经济体内部也有这样的情况。

私人资本越来越多流动到发展中国家或者新兴国家。平均来看，发展中国家新兴国家私人资本的流动占到 GDP 的 5% 左右。这种情况就像是一个池塘里的大鱼。从这点可以看出资本流动对新兴市场的重要性。资本市场越来越多的流动到新兴市场（图 17）。其实这个资本流量的增长还是有一些波动，有些时候，可能占到 GDP 的 10%，但有时下降到 GDP 的 2%。所以会带来一些不稳定。

	2013	2012
资产		
应收银行款	4,555	5,682
无限制现金	208	124
限制现金	4,763	5,806
投资		
资产（包括证券重新购买下的转移或1.23亿美元证券借款合同-2013年6月30日，700万美元-2012年6月30日）-说明C	3,2594	33,466
可供出售（包括证券重新购买下的转移或25.38亿美元证券借款合同-2013年6月30日；无-2012年6月30日）-说明C	2,570	33,466
	35,164	209
	1,710	
批准及以下购买的证券-说明C		
衍生资产		
投资-说明C和F	14,550	18,559
客户运营-说明F和H	23,581	27,560
借款-说明E和F	96,035	110,103
其他-说明F	3,219	4,597
	137,385	160,819
其他应收		
应收买卖投资证券	73	13
应收贷款收入	732	836
	805	849
贷款余额（贷款根据，说明D和H）		
所有贷款	205,082	199,241
未放款余额	61,306	62,916
贷款余额（包括公允价值贷款1.48亿美元-2013年6月30日；1.25亿美元-2012年6月30日）	143,776	136,325
损失：		
累计贷款损失准备	1,659	1,690
延迟贷款收入	425	426
净贷款余额	141,692	134,209
其他资产		
厂房和设备，净额	969	930
杂项-说明H和I	1,879	1,890
	2,848	2,820
总资产	324,367	338,178

国际复兴开发银行财务报表，2013年6月30日

图 15：2012 年 6 月 30 日—2013 年 6 月 30 日资产负债表
（百万美元）

日期	GRA购买	减贫与增长信托 1/2/（百万SDR）	总额	GRA购买	减贫与增长信托 1/2/（百万美元）	总额
2014年5月31日	81,221	6,095	87,316	125,080	9,386	134,466
2014年4月30日	81,238	6,105	87,343	125,106	9,402	134,508
2014年3月31日	81,058	6,098	87,156	124,830	9,390	134,220
2014年2月28日	82,168	6,110	88,278	126,539	9,410	134,949
2014年1月31日	83,451	6,121	89,572	128,515	9,426	137,941
1/包括结构调整协议和信托基金下的贷款						
2/前减贫与增长信托-欧洲社会基金						

图 16：国际货币基金组织所有成员 2014 年信贷余额
（百万 SDRs 和百万美元）

新兴及发展中国家
生产总值和净私有资本流入
2006-2013



图 17: 2006 年—2013 年新兴及发展中国家
生产总值和净私有资本流入

GDP 百分比
(4 季度) 移动平均数
流入总额-所有新兴经济体国家

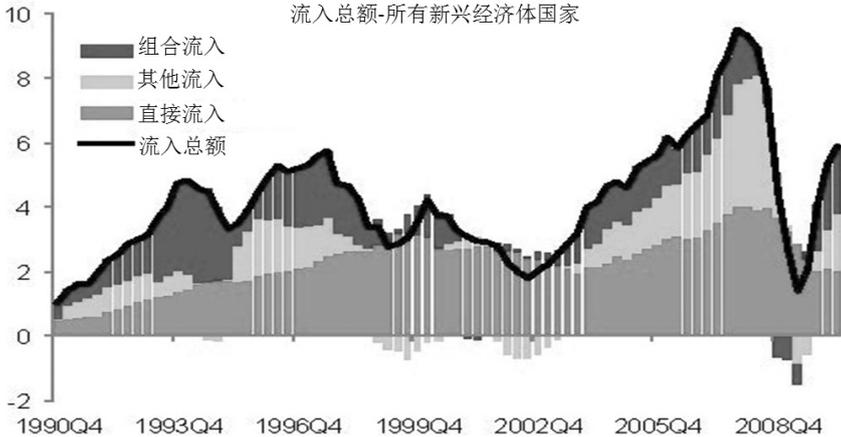


图 18: 1990 年—2008 年所有新兴经济体
国家的资本流入占 GDP 百分比

从图 18 可以看到，这些新兴国家的移动平均数。这些国家的央行应该做更多的努力来控制风险，要从需求方和供应方来考虑整个新兴市场的资本流动的情况。

对于新兴市场，其实过去几年中这种资本的流入也给他们带来了一些不利的影响，尤其是这些新兴市场国内的金融市场和货币还没有非常成熟，就需要应对巨大的资本流入。这会带来一些不稳定性，希望这些新兴市场能够深化它们的金融系统，够强化它们的金融货币。这个柱形图上（见图 19），绿色和红色部分，可以看到流入和流出，可以看到外汇储备，以及经常账户的变化。我们希望通过这样的因素来着手，在全球达成一个平衡。有时需要调整外汇储备，优化经常账户，所有的这些都应该是匹配的。通过匹配才能够实现整个货币体系的平衡。要平衡好资本的流入和流出，这对整个国际的金融体系和经济是非常重要的。

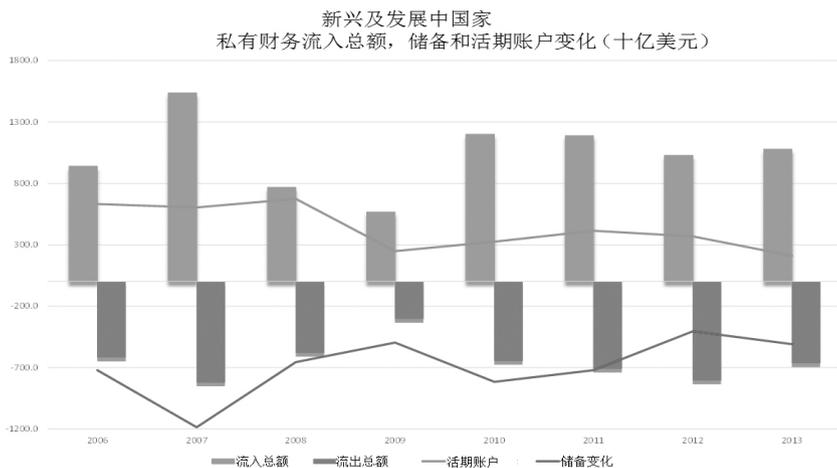


图 19：新兴及发展中国家私有财务流入总额，储备和活期账户变化

BIS 的一位研究员也提供了这样一些与我图上相关的信息。谈到全球平衡，我们要更多的着重于全球的金融体系本身，还有各自国内金融体系。泰国一位经济学家也在这方面做了很多的研究，他发现在美国有一半的资本流入来自于欧洲，其中又有一半来自于英国，所以其实这并不是赤字本身的问题，也不是赤字和盈余的转移问题。其实英国流入到美国的资金大于从中国和日本流入到美国的资本，但很多人并没有意识到，大家都非常专注于净资本的流量，而不是总得资本流量。从这点来看，我们需要强调储蓄和金融的区别，储蓄指的是经常账户，比如国家账户消费前的收入的储蓄；而金融更多指的是购买力，比如用于投资方面的收入或者投资，这就是金融而不是储蓄。我们需要有相关的一些机制，来推动全球平衡。我们说的不是储蓄的过剩，而是金融的过剩，它是二元悖论不是三元悖论。这是在杰克逊霍尔的发言中提到的一个观点。在货币以及金融体系方面，国际的金融和货币体系应该是 IMS（国际货币金融体系），而不止是国际货币体系，我们要把货币和金融两个涵盖在内。然后通过这样的做法，来更好的管理资本的流动。没有这样的做法就没有办法实现货币稳定性。没有资本的管理，就不会有一个独立的货币政策。最后，我想强调的是我们应该在国际及国家层面上进行资本流动的管理，包括流入国和流出国的资本管理。

这就是我今天想说的，非常感谢。

Yoon Je Cho: 下一位发言人是 Yung Chul Park 教授。

Yung Chul Park: 国际货币体系改革

Yung Chul Park（原韩国总统经济顾问、韩国大学特

聘教授)：非常感谢主办方邀请我来到这里，我的发言主要是基于我之前写的一篇文章，这篇文章是关于国际货币改革的问题和前景。

其内容主要分为四个部分，第一，国际货币系统下资本的控制；第二，全球流动性支持网络，各国央行之间的合作；第三，区域金融安排的前景，比如清迈倡议多边化。关于这点 IMF 的同事也提出了相关的建议，如何在东亚实现货币稳定化，还有为了区域经济一体化，利用该国货币进行贸易结算。在此基础之上，我们也讨论了资本控制的角色。

第一，对于小型开放经济，资本运动对于国际金融市场的变化的敏感度比对该国国内金融市场更强。第二，小的企业，就像是小池塘中的小鱼，但当大的机构进到小的池塘当中，并且离开之后，它就会把池塘中的水也带走。现在很多股权投资者，当他们进入到新兴市场时，也表示谨慎的支持资本控制的使用。IMF 对此也有相似表示，在 2012 年正式表示谨慎支持资本控制的使用。这些措施，包含了对外债的直接限制，但是这样，是否能有限控制资本外流，从而阻止危机的发生呢？在 2012 年，根据调查，当中提到了在新兴经济体中，采取这样的一些措施，比如对资金储备有一些要求。但关于这点，我们还需要更进一步的研究调查，最重要一点，是我们要对资本流动进行一些有效的控制。但是否能够有效的控制资本外流呢？可能答案是否定的。对外负债存量引发的潜在的资本外流，阻碍了新资本的流入。因此，资金的流入不可能被控制，如果想通过控制资本外流来控制资本流入，基本上是不可能的，因为投资者可以做空对冲来得到他们的利益。如果要控制这个问题需要一些国际型大机构，比如 IMF 的介入。

关于这点有几点建议。我们必须采取一些宏观审慎的控制，这是源于对新兴经济体更高资本性的要求；还有扩大对 IMF 借贷工具的使用，建立一些国家监测资本流动的 Global 系统。大多数货币并未国际化，小型开放经济体本身并不能防止投机资本外流，当危机从一个国家影响到另外一个国家的时候，我们可以有更好的应对方法。这些措施，需要辅 Global 流动性支持系统。比如在 2009 年、2010 年在雷曼兄弟崩溃之后，五家大银行，它们就组成了这样一个 Global 流动性支持系统。就韩国来说，也有这方面的经验，并且被证明在稳定金融市场方面很有效。

问题是如果有下一次的经济危机，美国 FED、英格兰银行、日本银行它们是否可以组织这样的系统，来帮助某个地区比如亚洲地区挺过这样的金融危机。

我也和很多政策决策者进行了沟通，我的预测是，这些金融机构它们不愿意进行这样的合作以及协调。这些主要的央行，它们不愿意提供这种 Global 性的流动系统，来帮助相关的国家渡过危机，尤其是一些新兴国家。如果这些新兴国家有经济危机的时候，我们必须分清金融危机和流动性危机之间的区别。在韩国，它是流动性的危机。比如资产负债表的不平衡，经济发展的不平衡，使大家都对储备对借贷充满了担忧和焦虑。如果考虑到国际上来拯救这些新兴国家免受流动性危机带来的灾害，就要考虑建立 Global 性的支持系统。比如在东亚国家，东盟国家，它们应当可以在地区的层面上来提供一些这种流动性的支持系统。比如清迈多边系统就是一个地区级的系统，对相关的国家提供支持。但是清迈倡议多边化对于区域储备池来说太小了，我们不知道哪个国家它们会出多少储备金。东盟 (ASEAN) +3 成员也不知道何时

能利用协议，或者能利用多少协议。几年前，当印尼遭受相关危机的时候，很多人都认为印尼会寻求清迈倡议多边化的帮助，但印尼没有。

日本和中国作为该系统两个成员以及合作伙伴，它们对于促进协议似乎并不太感兴趣。这两个国家是借贷方，其他的国家，包括韩国，都是接受借贷的国家。世上没有免费的午餐。东亚的这些国家要怎么做才能促进该地区的金融市场的稳定呢？就这一点，欧元区债务危机可能对清迈倡议多边化的可行性有一些经验教训。包括中国在内的东亚一些国家，现在也在考虑一些系统，比如日元。日元现在实际上已经是国际化的货币了。可能在将来，一些当地的货币可以首先在地区内进行国际化。比如东盟一些国家的货币。东盟+3组织现在整合的越来越紧密。它们也在想如何使用单一货币进行贸易清算。现在日元是一个完全自由兑换的国际货币。人民币也渐渐获得越来越多的国际货币的地位。其他一些区域的货币国际化的前景也是光明的。中国、日本和韩国，或者另外一到两个东南亚国家联盟的成员可以会参与到此项计划中。

此项计划可以采用日元、人民币、以及其他的东盟国家的货币作为地区的结算货币。这项计划将限制在东盟+3的框架中进行管理。这项计划能够拓展和巩固区域经济合作，并抑制金融动荡的发生。实际上我们可以从欧盟的危机中学到很多的经验教训。这就是我们现在要考虑的问题。

现在中韩两国，正不遗余力地在一起找出解决方案，找出可以作为地区贸易结算的货币，但日本不一定要加入这个机制，因为日元本身已经是国际化的货币。如果这项计划得以取得成功，那么提到的这些货币，都会在不久的将来成为

国际化的货币。我希望这些货币的国际化，会降低国际金融市场的动荡局面。以保持该地区的金融稳定。谢谢。

Yoon Je Cho: 感谢 Yung Chul Park 教授你的演讲。感谢你遵守时间。最后一位讲者是潘教授。

潘英丽：IMF 份额分配与治理结构改革

潘英丽（上海交通大学现代金融研究中心主任）：很高兴有机会参加这个国际讨论会，我的讨论题目是关于国际货币基金组织配额改革的基本原则与功能的方案。

首先讨论一下背景。国际化货币体系目前存在一些问题。应该说，任何一个时代的国际货币体系都需要解决三个问题，第一个是国际收支的调节，来实现它的平衡。第二个是国际流动性的供给，或者又称为国际清算能力的供给，第三个是维持储备货币的市场信心。

今天这三大问题，显然都没有解决。实际上美元跟黄金脱钩以后，我们又出现另外两个大的问题，一个是国际汇率大幅度的波动。第二个是短期资本的过度流动。因此国际货币体系改革显然要针对这五大问题。

这次危机发生以后，国际货币基金组织和国际清算银行，通过对金融危机的研究，给出了四方面的建议，我们需要在微观审慎政策，宏观审慎政策、传统货币政策以及针对影子银行系统的相关政策这方面做出改善。但并没有提出对国际货币体系本身的改革，而是回避了。在国际货币体系改革的过程中，众多的改革方案，都提出了要加强国际货币体系的功能。

我个人也主张，应该更多的发挥国际货币基金组织的功

能。因为它是目前国际金融领域唯一一个最专业的国际组织，假如它被边缘化，那将是国际社会的损失。在这个情况下，我们就需要讨论国际货币基金组织本身的改革，及国际货币体系改革。

第一，改革的顺序。目前，关于国际货币基金组织的改革，更多集中在它的功能的完善上，比如 IMF 是不是应该发挥最后贷款人的作用？是不是应该扩大 SDR 的作用？等等。我们认为，IMF 的配额改革，应该优先于功能的改革。因为 IMF 毕竟不是一个股份公司，而是一个提供国际公共产品的一个国际组织。因此配额的改革是第一位的，这就决定了，它的合法性。

但是，IMF 配额的改革需要有一个基本原则，现在，这个改革实际上涉及到经济和政治的双重问题。目前国际社会，尤其是欧美国家对配额改革采取回避的态度。因为没有人愿意做一个研究来否定自己的主导权及特权的合法性。在这种情况下，配额的三大功能——决定出资的比例，融资的权利，投票权——其实存在着内在的冲突。比如美国，其实并不需要 IMF 提供资金，也就是国际货币基金组织对它没有太大的价值，所以它不会研究它的改革问题。而欧洲本质上也不需要国际货币基金组织。因为欧洲央行本质上可以充当本地区的最后贷款人。不过欧洲又需要国际货币基金组织来约束一些小国家和一些对外严重不平衡的国家，所以它还需要国际货币基金组织发挥更大的作用。但是欧洲显然也不愿意出让它足够的投票权，这就是目前关于 IMF 配额改革陷入的一个困境。我们认为，这个改革应该实现两方面的兼容，一个是完善国际货币基金组织的治理结构；另一个是要在政治上具有一定的可行性。

目前，配额的三重功能存在内在的矛盾。在 1999 年之前，配额增资基本上每五年增资一次，最低每次增资要达到 30%，但 1999 年以后，从 1999 年到 2010 年，没有特别的增资。总的资本扩充只增加了 11%。原因在于，这三大功能捆绑在一起，带来了改革的困难。发达国家本质上并不需要通过增资来满足它的融资需求。它们有发达的国际金融市场，可以从市场上获得资金，有些国家也许需要国际货币基金组织的支持，但是它也不愿意让渡它的投票权，因此在这方面存在明显的内部矛盾。国际货币基金组织在 1999 年，聘请了配额分配公式的专家组，对它进行评估和改革的研究。目前，这个方案已经在 2008 年的理事会上，以 85% 的投票通过了。这个配额分配公式仍然存在很大的缺点。这个公式主要是由四个变量构成。第一项是 GDP，各国占全球 GDP 的比例，按照购买力评价和市场汇率，来进行加权平均计算，前面的权重是 0.5。第二项是经常账户的开放度，它的权重是 0.3。第三项是对外收支的不稳定性或者易变性，它的权重是 0.15%。最后一项是外汇储备，占 5% 的权重。这样一个公式，主要是强调了资金的供给能力和国际清偿能力的需求这两方面的因素。

按照图 20 来看，2010 年改革方案假如实施，配额占 GDP 的比例，能够达到 1983 年的水平，但配额占经常账户不平衡的比例无法达到，配额占外汇储备的比例就更低了。2010 年的方案，要求国际货币基金组织的资金翻一倍，增加 100%，但是从图中我们发现，国际货币基金组织的资金规模仍然显得不够。因为，国际流动性或者国际货币基金组织的资源，其实主要应该考虑经常账户的不平衡。同时，部分考虑发展中国家自我保险的储备需求。

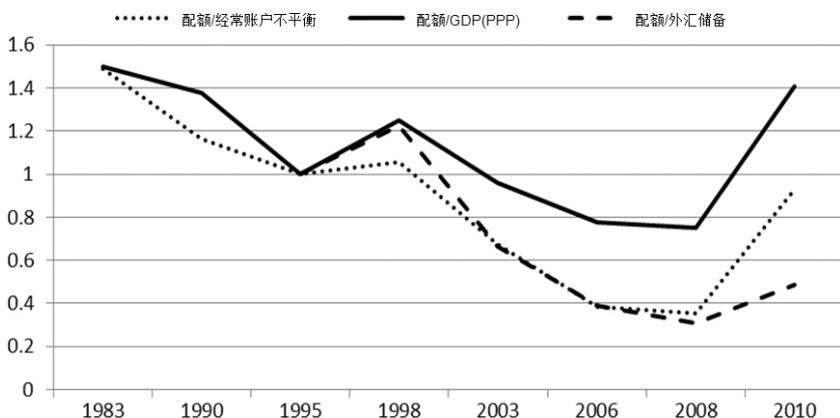


图 20: 1983 年—2010 年配额

从图 21 可以看到，外汇储备的增加这几年远远超过了经常账户的不平衡，说明发展中国家对储备资产的需求大幅度增加。在这种情况下，说明了国际货币基金组织的配额规模不足，而不是我们供给能力不足。

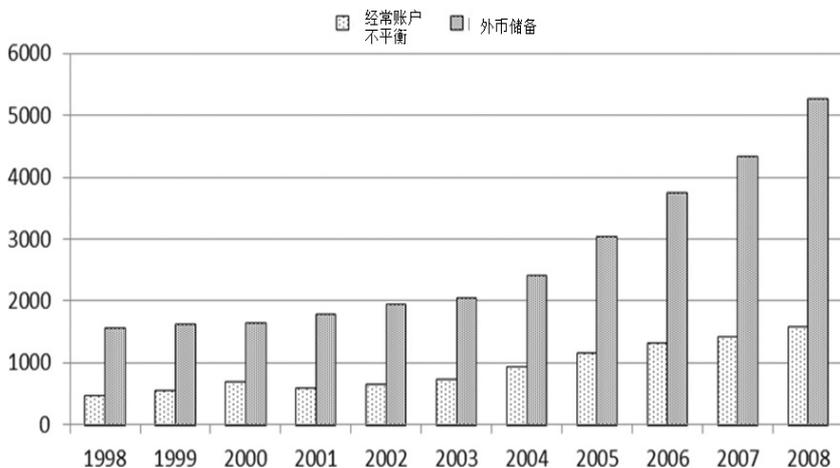


图 21: 1998 年—2008 年经常账户不平衡与外币储备

增资不足，主要是因为配额内在三大功能之间的矛盾。就是投票权、出资义务、融资权利三者捆绑在一起，有不可调和的矛盾。在这种情况下，不管是发达国家还是发展中国家，都有把国际货币基金组织边缘化的动机。刚才韩国的教授，讨论了亚洲货币的合作，这就是把国际货币体系边缘化的一种努力。发达国家包括美国恐怕也想这样。在这种情况下，我们必须把配额它的三重功能进行分离。分离主要是可以每项功能都按照不同的原则来决定。首先是投票权的分配。分配机制可以重新制定倾向于对外平衡的国家，可以拥有更多的投票权。另外，成员国的投票权跟它的开放度应成正比，这是两条基本原则。出资义务的分配，可以考虑和官方储备的增量成正比。但是建议国际货币基金组织和世界银行，合作成立世界财富基金，出资国按照出资比例享受剩余的索取权。融资权利的分配机制。我们认为 SDR 的分配和规模应该与全球贸易不平衡程度挂钩。国际货币基金组织的贷款规模可以参考全球总储备和经常账户不平衡之间的差额。同时，SDR 的分配，需要考虑成员国收入的波动性，以及它们从国际市场融资的能力，满足它们经常项下的资金需求。贷款权限的分配可以考虑成员国对外净化负债的规模以及从国际市场融资的能力，来满足各国潜在的短期资金需求。

这样一个改革的方案，在目前的国际政治背景下是否具有政策可行性？首先改革的举措，至少在长期内，具有全球范围的帕累托改进的性质。净负债国可以在不出资的情况下获得融资。对净盈余国家，像中国，假如出资，就可以有剩余的索取权以实现外汇的分散化，同时也可以获得比美国国债利率更高的回报，因此也是有利的。对外平衡的国家可以

有更多的投票权。帕累托改进短期内会不会造成大国的一票否决？美国显然能够维持现有的股份，它的配额的比例仍然能够维持在 17% 左右，中国可以维持目前的水平，但假如对外平衡有所改善，中国的比例应该是可以上升的。欧洲也能够维持现在的比例，但欧洲主要的问题是欧元区内部的经常相互的交易，是否要算在开放度里面，是需要再讨论的。

因此我们认为我们的方案还是有一定的可行性。谢谢大家。

Yoon Je Cho: 谢谢潘教授。最后是讨论阶段。首先是 James Boughton 先生。

James Boughton 的评论

James Boughton: 我想给大家讲讲 IMF 的改革。一个问题是我们是否需要这样的改革？第二个问题是为什么我们需要这样的改革？答案是我们需要这种改革。世界国际货币体系的稳定是很重要的。要达到这种稳定，必须要有一个强有力的国际货币基金，而当前的系统不能完全符合这种要求。

我想把这个问题分为两块来讲。

首先 IMF 是做了一些工作，也是可信赖的。IMF 需要足够的资金来进行借贷，帮助一些国家渡过难关。当前，IMF 的资金已经有了很大的增加，但是还要加强，这样才可以借贷给一些有困难的国家。其次，IMF 还要有更好的运营。在一些地区和成员国，还存在政治上的不稳定。如果那些最主要的借贷国家，可以较少干涉对 IMF 的运行，这方面会进行的更好。然后，IMF 需要进行一些内部的改革，

这需要世界各国从外部帮助 IMF。

此外，一些借贷机构也需要进行相关改革。不只是关于投票权的改革，同时还有配额改革。现代时期金融扮演了至关重要的角色，每个国家的配额都是有一定比例的，但现在在配额上也有一些问题。中国现在是第二大经济体，但它在配额上只排在第八位。我们必须要对相关国家的配额进行一些改革。这也和我们所面对的资源问题息息相关。

在此又引出另外一个问题，就是 IMF 的各成员国之间所占的席位的问题。欧盟可以有一个整合的席位代表所有欧元区国家。所有的这些欧洲的国家，实际上在 IMF 上可以有同一声音，这样也可以更好帮助新兴国家。

最后一点，IMF 的一些选举程序也应当进行相关的改革，对一些职位的候选人，其资质应当是要有严格的审核，在这方面今后需要加强。

林曙的评论

林曙：今天我们讨论的是非常宏大的问题，我只想侧重于中国，谈其中一个比较小的问题，即对于人民币未来成为储备货币的几点思考。

第一，将来多元储备货币的前提条件是什么？前面马骏提到了三足鼎立，我觉得是很好的例子。如果世界经济可以想作是一个鼎，现在的支柱就是美元的体系。但问题是现在这个鼎不断变大，美元有点独木难支，如果将欧元和人民币加进去，是否会更稳定呢？这有一个前提条件，要想让它更稳定，这三条腿就要同样有力。因为如果其中有一条腿是纸质的、无力的，那么这个鼎就会倒向那边，而那边的损失就

大。因此，在中国的金融和经济发展未达到一定程度的情况下，让人民币承担国际储备货币职能，无论对中国还是全球经济来讲，是具有一定危险性的。

第二，如何让人民币这条腿变得更加有力？最重要的是，让中国的宏观经济保持一定的稳定增长，除此还要推动国内金融改革与开放，包括国有银行体系的改革，因为它对提高中国金融体系的效率起到至关重要的作用；第二，是汇率制度的改革，要增加汇率的弹性，同时要在退出固定汇率的时候，为我们的货币政策找到新的锚，可以考虑以通胀目标来取代原来的汇率目标制；第三，是利率市场化的改革，也将改善中国资源配置效率，可以使得价格型的货币工具发挥作用。最后，我想谈谈中国的资本账户开放。资本账户开放是经济学中较具争议的一个话题，我并不是反对开放，但我觉得要特别谨慎，要考虑到可能的风险。因为新兴市场国家开放资本账户后基本上都经历了危机，虽然不开放也有可能危机，比如中国 1990 年代末就经历了银行的危机。一般来说，开发资本的前提条件是本国金融市场达到了一定的发展程度。我自己的研究发现，如果一个国家在私人信贷处于 GDP 比较高的比例下，开放了资本账户，发生危机的概率会显著提高。如果这个国家的汇率没有弹性，而资本账户开放的时候，又正好遇到储备货币发行国货币政策从宽松到紧缩的反转，该国危机发生的概率也会显著提高。对于中国来说，这两种情况目前都存在。资本账户项目开放要谨慎，而且开放前要关注本国的杠杆率，汇率弹性，以及储备货币发行国的汇率政策。我就谈这些，谢谢大家。

Yoon Je Cho: 根据我们日程，我们会会有一个讨论时间，但我们现在已经超时了，因此我们就到此结束。谢谢大家。

专题三

中央银行货币互换：对国际货币体系的含义

周皓（主持人，清华大学国家金融研究院副院长）：早上好，欢迎大家来到第二天的“国际货币体系再思考”研讨会。

昨天的会议有三个特点，关于国际货币体系的目标和途径，一个是大家提的建议比较多，纸黄金、三足鼎立、超主权货币、IMF改革这些观点。第二个是大家谁都不同意谁的观点，每个人都有自己的观点，第三个是这些观点可能是二十年后三十年后甚至一百年后才有可能实行的东西，昨天的讨论是比较远的目标的讨论。今天的主题就是从这种比较高远的目标转移到比较现实的发展当中，比如说央行之间的互换，比如说央行的货币政策的转变，比如说人民币的国际化。这些内容都是国际货币体系，能够建立的将来的微观基础。今天讨论的这些发展一定是我们将来发展高远的国际货币体系建立所必须的基础。

今天早晨第一个演讲主题是中央银行货币互换与国际货币体系，从2008年开始大规模的建立起来，今天第一位发言嘉宾是沈联涛，他是银监会的首席顾问，他的发言题目是中央银行货币互换与国际货币体系。

沈联涛：中央银行货币互换与国际货币体系

沈联涛（中国银行业管理监督委员会首席顾问，经纶国际经济研究院高级研究员）：首先我要感谢乔依德对我的邀

请，还要欢迎 Adair Lord Turner，感谢他们一起来组织这次会议。因为时间有限，所以我就快速讲几个关键问题。

周皓刚才提到，我们昨天讨论了一些宏观方面的问题，今天我们会讲的是微观方面的。昨天也说到，现在实际上跟之前是不一样的，是一个很特殊的时代。我今天要讲讲央行互换。布雷顿森林体系是 70 年前建立的，70 年后的今天，我们来考虑一下央行互换这块，就必须要考虑现实的情况。央行互换，要考虑到央行本身的属性，要考虑到互动性的问题。如果要提供流动性，就要考虑到短期的货币体系。我们知道，国际货币体系是 70 年前来确立的。现在有什么样的变化？我们需要在此基础上考虑一些基本的问题。这样才能前进。我想给大家讲四个现象、四个现实，在此基础上我们来研究这些问题。首先，布雷顿森林体系发生了什么变化？

第一，在 1940 年代、1950 年代，世界银行以及 IMF 是最主要的机构，向新兴市场提供基金。但今天 IMF 和世界银行它们是从一些新兴国家的银行，比如说中国发展银行来借贷。中国发展银行可以提供 1.2 万亿的资金，而世界银行 IMF 只提供 4 千亿，因此现在的形式是有了很大的变化。

第二，世界经济危机的结束，很大程度上是由于央行互换，通过向新加坡、香港和这些地区的银行进行互换而达成的。它的额度达到了 3300 多亿，中国人民银行已经和 21 个国家的银行，签订了互换的协议。它的总额度达到 4260 亿。在新兴国家的央行互换的额度实际上已经超过了发达国家的互换额度。

第三，央行的资产负债表占世界金融市场的 8%。这是根据一份货币体系的报告得出，在危机前这一数字是 4%。

如果，我们考虑到这些现实，当然还有其他的现实——比如 Thomas 提到的不平等性已经达到了不可接受的情况——国际货币体系最主要的问题是什么呢？只注重于短期，外汇、汇兑，每年达到 4 万多亿，虚拟经济已大大超过了实体经济。

自从布雷顿森林体系建立以来，另外一个大变化就是人口的变化。1940 年代只有世界人口只有 20 亿，今天已经接近 70 亿。还有一点，在当时，美国的 GDP 几乎占到世界的一半，而今天美国的 GDP 只占 22-23% 多，其他的国家变得越来越富裕。世界变得越来越极化，使问题变得越来越复杂。现在技术变得十分之快，在国际上有越来越多新的技术，也使我们真正达到了国际化。Tapscott 深刻地指出：“因为社交媒体和技术发展，全球治理系统中全球协作和非政府组织也会比单一国家起到更大的决定性作用。”

第四，金融化。这指金融杠杆和金融产品占全部经济活动总量中占的比重越来越大。由于金融自由化和创新，金融化变得越来越短期，越来越快。央行的一些措施，实际上使这个问题变得更糟糕，因为它们打造了更多的泡沫。在 1980 年代，金融的资产只占 GDP 的 100%。到了今天，世界平均水平已经达到了 370%，在欧盟是 500%，在英国甚至更高。这个结果，这种问题，要通过央行互换的角度加以考虑。

第五个现象，也是很重要的，就是气候的变化，这方面是一个世界共同的问题。

布雷顿森林体系，它是在冷战之前建立的。在当时，可以说是一个一级化的世界，但是现在，是多极的一个世界。因此 70 年前的系统，不能解决当前我们面对的问题，而且

过去是单一的国际货币，但现在是多极的货币。因此我们必须要在全球的角度上，而不是一国的角度上来考虑这个问题。我们也要考虑比如 IMF 的配额的合法化。互换问题，只是一个临时的机制，不可能成为一个永久的机制。这就是我们需要考虑的问题。因为时间的问题，我不能详细地讲我的论文。但我想把基本点，都讲一讲。第一，大家都同意金融应当为实体经济服务，但今天不是这样的。第二，金融已经成为了经济的推动力。

金融这方面实际上已经推动了它的杠杆化。金融越来越集中化。世界上其他的国家，都想得到更多的利润，提高就业率。利润意味着劳动成本的回报还有资本投资的回报。但是现在的金融体系，解决不了这些问题。基本的问题，是央行的政策，它只专注于金融的稳定，没有考虑其他的一些问题，诸如社会上的不平等性，还有一些生态的问题。如果利息是零，能不能有长期的投资来解决环境的问题呢？但现在的市场上，没有大量的投资来解决环境的问题，而是专注于一些债券，股票等等。而美国想的是美元是我的美元，问题却是你们的问题。怎么才能解决这些问题？我的结论是现在不能再单极化的控制 IMF 的系统，而要考虑多极化的世界，考虑到新兴市场。同时，我们要考虑一些改革，比如央行互换的体系，对穷国提供贷款。这样才可以对多极化的体系化中注入竞争力。IMS 才会有良性、健康的竞争。如果要促成这种结果，我们必须推动央行互换的额度。比如清迈协议之下，亚洲一些国家的央行它们之间的互换额度已经超过了四千多亿。

有些国家已经制定了绿色目标，央行其实不止是做一些补贴或者是补助，而要考虑到很多其他方面的一些做法或者

是考量。像 IMF，它会给一些大的银行很多的补贴，仅在欧元区就有这样大量的补贴，如果这样的体系仅仅补贴大且富有的银行，那为什么要做这样的体系？我们这个体系的作用是什么？在社会不平等，金融的可持续性，生态的可持续性等方面，其实这样的货币体系没有起到作用。

我想在此表达我的感谢，是这次会议给我这个机会，以开放的心态，跳出这个框架来思考问题。我们要使得国际货币体系服务于实体经济，这样的体系才会是有效用的，才会达到了社会的平等的目标，达到生态可持续性的目标。

我们要考虑不止是说价格和稳定性，同时还有就业、工作的机会，社会的平等，还要考虑到长期的可持续性发展。如果整个世界没有达到社会的平等，我们的国际货币体系其实是没有作用的。新兴市场和国家也应该要考虑这样的一些议题。这样才能够有更好的国际货币体系。谢谢。

周皓：谢谢沈联涛，时间控制的非常好。你谈到了不是从上自下的做法，而是从下至上的做法，我们有请下一位发言人是中国社会科学院副院长李扬。

李扬：积极应对六国央行货币互换货币互换升级

李扬（中国社会科学院副院长）：女士们，先生们，大家早上好！非常高兴再次在中国参加关于国际货币体系的改革讨论会。现在对国际货币基金组织和国际货币体系，中国比世界上任何的国家都关注，北京也有些相关的会议召开。

今天非常高兴能和沈联涛先生共同就一个主题发表看法。关于各国央行间的货币互换，以及这种货币互换对于未

来国际货币体系发展的意义。我在去年出了一本书，已经很系统地阐述了我的看法。在这里，我把要点，向大家介绍一下。

首先，我们要讨论的是一个功能完备的国际货币体系，它的基本要素是什么？1、国际储备货币的选择。我们将用什么样的货币，来做为共同的价格标准、支付中介以及储备的手段。2、这个货币和其他货币之间的汇率关系。我们采取什么样一种模式，是固定汇率、浮动汇率还是有管理的汇率，来确定这样一个关键储备货币和其他国家货币之间的关系。这是必须要处理好的。3、当世界各国，贸易乃至国际资本流动都出现了根本性不平衡状况，我们用什么机制去处理它？也就是说用现在的话说就是各国间宏观经济政策的协调问题。我们需要一套机制来解决这些问题。

在典型的布雷顿森林体系下，这三个问题是得到完满解决的，储备货币是美元，美元有一个定价的标准同黄金有一个关系，美元和其他货币固定汇率制只在有限的范围内可以调整的，但如果说出现了由汇率都不能调整的根本性的各国国际收支不平衡的时候，就需要用剧烈的调整各国国内政策的手段，来进行调整。国际经济学中吸收法、弹性法、货币法等等这样一些调整国际收支的方法，都是基于布雷顿森林体系这样一个架构，货币因素不可解决的问题，需要逐个进行政策协调。记住了国际货币体系这三个要素之后，我们就可以讨论未来的问题了。

关于储备货币的选择。我想大家都同意，在20年甚至更长30年、50年的时间里，我们看不到有单一货币能够取代当年的美元，一定是一个多元储备货币共存的情况。事实上在布雷顿森林体系运行之后不久，储备货币的多元化趋势

就已经开始。先是德国马克，然后是日元、法国法郎、瑞士法郎逐渐冲击单一货币体系。60年代更大的冲击，SDR的推出，一直到整个欧洲货币体系的推出。储备货币多元化的趋势，由于这次危机，特别是由于中国的崛起都使得这个多元化的趋势愈发明显。今后非常长的时间内，我们所能看到的是一个多元储备货币的时代。

如果储备货币选择问题即第一个问题是确定的话，接下来就是汇率问题。

我们看到最近这几年来，国际金融领域中，增值最多的实际上是汇率。美国以及其他的一些国家，对于中国指责最多的也是汇率。可见储备货币选择问题确定之后，汇率问题是关键。在大量的资料中显示，汇率是拥有储备货币国家手头的一个武器，是它的基本国策。汇率可以作为武器，以改变货币条件的方式来迫使交易对象就范。中国的历史非常清晰地显示一些国家在用汇率的手段对我们施加市价压力。如果储备货币不平衡，不可能通过调整储备货币以及调整汇率来解决，而是需要调整政策。但如果政策不能协调就会导致金融危机。这次的金融危机就非常清楚的告诉我们这样一个机制。

现在有G20、金砖国家，G7等各种各样的新的治理体系，在这样的一些治理平台上，大家讨论的最多的就是各国宏观经济政策的协调问题。事实上，我们已经站在后布雷顿森林体系时代，这个时候出现了主要国家央行间多边互换协议，我们特别关注它。我自己认为这是未来相当长时间里，国际货币体系主要的形式的初显端倪。

回顾历史，2007年这次危机刚刚开始的时候，美国就和欧洲货币当局以及瑞士国民银行，分别签署了货币互换协

议。当时是为了解决这两个区域它们美元的短缺问题，因为这次危机刚发生不久，欧洲就出现了流动性问题，而且主要是短缺美元。这个货币互换协议，是解决欧洲以及瑞士它们的美元短缺问题。在 2009 年之前，这个互换协议，没有逃脱原来的含义，就是美国向世界各国供应美元。

但 2009 年 4 月 6 日，美国和欧洲中央银行、英格兰银行、瑞士国民银行，四家银行签署了双边互换协议。这个互换就变成真正的互换了，而不止是沿袭了布雷顿森林体系由美国由联储向世界各国供应美元。而 2009 年 4 月 6 日这个历史性的协议标明，美国也需要其他国家的货币它也面临着自己的一些特有的流动性问题。

在 2009 年 4 月 6 日之后，又有一系列双边货币互换协议签署，覆盖国家将近 30 个。到了 2013 年 10 月 31 日，有了总的解决方案，六国中央银行签署了多边互换协议。而且这个互换协议和过去不同，除了多边之外，还有几个特点：货币不限、期限不限、规模不限。

一般意义上的互换我们是指在一定时期内进行的。如果把互换的时间限定取消，通常的互换又一定是在一定的规模内，比如 3500 亿，但这个互换协议也没有规模限制。传统意义的互换，一定是两国之间货币的互换，但在这个新协议中六国之间可以互换。

这样的动态非常值得我们关注，因为事实上它向我们展示了未来潜在的国际货币体系的改革方向。通过各国央行之间的货币互换来解决储备货币的供应问题。

由于互换过程中要涉及到利率和汇率，所以它潜在的解决了汇率问题，甚至解决了各国利率政策的协调问题。

第三，由于签署互换的谈判需要很长时间，涉及各国之

间的宏观经济政策，所以各国间宏观经济政策协调问题，在这样一个互换协议中也得到了解决。研究一下这样一个新的多边的互换协议，就可以看出，它完整地解决了一个国际货币体系需要解决是的三个主要问题。所以我们有理由认为，这可能是一个未来的国际货币体系的发展方向。

中国面对的情况也很清楚。首先，此次六国央行货币互换，中国不在内。美联储、英格兰银行、加拿大央行、瑞士国民银行、欧洲央行、日本央行，六国互换。这六个国家都是发达经济体并且都是 OECD 国家，剔除了中国、南方国家、新兴经济体，这其实是相当大的挑战。同时，和六国央行货币互换平行的另外一个进程，就是国际贸易合作方面，从 WTO 开始进展到 TPP，TTIP，超级的自由贸易区域也在形成。超级的货币区域和超级的贸易区域，这两个区域在地理上完全重合。所以我们对它未来的体制意义，对于全球的治理意义应该给予高度关注。

这种情况下我们需要做的事很多，对于中国来说要做三件事。

1、发展以人民币为中心的货币互换网络。到去年年底 29 个国家，有货币互换。

2、我们要求和上述这六个国家央行进行互换。现在仅有美联储还不愿意和我们互换，其他国家，我们也都有协议。

3、当我们要求进入互换网络的时候，发现由于人民币不可兑换，由于我们资本项目没有开放，所以事实上无法实现互换。刚刚说的六国货币都是可兑换的，因此在这样六个国家的司法辖区内，任何一个国家用任何的货币发放贷款的话其实是没有区别的，因为它可兑换。但如果人民币加

入，由于是不可兑换的，所以说即便中国进入到这个网络它的实际意义也很小。

目前的态势发展，促使中国必须加快金融改革和对外开放。关于人民币可兑换和资本项目开放，我历来是持稳健的态度，不主张太快，因为我们对外的部分其实必须要以国内的体系健全为基础——目前国内体系相当不健全——但是现在的国际形势发展，迫使我们要加快人民币可兑换的进程，加快资本项目开放的进程。否则我们会被一个新的全球的货币治理和贸易治理的体系会排除在外，这个后果很严峻。

希望大家关注最近这两年在主要发达经济体之间，新的贸易、投资、货币之间的协议，因为这昭示着国际货币体系未来发展的目标和方向，中国对外政策也应当按照这个方向进行调整。当然我们要能够应对这样的挑战，必须要加快国内的金融体系改革。谢谢各位。

周皓：感谢李扬院长从中国实际出发，提出如何建立国际货币体系的观点。下面有请两位嘉宾对前面两个发言做出重要评论。第一位是徐明棋，上海社会科学院研究员、卓越发展研究院国际经济研究中心主任，评论五分钟。

徐明棋的评论

徐明棋：这两个演讲实际上是很有深度的，也提出了几个问题，我对他们讲的一些观点表示同意，对另一些观点持否定意见。

首先货币互换的协议，实际上是一种信用的协议。是为不同的各方之间提供所需要的流动性。因此，这是一种国际上的合作。任何一个国家的央行，都不能仅通过发行国内货

币来稳定金融市场，也就是说，各个国家应当考虑到其他的货币，来稳定金融市场。因为现在的金融市场十分的复杂，即使是国内市场也需要外币的帮助。此外，发达国家银行之间的互换是不足够来支持稳定的金融市场的。

现在，最主要的是集中于六个西方国家央行的互换，它们现在已经变成了长期的互换协议。但我同意沈联涛的观点，就是那些发达国家央行互换协议是不足够的，因为我们现在已经进入了多极的世界。我们可以看到中国央行，中国人民银行，它和其他的发达国家以及发展中国家也进行了互换协议，也得到了很好的进程。再一个是经过了 2008 年的金融危机之后，很多的货币或者说流动性在新兴国家流动性的需求。如果发达国家只维护他们自己国家金融市场的稳定，而不考虑新兴国家金融市场的稳定，我认为不可能达到国际金融市场的稳定。因此，我们现在这种互换体系，正确的话，应当把它拓展到新兴国家的央行。

关于这些互换协议对当前的金融市场货币体系的影响，我认为，李扬他的期待可能太高了。他觉得，互换协议可能成为一个新的货币体系的基础，我有些不认同这个观点。我想这些互换协议，只可能来维护当前的金融市场稳定，只是注入了一种动力，只能对当前的金融系统起作用。如果不稳定是由于最主要货币的波动造成的话，这些互换的协议，是不能从根源上解决这个问题的，只能提供一些暂时的流动性支持。它只能是推动当前的 GDP 增长，以及国际贸易的增长，IMF 也不能肩负起这些责任。靠 IMF 自己也不能达到这个目标，各国央行应当是携起手来，一起来解决这个问题。

现在旧的问题还是没有解决。因此，我们所需要做的是

启动新的概念，新的措施，新的国际货币体系的改革。不能只依靠所谓的互换协议。这对中国经济意味着什么？因为中国央行已经和其他的国家签了很多的互换协议，但这些协议中的大部分，都是一些暂时的措施。就现在的国际货币体系来说，我们不当将 IMF 边缘化，这一点是很重要的。如果这些发达国家的央行，它们不和新兴国家的央行来签署互换协议，中国应当肩负起这份责任。实际上中国已经和很多新兴国家的央行签署了这样的互换协议。

美国不需要中国来提供流动性的支持，但如果这些新兴国家它们不能从 IMF 以及世界银行得到这些流动性的话，那么这些发展中国家需要中国来提供美元的流动性。

周皓：下一位邀请 Paul Jenkins 前加拿大央行行长给我们做一个评论。

Paul Jenkins 的评论

Paul Jenkins：首先感谢组织方组织这次会议，我很荣幸来到这里参加这次会议。我要感谢讲者们，他们讲了很多重要的问题。刚刚沈联涛也说了几个大的问题、大的挑战。我想一层一层剥开这些问题跟大家讲讲。

刚才我们从技术上讲了互换的问题。但是我想要把这个问题再聚焦一下，详细的讲一下，在 2009 年，2008 年，实际上流动性有了一些问题。在当时的金融市场，资产价格不断的往下掉。当时的市场极度想要找出解决方案，来解决这个问题。当时加拿大也是这样。作为对市场的回应，各国央行采取了很多刺激性政策援助来刺激市场。央行的主要流动性援助就是推动结算，也提供了一些紧急的金融援助。

还有一些传统的借贷方式——央行作为最后借款人。在新的情况之下，央行它们也有了一些新的金融工具，采取了一些新的流动性举措。比如一些类似互换的协议，也是牵扯到多方的。这是关于流动性的推动，但是它最主要的是来维护金融市场的功能性完整。比如英格兰银行关于英镑的一些援助措施。

我们现在还有一些未解决的问题。比如央行它们应当对谁负责，还有一些影子银行的问题，都需要进一步考虑。此外还有一些更宽广的一些事宜，比如互换协议应当包含更多的国家。实际上在互换协议这方面，还有很多更深入的问题需要考虑，就像沈联涛所说，这些互换协议，体现了央行真正的全球范围内最后借贷方的角色。

但是这些互换协议应当有一个很好的货币市场，作为央行实际上希望首先在私人市场当中，以私人机构来主导市场中实行流动性，保持良好的流动性。也就是说私人机构应该首先提供流动性的援助。还有一点，大家需要考虑到的是，这些互换协议不是一种货币的政策，它只是一种提供流动性的方法。也就是说央行提供流动性，并得到了对应的回报，而不是一种货币的政策。我们想要听到更多的一些例子，比如央行和香港银行之间的互换。

央行之间的互换有很多的监管方面的问题，比如对银行的一些补贴。在这方面，我们也做了很多的研究，也讲过大而不倒这样的一些理念——有些人认为金融机构规模太大，不会破产。但我们需要思考一下，其实在这方面有很多潜在的问题，这些问题如何解决？还有环保方面，也是非常大的问题，央行在这个领域内扮演什么样的角色？还有私营部门，它们又在应对气候变化等一些问题上应该是扮演什么

样的角色？我觉得央行和私营部门都应该是积极合作，央行当然是非常重要，但是整个私营部门扮演着更重要的作用。谢谢。

周皓：下面是讨论环节。

自由讨论

Thomas Ferguson：其实我们每次提到了互换，都会讲到央行是最终的借贷者。在我看来，互换的机制在 2008 年、2009 年、2010 年的时候产生的。那个时候有大量的补贴给银行。我们先来听听，大家有没有什么问题要提，然后再一起来回答。

向松祚：我确实是非常欣赏刚刚两位发言人的发言，这两个发言讲到了非常根本的问题，比如关于 IMF 的一些根本方面。发言中提到了对于未来国际货币体系的预测，会有更大更多的一些竞争性，会有更多的货币，更多的央行，更多的互换，会使整个体系的竞争越来越多。我们也讲到流动性过剩，或者说是其他的一些问题，在过去十年中会有一些根本性的恶化。国际货币的体系中也出现了流动性过剩。

之前联涛先生也提到了国际货币体系应该是更好地服务于实体经济，我们的金融体系更好地服务于实体经济，我想听听你们的看法，展望未来有没有任何的可能性，能够找到一种新的锚或者是新的一种出路，来解决我们的货币流动性以及全球经济的问题。如果没有办法找到这样的出路，在未来我们还会进一步看到更加严重的金融危机。

另外我想提的是汇率。从 1970 年开始，汇率主要是由流动性来推动的或者是决定的。主要的储备货币的提供者，

或者是提供的这些国家，它们对于全球的流动性有着非常大的影响。

Adair Lord Turner: 联涛提到了互换，还提到了央行提供流动性的角色，还有经济的金融化，以及金融系统会提供更多的一些短期的信贷杠杆；Paul 提到的问题核心和关键是这个体系本身的一些平衡，还谈到补贴及大而不倒的观念。我的问题是：是否央行可以提供一种弹性货币，来提供流动性，这样的就可以由货币体系可以实现避免过度的金融化。我们是否需要一个设计使我们的偿付能力得到优化，来预防破产的情况。另外，是否可能建立一种体系，为经济提供更多的一些流动性，同时也可以保护银行免受破产。Paul 其实有些时候会有一些偏见，比如偿付方面，大而不倒这样的观念。因此，需要听听大家的看法。

高海红: 我想向沈先生提出一个问题。还有李扬先生我也想听听您的看法。我的问题就是：如果由下自上的做法，在这种情况下，可能会有竞争，比如说不同的互换的竞争，不同的流动性来源这样的竞争。你觉得在这块会不会有什么问题？这个互换，货币的安排，基本上是最最终贷款人的角色，那么最终贷款人并不是免费的午餐，是有成本的。还有一点就是关于效率，就是由下自上的过程中有什么样的风险？

Arturo O’Connell: 非常感谢，我们在谈的不止是流动性的提供，而是相关的匹配性的问题，比如说不同的货币之间的互换。其实我们可能会找不同的货币，参与到货币体系中。我昨天也提到，比如在欧盟的央行可以借更多的钱给美国的商业银行。美联储想尝试着避免由此引发的美国的抵押市场的崩溃。其实我们没有一个好的金融安全网。

我们一直在谈央行的互换、补贴，其实这些问题，都是应该要分开来讨论。但有些国家，它得到的央行的互换，央行积累了大量的财富和资金，比如在巴西，互换是因为巴西积累了大量的外汇储备，大量的资金。如果抛售储备的话，就会带来一些冲击。首先就像刚刚所说到的，不止是美元的流动性问题，而是货币没有匹配好。阿根廷央行一直以来都在尝试着要解决货币不匹配的情况，试图通过一些新的监管和立法来解决这个问题。

还有，我们要先解决货币不匹配的问题，然后对银行进行监管，在互换过程中也加强监管。金融这块，不止是金融部门服务实体经济这么简单的问题。即便是 1970 年代，IMF 也有借贷的机制，不止是做借贷，而是确保发展中国家和发达国家的收支平衡。与中国的互换我们也在进行一些讨论和谈判，之前已经就阿根廷银行和中国银行谈判过一次，现在进行新一轮的谈判。

李建军：这次最重要的是互换没有了一个额度的限制，是否意味着有可能某种程度上替代现在的美国通过贸易逆差向全球提供流动性的模式？所谓的大西洋的国际货币体系是不是新的？这需要我们的关注。另外，对中国来说——刚才有专家提到了比如说我们跟阿根廷这些国家有了货币互换——怎样把这种货币互换从紧急使用的模式，变成一种日常使用的模式，我觉得很重要。因为我们现在只和韩国用了 6200 亿美元，而实际上我们总规模是 2.5 万亿人民币，所以这个对我们来说是意味着什么？我们中国应该如何做？也希望两位嘉宾给一定的回答。

杨燕青：我们看到在国际货币体系中央行互换扮演着越来越重要的作用，这会加强美元的地位，还是会稀释美元的

地位？

张春：这两天嘉宾都说了，下面一步多元储备的国际货币体系的发展肯定是必然的趋势。现在一个主要的储备货币会有太多的流动性，多储备货币是不是有更多的问题？是否多储备货币以后，反而因为有竞争了，大家更谨慎，也许不一定会相互贬值。长远来看，一个多储备货币有什么最大的问题，是需要我们去解决，去协调的？多储备货币是不稳定的还是更稳定的？

Michel Camdessus：我提一个比较天真的一个问题。我们企事业看到互换的安排，已经是有很多的发展了，在这方面我们也做了很多讨论，我们也希望继续推动这样互换做法。我看到，我们在全球大家都在说，谈到最终贷款人，可能不会考虑到来源国的问题或者是一些风险。当然我们也看到，已经有了出现流动性过剩的这样一些问题，从这些方面来看，我就想要提一下，是否我们需要有人来监督和监管这样一个发展的过程？或者说到底是到底要看看是继续发展呢，还是说要做一些调整？谁来做这样的调整，或者是谁来负责或监督这样的一些发展？对于这块，我也想听听大家的一些看法。

沈联涛：我想所有的这些相关的问题，我尽我所能来回答。国际货币体系实际上它是一个冷战时代的产物，当时是单极的世界，1944年，当时全球的利益和美国的利益相一致，现在不一样了，现在美国还是有这种想法，“我的美元，你们的问题。”这就造成了全球流动性的问题。因为美国的金融系统，实际上是低利率，可能现在对美国可能没有坏处，但是对世界可能会有坏处的，会造成金融的不稳定。讲到这儿，就讲到了掉期。掉期是一个非系统的系统，但是

这样一个系统，肯定不能可持续。如果美国想要继续的来进行互换，来推动流动性，那么美国的 FED 应当和中国的人民银行来签署互换协议。亚洲国家所储备的美元是大大多于美国所用的美元的，但他们用不了，不能进行更好的循环。美国的 FED，是“看门者”，应当做出一些姿态允许这种美元的良好的循环。因此，在美国和中国之间，缺少互换的协议。

冷战时期的概念不再适用于现在的世界。现在的央行他们应当怎么做呢？应当是采取自由市场的概念。现在是一个多极的世界。如果每个人都想着自己肯定不行。如果新兴国家的央行愿意来提供这种互换，而美元不想推动更好的流动性，唯一的解决方案就是来打造 SDR。打造一种多重的货币，来解决这个问题。中国央行所提出的互换协议只是一种解决方案。但因为冷战时非敌即友的思维——你“大而不倒”，但我还是给你相关的借贷，因为你是我的朋友——这一切都没有发生。

我同意李扬的原则，要自下到上来改变这个系统，不能从上到下。我们现在的系统实际上是冷战的产物，是不适合当前的社会的。

李扬：我想就其中几点做一点回应。

第一，我们讨论的目前的问题，要记住一个事实，就是现在，已经是多元储备货币时代，而且是多元化的趋势越来越明显。几十年不会改变，所以我们所有的讨论要在这样的前提上出发。

我同意沈联涛的说法，就是说目前的国际货币体系以及相关的理论是冷战思维。我们面对多元储备货币这样一个事实的时候，要抛弃冷战思维。

第二，现在所有的国际问题已经不止在国际货币基金、世界银行等传统治理机制上解决，都在 G20 这样的新的治理机制上解决的。这就是我前面所说的广泛各国间直接的政策协调。G20 先开央行行长会议财长会议然后再开首脑会议，20 个国家这么频繁，这么高层次，这么直接的讨论问题，比 IMF 应当是天壤之别了，所以它是我们今后的国际货币体系应基于这样一个直接的各国协调的一个机制。

第三，关于互换，国外文献都关注它。比较支持互换的是来自欧洲的观点——以互换为基础，组建新的国际货币体系。当然这可能是由于欧洲的历史地位，由于欧元的启动过程。来自于大西洋彼岸的不支持，因为互换意味着对美元本位的挑战。作为中国学者，我是支持多元的，而且通过货币互换的方式来解决国际货币体系所有问题。

第四，最需要货币的国家，是进不了互换体系的。只要互换，那就是在一定意义上，可以不需要从外部找资源来支持它。当然，互换体系还有一个余额的问题，有一个差额的处理问题。所以在这个意义上，国际货币基金组织应当向这样一个协调人的角色转变，就是在确认互换是一个基本网络的前提下，做一些拾遗补缺和协调的工作。

第五，刚刚有人说目前的互换网是大西洋的网，我已经说的很清楚，它是排除中国的，是排除发展中国家和新兴市场经济体的，这是很不好的冷战的一个遗迹，我们应当高度关注。

Paul Jenkins: 大家这些问题都提的很好。在国际金融危机时代有很多的补贴。我们也有很多的教训，比如坏账死账。我们必须要保持金融市场的开放。央行互换可以提供很有建设性的角色。这种互换的机制应该是开放的，有包容性

的。我们应当在这方面做更多的努力，有更多的谈判，我确信实际上互换协议可以推动国际金融市场向前推进。

周皓：上午的货币互换专题就到这儿。谢谢大家。

(茶歇)

专题四 货币政策、资本流动和汇率制度

Masahiro Kawai (主持人，东京大学教授，原亚洲开发银行研究所所长)：女士们、先生们，这是今天早晨第二个专题，总的是第四专题。

我们今天这个专题会讲货币政策、资本流动和汇率制度。在这个专题，有五位演讲者，还有两个评论，这个专题时间很长，因此我要求，每位讲者，要严守时间的限制。我会用铃声来提醒大家，在您还有五分钟的时候我会按一次，在您还有两分钟的时候我会按两次，到时间了我就会一直的按来提醒您。请大家不要觉得被冒犯到了。

首先第一位演讲者，是余永定。余永定先生会讲一下中国如何走出三元悖论，您有十五分钟。

余永定：中国如何走出三元悖论

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任)：今天我想讲一下和中国相关的问题，

就是中国如何走出三元悖论。

图 22 对三元悖论进行了清楚的诠释。从这张图上，大家可以看出很多信息，实际上在教科书中有很多错误。教科书上说美国在上面这个角，它有自由的资本流动。欧洲，尤其是欧元区的国家，在右下方的角。另外一个角是中国，这就是落实的三元论。虽然理论上是这样的，但实际上却是很不同的。在金融危机期间，美国有自己独立的货币系统以及货币政策。美国降低了利息，但美元没有贬值，而是升值了。这与所谓的三元悖论不符。一方面，美国降息；另一方面，美国将美元的汇率稳定。之后，它们可能会将利息降低到零，美元的价值也稍微掉一些。但同时，美国可以保持本国的经济和美元的竞争性。

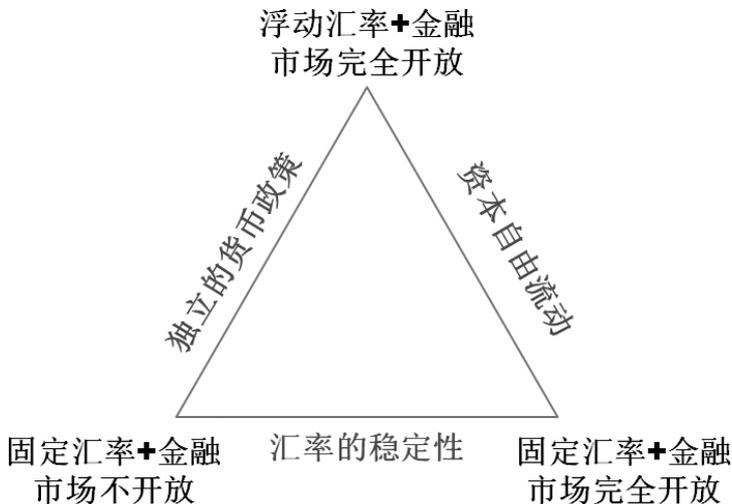


图 22：特里芬难题 / 三元悖论

中国也不是像这里的三元悖论预期的那样，不是像许多

外国观察家预测的那样。根据历史的经验，中国的主管当局可以保持独立的货币体系，这在过去三十年一直都是这样的。同时，汇率在中国得到了货币当局非常紧密的监管。有很多的国外观察家因此认为，中国必须或者是说中国对资本流量做了非常紧密的控制，但其实并不是这样的，他们只看到了一面。

回顾历史，实际上从 2003 年开始，因为预期的提高，比如有很多热钱流入到中国，导致了一些影响。尤其在 2009 年，人民币国际化开始了。汇率有了套利空间，而且外汇套利交易开始普遍出现。2013 年，中国外汇增加了很大的部分。在今年第一季度，外汇储备的增加，其实已经超过 1250 亿美元。当然中国也有贸易顺差。从套利来看，我们要控制或者是监管资本的流动。但目前来看，我们对资本这样的控制虽然有用，但不是非常有效，有很多改进的空间。

资本账户这块，我们需要货币政策的独立性，同时要有能力控制汇率。中国如何才能做到一点，实现成功？关键就是冲销政策，这是非常重要的政策。可惜在中国，我们并没有详细讨论这样的冲销政策。很多国外的观察家，其实并没有很好的深入了解中国的冲销政策，只得出非常简单的结论。

冲销政策被看作相当于货币政策，但其实是两个不同的观点。日本通常会使用日元来购买美元。其他的发达国家也是相同的做法，但中国的情况不一样。我们的财政部其实并不做冲销政策，而是由人民银行来做。在中国，冲销政策比较类似于货币政策。央行在汇率市场外汇市场上，以及流动性等提供方面做了很多努力，规模非常大。中国人民银

行必须要参与到，要使用这样的冲销政策来增加货币基数，来解决过度的流动性这些问题。最近，我们的一些做法非常成功。五六年前，我写了一篇文章说这样一个做法不是可持续的，中国人民银行很快就对我的文章有所关注。我觉得我当时的一个想法是错误的，其实过去的做法来看是成功的。

在中国，冲销比例是非常重要的一个概念，如果中国人民银行想要很好管理的货币政策。另一方面，双重顺差目前也是非常大，如果中国的央行认为，应该要有更多的流动性，那么它就可以降低冲销的比例，可以创造带来或者增加货币的基数。这样的一些做法，已经是非常成功了。

基本上我们会使用不同的途径，像使用 RRR 作为一种进行冲销的一种手段和工具，也就是以准备金的比例来作为其中一种方式。

很多文献认为冲销政策是没有用的。谈到蒙代尔的三元悖论，我觉得在中国主要的问题并不是冲销是否有效，而是冲销政策的成本。如果成本不是很高，或许中国人民银行能够继续使用这样的政策；如果成本太高，估计很快中国人民银行将放弃这样的政策，必须要改变来使用另外一种政策或者另外一种体制。在中国，现实是冲销成本其实是比较高的，而且是越来越高。

举一些例子。第一，对中国的冲销政策来说，最重要的成本是我们已经掉进了美元的陷阱，这是非常深的陷阱。我们差不多现在有 4 万亿美元的储备。今年第一季度，已经有大量的美元储备增加，不知道在今年年底接下来一段时间，到底会增加到多少。或许在未来，美元外汇储备会达到五万亿甚至更多，中国就会受到很多约束，这是非常高的成本，而且是很有风险的。我们必须要采取措施，如果继续这样，

仍然会继续在美元陷阱中。没有人逼迫你买美元，没有人迫使你不断的积累这种美元储备。现在美国就大量的印刷美元，使中国承担着非常大的成本。

第二，冲销政策它会使资源分配不当。比如补贴的问题。另外，中小型企业会生产一些无法交易的产品，这就对流动性造成影响，导致资源的不妥当的分配。在出口方面，也是一个问题。中国人民银行要考虑，这样一个冲销政策，它的一些优劣势。其实在经济体中，每个方面都有希望看到，包括出口，都会受这样的冲销政策的影响。这些方面都可以体现出资源没有得到很好的分配。

现在，一方面，冲销政策的成本越来越高；另一方面，中国的资本控制也出现了一些缺陷。在这样一些情况下，我觉得要处理一些问题也越来越难。对于中国来说，唯一的出路就是要使人民币更多的灵活性。我个人希望看到人民币应该要浮动。这样的话才是有效、合理的资本控制。谢谢。

Masahiro Kawai: 非常感谢余博士。接下来我们的发言人是由周皓先生。他是清华大学国家金融研究院副院长。

周皓：央行独立性和 QE 对中国影响

周皓（清华大学国家金融研究院副院长）：非常感谢主办方。布雷顿森林体系已经过去七十年了，这个系统其实在前三十年是非常成功、非常有用的，尤其是在二战后经济复苏方面。但之后固定的汇率崩溃了，有几个原因，其中一个主要原因是，这样的货币体系，是一种微观的安排，需要微观的基础。国际货币体系的微观基础是什么？是各国的央行。从 70 年代到 80 年代，尤其是在危机之后，央行政策体

制已经根据经济以及金融体系的变化而变化。随着宏观的基础变化，老的体系已经过时，但还没有出现新的体系。

过去三十年中，有很多挑战。讲讲央行的三个变化。第一个变化是政策的目标可能从储备到利率。第二个变化是央行越来越具有独立性，越来越针对通胀。第三个变化是央行只是负责货币政策，比如议会或者国会谈到的金融政策。央行对如何进行管理，如何实施它的政策，如何确定它的货币政策提供一个新的基础。

现在中国跟美国的 1980 年代非常相似的。在 1980 年代的时候，美国只有 13% 的通胀，20% 的利率。经济是每年 11% 的增长。影子银行负债表以及货币市场，才慢慢的开始成为一种金融体系的威胁。

中国也是在经历着同样的事情，比如说加速的经济增长以及影子银行的作用。怎么来解决这些变化中的问题？

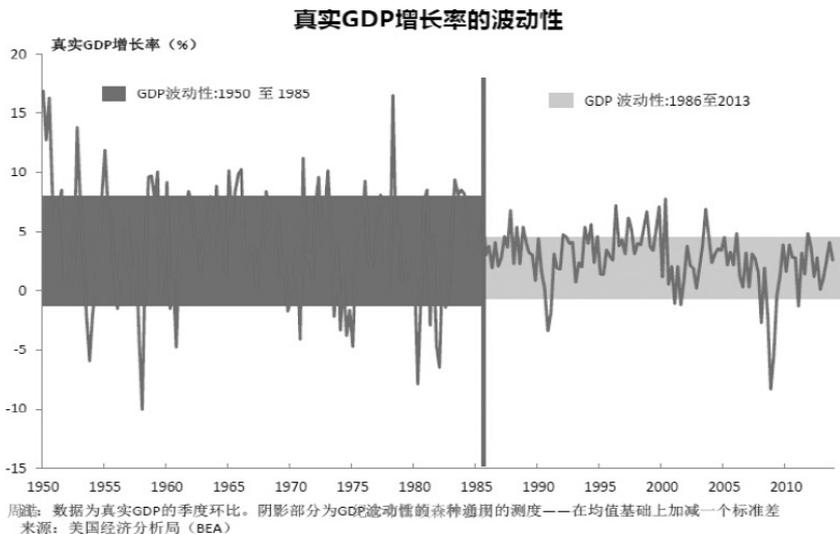


图 23：央行政策与经济稳定

历史上有三个变化。第一个变化，货币政策改变了。之前它是专注于储备，在利息上没有清晰的目标，但现在专注于利息，和 GDP 增长挂钩。美国还有其他的国家都是这样，在二战之后，经济的波动特别大，在 10% 左右。但自从政策改变之后，波动率维持在 2~3% 之内。因此政策的改变达到了它的目标，维持了金融市场的稳定。新的政策产生之前，旧的政策——至少是在美国——有马丁和伯恩斯的联储货币政策，主要是关于货币的储存、储备，因此产生了很多问题。

在采取新的政策早期，有所谓的“教条货币主义”。它是想稳定金融市场。但在实际当中我们看到了大量的问题。货币定义改变了之后出现了很多问题。随着技术的改变，货币数量有大量的增长。基数漂移问题，从历史上来看，随着货币发行量的增加，不能简单和 GDP 连接在一起。货币乘数问题也是为什么这种教条货币主义只维持了两年就被放弃了。之后就采取了“实用货币主义”的政策实践，盯住联邦基金市场短期利率。利息的稳定和市场的稳定是息息相关的。因此，这种新的政策，是可实行的。但是当美国将新的政策向国会提交的时候，国会还是给出了 M2 过渡期的措施。在我们刚过去的危机之前，甚至在危机当中，它的经济波动率还是很稳定的，因此各国中央银行所采取新的政策，是很有效的。

第二个最主要的变化就是央行的独立性——央行是和政府相独立的。如果央行不独立，就不能解决通货膨胀的问题。德国在二战之后有很严重的通货膨胀。根据一些研究调查，央行越独立，通货膨胀就越低。这一点是很重要的。

如果央行不是独立的，它们就不应当对高的通胀率或者

是通货紧缩负完全的责任，也会使政府觉得央行它的作用是有可无的。因此，央行它必须要是独立的，可以保证央行的政策是不受政府所影响的。这是从 1980 年代，1990 年代之后发生的变化，央行的政策越来越独立。

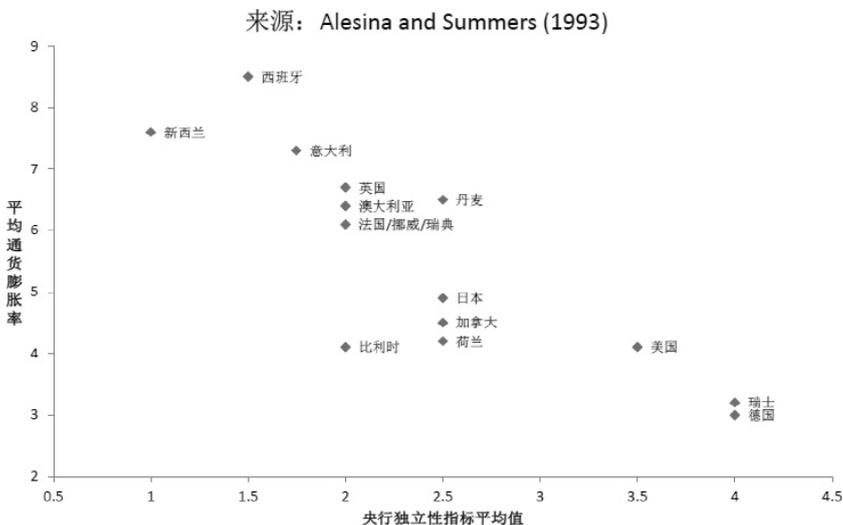


图 24：央行政策与物价稳定

第三个变化：从上个金融危机之后，美国至少经过了五年的衰退，实际上现在市场已经在恢复了。这和之前 1930 年的大萧条相比——它是经过了二十多年时间才恢复——就是一个大的变化。美联储实际上有一个 13.3 条款。这个条款不为大家所熟悉，用的也不多。它说央行如果感觉必要，它们可以为公司、为机构提供不受限制的流动性的支持。这就像是央行的一颗“原子弹”，可以来加快对危机的恢复。弗里德曼他们实际上没有完全使用美联储的 13.3 条款。还是一直采取这种严格限制的政策，这也是为什么 1930 年代

的大萧条持续了这么长。现在美联储已经了解到了这个条款的意义。因此，我们可以看到在 2007 年到 2009 年的危机中，这个条款被用到极限。因此它的结果是很不同的。

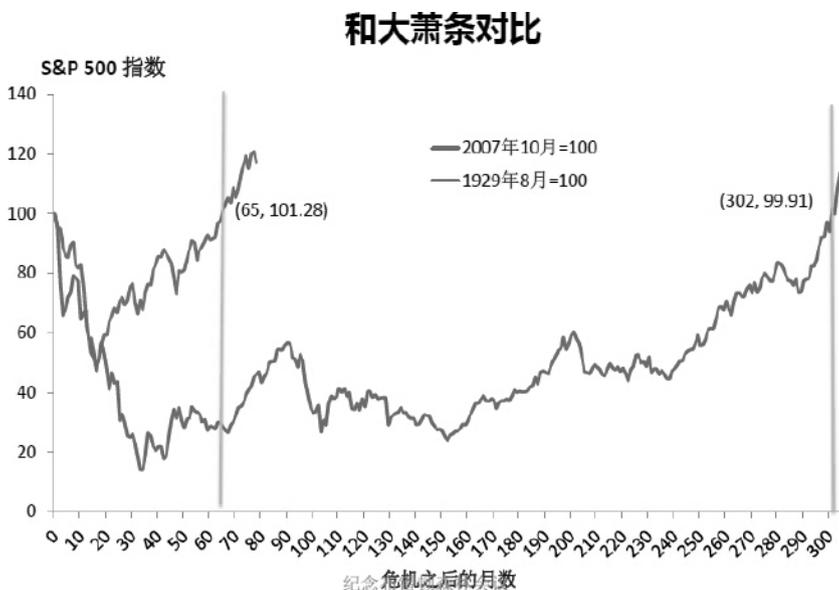


图 25: 央行政策与金融稳定

我们看到英国和欧元区的经验教训。尤其在美国，之前央行在法律上没有很大的责任，但现在央行有很大的权利，它们可以制定自己的一些相关的政策，可以通过一些政策来调节中小型的银行，从而影响到整个经济。央行可以说现在它的金融稳定监管权利得到了强化。不单是那些达到一定规模的银行，还有中小型银行也受央行的管制，其他的非银行机构，比如说一些保险公司，还有一些相关的交易公司，它们也受央行金融稳定监管。每个国家的央行都有这种趋势。

在英国、在欧元区，它们都有这种权利，来监管中小银行。因此可以说这是一个全球的趋势。

我要做一个总结。第一，在布雷顿森林体系之后，实际上大家已经意识到了央行政策和角色的改变。我们看到的有更强、独立、灵活的中央银行，这对保障经济稳定和金融稳定是特别重要的。

第二，金融政策至少在平常的时期，有了很大变化的，比如增长减速、物价涨跌、金融违约等。

第三，央行的责任也改变了，已经从单一专注于金融的稳定、金融政策转到经济稳定上，从微观到宏观上面。因此新的政策，应当是基于这个宏观基础之上。就像之前讲到的互换双边协议，人民币的强劲国际化等等，这些都是在接下来五到十年内发生的。基于此我们应当再思考国际货币体系。谢谢。

Masahiro Kawai: 谢谢您周教授，您给我们的一些建议，也感谢您给了我们一些未来央行的一些政策。下面一位讲者是高海红。

高海红：国际货币体系改革：特里芬难题再思考

高海红（中国社科院世经所国际金融研究室主任）：非常感谢乔依德先生的邀请，很高兴来参加这次会议。

我的题目是讲特里芬难题再思考。

我想主要围绕几个方面来分享一下我的一些研究体会。

第一，从财政角度来看看特里芬难题，第二，看看它跟汇率制度到底有什么关系？第三，谈谈安全资产问题。最后，阐述一下多元储备体系跟最后贷款人之间的关系。

反思国际货币体系是一个绕不开的问题就是特里芬难题。经典的特里芬难题产出的就是这样这样一个关系：在美元黄金本位之下，全球对美元的需求增长，与美元币值稳定之间的矛盾。这实际上涉及到了国际货币体系几个核心概念，第一个就是国际储备需求，第二个是流动性，第三个币值的稳定。

通常只要是国际储备需求增加，就需要储备货币发行国提供充足流动性来支持，同时，如果这种流动性支持过多，就破坏了储备货币币值的稳定性。这样看似很简单的逻辑，实际上我认为它是一个无解的问题。

战后，欧洲重建世界经济增长，这些都导致了对国际储备资产需求的快速增加。美国是唯一能够提供这样流动性的国家，它靠什么提供？最初美国是经常项目顺差的，1958年以后通过马歇尔计划流向欧洲的资产达到130多亿，这个数额应该是同期欧洲国家能够从IMF获得的贷款的四倍，对整个战后重建发挥了很大的作用。另外一个方面，欧洲美元市场的兴起实际上对私人流动性的需求，提供了很大的帮助作用。

从全球国际收支角度，美国当初是顺差，后来转为逆差。美元经常项目逆差，成为在布雷顿森林体系最重要的美元流动性的来源。

在币值稳定方面，布雷顿森林体系是美元黄金本位，美元和黄金挂钩，其他货币跟美元挂钩，这就要求美国提供每笔流动性都要有黄金储备来构成。这是一条硬约束，构成了财金纪律，这条硬约束在布雷顿森林体系相当有效。

实际上，1917年美国国会就已经通过立法，建立一个帐务限额发行的制度。它的长期走势（图26），在五六十年

代，美国上限的变化是非常小的，这个应该说是受财金纪律有严格的约束，因为这是硬约束。即便是布雷顿森林体系下出现了两次美元荒，以黄金供给支持的这种储备货币的需求，跟以经济增长能够产生的对流动性需求之间，出现了巨大的缺口，美国财政部也没有办法通过发债提供流动性。当时实际上存在了一个所谓的黄金的市场价格。即便是这样，美国也没有办法到私人市场购得全部的黄金来支付对流动性的需求。

财金纪律... ..?

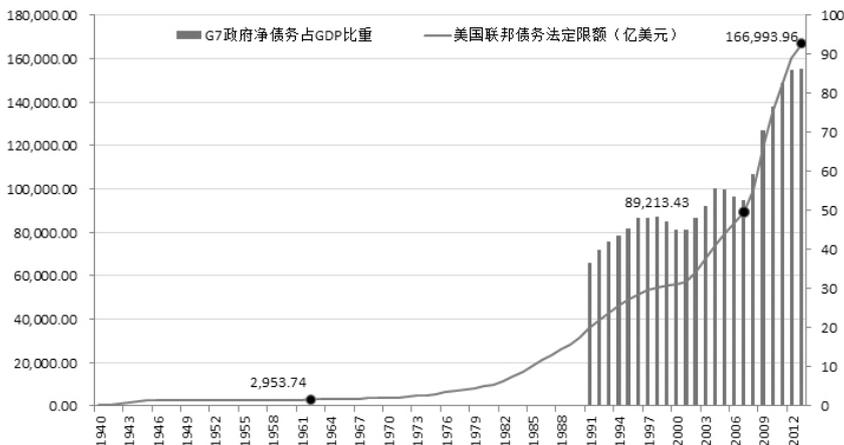


图 26: 财经纪律执行情况

金本位的财金纪律从财政的角度约束了当时整个债务发行，实际上对流动性也是一种约束，黄金供给的缺口怎么办？最后只能在1917年终止了兑换窗口，随之布雷顿森林体系就崩溃了。

浮动汇率现在是不是缓解了所有一切呢？在浮动汇率下，美国没有任何的义务来维持美元的币值稳定性，全球对

储备资产的储备需求快速的增长，特别是新兴发展中国家后期的崛起，对整个全球的储备需求增长是非常快的。

另一方面，财金纪律还是存在的，美国的联邦债务法一直存在，但是变成了软性的约束，在整个 80 年代后，特别是 2007 年以后，已经呈现出一个陡然上升的势头。据统计，实际上就在 2007 年到 2010 年，上限提高了 6 次。在这种情况下，这种财金纪律已经是名存实亡了。

整体来看 G7 国家的债务占比也增加了。这种约束应该说在没有任何对全球汇率进行币值稳定承诺的情况下，变成了一个财政的问题。刚才沈联涛先生反复讲康纳丽对欧洲时团讲的，美元说“我们的汇率是你们的问题”。实际上我也用一个华盛顿邮报 2011 年一篇文章它的标题就是《财金纪律的黄金法则》。大家可以快速的浏览一下，它的核心思想就是说美国人可以放心大胆地花钱是因为有印钞的选择，而不是债务没有限制。他们是有一个上限的，但这个上限只要想提高，它就可以提高。从某种意义上来说，这篇报道是从储备货币发行国的角度来看待什么是储备货币问题。

在浮动汇率下，只要有对储备货币的需求，靠发债应该是可以说缓解了。所以传统意义下的通过经常项目提供流动性的概念已经成为过去时，现今的流动性来源更多是通过资管项目，更多背后是财政上的支持。

理解特里芬难题在新形势下可能更多的是国际储备货币的需求与储备货币发行国之间的清偿率的矛盾，因为债务发行的越多实际上损害了清偿能力，这种矛盾在财政的理解上，应该更是一个无解的问题。

有一种观点认为汇率制度跟货币储备没有关系，但假设你是外汇储备的管理人员，在做储备投资的时候做结构调

整的时候，一定会考虑国家的外汇结构和外汇政策的干预，实际上跟汇率制度是有关系的。（图 27）

储备货币需求与汇率制度关联？

新兴市场：预防性外汇储备（百万美元）

钉住汇率：23% IMF成员国

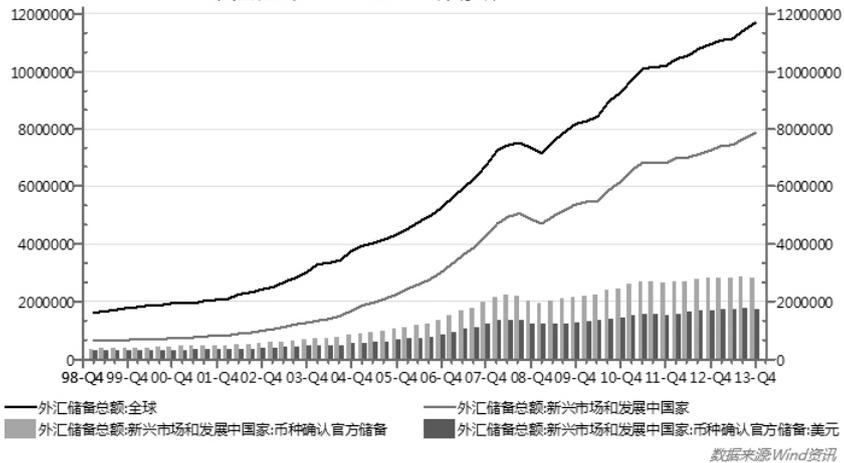


图 27：储备货币需求与汇率制度的关联

不可否认，过去多年来，全球的外汇储备增长主要来自于外围国家就是新兴和发展中国家的储备的增长，占到 67% 的比重。在这些国家的外汇储备中大概有 60% 是可以按 IMF 的统计，认定确定币种结构 60% 投向了美元，预防性的需求占据了主要的部分。真正区分这些国家采取什么汇率制度是非常难的事情，这就会影响到它的外汇管理的动机，会影响它对美元资产的需求。从 IMF 的统计来看，实际上有 23% 的成员国仍然有各种各样形式的汇率制度，包括传统钉住美元，对美元储备货币的需求与汇率制度实际上存在着一定的相关性。

实际上，流动性的概念是特里芬难题，是理解货币体系很核心的概念。流动性概念发生了太多的变化，在布雷顿森林体系下是一个概念，在今天变得非常复杂。BIS 在 2011 年提供了对流动性分析的框架（图 28），不仅仅需要从数量上来测量，同时还需要从价格，要反映充足性和意愿。流动性变得非常复杂，当说到提供流动性的时候，实际上没有清晰的概念——这些流动性包括什么？即便有这么多的变量，实际上还不是完整的。

流动性分类和测量（BIS 2011）

		数量	价格
官方流动性 创造 提供	货币流动性	基础货币和广义货币总量 外汇储备	政策和货币市场利率 货币条件指数
	私人流动性 意愿 私人 > 官方	融资流动性 银行流动性 期限错配 商业票据CP市场融资额	Libor-OIS利差 外汇市场互换基点 Bond-CDS基点 基金经理调查
	市场流动性	交易额	Bid/ask买卖差价 基金经理调查
	风险承受	银行杠杆比率	各种风险偏好指标（VIX） 金融资产价格和利差 不动产价格 P/E公司市盈率

图 28：流动性分类和测量

我更多关注的是安全资产的问题，也就是具有清偿性的流动性。（图 29）这个流动性实际上在危机后发生了很大结构性的变化。所谓安全资产的短缺，什么安全资产，由谁来提供？什么时候提供？提供多少？这些问题都需要寻求答案。从结果来看，市场法则在发生作用。十年期的国债收

益——美国、英国、德国——趋势基本上反应了市场选择的结果。也就是有过多的储备需求，追逐有限的安全资产的市场结果。当然，如果有一条线能够反映人民币的状况，也是我们希望看到的。人民币的加入可能会增加另外一个选择。

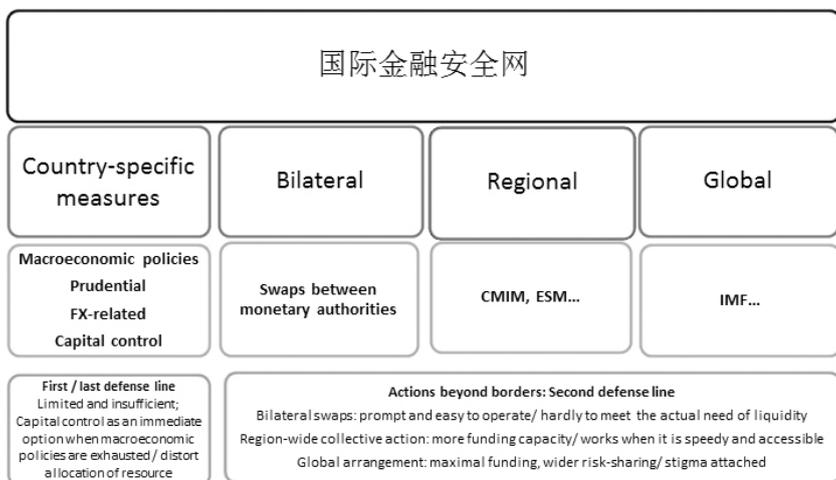
安全资产：10年期国债收益率



图 29：十年期的国债收益

所谓的流动性支持，实际上我们忘记了 G20 框架下有一个很好的国际金融安全网的概念。（图 30）这个涵盖了实际上各个层面的发生危机的时候，流动性的安排的可能性。它给了很大的一个概念性的框架，在这里面我们能够做很多事情。这个框架就是多重储备体系。实际上不能说现在是一个多重储备体系，现在应该是从单极向多极过渡的时期，这个时期存在很多不确定性，特别是新币种的加入，外汇市场的不稳定性，这时候就需要金融稳定提供公共产品的一个机构或者是一个集体，或者是这样一种安排来起这个作用。

在这种情况下，自下而上的多重贷款人的安排，我并不认为是最优的，但它是现实的一个安排。



多重储备体系需要多重最后贷款人

图 30：国际安全金融网

我就讲到这儿。谢谢。

Masahiro Kawai: 高博士，非常感谢你做的发言。昨天我们已经讨论了特里芬难题，我们之后还可以进一步讨论。接下来的发言，是由 Perry Mehrling 博士，他是哥伦比亚大学巴纳德学院的教授，也是十五分钟的时间

Perry Mehrling：新兴的国际货币体系：隐患和机遇

Perry Mehrling（哥伦比亚大学巴纳德学院教授）：谢谢。今天非常高兴参加这个会议，这也是我第一次来到上

海，第一次到中国。在这里学到了很多東西。

我来自于美国纽约州的曼哈顿，所以，我会从我自己的角度来谈一谈这样一个话题。

我在1967年看到这句话，“资本主义本质上是一个金融的体系。”这是对我们资本主义的一个定义。从金融的角度来看，其实市场经济是一个收支体系，其实每个人都是一所银行，每个人都要考虑其现金的流入流出，每个人都面对结算的问题。比如说今天结束的时候，我们都会面对结算的问题，钱就是支付的手段。这样一个结算，其实是不对称的。逆差这一方要付钱给顺差这一方，在这个过程中，就需要一种纪律性，就是系统的规则和纪律。这就会带来了一种固有的货币信贷。

高等级可以享受拖延的结算，比如银行可以借款给我这样的人，这也体现了流动性以及弹性。昨天我们也听到了这样的信息，即资金实际上一部分是公共的性质，一部分是私人的性质，分为公共资金和私人资本两方面。央行实际上也是有这种混合性的，有两方面的，为人民，也为政府。交换率也有这种混合性，一部分为国家，也就是公共的资本服务，同时也为私人的资本而服务。举一个例子，比如说欧元、美元是一种可以为人民使用，同时也为各国政府作为外汇储备金。

这是在危机当中的纪律性，以及它的弹性（图31）。2007年发生了危机，第一个线是在发生危机的初期，第二个探底的线是雷曼兄弟崩溃时的情况。在这张图上也展现了公共资本和私人资本之间的关系。还有就是在岸和离岸资本之间的关系。图32是三个月的离岸在岸，人民币离岸、在岸人民币它的一些关系。2013年的初期，这两条线基本上

是在一个位置的。之后，在 2013 年年底这两条线就分开。这也就是说实际上在套利方面，在岸和离岸人民币之间不总是一直对称的。

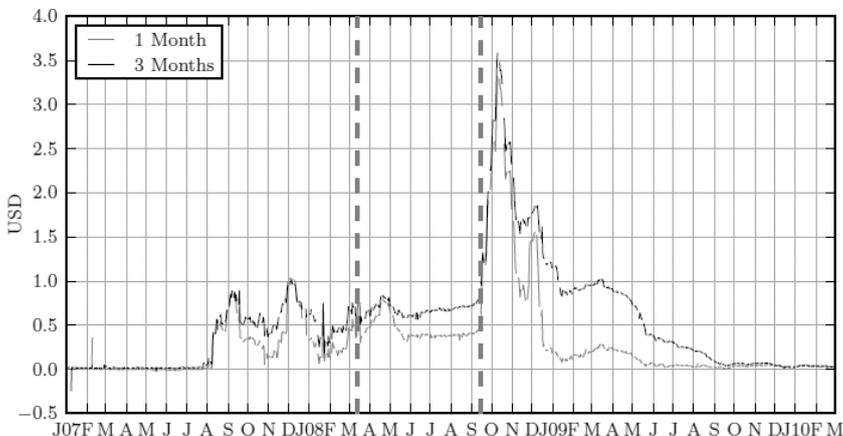


Figure 6: USD OIS-LIBOR spread, 1 and 3 months.

图 31：危机当中的纪律性及它的弹性

接下来我要讲一下，金融市场的全球化，以及 IMS，也就是国际货币系统。

Hawtrey 提到了信贷系统的稳定性。旧的银行专注于借贷，它的信用系统是基于借贷，但现在新的资本市场，它现在有了一些变化，我们有了新的系统，比如影子银行。大家觉得如果现在的系统是基于市场的变化，肯定会不稳定，因为市场本身也是很很不稳定的。但即使依赖于影子银行，也不稳定，因为影子银行也是不稳定的。此外，全球的基金系统也是不稳定的，不管是美元还是其他的货币。在金融上，现在实现了全球化，但是在全球化当中，也创造了一些新的问题。现在的央行还有其他的金融机构也在不遗余力要解决

这些问题。现在金融系统是有一些传统的功能，同时也要面对一些新的情况。

3m CNH CCS vs. 3m Repo IRS (7-day repoindexed)



图 32：在岸和离岸人民币

关于交易商系统，还有市场流动性这方面，我们所要考虑的是利息利率的互换以及流动性溢价，它们和外汇汇率，以及 UIP 之间的关系。

根据相关的系统信息，现在实际上美元系统有两重性，一是私人资本，在自由市场当中流动；还有公共资本。今天早晨也谈到六大央行之间都有互换的额度，以此来作为一个国际保底支撑的机制。现在，其他的央行也在和六大央行之间进行互换协议。比如日本银行和中国的人民银行等等。

此外，还有一些地区的一些协议，来进行稳定金融地区和金融市场。比如说清迈协议和欧元区的一些协议。此外，IMF 是作为公共资本的有利一方来对全世界各国提供相关支持，比如 SDR 的机制。关于中心和外围，在这方面有很多不同的形式。关于中心这方面，比如央行有很多的货币储

备，有一些保底的措施。中心货币可以作为储备货币，外围货币现在也起着越来越重要的作用。

现在是否是一个多极的货币系统，或者还依然是美元占主导地位的这样一个系统？我们要考虑一下生存约束这方面的问题，还要考虑关于交易系统短期资本流动对弹性的一些影响。

人民币处在什么样的地位？要考虑人民币国际化，人民币的在岸、离岸，还有交易商和中国人民银行之间的关系。在我的论文中，也有诠释。资本或者是说金钱来说它们都有三种不同的价格，票面价值、利息，还有兑换等价值。这些都需要进行考虑。

我回过头来再讲一下美国。

看看美国美联储它的转变。我们看到，图 33 实际上是美联储在危机当中的资产负债表的情况，这张图上面，实际上资产负债表是处于负债的地位。美联储它出售了一些债券，然后对市场提供资金，通过一些互换的协议，为一些央行，提供一些资金，推动流动性。

美国人不喜欢央行，不喜欢这些金融系统的。这也可以帮助我们明白为什么有些关于金融的政策在国会最后都通不过。在美国，大家认为有三个灾难——大金融，大政府，大的世界系统。大的银行、大的金融系统作为最后的交易方可以为政府提供大量的资金，人们认为这实际上是非常负面的东西。同样，人们也不喜欢大政府，认为大政府就像是一个大的政府银行，比如美国所推出的量化宽松的政策。

我们今天实际上生活再一个 Bagehot 的时代。Bagehot 写了一本书，说在金融危机期间，如果以低息向外贷款的话，不是错误的，不管针对任何的货币，都是这样的道理。

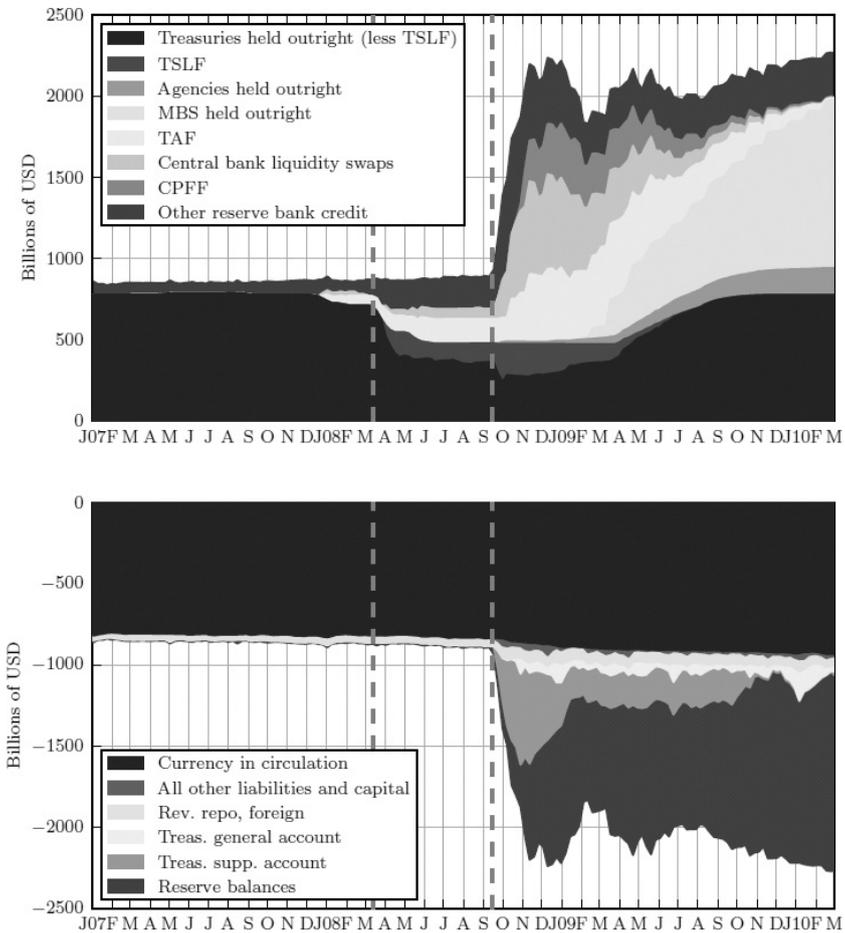


图 33: 美联储在危机当中的资产负债表的变化

另外还有一本书讲述了美联储如何成为了最后的借贷者。(图 34) 其中它也讲了三个中央银行所面对的问题, 还有中央银行它们的三个功能, 监测等等。现在国际货币系统它的交易方式已经改变了, 我们必须要了解这一点, 这样才能了解央行的职能、功能的变化。实际上在这个新的情况

下，需要做更多的工作才能适应这个新的世界。

A Bagehot Moment

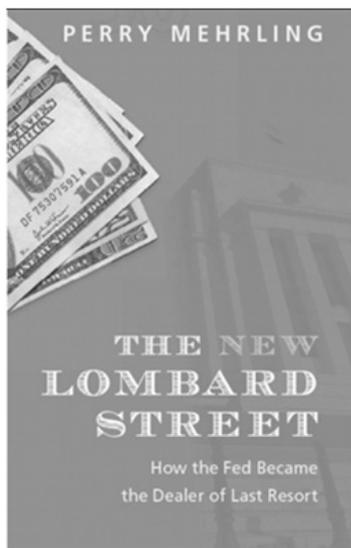
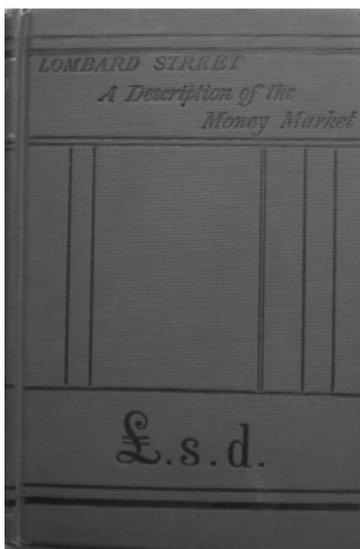


图 34: Bagehot 的书

Masahiro Kawai: 下一位讲者是乔博士。乔博士也是十五分钟。

乔依德: 全球流动性和储备货币发行国的国际收支

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）：全球流动性越来越多被大家所关注与研究，尤其是在全球金融危机以后，先前发言中好几位都提到了全球流动性。大部分的研究是从金融稳定性出发，来探

究其驱动力、结构和效果，或者是对某个国家经济的影响。根据我所看到的论文，很少有研究从宏观经济角度出发，讨论全球流动性与国际货币体系的关系。所以我此次想从一个较小的角度，从全球流动性跟储备货币发行国的国际收支的角度来探讨一下，并且阐述一下一个新提出的概念——全球流动性失衡，它与平时所提的全球失衡，是不一样的概念。

对于全球流动性的定义比较多，因为全球流动性是一个比较模糊的概念，没有一致的定义。现任英格兰中央银行行长 Carney，在担任加拿大中央银行行长时，讨论过全球流动性的定义。他认为，全球流动性是“从各个侧面使用的一种难以捉摸的概念，对于它的严格分析极具挑战性。”IMF (2012) 则定义为，“流动性是可用于本土和跨境资产购买的融资量，流动性反映各方参与资金交易的能力和意愿”。最简单的定义，所谓全球流动性就是“在国际金融体系内融资的难易程度”。尽管全球流动性的定义很模糊，但是它十分有用，是从一个侧面来刻画全球的资本流动或者是全球的金融体系。

分析全球流动性有四个方法和角度。第一是提出三个因素来分析，即：全球货币政策因素，全球信贷供给因素和全球信贷需求因素。第二是从安全资产和风险资产角度，全球储备加上美国基础货币 M0 变化，风险资产市场的资金可得性，主要通过 VIX 风险溢价来衡量。第三，将全球流动性分为公共部门的流动性和私营部门的流动性，昨天中午 Turner 演讲提到跨境资本流动中，私人部门产生的流动性起着越来越大的作用，这个观点十分重要。当然公共部门和私人部门的流动性不是截然分开的，也是可以互相交换的。第四，将全球流动性分为国际（跨国境）流动性与国内流动

性，由于此两者可互动互换，国际流动性与国内流动性并无绝对的分隔。我的发言采用了第三和第四种方法来分析全球流动性与国际收支的关系。

下面，我用很简单的一张图阐述，全球流动性分为公共部门流动性和私人部门流动性。公共部门有国际也有国内的流动性。（图 35）

图一：全球流动性（公共部门与私营部门）

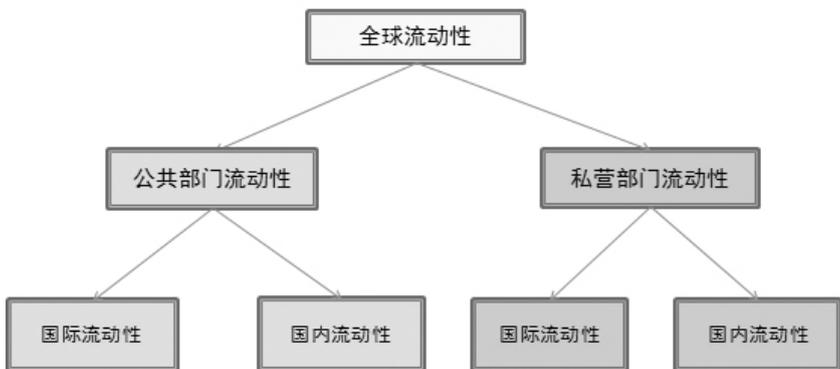
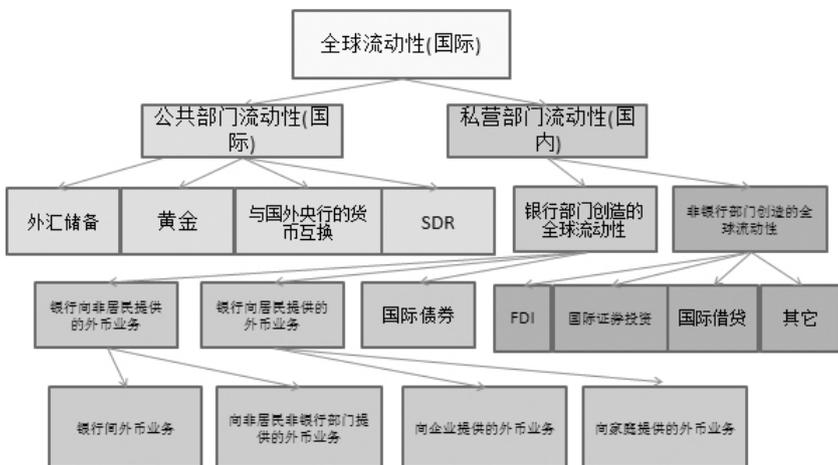


图 35：全球流动性（公共部门与私营部门）

全球流动性方面，我集中讲的是跨境或者是国际部分，其中也有公共部门流动性（国际部分），包括了外汇储备、黄金、与国外央行货币互换与 SDR 四个部分。私人部门，主要由两大块组成，银行部门创造的全球流动性与非银行部门创造的全球流动性（图 36）。

这其中也有很多研究，例如昨天 Arturo O’Connell 讲话中讲到，普林斯顿大学 Shin 教授对银行跨境的流动性做了非常好的研究。他发现欧洲的跨国银行从美国融资，随后

资金回流欧洲，这对美国的次贷危机的产生有很大的影响，远远比中国购买国库券的影响大得多。关于国际证券投资，Hélène Rey 的文章有很好的分析研究，对此我就不细说了。



来源 : BIS, IMF, SWS Research

图 36: 全球流动性: 国际部分

我的观点是，我们所说的全球流动性在国际收支表上是会有所反映的。

国际收支表有几个项目，即经常项目、资本项目、金融项目、外汇储备。但现在的概念把金融项目跟资本项目归在一起的，有时简称为资本项目，而实际上资本项目是包含了金融项目，从严格的数字角度来说，资本项目的数量是很少的，仅为资本转移，而大部分时候，我们所说的资本项目包含了金融项目，数值上非常大。外汇储备其实也包含在金融项目内，此处为了便于分析，将它单独提出。

公共部门和私营部门的流动性都可以直接或间接地在

国际收支中表现出来，例如外汇储备既是全球流动性的一部分，也是包含在国际收支表中的，但有些地方并不是直接的，流动性的一部分不是直接对应于国际收支表一部分，例如直接投资，如果中国对外直接投资，投资额本身算做是金融项目，但是投资的收益就是经常项目。无论如何，流动性是可以在国际收支表上反映出来的（图 37）。

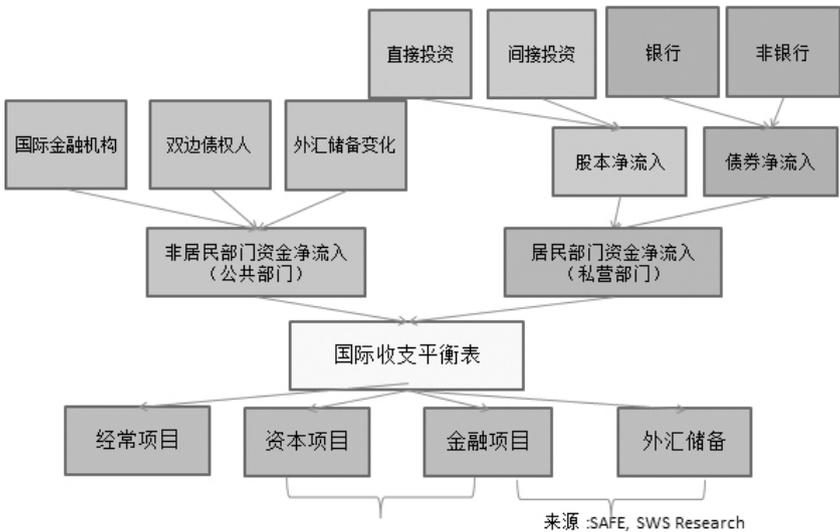


图 37：全球流动性在国际收支表上的反映

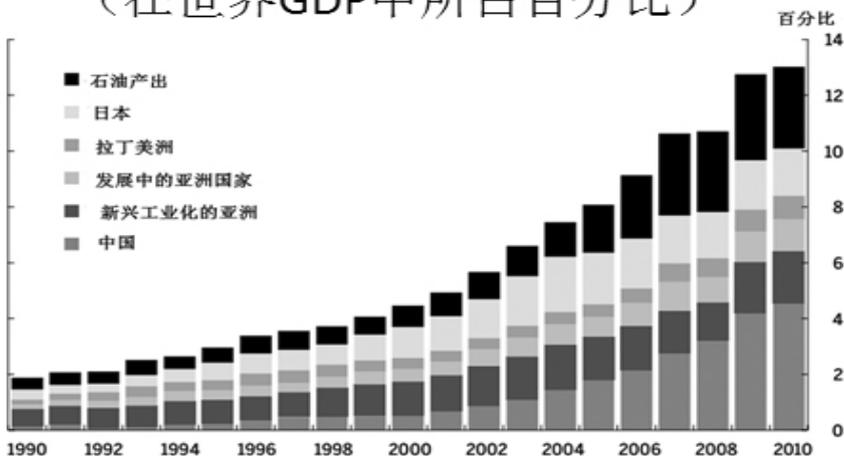
根据图表可以得到如下结论，任何国家只要与世界上其他国家进行经济交易，它实际上或多或少的提供了一部分的全球流动性。

这种流动性是否是均衡的？不是的。

美国与欧洲已经成为了流动性的主要来源，其他国家是沉淀了流动性。下图的表显示了官方储备持有量在全世界

GDP 中的百分比（图 38）。

图四：官方储备持有量
（在世界GDP中所占百分比）



Source: Lane and Milesi-Ferretti (2007), updated External Wealth of Nations database.

来源：Pierre-Olivier Gourinchas 2012

图 38：官方储备持有量

这其中值得思考的问题，日本是储备货币国，但也接受了全球大量的储备。为什么？在讨论人民币国际化的时候，也有人提出过一个问题，中国有那么多的外汇储备，又有经常贸易的顺差，那人民币不可能成为一个储备货币？或者换个角度说，是否储备货币国的经常项目必定是赤字？答案并不如此。

再看日本的国际收支。它的经常账户是顺差，它的资本项目是逆差。瑞士，也同样如此，它的经常项目是顺差的，但它们的货币都是可兑换，是一个储备货币。美国则刚好相反，美国的经常项目是赤字的，资本项目是盈余的。中国当

然是双顺差。同时我也要强调下一个概念，我们曾经可以说双顺差，现在恐怕有问题，因为根据 IMF 国际收支手册第六版，现在将储备货币纳入金融项目中，如果按照严格的意义，我们现在也不是双顺差了，资本项目从严格现在的新的定义来说是逆差的。

我把四个表列一下，大家就看到了经常项目跟资本项目的关系。

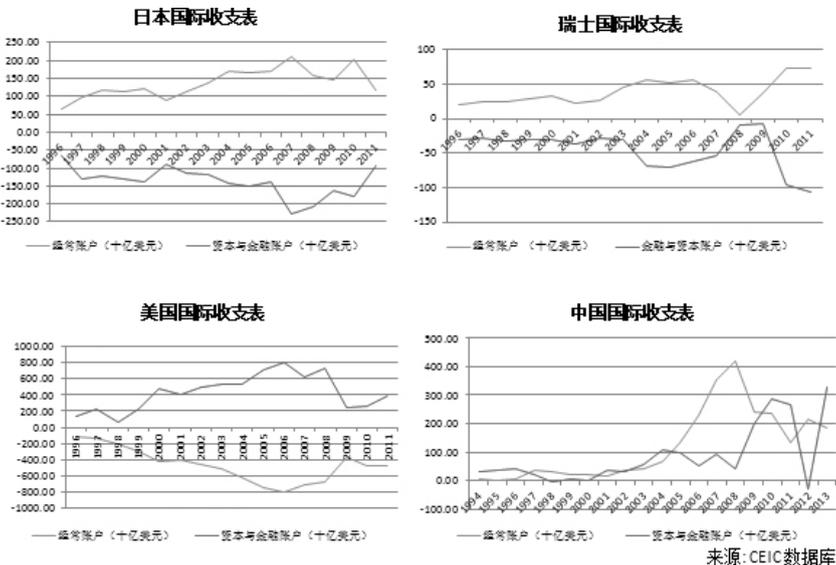


图 39: 经常项目与资本项目的关系

经常项目这个账户是关于一个净值的指标，它掩盖或者是消除了很多细节，这个指标本身是有缺点的，更重要的在于，对于它的理解有很多误解和误读，昨天的演讲中提到了两篇文章，尤其是其中一篇文章是 BIS 的，我对这篇文章非常欣赏。它对经常项目中很多存在的误解做了很多阐述，

例如我们很多人常常会说，因为我们有经常贸易顺差，所以我们外汇储备增加，实际上这是一个特例，在世界上很多国家，经常项目是赤字的时候外汇储备也是增加的。“外汇储备实际上反映的是一个国家抵御货币升值的意愿，”这句话十分经典。我觉得关于经常项目、国际收支有很多的误解需要澄清。

刚才讲到日本，日元是一个储备货币，但为什么储备货币国可以经常项目是顺差呢？我觉得有两个原因。

第一，在总体上一个国家可以保持经常项目顺差，但与部分国家存在贸易逆差或者是经常项目逆差。比如我国经常项目是顺差，但跟周围的国家是逆差，例如与尼日利亚是逆差，对这些国家我们也提供了流动性。尼日利亚宣布把人民币作为它的外汇储备 10%，我们也就提供了流动性。

第二，一个国家同时可以存在经常项目顺差和资本项目逆差，这个时候资本项目逆差就像一家银行一样向其它国家提供了流动性。

最后，只有持续保持经常项目赤字的国家才能提供全球的净流动性。显然，美国是这样的国家，它提供了全球净流动性。

接下来我讲一下全球流动性失衡这一概念。全球流动性失衡是抵押资产与资金支出之间的跨境错配。这个概念十分重要。平时常说的全球失衡，一般定义为经常项目赤字，但是全球流动性失衡，即使不比全球失衡更有意义，也至少同样有意义。全球流动性不仅是被动地与国际贸易有关，而且对贸易和经济的影响很大。全球流动性失衡是一个捕捉金融不稳定和金融危机迹象很好的指标。

全球流动性失衡的本质是，金融中介的过程已跨越国

境，然而流动性仍然只是按国别提供的。这是我们平时所讲的国际货币体系中根本的矛盾。

最后，我想说一下四个结论：

第一，一个储备货币发行国的经常项目并不一定必须保持赤字。

第二，特里芬难题仅适用于提供全球净流动性的国家，并不适用所有的储备货币发行国。

第三，中国经常账户顺差不应该成为人民币不能作为储备货币的理由。

第四，全球流动性和全球流动性失衡是两个比较有意义的概念，对于描述金融不稳定性的性质和当前国际货币体系缺陷十分有益，需要更多的实证研究和历史研究。

全球流动性的概念虽然比较模糊，但仍有意义。举一个例子，我国央行现在开始使用全社会融资总额这个指标，这个指标也存在很多争议，还有很多模糊的地方。但是它跟货币发行量 M2 一起用的时候，可能会比较全面地刻画了全社会融资的状况，同样，全球流动性可以跟其他的指标应该组合在一起，比如跨境资本等，从而共同刻画全球金融的状况。以上就是我的发言，谢谢大家。

Masahiro Kawai: 非常感谢乔博士，下面有一些时间可以做两个评论。第一位评论者是张春先生。他是上海交通大学高级金融学院执行院长张春先生。

张春的评论

张春: 我的发言可能会一部分中文，一部分英文。

前面五位发言很精彩讲了很重要的一些问题，我归结一

下主要是讲了两个难题和一个独立性的问题。两个难题一个是蒙代尔难题，一个是特里芬难题。一个独立性即央行独立性。

我讲三点。

第一个是独立性的问题。第二个是关于蒙代尔难题的解决办法。第三个是特里芬的问题。

央行独立性的问题。回到余永定所说的中国过去的金融体制的选择问题。因为中国的汇率一直没有放开，所以有很多的对冲，产生了一系列的问题。我完全同意。再过几年回过来看，大家会知道成本是非常高的。我想再补充一点，在央行采取对冲的时候，有没有考虑到成本？理论上央行是不应该考虑成本的，央行应该是以它的货币稳定和经济增长的目标来做它的行事的决定，但我个人觉得中国的央行，也不是没有考虑成本的。在做对冲的时候，一旦考虑了成本，很有可能对央行的其他政策目标就会有影响。央行具体的损益表其实也没有公布，但冲成本在 2009 年到 2010 年变得特别高的时候，当这个市场利率高于美元的债券利率的时候，尤其金融危机后，央行央票用的越来越少，主要是用的存款准备金——原来央行主要用央票，而央票按市场利率来发的。存款准备金的利率是央行可以自己定的，是比较低的，但央行用存款准备金其实就把对冲的成本转嫁给了商业银行。我不是在批评央行，这个跟央行的独立性是有关系的。

怎么来解决？中国的外汇储备其实是放在央行的资产负债表里面，作为资产，现在有 80% 以上的资产是外汇储备。这个我不觉得是一个好的事情。这对央行的独立性，包括央行在考虑它做什么对冲的时候，都会有影响。我个人觉得央行只要放一定的外汇储备，估计一万亿，甚至几千亿就

完全够了，作为稳定汇率的工具，实在不够的时候，可以再从财政部借，大部分应当放在财政部或者是主权基金里面去。这样的好处就是央行做对冲的时候不需要考虑太多的成本问题。还有一个最大的好处就是收益的问题。因为一旦开放央行资产负债表，首先它的外汇储备要保证安全性、流动性，这样势必它的安全性比较低，如果放到主权基金里面，估计它的收益率可以增加 5~6% 个点，这样外汇储备要占 GDP 可能也会有快要一半了，GDP 就可以每年多出一到两个百分点。

第二个是蒙代尔难题，这是全世界所有国家都要选择的。最近这些年大家的选择和以前发达国家的选择，都是宏观经济的自主性，还有资本账户的开放。让汇率去波动。最近这些年的研究表明大资本流动过度的流动其实对全球经济不是特别好。从全球角度来说，对短期的资本流动要有更多的限制。它们原来资本账户开放是 100%，我估计发达国家要退到 70% 或者 80% 这样。

但从中国来说，完全是另外的情况。中国现在只开了 20~30%，我需要更大的开放，资本账户要开到 60~70%。这最主要是为了回到金融本体要为实体经济服务。因为如果按照汇率来算，中国经济今后十年一定会成为全球第一大经济体，中国的老百姓中国的企业有太多的国际化的需求，包括投资的多元化，投资的国际化需求，和企业的国际化需求。这是倒逼，为了中国企业的国际化，金融要服务，必须是资本账户要开放。而且现在自贸区开了所谓的 FTA 账户，就是分账户的核算系统，也是非常好的，可以从技术上面完全解决双向流动的问题，甚至可以双向流动在某些时候可以用托宾税，特别存款准备金等方式来引导流进和流出，我们

中国是流出多一点其实对我们汇率升值的压力也很有好处，而且风险也不会是非常大。

第三个特里芬难题，解决的办法就是大家所说的，要用一个多元、多储备货币。但这个多储备货币我个人觉得不是小的经济体的储备货币，一定要把大的储备货币放进来。就像昨天马骏所说的，一定要将人民币放进来，说不定印度也会放进来。对实体经济有代表性的货币才是真正的储备货币。

多储备货币稳定性是很重要的问题。如果提供私人资本、私人借贷，肯会有不稳定性。多极货币实际上是像私人资本市场一样，有不稳定性。我们需要研究这点。但是我觉得，可能跟现在相比，它可能会更加的不稳定，也可能更加的稳定。

Masahiro Kawai: 感谢你的评论。下一位评论者是 Adair Lord Turner。

Adair Lord Turner 的评论

Adair Lord Turner: 我们已经听到了很多意见，讲的都很好。我想来评论一下余永定和周皓说的一些东西。

周先生，其实现在的这些问题，实际有两个根源，都和有效的市场原理相关。

第一是国内的信贷循环。第二是国际上的收支不平衡。

周先生提到，我们现在已经走向了一个更好的方向，可以更现代的方式来管理这个系统。他也讲到了以货币为基础，更好地来推进金融市场的改革。同时，要有很好的利率的稳定性，以期达到我们金融市场的目标。

以上这些都很正确，提到的一些方法，对 GDP 的增长以及市场的稳定，都很有效。这与 18 世纪、19 世纪的原理相似。看起来那些理论都很成功，但实际上并没有，比如现在有很多的信贷以及资产方面的危机造成了很多不稳定。现在的经济理论都假设不管私人资本、机构怎么做，不管他们做什么样的借贷，都可以解决现在面对的问题，即使不是最好的也是次好的，但实际上他们造成了现在市场当中很多的不稳定性，也造成了通货膨胀。这种实体经济实际上没有在一些数字当中，比如 GDP 还有其他的指标当中，真实的体现出来的。这是一个主要的问题。

私人借贷，私人的资本，它们没有更大的责任也宏观性，因此对有效性与否造成了影响。根据蒙代尔的理论，它是推崇自由汇率，自由利率，完全基于市场。在这种情况下，全球资本流动，是关于从一个国家到另一个国家的流动，一般都是那些出钞的国家，转到入钞的国家。比如一战前的资本流动，在澳大利亚、英国还有阿根廷都有所体现。但在现代，资本流动一般是从穷国到富国，这是和理论上不一样的，净资本流动也体现了这点。这就造成了一些不稳定。这种不稳定流动性，又造成各国国内金融市场和借贷市场的不稳定。比如在欧元区，可能开始的时候没有汇率的风险，但是这样一个资本的流量——像从德国到西班牙的流量，其实增加了西班牙的贸易部门的生产力——它其实有这样的相互作用的，尤其在房地产市场，还有国内的整个市场都会受到资本流入流出的影响。如果大量的资本流入到这个国家，其实对这个国家带来了压力和冲击。比如亚洲 1997 年的危机，资本流入到印度尼西亚和泰国，但并不是有用有效的资本流入，而使这些国内的国家，尤其是房地产出现了

很多的一些问题和冲击。它不是蒙代尔的三元悖论而实际上是二元悖论。所以在这样情况下会有潜在的不稳定性。因此要有有效的资本控制或者是其他的机制来进行资本的监管，需要宏观的以及微观的角度来看看资本流入和流出对国家的优和劣。同时，央行可以通过利率的调高调低通过这样的途径控制资本的流入流出。我们需要找到更有效的一些方式，需要把现代的形式考虑到解决办法中，然后更好的管理国内以及国际层面的资本流入流出的循环。

关于特里芬难题，我同意周先生的说法。特里芬难题，要从根本的角度来看。储备货币国家有大量的赤字，是因为很多人积累了储备货币，作为很多用途。但在 1950 年代 1960 年代，这只是这个故事的一部分，那时候储备货币的赤字非常小，世界其他的一些国家需要积累储备资产，来管理它们的汇率。在 1960 年代，美国开始出现赤字，那时候德国需要积累大量的储备资产——德国市场是出口驱动的，它的积累的储备就是通过出口商品来积累起来的。很多国家，像泰国、韩国、台湾这些地区也是从之前 1997 年的危机中吸取了教训，尤其是在外汇储备中非常谨慎。如果有大量的外汇储备，比如日本、中国，APEC 的石油输出国家，但没有通过储备资产来做一些金融审慎的原则，就并不知道如何花这些钱。中国和日本的大量储备是不一样的，它们主要是为了进行出口以及汇率的管理。在特里芬难题下，我们可以分析储备货币的一些国家，像美国，是因为其他的国家需要有储备的资产，所以又大量的积累了储备。但目前的形势跟特里芬难题是不一样的形势了。

Masahiro Kawai: 非常感谢两位评论者，把一些重要的问题提出来探讨。

自由讨论

Masahiro Kawai: 我完全同意你刚刚所说的。我们确实需要储备货币的一些国家，能够有短期的资本账户的盈余，其他的国家可以通过这样的持有来获得短期的流动性。储备货币的国家不一定要赤字或者是顺差，要视情况而定，只要实现流动性平衡就行。谢谢。现在我们换个角度来看中国这方的代表或者是其他的国家有什么看法。

Yoon Je Cho: 昨天我已经提到，希望得到一些实际的进展，尤其是国际货币体系的改革方面。要得到一些实际的进展，相关的一些大国就应该要接受一种新的观念和态度，接受改变，准备好承担起更大的责任，尤其是在推动国际货币体系改革方面。

从下至上的竞争，我是完全赞同余永定先生。中国对冲销有着很大的需求，因为它有大量的外汇储备。这样一个冲销政策，其实主要通过两种方法，一个就是央行的参与，另外一个也需要很高的央行的保证金的比例。

这对央行的能力要求很高。我们目前并不是完全由市场来确定利率，没有国家有像中国这么高的储备要求和保证金的比例。像卢旺达等一些国家，他们保证金的要求是超过20%。这些其实是对商业银行体系带来了非常高的负担，尤其是在从税收的角度来看，还有很高的中介的成本。如果要避免这样的一些负担，可以扩大影子银行的体制来降低这样的负担。对中国来说，在G20平台上需要承担更大的责任，尤其在现代国际货币体系改革方面，其他的发展中国家也应该要积极参与。中国需要减少冲销的负担，可以通过减少对汇率市场的干预，通过其它多元化的方式进行汇率市场的管

理，来实现一些自由化和开放。此外，银行的储备金应该是要逐渐降低。

总结一下，刚刚谈到了国债的选择的多元化，通过各种方式来减少压力和负担，金融体系也应该要进一步优化，货币的政策框架在中国应该进行改革。要实现这样的改革，需要更多的财政支持，否则影子银行还会继续扩张和扩大。国家可能会没有办法控制影子银行，对中央政府和地方政府都带来很大的危机。如果中国要承担起更大的责任，来推动国际货币系统体系的改革，就需要推行国内的金融和货币的改革。谢谢。

Michel Camdessus: 我想回复一下特里芬难题。实际上这是一个最难的难题。IMS 实际上面对着一个两难的境地，因为它的成员国是基于本国的立场上来考虑问题的，但是 IMS 国际货币系统是一个国际的系统。基于国家层面上来想问题是错的。

首先要解决这个问题，就要考虑全球的供应链，这在东亚地区来说也是最重要的，因为东亚国家都是一些出钞的国家。东亚国家的供应链，不单只是国内的供应链，而是一个世界的供应链，比如在中国国内苹果的组装不但是中国的，也是日本、韩国、美国的。因此，不能哪一环节出了错误，就要批评中国或者德国，这是完全不对的。德国的发展是离不开欧洲其他国家的关系，中国也是这样。

在消费品这方面也是有一个全球的供应链，应当一方面来请美联储控制它的货币发行量，同时也需要私营机构，它们来进行相关的控制。如果要稳定国际货币体系，一味只要求美联也是不现实的，因为有些私营机构是美联储控制不到的。

Adair Lord Turner: 特里芬所争论的是为什么储备货币有赤字，因为其他国家一味想要集聚储备货币。实际上储备货币的集聚是一方面，但不是一个最主要的方面。这要求一些当局采取一种谨慎的态度，来处理它的储备货币。比如德国、日本还有其他国家，都采取了一些措施。

Arturo O'Connell: 我们必须要求其他国家一些当局不能一味的、无目的的储备国际货币。一些前殖民地的地区，比如印度，之前跟他们的宗主国息息相关，但二战后美元作为国际货币，于是出现了特里芬难题。美国对此没有担任相应的责任，就像是战前的英国一样，美国享有特权，他们一味的享受服务，他们的收入是从海外投资得来的，但没有维护市场的稳定。金融供应链，全球消费者供应链，消费品供应链这是三个不同的供应链，我们应该从全球的角度来考虑，而不应该是从一个国家的角度来考虑。日本、中国、德国、印度、欧盟如果只从它们这些单独的国家或者是经济体来考虑的话，肯定是不行的，必须以一种全面的清晰的思维方式来考虑全球的供应链。全球的供应链相当的复杂，不能在一国的层面上控制，不能解决问题，不管是美国还是其他的国家。美国在 1944 年，它的 GDP 是占全世界 GDP 50% 以上，但现在世界不是这样的，现在是多极的世界。

Masahiro Kawai: 最主要的问题就是美国的赤字，它的赤字是和特里芬难题息息相关的，也是和全球的货币储备息息相关的。

我们在这方面现在还达不成一致。这是关于经常性账户赤字的稳定性，对美国来说是这样。其他的出钞国家也面对着同样的难题。

Arturo O'Connell: 实际上现在起重要作用的不是单一

的国家，一些大的机构也起到了很大的作用，监测机构，比如央行或者是其他的私人机构，他们也有很大的作用，扮演很重要的角色。我所讲的监测系统不止是一个金融的问题，不是单一国家的问题，而是大金融机构，比如大银行的一些问题。实际上这和国家是没有多大关系的，因为现在我们要面对的是国际性的问题。

Ting Xu（香港浸会大学基金研究项目主管）：我们的这些讨论特别有意义，因此我想发表一下我的意见。刚才讲的内容和资本流动都很有关联性，昨天也讲了关于当前的货币系统以及金融系统的改革，关于改革当前各个经济体占的比重。昨天也谈到了新的技术在推动新的现象，也产生一些力量，可以摧毁我们当前的金融系统。最近的一些危机不但是投机造成的，也是由于第二轮的电子商务造成的。根据最近的调查，英国由于电子商务已经造成三亿两千万英镑的出钞，对金融系统造成很大的影响。还有阿里巴巴，以前没人能够预测到阿里巴巴成为世界上最大的电商集团。这些新的事物——比如比特币，以前都是前所未有的——对当前的金融系统都有巨大的影响。这些又对国际货币系统有什么样的影响？这是我们需要考虑的。

Masahiro Kawai：请三位评论者用一分钟结束你们的评论。

何海峰：第一个问题请教余永定先生，关于因特网技术对于金融系统的影响。是否对中小企业融资不利？以及对不可贸易的商品的影响。实际上在互联网冲击下企业的形态、规模交易范围都在变化，包括可贸易不可贸易的东西，也在跨越国界和地区。在这种情况下，货币政策就可能会涉及到贸易融资的问题。

第二个问题请教周皓教授，刚才说到了美国 1976 年的模式，但中国的现象跟它不一样。中国货币化方向正好和美国的相反，美国的货币需求小于它的现实量，中国正好是倒过来的，特别是在现在的互联网冲击下，意义可能也不一样。

Yuan yang（美国新经济思维研究所）：中央银行的独立性是特别有用的，此外还要考虑中央银行的可靠性，这在经济的范畴内和范畴外都是特别有用的。但是现在有的时候，大家都对美联储，还有其他的央行的可靠性有怀疑。因此我想问问张教授，关于央行的可靠性这方面，中国的央行做的怎么样，因为过去十五年内，中国的央行改革这方面是做出了很大举措的。

张春：从地缘政治的角度看布雷顿森林体系，背后其实也是以美国为主导。我们可以来研究一下或者是回顾一下布雷顿森林体系到底背后有多少人支持或者是支撑着这样的体系，谈到特里芬难题或者是其他的，我们必须要了解当前的形式，因为布雷顿森林体系的时候，当时的人他们也是了解当时的情况。那时候是美元为主导，而是这种主导不仅包括它的核能力还包括它的美元能力。当前必须看看美国如何看待中国的崛起，要从不同角度来考虑这样的问题。美国认为中国有能力崛起，奥巴马政府在做一个发言的时候，就非常清楚地谈到，说不希望允许其他的国家成为超级大国，这样的情况下，中国和美国如何合作？从刚刚的所有的发言者听到，中国与美国如何合作来设计新的国际货币体系和政策，要至上至下的方式，但这不止是经济和金融的现象，同时也是地缘政治的现象。非常感谢。

李建军：这里有要向余永定教授提出一个问题，似乎储

备货币的国家，很少受到蒙代尔这样的问题，他们资本市场一般会有较好的收入分配。如果一个国家有较高的国内的消费，其实对它的汇率的波动性也有影响的，那么特里芬的难题，就是要看国内的整个结构的有效性。

James Boughton: 谢谢我也想向余永定教授提出一个问题，刚刚你提到了中国的一些冲销政策以及汇率的政策，我觉得非常有意思，而且讲到了一些重点。我们其实可以尝试从宏观经济角度来看看这些问题。冲销政策，从广泛的角度来看，它其实会涉及到汇率的政策，这些政策目前由中国政府目前来制定。过去，中国的政策是支持出口的，但现在这个政策已经调整了，因为出口在下滑，中国会调整它的政策。汇率的政策以及冲销政策等等相关的政策，可能有些时候会体现出它的一些缺陷性。我们如何来调整这个政策来实现或者是说完全的符合，比如说是国内的一些实际需求，比如说国内需求的增长等？

Masahiro Kawai: 非常感谢！我们几乎没有时间了。

余永定: 说中国资本开放只有 20%，我想可能这是不对的，我记得央行说是比这高得多。这要看怎么算。实际上开放度我认为现在已经相当大了，而不是说很低。不过这个问题可以讨论。

对 Adair 这样的说法，我完全同意蒙代尔三元悖论是需要系统性的分析。当然，有些设想提高汇率，资本的流动就会受到相应的影响。这和我的发言中已经提到了情况是不一样的，我们要做具体的分析。关于中国的情况，我觉得你说的是差不多这样的，我们面对着利率以及美元我们的冲击和影响等等很多相关问题，关于冲销政策的一些影响，其实我一直在强调，有些人会说美国它是通过美元提供流动性，

但其实这也会带来不利的影响。对一些小的交易或不大的领域，可能会被歧视或者是有些偏见。

周皓：央行的独立性，在国际货币体系下是非常重要的，1992年的时候，美国、德国和日本，达成一个五月花的协议，这三个国家要进行货币的升值。这是三分的协议，日本确实是逐渐在做到了这点，虽然有部分造成了危机在日本出现。这个政策其实没有在德国实施和执行。现在美国央行的独立是在政府内部实现这样的独立性，它有相关的委员会，但是这个政策，并不是完全独立的，相关的政策都有国会的参与。关于中国，中国的货币供应是有些问题的，还有外汇的储备等方面也有一些问题。

我想再次强调浮动汇率在独立的央行下，再加上长期的资本流动，可以来解决蒙代尔这样的难题。但是短期的资本流动会带来一些金融危机，没有办法里解决问题，反而会导致一些问题。我们要综合利用这些途径，控制好短期的资本流动，同时使用一些政策与手段，包括影子银行、杠杆以及去杠杆。

高海红：对于刚刚的讨论，第一点，经常账户的顺差，还有流动性这些都是我们要考虑的。第二点，我同意 Arturo O'Connell 的一些说法。Aruro 说到了其实有两个趋势，这两个趋势我都是非常同意，尤其是从下至上的。Aruro 也提到了特里芬难题或许已不存在，我们需要另外一种思考的模式和方式。我们之后可以做更多的针对这个问题更多的讨论。第三点，刚刚有质疑尤其是新兴市场储备的积累的用途或者是意图。我们可以看到投资占到资产 80%。这些都是使用美元的，我们可以基于这样一个事实来理解。

Perry Mehrling：我只想谈一点，其实大家提出了很多

的问题，对这些问题也做了很多讨论。关于全球的国际货币体系，以及金融体系的这些改革，也需要国家层面的比如说央行的参与和推动。我的发言中也提到了流动性，其实它是一个国际性的问题。还有互换的网络，也应该是要在国际的平台上来创造。偿付能力应该是国家层面的问题，政府要为此承担起承担起在他们境内的实体的一些损和益。我们希望从体制的角度和不同的层面来考虑这些问题。这确实是很大的挑战。

乔依德：我来回答一下关于技术的问题，也就是技术扮演着什么样的角色，尤其在国际货币体系下起到什么样的作用。其实技术一直在进步，而且扮演着越来越重要的作用，推动跨境的金融。当我们在讨论蒙代尔三元悖论，有些人认为提出的这个理论是1960年代、1970年代，那个时候形势跟现在完全不一样。现在，跨境金融是大幅的增加了。谈到了波动和特里芬难题等等，我认为现在已经不存在了。

张春：我也是很快的说一下关于央行的独立性，国内的角度来看，我觉得独立性非常重要，我们也做了相关的研究。现在我们越来越看到一体化和国际化，央行的独立性在这个过程中有一些丧失。为什么中国有这么大的经常账户的储备，通常来看，我们现在还没有明确的解释，我们可能会认为在政治方面中国美国之间没有信任。我们谈到的互换的协议，中国没有包括在内，所以说中国积累了大量的货币储备。我想这可能就是你刚刚提出的这样一点。

Adair Lord Turner：我觉得很惊喜看到大家在讨论中国已经积累了四万亿美元的储备，这是做预防性的用途，也就是说可以在必要的时候，可以介入来预防一些意外的情况，我觉得这是我们要理解的一点。因为中国在快速发展的过程

中，外汇政策也是为了保持它的经济的增长，以及保持就业。通过这样的一些汇率的政策和积累储备量，可以帮助中国增长。

还有两点。关于中国是否应当储备更多的货币成为一个超级大国，我想实际上储备货币没有帮助的。中国并不需要储备更多的货币来成为超级大国。中国本身它在 2025 年，在市场上占的份额会超过美国，此后也会成为一个军事上的超级大国。而成为经济和军事上的超级大国和储备更多的美元之间没有什么大的关系。

从过去的历史中看到德国和日本，它们在经济上都取得了很大的成功。它们花了很大的努力，来限制使用日元和德国马克。因为它们认为如果用更多的日元和的德国马克会造成这两种货币的升值，对它们的经济有影响，这是历史上的经验教训。我们所关注的中心点是一个国际的金融系统。现在的金融系统是 1944 年布雷顿森林体系的产物，基于此点，必须要考虑到一些国家的政策，实际上是可以对全球的金融系统产生不稳定的因素。

Masahiro Kawai: 感谢大家。我很高兴有这个机会主持这个讨论。

午餐演讲

李扬：中国的债务问题

全秋梅: 陆豪先生是卓越集团的董事长，国购集团的副

董事长，卓越发展研究院管委会主任，下面有请陆豪先生致辞。

陆豪（国购集团副董事长，卓越发展研究院管理委员会主任）：各位中午好，非常感谢大家来参加为期两天的论坛，在论坛中，各位专家激烈的发言给我们留下非常宝贵的财富，我们也期许未来的合作中留下更多的知识财富，我也相信卓越发展研究院一定是大家可以相信的伙伴，最后预祝大家在美丽的黄浦江畔留下美好的感受，谢谢。

全秋梅：下面有请李扬先生，李扬先生是中国社科院副院长，中国知名的经济学家，他要发表的是中国的债务问题的主题演讲。李扬先生一直对地方债务十分关注，并且认为地方债务是中国经济要关注六大问题之一，我们非常高兴在这里聆听李扬先生关于债务问题的深入发言。

李扬（中国社科院副院长）：非常高兴在此将我的研究成果向各位求教。我们上午讨论的话题是货币互换，下面讲一下中国地方债务问题。大家都知道中国在经济调整过程中有一系列的问题显示出来，地方政府债务问题就是其中之一。我们也注意到，国际社会有一些舆论，对中国不看好的根据之一，就是中国政府的地方债务非常严重，以至于会拖累中国的经济发展。今天我将把我们所了解的数据向大家介绍，同时也做一些分析，我想告诉大家的是，中国地方政府债务问题已经列入中国最高领导当局的重要议题。这个问题有望于 2017 年有一个制度性的解决，今天介绍这个情况，可能会对大家了解中国的变化有一些帮助。

首先我们看一下一些事实情况。国家审计署在 2013 年 12 月 30 日公布了《全国政府性债务审计报告》，这个报告在公布之前，各种研究机构都有很多自己的推测，非常高兴

的是在报告公布之后，来自于国内外的研究机构都基本认可报告的数据。这也是中国的一个进步，是中国在推进治理机制现代化的过程中的一个表现：我们希望把事实告诉人民，告诉世界。这份报告告诉我们中国这几年的地方政府债务，增长非常迅速。从2010年到2013年的两年半时间，中国政府直接承担偿债责任的债务，从6.7万亿，增长到2013年6月底10.9万亿，两年半增长62.44%。

第二类债务就是或有债务，就是政府的一些附属机构它们的负债，如果出现了问题，地方政府有连带的偿债责任，例如地方政府担保的等等。这叫或有债务。或有债务在2010年底2.34万亿，2013年6月底7万亿，两年半增长299%。

总体而言，中国地方政府债务总额到2013年6月是17.9万亿，两年半增长67.3%。这是非常大的数字，国内外对它表示关注是很有道理的。到2014年3月，中国地方政府债务增长3%。这个数字已经告诉我们，中国地方政府债务的增长势头被基本遏制了，没有再恶化。

对这样一件事，可以有很多角度的分析，刚刚也是一种分析。同时我们也尝试从别的角度对它进行分析。首先偿债压力，也就是说还款的压力，从高到低排序如下：重庆、贵州、云南、陕西、山西、河北、湖南、湖北、北京、上海、天津、吉林、甘肃、青海。区域分布：东部（11省市）占47.5%。西部占28.7%，中部占23.6%。

偿还责任占比方面，因为地方债务是三级政府所负担的，分别是：省级政府，市一级政府，县一级政府。省级政府的债务中要它偿还的是34.2%。市级66.4%。县级78.5%。这个分布非常清楚地告诉我们，欠债在地方、在基层。层级

越下的债务偿还对财力的需求越大。

中国地方政府的债务和任何西方国家的地方政府债务都不同。对于债务资金投向，不同在于中国的地方政府是为了投资来欠债的。投资投向何处？东部地区是市政建设，西部地区基本上是交通运输设施。

我们对于数字分析有一个结果，我们认为总体是可控的。但我们要特别指出的是 2013 年以来，中国经济发生了若干重大的变化，这些变化使得地方的还债空间缩小了。第一，经济增长速度下滑到七点几。第二，中国城市化战略转型，所谓转型就是不再沿着传统的推行城市化的道路来推行城市化，而是着力于城乡一体化来推动城市化。这是一个天翻地覆的变化。诚然，研究界还没有特别关注这个事，但已经有研究成果公之于世，大家有兴趣可以看看。第三，房地产经过十几年的徘徊，终于遇到了真正的转折时期。这三个原因使得地方政府的还债空间被压缩，因为地方政府还钱百分之六十多依靠卖地，而经济增长下滑，城市化战略转型，房地产市场转折，使得地不容易卖了，价钱没那么高了。中国这样的事情是一个体制的现象，所以我们要追溯它的原因，如何深深的扎在中国体制之内。

中国地方政府债务从 1979 年就已经开始。不过当时规模比较小。中国政府从一开始就像是一个企业，它办企业，它直接投资，同时也要配合国家的宏观调控，要有支出。这也就是理解中国经济很重要的关键点。中国政府从中央到地方都就像是一个巨大的公司，它的行为就不能够完全仿照西方国家，从公共服务政府来理解。地方政府一直从事经济活动，但他们从事经济活动的侧重点有所不同，基本上有这样四个发展阶段：1994 年前基本上靠税收优惠。税改之后，就

开始乱收费。上世纪末土地制度改革之后就卖地，2008年之后就采取借钱。

很多人说，中国地方政府债务与反危机有关。确实有关，但不是最大的一个解释因素。我们的分析显示在2011年前地方政府债务中，因为反危机发生的只占38%。其余的还是因为它的自己的那样一些投资行为，不能够与反危机挂钩。

我们对这样一个历史简单的有一个回顾之后，就勾划一下中国地方政府债务持续这么久，而且愈演愈烈的原因。

最重要的原因，是政府过多的、直接的参与经济活动。我已经提到，政府或者直接投资，或者创造环境让别人去投资。这些事情在西方国家的政府一般很少做，或者基本上不做的。

中国地方政府像企业一样去从事活动，这是迄今为止，中国经济增长的一个很重要的原因。我的同事张军曾经做过中国地方政府竞争的一个研究，中国政府，各级政府就像是企业一样行事，各级政府之间实行非常剧烈的竞争是构成中国经济增长很重要的动力。我们认同这种看法，但不认为这种模式是永远正确的。在赶超的阶段，从非常贫瘠的水平上向发达国家目标迈进的过程中，工业化的过程中，这种状况是好的，应当是利大于弊。但今天中国开始转型，如果我再听任政府做过多的经济活动，它可能会带来的弊端是大于它的有利方面。所以现在是时候来控制地方政府债务问题，进而控制政府的经济行为。

第二个原因是城市化加速。中国正处在工业化深化和城市化加速的过程中，大家都知道城市化发生在基层，不会发生在中南海。而基层又没有钱，于是需求和供应相互矛盾，

导致了地方要借钱。财政上，它要向中央要求转移支付，在金融上就依赖各种各样的融资平台和非融资平台来借钱，利用各种各样的关系和权利，要求金融机构借钱给它。而且这个过程中，产生很多的问题，其中一个期限错配，中国的资金供应都是短期的，而需求是长期的。因此地方融资各种各样的平台，存在着弥补金融错配的行为。

举债主体一共可分为五类。首先，不是地方政府直接借债，而是地方政府部门和机构。例如不是上海市政府借钱，而是上海市政府下面的一个机构。然后是融资平台公司，国有独资与控股企业，经费补助事业单位，公用事业单位和其他单位，这五类都是借债主体。它们借的有显性的债务，有隐性的债务，最大一笔债务就是养老金债务。外国人始终盯住中国的养老金债务与社会保障资金当中的缺口，这是我们很大的潜在的债务。

对债务问题，可以有很多角度的观察。我领导中国社科院团队，对中国过去十一年的国家资产负债表做了一个研究，我们去年年底这个书就出了，大家可以在市面上买到。我们跟踪过去十一年的资产负债表的变化，发生了一些有意思的事情，这些事实有助于我们认识中国地方政府债务的问题。

首先规模来看，中国过程资产负债表扩张的非常明显，总资产、总负债、净资产在五年内几乎翻一番。五年内扩张一倍。而且中国的资产负债表的增长速度，快于同期的名义GDP的增速。这表明有大量的交易是在非实体经济领域中进行。到2011年底，净资产（非金融资产加上净金融资产）超过300万亿。

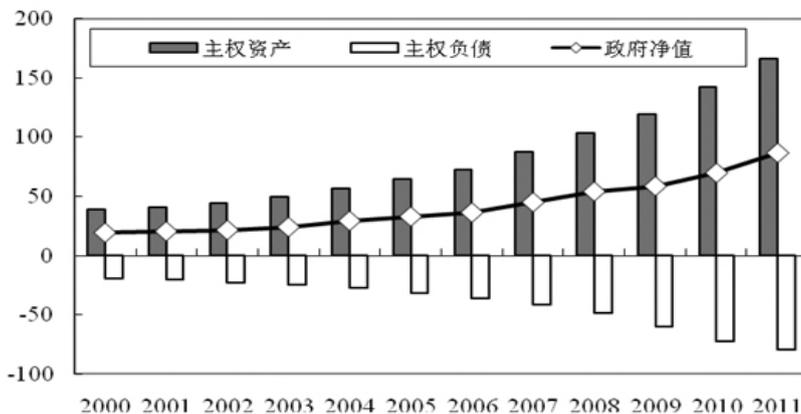
也就是说中国经过几十年的改革开放，还是积累了一些

财富，我们把所有的债务都扣除之后还剩下有 300 万亿的人民币的净资产，这是我们非常宝贵的财富。当然，这是 2011 年情况，因为限于数据，2013 年只能做到 2011 年，这几年没有那么多了，有所减少。

在对资产负债表的这些数据的分析中发现有一个情况，国家的净资产增加额持续小于 GDP，但总量实际上大于 GDP。因而，中国的 GDP 并没有都形成财富积累，其中有很多是无效 GDP，表明中国的经济运行质量很低、效益很低、水分很大。这也是经济的问题，本届政府一上台，不提经济较快增长，只提提高效率、提高质量。

再进一步分析，在总资产中，存货的占比增加，这反映出一个我们现在经济中的又一个问题就是“产能过剩非常之严重”。中国百分之九十几的产业产能都是过剩的，在存货增加的侧面可以看到非常清楚。

中国主权资产/负债及政府净值（单位：万亿元）



资料来源：中国社科院李扬等：《中国国家资产负债表2013》

图 40：中国主权资产 / 负债及政府净值

从资产负债率的角度来看，国家的总体负债率是在上升的，金融危机影响的 2009 年 2010 年两年间的上升幅度较大，表明债务风险相应提高。在 2011 年 40% 多。这是国家主权资产 / 负债及政府净值的表。前面所说的结论，2011 年底中国净资产是 300 万亿，在这张图上可以看到那个曲线就是代表了这样一个数字。（图 40）

基于资产负债表，我们关注一下，在危机中被人们谈论最多的一个要素就是杠杆率。我们看在中国所有部门的杠杆率都提高了，中国居民部门从 1996 到 2012 年的杠杆率的变化，现在是 30% 多一点。本来我国是非常非常低的，现在提高了。非金融企业，从 80% 上到大于 140%，增长十分快。政府部门，从 25% 提高到 53% 左右。金融部门，从 4% 提高到 18%。

总而言之，杠杆率都在提高，大致上都还是在合理的水平之内。但从四个部门——居民，非居民企业，政府和金融部门——来看我们比较担心的是中国的非金融部门。这是我今天想给大家传递的一个看法，我们对中国政府部门的债务并不特别担心，我们比较担心中国企业的债务，尤其是国企的债务。

图 41 比较了一些发达经济体的债务结构和总杠杆率。中国在各个数字上，都处于比较好的状态，但是非金融企业债务 113%，达到较高的水平。大概和法国、西班牙比较接近，而这两国目前状况并不好。中国总的来说还可以，总债务比为 215%。我国的企业债务比率略高，是我国经济中存在的问题。

对于中国地方政府债务问题的总体判断为风险仍可控，但有如下观察：

中国与发达经济体债务结构和总杠杆率比较 (占GDP比重, %)

	居民债务占比	非金融企业债务占比	金融机构债务占比	政府债务占比	总债务占比
日本	67	99	120	226	512
英国	98	109	219	81	507
西班牙	82	134	76	71	363
法国	48	111	97	90	346
意大利	45	82	76	111	314
韩国	81	107	93	33	314
美国	87	72	40	80	279
德国	60	49	87	83	279
澳大利亚	105	59	91	21	276
加拿大	91	53	63	69	276
中国	31	113	18	53	215

图 41: 中国与发达经济体债务结构和总杠杆率比较

第一，中央和地方政府（地方政府加上中央政府的债务）在一起占 GDP 的比例在 40% 以内，远低于 60% 的债务率的标准。

第二，中国是一个单一制国家，中央政府有非常强有力的控制能力，在各级政府间平衡债权债务，使得中国加总的净债务率是较低的，因为债务需要分部门看，甲方的债务是乙方的债权，中国在理论中和实践中都可以这样。只要国家总体对国外保持净债权状态，大概相当于对外投资头寸，那么发生债务危机的可能性就基本上是没有的，而我国对外投资头寸是正的，而且还比较大。

第三，中国整体的资产负债表仍然健康，尤其是中央政府保持相当健康的资产负债表。所以我们可以不对经济的

健康造成较大损失和对经济增长速度造成较大不利冲击条件下，来处理地方政府债务。债务是问题，但我国有更多的资源可以处理它，因为我国是单一制国家，因为我国的资产负债表，尤其是中央政府的资产负债表非常健康。

从金融技术上看，中国可供选择的去杠杆空间仍然很大，包括政府资产的转卖，债转股、长短期债务重组转换，拉长负债久期，减少错配风险等等。我国的措施都还有相当大的操控的空间。

最后，我们对于地方政府债务问题的体制性的解决办法是治本之道。我们要从根本上解决中国地方政府不规范借债问题，即建立规范化的地方政府举债融资机制，这样做有六个要点：

第一，划分政府职能范围。正确处理政府和市场的关系。中国地方政府所以负债这么多因为要从事生产，要投资，所以要负债，釜底抽薪的办法当然是减少投资。十八届三中全会这点说的非常清楚，应当简化、放弃那些可以交由市场承担的职能，而各级政府只需提供公共服务、制定市场规则、保持宏观金融稳定和实施宏观调控为主。

第二，划分中央和地方政府的支出责任和财权。我们需要对中国的各级政府间的财政关系做一次重新的整合。这样重新整合一下可能会从体制上至少地方政府的负债问题。

第三，对举债融资的资金使用范围做出明确规定。遵从“黄金规则”就是地方举债只能用于资本基础性和公益性资本项目支出，用于弥补地方政府经常性预算缺口。

第四，确定举债融资方式和偿债资金来源。用什么方式举债？现在可以发行市政债，向金融机构借款和包括 BOT 在内的其他融资方式，以市政债为主，上海等十个省市正在

试点。我昨天参加了上海市政府一个项目，这个项目就是编制上海市的资产负债表。编制的目的当然是资产负债表有多重功能，眼下要做的事情就是要基于一张比较好的可以理解的健康的资产负债表来为上海发债争取一个好的条件。我想这点是能够做得到的。偿债资金来源包括地方税收担保、特定项目收益、地方偿债基金及市场债权保险等。我们觉得中国不适合采用税收担保。

第五，地方政府债务融资、交易和风险定价的市场体系建设问题。需要建立有效的地方债务评级机制和有效的市场体系。需要改变市政债以银行为主的机构投资者结构进行投资的微观结构，要让广大的居民来投资。

第六，建立有效风险管理体系和危机处置机制。首先要硬化地方政府的预算约束，建立基于权责发生制的综合财务报告制度，做到科学、透明、可问责。昨天我们给上海市政府就是做这个事情，上海市政府试编了基于权责发生制的综合财务状况表，过去都是收付实现制的，现在是权责发生制，因为它引进了时间变量，引进了权利和责任，这样使得我们更好的反应政府的活动所带来的权利以及应付的责任。同时要对地方政府债务实施规模控制，上海已经对区县的地方政府债务实现了规模控制，有比例的要求。地方政府债务要有监管，如果出事要有偿债机制。

今天用这点时间来向大家介绍了中国政府的债务问题。这确实是一件大事，随着这几年的迅速发展，其中也确实存在着很多的问题，但中国作为一个经济增长速度依然保持相当高水平的国家，作为一个已经注意到这个问题，并且开始解决这个问题的国家，中国地方政府债务不构成威胁。

我的发言就到这里，谢谢大家。

全秋梅: 谢谢李扬先生。现在是提问环节，我们知道李扬老师的粉丝非常多，今天上午已经体会到了，因为时间的限制，我们只能够提出三个问题。

提问者 1: 你认为当地政府的这种方式，也就是依赖于出卖土地转让费的这种形式是否可以持久？或者当地政府有没有其他方式来解决这个问题？

李扬: 确实是不可持续的，这其中有很多的原因。我前面提到，可依赖土地是因为在中国过去非常迅速的城市化，而且是以城市的扩张为主要特征的城市化。中国的城市化道路自从十八届三中全会以后有了改变，现在以公共服务均等化为它的特点，尤其是中国城市化。如今新的城市化战略，把土地要素作为非常重要的因素揭示出来。过去，农民有强大的动力想成为城里人，现在在新的框架下，农民拥有了三类土地的权利。一、土地承包权；二、宅基地权；三、农村集体建设用地权。当农民手里掌握这三个权利之后，突然不愿意成为城里人了，成为城里人放弃很多权利，不一定是值得的，因此中国城市化道路已经开始改变。同时中国房地产市场经过十几年的高速发展，现在到了要清算一次的地步。所以从技术上来说，地方政府拿出土地拍卖，因为没有需求，有些地方的土地流拍了，这就是从经济来说不可持续。

此外，从法律的角度考虑，地方政府其实不拥有土地的权利。过去之所以能够这样做，其实是在相当程度上打了“擦边球”，在政策各种各样的空隙中寻找它的生存空间。今后对于这些土地制度也会有很大的控制，就会产生问题。

其实中国最大的问题，就是赋予了地方政府太多的责任，却没有给它钱。于是，地方政府就要想办法用各种方式

来筹钱。釜底抽薪的办法就是让地方政府少做事。我们大家要注意学习，我们的美国朋友对十八届三中全会的决定，背的比我们熟，人手一份，在谈判的时候就动不动说你们三中全会上这么说的，你们为什么不办，为什么不现在办？他们就注意到，我们里面反复强调的就是政府少做事，少做事地方政府就不需要钱，不需要钱就不会对土地再进行依赖了。从根本上我们想要建立这样的制度来解决问题，这其中当然涉及到很大的体制变化。

提问者 2: 很快想请教一下三类不同的债务有没有包括你刚刚所讲的国有企业负债？

李扬: 包括了，不是三类，是两类，第三类是两个相加的。

提问者 2: 包括在第一部分吗？

李扬: 两类都有。国企的主要是在第一类里面，算是直接承担偿债责任，即政府企业借钱，政府完全偿债责任也包括进去了。或有债务是指政府担保。昨天在上海市讨论，给上海编资产负债表有三个问题比较棘手。第一个，大量的国企不好定义，是公益性国企还是非公益性国企，因为定义在不同，会被统计在不同的表的项下。第二个，它有大量的债务问题，好多莫名其妙的机构也在负债。第三个，上海的养老金的缺口怎么算。当然，现在政府的雇员养老金缺口肯定算的，但国企职工养老金缺口算不算？我主张算，因为你赋有完全责任，有这个缺口。

提问者 3: 我想问一下，影子银行等机构，它的借贷方破产之后，偿还程序是怎样的？还有如果当地政府有财政上的危机，它的偿还过程是怎么样的？

李扬: 我们的研究包括金融和非金融企业，所以你说

的事是在我的研究范围之内的。影子银行或者是偿付等等事情，没有直接的统计，但会有归口到我们传统的那些口径里面去，都包含在我们这里面。

中国的偿还程序我们也有很专业的研究，和外国不一样。在中国，我们说影子银行和银行影子（shadow banking 和 banking is shadow）两类事情都有。因为在国外都是用交易的一些机制，来从事信用创造的活动。中国，我们用各种各样的创新的形式做传统的商业银行业务。这些都被统计在内了。至于你所说的金融问题，我们最近也在做一个研究，这个研究现在成果还没有出来，有时间我再向你交流这个问题。因为这个问题涉及的面比较大，而且会涉及到一些很敏感的问题。

专题五 国际货币体系和人民币国际化

Daniel Neilson（美国新经济思维研究所经济学家）：欢迎大家的到来。我们今天下午的会议分为两个环节，讲的分别是国际货币体系和人民币国际化，我们在第一个环节有三个讲者，随后是茶歇，之后是最后一个环节，每个环节都会有评论，因此请大家注意时间。我是 Daniel Neilson，是美国新经济思维研究所经济学家，我主要专注于研究金融市场的稳定，今天很高兴来到这里主持这个环节。我们的会议实际上经过了数个星期的准备，我也要借此祝贺大会的圆满召开。在我们的议程中有稍微一些变化。首先第一个环节会做一些调整，李迅雷和丁剑平相互交换一下。首先有请张明先生，

中国社科院世经所国际投资室主任，给我们做一个演讲。

张明：亚洲货币合作 VS 人民币国际化：重新审视

张明（中国社科院世经所国际投资室主任）：大家下午好！很高兴有机会与大家分享。从2000年推人民币跨境贸易结算到目前约有五年的时间，因此现在可以对人民币国际化和亚洲货币合作做一个重新的审视，看看这两者间是否有可以有机结合的地方。

今天的演讲包括如下几个内容，第一，回顾中国政府推人民币国际化的初衷及主要动力。第二，总结迄今为止人民币国际化取得的进展和存在的问题。第三，非常简要地回顾一下亚洲货币合作这些年走过来的历程，以及它存在的问题。第四，讨论是否可能将进一步推进人民币国际化和进一步推进亚洲区域货币合作结合起来。

2008年次贷危机刚爆发时，中国政府在三个层面上都在做努力。从国际层面上是2009年3月，周小川行长一篇文章呼吁要创建超主权的储备货币，当时趁着全球危机的爆发，中国非常紧密的参与到清迈协议多边化与亚洲货币合作中，从2009年4月开始推人民币跨境结算。当时中国在这个领域采用了三管齐下的策略。但到现在为止，前两个领域进展寥寥，无论是超主权货币、还是亚洲的区域货币，中国政府在人民币国际化上走的越来越远，为什么会有这样情况的发生？

现在来看，中国政府推人民币国际化，有两个主要的原因。第一，随着中国经济实力不断的上升，人民币的国际地位和中国在全球经济和贸易中的地位日益不匹配。比如

2010 年左右，中国贸易占到全球贸易比重超过 10%。中国 GDP 占到全球 GDP 比重也接近 10%，但当时人民币的国际结算额占全球的国际清算额的比例不到 0.5%，如此巨大的落差是中国政府推人民币国际化比较重要的原因。第二，由于次贷危机的爆发，美国开始采取量化宽松政策，这给美元的前景蒙上不确定性。中国政府开始意识到整个对外贸易和投资中，过分依赖美元会带来一些问题。为了降低中国企业面临的汇率风险，缓解中国外汇储备的累计，中国政府推人民币国际化。

这两个目的是否已经实现？人民币国际化在过去五年中取得了很快的进展，比如在 2010 年 10 月，按照货币清算额的比重来排序，人民币仅在全球货币中排第 35；2014 年 3 月人民币在全球结算货币中排位已经上升到第 7 位。如果按照贸易融资的全球份额来看，2013 年底人民币已成为仅次于美元的第二大全球常用货币，全球清算额占全球第七第八位。

为什么我们贸易融资占到全球第二位？这里面会不会有什么样的问题？

首先，下图（图 42）显示了人民币国际化取得的进展：今年中国人民币国际化跨境结算占中国整个对外贸易额的比率为 25%，进展令人印象深刻。

其次，从香港离岸人民币市场的规模上看（图 43），从 2010 年下半年开始，香港的人民币存款规模迅速增长，到今年年初已经超过了九千亿人民币，突破万亿指日可待。

接着，如果从香港市场发的人民币债券的角度看，过去三年在香港发的人民币债券新增规模都超过一千亿人民币，如果再用典型债权来形容香港人民币市场已经有点名不副实了。

人民币国际化取得的进展

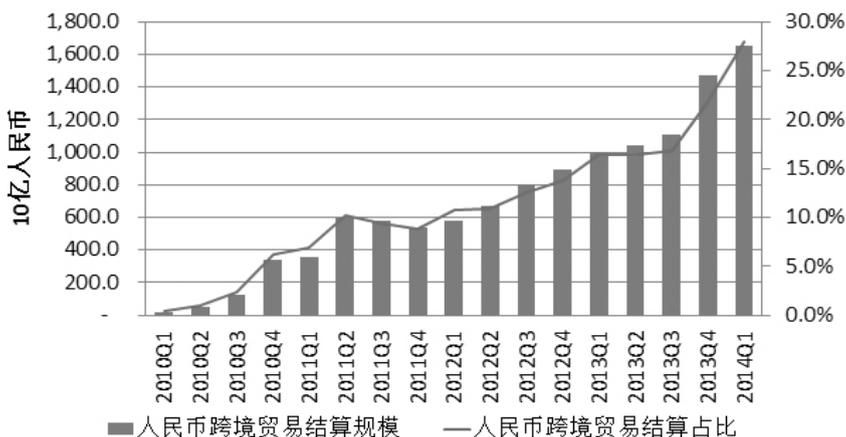


图 42：2010 年—2014 年人民币跨境贸易结算规模与占比

人民币国际化取得的进展

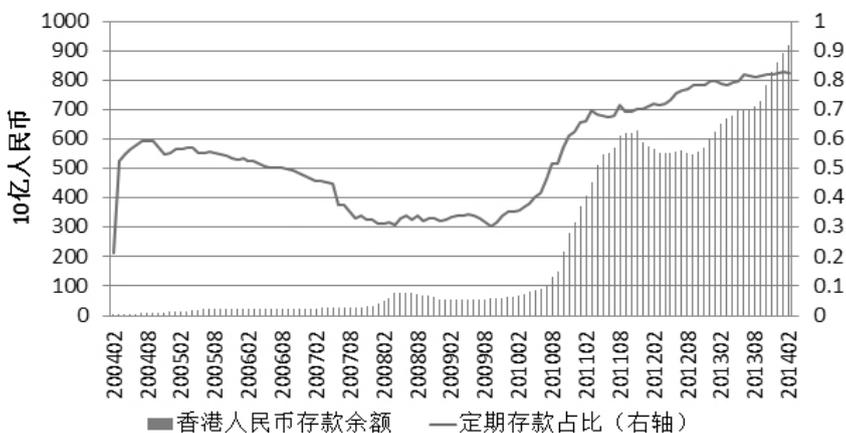


图 43：2004 年—2014 年香港人民币存款余额与定期存款占比

最后，如果按照支付规模把人民币离岸中心排序，香港、伦敦、新加坡、台湾和纽约排前五位。因此无论是从跨境贸易结算还是从香港市场发展来看，人民币国际化推进都很快。

最大的问题在于，在中国内地人民币的汇率和利率形成的机制还没有充分市场化的前提下，我国就推行了人民币国际化改革，产生了人民币的在岸市场和离岸市场。在岸市场上人民币的汇率和利率受央行的管制，而在离岸市场受到市场供给。无论是汇率之间还是利率之间在岸和离岸都会有很大的价差，就会吸引很大的跨境套利活动。

理论上考虑，跨境套利活动会压缩两个市场的价差，使得两个市场的价格趋于均衡。但由于央行保持着对在岸市场的强大控制力，所以这个价差不管套利活动的规模多大，它依然存在。套利活动从过去几年到现在仍在源源不断地进行着。

举一个最常见的套利机制：一个内地企业让内地银行帮他开一张信用证，以跨境人民币贸易机构支付给它香港的关联企业，香港的关联企业以信用证作为抵押品，向香港银行申请一批贷款，这个贷款既可以是人民币也可以是美元，再以反向的跨境贸易的方式，把这笔钱支付给内地企业，内地企业就可以用这笔钱，无论是用于自身的投资，或是购买影子银行的产品，完成套利的循环。内地银行从前的抵押品是铁矿石、铜，黄金，这也是中国最近流行的融资铜、融资黄金、融资铁矿石的原因。

下图（图 44）四条线分别是香港银行对内地银行的外币和本币的债权债务。这四条线中，只有香港银行对内地银行外币债权这一条线从 2010 年下半年开始有显著的增长，

且突破了 2.5 万亿人民币，这也印证了跨境套利机制的结果就是香港银行给内地企业提供了贷款。

跨境套利的证据

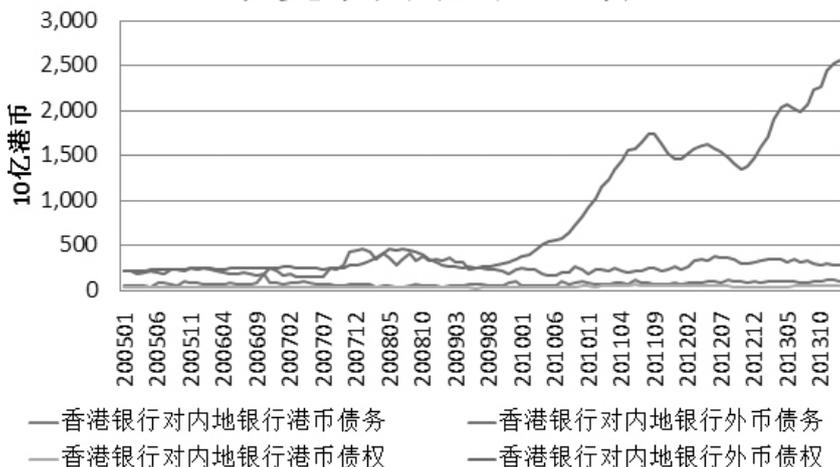


图 44：跨境套利的证据

同时，还可以从信用证角度来看我国的跨境套利问题。根据 SWIFT 的数据，目前全球的人民币信用证中，超过 50% 是内地开往香港，另外 20% 是内地开往新加坡，70% 的开证的方向是从内地人民币市场到离岸的人民币市场。把这两方面的证据结合起来，可以得出这两年跨境套利的规模实在非常大。

此外，还有其他两方面证据。第一，根据我们定期在广东、深圳、云南和浙江等地调研的结果，迄今为止，绝大多数的人民币跨境结算仅仅发生在内地的中国企业和香港企业之间，而并没有发生在大中华区的企业和全球其他区域

的企业。第二，来自于我们同事的研究表明，在 2012 年到 2013 年，中国的真实出口增速大概只有 4%，而同期公布的数字是 8%，因此有很大一块的虚假贸易。据估计，2013 年中国的出口高报规模接近 2500 亿美元，占到总出口 11%。

跨境套利的交易至少有以下三方面的不良影响。

第一，制造了跨境贸易的虚假繁荣，产生很多泡沫。第二，导致中国出口的宏观数据可信度明显下降，很难从当前的数据来判断出口的真实情况。第三，造成中国政府的相关福利损失，一方面使得中国宏观调控效力下降，另一方面导致中国政府出现很多估值损失。

此外，跨境人民币结算还降低了中国资本账户管制的效果。目前的情况是美元计价的资本流动依然归外管局，管得比较严；人民币的计价流动归央行货证二司监，管得非常松。资本管制双本制给套利大开方便之门。

对于人民币的反思有以下几点：第一，货币国际化究竟能不能由政府推动？第二，跨境贸易结算加上离岸货币中心是否是推进货币国际化的合适形式？第三，当前的人民币国际化中，到底是跨境套利占主体还是真实交易占主体？人民币国际化和资本账户开放应当成为当前中国政府的工作重点吗？

亚洲货币合作的进展。基本上是危机驱动的，东南亚金融危机爆发之后催生了清迈倡议，最多的时候是 900 亿美元的双边互换。美国次贷危机的爆发催生了清迈倡议多边化，至今没有取得实质性进展。原因如下：从东盟 +3 格局展开的两大多小的格局——中国和日本是大国其他都是小国——使得机制的设置存在难度。小国反对按照 GDP 的份额来分配份额和投票权，而大国爆发危机时，小国很难对大国进行

救援。同时，东亚地区存在的很多历史问题也阻扰了这个进程。中日两国领导权之争，还没有找到很好的妥协方法。正因为亚洲货币合作是危机推动的，因而在日常情况下，很难再往前推进。

能否找到新的方法来重新审视人民币国际化，将之与区域货币合作结合起来？我认为人民币未来要走向持续发展道路，应从周边做起，在亚洲区域得到广泛使用之后再走向全球。

最后，我的政策建议如下：

第一，对中国政府最关键的是在未来五到十年尽可能地加快国内结构性的改革，尽可能消除金融市场的各种风险隐患，使得中国经济、中国金融市场在未来五到十年有持续较快的发展，这才是人民币国际化的治本之策。

第二，恢复对周边国家人民币流通使用的重视，鼓励周边国家更多地使用人民币交易计价、结算。

第三，以中国和东盟的自由贸易区为支点，大力鼓励人民币在东盟范围内流通和使用。

第四，大力发展中国的熊猫债权市场，允许更多的国家政府和金融机构企业在中国发行人民币计价债权。

第五，鼓励中国企业在海外投资过程中更多的使用人民币的计价和结算，并允许东道国将这笔钱用于购买中国商品或投资中国的金融市场。

最后，亚洲的区域合作向来是危机驱动，如今到了新一轮的风险上升的时期，随着美国的退出 QE，我们要把握时机，进一步的推进亚洲货币合作，我的发言就到这里，谢谢大家。

Daniel Neilson: 非常感谢，感谢你很好的控制时间。接

下面我们由丁剑平教授。

丁剑平：人民币国际化 ——自贸区人民币跨境业务问题研究

丁剑平（上海财经大学现代金融研究中心主任，教授）：我今天想谈一下人民币国际化和自贸区跨境人民币业务的问题。

在上海，一般官方不会说离岸市场，而是说“跨境”——中国货币的跨境交易。但同时，我们有一些离岸的业务。根据最基本的组成部分来看，离岸业务的特点包括优惠利率差便利、金融交易有免税、没有存贷比等要求。而上海只有优惠利率差便利，没有金融交易免税，但有存贷比要求。离岸业务最实质的内容就是利率差，也就是前面的发言者提到的像上海、香港的一些公司通过利率套利得到优惠。离岸业务带来了一些盈利或者获利的空间，否则就不会称之为离岸业务。

在上海自贸区，税收的优惠程度对于金融市场是比较中等的。根据国际经验，离岸的银行对于岛国会成为一个避税港，提供很多优惠税。在美国因为国际机制，所以企业没有享受税收的优惠。中国上海也还没有实施这种离岸税收的优惠。

如果要做人民币国际交易，就必须要有信心和能力控制好利率、货币的汇率浮动等各方面，增强国际上对人民币的信心。当然，人民币国际化要有汇率的浮动，资本的流动，要注意资本市场的安全性和股市对我们的冲击，这是一个闭环的循环。

人民币国际化后，汇率才能真正的浮动，企业才能承受更大的汇率波动。通过汇率的浮动来阻止热钱冲击股市，通过人民币国际化来解决这些问题。

回顾日元国际化的过程，外币渐渐成为东京主要的交易货币，日元慢慢失去了它的市场。但中国面临的情况可能情况不一样，我们有自由贸易区，这些自由贸易区大部分的贸易，目前也有资金池的模式，区内注册企业相当于二级账户，从下图（图 45）可以看到包括离岸和在岸的资金池的情况。

境内已有资金池模式 区内注册企业相当于二级账户

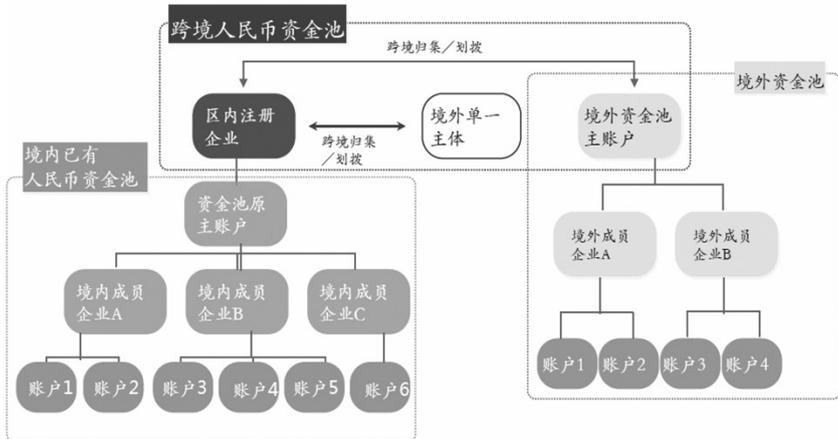


图 45：境内已有资金池模式

我们希望大量使用人民币、增大中国货币的交易量——实行离岸交易。离岸交易主要是关于贸易，而不是直接投资。中国货币的国际化在上海自贸区成立之后有了很大的变

化，越来越多的交易属于跨国境交易，包含进口和出口。其次是服务业中，境外投资方用人民币在中国境内进行投资，中国公司用人民币在海外投资，以上皆与进出口息息相关。在下图中（图 46），如今人民币的远期交易，实际数量还是很少的，这意味着中国人民币市场还没有真正的建立起来。

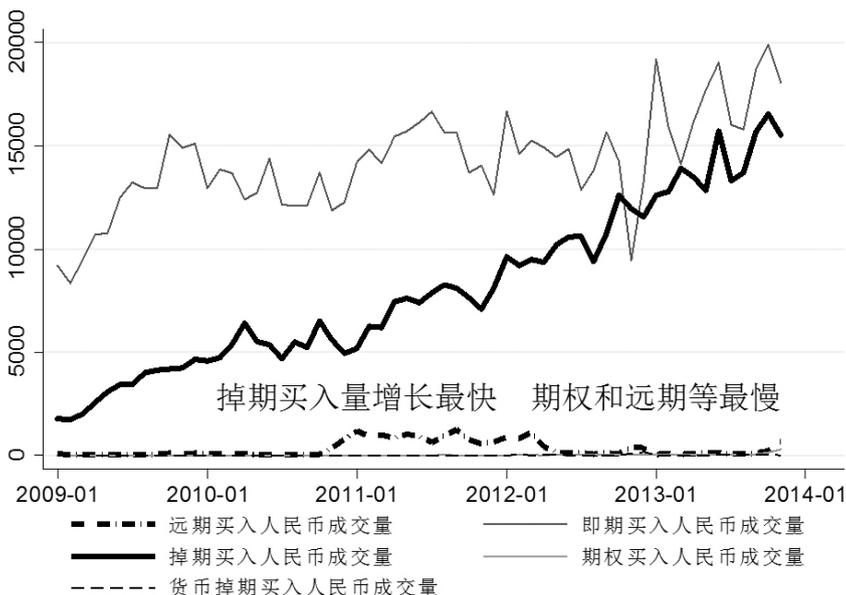


图 46: 2009 年—2014 年人民币成交量

张明教授也提到了人民币跨境交易的问题，这与中国人民币汇率上升息息相关。下图中（图 47）最下方的线表示人民币升值曲线，上方两条线是人民币跨境业务在进出口中的上升曲线，上方的线表示进口人民币结算体系，中间的线是出口人民币结算体系。从中可以分析出，人民币的跨境结算与人民币的升值息息相关，两类综合才能考虑到它的套利

情况。

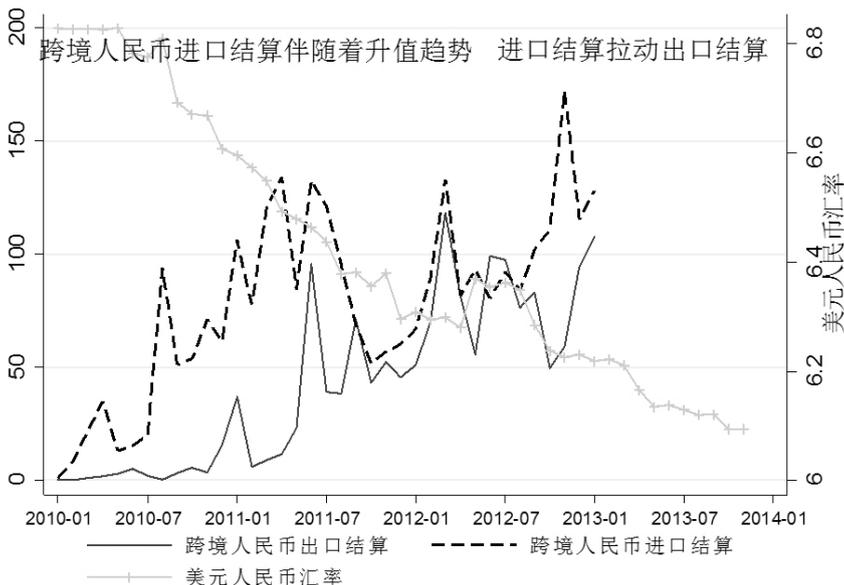


图 47: 2010 年—2014 年跨境人民币
结算与美元人民币汇率

人民币跨境贸易，第一个变数是进口结算，第二个变数是进口 - 出口，第三个变数是中美三月存款的利率差，结合下图（图 48）还可以考察近期、远期的汇率情况，六个月以及三个月的近期远期的汇率情况。其中进口和出口利率、人民币和美元之间的汇率，对人民币跨境贸易起至关重要的作用。在上海自贸区成立之后，人民币跨境业务继续延续着原有的上升趋势，与人民币升值的曲线息息相关。

在香港，人民币存款利息率是 3%，在国内是 6%。因为海外利率是 3%，境内利率是 6%，如果人民币内流再兑

换成美元，导致贬值压力大，而如果人民币兑换成美元外流，则导致人民币边缘化。我们不想见到这种情况发生，而想看到人民币在海外取得利润和投资。实际上现在政府已经意识到了这个问题。但没有采取很多的措施来改进，这也是利用人民币套利的现象持续出现的原因。

人民币跨境贸易结算回归结果

变量	(1) 进口结算	(2) 出口结算	(3) 进口-出口
lcnyusd 人民币/美元汇率	35.40** (16.11)	-49.57* (26.95)	82.99** (32.87)
dcnyccn3m 即期-3远期汇率		199.2 (132.6)	-294.7* (161.7)
dcnyccn6m 即期-6远期汇率		-165.1 (107.2)	251.8* (130.7)
dshusdir3m 中美3月存款利率差	1.466** (0.634)		
Constant	0.203** (0.0946)	0.0293 (0.159)	0.201 (0.194)
Observations	36	36	36
R-squared	0.209	0.130	0.211

图 48：人民币跨境贸易结算回归结果

如果跨境业务进一步放开会发生什么？我们可以借助大数据下的信息再加上跟踪技术的提高来分析一下。

在自贸区金融权限的范围内，是二线管住或者是有限渗

透。围绕着人民币国际化和跨境交易的展开为人民币汇率浮动做准备。要考虑人民币在两个资金池之间的可渗透，沿着跨国公司的产业链来展开这点。如此可以使相关的跨国公司在离岸和在岸这两个资金池之间都受益，也可以防止洗钱的发生。必须要调整好离岸和在岸这两个资金池之间的关系。

人民币跨境交易还有人民币国际化，实际上最主要发生在跨国公司之间，主要是在中国内地和香港之间。上个月，中国的李克强总理宣布“沪港直通车”项目——上海和香港股市中实现直通车——两方直接投资者可以利用在岸离岸资金池来在彼此的市场做交易。在这种情况下，人民币在岸、离岸会逐渐的整合在一起，为国内跨国公司提供一些必要的便捷性。

但是现在还要考虑一些问题。现在有两个资金池：在岸、离岸。在中国大陆的人民币货币和在香港的人民币货币之间可以互相进行交易。我们预测，今后这两方面的互动性会越来越多、越来越深入。如果在岸离岸的利率不同，这肯定是不公平的。人民币离岸和在岸利率以后会趋于平等。

除此之外，虽然现在有了沪港直通车，也还要考虑香港公司的一些问题。过去，在香港的香港公司，虽然有人民币，但它们不能在大陆股市进行投资。当时香港公司表示，这样是不公平的。但如果把这个权利放开，在自贸区中的一些大陆的公司又认为对他们不公平。如果把在岸和离岸人民币资金池完全开放，这两个资金池就可以对跨境人民币松绑，就可以完全合并起来。有了这两个资金池的合并，跨国公司就可以完全地享受跨境人民币所带来的利益。

此外今，天早晨，我们也了解到人民币的国际化还存在很多的问题。离岸交易是必要的，尤其是对中国的一些公司

而言。对于那些跨国公司也是必要的，因为跨国公司能享受到跨境人民币交易所带来的利益。但也要考虑到特里芬难题，不能让特里芬难题在国内市场发生。美国还有欧元区，它们都有很高的债务问题，尤其集中在贸易中。日本和中国，有很高的顺差，这也是为什么日元和人民币，不能完全被东亚跨国公司来使用。中国应当给这些跨国公司提供更大的市场，否则人民币就会步日元的后尘。日本的进口市场不是十分开放，如果中国不对外国的跨国公司开放的话，那么人民币国际化就会进展的很缓慢。这也是上海自贸区应考虑的问题，也是我想跟大家讲的最主要的问题。谢谢。

Daniel Neilson: 感谢丁教授。最后我们有请 Masahiro Kawai 给我们来做一个演讲。他是今天早晨环节的主持人。我们有请 Masahiro Kawai 教授。

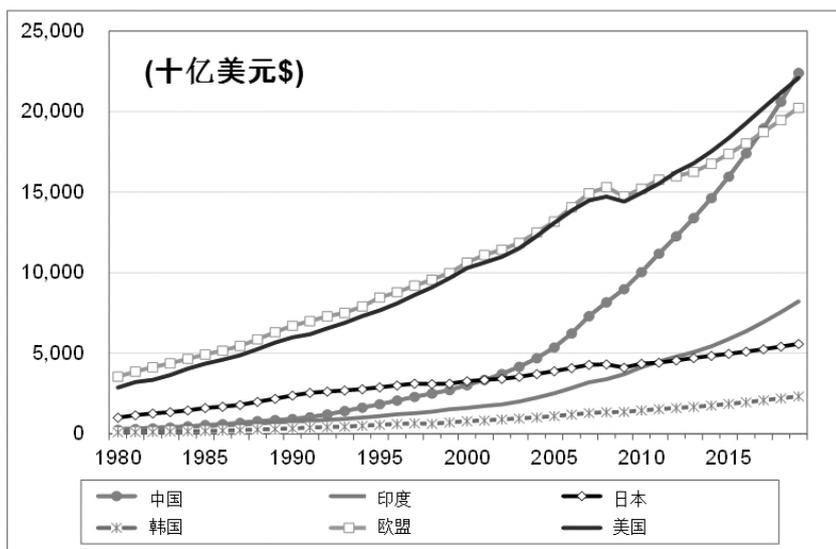
Masahiro Kawai: 人民币国际化的挑战：金融、治理和制度

Masahiro Kawai（东京大学教授，原亚洲开发银行研究所所长）：感谢你的介绍，感谢各位，尤其是美国新经济思维研究所、清华大学国家金融研究院、上海发展研究基金会、以及 EADR。我今天下午的主题人民币国际化的挑战。实际上，由于中国经济的崛起和其他一些原因，人民币国际化已经吸引了很多人的眼光。很多人认为，人民币会成为国际三级货币中的一级。

首先，我们看一下 IMF 估算的 GDP（图 49）。根据 IMF 的预测，中国在 2019 年 GDP(PPP) 会达到和美国同样的水平。而根据世界银行的数据，或许在今年，美国和中国

的 GDP(PPP) 就会达到同样的水平。无论如何，中国在不断的发展和崛起，中国贸易占全球贸易的比例也在不断增加。

基于购买力平价的GDP (国际美元)



注释: 2013-2019年数据来源于国际货币基金组织的估算与预测
来源: 国际货币基金组织, 世界经济展望数据库, 2014年四月

图 49: 基于购买力平价的 GDP (国际美元)

把出口和进口放在一起 (图 50), 就可以看到中国是最大的贸易国家之一。红色曲线代表中国, 左侧是出口占比, 右侧是进口占比, 都是不断上涨的趋势。

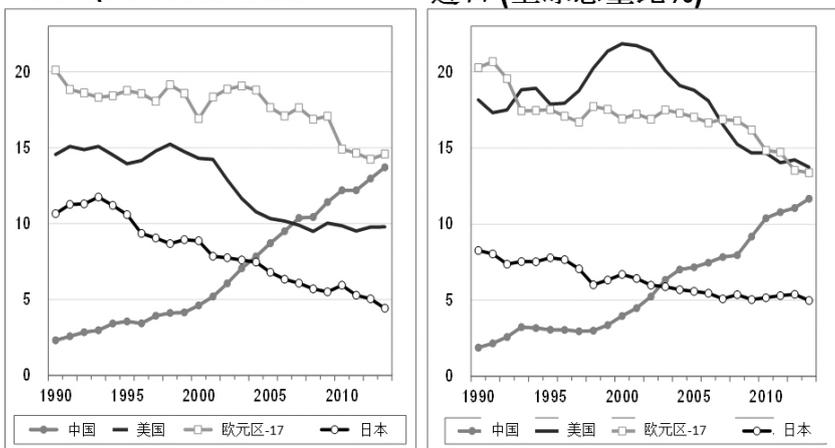
从以上两个角度分析, 人民币应该要成为一种主要国际货币。但人民币的国际化并不容易, 只靠 GDP 和贸易量, 无法使其成为一个国际货币。对于中国来说最重要的挑战就

是改革和开放金融市场。同时，提高机构在制度和治理方面的质量。

中国贸易总量占全球总量比

出口(全球总量比%)

进口(全球总量比%)



注释：欧元区-17的进出口已分别减去欧元区-17内部相互进出口

来源：国际货币基金组织，贸易方向统计

图 50：1990 年—2010 年中国贸易总量占世界总量的比率

图 51 将当前的一些国际货币，根据一些指标，比如在全球的外汇市场的流通，外汇储备持有，以及世界支付货币的比例，做了具体的比较。其中美元是最重要的国际货币，然后是欧元、日元、英镑。接下来是其他国际货币，包括澳大利亚、瑞士、加拿大的货币。墨西哥的比索也是一个主要的国际货币，尤其在外汇市场的流通这方面，有不错的表现。这里列出的国家，除了墨西哥，其他的都是发达国家，在金融方面发展得很好，人均 GDP 很高。在外汇市场的流通这方面，人民币的排名虽然比较高，但人均收入水平远远落后于其他的发达经济体。

国际货币和人民币列表

经济 (货币)	外汇市场 营业额 (%), 2013	外汇储备 (%), 2013	全球支付 货币(%), Feb 2014	万亿美元为单 位的国内生产 总值(全球占有 率,%), 2013	人均国 内生产 总值(\$), 2013
美国(\$)	87.0	61.2	38.9	16,800(22.7%)	53,101
欧元区(€)	33.4	24.6	33.0	13,416(17.2%)	38,073
日本(¥)	23.0	3.9	2.5	4,901(6.6%)	38,491
英国(£)	11.8	4.0	9.4	2,536(3.4%)	39,567
澳大利亚(A\$)	8.6	1.6	1.8	1,505(2.0%)	64,863
瑞士(SF)	5.2	0.2	1.5	651(0.9%)	81,324
加拿大(Can\$)	4.6	1.7	1.8	1,825(2.5%)	51,990
墨西哥(Mex\$)	2.5	--	0.3	1,259(1.7%)	10,630
中华人民共和国 (CNY)	2.2	--	1.4	9,181(12.4%)	6,747
新西兰(NZ\$)	2.0	--	0.4	181(0.2%)	40,481

注释：对于外汇交易市场营业额数据，个别货币的百分比份额总计是每个交易中涉及两种货币的200%。国内生产总值是当前的价格。

图 51：国际货币和人民币列表

图 52 列举了一些排名靠前的国际金融中心。排在首位的几个金融中心都在货币国际化的国家和地区，比如香港和新加坡他们有离岸市场。但苏黎士、东京、波士顿、芝加哥、日内瓦、法兰克福、多伦多、悉尼，上海，也在列表中。其实，可以从国际金融中心排名的角度来看一个国家的重要性。

人民币如何实现国际化？首先，可以从其他国家的货币国际化的过程中吸取一些经验教训，比如从经济基础、经济规模和资本账户的自由化等方面。尤其是资本账户的自由化，因为它能提升一个货币的国际化程度。其次，需要一个开放的，而不是受支配的金融市场，才能实现货币的国际化。

顶级国际金融中心 (国际排名)

金融中心	3月7日	9月7日	3月8日	9月8日	3月9日	9月9日	3月10日	9月10日	3月11日	9月11日	3月12日	9月12日	3月13日	9月13日
伦敦	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
纽约	2	2	2	2	2	2	1	2	2	2	2	2	2	2
香港	3	3	3	4	4	3	3	3	3	3	3	3	3	3
新加坡	4	4	4	3	3	4	4	4	4	4	4	4	4	4
东京	9	10	9	7	15	7	5	5	5	6	5	7	6	5
苏黎世	5	5	5	5	5	6	7	8	8	8	6	5	5	6
波士顿	14	12	11	11	9	18	14	13	12	12	11	11	8	7
日内瓦	10	7	7	6	6	9	8	9	9	13	14	9	7	8
法兰克福	6	6	6	9	8	12	13	11	14	16	13	13	10	9
首尔	43	42	51	48	53	35	28	24	16	11	9	6	9	10
多伦多	12	13	15	12	11	13	12	12	10	10	10	10	12	11
旧金山	13	14	12	17	17	17	15	14	13	9	12	12	13	12
芝加哥	8	8	8	8	7	8	6	7	7	7	7	8	11	14
悉尼	7	9	10	10	16	11	9	10	10	15	16	15	19	15
上海	24	30	31	34	35	10	11	6	5	5	8	24	19	16

来源：伦敦金融城公司和长期融资，全球金融中心指数，各类债券

图 52：顶级国际金融中心排名

日本在 1999 年出现了金融危机，那时没有能力解决，因此日本在随后的 20 年间出现了经济衰退和长期的经济停滞。中国可以从日本或者是其他的国家吸取经验教训。实现国际化是一个漫长的过程。比如日元在成为国际化的过程中，一路走得很缓慢。同时，中国也可以参考德国还有欧元区，会发现与邻国的合作也非常重要。

当然，人民币国际化同时存在积极和消极的因素。中国经济总量，国际贸易总量，政府以政策推动人民币国际化，都是积极因素。消极不利的方面，就是金融市场的自由化和开放还比较有限。另外国家对经济的干预缺乏一些基于规则的体制。比如在法制、监管、政策制定方面做的还不是很很好。未来政府的政治管理可能会有一些不确定性。

人民币国际化面对什么样的挑战？

首先要实现资本账户的开放，和在跨境贸易中使用人民币。关于资本账户开放，中国现在的情况其实远远落后于 1980 年代初日本的情况。图 53 的资本账户开放度指数显示，实现资本账户可兑换性还是一个较大的挑战。

中国的资本账户自由化的情形

跨境交易和控制中的项目类型	不可兑换	部分可兑换 (高度限制)	基本可兑换 (高度限制)	可充分兑换	总计
资本和金融市场交易	2	10	4	0	16
衍生金融投资工具和其他工具交易	2	2	0	0	4
信贷工具交易	0	1	5	0	6
直接投资	0	1	1	0	2
直接投资清算	0	0	1	0	1
不动产交易	0	2	1	0	3
个人资本交易	0	6	2	0	8
小计	4	22	14	0	40

来源：中国人民银行，统计分析部，2012年2月

图 53：中国资本账户自由化情形

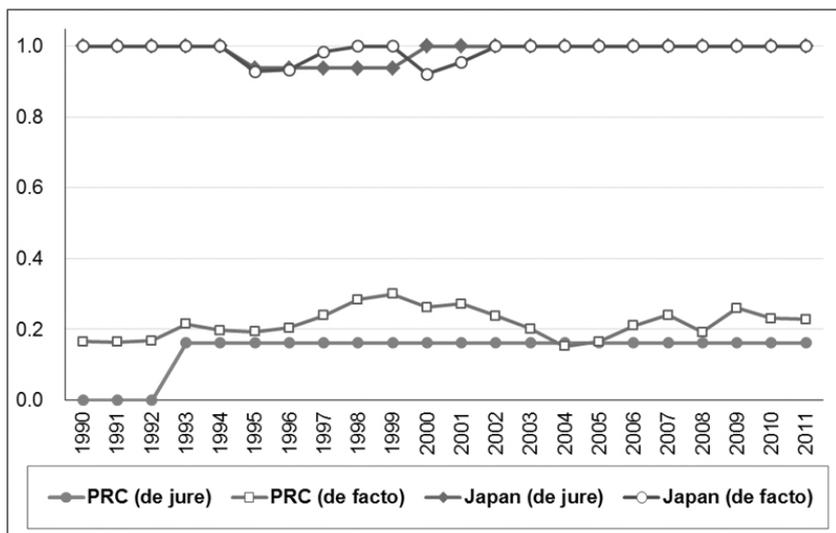
还有一些指数也可以体现资本账户开放程度。如图 54 对比了中国和日本在资本账户开放度。图 55 则对比了中国和日本的货币政策的独立性，这个指数是有波动性。但中国一直想要保持货币政策的独立性，因此基本上在稳定它的汇率。对于资本的控制，资本市场自由化，都是中国需要做的事情。同时，金融市场的深化，也是非常重要的一个问题。

我们需要一种基于规则的制度和治理，才能够使人民币国际化，实现央行的独立性，建立一个独立的司法体制。破

产清算的程序也必须要明确。监管质量的要求也要非常高。当然还需要中国能做到财政的分权。图 56 是世界银行做的一个亚太地区经商的难易程度的排名。对比列表中的国家，包括金砖国家还有新加坡和香港地区，中国在在治理和改革方面还有很大的改进的空间。这份排名也专门针对中国和日本的经营环境，对比了两国的 GDP（PPP）和人均收入。中国远远落后于日本，因此必须要改善人均收入，这可能要到 2020 年才能实现。

关于治理指标，管理指标这块，世界银行也提供了一个全球国家治理指标。（图 57）在这上面列出的国家中，中国的排名，是倒数第二。

中国资本账户开放指数（和日本）

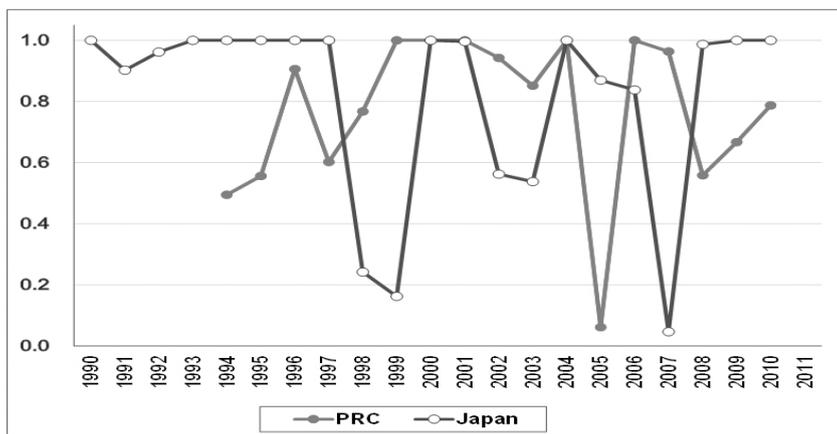


注释：在数值1的时候，资本账户完全开放，在数值0的时候，资本账户完全关闭。

来源：Chinn和Ito（2008）和网站；Ito和Kawai（2012）

图 54：中日资本账户开放度指数对比

中国货币政策独立性指数（和日本）



注释：数值1代表的是完整的货币政策独立性，而数值0指的是不具备货币政策独立性。
来源：Ito和Kawai（2012）。

图 55: 中日货币政策独立性指数

2014年亚太经济体等的“经商容易度”排名

地区名	经商容易度	开始经商	许可施工交易	电力获取	注册财产	信用获取	保护投资人	交税	跨境贸易	执行契约	解决破产
新加坡	1	3	3	6	28	3	2	5	1	12	4
香港	2	5	1	5	89	3	3	4	2	9	19
新西兰	3	1	12	45	2	3	1	23	21	18	12
美国	4	20	34	13	25	3	6	64	22	11	17
韩国	7	34	18	2	75	13	52	25	3	2	15
英国	10	28	27	74	68	1	10	14	16	56	7
澳大利亚	11	4	10	34	40	3	68	44	46	14	18
加拿大	19	2	116	145	55	28	4	8	45	58	9
德国	21	111	12	3	81	28	98	89	14	5	13
日本	27	120	91	26	66	28	16	140	23	36	1
荷兰	28	14	97	70	47	73	115	28	13	29	5
瑞士	29	104	58	8	16	28	170	16	35	20	47
法国	38	41	92	42	149	55	80	52	36	7	46
南非	41	64	26	150	99	28	10	24	106	80	82
墨西哥	53	48	40	133	150	42	68	118	59	71	26
意大利	65	90	112	89	34	109	52	138	56	103	33
俄罗斯	92	88	178	117	17	109	115	56	157	10	55
中国	96	158	185	119	48	73	98	120	74	19	78
印度	134	179	182	111	92	28	34	158	132	186	121
巴西	116	123	130	14	107	109	80	159	124	121	135

来源：国际金融公司和世界银行，经商2014,2013年10月

图 56: 2014 年亚太地区“经商的难易程度”排名

治理指数, 2012

	平均	话语权和问责制	政治稳定和零暴力	政府有效性	监管质量	依法治国	对腐败的控制
新西兰	1.80	1.64	1.36	1.79	1.84	1.88	2.32
瑞士	1.76	1.67	1.40	1.88	1.66	1.81	2.15
荷兰	1.72	1.63	1.17	1.80	1.75	1.84	2.13
澳大利亚	1.60	1.50	1.00	1.61	1.77	1.75	2.00
加拿大	1.61	1.45	1.09	1.75	1.69	1.75	1.92
新加坡	1.58	0.08	1.34	2.15	1.96	1.77	2.15
德国	1.45	1.38	0.77	1.57	1.53	1.64	1.78
香港	1.44	0.62	0.98	1.82	1.94	1.56	1.71
英国	1.37	1.32	0.41	1.53	1.64	1.69	1.64
美国	1.25	1.12	0.63	1.51	1.29	1.60	1.38
日本	1.25	1.09	0.94	1.40	1.12	1.32	1.61
法国	1.18	1.22	0.55	1.33	1.11	1.43	1.42
韩国	0.73	0.69	0.17	1.20	0.89	0.97	0.47
意大利	0.48	0.89	0.50	0.41	0.73	0.36	-0.03
南非	0.20	0.56	0.00	0.33	0.38	0.08	-0.15
巴西	0.05	0.43	0.07	-0.12	0.09	-0.11	-0.07
墨西哥	-0.13	0.09	-0.67	0.32	0.47	-0.56	-0.41
印度	-0.37	0.35	-1.25	-0.18	-0.47	-0.10	-0.57
中国	-0.56	-1.58	-0.54	0.01	-0.26	-0.49	-0.48
俄罗斯	-0.73	-0.96	-0.82	-0.43	-0.36	-0.82	-1.01

图 57: 2012 年治理指数

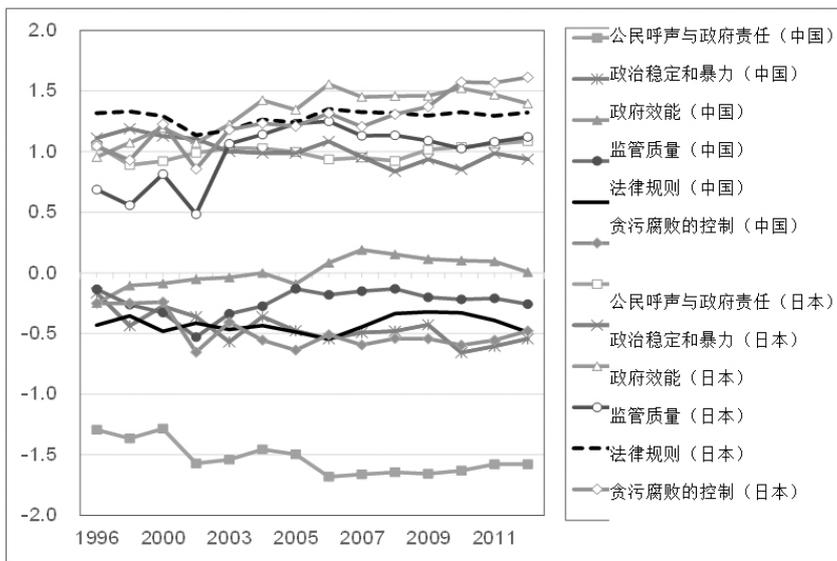
图 58 对比了 1996 到 2011 年, 中国和日本在治理的指数, 通过一些小指标, 比如发言权和问责制, 可以看到一个国家治理的质量。

中国的发言权和问责制非常低。其他的一些指标, 比如政治的稳定性和暴力、政府效能、监管质量、法制等, 都是比较低的, 都在 0.5 以下。所有指数都低于日本。如果参照日元走向国际化的过程, 中国也应在这些不同的指标方面做到位, 中国应该要克服这些问题, 侧重于整个社会治理的质量。

区域的货币合作方面也是非常重要的, 日本、中国、韩国, 还有其他的东盟国家都应该开展合作, 来推动和支持更多的货币合作, 在这样的框架下人民币国际化更加容易实

现。如果人民币想成为一个国际货币，首先它必须实现货币可兑换性。这并不容易，金融行业必须要得到加强和巩固才能够实现人民币的国际化，这是一个耗时漫长的过程。

中国和日本治理指数（预估）



来源：世界银行，全球治理指标

图 58: 1996 年—2011 年，中日治理指数对比

中国的发言权和问责制指数非常低。其他的一些指标，比如政治的稳定性和暴力、政府效能、监管质量、法制等，都是比较低的，都在 0.5 以下。所有指数都低于日本。如果参照日元走向国际化的过程，中国也应在这些不同的指标方面做到位，要克服这些问题，侧重于整个社会治理的质量。

区域的货币合作方面也是非常重要的，日本、中国、韩

国，还有其他的东盟国家都应该开展合作，来推动和支持更多的货币合作，在这样的框架下人民币国际化更加容易实现。如果人民币想成为一个国际货币，首先它必须实现货币可兑换性。这并不容易，金融行业必须要得到加强和巩固才能够实现人民币的国际化，这是一个耗时漫长的过程。

这并不是说人民币肯定会成为三足鼎立货币中的一员，也不一定会很快成为和美元和欧元齐行的货币。我想强调的重点是中国在很多指标方面依然需要加强，才能够实现人民币的国际化。

人民币要成为主要的国际货币，中国就需要创造有更深入、流动、开放的金融市场，还需要有谨慎的监管。中国需要有高质量的机构，依法治国的社会，一个完全独立的央行。以新加坡为例，过去，新加坡的话语权和问责制指数是很低的，但在政府的治理质量这方面指数很高，这对其可靠性有很大提升。现在中国央行还不是独立的，是政府的一部分。其他时期的各国央行虽然也有这样的情况，但它的权利起码是独立的。此外中国还要有一个负责的财政系统。最后，中国还要有透明性，有法制的管制治理系统，才可以免除政府的干预。同时，还要和其他的邻国互相合作推动人民币的国际化。

Daniel Neilson: 感谢 Masahiro Kawai 教授，我们还有几分钟。我们建议做几个简短的提问，几位专家会给大家做一个解答。之后会做一个评论。然后结束这个环节。

自由讨论

乔依德: 我想问张明一个问题，你提到过去几年人民币

国际化中出现了套利的情况，这个情况确实存在，但这个套利是不是长期无风险的套利？如果是长期无风险的套利当然对市场是一个扭曲。但去年年初香港出现了异常的贸易。据我所知，外汇管理局后来出台了两个文件，改变了这个情况。当然，你的意思是国内改革成功之后，再开放。但突然开放的话，冲击是否会太大？相反的，如果采取某种渐进的方法开放，套利总归是存在的。想听听你的评论或者是想法。

徐明棋：我想问 Masahiro Kawai 教授一个问题。你也说了，我们需要在亚洲建立一个地区级的基金，那么我们如何来打造亚洲国家的共同货币，作为储备金。你能否在这方面详细讲讲？

李建军：我有一个问题问问 Masahiro Kawai 教授、张明和丁老师。其实诸位都提到了亚洲货币合作，客观的说，很明确的，对中国来说就是推行人民币国际化。正如 Masahiro Kawai 教授所讲，在人民币国际化途中，中国除了经济因素，可能治理、制度也有问题。但似乎国际货币合作也存在这样的问题，两国的政治以及外交关系对于货币的合作和金融也很重要。考虑到现实情况，你觉得怎么来平衡或者是怎么看待人民币某种程度上的崛起？以及亚洲货币金融合作的未来发展趋势？

Daniel Neilson：感谢你，我要给每个专家一些时间，来回答一下这些问题。

张明：无风险的套利是不存在的，只要是套利都会有风险。今年2月，人民币对美元有一些贬值，而现在是3%的贬值，这是短期的套利所造成的。再短期的套利对中国的宏观经济，以及金融市场也是有危害的。因此，我们现在应当

加快人民币对汇率的自由化。比如说，现在人民币改革应当每天都跟着美元，对汇率进行一种持续性的改革，反应出人民币对美元最真实的汇率。现在，中国政府的焦点还是在国内市场的结构性改革上。比如说在房地产，政府治理，还有服务业上。但我们同时也需要更进一步的使人民币兑换自由化。任何改革都是有困难的，但在人民币它的兑换率这方面，实际是可以做到的。

丁剑平：中国人民币在岸、离岸的交易，在亚洲的情况是这样。我们之前也对日本和中国的情况也做了一些分析，如果公司不愿意持有国内货币，就无法谈货币的国际化。有些套利是可以容忍的，但我们要考虑有的公司不愿意持有他们本国的货币。还有在岸市场也是很重要的，这个体现在市场的规模上。和欧洲美国相比，中国的市场是巨大的，但不完全开放。如果实现了人民币的自由化，我们必须要保证国内市场的开放度。如果我们开放了在岸、离岸的市场对于这些国际公司的业务的进行也是有帮助的。

Masahiro Kawai：关于东亚，主要的合作起点，是它现在已经成为世界上最大的经济体。这种趋势，会越来越明显。如果我们继续依赖于美元的话，这对国际贸易、基本经济发展是不健康的，东亚地区，应当有自己的地区货币，应当有自己的流动性的安排。这几点，应当是我们前进的方向，当然这需要一些时间。中国在这一点上也是这样，也需要时间。东亚各国之间，需要进行合作，这对整个亚洲的前进都有帮助，因为我们在东亚有一个整合的供应链，还有很好的经济发展。但现在的问题是没有一个起锚固作用的国家可以推动这种合作。日本、中国和韩国必须要在一起合作，同时也要使东盟国家参与进来，才能达成我们打造一篮子货

币系统的目的。基于此我们才可以更进一步的达到我们地区货币一体化的最终目标。我们可以从债券市场开始一步一步的发展。有几个国家的央行已经开始在这方面有相关的举措。虽然中国有资本方面的控制，但是在一篮子债券这方面也在进行交易。中国当局对此，也做了一些开放，使 RQFII 的债券在受管制的条件下进行交易。这些相关的地区合作，是很必要的，现在的时间是最合适不过的，不能再等，因为明年美联储会提高利率，对新兴国家，尤其东亚几个国家造成一些混乱。因此我们需要合作来处理这种外在力量所带来的振荡。我们需要几个国家携手一起来应对这些变化。当然，这几个国家的政治关系需要加强、需要改进。如果达成政治上的合作，对实现经济的利益也有帮助，因为经济利益和政治利益是息息相关的。

Daniel Neilson: 我们现在再次感谢我们的讲者，接下来是茶歇。

徐明棋（主持人，上海社会科学院研究员，卓越？发展研究院国际经济研究中心主任）：这是最后一部分，还有两位发言人。下面有请李迅雷先生。

李迅雷：人民币国际化的三部曲

李迅雷（海通证券首席经济学家）：谢谢各位。我今天讲的核心观点是：目前，中国人民币国际化有三个阶段。

第一个阶段，通过中国国际贸易做好人民币跨境结算的支付功能。第二个阶段，通过 FDI 资本的流动，促进资本账户开放，加强人民币的国际化。第三个阶段，实现将人民币作为储备货币。现在中国人民币国际化还在第一阶段和第

二阶段之间，且都还没有完成。从第一阶段来看，自2009年到目前为止，通过人民币外贸跨境结算，目前跨境结算的规模已经占到整个中国贸易总额的18%。三年前，这个数值大概只有3%。但比起欧元在欧元区的对外贸易结算占比（50%到60%）和日元在日本对外贸易占比（30%到40%），18%还是比较低的。不过这个曲线的上升势头比较快，因为许多发展中经济体与中国的双边贸易的增长都比较快。预期到2015年，中国与新兴经济体之间，双边贸易用人民币结算可以达到50%。使得人民币成为全球第三大贸易货币。

第二阶段主要还是受限于中国的资本账户还未完全开放。虽然在FDI方面，中国一直是发展中国家当中第一大外汇流入国，而且中国对外直接投资的比重也在上升，但占比还是比较低的，今后，随着中国对外开放步伐的加快，资本账户开放方面的限制会缩小，增速有望增加。

中国人民币国际化不同于西方国家或者是其他发展中国家的模式，没有按先从利率市场化和汇率自由化的模式开始，而是首先建立了一个相对自由化的离岸人民币市场。比如有在岸的人民币市场，有NDF（无本金交割远期外汇交易），还有香港、台湾、新加坡和伦敦的离岸市场。这些离岸市场跟国内的金融市场之间，还是有相互的独立性。通过一点点的试验来推动人民币的国际化，是中国的特色。

中国如果要进入到第三阶段，就是要成为储备货币。

中国目前已经是成为全球第二大经济体，但人民币的国际地位与经济体量却不相称。中国国债中海外投资者的持有比例与发达国家相比还是最低的。虽然这个指标并不与人民币作为储备货币的地位严格相关——比如作为国际货币来讲，日本国债的海外投资者的持有比例也比较低——但毕竟

还是有一定的相关性，至少反映了中国的金融开放程度比较低，资金流入流出的障碍还比较多。去年开始，中国推出自贸区，这可以加速资本项下人民币的开放，但目前的进展还是比较慢。虽然已经承诺在自贸区内可以实现人民币的自由兑换、利率市场化以及对外投资的便利性，负面清单制度虽然已出台，但迄今为止在实际操作上有一定难度，其中的原因还是跟整个体制有关。

自贸区目前真正能够发挥的功能还比较少，举例来说：央行 36 条主要搭建了一个框架，但具体的操作细则还是较少。比如当企业投资海外时，首先要获得北京的批准，然后再向自贸区申请，行政审批这个环节并没有完全放开。自贸区的负面清单制度应该要能够落到实处，实质胜于形式。形式上似乎已经做到了，但实质上还是举步维艰。

最后，虽然我对于人民币国际化的前景非常看好，未来人民币的地位早晚应当跟中国在全球中的经济地位相适应的。但同时需要提出一个问题：中国的金融改革、人民币的国际化是否能够孤立于行政体制、国有企业改革去推行？如果不辅之以行政体制改革，不辅之以国有企业改革，未必会达到人民币国际化的目标，或者会比预期的滞后。为什么会这样呢？目前中国的利率水平还是较高的，而经济增速已经明显下降了，整体市场无风险目标很高。2007 年名义 GDP 增速是在 23%，到了今年第一季度已经降到 7.9%，下降了 2/3 左右，但利率水平跟 2007 年相比，没有多少下降，这就导致目前企业盈利率大幅下降，债务问题越来越凸显。要解决金融问题，仅推进金融改革，没有行政体制改革，没有国企改革，没有地方政府在举债融资方面彻底的改革，恐怕很多问题会累积起来，最终会阻碍人民币国际化。以上是

我的一些观点，我的发言到这里。谢谢。

徐明棋：谢谢李迅雷先生。第二个发言人，是 Paul Jenkins。他是国际治理创新中心的高级研究员，也是原来加拿大银行的副行长。有请。

Paul Jenkins：人民币国际化 ——自贸区跨境人民币业务发展问题

Paul Jenkins（国际治理创新中心高级研究员，原加拿大银行副行长）：非常感谢，谢谢主席先生。我也简单来说一说，关于之前大家谈到的一些重要话题。第一是中国经济增长的问题；第二是宏观经济的政策方面的问题；第三是人民币国际化的相关问题，包括政策的协调和合作；最后是治理问题。

在过去三十年中，中国越来越融入全球经济。从需求来看，中国进出口快速发展，出现了供应链的问题，商品和服务实现双向跨境流动，同时，经济也依赖于企业的投资。

回顾中国经济过去三十年的情况，我们观察到：非农业化的人口转移，国有企业重心转向私营领域，中国越来越融入国际经济中，成为国际上重要成员中的一员。中国在国际贸易中的比例也在不断扩大。从这些趋势中可以分析出，资本应该更多的投入到一些高生产率的企业、非国有企业，而不是投到国有企业。中国的经济也出现了一些转型和变化，由出口驱动转向由国内需求的驱动。同时，第三产业也将扮演越来越重要的作用。总的来说，国内的需求从投资转向消费，资本投资从国有企业投资转向非国有企业投资。

对于中国未来的增长，可以看一下宏观经济政策的组合

或者是结构。首先，中国有大量的国际收支的流动。要理解这样的一些现象，就要从中国人民银行的政策角度入手，同时也要关注中国国内以及国际货币的信息。从中可以了解到央行现在和将来对国内货币和国际货币汇率的稳定作用，还有对资本投资行为造成的不稳定性。现在的汇率政策，实际对资本的流出、流入有很大的影响，因此 PPOC 在这方面的政策特别重要。

对国外投资者来说他们一直关注 PPOC 的政策。PPOC 实际现在已经积累了 4 万亿的外汇储备。那么，将来会有趋向于货币自由化，而美元在这方面，已经通过汇率取得了很多利润。这对 PPOC 有什么影响？首先，中国央行有大量的外汇美元储备。在控制国内信贷的问题上，PPOC 也有一系列的工具，他对国内的银行业有很好的控制。由于国际收支不平衡，中国有很高的外汇储备，所以在汇率方面产生了很多套利。从宏观经济的角度，中国所面临的问题包括汇率方面的风险，影子银行借贷的问题等等。

再来看一下人民币的国际化。第一，中国人民银行对美元有做多投，现在 PPOC 的资产负债表也清晰地体现出这点。第二，国际货币系统经过了很长的演变，有不同的联系，比如说不同的货币联系，还有不同银行之间互换协议的联系。第三，全球影子银行越来越多地为世界金融市场提供更多的借贷。对中国来说，如何参与到国际金融、货币系统的变化当中是非常重要的。因此，希望中国在政策方面更有一致性，在治理方面采取更透明的举措。尽管中国在宏观经济上也很注重治理，但还需要更加透明的政策，尤其在货币政策方面。

此外，也应考虑到当前的框架是否可以提供一种保障，

也就是人民银行是否能在将来的演化中起到自我保障的功能。这一切都可以归为治理的大范畴之下。在治理架构这方面，以下几点非常重要。首先，必须要有一个可达成的目标，不管是货币政策还是其他的政策，第二，要有很好的计划来达到这个目标，同时，还必须要有一个很广泛的公众支持，最后，必须要有一个可依靠的系统，就是政策的一致性，这样才能达成目标。

从央行的角度来说，最主要的挑战，就是如何进一步扩大影响，建立一致性的宏观的组合政策。因此，我们必须要了解现在所采用的工具。

徐明棋：我们现在已经听到了两位讲者的演讲。首先有请两位专家给我们做一个两到三分钟的评论。首先是李建军。

李建军的评论

李建军：我自己也对人民币国际化长期关注，现在结合两位嘉宾的发言，讲一些基本结论。

为什么人民币要国际化？第一，中国已经是世界第二大经济体，但为什么其货币却不是一个国际化货币？第二，2008年的危机带来了国际货币体系改革的契机，但是东亚整个作为世界经济的一极，却没有一个能拿得出手的货币，不管是日元还是人民币。这也是推动人民币很好的理由或者是动力。

我们的发展应该说超出想象。自2009年开始，中国主要是做贸易结算，现在可以说各种政策出尽了，且都做的很好。从2011年到现在主要是做金融市场，不管是在岸的还

是离岸。其中的问题很多，比如套利，至今仍然存在。李克强总理正在英国访问，其中可能指定中国的一家商业银行作为在伦敦的清算行，将伦敦作为人民币最大的海外离岸中心。从这些政策中，可以分析出人民币两个大的逻辑框架：一个是跨境，一个是离岸。从数据来看更惊人，2003年末中国的贸易结算量是5亿，在2009年刚刚起步的时候是36亿；而根据今年4月份的数据显示，现在香港的人民币存量存款是9500亿，占到香港总存款比重的12%。如果按照这个速度发展——其实在香港已经有一些讨论——未来港币，是否还有必要和美元挂钩，还是说换成人民币？以这个发展速度，似乎理论已经落后于实践。

举一个实际的例子，日元自1985年国际化到现在，中途曾经达到外汇储备占比10%，但现在的比重只有3%到4%。日元国际化没有成功，对中国是极大的教训，因为中国现在所走的这条经济发展的道路和模式，和日本二、三十年前走的路，我个人觉得基本上一致，或者是极其相似的。日元失败有两点，第一点，日本没有解决贸易顺差国问题。因为贸易顺差国的货币是无法流通出去的，就无法实现货币国际化。第二点，日本在1985年建设东京离岸市场之后，其实日元在香港出现了巨大的增长，但很快这些日元又流回到了日本。这是日元海外迂回的流动，日元没有在海外留下来。

目前，人民币仍然面临着日元所面临的两个问题。第一，人民币如何出去；第二，人民币如何留下来，如果这两个问题在实践中有所解决，理论上的问题也自然会有所突破。海外目前有2万亿元人民币，但1万亿元都在香港，而且在香港的主要目的是跨境套利，无论是流出去还是留

下来，现在这个动机都不足。如果要使人民币能够走出去，有五个措施可以做。第一，用人民币做系统化的对外援助。例如美国在二战后的马歇尔计划，日本的新宫泽构想也提到要系统化的对外援助。第二，货币互换。第三，扩大人民币投资，现在人民币对外投资的比例相对于贸易结算的比例非常小。第四，将中国打造成为一个最终的消费市场。至少打造一个区域性的最终消费市场，在一定的程度上实现贸易逆差。一个突破口就是东盟，因为最近几年中国跟东盟基本上是平衡的或者是稍有逆差的状态，以此为突破口来促进人民币走出去是可行的。最后，建立一个区域的金融市场。现在东亚国家的主要问题很相似，高储蓄率大概 30%，低投资率 20%，形成的这个缺口，产生了高额的外汇储备。这个外汇储备没有投到区域的金融市场而是投到美国市场。所以下一个工作就是建立区域的金融市场，特别是本币化的金融市场，不仅使本币在区域内实行起来，而且某种程度上能够切断全球的美元的国际循环，即削弱了美元又促进了人民币市场。

让人民币留得住，有几点很重要。第一，中国的经济结构调整，比如产能过剩可能要全球化转移，在海外又形成一个完整的产业链条。这个链条里是否可以用人民币而不是用美元，不断把雪球滚大形成规模效应。第二，中国政府极力在海外推行比如通信、高铁、造船，如果在大项目融资里面能够使用人民币——大项目融资周期长，涉及产业广，资金使用规模大——对人民币留在海外能起到极好的作用。最后，人民币全球支付清算体系的建设。就像美元的 RTGS 体系，覆盖了全球 95% 的美元清算系统，中国应探索如何向全球的投资者、金融机构提供一种便利的资金清算服务，对

人民币国际化也非常重要。

徐明棋：谢谢李建军。第二位评论者是沈联涛。

沈联涛的评论

沈联涛：我想回答我的老朋友 Paul Jenkins 和 Masahiro Kawai 说的一些核心的问题。Paul Jenkins 和我在 1981 年时，在 IMF、央行 1981 年一起共事。Paul Jenkins 在发达国家和新兴国家的央行都有很多经验，我则主要侧重于新兴市场。对于人民币的国际化这块，其实之前都听到了很多，就不做详细介绍。但是 Paul Jenkins 提到了央行以及政策的一致性这方面我觉得非常重要。还有 Masahiro Kawai 教授提到的治理方面也很重要。

我想要强调一点，就是我们需要了解主要的一些差异，比如中国和先进市场或者发达国家的一些差异在哪里？有些时候发达国家认为很容易做的事，但在发展中国家是很难做到的。我们要谈到不同的框架，因为经济发达国家有非常稳定的社会和非常完善的法制，他们的央行可以很容易、很简单的专注于达到他们所想要的货币政策。但在发展中国家，在新兴市场，形势不一样。央行在新兴国家，在一个欠发达的情况下，有很多职责。我们要理解央行并不是要干预市场而是要培养和监管市场，这是新兴市场央行所需要做到的。但目前这方面做的不是很好，处于失衡的情况，也就是说政策没有一致性。政策的一致性，当然很重要。我们一直都在努力的希望通过立法、执法，进行对市场的操纵、操控的监管，还有跨境的监管。这需要从国际和国内两个层面来进行。

发达国家的市场是非常有秩序的，这些国家的政府还有国家的干预主要是立法。法律、规则是非常透明的，同时也有非常好的反馈机制。一些体制在新兴市场中暂时无法做到。我们在机制或者是制度方面，没有很好的秩序性，还有些官僚主义的做法——每个部门都会保护自己的既有利益。并且，市场本身没有很好的调节秩序。我并不是说我们没有努力，没有尝试来实现政策的一致性，只是目前的情况阻碍目标的实现。

中国人民银行有很多美元储备。在海外投资、外汇、汇率方面央行也在努力。我们也希望资本账户有一些开放，这点很重要。但是中国的影子银行，并不是多投美元和空投人民币的情况，钱只会流入到中国，而不会流出中国。其实从 20% 到 25% 的银行的负债表来看，中国影子银行的出现是为了从正式的银行体系中获得钱。这个情况比国外的观察者想象得复杂得多。李扬也解释说，确实，一个非金融的企业，按 GDP 比例来看，它的贷款利率非常高，因此促使了影子银行的产生。但是国外的观察家其实没有很好的研究中国银行的负债表。我们的储蓄是 GDP 90%，企业净负债率是 GDP 增速，与美国的比例不一样。中国的形势要比其他的国家复杂得多。所以做解读时要了解一下中国的政策以及实际的一些情况。在香港及国外一些地区，很重要的一点，就是通过对话来探讨政策的一致性。我并不是说央行在这方面做不好，而是说每个国家的形势都不一样。目前中国在逐步发展机构化，慢慢的向国际接轨，这点其实是很困难的。希望能通过新的经济思想和发展，从机构角度更好的了解这些规则，增强治理的透明性等等。所有这些都应该有一致性，才能使不管是内部还是外部更好的了解中国政策，包括

中国积极接轨国际金融市场的一些情况。谢谢。

徐明棋: 非常感谢谈到了央行这块。

自由讨论

Perry Mehrling: 第一位发言人提到了人民币国际化要分几个阶段进行。其他货币的国际化，都经历了不同的阶段，最终才实现国际化。而且每个国家的货币国际化的速度不一样。我主要有三个问题。第一，演讲嘉宾提到了很多次人民币离岸的操作，能否对离岸这块能否做更多的解释？第二，中国人民银行是否能够减少它的美元资产或者说消化它的美元资产？第三，离岸人民币业务在大陆会不会有一些阻力？上海这边又会是怎样的看法？

Adair Lord Turner: 我想简短地提几个问题。第一，你们是否认为中国的经济会因为人民币国际化而变得更好，如果认为会的话，是为什么？第二，你们认为，人民币国际化与经常账户的平衡会有什么样的关系？第三，顺差问题。中国有了经常账户的顺差，就会积累很多储备。当然，使用自己的本国货币实现顺差，是有好处的。赤字的国家会对你的货币有负债。比如积累了美元的储备，然后美国就对人民币有负债。所以在债权债务方面我也想听听你们的看法。

2020年到2025年，随着中国GDP增长，人民币自由化很有可能发生，这也符合自然的发展规律。中国金融市场的发展，会越来越快的实现自由化，其他国家的人民也会从中获益。这个金融市场的自由化，对中国会有什么样的好处，是否会使中国更加富有。同时，我也想听听你们对日本的一些看法，比如说它的储备跟GDP之间的关系。

Masahiro Kawai: 有两个问题，可能也是评论。第一，沈联涛和 Paul Jenkins 都提到了政策的一致性，但我不是很明白沈联涛所说的几点。同时，现在实际上有一些政策工具，但为什么 PPOC 要这样做？是否它们想要承担更多的责任？或者达到更多的目的？第二，李博士以日本为例，认为日本的经常性账户的顺差，阻止了日本货币成为国际化货币，我不同意你说的这点。一战前的英国，也有经常性账户的顺差，但当时，英镑也是国际性的货币。当时，英国也引入了很多的短期资本流动进入英国。这方面的例子，还有欧元区前的德国。当时德国也不是贸易逆差的国家，但它们的顺差也没有阻碍它们的货币走向国际化的道路。它们向世界其他的国家提供它们的商品，但同时也推动它们的货币国际化。因此，货币的国际化 and 经常性账户的顺差是没有关系的。贸易顺差无法阻止国家推动资金的外向流动。

Jing Xu: 所有专家都提到了不同的自由化的政策。这些金融性和政治性的自由化政策可能是未来要在中国推行的，但它们实际上是相互独立的。有一些机构实际上不想看到或者不关心自由化。比如利率的自由化可能对人民币的贬值会带来一些压力。人民币国际化如果发生，国内的存款肯定会受到影响。因此这也是为什么国内的机构对一些改革或者是政策的变化不是那么关心，对自由化不是那么关心。

高海红: 我的问题是关于上海自贸区 and 治理方面的，希望沈联涛能回答这个问题。你认为，上海自贸区，是否会成为另一个政府的试验区？它能否在此基础上，促使政府，比如在治理方面的一些改革。上海和香港不同，香港是离岸中心，上海以后是否会成为在岸和离岸的结合？

徐明棋: 请专家就刚刚问的问题进行简短的解答。

李迅雷：人民币国际化对开放或不开放，到底有多少影响，确实很难评价。但我个人主张还是应当更多的进行开放，因为中国最大的问题还是治理。中国的经济增长很快，但是质量究竟如何？中国的顺差很大，但在鸦片战争之前，中国对所有的国家都有顺差，后来经济却被分割的非常惨。中国已经成为了全球制造业第一大国，工业增加总值也将超过美国，但有品牌，有竞争力的企业屈指可数。从这点来说，增长所付出的代价非常大。人民币要自由化，要开放，要走向国际，需要对目前国家的治理、行政体制方面推进改革。现在浦东自贸区已经反应出这个问题，它比预期进展要慢，本质就是其他方面，比如体制与治理，阻碍了自由贸易区的发展。谢谢。

Paul Jenkins：首先，我想要讲一下，几个关键的核心问题，也是今天争论的焦点。首先，一些政策应当在基于推进经济前进的基础之上减少贫困。如果能做到有效的资本分配，生产力会得到很大的提升。这是我答案的一部分。关于外币储备，为什么不以更有生产效率的方式来分配资本流动？其实这点可以通过更灵活的汇率来达到。关于汇率自由化，也是这个过程的一部分。人民币国际化中的汇率与作为外汇储备币是可以分开来看的。这一点可以从中国的外汇储备币上看出来。

李建军：一般我们认为经济增长或者是经济强弱是一个国家货币国际化的现实条件，但 Adair 从相反的方向来提制革问题。一般货币国际化，我认为能够拿到铸币税是很大的好处，避免企业兑换汇率的风险。对于中国来说，基础货币的发行基本上靠外汇占款放出来的人民币，对货币主动性会有所提升。人民币国际化对于推动中国的金融改革是有好

处的，对于中国经济的增长也是有效率和好处的。Masahiro Kawai 提到的问题，德国和日本例子经常被两派研究学者作为不同的论据，有些人将日元国际化的失败归因于日本贸易的顺差，不认可这一观点的学者则拿德国为一个反证。根据我们的研究，可能有两点能解释日元国际化失败和贸易关系之间的联系。第一点，日本确实是海外投资很大，但日本的产品，特别是在东南亚的产品，大部分都是中间产品，它们的最终消费市场仍然是美国。如果从买家定价的角度来看，整个生产链条上都美元是最划算也是风险最小的。另外，日本还有一点不同与德国：它是主要的大宗商品的进口国。而这些产品的主要是以美元计价的。希望这两点能够作为我给你的一个回应，更多细节可以稍后再讨论。

沈联涛：中国的政策并不是不透明，中国人民银行、国务院的政策是很透明、清晰的，但主要是实施的问题。实施的渠道是否有效？市场的资源分配是否有效率？才是问题所在。关于汇率灵活性有很多争论，央行在这方面遇到了很多的困难。就中期的目标而言，如果想将人民币国际化，就必须保证央行所有政策可以被实施，比如汇率的自由化。央行要使用一些政策工具——政策工具有时比市场的工具更有效率。但之前在一些新兴市场，央行政策工具在实施这方面遇到了很多困难，比如 OECD 所有的成员国在加入 OECD 之后都遇到了很多市场上的困难。市场的发展太快，迈的步子太大，因此有的时候达到平衡并不那么容易，这也是为什么新兴国家需要一段时间，步伐不能太大。中国是世界上最多人口的国家，也是第二大经济体，步伐要走的稳健一些。

徐明棋：这部分到这里结束，谢谢所有发言人，谢谢你们的讨论。现在我们就把时间交给乔依德里做最后的总结。

总结

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）：最后是总结的部分，会有四位嘉宾参与总结，我们将在六点开始黄浦江夜游，请大家控制好时间。首先请林建海来做总结。

林建海（国际货币基金组织秘书长）：非常感谢，基本上讲三点。第一，我对这样的一些讨论的看法，第二，对于会议内容的简单总结，第三，我会提出几个问题还有建议。

我对于这样的会议、讨论印象非常深刻。这次会议的讨论话题非常广泛，有意义，有效力。同时，会中也出现了有很多从下自上的或是新的概念。这次会议，与国际货币体系所有相关的话题都展开了具体的分析讨论，我将从广泛的角度来总结一下。

第一，我们要思考一些基本面，比如沈联涛提到的从下自上的竞争的机制；或者创造一种国际货币，使用 SDR 作为货币锚；又或者是对现有国际货币体系进行逐步的、渐进的改革和改进。当然，货币的改革，需要在国际区域以及国家层面的金融安全网络。改革的关键点在于如何协调不同的参与者；如何推广 SDR 的角色；如何实现人民币国际化。明年，IMF 可能会考虑‘一篮子’货币，对 SDR 的推广而言，会是一个机会。

第二，关于 IMF。IMF 在政策的分析，以及监督等方面，应该进一步完善。对于危机的预警和回应也需要加强。当然，IMF 的资源增加也是很重要一点。IMF 本身的改革，尤其是在监管方面，我们期待多层的和渐进的改革。

第三，我想简单说说几个问题。

我们是否完全理解或者完全从 2008 年的危机中吸取了经验教训？正因为这样的危机，我们应该要深入研究现有的金融系统，了解它扮演的角色。同时，要了解国际国内货币政策的情况；监管、监督等方面的措施；对现金流、资本流的控制和监管；对溢出效应的分析。希望对这些问题做深入的探讨和理解。

我们是否真正了解长期的这些趋势？比如国际经济长期的趋势，沈联涛和我都提到了。这些重要的长期趋势，会塑造未来的世界经济。此外，我们是否真正理解了政策合作、协调之间的重要性？最后，我们是否真正了解了信息知识分享、问责制、透明性的重要性？这些都是我们希望在国际货币体系方面能够加强的。

综上所述，我们是否有足够的意识，在关键领域，尤其是国际货币体系方面，重新思考当前的货币问题，储备货币的问题，还有体制及政策的问题？到底什么是最重要的？哪些方面是最重要、最紧急的？什么是在未来需要紧急解决的？这些都是需要考虑的问题。

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任）：非常感谢有这样的机会，也同时祝贺这样一个关于国际货币体系的会议的成功举办。坦白来说，这是我参加过的最成功的、最好的会议之一。

接下来，我回顾一下这两天的讨论。我们讨论的范围非常广，而且涉及的都是些重要的，非常难实现的话题。

几年前，我们就开始讨论国际货币体系的改革，但其实没有很多的进展，我觉得很遗憾。有时，我对国际货币体系是非常的乐观，或者是非常有热情的，相信会有很多的进展，但实际上没有一些任何重要的或者是大的进展，也没有

出台一些重要的提议。国际货币体系的体系失去了它的改革动力。但在这样的会议上，对改革充满着热情的人聚集在这里，虽然还没有一些实际的进展，但这也是很重要的机会。未来我们可以继续进行这样的讨论。

另外，希望大家多讨论根本性、基本面的问题，这对我们的思考大有裨益。尤其希望中国的学者从基本面来思考一些问题。希望能有更广泛的更多的更深入的关于新经济思维的讨论。希望在中国达成一些共识，比如为什么中国要推动人民币的自由化，目前取得了什么成果，进展如何。外汇与人民币自由化方面，今年第一季度，中国增加了 1250 亿美元的外汇储备，速度没有放缓，而是在加快。所以货币自由化，长期来看是有益的，但需要一个具体的路线图。

必须要认真思考每个方面。为什么很多的经济学家，包括我自己，都没有很好的预测经济危机、金融危机？国际金融危机，可能有很多的因素造成，我们预测到的如美国的负债、利率、美元。但其实，我们预测的情况和实际情况正好相反，所以还有很多东西我们经济学家需要继续学习。

此外，有些讨论非常广义，但今后我们需要具体的框架和实际的讨论。这两天的讨论都较为具体，希望未来会有更多这样方式的讨论。谢谢。

乔依德：谢谢永定。下面有请 Adair Lord Turner。

Adair Lord Turner（英国金融服务管理局前主席）：这两天的会议很精彩，应该是我参加过这类会议中最好的之一。组织的非常好，而且讨论了非常难但很重要的一些话题。从原则到细则都做了讨论，还有很多开放的辩论和讨论，大家都表达了不同的看法。我们需要不同的思维进行碰撞，最后达成共识。比如我们并不知道 2008 年的危机具体

的原因到底是什么，但需要共同的集体的思维来进行这样的思考和分析。

过去这两天是非常好的经验，讨论了很多，在很多方面达成了一致。比如永定和 Paul Jenkins 谈到随着时间的推移，中国应该要有更加灵活的汇率。从广泛的角度来看，资本账户自由化是未来的一个趋势，不管是否喜欢它，最终肯定会发生。而且，中国是一个大的贸易国家，有大量经常账户或者是资本的流动，因此资本账户的开放或者自由化是不可避免的趋势。我们还谈到香港、上海的套利问题，贸易账户、热钱账户问题。我们在资本流动的自由化方面的有些观点达成共识，大家都意识到一些短期的资本流动的局限性、风险性。另一个共识是要有一个宏观审慎的政策和机制，这些都是我们讨论的重要的一些话题。这些与 15 年前或者 50 年前华盛顿共识中的一些传统共识是不一样的。

IMF 的改革方面，应当继续在质量、数量上来改善新兴国家的经济，对新兴国家借贷的质量和数量都应当改善。在信贷配额上也应进行一些改革。SDR 方面，中国不需要更多的提款权，因为中国在 IMF 的地位实际与它的经济成长是息息相关的。James Boughton 也提到，即使中国得到了更多的配额，对于中国的经济发展也没有太大的影响。

会议上也有很多人民币自由化的呼声，认为应使其成为多极储备币的一部分。我认为，人民币的自由化应当是一个很自然的过程，不会对当前存在的问题有多大的帮助，也不会对中国的经济及世界经济产生多大的影响。当然，世界货币系统应当更稳定，应当是基于多重货币并存的系统。但储备货币是一个很难计划的问题。可以预见，美元很难继续成为占主导地位的货币。未来应当是一个多极货币的世界。同

时，我们需要考虑 2008 年的危机，虽然现在还不清楚 2008 年危机的具体根源，我们要更加关注信贷循环，因为类似的危机即使在多极货币的系统之下也可能会发生。

最后，金融体系、金融机构本身在多极货币情况下如何做、如何发展，也在会议上得到很好的诠释。

Michel Camdessus（国际货币基金组织前总裁，法兰西银行名誉行长）：我想加入我的几个朋友，一起祝贺这次会议的圆满成功。从这次会议中，我们也得到了很有成果的一些建议。

实际上，我们可以做一个成果的清单，虽然它并不能完全诠释这次会议，但希望，比如 G20 的领导们可以从清单中得到一些启示。感谢世界领导人们在过去的危机中所做的努力，也希望今后的领导人继续推进金融系统稳定。同时，也希望他们能够思考如何改正目前的一些问题，比如财政赤字等。

会议上出现了很多的不同意见，比如对于 G20 的改革问题，有人提出将来可能会成为 G24。我认为，G20 需要在立法上做出一些改革，使它成为一个被法律框架所约束的机构。这能增强它们对国际市场还有国际政治推动作用。另外，希望 G20 可以更进一步与 IMF 进行合作，更进一步的推动国际秩序。比如说在资本流动和政治上的一些事宜。

对 IMF，大家有一些希冀。

第一，期望 IMF 继续适应当前的情况，在配额和其他方面做到与时俱进，不能忘记地缘政治这方面的问题。

第二，希望 IMF 去除自身的一些弊端，比如解决配额的问题，削弱美国的影响力，给新兴国家更多的话语权。世界其他国家都应当有平等的权利。

第三，投票的权利。投票的权利应当是被平等分配的，现在欧洲各国被整合为欧盟，随着时代变化，世界会趋向于多极。因此，不能由 20% 的国家来决定 70% 国家的事宜。这一点，许多新兴国家的朋友肯定会同意的。还有，IMF 的监测功能应继续得到完善和强化。

第四，SDR 的问题。SDR 的影响应当被加强。过去在这方面有很多的遗憾，现在应当思考 SDR 如何发挥更重要的作用，从而推进国际货币系统的改革和前进。我们应当更系统地来利用 SDR，使它在 IMF 系统当中发挥更大的作用。中国人民银行也应继续向前推动，早日把人民币放到‘一篮子’货币体系中，更好的利用 SDR，帮助完善体系。希望 IMF 与各方，尤其与一些最主要国家的央行进行合作，一起打造一个联系更紧密的全球的货币体系，来增加平衡的流动性。此外，我要感谢中国政府和中国人民银行，他们有很好的举措和建议，世界货币体系的改革离不开各主要国家的支持，应当继续鼓励多国的合作。同时，还应当鼓励各国管理当局将一些问题公开探讨，鼓励各国更加主动地参与到货币系统的改革当中。中国在这方面做的很好，希望继续发挥更大的作用。谢谢。

乔依德：最后我再说几句。在宣布我们会议结束之前，我代表举办方，感谢所有发言人，感谢评论员，感谢大家的参与和关注。同时，我想介绍一下 INET——美国新经济思维研究所。INET 创立于 2009 年，目的是建立一个平台，使商业人士还有经济学家，撇开一些传统的经济分析，来进行一些讨论。他们认为传统经济学家，尤其在预测危机等方面做的不好。INET 得到索罗斯投资以及其他各方的支持，同时它有非常强的管理团队，其中有几位管理成员也参

与了会议。非常高兴能够跟 INET 合作举办这样的会议。两年
前，我们对布雷顿森林体系没有太多深入的分析洞察，但现在
通过这样的会议，有了这样的平台，使对布雷顿森林会议感
兴趣的专家学者们齐聚一堂。希望今后能继续与 INET 合作。

去年我参加了 INET 组织的一个非常精彩的晚宴。从那时起，
我们就承诺一起来搭建这样一个会议平台。未来，希望通过双
方的努力开展联合的研究项目。第一部分，可能以中国或者国
际货币体系为题，研究中国如何加入或融入国际货币体系中？
目标是什么？可能的风险是什么？应采取什么政策？第二个
部分，将会聚焦在中国加入或融入国际货币体系后，对中国有
什么样的影响？对世界经济有什么样的影响？

这样的研究项目，需要有一个管理委员会或指导委员会。中
国这方有三个人参与，吴晓灵女士、余永定先生和我。INET
这边也会有 Thomas 等。我们将继续考虑接受学术界其他的
学者或顾问加入委员会。详细的细节将会公布在 INET 以及
我们基金会的网站上。

希望所有发言者和参与者都能通过写信或其他方式给我们
建议和反馈。谢谢。

Thomas Ferguson: 举办这样一个会议其实是非常好，这
次的会议很成功，非常感激。这是一个让大家聚在一起的
难得良机。谢谢。

（会议结束）

（以上内容根据录音整理，未经本人审阅）

