國際金融論壇
INTERNATIONAL FINANCE FORUM

国际金融论坛（IFF）会刊

2015 年 第 3 期 www.ifforum.org

中国与全球的互动
形势分析及政策选择

如何应对 2015 的机遇与挑战？ “一带一路” 、亚投行 、人民币国际化 、 影子银行与地方债 、股市波动、金融业反腐、增长减速与通缩、美联储推迟加息、习主席访美访英、十三五规划及五中全会。本期会刊记录了 IFF 研究院部分专家对这些热点问题的探讨。

NEW CAPITAL · NEW VALUES · NEW WORLD
WWW.IFFORUM.ORG
國際金融論壇
SINCE 2003

国际金融论坛2015年年会

International Finance Forum 2015 Annual Conference

世界增长新动力

中国·北京
2015 / 11.06-08

潘基文
联合国秘书长

陆克文
IFF主席
第26任澳大利亚总理

韩升洙
IFF联合主席
韩国前总理
第56届联合国大会主席

特里谢
IFF联合主席
欧洲中央银行前行长
30集团主席

姜建清
IFF理事长
中国工商银行董事长

鸠山友纪夫
IFF顾问委员会主席
日本前首相
东亚共同体研究所理事长

马蔚华
IFF常务副理事长
国家科技成果转化引导基金理事长

陈经纬
IFF常务副理事长
全国政协经济委员会副主任
全国工商联副主席

闫冰竹
IFF副理事长
北京银行董事长
全国政协经济委员会副主任

辜胜阻
IFF副理事长
全国人大财经委副主任
民建中央副主席

詹妮·希普莉
IFF全面可持续发展理事会主席
新西兰前总理

图尔基亲王殿下
IFF理事
沙特国王阿卜杜拉基金会主席

查尔斯·达拉拉
IFF顾问
IIF前总裁
瑞士合众集团常务副主席

金立群
亚洲基础设施投资银行
候任行长

林毅夫
IFF顾问
北京大学国家发展研究院
荣誉院长

于洪君
IFF顾问
中央联络部原副部长

沈联涛
IFF学术委员会主席
中国银监会首席顾问
香港证监会前主席

林建海
IFF学术委员
国际货币基金组织（IMF）
秘书长

温迪·多布森
IFF学术执行委员
加拿大及七国集团前副财长

瓦曼·卡马特
金砖国家开发银行行长

田国立
中国银行董事长

常振明
中国中信集团公司董事长

牛锡明
交通银行董事长

李纪珠
台湾银行董事长

何寿川
台湾永丰金控董事长

埃尔辛·欧新斯
土耳其实业银行董事长

Thulani Gcabashe
南非标准银行集团董事长

Jong Kyoo Yoon
韩国国民银行主席兼CEO

国际金融论坛（IFF）2015 中国报告

《IFF2015 中国报告》由国际金融论坛（IFF）研究院与英国《中央银行》杂志联合出版。

这份原创性报告囊括了 20 多位中国高层决策者关于中国经济转型以及中国在国际货币体系中的地位等问题的观点和看法。揭示了部分中国高层政策制定者关于中国经济“新常态”的长期战略思考，这其中包括如何解决来自法律以及强大的既得利益集团等方面的挑战。报告还对习近平总书记提出的“一带一路”战略进行了探讨。同时，针对当前中国逐步放开政府对经济的管控，启用并支持市场力量，同时避免过多的短期刺激，报告中提出了一些相应观点。

《IFF2015 中国报告》全球发布

北京 / 上海 / 香港 / 华盛顿 / 伦敦

4 大专题

- 中国增长模式转型
- 金融深化与市场改革
- 国际贸易、投资与发展合作
- 人民币与国际货币体系

7 大访谈

- 中国人民银行行长周小川对利率改革与人民币国际化的看法
- 财政部部长楼继伟对地方政府债务和税务改革评论
- 中国银监会主席尚福林关于银行盈利模式改革和处理不良贷款的看法
- 中国证监会主席肖钢关于深化资本市场改革的观点
- 商务部部长高虎城对中国“一带一路”战略的看法
- 财政部副部长朱光耀对全球金融管制、美国与欧元分歧的货币政策和国际货币基金组织的改革的观点
- 国家外汇管理局局长易纲提出的中国新的外汇制度

国际金融论坛（IFF）会刊
2015 年 第 3 期
www.ifforum.org

主办单位
Host
国际金融论坛（IFF）
International Finance Forum (IFF)

承办单位
Co-Host
国际金融论坛（IFF）研究院
IFF Institute

荣誉总编
Honorary Chief Editor
陆克文　韩升洙　特里谢　姜建清
Kevin Rudd, Han Seung-soo, Jean-Claude Triche, Jiang Jianqing

总编辑
Chief Editor
沈联涛　迈克·斯宾斯　温迪·多布森
Andrew Sheng, Michael Spence, Wendy Dobson

出版人
Publisher
张继中
Zhang Jizhong

编辑委员会
Editorial Board
沈联涛　迈克·斯宾斯　温迪·多布森
Andrew Sheng, Michael Spence, Wendy Dobson
张继中　张燕生　肖　耿　宋　敏
Zhang Jizhong, Zhang Yansheng, Xiao Geng, Song Min
王　燕　崔　历　尼古拉斯·霍普　玛莎·万德博格
Wang Yan, Cui Li, Nicholas Hope, Marsha Vande Berg

主　编
Editor in Chief
张燕生　肖　耿　宋　敏　尼古拉斯·霍普
Zhang Yansheng, Xiao Geng, Song Min, Nicholas Hope

副主编
Associate Editor
庞中英　王　燕　崔　历　玛莎·万德博格
Pang Zhongying, Wang Yan, Cui Li, Marsha Vande Berg

编辑部主任
Director of Editorial Department
庄　珏
Joanna Zhuang

编　辑
Editor
尹玮煜　张　洁
Yin Weiyu, Zhang Jie

设计总监
Design Director
申永东
Shen Yongdong

地　址
Address
中国北京建国门外大街 1 号国贸大厦 3 期 7 层
Add/7/, China World Tower 3 No.1 Jian Guo Men Wai Avenue
邮编　100004
Post Code / 100004
电话 86-10-85351188
Office Tel / 86-10-85351188
传真　86-10-85351665
Fax / 86-10-85351665
E-mail / info@ifforum.org
www.ifforum.org

版权声明
COPYRIGHT STATEMENT
本刊内容由国际金融论坛（IFF）独家拥有，未经许可，不得转载或摘抄。
The content is exclusively ownership by the IFF, without permission, can't be reproduced or copied.

國際金融論壇
INTERNATIONAL FINANCE FORUM
2015 年第 3 期 www.ifforum.org

目　录
CONTENTS

如何应对 2015 的机遇与挑战？ “一带一路” 、亚投行 、人民币国际化 、 影子银行与地方债 、股市波动、金融业反腐、增长减速与通缩、美联储推迟加息、习主席访美访英、十三五规划及五中全会。本期会刊记录了 IFF 研究院部分专家对这些热点问题的探讨。

P02 / 稳定股市需要一揽子振兴实体经济政策
肖　耿 / 国际金融论坛（IFF）学术执行委员
IFF 研究院执行院长
香港大学教授

P04 / 政府干预股票市场：观点评析与政策建议
宋　敏 / 国际金融论坛（IFF）学术执行委员
香港大学中国金融研究中心主任

P08 / 政府干预股票市场需有分析标准和政策目标等多方面考量
崔　历 / 国际金融论坛（IFF）学术执行委员
IFF 研究院副院长

P10 / 人民币全球绿色基金建议书
王　燕 / 国际金融论坛（IFF）学术执行委员
IFF 研究院副院长

P18 / 四周期共振下的人民币汇率及宏观经济形势与对策
肖　耿 / 国际金融论坛（IFF）学术执行委员
IFF 研究院执行院长
香港大学教授

P40 / 适应全球化新形势推进“一带一路”建设
张燕生 / 国际金融论坛（IFF）学术执行委员
国家发展和改革委员会学术委员会
秘书长

■ 作者 肖　耿 / 国际金融论坛（IFF）学术执行委员、IFF研究院执行院长、香港大学教授

稳定股市需要一揽子振兴实体经济政策

昨天（2015 年 7 月 30 日）政治局会议明确了下一步的经济政策方向会以经济建设为中心，并用积极的财政政策和松紧适度的货币政策来振兴实体经济。在 2015 年 7 月中，我在北京几个场合就稳定中国的股票市场发表演讲及参与讨论，以下是其中一些主要观点的摘要，与当前有关稳定股市及振兴实体经济的讨论非常相关，希望能抛砖引玉。

（1）首先，我认为现在宏观经济的主要问题是在有通缩预期及威胁的大环境下，货币政策如何及时、积极、适度放松， 以便纠正及引导市场对中长期的通胀预期。

如果在目前市场有严重通缩预期状况下，可持续股票市场指数是在 3000 点到 3500 点之间，一旦市场有了通胀预期时， 未来可持续的股票市场指数可能很快会变成 3500 点到 4000 点之间。国际经验是，货币当局控制通货膨胀是比较容易的，但是要改变通货紧缩预期是相对比较难的。所以，货币政策需要照顾配合中国中长期发展大局，不能允许通缩持续。

但货币政策如何配合及放松呢？我认为，利率方面没有必要再继续减息，因为美国要加息，中国一旦有了通胀预期， 中国未来的名义利率应该是稳定或者是向上的。中国的 GDP 增长目标在 6% － 7% 之间，其通胀预期应该在 3%-5% 之间比较合适，即使短期超过了 5% 也不用担心，因为从中长期来看，适度的通胀对快速发展的经济体中资产价格的市场化合理调整有帮助，这对股市与楼市健康发展都有支持作用。更重要的是，一个宽松的没有通缩预期的货币环境有利于一些“改革大手术”的顺利进行，包括反腐败、地方债问题、产能过剩、环境污染、以及股市动荡等。

（2） 第二个观点是，需要动用有中国特色的政府干预来扭转预期及实体经济趋势，我称之为“聪明投资”（Smart Investment），即短、平、快的惠民便民“聪明公共基础设施投资”。

我认为要调动地方政府的积极性，在城市化过程中投资有需求也有供给能力的基础设施建设，确保产能匹配需求，以便民、惠民中长期投资作为考核地方政府标准。举例来说，香港的道路设计及建设非常有效率，没有像北京那么多的红绿灯，但有很多地道、高架桥、及行人通道，台风之后很少有下水道堵塞问题，我们的许多大城市需要学习香港及其他国际大都会的经验，并抓住目前通缩大环境，立刻投资一些低成本高回报便民惠民公共基础设施。

货币当局控制通货膨胀是比较容易的，但是要改变通货紧缩预期是相对比较难的。所以，货币政策需要照顾配合中国中长期发展大局，不能允许通缩持续。

政府一定要将宽松货币政策和有效率的投资结合起来。有人问到，发行那么多货币会不会引发通胀？实际上经济学已有答案，发行了货币就创造了需求，但同时如有能力保障提供足够的商品供给，就不会产生通胀，导致通胀的原因，实质上是过多的货币追逐过少的商品。所以，要在短期内改变预期的话，需要强有力的、聪明的、有效的投资。

（3）第三，成立金融稳定委员会，加强监管部门之间的政策协调，稳定预期巩固市场信心。

目前的监管环境有一个很大的问题，就是各个部门之间配合和协调欠佳。为了加强监管的协调，应成立一个权威的负责整体金融稳定的委员会，避免各监管部门各自为政。金融稳定委员会有利于加强各部门之间的相互理解及协调，并对市场形成一个强有力的、相互配合的、超越部门利益的维护金融系统稳定的政策声音及行动。

此外，趁习主席访美的时候，可以考虑与美国监管部门建立中美之间在监管方面，包括股票市场、银行、保险等行业的监管合作协议。从提高监管技术水平的角度去加强中国现代化市场的监管，这对于中国有利无害，这样的合作对恢复全球对中国市场的信心却是非常有帮助的。

金融市场一旦爆发危机，银行及其他金融机构可能会出现破产，需要有压力测试及预备各种应对的方案，来加强风险监督及预防下一轮危机的出现。

（4）第四点是建立一个对称的长期的股票市场平准基金及其它风险和危机管理机制。

这一基金实际上可以借鉴香港的盈富基金，主要是投资大型国有蓝筹企业， 应该具有同时应对股市“恐慌下跌”及“非理性泡沫”的对称能力。例如，在目前的市场预期环境下，股指跌到 3000~3500 点的时候，平准基金就可以入市。但如果股指增长的太快，超过了 4500 － 5000 点，并有足够的证据认为是有泡沫迹象，这个基金就可以卖出股票，可以采取各种形式，包括把基金卖给社会大众、减持国有大型企业的股票等等。

没有必要以 60%-70% 的股份控制一个国有企业，实际上 10% 就可以控股了。我认为应该在短期内，比如在习近平主席访美之前，把限制卖空等紧急措施基本上取消掉，但必须严控杠杆投资。这样小盘股涨跌可以不管，而大型蓝筹股已经有了波动区间，就不会有大的恐慌及信心问题。

（5）第五点是需要进行税收制度改革，实行税收减免和国债发行。我认为中国目前的税收制度过于复杂，可以在这个时候把不太重要的税免掉，或者暂缓征税一年。政府有关部门要拿出持久的合理的税制改革方案，对容易混淆的、有问题的税目应暂缓征收，减税造成的财政赤字可以发行国债来弥补。也就是说，由财政部发行 1 年、2 年、3 年、5 年、10 年、20 年、30 年等大批量国债，发债获得的资金用来支持改革和发展。减税或停税的最终目的是要建立一个长治久安的税制体系。

（6）第六个问题是关于治理地方政府的破产项目。

治理思路主要有两个：一是清理整顿不良资产，建议在全国按大区成立地方政府坏资产管理公司。如果是好的资产由地方政府发债，继续做完；如果是不良资产，立刻由资产管理公司接接管。这样可以迅速盘活这些不良资产，解决地方政府的债务问题，地方政府因而也会有继续做新项目的积极性。

第二个思路是由国家发改委对地方政府项目进行监督管理。发改委作为一个政府机构，有责任去监督哪些地方政府项目是正常的，哪些项目是有问题的。如果是不良资产，建议资产管理公司来收购。但不能让地方政府自己收购自己的不良资产，这是有利益冲突的，而是必须由发改委这样高层次、跨地域的机构来进行监督管理。

（7）第七个问题如何将人民币国际化、中央及地方政府发行大量债券、及发债之后中央银行配合“降准”相结合。很多人担心发行过多货币以后可能会出现通胀或者说人民币贬值。我认为这是一个误解，原因在于货币的发行创造了社会总需求，但只要有足够的生产能力去生产商品，使得社会总供给与总需求达到平衡，就不会产生通胀。如果十八届三中全会的市场化改革和结构调整都得以推行及落实，中国的国家经济竞争力和金融体系稳定性都会大大加强，这才是人民币国际化最重要的两个支撑点。

（8）最后，这次股灾的教训是对金融体系风险管理及压力测试不够。各监管部门应该有一个计划，像美国的监管机构要求大银行必须做出其可能破产时的应对措施，尤其是对于全球系统重要性银行，必须提前有所准备。中国作为全球最大的新兴市场经济体，其监管部门也应该制定类似的破产及危机应对方案。金融市场一旦爆发危机，银行及其他金融机构可能会出现破产，需要有压力测试及预备各种应对的方案，来加强风险监督及预防下一轮危机的出现。

这些一揽子措施可以改变国内外投资者，还有整个国际社会对中国资本市场改革发展的印象。此次“股灾”相当与一次压力测试，暴露了中国体制上的很多问题，需要有一个较大幅度的市场化改革及一整套可以表明大方向的战略措施，以此树立市场信心和促进未来发展。■

■ 作者 宋　敏 / 国际金融论坛（IFF）学术执行委员
香港大学中国金融研究中心主任

政府干预股票市场：观点评析与政策建议

目前，中央政府债务占 GDP 的比重还很低，而地方政府债务负担非常大，实际上中央政府完全可以自行发债。

如果现在是一个危机，那么我们不应该错过这次危机。危机反倒是一个机遇，给中国带来改革的动力，现在是推进改革的最好时机，让世界、让中国的股民建立一个很好的信心。

我先评价一下以下观点：第一个是关于货币政策放松带来股市上涨。纵观美国和日本的经验，中国借鉴了美国的经验，采取了与美国一样的量化宽松货币政策（QE），对上市企业的影响确实是有作用的，QE 把股票市场推上来了，因为上市企业可以在股票上市的时候增发，增发以后就可以保证短期的流动资金，因而在整个危机过程中我们看到了这一现象，“放水”确实是可以推高股票市场指数。日本股市指数也是同样的例子，先是实行 QE，然后日元出现贬值，即所谓的“安倍三支剑”，第一支剑射出来的时候股票一下子涨 50%，日元也差不多贬值 25%，所以宽松货币政策在短期内是可以起到作用的。

中国的货币政策确实还有放松的空间。从准备金的角度来说，现在法定存款准备金率是 18.5%，降低后仍然非常高，这本身会带来很多问题。利率也是偏高的，尤其是对制造业，因为现在制造业的生产者价格指数（PPI）差不多有三年时间是负的，数据大概是 -4.8%。对制造业来说正的 4% 减去 -4.8%，实际利率将高达近 9%。另外，大部分中小制造业企业从银行贷不到款。总体来说，从利率角度来看，货币总量挺多，货币政策实际上并不宽松，货币政策确实有操作空间，但是现在是否要为了挽救股市来释放这一信号，我觉得值得商榷，这个信号不一定很好，但是总体来说是可以放的，这是对第一个观点的回应。

第二，地方政府的“聪明投资”（Smart Investment）非常关键，但难以做到。土地财政现在已经出现了很多问题了，地方政府的投资机制没有理顺，导致投资过热，并且已经积累了很多其他问题。现在机制尚未完善，鼓励地方政府积极投资、聪明投资其实是有一定难度的，所以很难靠地方政府来推动这个事情。而且上市公司主要是国有企业和一些民营企业，利用地方政府融资平台上市的企业还是很少，因而关于“聪明投资”这个问题实际上也值得商榷。政府提出来，在公共基础设施投资方面采用公私合作模式（Public-private Partnership，简称 PPP），实际上 PPP 解决不了问题，大多民营资本不愿意参与，这一举措在短期内不是能够实现的，特别是从救市这样的短期目标出发。

关于建议加强监管部门之间的政策协调和国际合作，我完全同意，同时也赞同减税这一举措。当然税制改革也是很复杂的，不是简单的免税，这也是一个结构性的问题，通过这种机会启动改革的方案，因为影响股票市场不需要真的去做，只要有消息宣布（Announce）就可以对市场产生影响。

关于发行国债这点我也是赞同的。目前，中央政府债务占 GDP 的比重还很低，而地方政府债务负担非常大，实际上中央政府完全可以自行发债。中央政府不能只要求地方政府施行各种建设，然后又不赋予发债权力，所以地方政府只好依靠土地财政等方法获得资金。中央政府发行债券后，应购买地方政府原来的一些有问题的贷款。但前提一定要搞清楚地方政府的事权和财权，什么样的财权能够分配给地方政府。我认为这些都是非常好的建议，至少可以宣布和启动一些项目。

现在回到“政府干预股票市场”这一问题，我们首先要弄清楚为什么要干预市场。这一问题实际上回到了资本市场的作用，资本市场与宏观经济到底有什么关系等基本问题。如果股票市场本身的波动是正常的，那么大的波动也很正常，关键是股市的波动不能影响到整个金融体系，最重要的是不能影响到银行系统，因为银行业在中国金融体系中占有核心主导地位。如果资本市场从 5000 点跌到 2000 点，银行出现较大问题，此时政府绝对是要干预的；但如果指数下跌（哪怕跌到 1000 点）没有影响到银行系统，那么对股市进行干预显然没有必要。现在衍生出的一个问题是，股票市场跌到什么程度会影响到银行业，我相信银监会对这个问题会有所判断。

关于“救市”的概念问题，现在许多人对这此理解得非常含糊，似乎一提到“救市”就是拯救股票市场指数，显然这是一个认识上的误区。以美国为例，美国政府也出手“救市”，但不是炒高股票价格和抢救股市指数，而是救助金融机构，尤其是为大型金融机构提供流动性。对于中国，我们完全可以守到最后，等到银行体系出问题了，再由有关部门出来拯救，这是完全可以做到的事情。香港的“救市”行动曾经确实直接干预了股票市场，当时股票市场指数从 16000 点跌到了 6000 点，但香港的“救市”又是很特别的，非常显著的是那些投机资金想打击联系汇率制度，也就是说，股市已经与基本的经济制度关联到一起了，在这种情况下香港政府才出手相救。而中国内地的“救市”在情况上和香港是不一样的，不能以股票市场指数作为依据，其实跟股市指数的点数没有关系。

对于“救市”的方法和时机问题。通过购买蓝筹股来干预股票市场，我认为这种方法不可取。其实，之前蓝筹股的泡沫反而不大，泡沫大的是创业板、中小板股票。在股市下跌中干预蓝筹股，把蓝筹股的价格拉上来了，而那些创业板、中小板股票每天跌停，这就成了“冰火两重天”。在“救市”的时机选择上，如果股市指数从 5000 点跌到 4000 点就开始慌张了，此时干预方去跟“做空”的力量去博弈，后者的力量非常大，而干预方的力量相比之下是不大的，这样的“救市”很难收到实际效果。应该等“做空”的力量放的差不多的时候才能入市，这时候“多方”力量是最大的，才能真正要把股市拉上来。另外，需要干预大的指数，干预期货市场，并禁止大量停牌现象。

股票市场意味着通过大量股民承担有限风险来支持企业的发展，但是由于杠杆率过高等因素导致“股灾”，一个比较激进的做法是对市场进行暂时性的停市整顿，并对金融机构做好压力测试。再次开市后需要做到以下几点：

第一，放开股价浮动的上下限，增强股票市场流动性。为什么现在股票市场存在问题呢？现在如果每天股市下跌 10%，许多投资者就会非常恐慌，担心股票卖不出去，所以次日只要有一点点上涨，他们就赶紧抛售，结果导致市场缺乏流动性。从理论上来讲可以将跌停板全部取消，但也需要循序渐进，比如以 30% 的跌停板先做一些尝试，同时风险控制要跟上。“超跌”对于市场是没关系的，这样市场才能恢复过来，只有流动性上升，场外资金才能进来。

第二，缴纳交易税和资本利得税，减少投机行为的负面作用。金融市场的基本功能是资源配置功能和价格发行功能，而不是为了满足公众的投机行为，中国的股票市场事实上也并非有效市场，由于人性的原因，市场上的恐慌、贪婪是无可避免的，这就需要政府出面进行调整，我认为可以建立交易税和资本利得税来进行调节。投机行为对市场是有一定意义的，但市场投机行为不能太多，通过税收适当的调节，可以减少投机行为给市场带来负面作用。

第三，利用税收建立平准基金，择机入市稳定股票市场。利用交易税和资本利得税获取的资金，在长期内可以建立一个平准基金。对于股票市场来说，平准基金是一支非常重要的稳定力量，一旦股票市场出现问题，平准基金就可以入市进行拯救。这就相当于国外大型机构投资者养老基金（Pension Funds）和社会保障基金（Social Security Funds）起的作用。但不同的是，平准基金的资金来源不是是来源于投资者本身。

第四，建立国企分红制度，避免股市成为投机和圈钱场所。按照香港的惯例，企业的利润基本上 30% 到 50% 是要进行分红的。中国内地的国有企业也应建立这种分红制度，只要企业当年盈利就需要分红。没有分红，投资者无法成为长期的投资者，股票市场也就不是在为投资者服务，而是在成为一个圈钱的工具和投机的场所。

第五，建立成熟的退市和入市制度。退市制度实际上比入市制度更重要，中国股市发展 20 多年了，却没有成熟的退市制度，导致市场上出现很多垃圾股。关于入市问题，首次公开发行股票（Initial Public Offerings，简称 IPO）不用太担心，真正好的上市企业，比如前面提到的分红的企业，会有足够的资金会进来购买其股票，中国的国民储蓄率还是很高的，所以我认为 IPO 应该适当放开。■

股市有风险

股票市场意味着通过大量股民承担有限风险来支持企业的发展，但是由于杠杆率过高等因素导致“股灾”，一个比较激进的做法是对市场进行暂时性的停市整顿，并对金融机构做好压力测试。

■ 作者 崔　历 / 国际金融论坛（IFF）学术执行委员、IFF研究院副院长

政府干预股票市场 需有分析标准和政策目标等多方面考量

如果 IPO 新股发行真的停止下来，在长期内的影响其实是负面的，一个比较好的 IPO 执行过程对于中国的资本市场建立和完善可能是一个突破口。

就股市而言，作为政策预案，应首先分析以下关系：一是股票市场与金融体系的关系，也就是与系统性风险的关系；二是股票市场与宏观经济之间的关系。如果分析得出一个关系程度很低的结论，那么股票市场下跌，哪怕跌幅很大也并不一定要政府大幅干预。资本市场始终是会有涨跌，跌到下面的时候还是会有人去买。政府干预市场首先得基于一个分析和判断的标准，而不是一个比较“虚”的目标。前一阶段市场上涨伴随着融资杠杆的大幅上升，这里多少配资来自银行信贷，多少是券商融资？ 2 万亿左右的杠杆率较高的配资来自银行，对于整个银行体系是比较小的，出现金融体系系统性风险的机会应当是不大的。

其次，要考虑干预目的和手段的匹配。现实来讲，即使系统性风险有限，股票市场指数大幅下跌可能有其

他问题。中国股票市场是一个散户为主的市场，这些散户缺乏专业性判断，对整个市场情绪、市场拐点非常敏感，大部分投资者做趋势性交易，市场正向反馈明显。另外，由于散户为主，当股票价格有了较大波动的时候，整个社会情绪会突然变得非常焦躁，这种情绪也还可能会传递给政府和监管者。一定的干预可以减少市场的过激反应。那么政策干预的目的应当是减少市场大幅波动和市场正反馈的尾部风险，并确保市场的流动性，而非将股指稳定在某个水平。防止股票市场的恐慌踩踏发达国家有些经验，譬如美国在 1987 年黑色星期一后引入的短期停止交易的制度，就是所谓 circuit breaker, 市场停止交易几分钟，让市场冷静一下继续交易，也可以借鉴。确保市场的流动性，要考虑放松或取消跌涨停板的制度。因为这个制度直接影响了市场的流动性。允许投资者用杠杆来冒更大的险，同时又用跌涨停限制市场调整，会让市场向下时更为恐慌。

最后，还是要给股市和政策目标定位，想清楚资本市场的功能。否则市场很容易变成一个政府主导型的市场。这样市场就不再是一个真正的市场，市场关于资源配置和价格发行的功能此时全都没有了。 现行政策暂停 IPO 新股发行，以稳定当前股票市场，实际上无异于“饮鸩止渴”。之前股票价格被炒高的部分原因，还在于在资本市场在制度建设方面的不完善，比如投资者风险自负、信息的充分披露、作假的事后惩罚等等。宋敏教授提到的 IPO 过程确实非常重要，不能把“股灾”的原因归咎于 IPO 过程。如果 IPO 新股发行真的停止下来，在长期内的影响其实是负面的，一个比较好的 IPO 执行过程对于中国的资本市场建立和完善可能是一个突破口。

股市的下跌也不全是监管者的责任。证监会其实一开始在提示风险和做测试，“救市”行动早早的就开始进行，这肯定也是因为政府里边有着来自各方相当大的压力。

宏观政策方面，增加财政支持是必要的。比较赞同调整税收制度、减税和发债的观点，对于财政方面一些手段也是比较赞同。但是，关于地方政府的“聪明投资”，出发点很好，就是很难施行。中央政府跟地方政府的关系已经处理了很多年，若能做“聪明投资”可能早就做了，现在还没有做的可能原因正是因为有着很多制约因素。

货币政策的放松对“救市”效果有限。货币政策目前是否“从紧”？从利息水平和货币总量来看，货币政策并不紧。放松货币无法解经济困局。对制造业来说 PPI 下降，但消费者价格指数（CPI）有上行压力。而 PPI 在降低的情况下，企业利润率受挤压还在不断的生产，这里面涉及到结构方面的原因。放松货币使制造业企业的借款成本更低，利于其继续扩大生产，随着产品供给的上升，PPI 可能继续降低，反而加剧价格下行压力。从 M2 总量上来看，M2 增速仍是两位数，高于名义 GDP 增长。中央银行发行更多的货币，这些货币也未必流向政策想支持的行业，反而可能加剧金融市场的泡沫。在目前经济结构下，宏观上的货币政策放松，其实就是在补助旧经济，这种二元化确实是很明显的。货币政策不应该是用来解决目前这样一个困境的主要手段。

中国股票市场是一个散户为主的市场，这些散户缺乏专业性判断，对整个市场情绪、市场拐点非常敏感，大部分投资者做趋势性交易，市场正向反馈明显。

最后，应给予人民币贬值空间，避免人民币“坚挺”对制造业产生伤害。近年来人民币不断走强，不利于中国的出口贸易，特别是对于制造业的国际竞争力提升会产生负面影响。应该允许人民币进行一定的贬值，特别是在美联储加息美元走强的国际背景下，应该允许人民币相对美元贬值。制造业的产业升级需要一定的时间，在没能够全面升级的时候，还需要与韩国、德国、日本等国家的企业去竞争，而相比美元，这些国家的货币实际上都是“走弱”的，如果人民币强势，对于中国制造业来说是一个挑战。有人担心贬值会伴随资本外逃。其实中国资本外流压力不是很大，而且有高额的外汇储备。降低人民币汇率和进一步开放资本账户，给外汇流动的空间，允许一些资金出去才可以吸引更多新的外资，配合经济的升级换代。■

■ 作者 王　燕 / 国际金融论坛（IFF）学术执行委员、IFF研究院副院长

人民币全球绿色基金建议书

我很同意“聪明的投资”的主要观点。实际上，我国的过剩产能都是发展中国家的急需产能。可以通过适当鼓励企业对外直接投资，帮助优化我国的资本配置，促进结构转型。近年来我与林毅夫教授合作，多次强调基础设施投资建立工业园作为提升全球增长创造就业实现双赢的战略 [1]。最好的案例是，我国已与埃塞共同建立了东方工业园区，吸引了华坚制鞋集团等大型劳动密集性产业去投资建厂。目前华坚集团已创造 3800 当地就业岗位，整个工业园创 2 万就业，帮助该国产业升级，多元化，帮助东莞的夕阳产业落后产能走出去“腾笼换鸟”实现产业升级。

因此提出下列建议：建议央行牵头建立“南南生态发展合作全球（RMB）绿色基金”支持企业走出去，RMB 国际化，为全球发展提供流动性。实际上，这是“全球发展的 4 万亿刺激政策”加上联合国“后 2015 可持续发展目标”。适合于习主席在 G20 会议上正式提出。同时，可以一箭双雕推进 RMB 国际化（类似美国马歇尔计划曾推动美元的使用）。详见以下建议书。

南南生态发展合作（人民币）全球绿色基金建议书 [2]

1. 引言：世界需要一个增长提升策略

在过去的七年里，也就是自 2008 年以来，全球经济经历了大萧条以来最为险恶的时期。尽管出台了响应 G20 国家扩张性货币政策的协调政策，全球经济，特别是发达国家，还没有完全恢复。“金融危机已过去 6 年，尽管我们度过了数年零利率的时光，经济复苏仍然疲弱。”一些知名经济学家正在讨论可能发生的“长期停滞”。2015 年第一季度，美国经济仅仅增长 0.6%，第二季度上升为 2.3%（GDP 实际增长年率）。[3] 国际货币基金组织一直在警告说，在未来的一段时期内，低增长将成为“新常态”，并进一步下调了 2015 预期全球增长率。[4] 发展中国家因对华盛顿共识失去信心，而逐渐向东方寻找发展的经验和想法：有哪些奏效，为什么奏效以及如何实施。对南 - 南学习的需求从未如此强烈。

什么政策可以构成一个双赢的解决方案，以避免一个长期缓慢增长、高失业率、高波动性和低回报金融投资的“新常态”？基于新结构经济学理论基础（以下 NSE）（林毅夫 2010 年，2011 年，2012 年），建议中国人民银行牵头建立一个全球人民币基金，以支持南南合作开发，聚焦在建立工业园区，吸引企业在低收入发展中国家设立新的“绿地”投资项目。

在发展中国家投资的企业，往往遭受东道国的汇率波动和基础设施不足而带来的不便，包括恶劣的道路和港口环境，不稳定的电力和供水等。

本建议书提出的人民币基金通过提供优惠利率的人民币信贷，帮助企业达到一个较高回报率的财务可行性以克服这些限制条件。这只基金将作为丝路基金（美元基金）的补充，而不是竞争对手，促进实现“人民币国际化”以及南南合作的远大目标。这是一个全球性基金，有助于但不限于“一带一路”国家。

2. 仅投资于基础设施是不够的

一个常见的误解是，缺乏基础设施投资经常被认为是私营部门不创造就业的原因——尽管根本的原因可能与集聚和集群发展不足，以及其他生产性资产和人力资本或能力欠缺有关。

经济发展如作为一个动态的过程，需要经济结构的变化，涉及产业升级和每个部门相应的“硬”（有形）和“软”（无形的）基础设施的改善。由于企业的交易成本和资本投资回报具有很大的外部性，这种升级和改进需要一种内在的协调。因此，除了一个有效的市场机制外，政府还应发挥积极的作用，促进结构转型、多元化和产业升级。（林毅夫 2012B，P. 14-15）

经济特区的作用及成功经验在新兴市场里已得到公认。特别是，经济特区可以 1）在地理位置集中地区提供一个打包式的公共服务（bundled public services），2）提高政府有限的基础设施资金 / 预算效率，3）促进集群发展，或某些集聚行业的发展，4）推动城市发展和服务聚集，因此 5），他们有利于经济增长、就业创造以及创收。

新想法是建立一个人民币基金，将绿色城市发展、生态工业园区和产业升级相结合，以创造就业、收入、增长和减少贫困，促进更加可持续发展的环境及经济上可行的基础设施建设。该基金还可为人民币国际化做出贡献，使人民币更多地应用于跨境直接投资和股权投资。

建立一个人民币基金，将绿色城市发展、生态工业园区和产业升级相结合，以创造就业、收入、增长和减少贫困，促进更加可持续发展的环境及经济上可行的基础设施建设

3. 倡议设立南南生态发展合作（人民币）全球绿色基金

倡议设立的南南生态发展合作（人民币）全球绿色基金，是一个桥梁基金（私募基金，公私合作 PPP 性质），目的是吸引其他发展融资，如从主权财富基金、中投公司，开发银行和公共养老基金，以及港澳台私人银行和基金（PEs，公募，私募基金），同时它应该保持正的回报率（高于 10 年期人民币国债基准收益率）。该基金应投资于

- 具有变革性意义、有助于在地理集中地区提供“打包式公共服务”（Bundled Public Services）、降低交易成本、并促进集群发展和规模经济的生态工业园区和经济特区。
- 帮助克服发展中国家经济发展的“瓶颈”，有助于使东道国经济多样化；
- 可再生能源、绿色技术和生态工业园区 [5] 相关项目；
- 为使一般企业（包括国内和国外）降低交易成本的项目，加强其“支付意愿”为工业园的基础设施付费。

1 林毅夫，王燕（2013），（2014），（2015）。
2 由王燕基于林毅夫、王燕（2013）合著“超越马歇尔计划”一文草拟。

3 US BES data。
4 "Global growth is projected at 3.3 percent in 2015, marginally lower than in 2014, with a gradual pickup in advanced economies and a slowdown in emerging market and developing economies. In 2016, growth is expected to strengthen to 3.8 percent." (IMF, World Economic Outlook update July 2015).
5 关于生态工业园区的详细信息，请见蔚山的案例，2013 华盛顿增长对话，“五个绿色城市：他们如何实现？”。蔚山，韩国的七大城市，20 世纪 90 年代是韩国污染最严重的城市。2005 年，蔚山建立了第一个生态工业园（EIP），旨在改造现有工业园区，以减少对环境的破坏并最终实现零排放。该项目产生了显著的经济与环境效益，在前两个阶段二氧化碳排放量减少了 240000 吨（Yusuf 2013，48-49 页）。

我们必须平衡收益较低但具有公共服务意义的项目和各种具有商业利益的项目，从而获得正的投资回报。

也就是说，从长远来看，工业园 / 企业将有一个正向的收入流，即正的长期收益净现值。

治理：本建议书提出的人民币基金将由董事会成员管理；董事会成员的投票权由各类投资者（中国人民银行，主权财富基金，中投公司，公共养老基金，以及私人银行和私募基金）的股权决定。最大股东任命董事会主席（与一般公司无异）。从本质上说，这是一个“公私伙伴关系”的实体。

目标：尽管不以盈利为目标，但投资预期回报率应不低于 10 年期人民币国债基准收益率（一项安全资产），从而使该基金在财务上可行。

需求者：愿意借人民币来降低汇率风险，促进双边贸易和投资的企业和工业园区和实体；接受人民币作为储备货币之一的发展中国家政府；或具有与央行的货币互换安排的发展中国家政府。特别是，投资海外发展中国家的中国企业希望降低汇率风险，这会使人民币基金更具吸引力。

4. 风险管理

由于基础设施资产缺乏流动性，前期投资需求量大、还款往往需要几十年，基础设施投资需要投资者承担重大风险。这些风险包括：比预计高的项目成本；预计收入短缺（例如，基础设施服务需求和用户费用低于预期）；汇率风险（如基础设施以外币融资，而用户费用以本国货币结算）；不可抗力；政治和监管风险等。

多元化投资是降低该南南发展合作（人民币）全球基金风险的主要工具。

设计一套多样化的投资规则，同时投资非流动及发达国家和发展中国家流动资产，包括“第一轮”基础设施项目或基础设施资产证券化债券、交易所交易基金（ETF）、房地产投资信托基金（REITs）（流动资产）等。这些规定也将防止资金集中在某些地区或国家的某一类项目中。我们必须平衡收益较低但具有公共服务意义的项目和各种具有商业利益的项目（以保证稳定的收入流），从而获得正的投资回报（高于 10 年期人民币国债基准收益率）。新加坡的 GIC，淡马锡的经验值得借鉴。■

由于基础设施资产缺乏流动性，前期资金大、还款往往需要几十年，基础设施投资需要投资者承担重大风险。

参考文献：

国际金融论坛，2015，《国际金融论坛 2015 中国年度报告》，第三章贸易投资与发展合作，第四章人民币国际化。

林毅夫，2010，《新结构经济学：反思发展问题的一个理论框架》，政策研究工作文件 5197，世界银行，华盛顿特区。

林毅夫，2011，《新结构经济学：反思发展问题的一个理论框架》，世界银行研究观察，26 (2)，2011 年 9 月：193-221。

林毅夫，2012a，《解密中国经济》，剑桥：剑桥大学出版社。

林毅夫，2012b，《繁荣的求索：发展中经济如何崛起》，普林斯顿，新泽西：普林斯顿大学出版社。

林毅夫，（2012c），《新结构经济学：反思经济发展与政策的理论框架》，华盛顿特区：世界银行。

林毅夫，2012d，《从“飞雁”到“领头龙”：发展中国家结构转型新机遇与对策，》全球政策，3 卷，问题 4，2012 年 11 月：397-409。

林毅夫，王燕，2013，《超越马歇尔计划：全球结构型转型基金》，2015 年后发展目标高级小组论文，2013 年 5 月 22 日。阅读和下载请见 http://www.post2015hlp.org/wp-content/uploads/2013/05/Lin-Wang_Beyond-the-Marshall-Plan-A-Global-Structural-Transformation-Fund.pdf

林毅夫，王燕，2014，《在结构转型中的中非合作：理念、机会和资金》，联合国大学高级发展经济学研究院（UNU-WIDER）工作论文 2014/046。请见 http://www.wider.unu.edu/publications/working-papers/2014/en_GB/wp2014-046/

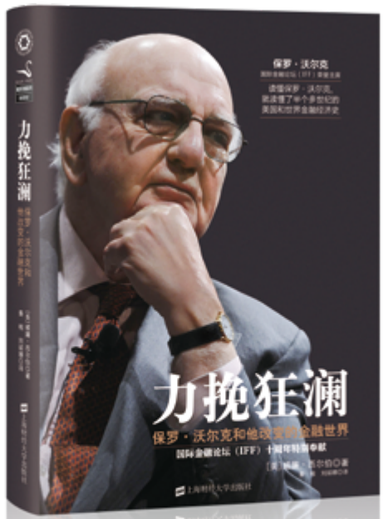
林毅夫，王燕，2014，《在结构转型中的中非合作：理念、机会和资金》，联合国大学高级发展经济学研究院（UNU-WIDER）工作论文 2014/046。请见 http://www.wider.unu.edu/publications/working-papers/2014/en_GB/wp2014-046/

林毅夫，王燕，（2015），《追赶：结构转型与多元化》，收录于《发展与现代产业政策：问题与国家经验》第六章，主编：杰西·菲利佩（亚洲开发银行），爱德华·埃尔加出版社，2015。

林毅夫，王燕，2015，《中国与发展筹资》，FERDI 工作文件 119，2015 年 1 月 15 日。http://www.ferdi.fr/sites/www.ferdi.fr/files/publication/fichiers/wp119_lin-wang_paper_for_ferdi_web_1.pdf

马骏，构建中国绿色金融体系。央行绿色金融工作小组。中国金融出版社，2015，4 月。

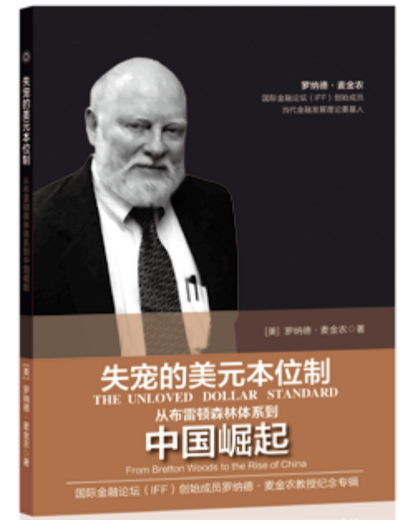
优素福沙希德，2013，“五个绿色城市：他们如何实现？”，增长对话，华盛顿特区。



国际金融论坛（IFF）是致力于促进国际金融合作与发展的重要平台。我希望能继续这一重要使命。

当前局势下，我想我们都得到了一个教训，那就是金融已不再只是一个国家的事情，而是成为了一个国际性的问题。金融全球化的本质，需要我们把更多冲突、观念和思想都调和在一起，不仅仅是在金融监管，还包括金融框架、会计、审计、信用评级以及其它诸多方面。

——保罗·沃尔克
国际金融论坛（IFF）荣誉主席
美国联邦储备委员会前主席



罗纳德·麦金农是中国金融界的老朋友。他从上世纪90年代初就开始了对中国的考察和研究。也正因如此，他对中美两国之间的贸易与货币问题观察和思考得比大多数人更加深刻。尤其难能可贵的是，他忠实于自己的学术立场，并不因受到排挤或压力而放弃独立的思考。

作为国际金融论坛（IFF）创始成员、学术委员之一，罗纳德·麦金农积极地参与各种研讨，其执着与敬业的学术精神也是国际金融论坛（IFF）每一位成员对他无比崇敬和喜爱的原因之一。我们只有用更加努力和勤奋的工作来表达对他为国际金融论坛（IFF）所做贡献的衷心感谢！

他的理论和著作是中国与世界进行金融对话与协商时的有力依据，也将是中国未来金融改革与创新的重要参考。

——国际金融论坛（IFF）

INTERNATIONAL FINANCE FORUM
國際金融論壇
THE IFF 10th ANNIVERSARY
成立10周年
2003-2013

力挽狂澜

保罗·沃尔克和他改变的金融世界

国际金融论坛（IFF）十周年特别奉献

他是美国历史上最伟大的美联储主席
成功制服通胀怪兽，创造了“沃尔克奇迹”

被誉为“过去二十年里美国经济活力之父”
没有沃尔克，就没有美国经济的“大稳定”

沃尔克是我们这个时代的智者。——基辛格

国际金融论坛（IFF）创始成员罗纳德·麦金农教授纪念专辑

失宠的美元本位制

THE UNLOVED DOLLAR STANDARD

从布雷顿森林体系到

中国崛起

From Bretton Woods to the Rise of China

麦金农教授具有独特的跨文化敏感度。早在国际文化思维碰撞发展的初期，他就以独特的真知灼见解答复杂多变的新环境，并提供意义深远的良策。这不仅仅体现于他的作品，也体现在他的教学、与领袖的交流及对不同背景的未来领导人的培养。

麦金农教授诲人不倦，更是为国际关系领域提供独到研究见解做出巨大贡献。

——詹妮·希普莉 国际金融论坛（IFF）理事、新西兰前总理

■ 作者 肖　耿 / 国际金融论坛（IFF）学术执行委员、IFF研究院执行院长、香港大学教授

四周期共振下的人民币汇率及宏观经济形势与对策

过去 30 多年，无论是在西方还是在国内，对中国经济的表现通常是低估的，包括其成就及失败。出现这种情况的原因是什么？人民币汇率究竟能不能预测？这两个问题都很难回答的，却是我们要讨论的主题。目前，考虑汇率及宏观形势，需要关注四个周期及它们在低点的共振。

第一个周期是货币周期。中国的货币政策从 2011 年开始基本上是紧缩的，原因是 2008 年爆发全球金融危机的时候，中央政府 4 万亿投资计划的刺激政策导致了一些泡沫，中央银行和其它监管机构担心泡沫继续扩大，所以一直在紧缩信贷。生产者价格指数（PPI）在过去 43 个月是下降的，最近达到 -5.8%。 货币政策一直到去年 10 月份开始有些放松了。货币周期实际上在底部。

第二个周期是财政政策周期。过去 3 年一直在收紧。尽管政府宣称要用积极的财政政策，但实际的情况是企业的税收负担越来越重。这是因为过去几年经济并不好，而税收制度却从不规范变得更规范严格，企业实际纳税占其利润的比重在上升的。另外，财政资金在当期用不完，特别是过去几年，由于反腐及其它各种原因，政府去年计划的财政赤字率由于发的太少没有达到预定目标。因此财政政策与货币政策一样，实际一直在收紧。

第三个周期是改革周期。习近平主席主政以来推出的所有的改革目标都是中长期的，也就是说他下定决心要把中国长期增长的几个“肿瘤”割掉，其中包括腐败、环境污染、剩余产能，以及地方政府债务。在切割这四个“肿瘤” 时，宏观上对经济是紧缩的。货币、财政和改革这三个国内政策自 2011 年以来都是紧缩的，并且紧缩程度实际上不小。

第四个周期是全球经济周期。2008 年全球金融危机之后出现了欧元区的危机，特别是希腊危机，接着日本也出现了增长停滞的问题，并采取了非常剧烈的量化宽松，美国也还在量化宽松。实际上实体经济真正有恢复的主要是美国，但是美国的经济恢复并没有强大到可以带动欧洲、日本和乃至整个亚洲。俄罗斯的经济状况特别糟糕，整个南美也没什么起色，这样一来就导致全球，特别是中国，面临着四个周期都在下降期，并可能在底部共振的阶段性风险。

单独来看这四个周期，每个都在缓慢下降，但由于这四个周期同时处于下降阶段，在全球则反映为油价、原材料价格、制造品价格都在下降，那么这四个周期之间相互影响时，就有共振并造成全球通缩的可能。

另外，反周期的力量也有两个：一是创新，美国的创新，以及包括阿里巴巴、腾讯在内的中国互联网新经济，是反周期的；另一个是“中国梦”，我们在中长期政策层面有三中全会、四中全会，以及将要在五中全会推出的“十三五”规划。其中，三中全会是一个引导中国彻底走向市场经济的蓝图；四中全会所强调的依法治国对中国中长期发展至关重要；而“十三五”规划将确定中国未来五年的增长战略。

由于这四个周期同时处于下降阶段，在全球则反映为油价、原材料价格、制造品价格都在下降，那么这四个周期之间相互影响时，就有共振并造成全球通缩的可能。

在国际层面，中国还提出了“一带一路”战略，“一带一路”战略的重要性在于提出了互联互通，着重于推动基础设施领域的投资建设，这实际上是把中国过去 30 多年的发展经验及“秘密”告诉全世界。就沿海地区的发展来说，“要想富，先修路”这一点经验特别有效，中国的基础设施建设在沿海经济发达地区是非常成功的。这些经验促使国家开发银行和中国进出口银行开始在海外做基础设施投资，并且很自然的把这一套做法推广到了非洲，以及其他发展中国家，这也是我们的成功。我们有信心把这个“秘密”告诉周边国家，我们之所以愿意这么做，是因为中国在推出“一带一路”之前面临着一些困难，不只是中国，还有整个全球经济，包括国际货币基金组织、世界银行，他们一直有一个困扰：全球金融危机以后，全球经济增长乏力，尤其是新兴市场国家增长乏力，而新兴市场国家的增长

放缓则主要是因为中国的增长慢下来了，同时其它发展中国家还没有重启高增长。

中国人口占全球人口的 20%，但是我们周边的国家，除了中国以外，占全球人口 40% 的地区还没有像中国这样高速地发展，美国、欧洲、日本等发达国家人口总量也是约占全球人口的 20%。这些发达国家在 35 年前遇到占全球人口 20% 的中国经济高速增长的时候，它们是受到巨大利益的，因为突然有了一个跟它们同样多的但更廉价的劳动力进入全球市场，同时经过一段时间以后，又创造了跟发达国家人口一样多的潜在需求市场。如果站在西方发达国家的角度来看，中国过去 35 年的崛起对他们而言是一个巨大的利好，因为劳动力成本下降了，市场需求增加了。如果对全球国家按照经济发展程度进行简单排序，中国现在刚好是处在中间，往上看是有西方发达国家，它们的人口与中国一样多，此外它们还有先进的技术及高收入；但是往下看，中国周边国家大都是发展中的经济体，而这些经济体的总人口是中国的 2 倍。如果通过“一带一路”把中国发展的经验传播给他们了，那么，中国的处境就相当于 35 年前的美国相对于当时的中国。也就是说未来的市场空间非常庞大，大有希望。所以从这个意义上来讲，“一带一路”实际上是“中国梦”的一个国际层面。

因此，反周期的创新与“中国梦”（包括它的国际版）与短期政策及国际国内实体经济向下的周期就有一个较量的过程。中国股票市场今年年初不是猛涨吗？那段时间实际上真正在较量的是两股力量，一股力量认为这四个周期一直是往下走的，预测非常悲观。但另外一股力量认为，习近平主席在切“肿瘤”，切完了“肿瘤”以后中国经济就“健康”了，再加上有“中国梦”，还有“一带一路”及其它中国崛起与改革红利等利好消息。所以，这两股力量体现在股票市场上，就会有人“看好”，也有人“看坏”，当“看好”预期占上风的时候，股票就猛涨，但是涨得太多了以后，跟现实里面看到的数据是背离的，那市场又开始怀疑了，怀疑到一定的程度以后，四个周期向下走的预期就占上风了，一旦这个占上风以后，股票市场会变得非常脆弱。当然预期本身是重要的，但是股票市场的高杠杆加剧了这两种预期的迅速形成及转变，加杠杆后市场波动都是放大的，价格提升的时候会提升得更迅速，但跌的时候也同样更快，所以不到一个月的时间就发生了非常剧烈的下跌，我称之为“压力测试”。这个“压力测试”的好处就是把我们经济中的问题，还有各种预期，全部都暴露得淋漓尽致，换句话说，通过这个“压力测试”，暴露了股票市场的漏洞，倒逼政府当局检验预期的改革红利能否实现，以及短期实体经济会不会继续往下走。

目前我们到了什么阶段呢？四个周期到了最低点，而改革的红利则要等到未来才能出现。

今年九月习近平主席要访问美国，这也应该是改善预期的一件事。如果看海外媒体，“阴谋论”十分流行，好像中美之间关系很紧张，如南海问题、朝鲜问题、互联网安全问题，好像中美之间要打起来了。习近平主席访美实际上也是一个检验及压力测试，看看中美关系在全球经济里面有多重要，也有两种预期的，一种就是“阴谋论”，中美迟早要打一仗，这两个超级大国，中国在崛起，老大看着老二担心，到时候总是要较量的，在媒体及微信里面，这种“阴谋论”是非常有市场的。但是另外还有一种预期，如果观察美国在任的和过去几任总统，上任前他们为了得到选票，往往要批评中国，但是一旦上任以后马上改变态度，要跟中国和好合作，上任了以后基本上就变成了“鸽派”，就是说要与中国接触与合作。为什么呢？过去 30 多年整个中美之间的贸易，还有两个国家的利益关系密切相关，中美之间互惠互利的规模那是惊人的。尤其是对于美国最盈利的、最有影响的那些大型企业，除了个别与中国企业是直接竞争的（比如 Google 和 Facebook），其他包括微软、通用汽车等公司几乎都在中国有生产及科研基地。美国的跨国公司从中国的开放中获得的利益是巨大的，因为它们从中国购买物美价廉的中间产品，包括制造业的很多零部件及部分研发能力，大大降低了其自身在美国的生产和服务的成本。苹果公司在中国装配不仅将成本降低，更重要的是苹果手机的 20% 是卖给中国人的。飞机更不要说了，很多重型机械，还有很多核心的知识产权都是美国公司在收钱。所以对美国来讲它始终有两派，就是鹰派和鸽派，鹰派就是美国的军方和国防工业，鸽派就是美国的商业界，特别是大型跨国公司。

“一带一路”战略的重要性在于提出了互联互通，着重于推动基础设施领域的投资建设。

如果有人声称自己知道汇率会怎么走，知道中美之间会不会打仗，那他肯定是错的，因为实际上谁也没有

过去 30 多年整个中美之间的贸易，还有两个国家的利益关系密切相关，中美之间互惠互利的规模那是惊人的。

答案。我们需要的是有一个框架去思考很多动态的预期形成及相互作用过程，有的时候一派占主流，另外一派就被压了下去，这两派永远都不可能消灭另一派。这时候我们在讨论问题时就必须要有一个系统的方法去看，而且必须区分短期和长期。

凡是分析宏观经济，特别在分析汇率的时候，对于短期和长期的分析，是完全不一样的，必须要有所区分。在长期，是什么因素决定人民币汇率？而美元为什么会坚挺？从中长期来看，货币坚挺最重要的原因是经济具有竞争力。美国为什么强势？这是因为美国的劳动生产率增长一直保持 2% 的年增长率，美国的创新能力，不管是苹果、飞机、还是武器，在全世界都是一流的，它的大学是世界一流的，研发能力也是一流的，这才是美国有竞争力、美元能够被人接受的最重要原因，也是一个货币能够升值的最重要原因。这个规律对人民币也是一样，人民币升值是从 2005 年开始的，之前是跟美元挂钩的，连续升值了 10 年，每年差不多是在 5%。其中的原因是什么呢？因为从 2005 年开始，中国的竞争力、劳动生产率得到了迅速的提高，这是前期改革的红利。这期间，中国大规模的交通基础设施开始全国联网，包括高速公路、铁路、机场、码头等。基础设施建设好以后民营企业就发展起来了。阿里巴巴在杭州，是非常成功的一个私营企业，实际上它是得到巨大补贴的，但是都是看不见的、间接的。阿里巴巴如果没有中国电信、中国移动、中国联通创造的遍布全国城乡的互联网基础设施的话，它怎么能发展起来？缺乏完善的网络设施，如何淘宝？淘宝的实物交易需要快递行业的支持，但若没有高速公路和机场，快递行业也不可能发展。在一个国家的发展过程中，如果没有这些公共基础设施，民营企业肯定发展不起来。对于印度这样的国家，淘宝网是难以火热的，因为印度尽管有互联网，但是道路基础设施还很匮乏。中国的道路如果不修到乡村，怎么可能有淘宝村呢？所以政府对基础设施的投资与民营企业发展是互补的。

预测一个国家货币中长期的汇率走向，需要看这个国家的竞争力。中国在过去 35 年中走的是市场化道路，经济效率不断提高，然后人民币不断升值。希望大家不要混淆长短期的分析，因为后面接下来还要讨论短期汇率、利率还有通胀率这三者关系，后面考虑的是一个短期的相互作用的框架。但是在长期内，一国货币的真正竞争力来自于这个国家的竞争力及经济运行效率，这个只有依靠改革与市场化，以及政府和市场的协调配合才能够完成，牢记这点非常重要，因为这个问题牵扯到整个中国的经济增长模式。中国的经济增长模式现在在学术界、在精英阶层都争论得非常激烈。我个人认为，大部分人并不知道中国增长模式是什么，或者对中国增长

淘宝的实物交易需要快递行业的支持，但若没有高速公路和机场，快递行业也不可能发展。在一个国家的发展过程中，如果没有这些公共基础设施，民营企业肯定发展不起来。

当一个发展中国家还没有发展的时候，各方面产品的价格都较低，土地便宜、工资便宜；但是当它发展起来后，慢慢就什么都贵了。

模式的认识非常模糊，因此没有办法跟老外、甚至跟我们自己讲清楚一些基本问题，例如，中国经济增长模式的优势到底在哪里、劣势在哪里？如果不讲清增长模式中的问题，也就讲不清楚影响中长期的汇率的竞争力的变化。而这点在分析长期汇率走势时是需要理清的。

在分析中长期问题之前，我先给大家讲一讲汇率、利率、通胀率这三个价格之间的关系。因为我在香港大学教了好多年的课，这个问题大部分学生是稀里糊涂的，而且越看书越糊涂，因为我们的宏观经济学是根据西方非常稳定的市场经济体系来创建的，实际上并没有考虑到新兴市场国家的问题。新兴市场国家有一个什么样的特点呢？答案实际上非常简单。经济发展的历史就是土地、人力资本升值的历史，投资回报率最高的项目就是投资你的小孩子去读书，也就是投资人力资本；其次就是土地的升值，也就是中国在过去三十年里楼价的上涨。

什么是中国经济的旧常态？我 1992 年来到香港大学教书，一直跟学生讲：你们这一辈子两件事情一定会发生，一个就是人民币要升值，还有一个就是楼价要上涨，我管它叫“资产价值重估”，也就是“资产通胀”。从 1992 年到现在听懂了的学生基本上财务方面很安全了，他们买了房子，还持有一定数量的人民币，特别是那些从海外到内地买房子并持有人民币的学生，现在已经赚了很多钱。这是新兴市场国家才有的宏观经济学里面的一个规律，就是当一个发展中国家还没有发展的时候，各方面产品的价格都较低，土地便宜、工资便宜；但是当它发展起来后，慢慢就什么都贵了。但对于发达国家或地区，例如香港、新加坡、美国、英国，它们的土地和工资价格已经很贵。这个道理非常简单，就是说在人均 GDP 是 300 美金的时候，什么都便宜。但是现在中国的人均 GDP 大概是 8 千美元，而像杭州这样的沿海城市，人均 GDP 估计在 1 万 5 千美元以上，其楼价也更高。佛山的人均 GDP 大概也在 1 万 5 千美元，高过北京、上海，但是 1 万 5 千美金的人均 GDP 跟美国 5 万美金的人均 GDP 比，还是很低的。上海的楼价还是比曼哈顿便宜，上海的楼价大概只有香港的三分之一到一半。可见，一个城市的劳动生产率越高，其楼价就越高。

在经济高速发展的时候，劳动生产率会迅速增长，这个时候货币会坚挺，楼价会上涨。但是最重要的，楼价上涨跟货币升值这两者之间是有替代关系的，如果实行固定汇率制度，楼价会上涨得更快；如果人民币升值，那么楼价涨得就慢了，这个在现实中大家都是有体会的。所以汇率跟通胀率，两者之间的替代关系是非常重要的经济规律，这一规律对于预测未来的汇率走向是非常重要的。比如说，在 2005 年以前中国采取的是固定汇率制度，在这种固定汇率制度下，人民币与美元挂钩，当时为什么要与美元挂钩呢？这是因为 1993 年的时候中国出现了通货膨胀，通货膨胀率达到了 10% 以上，当时朱镕基总理采取的政策是，让人民币迅速贬值但与美元挂钩。由于当时通货膨胀一下子很厉害，导致货币不值钱了，这时候货币会贬值。当时有一个外汇调剂市场，市场汇率已经到了 1 美元比 10 元人民币了，但官方汇率还是 1 美元比 4~5 元人民币，后来央行就将汇率固定在一美元兑 8.3 人民币，在 1996 年的时候，8.3 的汇率相对于原来官方汇率 4~5 就是贬值了，而相对于黑市 10 实际上是升值了。当时朱镕基总理采取跟美元挂钩的政策是非常正确的，它实际上是西方经济学里面一个非常重要的稳定货币的办法，即当一国出现通货膨胀，整个经济体系的价格水平没有办法定位的时候，采取跟一个世界上比较稳定的货币挂钩，如美元挂钩，这样整个价格水平就可以以美元为参照系，然后中国的宏观经济就稳定了。这时由于汇率固定，劳动生产率又迅速提高，当时改革的红利不断显现，所有由于劳动生产率提高形成的货币的坚挺，最终全部都是通过楼价上升、工资上涨来释放的。所以从 1996 年开始，中国的资产价格往上涨，工资也往上升，出现了所谓的结构性通货膨胀。

2005 年以来的结构性通货膨胀实际上是良性的通货膨胀，因为中国的劳动生产率提高了，经济发展的历史就是楼价上涨的历史，也是工资上涨的历史，这是完全正确的，总体上并不是一个泡沫。但在这个大的趋势下，各个地区之间的发展及分布非常不均衡，北、上、广、深的楼价上涨是合理的，而很多偏僻地区出现的“鬼城”则是不合理的，因为有一些落后地区的政府上了很多不靠谱的项目。这也是一个市场现象，为什么说是市场现象呢？这是因为市场经济允许人流、物流、资金流的自由流动和自由选择，偏远地区的人都喜欢来北京、上海、杭州这样的大城市，大学生毕业愿意留在北京、上海，而不愿回故乡了，但他们故乡的地方政府却以为自己也可以像北京、上海那样进行发展，最后建了房子却没有人去居住，因为太偏僻了，基础设施不如沿海地区，所以市场经济就导致了两极分化，这种情况在今天还继续存在。这种情况的存在也是不可避免的，因为你要允许人家走，人有选择的话，政府的计划就不一定百分之百能实现。

中国的发展是绕不过股票市场发展这个坎的，如果中国没有一个有效的股票市场，中国永远赶不上美国。

回到中国经济发展模式的讨论，实际上这个模式从邓小平到习近平，一直都没有变化，其中非常重要的一点就是“试错”。“试错”是什么意思呢？中国太大了，我们不知道某个政策出来以后行不行？那就需要试一试，从经济特区到自贸区，都是各种政策的试点。但是“试错”有什么问题呢？既然是“试错”，那么试的时候就有可能成功，也有可能失败，纵观今天我们所面临的各种问题，都可以理解为在试错过程中的失败。这个失败如果是不可持续的，也就是说一旦失败了就死掉了，那是非常致命的。而像美国这个经济体，它的一个非常重要的优势就是允许容忍可持续的失败，也就是说，一个健康的经济体要有一套机制，允许经济发展中的失败，并且失败后不会产生系统性风险，这样的经济体才能创新，才会有再生能力的。

“试错”及可持续的失败里面有两个最重要的机制，这也是西方经济发展的公开的“秘密”，目前我们还没有学到手。一个就是股票市场。股票市场为什么重要？因为股票市场是用无限股民的有限投资，也就是投资者的有限责任去支持冒险和创新，而这些冒险和创新都存在失败的风险。股票市场为什么重要呢？回顾美国的公司发展历史，很多公司如 IT 公司，英特网公司在历史中都倒闭了，但是没有产生系统性风险，另外还有一些企业发展起来了。中国的发展是绕不过股票市场发展这个坎的，如果中国没有一个有效的股票市场，中国永远赶不上美国，中国最好的企业为什么跑到美国去上市？为什么跑到香港去上市？就

是因为内地缺乏这些处理风险、对付失败，使得我们可以容忍可持续失败的制度基础。缺乏这些制度，创新是出不来的，创新就是冒险，冒险就有可能失败。所以我以前一直说股民是就像战士一样，在前线去冒险，是有危险的，但是股民的风险是有限的。假设股民的收入是 10 万块钱，拿 1 万块钱去投资，这个投资失败一般是可承受的，最多 1 万块钱没有了，每个人拿出 1 万块钱，全中国人民就有很多钱了，总体上的风险也是可以承受的。但是股票市场里面如果采用杠杆就会放大风险。比如，从一年赚的 10 万块钱里拿出 1 万块钱投资，但是加杠杆加到 10 倍，那就是把一年收入全部套进去了，如果遭受投资失败，这种风险就很大了，一般人也难以承受。所以杠杆使得股票市场正常的承担风险、分散风险的功能废掉了，异化了。本来股票市场的目的是让投资者去承担风险的，当然承担风险的同时，也承担高回报，但是高回报不是一个确定的事件，是一个随机的过程，但风险是可控的。有了杠杆后，风险就不一定可控了。

另外还有一个机制是什么呢？就是破产机制，既然所有的企业都是冒险，都有可能失败，那么失败了以后怎么办呢？失败了以后它们就无法按市场规律及原始合约来处理了，而只能按照另外一个方式，也即法律上的破产程序去分配失败后的亏损。这个机制非常重要，因为如果没有这个机制，市场就很可能出现系统性风险，因为一个企业破产可能会连带着另外一个企业，整个经济系统就没有办法运作了，在中国过去出现的就是“三角债”问题。当年朱镕基总理在处理三角债时还没有破产程序。但朱镕基总理创造了一个破产程序，这个破产程序最成功的案例是什么呢？当时银行的不良资产是 40% 到 50%，海外估算甚至是 60%，朱镕基总理采取什么办法呢？他学美国的破产程序，把当时银行的不良资产进行剥离，给 4 家资产管理公司，然后把优良资产上市。经过这样的破产重组以后，他就把存量的不良资产盘活了，盘活存量以后，银行就轻装上阵了，可以继续扩张，去投资有高回报率的项目。那不良资产怎么办呢？不良资产当时采取的政策实际上跟今天是一样的，华融资产管理公司等 4 家管理公司，发行低利率的，按政策银行利率实施的长期债，包括 5 年、10 年、20 年、30 年等期限，然后把资产打折买来，买来的不良资产里面最重要的资产是什么？是土地，等到经济发展水平提高后很多土地就值钱了，现在这些资产管理公司全部都实现盈利了。实际上这个就是破产机制，但是中国现在的问题是这个破产机制还没有制度化。这就是为什么法治对市场经济的可持续发展如此重要。

杠杆使得股票市场正常的承担风险、分散风险的功能废掉了，异化了。本来股票市场的目的是让投资者去承担风险的。有了杠杆后，风险就不一定可控了。

回到我们讲的汇率、通胀率和利率这三个价格之间的关系。1996 年到 2005 年中国实际上实行的是盯住美元的固定汇率制。而从 2005 年开始中国允许人民币升值。当时的市场存在人民币单向升值的压力，这就出现了一个问题：当多数人都认为人民币会升值的时候，许多人就会去投机人民币升值，海外的投资者就很积极地投资人民币资产，因为看到改革很成功，知道人民币会升值，从而导致中国的外汇储备迅速增长。我记得麦肯锡对我做过一个视频采访，当时外汇储备已增长到大概 2 万亿美元，我说如果按照当时人民币单向慢慢升值的方式，一定会到 3 万亿美元，甚至是 4 万亿美元，结果真到 4 万亿美元了。为什么呢？市场有连续不断升值的预期，大家就都去投资人民币资产，持续了几年以后人民币还升值，同时国内的利率又高过美国，这就进一步刺激了人们投资人民币的冲动，实际上也在一定程度上导致了中国外汇储备的泡沫。

汇率、利率和通胀率这三个变量是相互影响的，如何理解这三个价格之间的关系呢？设想你要去投资两种不同的资产，一种是美元资产，另一种是人民币资产，你需要比较投资这两类不同资产的回报率。在开放市场经济条件下，这两个回报率应该是一样或很接近的，如果不一样，就有人会通过正规的或地下的各种渠道去套利，最终会使得这两个回报率趋同。如果投资美元资产，以美元计价，你的回报率就是美元的无风险资产利率加上你的风险资产所特有的风险溢价。美元的无风险资产利率就是美国政府的债券利率，这个债券利率在很长的时间内是非常稳定的，三十年的长期债券利率大约是 5%。但是全球金融风暴以后它又跌下来了，现在大概跌到 2%~3% 的范围。这个无风险资产利率是非常重要的，在全世界范围内现在只有美联储和美国财政部，作为美国这个超级大国的中央银行和政府债券发行人，有能力决定这个无风险基准利率。无风险资产利率为什么重要呢？因为所有的其他有风险资产，都是根据这个基准利率，再加上一个风险溢价来定价的。

通常讲的由金融市场来对金融产品定价，实际上

中美作为大国，只要是用纸币（除非用黄金），就一定要把无风险资产的基准价格定下来，如果不定住，其他风险资产的市场是没法运作的。

是定风险溢价，而美国政府债券的无风险利率不是仅仅靠市场就可以定出来的，因为美联储和美国财政部对它有决定性的影响。美国宣布实行量化宽松货币政策（QE），这个无风险基准利率就会降低，如果 QE 退出，这个利率就会回升，所以怎么能说它是由市场决定的呢？它一定是由政府决定的。而利率会影响汇率，美国国会人员经常说中国政府操纵汇率，其实美国政府自己也同样通过操纵利率来影响汇率。中美作为大国，只要是用纸币（除非用黄金），就一定要把无风险资产的基准价格定下来，如果不定住，其他风险资产的市场是没法运作的。美国在 2008 年以前相当长的时间内，其无风险资产的基准利率，也就是美国长期国债利率是非常稳定的，这是因为美国这么多年来，通货膨胀率一直维持在 2% 上下，劳动生产率也大致维持在每年 2% 这个范围内。

我去年 12 月份去人民银行总行做一个讲座。我就强调，人民银行的一个最重要的责任，就是要学习美联储和美国财政部，要定这个无风险资产的基准利率，也就是中国的长期国债利率，需要自主地、根据中国及其他新兴市场国家的情况来定，而且要定得住，不能够受外面，特别是发达经济体的影响。

美国能够维持长期无风险资产的基准利率在 5%，但是它的长期通货膨胀率大概在 2%，所以它的实际利率大概稳定在 3%。如果投资美元资产，回报率是无风险资产的基准利率，再加上投资风险资产的风险溢价，这是投资美元资产的总回报。

那么对中国的情况该如何定价呢？如果投资人民币资产，就要用人民币的无风险资产基准利率，也就是中国政府的长期国债利率，减去中国的长期通胀率，再加上投资风险资产的风险溢价，得到的这个回报率就是人民币的回报率，但还需要把它转变成美元，这个时候就需要通过汇率折算，所以如果人民币是升值的，那么要把这个升值率加到总回报率里面；如果人民币是贬值的，要把这个贬值率从总回报率中减掉。

然后，才可以来比较这两类不同资产的实际回报率，才可以考虑是应该持有美元资产，还是应该持有人民币资产。因此，做跨境投资的时候，必须要同时考虑两个国家的利率、汇率、通胀率等因素。宏观经济中这类分析的难点在于需要把上述例子中的美国利率、美国通胀率搞懂，而且需要准确预测，同时又要把中国的通胀率、中国的利率（利率里面含有多种利率）搞懂，然后这两个国家的宏观变量还要通过汇率联系在一起。尽管这个问题看似复杂，但是用上述方法去分析还是比较简单的。简而言之，先要分别得出人民币资产与美元资产的实际回报率，然后两个回报率之间要通过汇率转换，这样就可以清楚比较了。

中国过去 30 年，通胀率是很有讲究的，但仅仅考虑通胀率实际上还不准确，投资什么样的资产，那个资产的通胀率才与你的投资相关，所以不能够拿 CPI 去考虑房地产投资，因为房地产资产的通胀率与 CPI 完全是两回事，这点是非常重要的。国外所有的通胀率基本上集中在 CPI，也就是消费者价格指数，因为发达国家的资产价格经过充分上涨，都已经基本上稳定了。但是我们的宏观经济学都是跟西方学的，西方学的都是采用 CPI，所以我们的货币政策是跟 CPI 去比，CPI 现在是 1.4，我们货币供应增长定的是 12%，人民银行认为这时候货币供给速度很快。但是如果相比较的是最低工资每年增长 15%，楼价过去 30 年平均每年上涨 10% 以上，这个 12% 的货币供给速度还够吗？过去 5 年杭州的房子可能翻了 3 倍，如果这个房价涨了 3 倍，贷款是不是要增加 3 倍呢？但是一个房子就增加了 3 倍，新盖出来的房子 5 年增加了比如说 5 倍，那么，货币供给就要增加 15 倍？实际上所有中央银行都不用这样的思维，在美国，格林斯潘认为中央银行无法获取有效的资产价格，所以不采用资产价格指标，而只看 CPI。发达国家的房价有涨有跌，通胀一般是比较稳定的，但如果是在中国这样的新兴市场国家，假如人均 GDP 从 300 美金涨到了 8000 美金，类似中国这种高增长的经济体，怎么可以不考虑资产价格呢？所以为什么我说过去 4 年里货币供应偏紧呢？就是因为这个原因，过去 4 年是中国城市化最快的 4 年，因为中国的基础设施投资建设非常快，各地方盖的各种住宅也非常快，这样就产生了对货币的需求。由于在房地产方面产生了非常大的货币需求，过去房地产市场中出现资金链断裂与货币供给偏紧也是有关系的。当然，一个地方的房地产市场的可持续价格，是由这个地方的竞争力、劳动生产率决定的，例如杭州、深圳、香港这些城市都因上述这些因素使得房价高企，而甘肃和贵州等地却出现了许多“鬼城”。但是，短期内通胀跟人民币升值是替代的，这意味着中国政府、中央银行是有选择的，如果选择人民币不升值，当劳动生产率不断增加，人均 GDP 不断增长，在固定汇率制度下一定会出现资产价格的上涨，也就是工资会涨、房价会涨，这个正是我们在过去的发展过程当中所看到的。

现在中国正处于经济下行周期，前述四个周期共振导致的结果是什么呢？劳动生产率不再增加，产生的最严重后果是什么呢？就是凯恩斯所讲的企业家的投资“动物精神”发生了变化，在经济往下走的时候，投资者和企业家都持观望态度，这种观望就是既不投资，也不消费，越是不投资和不消费，经济周期下行的预期将会越大，经济下行趋势进而更为加剧，这也是市场最需担心的问题。所以前段时间我给北京提建议时，认为一定要扭转通缩预期，就是说目前无须担心通货膨胀，未来如果有通胀，采取加息政策就可以了。我从 2008 年开始提这一观点，许多年了，但是没有被采纳。此轮经济下行周期我提同样的建议，直到去年 10 月份开始有人听了，关键就是不能够让这个通缩的趋势变成大众的预期，因为这个预期的后果是非常严重的。“股灾”是 6 月份出现的，当时的 PPI 一直是在下降，市场已经形成了经济下滑的预期，但是在当时的情况下，股票市场的底可能是 3500 点，当时大部分投资者认为跌到 3500 点以下政府应该出来“救市”了。很可惜的是，政府在 3950 点就开始救市，这个“救市”的位置高了，因而效果不佳。但是几个月过去了，现在通缩在加剧，美国股市再一跌，经济情况又不好，数字出来更糟糕，那么这个底从 3500 点可能就掉到 3000 点了。如果未来几个月经济再恶化，这个底就可能继续往下掉，也没法救了。所以面对“救市”这一问题，大趋势是没法“救”的，政府需要扭转的是市场信心。未来整个经济发展的四个周期，是不是到了拐点了？这个是最关键的。中国经济曾经遇到过几个重大的拐点，比如 1978 年，中国经济当时到了崩溃的边缘，所以才有了 1979 年的改革开放，那是一个大拐点。还有一个大拐点是什么呢？1992 年邓小平南巡之前，当时 1989 年风波之后整个经济社会局面比较糟糕，但邓小平南巡讲话后，中国重新回到改革开放道路上，当时最早进来的是台湾同胞、香港同胞，然后是美国、英国，最后是比较保守的日本投资者，之后中国经济向上发展的趋势就基本稳定了。我们当前的处境就类似 1978 年及 1991 年。

中国的基础设施投资建设非常快，各地方盖的各种住宅也非常快，这样就产生了对货币的需求。

现在中国又面临一个大的转折点，根据有关数据显示，实体经济一直在下行，决策层已经看到了，并希望将之扭转过来。这个扭转过程首先要切除“恶性肿瘤”，即要反腐、要治理环境污染、要去除剩余产能、要清理地方债务。三中全会、四中全会、“一带一路”、

十三五规划等政策，都是为了应对这个大转折。应对这个大转折的风险在什么地方呢？举例来说，把一个病人送到手术室了，要做几个个大手术，心、肺、肝、脚都要换，如果这些手术同时进行，病人如果承担不了手术的冲击，就没法活了。因此，病人进手术室的时候，供氧、供血、输液、止痛等生命支持系统必须准备妥当随时待命。回到现实经济，货币供给类似于供氧，财政发债类似于供血，基础设施投资相当于输液，社会保障相当于止痛，当然还有很多其它风险防范措施，包括安全生产社会稳定等等。

目前整个中国经济已经推上了手术台，没有退路，反腐就是这个手术的第一刀。如何降低短期手术风险？能不做的手术先往后推一推，就例子中的病人来说，腿先暂时别锯了，心脏先换了，供血先跟上。还有，这么复杂的手术，我们的医生有实战经验吗？有经验及执行力的干部成了十分稀缺的资源，他们需要首先能够理解这么复杂的改革“手术”，而且还得有一些实践经验，而团队又需要在大手术前统一思想，这些都不容易，导致许多悲观情绪。许多企业家也认为现在是企业最难发展的时候。

那么这个困局还能不能破除？信心从哪里来？今年 6 月份我到美国，与美国学者及官员探讨中国发展前景，我问他们为什么在过去几十年总是低估中国的改革与发展的实际业绩？回首中国改革开放的历史，很多改革政策的实施不能说都是事先想好的，但是执行的结果都还是不错的，1979 年的改革开放以农村包产到户及深圳特区为突破口，非常成功，但国企及城市改革在 90 年代初困难重重。关键时刻，朱镕基总理采取了果断措施治理“三角债”，对一些无法生存的国企实施“关、停、并、转”，而将好资产剥离上市。为了控制通货膨胀，他将人民币与美元挂钩，稳定了宏观经济环境，并启动了一轮基础设施建设及民营企业发展的策略。1997 年亚洲金融风暴时期，中国没有将人民币贬值，而是果断地在 2001 年加入 WTO，借力国际贸易的动力，使得中国在发展的道路上又上了一个台阶。之后的城市化进程中，中国又抓住了北京奥运会、上海世博会这样的外部机遇来“试错”大城市发展模式。这种“试错”的成功及失败都为其他城市提供了示范效应。

回顾中国 1979 年以来的改革与发展，尽管伴随着各种问题与危机，但 1992 年来中国投资的大部分企业都成功了。现在，经济增长的趋势缓下来了，即使减掉水分，将增长率算作 5%，这个 5% 还是全世界最高的增长率之一。中国对外持有的净资产占其 GDP 的比重大约为 18%，而美国是净负债 20% 多，这意味着整体上中国无须担心破产问题，中国需要做“手术”切除一些肿瘤，做完了“手术”后可能还是一个青壮年，仍然具备发展潜力。

要判断中国的未来，需要看三个秘密，这三个秘密都是中国向西方学习得来的。第一是市场竞争，从个人到企业、到城市、到地区、到国家，在全球化背景下的中国市场里的竞争越来越厉害。但是竞争也会出事，例如，腐败问题，腐败也是一种竞争，看谁贪得厉害，制度和规则不好就容易滋生腐败。再如，污染问题，污染是典型的负外部效应，这也是一种竞争，看谁能通过污染来降低更多的生产成本。为了阻止腐败与污染等损人利己行为，就需要有非市场的力量和市场的力量去结合，因为市场存在各种竞争、利益冲突和市场失灵问题，仅仅依靠市场是不行的，还需要政府的参与。例如，阿里巴巴旗下的余额宝和传统银行之间的竞争，如果完全任由余额宝发展，对银行的冲击肯定是巨大的，而不让余额宝发展又不利于金融创新。这时候就需要政府监管部门来平衡两者之间的利益关系，对两者之间的权利界定清楚，这样既能维护余额宝这类创新，又能保持银行体系的正常健康发展。

回顾中国 1979 年以来的改革与发展，尽管伴随着各种问题与危机，但 1992 年来中国投资的大部分企业都成功了。

第二个是“问责制”。一旦让政府介入市场规则的制定，就需要问责。这个在西方也是一样的，西方经济发展的一个最重要的“秘密武器”就是“问责制”。在西方，问责制已经上升到了政治问责民主制，老百姓觉得被选举人的施政纲领不错，就把他选上去。但是问责制是一个非常广泛的范畴，最重要的就是政府要把事情做好，西方的民主投票只是问责制的一种形式。除了民主政治问责，还有更普遍的、更重要的市场问责，及以脚投票，用钱投票，这个是全球化市场经济里面问责制的一个最普遍的表现形式。最典型的就是上市公司，股东在用脚用钱投票，股东看好公司前景就买入股票，否则就卖出股票。

余额宝和传统银行之间的竞争，需要政府监管部门来平衡两者之间的利益关系，对两者之间的权利界定清楚，这样既能维护余额宝这类创新，又能保持银行体系的正常健康发展。

中国在过去三十多年的发展中，最重要的一个改革就是允许老百姓用脚投票。这与 2003 年发生在深圳的“孙志刚事件”有关，当事人以生命为代价直接推动了中国的法治进程。孙志刚为一个大学生，但被城管当作无证农民工而被打致死，引起极大民愤。当时国务院就下了一条规定，任何人都不可以把农民工遣散回老家，除非是搞非法政治活动。这个规定导致了全中国劳动力市场的统一，现在任何人到中国任何地方，都可以合法的工作，他不一定能够拿到户口，但户口跟工作是两回事，可以打工而没有户口。户口是享受政府给予的一些福利待遇，其实是后现代社会福利的概念，而实际上一个人最重要的资产是他的人力资本，不管在哪里，只要一个人可以依靠人力资本来赚钱，那就可以不依靠国家的社保以及其他社会福利而获得最重要的、最基本的生存条件。当然有社保、有福利会更好更公平，但是就是因为中国给了所有的民工工作的权利，释放了整个人力资本的能量，然后又给了外资、内资在中国任何地方投资的权利，这些权利是对地方政府和中央政府最有效的问责。最近美国给中国老百姓 10 年签证，中国也没有反对，现在已经是市场经济了，人力资源可以自由流动。资本市场也在逐步开放，这个就可能导致在未来所谓的新常态发展、可持续发展当中，人的流动、资金的流动、企业的流动，这些对各级政府的问责已经构成了一个实际上的约束，这就是为什么在中国一些好的城市人口不断增加，这些城市的经营管理普遍较好，但是在一些不好的城市就会出现很大的问题，当然这里面地理位置非常重要，但地理位置是死的，而人是活的。

第三个秘密是提供公共服务。从人类历史上看，在过去 200 年里，公共服务的提供大大增加，典型的就是欧洲的社会福利国家，在瑞典的一个诺贝尔奖获得者与一个护士相比，他们的生活方式基本上是一样的，收入基本上是一样的，因为税收在其中起调节作用。所以我看到瑞典人在酒店里当服务员的很开心，因为差不多的待遇，收入多了也没什么用的，正是由于政府提供公共服务把人的基本需求都满足了，所以人们就可以去冒险和创新。考察中国的情形，竞争、问责、公共服务这三方面是不是进行得越来越好？如果回答是肯定的，那么人民币长远来看不会贬值，因为这三方面都是核心竞争力，不断发展就会与西方越来越接近。如果中国在不断进步的话，中国对于西方国家而言有什么好怕的？100 年以后，中国的年轻人与美国的年轻人有什么区别？他们浏览的全是互联网，修的课程都是 MIT 的、哈佛的、清华北大港大的网上教程，用的都是苹果产品，当然那时候可能不是苹果了，而是华为产品了。要看创新的话，美国占世界人口的 5%，但中国占 20%，如果条件都是一样的，根据大数定律，中国众多的人口进行的创新就

中国的工资上涨意味着劳动力成本在涨。如果生产者价格指数继续下跌，中国企业的竞争力会成大问题。

会更多了。创新还有一个什么好处呢？全世界只要有一个人创新出来了一个新产品，其他人就可以去创新别的产品。科学创新必然会日新月异，5 年前、10 年前我们还在担心能源问题，现在能源问题不用太担心了，油价一直在跌，能源在长期的供给弹性是很高的。如果能源的价格很高，它就会促发人去发明创造新能源，创造出来的新能源成为替代品后，旧能源的价格就会压下来，这就是它的供给弹性非常高的原因所在。因此，政府需要创造一个制度环境，在这个环境里，有竞争、有问责、也有公共服务的提供，这才是人类文明的更高境界。

我对于中国未来发展是比较乐观的，回顾整个中国的历史发展过程，中国为什么要反腐败？如果不反腐败，问责是没有办法改善的，所以反腐败是必须，必须制度化。美国在 20 世纪 60~70 年代在纽约、波士顿这些城市里公共基础设施项目的腐败也非常严重，腐败本身并不可怕，关键的是要通过竞争及问责来制约腐败。很多人说中国就靠一个领导人，我认为不是这么回事，这个世界已经发生了根本的变化。就算是朝鲜这个国家，他都不可能按照朝鲜领导人的意志去运作，因为他还面对多种外部力量的约束，他要是乱说乱动，中国、美国、俄罗斯都不允许。在全球的范围之内，国家相互之间是有制约的，中国的崛起对美国就是一个制约，美国在过去没有任何竞争对手，世界由他说了算，然而现在情形发生了变化，他也是受到制约的，这是良性的相互竞争和制约。

从长期来看，中国的崛起，应该说只是刚刚开始，但是要解决接下来 3 个月、6 个月、1 年的问题。近期市场确实比较悲观，但我认为是有出路的。悲观的理由如上所说，是因为四个周期共振。直到去年 10 月，这四个周期才开始从政策上有所转变，但转变的速度和力度、相互间的配合，还看不到像 1979 年和 1992 年那样的拐点。从今年到明年的这段时间，需要有一揽子振兴实体经济的强有力的政策。政策上要合理引导市场预期，更重要的是要落到实处，落到点子上。

接下去几个月，中国的经济数据可能会继续恶化。目前，中国的经济规模排在世界第二位。如果以现金计算，在今后的 5~10 年内会超过美国。如果按购买力平价计算，中国的经济规模已经超过美国。这意味着中国在实行政策的时候，对全球价格是有影响的。中国的一举一动也会直接影响到全球经济格局。对此，中国最高决策层必须要有清醒的认识。举个简单的例子，“两会”的时候，李克强总理针对全球资源价格下滑做过专门的解释：我们没有输出通缩，国际原材料价格下降，反而给中国造成了通缩压力。这个直接的解释是正确的，但如果从一个更长期、更全面的全球观点去看，不够全面。因为在四个周期共振的情况下，中国作为一个庞大的经济体，实际上加剧了全球资源价格的下滑，全球资源价格的下滑又反过来促进了中国的通缩，这是相互影响的。在 2008 年全球金融危机出现的时候，当时 G20 国家领导人走到一起共同协商，寻求稳定及刺激经济的办法，改变全世界的预期。从某个意义上来讲，中国和全球现在所面临的情况与 2008 年类似。也许明年 G20 会议需要有类似 2008 年的讨论。如果中国经济一直处于通缩状态，它会影响到周边国家，比如美国股市的下跌。到那时，是谁造成通缩都不重要了，重要的是怎样才能使经济稳定，以及如何改变全球对未来经济的预期。这个时候，中国政策的各个变化都会被全世界仔细推敲，因为不仅会影响到其他国家的决策，还会影响跨国公司的决策，甚至某一个家庭的决策。这就是为什么现在人民银行的一举一动都震惊全球，我们的股票市场的一举一动会直接影响到全球。人民币即使不纳入国际货币基金组织的官方储备货币篮子，我们的一举一动对全球经济都有巨大的影响。所以从某种意义上讲，人民币是否加入特别提款权（SDR）已经不那么重要了，中国现在已经是全球经济的核心的定价参与者，对未来全球经济的通胀、汇率、利率都是有影响的。这也就意味着人民银行身上的担子非常重，人民银行必须要担当一个有建设性的、正能量的角色，这样才能引领国内和国际的预期。现在的情况是，国外对中国经济未来的预期会影响到国内企业的预期、影响到国内老百姓的预期，继而影响决策层的预期。对此，必须要冷静地分析。

从某种意义上讲，人民币是否加入特别提款权（SDR）已经不那么重要了，中国现在已经是全球经济的核心的定价参与者，对未来全球经济的通胀、汇率、利率都是有影响的。

如果中国的经济数据不断往下走，海外对中国的预期会越来越糟，但我认为这是好消息，因为这种情况会迫使决策层不得不在政策上做出一些重要的决定和改变。上面提到的 6、7 月份，中国股市的底是 3500 点，现在已经掉到 3000 点，如果再往下走，底就是 2500 点了。我们已经投入很多钱，如果决策层再不做些什么，整个经济会一步步往下走，那就可能出现危机了。到那时，任何一件小事都可能引发危机。中国现在正经历的最糟糕的事情，美国、英国过去历史上也都经历过。当出现一件糟糕的事情时，所有糟糕的事情可能会同时出现，这是一个有关危机的规律。必须系统地思考，一旦危机发生，如何用一揽子计划去扭转局势？当年美国金融危机，美国财政部、美联储起到了关键作用，他们不惜一切代价求稳定，采取量化宽松货币政策，通过购买不良资产，以及采取其他种种政策，包括拯救通用汽车（GM）这类大企业，很多我们认为是计划经济的手段，他们全都用上了，就是为了要改变预期。美国应对危机可以说是相当成功的，阻止了美国经济走入恶性循环。

基础设施投资在每一个城市都有大量需求，中国又具备相应的建造能力，只要地方政府愿意努力去做，就一定能做好。

下面我提出应对当前经济下滑的八点建议。

第一点是确保不出现通缩问题。中国现在面临的最严重的威胁就是通缩。如果通缩不扭转，股市没法救，其他一系列的问题也会暴露出来。我认为目前要果断扭转通缩，而不用担心通胀。西方发达国家的经济增长率是 2% 的时候，它的通胀率也是 2%。因而当中国经济增长率每年在 5%~7% 这个范围时，通胀率在 5%，是合理的。中国的经济增长率相比西方发达国家更高，如果没有一定的通胀，资产价格、劳动力价格就很难调整。现在最低工资每年涨 15%，而 CPI 通胀率是 1.4%，楼价也在涨，中国的工资上涨意味着劳动力成本在涨。如果生产者价格指数继续下跌，中国企业的竞争力会成大问题。如何处理？如果有通缩，生产者价格指数跌 5%，而贷款利率还是 5%，企业的实际利率就高达 10%，就是高利率了。企业抱怨借贷成本高，主要原因就是通缩。现在的国际环境是，主要西方发达国家都在实行量化宽松，中国如果不宽松，后果是什么呢？我们可以看一下各国对美元的汇率变化，在过去的 4~5 年他们基本都贬值了平均 20% 以上，而中国是紧跟住美元，人民币只贬值了大概 3%~4%。所以说通缩是中国最大的危机，这就意味着中国要营造一个适度通胀的环境， 需要降准，但我不主张降息，因为美国要加息，我们的名义利率在有通胀情况下是不高的。

第二点有关中国的体制特点。中国体制的一个重要优势在于中国特色的政府干预，尤其是中国对基础设施的投资与建设能力。中国的基础设施投资建设尽管出现了一些坏账，但是整体上还是比印度、非洲，甚至其他任何国家都好。所以，中国现在要重新强调聪明的投资，以地方政府为核心，实行惠民、便民的针对基础设施的聪明投资。一个城市的下水道为什么一下雨就涨水？为什么内地很多城市都堵车？为什么香港那么小却很少堵车？这些问题都与基础设施投资完备程度有关，基础设施投资在每一个城市都有大量需求，中国又具备相应的建造能力，只要地方政府愿意努力去做，就一定能做好。

中国有大量外汇储备，可以用部分来购买世界上最好的蓝筹股，持 1%~2% 的股份在手上，全世界经济不管怎么跌，中国永远都持有世界最好公司的股份。

如今，中国城市化发展速度如此之快，每一个城市都建了大量的住宅楼，办公楼，但是公共基础设施建设却跟不上来。还有废水处理、食品安全、生产安全等问题，都跟人们的生活息息相关。一旦出现问题，就是致命的。我们必须投入大量的资金来监管、监测和治理这些安全生产安全生活的问题。然而，必须提出内地公务员的工资低得有些离谱。中国银监会、证监会、人民银行都曾派人来香港调研，每次来我都会以香港的例子告诉他们如何保证内地监管机构工作人员的工作积极性及效率。在香港，所有监管机构工作人员的工资需要按市场工资来配置。

第三点是要成立一个中国金融稳定委员会。中国是中央集权体制，中央各部委都是问责制的，中间的协调机制很重要。中央监管部门的人员大部分是不去地方的，所以地方的困难他们了解不够。在中央集权体制下，应该采取一系列行之有效的方法解决上述问题。比如轮岗，地方的领导调到中央的部委去交流，有助于他们了解中央的问题，各部委的干部派到地方去体验，也有利于他们了解地方的情况。这个机制就是加强协调，特别是在危机处理方面的协调。例如，2008 年爆发于美国的全球金融危机，美国政府、财政部和美联储是协调统一的。目前，中国已经是世界第二大经济体，在监管方面要得到国际社会的认可。一方面中国要与美国、英国这样监管体系完善的国家合作，另一方面中国还要与国际货币基金组织这样的国际机构合作，这样有助于恢复市场的信心。如果国外重要的政府、投资银行、投资者和媒体，对我们失去信心，那么这个对中国国内的企业和人民的信心影响会非常大。相反，如果他们对中国有信心，那对中国绝对是正能量的影响。现在，国外对中国问题有两方不同观点：一种持乐观的态度，另一种持非常悲观的态度。目前需要通过协调机制，强化国际监管部门对中国的信心，这对人民币国际化可以起到促进作用。如今国内外金融问题越来越复杂，我认为应该成立中国金融稳定委员会，去处理和协调上述关系。

第四点，中国救市产生了一个平准基金，需要完善其管理。平准基金在中国特殊的历史条件是有用的，但是用法必须对称。一方面，在面对股市下跌时，我们如何利用平准基金救市？另一方面，当股市上涨时，如何将之平抑下来？中国股市里有大量的国有资产，国有资产在股市涨得疯狂的时候需要抛售。在中国上市的公司很多是由国家持有 70%~80% 股份，在国外，跨国公司只要 10% 就足够控股了。使用平准基金要对称，既要防止股市未来的暴跌，也必须阻止未来的暴涨。一旦出现非理性暴涨，国有资产就应该卖掉。在高位卖掉国有资产，把钱收回来，既可以补充社保基金，也可以去买苹果股票，可以投资世界上最好的公司，例如蓝筹股。我曾经建议，中国有大量外汇储备，可以用部分来购买世界上最好的蓝筹股，持 1%~2% 的股份在手上，全世界经济不管怎么跌，中国永远都持有世界最好公司的股份。这个理念与平准基金的运作理念类似，通过资产的运作实现一箭双雕，甚至是一箭多雕。既可以逐渐减少国家在某一具体企业所拥有的资产和影响力，又可以确保国有资产的保值增值。20 年前我研究过一个课题，研究结果表明，国有资产一旦分散，资产的增值会更多。中共十五大提出要“抓大放小”，因为中国需要的是国有资产，也就是学新加坡淡马锡的资产管理模式。政府不是去控制某一个企业，而是去管理资产，使其保值升值，政府在一个企业里面实际上应该成为被动的股东。

第五点，当务之急是要进行税制改革。2008 年中国提出 4 万亿投资计划时，我曾建议这一年不收税，或者减半收税，先通过发债来支付当年的经常性开支。税收是一个非常灵活有效的让政府与市场同甘共苦的机制。如果政府拥有收税的权利，那么相当于在社会所有资产中，政府都拥有一部分股份。纳税主体赚钱政府就收税，但亏钱就不收。对不合理的税收，财政部应该借机设计出新的税制方案，设计不出来就暂时不收税，先在短期减轻企业的税收负担。财政部、人民银行都不应该是盈利机构，并不是收税越多越好。政府缺资金，可以大批量发行国债，卖给国外中央银行或者需要人民币的机构、企业和个人。实际上，与美国、欧洲相比中国的中央政府的债务是很低的。所以中国现在应该大量发债。当然中国已经在这么做了，地方政府债务置换，发债规模已经接近 3 万亿了。

第六点，待扭转预期后，国家发改委就应该在微观结构上发挥作用。发改委不能只是批项目，如果项目出现问题，发改委要负责任，在微观上要学朱镕基，采取“关、停、并、转”的方式处理坏资产，然后将好资产上市。在处理具体项目的时候要规范化，发改委要有工作组到各个地方去考察地方债，好的项目通过发债来获得中长期回报；但是对于那些没有收益的项目，发改委就收回来，不能让地方去收地方的坏账，这样会产生利益冲突。发改委把坏账收回来后，该追究责任的要去追究责任，并通过“关停并转”等措施冲销坏账，这是一项艰巨的任务，发改委在处理相关问题上是有经验的。

第七点，人民币国际化和发行大量的债务来解决中央、地方政府，包括国企、社保的资金问题。很多人发出疑问，中国发行那么多债务，印刷那么多货币，不是要引发通货膨胀吗？恰恰相反。中国印发大量人民币，就是创造了需求，只要同时具备有效的商品供给能力，形成供需平衡，就不会出现通胀问题，也就不会引发人民币贬值。相反，如果创造了社会总需求，却没有形成相应的供给能力，那么商品价格就会飞涨。中国现在的情况是产能过剩，不用担心没有供给能力，现在的问题在于缺乏有效需求。中国政府需要创造有效需求来解决具体问题，并且这个需求是有社会回报的。要以此来调动地方政府的积极性，某一个地方领导做了便民、惠民的好事，要给予奖励。现在经过这一轮反腐败，地方上乱开支、过度消费等不良情形得到好转，中央政府要想办法调动地方政府的积极性，比如提升地方政府工作人员工资待遇等。中国过去 35 年经济增长的一个最重要的动力就是地方政府的建设性投资，地方政府拥有土地的控制权、使用权，可以创造利润和税收。

“股灾”及人民币汇率制度变化的冲击，本质上是中国通过“试错”来健全其经济制度的过程，不可避免会有失败的风险。

最后一点，“股灾”及人民币汇率制度变化的冲击，本质上是中国通过“试错”来健全其经济制度的过程，不可避免会有失败的风险。举例来说，“股灾”让人们突然感觉到杠杆的厉害。与全世界所有危机出现的情况一样，缺乏有效监管的地方最容易出现风险，这个风险只有在压力测试下才会暴露。这次股灾就是一次压力测试。我认为从长期来看这是好事，因为中国的资本市场刚刚开始发展，虽然规模已经很大，但还没大到能把整个经济摧毁。实际上，中国的股市跟实体经济的相关性是很弱的，股市里大部分都是国有企业、创新企业，在这种情况下，这个压力测试就暴露了他的问题。压力测试是一个新兴概念，在出台新政策时必须要经过压力测试的检验。美国、英国的监管机构最近就要求世界上最大的银行必须准备好压力测试预案，即银行要有预案，要搞清楚会如何破产。压力测试是一个新的惯例，中国作为如此大的一个经济体，必须要有压力测试的概念和具体实施的步骤和方法。在压力测试里面，最重要的是审计，如果审计是错的假的，那么所有压力测试结果都没用。政府要花钱招人，去检查、处理和审计金融机构的实际运作情况，这不仅可以创造更多的就业，也可以加强监管能力。■

NEW CAPITAL · NEW VALUES · NEW WORLD
WWW.IFFORUM.ORG

IFF全球新资本领袖课程

NEW CAPITAL · NEW VALUES · NEW WORLD
WWW.IFFORUM.ORG
國際金融論壇
SINCE 2003

IFF全球新资本领袖课程
为全球未来领袖量身定制
培育全球新兴资本力量

全球新资本领袖课程是由国际金融论坛（IFF）发起并创立，以实践学习IFF精神纲领：“全面可持续发展——新资本、新价值、新世界”理念为核心，深刻探讨当前全球经济、金融、社会、环境危机根源和人类所面临的挑战。

课程旨在培育全球新兴资本力量，为全球未来领袖量身定制。这一高度专业化的综合课程汇聚全球财经政要领袖和杰出师资，秉承学术严谨和全球战略视野，为学员创造全球化、全方位、多角度的非凡学习体验。

课程由国际金融论坛（IFF）携手世界最顶级战略合作伙伴，集结当今世界最顶级的全球财经政要资源和强大学术力量，联手打造这一独具特色的全球新资本领袖课程。

课程由IFF全球财经政要成员及牛津大学10-12位资深教授联合授课，课程内容包括：西方经济的发展政策和相关课题，包括全球经济、国际货币体系、欧元区危机、收入分配、社会福利、医疗公保、能源开发、环境保护、城镇化、外商直接投资、及跨国公司等。

完成课程的学员，将由IFF及牛津大学正式颁发课程证书，获颁证书的学员可加入牛津大学校友会，享有终生校友权益并获资格出席校友会各项活动。并同时有机会成为IFF新资本领袖理事会成员。

课程申请：
info@ifforum.org

更多信息，敬请关注
官方网站：www.ifforum.org
官方微信：IFFweixin

IFF微信：IFFweixin

■ 作者 张燕生 / 国际金融论坛（IFF）学术执行委员、国家发展和改革委员会学术委员会秘书长

适应全球化新形势 推进“一带一路”建设

一、推进“一带一路”建设的新形势

（一）要适应经济全球化新形势

经济全球化可以定义为三个驱动：一是开放驱动，即世界各经济体之间的关税、非关税措施、服务业市场准入、贸易投资便利化等措施越来越深入；二是市场化驱动，即市场经济规则和竞争法则成为支配全球资源配置格局的决定性力量；三是创新驱动，即知识积累、技术进步和高端人才在全球化条件下驱动全球创新热潮。我们把全球化看作是一把“双韧剑”，全球化往往是世界经济增长的黄金时期，是实现中华民族复兴大业的重要战略期。同时，全球化又是全球重大政治军事经济矛盾和风险凸现期，银行和货币危机高发期。

新时期全面深化改革和推动高水平开放是一个硬币的两面，相辅相成，缺一不可。推进高水平开放的本质，是全面深化高标准改革和高质量发展。

当前经济全球化出现了一些新形势：一是美欧推动了跨太平洋（TPP）、跨大西洋（TTIP）的自由贸易区（FTA），要为全球治理的未来建章立制。二是美欧推动 BIT2012、TISA，要打造高标准投资自由化和服务贸易自由化范本。三是制定“竞争中性”等新规则，即限制政府利用优惠政策扶助国有企业战胜民营企业的能力。四是制定新议题，如高标准的劳工规则、环境规则、知识产权保护规则等。五是采用贸易保护主义政策实现经济复苏[1]。对于这轮全球化规则变局，李克强总理在 2014 年 4 月在博鳌论坛上指出，对 TPP 我们持开放态度，有利于开放，中方都乐见其成。

（二）要适应经济新常态的新形势

习近平主席 2013 年 9 月 7 日在哈萨克斯坦纳扎尔巴耶夫大学演讲时，提出了共同建设丝绸之路经济带的倡议。同年 10 月 3 日在印度尼西亚国会演讲时，提出了共同建设二十一世纪海上丝绸之路的倡议。“一带一路”贯穿亚欧非大陆，两端连接最活跃的东亚经济圈和最发达的欧洲经济圈，中间广大腹地国家经济发展潜力巨大。研究表明，2014-2020 年间，中国将累积向国外提供的进口商机将达到 15 万亿美元，对外直接投资存量将突破 1.2 万亿美元，为世界其他国家贡献 700 万个新增就业岗位[2]。

2015 年“两会”期间，李克强总理在《政府工作报告》中提出，“要构建全方位对外开放新格局。推进丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路合作建设。加快互联互通、大通关和国际物流大通道建设。构建中巴、孟中印缅等经济走廊。扩大内陆和沿边开放，促进经济技术开发区创新发展，提高边境经济合作区、跨境经济合作区发展水平。积极推动上海、广东、天津、福建自贸试验区建设，在全国推广成熟经验，形成各具特色的改革开放高地。”

（三）要适应开放型经济新形势

事实上，30 多年前，邓小平就提出了三个重要论断：一是邓小平说，“对外开放，我们还有一些人没有弄清楚，以为只是对西方开放，其实我们是三个方面的开放”。可见，扩大对发展中国家和转型中国家开放是新时期我国加强全方位国际合作、构建全方位开放新格局的战略要求。二是邓小平说，“要顾全两个大局”，一个大局是沿海地区率先加快对外开放的大局，另一个大局是中西部地区开放开发，东部沿海地区也要服从这个大局。可见，东中西互动，举全国之力，建设一带一路，是新时期促进向西开放和西部开发的战略大局。三是邓小平说，“开放是两个内容，一个对内开放，一个对外开放”。“对内开放就是改革”。可见，新时期全面深化改革和推动高水平开放是一个硬币的两面，相辅助相成，缺一不可。推进高水平开放的本质，是全面深化高标准改革和高质量发展。

（四）要适应新数字技术革命新形势

近年来，以智能化、自动化、数字化为基础，以无线互联网、物联网、大数据、云计算为工具的新一轮数字技术创新浪潮正在迅速兴起。机器人开始替代劳动力，“互联网 +”促进了智能制造和销售，企业开始通过资本输出在全球范围内满足个性化需求、碎片化需求和本地化需求，全球分工格局开始发生新的变化。一方面，欧美重振制造业、重振创新、重振出口的浪潮正在推动其资本、商品和服务重新回归美、欧本土。其中包括大量劳动力密集型传统产业和高技术产业的劳动力密集环节。另一方面，中国等新兴经济体开始进入高中收入国家行列，全球供应网络出现了以市场为导向而不是以劳动力为导向的结构调整，跨境生产和贸易活动开始从低成本劳动力集聚地转向了最终消费市场地。中国过去参与国际工序分工的主要贸易方式——加工贸易出口占总出口的比重已经从过去的 55% 下降到 30% 左右。为此，通过推进“一带一路”建设，通过资产组合多元化方式实现原产地多元化、进口市场多元化、境外人民币需求多元化，成为我国经济新常态的一个重要变化。

二、推进“一带一路”建设的理念和重点

（一）“一带一路”的发展理念

我理解的“一带一路”发展理念有三个主题词：

一是强调“发展”。发展仍是解决所有问题的关键，要建立有利于发展中国家经济社会发展的国际环境。这标志着国家下一步开放的重点将转向扩大对西方发达国家、东方转型中国家、南方发展中国家的全方位开放。

二是强调“和而不同”。充分尊重沿线国家和地区不同的社会制度、不同的发展阶段、不同的宗教和文明传统，共同推进发展、合作、和平的世界大势。而不是强加东方或西方的价值观念、政治制度和发展模式。

三是强调包容、开放、共享发展的合作新机制。欢迎沿线国家和地区搭中国持续健康快速发展的便车快车，不排他、不对抗、不冲突，相互尊重，共享发展。

（二）“一带一路”的发展重点

一是政策沟通。为与沿线国家深化合作开绿灯，解决全方位互联互通的制度、政策、标准等规范的衔接问

1 菲利普·史蒂芬斯为金融时报写文章提出，美国正将战后多边主义置换为与志同道合国家（盟国）间的特惠贸易和投资协定。让多边贸易协定靠边站。没有美国的支持，多边秩序将进一步陷入破损失修状况，而全球化也将会分崩离析。作为自由秩序的最大受益国，中国将成为全球化寿终正寝的最大输家，英国金融时报，2013 年 10 月 10 日。
2 张燕生等，“中国改革对世界发展的影响”，国家发展改革委学术委办公室内部报告，2014 年。

题，为大型项目实施提供政策支持。其中最为重要的是，加强中、美、俄、印、欧、日等大国间的政治沟通；加强与沿线多边政治经济社会关系之间的全方位沟通；加强与国内不同地区和部门之间的政策沟通。

二是设施联通。加强基础设施建设规划的对接，推进国际骨干通道建设，推进交通、电力、通讯基础设施建设。构建一个横跨欧亚大陆的铁路、公路、海上航线、空中航线、油气管道、输电线路、通讯光缆和互联网等全方位互联互通的设施网络。其中，在交通、能源、通讯基础设施互联互通中，要尽量减少非经济因素干扰；要学会与当地媒体、社区、非政府组织、青年人打交道的本领，构建最广泛的国际统一战线；同时最大限度动员当地参与和共享。

“一带一路”建设经常会面对很高的政治和社会风险、经济和市场系统性风险、恐怖主义风险等。如何管控对冲“风险”是中国企业“走出去”的必修课。

三是贸易畅通。重点是推进贸易投资便利化和自由化；加强我国与沿线国家和地区之间的经济技术合作和产业合作；建设境外经贸合作区并共同商建自由贸易区。其中最重要的是，要大力发展普惠贸易、绿色贸易、跨境电商货物和服务贸易，造福于沿线民众。

四是资金融通。通过以创新思维建设好亚投行、丝路基金、金砖银行、上合组织银行等开发性金融机构，引领国际商业资本投入“一带一路”建设项目。

五是民心相通。国家每年将向沿线国家提供 1 万个政府奖学金名额；合作打造国际精品旅游线路；共建联合实验室（研究中心）、国际技术转移中心、海上合作中心；增加青年就业、创业培训、职业技能开发、减贫等交流合作。

（三）对“一带一路”建设的质疑

我国推进“一带一路”建设，国际上总会存在各种不同的声音。一种是持怀疑态度，担心我国以“一带一路”建设为工具，以亚洲基础设施投资银行、丝路基金为手段称霸世界，推行新殖民主义。

习近平总书记说，纵观世界，把人们隔离开来的往往不是千山万水，不是大海深壑，而是人们相互认知的隔膜。中国坚定不移走和平发展道路，既通过维护世界和平发展自己，又通过自身发展维护世界和平。他还指出，国虽大，好战必亡。中国历史上曾经长期是世界上最强大的国家之一，但没有留下殖民和侵略他国的记录。

对“一带一路”给沿线国家和地区带来的是机遇还是威胁，调研中发现，一种观点认为我国与沿线发展中国家共建“一带一路”，有利于沿线国家基础设施互联互通，有利于区域南南合作、共享发展，有利于南北互动，开展全方位国际合作。但还有的观点担心中国是否会遵循国际标准，是否会兼顾自身利益与东道国利益，是否会履行社会责任和保护环境。

从调查研究情况看，我国“走出去”的企业中，相比较而言，还是国企要做得更好些，国企员工和管理的素质总体上要更高一些，当然也存在一些问题。如有一个国企承建的项目，我们考察发现这个项目投资巨大，但预期的经济社会效益较差。当中国专家表示不支持这个项目上马的意见时，这家企业却用大跃进的速度完成了土建，生米做成了熟饭。为了赢利不择手段，不是一个好企业应当做的。同样，我们也看到一些民企，在非洲国家靠忽悠拿项目，但因为它自身实力条件不够的缘故，给人家承诺的项目自己却没有实力去履行，给当地人造成很坏的印象。

此外，我曾经和一个国际专家组去印度尼西亚考察过中国企业在当地投资的情况。当时考察的一家是中石油的油田，这个项目聘用的印尼员工是 100%，包括总经理的职位都是由印尼人担任的。我们观察到油田附近居住的农民修起了新房，大田里的庄稼也耕种生长的很好，天上飞着鸟，周边农民放着牛羊。当地农民都觉得中国企业环保做得很好，并未扰民，企业生产并未有污染当地环境的情况出现。我们还参观了一家杭州民营企业的投资项目，雇佣的本地人也占到了 90%。同行考察的国际专家评论说，中国企业在当地投资，无论就业还是环保实际上做得很好。问题是中国企业只会埋头拉车，但却不会为自己宣传，很不擅长做社会和民众的公共关系工作。

我国与沿线发展中国家共建“一带一路”，有利于沿线国家基础设施互联互通，有利于区域南南合作、共享发展，有利于南北互动，开展全方位国际合作。

以先富后富、两个大局、三个方面开放为基础的不平衡战略不能再继续下去了，要全面构建市场经济、民主政治、先进文化、和谐社会、生态文明五位一体的新体制。从“先让少数人富起来”，转向“共同富裕”；从顾全东部开放大局，转向顾全中西部开放大局。

（四）“一带一路”的风险防范

由于沿线国家大多是新兴市场、转型中国家和发展中国家，经济社会组织不发达，市场体制不健全，社会和政治制度不完善，“一带一路”建设经常会面对很高的政治和社会风险、经济和市场系统性风险、恐怖主义风险等。如何管控对冲“风险”是中国企业“走出去”的必修课。

我国企业在“一带一路”建设中，没有太多经验可循，会遇到这样那样的困难。比如，在一个东南亚国家发生过当地百姓跟中国企业冲突的情况，中国企业是按照国内的经验与思路，按照双方协议与市场规范将相关征地、拆迁补偿金给了当地政府，但中国企业没有想到的是，当地政府并未及时将补偿金如数发放给当地老百姓，而没有得到补偿金的当地老百姓就找中国企业的麻烦，跟中国企业对着干，甚至发生过激事件。中国企业则认为，当地老百姓应该去找自己的政府而不是自己。其实，按照国际经验，在类似的情况下，一般都是采用直接补偿的方式。表面上看，将补偿给政府还是农民，这似乎是件很容易的事情，但在具体的操作过程中会发现，要真正做到其实非常不容易。因为直接补偿的话，中国企业要去面对每一个当事农民工，语言和习俗不通，中国企业尚不具有熟练的公关经验与实力。这是一种机制上的转换，“走出去”的中国企业还要多学习借鉴国际成熟经验和做法。中国企业需要慢慢来，规规矩矩地做，借鉴吸收好的经验与方法，这需要有一个过程。

三、推进“一带一路”建设的模式

（一）形成全方位开放新格局

我国推进“一带一路”建设的重点是形成全方位开放新格局。丝绸之路经济带将依托国际大通道，以沿线中心城市为支撑，以重点经贸产业园区为合作平台，共同打造新亚欧大陆桥、中蒙俄、中国－中亚－西亚、中国－中南半岛等国际经济合作走廊。同样，海上丝绸之路将以重点港口为节点，共同建设通畅安全高效的运输大通道。中巴、孟中印缅两个经济走廊与“一带一路”建设关联紧密。

在推进“一带一路”建设中，我国与沿线国家之间的合作是全方位的。既包括我国与周边新兴经济体、转型中国家和最不发达国家之间的全面经济和技术合作，探索共享发展的南南合作新模式；也包括不断深化与西方发达国家之间的开放合作，成为对标国际高标准体制的新一轮高标准改革的新起点。

同时，我国各地区和各部门参与“一带一路”建设也是全方位的。西部地区是重要的战略合作带，是重要的通道、平台、载体，是高水平开放的最前沿。其中，

丝绸之路经济带将依托国际大通道，以沿线中心城市为支撑，以重点经贸产业园区为合作平台，共同打造国际经济合作走廊。同样，海上丝绸之路将以重点港口为节点，共同建设通畅安全高效的运输大通道。

能力建设是决定西部地区参与“一带一路”建设受益大小的关键因素。中部地区是重要的战略支撑带，是重大装备制造、综合物流、人才开发的后援基地和共同“走出去”的支撑带。其中，离岸贸易、投资、产业体系建设是决定中部地区参与“一带一路”建设收益大小的关键因素。东部地区是重要的战略提升带，是高端人才、先进技术、优质商品、现代服务和能力建设的重要策源地，是离岸贸易、金融、投资、货币的重要运筹地。其中，体制高地建设是决定东部地区参与“一带一路”建设收益大小的关键因素。总之，统筹东中西，运用全国之力建设“一带一路”，是形成全方位开放新格局的重要基础。

（二）构建开放型经济新体制

一是以出口和招商引资双轮驱动的外向型模式不能再继续下去了，要全面构建开放型经济新体制。首先要让汇率、利率、税率、价格、货币回到市场经济基础上并更加趋于中性。既不偏向出口也不偏向进口，既不偏向“引进来”也不偏向“走出去”，既不偏向工业也不偏向服务业和农业，为“一带一路”建设提供更加公平透明规范的发展环境。其次要实施扩大内需战略，为推进“一带一路”建设创造更多的进口需求、对外投资的发展机遇，促进区内相互贸易、相互投资和相互合作。再次要实施经济国际化战略，推进人才国际化、资本国际化、产业国际化、市场国际化和城市国际化的进程，为“一带一路”建设创造更加国际化、多元和包容的发展环境。

统筹东中西，运用全国之力建设“一带一路”，是形成全方位开放新格局的重要基础。

二是以先富后富、两个大局、三个方面开放为基础的不平衡战略不能再继续下去了，要全面构建市场经济、民主政治、先进文化、和谐社会、生态文明五位一体的新体制。从“先让少数人富起来”，转向“共同富裕”；从顾全东部开放大局，转向顾全中西部开放大局；从把经济搞上去，转向经济、社会和生态全面协调发展，从扩大对西方发达国家开放，转向发展中国家开放；我国体制机制和政策环境将发生重大变化。

三是靠政府推动、政府投资、政府补贴推动发展的模式不能再继续下去了，要全面构建要主动适应新常态，增加公共产品和公共服务的新体制。推进国家治理体系和治理能力现代化，把法无授权不可为、法定责任必须为和法无禁止皆可为真正落实，使“一带一路”建设是在法治轨道、规范秩序和新常态基础上大力推进和发展起来的。

（三）培育国际合作与竞争新优势

2000 年，我国首次提出实施“走出去”战略。目前，已进入到出口和进口并重、“引进来”和“走出去”并重、工业、农业和服务业协调发展的新阶段。“十五”期间，我国鼓励发展境外加工贸易和合作开发国内短缺资源；“十一五”期间，更加重视促进原产地多元化和参与境外基础设施建设；“十二五”期间，我国鼓励创建国际化营销网络、品牌，重视当地民生和履行社会责任。“十三五”期间，会更加重视丝绸之路经济带和海上丝绸之路建设；通过资本输出的方式，带动我国全球贸易布局、投资布局、生产布局、市场布局的发展。为此，将进一步消除财税、金融、外汇、保险、人员出入境等方面的体制机制障碍，推动与沿线国家签订双边投资保护协定，通过政府间的双边、多边投资合作促进机制，为企业和个人对外投资提供更多便利与保障。

一是逐步完善跨境基础设施供应链体系建设。通过提供资金援助、优惠贷款，BOT 承包、PPP 合作等多种方式，支持沿线国家公路、铁路、港口、海运、管道、电力、能源、信息通信等基础设施能力建设。

二是逐步建设跨境生产和贸易供应链。大力发展本地贸易、离岸贸易、电子商务等多种贸易模式，创造更好的投资和贸易环境，吸引全球最优秀的采购网络、分销网络、结算体系参与到“一带一路”建设中来，增加对当地就业、税收、经济增长、社会发展和生态文明建设的贡献。大力发展互补性贸易结构和贸易方式，共同探索普惠式贸易、合作制贸易、绿色贸易方式，带动当地贫困地区和家庭有公平机会参与“一带一路”建设并公平分享发展成果。

三是加强西部平台建设与上海等自由贸易试验区合作试点推进新贸易体制；与深圳合作试点贸易便利化；与北京合作试点开放天空和临空经济发展；与武汉合作试点综合物流体系发展等。同时加强与美、日、欧发达国家企业合作，引入先进技术设备和制度规范；与金砖国家企业合作，探索适合本地发展阶段和国情的合作发展模式。

四是共同构建跨境金融和人才供应链。要大力吸引开发性金融，如国家开发银行、亚洲基础设施投资银行、亚洲开发银行，商业银行和多层次资本市场，共同推进我国与沿线国家之间的全面经济技术合作。要积极推进社会组织和机构“走出去”，大力开展减贫、教育和人才资源开发、生态环境保护、医疗等活动，帮助当地增强参与经济和社会发展发展的能力。要积极推动跨境货物、服务、资金、人员、信息等双向流动，与沿线国家企业和个人一道，合作建设在岸与离岸贸易、金融、投资、货币的服务网络。

五是实施高水平开放政策。一方面，我国西部地区应全面深化与东部、中部地区的深度合作，共同推进新一轮高水平开放、高标准改革、高质量发展。如积极争取外资准入前国民待遇和负面清单管理政策在本地试点；争取服务业全面开放和服务贸易综合配套改革在本地试点；争取贸易投资便利化改革在本地试点；争取行政管理体制改革在本地试点。为推进“一带一路”建设创造更开放的发展环境。同时，积极实施高标准改革政策。主动对标成熟市场经济的制度规范和管理方式，努力打造规范公正、透明有序的市场经济制度环境。

四、加快推进“一带一路”的合作体系建设

（一）构建东中西合作新体系

一是能力建设。吸引中高端全球化人才，培育跨国企业，改善贸易投资便利化条件，增强产业的国际竞争能力，是提升“一带一路”发展质量和效益的关键。

二是体制高地。从政府推动转向市场起决定性作用，从简政放权转向增加公共产品和公共服务，从激励大众创业转向激励万众创新，形成高标准市场规范，是走好“一带一路”的制度保障。

三是离岸体系。包括离岸贸易、离岸金融、离岸货币的软硬件体系建设等，其核心是全球综合运作能力的体系建设。

（二）构建两岸四地合作新机制

一是两岸四地合作发展成为全球创新策源地。创新分为两类，一类是间接创新，包括新产品、新市场、新管理和组织方式、新商业模式的创新。在这个领域，两岸四地企业有各自创新优势。现在面对的挑战是如何培育“一带一路”间接创新的新优势，如中亚和南高加索市场、南亚次大陆市场、西亚北非市场如何培育差异化创新的新优势。另一类是直接的技术创新，两岸四地企业没有明显的技术优势。能否探索“4+X”新模式，把两岸四地技术创新资源与国际大跨国公司技术创新优势相结合，打造出技术创新型的高品质商品、高质量服务、高价值品牌、高效率渠道等竞争新优势，为“一带一路”建设服务。

二是两岸四地合作发展成为全球综合枢纽地。“一带一路”建设网络将贯穿亚欧非大陆，一头连接最有活力的东亚经济圈，一头进入最富有的欧洲经济圈，中间是贯穿亚欧大陆的经济腹地。在这个区域内构造跨境基础设施供应链，将形成航运、航空、公路、铁路、管道、物联网的国际物流大通道，实现互联网 + 的新模式，满足整个地区碎片化需求、个性化需求、本地化需求。在这个区域内构造跨境生产和贸易供应链，将形成上下游、产供销、内外贸、上下线全流通网络，为亚欧非大陆居民创造最好的消费者剩余和经济福利。

三是两岸四地合作发展成为全球新型金融中心。新型金融中心的本质特征是为全球经济社会平衡性发展、可持续发展、包容性发展提供新型金融服务体系。包括用创新思维办好亚投行、丝路基金，用创新思维提升金融为实体经济转型服务的质量和效益，用创新思维为“一带一路”发展提供金融创新市场体系。

（三）建设全方位国际合作新格局

一是在“一带一路”沿线设立边境经济合作区、跨境经济合作区、境外经贸合作区以及各种特殊功能的产业园区。目前，国家已经在全球 50 个国家建设 118 个经贸合作区，其中涉及“一带一路”国家共达 77 个。这些境外经贸合作区已成为“一带一路”建设的重要承接点，包括加工制造型、资源利用型、农业加工型以及商贸物流型等四类园区，投资金额接近 100 亿美元。目前已经入区的中国企业达到 2790 多个，入园企业投资额达 120 多亿美元，累计产生 480 多亿美元的产值。

二是在亚欧非大陆构建国际物流大通道。（1）亚欧大陆桥或西伯利亚大陆桥。这是一条跨越亚欧大陆、将太平洋和大西洋连接起来的交通要道。其意义不仅仅是一条运输通道，而且是区域经济发展的轴线，全长 13000 公里左右。（2）新亚欧大陆桥。这是从连云港到鹿特丹港的国际化铁路交通干线，出境后可经 3 条线路（北线、中线、南线）抵达荷兰的鹿特丹港。全长 10900 公里。其优势是避开了高寒地区；缩短了陆上运距 2000-5000 公里；辐射亚欧大陆 30 多个国家和地区。（3）泛亚铁路将构成第三座亚欧大陆桥。从上海出发，无论是到伊斯坦布尔还是到塞得港，都是 11000 公里，里程超过并连接第二亚欧大陆桥。这是一座连接亚、欧、非三大洲的最大的“桥梁”和通道；是一条沟通太平洋、大西洋、印度洋的大陆桥。这些国际大通道建设，将促进“一带一路”沿线经济体全方位互联互通，增加沿线国家人民的经济福利。

三是加强与美日欧全方位国际合作。“引资”，全面深化中国与美日欧的金融合作，将其储蓄高效率转化为投资的市场体系、融资工具和各类风险管控机制全面引入“一带一路”建设；“引智”，全面深化中国与美日欧的人才合作，将其全球化人才、中高端专业人才和各类职业经理人全面引入“一带一路”建设；“引技”，全面深化中国与美日欧的技术创新合作，将其低碳技术、新一代信息技术、生物科技最新成果全面引入“一带一路”，造福于沿线发展中国家人民；“引制”，全面深化中国与美日欧在国际高标准制度规范方面的合作，将其现代市场经济制度、法治和生态文明制度建设全面引入“一带一路”建设。

五、实施自由贸易区战略，促进“一带一路”的发展

（一）自由贸易试验区的含义

对于自由贸易试验区，目前至少有三种解释。

一是根据 WTO 解释，“自由贸易区”（FTA）是指两个以上的主权国家或单独关税区通过签署协定，在最惠国待遇基础上，相互进一步开放市场，分阶段取消绝大部分货物的关税和非关税壁垒，改善服务和投资的市场准入条件，实现贸易和投资自由化的特定区域。

二是根据世界海关组织解释，“自由贸易园区”（FTZ）是指在某一国家或地区境内设立的实行优惠税收和特殊监管政策的小块特定区域，类似于“自由区”。就进口税费而言，进入该区域的货物通常视为在关境之外，并免于实施通常的海关监管措施。中国商务部和海关总署建议将 FTA 译为“自由贸易区”，FTZ 译为“自由贸易园区”。

三是自由贸易试验区，是要形成全国“可复制、可推广”的改革开放“高地”，而不是建立“税收优惠”、“土地让利”的政策洼地。自贸试验区的优势在于与国际贸易投资规则发展新动向、新趋势接轨。习近平总书记强调，“大胆闯、大胆试、自主改”，“不能当跟随者，而要做引领者。”

（二）自由贸易区战略（FTA）

习总书记指出，加快实施自由贸易区战略，我们不能当旁观者、跟随者，而是要做参与者、引领者，善于通过自由贸易区建设增强我国国际竞争力，在国际规则制定中发出更多中国声音、注入更多中国元素，维护和拓展我国发展利益。要加强顶层设计、谋划大棋局，既要谋子更要谋势，逐步构筑起立足周边、辐射“一带一路”、面向全球的自由贸易区网络，积极同“一带一路”沿线国家和地区商建自由贸易区[3]。

我国自由贸易区战略将逐步推动经济全球化、开放的地区主义、更加包容的区域整合，进而为推进“一带一路”建设提供双边或多边机制性合作安排。

立足周边。我国目前已经签署和正在谈判和研究的自由贸易协定大多数都位于周边地区，如已经签署的中国—东盟 FTA、中国—新加坡 FTA、中国—巴基斯坦 FTA、内地—香港 CEPA、内地—澳门 CEPA、大陆—台湾 ECFA、中国—韩国 FTA（已草签）；正在谈判的中国—海湾合作委员会 FTA、中日韩自贸区 FTA、《区域全面经济合作伙伴关系》（RCEP）；正在研究或研究完毕的中国—印度 FTA（研究完毕）、中国—哥伦比亚 FTA（正在研究）、中国 - 斯里兰卡 FTA（正在研究）。我国自由贸易区战略与“大国是关键、周边是首要、发展中国家是基础、多边是重要舞台”的外交总体布局高度一致。在亚太地区，美国主导的 TPP 正在成为边缘化中国的工具。2014 年中国提出的亚太自由贸易区建议（FTAAP），显示了中国寻求合作而不是冲突和对抗的诚意。

辐射一带一路。“一带一路”贯穿亚欧非大陆，战略更侧重于以共商、共建、共享为原则，以全方位互联互通为抓手，以贸易、投资便利化为重点，以国际物流大通道建设为优先，积极推进沿线国家发展战略的相互对接。而自由贸易区战略则是通过政府与其他国家和地区签署自由贸易协议，以机制化安排促进区域经济合作，可以更好实现与“一带一路”沿线国家的政策沟通、设施连通、贸易畅通、资金融通、民心相通。由此可见，“一带一路”战略与自由贸易区战略是新一轮高水平开放、高标准改革、高质量发展的两个战略支点。自由贸易区战略的重点之一是推动与“一带一路”沿线 65 个国家商建自贸区，“一带一路”战略将推动自由贸易区网络从由周边、辐射“一带一路”，进而扩展延伸至全球。因此，与“一带一路”相关的自由贸易区建设框架，重点是推进南南 FTA 合作，构建金砖 FTA 联盟，形成以“发展”为主题的国际经贸规则，进一步完善有利于发展中国家发展的国际环境和国际秩序。

面向全球的自由贸易区网络：一是要有构建全球自由贸易区网络建设的总体框架、路线图、时间表、政策包、协调机制；二是与发展中国家、发达国家、转型国家有步骤稳妥推进差异化的自由贸易区战略；三是由点到面、先试后扩、易先难后，全方位构建自由贸易区网络；四是与美国、欧盟、俄罗斯、印度、日本等建立新型大国关系并商签自由贸易协定；五是积极推动服务贸易自由化。目前，《内地与香港 CEPA 关于内地在广东与香港基本实现服务贸易自由化的协议》已经签署，协议开放部门达到 153 个，涉及 WTO 服务贸易 160 个部门的 95.6%，广东率先与香港基本实现服务贸易自由化。

（三）自由贸易园区发展方向（FTZ）

沿着经济特区、开发区、综合改革配套试验区方向发展，探索市场化改革的规范和方式；沿着高新区、高科技创新园区、国家自主创新示范区方向发展，探索促进科技创新政策；沿着保税区、保税物流园区、出口加工区、跨境工业园区、保税港区、综合保税区等 6 种海关特殊监管区域，现合并为“综合保税区”，下一步发展方向是自由贸易园区 (FTZ)。

2013 年 9 月 30 日，上海自贸试验区公布第一版负面清单，包括了国民经济所有 18 个经济行业门类，涉及 89 个大类、419 个中类和 1069 个小类，编制特别管理措施共 190 项。2014 年 7 月 1 日，上海自贸试验区新版负面清单公布，将禁止和限制的管理措施缩减至 139 项。2015 年，国务院办公厅印发《自由贸易试验区外商投资准入特别管理措施（负面清单）》，分为 15 个门类、50 个条目、列出 122 项特别管理措施；其中，有限制性措施 85 条，禁止性措施 37 条，统一适用于上海、广东、天津、福建四个自由贸易试验区。

党的十八届三中全会提出，“建立中国上海自由贸易试验区是党中央在新形势下推进改革开放的重大举措，要切实建设好、管理好，为全面深化改革和扩大开放探索新途径、积累新经验”。可见，自由贸易试验区是作为适应国内新一轮高标准改革开放的内在要求，应对 TPP、TTIP 等全球规则变局，形成面向全球高标准 FTA 网络的试点，将在更高层次、更大范围、更宽领域推动我国经济国际化、现代化、法治化发展，具有重要意义。

总之，我国自由贸易区战略将逐步推动经济全球化、开放的地区主义、更加包容的区域整合，进而为推进“一带一路”建设提供双边或多边机制性合作安排。其中，南南区域合作、金砖机制性合作以及亚太自由贸易区建设，都将创造出一个更加有利于发展的国际环境，更加包容和谐的开放关系，更加公正透明的合作秩序，进而促进整个世界的和平、合作和发展。■

3 习近平 12 月 5 日在政治局第十九次集体学习时谈自由贸易区

北京大学
PEKING UNIVERSITY

NEW CAPITAL · NEW VALUES · NEW WORLD
WWW.IFFORUM.ORG
國際金融論壇
SINCE 2003

IFF 博士后科研工作站

为更好地培养和吸引高层次金融研究人才，以满足我国推动和促进国际金融新格局构建以及对全球经济发展重大议题进行前瞻性、开创性和战略性研究的需要，国际金融论坛（IFF）联合北京大学正式设立博士后科研工作站。

2015 年起，国际金融论坛（IFF）博士后科研工作站将正式招收经济、金融、公共政策研究等相关领域博士后。进站博士后将在 IFF 学术委员会成员指导下，承担 IFF 研究院助理研究员职能，开展相关焦点和热点课题的系统性研究。

联合培养机构：

北京大学 PEKING UNIVERSITY　國際金融論壇

联合培养导师：

陆克文，IFF 主席、第 26 任澳大利亚总理
特里谢，IFF 联合主席、欧洲央行前行长、30 国集团主席
韩升洙，IFF 联合主席、韩国前总理、第 56 届联合国大会主席
姜建清，IFF 理事长、中国工商银行董事长
鸠山友纪夫，IFF 顾问委员会主席、日本前首相、东亚共同体研究所理事长
查尔斯·达拉拉，IFF 理事、IIF 前总裁、瑞士合众集团常务副主席
吉耶尔莫·奥特兹，IFF 理事、国际清算银行前主席、墨西哥央行行长
多梅尼科西·尼斯卡尔科，IFF 顾问、意大利前财长、摩根斯坦利副主席
沈联涛，IFF 学术委员会主席、中国银监会首席顾问、香港证监会前主席
迈克·斯宾斯，IFF 学术委员会联合主席、诺贝尔经济学奖获得者
温迪·多布森，IFF 学术执行委员、加拿大前财政副部长
王　沅，IFF 学术执行委员、国家开发银行前首席经济学家
曹远征，IFF 学术执行委员、中国银行前首席经济学家
肖　耿，IFF 研究院执行院长、香港大学教授
张燕生，IFF 学术执行委员、国家发展和改革委员会学术委员会秘书长
宋　敏，IFF 学术执行委员、香港大学中国金融研究中心主任
王　燕，IFF 研究院副院长、世界银行高级经济学家
崔　历，IFF 研究院副院长、IMF 资深经济学家、高盛前董事总经理
尼古拉斯·霍普，IFF 学术执行委员、斯坦福大学国际发展中心主任
玛莎·万德博格，IFF 学术执行委员、哈佛大学国际金融体系研究小组高级研究员、太平洋养老金协会（PPI）前首席执行官
及其他国际金融论坛（IFF）成员

具体申请要求及资格审核详情敬请咨询
电话：8610 - 8535 1188
邮箱：postdoc@ifforum.org

INTERNATIONAL FINANCE FORUM

NEW CAPITAL · NEW VALUES · NEW WORLD
WWW.IFFORUM.ORG
國際金融論壇
SINCE 2003

全球金融领域 "F20"

战略对话 / 交流合作 / 实践创新 / 全球智库 / 金融人才

国际金融论坛（IFF）是由中国主导，总部设在北京的非营利、非官方独立国际组织，2003年10月由中国、美国、欧盟等G20国家、新兴经济体，以及联合国、世界银行、国际货币基金组织等相关国际组织领导人共同发起成立，是全球金融领域高级别常设对话交流和研究机构，被誉为全球金融领域的“F20（Finance 20）”。

官方网站：
www.ifforum.org
腾讯微博 / 新浪微博：
国际金融论坛

关注IFF微信
搜索“IFFweixin” / 扫描上方二维码

国际金融论坛（IFF）全球战略文库

国际金融论坛（IFF）全球战略文库是集研究成果、演讲文集、金融领袖及国际金融论坛成员著作为一体的系列出版物，根据每年 IFF 全球年会和研究成果定期或不定期出版。IFF 全球战略文库坚持独立性、客观性、前瞻性和战略性，对全球金融经济问题深入研究。

出版声明：

* 本刊仅供编辑部呈送的特定对象阅读使用，不得有任何商业用途
* 除明确提示的文章外，本刊其他文章基于已公开信息编译或选摘而成，但本刊不保证该等信息的准确性或完整性。
* 本刊所编译、选摘的文章，仅如实、客观反映原作者观点和立场，并不代表本刊编辑部的观点和立场。
* 本刊属于内部资料，编辑部对其保留一切权利。除非本刊编辑部事先书面授权，本刊的任何部分均不得以任何方式制作成复印件、复制品或收入检索数据库系统。

General Statement:

* This publication is for internal reference only.The commercial use is prohibited.
* Unless otherwise stated, the content of this publication is compiled, translated and edited frompublicly available information. It does not guarantee the accuracy or completeness of thematerials.
* Views in the articles of this publication are the original opinions from the authors and do not represent the views of the editorial team.
* The editorial team reserves all rights. No part of this publicationmay be reproduced,stored in a data retrievalsystem or transmitted inany form whatsoever orby any means withoutprior written consentfrom the editorial team. Violatorsmay be subject to legalproceedings.