

SHI=D  
上海金融与发展实验室  
SHANGHAI INSTITUTE FOR FINANCE & DEVELOPMENT



NIFD  
国家金融与发展实验室  
National Institute for Finance & Development

# 2020上海国际金融中心论坛

后2020时代的全球格局和上海国际金融中心建设

2020年8月·中国上海

## 2020 上海国际金融中心论坛

后 2020 时代的全球格局和上海国际金融中心建设

国家金融与发展实验室

2020 年 8 月 1 日

## 张平

上海金融与发展实验室  
理事

国家金融与发展实验室  
副主任

### 张平：危机与政策——抗疫下的全球格局变化与中国机遇

我今天讨论的主题是“危机与政策——抗疫下的全球格局变化与中国机遇”，延续李扬教授一直提出来的“危机经济学”，我想把历史上的情况稍微做一个简单梳理。

这次危机我们称之为第三种危机。第一种危机大家很清楚是经济危机，就是有效需求不足的危机。马克思认为是资本主义内生的，没有办法克服。凯恩斯认为是外生危机，通过财政方式建立了所谓的需求复苏模型，进行一系列的财政激励来获得有效需求的妥协性解决。而后我们又看到第二种危机，从1929-2008年，称之为金融危机，大家爱称为是债券与流动性危机。第三次危机是跟以前危机完全不一样，叫自然危机，自然危机的特征是出现了一系列原来没有见到的，因为不是内生的，所以复杂性又不在人类可控范围内，所以它的可预测性和时间的变动性变成了这次危机非常特殊的一个情况。这次危机与以往是不一样的。以往能够处理危机的方式，这次都不能得心应手，所以看到各国处理危机尽量是克

服前两种，但对于最后一种危机的不确定性产生了极大压力。

这次危机的一大特征是世界各国在不断地二次暴发，美国复工以后又更高了，亚洲国家也是二次爆发，香港是三次爆发，这一系列的对时间的程度，对问题严重的不可预测性，现在就很麻烦了，美联储最近的中度高频数据显示，这次疫情对美国经济开始造成负面影响了。这使得很多人发现这个问题很严重。中国在这次抗疫中是一枝独秀，不但控制住了疫情，而且在全球复苏过程中中国都控制得很好，中国经济是受到一个季度冲击以后成功恢复了正增长，现在只能视为冲击还没有进入到衰退领域，但是西方国家可能已经进入了衰退，经济连续两个季度甚至是三个季度的负增长。但中国不是没事了，这次自然冲击具有不可预测性，还没有跟全球开放，还没有完成一系列的国际交往以及疫苗研发、全球防控等等，所以中国仍然受到疫情挑战。

第一，危机与政策应对空间。

萨默斯感慨，“每个人都犯了一个错误——他们只关注刺激计划的规模，而不关注刺激计划的时间。”美联储把规模搞定了，但是时间很长。给大家从金融史的角度讲一下演进，过去我们说美联储是“最后贷款人”，2008年以后大家定义了另外一个词，“最后的交易商”，成为了“最后的交易商”，是因为不光要提供流动性，它几乎什么都要购买，垃圾债、抵押债都要买了，所以美联储是“最后的交易商”，不是“最后贷款人”，这个的差别很大。持续到现在财政部也开始冒出来了，美联储已经不管用了，财政部叫做“最后的买家”，现在开始重新定义这些。“最后贷款人”解决流动性，“最后的交易商”

什么都可以买，“最后的购买者”变成了财政部，所以最后怎么定义这场危机还不清楚。

我们可以看到发达国家的一系列政策组合。货币政策包括负利率、QE、YCC；货币-财政一体化政策指通过央行购买国债，再把钱放回财政部，财政部用最直接的手段把钱给实体，直升飞机撒钱路径就完成了；财政政策包括现在推出来美国两万亿的基建计划，赤字计划、免税等。现在的政策确实是把规模推到极致，美联储扩表七万亿了，规模确实是涨得快，阻止了大规模的金融危机，也适当改变了经济衰退的特征，但是仍然对可持续的时间控制不住。这是第三种自然危机导致的结果。

现在问题来了，如果控制不住这么大规模的持续时间，今年有很多数据就开始展现。由于发达国家财政负债过大，所以最近黄金价格上涨，新兴市场币值坚挺，对时间的考验成为新一轮问题。中国这方面当然做得相当不错，但是我们也要知道这一套压力也不是简单的，我们可以看到发达国家债务不断增加等等。

中国这次注重了刺激政策的持续时间，7月份中央政治局会议开始使用“持久战”，证明中国在这次疫情当中又有了新的认识，经济是否直接复苏到标准状态，这一点还是不能确认，中国现在是保持正增长，但是否可持续，是否已经恢复到原有路径，现在还是有一定压力，我国有效需求不足和负债率过高仍然是潜在的两大挑战。疫情如果持续，有效需求不足，不断释放货币，会引起债务过高，是否会出现问题，这也是一个很大挑战。中国这次疫情使用财政政策不强，很多财政上的支持政策都使用金融的功能，这使得事情变得非常麻烦，

把实体的很多危机传递到金融机构，金融机构累积大量坏账，以后怎么被再次吸收掉，这都是需要财政与金融配合，西方做了大量配合，而我们在这方面做了可持续，但是二者的相互配合并不强，反而由于货币执行了财政功能，存在污染金融机构的可能性。

第二，讲一下疫情下全球经济和金融体系的调整。

这个仍然是值得我们去思考的。全球经济并没有恢复，现在也可以看到，全球贸易反而不断下台阶。尽管中国二季度经济增长转正，进出口带动程度非常高，按照美元计价 49.5%，按照人民币计价是 53%。但是这一块实际上持续受到冲击，虽然有大量抗疫物资，这方面能否稳定住外需还是需要考验。

中国的成就导致了美国在政治上对中国采取一系列遏制。但是从高盛计算的美国一系列政治上的恐吓并没有对中美经济关系产生严重影响，所以美国是在政治上加速跟中国脱钩，遏制中国在这次疫情和经济复苏中的国际影响，但是在整个经济上反而是连接了更多。这是一个非常不一样的特点。

关于对美元体系的讨论，首先是 IMF 对美元开始批评。美国出口占比很低，用美元计价的商品很多，导致各国进行币值调整和国内货币政策调整时出现了很大问题，中国其实也有这个问题，所以 IMF 着重对对美元依赖格局进行了一系列评价。我们在这里不一一讲述。我们现在看到通过黄金、通过新兴市场币值升值，对发达国家货币体系的依赖度现在在下降，起码信任度在下降，如果乱发债就会遇到极大问题。

中国的利率和汇率坚挺已经看出来很利于资本市场，但是也对实体经济有收缩作用，这一点也不可忽视。现在资本流入变成主力，也不仅仅是贸易项，也不仅仅是FBI，这给上海资本市场重新作为新的国际定位起了重要作用。

中国全球货币体系一系列调整已经开始了，国际上是不是应该提升SDR的规模，彼得森研究所提出从2000亿提升到5000亿，增加各国在SDR上的储备，这样可以降低发达国家储备货币的量。国内国际都在这么讨论，全世界都发现这个是有问题的，尤其是未来可持续性的问题比较大。

第三，市场改革与上海国际金融中心的建设。

在货币调节下，这也是一个必然选择，根据IMF数据可以看到，未来到2024年，全球前十位经济大国中有四个是亚洲国家，包括中国、印度、日本、印度尼西亚，整个经济地位就决定了它的金融地位属性，所以亚洲作为新的经济中心已经是肯定的，未来新的经济体系要和相应的金融匹配，现在疫情还没有结束，我认为会加速调整，因为亚洲的控制情况要好得多。

中国在这方面的战略是强化国际对中国的依赖度。原来是抗疫物资，现在是供应量，未来是要强调在需求层次上的一系列改革，我们得重振需求，包括在上海召开的进口博览会等都是在增加需求。原来是供给上让国际对我们依赖，未来成为主力大国要在需求上创造依赖性，这也为中国提供货币出海的方法。

未来人民币国际化的思路包括，一是通过SDR加强人民币的国际地位；二是提高国内资本市场的吸引力，上海是首当其冲的；三是增强国际货币互换；四是双边贸易推动人民币计价；五是积极提供基于5G的金融基础设施的双边建

设，推进人民币结算体系形成；六是整固和改革国内财政与金融体系；七是积极参与国际治理体系中。

在改革中确实要建立上海金融中心，通过一系列可供选择的一些改革，为中国市场和中国经济再上一个台阶，特别是在这次抗疫过程中，能够保持中国的优势，获得新的国际地位，从而为上海奠定一个基础。