

繁體中文文字記錄資料由香港貿易發展局提供，根據嘉賓現場發言整理而成，未經講者審核。

趙柏基：尊敬的各位來賓，非常歡迎大家來到今天的午宴，我是趙柏基，普華永道大中華主席及首席執行官，普華永道非常榮幸成為第十屆亞洲金融論壇的知識合作夥伴以及今天午宴的贊助商。在過去一天半的時間裡面，我們聽到了很多精彩的發言和真知灼見，其實在過去一年半，我們看到了很多令大家詫異的事情，比如特朗普當選美國總統，特朗普和奧巴馬的交接班為世界帶來了乾淨利索的不確定性，同時也為美聯儲施加了巨大的壓力，提到一些貿易夥伴的觀點也得到了人們日益廣泛的重視。現在特朗普表達了對俄羅斯的好感，但是對中國卻非常強硬。最近世界經濟的發展很大程度上得益於全球貿易和投資的推動，其中一條就是供應鏈的互聯互操作性。我非常擔心特朗普的一些觀點，我們很想知道在這樣充滿不確定性的環境中如何保持自己的優勢。

普華永道最近進行了研究，昨天我們公佈了研究成果，我們在調查的所有CEO當中82%都表達了他們對經濟不確定性的擔憂，他們也很擔心過度的監管和管制以及勞動力的質量。我們看到美元在走強，隨著美國利率的正常化會帶來更多的不確定性。我們想知道對於全球會產生什麼樣的影響。特朗普的勝利可能會使美國國內的稅收制度和基礎設施建設發生很大的變化，他們會對全世界產生重大的影響，所有亞洲的新興市場，在亞洲金融危機當中已經接受了教訓，我們現在已經為再次可能的衝擊做好了一定程度的準備，但毫無疑問我們需要做更多的事情，金融行業應該為此做更好的準備。特朗普的勝利可能會帶來新的不確定性，以及改變世界經濟格局。美國的對外貿易政策是值得我們研究的，美中之間的關係具

有重大的意義，但是我們千萬不要忘記美中之間這種具有建設性關係的重要性。

我們如何確保一個可持續性的、包容性的增長？

今天我們非常榮幸，也非常幸運地請來了拉詹先生跟我們分享一下他對全球經濟的展望。拉詹博士是印度央行前行長，同時也是芝加哥大學布斯商學院金融學院傑出服務教授，在他所獲得的各種獎項當中，他在經濟學方面確實也獲得了很多傑出的獎項。我們還請來了王于漸教授來做今天會議的主持人，王教授是香港大學經濟學講座教授，同時他也是一位獲得多個獎項的教授，對香港政策的制定提供了非常多的真知灼見，他對於經濟的戰略以及商業的策略都有非常豐富的研究。我們非常榮幸邀請到拉詹教授以及王于漸教授，他們可以給我們提供關於未來經濟發展的展望，有請王于漸教授和拉詹博士上臺。

拉詹：非常感謝給我作的介紹，尊敬的各位來賓，現在是一個非常有趣的時代，昨天埃利安在午餐會上也作了很好的發言，我相信很多人都認同他的觀點，我總結一下他有樂觀的展望，他也知道前面有一場暴風雨要經歷。今天我們要瞭解一下為什麼會看到一段小小的晴天，因為現在全球經濟有所復蘇，但是公眾的反抗也許在中長期會對世界經濟產生負面的影響。我這裡很想談談公眾的不滿，尤其是美國所表現出的這種情況。首先就是那些工業國家中產階級的恐懼和憤怒是非常明顯的。其中一個非常明顯的例子就是一位諾貝爾獎得主所做的一個研究，他發現從1999年到2011年，在非西班牙裔的西班牙人當中死亡率有所下降，主要是因為生活水平的提高，當然那時候他們的研究正好是越戰結束以後所出生的白人。這樣一個死亡率有點像蘇聯在解體之後的男性死亡率，主要是因為他們用了很多毒品，還有酒精。白人可能擔心他們會失去工作，這樣焦慮的人受到中等的教育，

這是為什麼在歐洲和美國出現了新的政治上的趨勢，這種情況沒有得到改善，實際上變得越來越糟糕了。現在很多接受過中等教育的美國白人唯一能找到的工作就是開卡車了。如果出現了自動駕駛汽車的話，就會有自動駕駛的汽車，這些人的工作就會進一步受到威脅，還有隨著電動汽車的推出，修車行業也會受到進一步的衝擊，汽車保險也會遇到很大的問題。隨著電動汽車和自動駕駛的出現，很多事情都會發生改變，對這種改變人們存在很多恐懼感。

第二既是社會，也是經濟上的一種恐懼，人們對於改變總是有恐懼，而且這種恐懼是來自社會上不穩定的一群人。他們可能有非常高的離婚率、失業率等等。現在推動多文化主義，還有各種各樣的新型婚姻關係等等，很多人會擔心失業，擔心他們所信仰的文化會被改變。每個人希望生活在一個差異不大的社會當中，每個人都有工作，這是英國首相剛剛說的話。所以大家可能都希望回到過去。

第三人們認為這種所謂的全球化本身是對的，但是這個利益不會被大家均衡地享有的，所以人們想改變這種做法。現在美國當選的總統還沒有宣佈究竟誰做他的經濟學家。就政策而言，我們會見到一些讓人想像不到的政策，這就導致了第四點。

那就是民粹主義者關注的方向，其實不是導致問題的真正原因，真正的原因在於技術的發展，正在創造一些因為技術的發展而導致的失業，那些工人感覺找到好工作越來越難了。如果你要阻止貿易，阻止投資，這種情況不會改善，只會讓失業率更為嚴重。隨著時間的推移，選民也會意識到這個問題不會通過新選一個總統得以解決，這不是一個可以容易解決的問題。你很難讓一個普通的工人成

為一個護士，首先這個培訓非常困難，另外人家不一定做護士，我們可能還沒有對這種情況做好準備。這種情況會不斷出現。

我們把工會看成惡魔一樣，是因為他們把特朗普送上了總統的寶座，但實際上政策的方向不會真正解決產生問題的根本原因。那麼我們應該期待一些什麼呢？我們並不認為這些事情會對經濟的增長產生直接的短期影響。在危機之後，至少在美國，因為奧巴馬政府的原因出現了對行業的過度管制，所以在特朗普治下可能某些行業的管制會有所放鬆。問題在於在我們放鬆管制的過程中如何保持好的監管，我們現在所執行的一些監管，也許在未來執行的力度就不會那麼大，無論是在能源行業，還是在勞工關係這些領域。原因非常簡單，那些處於監管地位的人，奧巴馬和特朗普用不同的方式對行業進行監管，有些監管制度會執行下去，有些會放鬆，有些會取下，這就是大家對特朗普政府的期待。這種放鬆管制的趨勢讓市場參與者感到非常高興和滿意，所以在這些被放鬆管制的行業中可能會出現一些增長。但是人們還是會擔心特朗普政府可能會在某些行業有一定的壓力，這會讓行業的發展有一些不確定性。這種民粹主義的政府可能對過去的做法、機構、建制有一種不信任和鄙視，因為這種民粹主義的政府覺得他們直接對人民的需求作出回應，原來的政府所施加的各種各樣的限制都應該被去除掉。也許我們會在國際的外交關係當中見到這一點。

昨天特朗普談到關於北約的一些問題，有一些稅收方面的制度也會被改變，美國的稅收制度其實有他的優勢，現在美國的稅收制度鼓勵人們接受更多的債務，同時在稅收制度當中還有對出口的鼓勵和對進口的關稅限制，這也是讓人們有點擔心的地方。我想再花幾分鐘的時間再講講央行和政府之間的關係，因為在世界

各地央行都承受著很多的壓力。同時我們也看到在未來的財政政策和貨幣政策出臺過程中會充滿很多的不確定性。

美國希望能夠不斷地提升其就業率，而且平均的工資比例比去年提升了2.9%，而且工人的生產率提高了1%。通貨膨脹率差不多是1.9%，差不多也是達到了美聯儲設定的目標。所以美聯儲應該說是走出了原來的經濟泥淖，即使這樣還有很多的財政政策可以刺激更多的就業，比如通貨膨脹如果要控制在一定的幅度以下，必須要從就業方面看。什麼能夠確保經濟的長期可持續發展而不會對其他的經濟指數造成很大的打擊呢？首先有很多人會說降息，而不是在之前的政府當中所慣常採用的手段。如果你把利息提上去的話，再降下來，可能沒有直接一步到位的做法來得容易，但是這些做法可能會失去失控，所以規管當局可能要去處置。這就是我們為什麼要看一下歐洲央行的做法，現在德國的通貨膨脹相對比較高，這就意味著當我們去存款的時候，存款幾乎會遇到負利率的情況。在德國如果你要代表存款人做一些新有狀況的改變，你沒有更好的辦法，除非歐洲央行會對其相應的政策進行修訂，這點之前有很多發言者都已經提到了。同時還有人提到了法國可能脫歐的情況，包括極端左翼的政客執政等可能性還是存在。而默克爾如果連任，或者不連任也會對德國的政局以及歐洲的政局產生不確定性。這些不確定性足以讓歐洲央行採取相應的應對措施或者備用方案，尤其是對所謂的邊緣債券的發行採取一些新的做法，尤其是在貸款發放以及貸款選擇方面有一些新的標準。

為什麼我們看到的情況仍然會有很多新的因素層出不窮，並且有很多的不行呢？其實我們在談論這些問題的時候，大家不要忘記我們的根是什麼。首先德國、法國馬上要進行選舉，中國十九大也即將在今年秋天舉行，而且特朗普即將要宣

誓就職，還有普京總統繼續強硬執政，還有安倍首相也會繼續留在他的首相寶座上。也就是說那麼多的因素當中有變，有不變，所有的形象都要保持其原有的能夠推動社會經濟發展。但是我們看到有很多摩擦還是存在的。我們都不希望看到在地緣政治出現任何潛在的摩擦、衝突或者糾紛，這個有可能會成為未來的一個不確定性，尤其是在各種力量相互對比交織的過程中，我們必須要進行密切的關注。

最後我想說現在的全球化似乎被看成是所有問題的元兇或源泉，不管是從金融的角度，還是從科技的角度來講都可以談到很多關於全球化的罪因，但不能把所有的原因都歸罪於全球化這個詞，我們必須要適應全新的發展環境，特別是有些國家可能在適應度方面做得比較差，以及速度比較緩慢。如果大家的行動速度比較慢，沒有辦法做好應對的話，顯然我們就沒有救了。這就是我們世界未來的前景，也是我們整個人類的未來，謝謝大家！

王於漸：謝謝拉詹教授，我有兩個問題，從你的發言當中提煉出來，我也希望你能夠對這兩個問題進行回答，之後我們會挑幾個聽眾問的問題。您剛才在發言當中提及因為現在世界處於不同的發展階段，而發展本身不僅在國內，而且在國際層面上都對既有的發展規律造成干擾，從您的角度來講有什麼建議可以給到相關的經濟體，不管是富有的經濟體，還是貧窮的經濟體，不管他的經濟體量處於什麼水平。整個世界在處置經濟危機、經濟蕭條、戰後經濟秩序等方面，有很多政策，這些經驗和政策對應今後的經濟不確定性是否有足夠的能力呢？因為我們看到了全球化在推進的過程中出現了很多不確定性因素或負面因素，您覺得要怎麼應對？

拉詹：緊張程序跟我們之前提到的民粹主義有關係，有很多人認為正是由於全球化，或者由於現有的國際、國內的政策搶走了他們的工作機遇，所以拿民粹主義為大旗來反對全球化。我們之前有一個類似的情況，尤其之前在印度，從當初的初級工作模式，或者手工模式向高級的工作模式過渡的確花了很長時間，一開始大家是用手寫，然後用電子工具，之後又出現了iPad，整個鏈條向上的過程中，他們雖然失去了工作，但是他們又進入到新的產業鏈條當中。因此從這個例子當中可以看出，我們的確是在進行轉型，但是你要從社會結構的角度去看，的確有很多工作需要有所支撐。問題在於工作機會永遠是有的，而且工作的要求是永遠存在的，如何讓那些認為自己的工作很有可能被奪走的人進行新的工作技能的培訓，而不是我沒有工作又不願意接受新工作給出的條件。所以我們看到很多地方的年輕人可能就是因為不思進取，拒絕再培訓、再教育，所以就出現毒品犯以及很多社會陰暗面等等。

王於漸：您剛才在發言過程中沒有提及規管和放鬆管制的問題，其中有一個可能阻止全球化的因素，可能就是規管或放鬆管制，不管是國內管制，還是國際管制。如果反過來看，有些人可能會說放鬆管制很可能會讓很多人受益。但隨著時間的推移，到了將來某一個時間段，你可能會後悔，你是怎麼看待管制這個問題的？

拉詹：首先的確是一個社會問題，不管是從全球化，還是從放鬆管制的角度出發，我們的產業前所未有地出現了高度的集中，在某些領域集中度更高。問題在於知識經濟或網絡經濟是否有可能會出現寡頭政治，或寡頭經濟統治的局面呢？包括在許多軟件行業，或者是社會媒體行業中從業的人員，他們可能會掀起一個全新

的工作模式，或者說全新的工作理念，而這個工作理念和工作模式的創建在沒有管制的情況下，顯然有可能會對社會造成比較好的效果。但是又有許多同樣的產業當中的企業抱怨，在過去那麼多年當中沒有取得很好的提升，主要是對現有的技能、技術或管制執行得過嚴，或者過於分散。可以說工具我們都有，但關鍵在於如何用好這些工具。如果你用不好的話只能會適得其反，搬起石頭砸自己的腳。特別是在美國的創新創業企業，他們在不斷地興起，我們要理解他們的需求跟原來的需求是不一樣的，然後來進行管制的創新和思考。

王於漸：你是否比較擔心未來的波動性會比較大，尤其是未來1-2年當中，由於有那麼多的不確定性，你是否擔心市場會出現劇烈的波動？或者說你能不能預判一下未來1-2年當中市場的發展情況，有什麼會讓你感到夜不成寐的？

拉詹：讓我夜不成寐的就是時差，的確有很多不確定性，最大的不行是來自美國新政府的宣誓就職，我們看美國新政府會確定哪些工作重點，在規管方面比如要打造一個全新的稅收系統，如果這是一個工作重點的話，相應的股市的健康有序運營，貿易規則的制定，貿易條款在具體交易過程中的執行也是很重要的。還有一個很重要的問題，中期來講，我們如何為那些目前無業人員提供合適的工作崗位，讓他們再就業。如果這個問題不加以解決，顯然會成為一個導火索引爆一系列新的社會問題，它會嚴重影響到整個社會價值體系和原有的框架。技術革命在不斷地向前推進，而如果在技術推進的過程我們讓很多人掉隊了，顯然可能結果並不會很好。我們很欣喜地看到有很多新興企業或創投企業的興起，我們也希望他們在這方面扮演重要的角色。



王於漸：我們看看聽眾有什麼問題，您非常成功地在2008年找到了一個斷裂帶，也成功地預測了那次金融危機，您覺得最有可能引爆下一輪經濟危機的導火索是什麼？

拉詹：涉及到流動性的問題，流動性會帶來更多的杠杆效應，而杠杆性又會讓其保持流動性而不會枯竭，但是到目前為止沒有任何的元素支持這樣的杠杆比例繼續維持下去。換句話說可能原有的流動性已經被市場抽幹了，現在缺乏一個機制重新注入流動性。不管你採取什麼措施，最終這個杠杆必須要被植入，必須要被重置，使市場重新獲得流動性，如果沒有活水的話這個市場就會枯竭，也因此會引發新的問題，我個人覺得短期之內可能沒有很好的解決方案。我們也有很多主權債務基金國家做出表率，在經濟不確定的情況下找到這些杠杆，跳出原來的泥淖，如到比較有流動性的經濟發展週期，最後能夠對投資者負責？而美國借貸基金在過去幾年當中上升的幅度非常快，大的公司仍然在不斷地舉債，不斷地實現大規模擴張，很難說未來會發生什麼反向操作以及逆向的現象。

王於漸：在金融危機發生之後很多國家也講到了很多因素，比如貪婪、忽略監管等等，您怎麼看待包括印度在內的亞洲國家要吸取怎樣的教訓？因為他們各自處於不同的發展階段，而且他們也從改革開放當中受益，而現在我們看到開放度出現一定幅度的倒退和退縮，你能否對這個現象做一個評論呢？

拉詹：作為一個發達市場的政策制定者最大的問題是什麼呢？是許多的民眾很有可能指著鼻子罵你為什麼要制定這樣的政策，為什麼要執行這樣的政策而不是執行那樣的政策，你幹嘛非要降息，你幹嘛非要漲其他的成本等等問題。換句話說

他可能會罵你為什麼不保護我們自己的民族工業，不保護我們自己的民族產業。而我個人的擔心是在這樣的一種論調不斷甚囂塵上，尤其是在發展中國家變得越來越主流以後，我們就不得不擔憂政策制定者似乎需要做調整，而我們現在只是放在經濟刺激政策當中，我們追求的可能是短期的經濟刺激的收益，但是基於那麼大的壓力和社會壓力，可能我們需要看到更加長遠的需求，包括結構性的改革也是必須考慮的嚴肅話題，它可以把很多因素進行整合或協調。我們可以說這是好的，你告訴我們這是好的，當你做好了，你告訴我們是好的，我們就相信了。但如果我們現在付出了成本，你告訴我們說我們國家可以變得更加開放，我們更加受益了，我們可以贊同你的這個觀點，但這個不行，所以我們必須要將這個遊戲繼續下去，這是一個好的遊戲，我們希望西方能夠繼續在這個遊戲當中玩下去。我覺得中國正在往前發展，希望能夠保持更為快速的世界秩序，我覺得這是一個正確的見解所做的正確的事情，因為很多國家都在往後退了。

王於漸：你能不能再談一下，你覺得中國可以採取哪些具體的舉措、方法和措施來設法維持世界現在這樣的開放程度，或者避免這個世界重回封閉的狀態？

拉詹：很顯然二戰後美國創造了這樣一個自由的世界秩序，我們也參與到了這個過程當中，讓每個人覺得有機會參與到這個系統當中，並且獲得一定的權力。當然這樣一個自由的系統當中，主導力量是美國，現在美國處於往後退的情況，也許我們不一定需要另外一個霸權，但是我們需要一個主心國，如果這樣的主心國能夠被提供出來的話，通過地區合作，通過“一帶一路”這樣的倡議等等，我們就有一種在整合方面向前走的感覺。對那些擔心自己被落在後面的人，也許他們就會覺得我應該重新參與這個遊戲，而不應該被其他人所拋棄。我真的相信這樣的

遊戲值得我們所有的人都去玩，如果我們退出的話，我覺得新興市場應該填補這個空白。

王於漸：2016年很多人都認為中國經濟會硬著陸，但中國的數據顯示沒有硬著陸，你覺得中國是不是還有硬著陸的風險？或者你對中國的經濟是更樂觀還是更悲觀？在我看來儘管美國還在增長，其他的發達經濟體似乎停滯不前，在過去的十年亞洲，特別是中國對維持世界的開放扮演了非常重要的角色，您怎麼看？

拉詹：從2003年開始我就在IMF工作，每年都說中國會硬著陸還是會軟著陸，這個問題從來就沒有離開過我們的視野。首先外部的人不是非常瞭解中國經濟內部的情況，第二個是考慮到目前為止發生的一切，中國的政策制定者是可以被相信的，因為他們總是能夠制定出合適的政策來維持一個比較穩定的狀況。有些人相信中國政策制定者有能力維持經濟的穩定，但是現在情況發生了變化，比如債務在不斷累積，數量也在不斷增大，也許這是因為政策制定著作出的應對還不夠的原因。十九大馬上就要召開了，這是一個非常重要的會議，除此之外這種轉向新模式的努力應該得到加強。在我看來極其重要的一點就是要減少政府在市場行為當中的干預，每次市場下滑的時候，就會有人希望政府能夠插手市場事務，以便能夠維持這個市場秩序。所以大家就有一種想法，我作為企業無論做什麼，政府最後都會來托底。從某一個時間節點開始，市場要設法解決它自己的問題，什麼時候會這樣我不知道，但是我知道這是一個不容易的選項，我們需要一而再，再而三審慎地判斷。

王於漸：你說對中國瞭解得不夠可能是比較謙虛的說法，我問一下你印度的事情，

印度本身是一個體量比較大的經濟體，你覺得印度在接下來幾年時間裡面，對於保持世界經濟的發展是不是能夠起到積極正面的促進作用，你對印度經濟的發展持什麼樣的觀點？

拉詹：如果從中期來看，印度當然有理由成為一個強有力的經濟增長的發動機，他有他的能力，有足夠的人口，他只需要在接下來20年的時間裡面繼續高效執行政策，當然說起來容易，做起來不容易，這是中國做到的一點，印度也必須要走同樣的道路。當然印度不可能完全跟中國，因為中國已經占了這條道了，所以印度必須要有一定的靈活性。但有些事情中國做得很好，比如建立好的商業環境和基礎設施，印度政府也需要做同樣的事情。如果我們能做到這一點，沒有理由認為印度不可能成為世界經濟體增長非常重要的發動機和引擎。

王於漸：我們再談談市場擔心的一件事情，你能不能講一講世界各國央行在接下來一段時間裡面央行的相互互動和合作的關係怎麼樣，協調行動的關係怎麼樣？因為特朗普在競選過程當中說了一些央行的壞話。

拉詹：其實不止美國，在其他的一些國家，比如歐洲對一些政治家，甚至在英國對央行都有一些微辭，央行現在進入到了聚光燈下，當然因此也吸引了很多來自政治家的壓力。確實有一些不確定性在這裡，但是美國政府希望美聯儲做點什麼，這點有些不確定性。首先政府可能不希望美聯儲將利率長期保持在那麼低的水平。另一方面政府希望GDP能夠達到4%的增長，他們肯定也不希望美聯儲升息的速度太快，這裡面就有一些矛盾了。當選總統可以為美聯儲執行委員會提名兩個新的名額，通過這兩個人跟美聯儲更多地進行溝通，讓美聯儲知道政府所要推行的

目標。

王於漸：我們這裡還有幾個問題，其中一個是考慮到現在的環境，比如技術的環境，過多的流動性，也許一個令人意外的政策就可以導致巨大的扭曲或巨大的變化，我們也不知道這種突然出現的政策轉向會出現在什麼地方。現在實體經濟或者各國的經濟已經變得越來越不透明，你覺得那些政策制定者如何來應對這樣的局面，這不是一個小問題。你的建議是什麼呢？如果你是政策制定者，你的建議是什麼？

拉詹：我們解決了原來金融危機的杠杆問題，有些地方去杠杆，有些地方增加了杠杆，也許這個世界的總杠杆變得比前更高了，如果出現了任何的 policy 變動，這樣的杠杆就會對實體經濟產生重大的影響。杠杆是什麼呢？杠杆其實並不像風險家，杠杆更像那些讓人感到無聊的首相、總統、央行的行長，我們應該學會跟杠杆共存，有些情況這可能是好消息，但是從杠杆本身的角度來說，可能人們更多地擔心杠杆帶來的波動性。我的建議是無論做什麼都要小心一點，因為我們任何的行為都可能對全球的經濟產生一定的影響。這是給某些人的建議，因為某些人覺得他們當選之後就可以忽略很多事情。

王於漸：這是讓我們每個人晚上夜不能寐的主要原因。最後讓我們再次以熱烈的掌聲感謝拉詹教授。