

简体中文文字记录资料由香港贸易发展局提供，根据嘉宾现场发言/ 普通话传译整理而成，未经讲者审核。

专题午餐会

时间：2017 年 1 月 16 日 中午

地点：香港会展中心 3 楼餐厅

■ **埃利安 (Mohamed A. El-Erian)**

安联集团首席经济顾问; 奥巴马总统全球发展委员会主席; 太平洋投资管理公司前行政总裁兼联席投资总监

埃利安：大家下午好！我感到非常荣幸也非常高兴今天能够参加这个重要的活动，我想在此感谢组委会邀请我参加本次在香港举行的亚洲金融论坛，能够见到这么多的新老朋友，我感觉到非常荣幸。我跟大家交流的目的在于希望有一个对话，这个对话就像刚才丁总提到的在不确定性和确定性之间的平衡，而且要从如何去影响世界未来的发展，以及如何塑造未来产品的生产以及影响产品和商品的价格等角度，特别是要从资本流动的角度去分析它的影响。

我们不得不非常坦率地承认，经济学家在预测未来将要发生什么事情方面并不是做得非常称职。在现在的背景下，经济学家要做出精确的经济推测是很难的。我们现在都在谈英国脱欧，全球 30% 以上的政府债务都是以低于利率的水平在交易，就是你付款來把錢借出去，当时没有多少人是知道这个结果的。如果政府是善于做预测的，显然应该采取更谦卑的态度來对未来进行预测。共識其實不是唯一解釋，有一种强大的声音认为 2017 年将会比以前更加難估計，即在基本上不变，但将会比以前更加强烈地感受到风险。它意味着什么呢？意味着全球的经济增长率将会低于 3%，可能比 2016 年高一丁点，但是仍然不可能回到原来的历史高位。各地域表現都與去年差不多，美国显然经济

会保持在 2.5%-3%左右，欧洲、日本 1-1.5%左右，中国、印度比较强劲，在巴西和俄罗斯走出衰退，这些国家差不多就占到了世界 GDP 的 3/4 了。

第二个是我们去控制金融的不确定性的发展，也就是说我们要有效地控制金融的不稳定性，但需要一个强大的资本市场，资本从债券到股票市场良性的转变，同时要看到基本面方向强有力的转变。市场已经体会到了这一点，在特朗普当选之后，他们认为平衡会走向另外一端。这可以从三方面来分释。第一是他当选总统的一些说法，他的一些措辞开始变得不那么极端，在经济层面他强调那些能够推动经济发展的因素，比如税制改革，还有放松管制，基础设施方面的投资，其实市场还是非常欢迎这样的说法的。第二点是关于贸易的说法也没有那么极端了，在他的发言当中反增长的言论开始减少。第三点是共和党控制了美国众议院和参议院两院，立法就会变得方便一些。我们已经听到了推动增长的说法，和一些不是那么有害于贸易的言论，所以令道指增长了 9%，政府债券的指数上升，美元也走强了。过去讨论过一遍又一遍的经济解决方案，终于有机会成为可被执行的解决方案了。

上述的一些基本面应该让大家感到舒服，但是有两个例外。首先是如果这种情况持续下去的话，美元会持续走强，这会产生两个影响，一个是经济上的表现，美国的经济发展会超过其他的发达国家，会有更多的资本流入美国，这会帮助美元进一步走强。第二个是在这种情况下，美联储会至少加息 3 次，市场的预期是 2 次，但是在我看来如果这个基本面得以实现的话至少应该看到 3 次加息，让更多的资本进入到美国，它又会进一步加强经济的基本面，美元如果太快地走强的话也会有问题，可能让这个系统当中其他的因素受到影响，一再重复过去经历过的一些事情。所以如果你接受我们的基本面的话，那么你最担心的，或者最大的不确定性就是美元。但是我要警告大家，千万不要接受我刚才所说的那些基本面的说法，这个基本

面只是一个断面，只是我们今天世界某一瞬间的快照。

對於市場如今的共識，其實大家都不太明白产生这种共識的背景是什么。其实我们现在正在一组矛盾冲突当中，这些矛盾和冲突是来自多年的低速增长以及相关的政策。为什么会有英国脱欧呢？因为保守党的党首在卡梅伦大选之前承诺给一个全民的公决，因为他担心自己的政党政治基础，他为什么会担心呢？因为英国的独立党开始进入到英国的政治中心。特别令人讽刺的是，只要英国独立党在英国议会中占据一个席位就会导致英国的脱欧，根本不需要进入到英国政府就能够改变政府的政策。而在美国，这种反建制的情绪最终导致了特朗普的上台。这就是一种民间的愤怒，无论是荷兰，还是法国，还是德国都要进入到大选年，我们可以看一下愤怒在这当中扮演的角色，它真的会产生一些不可能产生的结果。所以第一个矛盾就出现在政治领域。

第二个矛盾出现在经济领域。当你在成长的时候，西方的经济增长速度比较慢，而经济增长的收益又不是让普通人享受到的，所以不仅会影响到现在的经济增长的表现，而且还会影响未来的经济增长的表现，结构性矛盾会变得越来越严重。从金融的角度来说，当你让金融系统的利率非常低，甚至是负利率的话，就会逐步把金融系统提供长期安全产品的能力就给剥夺掉了，比如保险产品，还有养老金产品等等。越来越多的人会自行為未來打算，因为这个系统已经不能给他们提供足够的保险了。

央行现在的政策效率越来越低，比如日本央行已经变得越来越低效的，亦促使他们在政治上变得越来越脆弱。如果你能够用动态的眼光关注 2017 年的话，2017 年会是一系列事件综合交织产生的结果。你得到的结论就会非常简单，2017 年会给大家更多的惊奇。如果大家真的关注我刚才所说的这一切的话，大家达成共识的可能性就越来越低，在接下来的两年时间里面可能真的会有一些不平衡的情况出现，这往往是政治上的选择，而不是经济上的选择。如果政治变得越来越糟糕，如果美国开始反对国际贸

易，如果英国脱欧是一个痛苦艰难的过程，如果这种反建制的运动在一些地区性的选举当中大行其道的话，并且推动了民粹主义的产生，而当政治家更多地关注内部事务而不是具备国际视野的话，我们会从低增长转变为衰退，从人为的金融稳定到没办法解决的金融波动，这是一种可能性。

还有另外一种可能性，它的可能性跟前面的一种可能性是一样的，那就是我们对于政治系统的一种调试，政治系统会对人们的愤怒作出回应。最后我们都会在经济上面达成某种共识，我们会达成什么共识呢？我们需要四样东西，首先我们需要改革，这个改革是有助于推动经济发展的，比如税制方面的改革，放松管制，基础设施的投入，以及对劳动力市场改革。第二是要减少对于货币政策的依赖，而更多地依靠财政政策。在西方世界在财政政策方面还有很大的空间。第三点可能有点不容易了，那就是要对那些永远还不清债的国家给予债务的减免和豁免。最后要强化欧洲的地区架构，以及加强全球的架构。如果政治家愿意在这些方面取得一些进展的话，肯定能够为我们的经济注入更多的资本。如果这种情况出现的话，我们就会看到有一些非常有趣的创新出现。

我想让大家想象这样一个场景，你是一个老师，在年初的时候校长跟你说我有一个好消息要告诉你，你当然会问这是什么好消息呢？校长说教室，也就是实体经济跟去年相比会好一点。你会想这是一个好消息，如果我的教室更好的话，那么我们的教学过程就会更为简单一些。然后校长跟你说这是有条件的，你的教室会变得更为不确定，班级里面可能会出现一个捣蛋鬼，我不知道作为一个老师是什么感觉，那就是我们现在的感觉。我们也会进一步讨论这个问题，如何来应对这个问题，非常感谢！

主持人：非常感谢埃利安博士，我们非常荣幸地请出沈联涛教授，香港大学亚洲环球研究所特聘杰出研究员。

沈联涛：我听到一个非常有逻辑，非常明确，非常具有说服力的发言。在過去五年管理全球智庫的埃利安先生對此實在非常有經。我的回应是稍微总结一下你刚才所说的，专家可能经常作不出准确的预测，我们现在不得不作出更多的预测。你刚才用教室做了一个比喻，我挺喜欢这个比喻，但是我想告诉你我们亚洲是如何作出回应的。当危机发生的时候，其实教室里面的反应是这样的，如果老师搞错了，那学生们做什么呢？我们仔细地思考你告诉我们的一些事情，你觉得可以乐观地恐惧。我的问题非常多，范围非常广，你跟我们分享了很多东西，我们来讨论一下，首先你觉得美元会走强，你如何建立特朗普和美元之间的关系呢？

埃利安：首先我想说如果你是在世界的这个部分，这是一个完全没有解决的世界，我们都进入到一个系统当中，这不是我们自主选择的，在这个系统当中有美国、欧洲，美国在外汇储备方面占有非常大的优势，因为可以印钞票。同时他们擔起了要好好地管理这个世界的金融系统的責任，但是2008年这个范式被打破了。之后我们对央行的过多依赖，進一步增加了对这个系统的不信任，但要替代现有的系统不是一件很容易的事情。我們會对整个系统提出了怀疑。我们想问欧元区或者欧盟区和英国之间的关系是怎样的，然而当需要优质资产的时候，美国仍然是一个避风港。所以充满不确定性的时候美国就非常不错。

如果我们刚才说的基本面都不错的话，美国的经济会不错，而且美国的货币政策也会正常化，所以美元还是会走强。欧洲需要非常强的政策，在日本也需要非常强的政策，政治家正朝着这个方向在努力。对我来说我不是一个线性的思考者，至少美元现在在逐渐走强的过程中，因为在世界大多数地方美元还是主导的货币，当然这也是这个系统出现问题的原因。一旦美国反贸易的思潮抬头，我们可以看一下比索发生的事情，就是特朗普当选之后比索发生的事情，人们很担心美墨之间的关系，所以就出了问

题。所以特朗普当选之后比索立即走低，这种贬值肯定有一个平衡点，一定的贬值会让经济取得一定的优势，但是过度贬值就会对经济造成伤害了。

沈联涛：很显然，无论从什么角度来说，美元走强现在是有数据支持的。你刚才说如果我们在好的前景之下，特朗普和共和党会对基础设施进行投资，会推动美国经济的发展。而随着国际政治或者地缘政治不断紧张，会有更多的资本跑到美国去。随着美元的走强，美国也会成为一个太大而不能倒的例子。什么时候美元会走到让人担心的地步？是很快就会达到这个状态还是慢慢地达到这个状态？

埃利安：货币的突然走强或者走弱可能有一些技术上的原因，过去如果美元的利息上升的话，欧元的利息就会保持在低位的水平。现在因为资本的流动性，我们可以注意到，无论美国和欧洲做什么事情，美元的息差和欧元的息差竟然能保持非常稳定的状态。可能货币市场的表现，或者货币的表现会在一定程度上跟经济的基本面出现偏离。现在最大的问题可能是保护主义的产生，有些国家会出现资产管理方面的错误，他们总是在介入美元，大多数的新兴经济体都愿意用美元进行借贷，因为利率比较低。不少主权国家已经接受了教训，他们逐步放弃了这种做法，最大的问题是不少公司企业仍会借入美元，要知道当你借入硬通货却以自己的货币偿还的话，一旦汇率发生变化时就惨了。BIS等研究机构已经就公司企业的借贷可能出现的错配和影响进行了不少研究。

沈联涛：这个就比较有说服力了，我们记得八九十年代都在研究这个问题，当时美元也是走强，就像现在一样。我记得你当时传递出来的信息跟现在所传递出来的信息有点相似，我记得当时提出未来是否会出现问题，你也予以了肯定。你刚才提到央行当初的角色和现在的角色变化的关系，但变化并不是在所有的方面都能做得尽善尽美。您觉

得未来央行的政策会往什么方向发展呢？

埃利安：我觉得之前央行有很多工作，或者说有很多角色是被赋予了比较完美的角色，但显然不能什么都做，也不能什么都做得非常好。2010年8月份，当美国的政治体系瘫痪的时候，当时美联储发表了一个演讲，也就是当伯南克说我们未来确保宏观经济产出的正常性，我觉得这是非常重要的信号。他当时说了两件事情，这让我感到非常震惊。第一如果你采取非传统手段，收益、成本和风险，都要有非传统的情况。如果是传统的角度来讲风险越高收益就越高，而非传统政策下，央行显然有更多的自主性，他们更多地介入或有干预的责任，如果你认为这是暂时的，或者是持续一段时间的操作，这也是可以被理解的。就好比你看病的时候，只有当医生有足够的工具和设备解决一些疾病困扰的时候，他可以进行正一口月人土治疗，否则医生亦会给出一定的善意或帮助，更甚是医生他不情愿或勉强的情况下做出治疗。但是这样的急救措施很可能会产生负作用，显然这个负作用不是我们事前能预料到的，包括日本央行等在内的机构，当时就处于非常尴尬的境地，他不得不选择一个让他非常不愿意看到的结果。因此央行的操作介于两端之间，非常有效，不太有效，一部分有效和无效之间移动，日本央行当时就在完全无效和取得一点点效果之间移动。在我看来美联储显然会采取一系列的措施来加息，在特朗普总统上台就职之后我相信一定会采取加息措施，一直到2017年底。当美联储稳定的时候，欧洲央行以及日本央行也希望能够走强，但是他们不知道怎么办。英格兰银行也遇到了环境上的变化，但是他们不知道这个应对措施从何做起，这也是很多央行行长以及银行监管机构，他们不知道从什么地方着手。

沈联涛：我们看一下日本的问题，在我看来显然他们已经做了他们可做的最好的事情了，但是在这种情况下，他们只能舒缓国家的货币政策才能解决这个问题。他们所经历

过的非常艰难的历史时期应该是可以被理解的，就像很多央行的高管提出的一样他们也希望打出组合牌，但是打牌的难度是非常高的，不是那么容易的。

埃利安：我们应该这么来看，从政策利率的角度来讲，如果长期处于负水平会有什么影响呢？比如日元走强了，经典的经济学教科书会告诉你这个利率不会简单往下，而是会往 0 以下的负利率走才能确保日元走强带来的积极效果，但显然这是不可持续的。

沈联涛：英国脱欧等很多因素之下，显然有很多偏离我们原来预期的事情出现。我们来看一下监管的问题，其中最重要的因素，在过去那么多年当中，自从危机发生以来很重要的因素是什么呢？比如我们看到汇率越来越波动，量化宽松显然也对我们的资产负债产生影响。规管已经蔓延到了很多领域当中，就像特朗普本身也必须在这方面采取措施，在这方面您是怎么看的？

埃利安：有时候监管如果过度的话就要回调，不足的话就要伸张，2008 年是一片大混乱，就像你上高速一样，你开车上高速最重要的事情是要把速度降下来，而不是要开多快。当速度太慢时，又会效率偏低，从监管的角度应该换回去，这是美国的情况。而欧洲遇到的问题还是挥之不去的，依然需要有一定的监管措施在里面，所以欧洲面对并非太慢并需要提速的问题。在美国，显然出现了过度的监管，因此在某些地方可以做一些宽松的处理，来做一些加速和提速的提示。我觉得我们不妨对这个问题持观望的态度，看一下最终会发生什么问题。

沈联涛：接下来大家有任何问题可以提问。在你的写作当中有一个思想是一以贯之的，就是你一直非常重视就业的问题，为什么不和其他的经济学家不一样，老是把就业作为一个非常重要的政策制定的起点或风向标呢？

埃利安：这是一个非常好的问题，我一直非常关注劳动力市场的健康问题，这对于长期的社会发展和存续来说是非常基础性的。我觉得有效的雇佣和有效的就业对于经济的长期发展、社会的进步和稳定是非常重要的。在美国，当然欧洲也好不到哪里去，现在我们的人口当中很大一部分其实不是有效的劳动就业中的一员，有些地区就业出现了下降的局面，甚至是出现负就业率的情况，如果就业状况持续恶化，显然这个国家不管出台什么政策都无济于事。因此我们觉得这种措施的，桑德和特朗普当时争论得最厉害的一点就是就业的问题，人们可以容忍收入及财富的不公平，但当收入、财富和机遇三座大山都统一压在一群人身上，一定会出现问题。贫富差距过于悬殊对于经济的发展是没有任何好处的。当富有阶层在危机之后会通过侵蚀市场份额，或者是不平等的交易行为攫取更多的财富，而穷人看不到未来任何的发展和个人福利的提升。这些数据的走向都与个人就业的有联，可以记是经济发展非常重要的风向标。

在欧洲的就业率较美国低，但是我们知道年轻人的失业率越高，并非好事，长期失业可能会失去就业的可能。比如说我失业了已经4年，相比一个刚刚毕业的大学生，雇主会更偏向聘用毕业生，而这将令失业人士变得更为焦虑，进行感到愤怒并提出有诉求。

沈联涛：你是否觉得欧洲未来的发展方向有点像我们提到的会走向分崩离析呢？

埃利安：首先我不知道英国脱欧具体的情况现在是怎么样的，可能要等到明天首相的发言之后才知道，市场对此有很多的猜测，对脱欧的形容有「软」有「硬」，但较少有人提到速度。如果在去年6月英国说会启动第50条，但还没有任何的准备措施去应对的话，那么整个情况就会变得非

常糟糕。但我們現時真難以作出預測，因為自英國宣佈脫鈎以後，便尤如按下「暫停」鍵，現今進程才再度啓動。因此，我們可以不妨觀察一下這個時間當中是歌舞升平還是一片寂靜，一片寂靜後面很可能是驚濤駭浪的。

英國脫鈎是歐盟的第一個小裂口，而且我覺得對於歐盟來說也並不見得是一件壞事。因為對於歐盟應該往什麼方向去，一直有兩類不同的意見，一是一個完全的自由貿易區引領下的英式的思想，另一方面是法德為代表的，當然還包括奧地利和荷蘭在內的從一而終式的聯盟思想。不管是在政治、經濟，還是在社會層面。因此，這兩類不同的思潮是完全不一樣的。一個是完全自由，希望尋求自由和獨立，還有一個是從一而終，不希望脫離歐盟這個大家庭的。而現在通過英國脫歐的投票，我們顯然看到，從長期而言應該找到一些力量平衡兩者之間的關係。英國派和法德派之間必須要有一個可對話的渠道和局面，這個問題要回答清楚不太容易，我們可以化長為短地作一個簡要地回復，其實歐盟也需要理解各自態度和立場。當然英國脫歐不見得是一件壞事，但如果是硬著陸式的脫歐顯然對大家是沒有好處的。

沈聯濤：很多人開始擔心未來的經濟發展前景，還有擔心英國硬著陸脫歐會帶來非常糟糕的結果，大家拭目以待吧。

第二個問題是美國金融政策未來的調整會影響世界未來的經濟動向，你覺得這樣的國際貿易規則在未來會發生什麼變化呢？

埃利安：整個金融體系在受到影響之前就已經受到了很多植入到該系統和制度當中因素的影響，比如說如果流動性枯竭將會推及到貿易的停滯。一年以前流動性已經枯竭了，大家開始擔心中國的硬著陸，整個市場開始受到強烈的衝擊和影響，所以那個時候要獲得任何一個流動性是很難的。貿易要在一定的寬松流動性的支持基礎上才能够活

跃起来。過去市場中介的規模較大，而终端用户較小，用户可以取得足夠流動性，但危機過後，很多金融中介的流动性受到了一些政策的挤压而出现了收缩，而收缩的同时终端用户群的体量在危机发生之后又出现了不断地增长，所以出现了头寸的异动和调整，这就是留给央行很多头疼的问题了。如果你问我现在最大的风险在哪些领域呢？我认为就是流动性，不管是对产品组合来说，对资产组合来说，对公司的发展来说，如果我们的流动性出现一定程度的向好的话，它可能会让我们的情况变得比现在好很多，不管是从去年的9月份开始说，还是从去年的年初开始看，我们都知道流动性的枯竭永远是一个让金融体系和金融机构感受到唇亡齿寒的唯一感觉。

沈联涛：现在让你每天都非常清醒的问题是什么呢？

埃利安：就是时差。

沈联涛：好的，非常感谢！