

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。

專題午餐會

時間：2017 年 1 月 16 日 中午

地點：香港會展中心 3 樓餐廳

■ **埃利安 (Mohamed A. El-Erian)**

安聯集團首席經濟顧問; 奧巴馬總統全球發展委員會主席; 太平洋投資管理公司前行政總裁兼聯席投資總監

埃利安：大家下午好！我感到非常榮幸也非常高興今天能夠參加這個重要的活動，我想在此感謝組委會邀請我參加本次在香港舉行的亞洲金融論壇，能夠見到這麼多的新老朋友，我感覺到非常榮幸。我跟大家交流的目的是希望有一個對話，這個對話就像剛才丁總提到的在不確定性和確定性之間的平衡，而且要從如何去影響世界未來的發展，以及如何塑造未來產品的生產以及影響產品和商品的價格等角度，特別是要從資本流動的角度去分析它的影響。

我們不得不非常坦率地承認，經濟學家在預測未來將要發生什麼事情方面並不是做得非常稱職。在現在的背景下，經濟學家要做出精確的經濟推測是很難的。我們現在都在談英國脫歐，全球 30% 以上的政府債務都是以低於利率的水平在交易，就是你付款來把錢借出去，當時沒有多少人是知道這個結果的。如果政府是善於做預測的，顯然應該採取更謙卑的態度來對未來進行預測。共識其實不是唯一解釋，有一種強大的聲音認為 2017 年將會比以前更加難估計，即在基本上不變，但將會比以前更加強烈地感受到風險。它意味著什麼呢？意味著全球的經濟增長率將會低於 3%，可能比 2016 年高一丁點，但是仍然不可能回到原來的歷史高位。各地域表現都與去年差不多，美國顯然經濟

會保持在 2.5%-3%左右，歐洲、日本 1-1.5%左右，中國、印度比較強勁，在巴西和俄羅斯走出衰退，這些國家差不多就占到了世界 **GDP** 的 3/4 了。

第二個是我們去控制金融的不確定性的發展，也就是說我們要有效地控制金融的不穩定性，但需要一個強大的資本市場，資本從債券到股票市場良性的轉變，同時要看到基本面方向強有力的轉變。市場已經體會到了這一點，在特朗普當選之後，他們認為平衡會走向另外一端。這可以從三方面來分釋。第一是他當選總統的一些說法，他的一些措辭開始變得不那麼極端，在經濟層面他強調那些能夠推動經濟發展的因素，比如稅制改革，還有放鬆管制，基礎設施方面的投資，其實市場還是非常歡迎這樣的說法的。第二點是關於貿易的說法也沒有那麼極端了，在他的發言當中反增長的言論開始減少。第三點是共和黨控制了美國眾議院和參議院兩院，立法就會變得方便一些。我們已經聽到了推動增長的說法，和一些不是那麼有害於貿易的言論，所以令道指增長了 9%，政府債券的指數上升，美元也走強了。過去討論過一遍又一遍的經濟解決方案，終於有機會成為可被執行的解決方案了。

上述的一些基本面應該讓大家感到舒服，但是有兩個例外。首先是如果這種情況持續下去的話，美元會持續走強，這會產生兩個影響，一個是經濟上的表現，美國的經濟發展會超過其他的發達國家，會有更多的資本流入美國，這會幫助美元進一步走強。第二個是在這種情況下，美聯儲會至少加息 3 次，市場的預期是 2 次，但是在我看來如果這個基本面得以實現的話至少應該看到 3 次加息，讓更多的資本進入到美國，它又會進一步加強經濟的基本面，美元如果太快地走強的話也會有問題，可能讓這個系統當中其他的因素受到影響，一再重複過去經歷過的一些事情。所以如果你接受我們的基本面的話，那麼你最擔心的，或者最大的不確定性就是美元。但是我要警告大家，千萬不要接受我剛才所說的那些基本面的說法，這個基本

面只是一個斷面，只是我們今天世界某一瞬間的快照。

對於市場如今的共識，其實大家都不太明白產生這種共識的背景是什麼。其實我們現在正在一組矛盾衝突當中，這些矛盾和衝突是來自多年的低速增長以及相關的政策。為什麼會有英國脫歐呢？因為保守黨的黨首在卡梅倫大選之前承諾給一個全民的公決，因為他擔心自己的政黨政治基礎，他為什麼會擔心呢？因為英國的獨立黨開始進入到英國的政治中心。特別令人諷刺的是，只要英國獨立黨在英國議會中佔據一個席位就會導致英國的脫歐，根本不需要進入到英國政府就能夠改變政府的政策。而在美國，這種反建制的情緒最終導致了特朗普的上臺。這就是一種民間的憤怒，無論是荷蘭，還是法國，還是德國都要進入到大選年，我們可以看一個憤怒在這當中扮演的角色，它真的會產生一些不可能產生的結果。所以第一個矛盾就出現在政治領域。

第二個矛盾出現在經濟領域。當你在成長的時候，西方的經濟增長速度比較慢，而經濟增長的收益又不是讓普通人享受到的，所以不僅會影響到現在的經濟增長的表現，而且還會影響未來的經濟增長的表現，結構性矛盾會變得越來越嚴重。從金融的角度來說，當你讓金融系統的利率非常低，甚至是負利率的話，就會逐步把金融系統提供長期安全產品的能力就給剝奪掉了，比如保險產品，還有養老金產品等等。越來越多的人會自行為未來打算，因為這個系統已經不能給他們提供足夠的保險了。

央行現在的政策效率越來越低，比如日本央行已經變得越來越低效的，亦促使他們在政治上變得越來越脆弱。如果你能夠用動態的眼光關注 2017 年的話，2017 年會是一系列事件綜合交織產生的結果。你得到的結論就會非常簡單，2017 年會給大家更多的驚奇。如果大家真的關注我剛才所說的這一切的話，大家達成共識的可能性就越來越低，在接下來的兩年時間裡面可能真的會有一些不平衡的情況出現，這往往是政治上的選擇，而不是經濟上的選擇。如果政治變得越來越糟糕，如果美國開始反對國際貿

易，如果英國脫歐是一個痛苦艱難的過程，如果這種反建制的運動在一些地區性的選舉當中大行其道的話，並且推動了民粹主義的產生，而當政治家更多地關注內部事務而不是具備國際視野的話，我們會從低增長轉變為衰退，從人為的金融穩定到沒辦法解決的金融波動，這是一種可能性。

還有另外一種可能性，它的可能性跟前面的一種可能性是一樣的，那就是我們對於政治系統的一種調試，政治系統會對人們的憤怒作出回應。最後我們都會在經濟上面達成某種共識，我們會達成什麼共識呢？我們需要四樣東西，首先我們需要改革，這個改革是有助於推動經濟發展的，比如稅制方面的改革，放鬆管制，基礎設施的投入，以及對勞動力市場改革。第二是要減少對於貨幣政策的依賴，而更多地依靠財政政策。在西方世界在財政政策方面還有很多的空間。第三點可能有點不容易了，那就是要對那些永遠還不清債的國家給予債務的減免和豁免。最後要強化歐洲的地區架構，以及加強全球的架構。如果政治家願意在這些方面取得一些進展的話，肯定能夠為我們的經濟注入更多的資本。如果這種情況出現的話，我們就會看到有一些非常有趣的創新出現。

我想讓大家想像這樣一個場景，你是一個老師，在年初的時候校長跟你說我有一個好消息要告訴你，你當然會問這是什麼好消息呢？校長說教室，也就是實體經濟跟去年相比會好一點。你會想這是一個好消息，如果我的教室更好的話，那麼我們的教學過程就會更為簡單一些。然後校長跟你說這是有條件的，你的教室會變得更為不確定，班級裡面可能會出現一個搗蛋鬼，我不知道作為一個老師是什麼感覺，那就是我們現在的感覺。我們也會進一步討論這個問題，如何來應對這個問題，非常感謝！

主持人：非常感謝埃利安博士，我們非常榮幸地請出沈聯濤教授，香港大學亞洲環球研究所特聘傑出研究員。

沈聯濤：我聽到一個非常有邏輯，非常明確，非常具有說服力的發言。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。我的回應是稍微總結一下你剛才所說的，專家可能經常作不出準確的預測，我們現在不得不作出更多的預測。你剛才用教室做了一個比喻，我挺喜歡這個比喻，但是我想告訴你我們亞洲是如何作出回應的。當危機發生的時候，其實教室裡面的反應是這樣的，如果老師搞錯了，那學生們做什麼呢？我們仔細地思考你告訴我們的一些事情，你覺得可以樂觀地恐懼。我的問題非常多，範圍非常廣，你跟我們分享了很多東西，我們來討論一下，首先你覺得美元會走強，你如何建立特朗普和美元之間的關係呢？

埃利安：首先我想說如果你是在世界的這個部分，這是一個完全沒有解決的世界，我們都進入到一個系統當中，這不是我們自主選擇的，在這個系統當中有美國、歐洲，美國在外匯儲備方面佔有非常大的優勢，因為可以印鈔票。同時他們擔起了要好好管理這個世界的金融系統的責任，但是 2008 年這個範式被打破了。之後我們對央行的過多依賴，進一步增加了對這個系統的不信任，但要替代現有的系統不是一件很容易的事情。我們會對整個系統提出了懷疑。我們想問歐元區或者歐盟區和英國之間的關係是怎樣的，然而當需要優質資產的時候，美國仍然是一個避風港。所以充滿不確定性的時候美國就非常不錯。

如果我們剛才說的基本面都不錯的話，美國的經濟會不錯，而且美國的貨幣政策也會正常化，所以美元還是會走強。歐洲需要非常強的政策，在日本也需要非常強的政策，政治家正朝著這個方向在努力。對我來說我不是一個線性的思考者，至少美元現在在逐漸走強的過程中，因為在世界大多數地方美元還是主導的貨幣，當然這也是這個系統出現問題的原因。一旦美國反貿易的思潮抬頭，我們可以看一下比索發生的事情，就是特朗普當選之後比索發生的事情，人們很擔心美墨之間的關係，所以就出了問

題。所以特朗普當選之後比索立即走低，這種貶值肯定有一個平衡點，一定的貶值會讓經濟取得一定的優勢，但是過度貶值就會對經濟造成傷害了。

沈聯濤：很顯然，無論從什麼角度來說，美元走強現在是有數據支持的。你剛才說如果我們在好的前景之下，特朗普和共和黨會對基礎設施進行投資，會推動美國經濟的發展。而隨著國際政治或者地緣政治不斷緊張，會有更多的資本跑到美國去。隨著美元的走強，美國也會成為一個太大而不能倒的例子。什麼時候美元會走到讓人擔心的地步？是很快就會達到這個狀態還是慢慢地達到這個狀態？

埃利安：貨幣的突然走強或者走弱可能有一些技術上的原因，過去如果美元的利息上升的話，歐元的利息就會保持在低位的水平。現在因為資本的流動性，我們可以注意到，無論美國和歐洲做什麼事情，美元的息差和歐元的息差竟然能保持非常穩定的狀態。可能貨幣市場的表現，或者貨幣的表現會在一定程度上跟經濟的基本面出現偏離。現在最大的問題可能是保護主義的產生，有些國家會出現資產管理方面的錯誤，他們總是在介入美元，大多數的新興經濟體都願意用美元進行借貸，因為利率比較低。不少主權國家已經接受了教訓，他們逐步放棄了這種做法，最大的問題是不少公司企業仍會借入美元，要知道當你借入硬通貨卻以自己的貨幣償還的話，一旦匯率發生變化時就慘了。**BIS**等研究機構已經就公司企業的借貸可能出現的錯配和影響進行了不少研究。

沈聯濤：這個就比較有說服力了，我們記得八九十年代都在研究這個問題，當時美元也是走強，就像現在一樣。我記得你當時傳遞出來的信息跟現在所傳遞出來的信息有點相似，我記得當時提出未來是否會出現問題，你也予以了肯定。你剛才提到央行當初的角色和現在的角色變化的關係，但變化並不是在所有的方面都能做得盡善盡美。您覺

得未來央行的政策會往什麼方向發展呢？

埃利安：我覺得之前央行有很多工作，或者說有很多角色是被賦予了比較完美的角色，但顯然不能什麼都做，也不能什麼都做得非常好。2010年8月份，當美國的政治體系癱瘓的時候，當時美聯儲發表了一個演講，也就是當伯南克說我們未來確保宏觀經濟產出的正常性，我覺得這是非常重要的信號。他當時說了兩件事情，這讓我感到非常震驚。第一如果你採取非傳統手段，收益、成本和風險，都要有非傳統的情況。如果是傳統的角度來講風險越高收益就越高，而非傳統政策下，央行顯然有更多的自主性，他們更多地介入或有干預的責任，如果你認為這是暫時的，或者是持續一段時間的操作，這也是可以被理解的。就好比你看病的時候，只有當醫生有足夠的工具和設備解決一些疾病困擾的時候，他可以進行正一口月人土治療，否則醫生亦會給出一定的善意或幫助，更甚是醫生他不情願或勉強的情況下做出治療。但是這樣的急救措施很可能會產生負作用，顯然這個負作用不是我們事前能預料到的，包括日本央行等在內的機構，當時就處於非常尷尬的境地，他不得不選擇一個讓他非常不願意看到的結果。因此央行的操作介於兩端之間，非常有效，不太有效，一部分有效和無效之間移動，日本央行當時就在完全無效和取得一點點效果之間移動。在我看來美聯儲顯然會採取一系列的措施來加息，在特朗普總統上臺就職之後我相信一定會採取加息措施，一直到2017年底。當美聯儲穩定的時候，歐洲央行以及日本央行也希望能夠走強，但是他們不知道怎麼辦。英格蘭銀行也遇到了環境上的變化，但是他們不知道這個應對措施從何做起，這也是很多央行行長以及銀行監管機構，他們不知道從什麼地方著手。

沈聯濤：我們看一下日本的問題，在我看來顯然他們已經做了他們可做的最好的事情了，但是在這種情況下，他們只能舒緩國家的貨幣政策才能解決這個問題。他們所經歷

過的非常艱難的歷史時期應該是可以被理解的，就像很多央行的高管提出的一樣他們也希望打出組合牌，但是打牌的難度是非常高的，不是那麼容易的。

埃利安：我們應該這麼來看，從政策利率的角度來講，如果長期處於負水平會有什麼影響呢？比如日元走強了，經典的經濟學教科書會告訴你這個利率不會簡單往下，而是會往 0 以下的負利率走才能確保日元走強帶來的積極效果，但顯然這是不可持續的。

沈聯濤：英國脫歐等很多因素之下，顯然有很多偏離我們原來預期的事情出現。我們來看一下監管的問題，其中最重要的因素，在過去那麼多年當中，自從危機發生以來很重要的因素是什麼呢？比如我們看到匯率越來越波動，量化寬鬆顯然也對我們的資產負債產生影響。規管已經蔓延到了很多領域當中，就像特朗普本身也必須在這方面採取措施，在這方面您是怎麼看的？

埃利安：有時候監管如果過度的話就要回調，不足的話就要伸張，2008 年是一片大混亂，就像你上高速一樣，你開車上高速最重要的事情是要把速度降下來，而不是要開多快。當速度太慢時，又會效率偏低，從監管的角度應該換回去，這是美國的情況。而歐洲遇到的問題還是揮之不去的，依然需要有一定的監管措施在裡面，所以歐洲面對並非太慢並需要提速的問題。在美國，顯然出現了過度的監管，因此在某些地方可以做一些寬鬆的處理，來做一些加速和提速的提示。我覺得我們不妨對這個問題持觀望的態度，看一下最終會發生什麼問題。

沈聯濤：接下來大家有任何問題可以提問。在你的寫作當中有一個思想是一以貫之的，就是你一直非常重視就業的問題，為什麼不和其他的經濟學家不一樣，老是把就業作為一個非常重要的政策制定的起點或風向標呢？

埃利安：這是一個非常好的問題，我一直非常關注勞動力市場的健康問題，這對於長期的社會發展和存續來說是非常基礎性的。我覺得有效的雇傭和有效的就業對於經濟的長期發展、社會的進步和穩定是非常重要的。在美國，當然歐洲也好不到哪裡去，現在我們的人口當中很大一部分其實不是有效的勞動就業中的一員，有些地區就業出現了下降的局面，甚至是出現負就業率的情況，如果就業狀況持續惡化，顯然這個國家不管出臺什麼政策都無濟於事。因此我們覺得這種措施的，桑德和特朗普當時爭論得最厲害的一點就是就業的問題，人們可以容忍收入及財富的不公平，但當收入、財富和機遇三座大山都統一壓在一群人身上，一定會出現問題。貧富差距過於懸殊對於經濟的發展是沒有任何好處的。當富有階層在危機之後會通過侵蝕市場份額，或者是不平等的交易行為攫取更多的財富，而窮人看不到未來任何的發展和個人福利的提升。這些數據的走向都與個人就業的有聯，可以記是經濟發展非常重要的風向標。

在歐洲的就業率較美國低，但是我們知道年輕人的失業率越高，並非好事，長期失業可能會失去就業的可能。比如說我失業了已經 4 年，相比一個剛剛畢業的大學生，僱主會更偏向聘用畢業生，而這將令失業人士變得更為焦慮，進行感到憤怒並提出有訴求。

沈聯濤：你是否覺得歐洲未來的發展方向有點像我們提到的會走向分崩離析呢？

埃利安：首先我不知道英國脫歐具體的情況現在是怎麼樣的，可能要等到明天首相的發言之後才知道，市場對此有很多的猜測，對脫歐的形容有「軟」有「硬」，但較少有人提到速度。如果在去年 6 月英國說會啟動第 50 條，但還沒有任何的準備措施去應對的話，那麼整個情況就會變得非常糟糕。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，我們不妨觀察一下這個時間當中是歌舞昇平還是一片寂靜，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的態度和立場。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。貿易要在一定的寬鬆流動性的支持基礎上才能夠活躍起來。過去市場中介的規模較大，而終端用戶較小，用

家可以取得足夠流動性，但危機過後，很多金融中介的流動性受到了一些政策的擠壓而出現了收縮，而收縮的同時終端用戶群的體量在危機發生之後又出現了不斷地增長，所以出現了頭寸的異動和調整，這就是留給央行很多頭疼的問題了。如果你問我現在最大的風險在哪些領域呢？我認為就是流動性，不管是對產品組合來說，對資產組合來說，對公司的發展來說，如果我們的流動性出現一定程度的向好的話，它可能會讓我們的情況變得比現在好很多，不管是從去年的 9 月份開始說，還是從去年的年初開始看，我們都知道流動性的枯竭永遠是一個讓金融體系和金融機構感受到唇亡齒寒的唯一感覺。

沈聯濤：現在讓你每天都非常清醒的問題是什麼呢？

埃利安：就是時差。

沈聯濤：好的，非常感謝！