

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。

Dialogue with Mohamed A. El-Erian

■ 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

■ 沈聯濤

香港大學亞洲環球研究所特聘傑出研究員

沈聯濤：歡迎大家來到這裡，我們這裡坐滿了人，你們來到這對我們來說是非常重要的。大家在午餐的時候聽到埃利安教授的一些看法，他是非常偉大的學者，他非常正直，俱備真知灼見，談話平易近人，讓我們深入地瞭解如何建設性地去處理問題。我們前面半個小時是來解答我的問題，埃利安教授也會問我一些問題，剩下的半個小時就讓台下的來賓問問題。大家可以把問題寫在紙上，或者是站起來直接提問。

埃利安：先讓我插一句你剛剛說得太好了，我會不好意思的。第二點是大家應該要多認識沈聯濤，你們可以在他身上學習到很多，而不是在我身上，所以應讓是我要向他提問。

沈聯濤：埃利安教授得到奧巴馬總統任命作為全球發展委員會主席，您是否可以跟我們談談，今天世界發展面對什麼問題，未來發展我們需要考慮到什麼問題？

埃利安：先讓我解釋一下，美國有一個顧問制度，任命來自政府以外、背景不一樣的各行業專才，以補充及完善政府內部的構思。裡面有學者，有民間人士，有商人，背景非常不一樣，除了做白宮讓我們做的問題，亦會就自己認為重要的問題進行研究，包括競爭，就業和發展等，我非常榮幸可以作為主持進行研究。

說到發展中國家的時候，他們有時候沒有辦法銷售，我們要做的不是支援而已，我們需要有一個全新的框架，我們要思考的是做創新，做試驗，做財務的整合，我們要和

大家建立夥伴關係，民間也非常重要。我覺得最讓大家覺得氣餒的，是現在發展並不能達到至三贏，三贏是什麼意思呢？首先你幫助貧窮的人，第一個贏，第二個贏，提高自己的利益，因為我們都是住在同一個地球上，第三個贏就是 $1+1$ 大於 2 ，現今發達國不認同這三贏的局面，我覺得非常可惜，經濟亦變得越來越內向。另外人道主義方面，我們在移民方面也遇到一個很大的問題，發達國家也不支持。很多人認為他們所支付出去的是因為他們的投入，而不是產出。所以這些發展不是很樂觀，我不知道特朗普上任之後是否會持續這個工作，我們暫時還沒有聽到他的任何動向。

沈聯濤：我們來思考一下全球發展協會，我們看到大權力的結束，現在的領導面對的是各方尋求自己的利益，我們要怎麼推動全球發展呢？所以您覺得面對這種改變要怎麼進行？

埃利安：我不知道您是否有看過《紙牌屋》，裡面有一句話是說我不能作出任何的評論。我們看到發展的確面對很多的挑戰，這就是全球一體化所面對的一個問題，就是包容性非常低，如果大家去推動全球一體化，在共識之下，大家覺得這個隱形的手就會讓大家都包容進來。但是我們看到的卻不是這樣子，不單單全球一體化沒辦法推進，很多人還反對推動全球一體化。在過去人們會相信政府，相信專家，但是現在這種信任失去了。因此，同時也影響到很多的方面，因為社會就需要信任，沒有信任的社會將會非常麻煩。

沈聯濤：我跟大家說一個例子吧，對我來說，英國脫歐的幾率非常低，但是在投票前的兩周我去找我的大學同學，他是一個文化程度非常高，在世界各地居住過、工作過，他是經濟學家，他是做金融的。我會以為他毫無疑問地支持英國留在歐盟。我住在他家，我根本沒想到會問這個問題，我還是問了他會怎樣投票，我以為他會說英國留在歐盟，結果嚇我一跳。我說你知道會有什麼經濟後果嗎？他說知道，但為什麼要離開呢？他說要重新取得對邊境的控制。這個是非常懸的東西，要重獲控制。我們不應該丟掉全球化，而是可以怎樣更共融。

埃利安：我也有這個情況，在選舉之前我碰到一個朋友，他是全球化的受益者，從事金融業的，我問他你怎麼看。他說有些事情會很激烈地改變，我說你的意思是什麼呢？當最好的朋友拒絕回答我的問題，因為解釋為什麼這樣投票是很不禮貌的，我覺得已經有答案。現在你坐長途客機，睡不著打開看電視，就看到處處都在談美國的制衡機制是可以維持的，為什麼制衡機制會成為熱議題目？

沈聯濤：我想人們對這個位置是有非常高的道德要求的。就全球的和平來說，他可以發出的意見，對我們來說，如果第一大國的頭號人物，不是代表大眾，而是自我利益為先的話，其他的人可以怎麼樣？妄自評論其他的人。美國的制衡能不能處理這個情形呢？我不太肯定。中國人的話是勝者為王，敗者為寇，事實上整個環球氣氛轉化得很快，你覺得歐洲是不是都這樣？法國、德國是不是都一樣呢？我們看到富有的國家不感到他們越來越富有，所以這個援助人權方面的問題就被質疑了。如果特朗普可以解決問題，讓美國再度有增長，如果這樣的話就可以帶領歐洲也開始有增長，新興市場也開始會有增長。大的問題我們現在看到的是美國在復蘇。經濟師、策略師沒有捕捉到這個增長，分析方面認為宏觀經濟失敗是因為科技沒有增加生產力，所以在統計數上所有的生產力，我們享受的幅度和快樂等都有所增加，但我們現在是全天候都充斥著所有的資料。

埃利安：我覺得有趣的是，你看金融市場，他們會說你在說什麼呢？我們有如教科書裡面的最經典反彈特朗普之前被選出了，道指跌了 800 點，他凌晨進行勝利演說，講了一個原則，就是提到要怎樣支持增長，不可以反增長，翌日他就說到奧巴馬總統支持的引論，之後的一天共和黨也是支持他，然後就有一個最經典的情況，就是一些最

受益的股票，最受稅務改革好處的那些股票，還有金融、工業方面就反彈了。之後第二個階段，人們覺得如果這些股票做得好，其他的都應該好，科技方面也上了，其他的股票也上了，所以是一個很有秩序的金融市場的行為。都很相信，很支持，美國政治的顛覆會帶來更高的增長。政治上的描述就很不同，是什麼意思呢？

沈聯濤：你提的這點宏觀經濟忽略了政治，如果道指對於每股的盈利是 X ，加中國關稅 45%，到公司增加的利潤是 Y ，然後在有限的直線算法，原因很簡單，有兩個基本元素就是關於投資的策略，就是買入，然後持有，為了真正的價值，或者你拿了錢然後走。以前美國就是買入，然後持有，如果你投資在比特幣，你會賺很多錢。現在所有東西都是短期的。

埃利安：我覺得大部分人，套用你說法，調高中國的關稅 45%，對方也會進行報復，你不會得到盈利的增長的。所以你不會有這樣的關稅，因為這是雙輸的情況，其實不會有貿易戰，所以最後是支持增長，不會有貿易戰，這就是市場的預期。這是自我利益的計算，到最後如果有貿易戰就所有人都受苦。如果這個是錯的計算的話，那應該就會有更多的波動。

沈聯濤：所以現在市場怎樣反映這個不明確情況？我們看到了很有趣的一點，想聽你的意見。金融的未來在哪裡呢？金融的業務模型就是要有大的杠桿，到某個程度就有轉變，現在的情況是利率非常低，杠桿非常高，資產市場價值在歷史高位，如何監管是是一個問題？另外，金融科技是不是真的會變成非常重要？有一個說法是，現在是央行拿走了金融行業的午餐，金融科技在吃這份午餐，有些銀行家根本沒午餐吃。這樣的話，你覺得金融業會怎樣走？

埃利安：我們要先分開傳統金融和其他的金融，過去金融業毫無疑問是服務實體經濟的，但是 2005 年後出現轉變，與甚說金融，倒不如說是金融服務業。不少國家亦希望籍金融接高經濟，那些時間各地都競爭要成為金融中心，法蘭克福、倫敦、紐約，還有迪拜、瑞士、愛爾蘭、冰島，總之其他都不要緊，只要你可以增長金融，這個可以讓你的 GDP 倍增。儘管當局覺得如果這麼好，那我們就減少監管吧，金融就變成越來越不是服務實體經濟，變成服務自己，所以有很多衍生工具買賣，房屋就是一個例子，所以我們就愛上了金融，作為一個增長的引擎，作為一個催化劑。

金融增長過發的話引發其他的後果，2008 年我們就看到這種情況。所以我們就要回到最初，到底是什麼因素推動增長，人們是否知道金融沒有辦法為我們帶來真正的增長呢？不管是在美國，還是在歐洲，我們都需要有真正的推動力推動增長。我們打破了過去的增長模式，美國已經開始修補，歐洲還沒有開始修補。所以我們讓金融太重要了，但是我們不應該這樣做，在傳統的金融中我們意識到銀行現在被壓榨。你應該意識到不只在金融業，我可以告訴大家這種現象是多麼可怕，希爾頓花了 100 年的時間才積累了 70 萬個酒店房間，他們要管理酒店，要蓋酒店。Airbnb 只花了六年而已，就提供了 100 萬個酒店客房，airbnb 從來沒有管理過任何酒店，而 Airbnb 的領導根本不瞭解酒店行業，但是他們利用制度、流動性以及大數據，完全革新了一個產業。Uber 的情況一模一樣，還有很多的例子。在過去很長的時間內，金融業覺得自己受到保護，但是我們現在看到金融業面對同樣的衝擊。他們面對最大的挑戰跟媒體一樣，而他們現在還不知道怎樣應付，我想這方面有三個模型可以利用，第一個是嘗

試著利用現有的平臺來提供內容，這也是自我破壞，自我破壞是非常困難的，我只知道幾家是自我破壞的，亞馬遜、穀歌、微軟。但是很難找到現有大型的企業做自我破壞。第二個是自己主導內容，當你自己主導內容的話就需要有空間，這非常困難。第三個是讓他們同步地發展，然後平行地發展。當他們焦急的時候就有一個破壞的積極面。在未來幾年，金融業可能就會有這種破壞性的情況發生。

沈聯濤：非常好，感謝您的看法，您剛剛所說的比這些顧問所說的還要重要。接下來現場觀眾進行提問。

提問：您提到歐洲是一個單一的區域，實際上卻不是單一的，因為歐洲有不同的經濟體，他們的增長率不一樣。歐洲不應該把它視為一體，或把歐元區視為一體。

埃利安：的確是這樣子，歐洲的確是非常多元化，但是歐洲所選的模型就是歐元區所選的模型，就是要有共同的政策。所以挑戰是怎麼樣在一個結構思維那麼多元化的情況下，使用同樣的政策。舉個例子來說，你坐在一張非常穩的椅子，你坐在那麼穩的椅子就是因為這個椅子有四條腿。歐盟有貨幣聯盟，銀行聯盟，財務聯盟，政治聯盟，如果這四條腳跟椅子的四條腿一樣的話就非常平穩，這個多元就不會影響到大家，也不會讓大家思考每一秒會有危機。但現在歐元區只有一條半腿，你想想坐在一條半腿的椅子上是怎樣的呢？貨幣雖然一體化，但銀行上只能算半條腿，財務整合大家沒有一個共同的意見，因為大家的結構不一樣，所以大家沒有辦法同意。所以你如果坐在這張椅子上，只有一條半腿，還有很多人坐在一起。雖然很多元，但是這種情況一定會讓他們面對不平穩。所以要解決的話就一定要有四條腿。可能根本不需要有一個向今天這麼龐大的聯盟，但是我們一定要等他們有了完整的四條腿。的確歐洲非常多元，有幾個不同的經濟體，但是政治卻沒有具備一個結構讓他們可以避免一些重要的問題。我相信歐元區，但是前提是這四條腿要完整，不是單靠一條半腿而已。

提問：特朗普證明了幾件事情，例如他有不同的談判策略。你提到因為科技的關係，有很多工作受到影響，。特朗普有沒有解決這個問題的方法，以及提高基本工資呢？

埃利安：我不認為他會提出全民基本工資，我沒有投給特朗普，但是我覺得印象深刻，因為他的成就，我想很多人都認為他可以選上總體的幾率給得很低，他利用 Twitter 是非常聰明的方法，讓人每天早上起床就想看他的 Twitter，未來肯定會有很多書研究的競選策略。他的成就是什麼呢？他有很多成就，專家都低估了他，我再強調我沒有投給他，但這是事實。

毫無疑問，不單單是美國，很多國家面對兩個結構性的問題，一個是科技，一個是人口結構，這些也改變工作的性質，為什麼提到全民基本工資？就是說情況變得很快，可能隨時就有不同的情況。如果你跟一些搞科技的人，他們會告訴你一些非常可怕的，一個非常有名的遊戲，你下賭注，而且每次贏的話，你的錢會積累得非常快，這是乘數的效果，這非常可怕，科技的發展就有這個乘數的效果。如果一些發達國家幫助潛力國家會有很多的好處，特朗普就是鼓勵民間應該發手揮他們本身的潛力。我們結束了 2008 年的金融危機，雖然利率很低，很多企業都不想要重蹈覆轍，留了很多現金。一些較為積極人士會用這些錢來發紅利，買股票，做一些收購，但不是投資在工廠、廠房、人，為什麼？大家對未來有很多的不確定性。如果可以改變企業用

現金的方式，你應該可以讓經濟的增長快速發展起來。所以我不是說人口的改變和科技的改變，哪怕那麼複雜，我們可以做得更好。

提問：我想問一個政治的問題，我在過去歷史當中，沒有一個當選的總統受這樣多質疑，而且共和黨拒絕承認特朗普，甚至可能會有一個影子政府的成立。而且很多民主黨人士不願意出席新總統的上任儀式，您的看法是什麼？

埃利安：每當你作一個公開的討論，你就發現只有一條線分開，像我這樣的講者就希望很將近這條線，但不能夠跨過去，政治不是我專業的範疇，但是我用另外一個演繹的方法去說。美國現在是一個有分歧的國家，如果一年半前我告訴你社會主義者會做得很好，大部分讓像我這樣的人會說不可能，你在美國說自己是社會主義者你不會有什麼進展。但是現在有一個很大的分歧，有一股很大的抗拒力量，同時也有往前進取的力量。特朗普比希拉裡少了 300 多萬張票，但是選舉人票他贏了。有一些人不願意視為支持當選者的，我不知道一個影子政府是怎樣操作的，所以我不認為這是認真的。其實國家應該比以前分歧更大，這個才是真的。很多時候都可以有一個很激烈的辯論，以前終於可以有一個共識，現在就不會這麼容易了。要看特朗普是不是能夠很好地管理。所以我覺得看在國家裡面的分歧，我不知道影子政府會是什麼樣的。

提問：這個也是延續午餐會的時候說的，談到發展委員會，負責金融方面的，有很多的衝突發生，怎樣可以減少風險呢？讓我們能夠有更大的金融共融？我們要避免一些很嚴重的後果，有些國家能不能夠得到清算，或者大、中銀行方面的服務？這對大部分人有一個大的影響，您覺得怎麼樣？

埃利安：金融共融這個概念主要是應用在發達國家，就是允許小的企業以低成本融資，你就可以很有異議地增加生產力，也可以節省人力。但是你看現在的努力，金融融合在發達國家裡面採納了，就是看系統在哪裡失效了。很有趣的是科技金融的人在做 P2P，有很多金融科技的公司用行為科學可以減少邊緣化部分的成本，一夜之間在美國金融共融的元素被金融科技擁抱，作為增加金融的共融性的方法，而且要有利潤來做。我覺得這個是令人鼓舞的一點，我唯一覺得要小心的是這些模型沒有測試過，沒有在壞的時候測試過。創新的歷史是減少進入的障礙，而進入的障礙是避免出現過剩生產，當我們看到障礙下降的時候會過剩生產，會過剩消耗。你看看工業革命，在鐵路第一輪創造了很多的過剩，大量企業破產倒閉，第二輪有更合理的情況，我們在很多金融科技方面還沒有第二輪。

提問：我在想這個是不是跟您的價值觀有關，二戰後的論述資本主義全球化，公平貿易，其實信念就是共贏，整個餅會越來越大，但這個信念已經破解了，很多人開始質疑這個餅是不是真的越來越大呢？有很多證明說是相反的，一方面我們有隱藏的成本，比如氣候轉變，沒有考慮過有過多的消費，有國家的負債，這樣就好像向下一代打劫。另外也有人告訴大家這個系統是失效的，差異懸殊。其實比你可以想像的更大，人們不再相信這個餅會越來越大，你怎麼辦呢？你要確保會比另外的人得到最大的一份。這樣對於未來一代會怎麼樣？如果人們集體都開始不再相信這個餅會越來越大，只是一個迷思，所以人們就開始要搶佔最大的一塊了。

埃利安：這是一個很深入的問題，我有一個 13 歲的女兒，我常常想她會繼承什麼呢？我們向未來借了增長，這是央行做的，他們不能夠創造增長，但是他們可以改變增長的時間分佈，我們向未來去借。當然如果我們能夠帶來更高的增長那沒問題，否則我女兒一代就會面臨高負債和低增長，這是最糟的組合。我們對全球化有錯誤的認識，從 2010 年我們再沒有一個每年預算的批准，國會不能有一個共識批准一個新的預算，所以總是同一個預算一直去用，其實世界已經改變了很多。一個最基本的經濟管制元素就是每年的預算方面，這個都失敗了。這個是最強有力的工具，但是這方面失敗了。在美國不能夠管理全球化的失敗，就是拿走了一些工具，這些工具是可以帶來共融的增長，為什麼拿走了？就是因為在政治環境裡面，如果你是共和黨，你最大的威脅不是民主黨，而是你的黨裡面最極端的部分，如果你是民主黨，最大的威脅也是你黨裡面最極端的。所以最簡單的就是兩極化。全球化一部分的失敗是自我引起的，我不知道我能不能說得更遠一點，在歐洲，歐洲不能夠一直寬恕希臘的負債，但是沒有這樣的話，希臘再不能夠增長。我們學了這個教訓，在 80 年代的時候，我們看到當負債太大的時候有兩個效果。你不想讓自己受影響，你就想留在家裡面。我們在歐洲拿走了一個很重要的工具，就是在拉美的危機當中學的，還有 1996、1997 年非洲的情況。當非常困難的時候，最正確的方法就是去寬恕這個負債，這有些情況是我們自己引起的，我不知道我們應不應該完全放棄，我相信應該有更好的方法去管理。

提問：我之前聽您的一些同事談新常態，您今天的新常態是什麼呢？

埃利安：我的同事跟我很幸運，因為我們經歷了金融危機，而且也克服得挺好，2009 年 1 月我們的想法是接著會有什麼。我們發現這個不是週期性的震盪，這個增長模型本身有問題了。我們發現要走出這個危機，我們不會有很典型的 V 型的週期性的恢復，反而是一個 L 型的復蘇。我們嘗試去瞭解你怎麼樣向其他人表達這點，我們用很多不同的詞匯，我們就決定採用新常態。華盛頓的官員說我們一定要認真地重視這個新常態，我們要從日本的經驗去學習，我們要從發展中國家學到這並不是一個週期的震盪。我還記得一個非常高層的官員，他們的思維都是中期，如果你在西方國家成長，你就習慣這是一個中期，如果你在發展中國家的話就習慣是長期的。2014 年的時候我們發現有增長力的問題，而新常態覺得太客氣了，經濟學家說是一種週期的停滯。我開始寫我的書，希望展示出新常態不單單是對過去六年有相關性，對未來六年也有很強的相關性。後來我發現新常態的問題，它帶來自己的破壞性，為什麼呢？因為當今市場為主的資本主義，如果要慢下來的話一定會帶來破壞。所以在書裡我寫了十點，說到新常態並不是一個能很好地預測未來的工具，我們看到政治上，如果你的增長速度很慢，時間很長的話，人們就會生氣，而人們生氣就會反政府，而突然間整個體制就會被拖垮。而經濟也是一樣，經濟增長要是增長得慢，而且時間很長的話也一樣，銀行也是一樣，負利率不能維持得太久。所以共識是我們擁抱新常態，但是卻忽略了新常態所帶來的影響，所以要思考未來的話，我想需要有更好的方法，不是沿用新常態，我們沒有辦法支持新常態，央行沒有辦法持續，政治也沒有辦法持續，我們現在走到末路。而左右兩個可能性，我們沒有任何的道路是已經決定的，其中一個政治的反應非常積極，經濟的方法大家都認識，可以得到執行。這樣低增長率變成高的增長率，人為的增長變成真正的增長。但是如果不這樣子做的話，低的增長率變成衰退，這個情況就會非常棘手。特朗普上臺，以及英國脫歐，就把我們帶到 T 的盡

頭，我不知道我們是否已經到了盡頭。這是一個政治的問題，你覺得這些政治領導是否會有所作為，還是會繼續使我們死亡，我不曉得。

沈聯濤：非常可惜，我們時間到了，我們聽完一個大師的分享之後，就好像吃到一個大廚所做的精美食物，我代表大家感謝講者埃利安教授，謝謝大家！