



Committed to Improving
Economic Policy.

Interview

2019. 4.29(Y-Research In19-005)

杨燕青/第一财经研究院院长、第一财经日报副总编辑

周艾琳/第一财经日报记者

www.cbnri.org

专访

对话 IMF 第一副总裁利普顿：美联储降息仍待观察，中国应推动利率市场化

在 2019 年国际货币基金组织 (IMF) 和世行春季年会期间，IMF 第一副总裁利普顿 (David Lipton) 接受了第一财经的独家专访。利普顿表示，美联储暂停加息合乎情理，但至于会否降息当前无法下定论。针对中国的利率市场化改革，他表示 IMF 多年来的建议就是，要在深思熟虑的基础上放开利率管制，使得市场力量扮演更重要的角色，这也能有效地将储户的储蓄导入最合适的投资机遇，希望中国可以逐步推进利率市场化。

2018 年上半年，在外部冲击下新兴市场遭股、债、汇“三杀”，到了下半年，发达市场也被波及，全球市场更是在去年四季度上演了一场“投降式抛售”，各界开始担忧衰退来袭。进入 2019 年，一切似乎峰回路转，美联储暂停加息，中国经济在刺激政策下初现企稳迹象，但毕竟经济周期已经进入晚期，未来全球经济的走向仍令人担忧。

究竟美联储的加息周期是否终结？会否降息？当全球风险资产大幅反弹但经济基本面却未显著改善时，会否再度出现抛售而引发金融稳定的问题？对此，在 2019 年国际货

币基金组织 (IMF) 和世行春季年会期间，IMF 第一副总裁利普顿 (David Lipton) 接受了第一财经的独家专访。

利普顿表示，通胀不存在加速攀升的压力，因此美联储暂停加息（也合乎情理）。美联储的决策背后通盘考虑了所有因素，包括价格稳定、充分就业这两大法定使命，也包括其他国家的情况可能对通胀前景产生的影响。

但至于会否降息，利普顿认为当前并无法下定论，因为“各界都存在一个困惑，即美国虽然经济增长强劲、失业率处于低位、

薪资增速上升，但是通胀始终没有显著上升，这一谜团将如何化解有待关注，因此我也认为美联储将根据这一事态的演化来制定相应的政策。我并不认为美联储现在已经知道未来该如何行事了”。

当中美股市都反弹近三成、布伦特油价反弹超四成，利普顿也认为，当资产价格大幅反弹，我们需要做很多分析，仔细观察市场是否会出现大幅回调，这样也可以预期到回调后可能会对宏观经济、金融稳定所产生的影响。

在他看来，最终资产价格的走势还是要取决于长期趋势，即利率、波动率是否会持续处于低位，还有即是经济会否持续增长，因此盈利变化能否支撑估值的扩张也值得关注。

值得注意的是，目前中国央行正呼吁进一步推动利率市场化改革，各界预期利率市场化改革今年有望加速，央行货币政策执行框架可能转向一个更以利率为基础的机制，并强化利率传导机制。

利普顿也将在今年 6 月亲赴中国，IMF 将与中国进行第四条磋商，他对第一财经记者表示，届时会与中国方面探讨利率市场化这一问题，“IMF 多年来的建议就是，要在深思熟虑的基础上放开利率管制，使得市场力量扮演更重要的角色，这也能有效地将储户的储蓄导入最合适的投资机遇，希望中国可以逐步推进利率市场化，这有利于经济增长，也有利于储户的利益”。

美联储会否降息仍有待观察

第一财经：全球经济增速放缓持续，去年四季度的恐慌抛售也加剧了市场对衰退的担忧，美联储为此暂停加息步伐。你是否认为美联储的加息周期已经终结？未来会否开启降息？

利普顿：美联储立场的变化源于经济形

势的变化。我认为，如果当通胀开始上升，美联储则需要不断推进正常化进程，来使之与经济的强劲程度和通胀相匹配，但他们知道通胀不存在加速攀升的压力，因此暂停加息（也合乎情理）。我认为美联储的决策背后通盘考虑了所有因素，包括价格稳定、充分就业这两大法定使命，也包括其他国家的情况可能对通胀前景产生的影响。

至于是否会降息，当前无法下定论，我们需要相信美联储目前所做的表态就是他们的真实想法。我们仍需要进一步观察经济情况。各界都存在一个困惑，即美国虽然经济增长强劲、失业率处于低位、薪资增速上升，但是通胀始终没有显著上行，这一谜团将如何化解有待关注，因此我也认为美联储将根据这一事态的演化来制定相应的政策。我并不认为美联储现在已经知道未来该如何行事了。同时，地缘政治因素也将对政策制定产生影响，未来都需要密切关注。

第一财经：金融危机后，金融稳定对于监管者而言越发重要。年初至今，美股、中国 A 股等全球股市已大幅反弹，尽管其可能并未进入泡沫水平，但这是否可能在未来重新引发金融稳定方面的担忧？

利普顿：我认为每个央行对于其法定使命（mandate）的界定不尽相同。有些央行的法定使命范围较窄，例如只是关注通胀，而美联储的法定使命则包括就业和通胀，也有央行则会直接关注金融稳定。就金融稳定本身而言，我认为全球主要央行的看法也都不同，央行的确也会实施宏观审慎管理，我认为美联储的首要关注就是其两大法定使命（通胀和就业），如果他们认为金融稳定会影响这两大目标，美联储就会考虑金融稳定的因素。

在去年四季度市场暴跌后，今年年初至今全球股价大幅反弹，欧美股市皆是如此，

A 股的反弹幅度更大。作为经济学家，我们都要问为什么会出现这种级别的反弹？为什么市场会作此判断？我们并不是要去批判市场的行为，而是要去预判，届时当市场价格和基本面出现脱节，价格又会重新出现调整时，会产生什么影响？

就市场的反弹而言，我认为其背后存在一种关联。随着美联储转为鸽派，其他央行的货币政策立场也同步转为宽松，随之而来的则是两大现象，一是低利率维持很长时间，二是市场波动率大幅下降，这从根本上支持资产价格上升，但最终资产价格的走势还是要取决于长期趋势，即利率、波动率是否会持续处于低位，还有即是经济会否持续增长，因此盈利变化能否支撑估值的扩张也值得关注。当资产价格大幅反弹，我认为我们需要做很多分析，仔细观察市场是否可能会出现大幅回调，这样也可以预期到回调后可能会对宏观经济、金融稳定所产生的影响。

第一财经：金融危机后，全球潜在经济增长断崖式下跌，伤疤至今无法完整修复。这也导致全球央行始终无法彻底退出 QE（量化宽松），而随着民粹主义抬头、经济增速再度承压，你是否担忧未来央行的政策空间将越发有限？

利普顿：不过你需要关注一点，全球经济可能有所放缓，但美国经济仍然强劲，目前处于充分就业的状态，薪资增速也有所提升，而且通胀并未上升到会引发担忧的水平。很多人都在质疑，盈利前景是否足够支持股票的估值，未来我们观察经济增速和企业盈利性能否持续，但目前很难断言。

科技问题将主导贸易一体化

第一财经：让我们谈谈全球贸易。目前的 WTO 规则诞生于一个没有互联网连接的世界里，而当下高速的创新已经与过时的贸易制度不相适应。目前，中、美、欧在数字

贸易（digital trade）领域仍存在不少分歧，似乎会成为三个体系。而各国在 WTO 框架下进行数字贸易谈判需耗费相当长时间。你是否担忧未来可能出现所谓“技术铁幕”（Technology iron curtain）？

利普顿：最理想的是，全球各国能够通过竞争来创造更好的技术，且技术能够被广泛使用，这能够提升劳动生产率、帮助全球人民提升生活水平、帮助各国发展。

我们当然也了解，当存在竞争的时候，就会出现其他问题。数据隐私（Data privacy）就是最新出现的问题之一。中国、欧洲、美国等对数据隐私的看法不同，社会价值也不同，我们需要尊重这种差异，政府应该帮助人们进行自我保护。当然各国对于数据隐私的监管标准也有所不同，因此我们就会看到割裂（segmentation），即不同地方有的处置方式不同；其次，全球也非常担心网络安全问题，这在过去很多年都是美国和其他国家关注的重点，当政府在考虑是否允许他人在其国家进行投资时，都需要率先考虑这一问题。

但这一问题受到越来越多的关注，主要是因为技术被不断嵌入可贸易商品，就成为了贸易问题，而不仅是科技问题。各国目前对 5G 技术运用的辩论就展现了上述所讨论的潜在冲突，如果全球形成了不同的“5G 俱乐部”，而同时很多产品、服务都与 5G 相连，那么这就会加剧割裂状态，唯一的解决方法就是针对网络标准等进行更多讨论，尽管这并不容易实现，但我们必须要承认，这就是我们当前所面临的最大问题，因为技术的使用和全球贸易一体化已经紧密相连。

第一财经：由于技术的发展将对经济增长、全球贸易，以及二战后形成的“布雷顿森林体系”为核心的全球秩序产生很大影响，IMF 在这方面会扮演何种角色？

利普顿：未来，数据隐私、反垄断（竞争政策）等问题都会不断突显，尤其是随着大型技术的发展，IMF 的任务则在于要敦促成员国来寻求保持合作的有效方式，通过开发制定共同监管措施、行为准则，来保证商品、服务贸易可以持续。

中国始终将自己看作发展中国家的重要代表，IMF 也认为各国要防止分裂（fragmentation）而推动经济一体化（integration），这对多数发展中国家的经济发展至关重要，因为发展中国家尤其需要推进自由贸易、进口投资品，而这些投资品都融合了高新科技，这些产品能够逐步提高人们的生活水平，因此碎片化、分裂对于发展中国家而言是尤为不利的。

第一财经：你是否建议中国考虑逐步放弃发展中国家的地位？

利普顿：我并不是这个意思。我非常欣赏中国的立场，其不仅推动自身发展，也始终支持发展中国家的发展。问题在于，对于新技术的使用和监管，各国都需要寻找新的有效方式来推动一体化，而不是加剧碎片化。

中国应推动利率市场化

第一财经：去年 12 月，中美两国达成了“G20 共识”，IMF 也认为贸易不确定性的下降有利于全球增长前景。如何看待未来的事态进展？

利普顿：过去两年我们都建议，中美之间要用对话解决问题、弥合差异，现在双方正在展开对话，我们认为这是好事，只是谈判细节尚不得而知。此前，中美双方已经发布了一些声明，可见双方已经取得了一些进

展，事态仍较为积极，但我们尚不知会否达成全面协议，或仍只是解决部分问题，IMF 的立场始终是一致的，双方都应该用对话、谈判来解决对方的不满、弥合差异，一些贸易行为和政策的改变其实也有利于中国的发展，包括国企改革、技术转让等问题，美国也应降低或取消关税。

第一财经：当前，中国货币市场利率已经市场化，但是存贷款基准利率仍由央行决定，利率市场化只剩“最后一公里”。今年以来，央行正呼吁进一步推动利率市场化改革，利率市场化改革今年有望加速。IMF 对此有何建议？

利普顿：今年 6 月我会访问中国，对此问题，IMF 在对中国进行第四条磋商时会更详细地进行检视和探讨。利率市场化的确剩下最后一公里，IMF 多年来的建议就是，要在深思熟虑的基础上放开利率管制，使得市场力量扮演更重要的角色，这也能有效地将储户的储蓄导入最合适的投资机遇，希望中国可以逐步推进利率市场化，这有利于经济增长，也有利于储户的利益。我相信 IMF 在今年晚些时候会与中国方面就这一问题进行探讨。

