



金融与发展论坛
Finance and Development Forum

风险管理论坛
(2018年第1期 总第3期)

管理金融风险：挑战与机遇

► 主办单位：



► 支持单位：上海市黄浦区金融服务办公室

► 合作媒体：



► 直播支持：



2018年5月13日 上海

金融与发展论坛

管理金融风险：挑战与机遇

国家金融与发展实验室

2018年5月13日

金融与发展论坛

管理金融风险：挑战与机遇

邵宇：

我的题目是“日本 1985-1989：宏观金融风险管理的失败案例”，这和我们正在经历的状态可能有一点像。最大的风险有两个，一是来自实体经济的中美贸易摩擦甚至涉及全球的贸易战，它牵涉到一个重要话题——“全球化究竟怎么了”。全球化有三个连接，贸易连接、投资连接、货币连接，特别是中美之间的三者连接驱动了整个全球化快速增长。这个全球化可称之为“全球化 3.0”，即由美国和美元领导，中国加入的上一轮全球化进程。二是十年一遇的流动性总体收缩，今年是分水岭。2008 年开始的这轮危机，全球央行包括商业银行体系，几乎是无限量的流动性扩张，今年将是一个终点。通过这两大风险来分析经济和金融可能会出现什么状态，可能是分析宏观金融风险一个比较好的切入点。有一句话大家耳熟能详，失败是成功之母，但是这句话如果反过来讲，成功也可能是失败之母，由于全球化太成功了，所以全球化才面临如此大的风险；流动性投入太过充分，中国人享受房地产泡沫，美国享受到股市泡沫狂欢，但是成功可能蕴含着失败的基础。

邵宇

国家金融与发展实验室 特聘

高级研究员

东方证券首席经济学家

中美贸易摩擦以及日本金融战败案例如何联系，我们可以找到一个对比框架。大家看到上一周美国派出一个鹰派团队来北京进行交流，当时我称之为“北京上空的鹰”，这个会谈将决定全球化的命运。官方的说法是进行了坦诚、高效、富有建设性的讨论。留影上三个主要鹰派人员一脸严肃，这意味着谈判结果可能不太乐观。当然中国新一轮谈判即将展开，但是时间还没有确定。

特朗普上台以后，决策者和市场可能都有一定程度的误判，我们觉得他是商人，交换一些适当代价就可以拿到未来良好或者良性的发展空间，显然这个判断有些问题。究竟特朗普本人有这么大能量或者是有策略性安排，还是他背后的男人更加具有系统性战略思维。我的判断是，特朗普是个“直男”，而其背后团队中的班农和内瓦罗两人构成了他整个的逻辑框架，提供了意识形态的基础，而莱特希泽不是一个理论家，更像是一个“打手”，一个精于谈判细节的律师，也包括美国商务部长罗斯。这些人构成他的权力核心，内瓦罗写的书 *Death by China* 我四年前就给大家推荐了，它几乎构成了整个贸易战的逻辑基础和未来行动的完整清单。通过特朗普做的事情，我们发现他正在全面破坏全球化 3.0 的结构，比如减税。全球化连接无非是美国资本进入中国，与中国的廉价要素进行混合，产出巨大廉价消费品。这些投资有大量 FDI（外商直接投资），包括微软、苹果等等各种各样先进的带有技术的资本。减税有两个方面的影响：第一，如果减税对企业赋税做一定赦免，这意味着很多带有技术含量的既有资本将停止对中国或者是新兴市场的资本输入，即 FDI 停止，从而资本回到美国，同时美国讨论启动“紧急状态权力法案”，来停止中国对欧洲和美

国在内的一系列有技术含量的并购案例的执行，就意味着我们获取技术的 ODI（直接对外投资）也被打断。第二，移民政策方面也会收紧，如减少中国理工类留学生在美国参与学习和实践的一些机会，以前很多我国的学科带动人是美国求学回到国家报效祖国，所以他会阻断整个全球技术传导的链条。这些还只是经济方面的安排，似乎是非常有层次的。

但还存在一点问题，还是美元的问题，刚才一连串逻辑是全球化完整循环，全球化的一个重要循环是中国还有其他重要的生产型经济体和资源型经济体，把赚到的大量外汇储备投入到了美国国债的长期购买，形成了美元跟本国货币的双重投放循环。这个循环的关键在于一个“Carry Trade”（套息交易）的核心交易模型，也就是当美元升值的时候，所有的资本立即开始负债本币化和资产美元化，但是美国在降息或者宽松的时候，反过来操作，负债美元化和资产本币化。这样反复驱动全球资本的流动，包括汇率的运动，而这次为什么美元没有按照设想中走强？因为它的每一次走强都引发了包括拉丁美洲金融危机、亚太金融危机等一系列的风险释放。

其实 2014-2016 年，每年金融市场都经历过动荡，某种意义上我们已经经历了某种形式的金融或者经济危机，只是因为每一个主要的资产类别市场上都有强力的国家干预，所以这个市场远远没有出清。换句话说，所有风险释放的进程都被打断了，但这并不意味着它并不存在。现在的困惑在于美元为什么没有按照原来设想继续走强，向 100 甚至更高的位置攀升，而突然执行美元弱化的货币政策。这里面有一个可能的逻辑解释，是通过降低税率可以引流足够的美元回流美国市场，所以暂时在这个周期里面不需要资金，也不需要强美元

政策。强美元就如同悬在我们脑门上的“达摩克利斯之剑”，稍微摆动一下，香港跟阿根廷都已经出现了风险波动，如果他在关键的时候再度走强，就会成为一个关键的风险触发点，这是我们看到的整个全球化所带来的风险释放。曾经成功的“全球化 3.0”正在变成纠结的“全球化 3.5”，回想一下“全球化 2.5”的状态，也就是两次世界大战之间的“以邻为壑”，竞争性货币贬值和资本、债务之间的复杂的纠缠，包括金融市场的起起落落，我们似乎又闻到了那时的味道。

类似的情况在 1985-1989 年的日本，同样的一轮贸易战使得日本在 1985 年调整出口的配额，就是美国抛给日本这么多贸易顺差，日本就自动紧缩，同时还有 1985 年“广场协议”。所以这一点特别纠结，究竟是保持人民币的稳定还是相对升值？我们觉得保持相对的弱势是比较合理的，因为那一轮的“广场协议”使日元的升值非常快，日本的整个外需就消失了，之后日本立即启动货币跟财政的双重宽松，启动了包括“改造日本列岛”计划的一系列财政和货币支持，很像当年的四万亿。大家看到我们微调我们的政策，适当扩大内需，常规内需是房子跟基建，我们对房地产已经依赖得太久了，如果再次启动类似的宽松计划，如日本启动了类似计划，1985-1989 短短四年时间，房产股市冲到顶点，随后就是失去的十年、二十年、三十年，这就是最大的风险。

对这个问题如果没有一个明智的应对措施我们的风险就会非常大，全球化正在转折之点，这个摩擦比我们想象的更严重。说这是一个“修昔底德陷阱”太过乐观，因为“修昔底德陷阱”只是指同种体制的经济体或者国家之间因为权力的大小而争斗，但中美之间的问题更为复杂，可能牵涉到权力、体制和文

明的竞争。这个问题目前并没有特别妥善的竞争方案，如果不加以理性地、有前瞻性地和建设性地解决，恐怕会持续作为风险威胁到我们的金融稳定，我们要为此做好充分准备。谢谢大家。

主持人 杨燕青：

非常感谢邵宇博士。虽然因为时间原因他压缩了演讲时间，但还是传达了最核心的信息。他有几个非常重要的判断，第一，特朗普是个“直男”；第二，特朗普的措施阻断了中国在全球化中的完整链条，这个链条是从 FDI 开始再回到 ODI，最后也给美元的未来留下了空间，美元还可能通过升值让全球经济遭受一定的压力，也包括危害金融稳定。他有一个非常重要的观点是我们到目前为止的所有判断可能都低估了贸易战的复杂程度，以及对中国金融稳定的影响。我们会随着时间的推移，再继续看中美贸易战会走向何方。在国外已经有非常多的关于这方面的讨论，“修昔底德陷阱”是一种说法；还有使用技术冷战、包括中美的新版冷战，用“冷战”字眼非常多。无论如何不能低估中美贸易战对中国金融稳定的影响，我想这是邵宇博士所传达的一个非常重要的信息。