



NIFD

国家金融与发展实验室
National Institute for Finance & Development

深入推进金融供给侧结构性改革 ——国家金融与发展实验室年会(2019)

2019年4月1日·北京

深入推进金融供给侧结构性改革

——国家金融与发展实验室年会（2019）

国家金融与发展实验室

2019年4月1日

深入推进金融供给侧结构性改革

——国家金融与发展实验室年会（2019）

邵宇：2019 喘息之年——大国博弈和流动性再宽松

各位朋友，上午好！首先是合规的声明，以下研究都是个人观点，不代表所在机构，也不构成任何投资建议。因为纯粹是学术探讨，可能有些观点比较敏感，如果有发表的需求请主动联系我。

我来自市场，今天这个主题是讨论金融供给侧结构性改革。其实金融供给侧结构性改革也是驱动我们现在市场的三大因子之一，大家看到去年整个市场全面受到了冲击，今年又是一个快速的反弹，我们注意到所有风险资产的类别多多少少都受到了一轮冲击。最近三个月，全球市场特别是中国市场上升的非常快，这就意味着有些共同的驱动因子导致我们整个市场的激烈反应。关于这些因子，我们甄别来甄别去主要以下几种：

第一个因子，来自于实体经济，主要是影响全球的中美贸易摩擦。这是去年完全没有预见到的一个因素，所以市场是对没有预见到的因素做出了明确的反应。行业中有一句话叫“逢 8 必妖孽”，例如 2008 年；“逢 9 应有反弹”，果然是这样。这样超预期的出现，使得全球资产几乎没有正的收益。去年唯一可行的投资策略就是把人民币换成美元，而且换成美元

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

以后就别再“手欠”了，如果又买了苹果的股票，“恭喜”你又跌了 20%。所以去年几乎全部全军覆没，并不是说去年跌的特别厉害，这种情况非常之少见。

第二个因子，可能这个因素更加重要了，就是全球流动性剧烈的收缩。以去年美联储的加息以及中国的去杠杆政策在去年的年中达到了高峰为标志，全球的流动性经历了十年来第一次可以说是同步的收缩，特别是中美两国的收缩。我们觉得这两个主要的因子驱动了全球市场剧烈的波动，去年是全面下跌的，今年是快速上涨的，当然因为这两个因子发生了调整。

第三个因子，是跟中国市场特别相关的，就是我们金融的供给侧改革，就是以科创板、以新一代资本市场的制度建设为代表的我们对金融的创新，从这个角度我们就能够理解整个市场变动的逻辑，包括未来将怎么样演进。

首先第一个问题，还是涉及到怎样去看贸易摩擦的进展。

关于贸易摩擦，最新状态是美方对中国也提出了很多的诉求，当然这里关于怎样执行还在密切磋商过程中。来回多次的往返是因为我们觉得可能很多问题都是要请示最高领导，而且双方都有这个需求，需要在保证信息足够安全的情况下对很多的条款进行仔细的挖掘。但是总体而言，我们觉得这个妥协是必然会达成的，主要原因很简单。其实从中方来看，我们在承受了相应的压力以后有一些新的开放姿态，对美方也更加简单，因为在去年年底，川普基本上被全面“束缚了手脚”，意味着他在全球贸易相关的中美贸易方面取得突破性进展，才有可能在今年以及明年即将启动的下一轮大选里获取竞争的优势。所以美方的要求跟中方的要求形成了对应。

中美贸易摩擦这样一个因子毫无疑问在今年、特别是在去年的 G20 峰会以后就得到了系统性的改善，大家对达成的预期是非常强烈的。因为这样一个原因，全球的风险偏好迅速得到了修复，因为去年这个事情出来的时候算是

黑天鹅，今年看起来这只黑天鹅短期内被“扑杀”掉了。但是我们觉得恐怕没有那么简单，根据我们的理解，特别是我们通过综合的研究这次美国对中国的全面发难，如果你认真分析，美国这次反制中国基于一系列的研究文件，当然他这个文件非常多，里面有四份核心文件，包括《美国国家安全战略报告》《美国商务部报告》《对中国“301”调查报告》以及《中国的经济侵略如何威胁到美国及世界的技术及知识产权》这些报告里面，指向都很明确，所以我们觉得中美关系经历了很明确的历史转折，以前可能竞争跟合作的成份各占一半，未来这段时间里竞争成份会日益增长，如果把这个作为我们未来的发展或者整个考虑市场以及我们经济均衡的背景因素，应当说是恰当的，贸易摩擦不会因为短期的缓和就不见了，我觉得这方面大家要非常清醒。

从去年 7 月份的被动应对到今年主动去获得大家都认可的最终协议的过程。可以看到，其实去年 7 月份就已经开始进行调整，对外这么多调整内容，说白了其实就是一句话，主要就是“互相伤害”。因为只有互相伤害到一定程度大家才能真正坐下来谈，包括我们对汇率适当的调节，包括美国对周边的一些经济体所发动的新一轮自由贸易协定，比如说比较容易“拿下来”的墨西哥，包围加拿大，最终北美形成新的自由贸易协定，而这个自由贸易协定镶嵌了非常重要的“毒丸条款”，就是非市场经济地位国家认定的条款，我们觉得这个实际上就是美国采用这种方式对全球的贸易规则进行重塑，当然我们有自己相应的对策，我们一开始是比较强硬的，强硬的目标就是，美国的经济、美国资本市场会受到相应的影响。

同时我们也做了区分，究竟谁是鹰派、谁是建制派。大家要明白，其实美国也存在着很多不同的声音。比方说纯粹的鹰派对中国的目标很简单，希望中国像日本一样失去 10 年、失去 20 年，当然最好永远失去；但对于建制派，比如华尔街，就是全球化的精英，可能希望中国只是更有力的开放或者

能在中国更有效的赚到钱，两者是有差别的。在中国也有两个极端，比如有的很强硬，而有的是别人的条件都答应，必须寻找两者之间的差异。**我们始终判断，可能对我们而言关税或者贸易只是外表的形态，核心是涉及到关于技术、关于金融以及关于体制的一种持续的反复的争夺。**这种争夺可能是基于利益的，这种利益短期内在关税问题上能达成协议，我们预计，如果川普第二任期能够成功的继续担任美国总统，我们觉得可能在 2020—2025 年将是冲突的高潮。此后，因为大家的力量已经相对均衡或者格局已经难以发生系统性的改变，这个时候大家可能会慢慢进入一种没有那么激烈的持续竞争的状态。所以我们觉得，短期，2018 年到 2019 年甚至到 2020 年，中美两国更多的是相互的妥协、达成协议，此举对短期风险偏好起到明显的提升作用。

第二个，就是我们所看到的流动性以及杠杆的讨论。

刚才李老师那句话我印象很深刻，这个杠杆恐怕还要去的，但是大家看到最近这一个季度，从行政体系出来这个观点左右不一，有的说不用再去了，有的说要结构性去，我们也觉得非常困扰。总体而言，我们觉得其实 2018 年这轮去杠杆给市场、全球跟中国都形成了比较大的冲击，所以短期一个任务恐怕还是要补充一定的流动性。当时我们提的建议，就是要按照 M2 广义货币跟我们名义 GDP 的增速相匹配，所以这次两会报告里没有提 M2 应该是 8 还是 9，只是提应该跟名义 GDP 的增速相匹配，比如名义 GDP 现在 9、M2 只有 8，意味着还要不断的降准，以提供适当的流动性给经济体。这种需求不光中国、美国也一样，美国看到美联储已经停止了加息，秋季之前缩表会告一段落，这是什么意思？就是去年风高浪急的全球流动性收缩已经引发了全球资产的剧烈冲击，而引发的资产负债表的衰退谁也无法承担，如果美国不加息那全球所有央行都没有加息的动力了。这就是为什么我们把 2019 年定义为“喘息之年”重要的原因在这里，大家都可以松一口气，特别是风险资产。

但是问题在于，很多的趋势或者转折是从 2018 年开始的，这个趋势在 2019 年得到修正以后，未来会怎样更加重要，比如我们提到这一系列的十条建议，其实是三个部分：**第一部分，短期应急的政策**。为什么释放流动性这么重要呢？我们可以建立一个最基准的分析框架，看一看什么叫杠杆、什么叫加杠杆、什么叫去杠杆、什么叫转移杠杆？用 M2 比上名义 GDP 就可以了，金融重要的是提供流动性或者“水是怎么创生出来的”，实体经济就是名义 GDP 总的产出，如果 M2 除名义 GDP 大于 1，这个经济体就持续加杠杆。如果 M2 比上名义 GDP 越大，就意味着万亿单位的财富增长所需要支撑的金融资源会越来越多，就意味着你的效率会不断下降，过去十年人类投放最高水位的流动性，这句话翻译成中文大家比较容易理解：如果过去十年都没挣到钱那么未来十年可就辛苦了，因为总量流动性肯定是收缩的，总量流动性就是金融供给最重要的总量因素，现在问题在于结构上怎么样把握。**第二部分，科技创新**。科技创新就是我们提到的第九条，硬科技、基础研究和核心技术，这块推出的是科创板，大家都在讨论，但是我们这里不展开，待会儿会有更多的专家来讨论这样的问题。**第三部分，就是金融供给侧结构性改革**。总量肯定是在下降的，因我们的广义货币已经从原来年化 21% 的高潮，如果关心过去 30 年的数据会知道，我们的 M2 比名义 GDP 要多 5 个百分点，这是明确无误的加杠杆的过程，这 5 个百分点没有进入到实体经济，而是进入资产泡沫化的领域，现在变成负的，大家觉得非常难受，包括债券违约、包括去杠杆、包括影子银行的“杀死”非常仓促，可能会产生很明确的负面反馈，同时导致资产负债表的衰退，大家不能承受这样的过程，不管中国跟美国这方面都做了短期的松动。

我们觉得中长期的调整，如果我们只是通过分子的去化降杠杆必然是痛苦的过程，所以这轮采用了相应温和的扩张。这是从过去 4 轮扩张里吸取了

相应的教训里所得出的，如果外生动力对中国经济资产价格形成压制，我们一般都是采用“三板斧”，就是“放水、铁公基、房地产”。从1998年金融危机开始到2008年全球次贷危机开始，我们就是不断的进行这种方式，最新一次刺激是2014年—2016年，当时有经济学家说我们这样的经济已经走稳了，有一个新周期，现在看起来只要一停止放水、一少刺激这个周期就没了，这个周期还是往下走。但是上一轮周期确实给我们留了很多副作用，“铁公基+房地产”，我们做了很多变种，比方当时降准6次、降息6次，这个没问题，还是放出流动性。但是铁公基我们采用了比较迂回的方式，采用了PPP的方式，导致隐性债务很大。房地产方面做了棚户区改造，主要是三四线城市加杠杆，有它的必要性，此举稳定了经济，但是三四线城市居民负债迅速上升。最后，鼓励创新，互联网金融发明了P2P，所以P系列的东西大家要特别担心。

这次刺激我们吸取了更多的经验，还是这样一些东西，但是看到这样一个类型，T系列给予中小民营的、给予新一代基础设施的，但是总量上没有那么夸张，所以这种情况下我们觉得，适当的看，2019年这样一个反弹或者这样一个持续性会维持到至少在两个重大的事件产生前，因为刚才说华尔街著名的一叫做“谣言买入，适时卖出”，翻译成中文，就是“血流成河的时候你应该买买买，当股神遍地走的时候你应该撤退了”。中美能够确定签订这样一个协议以及科创板正式登录之前，相信我们还是比较OK的，后续要观察实体经济面的进展以及新一轮的政策动向才能做出判断。

总体而言，跟金融供给侧结构性改革的相呼应，我们希望通过这次不同的方式，因为总量的金融资源对比是下降的，但是结构上的优化，特别是科创板、多层次资本市场再度的创新以及各种商业银行的分化、不同的金融支持，能够更有效率的去支持经济的可持续增长，在变化的、特别逆全球化的环境中稳定我们的核心，既促进改革和开放，同时能够保证更有质量的增长。

这就是我的发言。谢谢大家！

声明：所有会议实录均为现场速记整理，未经演讲者审阅。