

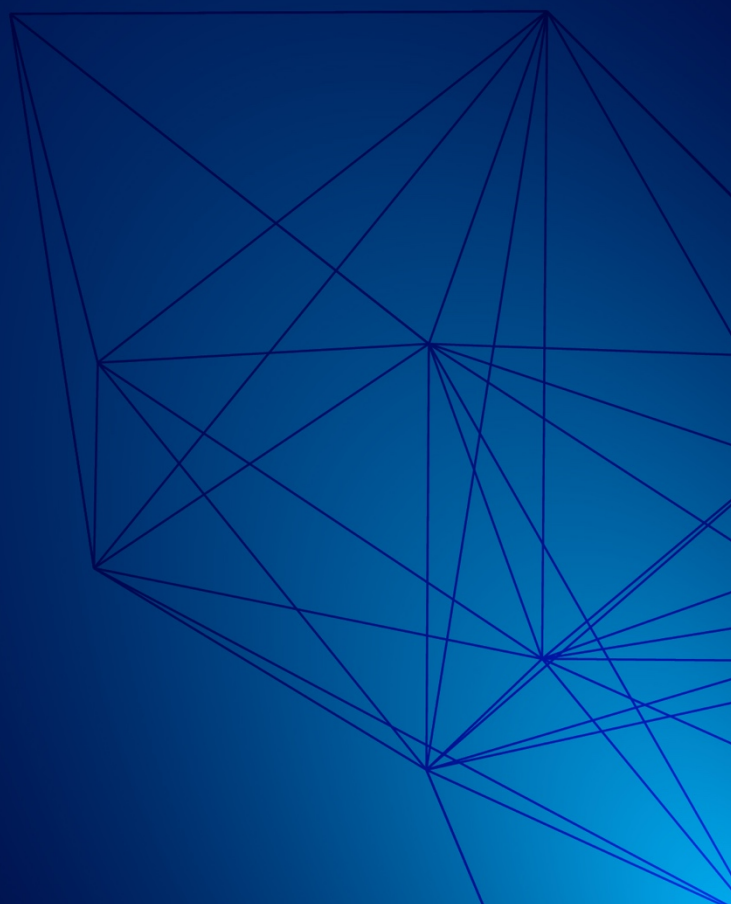


北大汇丰

PHBS FINANCIAL FRONTIER DIALOGUE

金融前沿对话

2020年第31期 总第78期



PHBS HFRI
北京大学汇丰金融研究院

主办单位：北京大学汇丰金融研究院
院长：海闻
执行院长：巴曙松
秘书长：本力
编辑：都闻心（执行） 曹明明 方垆豪 朱伟豪

北京大学汇丰金融研究院简介

北京大学汇丰金融研究院 (The HSBC Financial Research Institute at Peking University, 缩写HFRI) 成立于2008年12月, 研究院接受汇丰银行慈善基金会资助, 致力于促进金融学术研究、金融市场运行、金融机构监管、金融政策决策之间的交流互动; 立足粤港澳大湾区, 以全球视野, 构建开放的金融专业交流平台, 使金融教学与金融研究相互带动, 通过编辑出版专业刊物、发布专业研究报告、举办专业讲座、组织前沿学术会议等多种形式, 为区域金融发展和国家金融决策提供积极的智力支持, 努力将北京大学汇丰金融研究院打造成为聚焦市场前沿的金融专业智库。

北京大学汇丰金融研究院院长为北京大学校务委员会副主任、北京大学汇丰商学院院长海闻教授, 执行院长为中国银行业协会首席经济学家、中国宏观经济学会副会长巴曙松教授。

疫苗竞争与 K 型复苏

【对话主持】

巴曙松（北京大学汇丰金融研究院执行院长、中国银行业协会首席经济学家、中国宏观经济学会副会长）

【特邀嘉宾】

陶冬（瑞信董事总经理、亚洲区首席经济分析师）

一、疫情背景介绍

百年不遇的疫情带来了史无前例的经济停顿，把已经过期的全球经济衰退推上来，这件事情本身对人民的生命财产安全带来巨大的创伤。这次经济下滑与正常的经济周期不同，正常的经济周期是由信用周期、库存周期等因素导致的，而这次是由疫情触发的，并且出现了人类历史上前所未见的人群流动管制，这一情况给经济带来的变化和过去有明显的不同。尽管北半球的多数国家疫情有所缓和，但疫情并没有真正远离我们，之所以认为疫情有所缓和，主要是早期的恐慌情绪有所消退。疫情刚开始的时候，给大家带来了巨大的恐慌，因为大家不太了解需要怎么做。最开始最大的冲击并不是病毒本身带来的，而是病毒所带来的恐慌情绪，恐慌对于经济的影响，比病毒本身更大。

目前我们看到有三个特点：

一、北半球季节性流行，大致上出现明显缓和，尽管病毒本身不会因为气温的上升完全消失，但它蔓延的速度有所放缓。

二、最开始的时候公众对病毒没有了解，同时准备不足，在医疗器械和医疗手段方面往往出现真空期，这带来了公共医疗资源的紧缺。目前南半球是病毒传染的高峰期，并且贫困国家由于居住环境、医疗环境不合格，导致流行越来越严重。在过去一百年中，唯一一次在传染性上可以与新冠病毒相比的是西班牙流感，由于西班牙流感的发生，客观上使一战戛然而止。西班牙流感持续大流行了 3 年（1917-1919 年），在感染率方面，1918、1919 年远比 1917 年更高。在病毒变异过程中，传染性加强但死亡率有所减小，因为病毒本身的致死率降低，同时医疗诊断方面有所改善。

三、目前病毒的感染出现了年轻化趋势，但这可能是由于老年人对病毒更加审慎，尽量减少出门，而年轻人参加更多的活动，并且不戴口罩前往人员密集的场所。年轻化的趋势是否在全自然情况下也成立，还需要进一步的研究。

二、三种疫苗的研发与对比

疫情下一步怎么发展，很大程度上取决于疫苗什么时候面世。2020 年冬天，随着北半球进入新的流感高峰期，疫情可能会死灰复燃，目前人类寄最大希望的就是疫苗的面世和在全世界人口注射疫苗。根据 WHO 的统计，目前大概有 260 种疫苗进入测试期，总投入超过

70 亿，这是人类历史上前所未有的疫苗研究高潮。疫苗的问题已经不止是科学家的研究，并且已经上升到了大国科技竞争的水平，变得很政治化。

疫苗大概有几种技术平台：灭活疫苗技术、减毒灭活疫苗技术、病毒样蛋白技术、RNA 技术、DNA 技术、病毒载体、蛋白质亚基载体技术等不同的技术平台。目前，领先的是三种技术：

第一种是灭活疫苗，这种技术的代表是中国的两个科技团队的三款疫苗已经进入了三期实验。

第二种是 mRNA 疫苗，mRNA 疫苗虽然 20 年前已经开始研究，但在世界上还没有一款成品，这种技术相对简单，并且针对病毒的变异有其特殊之处。在 mRNA 疫苗领域，主要是德国和美国药厂相对领先，这两款疫苗在 2020 年 10 月都可以完成三期测试，并分别提交至各国监管部门审批。由于这件事情不只是疫苗的研发，而是国家科技的竞争，更有政治意义，所以审批的过程会非常迅速，甚至有可能在美国选举之前几天，白宫就会宣布 mRNA 疫苗的成功，并且批准在第四季度开始注射。中国的灭活疫苗如果能够成功完成第三期测试，也会很快出来。这两种疫苗，在第三期测试之后才能确定，目前从 1、2 期结果以及 3 期非公开的数据来看，有效性和安全性都至少是可以接受的，相信国家会以最快的速度往前推进。

第三种疫苗是腺病毒疫苗，是在腺病毒上接入了新冠病毒的基因。在这项疫苗技术上，领先的是中国军科院、牛津大学和美国一家药厂，

但在第三期试验过程中进程慢了一点，第三期结果估计可以在 2020 年年底或 2021 年年初出来。

各种疫苗都有各自的优势和问题，但每一种对世界的影响取决于产能，以及三期得到国家批准之后，多久能够实现量产，使得接种的人口大幅度上升。在这个方面，德国和美国的 mRNA 疫苗可能最快，灭活疫苗本身是传统产品，生产和运输流程上要求高。目前估计，中国厂家一年大概有 2-3 亿生产能力，由于疫苗需要打两针，所以大概有 1-1.5 亿的人口能够在第一年得到注射。由于这件事情已经变成了国家的竞赛，所以国家后续会增加产能，但增加产能也要在 2021 年第二第三季度才能开始。由于 mRNA 制作相对简单，2021 年大概有 20-26 亿支疫苗产出，这两种疫苗大约 2020 年大约会有 10-15 亿人口受惠。腺病毒疫苗在 2021 年大概有 1-1.8 亿产能。这三种疫苗加在一起，基本可以决定全球疫情的发展。

三、疫苗相关时间点与经济复苏

下一步有两个时间点需要注意，这两个时间点对未来的经济复苏和经济发展至关重要。第一个时间点是 2020 年的 10-11 月，预计至少会有 2-3 支团队三期结果是成功的，疫苗会很快进入国家审批环节，在 2020 年 10-12 月有多种疫苗同时面世，就可以开始在特殊群体中接种，在这个时间点，最重要的结果是人们对新冠病毒的恐慌情绪开始有所舒缓。第二个时间点是 2021 年 6-7 月，预计几个大的经济体（美国、中国和欧洲），三大疫苗研发国大约 1/3 的人群可以接受 1-2

次注射，尽管距离群体免疫（60-70%的人口有抗体）还有一定距离，但这 30%左右也带来了新的确定性，这个确定性的核心因素使政策的确定性会相对清晰一点。

疫情的不确定性是不可控的，但经济衰退的不确定性是可控的。随着群体免疫的逐渐形成，就业市场的不确定性、人群管制的不确定性等会变得更加明朗化，可以带来更高的货币政策、财政政策决策的确定性。市场最害怕的是不确定性，不确定性会带来很多麻烦，更可能让疫情死灰复燃。2021 年 6-7 月是第二个大的转折点，对应的是不可控的不确定性（疫情）的逐渐消失，经济的衰退变成了目前我们需要关注的主要问题，这种情况会给财政、货币政策带来新的变化。

从经济复苏角度看，中国遥遥领先于其他世界发达国家，中国的经济政策已经从危机处理向衰退处理转移，经济政策逐步正常化，而除了中国的其他国家还挣扎在经济的衰退中。从 2020 年 5 月开始，人流管制在逐渐开放，我们目前看到的是小 v 的经济复苏，从极端低迷的统计基数上，各国经济的统计数据出现了比较强烈的反弹，但是这只是在统计数字上的反弹，而这背后的实质经济因素并不是很强烈。

从目前的趋势看，在 2020 年的 9-10 月，经济反弹的第一期将会结束，接下来的第二期的经济复苏将会非常漫长、非常曲折。由于这一次的经济停顿已经足够长，有一些就业情况可以恢复，但另外一部分的就业机会会永远消失，这一部分人找到下一份工作的时间会非常

长。如果在欧美国家，他们找到下一份工作的时间是以年来计算的，并且新的工作的收入可能会比上一份工作大幅度降低，这就带来了许多连锁反应，比如消费、投资上的变化。同时，还有一些其他疫情后遗症也会逐步爆发，其中最核心的是银行资产质量的恶化，这一后遗症我们认为目前才刚刚开始。我们会看到，美国大公司开始申请破产保护的数字超过了 2008 年，并且这种情况还会继续蔓延下去，而这一问题直接带来的是资金对实体经济投入方面，以及银行坏账处理方面会出现很多问题，这一连锁反应也会延缓经济复苏的步伐。

在经济复苏方面，预计第一期只是短暂的 v 型反弹，大概反弹到 70-80%，接下来第二期的反弹是 u 型的，这个过程会持续至少 2-3 年，这就决定了货币政策、财政政策会持续维持宽松的环境。目前我们看到的数字，是在 ICU（急救室）中的生命迹象，只能说身体的数据有所改善，但是在一个人工的医疗封闭的环境下产生的，病人的身体情况有所改善并不代表病人可以很快出 ICU，接下来第二期的康复要依靠病人自己的机能来恢复，这个过程会非常漫长。在这个情况下，财政政策会进一步维持，甚至在某些方面进一步扩大，这就决定了货币政策在这段时期内不能真正正常化。在 2008 年之后的 3 年半的时间里，美联储的资产负债表扩张了 3.5 万亿美元，这次 3 个半月时间，美联储资产负债表就扩张了 3.5 万亿美元，所以这一次相比 2008 年力度更大、时间更长，后面的政策回归正常化之路会非常艰巨。

四、宽松货币政策下的 K 型复苏

如果全球范围内宽松的货币政策不能短期收缩，尽管新增的货币量可以慢慢收，整体超宽松货币环境会持续下去，那么预期政策的结果如何？预计这次全球的经济复苏会呈现 K 型复苏。K 型复苏包含几个不同的含义：

一、股市是典型的 K 型复苏。2020 年 3 月几乎所有股票都下跌，但之后，以新经济为主的巨头和旧经济（尤其是交通、能源有关的）股市走势明显不同：一个是上涨，一个是继续下跌。这就是市场的分化，龙头的科技股和旧经济的传统经济之间有明显差异，当然这之间和资金、情绪都有关系。科技巨头的盈利水平是非常好的，是疫情的受益者，同时可以借助疫情转型，旧经济在盈利方面会受到巨大的损失。

二、实体经济也是 K 型发展。美联储将大量的流动性注入金融体系，但以美国目前的经济状况，无法吸收这些新增额度，而新出现的流动性绝大多数滞留在金融市场中，这就导致债券投资从投资回报率和风险比率来讲，对于正常的资金不值得投资，因此在资产配置上，明显资金在往股市转。另外，由于银行利率不断降低，资金会通过其他渠道进入股市。一个明显的例子就是，过去从不投资的年轻人也开始通过免费的平台参与投资。

三、在经济方面，国民收入也呈现 K 型复苏。有能力做金融投资的人和没有能力做金融投资的人（靠固定工资和储蓄生活的人）未

来收入预期也会出现 K 型分化。这不仅在美国发生，在世界其他国家也出现，只是印钞数量相对美国较少，但都可能会发生经济和收入的 K 型复苏。由于经济的复苏和央行货币政策的极度宽松，分化的距离会越拉越大。美联储不能收紧财政政策不在于决策者愿不愿意收，而在于美国财政缺口很大，需要将国债利率保持在一个较低水平，所以政府新发行的债务，无论是一级市场还是二级市场，大部分都会被央行吸收，国家的财政状况就决定了这一轮的规模会更大、时间会更长。

这种 K 型的复苏会非常明显，可能会直接加大社会的撕裂。社会撕裂从 2008 年金融危机之后就开始了，这背后有更深远的原因，比如发达国家就业机会随着全球化的发展而消失，但 2008 年的经济危机和之后的刺激政策是这一次社会撕裂的重要催化剂。一般人如果没有能力在投资领域赚到钱，哪怕工资上涨，也跟不上通货膨胀的步伐。如果以 CPI 为标准来衡量通胀，在世界多数国家都没有太明显的通胀现象。这是由于实体经济受益相对不大，钱在金融市场打滚，企业拿到了钱，而且以很低的成本发债，但主要用于回购自己的股票或者进行并购，这些对于实体经济和就业机会的创造用处不大，于是实体经济中不能直接受惠于资产价格的上升的人慢慢被抛弃。

实际上在多数发达国家，中产阶级的人数在持续减少，这就是收入上的 K 型分布，当你没有能力通过这些投资在金融市场得到第二收入源的时候，你的相对购买力会下降，如果这种情况继续持续，贫

富差距会持续增大。上一次金融危机之后，带来的是逆全球化、民粹主义、极端政治思潮，这次的 K 型复苏会导致什么样的结果，我们目前还不知道，需要持续观察和研究。

五、问答环节

Q1: 美联储最近推出新货币政策框架，是否是强调了未来更加偏向于宽松的立场？因为会议特别强调要将通胀抬起来，但以过去的经验来看，短期通胀是否难以改变？

A1: 结论是这件事情对预期的影响比对直接的货币政策的影响更大，这的确导致货币政策会宽松更长的时间，市场会炽热更长的时间。这个平均通胀目标不是新闻，美联储副主席在过去两年不断提到这件事情，并且大家已经做了很多研究，华尔街经济分析员对这些事情非常了解，实际上一直在预期什么时候发生。

首先美国的通胀在短时间内很难起来，尤其是与物价相关的通货膨胀。如果看核心的 CPI 大概在 2% 左右，但他们主要关注的是个人花费的通货膨胀，其中服务业中医疗开支占比较大，医疗由于这一段时间的改革，结构性的偏低，这段时间一直是 1.7 左右，数据有扭曲。第二，现在的通货膨胀应该看 FPI，是金融的通货膨胀而不是消费的通货膨胀，目前没有 FPI 这个衡量指数，用来衡量房价、股价，所以央行无视金融价格的上涨，使央行在判断经济过热问题上有明显的盲点，可以说是自愿选择无视金融价格上涨，除非金融资产上涨可能带来金融的系统性的风险，进而导致实体经济的系统性风险，否则央行

不会干预。

在这样的大的政策框架下，可以说，美联储不过是在找借口，来说我暂时不会紧，实现了这个目标，只要不看 FPI，美国的通货膨胀短时间内不会上升，有些人认为短期可能经济衰退，长期可能通货膨胀，结果就是看美国的国债收益率曲线开始出现陡峭形态。个人认为由于科技创新、生产合理化，经济处于有机增长、长期激励的状态，通货膨胀不会有明显的上涨，如果有，只会在金融资产价格方面显现出来，所以要进行合理的金融投资。美联储一直都在做这件事情，但目前把这件事情公布出来是在管理市场预期，其他不少政策已经用到极致，把市场利率拉在比较低的水平，尽量通过金融资产价格上涨，让实体经济复苏，助力大选。

Q2：美国大选中如果特朗普连任，中美关系是否会继续恶化？

A2：大选方面，不要低估特朗普作为现任总统的行政资源。与以前的历任总统相比，特朗普是异类，出招与其他政治家不同，他对于上一轮经济复苏的贡献是有目共睹的。在 2020 年之前，特朗普的民意支持率很高，但 2020 年在处理几件事情上犯了错误：1、疫情的应对问题；2、对美国国内“黑命贵”政治浪潮的处理上，这几个问题带来的后果是，更多人憎恶特朗普。如果看特朗普和拜登的民意调查，我不认为拜登值得如此高的支持率，个人认为拜登从政四十几年，几乎没干成过任何事情，最终只能说是民主党大佬的傀儡，大家愿意为他投票更多是因为憎恶特朗普，如果在 2020 年 6-7 月的话，可能

会把拜登推上去，如果按上一次选举结果来看，希拉里输掉选举的原因主要因为，很多人认为她一定能赢得选举，而没有进行投票，尤其是有色人种，这些有色人群多数是投给民主党的，这些微票差使得希拉里输掉选举。

如果由于“黑命贵”事件，大家同仇敌忾把特朗普选下去，拜登是有机会的。但是有两个问题：1、拜登的政治理念、讲错话和政策思维逻辑目前看是不清楚的，三轮的总统辩论中拜登表现差的可能性会很大。2、特朗普拥有行政资源，包括疫苗的推出时间，以及为疫苗推出造的声势，特朗普是有能力控制的，甚至是目前国会争执不休的救援案，也可以做文章，特朗普可能在最后两天利用行政资源帮助自己选举。在民意测验中拜登领先于特朗普几个百分点，而针对选举的博彩涉及诸多利益，在过去几届中是非常准的，此时拜登和特朗普已经处于 50/50 的状态。过去在赔率上的折让上已经完全消失了。如果特朗普当选会怎么样？中美之间的争端现在变成是老大之争，美国无论是民主党还是共和党，无论是蓝领还是白领，无论是民主党精英还是共和党精英，在反华立场上是一致的，可能内容上会有不同，拜登个人色彩可能与特朗普不同，但核心不会改变，民主党可能会少一些贸易方面的问题，在人权和言论自由上会更加紧逼。但无论哪个党派上台，竞争的大格局会不变，目前中美还是会争端不断。在 10-20 年后，可能会发展成一个地球两个科技体系，两个互有交流但中间有防火墙的内需市场。

Q3: 疫情在欧洲出现了反复，这是否意味着秋冬二次疫情已经来临？欧洲疫情的二次复发对全球经济有什么影响？

A3: 欧洲和美国都出现了疫情的二次反弹，我认为这是第一次疫情的延续，而不是一轮新的疫情的展开。随着人流管制的放开，感染反弹是无法避免的，但不把它看成二次复发，是总体来讲，反弹力度不是很大，造成的恐慌也不是很大。反而我对于 2020 年冬季的下一轮疫情更加担心，新冠疫情应该可以看成广义的流感的一种，冬季是流感的季节，新冠病毒传染性也明显增加。目前，无论是欧洲、西班牙的反弹，我认为都是可控的，毕竟目前气候温度相对较高、湿度较低，不利于病毒大规模爆发。

我认为目前我们接触的只是季度性的反弹，只要保证一定的居住环境和重视程度，不完全把此当作一回事，这一轮疫情反弹会下去，政府也不会再做出新一轮封城堵路措施。目前看来，北半球发达国家疫情总体上有缓和趋势。在经济上，在一开始的极端反弹之后，大概 9 月份之后，就可以看到无论是工业生产还是 GDP，大概率会见顶，9 月份可能是这一轮经济反弹的高点。由于疫情的反复出现，就业机会恶化，信贷环境恶化，导致第四季度统计数据比起第三季度更差。

Q4: 8 月份中国出口数据维持较高增速，2021 年出口是否会保持高增长？

A4: 我不同意这种看法。我个人认为经济复苏将遵循小 v+大 u，小 v 是一个较快的反弹，是统计上的复苏，接下来是 u 型复苏，u 型

大是由于就业和信用上的问题，没有可能持续经济复苏。近几个月出口反弹主要是统计学的反弹，由于前一段时间，中国和外国先后封城，有很多订单无法送达，有些订单被取消，另外一部分，随着交通等方面的复苏，企业开始补库存。这是在极端人流控制之后出现的反弹，不能够持续。2021 年是否能保持持续高速增长，取决于出口国的就业、收入的复苏，但目前认为这些国家很难回到正常的水平。

Q5: 在您的描述中，未来中美关系可能是脱钩状态，两个经济体之间有防火墙，这种前景下，对资产配置有什么样的前景展望和推荐？

A5: 可以从两个维度进行分析：

第一是全球经济变化，全球长周期波动趋势发生变化。第二次世界大战之后，以美国为首的强权国家建立了新的秩序，这段时间发生了很多事情，包括欧洲共同体、日本的崛起、亚洲四小龙、北美自贸区、中国成为世界加工厂、欧元区，核心的词是全球化，全球化带来了人类历史上前所未有的生产力的提高和收入的提高，并且没有大规模的战争，全球化带来了世界经济大周期中的一次上升周期(70年)。

但到本世纪初已经出现了问题，比如发达国家就业机会丧失、新兴国家多次债务危机等，但一直没有处理这些问题，甚至在 2008 年金融危机之后也没有进行处理，这就带来了政治环境的极端化。逆全球化已经逆转了全球趋势，而逆转的标志是特朗普的当选和欧洲极端思潮的崛起。不仅是中美出现摩擦，美国和欧洲、日本和韩国之间，

出现了各种问题，所以逆全球化是大趋势。在未来的 20-30 年中，逆全球化必然带来全球潜在增长的下滑、产业链碎片化，这意味着全球增长原来的那个大趋势过去了。在未来 20 年中，全球增长估计只能达到之前的 1/2-2/3，所以在资产配置上要随趋势转变，与分工有关的内容需要重新考虑。

第二是产业周期变化，世界在进入数据时代。未来几年，时代在变化，资产配置需要更多向着未来的时代发展。中国 1995 年站在历史的门槛上，进入劳动力红利时代，如果那时判断中国未来会成为世界加工厂，那么在国内和国外都可以做下去。2009-2010 年中国进行第二次大转型，进入水泥红利时代，现在中国在准备进入新的时代，数据红利时代，资产配置需要向这个方向移动。和前面两个趋势相对称，在有机经济增长无法持续出现的时候，货币政策会长时间处于超宽松的环境下，利率会非常低，日本和欧洲已经进入了负利率时代，美国也接近于零利率，中国在下一次经济下滑的时候也会向零利率方向发展，全世界都在向负利率发展时，所有固定收益产品都不行。如何在无风险利率趋零的环境下，让我们的收入增长维持在通胀水平之上，资产为王，不能把钱放在银行、国债中，投资的产品要么通过盈利增长带来资产升值，要么提供稳定的、超过资金成本水平的持续固定收益回报。现在的环境和过去三代都不同，一方面新经济所带来盈利模式变化和想象空间；另外一方面是保险型投资所带来的收益的缺失又是 k 型复苏。

Q6: 在未来长时间的逆全球化趋势下，中国要不要继续大力度开放？是顺应趋势做好内循环，还是坚持更大力度的开放打开制度红利？最近中芯国际传言会被制裁，会比较担心 5G 和中国自主科技的趋势。您刚刚提到未来会两边科技体系并存，您对这个问题怎么看？是以时间换空间慢慢建立自己的体系，还是会有其他转换的方法？

A6: 逆全球化无可避免，美国对中国打压不止在贸易和科技领域，未来会有更多领域，特朗普和拜登的做法可能有所不同，但战略性打压是不会改变的。中国在应对方面，促进内循环是好的策略，但是在目前环境下也可以说不得已而为，一个是美国的打压，另一个是外部循环暂时起不来，只能维持。以目前的全球的收入增长预期、中国在国际市场已经占据的比重，以及大家分散风险的共识，中国的外部循环面临和过去 20 年不同的环境。同时，在内循环为主体的条件下，中国依然需要外部循环。

对于全球经济来讲，目前的情况会造成研发浪费，这也许就是美国的星球大战，所有的科技企业都在研究自己的备胎，研发的成本极大，但备胎只有投入没有产出。冷战就是不打仗但是持续消耗对方的体力，苏联就是这样被拖垮的。内循环的核心概念不是国内，是否成功的评判重点是循环，如何把生产、流通领域的障碍去掉，能够真正循环起来，是中国内循环能不能成功的核心，需要的是提高经济效率。在科技体系方面，中国可能被迫创造新的体系，中国不能依赖于美国主导的体系，因为可能会出现国家安全问题，所以中国在全方位和时

间赛跑，军事体系一定脱钩，比如北斗体系，之后再发展民用体系会相对更容易一些，但同时会存在很多问题。在 10-15 年之后，中美之间就会出现很大的体系上的分割。作为中国的芯片公司，以目前的情况来讲，在芯片领域想要赶超以美国为主的科技体系至少需要 10-20 年。但如果芯片技术再有一个巨大的进步，技术路径不发生巨大的变化，整体的思路就不同了。如果只是在芯片上进行研究，至少需要几年的时间，主要是由于不仅研究的是芯片本身，还包括上游的材料、机械等问题。如果有一天手机变成了单纯的输入输出系统，所有操作都在云上，那么芯片的需求量就会大大减小，芯片就不是一个很大的问题。当科技出现转身的时候，是中国有弯道超车机会的时候，所有两套科技体系是可以存在的，但是潜在的经济成本和浪费巨大。

Q7: 华为最近推出了云手机，是否是正确的希望？

A7: 目前被制裁的企业，手机业务短期会损失巨大，但是在下一个科技转身的时候，可能会有很大的反弹，因为在被置于死地的企业可能只有一条出路，而其他的企业有其他的路径，对于科技变化的反应可能会慢一些。最简单的例子，美国最领先的手机公司，就是因为 4G 时代太成功，导致 5G 没有及时研发出来。

Q8: 美国由于财政问题，导致央行宽松的政策，导致实体经济、金融市场、居民收入都呈现 k 型曲线，美国作为很大的经济体和世界的经济的中心，从 k 型的角度来讲，美国局势对国内影响如何？

A8: 美国经济和国力在衰退，这种情况和英国在第一次和第二

次世界大战中间的时期的情况比较相似，英国当时国力也已经衰退，但金融还非常强大，英国当时还可以通过金融实力站稳脚跟。美国有类似的情况，在国力上，美国实力在下降，所谓的把制造业移回美国，但多数可能只是移出中国，但没有移回美国。但美国国力没有明显的暴跌，只是相对下滑，美国依然是世界第一。从美国的需求来讲，1、大趋势是产业链移出中国；2、特朗普通过贸易战打压中国得到好处是暂时的；3、美国需要控制的是战略高地而不是所有的产业。所以，“Made in China”的产品还是会有相当一部分留在中国、输向美国，只是份额会小一些，美国市场对于中国来讲依然是极其重要的，中美贸易顺差极度不均衡，美国贸易的顺差占中国贸易顺差的 2/3。由于中国对美国消费市场的依赖以及美国对于中国高端服务业的依赖，使得中美的关系是处于斗而不破的状态，与美苏冷战是不一样的，但中美之间的依赖会逐渐减少，但是需要 10-20 年的过程。

对于中国最重要的几点是靠内需，舒缓脱钩，运用市场和政治环境彼此妥协、维持一定的关系。如果美国对中国贸易顺差进行打压，中国对美国的贸易顺差会有大幅度下降，中国的贸易顺差也会大幅减少，中国购买美国国债的数量也会大幅减少，但这些情况对中国和美国都不是震撼性的事情，美国是因为国债收缩，美联储收购国债，中国是因为内需市场起来了，中国进口替代。中国和美国之前是斗而不破的关系，对金融市场会带来很多震荡，但是在“Made in China”的消费产品和美国的高端产品方面会继续维持。

本文根据北京大学汇丰金融研究院执行院长巴曙松教授发起并主持的“连线华尔街”第一百五十期（2020年9月8日）内容整理而成，特邀嘉宾为瑞信董事总经理、亚洲区首席经济分析师陶冬。

陶冬，瑞信董事总经理、亚洲区首席经济分析师，中国首席经济学家论坛理事。于1998年加入瑞士信贷第一波士顿，主管亚洲区经济研究。侧重于对中国经济的研究，但同时兼顾亚洲区其它国家和地区的研究。此前，曾任香港宝源证券高级经济分析师及中国研究部主管。陶冬为美国犹他大学博士，先后担任瑞士信贷第一波士顿（CSFB）亚洲区首席经济学家，瑞士信贷第一波士顿的董事。连续多年入选权威业内杂志、美国《机构投资者》亚洲区优秀经济分析员排名榜。曾对1997年亚洲金融风暴和2004年中国宏观调控作出过前瞻性分析和预警。曾于中国、美国及日本任职，自1994年起长驻香港。

【免责声明】

“连线华尔街”为中美金融交流的内部专业高端平台。本期报告由巴曙松教授和牛播坤博士共同整理，未经嘉宾本人审阅，文中观点仅代表嘉宾个人观点，不代表任何机构的意见，也不构成投资建议。

本文版权为“连线华尔街”会议秘书处所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复印、发表或引用本文的任何部分。



PHBS HFRI
北京大学汇丰金融研究院

