

领导干部推荐读物

全球系统性
风险报告 A

2017—2018年 全球系统性风险与机遇报告

以全球系统性风险理论与指数体系为基础

GLOBAL SYSTEMIC RISKS AND OPPORTUNITIES REPORT IN 2017-2018
BASED ON THE THEORY AND INDEX SYSTEM

西南财经大学全球金融战略实验室 北京睿信科信息科技有限公司 / 编



中国法制出版社
CHINA LEGAL PUBLISHING HOUSE

全球系统性
风险报告 A

GLOBAL SYSTEMIC RISKS AND OPPORTUNITIES REPORT IN 2017-2018
BASED ON THE THEORY AND INDEX SYSTEM

2017—2018年 全球系统性风险与机遇报告

以全球系统性风险理论与指数体系为基础

西南财经大学全球金融战略实验室 北京睿信科信息科技有限公司 / 编

总 撰：方明 唐茂恒

撰写者：方明 唐茂恒 邢学文 范文韬

中国法制出版社
CHINA LEGAL PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

2017—2018 年全球系统性风险与机遇报告: 以全球系统性风险理论与指数体系为基础 / 西南财经大学全球金融战略实验室, 北京睿信科信息科技有限公司编. —北京: 中国法制出版社, 2017.11

(全球系统性风险报告)

ISBN 978-7-5093-9067-2

I. ①2… II. ①西… ②北… III. ①金融风险—研究报告—世界—2017
IV. ①F831.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 283191 号

策划编辑 / 责任编辑: 潘孝莉 (editorwendy@126.com)

封面设计: 周黎明

2017—2018 年全球系统性风险与机遇报告: 以全球系统性风险理论与指数体系为基础

2017-2018 NIAN QUANQIU XITONG XING FENGXIAN YU JIYU BAOGAO: YI QUANQIU XITONG XING FENGXIAN LILUN YU ZHISHU TIXI WEI JICHU

编 / 西南财经大学全球金融战略实验室 北京睿信科信息科技有限公司

经销 / 新华书店

印刷 / 北京京华虎彩印刷有限公司

开本 / 787 毫米 × 1092 毫米 16 开

版次 / 2017 年 12 月第 1 版

印张 / 32.25 字数 / 560 千

2017 年 12 月第 1 次印刷

中国法制出版社出版

书号 ISBN 978-7-5093-9067-2

定价: 140.00 元

值班电话: 010-66026508

传真: 010-66031119

北京西单横二条 2 号 邮政编码 100031

网址: <http://www.zgfs.com>

编辑部电话: 010-66022958

市场营销部电话: 010-66033393

邮购部电话: 010-66033288

(如有印装质量问题, 请与本社编务印务管理部联系调换。电话: 010-66032926)

序 言

呈现在读者面前的这本书是描述和分析当前全球系统性风险，尤其是金融风险的专门著作。之所以在这个时刻出版这两本著作，是因为世界经济正处于十字路口。这两本著作是以方明博士主持的西财全球金融战略实验室的阶段性成果，原本是一个报告，因报告内容较多，分成了两本书（全球系统性风险报告 A：《2017—2018 年全球系统性风险与机遇报告：以全球系统性风险理论与指数体系为基础》，全球系统性风险报告 B：《2017—2018 年全球系统性风险与机遇展望：掌控“灰犀牛”与“黑天鹅”打闹的世界》），因此以一序贯之。

2016 年以来，随着英国脱欧、美国大选，以及欧洲的政局动荡，出现了一股强劲去全球化逆流，以规则安排为特征的多边投资贸易自由化受到了前所未有的冲击。相形之下，建立在投资贸易自由化基础上的国际金融活动失去方向感。作为全球系统性风险的集中体现，国际金融动荡日趋常态化。这些不仅威胁着各国宏观经济的稳定，而且深刻挑战着现有的全球治理体系和治理机制。

对中国而言，经济全球化具有特别的意义。改革开放以来，中国经济义无反顾地加入经济全球化进程，与世界经济日益融为一体，并在这一融合过程中迅速成长为全球第二大经济体。在去全球化的逆风当口，揭示全球系统性风险，探讨其对中国经济可持续发展的挑战与机遇，比以往任何时候都更显重要，更为迫切。

当前全球系统性风险始于 2008 年爆发的国际金融危机。其自身具有内在的经济社会属性。区别于以往自给自足的自然经济，现代经济是为他人生产的社会化活动。主流工业技术的大规模集中生产，对遥远角落的有组织的销售渗透，以及面向未来的创新与投资构成的现代经济格局。与陌生人打交道，做生意，并将其纳入已有的经济

秩序中成为现代经济活动的基本内容，换言之，现代经济活动在空间和时间上持续扩展的过程，就是经济的社会化程度持续提高和深化的过程，集中反映为信用关系的建立与深化。由此，必然发生并持续延伸以信用为本质的债权债务链条，体现为与现代经济活动相辅相成的金融的发展与深化。与此同时，在这一债权债务链条发生与延伸的过程中，积累信息的不对称性与未来的不确定性，产生着金融风险，从这个意义上讲，现代经济的系统性风险的核心就是社会各成员之间的信用关系风险，集中体现为债权债务关系的可持续性，金融风险因此成为其表征。

既然社会信用的建立与深化是现代经济活动的前提与结果，作为这一活动的重要组成部分，从金融角度观察，就表现为杠杆的使用。杠杆的加大和加长就是信用的扩张，反过来，社会成员信用的可维持性就是杠杆的可持续性。从这个意义上讲，使用杠杆经营信用的金融机构就是风险管理和配置机构。

从全球金融发展的时间来看，管理这种不确定性所带来的风险手段分为时间和空间两种。一种是跨时间配置风险。即通过积累良好的流动性资产将风险化解或推向未来。其风险管理点是流动性，只要资产收益产生现金流并能覆盖利息，则杠杆就会维持。换言之，资产的现金流贴现为正，资金的时间价值就会显现。这种跨时间配置风险的经营方式就是典型的商业银行业务。另一种是利用资本市场进行时点上的风险对冲，即资产负债业务。即用金融产品买卖来覆盖不确定性概率，大概率事件用股票，债券等基础产品的买卖来对冲；小概率事件则用衍生产品的买卖来对冲。其风险管理的要点是金融产品的创新，通过创设满足不同金融风险偏好的金融产品来活跃市场交易，用交易将风险分散在市场参与者身上。换言之，只要市场不丧失交易对手，风险就可溢价，通过风险升贴水，风险就可分散。这种通过对冲方式配置风险的经营方式就是典型的投资银行业务，即资本市场业务。

尽管风险管理成为现代金融机构的核心竞争力，并因此形成严密的管理体系，但是，当商业性金融机构仅注意微观细节或无力把握全局时，外部监管就显得格外必要。历史经验表明，20世纪30年代的大危机，是由金融开始的。在没有防火墙的情况下，资本市场的波动通过杠杆传到商业银行，造成了包括金融在内的全面的，全球性的经济危机。自那时以后，金融需要监管成为共识。监管的关键是资产负债能力的可持续性，监管的重心是杠杆率。

爆发于2008年的全球金融危机，使人们更深刻地认识到全社会资产负债能力可持续的极端重要性。与历史上传统的生产过剩危机不同，金融危机是资产负债表危机。它是以快速去杠杆为标志的资产负债能力衰退导致的经济全面危机。从资产负债

能力角度观察,任何一个经济体都由五张资产负债表组成,即政府的,非金融机构的,金融机构的,家庭住户的,以及一国对外的国际收支。在五张资产负债表总体杠杆较高的情况下,极易因某种扰动导致某张资产负债表衰退,进而引发其他资产负债表的衰退。各张资产负债表相互传递,交互影响,导致整个社会的资产负债能力崩溃。在美国,此次金融危机开始于家庭住户的资产负债表衰退,由于家庭住户无力或不愿偿还住房按揭次级贷款,导致金融机构资产负债表衰退。而由于金融机构的系统重要性,政府必须抢救,从而又使政府的资产负债表陷入困难之中。在欧洲,希腊金融危机起始于政府资产负债表衰退。由于希腊政府长期借债维持高福利,当政府在市场上再借不到钱时,政府债务危机导致持有政府债务的金融机构资产负债表衰退,进而导致企业及家庭住户的资产负债表衰退。在上述衰退中,只不过金融机构的杠杆最长,因而衰退最快,症状最严重,从而将这种资产负债表衰退危机定义为金融危机。它同时也表明,由于金融机构的资产负债表最脆弱,从而是防止系统性危机的重要领域或中心环节。因此,强化辨认金融风险,改善观测指标和内容,调整监管机制并强化监管执行力成为新的趋势。

与以往相比,2008年金融危机后金融监管的上述趋势,突出反映在宏观审慎监管概念的提出与实施。“二战”结束后,在经济全球化的背景下,主流工业技术在全球的扩张,一大批发展中国家的工业化进程大大加速,使全球的市场扩展赶不上生产扩张的情形更显突出,总需求成为瓶颈,它迫使各国的宏观经济政策基调都以调节总需求为名,提高总需求为要,扩张性的宏观经济政策成为常态。与之相适应,旨在持续扩张信用的金融创新层出不穷,鼓励负债消费,负债投资,其结果使全社会各张资产负债表都在持续扩张中,各种杠杆都在持续加大加长中。在这一过程中,传统商业银行业务与资本市场业务的界限日益模糊化,跨时配置风险与时点对冲风险日益交叉。当资产收益产生的现金流不能及时覆盖利息,出现流动性困难时,商业银行就通过资产证券化进行变现,在维持自身流动性同时,将风险转嫁到资本市场。而资本市场则通过各种创新的衍生工具,最终以推高资产价格的方式,将风险分散到整个社会。而一旦资产价格因某种原因不再节节上涨,所有的风险便水落石出。为获取流动性以维持金融机构生存,资产仓皇变现,极速去杠杆随即发生,金融危机顷刻而至。

痛定思痛。2008年全球金融危机的情形表明,风险是客观的。风险虽可转移,虽可分散,但不会消失。树高千尺,但也不会长到天上去。一味地加杠杆只会使整个金融系统,甚至整个经济系统的脆弱性加剧,而积累的风险只会使金融危机出现的概率加大。为避免金融危机的再次出现,逆周期地调节杠杆以控制总体杠杆水平就显得十

分重要。于是，以《巴塞尔协议》为代表，包括IMF在内的众多国际组织开始制定新的金融标准，在提高资本充足率的基础上，创设逆周期资本缓释工具，提出系统性风险缓冲要求，经常性的压力测试以及对系统性金融机构提出更高的监管要求。凡此种种，形成了区别与以往一般性金融监管的新的宏观审慎监管理念。按照《巴塞尔协议》的要求，各国需要在2019年前将上述监管内容落地执行，并由此形成全新的监管体系。

正是鉴于上述情况，全球系统性风险报告A：《2017—2018年全球系统性风险与机遇报告：以全球系统性风险理论与指数体系为基础》一书通过分析目前国际组织和主要国家研究与掌控系统性风险的现状，总结了当前全球系统性风险监管的进展与缺陷，探讨了全球系统性风险的根源与内在逻辑，讨论了建立全球金融稳定与系统性风险管理的意义和内涵，说明了编制全球系统性风险指标的五大价格体系维度，在此基础上建立了全球系统性风险指数、以“一带一路”区域为例说明了区域系统性风险指数、国别系统性风险指数和全球金融行业系统性风险指数等全球系统性风险指数体系的编制方法，描述了全球系统性风险与“一带一路”区域系统性风险的趋势、主要国家系统性风险趋势和全球金融行业系统性风险趋势。其用意十分明显，通过概念的梳理，逻辑的形成，使读者建立起理解和防范金融风险的新框架，通过指数的编制，风险的刻画，使读者有现实的工具来把握和处理风险。

二

2008年的国际金融危机是全球系统性风险的集中体现，但不是系统性风险的全部，甚至不是全球系统性风险最本质的原因。全球系统性风险的根源在于全球经济结构的变动以及由此出现的新挑战，而金融危机仅仅是开启了这一大幕。

从金融危机的表征来看，资产仓皇变现为上，流动性严重短缺，致使杠杆出现急剧降低导致资产负债能力崩塌。应急的措施是向市场快速补充流动性，以维持债权债务链条。反映在宏观经济政策上，就是极度宽松的货币政策。

初看起来，这一政策与传统的货币政策并无区别，是一致的。但是传统宽松的货币政策旨在提高有效需求，是总需求的管理政策，而现行的宽松货币政策则旨在补充流动性，维持债权债务链条，是金融稳定的政策。于是，问题出现了，在快速去杠杆的状态下，通过补充流动性来维持杠杆，只是防止了更大的资产负债表衰退，但是因为杠杆不再延伸，社会的消费和投资不会明显增长，总需求的扩大并不明显，经济并不能得到有效提振。至今国际金融危机已经近九年，九年的全球经济表现事实似乎都在证明这一点。

九年来,全球经济增长表现低于潜在增长率,使“二战”形成的经济全球化框架面临着深刻的挑战。第一,在经济体内各部门资产负债结构不同,行为不同的情况下,政府的加杠杆行为并不必然导致其他部门资产负债表的同向变动。而政府的一味加杠杆又使政府的资产负债表处于危险之中。截至2016年,日本政府的杠杆率(政府债务占GDP比率)超过250%,美国超过100%,即使是最稳健的德国也达到80%以上。政府进一步加杠杆已几无余地。“二战”结束后各国的央行以投放货币政策为代表的旨在总需求管理的宏观现代经济政策由此走进了死胡同。需要说明的是,这不仅仅是对现有宏观经济政策的挑战,也是对“二战”以来所形成主流经济思想的挑战。

第二,2008年金融危机后,世界的表现与危机前有了很大的不同。过去全球经济增长是快的,而国际贸易和投资的增长速度又快于全球经济增长。现在全球经济增长低迷而国际贸易与投资增长速度又连续五年低于经济增长。在总需求政策不能提振经济的情况下,全球经济增长可能会陷入长期停滞,这意味着产能过剩不仅成为世界性现象,而且会持久化。为了拓展市场并保护国内就业,贸易主义抬头成为自然的事情,民粹主义开始流行并日益盛行化。在民粹主义的背景下,以邻为壑,相互竞争,有可能成为经济政策的常态。它将极大伤害“二战”以来建立的全球贸易投资自由化的氛围,引发贸易战或货币战,进而经济“冷战”。

第三,所谓民粹主义集中体现在“本国优先”的政治诉求上,形成“只扫自家门前雪,不顾他人瓦上霜”的政策出发点。日前美国宣布退出TPP,法国总统候选人之一勒庞提出退出欧盟,经济全球化正处于停滞退化收缩的境地。这种局面若长期持续,将会消融长久以来形成的国际治理架构,瓦解“二战”后所建立的国际多边机制和国际秩序。人们有理由担心,那种在两次世界大战前,拉帮结派,互相对立的威斯特伐利亚时代将重现于世界。

如果说,2008年国际金融危机以来,经济低迷、产能过剩、就业困难等仅是逆全球化思潮的经济根源的话,而以特朗普当选美国总统为标志的去全球化的建制安排,还有更深刻的社会根源。

经济全球化是全球经济体制安排取向的一致性——市场经济。“两个平行市场”对立的消失,不仅使商品贸易,而且更重要的是生产要素的可贸易性大大提升,其交易成本大大降低。从制度经济学的角度观察,交易成本的降低,将改变企业与市场的边界。事实上,随着全球化的发展,出现了全球生产力配置,从而使企业的规模及组织形式都发生了深刻的变化。一方面,过去所崇尚的在一国内部企业上下游纵向一体化组织形式开始式微,产业开始横卧于世界各国之间,形成了众多的合同外包安排,

出现大批的以外包服务为主的中小型企业，并主要集中于生产性服务业之中。主企业资产轻量化，企业管理扁平化，并更侧重于产业链条的价值管理。另一方面，这些外包企业，尤其是生产性服务企业又被产业链紧紧连在一起，成为全球供应链，并由此构成一荣俱荣，一损俱损，相互依存的格局。在上述变化下，无论原先的主企业，还是服务此生产链的外包企业，因细分市场的专业化而使企业规模变小，员工趋于减少；与此同时，由于全球化，生产环节向劳动力成本低的发展中国家迁移，发达国家更倾向于提供高附加值的生产性服务业，就业结构出现急剧变化，出现了经济全球化下，发展中国家因劳动力低成本所带来的廉价制造业快速发展，就业及工资收入增长，而发达国家传统制造业衰退，就业及工资收入停滞的局面，成为美国把所谓“锈带”产生归结为全球化的重要口实。

按照经济学的理解，当交易成本降为零，企业将不复存在，市场将取代一切。此时，一般均衡的理想状态将定会成立，即市场是无限扩展的且是平滑的，供给和需求是自动平衡的。而为了使市场平滑扩展无障碍，除信息的对称性以外，克服未来的不确定性是关键，从而在现实世界中，以处理这类问题为己任的金融市场成为核心。经济的全球化尤其是市场的一体化，而市场的一体化首先是金融市场的一体化。这既是理论的逻辑，也是现实的逻辑。“冷战”结束以来，全球金融市场的发展令人瞠目结舌。

金融的核心功能是处置风险的。风险是由未来的不确定性带来的，而不确定性是服从概率分布的，于是对付不确定性的各种金融工具层出不穷，大概率事件是基础金融工具，而对付小概率事件则是衍生金融工具，金融创新由此蔚然成风。从理论上讲，高风险高收益，能处置风险将获得风险收益，而不能或处置能力弱，只能获得无风险回报，从收入上看，这将产生收入分配的极化现象，出现了所谓“1:99”的问题，即金融市场及其机构和成员获取了大部分收益，而其他社会成员则获利甚少，“占领华尔街”便由此而生。当经济全球化首先表现为金融市场一体化时，人们自然地将收入极化现象与经济全球化联系在一起，并逐渐成为弥漫在服务业比重较高国家和地区，即发达经济体的一种普遍社会情绪。

在经济全球化背景下，随着传统工业向要素成本最低的国家 and 地区迁移，发达国家传统工业中的就业开始趋减，工资性收入开始下滑。但随着生产性服务的发展，尤其是金融市场的扩展，发达国家居民的财产性收入却趋于上升。两者相比，居民总收入似乎在上升中，生活水平也在提升中。经济全球化对收入的负面效益尚不显现。但金融危机的爆发，打断了这一过程。在工资性收入难有提高的情况下，财产性收入的下降，使居民总收入下降，传统的“中产阶级”处于威胁之中。更何况金融危机后九

年来的种种努力，并未使经济表现有实质性提振，经济仍处于艰难的复苏之中，财产性收入不能指望，而就业参与率较低，从而工资性收入水平又难以维持。渺茫的前景使社会稳定阶层的“传统中产阶级”也失去了耐心，开始激进化，成为当今发达国家民粹主义的政治基础，并把问题归咎于全球化，成为当今民粹主义的政治诉求，终于成就了以特朗普当选为标志的去全球化的建制化安排。事实上，从英国脱欧，意大利公投及特朗普当选的选票构成来看，多是这些传统工业从业人员以及与此相关的“传统中产阶级”，并由此造成了发达国家内部的社会撕裂。

世界进入一个新的不确定年代。全球系统性风险报告 B:《2017—2018 年全球系统性风险与机遇展望：掌控“灰犀牛”与“黑天鹅”打闹的世界》认为，不管是“灰犀牛”也好，还是“黑天鹅”也好，都是真实世界中的一部分，用系统性思维来看待，现实的世界就是“灰犀牛”与“黑天鹅”在其中打闹的世界，但两者也仅仅是现实世界的一部分，需要系统地把握。从这个角度出发，该报告讨论了全球经济与全球金融市场的趋势，讨论了以去全球化为标志的重大潜在系统性风险，包括新任美国总统特朗普逆全球化新政所带来的挑战，美国退出 TPP，俄乌之争，英国脱欧，欧盟动荡，中东局势复杂化，东南亚与南亚和南海问题的凸显以及拉丁美洲民粹主义的兴起等全球经济和地缘政治层出不穷的问题，其实“灰犀牛”与“黑天鹅”早已在其中了。

通过报告 B 的分析可以看到，“经济全球化是一把双刃剑”。一方面“经济全球化为世界经济增长提供了强劲动力，促进商品和资本流动，科技和文明的进步，各国人民的交往”。一个明显的事实就是，随着一大批发展中国家因工业化而经济快速成长，使占世界人口多数的发展中国家人民生活水平有了大幅提升。但是，另一方面“全球化确实带来新问题”。尤其“当世界经济处于下行期的时候，全球经济蛋糕不容易做大，甚至变小了，增长和分配，资本和劳动，效率和公平的矛盾会更加突出。发达国家和发展中国家都会感到压力和冲击”。认真面对全球化所产生的问题，冷静分析，趋利避害，从长计议，务实操作，克服弊端，发扬长处，是化解当前全球系统性风险唯一可行的途径与方法。

三

依前所述，当前全球系统性风险是去全球化逆流。从“二战”结束，尤其“冷战”结束以来的全球化利弊来看，总体上讲，利大于弊，这是因为全球化反映了人类历史进步的步伐。

16 世纪，地理大发现造就了第一次经济全球化。随着新航线的开辟，西方列强

的廉价商品伴随着坚船利炮轰开了东方的自然经济壁垒，全球被纳入资本主义生产体系之中，形成了宗主国与殖民地的中心与外围的世界经济结构。然而，与“二战”后的世界经济体系相比，这仅是世界经济全球化的初级形态，集中体现在多中心上。一个宗主国拥有一片殖民地，并与其他宗主国相竞争，后起的宗主国为了争夺殖民地，从而争夺市场，不惜阴谋诡计，甚至武力相向，彼此钩心斗角，团团伙伙，合纵连横。轴心国与同盟国时时处于动荡与重组之中，实力的均衡与不均衡的结果就是战端频起，战乱不止。世界版图的决定和再决定是以宗主国及其同盟的实力所决定的，并由此构成以民族国家为基础的威斯特伐利亚秩序体系。“帝国主义就是战争”，西方列强的聚焦地——欧洲就成为战争的策源地，两次世界大战皆由此地爆发。

“二战”结束后，在吸取战争惨痛教训的基础上，世界开始重构，希冀在多主体民族国家的基础上，建立起超国家的协调机制，建立起全球治理体系。这一体系由三个支柱组成，第一支柱，以雅尔塔协议为基础的联合国体制，这是政治制度安排；第二支柱，以关税贸易总协定（GATT）为起点，随后演变为WTO的自由贸易体制，这是全球经济制度安排；第三支柱，以布雷顿森林体系为基础的货币体制，这是金融制度安排。这三个支柱相辅相成，加之配套的制度与措施，构成第二次全球化的基本框架。

“二战”后，在上述框架下展开的全球化，在20世纪最后的1/4时期得到加速。首先，全球治理的机制化，随着专业性的、区域性的协调机制不断涌现并深化，世界治理的有效性提高。最为成功的案例就是欧洲一体化的进程。从共同市场走向经济一体化，从经济一体化走向政治一体化。欧洲一体化成功缓解了或基本消除了欧洲传统的德法矛盾，奠定了欧洲七十年的和平。其次，全球化的覆盖面前所未有。中国改革开放，占世界人口1/5的中国加入全球化，不仅使全球化的地理含义覆盖世界，而且更重要的是加入全球化进程的中国经济的快速发展，使全球的贫困大幅度消除。最后，随着全球体制一致化，柏林墙的倒塌，“冷战”的结束，两个对立的阵营消失，全球无一例外地采用了市场经济体制。体制的一致性，使交易成本大幅降低，可贸易性大幅提高，各国经济的关联性日趋紧密。

进入21世纪，经济的全球化达到了前所未有的高度，并深刻改变着世界格局，集中体现为两个特征：第一，由于交易成本的降低，可贸易性的提高，全球经济增长加快，而国际贸易和投资的增长速度又快于全球经济的增长速度。作为世界经济和国际贸易投资快速增长的集中表现，就是国际金融的发展速度更快；第二，这种可贸易性的提高，不仅反映在传统的商品贸易中，更重要的是体现在全球生产要素的交易

上,资本、技术、劳动力的自由流动,出现了全球生产力配置,即生产要素沿着最有利的方向开始聚集。各产业不再拘泥于传统的垂直分工或水平分工,而横卧于世界各国之间,形成了全球供应链。

自20世纪80年代,中国经济加入全球化进程,并以21世纪加入WTO为标志,中国经济与世界经济融为一体,使经济全球化的上述两个特征在中国反映得更为突出。中国现在是世界第二大经济体,却是世界第一大贸易体;中国经济的快速成长集中表现为沿海地区出口导向型经济的发展,亦即是“两头在外”的加工制造业的发展。在产业链条中,原料在外,市场在外,仅加工制造在中国。中国是全球产业链条的一个环节。这是中国将其最具竞争力的生产要素——低成本劳动力加入全球化进程的结果。也正因为此,中国成为世界的工厂,中国分享了全球化的红利。

以市场经济为底色的体制一致性极大地提高了全球的资源配置效率,主流工业技术向全球不断快速地外溢,加快了发展中国家的工业化进程,从而大幅提升了发展中国家的生活水准,一个明显的证据就是大规模的饥荒不再频繁发生,人均寿命由战后的40岁提高到70岁。以规则安排为基础的全球性治理体系极大地巩固了国际社会的稳定性。一个明显的证据就是全球虽有局部冲突和战争,但尚未发生殃及全人类的世界大战。由上,和平发展成为第二次世界大战以来的时代主题。以婴儿死亡率、成人识字率为代表的社会进步指标不断改善,人类进入空前文明和繁荣的时期。也正是这个缘由,构成我们必须捍卫全球化的态度。

面对经济全球化这把双刃剑,我们不能就此将经济全球化一棍子打死,而是要适应和引导好经济全球化,消除经济全球化的负面影响,让它更好地惠及每个国家,每个民族。其中的关键在于做大蛋糕。

从做大蛋糕的角度观察,全球经济增长乏力的症结在于全要素生产率的下降,是技术进步缓慢所致。问题发生在供给侧,结构性改革应是未来世界经济的核心议题。为此,在2016年G20杭州峰会上,二十国领导人就此达成共识,将发展问题置于核心位置,并共同签署了《二十国集团深化结构性改革议程》,提出一整套指标体系量化框架以检测和评估各方的进展。主要集中在九个优先领域:促进贸易和投资开放;推进劳动力市场改革及获取教育和技能;鼓励创新;改善基础设施;促进财政改革;促进竞争并改善商业环境;改善并强化金融体系;增强环境的可持续性;促进包容性增长。二十国领导人一致认为结构性改革政策应与财政政策和货币政策一道成为G20宏观政策协调的重要方面。事实上,如果发达国家发挥其人力资本密集的优势,加大新技术,新产品的研发,推动新产业的形成,并加强对传统产业就业人员新技能

的培训，将会阻止并扭转全要素生产率下降的局面，相应地稳定并扩大就业和提升收入水平。而随着新技术、新产品以及新产业向发展中国家的转移，相应地也会提高这些国家的全要素生产率，持续改善这些国家的居民收入水平。如此，细流涓涓，共建、共享、共赢的世界经济会使人类成为一个命运共同体。

正是基于这样的认识，2013年中国首先提出了“一带一路”倡议。四年后的2017年5月，在去全球化逆风当口，中国在北京召开了首次“一带一路”峰会，全球所有的国家与地区1500余名代表出席了峰会，使“一带一路”倡议变成了全球行动。

从地理上看，“一带一路”涉及欧亚大陆65个国家，占全球人口的63%，占全球GDP的1/3。同时又是全球经济最活跃的地区，相比于其他地区，“一带一路”国家对外贸易和外商投资增长最快。按照传统的地缘政治理解，“一带一路”地区是世界的心脏地区。当心脏地区经济繁荣，社会稳定，文明昌盛，无疑会带动整个世界的进步，因而“一带一路”地区成为各国所关注的首善之地。然而更重要的是，“一带一路”不仅限于地理概念，它是全球治理的新理念。传统的全球治理架构是建立在西方文明的竞争理念上。其原则是非此即彼，非黑即白，其手段是非我同类，需要惩罚和教化。而“一带一路”是秉承中国传统理念以和为贵，尊重彼此利益关切，倡导的是通商友好，通过谈判，妥协来扩大双方的共同点，管控和缩小分歧点，以达到双赢。依次构建全球治理原则是包容性发展，合作是其基本手段。这显然有别于以往任何一种全球治理安排，从而在新的基础推动的全球化将会达到新高度。

中国是上一轮全球化的收益国，中华民族深感全球化是自身民族利益所系，同时中国在上一轮全球化中成长为第二大经济体、第一大贸易体，有能力也有责任捍卫全球化，有能力为全球化作出新贡献，因为这也是人类文明进步所系。在去全球化逆流之中，逆风而上是中国的历史担当。有鉴于此，本书写作的全部动机以全球政治、经济、社会格局的角度出发，在指示风险的同时，更期望建立全球视野，并在这一种视野中反观中国经济的国际地位与国际责任，在掌控全球系统性风险和机遇的同时，使中国企业和金融机构“走出去”走得更远更好，使中国经济更加顺利、深入地融入世界，在发展中国经济的同时推动全球化“为人类作出较大的贡献”。

是为序。

原中国银行首席经济学家、中银国际研究公司董事长 曹远征

前言

风险本身是一种可能带来损失的不确定性。任何系统都可能存在着风险，危及系统稳定与生存的风险，都可称之为系统性风险。正如 2008 年全球金融风暴给我们的启示，全球系统性风险是现实存在的，在某些时刻可能会突然爆发，并且带来巨大损失。如何在国际组织、各国政府和学者们实践和研究的基础上，探索建立全球系统性风险指数体系，为全球监测、管理系统性风险，为机构和企业掌控全球系统性风险与机遇提供一定的基础，是我们进行大胆研究尝试的初衷。如果能站得住脚，实践上有用，可以形成独立的话语体系，则是一种奢望和追求。

一、灰犀牛、黑天鹅与混沌理论

动物们比较忙。继“蝴蝶”之后，“黑天鹅”来了，“灰犀牛”也横空出世了。在感谢概念创造者们良好的具象能力的同时，认真思考真实世界里这些概念代表的存在和相互关系，十分必要。为什么会在全球系统性风险报告中谈这个问题，原因很简单，这涉及对全球系统性风险的根本看法。

（一）“黑天鹅”与“灰犀牛”：两种危机表象

纳西姆·尼古拉斯·塔勒布（Nassim Nicholas Taleb），一生专注于研究运气、不确定性、概率和知识。他既是文学随笔家，又是经验主义者，又是理智的数理证券交易员，现担任纽约大学理工学院金融工程系教授。他 2007 年出版的《黑天鹅：如何应对不可预知的未来》一书，提出了“黑天鹅”现象。^①17 世纪之前，人们从来没有

^① [美] 纳西姆·尼古拉斯·塔勒布著，刘宁万丹、刘宁译，《黑天鹅：如何应对不可预知的未来》，2008 年 5 月，中信出版社。

想到过世界上除了白天鹅还有其他什么颜色的天鹅，直到澳大利亚发现黑天鹅，人们认识天鹅的视野才打开。其实，在许多方面，人们过去认识的规律和判断都被证明是错误和片面的。可惜的是，在金融市场，人们总是相信有规律可以遵循，因而学者们不懈地努力去构建各种模型以追求利益。2007年次贷危机之后，华尔街的投资银行开始对 VaR 模型进行反思，如果可以构建一个模型来预测未来波动范围的话，其实无异于构建了一台合法的印钞机，可以源源不断地从市场上赚取交易利润。而这台印钞机稍加改进就可以成为一台物理学上的永动机，这两台机器可以一劳永逸地解决人类关于财富和能源的问题。人类制造永动机的努力早就被证明是徒劳的，一劳永逸地解决财富和能源问题，显然更不可能。“黑天鹅”事件指的是非常难以预测，且不寻常的事件，通常会引起市场连锁负面反应甚至颠覆。用数学语言讲，即小概率随机事件真的发生并产生了重大负面冲击，如“9·11”事件、泰坦尼克号的沉没、全球金融风暴等。“黑天鹅”事件有三个特点：一是意外性；二是重大影响；三是人们事后为它的发生编造理由，并且或多或少认为它是可解释和可预测的。但从“黑天鹅”事件产生的逻辑来看，世界是不可预测的，你不知道的事比你知道的事更有意义。当然，你不知道的事也比你知道得多。

米歇尔·渥克声称自己的《灰犀牛：如何应对大概率危机》一书并不是要反对“黑天鹅”，而是对其理论的一种补充。^①该书以灰犀牛比喻大概率且影响巨大的潜在危机。相对于“黑天鹅”事件的难以预见性和偶发性，“灰犀牛”事件不是随机突发事件，而是在一系列警示信号和迹象之后出现的大概率事件。例如：2008年美国房地产泡沫集中爆发以及在此之前的诸多泡沫破裂；飓风卡特里娜和桑迪以及其他自然灾害后的毁灭性余波；颠覆了传统媒体的现实数码技术；大桥坍塌和摇摇欲坠的城市基础设施；苏联的解体和中东地区的混乱，在事前均出现过明显的迹象。人们应对“灰犀牛”的反应通常有五个阶段：第一个阶段是否认；第二个阶段是混日子，想办法把问题推给将来；第三个阶段是判断性阶段，对于到底该做什么争吵不休；第四个阶段是惊恐阶段；第五个阶段是行动阶段或崩溃阶段。

在2017年中央金融工作会议后，《人民日报》在7月17日头版刊发的评论员文章《有效防范金融风险》中提到，防范化解金融风险，需要增强忧患意识……既防“黑天鹅”，也防“灰犀牛”，对各类风险苗头既不能掉以轻心，也不能置若罔闻。中央财经领导小组办公室经济一局局长王志军在国新办新闻发布会上表示，党中央非常重视

① [美]米歇尔·渥克著，王丽云译，《灰犀牛：如何应对大概率危机》，2017年2月，中信出版社。

防范和化解金融风险，始终要求守住底线，特别是守住不发生系统性金融风险的底线。“黑天鹅”和“灰犀牛”两类事件都有可能冲击金融风险底线，将以不同思路 and 办法应对防范。“黑天鹅”主要指没有预料到的突发事件或问题。王志军认为，对这类事件要保持清醒头脑和高度敏感性，特别是在当前经济运行基础尚不牢固的情况下，一定要增强忧患意识和风险意识。“要加强跟踪监测分析，加强预警预测，及时发现一些经济运行中的趋势性和苗头性问题，未雨绸缪，制定好预案，防患于未然，不打无准备之仗。”“灰犀牛”事件一般指问题很大、早有预兆，但是没有给予足够重视，从而导致严重后果的问题或事件。“对于‘灰犀牛’事件，因为问题已经存在，也有征兆，所以要增加危机意识，坚持问题导向。对存在的‘灰犀牛’风险隐患，如影子银行、房地产泡沫、国有企业高杠杆、地方债务、违法违规集资等问题，要摸清情况，区分轻重缓急和影响程度，突出重点，采取有效措施，妥善加以解决。”王志军说。

与将“黑天鹅”与“灰犀牛”简单并列的方式不同，万喆提出：每一只“黑天鹅”背后，都潜藏着一头“灰犀牛”。在她看来，“灰犀牛”与“黑天鹅”谁更危险，这或许本身就是个错误的问题。她认为，塔勒布事实上正回答了渥克写《灰犀牛：如何应对大概率危机》时想解决的问题：“为什么我们对迫在眉睫的危机不能先知先觉，提早预防呢？”进而分析指出，每只“黑天鹅”后面，都有“灰犀牛”。在小概率的大灾难面前，灾难的巨大阴影早就铺天盖地了。她列举了全球金融风暴例子来进行说明，每一个“黑天鹅”事件的背后，都潜藏着一个巨大的“灰犀牛”式危机。她举索罗斯掌握做空时机的例子来说明：有时候，“灰犀牛”式危机越是严重，我们越难看到它的存在，越难逃离它的进攻路线。于是，我们说它们是“黑天鹅”。“黑天鹅”理论提醒人们注意那些意料之外的事件，但事实是，我们常常忽略了那些可以预期的事件。因此，关注、化解“灰犀牛”危机，也是化解无法关注的“黑天鹅”的最好方式。

（二）“蝴蝶效应”与混沌理论：一种认知真实世界的系统性思维

应该说，万喆对两者的关系的认知提升到了一定的高度。但是，这个世界在“灰犀牛”与“黑天鹅”之外还存在着什么，与这两者是什么关系呢？或者说，危机之外的世界与危机本身是什么关系呢？危机发生的路径和过程与危机之外的世界有没有关系呢？它们是不是处于同一个系统整体之中呢？我们从“蝴蝶效应”相关的混沌理论来进一步探讨。

混沌理论（Chaos theory）通常用“蝴蝶效应”（The Butterfly Effect）加以形象地说明。“蝴蝶效应”是指在一个动力系统中，初始条件下微小的变化能带动整个系统

的长期的巨大的连锁反应。对于这个效应最常见的阐述是：“一只南美洲亚马逊河流域热带雨林中的蝴蝶，偶尔扇动几下翅膀，可以在两周以后引起美国得克萨斯州的一场龙卷风。”

混沌理论是一种兼具质性思考与量化分析的方法，用来探讨动态系统中（如：人口移动、化学反应、气象变化、社会行为等）必须用整体、连续的而不是单一的数据关系才能加以解释和预测的行为。1963年美国气象学家爱德华·诺顿·洛伦茨提出混沌理论，非线性系统具有的多样性和多尺度性，其最大的贡献是用简单的模型获得明确的非周期结果。该理论认为在混沌系统中，初始条件十分微小的变化，经过不断放大，对其未来状态会造成极其巨大的差别。

混沌理论有三个原则：一是能量永远会遵循阻力最小的途径；二是始终存在着通常不可见的根本结构，这个结构决定阻力最小的途径；三是这种始终存在而通常不可见的根本结构，不仅可以被发现，而且可以被改变。我们以混沌理论的“蝴蝶效应”来分析世界，其前提条件是类似的，即完全自由流动空气（资金）、确定的动力源（美元汇率波动）和全球多类不确定性事件。在此基础上，进一步分析可能出现的不可预期的系统性影响。

真实世界是非线性的系统，混沌理论解释的是非周期性结果，常常不具有线性的周期性，但如果时间足够长，非线性也会有周期性的结果。比如大西洋的飓风和太平洋的台风是有季节性的；比如经济的各种周期理论，尤其是长周期理论；比如金融危机在全球的不断出现；比如战争的不断出现；等等。

因此，“黑天鹅”的出现、“灰犀牛”的存在，两者是非线性系统的一种混沌表现是无疑的。每一个“黑天鹅”背后有相应场景里的“灰犀牛”长期存在，比如温室效应与一场气候灾难，比如工业化发展与城市雾霾，比如人口限制政策与人口断裂，比如一场金融创新与金融危机，比如一场突如其来的地震，等等。这个场景其实就是现实存在的每个系统，每个系统的存在和运转是非线性的，但并非完全没有规律和迹象可循。更为重要的是，在这个场景中，未来的“黑天鹅”和当下的“灰犀牛”与过去的正常发展是同一个系统，而在这个系统中如何出现从过去、现在到未来的正常发展到“灰犀牛”再到“黑天鹅”，则是混沌理论可以着力的地方。

如何着力？重在系统化、整体化和历史思维，在于监测体系的建设与长期的跟踪观测与分析，更在于应对机制与应对能力的建设。而如果停留在“头痛医头，脚痛医脚”的思维阶段，会有如下三种可能的后果。第一，“黑天鹅”防不住：一是提前找不到蛛丝马迹，二是爆发后没有应对能力；第二，“灰犀牛”拧不清：一是找不准“灰