

2020 年第 4 期总第 36 期

财经参考

上海对外经贸大学图书馆主办



财经参考

2020 年第 4 期·总第 36 期

国际财经

主流经济学 vs 现代货币理论：谁的缺陷更多？	1
拉美汇率之殇：“去美元化”受挫，效仿“欧元区”前途未卜，出路何在？	8
疫情之下，银行业面临生死大考	10

国内财经

加强金融研究使得金融体系能够更有针对性的应对新冠疫情	18
中国经济新跃迁：一场产业范式变迁的全球竞争	21
中国的数字金融革命走在世界前列	22

新闻快讯

美国经济第二季料大幅萎缩 37.7%要到明年过后才能完全收复失地	28
分析当前经济形势习近平提这“八字”期许	28
美媒：调整供应链并非意味着离开中国	30
世行：新兴经济体将出现 60 年来首次萎缩	30
世行将今年全球经济产出预测下调至萎缩 5.2%受新冠疫情冲击	32

财经参考

国际财经

主流经济学 vs 现代货币理论： 谁的缺陷更多？

来源：FT 中文网(2020-05-19)

作者：夏春(诺亚控股集团首席经济学家)

留意经济学发展的读者应该听说过过去几年一个被称为“现代货币理论”(Modern Money Theory, 以下简称 MMT) 的学派以与主流经济学不同的主张而崛起, 当其先后受到华尔街的青睐和美国民主党的两位候选人桑德斯的部分认可之后, 主流经济学家从原来的不屑一顾到展开反击。

然而, 在新冠疫情冲击导致美国经济衰退, 资本市场大跌之时, 美联储和美国财政部施展零利率、无限量宽松和大规模财政赤字救助市场和经济, 并有可能在将来采取“财政赤字货币化”解决遗留问题, 媒体开始将之与 MMT 联系到一起。

由于中国也面临经济冲击和政府财政赤字扩大的困境, 国内一些专家一改过去对 MMT 忽视的态度, 开始围绕“财政赤字货币化”展开辩论。仔细阅读这些文章会发现其中对 MMT 的理解仍存在许多误区, 特别是很多经济学家表明不喜欢 MMT 的一个原因就是它不是主流学派, 认为主流经济学高人一等。

我写作这篇长文的目的, 是讲清楚世界经济面临什么样的难题, 主流如何制造了这些难题, MMT 如何起源, 与主流经济学的分歧何在? 对于最后这点, 我的核心观点已经写在标题里。恰恰是因为主流经济学存在重大缺陷, 才给了 MMT 挑战的机会, 然而 MMT 对重要问题的理解同样存在偏差。要解决当今世界经济面临的主要难题, 我们需要回归常识, 吸取主流学派和 MMT 的合理观点, 同时要大胆考虑试行新的研究成果, 更有效地解决人类共同面临的难题。

世界经济面临的难题

简单来说, 世界经济在 2008 年金融危机爆发后, 各国都采取了宽松的货币和财政政策, 但是主要经济体都经历了“低增长、低通胀、低利率”这种被称为“新常态”的现象, 但与此同时, 股债房地产等主要资产价格高涨; 政府、企业或者家庭负债率达到危机后的新高; 贫富差距急速扩大, 在美国已经回到了一战开始前的水平; 全球民粹主义崛起, 逆全球化渐成潮流。

借鉴鲁比尼的观点, 我们可以用 15 个以 D 开头的字母描述当今世界面临的难题: Deficit (赤字)、Debt (债务)、Default (违约)、Demography (老龄化和低出生率化)、Deflation (通缩)、Devaluation (货币贬值)、Digital Disruption (科技颠覆)、Disinformation (虚假信息)、Deglobalization (逆全球化)、Democracy Dilemma (民主化悖论)、Sino-Decoupling (中美脱钩)、Diplomatic Dispute

（外交争端）、Environmental Disruption（环境破坏）。

2008 年金融危机爆发前，主流经济学家沉浸在类似当年物理学欢呼物理大厦建成，已经没有重大理论难题的愉悦之中，背景就是二战后美国经济出现的主要问题（例如经济增长，经济周期，就业与通胀）都得到了比较好的理论解释，特别是在美联储和财政部的配合下，美国实现了“大调和”或者“大繁荣”：虽然经济和金融危机仍然不时出现，但时间都比较短暂，衰退程度远远不及“大萧条”严重。

尽管经济学内部需要处理一些“乌云”，例如为什么金融危机重复出现？为什么宏观分析框架可以比较好解释经济增长和周期，但是很难解释金融市场的资产价格和波动？但对外，经济学家是非常自豪其成就的，以至于我们从接触经济学到博士毕业，都被教授们反复告知经济学是所有社会科学里，对社会现象（不仅仅人类经济行为）解释力最强大的学科，是所有社会科学里的明珠，诺贝尔奖将经济学纳入，也许是造成这种印象的原因之一。

我是 2008 年毕业，摆脱老师的束缚之后，才逐渐认识到，尽管主流经济学精彩纷呈，经济学家群星璀璨，但作为所有社会科学里对政策影响最大的学科，经济学依然很不成熟，对现实里的人和经济理解极其缓慢，后知后觉造成的麻烦可能比其解决的问题还更多。

这一年，金融危机的爆发让主流经济学遭受公众广泛的批评，最为人知的是英国伊丽莎白女王的质疑：你们为什么不能预见危机的发生？也就是在这个时候，美国经济学内部出现一句经典“自黑”嘲讽：“微观经济学其实没人关心，因为绝大多数研究结论几乎都是常识，不研究也大致知道结果（微观经济学家把大量精力花在区分“鸡生蛋”还是“蛋生鸡”上）；而宏观经济学人人关心，因为宏观政策影响每一个人，但宏观经济学的预测力一直很糟糕（没错，即使取得了“大调和”的成绩，但宏观经济预测被普遍认为准确度极低）。”实际上，我标题里的主流经济学，指的就是宏观经济学。我恰恰毕业于宏观经济学公认最强的明尼苏达大学，所以我写此文也是“自黑”之举，但更多的是对学科现状的深刻反思。

没想到这句话再次“一语成谶”。2008 年宽松政策推出后，主流经济学家都认为扩大的赤字和累积的国债，会使得经济快速复苏，同时带来高通胀，将来会出现高利率，但这些都与结果不符。2017 年，特朗普推出减税计划，主流经济学家再次警告这会带来利率上升和高通胀，再一次判断错误。

下面我们会看到，恰恰因为 MMT 对这些宽松政策的后果提前做出了正确的预测，并且得到了早已信奉并收获巨利的华尔街的赞誉（见后文），才使得这个其实已经存在了 20 多年的非主流学派，被媒体关注，走到了镁光灯下。

主流宏观经济学的困境

为什么宽松货币和财政政策会失灵？过去十年，经济学家为此绞尽脑汁，虽然后知后觉，但好在我们现在已经有了一系列新知识：

“新常态”其实根本不新，低增长，低通胀，低利率，这“三低”现象其实是人类有数据可查历史的“旧常态”。工业革命前，全球经济平均增长率基本都是低速，零增长属于常态，通胀更可能出现负数，而过去 700 年的利率几乎都是从高变得越来越低。

相反，“高增长，高通胀和高利率”仅仅只是二战结束后到 1980 年初的状态，这一结果显然与战后世界重建带来的高就业以及因为地缘政治冲突带来的油价变化密切相关（“滞胀”是这 40 年的短暂插曲）。至于 2008 年之后的“三低”，只不过延续了人类几百年来被打断，但 1980 年重新开始的“旧常态”。

主流宏观的分析框架和结论基本上对于“三高”现象的成功总结，目前的主流宏观教材大同小

异，但 2019 年出版的 MMT 集大成教材《宏观经济学》(William Mitchell, L. Randall Wray, Martin Watts 著，与国内专家对 MMT 集中批评不同的是，这本书在亚马逊网站获得读者极高的评价，前两个名字还会在后文出现)第一章就给出“主流”和“非主流/异端”经济学的定义，前者研究如何对有限资源进行分配以满足无限的欲望，而后者研究社会如何创造和分配资源，实际上就是“政治经济学”，研究在资源的分配和创造上，各种社会组织之间既复杂又激烈的竞争与合作关系。

根据作者的划分，经济思想史上几乎一半的名家，用今天主流经济学的观点去看待，几乎都属于异端。其实，主流的崛起，非主流的没落，最关键的原因在于前者成功建立起可以不断扩展的数学模型，而后者放弃了数学这个工具，这不仅使得后者许多重要的经济思想被遗忘，而且也导致了前者被数学模型深深束缚和绑架，一旦一种深刻的思想无法被数学模型所描述，就无法获得学界的重视。过去，主流对 MMT 的批评就是一句话：等你们把数学模型写好，再来和我辩论！

人们最早意识到主流宏观对于“三高”现象研究的成果存在严重不足，是这些基于发达国家的经验，无法在发展中国家推广。很明显，主流宏观对于一些极其重要的问题缺乏深刻理解。比如“工业革命为什么发生在英国，而不是东亚”这个被称为社会科学的头号难题上，经济学至今没有找到准确的答案，自然使得其开出的药方在发展中国家几乎都失灵(参考拙著《疫情过后，全球将迎来大萧条，还是大逆袭》)。

经济和金融危机的生成机制是主流宏观面对的第二个难题，由于主流宏观模型没有货币和银行体系(见下文)，因此金融危机总是难以理解。在这个问题上，数学分析框架的束缚和绑架被展现得一览无余。翻开非主流的著作，可以找到许多深刻的文字性描述，例如明斯基的论述(也是 MMT 最重要的思想来源之一)。主流经济学直到 2012 年才算是完成了对危机最深刻的数学描述，即金融中介机构如银行和资产管理公司的资产负债表受损引发的家庭和企业的连锁反应；而过去围绕家庭消费行为建模，或者围绕企业生产建模的理论，都没有抓住问题的核心，也使得相应的政策建议无法阻止危机的扩散。

“三低”现象是主流宏观面对的最新难题，好在经济学家们提出各种解释，互相竞争之后，我们在 2020 年有了一个可能是最接近真相的解释(参考“Indebted Demand”，作者 Atif Mian, Ludwig Straub, Amir Sufi)：

贫富差距是理解宽松政策失灵的钥匙。宽松的货币并不像主流学派认为的可以迅速均等地分配给经济中的每个人，而是像非主流学派预言的那样，首先流向了极少数富人，高利润率的企业和流动性高的资本市场，再流向穷人，不那么赚钱的企业和实体经济。前者获得大部分，后者获得小部分。

但是前者的消费和投资倾向很低，投资之外获得的货币收入被储蓄起来；而后者消费倾向很高，但是却缺乏足够的财富，于是他们成了负债加杠杆的主体。为弥补经济中的消费和投资不足，政府扩大财政赤字和债务规模主动加杠杆。于是，伴随贫富差距扩大的，是宏观层面企业、家庭和政府负债占 GDP 比重不断上升。

同时，经济中的总储蓄大于总投资，利率于是随着贫富差距的扩大而越来越低(当过度储蓄越强烈，负利率就变得越可能)，由于缺乏足够的消费和投资，经济增长也很难提高，通货膨胀也在低位徘徊。由于资本价格的上涨不计入通货膨胀，因此宽松政策继续维持，于是这样一个恶性循环无法被打破。

过去，经济学家尝试用老龄化，低生育率带来的多储蓄行为，技术进步缓慢带来的投资不足(盈利最多的科技公司，其实是储蓄的主力军)来解释“三低”，但历史学家发现贫富差距不断扩大是常态(黑死病，战争，改朝换代缩小贫富差距是插曲)，也就带来了低增长，低通胀，以及利率的长期走低(社会资本和财富总量越来越多)的“旧常态”。

二战结束到1980年初，恰恰是贫富差距快速缩小的年代，我们看到了“三高”；而1980年开始，贫富差距快速扩大，我们看到了“三低”。老龄化和技术进步就无法解释这一段时间的变化。

因此，要解决前文列举当今世界的各种问题，关键点在于缩小贫富差距，这样经济可以回到经济学家期盼的“三高”状态，全球债务水平下降，资产泡沫减少，社会更加和谐，政治远离民粹。而做到这些，贫富差距会进一步缩小。

被主流经济学忽视的重要概念

贫富差距带来“三低”这一解释，是不是听上去超级容易理解？但为什么直到2020年才出现完整的理论模型和数据检验？

原因之一就是数学分析框架的束缚。主流经济学最常使用的效用函数，没有办法得出富人消费倾向低，穷人消费倾向高这个在数据上清晰无误的推论。常用函数下，消费和投资通常只与人的风险偏好有关，与财富完全无关。找到这个函数，经济学家用了无数时间，和前面提到理解金融危机的发生机制一样。而这段时间里，贫富差距已经扩大了几倍，民粹主义已然崛起，逆全球化声音更高。

数学束缚的另外一个例子是关于经济变量的概率分布函数假设，重要的经济变量比如财富，股价，并不服从正态分布，而是不对称的肥尾分布。例如现在美国1%的人拿走40%的财富，过去90年里，4%的公司创造了股市的全部财富（剩下的盈亏相抵）等等。当这些数据被挖掘出来，经济学家们都大吃一惊。由于不对称肥尾分布的数学处理非常复杂，对其忽视的后果就是经济学家的理论预测和现实经常脱节。

更麻烦的是，主流经济学长期不研究货币和财富这两个重要的经济概念，而且一些不成熟的研究，推动贫富差距不断扩大。

货币这个最基础，最主要的经济变量，从来不是宏观研究的主角。古典经济学的“货币面纱论”被现代学派接受，由于宏观经济学主要研究中长期经济变量，构造一个没有货币和银行体系的模型，只要能够比较好地解释数据，就没有什么关系。我读博士那几年，系里没有一个同学研究货币，因为以研究货币而功成名就的老师Narayana Kocherlakota（后来担任明尼阿波利斯联储主席）告诉我们，货币经济学已经被研究完了，不需要再研究了。

众所周知，货币有三个功能：记账单位、交易媒介和储藏价值。主流宏观只重视了货币的交易媒介功能，体现在弗里德曼（1976年诺奖得主）重点强调的货币数量论公式，即 $MV=PY$ ，（货币供应量乘以货币流通速度等于物价指数乘以产出），弗里德曼研究美国货币史发现，物价指数与货币供应量有密切关系，因此以名言“通货膨胀总是而且无处不在是一种货币”现象。值得强调的是，这个公式本身相当于会计恒等式，本身并不解释货币供应是超发还是不足，也不解释货币流通速度是高是低。当宽松货币供应没有带来高增长和高通胀时，原因可能是货币流通速度变低。但变低的原因，过去找来找去，其实都没有“贫富差距”这个新发现更重要。

可惜的是货币作为财富的储藏价值功能，从来不是主流经济学家关心的问题。弗里德曼表示，没有必要关注财富分配，因为自由市场的竞争会导致“富不过三代”。当然，在弗里德曼研究最活跃的年代，恰恰是美国贫富差距从一战后不断回落的时代，当时美国社会变得越来越平等。

而库兹涅兹（1971年诺奖得主）仔细研究了美国的国民收入分配后，发现前20%收入的家庭占比会随着经济发展先扩大，后缩小，因此贫富差距不那么值得关心。重点在于发展经济，让后20%收入的家庭变得富裕。对货币的研究不足，使得经济中许多以货币和财富为基础的现象（例如债务），经济学的理解非常薄弱。如果这两位经济学家回到现在，一定会为当今世界经济面临的各种难题，而大惊失色。

主流经济思潮的大逆袭

为应付战争开支而提高税率是贫富差距在一战后持续缩小的主要原因。1980 年开始，里根考虑减税被普遍认为是拉弗的建议，但实际上，莫里斯（1996 年诺奖得主）的研究对发达国家减税影响巨大。他指出要在激励富人多工作和收入瞒报之间取得一个平衡，他的模型最优解是最高边际税率应该降为零。

直到 2000 年后，法国经济学家皮凯蒂从税表入手跟踪每个人的收入和财富变化，发现发达国家前 1%，0.1% 和 0.01% 收入和财富的个人占整个国民收入和净财富的比重在 1980 年之后不断扩大，而排名后 50% 的个人的收入和财富几乎没有增加（财富占比接近 0），而背后最核心的原因在于税率变化，其次是全球化带来的经济增长，以及资本市场的繁荣。

这些新发现虽然来得太晚，但却以启发了“占领华尔街”的运动而为公众熟悉。作为主流经济学家里的佼佼者，皮凯蒂的《21 世纪资本论》出版，被认为复活了非主流的马克思学说，一方面引起主流同行的强烈反感，但另一方面此书列入年度畅销榜首。皮凯蒂也启发了历史学家研究人类从石器时代以来的贫富差距变化，发现差距扩大是人类社会的常态。

皮凯蒂与合作者、学生更加细致研究各国财富的变化，提出以全球征收“财富税”来缩小贫富差距的主张；而戴蒙德（2010 年诺奖得主）等学者从不同的角度，重新分析莫里斯的模型，从理论上阐释有必要对美国富裕家庭征收 60–80% 以上的最高边际税率；班纳吉和达弗洛（2019 年诺奖得主）等人则从实证角度发现，对富人征收高税率并不会降低他们的工作积极性。这些研究被民主党的沃伦和桑德斯注意到，于是提出不同版本的“超级富人税”主张，前者的经济顾问是皮凯蒂的学生，而后的顾问来自于 MMT 阵营。

MMT 的核心主张以及与主流的分歧

了解完主流经济学极简史之后，我们就不难明白，恰恰是因为主流经济学的重大缺陷，才给了 MMT 挑战和崛起的机会。而主流经济学家之所以不喜欢 MMT，很大程度上，是因为 MMT 指出主流经济学在几个关键问题上犯了错误。

第一，主流学派认为当政府采取宽松的财政政策时，会与企业投资上“争利”，抬高利率，从而形成“挤出效应”，即政府投资增加，会使得企业的投资减少。而 MMT 认为，政府投资会使得货币供应增加，压低利率，从而会增加企业的投资。

举例来说，假设政府向经济体中支出 1000 亿美元，然后通过征税收回 900 亿，这相当于向私人部门（家庭和企业）的资产负债表注入 100 亿美元的资产，这 100 亿美元就是政府赤字，但因为人们会将钱存入银行，增加整个银行体系的准备金，当资金需求恒定而供应增加时，利率就会下降。

这个根本的分歧恰恰是主流学派在 2008 年，2017 年都做出误判，而 MMT 判断正确的关键原因。我认为，主要原因是主流学派的框架和结论是建立在“三高”现象基础之上，但毕竟这只是一段插曲，经济的常态是“三低”。当然，MMT 也没有察觉到“三低”的背后是“贫富差距”。

第二，主流学派受到弗里德曼的影响，认为持续宽松的货币政策，特别是无中生有地印钞，会带来通胀，并不断以魏玛共和国，津巴布韦的例子来强化这种观点。而 MMT 指出这些例子只是少数，原因在于产能被严重破坏。历史上绝大多数国家宽松的货币政策和印钞，并没有带来通胀。过去最典型的例子就是日本，宽松货币和财政政策叠加，都没有出现高通胀和高利率，而现在整个欧元区，美国都一样如此。MMT 指出只要经济中的产能没有被充分利用，失业继续，那么宽松政策不会带来高通胀。

第三，主流学派认为政府以印钞来解决财政赤字或者债务问题，会带来严重后果，这就好比私人

部门入不敷出就要破产倒闭一样。但 MMT 认为政府的负债，对应的是私人部门的盈余，其实是一件好事；相反，如果政府盈利，私人部门负债则是一件坏事，这会加大衰退的概率。过去两百多年，美国最大的七次经济衰退之前，政府都出现了财政盈余。

其次，MMT 认为私人部门面对的预算约束，并不适用于政府。只要债务以本币计价，产能没有被充分利用，那么“无中生有”印钞也不会有严重的问题。

这一点与主流的分歧最大，但其实，格林斯潘和伯南克都支持这个观点。2005 年，面对国会关于美国养老金可能“破产”的质疑时，格林斯潘说“其实没有什么能阻止政府印出需要的货币，只要这些货币供应不超过经济可以提供的资源或资产，就不会有什么麻烦。”

伯南克在面对国会对金融危机后的救助方案质疑时，直接承认 2008 年用于银行救助的 1 万亿美元，并非来自税收，而是直接对银行在美联储的账户上敲击键盘制造出来的。伯南克认为在经济疲软，通胀低迷的时候，这样做没有问题。

第四，尽管 MMT 的名字强调“货币”，但有趣的是，整个理论认为货币政策在经济发展上的效果不好，应该主要依靠财政政策来刺激经济实现充分产能，消除失业，提供社会需要的服务。原因在于货币政策的传导效果是不确定的，是通过让人负债、给私人部门的资产负债表加杠杆起作用的；而财政政策的效果则是立竿见影的，是通过直接增加人们的收入、强化私人部门的资产负债表起作用的。

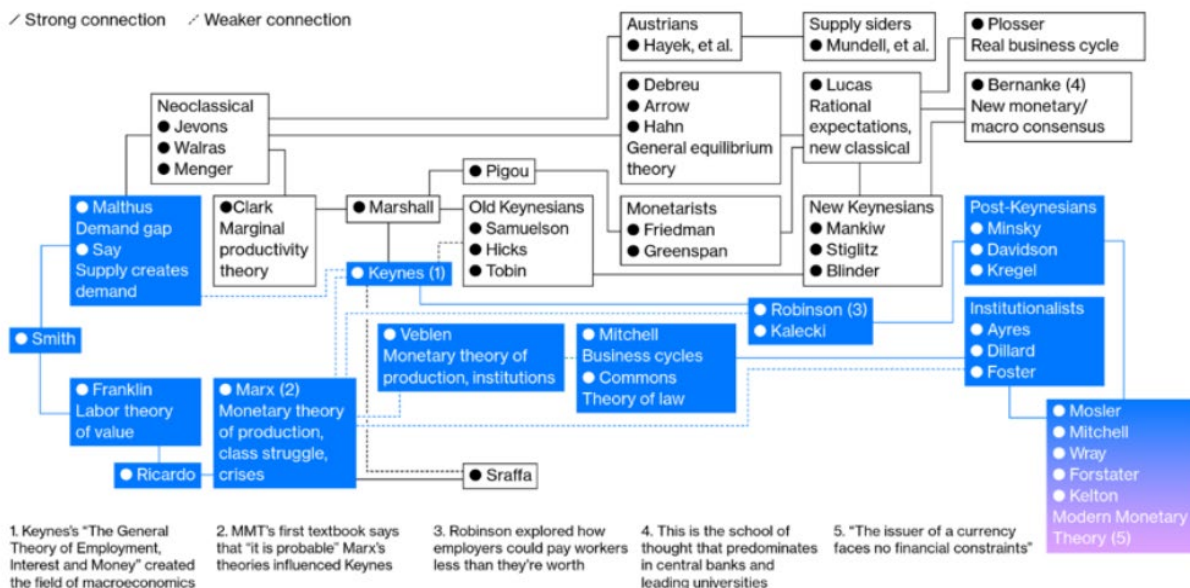
MMT 认为一旦通胀出现，政府应该减少开支或者提高税率，将家庭或企业的盈余减少，而不是采取紧缩的货币政策，实际上，在美联储再次将利率降至零，并强调很可能长期维持之前，MMT 早就主张将利率长期定在零。

虽然主流学派也认为财政政策比货币政策更有效，但现实中，货币政策被作为首要选择，因为财政政策受到更多制约。MMT 弱化央行与美联储（退化成一个配合财政部的边缘的角色）的作用，自然也会树敌不少。

读完这些，我相信很多人会发现一个有趣的事实，就是 MMT，既不 M（现代），也不 M（强调财政政策），更加称不上 T（因为没有数学模型）。多看几遍，就会发现这些所谓的理论，特别是强调财政

Modern Monetary Theory's Lineage

— Strong connection — Weaker connection



Adapted by Bloomberg Businessweek from Macroeconomics, published by Red Globe Press

政策在发展经济的目标明确性，提供私人企业无能或者不愿提供的服务，解决就业的效果比货币政策更好，在产能没有充分利用下，无须过度担心通货膨胀，完全和经济学入门教材强调的一致。

而新颖之处就是重新理解政府与私人部门的关系之上（第一点和第三点），这恰恰符合了非主流经济学的定义：由家庭、企业和政府组成的社会如何创造和分配资源。实际上，MMT 敏锐地指出主流经济学定义的缺陷：经济中最重要的一种资源，劳动力，从来都不是稀缺的，失业总是存在。也因此，MMT 把解决失业，保证人人有工作看得更重。

MMT 并不是从石头里蹦出来的，他的核心主张都有着清晰的思想史脉络，可以看到马克思，凯恩斯，罗宾逊夫人、明斯基等人观点的影子。每个学习过经济学的读者，都应该保存下图。有兴趣深入学习的，建议阅读 Mitchell, Wray 和 Watts 的教科书。

相信大家也看到 MMT 的主张都有明确的前提假设，但媒体报道时，往往忽略了这些前提，就让偷懒的读者误以为，MMT 主张政府可以无节制地扩大财政支出，然后再通过印钞/“货币化”解决。很显然，在“不求甚解”成为时尚的年代，MMT 很大程度上被妖魔化了。MMT 和主流没有分歧的部分也许不那么吸引眼球，而它强调的在危机来临，经济疲软，失业严重情况下的解决方案，其实和“罗斯福新政”，凯恩斯的主张没有明显分歧。

当然，我们也可以理解中国专家对于“财政赤字货币化”的担心，皆因中国各级政府都有“投资饥渴症”，也都面临着居高不下的赤字和债务负担。而这些现象在 MMT 诞生的美国没有那么严重。如果要借鉴 MMT 的观点，当然要因地制宜加以改良。2008 年，中国的四万亿刺激计划，恰恰是因为缺乏细节设计和对“中国奇迹”的认知缺陷，虽然达到恢复就业，经济复苏的目标之余，也制造出一系列意料之外的长期难题。因此，今天专家们围绕救助政策的细节进行充分辩论，无疑是一件大好事。

MMT 与华尔街的缘分

1982 年，沃伦·莫斯勒（Warren Mosler）成立了一家对冲基金，为了在竞争中取得先机，他细致研究了美联储、财政部和整体经济的互动。他想知道当财政部征税、发债、开支和创造货币时，其资产负债表到底发生了什么变化。很快他就发现主流经济学对政府和私人部门之间关系的理解十分过时。由于后者需要先收后支，而前者是货币发行人，在开支上并不受到政府税收的约束。

莫斯勒认为一个拥有主权货币的政府既没有违约意愿，又可通过央行敲击键盘创造货币，就不会破产。这种洞见让他赚得第一桶金。在上世纪九十年代初，意大利债台高筑、税基狭窄，不少经济学家和交易员担忧意大利经济崩溃。为应对困局，意大利政府别无选择地拉高了国债收益率。莫斯勒认定意大利政府能够印足够多的里拉还债，不会出现违约，于是从意大利的银行中借出里拉（利率低于国债收益率），并买入投资者大量抛售的意大利国债。这笔交易在几年后让他和客户赚到超过一亿美元。

莫斯勒希望分享自己的新思想，但他联系哈佛，普林斯顿和耶鲁等名校的经济学教授，但都吃了闭门羹，没有人回复他的邮件。几经转折，他接触到非主流的“后凯恩斯学派”开始获得重视（由于凯恩斯的思想没有采取数学表达，后来者对其思想的侧重点有不同理解，采取数学方法描述其思想的成为主流学派，而习惯于文字表达的学者构成了非主流，最早的分歧就是主流学派不重视货币与金融体系）。

这一学派认为，货币是国家政权所创造，只要获国家法律和行政力量支持，例如通过征税创造经济体对该货币的需求，任何没有价值的东西都可以充当货币。Mitchell 之所以用“现代货币理论”来命名这一套思想组合，就在于“宏观经济学之父”凯恩斯在《货币论》中指出，当一个国家/政府具有征税及指定征税货币这两项权利时，便是现代国家。

莫斯勒的思想推动了 MMT 的发展，他投入了约 300 万美元，帮助设立奖学金、学术职位、举办学术研讨会等，并且出版著作，成了公认的“MMT 之父”。他的观点：“再严重的金融危机，也可以通过大规模财政救助来解决”，现在被称为“莫斯勒法则”。回头来看，即使主流学派也承认，2008 年危机后的复苏缓慢，和救助政策重货币，轻财政有关。新冠疫情冲击下，美国财政部，美联储迅速协调一致推出前所未见的大规模财政和货币救助方案，不能不说受到了 MMT 思想的影响。

华尔街注意到 MMT 的一个重要原因是 Wray 的导师明斯基早在 1963 年就开始研究金融危机，开创了金融脆弱性理论研究的先河，他在 1991 年发表的《金融不稳定性假说》总结和完善了三十多年的研究成果。2008 年金融危机爆发后，主流学派束手无策时，华尔街重新发现了明斯基的价值，也注意到了 MMT 学派，以及莫斯勒的成功之道。

华尔街的分析师，基金经理和 CEO 表示，MMT 提供了许多重要而且长期被忽视的洞察力，他们将 MMT 运用经济预测和交易策略，在 2008 年，政府债务因刺激方案激增，经济学家认为利率将上涨后，华尔街一些大牌资管公司下注利率将走低，获利巨大。

MMT 带来的新挑战

我相信读到这里的耐心读者，会对 MMT 产生与之前不一样的认知，实际上我写作此文也经历了这样的转变。以我所见，批评 MMT 的专家，似乎没有仔细理解其总体思想和其中的细微之处，而是将其简单庸俗化了。实际上，MMT 只是提供一种理论框架，它既可以是对过去历史经验的一种全新描述，也可以是告诉我们什么可以做，什么不可以做的规范，这就是经济学的“实然”（positive）和“应然”（normative）之分。中国政策届，需要对中国经济的历史经验在全新的视角下细致研究，找到适合中国经济发展之路，而绝非以“走捷径”的方式罗列观点和照搬建议。我们与其厚此薄彼，不如平心静气，平等地看待主流学派和 MMT 各自的闪光点，认真研究现实问题。

MMT 在打开一扇窗的同时，也带给我们更多的疑问：第一，主流经济学的成功与不足与数学工具的使用有着密切的关系，MMT 没有滥用数学是好事，但也使得一些观点的精确程度受到怀疑；第二，MMT 对过去一些现象预见的成功，不代表他们在其他现象的理解上同样成功，由于经济主体会不断调整自己的行为来适应新的政策，也许当大家都依靠 MMT 来决策，就恰恰成为其失效之时，主流学派已经经历了这样的命运；第三，当主流经济思想已经影响绝大国家决策时，一部分国家推动 MMT，会造成其他国家什么样的麻烦？这些问题都极具挑战性。

虽然主流学派后知后觉，但毕竟认识到“贫富差距”可能是理解世界困境的一把钥匙，而且出现了一系列优秀的研究成果。在这个问题上，MMT 似乎没有瞩目的论述。反而是一个部分认可 MMT 观点的桑德斯，深刻理解贫富差距带来的麻烦。只可惜他无法施展其计划，人类可能还要继续在 15 个 D 交织的困境下徘徊良久。

拉美汇率之殇：“去美元化”受挫，效仿“欧元区”前途未卜，出路何在？

来源：经济观察网(2020-05-18)

作者：刘夏(云核变量金融董事总经理)

2020 年第一季度，不少拉美国家货币兑美元纷纷大幅贬值：墨西哥比索贬值 32%，巴西雷亚尔贬

值 32%，哥伦比亚比索贬值 24%，阿根廷比索贬值 9%。

这么大的贬值幅度，相当于一些国民财富被洗劫一空，拉美的经济和汇率面临困境。

2020 年当地时间 4 月 17 日，国际信用评级机构穆迪将墨西哥的国家主权信用评级下调至“Baa1”。墨西哥去年的经济增长率下滑至 0.1%。据国际货币基金组织预测，墨西哥今年的经济恐会后退 6.6%，全球投资银行甚至预测会出现高达 7~8%左右的负增长。

美元兑墨西哥比索 4 月跌至新低 25.77。近期，墨西哥央行宣布降息 50 个基点至 5.5%，为 2016 年 11 月以来最低利率水平。有分析师预计未来六个月内，墨西哥央行还会再度降息。

同样大幅贬值的还有巴西雷亚尔。美元兑巴西雷亚尔截至目前，新低为 5.99。随着许多欧美国国家疫情逐渐得到控制，巴西却将迎来疫情爆发的高峰，公共卫生危机继续发酵。

巴西央行 5 月 6 日宣布降息 75 个基点，降息幅度大于外界预期。此次降息为巴西央行去年 7 月以来连续第 7 次降息，利率水平已降至 1999 年以来的新低。一些分析师预计巴西今年经济降幅将创至少半个世纪以来最大。

即使是 2019 年人均 GDP 达 15801 美元的阿根廷，也未能逃过货币大幅贬值。2020 年 4 月 22 日，阿根廷出现了第九次债务违约。除了债务违约，阿根廷比索的汇率也崩不住了。2020 年 5 月初，美元兑阿根廷比索已经跌破 67。

5 月 10 日，哥伦比亚航空提交破产申请，拟通过破产重组解决债务问题。哥伦比亚航空是至今为止历史最为悠久的航空公司之一，成立于 1919 年 12 月 5 日，年限仅次于荷兰皇家航空。此次提交破产申请距其“百岁诞辰”仅过去了几个月的时间。2020 年年初，美元兑哥伦比亚比索还可以维持在 3300，截至目前的最低点已达 4217。

2020 年，受国际油价大幅下跌的影响，以原油为主要出口商品的拉美国家经济受到了重创，从而加速了短期内汇率贬值。

哥伦比亚可能是因油价对汇率造成冲击最大的国家之一。哥伦比亚经济增长依赖石油收入，外债以美元支付，财政收入结构脆弱。在油价暴跌的冲击下，哥伦比亚股市更是一度下跌 10%，市场暂停交易，哥伦比亚比索同日也暴跌至历史新低。

对巴西来说，由于巴西石油类进出口总额差距较小，油价大跌对外贸收支影响较弱。但石油公司利润下降，反应在了暴跌的国家石油公司股价上。同样对石油公司打击重大的还有墨西哥。

拉美汇率贬值的中长期原因为政局波动。政局波动加剧经济风险，经济风险与货币政策滥用又导致汇率暴跌。

这种情况下，拉美国家又滥用货币政策，造成了本国货币兑美元的大幅贬值。

2020 年，美国提出史上最强的经济刺激计划，还祭出了无限制的量化宽松政策。讽刺的是，美元不跌反涨。美元凭借其在当今货币体系中的主导地位，收割全球。一揽子货币比重、国际金融市场高风险、可能的华尔街维护“强势美元”之外，只要经贸中仍大量的使用美元，美联储的宽松政策也很难造成美元被抛弃。

而对于拉美国家，结局就大相径庭了，不但“去美元化”很难实现，货币超发造成恶性通胀，直接使本国货币对美元大幅贬值。

阿根廷历史上多次尝试建立稳定的货币体系，通过不同的比例回收旧币，但始终无法建立稳定的货币体系。

在委内瑞拉，恶性通胀使得民众着急把手中的玻利瓦尔币花出去，抢购物品成了全国性的风潮。许多商家甚至拒收委内瑞拉纸币，尤其是 500 玻利瓦尔钞票，大多数情况下要求以哥伦比亚比索付款。

在“去美元化”的挫折下，统一货币成为下一个“欧元区”会是拉美国家的出路吗？

贸易往来频繁的邻国，统一货币不但能大幅减少贸易结算的成本、提高效率，对抗因汇率波动造成的经济与金融风险，还可以提高经济体在国际上的地位。

2019 年，阿根廷、巴西、巴拉圭、乌拉圭四国已开始评估统一货币的可能性。纵观拉美一体化的历史，尽管主要国家对推动区域一体化有着基本共识，但意识形态的差异、政治立场的差别仍为最大阻碍。因此，拉美离实现统一货币的愿景还有很长的路要走。唯有当政治局势更为稳定，汇率才能走出持续贬值的深渊。

疫情之下，银行业面临生死大考

来源：FT 中文网(2020-06-02)

作者：浦永灏(伯瑞财富合伙人，原瑞士银行亚太区首席投资官)

近期，美国西维吉尼亚州的 The First State Bank 于 4 月 3 日正式宣布破产。这成为新冠肺炎爆发后的第一家宣布破产的银行，它也为银行业的破产潮拉开了序幕。自古道“冰冻三尺非一日之寒”。该银行由于运营资本长期被不良资产所吞噬，造成资本不足，以致无法继续营业，这次疫情成了压垮骆驼最后一根稻草。

这次新冠肺炎是人类社会和经济的一场大灾难。虽然，各国政府都在使用各种方法在抗击疫情，取得了初步胜利。同时也暴露了各个国家、企业、银行和个人潜在的各种问题、缺陷和短板。疫情无疑加速了时代的脚步。银行业是连接国家、企业和个人的一个中心枢纽，这次疫情更是一场决定升留级，以致生死的大考。众所周知，金融业有一个与其他行业不同的地方，就是风险滞后。在百业受重创，失业飙升的情况下，银行可能是最后一个受到冲击的行业。一笔贷款放出去了，银行只能等着贷款回收。特别在政府的号召下，银行不仅要展期或宽延贷款的归还，而且需要增加放贷的力度和范围。在这期间，银行表面上是风平浪静，实际上是危机四伏。

最近评级机构穆迪认为，如果全球范围内经济停摆相对短期，而且经济能迅速复苏，那么全球债券违约率将达到 6.5%。如果出现更为严重的衰退（经济停顿持续到下半年），违约率可能会超过 2008 年金融危机时的水平，飙升至 18.0% 以上。部分大企业融资还能靠股票和债券市场，而中小企业基本上只能依赖银行的贷款。眼看拖欠率，违约率即将飙升，资产质量急剧恶化，不良资产的金融海啸到来之际，面对这样一场生死大考，中国银行业是否行动起来，开始做准备了呢？

在我看，这场疫情对银行业是一场生死大考，涉及范围包括以下几项（1）银行对疫情冲击的警惕性和应变能力；（2）银行如何平衡好客户、股东和银行自身的三方利益；（3）银行如何准备资产质量的急剧恶化；（4）银行如何处置疫情导致的大量不良资产；（5）疫情对息差收窄的大趋势有什么影响；（6）各银行的数字化智能化战略在疫情中能否兑现；（7）银行如何抓住这次疫情带来新的业务机遇？

1、考的是银行的警惕性和应变能力：前车之鉴

2008 年的金融危机是美国银行业的一场劫难，对今天的全球银行业很有参考意义。当时一位美

国银行监管官员最近撰稿回顾道，在 2008 年次贷危机大爆发之前，美国监管当局敦促各大银行赶快融资补充资本，以确保能在危机中生存。对此当时美国银行业高管们通常的回答是：“我们的资产负债表坚如磐石，不需要融资。”后来，次贷危机大爆发后，银行业出现了巨额亏损，资产质量急速恶化，这时银行总裁们才意识到，大麻烦来了。那时候他们已经错过了融资的机会，当时再想融资已经是不可能了，因为它们的股价已经暴跌下来。比如说用银行业的市净率，即市场所给的银行净资产的估值（PB）来看，花旗银行在 2007 年底有 1.1 倍的市净率，在危机中跌到了 0.4 倍，其股价也从危机前的 55 美金一股，跌到 0.8 美金一股，到那时，银行已经无法在市场上融资。随着次贷危机的全球爆发，所有的欧美银行都已经到了技术性破产的边缘。当时西方各国政府已经别无选择，只能出手救助，纷纷注资各自的银行，或者把银行国有化。比如，当时美国政府给银行业注入了约 2000 亿美元的资本，帮助银行业渡过了难关。即便如此，据 FOX Business 统计的数据，2008 年至 2012 年期间，美国共有 465 家大大小小的银行倒闭。也就是说这些银行大考不及格，彻底出局了。

标准普尔今年三月底对美国银行业发出警告，虽然去年全行业创造了 1950 亿美元的利润，2020 财年估计全行业会扭亏为盈达 150 亿美元。的确，这次的疫情危机会使银行再次面临巨大风险。银行不仅需要继续偿付债权人，包括付存款利息，同时还要用自己股本来吸收损失。这次西方银行作好了各项的准备，严阵以待。特别是在各国（欧元区，英国，新西兰等）央行和监管机构的要求下，英国的苏格兰皇家银行、汇丰、渣打等以及西班牙的桑坦德银行等都表示，他们将取消 2019 年的股息分派，暂停股票回购，留下资金为疫情所造成的损失做好准备。

除了宣布暂停派息和股票回购外，西方银行已经启动了各种削减支出和降低成本的计划，比如英国 Lloyds 银行宣布将推迟 30 亿英镑 IT 投资计划中尚未启动部分。有的西方银行重新修改了今年的新员工聘用计划。一方面，为维护社会的稳定，避免在疫情期间裁员，另一方面也暂停了新员工的聘用。尽管美国的监管机构没有要求美国的银行停止派息和股票回购。然而，美国最大银行的摩根大通总裁 Jamie Dimon 最近警告称，今年的盈利可能出现大幅下降，可能考虑会在历史上首次暂停派息。

薛定谔的猫：银行的一笔放款，正如著名的量子力学命题薛定谔的猫一样，还款或不还款只到贷款到期日才能知道。在尚未到期的时间里，“还”与“不还”两种状态是并列存在的。关键看银行是否有警惕性，为哪一个结果做准备。银行业不像航空公司和酒店等没有事先警告，银行是可以看到这波大海啸的正在滚滚而来，先冲击到实体经济，正好给银行一些时间做准备。西方银行为贷款大量的“不还”作了准备。

那么中国的银行业呢？今天中国银行业最应该做的事就是主动地节约成本和开支，停止派息，赶紧融资筹集资本，乘国内金融市场相对稳定尽快发行永续债或增资扩股或等，以确保自己资本充足能够承受这场严重的冲击。这些都是明智的自我保护，兼顾了银行，股东，和客户三者的长远利益，值得行长们根据认真考虑。如果危机没有事先所担心的那么严重，在危机过后，银行照样可以通过回购或分派特殊红利，返还资本来酬谢股东和投资人。

2、银行如何平衡好客户、股东和银行自身的三方利益

银行业在西方不是一个令人尊敬的行业。人们常常笑话银行，在下雨的时候千方百计地把用户手里的雨伞（贷款）收过来。等一旦太阳出来了，反而要把雨伞塞给用户。而到了金融危机时候，银行还需要纳税人出资援救。曾经有一个笑话，高盛的前总裁 Lloyd Blankfein 在 2008 年居然声称银行做的是“上帝”的工作，直到今天这个典故一直是一个笑柄，人们都说不知道他说的这个“上帝”是谁的“上帝”？在这次的疫情中银行业能不能挺身而出，赢得社会的尊重，也关系到今后银行业能不能得到客户的忠诚和信赖。

我国的实体经济实际上受疫情的冲击也非常严峻。第一季 GDP 是负增长 6.8%。当前最大的困难是无法完全复工、需求疲软所造成的资金紧张，中小企业面临现金流断裂的危险，处在命悬一线的时候。

刻。根据瑞银经济学家汪涛的预测，中国的 5.6 亿非农业就业人口中由疫情可能会导致七、八千万人的失业，失业率会高达 14%。如果实体企业正不断地破产倒闭，而银行业却明哲保身惜贷慎贷。这样的结果必定是加速企业的大量破产，这样反过来又导致银行产生更多的坏账，最终银行业也自身难保。正所谓“皮之不存，毛将焉附”？

众所周知，信用卡是银行的高收益产品，也是高效益银行如招行的主打产品。在平常时期，各家银行争先恐后地发行信用卡。央行公布的数据显示，信用卡和借贷合一卡在用发卡数量去年共计 7.46 亿张，同比增长 8.8%。其中，工、建、招、中等银行发卡量早已突破亿张大关。疫情一到，不少持卡人通过个人透支或者刷卡套现的方式进行资金周转。银行出现了持卡人带来的透支，信用卡不良扩大等问题。部分银行立马收紧，重新审查信用卡用户的信贷风险，根据张浩东在“支付百科”信息，如广发、中信、交通，浦发等银行等纷纷大规模削减持卡人的信用额度。正应了银行在下雨的时候千方百计地把用户手里的雨伞（贷款）收回来的恶名。

最近政府决定设立 3000 亿元防疫专项再贷款，一半以上支持中小微企业。另外，央行新增再贷款再贴现额度 5000 亿元，用低成本资金支持中小微企业复工复产。央行还通过降准、再贷款这些工具释放了流动性 2 万亿元。这些听起来是很大的量，其实对实体经济的需求还是远远不够的。这时，银行责无旁贷，要给那些有生存能力的企业一个救生圈，将这批优秀的企业保存下来。现在正是银行利用平时积累起来的预备资金的时候，应该迅速以低利率的方式向这些公司放款。特别是对手中还有订单，或者订单是比较刚需的，一旦复产后可以归还贷款的企业要优先放款。

在压缩自身成本和节省开支、自我瘦身的前提下，银行也要在力所能及的情况下支持企业。根据交行武雯博士的观察，由于疫情导致员工居家办公、网点暂停营业、差旅费用降低等，使得银行成本增速放缓，一季度行业费用支出仅仅同比略增 2.8%。银行应该主动节约各种成本以增加储备资金来抵御坏账的飙升。当然，如果银行承担了力不能及的巨大损失的话，最后国家还得将银行系统中的不良资产国有化。国家不能让银行体系崩塌，投资人的信心消失，那样会产生更大更多的问题。因此，在这场危难之中，政府，银行（包括股东，银行员工），企业（包括股东，管理阶层，员工，上下游的企业）要一起来共渡难关。

3、银行如何准备资产质量的急剧恶化

从 2012 年开始美国每年会按 Dodd-Frank 监管法案对银行进行压力测试。我国银保监会也分别在 2016 年和 2019 年对整个商业银行业作了“压力测试”。2019 年压力测试对象包括 6 家大行、12 家股份行等 1171 家银行，资产规模合计占 2018 年银行业金融机构资产规模的 70.3%，有足够的代表性。测试内容有两大块，一是偿付能力压力测试，二是流动性风险压力测试。测试所假定的压力情景，是指那些“极端但有可能”的情况，包括受到重创后经济增长下滑等，比如假定 GDP 增速“轻度”放慢为 5.3%，“重度”下滑为 4.15%。而特别针对 30 家大中型银行进行的偿付能力压力测试，要求在各种压力场景下满足核心一级资本充足率、一级资本充足率和总资本充足率分别保持 7.5%、8.5% 和 10.5% 以上。2019 年压力测试的结果发现，在重度下滑（GDP 增长在 4.15%）的场景下，30 家大中型银行中有 17 家没有通过压力测试，即使不考虑 2.5% 的储备资本要求，也有 7 家在经济重度下滑下没有通过压力测试。

这次疫情导致的经济下滑实际上已经大大超过了银保监会压力测试所假定的情况，甚至会比最坏假定的情况更为恶劣。国际货币基金对中国今年 GDP 增速的预测低到了 1.2%，远远低于银保监会去年所作的 4.15% 的“重度”下滑的假定。如果 GDP 增速真的下滑到 1-2% 之间，估计 30 家大中型商业银行中除了 6-7 家以外，其余的银行的资本水平都会跌破资本充足率的安全底线。这样，不仅限制了银行支持中小企业的空间，而且连银行自身的安全都成了问题。

二月份标准普尔对中国不良贷款估算为，如果经济停摆持续时间长，银行业的不良率可能会攀升

至 6% 以上，比去年增加两倍以上，而不良贷款的总额可能会高达 5.6 万亿元（注：银保监会公布的 2019 年底的行业坏账为 2.1 万亿，不良率为 1.98%）。行业拨备覆盖率则将从 188% 下降至 55%。这最终可能会耗尽整个行业监管要求的资本储备，甚至使一些银行受到流动性的冲击。最近 Jefferies 的金融研究主管陈殊瑾博士认为如果 GDP 增速从 6% 放慢到 2-2.5%，会让累计不良率上升到 8%。

根据银保监会一季度数据显示，银行业的不良率已经开始上升，全行业不良率是 2.04%，比年初的 1.98% 上升了 0.06 个百分点。我估计今年下半年和明年上半年将是坏账出现的高峰期间，特别是今年 4 季度和明年 1 季度可能是坏账爆发的集中期。眼看着坏账的海啸即将到来，未见银行业作什么具体的准备，三、四月公布 2019 年业绩时，各家银行除了口头上提到疫情的不良影响，没有说明要采取什么具体行动，至少红利股息还是照派。而且，今年一季度国有大行已经在资本充足率方面较上年末均有下降。虽然今年 3 月，部分银行如工行，招行，邮储等都得到银保监会批准融资补充一级资本，但这些补充资本计划多数是在疫情前拟的，用于满足在正常情况下补充资本的需要。虽然说这次银保监会会提高商业银行对坏账的容忍度，特别是对中小企业贷款坏账的容忍度，疫情所造成新增的一些不良贷款可能暂时不用计入不良贷款。但是，最终这些疫情相关的不良贷款和损失，国家不可能照单全收，绝大部分坏账还需要银行来自我承担和消化。

这次疫情造成的不良率现在来说都是一个估算，这也取决于银保监会对疫情导致的坏账的容忍度。我的估计分如下三种假定：第一，乐观假定，由疫情造成的累计不良率只比去年底的行业平均 1.98% 增加一倍到 4% 左右，这种情况的可能性为 25%。第二，基本假定，疫情所造成的累计不良率要比去年底增加两倍到 6% 左右，可能性为 60%。第三，悲观假定，疫情所造成的累计不良率会比去年底增加三倍到 8% 左右，可能性为 15%。当然，近年来五大行的不良率都控制的比较好，去年四季度的不良率都在 1.4% 左右，翻一、二、三倍，也就只到 3%、4.5% 和 6%，大大低于行业平均水平。总之，参考上述三种不良率上升不同的倍数假定，各家银行可以根据自己的拨备计提情况考虑自己融资的对策。

再假定不良贷款有 30% 的回收率。各银行融资需求可以考虑按去年底各家银行所作坏账拨备覆盖率来分别对待。首先，我把银行需要补充资本的情况上分成四类。第一类银行，去年的拨备覆盖率在年底已经接近 4 倍，譬如宁波银行，招商银行，邮储银行等，他们的去年拨备覆盖率分别为 525.5%、426.8%、和 389.5%。第一类银行，可以足以应付我的乐观和基本假定，也能勉强应付不良率最坏的情况，即行业累计不良率升到 8% 左右情况。第一类银行可以不用专门再融资，但是出于谨慎考虑，第一类银行也应该择机融资。

第二类银行，这类银行的拨备覆盖率去年底在 280-350% 左右，比如上海银行（333.4%），杭州银行（311.5%），农行（288%）等。第二类银行，应该可以应付第一，和第二种假定（我的基本假定），即行业累计不良率升到 6% 左右。如果有幸，我的最坏假定没有出现，第二类银行也能够勉强逃过难关。不过我还是建议第二类银行应该考虑融资。

第三类银行，这类银行的拨备覆盖率去年底在两倍左右，比如建行（227.7%），工行（199.3%），兴业（199.3%）等。第三类银行，只能应付累计不良率超过去年的一倍的乐观情况，可能无法应付我的基本假定和最坏假定，即累计不良率翻二和三倍的情况，对第三类银行，我建议今年一定要争取融资，特别是拨备覆盖率已经明显低于 200% 的银行。

第四类银行，银行坏账的拨备覆盖率去年底大概在 150% 左右的银行，即使在正常情况下，也已经快靠近银保监会要求的 120%-150% 的最底部了，比如交行（177.8%），中信（175.3%），民生（155.5%），中行（141.3%，一季度数据），甘肃行（135.9%）；农商行（128%）等。第四类银行，连今年不良率的乐观假定也很难应付了，我建议这类银行的融资已经刻不容缓，不然岌岌可危。

虽然说从全商业银行业来说，去年底已有将近 6 万多亿人民币的坏账拨备。但是，这是全行业的

数据。其一，银行不可以将计提的储备资本全部用尽，其二，每家银行都有各自的股东。坏账海啸到来，每家银行要对自己的损失负责。如果出现资不抵债，不可能期望调用其他银行的资金来填补自己的坏账。尽管央行已经放宽了存款准备金率和坏账拨备率，许多中小银行已经在资产质量问题上已经举步维艰。这种情况将使一大批中小银行（如华夏，广发，中信，光大，南京银行等）的一级核心资本充足率大大低于 7.5% 的最低监管要求，危危可及。基于对信贷质量的担忧，穆迪已将这六家银行的前景从稳定下调至负面。（下篇待续）

4、银行如何处置由疫情导致的大量不良资产

今年秋季的银行半年报中的不良资产损失将是一个社会关注的重点。对于银行高管来说，即将面临的一个头痛的问题，就是如何来处理这些坏账。是将这些坏账一次大出清，还是以后逐年慢慢确认和消化呢？

最近欧美银行纷纷公布了一季度的业绩，从中看出西方银行处理坏账的手法。即使西方监管机构这次已经允许银行推迟坏账的登记、也放宽了对坏账以及滚动风险债务的界定，但是作为银行自己如何来处理这些坏账仍有很大的自主权。摩根大通为今年银行业财报季节开了第一个预警炮。虽然摩根大通在一季度只有 4% 的抵押贷款违约，信用卡的逾期也只是略有上升，但是摩根大通还是加大了坏账拨备，一季度坏账拨备同比增长 454.2%，为 2009 年以来的最高水平。另外，其投行业务收入也同比下降 49%，主要原因是为预先其过桥贷款拨备而减记了 9 亿美元。

同样，为应付疫情而大幅增加了坏账拨备，富国银行第一季度利润同比下降了 89%，坏账拨备同比增长 353.61%。美洲银行，花旗和高盛也是由于大量拨备，一季度净利润都下降了近一半。一季度上述六大美国银行总共计提了 254 亿美元坏账拨备，比去年同期增加了 350%。瑞士是一个外向型经济为主的国家，其第一大银行 UBS 今年一季度的坏账拨备，比去年同期增加了 10 倍以上。英国皇家苏格兰银行一季度计提的拨备也比去年增加了近 10 倍。80% 的业务在亚洲的汇丰银行，在去年 1.3% 的不良率基础上，一季度拨备了 30.3 亿美元，同比增长超过了 4 倍，汇丰预计全年的坏账损失可能达到 110 亿美元。

对比西方银行业同行，或者对比国内非金融的各行业，中国银行业的利润好到令人难以置信。今年一季度，A 股非金融业净利润同比负增长 52.5%，创历史最大降幅。但是银行业是一枝独秀，业绩好到无法令人置信。六大国有行、股份行、城商行、农商行（36 家 A 股上市银行）净利润同比增速分别为 4.2%、8.1%、10.4%、15.2%。特别是城商行、农商行的净利润还能有两位数的增长。而且，国内银行业也没有因为疫情而作大量的坏账拨备，与西方银行的谨慎形成了鲜明对比。除了平安和招行一季度计提坏账拨备，分别同比增长了 23% 和 21%；其他大行的坏账拨备覆盖率与去年底基本持平。经历了这么大的疫情，一季度 GDP 都已是负增长 6.8%，但是银行业的老大，工行的一季度所报的不良率为 1.43%，与去年四季度一模一样。在国内非金融各行业一季度的一片哀鸿的情况下，银行业居然如此笃定，除了各自在财报口头上提到了疫情，但在财务上几乎都没有做什么具体的准备。不知道是真的以为自己的资产质量能经受住这次疫情考验，还是已经有了银保监会的“免死金牌”？

是不是因为中国的疫情控制的比较早，比西方诸国更有成效，所以我们的银行可以不用计提那么多拨备呢？同意，我国的疫情受控的效果比较西方好。但这个说法有两点可以商榷。第一，政府支持经济的力度，这次美国支持疫情后经济的力度很大，不说美联储降息到零等货币政策方面的支持，美国财政部的经济支持政策力度超过了 GDP 的 10%，目前国会还在考虑进一步的财政支持方案。有的西方国家甚至准备了近 20% 的 GDP 财政支持政策。而我国财政支持政策，包括尚未实施的支出，据我个人的估计，目前大概只有 4% 左右的 GDP。第二，中国依赖出口大大超过美国，比如 2019 中国的总出口对比 GDP 接近 17.7%，而美国的总出口对比 GDP 只有 7.7%。明显我国比美国对外部的依赖性要大的多。目前，西方世界的经济还在停摆中，这对我国的出口以致整个经济的影响要大得多。在我看，

我国银行业一季度的拨备计提准备明显地不足。

美国银行处理坏账的做法值得学习。虽然在 2008 年次贷危机的爆发前，美国银行业没有做好充分的准备，银行业的杠杆比较高，次贷危机爆发后，银行中大量的不良资产飙升，一级资本充足率从危机前 7%，在危机中一度跌到了 5% 以下。大批银行摇摇欲坠。但是美国在危机爆发后的经历很有参考价值。首先，美国政府当机立断，快速用 2000 亿资金注入的方式，就是著名 TARP 不良资产援救项目，让银行恢复了健康，同时也毫不留情地淘汰了 465 家不健康的银行，包括倒闭了雷曼兄弟，让摩根大通接管了 Bear Stearns 银行等。第二，美国银行业大量地出清了各种坏账，使得资产负债表迅速地恢复了健康。这就让美国银行业在金融危机之后，能够为支持美国经济危机后的迅速复苏起到了关键的作用，所以美国银行的市场估值一直比欧洲和日本，和中国的银行业高出很多。

日本处理银行业坏账则是一个反面教材。在上个世纪 90 年代初日本地产和金融市场的泡沫破裂以后，银行业里攒下了大量的坏账。但是日本银行不愿意彻底清理这些坏账，对不良资产问题采取掩盖、拖延的态度，导致不良资产不断积累，使得银行业长期处在病态中。另外，由于日本银行与企业过度融合，一旦企业经营不善出现了坏账，银行采用债转股的方式来应付，造成银行和企业相互拖累，风险相互传染。在以后的十多年中，日本银行业在这些不良资产的大山之下，苟延残喘，无法起到支持经济发展的职能。这期间支持经济的重担从银行转到了财政，国家被迫常年举债来刺激经济，让日本成为了世界上公共债务最高的国家。直到 2006 年小泉首相上台后才主持慢慢清理了银行的坏账，让日本银行业回到了相对健康的状态下。

不要存侥幸心理。很多人觉得 1998 年时国内银行系统中也曾出现过大量的不良资产，后来也都慢慢化解了。此一时，彼一时。当时在朱镕基总理的领导下，处理了三角债、成立了四大资管公司，把不良资产从银行里剥离出来。幸运的是 2001 年我国加入了世贸组织，此后出口高速增长，形成了大量的贸易顺差进入了国内的资产市场，房地产从 2002 年开始了一波近二十年的大涨势。同时出口又带动了我国工业化和城镇化的全面展开，让很多原来的不良资产很快都变成了优良资产。不良资产问题在几年时间里得到了圆满解决。

可是今天我们不再具备了这些条件了，产能过剩，出口见顶，老龄化开始，现在的不良资产还能那么快地处理掉吗？虽然现在大银行的不良率相对可控，拨备也很充足，但是一大批中小银行本来实力就弱，叠加疫情影响，怎样应对新增的不良资产令人担忧。建议银行业要学习美国的经验，吸取日本的教训，处置不良资产宜早不宜迟。避免为追求一时账面数据好看，采用财务手段人为地压低不良率，最后让隐藏的大量不良资产成为一个长期包袱。银行应该充分披露和及早处置不良资产，避免风险积聚。把坏消息尽早出净，争取早日康复轻装上阵，为支持经济复苏起到应有的作用。

5、疫情对息差收窄的大趋势有什么影响？

我最近在金融时报中文网发表的《下一个十年，中国银行业迎来寒冬期（上篇）》一文中提出，中国的银行业将面临一个存贷款息差不断收窄的过程，因为中国的婴儿潮人口（1962-1973 是中国第一波婴儿潮）即将步入退休年龄，在职人口在进入退休前的工作阶段中储蓄率会越来越高。这样，中国在今后的二十年里会出现资金供应过剩。而同时由于投资增速放慢又造成了资金的有效需求不足。另外，现在存款利率已经几乎贴地，在通胀较高的情况下，很难再降低了。这样，两面的一夹，息差收窄是一个大趋势。从 2019 年和今年一季度的财报中看出，银行息差收窄的大趋势基本没变。银行的生存主要靠存贷利息差赚钱，如果这个息差长期不断收窄，银行业的前景自然不妙，甚至很危险了。

今年三月美联储在疫情中把基准利率一口气降到零。美联储前主席耶伦最近指出：我们在今后的很多很多年里，都会处在一个低利率和长期量宽的环境中。在西方银行业经历了息差连续收窄，银行的主要收入——净利息收入占总收入的比重也连年下降。银行会陷入“流动性陷阱”，减少了高收益贷款、增加了低收益现金，资产收益率不断下降。最近评级机构穆迪把全球银行业的评级从“稳定”

降级为“负面”，穆迪的主要理由就是认为低利率环境可能会持续的更长，利率水平可能会更低。

这次疫情迫使西方各央行把利率降到了零。对此，金融市场也毫不客气地把西方银行业降级了。美国银行的平均市净率从去年底的1.4倍，降到了四月末0.9倍。在同期欧洲银行则从0.7倍被降到0.3倍，日本银行从0.4倍被降到0.3倍，可以说接近了穷途末路。主要是因为西方银行经营的宏观大环境越来越恶劣，它们的盈利能力呈长期趋势性的下降。

最近，美国加州大学戴维斯分校的三位学者 Alan Taylor、Oscar Jordan、Sanjay Singh 发表了一篇很有意思的论文，他们追溯从14世纪以来共发生的12次重大传染病后对利率的影响，发现一个规律：除了两个例外，其他所有的瘟疫结束后的四十年里，有一个相同的后果就是压低了实际利率水平。三位作者认为利率的下降，第一，是由于预防性储蓄的增加，或疫情带来的贫困化后财富的重建而产生的储蓄意愿所造成的。第二，是由于历次传染病中大量劳动力死亡，造成了劳动力相对于资本的稀缺，造成的资本过剩。当然这次疫情所造成的死亡主要集中于老年人群，所以对劳动力的负面影响相对较小。而且对实际利率的影响，此次疫情可能小于过去的传染病。不管怎样，我认为这次疫情让人们的风险意识提高，会造成在实体经济中投资欲望减低，储蓄欲望增加，最后致使实际利率水平不断下降。

美国最新的数据与上述的论断是一致的。美国政府经济分析局报道说，今年美国的储蓄率从2月份的8%，一下子跳升至三月份的13.1%。这是自1981年11月以来的最高储蓄率。尽管美联储在三月已经将利率下调至零，美国银行储蓄、货币市场和国债收益率几乎都为零之时，消费者却在积极地将更多的钱存入银行。在西方最近的四次经济衰退之后，这个趋势也一样明显。在经济衰退之后，家庭将希望重建的财富储备，增加预防性储蓄，包括以现金，股票和债券等流动资产等。此外，企业也会尽力减少投资，增加现金储备，降低杠杆水平。

而人行公布的我国今年一季度金融数据，也初步证实了这一推断，一季度银行系统中居民的存款增加了6.47万亿元。其中，3月份存款达2.35万亿元，每天新增的存款有758亿元，高于一季度的平均值。大疫之下，我们不要期望报复性的消费反弹，却要准备报复性的存款增长。同时，疫情中一些企业、商家的信用突然出了问题，商业银行对客户将来的偿债能力缺乏预判，只能谨慎放贷，或者将贷款尽量给国有企业。而国企出于谨慎考虑，又将资金存回到银行。一季度非金融企业存款增加了1.86万亿，比去年的3328亿暴增了5倍，表明央行开闸放出上万亿资金又流回了银行。所以估计在今后的二、三年中，尽管政府会扩大财政支出，但个人和民企——都会在未来几年里积极增加储蓄，降低消费和对资金的需求。

疫情在中国爆发后，央行先后两次减息。比如为了缓解疫情的冲击，央行刚刚在三月份将1年期LPR下调26bp至4.05%。最近又将1年期LPR从4.05%下调至3.85%，今年前后共下调46基点。因为考虑到通胀等因素，央行没有减存款利率。这样，由于时间滞后，银行的息差很可能在明年收缩50-60基点，银行盈利空间进一步收缩。应对息差不断收窄将是银行业的一项长期考试。在这种大背景下，只有数字化程度高，营业成本不断降低，运营效率高，业务相对集中，自身优势突出的银行，才经得住息差收窄的大寒冬。

6、各银行的数字化智能化战略是否可兑现

美联储于3月底宣布了中小企业的援助计划后，由美国银行业承担了发放首批3500亿美元小企业贷款的任务。计划宣布好几天，因操作上的问题，中小企业投诉如潮，各家银行的网银系统的优劣立见高下。有的银行迟迟未能推出网上申请。富国银行最先推出了援救贷款的网上申请。但是刚一推出，自己分配到的拨款总额一下就用完了。另外有银行由于面临着巨大的援助贷款需求，会优先考虑自己中小企业客户的申请，而大量非客户的中小企业，就很难获得援助贷款，由此出现了对银行大量的投诉和指责。这其实是给金融科技提供了大量的市场空间。另外一项以前的研究表明，在美

国自然灾害刚发生后，灾民要借钱，人们的首选是互联网信贷机构。因为美国互联网信贷机构只需4天就能决定批准与否。很明显，是科技公司最能在这些场景中发挥作用。

不过这也要看传统银行系统能否覆盖所有的企业。以瑞士为例，虽然它是一个总人口约857万的小国，瑞士政府于3月25日也公布了一个200亿瑞士法郎的紧急贷款计划，用于支持小型企业。计划实施的第一周，已经有76034家企业申请到了共150亿瑞郎的贷款。到了4月3日瑞士政府将把这项贷款增加至400亿瑞郎。许多小企业周五填了一页纸的申请，到了下个周一钱就已经到账了。如此高效，取决于两点：第一，瑞士联邦政府与银行业有着无懈的合作；第二，瑞士银行系统十分现代化，对中小企业有着全面有效的服务系统。在这种情况下，金融科技公司的就比较难攻入传统银行的地盘。

近年来国内每家银行都在大谈数字化智能化战略，犹如武林中的“降龙十八掌”，成了银行业的武功法宝。疫情期间，虽然各银行推出了多项网银服务，也将部分线下理财业务转到了线上，并通过与科技公司合作，力图导入线上客流量等等。从理论上说这些数字化战略应该为银行带来成本的下降，客户的增加和效益的提高。但是从各银行今年一季度经营利润率（Operating margin）对比去年一季度来看，大部分银行没有明显的改善，部分银行还有明显的下降。上证指数中银行板块的数据也显示，全行业一季度经营利润率从去年的40.3%，下降了2个百分点，到今年的38.2%。当然，今年一季度各银行还参与了各种抗疫救灾的活动，第一季度的数据有其特殊性。但是从道理上说，一个银行的数字化智能化战略如果真的富有成效，在一定的时间后，这个银行的客户覆盖面应该可以突破地理，城乡，行业，人群等的限制，应该成为一家可以覆盖全社会的银行，最后银行的营运效率是应该提高的。可惜，这次银行业在疫情中还不能覆盖全部中小企业，特别是小微企业。小微企业的资金紧张，一旦停工，只能维持一两个月左右。随着复苏的推迟和延缓，小微企业破产概率会越来越大。一些城商行、农商行虽然能服务好本地的中小微企业，但是这类银行的资金规模有限。市场的调研发现，约四成小微经营者只能从互联网银行那里获得贷款，而且审核速度快，能够满足疫后小额、高频、快速的融资需要。因为这群用户没有抵押，收入不稳，贷款不良率明显高于大型企业。传统银行已有4000家之众，因为没有这些小微企业的完整历史数据，也不敢放开手脚服务它们。而阿里的网商银行，在疫情中发挥了无接触方式优势，充分利用了多年积累企业资信数据，积极支持了2000万小微企业客户。另外，截至2019年末，腾讯的微粒贷“供应链贷款”也已向全国31个省、直辖市、自治区近600座城市超过2800万客户发放超过4.6亿笔贷款，累计放款额超过3.7万亿元。两家互联网银行在为服务小微企业方面起到了关键的作用。

7、银行抓住疫情带来业务机会的能力

新产业和商机的诞生：疫情扫荡了旧的产业和商业模式，也重新塑造和定义了社会和经济的一切，技术，组织，生产，运营，营销等等都发生了巨变。同时，随着数字化，智能化，云端化，物联化，远程化的加速，又催生许多在仓储，物流，零售，餐饮，媒体，教育，医疗，通讯，资讯等领域的新商机，就看银行有没有眼光和风控能力，来参与和支持这些新生商机。

投行顾问业务：近年来，随着供给侧结构性改革、金融去杠杆等政策的实施，让许多扩张激进的企业无法适应，原有经营模式难以为继，高负债运营导致债务危机。随着疫情的爆发，在经济周期下行和疫情的双重打击下，大批企业陷入财务困境、现金流枯竭的企业不得不裁员，停业或倒闭。新一轮全国范围的破产潮和倒闭潮，恐将爆发。由此也给银行新增了不少资产追讨，拍卖，重组，购并等相关的投行顾问业务。

股票经纪和保险、理财业务：一，二季度市场大幅震荡，投资人需要调整仓位，对冲风险，增加新的投资等。同时，大部分员工还无法复工，或者居家工作。这些也给银行带来了许多证券等经纪业务等，特别是网络交易的业务暴增。另外，这次疫情也会提升企业和个人的风险意识，银行能不能及时推出相关灾难保险，资产配置等低风险理财产品。

外币和黄金业务：随着疫情的全面爆发，各国政府投入了大量财政支持，各大央行进行了史无前例的货币宽松，大众会开始担心未来的货币贬值，一定会对贵金属和一些外币有投资需求。流入黄金指数基金和纸黄金的资金大量增加。而黄金零售商也报告称，投资者对金条和金币的需求激增。在这个方面，银行有没有相应的产品和服务呢？当然，中行“石油宝”事件也告诉我们，用杠杆或衍生工具来设计的高风险产品是不适合普通投资者的。

最后，国际关系战略家基辛格博士最近著文称，危机正在引发一场可能持续几代人的政治和经济动荡，他写道“当 Covid-19 大流行结束时，许多国家和机构将被视为失败。”这一判断是否客观公正另当别论。现实是疫情之后世界，可能将永远不会回复到原来的样子了。

行长们，你们准备好了吗？你们有没有想过疫情过后，你的服务和产品有多少还有存在价值呢？你有没有捕捉到在疫情后新涌现的产业，业务板块和产品需求呢？经过了疫情，你看到了自己银行的竞争优势和业务定位到底在哪里呢？你的目标客户群到底是哪一类企业和人群呢？你的数字化智能化战略是否经得起这次疫情的考验，在疫情中发挥了多大的作用呢？在科技公司的侵入下，今后你准备怎么来应战呢？你现有的数字化战略是否正确呢？在息差长期收窄的大环境下，你又如何来应对呢？

正如我在《下一个十年，中国银行业迎来寒冬期》（下篇）所讨论的，现在日本和欧洲的大银行市净率已经跌到了 0.3 倍。所以，你认为还有必要去孜孜以求发展原来的国际化战略吗？你的投行业务的优势和定位又在哪里呢？如此等等。孟子说得好“生于忧患，死于安乐”。疫情给我们带来了灾难，但也能让我们思考，并赐予我们智慧和机会。最后，祝您的银行在这场考试中顺利过关，并获得新生！

国内财经

加强金融研究使得金融体系能够更有针对性的应对新冠疫情

来源：爱思想网(2020-05-23)

作者：周小川(清华大学五道口金融学院名誉院长；博鳌亚洲论坛副理事长；中国人民银行原行长)

高兴再次参加清华的论坛，也感谢邱勇校长、张晓慧院长刚才的致辞，我主要是讲一下希望加强金融研究使得金融体系能够更有针对性的应对新冠疫情。其实我也没有太多的研究，主要希望开场白讲一下，希望引起大家对有关挑战和研究的重视。

首先我很赞成张晓慧院长刚才讲到的，中国已经出台了相当多的有关宏观政策和金融体系方面的政策来应对疫情，这中间有很多创新，大家也付出了很多的努力，取得了相当好的成绩。

首先是在流动性和价格机制上货币政策出拳及时并且很有力度，当中有一部分是克服疫情提振总需求的政策，也有一部分实际上是代行救助的功能，应该说总体效果是不错的。但是社会上对金融体系的期望值也是比较高的，提出了希望货币政策传导机制更加有效，对于受疫情冲击的中小企业化个

体救助能够更加精准，更加有针对性，同时也要注意节约弹药，防止后续产生的副作用。我们也听到一些认为需要改进的意见，比如说有些企业和个体应该能够获得金融支持，但是他们没有拿到，或者说拿到的数量还不够；也有一些意见说，看到有一部分钱还是进了资产市场，对此也有所担忧；再有，也有一种观察说，有一部分资金在金融机构之间产生空转，未能充分的落实到实体经济中去。这些说法我认为都有一定的道理，同时也表明大家希望金融企业界能够发挥更大更好的作用。

当然，同时也有一部分意见担心，宽松的流动性有可能在未来也会产生一定的副作用，另外也可能会有有一部分“搭便车”的现象，也就是说有一部分企业和金融机构原本他们自身有一定的问题，已经陷入了困境，但他们也可能借机说是新冠疫情引起的，那么是不是也应该对他们进行救助？

这次疫情是一个非常大的挑战，在历史上很少有可以借鉴的经验，但也不是说一点可参考的素材都没有。我记得，在2003年“非典”的时候，我们也有过类似的金融政策和流动性的支持，但是确实也会看到，会有一些不希望的现象发生，其中一条可能资金进入资产市场。所以在2003年6月份的时候，人民银行出台了一个“121号文件”，主要是要适当限制对于房地产市场的贷款。当时有一种现象叫做“炒楼花”，意思是这个楼房还没有封顶呢，作为期货已经炒了好几次了。在2003年秋天，人民银行又提高了存款准备金一个百分点，主要原因也是看到信贷扩张非常快。到2004年4月的时候，社会上对于扩张过快有非议，致使当时的监管机构到4月最后一个礼拜临时冻结了最后的贷款，引起了社会上的一些震动。

总之，这些都是在需要考虑的范围之内，是我们需要研究的题目。毕竟来说，新冠疫情和以往的危机是有不同的，以往出现危机往往是由经济因素传导到金融市场和金融机构，引发金融机构出问题、金融市场出问题。而这次主要是对中小企业的冲击，对就业产生影响，这现象在其他有些国家可能更加明显。应该说，我们过去金融机构和金融体系的建设以及市场化改革是针对常规经济运行情况的，也考虑针对金融危机的情况，但对新冠疫情这种特殊的情况，实际上没有太多的思想准备和研究方面的准备，因而传导机制还不够有效，执行机制还有所欠缺，因此我们可能需要在多方面加强研究。

其中一个是如何使金融市场和金融行业更多的对接财政政策。确实，财政政策在这时候可以发挥更大的作用，但是我们也知道，财政政策的传导机制也是不够充分有效和顺畅的，过去主要依靠的办法是将财政资金层层分解，在这个过程中也往往会发生一些截留、挪用，而我们现有的金融机构应该说和基层还是有紧密联系的，因此可以尽可能的利用并创新方式，使金融体系更好的服务于克服疫情。当然了，不管是财政政策还是金融政策，都不可能百分之百的有效，不可能百分之百的把资金都完全用在刀刃上，也不会发生截留、挪用，这种过高的期望值是不现实的。另外，我们也不可能逆市场化改革来推进有关政策。此外，我们也要注意，金融机构在支持克服新冠疫情的过程之中，是否会产生一些金融资产质量以及金融市场效率方面的问题，以至于会不会导致新的金融市场混乱和金融危机，这也是需要加以研究的。

我们说，机制设计、体制改革都是在进程中不断完善的。根据过去的经验，遇到这种情况我们首先需要有原则明确的机制设计，从而使这个机制能够得到落实、能够执行到基层。这中间，包括一些针对受疫情影响特别大的相关行业的政策，也应该进一步能够明确，以便金融机构能够执行。另外，金融机构除了正常的平常运行机制以外，还应该考虑加强应急功能，从而能在应急过程中，比如在应对新冠疫情这种应急事件过程中，推进目标和原则的明确化。此外，还要有一个损失承担机制。损失承担机制越明确，执行就会更加有力。此外，还应该设计足够好的激励机制，毕竟经过这么多年市场化的改革，金融体系是面向市场的，需要通过金融激励机制，而不仅仅是依靠号召或者是行政命令来执行。此外，检查和监管机制也要相应跟上。

总的来说，我们是需要更加能够接地气的金融服务，也就是能够更加接触到基层实体经济的政策落实和执行的这种机制，包括刚才提到的需要更好的对接财政政策，毕竟因为新冠疫情带来的问题，

除了总需求、供应链等等问题以外，它还包含了有较多需要救助的这种功能。

应该说，中国跟其他国家相比，我们也有一个自己的特点，就是说我们在 90 年代金融改革的时候，成立了政策性银行。后来我们又把银行体系分为了三个方面，一个是政策性银行，一个是开发性银行，一个是商业银行。其实对于什么是政策性银行，什么是开发性银行始终都是有争议的。虽然说前两年我们也发了文件作了规定，但是这个说法还不是那么令人信服，还是有一些“夹生饭”的感觉。金融机构已经在这次新冠疫情中做了很多工作，包括延长贷款期限、延期付息、减债、重组、降成本等等，但是我说，还是有很多需要完善的地方。

从资金上来看，如果有政策需求的话，中国既然有政策性银行，或者再加上有国开行，应该可以承担一些抗击疫情的政策性业务。但是我们回想到，从 90 年代成立政策性银行，包括后来转轨的开发性银行，在功能设计上都不是按照这种应急政策要求所设计的，也就是说他们都是按领域分的。为了防止政策上的口子开了以后收不住，所以限制它们只在此领域中作业，不允许扩大。但实际上这种政策领域也没有一个明确的界限，在过去 20 年的发展过程中也是不断地演变，也有的从最开始的设想到现在都已经变成其他的内容了。

确实，中国的政策性银行和开发性银行并没有和基层联系地特别紧密，他们过去也没有被允许大量地设置分支机构，因此如果说这个疫情主要是需要加强对中小企业、对某些个体的支持的话，那么我们现有的政策性银行、开发性银行并没有信息优势，在执行上也存在着不一定有效的问题。此外，损失承担机制始终没有得到彻底的明确。名义上说，政策性业务是需要政府正式批准才算，其他的都可以按照开发性业务来理解，但政府并不真正兜底。此外他们的监管政策和原则也还存在着不够明确，曾经也一度有些人主张适当放宽监管标准，但监管过程中存在的一些问题和发生的一些案子，与监管和治理上存在着“可乘之机”是有关系的。不过，我们也有很多创新业务出现在政策性机构和开发性机构，比如棚户区改造、助学贷款、支持金融危机中的相关行业等等，因此我们说，如何用好政策性金融机构和开发性金融机构还是一个未完成的课题。在这里提到助学贷款，过去开发性银行使用的办法实际上是批发，也就是说尽管它自己没有基层的信息优势，没有落实到基层的传统和特长，但是它也可以通过作为批发性机构来把这件事做起来。

最后再谈一谈商业银行。关于商业银行历来也是有争议的。市场转轨过程中，有些是不允许商业银行做政策性业务的，一方面政策性业务落实起来难，另外商业银行有自己的商业利益，此外还担心会出道德风险，担心出现问题以后，商业银行会把很多包袱都甩给政府，说是和政府、和政策性业务有关。当然，我们认为，实际上商业性金融机构在执行政策方面并不是完全不能做的，例如就金融政策来讲，像反洗钱、反恐融资、现金管理、外汇管理，还有一些中小金融机构出了问题，需要别的金融机构去帮助监管和救助，这些实际上都是带有政策性的内容，都是和商业性金融机构自身利益并不完全一致的内容，但是如果设计得好，他们在这些方面也能够做好。所以我们更加强调的就是，在应急情况下，第一是要把目标和原则、政策的尺度设计的更加明确、清晰，尽可能的详尽，能够分解，也能够进行检查和监督。第二是设计有效的激励机制，通过市场的激励机制使它能够实现地更好。第三就是刚才说的风险承担的机制，特别是最终损失的承担机制。对于最终损失需要有鉴别，也需要有明确的承担，包括需要有兜底的政策，这样的话就能够使得现有的商业性金融机构在抗击疫情中有更加明确的政策指引，使得他们能够发挥更大的作用。

本来我还想讲讲关于海外减债的问题，但是我觉得由其他的人讲可能更好。总之，新冠疫情提出了很多挑战，提出了很多新的课题，希望清华大学五道口金融学院、乃至整个金融界借这个机会加强研究工作，分析我们在哪些方面可以做出更多的改进，推进更多的改革，以便在今后工作中，以及在今后可能发生的类似应急情况下，发挥更好的作用。我讲的许多意见和建议可能还不成熟，供大家参考。谢谢大家。

中国经济新跃迁： 一场产业范式变迁的全球竞争

来源：经济观察网(2020-05-22)

作者：朱恒源(清华大学经济管理学院创新创业与战略系教授、清华大学全球产业研究院副院长)

2020 年两会，注定要载入史册。不仅仅因为不同寻常的会期和不同寻常的方式，更因为这场突如其来的抗疫斗争，以及夹杂在抗疫前后的大国贸易和科技冲突。中国产业以及全球经济发展格局，正在重新定位。当下大国之间围绕贸易、技术、人才的争拗，究其本质，其实是范式变迁所推动的全球产业大重构过程中张力和冲突的体现。

何为范式变迁？物理学上有一个现象，叫电子跃迁，围绕原子核旋转的电子，处于不同的能级轨道上，处于低能级轨道的电子，吸收足够的能量，就能够跃迁到新的高能级轨道上。类似的，经济的发展中，每当遇到产业革命的时候，也会面临不同的范式轨道的转换，也可以称之为“技术-经济范式的变迁”。

所谓“技术-经济范式的变迁”，是指在若干通用技术取得关键性突破后，相互关联的“技术族群”出现大规模创新，形成相互关联的市场、产品、工艺、技术、组织和管理创新的组合，开辟若干不同寻常的投资和盈利的市场。

在这一过程中，企业家们在技术路线、产业组织、商业模式以及管理上开展一系列创新。这些创新彼此影响、反馈循环、持续演进，并向社会的各个产业渗透，并最终改变产业形态、产业结构和产业组织体系，其影响进一步扩展到经济的方方面面，并最终改变社会-制度结构，导致新的产业革命。

在人类产业发展历史上，此前由范式变迁引发的产业革命有三次：机械化革命、电气化革命和信息化革命。每一次产业革命引发范式转移时，都给后发国家提供了机会。第一次产业革命的英国，第二次产业革命的美国，第三次产业革命的日韩和亚洲四小龙等经济体，都是借助新产业革命的机会，向新产业范式转型，完成经济和社会发展方式的跃迁。

目前，在全球初露端倪的是一场智能技术导致的新产业革命。这场革命基于新的信息技术，最终将形成生产设施在社会中的网状分布，产能将会被多个商业主体共享，生产可以实现大规模定制的新产业范式。其结果将形成用智能技术连接、辐射全球的新产业网络。新科技革命和产业变革之后，就会形成新的全球产业和经济格局。

任何一场产业革命，都不仅仅是增量的改进，而是产业发生范式的变迁，因此必然会涉及到与原有产业范式的竞争、冲突。借用熊彼特的术语，必然经历一个对原有产业体系“创造性破坏”的过程，从而解构原有产业格局，形成新的产业秩序。

这是世纪未有之全球产业版图大重构，当下既是轨道更替的关键节点，也是大盘变局的界定时刻。

在竞速范式转型的当口，希望对原有范式条件下的技术封锁、零部件断供以及发动全球产业链对后发者脱钩，阻止中国向新范式的跃迁，恐殊难如愿。

理由并不复杂：相对于新范式的探索而言，关于原有范式的信息更加充分，后发者学习和追赶相对难度较小，技术再怎么封锁都会以各种方式溢出。

英国当年对纺织机等“新”技术的封锁，并没有能阻止美国纺织业的发展，更没能阻止美国利用

在欧洲（包括英国）发端的基础科学发现和关键技术发明，抢先完成第二次产业革命。在通讯还是靠飞鸽传书的时代做不到的，在 21 世纪的今天，网络无处不在、人人信息过载，又怎能做到？范式变迁下的全球产业竞争，比的是谁能够打造新航船，而不是谁曾拥有过旧船票。

中国是全球最大的新兴市场，旺盛的需求可以为新技术的孕育和发展提供必需的试验场，这是中国在当前全球产业竞争中最重要优势。

产业革命虽然发端于技术，但技术落地却离不开具体的市场需求与应用场景。更重要的是，几乎所有的产业革命发生时，相对于原有的社会结构，技术都是过剩的，市场需求成为稀缺资源，创新要素总是围绕需求活跃区域聚集。

第二次工业革命时，内燃机在欧洲发明，汽车却在美国抢先完成产业化。原因无它，因为当时的欧洲是一个马车友好型社会，不能自动发展出对汽车的新需求。

当然，我们也有不足。虽然建立了相对完整的产业体系，但现有产业链仍然存在短板和缺陷；我们也缺乏对产业链网络的影响和控制，但这几乎是所有后发国家在产业跃迁中少不得的“成人礼”。

解决的办法说起来也老套：一方面在原有范式条件下加速学习，尽快完成跟随，同时利用市场优势团结尽可能多的合作伙伴，尽力保持产业链相对完整且有一定的韧性。更重要的是，要抓住新产业革命的机会，在新范式中大胆探索，抢先拼起一个面向新范式的完整价值链。

让技术用起来，让应用跑起来，产业界就获得了边干、边学、边提高的机会，产业链完善就有希望。毕竟，过去二十年，我们持续的研发投入完成了科技起飞，创新有了一定基础。同时，在消费端的互联网化进程中，我们也积累了智能化转型的宝贵经验。善用这些优势，我们就有可能在全球竞争中率先探索出新产业范式的端倪。

这轮产业革命中，在主要领域首先完成新技术系统商业化的闭环，从而开启新产业革命进程的国家，就有可能争取到更多的合作和支持。范式变迁条件下的产业革命终究是未来，所有国家和经济体，无论转型早晚、快慢，最终都将卷入这场产业范式变迁的大潮流中。

保有战略定力，坚持改革、开放和创新，拥抱而不是拒绝全球尺度上的这场产业革命，才有未来。就在两会前夕，《中共中央国务院关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》（全文）印发，这一信号，让我们在举国共度时艰的这个初夏，对未来充满期待。

中国的数字金融革命走在世界前列

来源：爱思想网(2020-05-23)

作者：黄益平(北京大学国家发展研究院教授)

数字金融在中国乃至全世界都是新生事物。从最早的在线支付工具 PayPal 在美国 1998 年诞生，到如今已经超过二十年。中国数字金融可追溯到 2004 年底的支付宝上线，但大家更愿意把 2013 年 6 月余额宝上线看作中国数字金融发展的元年。

数字金融行业和监管都还在快速发展，因此，我们的理解也在逐渐深入。

金融发展要解决信息不对称问题

理解数字金融，我们要先从金融讲起。

人们日常生活中接触到的货币、银行、股市，都是金融运作的重要部分。金融的核心功能是资金的融通。一般而言，资金融通的渠道分为以银行为主的间接融资和以市场为中心的直接融资。在间接融资中，金融中介所做的工作就是转换，即期限、风险和规模的转换。

金融是人类发明的最重要的经济工具之一，能降低交易成本，并使劳动分工成为可能，推动经济发展。比如，18 世纪的英国工业革命，蒸汽机是当时的核心技术。其实这项技术早在工业革命发生之前就已经存在，从技术问世到产业真正形成，中间还差一场金融革命，即筹集到大量的廉价资金，无论是纺织业、航运、铁路，都必须有金融的大力支持。因此，金融非常重要。

但金融有致命风险，即信息不对称，交易双方彼此并不了解。比如，人们到银行存款，银行把钱贷给企业，出资人和最终的用资人互相不了解，信息排查工作都交给银行，他们也因此牺牲了一部分回报或需要支付更高成本。而直接做投资就需要了解投资项目的好坏，并承担风险。

交易双方相互了解有限，会带来问题，包括交易之前的逆向选择和交易之后的道德风险。逆向选择是指，主动提供良好回报承诺的交易对手未必是最好的交易对手。道德风险是指，钱贷出之后，不知道对方能否信守承诺。这些都是信息不对称所导致的金融交易问题。如果问题特别严重，可能会引发金融危机。金融监管的各种要求，比如信息披露以及治理结构，都是为了降低信息不对称并控制风险。

信息不对称会导致信任问题。淘宝在 2003 年 5 月上线，但线上交易业务一直很难开展，刚开始的业务都是货到付款。担保交易上线之后，情况才发生变化。第一笔担保交易是西安一位大学生购买在日本横滨的一位留学生的二手相机。西安大学生在线通过支付链接付款后，又后悔了，要求退款。负责担保交易的淘宝职员经过反复劝说，才让买卖双方信任了这种新的支付机制，最终完成了交易。2004 年 12 月底支付宝上线，提出“你敢付、我敢赔”的承诺，其实质就是解决信任问题。

数字技术助力金融发展

数字金融指利用大科技平台、大数据以及云计算等科技手段，创新金融产品、商业模式、技术应用和业务流程。数字金融包括两方面，一是新型科技公司，利用技术来提供金融服务；二是传统金融机构利用数字技术，改善金融服务。我想特别强调，这两者同等重要。

大家可能关注到两个近似的概念：互联网金融和金融科技。它们经常被替换使用。前者在 2014 年政府工作报告以及中国人民银行 2015 年的文件中出现过。后者被国际金融稳定理事会使用，两者的内核一致。

数字金融的具体业务分为五大类：一是基础设施，包括智能合约、大数据、云计算、数字身份识别；二是支付清算，包括移动支付、数字货币；三是融资筹资，包括众筹、网络贷款；四是投资管理，例如余额宝、智能投顾；五是保险，指数字化的保险产品。

数字技术如何解决金融中的信息不对称问题呢？

第一项技术是大科技平台。淘宝、微信等大科技平台都有长尾效应。长尾效应指在一个平台建立以后，可以服务无数多的客户数量，边际成本几乎为零。通俗地说，搭平台很花钱，但是平台搭起来之后再多服务一百万、一千万用户，新增成本极低。

第二项技术是大数据。平台建立之后，用户无论是网购，还是微信社交，经过一段时间之后都会留下数字足迹。数字足迹包括社会关系、个人行为偏好及财务状况，最终形成大数据，可用来分析判断一个人的信用和财务实力。

第三项技术是云计算。云计算能提供巨大的储存能力和极快速的分析能力，为人们分析判断、制

定金融决策提供基础。

数字技术飞速进步。大家都知道芯片行业有一个摩尔定律，指每一美元所能买到的电脑性能，将每隔 18-24 个月增长一倍以上，很形象地说明了软硬件技术进步速度之快。英特尔一位工程师把摩尔定律类比传统产业，如汽车业，假如从 1971 年开始，大众汽车在随后四五十年间以摩尔定律的速度进步，那这辆车今天的时速应该达到 48 万公里/每小时。这当然不是现实，但很直观地说明了数字技术惊人的进步速度。

中国后发先至，走到世界前列

在 2019 年毕马威等评出的金融科技 100 强公司中，排名前 12 的公司中，有三分之一来自中国，包括蚂蚁金服、京东数科、度小满、陆金所。英国智库 Z/Yen 集团和中国（深圳）综合开发研究院共同编制的全球金融中心指数显示，全球前十大金融中心中，中国的城市最多。

中国影响力最大、业务相对成熟的是移动支付，其次是互联网银行，以及大科技平台提供的全方位金融服务，即以支付为核心的生态系统。在这些业务领域，中国在国际上都拥有相当的影响力。

国际社会非常关注中国数字金融的发展，有很多国际机构到中国来寻找合作。北大数字金融研究中心已经连续三年受国际货币基金组织（IMF）之邀，到美国华盛顿联合主办中国数字金融问题闭门研讨会，这是 IMF 以往不曾有的举措。北大数字金融研究中心还和国际清算银行（BIS）、国际货币基金组织、布鲁金斯学会等国际组织分别成立了联合课题组，共同研究中国数字金融问题。一方面，中国的实践确实走在了世界的前列，对其它国家具有一定的借鉴意义。另一方面，数字金融的发展会改变现有的宏观经济和金融格局，这也是很多国际组织特别关注的重要原因。

中国数字金融后发先至，有三个原因。

一是国内金融部门尽管很庞大，不仅有在全球占有一席之地的四大商业银行，资本市场、股票市场、债券市场的规模也不小，但由于多种原因，中小微企业和低收入人群能得到的金融普惠服务比较有限，供给不足的问题很突出，所以数字金融一起步就受到欢迎。

二是智能手机等数字技术快速发展。2010 年支付宝大概每秒钟能处理 300 笔支付交易，今天已经几乎达到 30 万笔。技术能力的提升功不可没。

三是监管环境相对比较宽松。当然，这有两面性。正面意义指的是金融创新可以马上落地和实验，好项目能得到推广。比如支付宝 2004 年上线，最后拿到牌照是在 2011 年，这个过程中一直有监管，但没有像其他国家一样直接关闭业务。负面意义则是 P2P 等行业带来很多问题。

数字金融的普惠性：跨越“胡焕庸线”

数字金融最大的优点是普惠性。

关于金融发展，过去常说“二八法则”，意思是一家金融机构一般最关注最上面的 20% 客户，即 20% 盈利状态最好的企业和 20% 收入最高的家庭。如果能服务好这 20% 的客户，就能抓住 80% 的市场份额，而再扩张业务，成本和收益就不理想。“二八法则”的规律不利于金融的普惠性发展。

联合国从 2005 年起号召发展普惠金融，中国政府也做了很多努力，但规模仍然有限，直到数字金融获得良好的发展。

根据我们编制的北京大学数字普惠金融指数，在 2011 年（即现在普遍认为的中国数字金融元年）之前，数字金融已经有一定的发展，但主要集中在东南沿海地区，大部分地级市属于空白地带。而到了 2018 年，仍然是东南沿海地区最发达，但中国其他地区的发展水平快速赶上来，尤其是原来传统

金融发展比较滞后的地区，通过数字金融实现了金融普惠服务。这是数字金融最大的贡献之一。

数字金融中，现在最受大家关注和肯定的是移动支付。移动支付给人们生活带来的改变大家有目共睹，已经成为人们生活中很重要的一部分。而移动支付更重要的贡献是衍生服务，比如在线购物、远程医疗等。

从 2011 年到 2018 年，东南沿海地区的移动支付一直是最发达的，但相当一部分西部地区正变得非常发达。2012 年，国务院总理李克强提出经济发展要跨越“胡焕庸线”，让西部地区也发展起来。在移动支付领域，已经基本实现了这一愿望。胡焕庸是 20 世纪 30 年代的经济地理学家，他提出从黑龙江的黑河到云南的腾冲画一条线，把中国分成东西两半，线东大概占全国国土面积的 44%，而当时人口占比高达 96%，可见东西部差距之大。

北京大学数字金融研究中心所做初步研究也发现，数字金融发展到西部地区后，对当地的经济发展确实发挥了积极作用，无论是从宏观的经济增长，还是到微观的消费、就业和收入，都有很多积极的贡献，令人振奋。

数字金融在中国有很多突破，最大的突破就是普惠金融革命，使得原来不太可能的事情现在变得可能了，这主要体现在以下三方面：

第一，数字金融摆脱了对金融实体网点的依赖。数字金融通过手机通讯、基础设施铺设，快速地从东南沿海发达地区向欠发达的西部地区推进，让金融服务触达乡村偏远地区，为中小微企业和低收入人群提供服务。支付宝和微信支付现在都有近 10 亿用户，这解决了过去很难解决的获客难问题。能不能把这些客户变成金融客户，就看平台能提供怎样的服务，以及怎样控制风险。

第二，大科技平台有长尾效应，可以同时为巨量的客户服务，而且边际成本很低，这是传统金融机构做不到的。比如，大型金融机构要为客户提供几万块钱的融资服务，其固定成本很高，要做尽职调查，要到小客户家和工厂去看，有差旅等成本。但大科技平台能够通过大数据和长尾效应，控制边际成本，使得为小客户提供金融服务不但有可能，而且有利可图。

第三，数字金融能用大数据替代抵押资产，做风险评估。尽管这个业务模式还在磨练当中，还会出现很多新变化，但方向值得肯定。这些都是中国对世界普惠金融的重要贡献。

诺贝尔和平奖获得者尤努斯教授因为创造了穷人银行——格莱珉银行而成为普惠金融的代表人物，但他的穷人银行有个缺憾，就是规模太小，而且扩张速度很慢。传统模式的普惠金融很难做，一方面是获客难，这些小客户比较分散、规模也小，银行要找到他们就不太容易；另一方面是风控难，银行的风控一般看三样东西——抵押资产、财务数据、政府担保，而中小微企业和低收入人群是“三无”状态。

互联网银行就不同，如今每年平均能提供 1000 万笔贷款，这对普惠金融是巨大的突破，有重要意义，因为互联网银行很好地解决了获客难与风控难的问题。

即使在最近的新冠肺炎疫情期间，网络贷款也在进行，这 and 传统金融因疫情冲击而业务减少相比，形成了鲜明的反差，体现出无接触交易的优势。

改变宏观经济运行与人们的生活

数字金融能够用大数据替代抵押资产，根据数字足迹积累的数据，能够做出风控模型，这对金融业乃至宏观经济都意义非凡。2019 年我们和国际清算银行的经济学家联合写的学术文章表明，大数据风控模型与银行传统风控模型比较，具有一定的优势。

它主要有两方面的优势。第一是信息优势，用大数据做风控，可以使用实时信息。传统银行模式是看上季度、去年的报表，而利用大数据，可以看到昨天甚至今天的数据，而且还可以抓取相对稳定的行为数据。第二是模型优势，使用机器学习，可以抓住复杂的非线性关系，甚至可以抓住不同变量之间的交互作用。

需要说明的是，利用传统银行风控模型加上央行征信数据，风控就可以做得很好，如果再加上大数据信息，就能让模型更好。更重要的是，在没有银行信息和央行征信数据的情况下，基于大数据的风控模型也能够得到和传统风控模型差不多的效果，这使得普惠金融变得可行。

而且，这样一来，在一定意义上，信用贷款、无抵押贷款有可能改变宏观经济的状况。前美联储主席伯南克 1999 年提出“金融加速器”的概念。银行贷款使用房地产做抵押，其内生机制导致，在房价下跌时信贷收缩，信贷收缩又导致经济增速下行，经济增速下行又使房价进一步下跌，最终形成恶性循环。相比之下，信用贷款不需要资产抵押，也就没有上述内生机制，宏观经济可能会变得相对稳定一些。

中国的数据显示，传统银行抵押贷款相对于房价的弹性是 0.905，这意味着，如果房价跌 10%，传统银行抵押贷款会减少 9%。而网商银行信用贷款相对于房价的弹性是 0.238，在统计上不显著，表明两者之间其实没什么关系。

从这一点来看，数字金融不是简单地改变了人们的生活，未来，它对于如何监管金融、如何制定货币政策，都会有很深刻的含义。

除了金融的普惠革命之外，数字金融还改变了很多人的生活，包括传统金融的很多业态都可能生变。如前所述，如果信用贷款比例上升，宏观经济的稳定性会提高。很多传统金融机构已经开始使用数字技术，不再需要原来那么多的分行和工作人员。高盛现在的员工有三分之一都是技术出身，说明金融业的人才结构已经在变。

我们最近看到，过去在灾难或是疫情之后，会有很多老百姓和小微企业到银行取钱，因为大量的交易需要现金支付，但今天没再发生这种现象。数字技术解决了支付问题，移动支付所形成的生态系统已经普及。

研究还发现，移动支付在改变人们的生活。比如，一位农民使用移动支付之后，他由农民转变为个体经营户的概率会提高，随之而来的是收入改变。千千万万的人和企业正在因移动支付而改变收支模式。

发展充满波折

中国数字金融这几年的发展充满波折。北京大学数字金融研究中心所编制的金融科技情绪指数显示，2014 年、2015 年时比较乐观，尤其是 2015 上半年，政府工作报告中写到互联网金融，人们普遍看好；后来，随着一些 P2P 平台爆雷以及其他问题，情绪开始大幅波动。

产生市场波动的原因，一方面是技术本身还不成熟，相应的业务模式也不成熟；另一方面是监管政策发生了改变。

P2P 行业是典型，这几年来，累计创立了 6000 多家平台，但现在还在正常运营的平台已经很少，大概也就是几百家。

P2P 是一个从国外引进的信息中介模式。信息中介即搭平台，有点像淘宝，人们在平台上进行买卖。信息中介不能像银行那样做信用中介。平台上交易的双方是直接融资，即一个人直接借钱给另一个人，那么，投资者需要自己做风控并承担最后的结果。

中国现在的信用环境并不合适这种模式发展。而且，这个平台也不能用央行的征信系统。因此，借贷双方很难达成交易，于是，平台就开始提供担保、做资金池、使用自动投标，让大家有信心投资。

从 2007 年第一家平台拍拍贷上线，在很长时间内，整个行业缺乏清晰的规则。这造成各家平台“八仙过海，各显神通”，但大都不符合监管部门后来的定位。2015 年底出台《网络借贷信息中介机构业务活动管理暂行办法（征求意见稿）》，2016 年中出台的《网络借贷信息中介机构业务活动管理暂行办法》，对 P2P 的定位是信息中介，这意味着很多平台过去的做法并不可行。

我们要从 P2P 行业吸取经验教训。这个行业是现在数字金融里风险比较大的领域。其中一个教训就是监管方式需要完善。相对宽松的金融创新监管，推进了很多好的创新，但也需及时阻止不好的创新。

中国即将进入“数字金融发展 2.0”时代

数字技术对金融的改造才刚刚开始，这个行业本身还在不断发展。尤其从 2015 年以来，监管逐步正规化，过去“野蛮生长”的情况未来不容易再现。数字金融的发展需要监管全覆盖。

需要强调的是，数字技术不会改变金融的本质，但有可能改变传统金融的运行方式和风险特征。比如，数字金融的风险一旦爆发，传播速度快、传播范围广，而且有很多风险纠合在一起。

因此，最近人们在讨论“中国式监管沙盒”，央行金融科技司正在推动该机制。如果有创新的项目，会被放置到一项机制中，监管和机构共同尝试推动监测，成功则进行推广，不成功就终止。即使出现问题，也不会形成大爆发。

人们还必须意识到，监管中还有一些其他问题需要解决，比如，个人隐私保护问题。另外，大科技平台做了全方位业务，也保证了效率，但这也会形成“赢者通吃”的局面，带来垄断等新的问题。

我认为，中国即将进入“数字金融发展 2.0”时代，即金融和技术之间既有分工又有合作。擅长做技术的做技术，提供解决方案；擅长做金融的，用技术提供的解决方案来改善金融服务。很多业务现在依然不成熟，所以人们还会看到很多演变，包括支付、贷款以及其它金融服务。

未来，智能投顾、二代支付、央行数字货币等可能会成为新的热门领域，但同时也要注意防范出乎意料的新风险。比如，如果十几亿人都在使用的支付系统被黑客攻击，在过去也许没那么严重，而现在会变成大问题。

央行数字货币受到了非常多的关注。中国人民银行从 2014 年开始推动研发数字货币，现在试运行基本结束，也许很快就可以推行。但央行的数字货币是一个相对比较有限的版本，可以称之为数字货币和电子支付的“二合一”，即替代现金 M0（流通中的现金），而不替代银行的存款 M1（狭义货币供应量）或 M2（广义货币供应量）。而且央行不对央行数字货币支付利息，并采用双层机制运行，即央行直接面对授权机构，授权机构再面对公众。

我认为，要对央行的有限数字货币做深入观察，看它对现行数字金融格局会带来怎样的影响，还要观察数字货币的支付功能对现行支付系统会有怎样的影响。可匿名数字货币不需要通过现有电子支付账户进行支付，这将如何影响大科技平台的大数据积累方式，也值得我们观察。

在数字金融革命中，中国走在了世界前列，但比赛才刚刚开始。

哈佛大学经济学教授弗农提出过“产品生命周期理论”，意思是任何一个产品都有从研发、试制、成熟到最后退出的过程。如果用产品生命周期理论来看中国的很多产品，比如手机、汽车、自行车，绝大部分日常使用的产品都是在发达国家研发试产成功，中国只是后来成为生产规模最大的。但数字金融不同，数字金融的很多原创实验和创新就在中国，这令人振奋，但也需要研究者、业界和监管等

各方更加努力。

新闻快讯

美国经济第二季料大幅萎缩 37.7% 要到明年过后才能完全收复失地

来源：路透中文网 (2020-05-20)

作者：Reuters Staff

路透华盛顿 5 月 19 日 - 美国国会预算办公室 (CBO) 周二表示，美国经济在受新冠病毒疫情拖累大幅萎缩后，第三季应该会强劲反弹，但要完全收复失地，可能要等到明年过后的某个时候。

在最新的经济预测中，国会预算办公室预计第二季度美国经济将以 37.7% 的年率萎缩，但 7-9 月份将以 21.5% 的速度扩张。

该机构预计，即便如此，美国国内生产总值 (GDP) 也不会到 2021 年底的预测期内恢复到今年年初的高水平。

随着全国大部分地区关停以阻止新型冠状病毒传播，美国经济遭受了自 1930 年代大萧条以来的最大打击。

令人震惊的是，4 月有 2,050 万人失业，失业率从 3 月的 4.4% 跃升至 14.7%，创下二战后的最高纪录。

国会预算办公室表示，预计失业率将在第三季度达到峰值，预计平均为 15.8%。

尽管该机构预计失业率之后将稳步下滑，但它警告称，复苏之路将是漫长的。

国会预算办公室表示：“持续保持社交疏离，将使经济活动和劳动力市场状况在一段时间内受到抑制。”

CBO 称，即使到 2021 年第四季度，失业率可能仍将维持在 8.6% 的相对高位，就业水平仍低于今年年初的水平。

分析当前经济形势 习近平提这“八字”期许

来源：人民网 (2020-05-24)

作者：邓楠、邓志慧

5月23日上午,中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平看望了参加全国政协十三届三次会议的经济界委员,并参加联组会,听取意见和建议。

在联组会上,习近平就经济发展提出了“乘风破浪、行稳致远”的八字期许。

习近平强调,要坚持用全面、辩证、长远的眼光分析当前经济形势,努力在危机中育新机、于变局中开新局,发挥我国作为世界最大市场的潜力和作用,明确供给侧结构性改革战略方向,巩固我国经济稳中向好、长期向好的基本趋势,巩固农业基础性地位,落实“六稳”“六保”任务,确保各项决策部署落地生根,确保完成决胜全面建成小康社会、决战脱贫攻坚目标任务,推动我国经济乘风破浪、行稳致远。

经济运行面临较大压力如何破?

今年的《政府工作报告》提到,一季度我国经济出现负增长,生产生活秩序受到冲击。受全球疫情冲击,国内消费、投资、出口下滑,就业压力显著加大,企业特别是中小微企业困难凸显,金融等领域风险有所积聚,基层财政收支矛盾加剧。

习近平在联组会上指出,我国经济正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期,经济发展前景向好,但也面临着结构性、体制性、周期性问题相互交织所带来的困难和挑战,加上新冠肺炎疫情冲击,目前我国经济运行面临较大压力。

如何加快转变经济发展方式,深化供给侧结构性改革?今年的《政府工作报告》从以下方面作了要求:“推动消费回升”,通过稳就业促增收保民生,提高居民消费意愿和能力;“扩大有效投资”,今年拟安排地方政府专项债券3.75万亿元,比去年增加1.6万亿元,提高专项债券可用作项目资本金的比例,中央预算内投资安排6000亿元,重点支持既促消费惠民生又调结构增后劲的“两新一重”建设;“深入推进新型城镇化”,发挥中心城市和城市群综合带动作用,培育产业、增加就业;“加快落实区域发展战略”,继续推动西部大开发、东北全面振兴、中部地区崛起、东部率先发展等。

发展出发点和落脚点在哪里?

习近平指出,我国具有全球最完整、规模最大的工业体系、强大的生产能力、完善的配套能力,拥有1亿多市场主体和1.7亿多受过高等教育或拥有各类专业技能的人才,还有包括4亿多中等收入群体在内的14亿人口所形成的超大规模内需市场,正处于新型工业化、信息化、城镇化、农业现代化快速发展阶段,投资需求潜力巨大。

“我们要把满足国内需求作为发展的出发点和落脚点”,习近平指出,我们要加快构建完整的内需体系,大力推进科技创新及其他各方面创新,加快推进战略性新兴产业,着力打通生产、分配、流通、消费各个环节,逐步形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局,培育新形势下我国参与国际合作和竞争新优势。

在联组会上,有委员谈到,要坚持从完善市场机制出发,推动要素市场化配置。习近平在听取他的发言后指出,经过改革实践,我们认识到,决不能不克服市场的盲目性,也不能回到计划经济的老路上去。要努力将市场的作用和政府的作用结合得更好一些,这是一个止于至善的过程。

如何在不稳定不确定的世界中谋发展?

针对当前面临的挑战,习近平认为,面对世界经济深度衰退、一些国家保护主义和单边主义盛行、地缘政治风险上升等不利局面,我们必须在更加不稳定不确定的世界中谋求我国发展。

习近平强调,我们要站在历史正确的一边,坚持多边主义和国际关系民主化,以开放、合作、共赢胸怀谋划发展,坚定不移推动经济全球化朝着开放、包容、普惠、平衡、共赢的方向发展,推动建

设开放型世界经济。同时，要牢固树立安全发展理念，加快完善安全发展体制机制，补齐相关短板，维护产业链、供应链安全，积极做好防范化解重大风险工作。

美媒：调整供应链并非意味着离开中国

来源：参考消息网(2020-05-28)

责编：郭庆娜

参考消息网 5 月 28 日报道 美国消费者新闻与商业频道网站 5 月 25 日发表文章《随着企业在受到新冠疫情冲击后实现生产多元化，中国可能成为众多中心之一》称，对许多企业来说，在新冠疫情后调整供应链意味着从中国向外拓展，而不一定是离开中国。文章摘编如下：

自去年底新冠肺炎出现以来，始于世界第二大经济体的商业活动限制措施已凸显出中国在从儿童玩具到药品在内的全球商品生产中所扮演的重要角色。

贝恩公司副总裁格里·马蒂奥斯上周在接受电话采访时说：“这给几乎所有企业都敲响了警钟。议程上的第一项是，‘我该如何在供应链中建立弹性？’”

马蒂奥斯说，这一战略的一个关键组成部分是建立灵活性——即迅速转换不同生产来源以应对未来挑战的能力。

麦肯锡全球研究所在去年夏天的一份报告中指出，中国贡献了全球制造业总产出的 35%。麦肯锡的报告还说，中国已经成为汽车、奢侈品和手机等许多产品的全球第一大市场，约占全球消费总额的 30% 以上。

新冠疫情扰乱了全球商品流动。安迈企业咨询公司董事总经理林浩日说，做出转移生产的决定需要长期的规划和投入，而不是一蹴而就的事情，尤其是在企业在经济下行期间努力节省成本的情况下。

林浩日说：“中国仍然提供了极具吸引力的整体供应链解决方案。世界上几乎没有几个国家能够让你找到建造某种东西所需的几乎所有产品……中国的劳动力成熟度和人才储备仍然很有吸引力。”

麦肯锡去年夏天的那份报告发现，世界其他地区变得更加依赖中国，而中国则变得更加自给自足，因为它试图更多地依靠国内消费来拉动经济增长。

世行：新兴经济体将出现 60 年来首次萎缩

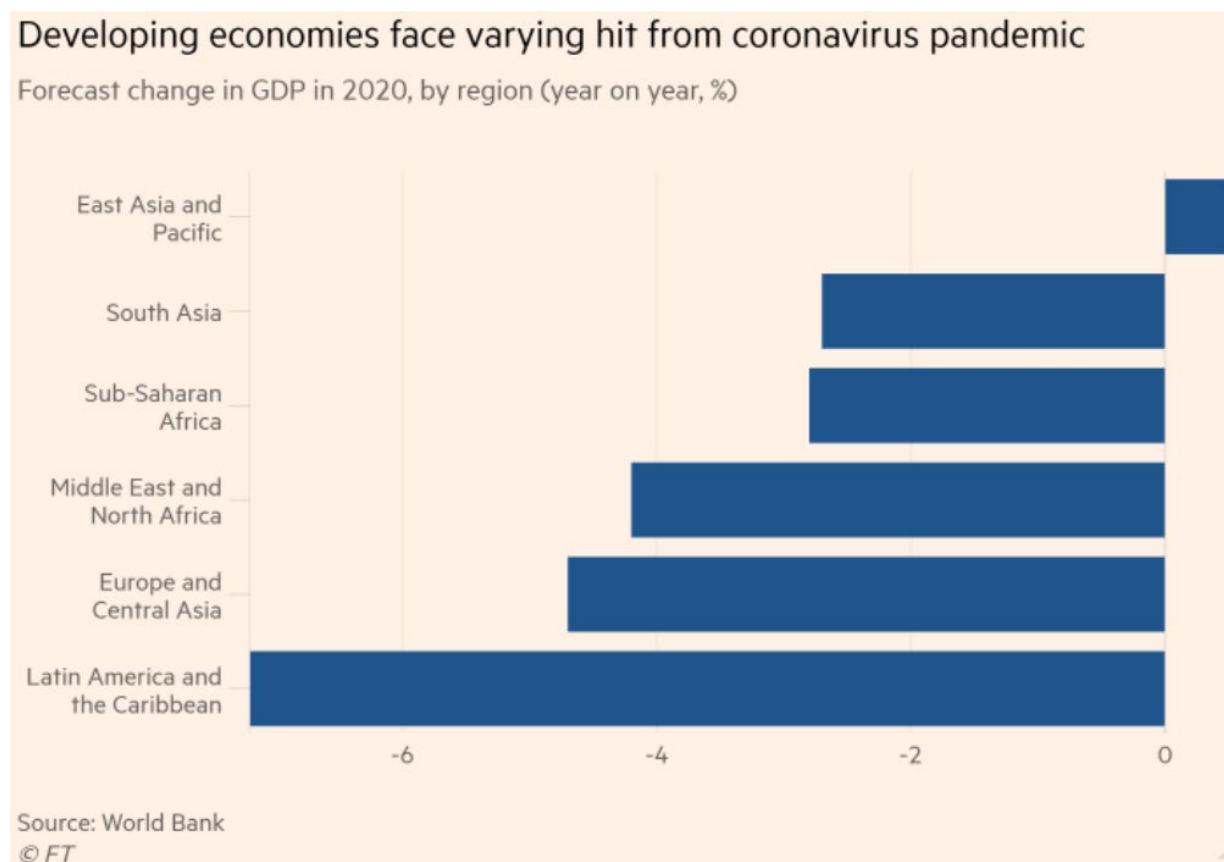
来源：FT 中文网(2020-06-09)

作者：詹姆斯·波利提

世界银行(World Bank)的数据显示，新兴经济体和发展中经济体今年将出现至少 60 年来首次萎缩，突显随着新型冠状病毒疫情在全球蔓延，其造成的经济代价不断增加。

世行的预测是，新兴市场国家的国内生产总值(GDP)预计将会萎缩 2.5%，全球人均收入减少 3.6%，使发展中国家的多达 1 亿人陷入极端贫困。世行对极端贫困的定义是每天收入不足 1.90 美元。

最近几周，新冠疫情已从发达经济体传播到巴西、俄罗斯和印度等大型新兴国家，为阻断疫情蔓延而实施的封锁正在造成越来越大的经济代价。



“这是一个发人深省的前景，这场危机很可能会留下持久伤痕，并构成重大的全球挑战，”世界银行集团负责公平增长、金融与制度的副行长西拉·帕扎巴西奥格鲁(Ceyla Pazarbasioglu)表示。

“我们的首要任务是应对全球健康和经济紧急情况。除此之外，全球社会必须团结一致，想方设法重建尽可能强劲的复苏，以防止更多的人陷入贫困和失业。”

帕扎巴西奥格鲁表示，根据世行的修订后预测，将有 7000 万至 1 亿人陷入极端贫困，比先前预测的 6000 万大幅增加。

世行和国际货币基金组织(IMF)已启动一系列救助计划，帮助各国应对这场大流行病，并正在协调相关计划，为陷入困境的国家减免债务。然而，一些经济学家认为，相比这场危机的规模，这些措施可能力度不足。

世行预测，拉丁美洲和加勒比地区的经济活动将下降最多，降幅相当于 GDP 的 7.2%，而东亚和太平洋地区受影响最小，将实现 0.5%的扩张，尽管这将是该地区自 1967 年以来最糟糕的表现。

世行表示，在“疫情最严重，严重依赖全球贸易、旅游业、大宗商品出口和外部融资的国家”，经济代价可能最严重。

世行表示，全球而言，今年全球经济将萎缩 5.2%。它的预测比 IMF 4 月预测的全球 GDP 下降 3% 更为悲观，反映出新冠疫情造成的经济影响越来越大。

这项预测假设，发达经济体对经济活动的限制可能最迟在年中解除，而新兴市场将会“稍晚一些”解封。世行表示，这将导致明年产出反弹 4.2%。

但是它警告称，这一情景“高度不确定，而且以下行风险为主，包括疫情持续更久、金融动荡以及出现从全球贸易和供应联系中撤出的趋势的可能性”。

世行表示，如果更为不利的条件占主导地位，全球 GDP 今年受到的冲击将在 8%左右，而新兴市场经济体将萎缩 5%，而明年全球复苏乏力，只能实现 1%的增长。

按照世行的基准预测情景，美国经济今年预计将萎缩 6.1%，欧元区将萎缩 9.1%。与欧盟委员会(European Commission)上月预测的 GDP 下降 7.7%相比，萎缩幅度更大。

世行将今年全球经济产出预测下调至萎缩 5.2%受新冠疫情冲击

来源：路透中文网(2020-06-09)

作者：Reuters Staff

路透华盛顿 6 月 8 日 - 世界银行周一表示，新冠病毒将导致 2020 年全球经济产出萎缩 5.2%，并警告称，如果大流行和企业停摆的不确定性持续存在，将下调这一最新预测。

世界银行在其最新的全球经济展望报告中表示，发达经济体 2020 年产出预计将萎缩 7.0%，而新兴市场经济体将萎缩 2.5%，创自 1960 年有汇总数据以来的首次萎缩。全球人均国内生产总值(GDP)将创自 1945-46 年以来最严重萎缩，当时二战时期的支出枯竭。

国际货币基金组织(IMF)4 月发布的预测显示，2020 年全球经济将萎缩 3.0%。

IMF 计划在 6 月 24 日发布最新预测，总裁格奥尔基耶娃曾表示，进一步下调的可能性“很大”。

世界银行官员表示，他们的基本情境预测假设社交疏离和企业临时关闭等封锁措施在 6 月底开始放松。

世行报告中还包括了一种不利情境预测，即今年停摆措施实施的时间延长三个月。如果出现这种情境，2020 年发达经济体萎缩幅度将高达 8%-10%，新兴市场或萎缩 5%，更多企业将永久性关闭、全球贸易流更大幅度地减少、企业裁员、家庭大幅削减支出。

“如果这种不利情境成为现实，我们预计 2021 年的复苏将非常缓慢，”世界银行展望部门负责人 Ayhan Kose 告诉记者，“明年全球经济增速勉强开始复苏，增速在 1.3%左右。”

世行在最新预测中还上调了全球因大流行而重新陷入极端贫困的人口预测，从之前的超过 6,000 万人增加到 7,000 万-1 亿人。

报告还显示，2020 年美国和日本的经济预计将萎缩 6.1%，欧元区萎缩 9.1%，巴西和印度分别萎缩 8.0%和 3.2%。中国 2020 年料录得 1.0%的增长，1 月时发布的预测为增长 6.0%。