



北大汇丰

PHBS FINANCIAL FRONTIER DIALOGUE

金融前沿对话

2020 年第 15 期 总第 62 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：鞠琳琳（执行） 曹明明 方垚豪 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，香港交易所集团董事总经理兼首席中国经济学家巴曙松教授。

全球危机下人民币资产能否作为避险资产

【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）

【特邀嘉宾】

孙明春（海通国际首席经济学家）

新冠疫情发生后，全球金融市场发生了很大变化。在过去一段时间，市场上各种大类资产都剧烈波动。在此轮全球危机中，人民币资产整体表现较为稳定，展现了避险资产的特征。这个现象到底是暂时的，还是人民币资产的确可以作为避险资产，像日元、瑞朗或者黄金等具有真正意义上的避险资产能力，我觉得还要再深入分析。

一、在此轮全球危机中，人民币资产整体表现较为稳定，展现了避险资产的特征

首先，人民币本身可以作为一种资产，但是人民币货币本身和人民币资产需要分开。人民币资产里有如股票和企业债之类的风险资产，也有像国债这种安全资产。总体来讲，人民币资产在全球危机中表现稳定有如下四个原因：首先，中国在过去两个月里，疫情防控方面成效显著。疫情最早发生在中国，但是中国最早把疫情明显控制住，这个过程中展现了中国从上到下应对危机的动员能力。因此，我觉得大

家对中国经济下一步复产复工、经济复苏的期望会更强，这是人民币资产表现稳定的原因之一。其次，中国经济的基本面稳固。再次，中国的宏观政策表现出了前瞻性。尤其是前几年中国开始降杠杆、防风险等，基本上在危机到来之前，中国已经自主化解了很多风险。所以，在新冠疫情导致的危机来临时，欧美，尤其是美国受到多方面的夹击，美国很多资产确实是存在很明显泡沫化特征，但中国没有。相对来讲，在经历了过去几年的降杠杆、防风险之后，中国基本面或者经济的风险度明显下降，承受风险的能力也就更强。最后，中国资产整体估值较为合理。

二、全球危机给中国带来的机遇和挑战

过去一个多月，人民币和人民币资产总体表现不错，但是未来也不能过于乐观。我认为中国自身还是面临着很多风险。尽管在疫情之前，中国也在降杠杆、防风险。但即使没有疫情，中国经济和金融系统在接下来几年也不见得一帆风顺，可能也会面临很多挑战。疫情之后，全球经济衰退，甚至有可能出现大萧条，这种情况可能对未来中国经济和金融体系带来更大挑战。因此，中国经济基本面虽然比绝大多数经济体都好，但也不是无懈可击。

未来人民币资产能不能成为避险资产，也取决于中国政府和企业以及家庭如何应对未来的各种冲击。长远来看，危机过程中很多发达经济体经济和社会内部各种各样的矛盾可能会加速暴露。因此，在一定意义上，我觉得这一轮危机过后，中国经济以及人民币都有机会变

得越来越强，总体来处于一个上升的地位，关键是中国得应对得当。如果过度反应或者应对不当，也存在较大风险。

总的来说，人民币资产能否在未来成为像日元或者瑞朗一样的避险资产，取决于中国接下来如何应对疫情、应对全球经济衰退和全球金融市场波动，以及如何进一步通过改革开放，增强国家的竞争力。只有如此，中国经济才能比较平稳地发展，才能在 10 年左右的时间超越美国，从总量上成为世界第一大经济体。也唯有如此，我认为人民币作为人民币和人民币资产，才能够真正确立避险资产的地位。

海通国际全球恐慌指数（2000年至今，周线）

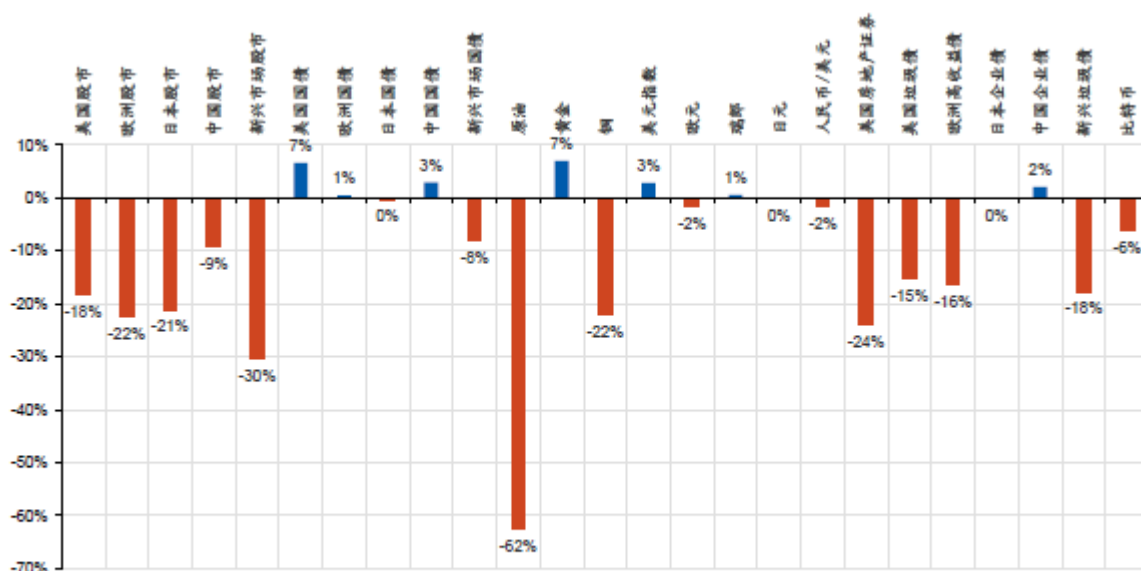


数据来源：彭博，海通国际

图 1 海通国际全球恐慌指数达到过去 20 年的次高点

图 1 是海通国际的全球恐慌指数，这个指数是根据全球各大类资产类别的价格表现，对全球金融市场恐慌情绪的衡量或者监测得到的。从数据走势可以看到，当前数据指数仅次于 2009 年的金融海啸，该数值越低说明恐慌情绪越高。当前情况已经超越了过去 20 年除金融

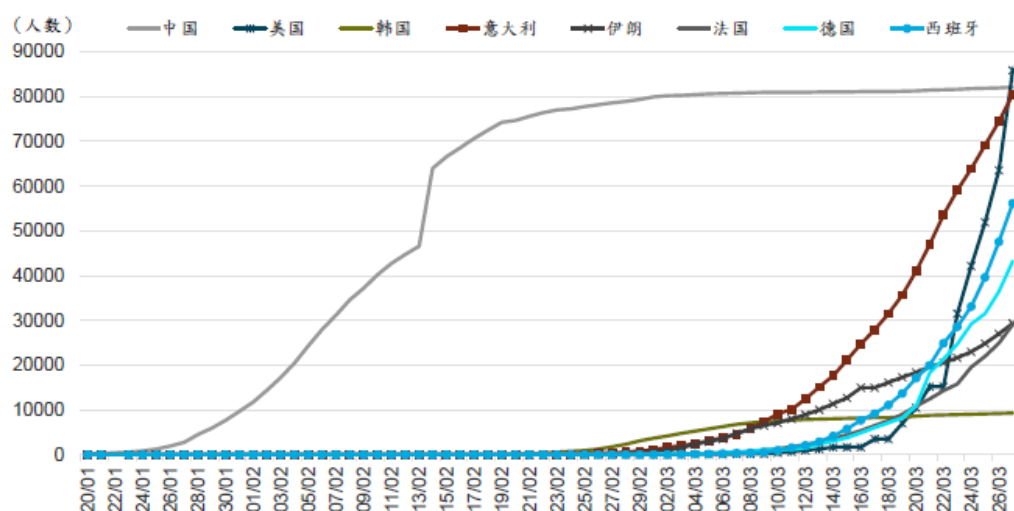
海啸以外的所有其他危机，包括网络泡沫破灭和欧债危机、以及 2015 年和 2016 年国际大宗商品市场危机。总的来说，过去这段时间金融市场处于一种极度恐慌状态。



数据来源：彭博、海通国际

图 2 全球大类资产年初至今（3 月 27 日）总回报（total return）

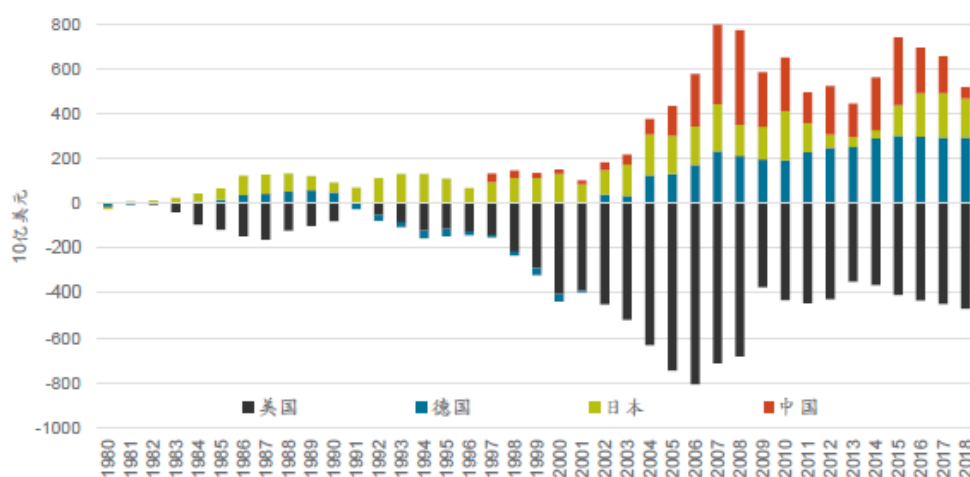
图 2 是 2020 年以来全球各类资产总回报，也包括人民币资产的表现。首先，中国股市跌了 9%，但是较之欧美国家股市，波动幅度以及下跌幅度较小；中国国债也属于避险资产，上升 3%，人民币下跌 2%，整体算是比较稳定的，不像很多新兴市场的货币出现了大幅度贬值；同时，中国企业债整体上升 2%。因此，国债、股市、货币和企业债四类人民币资产整体表现较为稳定。所以，截至 3 月 27 日下午 16:00 的数据，相对而言，人民币资产具有避险资产特征。



数据来源：CEIC，海通国际

图3 各国累计确诊的新型冠状病毒肺炎病例数

为什么全球对人民币资产比较有信心？在这一轮危机中非常重要的原因就是中国疫情防控目前来看成效显著。美国新冠肺炎病例数已经超过中国，欧美这些国家数据还在不断往上蹿。目前来讲，中国相对安全。



数据来源：国际货币基金组织 (IMF)，海通国际

图4 美中日德四大经济体的经常账户余额

从经济基本面来看，首先是经常账户，自1994年以来，中国已

经连续 25 年经常账户保持顺差，在全世界都较为少见。唯一比中国表现更好的是日本的经常账户，在过去 40 年中有 37 年是顺差，所以日元一直是避险货币。另外，德国的经常账户表现也不错，过去十几年都是顺差。但是，美国在过去 40 年里，其基本账户有 37 年左右表现为逆差，并且逆差规模庞大，每年在 4000 亿美元左右。所以从经常账户来看，中国的基本面非常健康。

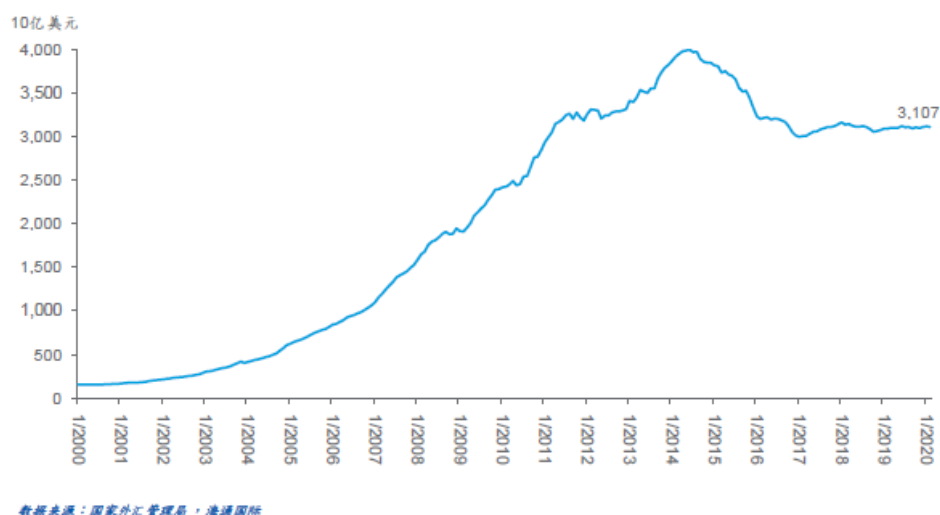
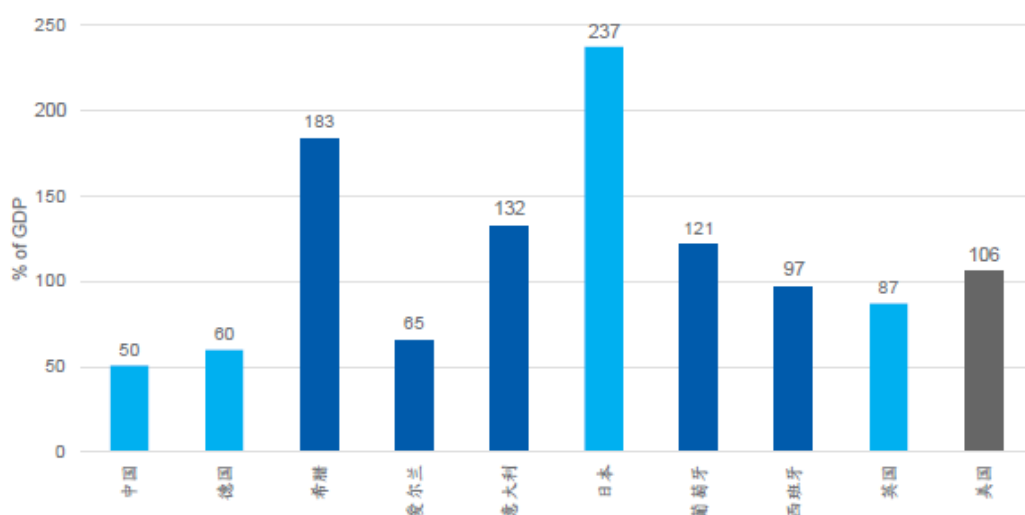


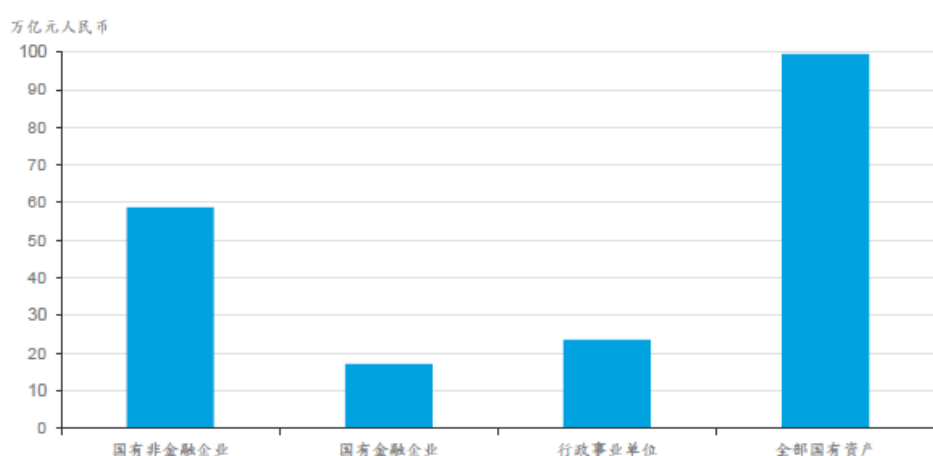
图 5 中国国家外汇储备余额

从图 5 可以看出，中国外汇储备为 31000 亿美元，稳居全球第一，因此中国保持人民币汇率稳定的基础较好。



数据来源：国际货币基金组织 (IMF)，海通国际

图 6 各国政府债务总额占 GDP 的比例（2018 年）



数据来源：中国国务院，海通国际

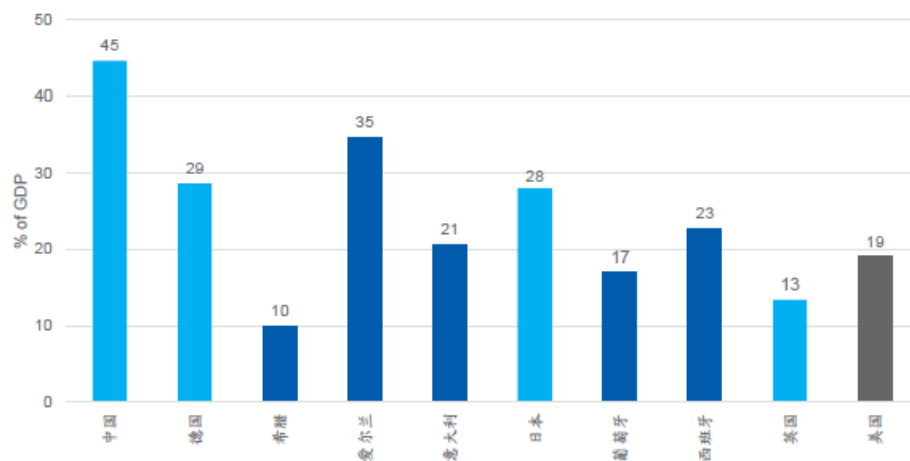
图 7 中国国有资产净资产（或国有资本权益）总额（2018 年）

图 6 是各国政府的债务总额占 GDP 的比例，其中中国政府的债务占比是 50%，整体来讲偏低，所以财政有更大的发挥空间。当然，中国的地方政府债务加起来，其财政负担也不小。但是，从图 7 可以看出，与其他国家政府明显不同的是，中国政府有巨量的国有资产。中国全部国有资产归属于中国政府所有，净资产包括国有资本权益大概是 100 万亿元，是中国的一个重要后盾。哪怕中国有较大的财政赤

字和债务负担，但是国有资产将来可以用来作为还债的部分资金来源。

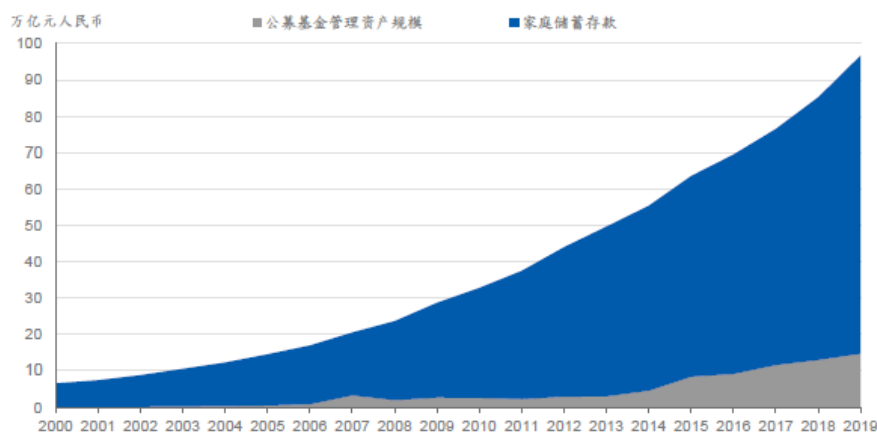
再看图 8，中国的储蓄率高，达到 45%，在全球来讲都较为少见。图

9 为老百姓的储蓄存款，中国家庭还有 80 多万亿储蓄存款。



数据来源：国际货币基金组织 (IMF)，海通国际

图 8 各国国民总储蓄率（2018 年）



数据来源：CEIC，海通国际

图 9 中国家庭储蓄存款与公募基金管理资产规模

同时，中国老百姓还有基金和理财等投资，其中公募基金有 18 万亿元。当然，这些不都是家庭储蓄，但中国家庭在经济动荡时期，还是有钱能够撑一阵子的，不像美国大部分家庭都是月光。当然，中

国也有一些低收入家庭确实比较困难，需要政府通过各种各样的社会主体来帮助。

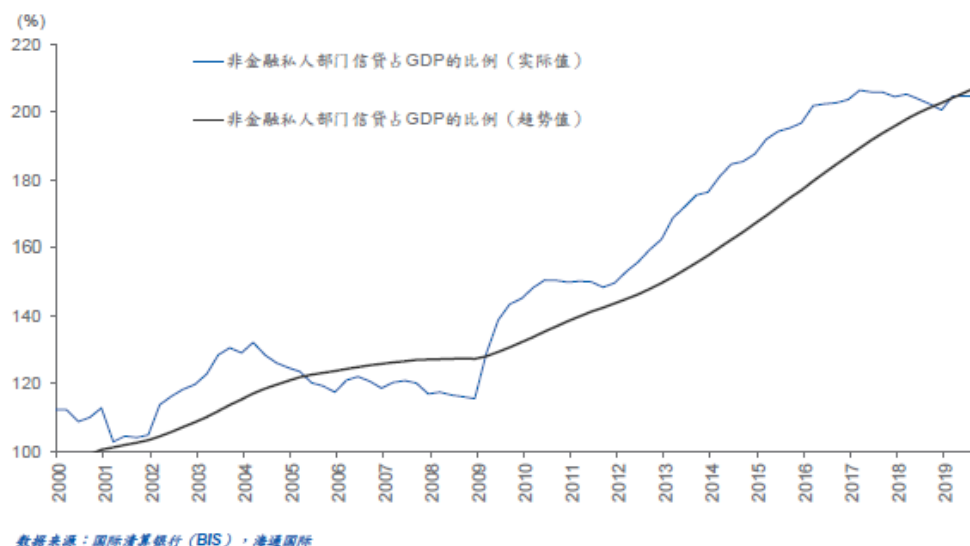
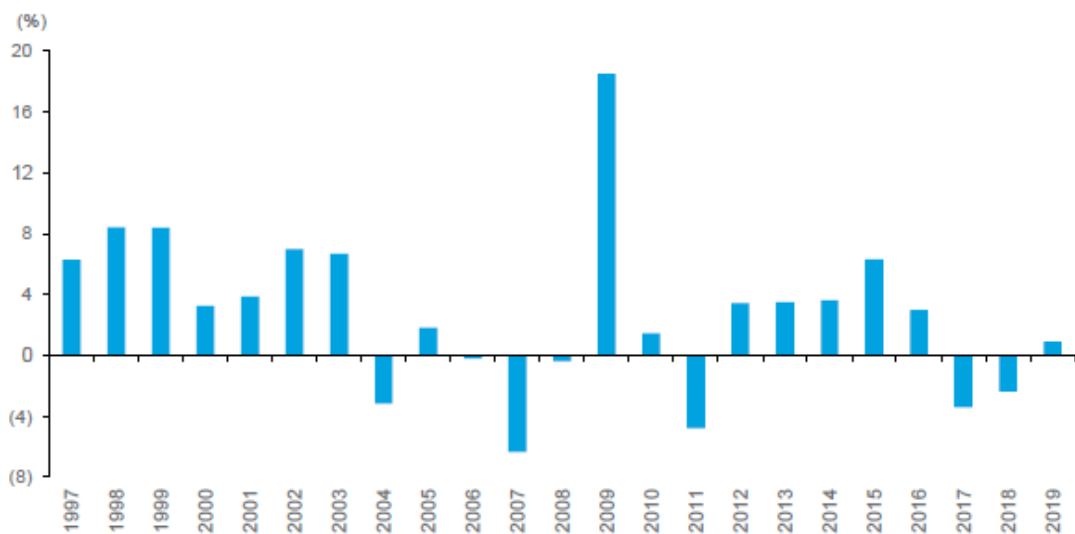


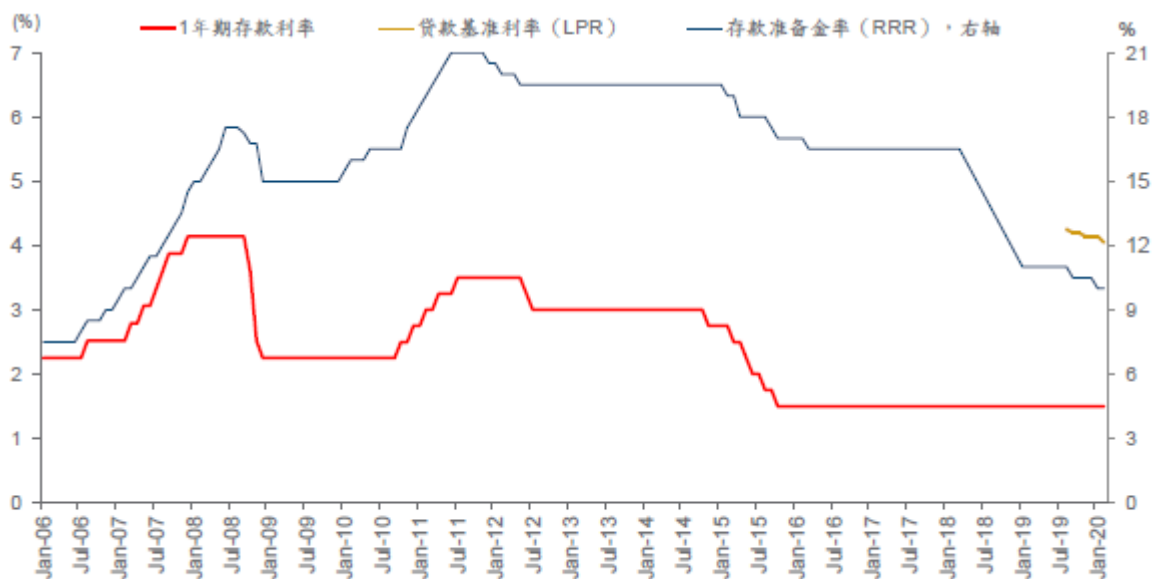
图 10 中国信贷与 GDP 的比率

从图 10 可以看出，过去几年中国的降杠杆、防风险非常有前瞻性。中国从 2016 年 11 月开始，从这一轮的去杠杆举措来看，具体的指标就是信贷与 GDP 的比率两条线之间的差异，也就是信贷与 GDP 的比率缺口正在收拢。从全球的过往研究发现，如果这个比率的长期趋势值高于 9%，这个国家发生金融风险的概率就会非常大。前些年中国这一指标值一直超过 9%，后来政府以及很多经济学界的智囊都在讲，这样下去中国就会面临灰犀牛风险。所以，中国从 2016 年底开始降杠杆、去风险，从 2019 年开始这个数值大幅度下降。



数据来源：CEIC，海通国际

图 11 超额流动性指标（M2 增长率减去名义 GDP 增长率）

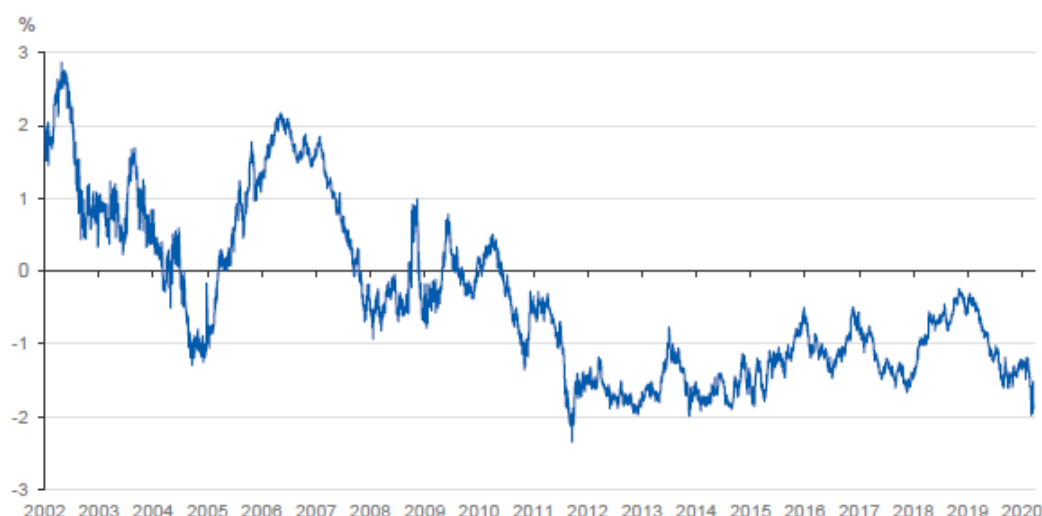


数据来源：CEIC，海通国际

图 12 中国 1 年期存款利率、贷款基准利率及存款准备金率

从货币政策来讲，我们看超额流动性的指标，也就是 M2 的增长率，接近名义 GDP 的增长率。中国货币政策相对谨慎，从而为未来的宽松留有空间。再看图 12 中的一年期的存款利率以及 LPR 贷款基

准利率，可以看出，在疫情发生前后，利率已经开始微调。中国的存款准备金还相当高，那么将来继续下调的空间也非常大。如果下调一个点，就可以释放出好几千亿，可以较好地对抗风险。总的来说，到目前为止，中国的货币政策并没有大放水，在需要的时候还有很大空间，不像欧美利率都已降为零。



数据来源：彭博，海通国际

图 13 10 年期国债收益率利差：美国-中国

再来看美国与中国 10 年期国债收益率，因为全世界基本上都是负利率，比如欧洲和日本等。美国也开始进入负利率了，美国国债前三个月的收益率 0.001，几乎是 0，美国 10 年期国债收益率 2020 年也只有 0.7 或者 0.8。反观中国的国债收益率还是相当高的，我们的 10 年期国债收益率比美国高大概 150 个基点。

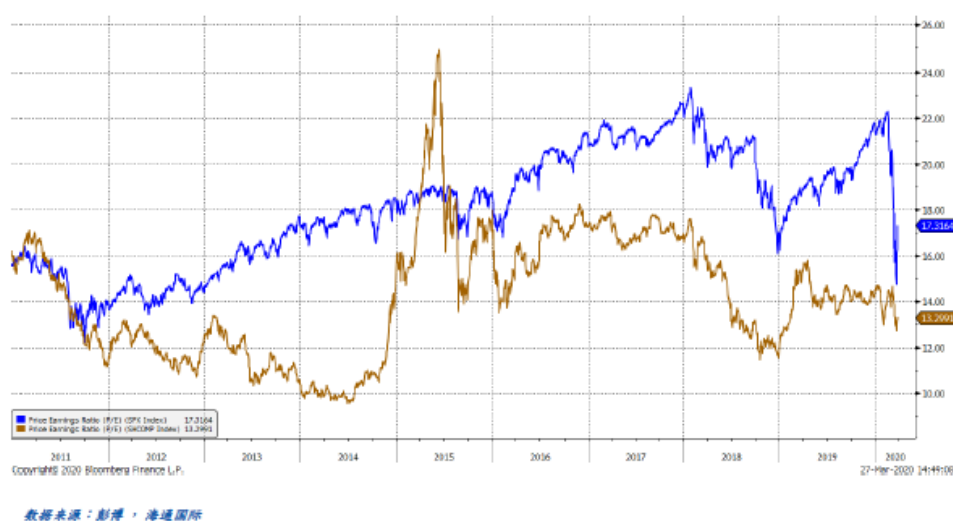


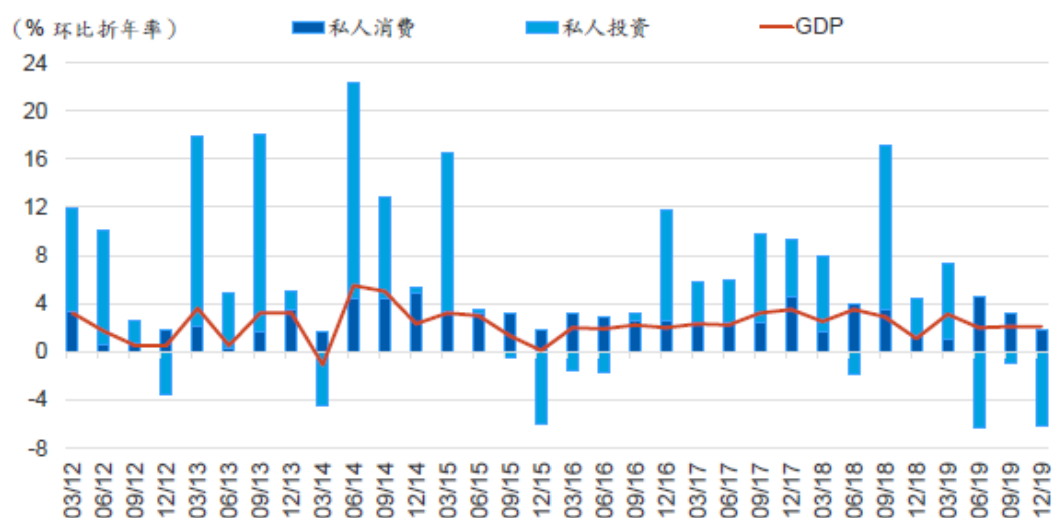
图 14 上证综合指数与标准普尔 500 指数市盈率

再看股票市场的估值（图 14），美股大跌，这两天又反弹。数据反弹到 3 月 27 号晚上还有 17 倍市盈率，而中国到现在上证 A 股的市盈率都只有 13 倍。整体来讲中国 A 股估值较低，美国股市泡沫化相对比较严重。中国股市估值不能说便宜，但是至少价格不是很高。总的来说，中国的股票市场和债券市场抗风险的能力较强，吸引投资力相对较好。另外，不论在中国还是美国，股票市场都属于风险资产。即使国家基本经济面好，货币很强，在全球经济衰退中，经济金融市场动荡的情况下，想让股票市场成为避险资产也不是很现实。

三、此轮危机将对美国经济造成重大冲击

人民币或者人民币资产的未来表现其实是相对的。假设认为人民币或者人民币资产是避险资产，也就是资金会从别的资产转过来。欧洲以及日本市场的经济也不太好，又是负利率，从货币上日元是一个避险货币，但日本的资产本身不是避险资产。同样，投资于美元资产

的资金是否会流到人民币资产？



数据来源：美国经济研究局、海通国际

图 15 美国 GDP、私人消费与私人投资增长率

我们来看美国的 GDP 数据（图 15），可以看出，在疫情之前美国经济也没有表现很好，虽然其 GDP 有 2.1%，但是美国的投资连续三个季度是负增长，消费虽然在增长，但是连续三个季度的增长幅度在下降。美国经济基本上完全靠消费和投资拉动，因为企业家对美国经济前景不看好，所以投资连续三个季度都在下滑。

美国的消费之所以强，除了前几年减税，还有一个很重要的原因是 2009 年以后的量化宽松，把美国的资产价格推高，形成了很强的财富效应，进而导致消费增加，进一步导致就业增加，随后收入增加，形成一个循环。同时，美国的股票因为经济好，股价不断上涨，也形成了很强的循环效应。

新冠疫情的突然到来，把以前的良性循环打破变成恶性循环，要

修复这个循环也并不容易。美国经济经过过去 11 年的扩张期，到后期也有点强弩之末。我认为这次疫情之后，美国经济会有比较严重的衰退。为了应对经济的急剧收缩，美国政府宣布了 2 万多亿美元的财政刺激政策。

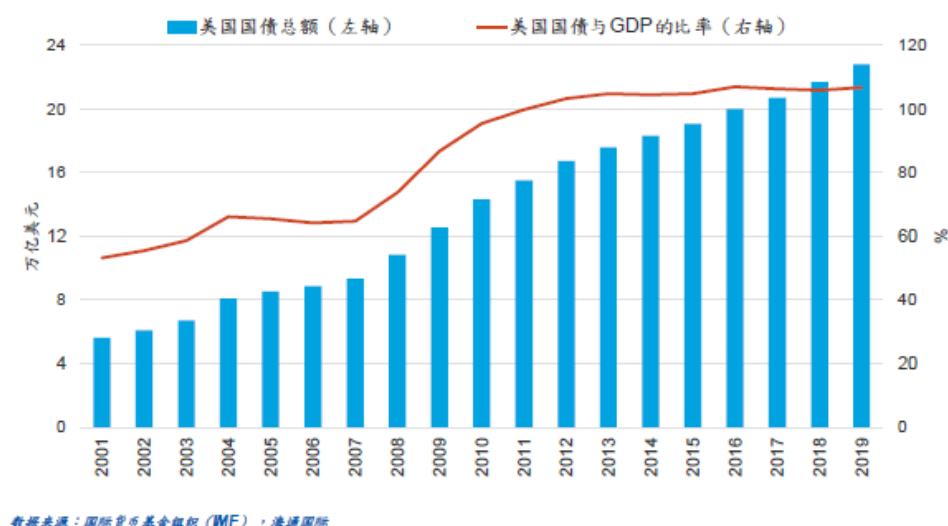


图 16 美国政府债务

在 2019 年年底，美国国债总额已经接近 23 万亿（图 16），占 GDP 的比例将近 107%。这个比例并不低，国际上认为国债占比 GDP 的 80% 是一个警戒线。美国在 2001 年的时候这个比值只有 50% 左右，现在这个比值翻了一番。美国在 2019 年的财政赤字是 1 万亿美元现在增加 2 万亿美元，总共 3 万亿美元，并且新增的 2 万亿美元只是纾困而不是刺激经济。如果疫情接下来很快能控制住，这 2 万亿可能足够，但一旦疫情拖的时间比较久，是否需要更多的资金来纾困，还不确定。并且，疫情好转之后还是是否需要刺激经济？

此外，美国 2019 年的 1 万亿美元赤字，现在又增加 2 万亿美元

支出，现在经济形势不好，2020 年的税收收入肯定会下降，那么我认为美国 2020 年的财政赤字可能在 4 万亿美元以上。那么在 2020 年年底，美国的国债和 GDP 的比例就很可能高达 130% 左右。关键是 2021 年美国的经济会非常好吗？到 2021 年年底美国的国债占 GDP 是否会更高？资本市场也会考虑到美国的财政债务是不可持续的。另外，前面讲到，美国的经常账户存在双赤字、双逆差，这个问题已经困扰美国很多年，现在愈演愈烈。

除了经济问题之外，其实美国还有很多其他诸如社会问题、财富差距的问题。图 17 是世界不平等数据库，里面的数据显示美国最贫穷的 50% 的人口的净财富状况。

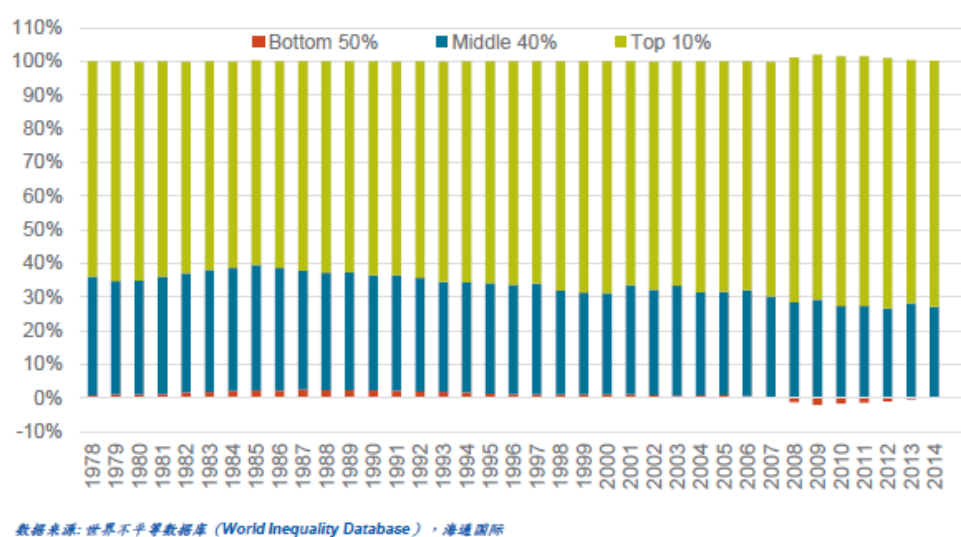
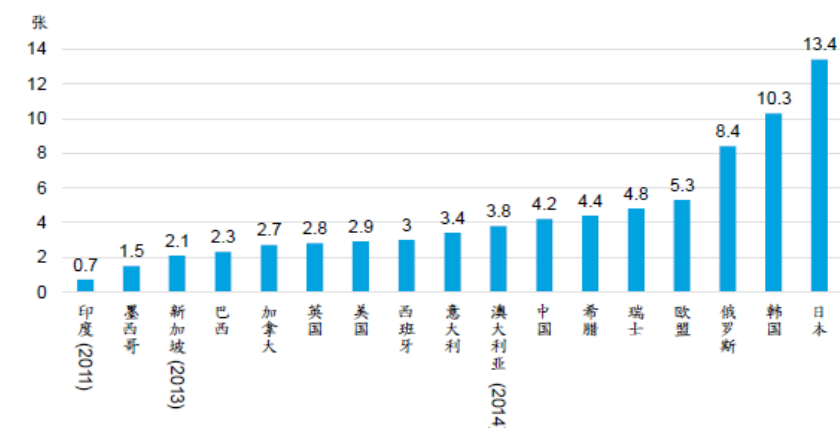


图 17 美国各阶层净财富分布

可以看出，美国 50% 的人口的净财富是负的，也就是美国的一半家庭的净资产是负资产。如果收入突然停止 2 个月，这些家庭的日子会非常难过，形成很多社会不稳定因素，所以美国着急推出 2 万亿美

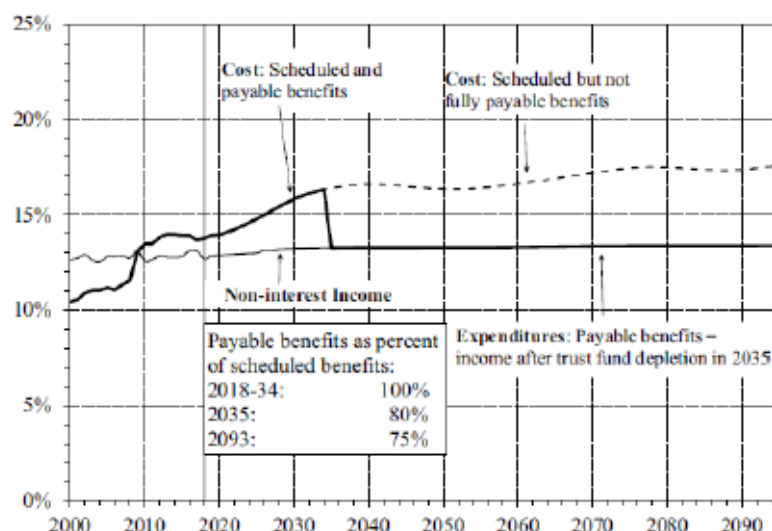
元的财政刺激政策。我认为美国社会极端的贫富差距降低了美国社会抵御经济冲击的能力。



数据来源：世界卫生组织 (WHO)，海通国际

图 18 每千人病床数的国际比较 (2012 年)

再看出美国的医疗情况 (图 18)。纽约的疫情基本上接近失控，我们在 3 月 3 日写的一篇文章中认为，美国的医疗资源并没有想象的那么好，美国的疫情防控也不见得乐观。美国的每千人病床数只有 2.9 张，中国在 2012 年是 4.2 张，到 2020 年中国的每千人病床数是 6 张，美国也就 3 张左右。欧美都存在类似现象，这些国家的医疗体系质量不错，但是数量有限。因为他们大部分的假设是没有这种大流行病，他们的医疗主要还是属于高端服务。如果有钱、有医疗保险，那么看病可以得到很好的服务，但是欧美的整个医疗体系布局并不广泛。一旦碰到这种百年一遇的疫情，不管是美国还是很多其他发达国家，除了像日本和韩国这些还不错的以外，大部分其实医疗资源并不够用。



数据来源: 美国社会保障局 (US Social Security Administration) , 海通国际

图 19 美国社保基金 (OASDI) 收入支出预测

美国政府除了以上问题之外, 还有一个巨大的隐性债务——社保。美国的社保基金从 2020 年就开始入不敷出 (图 19), 要动用社保基金的存底。根据美国社保基金 2019 年出的报告, 按照目前的推算, 到 2035 年, 也就是 15 年后, 社保基金就会彻底用光。那么 2035 年以后, 如果政府不介入, 完全靠当年的收入来支出, 可能每个退休员工要减少 20% 的退休金, 这其实是一个社会问题, 如果最终这个包袱还是要美国政府来承担, 这笔钱有多大? 社保基金报告里也做了一个测算, 在现有的 23 万亿美元国债的基础上, 还有 14 万亿美元缺口。

总的来说, 美国无论经济社会还是医疗资源等各方面都有限, 并且美国的医疗保险其实没有覆盖所有人, 美国大概有 2700 多万人没有任何形式的保险。这些人里面还包括一些非法移民, 疫情来临, 这些人看不起病, 很容易出社会稳定问题。如果他们不去看病和治疗, 就很难防止疫情扩散。所以, 我想讲的是美国经济表面上看起来很强

大，但实际上分析其背后的数据也确实有一点外强中干的感觉，很多投资者已经对此有警觉。

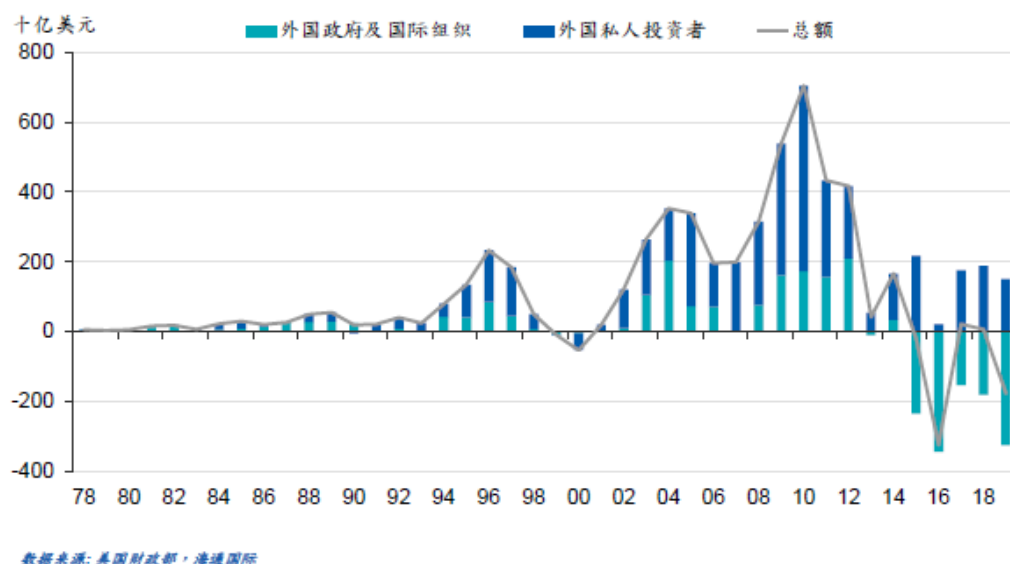


图 20 海外投资者对美国长期国债的净买入卖出

从图 20 可以看出，国际投资者（主要是外国政府和国际组织）对美国国债已开始“用脚投票”，已经连续 5 年流出，而且流出量还不小，我认为这是值得大家关注的一个现象。

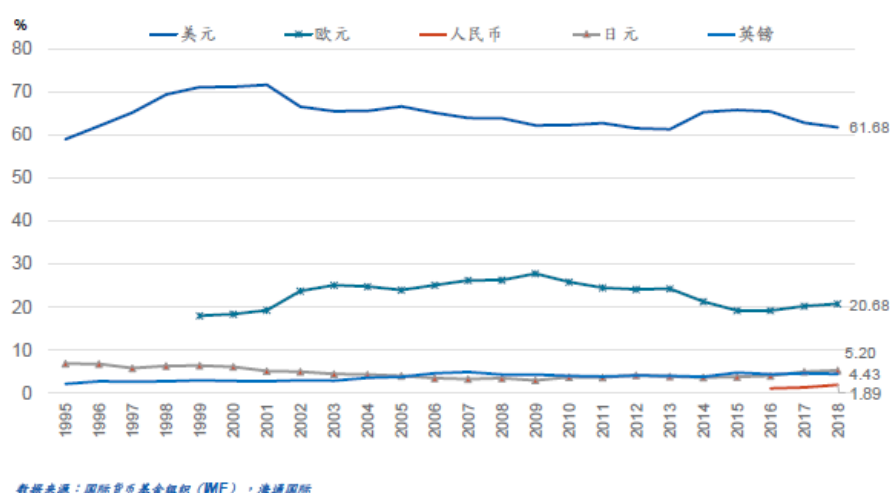


图 21 全球主要国际储备货币的份额

从图 21 可以看出来，经历这一轮危机之后，美国的财政状况、

经常账户状况、整个社会的稳定性，都会受到很大冲击，美元未来的国际地位可能会受到影响。当然现在美元在国际储备中还非常高，占比 61%。但是我认为，美国经济经过这一轮冲击之后，大家的信心会有所变化。我预计全球各个国家央行在储备货币的摆布上，有可能会减少对美元的安排，这样实际上给人民币会提供一个很大的机遇。

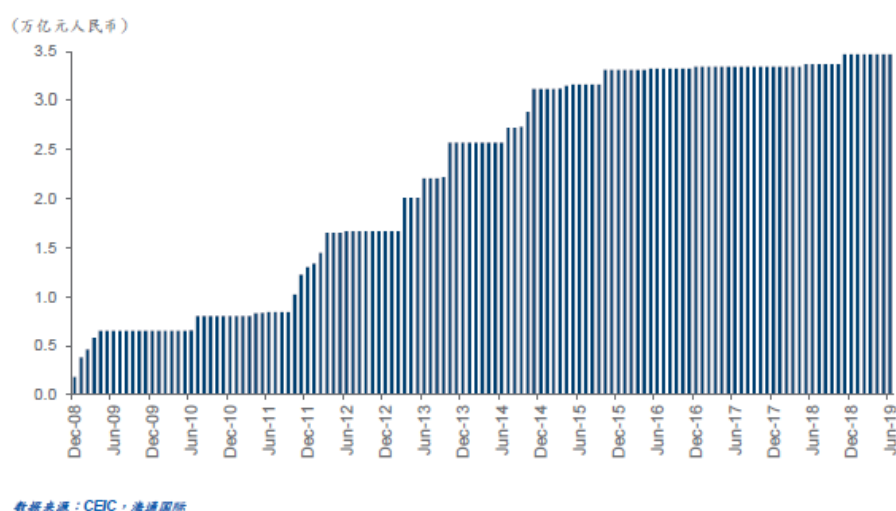
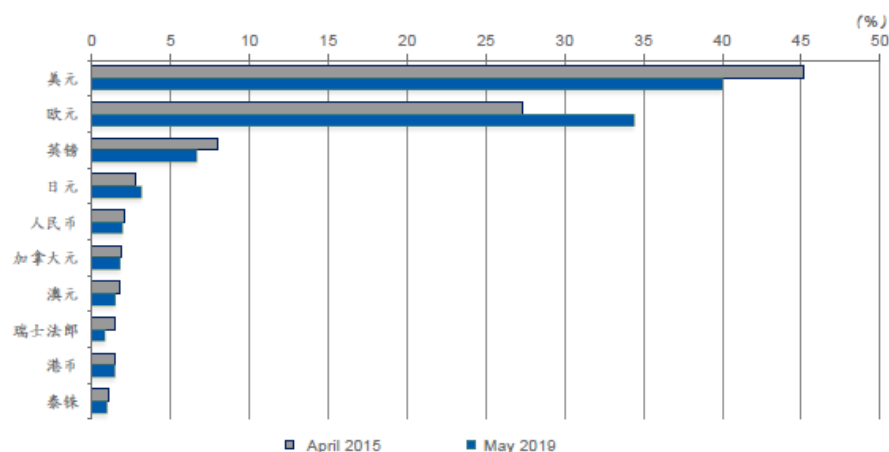


图 22 央行间人民币货币互换协议规模

事实上，人民币国际化也是在上一轮金融海啸之后开始出现明显的提升。图 22 是中国央行的货币互换规模，到 2020 年已经有 3.5 万亿人民币国际货币互换。人民币作为一个国际货币，已经可以在危机时候帮助很多国家的央行提供人民币流动性。这次疫情爆发，目前还没有国家使用人民币贷款协议的互换额度，如果危机接下来还没有结束，有可能很多央行会发现中国人民银行和他们签的货币互换协议的意义。所以这对人民币国际化提供了一个重要的机遇，但是也要实事求是地客观看待，当前人民币的国际地位跟美元是没办法比的。

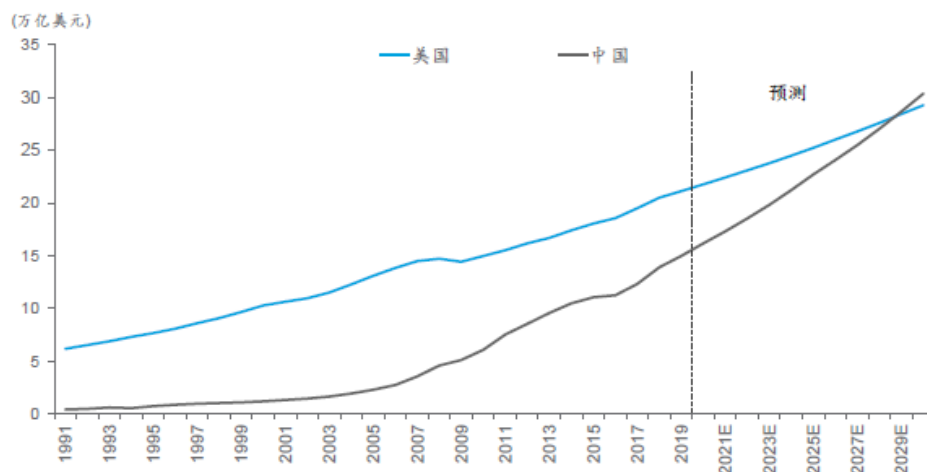


数据来源：SWIFT，渣打国际

图 23 全球主要国际清算货币的市场份额

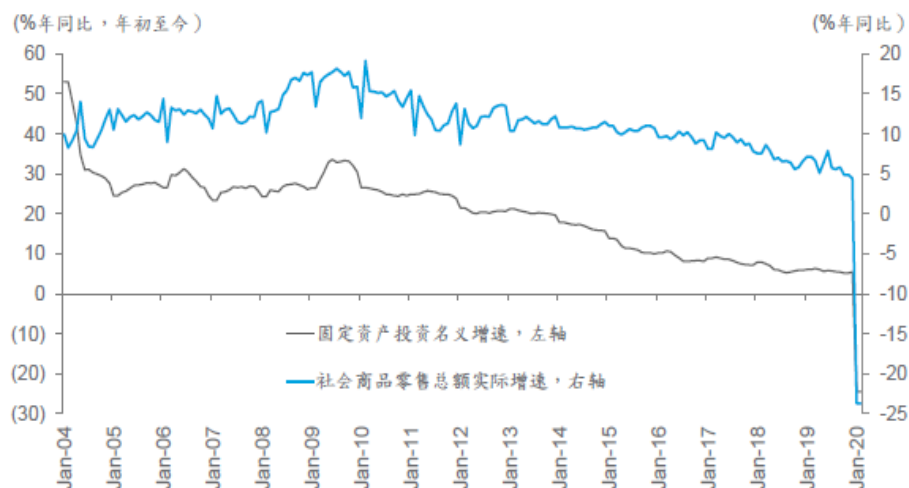
从图 21 可以看出，人民币作为国际储备货币只占不到 2%，目前只有 1.89% 的份额，跟美元的百分之六十几是没法比的。图 23 是国际清算货币的市场份额，中国的数值不到 2%，跟美国的 40% 的比例没法比，但是金融体系的变化往往会伴随着大的情况跳跃式的发展。目前我们处于一个以美元为主的均衡点，需要外部冲击使这个系统从一个均衡点转向另外一个均衡点，而均衡点转化可能是跳跃式的。

具体发生的程序，目前没办法衡量，但还是存在可能性。长期来说，人民币的国际化取决于中国经济未来能不能继续保持平稳增长。如果中国经济保持平稳发展，保持 5% 左右，基本上可以慢慢追上美国，那么人民币国际化也是大势所趋（如图 24）。但是，中国经济能否平稳发展并不确定，那么人民币国际化也不是确定无疑的，进而人民币作为避险资产或者人民币资产作为避险资产也存在很多变数。



数据来源：CEIC，海通国际

图 24 中国与美国的 nominal 国民生产总值（GDP）



数据来源：CEIC，海通国际

图 25 投资与消费增长率

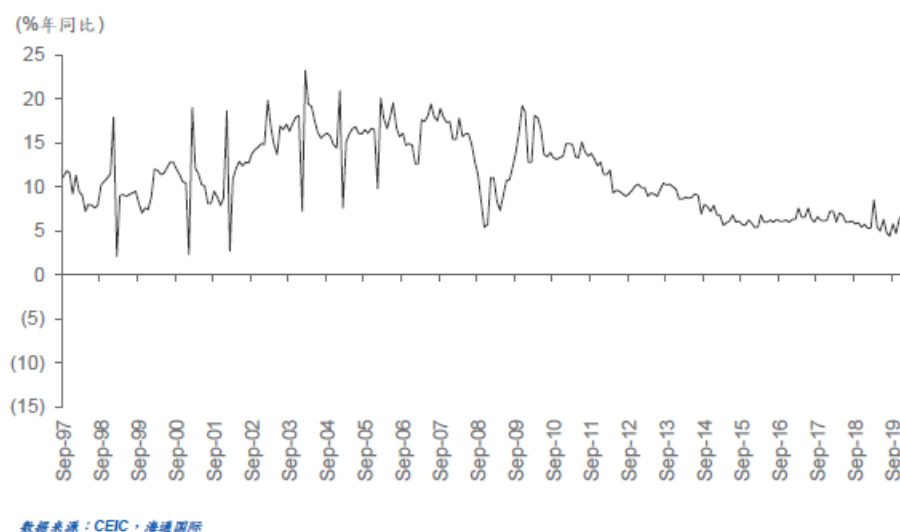


图 26 中国工业增加值

此次疫情对中国经济的冲击是史无前例的。无论是服务业还是制造业都在大幅度下滑。从图 25 可以看到，消费和投资的增长率都是负的百分之二十几，前所未有。同时，我们的工业增加值是百分之十几的负增长（图 26），说明疫情不只是打击需求端，因为停产、停工还有交通阻断也抑制供给端。

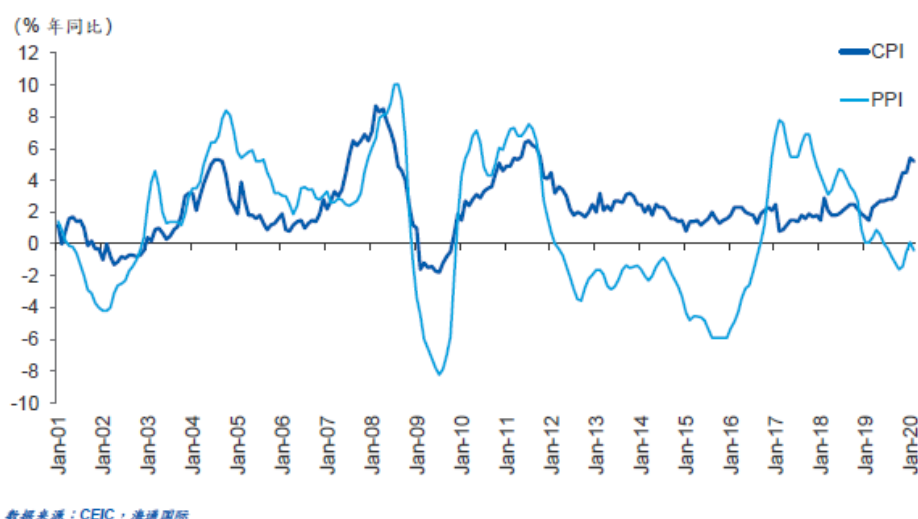


图 27 中国消费物价指数（CPI）与工业生产者出厂价格指数 PPI

从图 27 可以看出，在疫情之前，中国的 CPI 就很高，年初的百

分之五点几是过去 8 年的新高，现在疫情到来，供给端受到抑制或者说原材料出现供应短缺。如果政策刺激太大，需求回来太快，供应端跟不上，中国就会出现更大的通胀压力，就很容易陷入滞胀。所以，我认为货币政策在出台的时候应该要有针对性，不要全面的大幅度放水，而是要定向扶持。

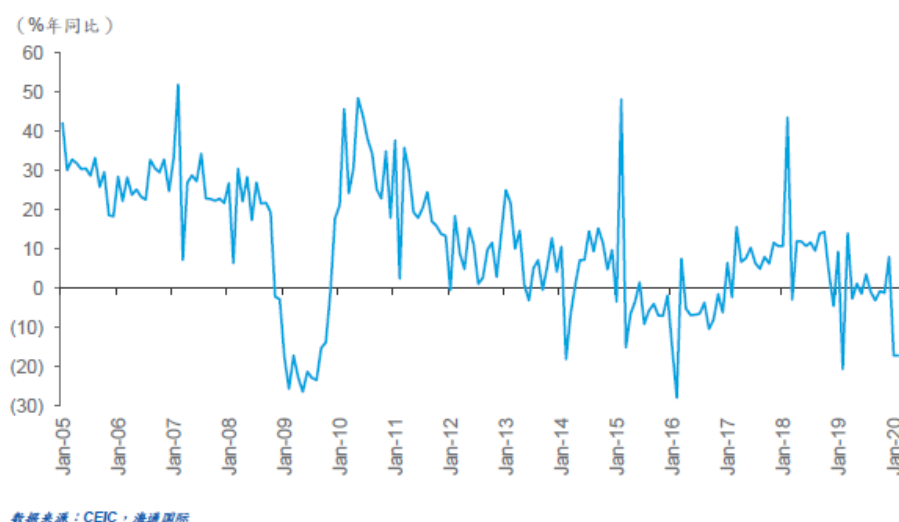
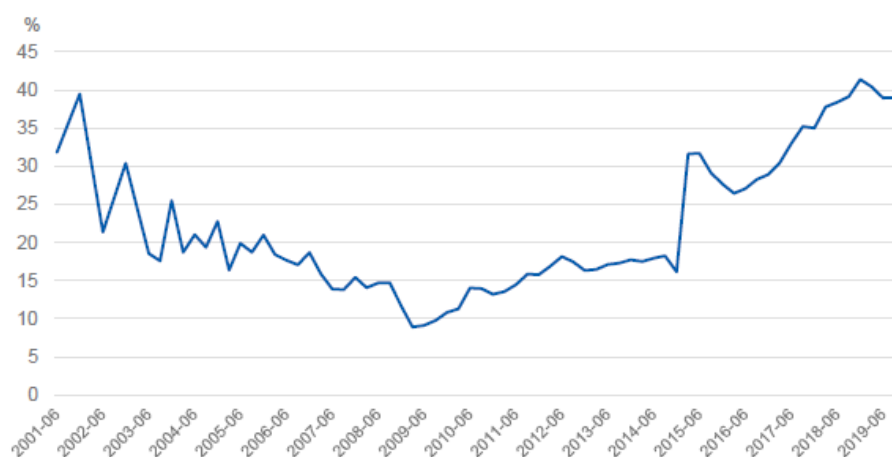


图 28 中国出口（金额）

从图 28 可以看出，中国出口的波动性很强，1 月份和 2 月份的出口肯定不乐观。目前来看，全世界有 150 多个国家都出现了疫情，很多国家的疫情还处于迅速发展的阶段，有些还刚开始。所以可能接下来相当长的一段时间，国外需求都会受到影响。同时，进口也不乐观，不在控制之内，所以 2020 年的经常账户值得关注。另外，服务贸易也可能减少，因为外出减少、旅游减少以及各种服务型支出项目减少。

整体来看，2020 年国际收支也存在风险。从图 29 可以看到，中

国短期外债与外汇储备的比率现在有 40%左右。前面提到中国的外汇储备是世界第一，有助于防控金融风险，但是如果看外债的话，可能需要去应对短期外债，这样看中国的外汇储备其实也没有看起来那么强。



数据来源：CEIC，海通国际

图 29 中国短期外债与外汇储备的比率

再继续看中资美元债余额，过去 5 年增加了大概 5800 多亿美元。截至目前，中资美元债的余额已经有 8000 多亿美元。所以，虽然我们各方面基本上都很好，但如果全球的资本由于美元流动性紧张，或者由于其他的原因比如信心变化等，导致资本外流的速度加大，可能对中国的国际收支平衡很不利。换言之，即使中国没有疫情，还是存在很多金融风险，这就是为什么这些年中央政府一直在强调降杠杆和防风险。

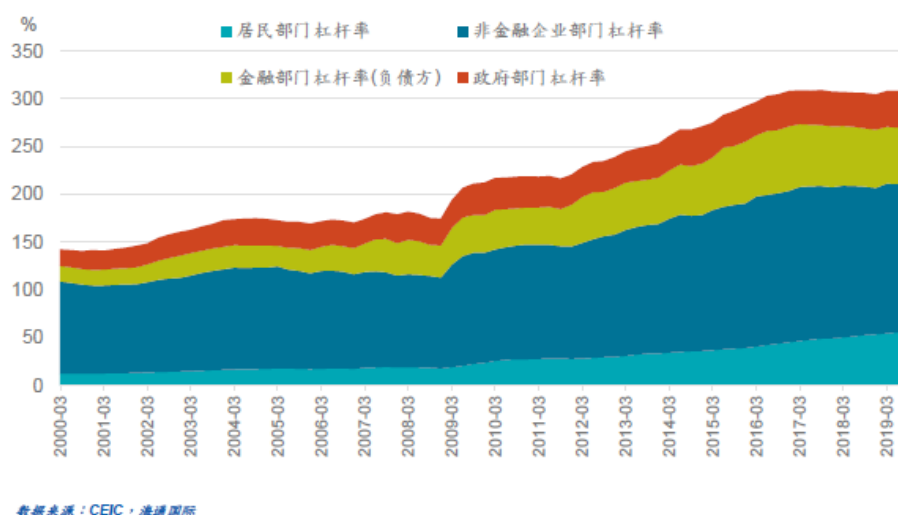


图 30 中国各部门债务与 GDP 的比率

从图 30 中可以看出，中国各部门债务占 GDP 的比率并不低，其中家庭部门和企业部门的债务杠杆率上升比较快。另外，非金融企业部门杠杆率也相当高。所以，虽然目前各方面指标的表现比其他主要经济体稳健和健康，但中国还是存在很多自身问题。

人民币能够成为避险资产之一，还是需要考虑更多的因素。如果未来政策应对得当，中国老百姓、企业以及社会各方面都很稳定，那么人民币的地位在今后十年会越来越强，国家发展也会越来越好，人民币资产也就真的能成为避险资产。当然，一旦政策应对不当，出于各种原因，经济不能平稳发展，甚至引发一些风险，中国的这些有利因素也可能会丧失掉，乃至前功尽弃。

最后，除了中国的自身因素之外，我们还需要关注全球危机下一步的演变。如果出现一些非线性的变化，也有可能对中国造成一些潜在的不良影响。具体而言，比如现在面临的公共卫生危机，有可能演变成人道主义危机，另外可能从人道主义危机演变为社会危机。不

仅如此，还存在从资产价格波动到金融系统出现危机的风险，以及从经济衰退到“滞胀”的风险，从经济衰退到“大萧条”的风险，从经济衰退到各国国内政治危机和社会危机的风险等。从国内政治危机到国际关系危机的风险，这些都需要密切关注，积极应对，更主动去解决问题，而不是等问题出现以后再去应对。

在这一轮疫情中，全世界都更加明白什么是人类命运共同体。面对疫情，要全力以赴，加强合作。在这个过程中，中国把防控疫情的成功经验或者教训传递到其他国家，这样能够帮助其他国家尽快控制疫情，同时在中国能力范围之内，也尽量从物资和人员，去援助这些受到疫情冲击的经济体。希望能够通过疫情防控，加强各国之间的友好与合作，而不是相反，从各国的国内危机变成国际关系危机。

四、问答环节

Q1: 您提到人民币资产作为避险资产的前提是中国经济的稳定增长和人民币的国际化，以及全球外部环境的演化，这既有不可控因素，也取决于我们的政策应对，目前均存在不确定性，是否意味着当前对外资流入人民币资产的前景仍然是谨慎乐观？

A1: 我不认为过去两周外资在流入人民币资产，可能是相反吧。人民币资产之所以表现相对稳定，主要还是国内资金在支持，所以我觉得还是要客观看待人民币资产作为避险资产的功能。

Q2: 避免非线性演变主要取决于哪些因素？

A2: 很多非线性演变的主动权并不在我们手中，尤其是海外疫情

发展可能导致的一系列突变事件。我们所能做的一是提醒当事人或当事国政府相关风险，并尽可能帮助他们避免这些风险；另一方面就把自己的阵脚守稳，以便问题发生时我们可以有足够的资源和空间应对。

Q3: 您认为中国金融从业人员或理论研究人员如何更好推动人民币国际化？疫情如果能削弱或终结美国国际储备货币发行国地位，是否是世界金融秩序的改进？

A3: 我觉得中国金融从业人员和理论研究人员最好多研究一下如何形成一个多支柱的全球货币体系，当前千万不能让美元出问题。尽量不要有意削弱美元的地位，而是要尽可能维护美元的地位，否则很可能是灾难。

Q4: 我的看法是，美元今天的地位是受美国的经济、科技、教育、金融军事等方面的综合力量而自然形成的。只有这些支持的因素慢慢的退化以后，或者相对弱化以后，美元的地位才会慢慢削弱。

A4: 作为世界第一大经济体，美国拥有世界上最强大的科技与军事实力，在金融、教育、法律、文化、医疗、媒体、娱乐、体育等诸多领域拥有当之无愧的国际领先地位。因此，我们阐述的美国经济长期基本面脆弱的判断当然会令人费解。

我们并不否认美国在上述领域的实力和国际领先地位。美国的问题不是没有能力和实力创造收入，而是过度消费，是远远超出其收入能力的消费。例如，金融海啸以来，美国联邦政府的财政收入从 2007 年的 2.6 万亿美元增加到 3.5 万亿美元，增幅达 34%；与此同时，联

邦政府支出则从 2.8 万亿美元上升到 4.5 万亿美元，增幅达 62%；这导致财政赤字从 1900 亿美元剧增到 1 万亿美元，增幅达 440%。

按照凯恩斯主义经济理论，经济衰退时应采取扩张性的财政政策，增加赤字，促进经济增长；经济复苏后应采取紧缩性的财政政策，减少赤字，实现财政平衡甚至盈余，最终抵消之前的赤字。但从实际情况看，过去 39 年里，尽管美国经济在其中的 34 年里保持增长，但实现财政盈余的年份只有四年（1998-2001 年）。

这主要是因为美国政客更多从自身政治利益出发，倾向于短期内用减税、增加福利支出等手段来赢得选票，并不真心关注美国经济与财政的长期可持续性。长此以往，美国财政入不敷出的问题就变得积重难返。就国际收支而言，美国政府和民众的过度消费自然会反映在对外部产品和服务的过度需求上，导致美国长期存在巨额经常账户逆差。正常情况下，巨额逆差不可能长期持续。但由于美元是全球货币体系的支柱货币，令美国可以享受全球铸币税，通过发行货币获得对他国商品与服务的购买力，一定程度上纵容了本国的过度消费。

如果不是因为美国及美元在全球金融与货币体系中的特殊地位，美国经济体系中的巨额的“双赤字”与隐性的财政负担，是很难维系的。换成世界上其他任何一个经济体，如果其“双赤字”达到这种程度，估计早已陷入金融或货币危机了。然而，迄今为止，全球尚无任何一个经济体和货币可以取代美国和美元的地位，国际投资者和金融机构别无选择，只能接受现存体系，为美国继续维持甚至扩大其“双

赤字”提供了条件。

Q5: 今后中国是否应当继续大幅增加购买美国的国债，美国是否有能力偿还？

A5: 国债总可以偿还，因为美联储可以无限制购买。但这会把压力从国债转移到货币上去，形成对当前全球货币体系的冲击。疫情的扩散加速了全球经济体的衰退速度，而各国央行和政府在过去 10 年中已经过度透支了其政策工具，以至于今天处于黔驴技穷的状态。如果他们知其不可为而为之，很可能会引发新一轮的主权债务危机，甚至有可能导致全球货币体系的危机。

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“全球市场与中国连线”第三百二十期（2020年3月27日）内容整理而成，特邀嘉宾为海通国际首席经济学家孙明春博士。

孙明春博士现任海通国际首席经济学家，兼任香港中国金融协会副主席、中国金融40人论坛成员、中国首席经济学家论坛名誉理事，同时担任复旦大学、上海交通大学、清华大学、香港中文大学特聘教授。孙博士在中央银行、商业银行、投资银行及资产管理机构都有丰富的工作经历，在学术研究、政策制定、市场分析等方面有扎实的功底和独到的见地，在宏观经济、企业战略、投资研究、金融科技、及网络平台等领域著述颇丰，并发挥其领导力和影响力，带领研究团队于2010年在《机构投资者》中国研究团队的年度评选中夺得第一。孙明春博士拥有斯坦福大学管理科学与工程系博士及复旦大学世界经济系学士学位。历任中国国家外汇管理局经济学家，美国第一资本金融公司高级市场分析师，雷曼兄弟公司亚洲高级经济学家，野村证券董事总经理、中国首席经济学家，大和资本市场董事总经理、亚洲首席经济学家、中国股票研究部主管，上海博道投资首席经济学家，及博海资本投资总监兼首席经济学家等职务。

【免责声明】

“全球市场与中国连线”为中国与全球市场间内部专业高端金融交流平台。本期报告由巴曙松教授和熊婉芳博士共同整理，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“全球市场与中国连线”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

