

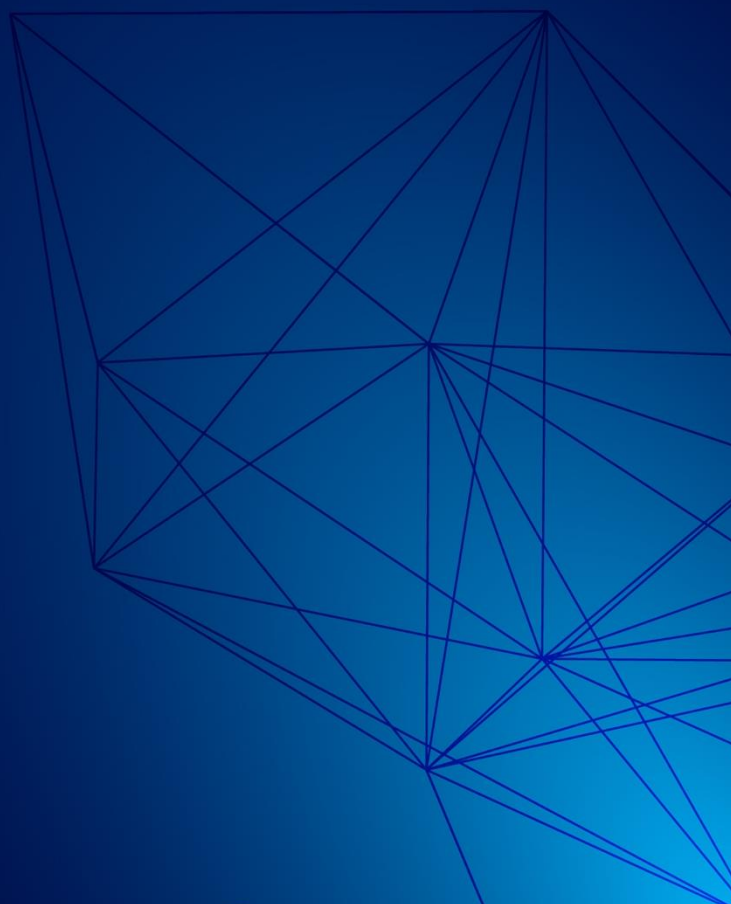


# 北大汇丰

PHBS FINANCIAL FRONTIER DIALOGUE

## 金融前沿对话

2020年第14期 总第61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：唐小丽（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，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。

# 全球大流行病下的中国经济

## 【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】

陆挺（野村证券中国首席经济学家）

## 一、全球的经济形势

**目前全球疫情的大致形势：**目前全球确诊约 200 万人，最早的一波确诊爆发在中国，现在已经基本控制。现在的重心主要在欧美，尤其是在美国。以新增的确诊人数来看，美国曲线高峰期已过，已经进入曲线右侧；欧洲主要国家也有类似情况。以每日死亡人数来看，欧洲也许已经进入平台期，但还没有看到明显的拐点；美国较为明显，但也没有到达拐点。现在真正令人担心的是一些新兴市场国家，部分可能因为信息和数据方面的不太充分和不太透明，我们很难知道真相。但可以肯定的是，这些国家问题正趋于严重，还处于曲线左侧的上升期。

**接下来几个月疫情会如何发展？**我本人不是流行病专家，也不是病毒专家，但是有几点我相信大家现在有共识：第一，无症状传播是

这次疫情非常重要的特征，也给我们防疫工作带来非常大的挑战。中国现在对这个问题非常谨慎，政府每天都公布新的无症状感染者人数。第二，病毒是能够变异的，这是和 1918 年大流感的相似之处。第三，药物研制现在看来并没有特别大的突破。第四，因为病毒本身会变异，所以研制疫苗的难度较大，而且疫苗的研制期往往较长，一般至少需要 18 个月。第五，新兴市场国家的公共卫生体系一般比较落后，病毒有可能在这些新兴市场国家流行更长时间，也为全球抗疫带来更大挑战。总之，现在不可掉以轻心。

### 全球经济形势究竟会怎样？

第一，从短期影响来看，这次的危机目前可以 100% 确认是过去 100 多年来最大的一次经济危机，甚至已经超过了 1930 年代的大萧条。大萧条时期最艰难的是 1932 年，当时全年美国经济增速大概是负 12%，但是全球其他国家并没有这么糟糕。当时美国花了一年的时间才降到负 12%，而这次疫情在全球蔓延之后，发达国家两到三个星期左右就出现了经济暴跌，比如美国在过去三个星期申报失业人数就已接近 1500 万，相当于美国就业人口的 1/10。这意味着在两三个星期之间，美国经济基本上就下行了 10%。而在相关行业，尤其是餐饮、旅游、酒店和相关制造业方面来看，冲击可能是 70%-80%，甚至接近 100%。从对全球的就业影响来看，根据我们的测算，平均可能有 40% 的就业人口受到影响。

对各国 GDP 的影响方面，全球各大投行和国际机构正在不停下调他们的预测，我们估计全球经济 2020 年增长负 3.6%（2019 年正增长 5%），美国经济增长负 9%，欧洲增长接近负 8%，中国正增长 1%左右。如果接下来疫情无法得到完全控制，中国实现正增长 1%的难度也很高。此外，新兴市场国家也面临冲击，我们预计 2020 年印度也是负增长，也就是说我们 2020 年可能出现自 2009 年以来首次几乎所有国家都负增长的情况。IMF 预测全球经济 2020 年负增长 3%，预测中国经济增长 1.2%，也跟我们的判断比较接近。从季度频率来看，IMF 预测中国一季度增长负 5%（实际负 6.8%），这在新中国成立以来确实比较少见，至少自上世纪 70 年代末改革开放以来从未有过。二季度我们测算欧洲和美国的生长在负 13%到负 15%之间，环比折年来看的下降幅度可能达到 25%到 40%。

**第二，三四季度会怎么样？2021 年会怎么样？**实事求是地说，对所有做预测的人来讲，要预测 2020 年下半年和 2021 年的经济情况，目前都面临着非常大的不确定性，这也是为何包括 IMF 在内，各大机构都在做情景分析。根据我的观察，大家基本上都是以 1918 年大流感为背景：1918 年大流感是从当年的春季、夏季开始爆发，中间平息了一段时间，但到了 1918 年底出现二次爆发，且情况更加糟糕，1919 年初再次下行后，进入春季又再度复发。所以现在大家做的情景分析基本都围绕着疫情是否将复发、复发时究竟会有多严重来进行判断。最糟糕的情况是出现冬季和 2021 年春季的复发。2020 年下半

年到 2021 年究竟怎么样？更多要看疫情的发展情况，如果我们假定 2020 年疫情不会有二次复发，或者说如果二次复发，仅在 2020 年冬季，并且力度仅相当于普通流感的话，全球各国的经济增长，无论同比还是环比都会有一个明显的好转，甚至可能会出现一定程度 V 型反弹（尤其是环比角度）。

**第三，类似于 1930 年代的大萧条会不会出现？**一方面我们不能过度乐观，一定要充分认识到疫情对全球经济（包括中国经济）的巨大冲击，我们实际上现在仍处于冲击的初级阶段。另一方面，随着越来越多人采用了 1930 年大萧条的情景假设，我认为也没有必要过度悲观。很多人采取了类似季度环比再年化的计算方式，得出目前的经济下行幅度已经超过了 1930 年代。1930 年代的大萧条从 1929 年开始到 1932 年初，美国经济下行共计 30%。如果我们把季度 GDP 年化，确实将超越这个幅度。但另一方面，我们在考虑冲击对经济的影响究竟有多大的时候，不仅要考虑它在短期对经济冲击有多大，更重要的是考虑它对经济冲击的时间有多长，不能忘记时间维度——1930 年代的大萧条之所以是大萧条，除了它对全球经济，尤其是美国和欧洲的经济冲击幅度非常大之外，另一方面是其时间长达 4-5 年，甚至有人认为是 10 年左右。

这一次的疫情会不会导致经济持续负增长达 4-5 年？一方面，从疫情本身来看可能性不大。如果疫情半年冲击一次，病毒的毒性不会

降低，且疫苗和解药无法找到，那么这种情况是有可能的，但发生这种事件的概率比较小。另一方面，疫情后的逆全球化也可能造成未来几年经济持续下行，我们认为有一定可能性。但这不太会是一个快速过程，也不至于导致全球经济的长时间萎缩，毕竟过去几十年全球化所取得的成就摆在那里，市场经济的主导权、全球的公共治理模式都尚在。

如果把这两个原因去除之后，由于疫情在 2020 年前两季度的重大冲击而导致长时间萧条的可能性比较小。最大的原因其实比较简单（与金融危机也有同理之处），大萧条之所以持续时间极长，是由于当时全球金本位制的存在，导致各国央行无法像现在的美联储和欧洲央行一样，大规模提供流动性和信贷。所以在 1929 年大萧条导致银行危机时，美联储基本上选择了袖手旁观，原因是担心大量的货币供应会使得美国无法保证金本位制度，而金本位制度也导致了当时美国的经济萧条传导到了其他国家。可以肯定的是，无数的学者，包括美联储前主席伯南克的研究都证明，当时大萧条非常重要的原因来自货币政策（当时的央行不能像今天的央行这样提供流动性）。我们甚至可以说，如果过去的一个月没有美联储和其他央行大量提供流动性，那么美国经济现在要面临的情况要比大萧条时期还要糟糕。

另外一个原因是和金本位相关，但相对比较独立的银行危机：1930-1932 年美国发生了三次大的银行倒闭危机。到 1933 年罗斯福

上台的时候，美国一半的银行已经倒闭，但现在世界各国央行，尤其主要国家央行不会对银行坐视不管。2008 年雷曼的破产导致全球经济和金融系统出现危机，这次至少短期和中期不会发生这样的情况，所以我们对大萧条可能性的预期不用过度悲观。

**第四，有没有可能发生类似 2008 年的金融危机？**我觉得可能性也比较小。三月初到三月中旬，相信大家有感觉到，可能会发生一次类似于 2008 年的金融危机，当时欧美股市大跌，幅度高达 30%以上，VIX 恐慌指数冲到接近 2008 年的水平，黄金和香港的美元债都出现价格暴跌，再加上当时石油价格暴跌反过来冲击全球金融市场，很多人觉得可能会发生全球性的金融恐慌。但是发生全球性金融问题的可能性不是很大。一是 2008 年全球金融危机的问题来自于金融系统，而这次是来自疫情对实体经济的冲击，两者的原因不同。二是吃一堑长一智，2008 年时美联储让雷曼破产，造成的后果巨大，但这一次美联储明显是下定决心不让任何一个大型机构破产，而且这一次美联储推出流动性措施的速度要比 2008 年快得多，保障了美国本土与全球美元流动性充裕。美联储出手之快，一方面是 2008 年的教训还在，另一方面是 2008-2009 处理危机的那一批人还在，当年他们申请的各式项目从国会拿到的授权也大都还在，所以这次几乎不需要国会的授权，就能够快速向市场提供流动性。除了美联储，另外非常重要的是，2008 年以后，全球、尤其是美国大型金融机构的杠杆率大幅降低，目前仅相当于之前危机时期的 1/3 左右，这有效降低了全球发生金融



危机的风险。但同时需要注意的是，金融机构杠杆率的降低也使得美联储本身需要更多承担提供流动性的功能。

## 二、中国的经济形势

中国面临的挑战一点都不比欧美少。一季度我们估计中国经济GDP的下行幅度大概在9%左右，最近一轮调查中的预测已经到了增长负6%，所以我相信现在增长负6%左右已经是个共识了(实际负6.8%)。那么二季度会怎么样？现在最乐观的预测认为二季度中国经济会回到5-6%的增长，甚至会增加到6%，很多人认为我们短期之内就会有一个明显的反弹。但是也有人相对比较悲观，包括我在内，二季度中国经济还会保持负增长，我的预测是负0.5%。

**负增长究竟来自于哪些因素？**从先行指标和高频率指标来看，交通运输部全国发送旅客总量跟2019年同期相比只有一半，如果看北京、上海、广州地铁的客流量，北京市只有2019年的30%，而上海、广州也只有50%左右。如果看六大电厂的耗煤量跟2019年同期相比还下降10%左右。我不得不说，很多地方政府都用发电量和用电量来作为衡量经济复苏进度的指标，也使得这些指标的价值和可靠性下降。如果我们再来看汽车和房地产销售，汽车销售下降百分之三四十。房地产销售下降百分之二三十。现在已经在4月中旬了，我们至少4月份看不到同比增长。

**现在中国经济面临的问题在哪几个方面？**

**第一，疫情有二次复发的风险。**当然肯定不会像一、二月份时候那么紧张，但是过去两、三个星期中国有些地方又开始封城，尤其在河南和黑龙江绥芬河的局部地区，以及广州的医院，星星点点的疫情问题仍然存在。另外中国和世界各国有着广泛的联系，过去这一段时间95%的新增病例来自于输入型。所以我们的疫情尚未得到完全控制。

**第二，外需冲击。**如果大家需要一些计算和分析的细节，我三个星期前写了一篇文章——我们最简单的分析方法就是采用“中国以外的全球经济每下降1%，对我们出口的影响应该是4%-5%”，这个规律在过去的十几年都是比较有效的。如果我们看到欧美经济在2020年二季度要下降百分之十几，中国的出口不可能有明显复苏，必然会是在非常糟糕的水平。那么大概是什么情况？保守估计中国二季度出口同比下降30%左右。有人可能会说我们看到3月份数据似乎好起来了，千万不能被短期的数据所迷惑，3月份的出口订单可能在1月份和2019年年底的时候已经签了，所以没有受到太多的影响。和2月相比有反弹的原因在于，2月份很多地方还在封城，所以3月份要赶订单，但正因为很多工厂在3月份就赶完了订单，后面也没剩太多活要干了。

**第三，疫情后期与疫情结束之后逆全球化和产业链脱钩问题。**这个问题需要谨慎看待，但是短期内大家也不用担心，现在各国企业在华的生存是最主要目标，不至于在这个时候搬家，我们主要担心是在

疫情后期或者疫情结束之后，出现一定程度的逆全球化。过去 40 年全球化的最大受益者可能就是中国，从上世纪 70 年代开始的这一轮全球化的第一个重要推手是中国的改革开放。第二是前苏联的解体使得世界两大阵营融合。第三个重要推手是西方国家在上世纪 80 年代开始的私有化和去管制化。综合这几个方面，可以说从上世纪 70 年代开始直到 2008 年全球金融危机之前，全球化突飞猛进，但过去 10 年全球化进程实际上已有小幅倒退。另一方面，逆全球化确实也和中国崛起之后中美之间的矛盾加大有一定关系，这方面的影响尚小，但这次疫情可能会加速这个逆势，未来的 5-10 年间，逆全球化可能会是中国面临的第三个风险。

**第四，中国经济本身固有的问题。**过去十几年中国经济虽然在快速增长，但面临了很多的问题：中国的债务在快速上升，外汇储备在 2014 年后快速下降，投资回报率在过去 5 年间明显下跌，国际收支实际上在快速恶化，我们的金融系统实际上也面临着各种各样的问题。所以即使没有 2020 年的疫情，中国经济还是在下行周期。我在 2019 年年底的时候就和一些同行针对这个问题有过很多争论，辩论中国经济能不能“保 6”，以及政策应该怎样应对。2020 年中国经济本来就是在经历下行过程，本来就有各种问题，现在又出现了一个新问题，导致中国经济面临着更大风险。这就是我们对目前中国经济的分析。

### 三、国内政策预测

接下来的政策会怎么样？大家现在肯定非常关心中国经济接下来会往哪里走，其中非常重要的变量就是政府会做什么，应对的措施和能力究竟如何？应该说全世界也在盯着中国，因为在过去十几年间，每次中国有问题或者全球有问题，中国政府在逆周期调节方面做的都是比较好的，尤其在 2008-2009 年时。2009 年全球经济是负增长的，如果去掉中国的话，全球经济负增长的幅度会更大（但也不会有 2020 年那么大）。当年中国不仅经济体量大，且经济增长速度达到了 9.4%，4 万亿刺激计划实际规模要远大于 4 万亿人民币。现在很多人都在问，中国政府这一次会不会再度推出大规模的刺激计划？可以说，到目前为止很多人对已有的刺激计划是比较失望的。

### 从基本面来看，疫情导致经济下行的特征是什么？

第一，疫情冲击既是需求冲击，也是供给冲击，而 2008-2009 年全球金融危机只是需求冲击，跟供给没有关系，对中国来讲，当时完全是被动地受到了一次全球金融危机对出口的冲击。但这次不一样，疫情对中国有非常大的供给面影响，即使现在疫情已得到较好的控制，我们对企业复工还是会有诸多担心，尤其是服务业方面：如果人群过度聚集，可能会导致疫情复发风险，这是第一个基本面。

第二，这次疫情既是外部冲击，也是内部冲击。

第三，冲击本身还有非常大的不确定性，2008-2009 年虽然也有很大的不确定性，但是雷曼破产以后，后期美联储已经下定决心不惜

代价去挽救危机，因此 2009 年春季时不确定性已经比较小了。但现在接下来将面临大量的企业破产倒闭和大量的失业，这个问题要比 2008 年严重得多。

以上三点就是疫情目前导致经济下行的基本特征。

目前的政策怎么评价？在疫情控制方面中国是做的非常好的，尤其在 1 月 23 日以后。经济政策方面，总体而言还是可以的，但后面应该要有很大的调整，才能够真正应付问题。

第一，政策力度方面，也许我们低估了我们中国经济和全球经济下行幅度的风险，也低估了企业和很多家庭所面临的困难。

第二，政策方向方面，我们究竟是应该以纾困为主（救企业救家庭为主），还是需求刺激为主？前一段时间很多市场讨论浪费在了需求刺激方面，甚至很多人不停地提出我们要大力发展新基建之类的主张，而忽视了我们现在的政策重心应该是让家庭和企业危机时刻能够生存下去。

第三，在政策工具选择方面，很多人在讨论究竟是采用财政还是货币政策，其实这是非常教条主义的。我们看美国是采用财政还是货币政策？毫无疑问财政政策一马当先，但实际上背后很多是货币政策，很多是美联储在执行职能、提供流动性，大量的政府支出实际上都是美联储在背后的货币化。最起码短期之内要货币化，不然美国联邦政府短期之内要拿出两万多亿美金纾困是不现实的。所以在这个方面不

应过于教条主义。

**如果要做政策预测的话，有以下几个重点方向：**

第一，未来肯定会加大对企业和家庭的纾困力度，尤其可能在湖北、在武汉，不排除直接发放现金。主要目的是保障企业、家庭能够生存下去，保持国家经济、社会、金融系统的基本稳定，可能会在信贷、税收、租金、失业救助等方面提供纾困措施。

第二，大量的纾困资金最后实质上会由央行来提供，可能会以特别国债的形式提供。

第三，基建方面也会有相当的力度，但主要将围绕都市圈。新基建方面，除了 5G 之外，其他方面短期来看，基本上都意义不大。

第四，之前刺激房地产的教训还在，这也是这次迟迟不肯放松房地产的主要原因。虽然最后还是会小幅放松，但主要还是会围绕中心城市和城市群，可以与土地改革和户籍制度改革结合起来。其中重要的一方面就是增加这些城市的土地供给。要素市场化相关的政策内容相当好，关键看怎么去执行。总体来说，我们应该从供给侧角度推动中心城市和城市群的发展。

最后，在消费品方面，实际上中国的空间是很小的。很多人盯着汽车，但实际上汽车方面能够刺激的空间已经很有限，上轮的刺激在 2017 年才结束。

#### 四、后疫情时代的机遇和挑战

后疫情时代的机遇与挑战在哪里？未来的两大主题：一是逆全球化和产业链的转移，二是量化宽松。关于逆全球化和产业链的转移，虽然我不认为短期幅度会比较大，但是从中长期的角度来讲，大家还是应该未雨绸缪。

##### 中国企业的机遇在哪里？

第一，进口替代。逆全球化的过程必然是原先大量的货物、服务进口变成由国内来提供，核心部件、高科技产品更多由国内企业生产制造，国内旅游业可能会有更好的出路，教育等方面也有更大空间。

第二，对中国一些企业来说，产业链转移并不一定就是失去机会，很多企业可以到外面去投资，这样能够打破关税壁垒。在逆全球化的倒逼之下，我们反而很有可能会看到国内改革和开放的加速。

第三，我们政府可能会大幅推动一些要素市场的改革，这和城市基础设施建设、户籍制度、农村土地改革可能都相关。基础设施建设方面，疫情可能会令中国对一些新型基础设施建设进行重点投入，尤其是在都市圈方面。上一轮宽松周期中中国快速上马的很多基建项目投资效率并不高，这一轮在国际收支等各方面风险下，政府可能会更加注重投资效率。最后一点大家也有共识，也就是内需可能会变得越来越重要。

另一个后疫情时代的政策和机遇，应该考虑量化宽松。我们能够避免金融危机和大萧条，非常重要的一点是现在已经是全球的信用货币时代。大家不要以为信用货币是由来已久的东西，其实只有从 1971 年布雷顿森林体系瓦解之后，全球才真正进入到现在的信用货币时代。信用货币时代的优点就是我们能够避免大萧条，甚至能够避免长时间的金融危机，但它的缺点可能也比较明显。第一是利率过低，第二是全球政府支配资源的比例在上升，第三是利率过低衍生出的两个结构性问题：一方面社会贫富不均、阶层分化越来越严重。另一方面，大量的低效企业能够得以生存。

量化宽松对投资者而言也有一定的机遇。比如美国股市跌了 30% 以后，就不再往下跌了，甚至在过去几周已经有了 20% 左右的反弹，这实际上也是量化宽松带来的机遇。又比如信用债在大幅下跌之后，也很快出现了反弹。此外，国内一线城市核心地段的房地产已经比较火热了。再比如前一段时间黄金跌了之后重新上涨，都跟量化宽松有一定关系。从股票角度来讲，盈利和派息比较稳定的龙头股票也有一定投资价值。

## 五、问答环节

Q1: 您现在对于中资美元债、尤其是中资美元地产债是什么观点？现在虽然说定价上涨了一些，收益率有所回落，但包括恒大在内大部分还是在 20%+ 的收益率，您觉得这是真实反映了它们的信用风险，



还是一个流动性导致的错误定价？

A1: 真正的市场可以说从来没有错误的定价，现在的流动性问题在我看来暂时不算很大，我主要还是担心基本面的问题。一方面，从中国中长期来看，房地产本身是否会还有很大的空间有一定的不确定性。另一方面，政府这一次在房地产行业方面也确实非常有定力，也使得市场对房地产保持相对谨慎，当然其实也没有那么大的恐慌。

对于中资美元债整体而言，我相信前一阵子确实有些过度恐慌，但大家也确实要注意一定的风险：第一，中资企业美元债存量确实已经很大了，规模已经到了 9000 亿美金了，虽然 9000 亿美金对我们 15 万亿美金左右的 GDP 而已不算什么，但对我们 3 万亿美金的外汇储备来讲，已经是个不小的数字，所以这个数字如果不停往上涨的话，政府和市场就需要越来越小心。但如果接下来政府下决心控制总体规模和额度，这里面还是有很多的机会，主要来自两个方面：第一，抓住基本面比较好的企业。另外一方面，最关键的一点还是总体规模，规模如果不再快速上涨，我觉得还有投资机会。

Q2: 从大类资产配置角度看，A 股的估值相比国外比较低，但另一方面疫情冲击下，A 股相对欧美也跌的没那么多。现在大家比较担心疫情冲击下基本面可能会恶化，您觉得是否会有另一波下跌？还是目前的水平在低利率环境下是一个机会？

A2: 起码从最近这段时间的市场表现来看，如果未来不出现很严

重的疫情二次复发,那么应该说最糟糕的时刻是过去了。但是这个“如果”太重要了,我还是想强调,我们在面临疫情所导致的市场波动时,还是应该保持作为投资者的谦卑和恭敬之心。确实我们还面临很大的不确定性。如果我们通过 PE、PB 这些估值角度来看,中国的龙头股票、尤其是港股一些大的龙头股票都不算贵。另一方面,我们很多中小盘股票的估值在全世界来看也不低,所以中国的股票应该会出现一个跟全世界相比两极化的局面。

后面怎么来看这个机会?我觉得第一要看疫情,第二要看中国后续的政策能否很好地应对疫情,同时,能否在未来几年抓住各种机遇,真正推进各种改革,尽量避免逆全球化,避免产业的转移和脱钩。这几个方面如果做好了,我相信中国股票的基本面还是不错的,后面还是有很多上升空间,但如果这几个方面如果做得不够好,我们确实需要更加谨慎。

**Q3:** 怎么看疫情恐慌消退之后,此前全球注入的流动性?这对宏观经济到底是通胀还是通缩?这么多流动性放出来以后,水往哪边流的可能性更大?

**A3:** 过去 10 来年,尤其是全球金融危机之后世界各国大放水造成的负利率实际上已经给了我们一些答案,回答这个问题也不是特别难,但是这次疫情对供给面也有不小的冲击,所以我们有可能会面临这种情况:并没有一个非常明显的疫情结束点。疫情可能会在一两年

之内，甚至更长时间里面内不断困扰各国的经济和政策制定，这就有可能会产生一定程度的通胀和经济萎缩并行的局面——世界上一些国家开始禁止粮食出口，国内还有海底捞涨价等等，说明至少有些产品，尤其是食品的价格在过去一段时间里是上涨的。原因就是疫情本身所造成的供给面冲击，使各方面运营成本在上升，同时叠加了一些恐慌囤积行为。如果这次疫情类似 2003 年的 SARS，到了六七月份以后就没了，那么后面的几年可能就会重演我们过去几年出现的情况，也就是通胀起不来，但资产价格可能会再次上行（全球利率水平很低）。那么为什么利率走低之后，全球反而出现低通胀的局面？有一个解释是利率下行拉大了贫富差距，因为低利率主导了资金流向各类资产，而一般来讲富人的资产更多，尤其是流动性的资产，如股票、信用债等，还有一个原因是低利率养活了大量僵尸企业，所以造成了全球的产品供给的过剩，使得全球的 CPI 都比较低。但另一方面，很多地方的房价起来了，股票也只有中国是例外，包括像黄金在内的大宗商品价格也都起来了。所以如果后面几年出现类似情况，我不会觉得意外。

**Q4: 信用货币理论上一直可以发下去，但未来可能会碰到什么方面的阻碍和瓶颈？**

**A4: 总结一下过去十几年全球因为 QE 所带来的问题：第一个问题是利率过低，现在很多地方出现了负利率（主要是指不少发达国家的国债出现了负利率），很多民营部门的发债利率也很低。低利率所**

带来的一个问题，就是不能合理地进行风险定价，所以刚才我讲了，一个很大的问题就是僵尸企业太多了。有人做过一个统计，现在欧美国家的企业债，有 1/6 左右是僵尸企业发的债。僵尸企业的标准是什么？收入刚刚够付（甚至不够付）利息但无法偿付本金的企业。这可能会带来什么问题？第一是资源错配，全球金融系统因为利率过低，导致效率降低，从而带来低增长。第二是低通胀，僵尸企业的过量供给使得 CPI 起来的难度比较大。第三是贫富差距的拉大，不仅仅是在收入方面，更主要是在财富方面，社会阶层割裂导致逆全球化和民粹主义兴起，对当下的全球治理体系带来一定挑战。

此外，随着政府要支付的利率越来越低，再加上这场大危机，整个政府部门在经济中支配资源的比例越来越高，新一轮的大政府现象正在出现（上一次还是在二战之后）。那么在低利率环境下，政府的融资成本非常低，甚至完全不需要成本，这将造成政府掌握的资源越多，最后可能使得整个社会资源配置的效率越低。如果由于寻租等方面的原因使政府在资源分配上不能真正地缩小贫富差距，实际上有可能导致社会问题越来越大。以上是对信用货币问题从经济效益、通胀、资产价格到社会矛盾的各方面描述。

**Q5：信用货币理论终极的风险点可能在哪儿？**

**A5：**我们以上世纪 70 年代的美国为例，通胀控制不住之后，最后必须要有沃尔克这样的一个强人出来，通过紧缩政策来治理通胀，

但代价是经济萧条。持续大规模的量化宽松可能催生出大量的僵尸企业，使得 CPI 始终保持低位，但僵尸企业的问题终会累积爆发而非长期存在，由此通胀低位可能无法长期维持。CPI 起来之后，世界各国可能会面临高通胀局面，这个局面最后会带来各种各样的问题，以至于必须得有像沃尔克这样的强人来收拾局面。而在收拾局面的过程中，经济要承受极大的痛苦，就像美国在上世纪 80 年代初承受的痛苦一样。

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”第一百四十六期（2020年4月15日）内容整理而成，特邀嘉宾为野村证券中国首席经济学家陆挺博士。

陆挺博士，现任野村证券中国首席经济学家。陆挺博士曾任华泰证券研究部和机构销售交易部主管、首席经济学家和董事总经理；曾任美国银行美林证券大中华区首席经济学家和董事总经理。陆挺博士在许多调查中都被评为顶尖的经济学家：2010和2011年被彭博通讯社评为预测最准确的中国经济学家；2012年《证券市场周刊》“远见杯”中国宏观经济年度和季度预测双冠军；2013年《亚洲货币》杂志经济学家评比中名列第一；2013至2015年连续三年蝉联《机构投资者》亚洲区和中国区经济学家排名第一，其共同领衔的中国研究团队也在2014年和2015年《机构投资者》亚洲区评比中排名第一。陆挺博士拥有北京大学经济学学士、硕士学位，美国加州大学伯克利分校经济学博士学位，也是一名特许金融分析师(CFA)。

**【免责声明】**

“连线华尔街”为中美金融交流的內部专业高端平台。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

