



# 北大汇丰

PHBS FINANCIAL FRONTIER DIALOGUE

# 金融前沿对话

2020 年第 20 期 总第 67 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、中国宏观经济学会副会长巴曙松教授。

## 肺炎疫情下投资的战术和战略

### 【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】

梁信军（复星集团联合创始人）

关于本轮新冠疫情，橡树资本创始人霍华德·马克斯有五个判断：

1. 自 102 年前的西班牙流感以来，新冠疫情是我们面临的最大流行病之一，是人口覆盖面最广的流行病。本轮的经济萧条，也是自 1930 年代大萧条以来最大的经济收缩。本次的油价下跌，是 OPEC 成立以来（可能还有史以来）最大幅度的油价下跌。本轮的央行应对，也是有史以来最大的央行/政府干预。

2. 经济的重新启动很可能是渐进的。在疫苗完善或达到群体免疫之前，可能会经历进退交替的时期。

3. 一个玩笑性质的假设是，刺激政策可以给每个人寄一张 100 万美元的支票，花费 330 万亿美元。但这样做是否会带来负面后果？比如通胀加剧、美国信用降级或美元失去世界储备货币地位？如果答案是肯定的，是否有一个平衡点（低于 330 万亿美元）？在这个平衡

点上，正面影响可能发生，而负面影响得到控制。日本和中国都应该思考一下这个问题。

4. 资本主义没有破产就如同宗教没有地狱。美联储在购买或向中型企业提供贷款方面提供了监管上的宽松。我们正处在一个像是仙境的监管之中：在这里，财务报表不必是准确的或最新及时的；我们有一个大买家和最后贷款人，它负责缓冲痛苦。当人们感觉到政府将保护他们免受其行为带来的不愉快的经济后果时，就可能出现“道德风险”。

5. 有句老话说，“你不能和美联储作对”，即美联储可以完成它想做的任何事情，而投资者则为它们埋单。

孙明春（海通国际首席经济学家）也有关于新冠疫情演变的四轮冲击的判断，本人比较认同。

第一轮：过去两个月的股市冲击，是大量“拥挤交易”转向后的踩踏。高盛、大小摩等机构已经宣布牛熊市已转换。

第二轮：实体企业经营损失和金融机构损失，冲击有可能在数周内来临。

1. 过去两个月全球金融市场的剧烈波动中，可能有金融机构严重受损，但目前来看应该还没有出现这样的问题。

2. 非金融企业的财务困难或流动性困难，尤其是受停产停工、社交疏离政策影响较大的行业，如餐饮、娱乐、文旅、航空等服务业。我们应该再观察 2 个月，甚至最晚到 8 月份。5-7 月应该能看到非常

多的制造业和服务业企业出现大规模破产，美国、欧洲和中国都会有。中国的情况应该相对好一些，但不可能完全恢复到一季度之前的人流量和生产水平。

3. 很多上市公司会大幅度下调 2020 年甚至 2021 年的盈利预期，同时裁员、注销资产、停止支付股息、停止回购股票。这会导致企业盈利和估值预期循环下调(也就是所谓的“戴维斯双击”)，造成全球股市较长期的阴跌。在 4 月 22 日第一批公布业绩的标普 500 公司中，有 10% 的公司预计一季报的营业额会减少 15% 以上。业绩修正和资产质量修正的问题，在未来 1~2 个月内会陆续体现出来。

4. 疫情扩散可能难以控制。

**第三轮：冲击有可能在 3~6 个月内来临，很可能来自政治领域。**

1. 防控疫情带来经济损失和社会冲击巨大，导致公众不满甚至愤怒，形成不安定因素，甚至在某些国家造成国内政治危机。在 1997—1998 年的亚洲金融危机中，东南亚的一些国家就发生过类似的社会动乱与政治危机。这些危机有可能对金融市场形成新一轮的冲击。

2. 有些国家政府为了转嫁责任，把疫情防控损失的责任推卸到外国政府，从而把国内政治危机转化为国际关系危机。

**第四轮：疫情危机的过度救治酝酿出严重的货币危机或高通胀。**

关于本次疫情，我也一直在反思，在疫情整个过程中看对了哪些，看错了哪些。疫情酿成全球最大范围的救助，这是我预料之外的。疫情会导致价格会出现恐慌性的下跌，而后续资产价格回暖也是必然的，

这是我的判断。

## 一、疫情期间的投资战术

### 1. 2020 年 3 月底对疫情进展和风险解除的预测判断

(1) 中国 1 月 23 日开始封城，政府希望四月初能恢复正常生产生活。个人认为最乐观估计，到四月底、五月初能够解除交通旅游限制，但整个经济生活中的人流物流完全恢复正常，至少要延后一个月，到六月底或者七月初才能够恢复正常。

(2) 欧洲二月下旬开始采取紧和封的措施，部分国家跟美国一样，三月中旬开始封。所以整个欧洲疫情进程就要比中国延迟 1 到 1.5 个月，到七、八月份才能恢复正常。

(3) 美国比欧洲又延迟半个到一个月，但考虑到北半球气温升高不利于病毒感染和传播，美国估计八月份恢复正常的可能性比较大。大摩预测美国医院将在 6 月中旬有第一批员工回公司上班，8 月第二批员工上班，9 月中旬学校重开，10 月中旬疫苗能给医疗人员，年底可能会有第二波的感染，2021 年 3 月中旬疫苗面市。

考虑到如果不封省、不封国境就有外来的输入威胁，所以很大概率上，全球要到 9 月初才能一起携手跨入疫情的平稳期，生产生活才能全面恢复。目前石油的市场价格似乎暗示 6 月份石油的需求会回升，并且石油的减产会生效。

最终来看，疫情的真正解决需要疫苗、特效药、群体免疫。特效药的进展并不乐观，真正能够得到全人类主要质量管理体系认证的药

物迄今为止还没有。关于疫苗的进展预测，摩根斯坦利预测 10 月中旬可以给医疗人员使用，到 2021 年 3 月份左右，疫苗能大规模面世。疫情最晚到 2021 年的年初也结束了。随着天气变热，病毒的传染性会显著下降，但是不一定会像 SARS 那样完全消失。

## 2. 疫情对全球经济的影响

IMF 预测整个疫情会导致 2020 年全球 GDP 下降 3%，发达国家全球 GDP 会下降 6.1%，新兴国家会下降 1%。这次人流的限制对服务业的影响会超过对第一、第二产业的影响。发达国家由于服务业占比高，下降会更多。

IMF 预测 2021 年发达国家会有 4.5% 的增长；中国 2020 年会有 1.2% 的增长，2021 年可能有 9.2% 的增长。个人觉得 IMF 的预测比较客观。目前对于中国和全球各国来说，**第一个挑战**是政府采取什么措施遏制和避免很多企业破产。服务业对封城和交通封锁非常敏感，服务业的破产烈度比生产制造业还要大。

对整个全球供应链来说，从一月底到九月初，可能完全都是不正常的，而且会造成真金白银的损失。这两三个季度的订单和供应链的损失，会带来大量的实体企业破产和倒闭。今天已经看到全球很多政府采取政府补贴企业及企业雇员的方式，但政府补贴也没能力补贴全年，最多补贴一两个月或者一两个季度。所以疫情对全球供应链的切实损害还是巨大的。

**第二个挑战**是，家庭禁足之后消费会快速降低。必需品的消费还

会有，但是非必需品的消费，包括服务业的消费在封城措施期间，全部都会接近零。服务业中的很多企业，资产储备不大，轻资产居多，大部分都是高流动性的。无论是餐饮娱乐、航空旅游，净资产底子都较薄弱，生产和利润高度依赖每月的经营现金流。如果真的有七八个月没有收益，由于固定支出和债务还存在，相当部分企业会破产，所以服务业的破产力度不亚于实体企业供应链的破产力度。

因此，现在所有的政策应聚焦于保护低储蓄率的家庭和服务业企业不至于破产。后续哪些国家受损小、恢复快，就要看是否做好了这两点。



COVID-19 疫情将严重影响所有地区的经济增长。

(实际GDP, 年度百分比变化)	预测值		
	2019	2020	2021
<b>世界产出</b>	2.9	-3.0	5.8
<b>发达经济体</b>	1.7	-6.1	4.5
美国	2.3	-5.9	4.7
欧元区	1.2	-7.5	4.7
德国	0.6	-7.0	5.2
法国	1.3	-7.2	4.5
意大利	0.3	-9.1	4.8
西班牙	2.0	-8.0	4.3
日本	0.7	-5.2	3.0
英国	1.4	-6.5	4.0
加拿大	1.6	-6.2	4.2
其他发达经济体	1.7	-4.6	4.5
<b>新兴市场和发展中经济体</b>	3.7	-1.0	6.6
<b>亚洲新兴市场和发展中经济体</b>	5.5	1.0	8.5
中国	6.1	1.2	9.2
印度	4.2	1.9	7.4
东盟五国	4.8	-0.6	7.8
<b>欧洲新兴市场和发展中经济体</b>	2.1	-5.2	4.2
俄罗斯	1.3	-5.5	3.5
<b>拉丁美洲和加勒比</b>	0.1	-5.2	3.4
巴西	1.1	-5.3	2.9
墨西哥	-0.1	-6.6	3.0
<b>中东和中亚</b>	1.2	-2.8	4.0
沙特阿拉伯	0.3	-2.3	2.9
<b>撒哈拉以南非洲</b>	3.1	-1.6	4.1
尼日利亚	2.2	-3.4	2.4
南非	0.2	-5.8	4.0
<b>低收入发展中国家</b>	5.1	0.4	5.6

来源：国际货币基金组织2020年4月《世界经济展望》。

图1 《世界经济展望》最新增长预测

这次疫情中，中国和美国数据比较透明。美国4月份的失业率达到14.7%，当月新增了2000多万失业人口，创造了1939年以来的最高纪录。4月17日，中国国家统计局发布2020年一季度数据，按可比价格计算，GDP同比下降6.8%，是自有数据记录以来的首度负增长；全国城镇调查失业率下降，新增就业229万人；其中，3月份全国城镇调查的失业率为5.9%，比2月份下降0.3个百分点。

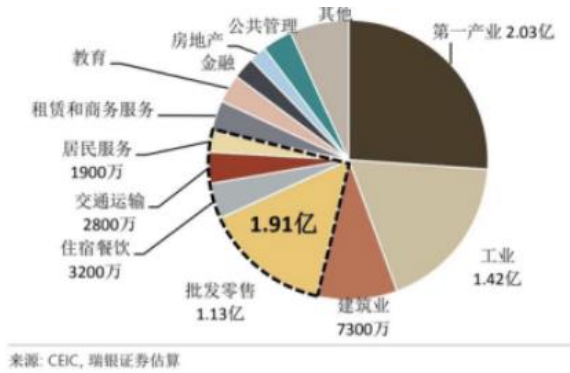


图 2 2018 年各行业就业人数 (总计 7.76 亿)

这次股价的快速回暖是出乎意料的。谷歌、推特都发布了销售额下降的信息，并且下半年的预期也不好。即使在这种情况下，股价也都回暖并接近历史新高。本人相信未来还有很多国家和政府协力出台刺激政策，好消息还会持续 2~3 周。但企业报表出来后，会有越来越多的坏消息，包括企业破产、消费品销量巨额下降。因此未来股市情绪还是会受到影响。前一段时间，美国的 SEC 公布对中概股风险提示后，一些国会议员鼓噪了民粹主义言论，随后就看到了阿里等中国公司股价下跌，这说明股市信心是很脆弱的。未来两个月的波动性仍会很大，至少持续到 6 月底。疫情是否过去关键看 6 月份经济社会运行和居民消费是否能完全恢复。全球恢复的情况要到 8 月份再看。

经济衰退	危机持续时间	失业率高峰	GDP 下滑幅度 (顶点到低谷)	道指回报	黄金回报	道指回报 (危机结束后2年)	黄金回报 (危机结束后2年)
1969年12月-1970年11月	11个月	6.1% (1970年12月)	-0.6%	-1.4%	5.8%	28.2%	69.2%
1973年11月-1975年3月	1年4个月	9% (1975年5月)	-3.2%	-19.0%	83.7%	19.7%	-16.4%
1980年1月-1980年7月	6个月	7.8% (1980年7月)	-2.2%	13.4%	9.8%	-13.6%	-44.2%
1981年7月-1982年11月	1年4个月	10.8% (1982年11月)	-2.7%	7.4%	3.3%	14.4%	-24.5%
1990年7月-1991年3月	8个月	7.8% (1992年6月)	-1.4%	1.2%	1.0%	17.9%	-5.0%
2001年3月-2001年11月	8个月	6.3% (2003年6月)	-0.3%	-5.7%	3.4%	-0.7%	44.6%
2007年12月-2009年6月	1年6个月	10% (2009年10月)	-5.1%	-36.8%	19.3%	47.0%	61.1%

图 3 美国历次经济衰退时期黄金的表现 (弘源家族办公室)

不管未来经济如何波动变化，都不能改变一个事实：疫情带来全球性大规模的过度刺激政策。疫情结束的两年后，全球的资产价格可能都会在波动中迭创新高。从现在到8月份，资产价格还会有较大的波动，投资避险方面建议大家考虑黄金。

在过去七次美国经济衰退期间，黄金全部都录得正回报，而且四次表现好于股市，另外三次略微差过股市。放眼全球，欧洲和日本早已处于零利率/负利率区间，主要经济体除中国、德国、爱尔兰以外，国家债务占GDP比率都高于80%警戒线：中国是50%，但设计入地方政府和国企债务；德国60%，英国87%，美国106%，意大利132%，日本237%。在这种情况下，人们对美元和政府的信任可能会动摇。再加上不断加大的地缘政治风险，黄金的避险、保值功能会更加突出。但是要区别实物黄金、有实物支撑的黄金ETF、银行发行的纸黄金以及金矿公司股票。

从历史复盘来看，2008—2009年美债、欧债危机后大规模量化宽松的后果是，众多美国大公司的管理层过去数年都在使用一项财技：利用低息环境，发低息长期债，回购公司股票、推高EPS，进而推高股价。这一财技利好股东，管理层也得到激励，唯一受损的是极端恶劣环境下的公司生存能力。这也是得到政府救助的公司被要求停止回购股票，甚至停止支付股息的根本原因。摩根斯坦利预测2020年500强企业的资本支出会下降，因此疫情过后不会马上出现产业链的转移，

至少有 12~18 个月内是稳定的。例如，因为 2015 年回购了 1.2 亿股（净资产影响-44 亿）和收入会计准则调整（净资产影响-39.8 亿），美国航空自 2015 年净资产由 56 亿变为-2.8 亿，

公司名称	回购股票金额 (USD10亿)
Boeing (波音公司)	\$43.44 Billion
Cisco Systems (思科)	\$25 Billion
American Airlines (美国航空)	\$12.4 Billion
Amgen (安进)	\$10 Billion
Merck (默克)	\$10 Billion
Bank of America (美国银行)	\$5 Billion
Celgene (新基医药)	\$5 Billion
Lowe's (劳氏)	\$5 Billion
Mastercard (万事达卡)	\$4 Billion
Kellogg Company (家乐氏)	\$1.5 Billion
Apple (苹果公司)	\$1.4 Billion
IBM	\$1.37 Billion
General Electric (通用电气)	\$1.3 Billion
Hilton Worldwide (希尔顿全球控股)	\$1 Billion
Wells Fargo (富国银行)	\$0.35 Billion

图 4 美国部分大公司回购自己股票的金额表



图 5 2009-2018 年美国上市公司回购股票累计 5.1 万亿美元

### 3. 当前的投资策略

目前的全球经济环境下，只有便宜石油、政府货币注水、财政宽

松（本质上印钞、稀释有钱人的财富）算是好消息。这种时候，初期不应赌涨，应该买安全的、确信可以安度危机的，并且还有一定成长的龙头公司。具体标准包括：净负债为零，净现金流在未来 6~24 个月都是正的，业务收入未来 6~24 个月的成长在 10% 以上。FB、阿里、Google 都非常符合这些标准。受疫情逼迫，新加入 Online 服务的企业大量增加。疫情后，不仅这些公司的线上业务，而且整体线上业务的市场规模都会大增。线上广告规模也会大增，整体数字广告市场都会迎来大幅、持续增长，龙头企业将会受益。

此外，疫情期间企业是否招聘是经营好坏的敏感指标，目前亚马逊和 FB 都在扩招。除此之外，可以投资战略性受益于疫情的在线办公和在线教育。这对于办公楼宇来说是坏消息，疫情过后很多公司会减少办公楼。线上的推广需求会增加，疫情过后，数字广告市场会有大规模增长。此外，FB 是全球互联网巨头中唯一一个有区块链技术发展计划的公司，在区块链方面首推 FB。

### 全球热门应用 | 2020 年第一季度 (对比 2019 年第四季度)

下载量		用户支出		月活跃用户		
1	TikTok	-	Tinder	-	Facebook	+1
2	WhatsApp Messenger	+1	YouTube	+3	WhatsApp Messenger	-1
3	Facebook	-1	Netflix	-	Facebook Messenger	-
4	Instagram	+1	爱奇艺	-	微信	-
5	Facebook Messenger	-1	腾讯视频	-3	Instagram	-
6	Likee	-	TikTok	+2	TikTok	-
7	Snapchat	+1	Disney+	+++	支付宝	-
8	SHAREit	-1	Google One	+1	Kwai(快手)	+6
9	Netflix	+1	Pandora Music	-3	拼多多	+2
10	Spotify	-1	LINE Manga	-	淘宝	-2

LEVEL UP.

注：下载量和用户支出基于 iOS App Store 和 Google Play 截至 3 月 28 日的综合数据。月活跃用户基于 iPhone 和 Android 手机整月的综合数据 (2020 年 1-2 月)。所有估算数据来自 App Annie Intelligence。

图 6 2020 年第一季度全球热门应用一览

因此，至少到6月底都需要很小心。市场可能目前过早乐观了。未来破产冲击和政治甩锅冲击都会逐渐显现。未来2~3个月中适当保持一定现金仓位会比较安全。

## 二、细分行业的趋势性变化



图7 中国汽车和住房贷款逾期比例走势

### 1. 银行业

从银行业来看，疫情影响下公司业务的损失才开始出现，未来二三季度甚至四季度才会真正看到坏账、违约的规模。对于个人业务而言：由于失业和无法出门，个人和家庭收入大幅下降，家庭现金流锐减，个人金融违约率会大幅提高；政府大概率会豁免个人和家庭的违约责任，金融机构将受损。全球范围内的央行已达成降息的共识，这会压缩银行息差和盈利能力。此外针对得到政府救助的银行，监管部门要求金融机构停止支付股息、停止回购股票，这对于股东来说是坏消息。

浦永灏先生曾提出这样的观点：中国的商业银行在后续10~20

年将进入生死存亡的寒冬时期，将面对四小两大生死挑战。四小：投行业务和境外经营的累赘，不良贷款的沉重包袱，监管收紧、资本充足率被迫提高。两大：息差的不断下降，盈利空间越来越小；科技公司的竞争和蚕食。

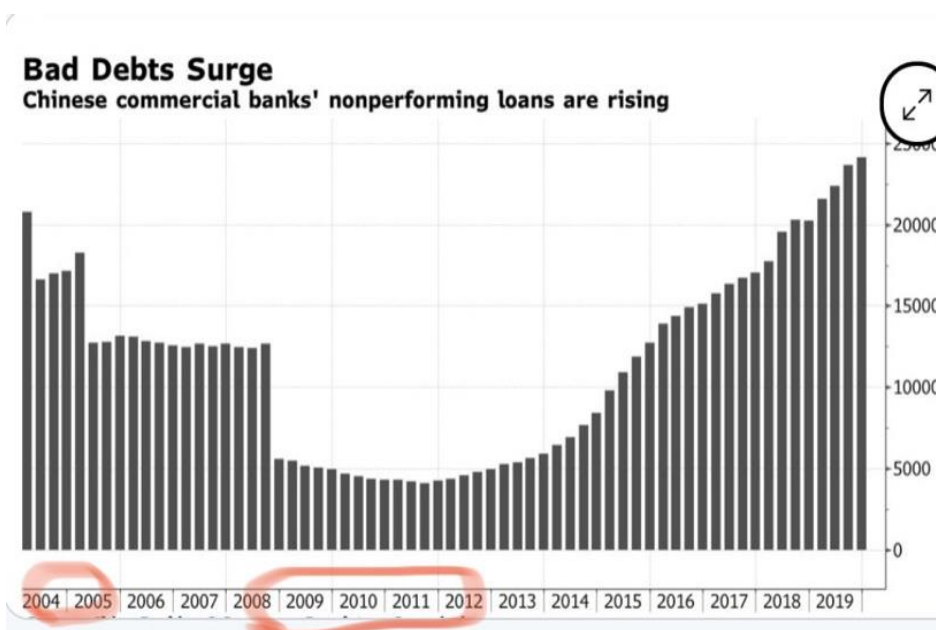


图 8 中国商业银行的不良贷款额增长

(1) 负（低）利率政策对银行来说是一场噩梦。客户存款利息无法降为负数，比如日本的存款利率在 0.1%，而贷款的利率却需要一再降低，那银行怎么赚钱呢？

(2) 商业银行的监管也在不断收紧，中国银保监会要求商业银行进一步提高资本充足率，让银行资本金比例大幅度提高。例如，10年前工行的一级资本充足率大概在 10% 以下，现在已经升到了接近 13%。

(3) 最令人担心的，不是银行业的不良贷款总额，而是不良贷

款增速。在 2015—2019 年期间，以银保监会公布的商业银行（核销了上年的不良贷款后）年底余额来计算，除了 2017 年的不良贷款同比增速为 13% 之外，其他三年平均年增速都在 18.7% 以上，接近可比 GDP 增速的 3 倍，也是名义 GDP 增速的两倍以上，可以说是惊人。

(4) 分析银行业与科技公司的力量对比，看双方的天时、地利、人和。商业银行只占地利——大型国企资源的垄断以及政府的保护，科技公司则占了天时（科技改革大潮、技术优势、低成本、资金雄厚）与人和（广泛的个人客户，特别是年轻客户和中小企业，以及科技人才）两样。从 2011 年央行向 27 家第三方支付公司发放支付牌照开始，正式标志着科技公司进入金融业务战场。不到十年时间，商业银行已经输了第一战役：移动支付。最近冠状病毒横行的时候，一些电商设立的新型商业银行，积极利用自身资金以及企业用户资质数据的优势，为自己的中小企业客户积极提供免息低息贷款，名正言顺地进入了银行的主流业务。在今后的十年里，预测这些大型科技公司，会不断蚕食传统银行的地盘。

因此，不仅当前以及未来 2~3 个季度内，银行标的会严重受损于供求收缩导致的企业和家庭财务状况恶化，更会在未来 2~3 年内严重受损于即将到来的极低利率环境，在未来 3~7 年中在与拥有海量高粘性用户的大型科技企业的金融业务竞争中败下阵来。从事银行和保险业投资需要非常小心，仔细甄别标的。

## 2. 航空业



从航空公司来看，航空业整体回暖最乐观的预测是到6月份，悲观一点要到8月底。8月底，国内市场可能会全面开放，像美国、中国、日本等国内航线占比较高的国家，更有希望活下来。最近有很多人犹豫是否要买波音公司股票，航空公司要恢复资本开支购买飞机，最乐观的估计需要到2020年年底甚至到2021年年初了，因此对于波音空客等公司，2020年的新订单应该是零，老订单可能都会被取消。波音公司在2020年1月份未获得新飞机订单，为1962年以来首次；2月，波音拿到18笔飞机订单，但取消订单的数量达到46笔，实际上形成负订单。可是，波音赚到的钱都去哪儿了呢？其中很大一部分波音拿去做股票回购了，仅在过去7年里，波音花在股票回购上的钱就有434.4亿美元。2019年底波音净资产为-83亿。

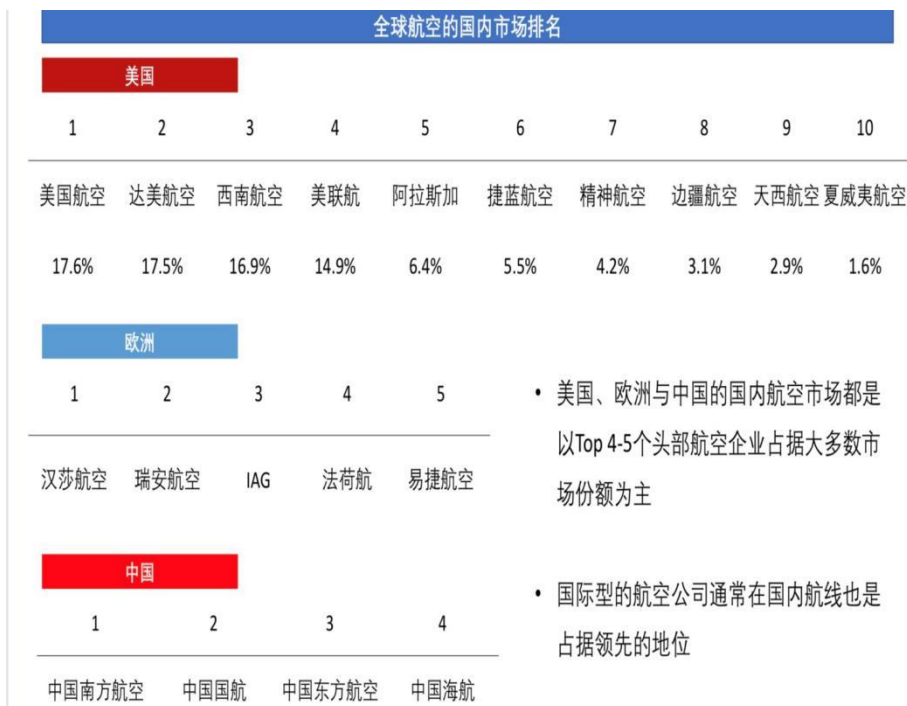


图9 全球航空业的国内市场排名



图 10 波音股票回购趋势一览

美联储和美国政府推一揽子刺激计划对航空有补贴，但不一定对持股股东有利，很可能会牺牲掉股东利益，以保住公司生存。此外，航空公司的整合也是完全有可能的。全球航空业迎来了前所未有的危机，根据国际航空运输协会（International Air Transport Association）的预测，航空业将需要政府的救助，而救助金额预计高达 2000 亿美元（约 2857 亿新元）。

### 3. 原油价格

2008—2018 年，全世界原油生产增长量中的 48% 来自于页岩油。以 2018 年为例，全球新增原油产量为 2217 万桶/天，其中 1650 万桶来自美国页岩油，占 74%。虽然沙特、俄罗斯事前并没有协商，但双方非常清楚自己的目的和对方打算，因此在经济目的上他们是一致的：要使美国页岩油置于不能再生产或者愿意联合减产的这个计划之中。因为仅靠欧佩克(OPEC)、俄罗斯的减产是不能够维持油价的。但是，

美国的页岩油不是美国政府能控制的，所以他们做了充分的准备，只有通过市场行为，通过价格战，而且是长期的价格战，才能真正让美国页岩油企业破产或者是让他们大幅减产。

关于原油价格，最后引用陈凯丰博士（美国汇盛金融首席经济学家）观点：（1）过去 5 年全球原油产量不断上升，持续高于需求增长，每个季度都有过剩的原油生产出来进入储备，原油的产能过剩是个结构性问题；（2）页岩油的生产成本在 40~45 美元一桶之间，因此，只要原油价格低于 40 美元一桶，美国的产量将会迅速下降，一旦原油价格低于 20 美元一桶，绝大多数产油国都会停止生产；（3）对于大量欧佩克（OPEC）国家而言，他们需要原油价格在 70~100 美元之间才可以实现财政平衡，只要原油价格低于 70 美元，大量原油出口国需要继续卖出他们的外汇储备投资，来支付食品和其他进口需求；（4）如果原油价格高于 115 美元一桶，需求将会出现萎缩，其他能源来源将会替代油料，因此，为了逼迫美国页岩油企业减产或者加入欧佩克和俄罗斯联盟，这一轮石油价格很可能在 20~40 美元之间波动。

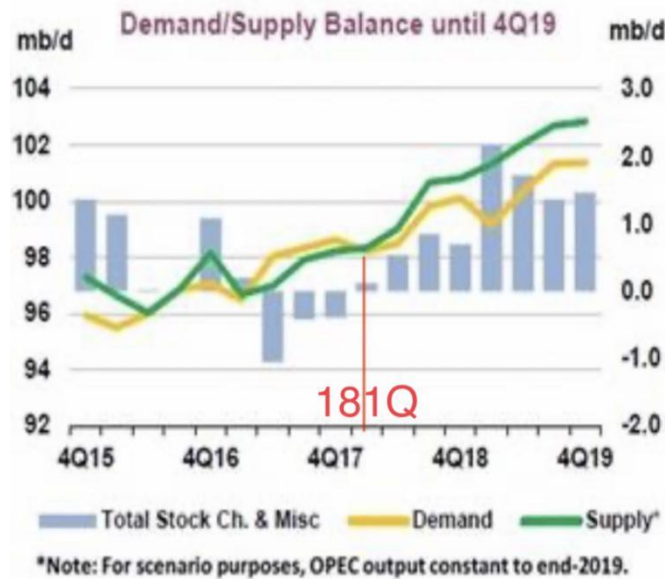


图 11 原油供需结构变化

### 三、政府信用和货币信用

马斯特里赫特条约的条件约定，政府债务占 **GDP** 比重不能超过 **60%**，政府预算赤字不能突破 **3%**。从全球来看，模范生只有德国和瑞士，其他国家可以说多数是不合格的。主流国家经济管制标准已经大大超出马斯特里赫特条约的约束条件。2008—2009 年的欧美债危机，是以政府加杠杆的方式救助金融部门和家庭部门。

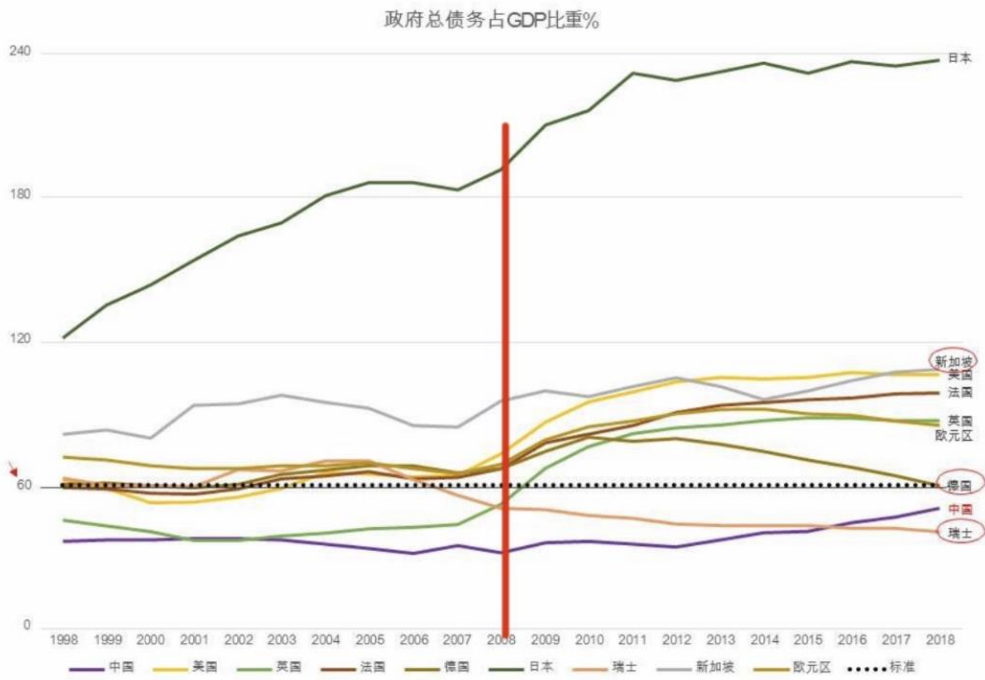


图 12 政府总债务占 GDP 比重 (%)

排序	国名	总债务/GDP
1	卢森堡	421.1
2	日本	379.6
3	香港	361
4	比利时	338.7
5	法国	329.3
6	荷兰	325.4
7	加拿大	305.7
8	爱尔兰	302.5
9	葡萄牙	301.1
10	希腊	295
11	瑞典	288.6
12	新加坡	288.1
13	瑞士	283.6
14	英国	274.5
15	挪威	269.7
16	西班牙	268.3
17	丹麦	265.3
18	中国	261.5
19	意大利	257.8
20	美国	249.7
21	芬兰	246.9
22	澳大利亚	236.3
23	韩国	231.7
24	奥地利	226
25	新西兰	205.1
26	马来西亚	189.9
27	德国	180.7

图 13 各国国家总债务(不含金融企业部门)占 GDP 比例的排名(截至 2019-06-30)

很多中国朋友一直认为中国的杠杆比较低，中国国家总杠杆（政府+家庭+企业）在全球排名第 18 名，美国在全球排名第 20 名。2020 年，由于疫情的原因全世界都在加杠杆，最后的排名可能要到年底才能看出来。

这次疫情应对，反映了现代货币理论（MMT）对政策制定者的影响，他们认为：（1）只要通胀不是问题，不需要担心政府债务规模太大，货币主权国家的本币债务不会违约；（2）现代货币是一种政府债务凭证，即主权货币，不与任何商品和其他货币挂钩，只与未来税收债权相对应；（3）主权货币具有无限法偿，没有名义预算约束，只存在通胀的实际约束；（4）应由财政代替央行承担实现充分就业和稳定通胀的职能。现代货币理论基于大政府的角度，认为高能货币等于国债，用不付息的高能货币代替国债，政府无利息负担。央行的唯一职责就是将银行间隔夜利率一直保持为零，这就是所谓的零利率政策。

**美国和日本的量化宽松，即央行发行货币购买财政部国债的模式是非常典型的收取“铸币税”过程。**国债有两类投资人：使用真金白银的投资者和印发货币的央行。印纸币的增长速度非常快，最终一定会稀释用真金白银买国债的投资者的利益。如果政府和私人部门通过名义货币交换实际经济资源，政府拥有的流通货币增量将稀释流通货币对应实际经济资源的数量。来看日本的例子，日本过去数年把央行印钞买国债的总规模规定在 8000 亿美元内，还有一部分印钞买股票的钱，统计一下就是每一年半翻一番。日本发现印钞是远比发国债更

好的方法。日本为什么要把利率控制在零？2018 年日本财政收入/GDP 在 20%附近，但是政府债务占 GDP 的 237%，也就是说，利率每增加 1 个点，财政收入的 12%就没有了。因此必须长期稳定地把利率稳定在零，这也是为什么日元长期可以作为国际杠杆资金来源。因为日元是主要的杠杆资金来源，所以只要股市有波动，杠杆收缩、需要归还杠杆资金来源时，日元就上涨，日元成为实际上的避险资产。但今后美元、欧元都会是低利息货币，各国货币间可能会成为一个比烂的关系。

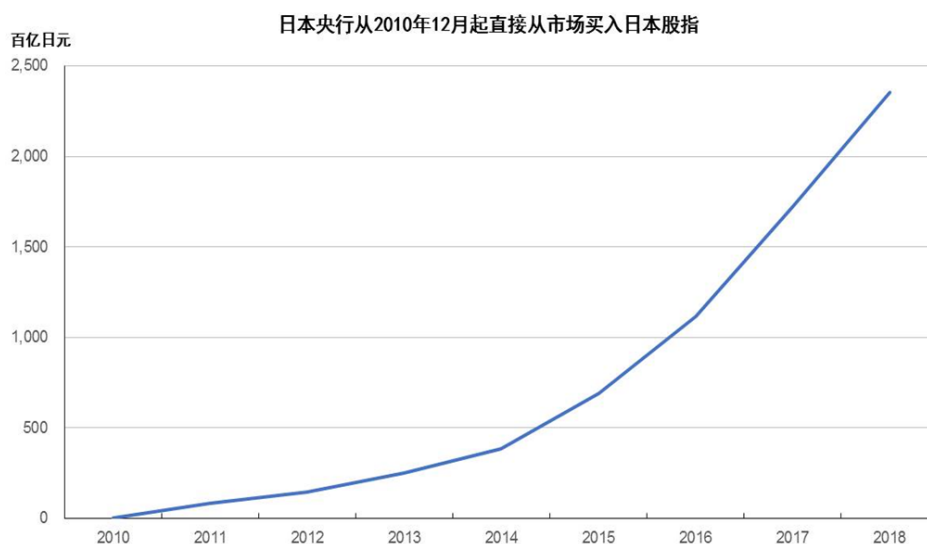


图 14 日本的长期量化宽松：投入股市资金每 1.5 年翻一番

从美联储负债规模看，2008 年危机时资产负债表规模上升的速度非常快。在特朗普刚上任的 2016—2017 年，美国有过缩表行为，但在 2019 年彻底放弃缩表，到 2020 年底可能会上升到 8 万亿美元。按照实际购买力来看，美元从 1913 年以来每年贬值 3%左右，中国的

人民币从 1987 年以来每年贬值 5% 左右。

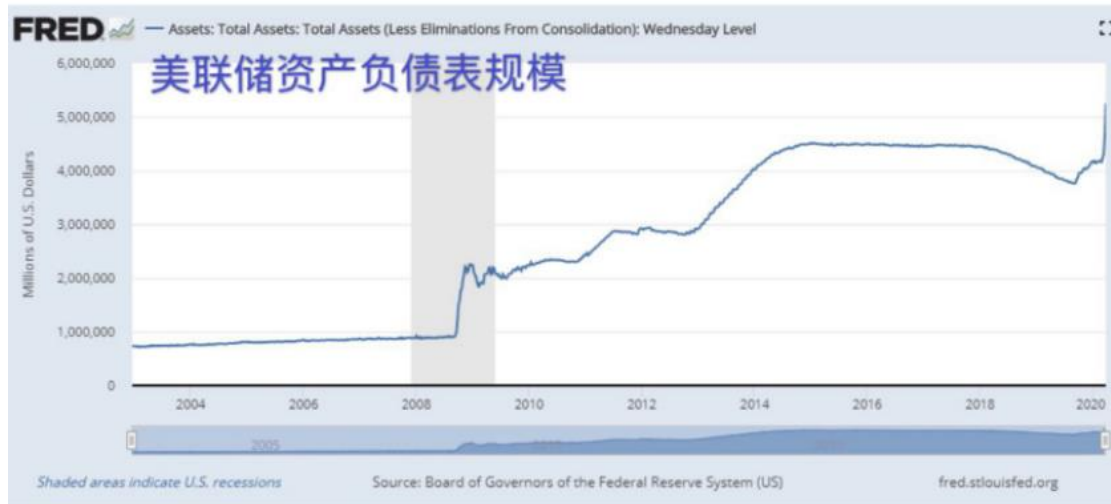


图 15 美联储资产负债表规模变化趋势

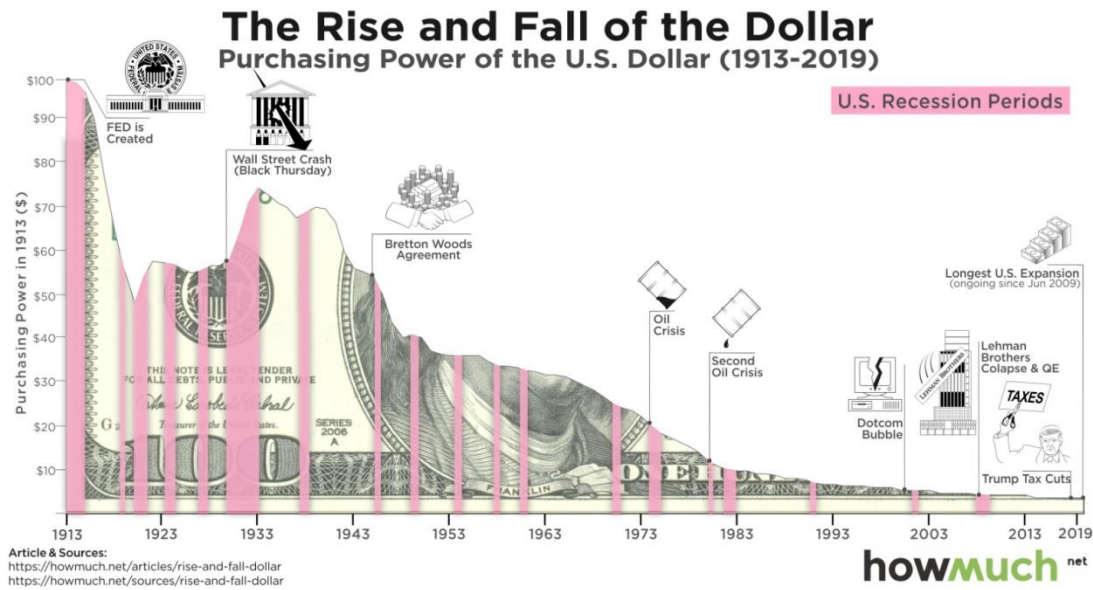


图 16 1913 年以来 100 美元的购买力变化（2019 年 3.87 美元）



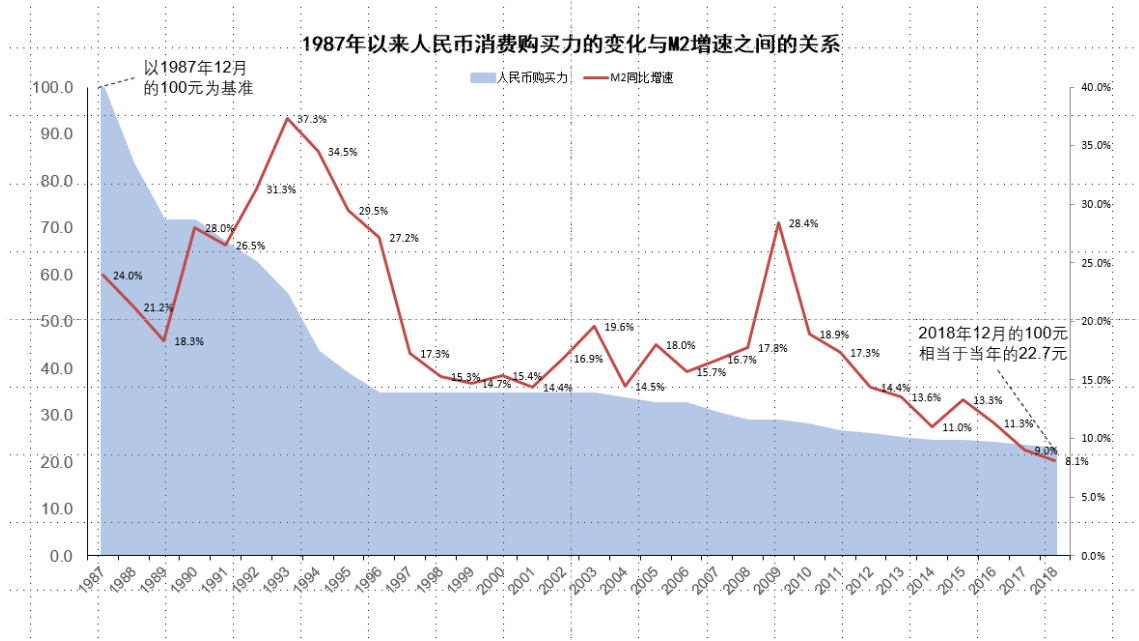


图 17 中国过去 30 年 M2 增速与人民币购买力变化

今后对投资人而言，主要竞争对手是 **CPI** 和 **M2**，要跑赢 **CPI** 和 **M2**。如何找到这样的好资产？有三个思考方向：

(1) 企业拥有的资产价值/全球当年经济总量。观察过去 100 年美国市值前十强的变化，前 50~60 年是基础原材料，后 20 年主要是先进制造业，接下来 10 年是 IT，再接下来的 10 年是移动互联网。未来 10~15 年应该是数字资产。



图 18 美国市值排名靠前公司的产业演进路径

移动互联网公司的共同特点是，有一个高用户粘性的应用。这些数字资产归用户所有，但数字资产增值的权益归平台所有。未来物联网、区块链，增加了数据资产价值和拥有数据资产的企业行业范围。未来要投的就是拥有数据资产的公司，要考虑什么样的公司会拥有数据资产。FB 是本人很看好的公司。传统金融公司、公用事业公司也拥有较好的数据资产。

(2)找到什么行业能跑赢 M2? 中国人在医疗教育支出上的意愿是较强的。还要找到经济总量增长能跑赢 M2 的，未来 15 年可以看印度。过去 20 年中，印度以卢比计算 GDP 年均增速 13.6%，以美元计算是 13.9%。找高成长和大体量的平台是非常重要的，印度是很好的标的。

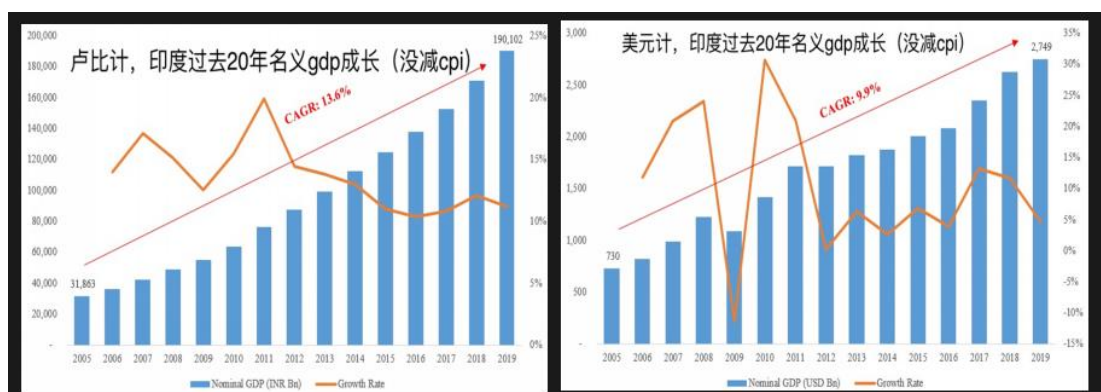


图 19 印度过去 20 年的经济增长一览

(3)要有巨大流动性、拥有足够交易量、同时自身通缩的产品。黄金是通缩的，每年的产量只增长 2%，小于 CPI，同时流动性和交易量都够。但是我们所熟知的普洱茶、沉香、字画、茅台酒，交易量和流动性可能不支持成为大类资产产品。比特币很可能成为大类资产。

2020年5月9日比特币的市值是1766亿美元，比特币在过去24小时的交易量是674亿美元，价格比1月初涨了35%。活跃的、可以移动的比特币可能只有1000亿美元。由此可见，比特币的流动性是非常高的。

#### 四、问答环节

**Q1:** 远程办公，除了 Zoom 外，还有其他什么股票可以参考？

**A1:** 微软 Meeting Room 和阿里钉钉。微软和阿里的用户本身就是企业用户，转移一下用户是非常容易的。但对谷歌和 FB 有挑战难度，因为对公司来说，去熟悉谷歌平台会有压力。

**Q2:** 请问数据资产对金融业的影响体现在哪些方面？除了传统金融机构，哪些企业在数据资产方面最有优势？

**A2:** 传统金融机构的业务分为三块：息差业务、中介业务、FinTech。银行业是在全球范围内拥有数据资产最大的行业，区域覆盖广，数据资产优势明显。这些数据是沉睡的资产，在充分保护隐私权的情况下，如利用 AI 充分发掘应用，就能转化为有收益的资产。

**Q3:** 如果既没有特效药，也没有长期有效疫苗，而且这个病毒像流感一样每年变异，您觉得对于经济会有什么影响？

**A3:** 现在病毒是瘟疫的特征，如果有特效药或者疫苗对当前的病毒有效，那就是全人类的福音。

**Q4:** 刚刚您说现在黄金价格也很贵，是否也会按照比特币边际成本来判断黄金价格，还是将黄金总市值与总体货币量进行比较？

A4: 疫情过后大规模放水，但是政府并没有回收流动性的行为。从 2008—2009 年来看，这么大规模的放水后美国只有 1 年的短暂缩表行为，而欧洲和日本都没有缩表，可以预料这次放水之后政府的缩表行为很可能没有。因此，现在投资者的对手主要是 M2，在这种情况下投黄金是有价值的。从投资品种来看，纸黄金不能碰，2017 年 3 月份时银行部门发行的纸黄金相当于库存的 5~7 倍，银行是拿不出足够的黄金来兑换的。金矿公司有环境、储量和生产等问题，因此金矿公司和黄金是两个生意、两码事。个人认为要买实物黄金或者接近 100% 实物金支撑的黄金 ETF。

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”第三百二十五期（2020年5月9日）内容整理而成，特邀嘉宾为复星集团联合创始人梁信军。

梁信军，复星集团联合创始人。自1992年创办复星集团至2017年3月，一直担任公司副董事长，并历任总裁、首席执行官。梁信军先生1968年10月出生于中国浙江临海，于1991年从复旦大学取得遗传工程学学士学位，于2007年从长江商学院取得工商管理硕士学位，并于2015年从亚利桑那州立大学取得全球金融工商管理博士学位。梁信军先生目前担任的社会职务包括：中国证券投资基金业协会私募股权及并购基金专业委员会委员、中国保险行业协会首席投资专家、上海复旦大学教育发展基金会理事。

### 【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郑子龙博士共同整理，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

