

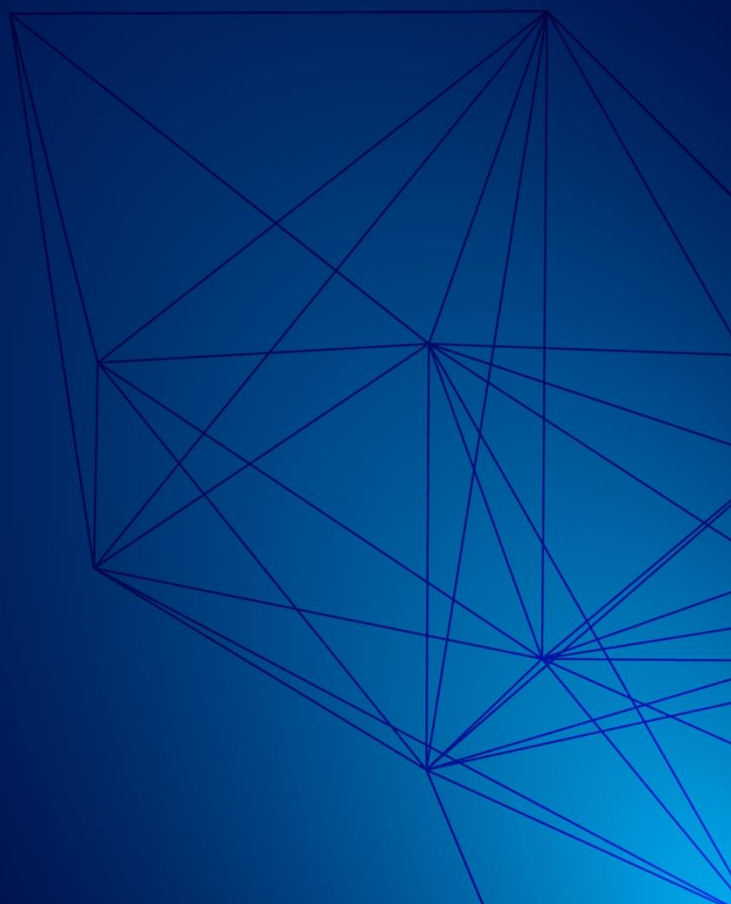


北大汇丰

PHBS FINANCIAL FRONTIER DIALOGUE

金融前沿对话

2021 年第 9 期 总第 95 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：都闻心（执行） 曹明明 方培豪 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。

站在新冠元年看未来世界

【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】

陶冬（瑞信私人银行亚太区副主席、前亚洲区首席经济分析师、中国首席经济学家论坛理事）

今天我的主题是站在新冠元年看未来世界，几个结论先拿出来分享。第一，疫情的转折点已经出现，情况会向好的方向发展，但是疫苗无法消灭病毒，病毒会长期和人类共存，这对我们的生活、对经济和科技发展都会带来重要影响。第二，全球范围内零利率和低利率的情况会长期维持，这种现象会改写经济学教科书。第三，疫情会催生数据时代的提早到来，数据时代的第一个里程碑事件，应该是智能工业，这个过程中中国具有弯道超车的机会。

一、疫情的转折点已经出现

2020 年被称为新冠元年，这一说法首先是由纽约时报专栏作家 Thomas Friedman 在《Our New Historical Divide: B.C. and A.C. - the World Before Corona and the World After》中提出来的，弗里德曼认为

这场疫情对于人类历史可能是具有分水岭的意义。我也同意这个看法。在讨论新冠之后的世界之前，我想先讨论一下对疫情未来发展的看法。

2020年11月开始，先后有8款疫苗通过了部分国家的监管审查，开始投放市场，美国、中国、英国、以色列等国的疫苗注射正在全面展开。根据WHO的统计，全世界目前总共有超过160款新冠候选疫苗正在进入1到3期的实验中间，陆续还会有更多的疫苗投入使用。据估计，在2021年夏季美国大约有60%到70%的人口会拥有新冠抗体。他们或者是通过接受疫苗得到抗体，或者是患病后产生自身免疫机能。欧洲和日本可能在2021年年底前也会有60%到70%左右的人口拥有新冠抗体。由于人口基数比较大，中国接受疫苗的人数数量不少，但是距离75%的免疫水平还有一定差距。主要城市中间估计也有40%到50%的人口，在2021年年底之前可以接收到疫苗注射。换言之，2021年年底前，世界主要发达国家和中国的大型城市大致可以达到群体免疫所需要的抗体水平。

但是这不是故事的结束，而是新冠疫情由急性暴发期转向慢性发作期一个转移。首先发达国家之后疫苗的注射速度可能明显放缓，发展中国家在疫苗运输、储存、注册流程，以及人员管理方面都会出现许多问题。地球是圆的，人员是流动的，只要地球上还有一个角落的疫苗注射没有完成，就依然存在着疫情死灰复燃的可能性。第二个更大的问题是病毒的变异，病毒变异是永恒的，当变异发生在特别部位，疫苗效果变差甚至失效。人类需要重新研究和改良疫苗，这需要

时间。第三个问题是疫苗有效性的下降，现在还没有明显的详细数据，不过有专家推断大概在3到12个月之后，会出现有效性递减的趋势。换句话说接种了疫苗，我们也没有办法彻底扔掉口罩。在我看来，疫苗降低了病毒传染的机会和速度。但是对于个人来讲，这只是概率的下降，还是有被感染的可能性。我们需要的是重病率和死亡率的进一步下降。换句话说，改善医疗手段和开发疫苗同样重要。

从呼吸器到鸡尾酒疗法，人类做出了许多尝试，也有明显的效果，但是迄今为止没有发现针对新冠病毒的特效药，我估计在未来两年也没有，最有可能的是新冠在相当长的时间内和人类共存。尽管疫苗的推出可以有效抑制疫情的蔓延，降低重病率，但是不会令疫情戛然而止。人们如何去恢复正常的生活，并不取决于病毒什么时候消失，而取决于对病毒的恐惧什么时候淡化，这可能是一个漫长的、渐进的、时有反复的过程，直至新冠死亡率趋近于流感的平均水平。在这种大环境下，如何去看全球经济的复苏，应该去看长期经济层面的变化。

二、2021 年全球经济复苏会相当强劲，美国的经济复苏会尤其强劲

美联储花了大概95年的时间，把资产负债表扩展到了8500亿美元的规模，2008年后仅用了5年的时间，就拉升到了3.6万亿美元，2020年花了5个月的时间，就翻倍到了7.2万亿美元的水平，与此相对应的是拜登政府所采取的经济刺激措施。拜登的经济救援计划，以及后面的经济刺激措施会非常强劲，据估计2021年美国GDP增

长可能超过 6%。无论从复苏的力度还是刺激的力度来讲，都是非常强的。不仅仅是美国，我们相信欧洲和日本都会有强劲的经济复苏。而这一次经济复苏最早的主要动力来自于中国。

尽管中国的经济数据 2021 年可能并不像其他国家那样出现反弹，但是实际上经济的增长水平也会非常高。除了中国之外，几乎所有国家的经济反弹都依靠巨大的财政刺激和强劲的货币政策刺激。换句话说，这一次的经济复苏到现在为止，基本上是为人为刺激的经济反弹。尽管 2021 年的经济复苏速度非常快，但是如何将一个靠政策刺激出来的经济复苏转换为更加可持续、自身的经济复苏，我相信这个过程需要一定的时间。

在我看来，全球的经济复苏有两个不同阶段。第一阶段是生产链的修复。在封城疫情之下封城堵路，使得产业链出现了各种各样的问题，这带来了工业生产的一次断崖式下滑。当疫情缓解之后，供应端复苏会非常快，带来 V 形反弹。但是过了这个阶段之后，第二阶段的经济复苏会比想象的更加复杂，我把它看成是一个资产负债表修复的过程。这个过程会非常漫长。此次疫情持续的时间已经相当长了，相当一部分就业机会消失了，部分甚至是结构性的、永久性的消失。这部分失业者要重新找到就业的时间恐怕需要以年来计算，而他们下一份工作的收入也会比之前那份低出一截。

2021 年后，几乎所有的经济都将面临着如何修复资产负债表的问题。中国可能比世界其他地方稍微好一些，主要是因为中国老百姓

的储蓄率比较高，当他们对于病毒的恐慌消失之后，消费可能有比较大的反弹。但是世界其他地方资产负债表的修复恐怕不会这么顺利，尤其是美国，这一个过程可能是相当漫长的。所以我把全球经济的复苏看成是一个小 V 接下来一个大 U 的形式。小 V 的出现是因为产业链的修复，大 U 这个大底，是资产负债表修复所需要的过程。如果这个是全球的经济复苏过程的话，我认为美国联邦储备局会尽一切努力推后货币环境正常化的过程。

2008 年危机后，美联储开启了量化宽松政策，但是当时美国的财政政策是收缩的，美联储不需要再为财政赤字买单，尽管如此，美联储的收缩政策也是两三年之后才开始，加息来得更晚。这一次有所不同，美国的财政政策正在做出史无前例的扩张，2020 年年底的 9000 亿美元，加上 2021 年年初拜登上台之后的 1.9 万亿美元，这两次刺激加在一起就已经相当于 2020 年预估 GDP 的 1.4%。之后还会有进一步的刺激措施出台，如此大规模的财政赤字，很难依靠正常的资金量来消化，就需要量化宽松政策把超低成本的资金输到货币系统里面来支持国债市场。只要财政政策不变，货币政策的转向会非常难，而且货币政策很难独立进行。

美联储究竟何时不得不收紧银根甚至加息？我认为当工资上涨压力过大的时候，收缩会发生。为了维持持续稳定的经济，货币政策可能处在且战且退的状态，直至工资开始明显上涨，货币环境正常化才不得不做。不过到了那个时候可能效果也不会很好，有可能正常化

的环境才刚开始，下一个下降周期就出现，QE 又会堂而皇之地登台。

如此规模的信用扩张，不可能不产生价格上涨压力，但是通货膨胀没有通过消费物价上升的形式反映出来，更多是通过金融资产价格上涨的形式体现出来的。上一轮 QE 之后，资金基本上滞留在了金融市场中。以金融市场震荡、上市公司回购股票和信用债成本暴跌的形式反映了出来，这次 QE 后的资金流向也差不多。金融通胀并没有反映在核心消费物价上面，美联储对此的处理方法是装作看不到。通货膨胀在发生，但是美联储要大规模进行实质性的货币环境正常化操作，可能需要的时间要更长。

长期来看，经济可能需要通过 QE 来维持。撇开政策周期性的起伏，政策利率可能长期处在偏低的水平。如果这个判断是对的，我认为有两件事情会发生。第一件事情是国债市场已死，国债市场已经到了一个风险与回报不相称的地步，而最终只能够通过货币当局通过人为的手段来维持政府财政缺口，这对于国债市场来讲，是一个重大打击。第二个必然会发生的事情是资产为王，只要居民财富的名义增长弱于通货膨胀，居民财富会不断被金融通货膨胀吞噬。带来的后果就是有能力投资的会越来越富，没有能力投资的人可能会受到更大的冲击。

和这两个问题相关联的，尤其是和国债市场已死相关联的，还有一个重要问题就是银行的风险可能会逐渐变得越来越大。银行的金融模式实际上就是以较低的成本把资金拿进来，以较高的收益把资金借

出去。但是 QE 长期化的结果是银行的借贷成本很难像过去一样低，这使得银行的盈利水平下降。银行无法通过攀爬风险曲线、或者是将一部分资产放入股票、或者是加强投资的年期、或者是增加国家债券投资中间的风险比重来完成其盈利水平，这会导致银行资产负债表端资产质量下降。

总之，我认为当 QE 长期化的时候，市场已经习以为常的投资定律会变得不适用，经济学的教科书需要改写。

三、疫情可能带来一个加速进入数据时代的机会

在这个时代中，中国在部分领域有弯道超车的可能。疫情已经改变了人们的生活方式、工作方式和经营方式。过去需要 10 年才能慢慢推进的事情，比如在家办公、线上教学等，在一年不到的时间内就在全世界都铺开了，这种加速的趋势一旦展开就收不住。

我认为全世界都在向 ABCDG 的时代迈进，A 指的是 AI，B 指的是区块链，C 指的是云计算，D 指的是大数据，G 指的是 5G。这些东西合在一起是新的数据时代。在数据时代初期，消费端的应用场景并不多。但是数据时代会对于竞争的形势和制造业模式带来巨大的冲击。过去几百年内制造业经济活动都是从厂家发起的，未来经济活动的起点是消费者，制造业都是为消费者量身定制的，这就所谓的智能工业模式。我认为这个场景大概 8 到 10 年间可以在中国出现，在世界其他地方可能 12 年内可以出现。疫情进一步加快了数据时代的到来。

我觉得中国有不少领域中可能会率先跨入数据时代。首先中国在抗疫工作中做得最好，最先摆脱了危机应对状态，重新回到了经济转型和产业升级的结构性主题上来。其次中国的数据基础设施在几个大国中逐渐领先，应用市场也比较成熟，资本市场也有助力的空间。再者，中国国家领导人对此比较重视，目前主要的经济体中，只有中国的领导人抽时间集体学习 AI、区块链和量子计算等。但是中国的科技基础研究比较薄弱，产业链中间也有明显的短板，从中长期来看，这种缺点一定会拖中国数据时代的后腿。数据时代对所有的制造业、服务业、零售业都会带来一场重新洗牌，我们的生活方式、工作方式、甚至生命周期，都可能因此出现巨大的变化。

在后疫情新时代，我认为必然会发生两件事。第一件事情是 QE 的长期化，这使得整个资本市场的运作根基产生重大变化。在这个过程中，也许会有通货膨胀周期性的起起伏伏，货币政策也会做出一些调整。但是从未来 10 年 20 年的角度看，一个不可避免的趋势是，通过货币与财政政策联手来维持相对稳定的经济增长。这对市场环境会带来极其重大的影响。第二件事情是，疫情会在很大程度上促进下一个数据时代的到来。疫情给整个工业、服务业和零售业带来的变化究竟有多大，现在尚不清楚，但是这种转变已经近在眼前了，快则 5 年，慢则 10 年。

四、问答环节

Q1: 您怎么看待新冠元年中美在科技，尤其是大数据领域进一

步竞争对世界格局以及投资前景的影响？

A1: 我认为这方面的竞争不会因为拜登的上台出现本质的改变，从根本上来讲，中美关系就是世界老大与老二之争。这个形式在未来会一直持续下去，美国政府换届可能导致中美竞争在风格上会有所改变，但是在更细致的问题上面，尤其是在实质性内容上面，我觉得不会有太大的改变。

我认为中美之间的科技发展在未来的 10 年到 20 年间，必然会出现一个大的脱钩。这种脱钩不代表彼此之间没有交流，但是会出现一个明显的防火墙。这主要是由于科技在军事上的应用，数据时代的一个核心应用是军事。未来在 5G 时代大国之间的战争可能就是无人机和机器人的战争，数据传送一秒甚至半秒的差距，都可能决定战斗胜利与否。在这种情况下，中国不可能继续用 GPS 来做数据传输。

从全世界的卫星发射情况来看，2020 年新发射的卫星基本上聚焦于美国和中国两个国家，中国的发射数量甚至比美国还多。中国在迅速建立起自己的北斗卫星系统，其中有一个重要的就是军事考虑，而任何军事层面的应用最终都需要有相应的民用市场，才能支持其可持续发展。

基于以上几个方面的原因，我相信从长远来看，中美两家的科技可能是要分家的，但这不是短期之内就能实现的。中国的科技仍然是在一个且战且退，同时逐步建立起自己体系的状况下进行的，这个过程我估计需要 10 年左右。

Q2: 针对大数据巨头的监管，中国、欧盟和美国做法各有不同，您怎么看待未来 5-10 年的影响？

A2: 对于大数据巨头的监管问题，我相信每个国家都会重视。从国际来看，监管上欧洲可能走得最快一点，美国和中国会各走一套不同的体系。对于中国来讲，反垄断，还有数据的隐私保护方面，会有更加严格的监管，但是我不相信中国政府会真正打死这些科技巨头，因为这些科技巨头是中国未来经济升级转型的主要牵动力。

目前对科技巨头的监管所做的事情是规范这一前所未有的新领域，使它更好发挥出效率来，为经济服务。我认为这是一个适当监管的过程，而不是一个堵塞的过程。我觉得美国对数据巨头的监管也会走一条类似于中国的路，目前由于美国的民意的变化和新政府的上台，对于垄断这件事，美国可能会监管更严一些。但是科技的发展在这数据时代到来的背景之下，我相信这是堵也堵不住的。

Q3: 传统企业的数据中台建立有什么成熟路径和方法吗？数据中台究竟应该有什么特征？

A3: 对于企业的成熟的路径和方法，我目前也没有看清楚。因为现在的技术还没有发展到这一步，我估计在未来两、三年会有比较明显的变化。我认为，可能不止一个路径图，不同的行业可能也会走出不同的路径。但是从目前来看，我认为中台还是处在一个萌芽状态。所以作为经济学家，我暂时还没有办法给出一个比较明确的答案。

Q4: 您如何看待通胀的演变过程？现在大宗商品、能源，以及

美国的劳工成本（随之小时工资提高）都会慢慢地上升，这些会不会促使联储按时收水呢？

A4: 我们现在已经见到了金融资产的通货膨胀，通货膨胀的驱动力在未来会出现一个转变，由需求端通货膨胀转到由供给端复工所带来的通货膨胀。目前市场上大宗商品的涨价等，基本上是由于市场对产业供应端修复所带来的预期。当居民收入有所提高，需求端的通货膨胀短期也会出现反弹。但是当反弹到一定阶段之后，只有真正的资产负债表完全修复之后，才可能带来持续的、长时间的通货膨胀。我认为这一轮的通货膨胀会有两三次峰值，但是真正能够逼迫美联储加息的，主要还是看需求端，尤其是看就业市场上工资上涨所带来的通货膨胀什么时候出现。我认为这可能需要一定的时间。

最近看到一张非常有意思的图，对比了过去 40 年美国股指的上升和大宗商品上升之间的关系，在过去 40 年间，除去一些周期性超买因素外，股市上涨持续超越了大宗商品。这也体现了全球经济发展正在出现业态性变化，从工业社会逐步向数据时代转移。经济的增长，生产效率的提高，使得股市的增长持续地快于大宗商品，这对于通货膨胀的研究是具有启发性意义的。

Q5: 中国香港在中美博弈互动中能发挥什么作用？对现有的功能有什么影响？

A5: 首先声明我不代表任何机构的观点，我个人认为中国香港问题依然会成为西方国家，尤其是美国、英国和中国角力的一个轴心。

美国除了贸易牌、科技牌、金融牌，以后可能有的粮食牌之外，香港牌和新疆牌是另外两张牌，这个过程中美国预计可能会不断施加压力。但是简单来讲，我认为香港大局已定，在现在的情况下，美国面对香港可以出的牌数不多，能够打出来的主要是金融牌。

从金融市场看，中国也存在着双循环，就是以 A 股国内资本市场为主体、以香港为海外市场的循环。香港目前是中国的一个离岸金融中心，香港市场聚集着中国最大的企业、最有潜力的企业和最有创意的企业，以及未来还会有许多新的企业，或从美国或从中国加入进去。我认为香港今后的发展基本上靠的是金融业，只要金融业还在，香港就不会死，但是金融业的一枝独秀也会带来一些新的问题。

金融业的繁荣对于基层市民的辐射能力相对较差，于是香港经济的复苏、收入的复苏会出现明显的 k 型复苏局面。金融业的从业人员收入不断反弹，而其他人员的收入和就业机会相对较弱，最后可能导致社会的撕裂问题迟迟得不到解决。从长远来讲，这的确是一个隐患，但是我个人认为，欧美通过香港来打击中国最好的时间已经过去，手中的牌是有限的。

Q6: 想问一下您对 2021 年金融市场风险的关注点，有什么可能的黑天鹅事件？

A6: 2021 年金融业的风险和黑天鹅事件，我只是从经济学家的角度来看待这个问题。我认为第一个可能出现的黑天鹅事件是疫情可能比我们想象的更复杂，尤其是病毒的变种会带来疫苗和治疗手段上

的曲折。而这带来的不仅仅是经济复苏的问题，同时也是整个金融市场和货币政策问题。我认为最大的黑天鹅事件是疫情未来怎么发展，2021年七、八月份发达国家大概有60%到70%的免疫能力，这个假设是市场已经普遍接受的，但是如果这个假设是错误的话，肯定会对于市场带来一个重大的打击，对于经济也会带来重大打击。第二个黑天鹅事件，我觉得应该和这段时间市场杠杆的戏剧性的上涨所带来的一个市场风险有关。这一次的市场复苏有经济基本面因素，但是更多的是靠各个国家突然增加的流动性所带起来的。这种情况会不会再带来一次2020年3月份急剧去杠杆所带来的市场震荡，我觉得这个可能性是挺大的，只是不知道什么时候发生。我认为我们会见到一次又一次市场10%、20%的调整，但是现在和过去的一个最大差别，是现在的决策者，尤其是货币当局，已经不愿意去忍受周期性的波动。周期性波动既包括经济，也包括市场。如果市场或者经济再出现2020年那样的波动，美联储还会再加码，那么在过了短暂的收缩期之后，市场还会重新向好。

Q7：您对中国制造业竞争力有何展望？中国是否会有全面优势？

A7：我不敢讲全面性，中国的制造业有它明显的强项，也有一些明显的弱项，也有一些在逐步发展的项目。由于中国率先进入数据时代，那么中国通过本国市场来演练出比较好的数据时代的智能工业，进而把它推向世界，我认为这个可能性是不小的。但是另外一方面，

这场疫情给全世界都带来了一个教训，就是产业链不能过度集中，不能依赖于任何国家。如果中国制造业在智能制造上面领先世界其他国家相当大距离，我认为会出现一些政治和关税上面的壁垒，所以我不相信中国在全球制造业的产业链中间可以占有巨大的地位，但是我相信中国的制造业中一些行业会有竞争优势。

Q8: 中国在芯片这个软肋怎么突破，芯片是现代化的心脏，如何突破以美国为首的西方制约呢？砸钱短期大跃进很难有所突破，那么是不是说中国的科技会长期受制于西方的制约呢？

A8: 我不是科技方面的专家，但据了解，相信中国在芯片行业里面的突破，所需要的时间恐怕是以 10 年 20 年来计算的。而靠砸钱想把芯片行业拉到世界的先进水平，我认为这是非常不理智的行为。我认为中国的芯片行业会是这一次数据时代变革的一个重大短板。但是我同时想强调，中国目前最大的缺陷还是在最高端的芯片的制造。如果要是说高端之下的那些芯片行业的话，我个人认为和世界其他地方差距不大，甚至有些领域我们是处于领先地位的。最重要的是在数据时代初期，如果我们有足够大的内需市场的话，我们的确确实是有相足够的空间，在高端芯片发展还受阻的情况下，在数据时代里面做一些事情的。至于中国的芯片业 10 年 20 年之后不能够达到世界水平，我不敢说，而这个不确定性对于中期中国的科技发展，的确是一个问号。但是如果所有的东西都是在云上面操作的，终端的芯片就并不重要了。10 年 20 年之后的科技会怎么发展，我认为现在言之过早，但

是我认为，中国巨大的市场和应用场景，使得中国在最高端之外的芯片领域里面打出一片天下，这种机会是比较大的。

Q9: 沪港通、深港通启动以来，其交易占香港市场的比重在不断提升，您预计这个占比将来能提升到什么水平？

A9: 目前内地进入香港的资金中间，散户多，共同基金多，而长线的资金比较少，这就决定了南下资金短期行为的特征会更浓一些。实际上大规模的资金南下在 2007 年和 2015 年都曾经发生过，每一次来的时候都是轰轰烈烈，走的时候悄然无声。所以我对于南下资金有憧憬，但是我也并不认为它会彻底改变香港市场的格局。中国资金不过是港股几股势力中间的一股，它有它的特点，有它的冲劲，但是它还没有真正的能够起到主导香港市场的一步。

但是港股现在是全世界主要股市中间最便宜的，我对于港股的看好是基于它的基本面因素，它现在的 PE 是 14 倍，相比较美股的每股 25 倍，这的确是很便宜的。另外一个更重要的因素是香港市场集聚着中国最好的企业，既有最大的企业，也有最有创意的企业，也有动力最足的企业，增长最好的企业。那么无论是内地的资金还是海外的资金，如果想搭上中国增长这个火车的话，香港市场一定是最好的。

我觉得内地资金下来会改变一些香港的审美观，港股的审美观。第一个大的特点就是大量国内 ETF 的涌入，使得港股会出现持续头部公司所带来的良性循环效应。那些公司越表现越好，资金越往那里涌。这种情况在美国发生了，我认为港股也在发生这种情况。第

二个是内地资金明显偏好细分行业的龙头，在过去 11 年已经慢慢展现出来。在未来追逐细分行业的龙头老大这种审美偏好，我认为会越来越明显。当然，由于内地资金进出快、搏杀凶猛，这种玩法也会给港股带来一些新的波动性。

但总体来讲，我非常看好港股，但是我并不认为北水是拉动港股市场的最重要的因素，依然要立足于基本面，然后顺势而为。

我不敢估计中资在港股中间会占多少比例，我大概知道目前中资占到三成左右。但是我认为这个并不是结束，正是因为港股拥有中国最好的这些公司，所以如果内地的资金，包括社保基金、退休金，也会大规模地进来，这个规模会非常的大，所以对于内地资金到底会对港股占多少比重，我不敢封顶，我认为真正的大故事还没有出现。5 年 10 年后再看港股，就是中国的一个离岸资本市场。

Q10: 中美欧各国政府如何有效尽快修复资产负债表，是通过经济增长率高于通胀率，提高企业税收，贫富重新分配（富人加税）等吗？您认为此次新冠危机出现转折点，代表全球经济将进入下一轮 7-10 年的经济增长周期吗？

A10: 我觉得这个问题非常好。现在经济复苏呈现 K 型复苏的特点，K 型复苏的一个直接后果，就是穷者愈穷，富者愈富，有机会的有投资能力的人机会越来越多，没有投资机会的能力的人越来越少，所带来的贫富悬殊，各个国家都会关注。我觉得拜登的紧急救援计划之后，下一步所推出的刺激措施中，可能均贫富的可能性要大过在基

基础设施上面大增拳脚。

但是市场的动态和动能，绝不是政府靠均贫富的一些措施就可以真正解决的。我相信这场疫情所带来的货币和财政一致性行动，以及之后资产价格的上涨，一定会带来全世界范围内的贫富不均。它的后果是社会撕裂，最终能够解决 MMT 带来的问题的，不是通货膨胀起来了，因为通货膨胀有多少，最终政府和货币当局愿意花杀多大力气的解决，是他们说了算的。最终解决 MMT 的要么是革命，要么是战争。在这一天到来之前，我们每一个人要尽量为自己的财富增值。

我们隐约可以看到一些经济增长周期，但是 QE 之后的一个特点，就是经济增长周期不再像过去那么显性，上升周期没有问题，下降周期就不明显，货币政策和财政政策可以把它部分填掉。这实际上使得经济失去了市场出清机会，拉长了周期，也改变了经济内生的一个调节规律。这也是为什么我认为未来会出现更大的问题。

Q11: 您怎么看数字化时代央行数字货币和比特币的发展趋势？

A11: 对于比特币和央行数字货币，我不是这方面的专家，但是我稍微谈几点我的看法，我认为数字货币是数据时代必不可少的一种交易工具和储蓄工具。

对于数字货币本身作为一种资产种类，我是看好的。一个较大的变化就是黄金这两年的走势和比特币这两年的走势，说 2022 年轻一代人不再把黄金作为储蓄工具，他们宁可用比特币来作为储备工具，这种做法到底是不是理性？我不知道。我认为比特币的波动性之大导

致其很难作为储备货币，但是我相信年轻人永远是对的，因为他们年轻，可以笑到最后。

目前我们所见到的一个新变化就是比特币不只是年轻人玩的。从一些大型企业到一些基金再到一些银行也陆陆续续开始加入到这个行列，我觉得这个趋势很重要，我不敢说他们有多相信比特币，他们要占据一个在电子时代的赛道、一个支付赛道。

我不认同比特币的储蓄性有多么强，也许比特币就这么多了，但是比特币之外还可以有各种各样其他的币的产生出来，实际上它的供应量是不可控的，一切都取决于约定俗成的习惯，但这个习惯可以在一夜之间改变。

相对来讲，我更看好央行主导的数字货币，这里面最大的原因，是因为我们目前还是处在主权国家主导的社会，去中心化还没有去到这一步。任何一个国家还可以封杀掉许许多多的东西，还可以监管掉许多的东西。但是央行货币的发行或者比特币的发行，最终谁胜谁负，取决于消费者的选择。而消费者的选择最大的助力是科技到底站在哪一边？今天我们还看不清楚，在几年之内我们可以看得清楚，也不排除两种数字货币并存的可能性。

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”第三百四十七期（2021年2月22日）内容整理而成，特邀嘉宾为瑞信私人银行亚太区副主席、前亚洲区首席经济分析师、中国首席经济学家论坛理事陶冬先生。

陶冬，瑞信私人银行亚太区副主席、前亚洲区首席经济分析师，中国首席经济学家论坛理事。他于1998年加入瑞士信贷第一波士顿，主管亚洲区经济研究，侧重于对中国经济的研究，但同时兼顾亚洲区其它国家和地区的研究。此前，他曾任香港宝源证券高级经济分析师及中国研究部主管。陶冬为美国犹他大学博士，瑞士信贷第一波士顿(CSFB)亚洲区首席经济学家，瑞士信贷第一波士顿的董事。他连续多年入选权威业内杂志、美国《机构投资者》亚洲区优秀经济分析员排名榜；曾对1997年亚洲金融风暴和2004年中国宏观调控作出过前瞻性分析和预警；曾于中国、美国及日本任职，自1994年起长驻香港。

【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王志峰博士共同整理，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

