

北大汇丰

PHBS FINANCIAL FRONTIER DIALOGUE

金融前沿对话

2020年第6期 总第53期



PHBS HERT
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。

对话美国前财政部长顾问 Craig Phillips

【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】

Craig Phillips（美国前财政部长顾问）

蒋丹芃（中国银行纽约分行 SVP）

一、中美关系

蒋女士：首先我们来聊聊中美关系。中美第一阶段谈判中，曾经传出特朗普政府正考虑禁止美国资本流入中国的措施，您当时对媒体表示这将产生非我们所愿的巨大后果。您为什么这么说？

Craig: 全球经济成功的一大原因来自资本自由流动。当时有一种传言（更像是一种威胁）：如果美国得不到想要的协议，就会禁止向中国投资。我认为这是非常糟糕的政策，不应该将资本流动与贸易谈判挂钩。对于美国来说，如果因此而不能投资中国或其他任何区域，将是一大损失。如果中国以牙还牙，那么结果会进一步恶化。例如，美方本身非常依赖中国资金流入美国国债市场。因此我非常高兴这项政策没被执行，我认为这项政策以后也不会出现在政策日程表上。

蒋女士：中美第一阶段协议达成后，下一步怎么走？

Craig: 总统大选是在 11 月份，我们目前所处的阶段是民主党初选，当然我们还有参众两院选举，所以现在一切都与政治相关。我认为特朗普总统有很强的意愿先达成一个阶段性协议，并把第二阶段留在大选之后，所以 2020 年的中美贸易关系倾向于维持现状。如果特朗普总统连任，那么他会主导第二阶段谈判；如果他没有连任，我们需要观察民主党会采取何种姿态。我认为美国民众已经对谈判有些疲劳了，中国人民应该也是。这项谈判本身是特朗普总统当初得以当选的政治承诺之一，但在实际执行过程中对关税与原有的贸易状况造成了诸多冲击，也已经开始引发一部分人的不满。我认为美国民众对第一阶段协议达成的反应是长舒一口气，如果未来宣布第二阶段谈判就此结束，会有更多人感到解脱，当然这取决于选举的结果。

蒋女士: 您认为市场正在以什么样的方式讲述它对全球贸易摩擦的认识？我们正面临什么下行风险吗？

Craig: 我认为贸易争端带来了巨大的下行风险。目前我们不仅与中国有贸易争端，特朗普总统在与其他众多国家的贸易争端中也有些缺乏原则，并且具体问题涉及商品和贸易等广泛领域。如果特朗普总统连任，这一特点将在其第二个任期中延续。IMF 和许多其他机构已经把贸易视作全球经济的最大不确定性因素之一。

蒋女士: 一些监管改革使美国公司更具国际竞争力，并且更好地适应了不同地区银行的要求，这对新兴市场的跨境资本流动有什么参考意义？

Craig: 全球贸易极为复杂，很难将其简化为两国之间的双边贸易。美国的大公司遍布世界，他们进入的是全球劳动力市场和供应链，而不仅仅是进入中国。通用在中美销售大量的汽车。宝马是德国公司，同时也在美国制造生产。

基于上述原因，很难评估关税对美国公司的影响。通常人们会认为，如果美国获得了“贸易公平”，就业机会就会回到美国。但考虑到我们的成本结构、自然资源的可得性和其他原因，这恐怕是不切实际的期待。

简言之，非常重要的一点是，一个国家应该拥有具备竞争力的公司以及提高公司竞争力的政策。

蒋女士: 您认为美国大型资产管理公司、银行和保险公司，比如 **Blackrock, Alliance Bersten, Fidelity, JPM Morgan, Bank of America, Morgan Stanley, MetLife, New York Life** 等公司是否会在 2020 年以后扩大在中国的经营规模？他们还在观望中国政府和相关机构如何实施第一阶段贸易协议吗？中小型资产管理公司/银行更有可能迈出第一步吗？

Craig: 我在过去三年听取了很多 CEO 们的意见。提到最多的是希望能够平等地进入中国市场，因为美国允许中国和其他国家在美投资，我们希望能够获得平等对待的另一个方面是改进知识产权保护。因此我认为，如果允许金融机构进入中国，中国政府将从中获益。这不仅会促进中美双方的经济增长，带来更多的机会，而且还可能缓和

美方未来在贸易谈判中更加强硬的立场。你提到的许多公司，如 Blackrock, JP Morgan, Bank of America, Morgan Stanley, 他们在历史上多通过香港的分支机构或以合资企业的形式进入中国。希望新的安排能让他们考虑将中国的业务进一步落地。两国之间长期稳定的信任环境从长远来看会降低贸易紧张程度。

我还认为，中国将从美国公司进入中国国内市场带来的创新中受益。在中国确实有很多东西是西方世界的翻版，但是你们用中国的方式复制。这将会促成商业、投资理念和创新的显著增长。中国将从世界各地的投资中受益。所以老实说，如果不允许在中国进行平等的投资，最终其他国家可能会限制世界各地的投资机会，这对中国没有好处。

蒋女士：第一阶段协议中提到美国将加快中信和中金的许可申请，您有什么时间节点上的判断吗？这是否仍取决于中国开放金融市场的进展？

Craig：我认为这是双向的。今天我们讨论的主持人蒋丹芃女士来自中国银行，中国银行在美国有一家很大的分行。鼓励中国的券商进入美国市场是一项好措施，这会促进双方更为健康的资本流动。

二、美国大选

蒋女士：我们目前正处于美国大选的中段，您认为市场将告诉我们怎样的选举结果？

Craig：我认为到目前为止美国股市一直非常强劲，并且经受住

了诸如军事冲突、移民问题以及许多其他负面消息的打击。但是，当前的新冠病毒又带来了巨大的不确定性。

但我认为市场总体倾向于特朗普会连任，因为市场当前的价格并未反映激进的民主党人会获胜。在美国国内，竞选中当然会提倡一些激进的政策方针，如社会主义类型的免费教育、全民医保以及一系列竞选承诺。这些承诺固然具有社会价值，但同时也将导致本身就已极高的赤字变得不可收拾。因此一旦我们知道民主党候选人是谁，我们就可以评估选举结果的范围。这可能反映在市场上，具体如何反映取决于选举结果。

另外一个影响市场的重要因素是税收政策的方向。特朗普总统的税收政策对市场有利。很明显，我们仍在持续扩张的部分原因是美国的税率更低，使美国更有竞争力。一些候选人倾向于提高税率，在某些情况下取消资本利得收益。所以随着大选的临近，这个因素也会产生影响。

所以我认为市场更倾向于认为特朗普总统会连任。

蒋女士：2016 年的大选结果令人大跌眼镜，我们目前看得到相关风险吗？

Craig：美国现在的党派分歧非常严重，还有很多人不喜欢特朗普总统的风格和个性，不认可他组织政府的方式。我认为选举结果会非常接近，这会非常艰难。民主党选择谁来竞选是一个重要因素。但目前我倾向于同意市场的看法，特朗普总统连任的可能性更大。

三、美国经济与市场

蒋女士：我们现在处于长期低利率环境中，这将如何影响美国与全球经济？央行还有什么政策方案？

Craig: 我从未想到我们处于如此低的利率中。当初我加入财政部时，美国的赤字因短期减税政策而攀升，我本以为这将引发利率上升。但正如你看到的，欧洲经历的负利率泛滥以及资产逐利，间接导致了美国利率下行至低水平，并借由低廉的融资成本进一步创造了潜在的资产泡沫。然而低利率同时给银行、保险公司以及其他依赖利差为生的机构以极大的盈利压力，同时对为退休和资产增长储蓄的人们构成了威胁。

我认为我们将继续与低利率共存相当长的时间。其结果就是，当面临冲击或经济下行时，政策空间极其有限，而在经历了如此长时间的复苏之后，我们总会碰到周期下行，而目前的低利率让我不知道届时的刺激空间在哪里。

谈到量化宽松，央行资产负债表规模庞大。因此，我们应该假设，低利率已有相当长的时间了，这对金融板块与储户造成很大压力，并且可能导致经济在需要刺激时缺乏手段。

蒋女士：目前市场对美国企业信贷市场十分关注，尤其是杠杆贷款市场。您是否认为企业信贷市场的波动率即将上升，这对担保贷款凭证（CLO）市场又将产生什么影响？

Craig: 我认为美国经济目前非常健康，并没有看到什么崩盘或

金融恐慌迹象。因此每当人们高呼恐慌就要来到时，我并不同意。第一，我们现在有着比金融危机前更低的杠杆，银行的资本充足率更高，它们有透明的流动性要求，进行压力测试，并有解决方案。我认为尽管我们处于经济周期末期，但美国经济的信贷市场和银行系统都处于一个非常好的状态。

上次危机是由消费者，尤其是风险极高的抵押贷款引起的，这导致了房价暴跌和许多抵押贷款拖欠。目前，美国房地产市场处于极度保守的状态。房屋净值接近 17 万亿美元，我们的抵押贷款债务约为 10 万亿或 10.7 万亿美元，但房屋价值超过 27 万亿美元。因此房屋净值安全垫非常高。

公司债市场有所不同，公司债务有所上升，其占总 GDP 的比重已经到达了 48% 的历史高点，这主要是由于上市公司不断回购股票，融资更为激进。因此目前上市公司中 BBB 评级的公司更多了。

边际上看，如果我们将迎来一场经济衰退，美国企业信贷市场受到的冲击可能比消费者更大，而在企业信贷市场中的部分债务融资是通过担保贷款凭证（CLO）完成的。我认为担保贷款凭证结构良好，风险描述清晰，换言之，购买者知道他们在买什么——银行和其他保守投资者往往持有 AAA 评级的部分，高收益型部分被对冲基金与其他机构买走。此外，担保贷款凭证的市场规模在万亿美元以下，而整个杠杆贷款市场加起来也不过 1.3 万亿美元，体量不足以撼动整个美国经济。因此，在企业债务周期内，我们可能会遇到一些挫折，会根

据行业出现轮动。

四、金融监管

蒋女士：我们来聊聊金融监管吧，去年6月，彭博将您描述为特朗普政府放松金融机构与资本市场监管计划的总设计师，为何这么说？

Craig：我的部分职责是领导一项关于监管的研究。我们的总体观点是，金融危机之后，金融机构被施加了过多的监管，以至于对它们造成了沉重的负担，尤其是小型金融机构。因此，我们的一项重要任务就是为社区银行与区域银行减负。相应地，我们通过了一项提高CCAR（美联储综合资本分析和审查）审查门槛的重要银行法案，并免除了对资产低于百亿美元的银行、包括沃尔克法则在内的一系列限制。

但对于大银行来说，监管还是没有改变太多。我们的出发点是让信贷更自由地流通，减轻消费者的负担，并减少不必要的监管。大银行在流动性、资本充足率以及资本规则上没有变化，并且还在透明度以及压力测试等方面有更多的要求。

但我认为前景已经确定，银行法案已经通过，目前的监管机构正在完成这一过程。一些规则的制定确实需要一段时间，所以仍然有一些措施需要完善。

蒋女士：政府打算结束对房地美和房利美的接管，这对国际投资者以及美国房地产市场意味着什么？

Craig：美国政府在房地产融资市场中扮演重要角色，我们拥有

一系列政府担保项目，40%的房地产融资都是通过房地美和房利美完成的，这使得政府在房地产融资中的占比达到 65%~70%。因此政府是美国住房体系中的重要角色。房地美和房利美在上次危机中失败并被政府接管，我们的建议是私有化，允许它们重新积累资本，以便在压力时期能够承受损失，并保护纳税人。

美国财政部主张对住房金融体系进行立法改革，并支持解除政府对两房接管。但在缺乏相关立法的情况下，政府更倾向于通过行政手段终止接管。这项工作的准备工作正在顺利进行。财政部停止了两房对财政部的股息发放，两房现在都在通过收益积累资本。这两家公司每年的总收益超过 250 亿美元，所以在四年的时间里，他们积累了 1000 亿美元的资本。根据最新的仍在考虑中的资本规则，他们将需要 1500 到 1600 亿美元的总资本，因此需要一些外部融资。

由于 2020 年是大选年，这一进程可能会暂停。显然，这带来了一定的风险。如果特朗普总统再次当选，我相信我们将在其下一个任期初就看到改革方案，以及政府结束对两房的接管。

蒋女士：在房屋可负担层面，美国的政策制定者做了什么，或者未来能做什么来帮助普通大众买得起房子？

Craig：政府在美国住房金融市场上如此活跃的一个原因是美国人通常选择 30 年期的固定利率抵押贷款，而创造 30 年期固定利率抵押贷款的唯一方法是将其证券化。问题是，自金融危机以来住房建造不足，且美国是经济活动非常集中的经济体。经济活动主要集中在旧

金山地区、纽约等地，一般人很难在这些地方承担购房支出，住房负担是一个主要的社会问题。

而关于融资，政府也无法采取更多措施，因为过高风险的抵押贷款会带来下一次次贷危机。显然这并非好事。所以我认为政策制定者需要继续研究其他影响因素，如提供更多的住房供应、更多的负担得起的住房供给、个人住房及相关本地法规的制定。这就需要政府制定政策来同时帮助购房者和租房者。

五、金融科技

蒋女士：金融科技一直是金融从业者们的热门话题，这其中的原因有很多。您是美国政府发布的金融科技/区块链报告的起草者，您能否就加密货币的现状，以及更广泛的区块链领域在商业中的应用，分享您的观点？

Craig: 金融科技正在美国各种规模的企业中蓬勃发展。它正在跨越整个金融生态系统，影响银行服务和存款账户、消费者和商业贷款、抵押贷款和支付。金融系统几乎每个方面都受益于速度的提高、数据的使用和移动计算。首先，我非常肯定持续创新的价值。

我们认为这将是一个公平的竞争环境。从事银行业务，应该按照银行来进行监管。鼓励金融机构与科技公司合作，并推进益于双方合作的监管，有助于促进创新。我认为这降低了信贷成本，增加了金融服务的可及性，也使其他一些体系更加现代化。区块链就是其中之一，并将会发挥重要作用。

SEC 和 CFTC 正在与世界各地的监管机构合作，他们正在试图为数字资产创造一致的、可预测的监管环境。因此，我认为区块链市场将会扩大，它将在科技行业中扮演重要角色，加密货币市场也有同样潜力。

蒋女士：您是否关注 Facebook 的 Libra？

Craig: Facebook 在用于支付的电子货币 Libra 上遭遇了许多阻力。他们确实有一个使用它的公司联盟，但我认为他们在与世界各地的金融监管机构就该计划进行合作方面有点超前了。社交媒体公司和金融服务公司之间有很大的区别，这一点他们缺乏考虑。在政策圈，该公司在信任、隐私和其他问题上有相当多未解决的问题。所以，人们的反应更多的是 Facebook 进入金融服务领域，而不是加密货币。我希望 Facebook 和他们的合作伙伴能够找到一种方式来推进这个创新的想法。拥有稳定的加密货币和相互连接的全球支付系统是一个有趣的想法。

蒋女士：您能和我们分享一下美国的金融科技吗？大型科技巨头是如何塑造金融业的？传统的银行体系又是如何在外界的新挑战下进行自我改革的？

Craig: 美国今天的情况和中国类似，人们更偏好移动互联网系统。因此，人们希望通过手机获得金融服务，手机成为了新的银行分支。速度、更好的数据利用和更低的成本都是其中的一部分。它还应该有助于提高金融包容性。同时，必须有正确的方法来处理网络安全，

保护数据，避免身份欺诈和数字身份盗窃等问题。

与金融科技创新者合作的银行数量激增，这是一个非常积极的趋势。

巴曙松教授：Phillips 先生和 Maggie，以及线上的各位朋友，大家好！

谢谢 Phillips 先生带来的富有洞察力的观点。Phillips 先生今天涉及的领域非常广泛，从金融市场、宏观经济到最前沿的 Fintech 他都颇有研究，给我们带来了一场内容丰富的问答。其中，中美关系是全球最重要的双边关系之一，中美各自的宏观经济金融市场运行以及中美贸易关系到全球经济的冷热，无疑是全球最为关切的问题。2020 年新冠肺炎疫情爆发对全球产业链的冲击，更让我们深刻地感受到，各国的产业已经是环环相扣。在这个背景下，这次讨论也更有价值。

同时，也感谢 Maggie 积极组织联系促成了本次访谈。“连线华尔街”对话，从我 2013 年到哥伦比亚大学商学院担任高级访问学者时发起，至今已经持续了 141 期，活动设立的初衷是促进中美双方金融界的交流。在当前中美贸易战的背景下，坚持中美间的市场与民间对话更有价值。他们的讨论都仅代表个人的意见，不代表任何机构的看法。正是有像 Maggie 等不少来自中美两国金融界的朋友积极联络推动，“连线华尔街”才能够持续 6 年多的时间。也希望各位中美金融界的朋友继续贡献智慧，加强中美金融界的交流。感谢大家的参与，也再次感谢 Phillips 先生的精彩演讲。

六、问答环节

Q1: 我有一个关于新冠病毒的问题，我很想听听您对于疫情对世界经济的短期和长期影响方面的看法。

Craig: 首先，我不是这方面的专家，所以我没有任何特别的信息可以透露。我认为我们现在仍然处在未知中。中国的病例数量之多在国内引起巨大反响，而病毒正在向其他国家和地区蔓延。虽然现在还处于早期阶段，但我们刚刚看到对这种病毒的恐惧将如何影响全球经济。这可能是相对于病毒风险而言更大的风险。我认为股市的反应可能是适当的。目前仍有很多未知数。

Q2: 新冠病毒的传播是否会对全球产业链产生负面影响？是否会加速脱钩，特别是中美之间的脱钩？

Craig: 新冠病毒显然正在干扰中国的商业活动，这也给美国公司带来了迫在眉睫的供应链问题。我们还不知道其规模。在某些情况下，企业已经关闭，人们被送回家——真正的问题是这种情况会持续多久。显然，往返中国的个人和商务旅行正在被中断，这反过来又会产生二次影响。因此，现在评估其影响还为时过早，但它的影响可能是巨大的。

Q3: 您认为美国大选将会如何发展？其结果将对美国市场造成怎样的影响？

Craig: 我认为潜在候选人之间的差异非常大。从国际层面来看，最重要的事情是静观其变，看谁会 and 特朗普总统竞选。特朗普总统风

格鲜明，相比而言人们对民主党其他候选人缺乏了解，因此在很大程度上他们也缺乏大规模的竞选资金。就我个人而言，我认为随着提名的出现，民主党最终会产生一个更温和的候选人，但这还有待观察。

Q4: 您认为中美第一阶段的协议会因为疫情而有任何调整吗？

Craig: 我还没有真正想过这个问题。我希望新冠病毒的冲击不那么大，不需要全球重新定位任何贸易规则或其他法律，希望我们不会真的达到那个程度。我不知道有什么人道主义原因会导致任何政策或贸易政策的改变。美国人民很有同情心，并对该病毒在中国和世界各地造成的人道主义影响感到担忧。

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”第一百四十一期（2020年2月25日）内容整理而成，特邀嘉宾美国前财政部长顾问 Craig Phillips 先生。

Craig Phillips 先生于 2017 年 1 月至 2019 年 1 月担任美国财政部长顾问，主要工作是金融机构和资本市场政策、财政政策运行、政府的资产负债管理和总体经济政策。他负责制定了 13772 行政令监管美国金融体系的核心原则。他协助财政部长姆努钦制定了房地产金融综合改革和财政部对两房的投资监管。此前，Craig 曾就职于黑石、摩根斯坦利和瑞信。他是证券化产品领域的开拓者。

对话采访人蒋丹芄 (Maggie Jiang) 是中国银行纽约分行的 SVP，近期负责协助中资客户在整个美洲的日常经营融资、跨境并购、结构融资等。蒋女士之前就职瑞士信贷、巴克莱斯和花旗集团，从事结构产品一级资本市场发行、并购咨询及融资。蒋女士也是全美华人金融协会 (TCFA) 董事及前主席，前美国结构产品行业协会中国委员会主席，现任纽约非赢利医疗服务中心 The Family Center 董事。

【免责声明】

“连线华尔街”为中美金融交流的内部专业高端平台。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“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

