

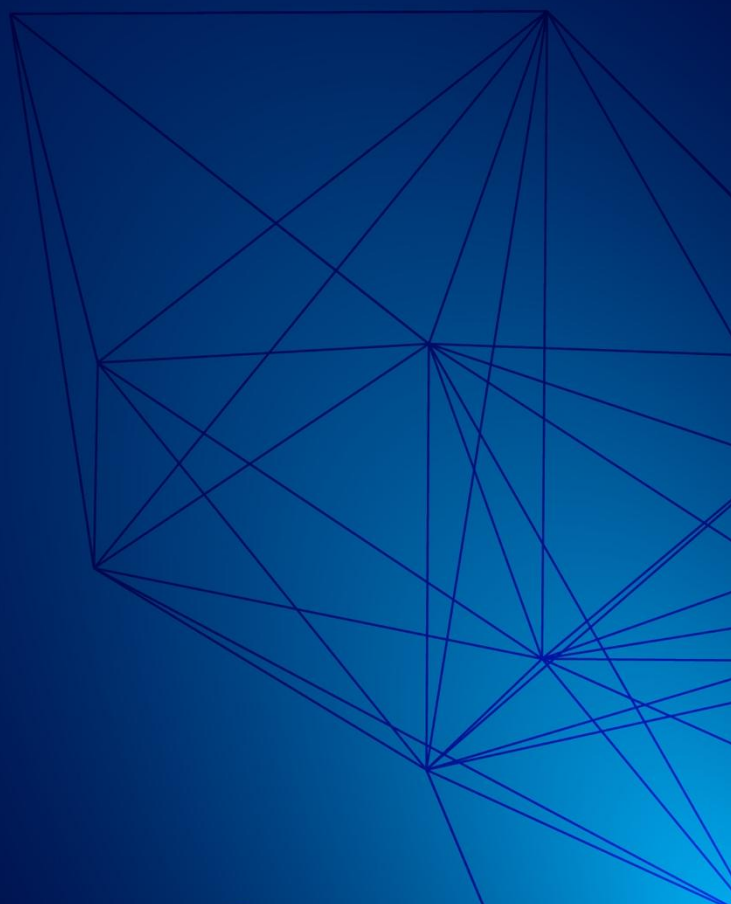


北大汇丰

PHBS FINANCIAL FRONTIER DIALOGUE

金融前沿对话

2019 年第 14 期 总第 25 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：方堉豪（执行） 曹明明 何清颖 都闻心 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，致力于加强国内外著名高校、金融研究机构，以及知名金融学者之间的交流，构建开放的学术、政策交流平台，旨在提高中国金融理论与政策的研究水平，促进学术繁荣与发展，加强与政府决策部门的联系与合作，为政府决策提供参考意见，为国际金融体制改革和中国金融业的发展做出贡献。

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。

大湾区机遇和金融市场作用

【对话主持】

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巴曙松

【特邀嘉宾】

香港中文大学（深圳）经管学院副教授王健

一、大湾区经济与发展论坛

6月16日，“大湾区经济与发展论坛”由深圳高等金融研究院联合香港中文大学（深圳）、香港中文大学商学院、紫荆研究院等单位共同举办。在本次论坛中，我们非常荣幸邀请到了几位重量级的嘉宾，包括原银监会主席刘明康，原政协常委、深圳市委书记厉有为，深圳市委副书记王立新，原发改委学术委员会秘书长张燕生，原深圳市委副书记唐杰，香港金管局副总裁余伟文。下面我给大家简单地介绍这些发言嘉宾分享的内容。

本次论坛内容包含三个主题演讲，演讲人是王立新副市长、刘明康主席和厉有为书记。三个圆桌讨论的主题分别是：（1）创新与知识产权保护；（2）跨境金融与监管；（3）科技与金融。最后我们发布了两项深圳高等技术研究院的研究成果，一是粤港澳大湾区协同发展综

合指数，二是《粤港澳大湾区科技与数字金融发展报告》。

二、研究平台和成果发布

粤港澳大湾区协同发展综合指数，主要内容是通过较客观的指标去衡量粤港澳大湾区各个城市之间协同发展的状态，以及过去的趋势。将粤港澳大湾区各个城市不同方面分为几个层级分别衡量。粤港澳大湾区几个城市的协同发展，其具体的计算方式在报告里均有罗列，并对结果进行总结，大家可以在网站上搜索报告全文。

《粤港澳大湾区科技与数字金融发展报告》，是通过对粤港澳大湾区几个主要城市的金融科技公司进行调查问卷得出的调查报告。主要反映了目前在粤港澳大湾区，金融科技公司的分布、目前的运营状况等情况。可能每个城市都有各自的统计结果，但是从粤港澳大湾区整体的统计结果方面来看，目前还没有比较权威的统计，所以我们希望把资源或数据进行整合。因此做了《粤港澳大湾区科技与数字金融发展报告》。在报告收集过程中，一方面联系了一些科技金融公司，另一方面也得到了一些城市金融办等机构的支持，帮助我们能够把各个城市或地区之间的不同指标，用相对统一的指标进行反映。

三、主题演讲

1. 大湾区的推出是突破中国经济瓶颈非常重要的措施

在主题演讲中，三位分享嘉宾对大湾区的前景以及中国经济增长的定位都非常乐观。中国经济在2013、2014年以后出现了明显下滑，一直处于探底状态，使得国际上不少经济学家对中国未来的经济增长

持悲观和负面的态度。他们认为中国经济遇到了很难克服的瓶颈，例如中等收入陷阱。大湾区的推出是突破中国经济瓶颈的重要措施。中国经济在发展过程中，依赖过去主要靠出口或投资拉动的粗放型经济所产生的红利已不多了。到了中等收入国家后，很难再依赖这样的经济增长模式继续持续增长，但是内部有很多地方值得优化，比如目前中国国内的地方经济格局较严重，没有形成统一的大市场，造成了经济运营成本相对较低。如果大湾区能够作为实验田实现互联互通，其经验可以推广到全国。所以整个大湾区规划纲要，始终强调大湾区内互联互通的主题。大湾区内目前整体的障碍依旧较多，比如，内地、香港、澳门，每个地方都有自己不同的法律体系、关税体系，甚至不同的会计原则等制度上的障碍，妨碍了大湾区内的经济互联互通。

2. 深圳是非常好的试验田

一、地理优势。深圳紧邻香港，在大湾区的互联互通之间，港深的互联互通是最重要的主题，所以正是地理上的优势，使得深圳在整个大湾区中受到重视。

二、深圳的政商环境在大湾区中非常领先。深圳中小私营企业，在深圳的发展过程中是非常活跃的中坚分子。他们认为整个深圳市的经商环境市场化程度很高，政府的职能更多是辅助企业，提供较好的宏观环境。他们认为政府讲规矩，另外对企业支持力度大、有远见。

三、深圳重要改革举措的推行，开放试验区。前海和港深河套地区，是两个重要的试验区，希望能够在未来一到两年内能够有较重要

的经商措施政策的改变。

3. 需要进一步提高的地方

一是法制创新和改革。目前所说的互联互通更多是指人流、物流、资金流和信息流互联互通。在此过程当中，除了物流方面遇到的海关通关的物理成本外，嘉宾强调更多的是制度上的成本。目前真正阻碍互联互通的是法制成本。有嘉宾提到，在进行金融服务或资本流通过程中，人们更关心的是：若发生纠纷后，该通过什么法律制度解决纠纷。有嘉宾提到，希望能够在法制创新上努力，让商业主体有更多的选择。目前国内受的限制较多，阻碍了海外的业务开展。希望在法制创新和改革方面，大湾区能够有先行的措施或试验，允许大家有更多选择。国外有相对成熟的法律制度，可以学习借鉴。目前，国内有些人认为如果在法制方面按照国外的方式，似乎是有损主权的行为，所以有一定政治上的抵触。

二是提高金融服务的专业性。关于金融服务的专业性，香港在这方面有很大优势。香港长期作为国际金融中心，其制度相对成熟，从业人员素质较高，配套的服务更专业。可以通过引进金融方面专业人士和法律方面专业人士帮助大湾区，帮助提升金融服务的专业性。

三是大湾区生产要素流通成本仍然偏高。有人提出，就长期而言，希望形成一个新的生产要素流通，并在大湾区内打通。资金流、人流、物资流及法律方面成本，让此事难度变大。此外，政治阻力也使短期内实现生产要素流通有一定难度。生产要素流通是大湾区发展的主要

目标。

四、圆桌讨论

1. 创新与知识产权保护

嘉宾首先肯定了中国创新的速度，从 2018 年以后中国创新速度很快，创新质量、创新数量、创新投入、创新产品等均有质的飞跃。深圳是中国最重要的创新中心之一，独特之处在于深圳的创新主要集中于企业创新。不同于其他地区主要集中在研究所或大学的研究创新，深圳的创新基于企业自发，政府有一定政策支持企业创新。深圳创新数量和投入不仅走在了中国的前沿，也走在了世界的前沿，但创新质量还有待进一步提高。

创新的质量有几种衡量标准，我们在衡量创新质量时，往往会为它申请专利。在中国，每一年申请新专利的数量已经达到了世界前三位。美国、日本、德国每年申请新专利数量也非常多。但是进一步比较会发现，很多专利到期后，中国的多数专利不再延续，但是很多西方国家的专利延续性非常高。这从一定角度反映了中国很多专利并不实用的现实。对于其他国家的专利，尽管新增数量没有中国的高，但是专利普遍有真正的使用价值，而且有持续的使用价值，所以专利证书到期后延续性较高。此外，中国的专利多数只在国内申请，没有国际申请，但美国和日本恰好相反，他们多数的专利都是国际申请。这也反映出，目前中国专利一方面没有持续的实用价值，另一方面在国际上没有很强的竞争力。

港深合作中有很多可互补的地方：第一，有效的企业创新和高校创新互补。深圳的创新主要通过企业创新，而香港至少有三到五所全球排名领先的高校，它的很多创新是在高校层面。即使深圳近几年也在打造自身名牌大学，包括香港中文大学深圳校区、南方科技大学、深圳大学等，政府都在提高自身的高效创新能力。至少在短期内深港创新方式的互补值得进一步探讨。第二，实践和规则方面互补。深圳目前的很多创新是一边实践一边摸索，很多创新以及专利保护的规则并不成熟完善，而在这方面香港有强大优势。香港法律体系保护知识产权体系发展的时间更长。双方可以通过引进香港的创新与知识产权保护规则，帮助完善内地的规则。同时，如果内地在实践中发现新的问题，香港目前还没有办法解决，这是给香港创新与知识产权保护规则提出了新的挑战 and 新的完善方向。第三，专业服务和需求需求的互补。在知识产权保护方面，香港的制度以及专业从业人员的素质及经验都强于内地。目前，随着中国创新速度的提高，对创新服务的需求非常迫切。这也是形成粤港澳地区互补关系的原因。

2. 跨境金融与监管

在跨境金融与监管方面，大湾区金融市场可以尝试的方向主要包括几个方面：一是外部法律法规和监管体系，二是公司内部治理和文化。香港的体系和香港公司内部的治理和文化更成熟，可以对大湾区其它城市企业，尤其是新兴企业形成互补。

从监管机构方面考虑，现场嘉宾提出了基于加强粤港澳三地金融

监管机构合作的方向。例如，加强金融消费者权益的跨境保护，如果内地消费者在香港或者澳门消费时权益受到侵犯，通过三地监管机构的合作可以维护消费者权益。此外，嘉宾提到粤港澳大湾区监管沙盒实验，目前在香港金管局和澳门金管局都有自己的监管沙盒实验，我们也在做监管沙盒的研究课题。这些课题的主要目的都是，在控制金融风险的情况下实现资金或金融服务的互联互通。三地的监管机构所做的监管沙盒实验相对比较独立，未来可以加强三地监管机构之间的合作，一起进行监管沙盒实验。

从法律方面来看，中国急需破产法。破产法里面有两个重要的组成部分，一是金融机构的破产法，二是个人破产法和担保法。有嘉宾提到，可以试行类似的制度规章，在大湾区内部进行试验。金融机构的破产和其他实体企业的破产法差异很大，需要拥有单独明确的法律。以此让大家明确金融机构在破产后，对自身以及对金融市场的影响集中在哪里，从而避免不确定性和引发市场恐慌。个人破产法和担保法是对个人的保护，有嘉宾提到现在私营企业跑路的很大原因是没有把个人财产和个人经商财产之间进行合理分割，对个人无限追责，反而造成了权利和义务不清楚，难以正确区分哪些是合理的破产、哪些是不合理的清场。希望通过个人破产法和担保法的推出，让私营企业避免后顾之忧。

有嘉宾提出破产法和担保法能否在大湾区先做一定尝试的疑问。也有嘉宾提到了香港作为国际中心的职能，包括帮助大湾区实现互联

互通，作为人民币的离岸中心、国际机场管理中心，以及金融风险管理中心等职能，应充分发挥。同时，制度和经验可以推广到深圳、广州等大湾区其他城市。

3. 科技与金融

在科技与金融的圆桌上，几位嘉宾表现出对科创板热切的期望，认为科创板的推出是中国经济的突破，也是转变中国股市职能的重要一步。有嘉宾遗憾于科创板未能设立在深圳。有嘉宾提出，未来希望类似科创板也能在深圳市推出。深圳作为中国重要的科技创新中心，如果有科创板的助力，将会更有利于本地的科技创新。在这个圆桌中，不少嘉宾回顾了深圳市和大湾区关于金融科技方面发展的情况。过去几年里，金融科技是一个热门的话题，但是也有嘉宾提出了质疑，他认为移动支付方面的创新，对市场的颠覆非常显著，但是除了移动支付以外的创新似乎影响较小。目前没有发现对整个金融市场有颠覆性的其他创新，或者能够持续盈利性的创新。有的嘉宾质疑当前一些机构，打着金融科技的牌子，目的是通过绕过金融监管的方式取得成本上的优势，并获得盈利。即使通过这种模式盈利，其技术优势没有对传统金融行业造成很大挑战。

五、大湾区首席经济学家论坛

6月22日，在深圳高等金融研究院举行了“大湾区首席经济学家论坛”，有幸邀请到数位央企发言嘉宾，比如招商银行首席丁安华、大成基金首席姚余栋。此外，还邀请了美联储和香港金管局的几位经

经济学家和研究部主管，以及大湾区主要中资、外资机构的首席经济学家，包括交银国际、工银国际、广发证券、巴克莱银行、高盛等。

1. 主题演讲：国企分红比例偏低造成的经济失衡

招商银行首席丁安华分享了关于国企分红比例偏低造成的经济失衡的问题。他主要观点是，目前国企的分红相对比例偏低，是造成中国经济失衡的深层原因。由于国企分红比例偏低，企业利润在企业掌控中，从而引起过度投资的行为。有些国企比重较高的部门，会有产能过剩较严重的情况。此外，丁安华首席提出了其他观察，很多国企在本行业已经无项目可投资，即使是投资回报率很低的项目也已经有投资。因此他们会偏离自己的主业，投资其他行业，所以不仅仅造成本行业产能过剩，甚至会造成整个经济产能过剩。目前，中国经济较偏重于制造业，不太重视服务业，尤其是专业服务业，所以造成经济结构里制造业投资比例产能过剩的情况更严重。相反，如社会保障基金，包括教育、医疗方面的投入，却没能及时跟上广大居民的需求。随着收入的提高与需求的变化，他提出，若想要改变经济结构失衡，未来需要提高国企分红的比例。

2. 圆桌讨论：中美贸易摩擦

有嘉宾对美国经济发展相对乐观，他们认为美国之所以敢于和中国进行贸易对抗，因为在金融危机过后，美国经济去杠杆较充分。该处去杠杆主要指家庭和企业，包括金融机构和非金融机构的去杠杆。所以，美国非政府部门的金融杠杆处于历史的较低点。尽管美国政府

赤字依旧较严重，美国政府的杠杆率还是相对较高，但是美国整体经济的杠杆率处于较低水平，经济健康程度不错。即使有贸易战的负面冲击，美国经济抵抗冲击能力更强。相反，中国过去几年的杠杆率较大，金融市场中也积聚了一定风险，经济的脆弱度相对更大。

有经济学家进行了很有意思的研究，他们主要根据西方媒体关于中国和美国政府之间关系的报道程度，做了一个指数。有了该指数后，就可以看指数对两国的股票市场产生的影响。研究表明，美国的股票市场似乎对中美之间关系恶化反应并不强烈。相反，中国的股票市场反应较大。如果我们认为股票价格相对理性，它反映了中美关系恶化后，对实体经济影响的程度或者预期，也意味着从金融市场的角度来看，贸易战可能会对中国经济的影响大于对美国的影响。有经济学家提出，这个金融市场中的信号是错误的信号。因为在金融市场中，这些人没有意识到贸易摩擦可能对美国的实体经济影响也较大。因为尽管中国对美国是贸易顺差，即美国出口到中国的产品价值，要小于中国出口到美国的产品价值，但是美国出口到中国的产品附加值，比中国出口到美国产品的附加值高。

除此以外，也有人提出，美国有很多直接投资，直接投资在中国有很大销量，这些销售没有计算在美国的进出口中，但是美国的直接投资在中国的利润，直接决定了这些公司在美国本土的购买中间评级、投资研发等其他投资力度。所以一旦中美关系恶化，不仅直接影响到美国的进出口，也会影响到美国经济。因为，贸易摩擦影响到美国的

直接投资，会对美国的经济造成很大的负面影响。中美贸易摩擦是大家都不愿意看到的，如果一旦发生，不见得美国实体经济受损害一定小于中国经济受到的损害。

六、旧金山湾区、纽约湾区、东京湾区与粤港澳大湾区

旧金山湾区主要是科技创新型，纽约湾区是金融服务型，东京湾区集中了高端制造和设计。这三个湾区有一些共同特征，例如集中了全球的著名大学。另外，很多湾区建设过程中有很多顶层设计和规划，也存在着一些经验和教训。粤港大澳湾区和其他几个湾区相比，其市场规模非常类似。目前，粤港澳大湾区 GDP 约为 1.4 万亿美元，纽约湾区、东京湾区大概都是 1.8 万亿美元，旧金山湾区 8000 亿美元。有专家提出粤港澳大湾区有一定优势，例如市场潜力更大、人口规模和土地面积更大，意味着未来经济增长的潜力更大。有专家提出，粤港澳大湾区目前的产业结构更齐全，例如粤港澳大湾区既有金融也有高端制造，同时拥有高科技创新。其实拼盘式的大而全，自身不一定能够带来优势。因为目前物理距离不是决定性的因素，比如说全球的高科技公司都到纳斯达克上市，同样的研发或者生产，不一定要到特定的某湾区进行。所以，每一个单项是否进入国际领先水平，对于湾区而言更重要。

粤港澳大湾区产业多，但是每个产业未做到全球最顶尖的水平。各个单项之间能否合作互补，需要客观的指标进行衡量，这是我们推出粤港澳大湾区指数的目的，希望帮助衡量各个城市之间协作。另外，

粤港澳大湾区的劣势在于高等教育和智库缺少。尽管澳门和香港有较好的大学，但和旧金山湾区、纽约湾区、东京湾区相比，相去甚远。旧金山湾区大学的发展模式，非常值得粤港澳大湾区学习。旧金山湾区是第一个进行创办大学科技园的模式，一方面通过大学强有力的投入和科研发展，同时又通过风投做好保驾护航。旧金山湾区集中了全美一半的风险投资。这种模式希望能在深圳、香港、广州等地方形成生态模式。

关于顶层设计计划。目前大湾区是一个顶层设计，大湾区内部的改革，需要一些法律制度上的革新，这不是地方政府能够做到的事情，所以它作为顶层设计、全国性的计划，非常有必要。纽约湾区、东京湾区，同样有全国综合性的规划，但是规划主要集中在交通和公共空间应用方面，没有强迫产业发展，且在整个规划模式上，除了政府以外，占主导的是民间智库和专家人才。所以湾区建设更主要的是自下而上的规划和发展过程。这是大湾区规划中需要注意的地方。如果能够通过国家层面的顶层设计，再加上自下而上地根据每个地方实际特色，因地制宜的推动，大湾区的来发展方向更具有活力。

最后谈谈其他湾区的经验教训：一是制度成本。目前东京湾区，国际化程度相对较低，这对它的增长产生了很大制约。此外，东京湾区的高税率和复杂的行政手续，造成很多国际机构不愿意进驻。另外，东京湾区的法律和会计等专业服务和世界标准不接轨，这也造成了跨国公司在东京湾区的运营成本更高。香港的优势在于其专业化服务和

世界接轨，同时专业化人员多、专业化程度高。如何把香港的优势扩展到大湾区其他地区值得思考。在扩展过程中也需要制度上的创新，如信息流的自由流动，有人希望把创新人员从香港引到内地，但在内地，Google、Facebook 等网站无法使用，从一定程度上限制了与外界的交流 and 创新能力。因此，大湾区要在制度上进行一些创新。如果正当使用，应该逐步把信息流的限制放松。二是环境成本。其他湾区曾出现环境问题，以旧金山湾区为例，80 年代半导体生产曾导致非常严重的水污染和土壤污染。当时 IBM 和 AMD 都出现过严重的污染物质泄漏。旧金山湾区后来将超过 2 亿加仑地下水抽出过滤，重新再注入地下。在粤港澳大湾区建设中需要重视避免如此的环境成本。

七、问答环节

Q：如何看待深圳未来在中国、甚至国际金融领域的定位？

A： 不管从大湾区规划纲要，还是深圳市领导的中期规划来看，深圳最主要的定位是“创新中心”。在金融方面，深圳主要做与高科技、金融科技相关的内容。当然，深圳自身也有很大的金融机构，包括平安、招商等。但在国际金融领域的定位上，短期内很难取代香港或上海的地位。香港本身在国际金融方面的优势非常明显，如它的制度、专业人才等各方面，深圳在短期内不太可能超越。深圳更多是以创新为背景，创新的金融服务或者金融产品能够在大湾区推出，已经是非常了不起的发展。

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”第二百九十六期(2019年6月27日)内容整理而成,特邀嘉宾为香港中文大学(深圳)经管学院副教授王健博士。

王健博士为香港中文大学(深圳)经管学院副教授、清华五道口金融学院硕士导师和“中国金融四十人·青年论坛”会员。2006年获得美国威斯康星大学经济学博士学位之后,王健博士担任美联储达拉斯联邦储备银行高级经济学家兼政策顾问,主要研究方向包括国际金融市场和货币政策。王健博士长期跟踪的研究领域有:包括中国在内的全球热点经济问题,美联储等央行的非传统货币政策(零利率、QE、扭曲操作等)对新兴经济体的重大影响等。

【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

