



CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

CMF宏观经济热点问题研讨会（第3期）

大疫情持续冲击下的 世界金融大动荡

主办单位：

中国人民大学国家发展与战略研究院

中国人民大学经济学院

中诚信国际信用评级有限公司

承办单位：

中国人民大学经济研究所

2020年5月

大疫情持续冲击下的世界金融大动荡 ——CMF 中国宏观经济专题报告（第3期）



大疫情持续冲击下的全球金融大动荡

王晋斌

主办单位：中国人民大学国家发展与战略研究院、中国人民大学经济学院、中诚信国际信用评级有限公司
承办单位：中国人民大学经济研究所

一、美国金融市场大动荡基本已经过去

- **我识别金融大动荡的五大阶段论：**
- 阶段1：3月3日之前：情绪酝酿阶段（vix涨，国债价格涨、黄金涨跌波动）。
- 阶段2、3.03-3.09：追逐无风险资产（黄金价格涨、国债价格涨）
- 阶段3、3.09-3.23：流动性恐慌阶段（大类资产均大幅下挫）。
- 阶段4：3.24-4.15基本盘财富（房地产和股市）。
- 阶段5：4.15-投资者分歧阶段（正常的价值估值阶段）。目前有泡沫？

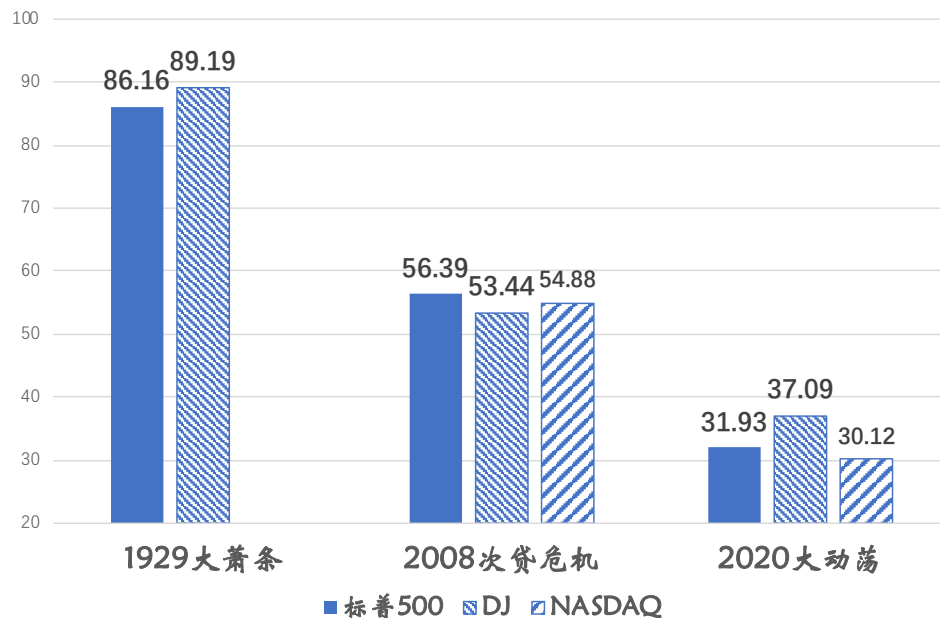
金融大动荡“五大阶段论”方面写的小帖子

- 3月9日：美股出现熔断。《以正确的心态看待当前国际金融市场的剧烈波动》：油价冲击放大了美股自身要求的调整。
- 3月13日：美股大幅度收高（12日标普熔断）。《国际熔断周：全球不会重复2008，A股成为先进》：杠杠不是足够高，就不会出现2008。
- 3月14日：《这一天，全球经济政策不再羞涩》：反流动性恐慌和禁止做空。
- 3月15日：《没有全球性金融危机，只有全球性金融疲软》。杠杠和政策对冲。
- 3月16日：《用QE政策去应对大疫情的外部冲击》。美股熔断。
- 3月18日：《用组合政策去确保不发生全球性金融危机》：控制疫情对金融市场大冲击。美股熔断。
- **3月21日**：《全球金融市场进入了大风险点的定向防控阶段》：纽约开始“封城”；强调金融市场当务之急是：打破大类资产共振性螺旋下挫。
- **3月22日**：《2020年的波音不会成为2008-09年的雷曼》：区分战略资产和同质性资产。
- 3月24日：《这一次美联储政策的尺度有点大》：美联储“新举措”一揽子计划：金融市场运转流动性；雇主、消费者、企业信贷活动。

- 3月25日：《大分化：全球金融市场和全球经济增长的关键词》：股市、汇市和增长的大分化。
- 3月27日：《“巨震式”反弹之后：我们还能看到什么？》：24日道指收盘大涨逾2100点，创史上最大单日上涨点数以及1933年以来的最大单日百分比涨幅。投资者不再恐慌，全球性金融危机基本走远。
- 3月29日：《是不是可以降点息？》：国内融资成本问题。
- 3月31日：《“大冲击”下全球宏观政策的九大特点：IMF全球170个经济体政策简谱》。
- 4月6日：《国际金融市场风险：一个极简框架的复盘与思考》：清晰的表现出四阶段的特征。
- 4月9日：《这届美联储变了》。2.3万亿美元的经济刺激计划，总共7个计划包。
- 4月12日：《“加码”和“细化”的背后是“两手抓”：IMF全球177个经济体政策简谱》。
- 4月16日：《政策对冲与美国金融市场风险释缓》：美联储4月14日出台了一项暂时推迟与房地产相关的评估的临时最终条例。4月15日开始，美国金融市场清晰的表现出五阶段的特征。
- **4月26日**：《故事不同、应对不同、结局也应该不同》：2020金融大动荡的复盘与未来的思考。
- 4月27日：《美国金融市场的“大动荡”或许已经过去》：股债价格趋稳、油价分离、黄金价格信号模糊。
- 5月8日：《美国财政部2季度的新借款》：财政政策救助。

金融市场大动荡中的与油价剧烈波动相关的小帖子

- **3月9日**：美股出现熔断。《以正确的心态看待当前国际金融市场的剧烈波动》：油价冲击放大了美股自身要求的调整。
- **3月26日**：《低油价：谁最痛？》：特朗普失业带来的最痛。
- **4月8日**：《委内瑞拉动荡与石油美元体系霸权扩张》：3月31美国国务院网站公布了“委内瑞拉民主过渡框架事实清单”。
- **4月26日**：《故事不同、应对不同、结局也应该不同》：油价在全球金融市场中带来系统性风险的作用显著下降。
- **4月27日**：《美国金融市场的“大动荡”或许已经过去》：油价成为定向风险，不再能够较大程度左右全球金融市场的走势。



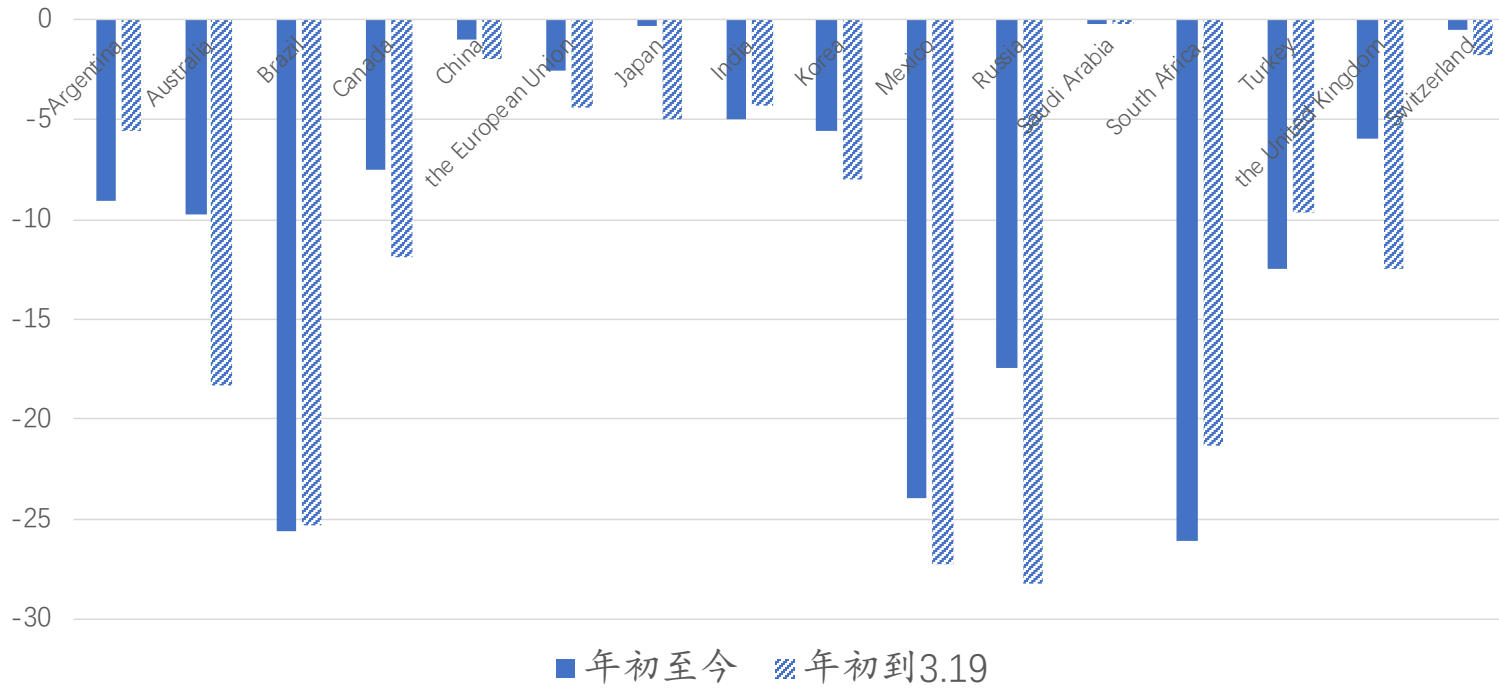
大萧条	次贷危机	大动荡
30个月	14个月	30-40天

- 大萧条：自由放任的政策。
- 次贷危机：2008年10月3日《2008年经济紧急稳定法案》7000亿美元。2009年2月17日奥巴马签署了《2009年美国复苏与再投资法案》（ARRA法案），法案涉及投资总额7870亿美元，法案生效时间为2009年-2019年。
- 大动荡：“无上限”的宽松政策，财政赤字货币化。美联储坚定做多，“迅猛而粗暴”的政策让市场瞠目结舌。

2、外围市场的金融动荡远没有停止。

这方面的小帖子

- 3月19日：《美元指数再破100：美元不跌、动荡不止》：美元指数和资产价格“冰火两重天”。
- 3月20日：《人民币汇率制度：中国经济的助推器与防火墙》：防御性的人民币汇率制度。
- 3月22日：《警惕新兴市场资本外流风险》：强势美元与资本外流。
- 3月23日：《美元已开启全球金融市场极限压力测试模式》：3.18-3.23连续4天美元指数100以上。
- 4月1日：《金融大动荡：日益增多的外汇市场干预》：24%的经济体有明确的外汇市场干预。
- 4月9日：《美元货币互换：是门“艺术”也是门“生意”》：美元“选择性”互换行为。
- **4月13日**：《G20汇率波动“大分化”：我们读到了什么？》：阿根廷比索、巴西雷亚尔、印度卢比、南非兰特、土耳其里拉在3月19日之后还在贬值。
- **4月20日**：《“大应对”政策将延长全球经济的低利率时代》：财政货币化以及对外围市场的影响。
- 4月22日：《美联储“爆表”，外部市场为什么还这么难受？》：在美元需求上升期，从贸易萎缩、资本外流、货币互换、外汇储备四个方面做了分析。
- 4月30日：《新兴市场要高度重视资产价格的变化》：美国及部分发达经济体资产价格反弹力度很大，美元的强势带来的资本外流、而亚洲区域不动产商业债务70%被商业银行持有。
- 5月6日：《零利率+无上限宽松货币政策下的强美元》：强美元的几点原因。



3、新全球化：或许是第三条道路

这方面的小帖子

- 3月12日：《化“疫”为“机”，把握提升人民币资产国际性的历史机遇》：粗浅的讲了几方面，根本的一点：提升国际社会的“中国信心”。
- 3月28日：《“稳外贸、稳外资”是应急，更是长期战略》：产业链的深度融入世界的出口导向型经济体。
- 4月2日：《大疫情下，世界刮起了阵阵“逆全球化”的“冷风”》：各种不和谐的声音。
- 4月3日：《大疫情下提升亚洲贸易的区域化发展战略》：强调了RECP和中日韩自贸区的紧迫性。
- 4月5日：《新全球化：机遇区域合作基础之上的全球化》：区域一致才能是更好的势均力敌的全球化。
- 4月11日：《“稳外贸”要高度重视发达经济体》：发达经济体可能率先复苏，比重大，技术先进；发展中国家和低收入经济体债务重，疫情防控不确定性更大。
- **4月15日**：《可以参考一下：凯恩斯和熊彼特的经济政策组合》：强调短期需求与长期的国际竞争相结合。
- 第三条道路：美国为主导的发达经济体；中国主导的发展中经济体；中日韩自贸区、中欧；当然最好是中美贸易磋商能往好的方向走，目前来看很复杂，很不确定。次优是第三条道路。



CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇



曹远征 张燕生 王晋斌 陈彦斌 管涛 王涵联合解析：

大疫情持续冲击下的世界金融大动荡

5月11日，中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第3期）在线上举行。百度财经科技直播、网易财经、新浪财经、搜狐财经、腾讯财经、21世纪经济报道、WIND等多家媒体同步线上直播，同时在线观看人数逾143万。本期论坛由中国人民大学国家经济学教材建设重点研究基地执行主任、中国宏观经济论坛（CMF）主要成员陈彦斌主持，聚焦“大疫情持续冲击下的世界金融大动荡”，并邀请知名经济学家曹远征、张燕生、王晋斌、管涛、王涵联袂探讨。

论坛第一单元，中国人民大学经济学院常务副书记、国家发展与战略研究院研究员、中国宏观经济论坛（CMF）主要成员王晋斌代表中国宏观经济论坛（CMF）发布宏观经济热点问题研究成果。报告指出，美国金融市场大动荡基本已经过去。在这一轮为期40天左右的大动荡在人类历史上十分罕见的，它完整地经历了五个阶段：

阶段1、3月3日之前是情绪酝酿阶段。具体表现有，由于市场受到疫情的影响，恐慌指数（VIX）逐渐上升，国债价格不断上涨，黄金价格明显波动，同时其余大类资产从2019年的高点不断下跌了10%左右。3月3日是一个关键的时间点，这一天美联储紧急降息0.5个百分点，开启了市场的另一种状态——追逐无风险资产阶段。

阶段2、3月3日-3月9日是追逐无风险资产阶段。具体表现有黄金、国债等无风险资产价格持续上涨，而股票、原油等风险资产价格大幅下跌。这一阶段是市场对于美联储紧急降息的迅速反应，市场普遍担忧美联储看到了背后的深层次问题，因为美联储在历史上紧急降息的次数并不多见。3月6日，欧佩克的代表沙特和非欧佩克的达标俄罗斯关于原油价格的谈判破裂，等到了3月9日周一，美国股市出现了这一轮大动荡中的第一个熔断，市场基本进入流动性恐慌阶段。

阶段3、3月9日-3月23日是流动性恐慌阶段。这一阶段的显著特征是所

有大类资产价格均大幅下挫，包括原油、股票、国债等。在这个市场最恐慌的阶段中，几乎找不到任何可以避险的工具。3月23日，美联储出台了所谓无上限宽松7000亿美元购债计划，同时对小企业出台了3000亿美金的信贷计划，从这一天开始，美国股市出现明显上扬。

阶段4、3月24日-4月15日是基本盘财富阶段。这一阶段由于之前市场陷入流动性恐慌，资产价格持续下挫，导致了流动性危机的爆发。4月14日，美联储暂缓美国房地产的评估，割断了金融市场的流动性风险传递到房地产市场的途径。

阶段5、4月15日以后，美国金融市场基本步入了投资者分歧阶段（正常的价值估值阶段）。在这一阶段，股市有涨有跌，大类资产走势持续分化。

具体来看，3月9日，美股出现这一轮金融大动荡的第一次熔断，但是由于美股三大股指的PE、PB都处于历史高位，本身有调整要求，同时油价的冲击瞬间放大了调整，叠加疫情逐步扩散的冲击下的放大性的冲击。3月12日美股出现这一轮金融大动荡的第二次熔断，3月13日，美股实际大幅收高，主要原因是特朗普宣布美国进入紧急状态。同一天，欧洲央行率先推出“无上限”宽松，而且全世界7-8个国家对本国的股市实行了“净值卖空”的政策。3月16日，美国股市第三次熔断，但当时我们团队提出“没有全球性的金融危机，只有全球性的经济疲软”。从美国微观数据、金融市场数据来看，美国金融市场的杠杆并不高，美国非金融公司杠杆率实际在62%左右的水平，同时其偿债能力不断增强，而且政策对冲力度非常大。我们认为只要杠杆率不是足够的高，就不会出现类似2008年的大危机。3月22日，在波音公司财务出现了很大问题的背景下，我们提出，波音公司不会重蹈雷曼兄弟的覆辙。波音公司作为全球两大飞机制造商之一，具有战略性资产的特征，这与雷曼兄弟的同质性资产不同，这决定了美联储肯定会大力救助波音。3月23日，美联储推出“新举措”一揽子计划。3月24日之后，整个市场基本稳定。从3月25日开始，全球金融市场出现分化，我们认为，大分化也许是我们未来理解全球金融市场和全球经济增长的关键词。

从目前来看，美国金融市场未来可能仍有动荡，但全球性金融危机应该已走远。将这一轮大动荡与1929年的大萧条和2008的次贷危机进行比较，我们发现这一轮大动荡的冲击时间最短，跌幅最小，体现了冲击不同、应对不同、结局也

不同的特征。这次美联储的政策是坚定做多，“迅猛而粗暴”的政策让市场瞠目结舌。

同时，外围市场的金融动荡远没有停止。核心特征是美元指数非常高。从3月11-18日，美元指数上涨5%，但是3月11-18日是整个美国股市下跌最厉害的时候。美元指数和资产价格走势完全相反，主要是流动性恐慌所导致。在美元指数走强的背景下，新兴市场汇率大幅波动，资本严重外流，这对外围市场产生了巨大压力。这和2008年的情况不同。这次的疫情不是对美国一国的冲击，而是对全世界的冲击，很多外围市场受冲击更大，所以这次不会像2008年美国内部次贷危机时美元在美联储宽松的货币政策下持续走软。

新全球化：或许是第三条道路。未来全球化最好的情况是中美贸易磋商能够往好的方向发展。目前，中日韩自贸区的建设，在当前对中国来讲非常重要。因为中国实际上是一个大的发展中的经济体，但从制造业的水平来讲，它已经脱离和超越了一般性的发展中国家的水平，但是中国的顶尖制造业水平与世界发达国家有一定的距离。未来的“新全球化”可能是基于区域合作基础上的全球化，这对未来金融市场会产生很强的关联影响。

论坛第二单元，与会嘉宾围绕四大议题发表精彩观点及讨论。

1、全球金融动荡的关键原因是疫情冲击还是金融体系本身积累的风险？

中银国际研究有限公司董事长，中国银行原首席经济学家曹远征认为，股市的系统性变化是受疫情冲击形成的大动荡。在疫情冲击下，这次大动荡暴露出一个金融的本质问题——高杠杆能否持续。在目前美联储极度宽松的货币政策之下，通过政府的资产负债表极度扩张稳定杠杆的办法能走多远？在油价低迷的状态下，美国页岩油等高负债行业能否可持续？在疫情冲击下，家庭收入来源被切断，负债压力较大，家庭资产负债表是否可持续？这三个问题表明高杠杆问题值得高度关注。

中国国际经济交流中心首席研究员张燕生认为，这次金融动荡是在一个“百年未有之大变局”的背景下发生了“百年一遇的大流行病”导致的。在这一背景下，疫情冲击暴露出了世界的种种矛盾，对世界和中国的金融市场以及大国在全球的位置产生了颠覆性的变化。未来可能是一个去全球化、去中国化、去美国化、去全球产业链、去金融市场过去的地位的格局。同时，我们担心这次金融动荡可能

会有二次爆发和三次爆发的风险。

中银证券全球首席经济学家管涛认为这次全球动荡的关键原因是疫情冲击，但另一方面也受到过去十多年来长期的宽流动性和低利率积累的金融脆弱性的影响。到目前为止，疫情还没有结束，在目前大力度的救市政策下，只发生了股灾，还没有发生由股灾引发的市场恐慌进而演化成全面的流动性危机，也没有发生金融危机。但是随着疫情的持续发展，对经济冲击压力加大，股灾是否会演变成金融危机值得高度关注。

兴业证券首席经济学家、经济与金融研究院副院长王涵认为这一轮全球金融大动荡是金融体系本身的问题导致的。在过去的百年中，全球供需矛盾一直往供大于求的方向发展。供大于求的情况导致投资回报率偏低。2008年后，货币政策的宽松进一步摊薄了资金回报，因此，金融体系要想实现同样的收益，就需要承担更多的风险，导致风险资产配置增加，如低评级债券，增加了金融体系的风险累积。这一轮的救助政策似乎使问题变得更加严重，各大央行大规模释放流动性进一步摊薄了资本回报率，金融机构被逼进一步杠杆化，使得金融风险的进一步上升。

2、全球金融动荡到目前已基本结束，美股甚至出现了技术性牛市，将来金融体系二次探底风险有多大？

曹远征认为，虽然这一轮资产价格的动荡告一段落，但是更严重的问题还在后面。特别是，金融体系内部是否会爆发以去杠杆为代表的金融危机还需要密切观察。美联储以如此宽松的办法刺激经济导致了更大的风险，也对国际货币体系造成了很大的冲击。如果高杠杆难以维持，那个时候爆发的金融危机会比2008年危机更严重。短期来看有两个风险需要大家高度关注：一是主权债务危机；二是发展中国家出现的流动性危机。

张燕生认为，最坏的情况尚未爆发。当前，各国央行和财政部基本上把能用的政策工具都用上了，政策空间非常有限。具体来看，未来有以下风险：第一，中日韩是否会爆发二次疫情；第二，如果疫情向非洲、南亚、拉美国家蔓延，可能爆发人道主义危机；第三，如果疫情出现反复，由于疫情需要隔离，可能带来产业链、供应链的断裂危机。因此，对今后会不会出现二次反弹和二次金融动荡，我个人持非常审慎的观点。

管涛认为，虽然现在美股出现了大幅反弹，金融市场企稳，但不能说二次探底的风险已经完全消除。第一，美元指数仍处于高位，说明疫情冲击风险还没有完全消除；第二，纳斯达克指数的收复不代表疫情冲击恢复，因为科技股公司通过远程办公，受疫情影响相对较小；第三，美联储的放水主要流入了金融市场，导致股市的“虚高”，一旦经济复苏不及预期，矛盾可能会更加突出；第四，美国疫情没有得到有效的控制，硬性复工将导致国内疫情反弹，同时复工复产的进程受制于其他地区的疫情防控，复工进度不一定能按预期实现；第五，美联储针对疫情过早过快的出手救助加剧了金融体系的脆弱性。

王涵认为，短期内不能低估美股的反弹空间，但是同时也要警惕爬得越高，跌得越重。在这一波美股的反弹主要得益于科技股，如果将标普 500 中的 5 只科技股剔除，则这一指数到现在为止仍是下跌的。从中期来看，科技行业的大规模扩张下，有明显的“毁灭性创造”的特征。即科学技术的进步在供给端提高效率的同时，在需求端是毁灭需求的。当大量就业人群被 AI 替代时，最终需求会大幅下降。中长期来看，需求端的不足，会进一步加深供需矛盾，导致整体回报率的下降。

3、本次全球金融动荡中，新兴经济体的金融市场动荡似乎比震中心美国还严重，新兴经济体如何提高自己的抵抗力？对中国有什么启示？

曹远征认为，新兴经济体在疫情冲击下，风险在不断地暴露。首先，过去十年中，新兴经济体以美元计价的债务在不断上升。其次，新兴经济体在资本外流的情况下，汇率大幅下跌，导致未来偿债压力的提高。对中国而言，要加快“本地化进程”以缓解货币金融原罪，期限错配、货币错配和结构错配的问题。人民币国际化不仅是中国本身的需求，也是世界的需求，是解决本地区货币错配问题的体现。

张燕生认为，这次新兴市场爆发的强烈的金融动荡、金融危机、金融冲击是因为全球化已经进入到了下半场，即风险明显大于机遇。经济增长的黄金时代可能结束，但是货币危机、银行危机、金融危机等高频率发生的问题现在开始一步一步地展现在我们面前。在过去的全球化过程中，重视经济自由、政治自由，使全球效率发生了改善，但是全球化没有机制解决公平问题，这导致新兴市场无论是债务、货币、国际收支还是金融等方面的风险大大提升。对中国、日本、韩国

和东盟而言，要联合抗疫，联合稳定产业链、畅通供应链、提升价值链。第一，东亚要联合扩大内需；第二，东亚要联合实现关键技术零部件的本地生产；第三，东亚要保持金融稳定。

管涛认为，疫情冲击新兴市场，发生了创记录的资本外流，主要原因是过去十年全世界宽流动性低利率的背景下，新兴市场的原罪更加严重，即新兴市场的货币是不可兑换的货币，所以必须要用硬通货对外支付，同时国内金融市场不发达，需要到海外进行融资，这就导致了中长期的货币错配、期限错配等问题。对中国的启示：第一，经济稳、货币稳，经济强、货币强；第二，要在“雨天打伞，晴天补漏”；第三，要控制好货币错配和汇率敞口。

王涵认为，新兴经济体内部分化明显，这与本国疫情情况和经济情况相关。中长期来看，新兴经济体都面临着财政最后如何维持的问题。对中国而言，要保证汇率政策更加灵活，要为货币体系的重大变革做好准备，同时还要避免国内资产泡沫化的问题。

王晋斌认为，美元指数的走强，会使美元资产对全球吸引力的进一步上升，这有利于美元霸权的进一步巩固。在这样的状态下，对于新兴市场中的比较脆弱的经济体，当务之急还是疫情防控。对于整个东亚经济体而言，由于中日韩的疫情防控十分到位，目前比较重要的迅速推进中日韩自贸区。但是中国没必要参与“亚元”，人民币将来一定会成为区域性的强势货币。

4、疫情冲击下的全球金融动荡对中国影响路径与对策？

曹远征认为，疫情冲击中一个很重要的问题是国际货币体系的变革。在现行美元主导的国际货币体系中有很大的内在缺陷，但是在疫情的进程中，全球出现了去人民币国际化的倾向。一是，各国央行进行货币互换，但是中国央行没有参与。二是，人民币没有进入数字货币。这对中国经济和人民币国际化形成了巨大的挑战和影响。

张燕生认为，疫情冲击对中国的影响，一是可能通过全球的货币金融动荡产生，二是可能由于油价和大宗商品的波动产生，三是可能通过全球经济衰退产生。对中国来讲最核心的问题是科技方面的去中国化，规则方面的去中国化，产业方面的去中国化，和货币方面的去中国化。对中国而言，最重要的是做好自己的事情，在规则、科技、产业、货币等方面不断做强；同时，还要主动与世界各国挂

钩。

管涛认为，金融动荡对中国的影响路径是两个，一个是金融渠道，一个是实体经济渠道。金融渠道：一方面可能是信心危机的传染，另一方面，可能是本身市场避险情绪上升，导致集中抛售风险资产。实体经济渠道：世界可能陷入资产负债表的衰退，世界经济有长期持续低迷的可能性，这会导致中国的外需长期疲软。

王涵认为，要关注通胀层面上和地缘政治层面上的问题。中国的应对：第一，要加快改革，包括要素改革；第二，政策层面上，要聚焦民生、结构性问题；第三，加大开放；第四，避免大刺激，保留部分政策弹性空间，为极端情况做好准备。

王晋斌认为，中国在国际上取得今天的成就不依靠金融，而是靠制造业。人民币要想实现国际化，也要落在实体经济创新上面，要让中国市场能给投资者提供收益。所以，当下要想办法刺激需求，使科技的进步更上一个台阶，这是未来中国综合实力上一个台阶的核心要点。

第三单元：媒体记者与嘉宾进行了深度互动。

Q(中国经济导报)：中国的银行业应该如何应对疫情下的国际金融动荡？

曹远征：这次对全球银行业的冲击有限，主要原因在于，上次金融危机后，各国对银行的高杠杆进行了某种程度的控制，并出现了宏观审慎管理的原则。这次金融市场的动荡致使股市和资产价格的波动，没有反映到金融市场的去杠杆，全球金融体系保证了稳定，中国也如此。同时，中国的货币政策空间很大，中国银行业将是全球最后倒下的银行业，短期来看，它的风险小于发达国家的银行业风险。

Q：请点评一下中国银行“原油宝”问题。

张燕生：这次中行“原油宝”对今后中国的银行、企业、老百姓进入衍生品市场交易产生了深远的影响。这次的“原油宝”损失惨重，成为了一个标志性事件，希望它发生以后，我们能够从中总结和学到更多的东西，为我们未来的40年“新时代改革开放”提供一些经验教训。

王晋斌：疫情冲击下，

人民币成为区域货币里的强势货币是大势所趋

王晋斌 中国人民大学经济学院常务副书记、国家发展与战略研究院研究员、中国宏观经济论坛（CMF）主要成员

以下观点整理自王晋斌在中国宏观经济论坛(CMF)宏观经济热点问题研讨会(第3期)上的发言

这次回过头来看，包括金融大动荡引发问题的根源，我同意各位的观点，它主要是新冠疫情的冲击导致的措手不及。过去从来没有想过这会有一个突然的事情，本身它并不是美国经济周期到了周期性内生要求的周期性调整。它快速的把过去的进程打断了，也把还在往前走的经济进程快速打断了，而且打断的程度非常大，因为它很严重。所以可以看到很多政策的对冲根本不是按照正常的经济周期性的政策去对冲的，而是一些非常应急性的大对冲政策。

在这个过程中，我们发现一个问题，即使美国把货币放到了最松的水平，美元指数、美元这两个月来很强。最近特朗普有一个表态，他讲“强美元比较符合美国的策略，有助于美国经济的恢复”，他的这句话有一定的道理，在这样一个全球都很难过的时候，如果它能够保持一个比较长期的强美元，美元资产对全球吸引力会进一步上升，这有利于美元霸权的进一步巩固，这也是我们非常担心的事情。

所以，在这样的状态下，我非常同意新兴经济体要分拨来看，有像中国这样健康的经济体，也有一些像俄罗斯、巴西比较脆弱的经济体。现在俄罗斯每天新冠患者还有1万多人。这些新兴经济体即使它想借钱成本也很贵，再加上他们有不少外部债务，新兴经济体的债务压力还是比较大的，现在整个市场想借钱也挺难的。过去经济就不怎样，现在还要进一步搞主权债，在国际上筹资也是非常困难的。

但是有一种办法，对这些经济体来讲，当务之急还是疫情防控，如果疫情防控做不好，后面一系列的问题都会出来。我们假设它在严格防控疫情的情况下，在贸易萎缩、经常账户恶化的情况下，如果还需要钱，实在借不到钱的话，他们也会想办法借到一些钱。比如这个国家总有一些好的资产，那么好的资产能否作为抵押？主权债务不好借，是否可以通过好的资产抵押来借钱？未来我们有可能

看到这种现象的出现。但很显然，对这些相对脆弱经济体来说，日子肯定会非常难过。

但对整个东亚经济体来讲，前面专家讲了，中国现在疫情防控做得是最到位的，日韩的疫情防控做得也不错，东亚作为全球三大经济区域角度来讲，现在整体状况和表现在全球来讲也是好的。但是通过这个时间是否能够迅速推进区域货币体系的改革，我觉得还是很困难的。我个人始终不看好“亚元”，从我个人的角度来理解，中国没有必要搞“亚元”。随着时间的推移，中国经济体量不断放大，如果我们今天搞了个“亚元”，将来我们会后悔的。我个人认为人民币将来首先应该成为一个区域性货币，在此基础上去逐步成长为更大的国际性货币。在亚洲区域性货币里成为强势货币是大势所趋，这是我的基本看法。

从金融对中国问题的冲击，看中国的金融问题，我个人的思路是中国在国际上能够取得今天的成就不是靠金融，而是靠制造业。看中国的金融，目前还是要以这样一种思路：基于服务于实体经济的视角看金融。比如看未来十年、甚至更长的时间，金融发展的如何都要依靠实体经济这个基础。再比如，人民币的国际化，为什么别人需要人民币，无非两个原因，一是用人民币能买你的东西，二是更重要的，我用人民币，到中国来投资你这个市场，你要给我提供一个强大的资产市场，能够让我保值增值。中间涉及到很多环节，包括资本账户开放等一系列改革。根本上问题还是我用你的钱，就是两个目的：一是我能买你的好产品；二是我到你这儿能便利的投资，并能取得稳定收益。中国市场给别人提供长期收益，最终还是落脚在实体经济的创新和发展上面。所以，我认为各位专家刚才讨论的各种对国内冲击的看法我都赞同，强调一点，当下还是要想办法刺激经济的需求。随着疫情防控到现在取得了重大战略性的成果之后，想办法刺激需求是当前政策的核心要点，尤其是刚才张燕生老师讲的科技问题。在这轮刺激需求过程中，我个人侧重于一定要考虑如何使科技的进步更上一个台阶，这是个核心问题。基本的刺激需求的方法，比如强调的民生工程以外，怎么想办法在科技进步领域更好地刺激需求，恐怕是未来中国在疫情之后，综合实力更上一个台阶的核心要点。

人民币的货币国际化是个中长期任务，它可能需要很久。在目前的疫情冲击下，要把人民币国际化提高到一个什么水平，恐怕还是挺难的。最终人家需要你的货币，是你能够给我提供稳定的收益，强大的市场，你的经济创新和产业链要

非常强。包括刚才张老师讲的主动去挂钩也是非常有道理的，就是说这么大的东西和别人挂钩，对别人还是有吸引力的。所以，当下之际还是要侧重从实体经济恢复角度来应对金融波动。从外汇储备和经济基本面来看，资本的流入、流出波动是可控的。1 季度外储减少大约 400 亿美金左右的水平，每天股市流进流出规模也还可以，基本是可控的。

王涵：当前市场现状更多是金融风险积累造成，而非疫情冲击

王涵 兴业证券首席经济学家、经济与金融研究院副院长

以下观点整理自王涵在中国宏观经济论坛(CMF)宏观经济热点问题研讨会(第3期)上的发言

关于金融市场现状是疫情冲击还是金融风险积累的问题，我倾向它还是金融体系本身的问题。前面几位嘉宾谈到了，在过去百年中，从供需矛盾角度来说，二战以后全球供需矛盾一直朝供大于求的方向走，虽然中间有美日贸易摩擦和后面的华约体系的解体带来新的需求的增加，但整体来讲供需矛盾问题一直没有解决。供大于求的情况导致了一个结果是投资回报率偏低。2008年后，宽松的货币政策进一步摊薄了资金回报。从金融体系角度来讲，金融回报下降过程中，往往体现为利率下降，对于整个金融体系要完成同样的收益就需要承担更多的风险。这是为什么过去几年，海外投资者对于低评级债券，长久期的资产，一些没有流动性的资产的需求会越来越旺盛。这些都是前面几位嘉宾谈到的风险的累积。

这一轮整个救助过程中这些问题有没有解决呢？答案是没有解决，相反，它把问题推向了更极端的方向。各个央行大规模释放的流动性，在当前经济总量似乎没有太明显增量的情况下，其实会进一步摊薄资本回报率。而在资本回报率下降的过程中，金融机构被逼将走上进一步杠杆化的道路，使得市场风险进一步上升。所以，我觉得本身这个问题的暴露是过去几年的这种低利率政策加上供需矛盾带来的内生结果。现在看来整个救助手段似乎使问题变得更加严重。

关于现在美股整体的走势，可以用两句话概况，一个是短期不要低估美股反弹的空间。第二句话，爬得越高，跌得越重。前面几位讲的内容并不矛盾，短期内实际上美股这一波的反弹就是科技股，标普500如果把那五只科技股拿掉，其他的股票做一个指数的话，这个指数到现在为止是跌的。这个现象让我们想到一件事情，在每一轮牛市过程中都会有一些主角。2000年整个市场的角色是科技股，2008年整个市场的角色是金融股。在科技股的故事没有被证伪前，整个市场要出现系统性下跌，从内生动力来讲有一些不确定性，换句话说，金融公司在这一轮整个市值占比非常小，如果只是金融公司阶段性出现一些问题，很难让大家把那五只股票带下来，那五只股票如果保持高位指数就不会跌得深，而且短期内不排除美股在机构抄底过程中有比较强的反弹。

但中期，这一轮指数向上的核心有两个方面。一是科技行业本身大规模的抢占其他行业的市场地位，无论是通过科技化挤占劳动力，还是从线下到线上的演化过程中，很多传统行业都被挤占出局。可以看出，它的毁灭性创造的特征非常明显。这带来一个问题，科技股实际上在供给端提升了效率的同时，在需求端是毁灭需求的。当大量的这些高收入的就业人群，他们的工作越来越多被科技 AI 替代的时候，最终终端需求是有问题的。从这个角度来讲，中长期所讲的这种需求端不足，供需矛盾导致资本整体回报率下降，这个方向没有问题。

所以，短期内，因为 FED 等于把美元体捆绑到了美股之上，因为大量的金融机构在投资回报率下降过程中，“囚徒困境”导致了必须要寻找高风险高回报的资产，反而使得它短期内会涨很多。所以，我认为虽然涨幅会更高，但中长期的逻辑导致不排除后面跌更深。

新兴经济体最近市场分化非常明显。我们如果看 MSCI 指数，从 3 月 23 号到现在跑在最后的是拉美市场，跑在最前面的是东亚和东南亚的新兴市场。换句话说新兴市场在这一轮的反弹过程中占据的是两头。这也和疫情、本身的经济情况有关，所以可能需要有一个区分。

第二，我很同意这一轮因为各个国家，尤其是发达经济体把整个货币的宽松放到了一定的极致，对于全球货币体系的这种双向的波动，我们可能都是要小心的。短期内，因为大家基于基本面，投资者会进行趋势的外推，不同基本面不同抗疫局势的市场，可能表现会不太一样。但是从另外一个方面来讲，中长期来说各个经济体都面临着财政最后如何能够维持的问题，所以，如果我们回过头来看，像 1933 年、1971 年都出现了发达经济体对外甩锅，以本币大幅度贬值达到甩锅的结果。因此，未来我们要对全球货币体系出现潜在的重大变更要做好准备。对中国来讲，核心的一点是汇率政策要更加灵活。以前我们讲中国的汇率政策灵活的时候，更多的在讨论汇率本身的波动区间是不是更加灵活，汇率是不是要浮动，如果未来是一个货币体系有变化这样一种情况的话，可能对于货币体系的重大的变革，我们需要做好准备。

我想提示一点，在最近一段时间，整个抗疫过程中，可以看到 facebook 关于天秤币的白皮书已经进行了修改，前期它的说法是天秤币主要会绑定一揽子货币，现在变成了绑定美元这一种货币。它说的是单一货币，但我们知道就是指美元。

所以，潜在问题是会不会出现货币体系变更，从这种纸币体系变成了美国能够控制的数字货币体系的变更。在这个过程中，如果这个情景最后会发生的话，我们要做好短期美元走强后会驱使一波美元走弱的情况。而在这个过程中用美元的这些纸换取了各个新兴经济体的资产，然后再进行贬值，对新兴经济体整体就是一个财富的掠夺。所以，这部分的风险，我们需要去关注。当然在这里面最重要的一点还是要避免国内资产的泡沫化的问题。因为如果说我们讨论到这一波放水最后的结果会使得不同经济体之间资金的流动，中国资金流入的概率还是比较高。但在这个过程中我们本身有结构性的问题，如果资产再出现泡沫化，未来潜在货币体系变更或者流出的时候我们就会有更大的压力了。

第一，通胀层面上的问题，是我们要关注的。虽然现在时间点上，我们整体是以通缩的压力为主。其实今年疫情导致了很多产粮国的春播是受到影响的，比如整个南亚和东南亚。虽然这个时间点上，我们都在说油价低所以在通缩，但可能中长期，在货币政策全球大放水下，通胀问题如何解决是蛮重要的一个问题。第二，关于地缘政治的问题，我还是想提出来，最近我们去看这次疫情对美国失业数据的影响，最大的影响是美国低收入、低教育层次的人失业问题变得非常得严重。在这样的情况之下，它的内部矛盾会倒逼政客进一步“甩锅”，使得“逆全球化”问题可能会加速。

中国的应对，我认为有几点：

1、要加快改革，包括最近谈到的要素改革问题。换句话说我们要从内部深挖红利，增强中国金融体系的稳健性。

2、政策层面上，可能聚焦民生，聚焦结构性问题的政策，这个导向可能在未来是更加重要的。因为如果全球的供需总量层面上，我们找不到未来供需矛盾自身缓解的可能性，那么我们要做好面临全球长期是处于供大于求，各国争夺市场的这种环境。这时候，中国的体制中的两只手之一市场，容易解决供给不足的问题。而另一只手政府容易解决供给过剩的问题。结构问题的解决可能更大程度上要依赖于政府的政策。包括在这次疫情过程中体现出来的发达经济体医疗保障体系过于市场化带来的基本保障得不到解决的问题，从中国的角度来讲，都是让中国的经济增长和民众能够分享增长的红利，非常重要的一点。

3、加大开放。前面几位专家讲了加大开放，对于中国来说，有两个比较好

的优势：一是中国快速发展的势头在很多国家需求紧缺的情况下是非常重要的吸引力。二是疫情过程中，中国供应链的稳定性、以及抗冲击能力是个重大的优势，中国怎么讲好这个故事很重要。

4、避免大刺激，保留部分政策弹性空间，为极端情况做好准备。

张燕生：全球金融动荡仍有二次探底的风险，最坏情况还未到来

张燕生 中国国际经济交流中心首席研究员

以下观点整理自张燕生在中国宏观经济论坛(CMF)宏观经济热点问题研讨会(第3期)上的发言

我认为，这一轮全球金融动荡的关键原因是在一个“百年未有之大变局”的背景下发生了“百年一遇的大流行病”导致的。在这一背景下，疫情冲击暴露出了世界的种种矛盾，改变了大家对世界和中国的金融市场以及大国在全球的位置的看法。未来可能是一个去全球化、去中国化、去美国霸权化、去全球产业链、去金融市场旧体系的新格局。

在这种情况下，我们真正担心的是会不会出现不亚于上个世纪二、三十年代的大萧条？根据王教授的总结，金融动荡在大萧条期间持续了30个月，在次贷危机期间持续了14个月，而本轮的金融动荡仅仅只有30天到40天。我们认为本轮的金融动荡可能刚刚经过了第一波，以每天、每周、每月的数据来看，可能会低估这次新冠疫情对人类的挑战。新冠疫情是人类和病毒间的斗争，但我们看到的目前最激烈的还是人和病毒斗争背后的人和人之间的斗争，包括去全球分工体系，去全球产业链、价值链、供应链，去贸易协定。从这个角度看，这次金融动荡的根本原因一定不是金融动荡本身所涉及到的这些因素，而一定是金融动荡背后的那些深层次因素。

因此，我们一直担心这次金融动荡会不会仅仅是第一波，会不会有第二波、第三波？王教授在谈及新兴市场的表现时候，也意识到今后可能会有第二第三波的金融动荡。那么第二第三波会不会反过来影响第一波？我的答案是不敢说它不会。所以，从这个角度来讲，这次三月份的金融动荡仅仅是出乎预料的，但后来将发生、和将要出现的问题，比目前我们观察到的要更多、更深、更复杂。

未来肯定还会出现金融市场动荡的二次探底，我相信最坏的情况尚未爆发。当前，包括美联储在内的世界各国央行和财政部基本上把能用的政策工具都用上了，下一步遇到更坏情形时政策应对空间将非常有限。具体来看，未来有以下风险：

第一，中国、日本、韩国、东盟、美欧会不会发生第二波疫情？如果发生再次隔离，再次中断，它对世界的下一步打击恐怕会变得更严重。

第二，从目前疫情的发展来看，世界新增疫情排前十位的国家包括俄罗斯、巴西、秘鲁、印度、巴基斯坦、土耳其。如果是疫情进一步向这些新兴市场和发展中国家，尤其是向非洲、南亚、拉美蔓延，可能爆发一场人道主义危机。

第三，如果疫情出现反复，由于疫情隔离的需要，可能导致全球三大生产网络——东亚、北美、欧洲的物流、商流、人流出现了断裂。如果产业链、价值链、供应链出现了断裂，导致消费、投资、进口出现严重问题，实体经济会把全球金融市场拖入危机。

从这个角度来讲，我们不能仅仅从货币和金融的角度看当前全球经济和金融市场的后续走势。现在所有的故事都讲的是一个最好的场景，并没有谈基准场景可能发生的危机和疫情的叠加，最坏的场景也尚未爆发。因此，对今后会不会出现二次反弹和二次金融动荡，我个人持非常审慎的观点。

这次新兴市场爆发的强烈的金融动荡、金融危机、金融冲击是因为全球化已经进入到了下半场。全球化进入到下半场意味着风险明显大于机遇。历史上的全球化时期一方面是世界经济黄金时期，另一方面是货币危机、银行危机、金融危机高频率发生的时期。全球化进入下半场，即经济增长的黄金时代可能结束，但是货币危机、银行危机、金融危机等高频率发生的问题现在开始一步一步地展现在我们面前。

我们将这一轮全球化称之为“超级全球化”，学者罗德里克提出了全球化的“三元悖论”。过去三十年的全球化进程，我们过多重视经济自由、政治自由，使全球效率发生了改善，但是全球化没有机制解决公平问题，民族国家让渡了部分经济主权，换来的是存在全球治理赤字的地球村。这导致新兴市场无论是债务、货币、国际收支还是金融等方面的风险大大提升。

这种情况下，给我们带来的启示是什么？从第一轮疫情的发展来看，全球率先趋于稳定的地区是中国、日本、韩国和东盟，因此，东亚要联合抗疫，联合稳定产业链、畅通供应链、提升价值链。具体来讲，东亚要在以下三方面发力：

第一，东亚要联合扩大内需。因为过去东亚的市场需求是在欧美，因此要想联合抗疫，要联合稳定东亚的生产网络，首先要联合扩大内需，扩大消费、投资和进口。

第二，东亚要联合实现关键技术零部件的本地生产。过去东亚的很多技术和关键零部件高度依赖欧美，现在欧美抗疫导致断供断链，因此东亚要联合实现过去依赖欧美的技术零部件、元器件和原料设备的本地生产。

第三，东亚要保持金融稳定。要重新审视过去讨论过的“亚元”问题，东亚地区的金融稳定的机制问题等等。从需求、供给和金融这三个方面考虑，尝试建立起亚洲货币和金融体系。

在这个过程中最大的风险是 RCEP 今年能否签署，这很大程度要看印度能否加入。如果印度不能加入，日本曾表示印度不加入它也不加入，因此我们要考虑没有印度、没有日本的 RCEP 下，东亚生产网络的合作就可能会出现。之所以发生这种紧张的情况，很大程度是有域外大国的介入，在这种情况下亚洲的合作要更多的运用一些新的策略来解决我们现在这个地区合作存在的一些不确定性问题。

疫情冲击对中国的影响，一是可能通过全球的货币金融动荡产生，二是可能由于油价和大宗商品的波动产生，三是可能通过全球经济衰退产生，四是可能出现贸易战重演场景。

对中国来讲最核心的问题是如何应对科技方面的去中国化，规则方面的去中国化，产业方面的去中国化。在这种局面下，今后的货币结算体系、清算体系、数字货币都会发生不同程度的去中国化现象。在这种经济状态下，会不会出现 1976 年《牙买加协议》——去布雷顿森林体系却没有去美元化？对中国而言，最重要的是做好自己的事情，在规则、科技、产业、货币等方面不断做强；同时，还要主动与世界各国挂钩，原因非常简单，中国市场体量巨大，只要主动挂钩，合作会一步一步从可能变成现实。

目前，美国给世界各国提供了一道选择题，你选美国就必须去中国，你要选中国，美国一定退出，此外，没有第三条路可以选。我们这一代人很幸运，未来的二三十年就能看出“选边站”最后会形成什么样的货币体系。我希望不是“后牙买加时代”出现的美元化倾向，而是有一个真正的对未来国际货币体系的重塑。

中国 40 年改革开放已经深入到了金融市场和金融行业，这意味着我国市场经济体系已经发展了一个高端市场部分，高端市场就要有相应的金融监管能力。市场 99% 的人都认为衍生品市场是一个买空卖空的市场，即“投机市场”，但衍生

品市场对市场经济的发展是非常重要的，它能为市场提供远期价格发现机制，为套期保值提供所需要的交易场所和工具。但是它对金融的监管提出了更高的要求。

原油期货的交易中出现了负三十几美元、负四十美元/桶的价格，在历史上从未出现过的。实际上，金融期货和商品期货投机性、风险性和损益性都是非常高。这次中行“原油宝”对今后中国的银行、企业、老百姓进入衍生品市场交易产生了深远的影响。这次的“原油宝”损失惨重，成为了一个标志性事件，希望它发生以后，我们能够从中总结和学到更多的东西，为我们未来的 40 年“新时代改革开放”提供一些经验教训。

曹远征：疫情冲击下会否出现以去杠杆为代表的金融危机？

曹远征 中银国际研究有限公司董事长，中国银行原首席经济学家

以下观点整理自曹远征在中国宏观经济论坛(CMF)宏观经济热点问题研讨会(第3期)上的发言

王晋斌教授认为这一轮股市的系统性变化是受疫情冲击形成的涨落。但从2008年金融危机看，现在有一个问题还没有涉及到，但很可能在疫情进一步冲击下逐渐显现，就是金融本质问题——高杠杆能否持续。

2008年金融危机最重要的原因是快速去杠杆。这一轮危机到目前为止，还没有出现杠杆率快速衰退的现象，这是刚刚晋斌教授讲的金融基本稳定。但问题是极度宽松的货币政策，即用政府的资产负债表极度扩张稳定杠杆的办法能够走多远，这个问题值得高度关注。

我们注意到由于全球大宗商品价格的变动，很多企业的资产负债率难以维持，比如美国页岩油是高负债行业，油价维持如此低迷的状态，他们的杠杆是否能够可持续也是一个问题。我们也注意到这次疫情对低收入家庭冲击比较大，因为收入没法提高，负债又较多，家庭负债表的可持续也是一个问题。

这三个问题表明了杠杆问题需要给予高度关注，尽管到目前为止，资产价格的涨落还没有引起杠杆率的变化，危机还是涨落型、自限型的，但从未来的情况看，这种情况会不会继续演变，还需要关注。

虽然这次资产价格涨落告一段落，就像晋斌教授描述的，但这是扬汤止沸。其实更严重的问题在后面，也就是说会不会出现金融内部以去杠杆为代表的金融危机还需要密切观察。我们看到美联储如此宽松的办法来拯救经济还隐含了更大的风险，对国际货币体系造成了很大的冲击，这个问题有待于下一步更紧密的观察，甚至令人更为担心。

其实，现在更担心的是如此宽松的货币政策执行下去的结果肯定是杠杆难以维持，金融可持续性存在着相当大的疑问。换言之，在那个时候要暴发金融危机会比2008年危机更严重，因为危机是全球性的，对全球货币体系会有重大影响。

短期看有两个风险，请大家高度关注：

一是主权债务危机，欧洲国家在十年前曾经出现过欧债危机，那时候危机出现在南欧国家，现在同样的问题又出现在南欧国家。像意大利和西班牙这样的国

家，要抗疫需要花很多的钱，今后还要花更多的钱。但是这些国家没有自己独立的货币，它要融资的话只能靠欧元。欧洲又没有统一财政政策，会使得欧债危机再次重演，前一次已经在欧洲讨论这个问题，而且在主权债务融资方面已经有很多的争议，不知道这次会是什么结果，如果这次不能妥善解决，欧债危机的风险会再次重演。

二是发展中国家已经开始出现流动性的困难，货币危机的可能性是存在的。由于外资大幅度流出，美元流动性偏紧，使本币和外币大幅贬值导致本币的国际收支危机，出现类似像二十年前亚洲金融危机似的危机，这个风险是在加大的。如果从这个意义来看，“老鼠拖木，大头在后面”，我们还需要密切观察。

同时，我们看到新兴经济体在疫情冲击下，风险在暴露。

我们注意到两件事。一是在过去十年中，新兴经济体以美元计价的债务在不断上升，因为当时由于美元比较便宜，所以在海外融资增加速度比较快。

二是新兴经济体还有一个传统的问题，就是特别是有些国家的国际收支始终是有逆差出现的，在财政会有逆差，在国际收支资本项下也有逆差。双逆差很容易造成资本流动，而资本流动不仅出现本币对外币的大幅贬值这种亚洲金融危机性的危机，还会出现类似拉丁美洲难以偿还债务危机。人们在这次新冠疫情下看到的这种危机的风险在加大，因为很多新兴经济体汇率大幅下跌，美元指数大幅升高，未来这种偿债压力会更大。

对中国有什么借鉴？很简单，所谓新兴经济体出现这种问题，在二十年前亚洲金融危机时就发现了，它存在金融原罪的问题，存在极大的错配。

特别在亚洲地区非常之明显，这种错配表现为货币错配，融资结构期限错配，更重要的是投资和储蓄是错配的。由于这些错配使得它很难消除病根，每次冲击就会有类似的风险发生。针对这个问题的解决方式，二十年前，就提出了“本币化进程”。九十年代，在我们这个区域，当时实行的是日元的国际化，日本由于种种原因丧失了这个机会。二十年前危机发生后，人民币开始国际化，但是这并不是中国本身的需求，是世界的需求，是本币化进程在本地区的显现，是要解决本地区的货币错配问题的体现。从历史上来说，从更长的角度来考虑，一定要纠正所谓货币金融原罪，期限错配、货币错配和结构错配的问题，而靠推进本币化进程缓解这样的错配非常重要。

我们注意到在去年 5 月，在“东盟 10+3”会议上，这些国家的央行行长和财长共同审视了迄今为止 20 年来的本币化进展，又再次提出在债券市场和融资市场上，都要纠正货币错配，要推进本币化、本币化多边化，这就是多边化机制安排。这个进程是值得鼓舞的，如果今年包含本币化进程的 RCEP 能够签订的话，有助于缓解亚洲地区出现货币金融错配，减少风险发生的可能性。换言之，除了一般性的防范措施之外，最重要的是要有机制上的改革。

其实，我们说从双边关系来看，对中国金融的影响当然存在，但是问题看来不是很大。最重要的是对汇率的波动会有一些影响。但是我更关心的问题不在这里，而是说未来疫情之后，国际货币体系会变成什么样，这是一个核心的问题。

我们看到现行的美元主导的国际货币体系有很大的内在缺陷，这是人民币国际化的原因之一。但是在疫情过程中，全球出现了去人民币国际化的倾向。

注意两个信号：一是这次各国央行进行货币互换，包括过去老七国 G7 的互换中没有人民币，没有中国央行。在新的国家墨西哥和新加坡等国家的货币互换中也没有中国央行。而人民币已经是在全世界广泛借用的货币，没有中国央行参与，这是很严重的信号。

二是这次数字货币中又没有人民币进指，人民币是 SDR 货币，但也没有人民币来作为一个权重参与，全球有可能出现新的现象。这对中国经济、对于人民币国际化已经走到这个地步的中国，是一个重大的挑战和影响。这是需要充分估计到的。

管涛：美股的大幅反弹是美联储大放水催生的“股市虚高”

管涛 中银证券全球首席经济学家

以下观点整理自管涛在中国宏观经济论坛(CMF)宏观经济热点问题研讨会(第3期)上的发言

这次全球动荡的关键原因是疫情冲击，但另一方面也受到过去十多年来长期的宽流动性和低利率积累的金融脆弱性的影响，导致目前各国的货币、财政政策走到了今天这个地步。美股动荡是从2月底开始的，此前大家都以为新冠疫情是局部事件，直到2月底开始在海外加速扩散，同期美股出现了“七连跌”，到了3月3日美联储进行第一次紧急降息。由于疫情暴发前，美联储的货币政策正常空间已经非常有限，所以它的两次紧急降息就把利息降到了0，当时让大家感觉到美联储可能没有“弹药”，加剧了市场恐慌。同时，一直到3月13日之前，美国政府对新冠疫情的风险一直是遮遮掩掩、轻描淡写，所以美联储两次紧急降息反而按下了市场的恐慌键，触发了3月9号和12号的两次熔断。一直到3月13日，美国宣布国家紧急状态，疫情防控政策才正式出台。

由于疫情防控政策出台后缺乏财政救助政策的配合，在3月23日宣布无限量宽松后美股创下了新低，一直到3月24日以后疫情防控政策、财政救助政策和货币刺激政策三大政策逐步到位，美股才迎来了反弹，这反映了政策空间不足，政策出台的次序和搭配不到位带来的问题。

但是到现在为止，疫情还没有结束，前期全球宽流动性、低利率积累的经济金融脆弱性将继续接受考验，在目前大力度的救市政策下，只发生了股灾，还没有发生由股灾引发的市场恐慌进而演化成全面的流动性危机，也没有发生金融危机。但是随着疫情的持续发展，对经济冲击压力加大，股灾是否会演变成金融危机值得高度关注。包括在这个过程中吹起了一股逆全球化，去中国化的浪潮，会不会最后加剧疫情对经济金融体系的冲击，引爆危机非常值得关注。

虽然现在美股出现了大幅反弹，金融市场企稳，但不能说二次探底的风险已经完全消除。我有几个观点：

第一，从美元指数走势来看，尽管美联储大放水，但美元指数仍处于高位，说明疫情冲击风险还没有完全消除。

第二，我们不能把纳指收复失地认为是最危险的时刻已经过去。因为在疫情冲击下，科技股公司更多是通过线上远程办公，受疫情影响相对较小，这里有一定的估值优势，所以在流动性的推动下，把年内的跌幅收回来了，甚至略高于年初的点位，但这不等于最坏的情况都已经过去。

第三，这次美股的大幅反弹有一个很重要的原因，就是美联储大放水没有进入实体经济，而是进入了金融市场，导致了由流动性催生出来的股市虚高，一旦经济的复苏不如大家预期的那么迅速到来和快速反弹的话，现在估值过高的矛盾会更加突出。

第四，从上次危机应对教训可以看出，从2007年次贷危机到2008年全球金融海啸期间间隔了一年多的时间，甚至在2008年5月，美国政府都说次贷危机最坏的时刻已经过去，但实际上次贷危机沿着“有毒资产”这一链条，先是放倒了生产有毒资产的房贷公司，最后是放倒了购买有毒资产的银行和非银行机构。这次也是一样的，只要美国疫情没有得到有效的控制，硬性复工将导致国内疫情反弹，同时复工复产的进程受制于其他地区的疫情防控，复工进度不一定能按预期实现。这种疫情持续的时间越长，对经济伤害越大，救助成本也会随之上升。

第五，大家都说这次美联储和美国财政部汲取了上次危机的教训，所以没有等到股灾演变成流动性危机及时出手，避免了危机酿成后救助成本大幅度飙升，这是迅速出手的好处，但问题是如果经济基本面接下来进一步恶化的话，意味着现在出手的方式对市场的帮助都是“救市救在了半山腰”，上次虽然出手晚，但救市救在谷底，所以美联储、财政部上次救市是创造了丰厚的利润。如果这次出手早，但因为美联储和财政部都解决不了疫情的问题，疫情对经济的影响就会持续存在，对本已经非常脆弱的经济金融体系的影响也会不断的加大，就意味着后期美联储和财政部还要有新的财政计划才能救助经济，但新的进一步的刺激意味着整个社会的杠杆将进一步加升，这意味着疫情过后对经济复苏带来很大的压力，因为透支了经济增长的潜力，甚至没有效率的财政货币刺激，还可能会酿成一个更长期的资产负债表的衰退。

这次疫情冲击新兴市场发生了创记录的资本外流，主要的原因是在过去十年全世界这种宽流动性低利率的环境下，新兴市场的原罪更加严重。新兴市场的原罪就是新兴市场的货币不是可兑换货币，所以必须要用硬通货对外支付，同时国

内金融市场不发达，就要到海外融资，特别是中长期融资更要到海外融资，所以存在货币错配、期限错配等问题。一个典型的表现是新兴市场通常既怕本币升值影响出口和创汇能力，同时也怕本币贬值增加偿债负担，所以新兴市场普遍存在所谓的“汇率浮动恐惧”。

根据国际货币基金组织的统计，到 2018 年底新兴市场外债总额比 2008 年底翻一番还多。负债率、偿债率、债务率这些偿债指标在过去十年里都有了十几个点和几十个点的上升，都高于国际警戒标准，大部分的外债都是美元债务，存在一个比较严重的货币错配问题。特别是在过去十年来新兴市场的经常项目盈余迅速缩小，如果把中国去掉，新兴市场已经从经常项目顺差变成了逆差，这次疫情暴发后导致全球经济大停摆，很多对出口依赖比较大的，对外汇收入比较大的经济体都容易受到这种冲击。

但是我们看到在这个过程中，并不是所有新兴市场都受到很大冲击，实际上投资者把好的新兴市场 and 坏的新兴市场做了区分，相对来讲财政赤字、贸易赤字、外债比较多、外汇储备比较少，经济衰退、通货膨胀比较高的这些经济体即便是主要经济体货币放水，低利率、宽流动性，但实际上他们仍然遭遇了严重的资本集中流出的冲击，相对来讲好的新兴市场只是在信心方面受到了信心危机的传染，由于经济基本面比较健康，受到的影响相对比较小。预计随着市场恐慌和流动性紧缩环境的逐渐缓解，在全球大放水的背景下，好的新兴市场有可能会重新面临热钱流入和本币升值的老问题，这是上次危机中的遇到的问题；差的新兴市场可能要经历一波深度调整和出清后才会享受这一次国际资本流动的盛筵。

对于中国的启示。有三点：

第一，经济稳货币稳，经济强货币强。这从其他国家的经验来看，即便汇率浮动以后，如果本国的经济金融存在脆弱性，实际上也不能享受汇率浮动带来的好处。像阿根廷、土耳其、巴西这些国家汇率尽管早就自由浮动了，但它非常痛苦，如果汇率浮动以后由市场确定，汇率大幅贬值有可能对债务偿还，对国内通胀都带来很大的压力，甚至导致美元化加剧的问题。对中国来讲，去年人民币汇率“破七”汇率更加市场化，一定程度上克服了“浮动恐惧”，但是我们不能掉以轻心，还是要扎扎实实把自己的工作做好，不断夯实自己的金融的健康性，特别要利用这次疫情防控的领先优势，在疫情防控常态化的情况下，推动企业复工复产，

把这种领先优势变成经济复苏的领先优势，巩固汇率稳定和经济金融稳定的基础。当然，这也有另外的挑战，如果我们是一个好的新兴市场，有可能将来会面临的资本流入和汇率升值的挑战，对于大家来讲没有“无痛选择”，大家只能是见招拆招。

第二，要“雨天打伞，晴天补漏”。中国这次在疫情冲击下表现相对较好，我们的财政货币政策相对比较稳健比较克制的一个很重要的原因，就是过去几年强监管和去杠杆以后，一些金融风险在高位缓释，所以这次我们对于疫情带来的冲击的承受力增强。如果我们还像前些年那样，金融中存在很多问题，那么这次承受能力会受到很大的挑战。

第三，控制好货币错配和汇率敞口。人民币国际化，即用人民币作为计价结算货币，一定程度上能帮助我们解决货币错配的问题，但我们不能掉以轻心。最近国际清算银行发布了一篇报告，就提到新兴市场发本币债，用本币对外借债，对新兴市场没有债务错配，但对境外投资者来讲资产存在错配，它拿的是人民币资产，但是是用美元和其他外币转换过来的，如果它对你不看好也会存在着集中抛售资产的问题。一旦抛售资产，一方面会对汇率带来影响，另一方面可能会对相关的资产市场带来影响，比如抛股票对股市就会带来影响，抛债券就会对债券市场的价格带来冲击，这实际上也是一个问题。

最后总结，任何政策都是有弊有利的，没有无痛的政策选择。在政策选择中就是怎样取舍，趋利避害。

全球金融动荡对中国的影响路径是两个：一是金融渠道，二是实体经济渠道。

1、金融渠道。一方面可能是信心危机的传染，全球金融动荡会增加市场的不确定性，可能会抑制风险偏好，这对风险资产来讲是不利的，一旦出现风险事件之后有可能导致风险资产价格会承压；另一方面，在本身市场避险情绪上升的情况，有可能出现集中抛售这些风险资产，这对中国相关的市场也会带来一定的冲击。当这个风险过去以后，境内外利差以及境内外资产价格的估值差异有可能也会导致一些无风险套利资金跨境流进流出。

2、实体经济渠道。在全球财政货币大放水情况下，普遍加杠杆，我现在有种担心，这一轮刺激完了以后，在实体经济长期低迷的情况下，复苏乏力的情况下，有可能世界陷入资产负债表衰退，长期经济低迷的可能性，这会导致中国的

外需长期疲软，甚至由于大家经济复苏前景不好，会加剧全球范围内的经贸摩擦，这对中国对外贸易和投融资往来都会有一些影响。

有何对策？我同意前面专家的观点，做好自己的事情。

第一，抓住疫情防控领先的优势，推动复工复产，把这个领先优势变成经济复苏的领先优势，这为我们的金融稳定提供基本面的有力支持。

第二，中国的财政货币政策是处于正常状态，我们要在保持政策定力同时留有政策余地，随时随刻不要把自己置于险境。这是很客观的，中国的财政货币政策空间和美国比起来肯定是不一样的，美国可以通过美元霸权对外转嫁危机，中国到目前为止，这方面的能力还是不够的。所以，我们必须得把自己置于有利的地位，才能应付更加复杂的局面。

第三，要完善宏观调控的框架，要推进金融市场市场化、法治化、国际化，增加数据和政策的透明度，这样有利于稳定市场预期，减少不必要的预期紊乱带来的跨境资本流动带来的震荡。

第四，加快多层次金融市场体系建设，有深度、有广度和有流动性的金融市场是吸收内外部冲击的第一道防线，这是国内外的经验，我们还是要用改革的方法来应对这个挑战。

第五，要加快推进国家治理体系和治理能力现代化，这有助于降低国家风险溢价，增强中国市场人民币资产对外资的吸引力。

第六，要加强跨境资本流动的监测预警，我们既要拟定应对异常流入的预案，也要拟定异常流出的预案，因为金融市场动荡，既可能导致中国面对流入压力，也可能导致中国面临流出压力，这个跨境资本流动监测预警不仅是政府要做的事情，市场也要主动地识别风险，管理风险。



把脉中国经济 传递中国声音
Taking Economic Pulse, Forecasting Economic Future

地址：北京市海淀区中关村大街59号 中国人民大学崇德楼西楼9层
Add: 9th Floor, West Wing of Chongde Building,
Renmin University of China, 59 Zhongguancun Street,
Haidian District, Beijing, P.R.China

网站: <http://ier.ruc.edu.cn/>

微信公众号:

