

# 研讨实录

第 130 期

130

杨 成：普京的“2024 问题”

屠光绍 刘国恩 孙明春：  
国内外疫情新变化，及其对全球和我国经济的影响

座谈会：美联储国债回购计划的是与非

王涵 许斌：  
对第一季度经济数据的解读以及企业应如何应对



上海发展研究基金会  
Shanghai Development Research Foundation

地址：上海市黄浦区龙华东路868号办公A楼802室 Address: Rm 802, Office Building A, 868 Longhua East Road, Shanghai, China  
邮编：200023 ZipCode: 200023  
电话：86-21-62188752 Tel: 86-21-62188752  
传真：86-21-62188714 Fax: 86-21-62188714  
网址：www.sdrf.org.cn WebSite: www.sdrf.org.cn



上海发展研究基金会编  
二〇二〇年四月

## 序 言

上海发展研究基金会于1993年成立，以积极推进经济、社会、城市发展决策咨询事业为宗旨；以募集、运作资金，研究、交流、资助、奖励有关经济、社会、城市发展决策咨询项目为业务范围。

2005年以来，上海发展研究基金会在业务开展方面进行了更多有益探索，推出了每月的“上海发展沙龙”主题活动，与上海市社会科学界联合会合作，邀请国内外知名的学者、专家和实业界人士进行演讲，与听众进行交流。时至今日，沙龙已经成为了基金会有一个品牌。

从2007年开始，基金会在每年的年中举办“世界和中国经济论坛”，重点分析全球经济对中国的影响；在每年的年末举办“中国经济论坛”，着重分析当年的经济形势，展望来年的经济走势。

2009年和2010年，基金会又分别召开了“中国经济：未来三十年”、“中国的城市化：目标、路径和政策”国际研讨会，邀请了海内外著名学者、经济学家、投资者、金融和商界人士，围绕相关问

题进行了研讨。

基金会从 2009 年开始至今，与上海财经大学高等研究院合作，每年连续合办“户籍制度、土地制度和城市化”专题圆桌讨论会，针对城市化相关问题进行了深入研讨。

基金会也将知名专家和基金会自身的部分研究成果编撰成书，“上海发展研究基金会丛书”已出版了《中国经济：未来三十年》、《中国的城市化：目标、路径和政策》、《新型城市化：抉择和路径》、《国际货币体系改革》、《国际货币体系再思考》、《名家谈中国经济未来》。

我们希望能够将有价值的见解与朋友们分享，因此把沙龙和研讨会的一些精彩内容陆续编辑成册，称为“研讨实录”，不定期的发行，旨在将这些活动的互动过程尽量原汁原味地呈现出来。希望各位朋友能够给我们提出更多更好的建议，以使基金会能够更上层楼！

是为序。

上海发展研究基金会理事会会长

Handwritten signature in black ink, reading '胡旭照' (Hu Xizhao).

## 编者的话

本期《研讨实录》收录了一篇文章和基金会最近三次学术活动的实录。

第一篇是上海外国语大学国际关系与公共事务学院杨成教授发表在《中国新闻周刊》（2020.3.23 总第 940 期）上的文章。杨成教授在此论述了俄罗斯最近的修宪之事。经作者同意，我们在这里保留了该文在发表时被删除的内容。

基金会于 2020 年 3 月 30 日以视频方式举办了第 158 期上海发展沙龙，北京大学国家发展研究院北大博雅特聘教授、全国新冠肺炎专家组经济学家代表刘国恩博士和海通国际首席经济学家孙明春先生作了题为“国内外疫情新变化，及其对全球和我国经济的影响”的演讲。

刘国恩先生认为，现在看来，病毒很难像 SRAS 一样悄然离开，所以我们的目标不应该是清零，清零也是没有必要的。我们要继续加强防控，

但对疫情不要过度恐慌，我们必须把经济弄上去。对潜伏期人群应该注意，但也应该理性认识到人类生存总是有风险的。面对风险，恐惧还是不恐惧，带来的结果有天壤之别。

孙明春先生认为，我们需要关注全球危机的非线性演变及其对中国的潜在影响，要关注从公共卫生危机到人道主义危机的风险；从人道主义危机到社会危机的风险；从资产价格剧烈波动到金融系统坍塌的风险；从政府救市到主权债务危机的风险；从央行救市到全球货币体系推倒重来的风险；从经济衰退到“滞涨”的风险；从全球经济衰退到全球“大萧条”的风险；从经济衰退到各国国内政治危机或社会危机的风险；从国内政治危机到国际关系危机的风险。

屠光绍先生认为，这次的疫情是全球性的，也是非常严重的。疫情影响的传递，有实体和金融之间的传递，宏观与微观之间的传递，国际之间的传递，所以影响是全方位的。要充分估计疫情对中国经济可能产生的影响。中国经济需要更多的全球化，更多的合作，中国要做好疫情影响的准备，中

国本身是全球化的受益者。中国本身就面临经济下行、结构调整的压力。目前中国疫情拐点已经出现，复工复产对中国经济与全球稳定有重要作用，中国经济有其自身韧性，应对措施既要考虑稳定，又要考虑全球化的影响。

基金会于2020年4月13日以视频方式举办了第55期“中国经济的未来”系列座谈会，讨论最近美联储推出的国债回购计划。与会的专家学者有：上海市人民政府参事、中欧国际工商学院教授盛松成，中国银行原副行长王永利，上海交大现代金融研究中心主任潘英丽，上海交大安泰经管学院教授钱军辉，智堡创始人朱尘，兴业证券王笑笑博士，上海发展研究基金会研究员何知仁。上海发展研究基金会副会长兼秘书长主持了座谈会。座谈会主要讨论了三个问题：（1）美联储国债回购计划究竟是一个什么样的金融工具？为什么要推出此工具？部分专家认为，这是一个正常的融资工具，目的是要向全球市场提供流动性，降低美元融资成本，维持金融市场平稳。另一部分专家认为，美联

储推出 这个计划是为了稳定美国国债市场，并为下一步大量发行国债铺路，但未必有效。（2）该计划长远来说对美元的国际地位有何影响？对国际货币体系有何影响？部分专家认为，这是国际货币体系中的又一创新，实际上进一步增加了美国国债的信誉度。另一部分专家认为，美国这一行为对国际市场在短期是作了贡献的，但是在长期是有很大大风险的。（3）该计划对我国的金融体系、人民币有什么影响？美联储扩大与其它国家的货币互换，是不是金融去中国化？专家们认为，该计划对我国的金融体系、人民币影响不大，但我们要研究美联储的做法。美联储扩大与其它国家的货币互换，并非金融去中国化。

基金会于 2020 年 4 月 23 日以视频方式举办了第 159 期上海发展沙龙，兴业证券首席经济学家王涵先生和中欧国际工商学院教授许斌先生作了题为“对第一季度经济数据的解读以及企业应如何应对”的演讲。

王涵先生认为，第一季度的数据是比较差的，

但是3月份的数据有一些亮点。综合来看，今年的经济有2%-3%的增长。未来有几个不确定性：一是疫情之后，可能是全球格局的重塑，地缘政治可能往对中国不利的方向来走；二是发达经济体逐渐形成小型的货币同盟，如果其货币大规模的贬值的话，可能导致我们被征铸币税。短期政策的对冲力度是上升的，估计这次特别国债的发行可能在3万亿的量级，这能够在一定程度上化解企业的困境。从中期来看，更重要的可能是最近《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》的推出。中国改革进入深水区，需要做一些系统性的部署，要向国内改革要红利。

许斌先生在4月2日启动了2020中欧调查问卷，针对的是这次新冠疫情的影响。填问卷者大部分是中欧的学生，一个星期内收到了1千多份问卷。有三点总结。第一，新冠疫情在第一季度重创在华企业的运营，对服务业的影响尤其巨大。第二，第一季度的影响主要来自中国本土，但是全球供应链的影响已经开始显现，后面一年一年影响会加大。第三，企业在第一季度的应对主要是线上办

公。大部分企业预计在6月底之前会复工。复工以后，企业还是可以逐渐恢复元气的。中国经济的问题不在今年，而是在后面的三五年。

更为详细的精彩内容，请大家阅读本期《研讨实录》。

乔依德

上海发展研究基金会副会长兼秘书长

二〇二〇年四月三十日

## 目 录

杨 成：普京的“2024问题” ..... 1

屠光绍 刘国恩 孙明春：  
国内外疫情新变化，及其对全球和我国经济的  
影响..... 13

座谈会：  
美联储国债回购计划的是与非..... 57

王涵 许斌：  
对第一季度经济数据的解读以及企业应如何  
应对 ..... 95



## 普京的“2024 问题”

杨成

上海外国语大学国际关系与公共事务学院教授

3 月 10 日，在俄罗斯国家杜马（议会下院）审议宪法修正案的最后时刻，国家杜马副主席、苏联首位女宇航员特列什科娃提出了两个关于修改总统任期的关键倡议，让俄罗斯政治的宪法时钟被重新校正。

一个半时后，俄罗斯总统普京亲自到场阐明了立场，反对取消总统任期，但不反对原总统任期“清零”，这意味着普京获得了 2024 年再次参选、有可能留任至 2036 年的可能。

从万众预期的退而不休到近乎永不退休，这种大转折似乎并未让普京的支持者们感到有任何不妥。从俄罗斯议会上下两院以及全俄 85 个联邦主体的地方议会出现的绝对多数支持结果来看，普京四年后继续连任的最大阻力只会是普京本人。

虽然国际上的分析多认为普京和特列什科娃配

合演了一出压轴戏，但俄罗斯国内一种比较典型的看法是，正是普京本人做出了 180 度的大转变。其核心依据是，普京常年专注于国际事务，基本上将国内政治板块交由担任总统办公厅副主任的亲信打理，根据技术官僚的专业建议治国。

莫斯科卡耐基中心的专家认为，从苏尔科夫到沃洛金再到现在的基里延科三位总统副主任都获得过绝对授权，这曾是最主流的决策模式。而普京此次深度介入的关键原因，在于他误判了国内民意。基里延科等人在表演政治的驱动下，根本不敢告诉普京真相。

在笔者看来，或许普京前后立场有所微调，但决定性因素仍在于对“2024 问题”的判断。当普京在 2018 年 5 月携带着克里米亚“重归”俄罗斯版图的高光再一次入主克里姆林宫时，政权交接的“2024 问题”就已经是他本人和执政团队无法回避的必答题。因此，一种合理的推定可能是，普京之所以在此时以这种方式大修宪法并预留了可能长期执政至 2036 年的空间，本意是防止过早进入西方选举政治中常见的“跛脚鸭”总统阶段。

---

## “一切为了 2024” 的修宪逻辑

1 月 15 日，普京打破惯例，提前发布国情咨文，并首次倡议对 1993 年宪法进行全面修订，以调整俄罗斯强总统、弱政府和弱议会之间的失衡关系。外界普遍认为，这位事实上已经执政 20 年的俄罗斯最高领导人正在为 2024 年卸任总统铺平道路，“后普京时代”即将正式拉开帷幕。

但此后短短两个月的时间，形势却发生了根本逆转。现在全世界关注的焦点议题则变成：普京会不会真的按照新宪法赋予的任期“清零”规则，一直在俄罗斯总统位置上任职到 2036 年。

此前的 20 年内，除了一些因联邦主体名称变更而对俄罗斯宪法进行小的调整外，普京一直避免重大的宪法改革。为此，2008 年他和梅德维杰夫上演了“王车易位”的政治大剧，不惜转任总理，直至 2012 年重返克林姆林宫。就连总统任期从四年改为六年，也是由梅德维杰夫提出建议并经议会批准。在此意义上，普京更像是一个俄罗斯法律精神的坚定捍卫者。

此番修宪，而且是大幅改革叶利钦时期确定的

根本大法，显然有重大政治考量。当普京在距离本轮总统任期结束还有四年多的节点上提出时，尤其是当他特别强调限制总统任期、提升政府和议会权力时，几乎所有人都以为普京已经决定全身而退，在“没有普京的普京主义”的权力框架下继续对俄罗斯政治施加影响。

正常来说，距离 2024 年的下一轮总统竞选周期还有很长时间，加之拥有“普京就是俄罗斯”的特殊地位，普京完全可以像当初提拔他的叶利钦那样慢慢布局。至少从苏联和后苏联时期的历史看，权力交接的命题从来都是在最后一刻才见分晓，没有提前几年就格局明朗的先例。

普京的提议出乎俄罗斯内外几乎所有人的意料，短短数周时间内就引发了无数关于普京第二个两届总统任期结束后的新岗位的形象：如果宪法修正案通过，普京是否真的没有任何可能再次竞选总统？在离而不休的情境成为大概率事件的情况下，普京有没有偏好的模式？俄罗斯在此情况下是陷入新的僵滞，还是获得新的发展动力？新总理有没有可能成为未来的新总统？当总统权限缩小，政府和

---

议会权力增大的时候，超级总统制还是那个超级总统制吗？俄罗斯政府、议会上下两院获得的新权限会实质性地改变俄罗斯政治生态吗……

一个合乎逻辑的认知是，普京修宪可能不会改变其 2024 年后继续作为俄罗斯“压舱石”的功能，但俄罗斯政治本身确有可能由此掀开新的篇章。在某种程度上，苏联解体以后的俄罗斯一直处于过渡时期的特殊状态中，迄今尚未实现真正意义上的正常宪政秩序。

为防止社会主义政治重生，叶利钦主导的俄罗斯第一共和国在相当长时间内采用了近似于军政的激进切割方式，但本该完成的国家构建和民族构建的双重任务并没有全部完成，这一重要使命在千禧年之交转移到临危受命的普京身上。

随后的 20 年里，普京用拨乱反正的方式赢得了国内民心，以超级总统制为核心的一系列超稳定训政制度确保了俄罗斯的基本发展方向。普京及其核心团队都很清楚，普京之后再无普京是一个必然结果。与此同时，回到宪法框架内，确保一个稳定可期、萧规曹随、可持续发展的俄罗斯，同样是大

势所趋。

### 稳定再一次压倒一切

一般而言，在任期限制不变的情况下，越接近 2024 年，普京的政治统治力就有可能越虚弱。一方面，其侧近人士可能会因为即将进行的权力交接而不断分化重组，执政精英的过度竞争甚至是分裂可能难以避免。另一方面，普京身上所聚集的政治光环将逐步被转移到潜在的接班人身上，加速二元权力结构的生成。

在“2024 问题”必然贯穿普京第四个总统周期的情况下，保持体制的稳定性和随后的自然延续也就格外重要。而要做到这一点，尽可能减少新旧转换带来的局部动荡，重新分配普京体制内部的资源和红利，最大限度地创造“普京主义”的支持者群体，自然而然成为最大的政治。普京选择现阶段保留 2024 年再度竞选的足够空间，大概是避免执政集团内耗的最佳选择。

在经济形势持续低迷、内外环境整体不佳的情况下，这也是维持和巩固普京长期执政正当性的理性决断。2014 年俄罗斯“收回”克里米亚半岛所产

---

生的光环效应正在渐渐消退，2018 年养老金改革不受欢迎后，俄罗斯民众反对率大幅上升。因此，在政治和经济形势尚有可为之处时采取行动很有必要。一旦民意出现大幅波折，再完美的权力更替计划可能也会遇到麻烦。对俄罗斯政治而言，这意味着克里姆林宫在过去两个月的时间里经过反复权衡，最终在变革和稳定之间选择了后者，延续和秩序再一次成为压倒一切的任务。

这样来看，一切问题都变得更简单了。不管普京的最终计划是什么，包括潜在的继任者名单和平行的超级总统结构在内，所谓的“2024 问题”已经不再那么紧迫。无论普京在 2024 年选择什么，他都可以至少在此之前保持主角光环。

普京此次的大修宪行动至此都是特别成功的，而且不出意外的话，接下来还将继续着这种连战连捷的态势。3 月 14 日，普京已经签署了宪法修正案并将其发送给宪法法院，由后者在一周内给予是否违宪的定论。1998 年，俄罗斯首任总统叶利钦曾经要求宪法法院将他在苏联尚未解体前竞选俄罗斯总统的任期归零，使其可以在 2000 年连选连任，但

遭到了拒绝。如果当时是相反的结果，可能后续的很多故事都要重写了。但历史没有假设，正所谓“此一时，彼一时”也。3月16日，俄罗斯宪法法院迅速做出了宪法修正案不违宪的裁决。据此，普京完全可以在“清零”已有总统任期情况下合法地角逐克里姆林宫大位。

至于4月22日的全民投票，在以简单多数通过即可而没有投票率要求的普京独创规则下，这反而成了修宪最容易的一环。更何况，这份包括近400项修正案、总篇幅达68页的宪法改革方案，本就是一份贴着“民意不可违”标签的政治杰作。对经济权利的强调和补充，对传统的家庭价值观、异性婚姻、对上帝的信仰等等，都给整体趋于保守的俄罗斯送上了定心丸。

这样一来，普京巧妙地隐藏了自己的主要目标，也让反对派失去了主动权。一方面，本就一团散沙的反普京力量很难动员人民投票反对一部充满社会关怀的宪法。据独立民调机构莱瓦达中心专家沃尔科夫的评估，只有约2%的人口准备上街。另一方面，从启动宪法改革讨论到议会上下两院和地

---

方议会审议通过修正案，整个政治进程始终以超高速运行，反对派用来反对的时间极其有限。而新冠疫情的爆发也让普京当局可以合法合理地限制大规模政治动员，对于 4 月 22 日即将举行的关于批准宪法修改的全民公决，反对派无所作为是大概率事件。

最有意思的是，新的修正案中，超级总统制依然是俄罗斯的国本所在，并且宪法改革最终赋予了未来的俄罗斯新总统事实上更大的总统权力。根据新宪法草案，总统提名总理报议会批准，总理直接向俄罗斯联邦总统负责，总统有权主持政府会议；在杜马三次否决总理提名时，总统可直接任命总理并有权解散杜马，组织重新选举；总理可以提名副总理及除强力部门以外的政府部长，三次遭到杜马否决后总统可自行依据总理提名任命副总理及政府部长；如果三次否决后政府成员出现超过三分之一空缺，总统可解散国家杜马重新组织选举；总统与联邦委员会（议会上院）协商而非经其批准后，有权任命或解职强力部门负责人和总检察长、副检察长以及地方检察长；总统还首次获得授权，可以罢

免宪法法院和最高法院院长、法官的职务，宪法法院法官人数将从 19 人减少至 11 人。联邦委员会成员除各联邦主体代表外，增加了总统任命的联邦区代表和前总统；俄罗斯前总统的不可侵犯权被明确列入宪法。（下划线部分是发表于 2020.3.23 总第 940 期《中国新闻周刊》时被删除的内容）由此可见，总统看似让渡了部分权力给议会和政府，但一个以总统为核心的依附性权力结构同样获得了强化。

### “长久的普京之国”究竟是多久

一切似乎表明，和世界范围内日益增加的不确定性相比，普京就是俄罗斯最大的确定性。而这位政治强人在 2024 年根据新宪法再出发已经板上钉钉。实际上，修宪只能说提供了普京长期执政至 2036 年的法理空间，合法性的获得并不会自然而然地转化为政治议程。

笔者倾向于认为，对于普京会不会第五次入主克里姆林宫这样的大问题，现在根本没有明确的答案，可能是连普京本人都不知道。今年 2 月，普京的支持率曾一度跌至 29% 的历史低点。相比之下，

---

即使在 2018 年抗议提高养老金年龄的高峰期，普京的支持率也没有低于 35%。

目前看，未来四年普京是否能重现类似于 2014 年克里米亚“回归”那样的高光时刻，并从高涨的民意支持中获取充足的连任正当性，直接关系到普京的最终决定。

有消息显示，普京在最后时刻对特列什科娃提出任期“清零”提案的默许，似乎和 2011 年决定重返克里姆林宫的逻辑类似。据俄罗斯重要的政治家尤马舍夫和另外一名媒体人齐加尔的不同叙述，当时普京的决定是基于利比亚冲突期间对梅德维杰夫在动荡时期领导俄罗斯缺乏信心。

这一次，普京的新闻发言人佩斯科夫则毫不讳言地指出，普京的决定反映了“世界上的极度动荡”，“在这些困难时期，权力的稳定、坚定和一致具有巨大的意义”。如今，国际秩序重构、国际体系转型和国际权力转移三种进程同步加速并相互叠加，后冷战时期国际安全总体稳定、局部动荡的基本格局日益受到巨大冲击，并导致大国局部冲突的可能性显著提高。在这种情况下，普京身上的光环

或许可以继续让总体实力趋于下降的俄罗斯获得超出其国力的影响力。

2019 年 2 月 11 日，时任总统助理、长期身为普京侧近人士且一向被视为克里姆林宫意识形态操盘手的苏尔科夫在俄罗斯《独立报》发表了引人瞩目的一篇文章，题目为《长久的普京之国》，就此拉开了关于普京去留的“2024 问题”大讨论的序幕。自此之后，俄罗斯在普京第四个总统任期结束后将走什么样的道路，便成为了热门议题。

今年 1 月，苏尔科夫预想中的“没有普京的普京主义”时刻似乎已经初露端倪。然而，正如普京本人总是做出令外界难以预测的决定一样，这一次，几乎全世界都是看到了故事的开头，没有猜到故事的过程。而很多人自以为猜到的故事结局，可能还存在诸多变数。而长久的普京之国到底有多长久，还需要经受历史和时间的重重考验。

## 国内外疫情新变化， 及其对全球和我国经济的影响

**屠光绍** 原上海市常务副市长

**刘国恩** 北京大学国家发展研究院北大博雅特聘教授  
全国新冠肺炎专家组经济学家代表

**孙明春** 海通国际首席经济学家

上海发展沙龙第 158 期 2020 年 3 月 30 日

**乔依德**（上海发展研究基金会副会长兼秘书长）：首先感谢大家参加我们今天的视频会议。我们在 3 月 6 日开过一次视频会议，那次会议的主题和今天的差不多，也是关于疫情对经济的影响。我记得那一次演讲者们有一个共识：第一季度的 GDP 可能为负。从 3 月 6 日到现在，差不多三个多星期时间，国内外疫情发生了非常大的变化。3 月 11 日世卫组织已经公开宣布，疫情开始全球大流行。最近这一两个星期，国外的疫情呈现指数式爆发。相反，我们国家对当时疫情的判断是：能够稳定下来。

我记得当时我说大局已定，现在看来也确实如此。但就目前的情况，大家还是有很多问题。一个是疫情方面，我们关心国外疫情会怎么发展？国外的疫情对我们国内的防疫带来什么影响？我们国内怎么能做到防止输入性传入？同时，对内又要防止反弹。另一个是经济方面。全球现在是不是已经进入衰退？会不会发生大萧条？对我们中国经济带来什么影响？我们今天围绕这些问题，非常荣幸地邀请了三位嘉宾。第一位是北京大学国家发展研究院北大博雅特聘教授刘国恩，也是全国新冠肺炎专家组经济学家代表。第二位是海通国际首席经济学家孙明春博士，他对全球经济是不是进入衰退，有一个比较早的判断。我们非常高兴地请到了上海市的老领导，原上海市常务副市长屠光绍先生，他会做一些点评和总结发言。首先我们请刘国恩教授给我们分享他对我们国家以及全球疫情的一些看法。

**刘国恩**（北京大学国家发展研究院北大博雅特聘教授、全国新冠肺炎专家组经济学家代表）：好的，大家好。我用一二十分钟的时间，给大家讲一下，我认为有必要跟大家进行沟通和讨论的问题。

第一个，在过去，我们新冠病毒全球感染人数已经快速的增加，到 29 号为止，全球确诊人数已经是 719000 人，病亡人数是 33905 人。如果仅以这两个指标来看，目前病死率在 4.7% 左右。但是我希望不会给大家带来太多的负面影响，死亡人数比较好核实，但不用猜测都知道还有大量的未确诊人数，未确诊人数里包括没有症状的人群，即使有新冠病毒感染也不容易查出来的那部分人。所以确诊人数的分母要远比 71.9 万大很多。因此，病死率不应该成为我们恐惧的理由，反而应该成为我们减轻恐惧的理由。为什么呢？因为每一年季节性流感，感染的人数都是千万级的。2009 年 H1N1 流感病毒疫情的数量级，也比这个高了很多。我们看到确诊人数目前在上升，既要重视它，也要客观看待它。美国纽约这几天确诊人数上涨很快，我个人判断，不认为现在传染在快速增加。事实上新冠病毒有个最大的特点，就是它早就以巨大的规模传染给很多无症状无阳性的人，只是需要通过更多的检测手段找出来这些人。另外我认为比较重要的一点是，新冠病毒无论是从感染的风险上，还是感染以后的病

死亡率上，都不如 SARS 那么严重。尽管 SARS 的感染的人数比新冠病毒小，但不意味着后者更严重。SARS 的退出，其实从很大程度上讲，并不是人类战胜了 SARS，到现在都不是特别清楚 SARS 是怎么莫名其妙消失掉了。SARS 和新冠病毒对相似性很高。我也不认为我们这次新冠病毒会导致像 1918 年西班牙大流感一样那么大的伤亡，因为现在的救治手段与之前非常不一样。我们可以看得很清楚，虽然患病率很高，但是真正得病以后的病死率并不高。现在来看，新冠肺炎患病风险主要是影响 65 岁以上人群，最大的是 70 岁以上人，到了 80 岁直线上升。这些人再加上有五个其他非传染性疾病：心脑血管疾病、糖尿病、慢性呼吸道系统的疾病、高血压和肿瘤。这些人属于我们整个社会，是包括家人在内都要尽力去保护的群体。对于这部分人群，不要跟他们握手，不要拥抱他们，尽可能给他们留下独立空间，才能保护他们。如果在 60 岁以下，又没有这些并发症，我们不必那么惊恐，因为到目前为止的数据显示，它并不比 SARS 和以前那几次大的瘟疫那么严重。医务人员中有年轻人病

亡的，但是他们是在 ICU 里面，那里面的病毒载量很高，和外面环境情况不一样，这是我要跟大家的第二点沟通。

我们已经发现的，以中国为例，8 多万人里有 81% 的人属于轻症患者。所谓轻症患者，就像我们得了一次重感冒、流行性感冒一样，居家大概七八天就可以恢复。这 81% 的轻症患者里面，要分有三种可能人群。第一类，开始阶段的特征很轻，但几天后变成重症病人或危重病人，对于这类人必须尽快送到医院。另外一部分轻症人，由于它病毒载量很小，所以不必要送医院救治，如果送到医院会增加交叉感染的风险，也浪费医疗服务的资源。还有一部分人则更不需要去，因为自身免疫力很强，身体发出的抗体完全战胜病毒的侵害，即使查出有病毒，对他也没有任何影响。这些人应该去工作，应该与外面人交流。这样的人事实上会阻隔带着病毒的人互相传染，即所谓的群体免疫。我们就是希望这样的人越多越好。现在 100 个感染的人里有 81 个是轻症，所以我们必须要分析。第一类赶快送到医院；第二类居家休息就好了；第三类基本上应

该鼓励他们出去。所以对这 81% 人群要区分对待。现在可以流动检测身体抗体的机器，已经通过 FBA 认证，在美国开始生产了。随着检测抗体的机器逐渐运用到市场上，对找出第三类人群应该会有更好的效果，从而使得我们应对这场看来是越来越持久的瘟疫的过程中，有更好、更有效、成本更低的办法。

另外，我想讲一点，现在大家都处于这么惊恐的时候，尤其是欧美，好像在重复中国 2 月中旬到 2 月底的势头。我在这里想特别跟今天参加会议的朋友讲，我们对新冠病毒一定要有一个理性认知：人类生存必须接受一定的风险。为什么呢？中国每一年因为非传染病导致的死亡，历年占据中国十大死因里的前七八位。如果我们把所有死亡人数考虑进去，2019 年全国的出生人数是 1500 多万，全国死亡人数是 998 万，相当于死了一个海南省的人数。死亡原因第一是脑卒中，第二是心脏病，第三是肿瘤，第四是慢性呼吸道疾病，第五是肝癌，第六是道路伤亡，即车祸，一年 6 万多。什么概念？这是中国新冠肺炎死亡 3300 人的 20 倍。我们去年

流感致死的是 8.8 万人，是现在新冠病毒致死的人的近 30 倍。我们只有把人类生存伴随的风险，放到我们防疫背景下的时候，才可能做到在防疫新冠病毒的时不盲目惊恐。把资源过度配置在某一个方面，造成的代价反而超过新冠病毒带来的成本，那就不值得了，就是丢了西瓜捡了芝麻。希望大家能够牢记这一点，尤其是病毒目前造成的危险似乎越来越大的时候。我们必须要把过去这么多年，无论哪一个国家，生存伴随的风险作为大背景，才能让我们更客观稳定地应对这一场瘟疫，并且增加我们打胜这一场瘟疫的信心和能力。

新冠病毒对经济造成的影响有多大？我想，可以从两个方面来思考。我们以第一个季度来看它对经济的影响。其实我今天讲的时候，我自己还不是特别肯定，因为到现在为止，我们疫情并没有完结。疫情造成的影响有多大，不是一个定数，取决于我们现在做什么，我们现在的行动是什么，也就是说，它是一个动态的函数。

我个人并不是特别愿意对现在的经济做预测或评判，但是大家说要谈一谈，我就谈谈我自己的

看法。首先，从微观层面考察。目前我看到的资料，是 financial times 收集的相关资料，使用了中国经济的六大指标形成一个综合的指数。第一项指标是房地产的销售，第二项是主要城市的交通堵塞情况，第三项是发电的煤耗，第四项是集装箱货运量，第五项是影院的票房，第六项是十大城市污染情况。他们把从这六项指标获得一个综合指数。综合指数如果以 1 月 1 号作为 100 的话，1 月底已经降到了 60 以下，经济下行超过 40% 多。现在 3 月底，刚好这个指数超过 60 一点点，可以理解为是 60%。也就是说，40% 事实上是没有恢复的。基于这样的情况，我从宏观层面做一个匡算。我们 2019 年第一季度中国 GDP 是 21.3 万亿，假设这次事件不发生，按照中央的计划，今年能够增长 6%，那么 2020 年第一季度常态情况下应该达到 22.6 万亿。如果按照刚才我给大家说的基于六大指标判断，我们能够达到开工 60%，那意味着能够避免多大的损失？我们可以避免 13.6 万亿的损失，2019 年北上广深一年 GDP 总和是 12.4 万亿。从长期来看，考虑储蓄、投资等的负面影响，应该比那个还要大。

其实我们要从整体上来思考这个代价对我们的影响，尤其是经济的影响。

从现在来看，这次新冠病毒很难像 2003 年 SARS 那样悄悄离开，我不认为我们有这么幸运，当然不排除这个可能。如果是打赌，我把牌压在它不会悄悄离开，今年它会长期存在，甚至明年后年都会存在。如果是这样的话，我们不应该，也不可能以清零为目标。我们现在要求各个地方实现清零目标，从医学上讲这是不可能实现的。因为有太多病人的感染是无症状的，也不会查出来是阳性。从经济上来说，也没有任何必要。我刚刚讲了，开车出去的风险都会每年杀掉 6 万多人，所以说清零目标一定要谨慎设定。如果达不到清零目标，你还给他压力，他就会造假。考虑到这次新冠病毒的基本属性，它可能是长期和我们同在的这么一个病毒，当然它的危害可能随着时间而减轻。从历史数据来看，病毒基本上都有这么一个规律。这样来看，我们必须要把经济搞上去，否则我们很麻烦。

刚才主持人讲到，我们现在面临输入型风险，目前来说是主要矛盾。但是考虑我们有潜伏性的这

些人群，其实我们不应该有所松懈。与此同时，我们一定要把人类与风险伴行这一非常重要的事实，纳入到防治新冠病毒的思想中，才能使得我们更客观、更理性地设立目标，从而更有利于战胜病毒，不会把事情搞得更糟。设想一下，如果让你看到在一两千米高的两个楼之间搭一个梯子，铺一个地板，两边都是空的，让你走，你肯定走不过去。但是如果我把两边蒙起来，事先不告诉你下面的高度，我说你从这个地方走过去，每个人都可以走过去。面对同样的风险，恐惧和不恐惧带来的结果是有天渊之别的，应对疫情也是这样。我就说到这里，如果大家有什么其他的问题，我也可以在这里和大家做一个交流。

**乔依德：**谢谢刘国恩教授。如果大家等会有问题，我们也会反馈给他。

**孙明春**（海通国际首席经济学家）：首先很高兴参加上海发展研究基金会举办的沙龙。刚才刘老师讲的内容非常实事求是，对我们政策的制定和企业、机构都非常有帮助。我完全从经济的角度来跟大家分析一下，在目前的疫情情况下，我对中国还

## 有全球经济的看法

首先，讲我的结论。至今大家已经形成了共识，全面危机已经到来，这个危机分为三个层面。第一是公共卫生危机，第二是经济危机，在一到两个季度内全球主要经济体应该都会衰退，第三是金融危机，金融市场波动幅度已经超过了以往很多次危机了，仅仅没有超过 2009 年的金融海啸。大家在这方面可能还有一些争议。总之，从这三个层面来讲，我个人认为，危机已经来了。

从中国经济来看，我们是最早受到冲击的，但是我们抵御冲击的能力是比较强的，但这是相对的；绝对的话，我们受的冲击也非常大。对美国来说，疫情的冲击已经开始表现出来了，也会非常大。针对短期冲击，各个投行做了各式各样对一季度和二季度美国经济增长率的预测，很多都在负 20% 到 30%，可以想像，短期内对美国冲击有多大。

我接下来主要讲讲中长期疫情对美元以及它的国际地位的冲击。从目前来讲，我们关注的是经济危机、金融危机。但是，我觉得后面可能会有一些非线性的演变，包括产生人道主义危机，某些国家

国内的政治危机，国内政治危机再演化成为国际关系危机。很多国家可能想办法转移责任，这是我们要关注的。从中国的角度来讲，除了自身在经济层面要应对疫情的冲击，同时也要考虑在全球加强合作，包括在防治疫情和经济振兴方面。这个时候，我们真的是要按照习总书记讲的，坚持人类命运共同体的思想，帮助别的国家，也是在帮助我们自己，别的国家如果出现政治危机，会很容易产生国际关系危机，对我们也非常不利，我们要从多个层面看这个问题。

排名	国家	2019年4季度 实际GDP增长率	备注
1	美国	2.1%	环比折年率
2	中国	6.0%	年同比
3	日本	-7.1%	环比折年率
4	德国	0.0%	环比
5	英国	0.0%	环比
6	法国	-0.1%	环比
7	印度	4.7%	年同比
8	意大利	-0.3%	环比
9	巴西	0.5%	环比
10	加拿大	0.3%	环比折年率

图 1：全球前十大经济体疫情去年第四季度经济增长率

在疫情来临之前，全球经济其实已经是岌岌可危了，大家可以从图 1 看到，全球十大经济体在去年第四季度，超过半数都在衰退的边缘，日本、法国、意大利都是负增长，德国、英国都是零增长，加拿大环比 0.3% 基本上也是零增长。中国、印度、巴西是金砖四国成员，作为发展中国家，我们的增长率和前几年比都很低。

这些都是在疫情发生之前的数据。疫情发生后，刚才刘教授也讲了，疫情在中国已经得到了有效的控制。但是海外发展的非常快，不断创新高，受此影响，在过去一个月的时间里，海外市场突然意识到形势的严峻，金融市场出现巨大的波动。全球不同类别的资产，不管是避险资产，还是风险资产，股票、证券、黄金、信用，包括商品，绝大多数都是下跌的。只有一些避险资产是上升的。如果从高点到现在，波动幅度更大。

我们自己编了一个指数，叫海通国际全球恐慌指数，我们把各个不同类别的资产综合起来看，可以看到目前恐慌水平仅次于 2009 年，实际上已经超过了 2011-2012 年欧债危机的水平。



图 2：海通国际全球恐慌指数（2000 年至今，周线）

所以大家要非常警惕，在金融市场剧烈波动后可能带来的灾害。这么剧烈的波动，在短短三四个礼拜发生在这么多的资产类别上，相当多的金融机构会爆仓。这些爆仓的机构是谁，有多少，多大规模，对大的金融机构有多大的影响？今天我们还没有办法完全评判。估计到四月中下旬，欧美的大投行公布季报的时候，我们可以通过季报看到这些金融机构到底受了多少内伤。我估计，接下来季报可能会对金融市场造成第二轮的冲击。

从经济层面来讲，疫情已经对全球经济造成了巨大的冲击，这是全球制造业指数，可以看到即便 2 月份疫情对绝大部分发达经济体中的影响还没有

显现，也掉下来这么多。3月份的数据这两天马上就出来，肯定是更差了。中国是最早受到冲击的，我们从来没有看到这么大幅度的下滑。

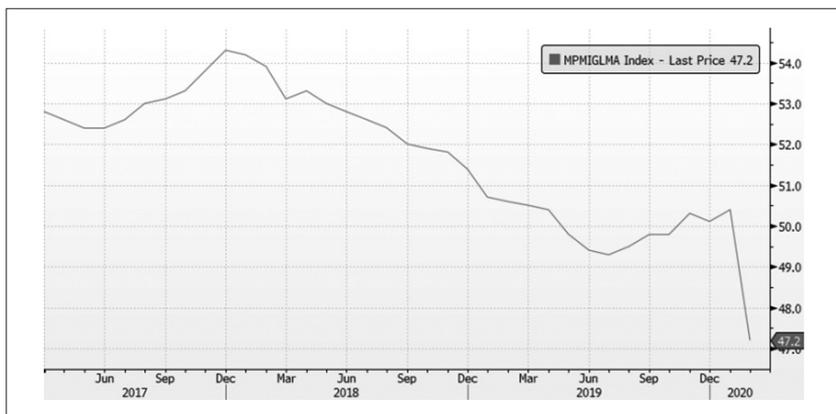


图 3：JP 摩根全球制造业采购经理人指数（PMI）

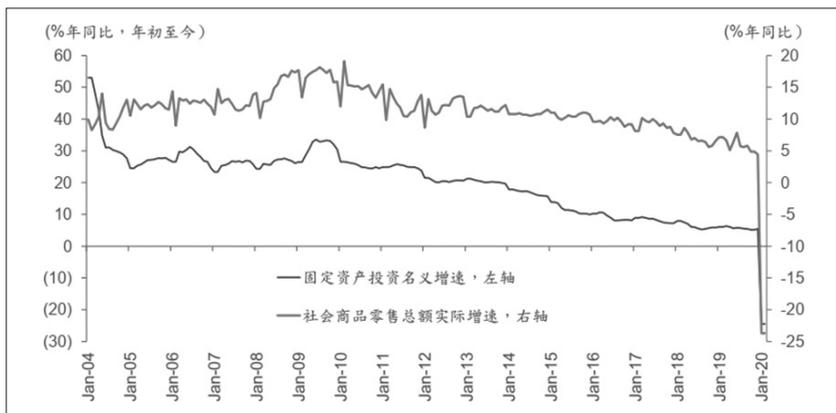


图 4：投资与消费增长率

从上面这张图 4 我们可以看到，无论是消费还

是投资，增长率都是负 20%，我们在需求端也受到了巨大的冲击，这是史无前例的。

我们再看图 5，工业增加值下降了百分之十几，也是前所未有的。

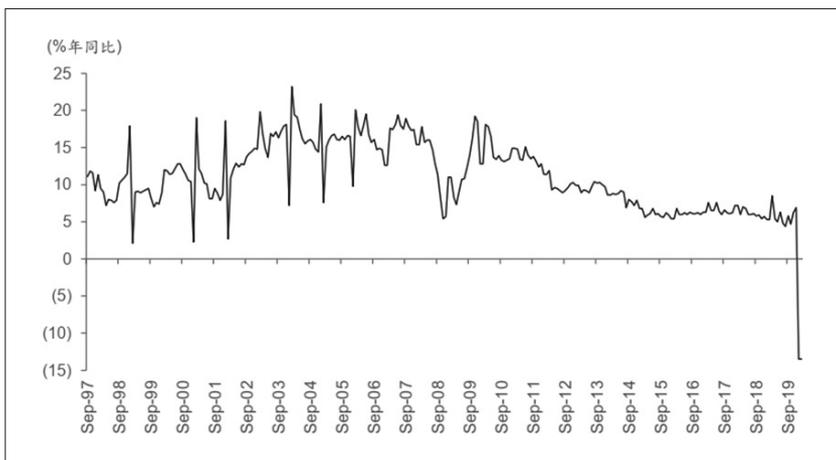
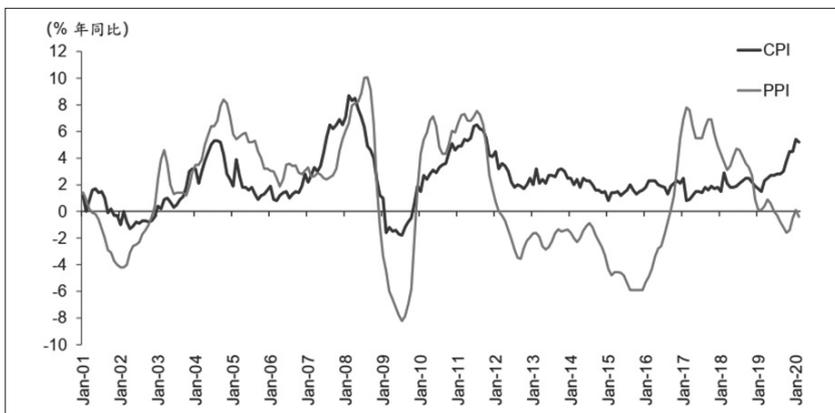


图 5：中国工业增加值

图 6 告诉我们停产停工对供应产生了一些影响，需求端的问题大家心里比较有数，供应端有什么影响大家还是需要关注的。本来我们振荡率比较高，CPI 在一、二月份是五点几，在最近八年是最高的。如果因为供应出了问题，有可能导致某些商品价格继续上涨，所以从刺激角度来讲，刺激需求的同时，还得关注供给端。



**图 6：中国消费物价指数（CPI）与  
工业生产者出厂价格指数（PPI）**

另外也需要关注是出口的变化，接下来中国的出口会很不好。不论是欧美也好，发展中国家也好，全球 150 多个经济体都出了问题。另外，我们也要关注进口，海外的产业链也会很差，所以进口可能受到冲击。最后我们要关注与中国国计民生，老百姓需求相关的进口品，尤其是和食品相关的，粮食作物可能可以自给自足，但经济作物是否有足够的供应是需要关注的。我们听说很多国家已经停止农产品出口了。如果制造业关键的零部件在海外出现了供应链中断，可能接下来的三个月，因为我们也许有存货，或有些进口在路上，还看不出来，

但是三个月或半年以后，可能就会出现各种问题。

我个人认为，从现在到下一轮冲击波到来，还有一个时间窗口，第一轮冲击已经过去了，后面还会有两三轮冲击。现在有一个窗口，我觉得要抓紧好好思考一下，哪些重要的领域，或者产品商品，能够借这个时间窗口增加供应，或者想办法寻找替代方案，否则我们可能因为供应端的问题导致经济停滞。

另外，如果要刺激经济，要实施财政措施，货币可能也会宽松，但是这有可能对国际收支平衡或外币平衡，造成一些挑战。现在我们的外汇储备比较高，但是我们外债比例也很厉害，尤其是美元债在过去几年涨的非常快，我们要小心债务风险。整体来讲，现在债务率不低了，尤其是非金融企业部门。从正面来讲，我们中国其实是最稳健的，从1994年以来连续25年顺差，像我们这样常年顺差的国家不太多，大部分经济体都没有这么好的条件。从对外平衡来讲，我们是最稳健的。我们的债务风险相对不大，当然大家会说，这里面没有考虑地方政府的债务，加上地方政府的债务，这个数就

没有这么低了。

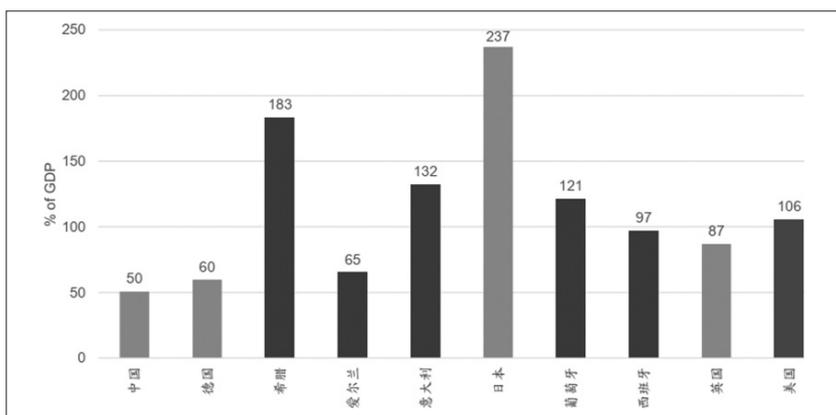


图 7：各国政府债务总额占 GDP 的比例（2018 年）

中国还有巨大的国有资产做后盾，我们有 100 万亿人民币的资产，在我们需要的时候，这块可以起到很重要的作用。另外，我们的国民储蓄率是最高的，应对危机的能力也比较强，老百姓的储蓄现在还有 80 多万亿，还有 20 几万亿在理财上，还有在基金上。因此，我们老百姓至少兜里还是有钱的，而美国不是这样的，美国实际上有一半的家庭是没有任何净资产的，是净负债状态。大部分老百姓要靠每两周发一次的工资维持生活，一旦工资没有了就会陷入很大的困境。当然中国也有一些中低收入家庭有这个问题，但总体来讲，中国百姓的积

蓄还是比较丰厚，比较容易度过危机。

从政策来讲，我国从 2016 年就开始降杠杆、防风险，很快便见到了成效，这个过程很痛苦，但是我们也得到了好处，危机发生前我们信贷与 GDP 的缺口已经收拢了。因为一旦这个缺口长时间超过 9%，国家便很容易出现金融危机，所以在过去三年，我们把这个缺口很快地压下来。在当前的冲击下，我们相对于其他很多经济体，风险相对比较低一点。

我们的货币政策，这些年也一直是比较中性的，超额流动性指标过去三年基本上在零附近，实际上因为降杠杆有一定的收缩。所以，整体来讲，我们货币政策的空间相对比较大，咱们老百姓、政府的底子更厚，我们要有信心。但是，我们还是要意识到这个冲击很大，即便没有疫情，2020 年经济增长也不是很容易的事。经济和金融体系中的风险本来也不少。所以，一方面我们要保持信心，一方面也要保持警惕，平衡好稳定经济和防范风险这两个方面。

我们再看看其他的地区，香港相对于大陆来

讲，疫情防控比较宽松，这次疫情对香港经济的影响也是非常大的。欧美采取的防控措施，不像中国大陆这么严厉，即便如此，经济也出现相当大的跌幅。我们现在就讲讲美国，美国是关键。在疫情之前，美国经济实际上本身就是瘸腿的经济，大家可以看图 8，过去连续三个季度，投资都是负增长，经济增长就是消费一枝独秀。但是消费也是连续三个季度都下降。

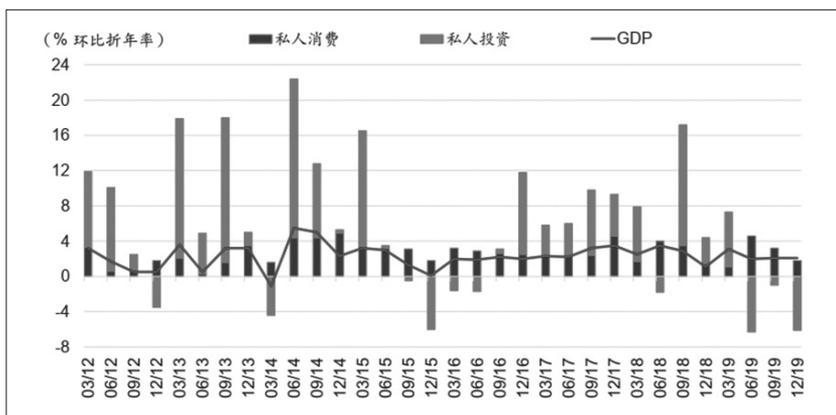


图 8：美国 GDP、私人消费与私人投资增长率

所以在疫情发生之前，美联储就已经预测 2020 年美国进入衰退的概率，最高是 8 月份，达到 38%。美国人已经在网站上公布预测了。疫情来了以后，美国初次申请失业救济的人数，一周增加

了 300 万，这个数历史上没有见到过，而且听说很多人电话也好，上网也好，申请不了。据说 500 万的人数也止不住，这个礼拜的数马上就出来了，咱们可以看看。大家对美国短期经济前景非常不看好。美国政府做了 2 万亿的财政刺激，相当于 GDP 的 9%。没有 2 万亿之前，去年美国的财政赤字就超过 1 万亿美元，加上 2 万亿，就有 3 万亿，而且还没有考虑到停工停产导致税收收入下降。所以今年整个财政赤字，我估计 4 万亿挡不住。接下来的两个月，还不知道疫情怎么发展，经济怎么样，搞不好今年还会出现财政纾困措施。这种情况下，美国财政赤字会达到美国 GDP 的 20%，可能还不止。到今年年底，美国的政府债务占 GDP 的比例可能达到 130%。2001 年的时候，只有 53%，去年是 108%。所以，这次疫情对美国政府债务的可持续性造成很大的冲击。这个事需要大家去思考，美国经济这些年虽然表面看着不错，实际上背后的问题非常大。

图 9 是美国家庭财富的分布，这是写《21 世纪资本论》的作者做的数据库里的数据，美国最贫穷

的 50% 人口的财富占总财富的比例，自 2008 年以来就是负的，美国有一半家庭的净资产是负的，这些家庭一旦遇到冲击，真的就身无分文，必须靠政府救济，否则生活就无法维持，会造成很大的社会风险。

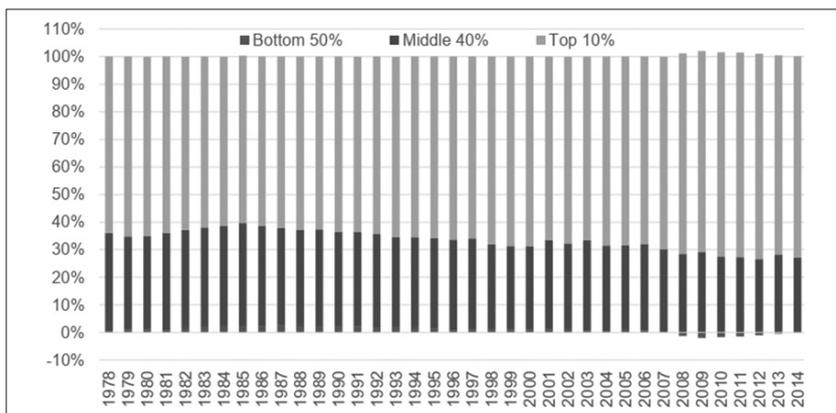


图 9：美国各阶层净财富分布

这次疫情还暴露了美国医疗体系的短板。美国的医疗体系更多重质量，不重数量，他们没有预料会发生这么大的灾情。显然，它的医疗体系是不完善的，它的医疗资源实际上无法应对这样大的疫情。其实美国的医疗保险制度也有一个缺陷，美国有 2750 万人没有任何形式的医疗保险，这些人治病存在问题，万一没有钱治病对疫情传播会造成很

大的风险。

美国还有一个大窟窿，实际上从今年开始，美国的社保基金就开始入不敷出了，去年是收入可以超过支出的最后一年。15年之内，社保基金便会完全用光，以后必须通过政府财政支持。如果政府财政不支持，所有退休人员的退休金要减少 20%，最终还是要政府承担。这个数到 2093 年，折现值是 14 万亿美元的负债，这一块也是它非常大的问题。美国这些年双逆差、双赤字，收入又那么不平等，所以在重大冲击下，很多社会问题便会暴露出来。

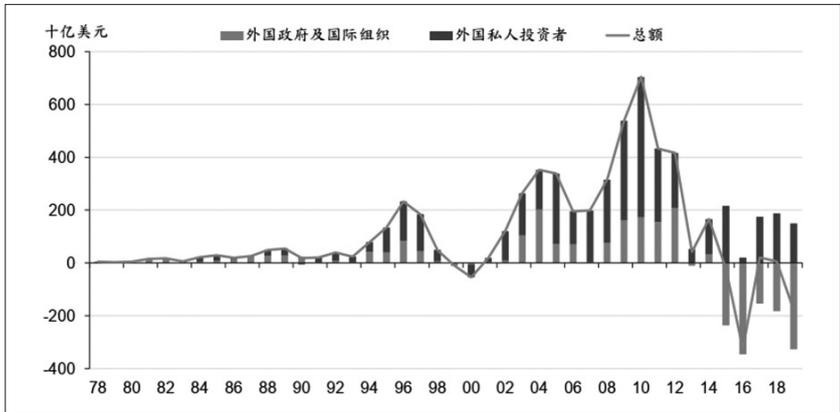


图 10：海外投资者对美国长期国债的净买入 / 卖出

实际上大家对美国这担忧也不是一天两天了。如果看图 10，会发现过去连续五年外国政府和国际

组织已经在境外卖出美国的长期国债了。很多央行都加黄金，减美国国债，这个数据很清楚。

其实大家不知道美国会出毛病，但是总在做预防措施。如果美国这一轮财政纾困做完，债务到了GDP的130%，明年债务肯定还是一个很大的数，最后肯定都是用钱来解决。压力可能会从财政或财政的可持续性上，最后转到对美元的冲击。现在说起来有点耸人听闻，天方夜谭。但是我们要意识到，我们现在这种货币体系，从1973年牙买加体系到现在，也就50多年，人类的纸币体系和黄金贵金属完全意义上的脱钩就是这几十年，什么时候终结，其实不知道。市场会用它巨大的能量解决这个问题，但是我们要小心。我个人认为，本轮危机很可能对美元在国际货币体系中的地位产生冲击。大家回想一下，2008年金融海啸的时候，因为市场不相信各个国家央行，所以比特币诞生了，这一轮市场怎么演绎，大家拭目以待。

最后我想再讲一下，我们目前关注经济、金融的问题比较多，但是我觉得也需要关注接下来可能会有很多非线性变化，包括公共卫生危机上升到

人道主义危机的风险，从人道主义危机上升到社会危机的风险。从金融市场来讲，资产价格波动导致金融系统产生巨大危机的风险，政府救市纾困到主权债务危机的风险，央行出面救市导致对货币体系推倒重来的风险，经济衰退到滞胀风险，全球经济衰退到大萧条的风险，从经济衰退到各国政治危机或社会危机的风险。最后非常需要重视的一点，尤其在很多发达经济体，如果它出现了国内政治危机，他们非常有可能会想办法转嫁，最后形成国际关系危机。昨天我看了一个视频，美国的议员说中国有1万亿美元的美国国债，要让中国赔偿，这种声调，风险还是有的。我先讲到这里。

**乔依德：**下面请屠光绍市长讲几句。

**屠光绍**（原上海市常务副市长）：各位好。首先感谢基金会老乔举办这个线上研讨会。刚才听了刘国恩教授还有明春的发言，确实很受启发。特别是刘教授，从疫情的情况、特点以及它下一步发展和影响做了介绍，时间不长，但是观点非常清楚。孙明春把疫情对经济的影响做了非常详尽的分析。第一，我肯定不是总结，我总结不了。第二，让我

做点评，我也做不了，我就谈一点感受。

我觉得刚才明春的讲话非常全面，他从六个方面揭示的非常清晰。第一，疫情对经济的影响，疫情未来控制得怎么样对经济产生影响。第二，他谈到这次疫情对经济的影响是黑天鹅加灰犀牛。疫情对经济肯定有影响有冲击，甚至是很大的冲击。我们现在没有疫情，经济也面临很大的挑战。第三，他也分析了近期与长期的关系，近期对经济影响怎么样，长期会是什么样的。第四个他分析了浅层次与深层次矛盾。浅层次经济受到的冲击，我们经济面临深层次矛盾，他也进行了分析。第五，国家与国际之间的矛盾，他也做了分析，分析了美国，也分析了中国。第六，就是对于疫情的全面影响，包括从疫情自身，疫情到经济，疫情到贫困，疫情到国际关系，到政治，我觉得这个分析是非常全面的，所以明春的介绍，我确实很受启发，也很开眼界，谢谢。

下面我想简单地作为补充谈一点，我点到为止。

第一，就是对疫情性质的分析。我们今天在这

里开研讨会都是由于疫情引发的。疫情对中国，包括对全球经济的影响以及其他方面的影响，源头就是这次疫情的爆发和在全球的蔓延。对这次疫情的特征要有更直接的认识。第一，它是全球性的。一开始我们可能都估计不足，从武汉到全国，现在到全球蔓延，确实是随着疫情的加深，我们逐步加深认识。它现在已经变成全球性的，WHO说它是大流行病。第二，这次疫情的性质和特征是非常严重的。当然，刘国恩教授跟我们讲了，要具体分析对人的影响，我听了以后好象多少有点安慰。但是我觉得它的严重性，还要重新估计。疫情的蔓延和我们对疫情的控制是密切相关的，包括对患者的治疗是相关的。疫情的性质和特征是非常严重的，无论从程度上还是时间上。第三，对疫情性质和特征的分析，看到它的影响是多方面的，综合性的。现在很难概括出来，说它完全是一次自然灾害？但是它和地震恐怕不一样。对于经济的综合性影响很难拿一个以前的事件来对比。所以我觉得对疫情性质和特征的分析，我们要有一个全面的把握，它不光取决于疫情本身，也取决于人类对疫情的控制。

第二，我想说疫情对经济影响的分析。实际上，我前面已经说了，明春分析得非常透彻、全面，揭示了各方面的关系。我个人觉得，还可以从另外一个角度对经济影响作具体分析。我们处在全球化的国际环境，全球化经过这么多年的发展，已经把包括从人、技术、贸易到产业链、供应链也在全球化。无论是产业还是企业的布局，供应链、产业链的形成都是由经济推动的。当前的国际环境，现在的城市化，包括服务经济，这几年和以前都不一样，发展得非常快。这也是一个国际环境。另外我们还要注意到一个国际环境：现在全球各个方面的经济下行压力，经济周期包括其他方面的影响。我记得上海发展研究基金会在 2018 年出过关于金融发展新格局的报告，这个报告指出了很多新的国际环境新特征。我觉得它对经济的影响，建立在这样一个变化了的国际环境之上，所以它对经济的影响比以前要大的多。我觉得，我们要把这次疫情对经济影响的传递过程分析透。我认为，疫情对经济的影响会造成四个方面的传递。第一，产业之间的传递，不能孤立看某个产业，包括运输、餐

饮、会展、娱乐这些方面，实际上产业之间相互转移。第二，我们可以看到实体和金融之间在传递。第三，就是微观和宏观之间，我们看到微观很多，比如说有些企业的困难，生产的停顿。企业层面一定和宏观也是传递的。在宏观上，我们可以看到整个需求的下降。另外，从企业的困难最后导致居民收入的下降，同时造成了就业的困难。微观和宏观之间还有一个很重要传递，就是国际之间的传递。这个传递机制，实际上对经济影响是全方位的。通过传递机制，使得整个经济链的各个方面都会受到影响。

第三，最后呈现出来的总体经济受影响的特征。我们要把基本特征抓住。首先，在宏观层面是总需求的全面下降。其次，是产业链的中断。第三，就是资产价格的剧烈下行。这个我们已经看到它基本的轨迹了，首先是流动性，从宽松到收紧，信用从扩张到收缩，整个金融市场上风险偏好从高向低转移。当然从货币关系来看，就是全球的货币向美元转移，所以美元指数出现了上升。刚才明春的分析，我觉得在相当程度上把这个刻划出来了。

我觉得我们要对经济政策进行分析。现在我们看到，各国已经出台了不少应对政策，总的来讲，政策有两类。公共管理政策是对疫情的，对疫情的隔离和对患者的救治。

对经济政策的分析有几个着眼点，或者说是经济政策的几个特性。第一，就是经济政策不是常态性的经济政策，是危机管理。宏观经济政策，一般来讲，常态下主要是对经济周期的调节，另外可能有些市场失灵，要做一些干预。但是这次就是危机管理。所以首先定义经济政策是危机管理。第二，经济政策放在一块来看综合性特点非常强，包括财政政策和货币政策。财政政策里又包括了很多内容，所以它的内容非常多、非常强。经济政策的受众也是全方位的，既有应对整个流动性的问题，也有对产业的问题，特别是企业的问题，还有直接针对居民的问题。第三，就是怎么判断政策目标的有效性。因为经济政策的定位是危机性的管理，所以政策的有效性重点就要放在救助是不是有效，纾困是不是有效，稳定经济是不是有效。目前大家谈到的刺激恢复，经济恢复和所谓的发展政策，都谈

不上危机管理。这次危机性管理主要放在纾困、救助、减压。第四，要对它的外部性进行分析。全球化的今天，任何国家的经济政策都通过国内的经济作用于全球经济。大家分析美国，欧盟、日本、中国，还有欧洲其他重要国家。随着全球化，经济政策的外部性大大加强，对经济政策的分析就不能着眼于一个国家内部，可能是一个外部性经济政策的分析。所以我觉得这可能是我们经济政策分析的一个关注点。第五，从时间上来看，我们要考虑这次经济政策的长期影响。因为我们有些经济政策过去已经面临很大的挑战，比如债务率的问题，杠杆的问题，包括汇率、资产、财富的分配等这些方面，会不会有后续的影响，对于全球经济和金融市场的预期都会有很大的改变，包括市场行为都造成很大的改变。所以我觉得这个可能是需要我们研究的。

第四，疫情对于全球后续的影响。这个我就不多讲了，刚才明春讲的非常清楚了。我觉得除了刚才我说的宏观经济政策会有哪些后遗症以外，大家还关心两个问题，一个是将来供应链会不会发生大的变化。现在我已经听到了，包括美国政府、马克

龙，都说到关注国家经济安全。这次疫情来了以后，大家有新的关注点，有些重要的产业，包括和疫情相关的，都是我们一定不能求别人，一定要掌握在自己手上。将来供应链一定会带来一些变化，当然变化是什么样的要分析之后才能知道。还有一个是关于全球化的，这本来有一个灰犀牛。这几年的逆全球化浪潮已经非常引人关注了，无论从贸易战还是对投资的限制，逆全球化已经有具体行动了。现在有的人说得严重一点，说全球化已经完全要停顿了。但是全球化有自身经济的驱动，因为全球分工这种格局比较有优势。全球化将来会是什么样的格局，特别是疫情之后，下一步怎么演变，特别需要我们做好研究和应对。

最后一个，就是对中国经济的分析，明春也分析了。我觉得对中国经济的分析，首先要看到中国是处在什么样的发展阶段，和全球关系是怎么样的。中国是全球化最大的受益者，中国还在坚持全球化的方向。中国这几年城市化的发展，特别是服务业，已经成为很重要的支撑了。另外，中国现在确实面临经济下行的压力，结构的调整。对疫情影

响的分析是建立在这样一个中国发展阶段和格局基础之上的。从这个意义上讲，我们要充分估计这次疫情对中国经济可能产生的影响。其次，全球经济是你中有我，我中有你。中国目前疫情控制拐点出现，已经到了一个新阶段了。中国复工复产，不光是对中国经济自身有重要的意义，也是对全球经济稳定的一个支持。这一点我觉得我们应该有清醒的认识。第三，中国经济确实有自身的韧性，有一些自身的优势，包括它的应对能力、政策空间等这些方面。我觉得我们是应该坚定信心的。第四，中国的政策应对怎么更加有效。现在咱们已经出台了一系列政策，既要考虑目前中国经济的稳定，包括复工复产，同时还考虑对外经济政策。我觉得我们可能更多地需要全球化，需要和全球继续合作，这个方向我们要把握好。我们更应该提倡全球的合作。第五，疫情的发展，特别是经济政策纷纷出台的后续影响，中国要做好前瞻性的判断和分析，这样在下一步能够掌握主动。

这就是刚才刘教授，特别是明春的发言带给我的启示，我就谈这么多。

**乔依德：**非常感谢屠市长给我们总结了前面两位的发言，而且对于疫情和经济的影响都做了非常精采的点评。说老实话，他给我很多启示。我举个例子，他提到疫情的本质到底是什么，他认为不单纯是自然灾害。可能有些人也看到，前两天美联储前主席伯南克说这次疫情就是自然灾害。我个人也不是很赞成，这是一个比较复杂的，介于一般的自然灾害和全面的金融危机之间的一种外部冲击。另外他也很清楚地讲了很多传递机制，产业之间，实体和金融之间，微观和宏观之间，国际之间。他特别提出现在我们国家的经济政策是什么，我觉得他提炼得非常到位，这是一个危机管理，是非常态的经济政策，不是一般的反周期经济政策。他还提出，要对我们经济政策的外部性有所考虑，我好象没有听到其他人有这样的说法。我就不一一详细讲了，他提出很多观点，对我们基金会下一步的研究也是很好的指导。下面我们还有一些时间，有些人提了一些问题，他们写在上面，我就干脆问了。赵广彬问屠市长，我们央行什么时候降息，还有什么更大的刺激政策？屠市长，你能不能回答一下？

**屠光绍：**中国的经济政策，当然是大家非常关注的，特别是央行。大家问央行是不是要降息？但是到目前为止这个政策还没有出来。总的来看，现在全球央行都在降息，特别是主要的经济体。大家对于中国央行的降息期望值比较高。但是我感觉，现在央行的降息要考虑，这次央行的货币政策，是从整个经济周期考虑，还是从危机管理来考虑。为什么呢？因为大家也在分析，现在央行的政策到底有没有用，像美联储降息政策。明春也说过了，现在央行政策的有效性，要通过银行体系传递出去。对于稳定经济来讲，现在政策更多要放在救助，放在缓释风险，放在稳定经济、金融上。所以央行政策要考虑是常规的，还是非常规的，以及降息的有效性。我知道股市当然希望降息。但是对于综合政策的效果，应对当前这种情况，降息的效益会怎么样，这是要考虑的。

第二，虽然中国的金融市场，包括我们的股市、债市是有限开放的，没有完全开放。中国现在还要考虑，目前央行的利率调整还要和汇率，和国际之间货币的流动进行全面考虑。这次疫情引起的

金融和经济的冲击后，美元指数上升，当然它也在变动。现在人民币实际上已经下跌了，最新的离岸人民币兑美元是 1 比 7.09，这个时候如果降息，也要把汇率和资本流动这方面结合起来考虑。所以你问我，我也很难答，这个问题对央行来讲，他们也会费脑筋，他们会好好考虑的。

**乔依德：**河南《大河报》记者问，我们国家坚持推进全球化，对于像河南那些内陆城市，你有什么建议？

**屠光绍：**这次疫情之后，我觉得可能中国自身产业的结构，包括产业链的结构，我们要研究。为什么要这么说呢？目前中国很大的经济优势，就是我们的产业链，我们供应链体系比较完整，这是我们最大的优势。中国不可能完全搞封闭，这肯定是不对的，中国肯定还要继续坚持全球化道路。另一方面来看，我觉得要研究怎样发挥自己的优势，同时增强在全球的影响，我们两头都受挤压，一头是比较高端的，可能我们还要依赖于进口，现在很多产业链低端的供应商也往外转移。从这次疫情来看，我们在全球化大趋势的同时，可能在区域化，

包括国内产业布局方面要做好研究。我只能这么来回答了。

**乔依德：**有一个问题是问孙明春老师的：你刚才提到中国老百姓爱储蓄，请问你关注到哪些地方老百姓更爱储蓄，内陆和沿海储蓄有没有什么差别？

**孙明春：**实事求是地说，知之为知之，不知为不知，我真的没有研究过，不好意思。

**乔依德：**赵广彬还有一个问题：我们现在抛售美国国债，是不是可行？

**孙明春：**我替屠市长说，这个问题屠市长不方便回答，我觉得不是太可行。我们要想一个问题，这么大量的外汇储备资产，如果我们不拿美元资产，不拿美债，我们到底往哪里放？外汇储备需要有高度流动性，又有高度安全性的资产，我觉得可能还没有特别好的选择，这是第一个。第二，从国际关系角度来讲，我们现在还是应该有一个全方位的国际合作的思路。无论是防控疫情方面，或是下一步经济，还是要发挥中国的作用和责任。如果目前这个状态下抛掉美债，对全球国际关系也不是非

常好的姿态。我刚才也给大家看了一张图，过去连续五年，各国央行实际上在减持美国的国债，做一些小的调整、布局，都是可以的。但是大规模做这样一个调整，是不现实的。

**屠光绍：**我非常赞成孙明春的说法。

**乔依德：**樊豪斌有一个问题：这次疫情对贫富差距是缩小还是会扩大？

**孙明春：**这个问题挺好的，大概率是扩大的。疫情发生之后，首先对中小企业、服务性的企业冲击很大，服务型企业更多是中小企业，包括很多个体户。即便不是个体户，很多也是中低收入阶层的就业，这一块从收入来讲，本身就是很大的冲击。很多人可能在相当长的时间里找不到工作。从这个角度来讲，肯定有点扩大。第二个原因，如果从全世界政府应对的角度来看，现在看的很清楚，还是以财政的名义来救助，实际上都得是央行兜底。这一轮美联储花钱2万亿，估计这一轮做下去，也许一年或两年做下来，把过去十年的量都超过了。很有可能未来会出现新一轮的资产价格增加或者物价通胀。不管怎么样，印这么多钱下来，对于资产价

格肯定有一个推升的作用，资产价格如果往上走，有产阶级和无产阶级的差距会更大。美国的财富分布在金融海啸前，最贫困的 50% 家庭的净财富是正的，但是上一轮完了以后就变成负的了。资产价格上升对贫穷的家庭也有一点帮助，但最大的好处还是被更有钱的人拿走了。无论从直接的影响，还是央行救助导致市场价格上升，都应该是导致财富差距增大。所以我觉得，这是全中国也好，全世界也好，都要认真对待的。本来全世界贫富差距已经是相当大了，如果这一轮下去再这样，社会的非线性风险会更大，从经济危机导致社会危机或政治危机的风险是不小的。

**乔依德：**余际庭问：你刚才讲话当中讲到，美国国会议员提出来要中国赔偿，这种可能性大不大？

**孙明春：**首先，我讲这个概率不是零，是大于零的概率。至于是多少呢？我没有办法判断。为什么呢？因为这是一个非线性的变化，你很难做预测。我没有办法回答，这是一个风险，大家要关注，但是我没有办法做一个概率的判断。

**乔依德：**下面还有一个问题：你提到的第二轮冲击可能会来自什么地方？是美国公司债，欧洲主权债，还是什么其他的领域？

**孙明春：**我觉得第二轮冲击比较直接的可能，就是4月中下旬企业和上市公司，尤其是投行、金融机构的季报，一季度季报要出来了。我们看看这一轮资产价格剧烈波动之后，对金融机构造成多大的内伤。第一波冲击到现在，从欧美市场来看只有一个月的时间，已经形成内伤，没有表现出来而已。两个礼拜前欧央行把购买成员国债券的约束放松了很多。我个人认为，美联储是无限量宽，这些央行的承诺大幅度降低了出现主权债务危机的风险，这个压力转移到了对货币的冲击。我觉得主权债务的风险可能不见得那么高，但是公司的风险是很高的。因为实体经济受到巨大的冲击，企业不赚钱的话，不管央行拿多少钱给商业银行，商业银行不敢把钱借到公司。所以公司债务的风险的很大的，除非是特别大的航空公司和汽车公司。其他大部分的公司是政府救不过来的，包括商业银行、金融机构、投行，政府也不会拿自己的钱救它们，这



个风险相当大的。

**乔依德：**最后一个问题，也很有意思，请问屠市长、孙老师，疫情冲击有没有可能改变中美贸易战的发展方向？对中美贸易战有什么影响？

**屠光绍：**刚才有人问，美国有议员提出了赔偿，明春的回答我同意。但是关于这个问题我想补充一点，我觉得这个议员提出这个问题，可能不在于赔偿上，他要另一种赔偿，为什么呢？因为这可能演变为一场社会危机。可能他打这个牌，不一定真的要赔偿，因为这个要打官司很难打。但是他起码达到一个目的，把矛盾转移出来。因为美国，包括特朗普政府，遇到了很大的挑战，或者是将来会遇到很大的压力，就是为什么没有控制住疫情，为什么造成这么大的损失，为什么这么多人得病，为什么这么多人死亡？可能他言在此，而意在彼，可能带来更多的其他方面的赔偿。所以从这个意义上讲，我觉得现在从美国方面来看，看不到中美关系往好的方面走的态度。大家也会从历史上来看，在911之前，中美关系也遇到一些困难，但是911来了，大家有共同的愿望，就是反恐，所以当

时中美关系改善了，而且有合作。2008年金融危机前，中美关系本来出现了一些矛盾，但是金融危机来了之后，中国对于稳定全球经济应该说是做了贡献的，有共同的利益，所以又缓解了中美矛盾进一步恶化。这一次疫情来了之后，其实大家原来有这个方面的期待，这次疫情会不会又是一个契机，通过抗疫的合作，包括目前稳定经济方面，能不能有更多的合作，能不能对于中美关系的修复带来正面的作用，这都是大家良好期待，包括我个人。但是从现在来看，就是从在疫情蔓延之后各个方面的情况来看，我就发现，至少从美国的一些政治家，美国一些政府的人士来看，应该说他们的有些言行是不利于中美关系修复的。所以我觉得我们还不能太乐观。尽管中美两国肯定是合则两利，要是相互伤害的话，肯定是两个都不利，但这是一个长远的利益。短期来看，至少从目前的状况来看，我觉得还不能太乐观。因为至少从美国方面，我们看不到特别乐观的方面。这是我个人见解。

**乔依德：**非常感谢，由于时间有限，我们不能再有更多的问题了。今天的视频会开得很好，对我



个人也有很多的启发。我利用这个机会，再次向屠市长，向明春，向刘国恩教授表示感谢，也感谢你们各位来参加我们的视频会议。谢谢大家的参与。今天的视频沙龙就到此结束，谢谢大家。

（以上内容根据录音整理，未经本人审阅）

## 美联储国债回购计划的是与非

- 盛松成** 上海市人民政府参事、  
中欧国际工商学院教授
- 王永利** 中国银行原副行长
- 潘英丽** 上海交大现代金融研究中心主任
- 钱军辉** 上海交大安泰
- 朱 尘** 智堡创始人
- 王笑笑** 兴业证券博士

系列座谈会第 55 期 2020 年第 1 期

**乔依德**（主持人，上海发展研究基金会副会长兼秘书长）：我们就开始吧，首先感谢大家在百忙中参加这个视频讨论会。我们拟了三个题目：（1）美联储最近推出的国债回购计划究竟是一个什么样的金融工具？为什么要推出此工具？（2）这个计划从长远来说会对美元的国际地位有什么影响？对国际货币体系有什么影响？（3）对我国的金融体系、人民币有什么影响？如何应对？

这个星期出现了另外一些说法，跟这个有一点关系，因为美联储扩大了货币互换央行的范围。有人认为这是金融去中国化，是把中国排除在外搞货币互换，大家也可以议一下是否同意这个说法。我不多说了，大家讨论。我特别强调一点，第一个问题讲的稍微少一点，因为大家分歧也不大。4月6日我在一个群里看到王行长发了一篇文章，这篇文章传得很广，大家也都赞成。上周二或周三，松成也发了一篇，比较全面地阐述了这个问题。这两篇文章很好。请你们两位先简单把主要观点拎一下。谁先开始？王行长先开始吧。

**王永利**（中国银行原副行长）：美联储实际上在3月31日就发布了美债回购的信息。一周后，4月6号正式启动，今天已经过去了一个星期了。这个事情从国际金融交易来看，就是一个正常的融资工具而已。但是可能在我们这里引起一片哗然，有些人美联储或将冻结外国人持有的国债，特别是中国人持有的国债，降低我们的外汇储备，对中国的利益造成很大的影响。所以我在4月6号写了一篇文章“不要错把美联储国债回购当做强制冻结”，

它不是冻结。美联储做出这样一个安排的背景，是3月份美国股票市场、金融市场严重动荡，美元极其紧张，各种投资人都急于把手上的资产转换成美元，大量抛售各种资产，其中包括美债、黄金等。所以大家会看到，3月5号之前的这三周里，各种投资人抛售的美债已经超过1000亿美元了，而且市场上有供方没买方，想卖也卖不出去了。在这种情况下，美联储一方面开启了大家知道的“6+9”央行美元互换协议，同时又推出了美债回购协议。而且它也声明，这个美债回购是一个临时性的融资安排，期限大概6个月，在6个月内持有美债的包括央行的金融机构可以向美联储做回购。回购业务是金融市场上的一种正常业务，实际上是由持有美国国债的投资人主动进行的，他如果需要可以跟美联储做回购，果不需要就不做。比如说到今天为止，我估计中国央行可能一分钱都没做，没做就不存在锁仓的问题。如果你和美联储做了回购，在没有到期之前不可以再把你的美债转让或抵押给其他人，就是这么一个过程。所以我认为不必对这个美债回购给予太大的关注或恐慌，没有这个必要。我

先简单说这么多。听听松成老哥的。

**盛松成**（上海市人民政府参事、中欧国际工商学院教授）：刚才王行长基本把这一次美债回购的大致情况都说了。我补充几点。第一，王行长在文章中也说到了，这个完全是自愿的，是美联储和各国家央行的自愿行为，可以用美债做抵押向美联储借钱，也可以不做，所以不存在冻结的问题。第二，这种操作实际上是一天的，一定要说冻结也就冻结一天。今天跟我做抵押借钱，明天就可以拿回去，所以更不存在冻结的问题了。

这个工具的存在时间是6个月，是临时性的工具。美联储近期和多国央行进行互换，刚才乔老师也说到现在互换的国家增加了。这个工具可能存在6个月，6个月以后可能就废除了，但是也有可能美联储觉得还不行，再来3个月或6个月也可以。我觉得实际上美联储每一个动作都是有深刻考虑的。这次疫情，美联储的一系列动作包括一开始猛烈降息50个BP（基点），是突然的降息。我们国内的人并不理解，而且还否定人家，说人家子弹打光了，饮鸩止渴，还有人说这一次美联储肯定错了

等等。我觉得我们是小看美联储了。比如说为什么6个月？就是考虑到可能6个月以后经济形势变化了，那个时候可能美元泛滥了，怎么办呢？又可以收回来了。用美债抵押借钱，可以只借1天，也可以借2天，借3个月，这些都是可以的。

我还要补充的是融资利率，以美债做抵押向美联储借钱的价格是怎么样呢？是美联储超额存款准备金利率加25个BP。我觉得这也是经过深刻考虑的。因为如果利率是低于超额存款准备金利率的，就会引起套利，大家都去借钱，借钱以后再到美联储收利率差，这不是套利吗？美联储主要目的是什么呢？我觉得它一方面是为了向全世界供应流动性，另外一方面是为了使利率保持在0到0.25这么一个范围，不希望把这个利率搞上去。只有当市场利率超过超额存款准备金利率到一定程度，其他国家央行才会启用美国国债做抵押向美联储借钱，比如说3月18号隔夜美元LIBOR是0.3799%，是美联储3月15号降息以来的高点，美联储的超额存款准备金利率是0.1%，LIBOR高了28个BP。这个时候有各国央行才可能用美债做抵押向美联储借

钱。也就是说，它无论是期限还是利率，都是很精妙的。

我再说一个观点。按理说，给美国国债背书的只能是美国财政部。但是现在这么一来，实际上使得美国国债的信誉度进一步增加了。因为不仅是美国财政部背书，现在这个国债还可以向美联储抵押借钱，就是美联储为国债做了担保，美国国债的信誉度进一步增强了。

最后我想说，这个工具以前是没有的，没有说中央银行可以拿了美国国债到美联储去抵押借钱。现在当然是临时的，是为了维持整个世界的流动性和利率。但是我觉得这对于未来的国际货币体系可能会有一定的影响。什么意思呢？实际上美联储又一次在一定程度、一定条件、一定期限内自然地承担了全球央行的职能，向全球提供美元流动性。我觉得这是国际货币体系中的一个创新。当然美国人不会那么好，首先是为他自己，因为他不希望把美元利率搞得很高，也不希望美元流动性非常紧张。但因为美元是世界货币，不是美国一个国家能管住的，所以必须在全世界的美元利率下降，全世界的

美元流动性不紧张时，才能保证美国的美元流动性不紧张和利率下降。这么一来，实际上使得美元国际货币的地位进一步加强而不是削弱了。我现在想到的是这么几点，供大家参考。待会我们再讨论，谢谢。

**乔依德**：谢谢松成。他的讲话除了第一个问题也涉及到第二个问题，就是对国际货币体系的影响，对美元地位的影响。下面请潘老师发言。

**潘英丽**（上海交大现代金融研究中心主任）：我谈点看法。我跟前两位专家有不同的观点。首先，我觉得美联储推出国债回购，还是从国债市场的稳定出发。这次疫情冲击下的金融市场跟 2008 年有一个不同的特征，2008 年金融市场都跌，但是国债市场是很稳定的，大家更追求国债资产的安全。但这次股票市场暴跌以后，国债和黄金市场同时下降，国债市场也出现了流动性紧张的状态。从市场背景来讲，风险对冲基金在买入股票的时候，同时用债券来对冲，买入金融资产的时候用商品来对冲，所以一旦出现流动性危机，它在所有还有交易的市场都同时抛售。美联储出台这个政策，首先

是为了维护美国国债市场的稳定。

对冲基金一旦抛售，各国央行其实也有抛售的需要，因为各国央行本国的市场可能有压力，比如说本国的债务等，各国央行可能有套现的需要。在这种情况下我不完全赞同松成的观点，说美国开发了一个让大家可以抵押融资的渠道。我认为人们都是可以在市场上抛售的，美元本来的流动性是很好的，人们持有美元国债主要是享受它的安全性和流动性。在这种情况下，美联储不提供抵押我们也可以在市场抛售。美联储的主要目的是维持美国国债市场的稳定。大家想一下，假如除了基金抛售以外，各国央行也抛售，那美国国债市场就会变成希腊的债券市场了，变成欧洲的债券市场了，必然会导致价格下跌。假如美国国债的收益率大幅度上升，会产生什么后果呢？美国市场的利息率马上会上升，融资成本会上升，然后美联储的融资负担会上升。美联储再发债的时候，就不能以零利率或很低的利率来融资，这会对美国会产生很大的负面影响。所以我不认为这是为了大家流动性好、给大家创设一个新的融资工具。

**王永利：**我能插一下吗？

**乔依德：**我们讨论好了。

**王永利：**第一个问题是，实际上在3月25日之前整个市场一片抛售，包括美国国债抛售。大家平时认为美国国债的流动性是最好的，但是当大家都抛售的时候，实际上你可能就卖不出去了，你想融资也融不到。第二个问题是，市场上资产的收益率和发行的利率是两回事。发行的时候是零利率，当金融危机来的时候，它的收益率可能很高。所以不是市场上的收益率高了，发债的时候利率一定要高，完全有可能是零利率发。大家买不到别的，都抢这个安全资产的时候，贴息都要去买它，它的收益率反而会高。这个我先提醒一下，收益率高不代表发债时票面利率一定高。

**潘英丽：**好的，我继续说下去，这个我知道。因为债券的价值一直在波动，所以债券价格波动会影响债券的收益率，不等于它发债的利息，这个都是常识性的问题，应该是没问题的。我想说什么呢？实际上我认为美联储的这个动作，会长期伤害美国国债的信用。刚才我们说国债在市场售抛不出

去了，这么大市场不会抛不出去的，你只要愿意受损失，只要价格放的低，总是可以出售的。当然你可以说出现了流动性恐慌。

美联储来融资，这对各国央行可能是好事。不管美联储是否提供融资，国债市场出现的流动性恐慌相当于 2008 年流动性黑洞一样，就是没有流动性了，这本身对美元国际地位、对美国国债的长期信用来说都是坏事。美国国债最吸引人的就是安全性、流动性。安全性是一个长期问题，因为美国债务的上升，美国联邦政府的负债率不断上升，美联储不断放水，从长期安全的角度来讲，确实是不利的。但是短期面临的主要是流动性的问题。假如国债市场损失了流动性，美国国债市场的两条腿就断了一条腿。所以这个时候美联储推出这样一个回购计划，是维持美元、美国国债市场稳定的一个权宜之计。但是，有了第一次，就会有第二次，第三次。在这种情况下，这样的操作可以救急，但是从中长期来看，其实对美国国债的信誉会产生了负面影响。这是我的一个想法。

美联储的这样一个动作，涉及到美元的流动性

和安全性问题。从美元的汇率变化来讲，美元 1971 年和黄金脱钩到今年正好 50 年，在这个 50 年里美元的长期走势是很有规律的。花旗集团有一个专门关于美元的研究报告，给出了一个统计规律：美元是十年熊市和五年牛市这样的更替。这个走势是非常清晰的，第一个高点是 1985 年，低点是 1995 年。第二个高点是本世纪初，低点是 2011 年或 2012 年。实际上最近的这波牛市是从 2012 年开始，到 2017 年第一季度有个高点，然后今年一季度又有个高点，是 103 点。我的理解是，假如美联储不干预的话，疫情冲击结束以后，美元会进入十年贬值期，它是十年熊市和五年牛市的更替。未来的十年贬值期，我认为是比较凶险的，它不能和 1985 年到 1995 年的这波大熊市，包括本世纪以来的这波大熊市相比。为什么未来会比较凶险呢？第一，美国 GDP 本世纪初占到全球三分之一，未来十年以后可能 20% 也不一定有。第二，小布什下台的时候，美国的国债是 10 万亿，现在是 23 万多亿。十年以后弄不好就变成 40 万亿了。一个很大的凶险是亚洲地区本质上是美元区，以中国为核心的产

业链上的国家都是使用美元的，本世纪以来美国的 GDP 占全球的 23%-24%，但是美元在央行的外汇储备中仍然高达 60% 以上。上一波 1995 年的美元最低点是 80 点，当时央行储备中美元占比只有 45%。2011 年时美元指数是 70 点，已经低了 10 个点了，但是美元在外汇储备中仍然超过 60%。其中很重要的一点是中国的国际贸易、国际投资都是以美元为载体的，所以实际上是中国的国际经济活动给美元提供了巨大的支持。美元一个支柱是石油，第二个支柱是中国的国际贸易投资使用美元。从这个角度来讲，未来中美之间一定会在东南亚地区有冲突。东南亚作为美元区，未来是变还是不变？这对美国美元未来的货币战、金融战是一个非常核心的问题。

**乔依德：**你讲这个可以，怎么跟我们现在这个国债回购计划，跟这个关系是什么？它会加剧还是什么？前面作为铺垫我可以理解。

**潘英丽：**我想说的是未来十年是美元最凶险的阶段。在这种情况下，为什么美元这次出现两个头部？实际上 2017 年就应该往下走了。2017 年有个

高点，2000 年有个高点，可以说不排除 2023 年还有个高点，为什么？因为美联储当然知道美元也是很凶险的。所以在这种情况下，美联储用回购来维护美元的稳定。在这样情况下，我认为它是维护美元市场、美国国债市场稳定的一个手段，我们不能被这个技术的因素所迷惑。在这种情况下，不排除这个顶部还可以维持一段时间。它维持的越长，美元越难往下走，这不是好事。很难往下走是因为它不敢往下走。现在各国央行都在购买黄金，大家都把黄金从美联储运回来，未来对美元冲击是最大的。美元为什么还能继续充当霸权地位没有动摇？主要的原因是欧元和人民币太不争气了。我这里暂时不讲人民币的问题。所以未来真正对美元有可能构成冲击的，就是各国在黄金的支持下发行数字货币。我暂时说到这里。你们其他人先说。

**乔依德：**其他还有好几位说，有刚才发过言的松成、王行长你们也可以讨论、补充或者不同意。反正我们内部小范围讨论。都可以。下面谁讲？

**钱军辉**（上海交大安泰经管学院教授）：我来讲两句。非常感谢邀请。我有点同意潘老师刚刚

讲的美联储短期其实是在救火、救急，并没有一个长远的战略。回到出台这个回购机制（以下简称 FIMA），我觉得目的有两个。第一个目的，就是一开始王行长和盛老师都说的，就是为了解决美元短缺的问题。可以说在这方面，FIMA 跟美元的央行互换机制是一样的，是一个补充。而且这个补充貌似真的是针对像中国这样的国家推出的，因为中国跟美联储没有互换机制，但是又大量持有美国国债，所以可以用这个机制来获得美元。日本也有很多美元国债，但它有互换机制。

第二个目的是美联储也没有说出来的，很多市场人士猜测可能是真正的目的，就是希望 FIMA 能够增加国际投资者对美国国债的兴趣，为即将到来的美国国债大量发行做准备。我们知道美国国会已经通过了 2 万亿美元的财政刺激计划，这些钱都是要通过发债来解决的，所以接下来发债的压力是很大的。为什么要出台 FIMA 这样的一个办法来增加美国国债的吸引力？因为现在市场对美国国债的承受力已经达到极限，或者市场对美国联邦财政赤字的承受力已经达到极限。有两个事情可以说明这

点。第一，交易商手头的美国国债现货头寸太多，多头头寸太多时就有一个问题，当那些对冲基金想要清仓，把国债抛掉，这时候交易商没办法承接那么多的现货。这是3月9号开始的美国国债市场异动的主要原因。为什么交易商手头有那么多现货？以前不是这样的，以前美国国债市场流动性真的是非常高，就是因为交易商在起作用。为什么他们有那么多的现货头寸？就是因为2018年以后美国国债发的太多，当然这也是配合减税、扩大财政赤字，国债发的太多导致交易商吸纳的太多。第二个事实是商业银行的国债现货头寸也太多，多到已经达到了巴塞尔协定、杠杆监管所能允许的上限。最近美联储为银行豁免了杠杆要求的上限，为期一年，目的也是为了能让商业银行买更多国债，也是为即将到来2万亿美元财政赤字筹款发债铺路。商业银行是美国国内投资国债的主力，他们要比券商的吸纳能力强很多。如果美国国内投资者对国债的兴趣有限，国际投资者的兴趣就成了美国国债、美国赤字能否维持的关键。这是FIMA出台的根本原因。它要维持国际投资者对美国国债的兴趣。

我想说的第三点是，我其实不看好这个 FIMA 能产生多少影响。虽然我们国内有一些媒体在分析，但是好像大家对这个东西并不是很关注。我没有在国外找到重量级的评论。为什么说 FIMA 可能没什么作用呢？比如说中国已经持有太多的美国国债，平时一直都是外汇调期市场上的美元借出方，在疫情期间中国很可能从借出方变成了借入方。即使没有 FIMA，我们也可以在纽约货币市场卖出美债或美元，FIMA 对中国来讲意义不大。国际投资者对美债失去兴趣更加根本的原因，是美国债务的不可持续性。这点我也是同意潘老师的，美债的不可持续意味着未来债务货币化的风险会比较大。这可能是美债最大的风险吧。我就说两点。

**王笑笑**（兴业证券博士）：我跟各位老师分享一下我们在市场层面的一些观察，可能算不上什么观点。我们是一个宏观研究团队，一直以来对海外的事情比较关注，美联储推出国债回购计划之后，我们作为市场研究机构，也在关注这个事情。我们有两点简单的观察。

第一，这样一个国际美元回购的操作，是在前

期大规模 QE 之后发生的。美国的 QE 相当于回收金融资产，投放流动性。从 QE 的角度来看，金融市场必须有足够多的金融资产出售，QE 机制才能运行得比较顺畅。我们看了一下在大规模 QE 之后美国国债回购市场的几个变化。第一，隔夜或拆借的回购量，业务量萎缩都比较快，跟前期比较十分明显。第二，美国这三个月的国债收益率有一个快速的下行，基本上跌入了负值区间。这两个现象说明，美联储大规模 QE 出台之后，它在美国金融市场买了很多的债券，造成美国回购市场的债券比较紧张。在这种情况下，国内的金融市场面临着金融资产特别是国债不足的问题。现在操作起来发现国内能买的金融资产已经不多了，因为前期 QE 已经持有了大量的金融资产，并且国债会越买越少。

第二，现在美国的流动性危机如果往全球扩散的话，会在海外也引发相当于对美元的流动性危机。如果海外出现美元流动性危机，海外机构可能会卖出美国国债。大部分海外机构可能持有的是美国的长期国债，他们的卖债行为会推高美国的长端利率，如果长端利率被推高的话，对短端利率也会

有影响，这是美联储不希望看到的。所以我们观察到，上周美联储有两个操作，第一个是国内 QE 的力度在变小，第二个是推出了美元国际回购机制，相当于尝试着能不能从海外吸引一些美债回来。通过这样一种回购，海外的央行如果缺美元流动性，可能就不需要通过卖去换流动性了，可以直接找美联储抵押，通过抵押的形式获得流动性，这样美国的 QE 也获得了海外金融资产作为补充。我们的观察是，回购机制是 4 月 6 号推出，到 4 月 9 号大概有 4 个交易日，但从美联储公布的最新回购市场数据可以看到，前四个交易日的交易规模是零，也就是说没有海外央行从这个渠道向美联储获取流动性。

我们团队认为可能是有几个原因。第一个是从美元的供给角度来看，如果海外缺流动性的话，前期已经用“6+9”机制给很多央行提供了一波流动性了。在这波疫情冲击的过程中，美国金融市场动荡比较严重，如果从资金避险的角度来看，资金从海外回流美国可能会面临更大的风险。3 月份美国金融市场动荡中，美股动辄熔断，风险是很大

---

的。投资者这种主动性的撤退，可能面临一个更大的风险。第二个就是被动的撤回，这轮的流动性危机对于以对冲基金、货币市场基金为代表的一些投资者，在市场大跌的情况下，可能面临投资被迫撤回。美联储前期已经有过大力度的宽松操作了，而且从3月24号以来美股的流动性压力已经有所缓解。所以，现在非美经济体不管是从避险的角度来看，还是说从美国的基金投资者被动撤资来看，资金从非美经济体外流造成的资金压力可能已经没有那么大了。从债务风险角度去看的话，非美经济体需要美元去还债的说法也有待考量。我们观察了一下CDS（信用违约互换）市场，CDS市场反映的债务违约从现在看来，日本、欧洲、新兴市场的债务风险都不是特别高，风险最大的可能主要还是在北美。所以说海外可能也不是特别需要美元。

总的来说，我们大概是做了两点观察。第一，如果美联储是要通过这种机制向海外市场提供流动性，但我们观察下来，海外市场的流动性还没有紧缺到非要这样一种机制才能缓解的地步。而且从最新的交易数据来看，推出之后海外央行似乎不买

账，没有通过这个渠道去换流动性。第二，如果美联储是为了维持国内债券市场稳定的话，我们也观察到了一些信号，它的国内债券在大规模 QE 中充当抵押品之后，国内债券市场的回购规模有大幅的萎缩。在 3 月的最后，4 月的第一周，它将 QE 规模缩小并推出了美元国际回购机制之后，债券市场才逐渐有一些回暖。所以从这些信号来看，我觉得美元国债回购计划虽然说是打着向全球提供流动性的旗号推出来的，但更多的可能是为了国内债券市场的回血和回暖。这是我们通过一些数据观察，大概得到的判断，跟各位老师有一个简单的汇报和交流。

**乔依德：**谢谢。朱尘，你谈点看法吧。

**朱尘（智堡创始人）：**我给一点数据出来和大家探讨。海外现在并不怎么缺美元流动性，无论是央行层面，还是整个二级市场层面，当然也有可能有一些角度我们没有触及到。

首先我们来看美元互换的数据。现在只有欧洲和日本有比较大的互换规模，总规模是 4 千亿美元左右，基本上是这两家分。它们缺美元的原因很简

单，因为它们本国金融机构和美国金融市场的勾连性比较强，它们的银行会放一些美国工商业的贷款，然后它们的一些非盈利金融机构会配置大量美元计价的资产，所以它们对美元流动性的需求会比其他经济体要大一点。

再去看看 FIMA 数据，几乎没有人去用。这个工具是一个便利工具，也不是说一定要被使用才有价值，它只是给所有在美联储有账户的官方机构一个心理上的担保，只要拿美债过来，就给你美元，并不是说一定要去调用了才有价值。就像一个最后贷款工具一样，可以用，但没有必要一定去用。

在整个东亚经济体中，日本、韩国和中国台湾加起来持有 1.5 万亿美元计价资产，持有大量的垃圾债和投资级的债券，所以有相应的美元融资需求。此外，巴西和印度也比较头疼，因为它们的储备中有大笔的美债，一旦有美元流动性需求，可能会把自己的美债货币化为美元存款来支持境内的使用。还有一个是土耳其，因为土耳其的外债规模实在是非常惊人，IMF 已经有意要向土耳其提供援助了，但土耳其官方好像还是拒绝了，不知道是什么

用意。所以综合来看，如果说这个工具是针对中国的，可能有一定的道理，因为我们做了一个交叉对比，根据美元的储备量和美元的资产量来看，受益最大可能是人民银行、中国台湾以及中国香港。可能也包括一些产油国，如果考虑到最近油价走势的话。这个工具可能还有一定的政治含义在里面。

至于它跟债务的关系，3月27号美国 CARES Act（《冠状病毒援助，救济和经济安全法案》）由川普签署以后就意味着，美国今年可能有不止2万亿的新增赤字，估计到最后一定会超过整个 GDP 20% 的规模。这个规模在疫情期间是不可能通过增加税收来支撑的，最后一定是通过债务来支撑财政支出。我记得美国国债是 47% 境内持有，53% 境外持有，相当于要保住自己一半的资金来源。美国推出这个工具也是一个不错的选择，至少美国要保住中国、中东、东亚三雄对美债的需求，不然美国的债务风险会上升到一个历史新高。美国现在的赤字，整个债务比率可能要接近二战时期了，对整个美元体系和美元信用也是会构成冲击的。而且现在还面临去全球化的问题，如果全球化都不要了，那

---

要一个美元作为全球货币干什么？全球化跟全球货币的概念是绑定的，如果说不需要全球化了，全球货币的地位一定也会下降。所以这个工具不能作为一个纯粹的货币政策工具去考虑。

最后讲一下技术细节上的问题，一是监管，二是整个抵押品稀缺的问题。我觉得抵押品稀缺和监管都好解决，监管的话只要放松就行了，美联储最近也出台了一系列放松监管的政策。抵押品稀缺确实有可能会出现，但是美联储可以把它表里的券借给市场上那些交易对手方。我觉得如果市场真的出现了缺券的情况，应该会体现出来的。所以我觉得目前还不能完全判定美债市场出现了缺券，或者说个别的券如果变得稀缺，利率可能会步入负值。我就补充这些。谢谢各位老师。

**乔依德：**谢谢。王行长、松成有什么补充？或者对前面的观点有不同的看法？

**盛松成：**我谈几点想法。我觉得很重要的一点是，很可能美联储在推出这工具的时候，未必设想过究竟哪些国家会有美元紧缺的需求。只看这几天也不能说未来会怎么样，但至少最近几天主要国家

都没动。新兴市场国家有所动作。美联储是否考虑到是新兴市场国家需要美元，这个只有美联储自己知道。至少最近几天的实践已经证明，可能新兴市场国家是需要的。

第二，美联储国债回购计划是完全自愿的。因为是自愿的，所以就不存在这项计划一定对美国国债的安全性、流动性有多大保护力。我刚才已经说了，这个机制的出台，对美国国债的信用肯定是有提高的，等于是美联储也为美国国债提供了担保。还有很重要一点，就是它的期限是六个月，如果它只是为了美国国债的安全流动和今后的发行，不是为了目前美元流动性和利率，那么六个月过去后怎么办呢？也就是说，首先，它是为了维护美债的流动性、安全性，不仅是在美国而且是在全世界。第二，如果大家都去抛售美国国债，又抛不掉，那么国债价格肯定下降，这与美联储的政策是背道而驰的。

还有一点，这么做实际上也为美联储资产负债表的扩张又提供了一个工具。美联储现在的资产负债表已经超过 6 万亿了，非常迅速地从 5 万多亿到

6万多亿。如果其他国家的中央银行用美债做抵押向美联储借钱，等于美联储收到了一笔美债，那么这个美债就是基础货币的来源，流动性又出去了。所以我觉得对美联储的这个政策措施，我们考虑的面可以更广一点。几个主要国家，包括中国、日本，现在都没动作，因为它是自愿的。我估计中国目前不会有所动作，因为我们有 3.1 万亿外汇储备，有差不多 1.2 万亿是美国国债，我估计我们不会抛售，也不会去抵押。因为如果抛售的话，你还要去买其他资产，这对我们那么多的外汇储备是一个考验。美国国债不管怎么说，它的信誉还是比较好的。如果我们去抵押的话，拿美元要做什么，又怎么投资呢？

最后，我还是维持这个观点：尽管这是一个小小的措施，但它实际上在一定程度上、一定条件下、一定期限内承担了全球央行的职能。美债总共有不到 23 万亿，在国外大概有 7 万多亿，中国和日本加在一起不到 2.4 万亿。它实际上通过这手段，又可以向全世界提供美元流动性。所以我觉得，这对国际货币体系未来的走势还是有一定影响的。我

就补充这些。

**乔依德：**王行长，你可能也有一些补充吧。

**王永利：**我第一个还是提醒大家要考虑美联储出台的政策背景，为什么是在3月31号发布？大家知道从9号到18号，美国的股市连续4次熔断。美国的股市不是美国人的股市，美国的金融市场是全球的中心市场。很多国家的金融机构或投资人都投到了美国。所以连续4次熔断，我相信对市场的震动是非常大的。大家可能原来用股票质押来融资，急需新的流动性来补充，这个时候才会造成大量抛售资产套取美元。当美债也出现大量抛售，没有市场的时候，美联储才说我要推出一个临时性的融资计划。但等到3月底它推出这个融资工具的时候，熔断的情况已经缓和了，美国的股市甚至有所反弹了。所以大家会看到，到今天也就是寥寥100万美元的交易，几乎没有交易。当市场不需要的时候，大家不会急于做这样的交易。尽管大家没有用，但实际上这个计划也是美联储对市场的一种安抚。有这样的工具供大家用，对保持市场的信心、稳定流动性是有好处的。

第二个需要强调的是，大家抛售美债的时候，是大家对美国国债失去了信心吗？还是说，他只是急需美元、需要流动性？如果这时候大家抛了美债，换了别的货币，那就是对美国极大的一个刺激了。但是，如果大家抛出来仅仅是为了套取美元的话，这不会像大家想象的那么可怕。

第三，美国推出这个计划，未来美债进一步增加，或者美国财政赤字的货币化，会带来什么样的影响？是不是美国发国债必须由海外来买？到现在，美国国债已经差不多 23.5 万亿美元，但海外持有的大概只有 6.8 万亿美元，也就是说不到 30% 是海外持有。美国卖国债并不完全取决于外国人来买，美联储不管用直接的还是间接的方法都会买很多。所以，美联储的资产负债表会急速扩大。

当然，因为美元是全球的中心货币，美联储也就变成了一个隐形的全球中央银行。当美元出现流动性危机的时候，央行不出面是不可能的。中国的央行同样也会如此。如果市场上出现货币流动紧张候，靠市场解决不了，最后唯一能解决就是央行出面来托住。所以我们还要客观地分析这个事情，要

思考它推出这个计划是不是为了增强全球对美债的信心，为它下一步发行美债做铺垫？我觉得这个意义并不大。

还有一个就是美元的外汇储备，美国国债的量和外国持有美元储备的量是什么关系？原则上来讲，外国人持有的美元储备越多，投到美债上的资金规模就会越大。因为这有一个流动性、安全性的统一考虑的问题，最后基本上在储备里都会保持很大一部分的美国国债的投资。那么，全球化越发展，贸易投资越发展，用美元就会越多，外国人持有美元的储备就会越大。这也会涉及到一个问题，现在的逆全球化都要制造业回归，如果真的各个国家都自给自足的话，全球投资和全球贸易大规模萎缩的话，受冲击最大的首先是美元，首先是美国，而不是其他国家。如果大家都不需要国际化的投资贸易的话，国际货币就没有了，美元的地位会受很大影响，所以这些问题都是需要我们好好考虑的。

在目前这种情况下，尽管美元有周期性，美元的指数有时高时低，美元的汇率也会波动，但大家放在30年50年去看，因为美元是全球的中心货

币，所以美元汇率的波动肯定是各种汇率的最后一个基准，其他货币的汇率基本上是在它的上下波动。当然，单独看某一个货币，它可能会有较长时间的贬值或者较长时间的升值。

另外，我们国家也提出，到本世纪中叶中国要成为国际影响力领先的国家，同时也指出，金融是国家重要的核心竞争力，中国也在布局人民币国际化和国际金融中心的建设。大家往往都是从指责、挑美国人的毛病这个角度看问题，现在正是我们要换个角度看问题的时候。假定10年、20年、30年后人民币是国际中心货币了，上海真的是国际金融中心了，大量的国际金融交易要在上海做，我们的央行要怎么去做？面对流动性危机的时候，要不要去救市，要不要大量释放流动性？我觉得美联储的很多做法恰恰是值得我们静下心来去研究，去借鉴的。我就补充这么多。

**乔依德：**讲到这里我简单小结一下。我觉得各位老师与发言者是从不同的角度来看这次国债回购计划，它恐怕是一箭多雕，恐怕不是一个单纯的目的，而是有多种目的。首先它要稳定国内，保持一

定的流动性，使刺激政策能够落实，这肯定是从自己本国的利益出发的。我也同意松成讲的，这个计划还是有一些创新性。刚才不知道谁说好像没有看到大牌的评论，王行长的文章中好像提到日本央行是支持这个计划的。我觉得大家讲的不完全矛盾，尽管潘老师说不同意前面的观点。我觉得这个政策当然是从本国利益出发，但是它还是考虑到很多事情，想到了方方面面，可能对国际货币体系会带来很大影响。

下面我们可以继续展开一下，比如说我们国家因为这个事情会有很大影响吗？有人说这个货币互换是金融去中国化，你们同不同意这样一个判断？大家可以稍微再展开一下，谈一些看法。谁先讲？王行长你讲几句？

**王永利：**确实，这次美元互换从第一批的 6 家央行到后来的 9 家，是没有中国的。我认为这个事情倒是比国债回购更值得研究。我认为国债回购是一个临时性的融资工具，我的印象里 2008 年之后它推出过一段时间，好像也没起到作用。是否纳入一个货币互换，央行也会做很多方面的考虑，包括

相互之间的关系。当然也可能中国现在还有 3 万亿的外汇储备，里面的美元外汇储备也接近 2 万亿，可能不需要互换。但这个信号是值得关注的，就是为什么没有中国？因为货币互换也不是说你一定会做，它也是根据需要做。是不是因为没有纳入货币互换的圈子，就成为一个金融去中国化或什么东西？我觉得可能没那么严重。因为人民币在跟很多国家签货币互换，从贸易、从各方面也是有它的考虑的。我还是那个观点，如果真的金融去全球化的话，把中国撇出去对美国不一定好。这是我的一个初步的想法，还没有认真琢磨透，仅供大家思考。我先说这么多。

**乔依德：**潘老师，你对这个货币互换怎么看？

**潘英丽：**我对货币互换的问题没有特别的关注，我想问一下，2008 年美联储搞的货币互换，中国有没有参与？

**乔依德：**没有。

**潘英丽：**所以本来就是欧美小圈子里的一个货币合作，不存在去中国化的问题。本来就没有你的份，所以谈不上去中国化，我是这样子理解的。当

然在贸易战的背景下，中国是比较敏感的。在国际金融领域中，美联储关于美元互换的问题从来就没有把中国考虑进去，所以不存在这个去中国化的问题，这是我的一点看法。我是不是可以谈谈国际货币体系这个问题？

**乔依德：**好啊。不过你尽可能联系我们的议题。

**潘英丽：**对话是有一个集中度问题，我可以先不谈，等到你们需要说的时候我再说吧。

**乔依德：**好吧。我们先集中讨论一下这个问题。朱尘，王笑笑，你们对这个问题怎么看？

**朱尘：**我想谈两句。我发现国内对人民币国际化这个话题好像有一个误解，国内比较单向地去看问题，但是我觉得人民币国际化应该是个双向的问题。大家往往会谈人民币国际化，要大家来买中国资产，其实不仅仅是个资产问题。如果货币是国际化的，它是一个资产问题，也是一个负债问题，那些海外银行愿意以人民币融资。在美国，很多海外银行的资产和负债其实都充斥着美元。所以我认为人民币国际化是双向性的，是资产问题，也是负债问题。第二，它既是一个出口问题，也是一个进口

---

问题。现在我们都说，我们国家供应链、产业链很完整，可能对我们国际化比较有利。但人民币如果想要承担国际货币的职能，不可能仅仅是出口的职能，同时也要履行进口的职能。所以我觉得我们要做货币国际化的话，还有很多深层次的问题，包括人民银行现在表里有这么多美元。如果央行资产端50%以上的资产都是美元，可能比较难推进人民币国际化。此外，中央银行和财政部一直都是深度联系的，你要做人民币国际化，人民币是人民银行的负债，其实中国财政部的债务也要有一个附带的国际化，所以我觉得国际化是一个统筹的问题，不仅仅是一些技术性的细节，可能还会涉及到财政现代化的问题。我就分享这些。

**乔依德：**松成你对这个问题有什么看法？

**盛松成：**关于货币互换的问题，就像刚才潘教授说的，当时就没有把我们纳入进去，所以我们也不需要特别敏感这一次没有纳入我们。我觉得我们可以研究一下美国是和哪些国家货币互换？货币互换有哪些条件？比如说，它会不会要求你是可兑换的，汇率是不是完全市场决定的？它不承认你是市

场经济国家，是不是考虑的一个因素？如果我们要深入研究的话，可以去看看互换的是哪些国家？它是不是对我们的货币体系有保留意见？我觉得它以前没有把我们作为货币互换国，这一次也没有，是不是有这方面的考虑。我只是提这么一点想法。

**乔依德：**对这个问题我谈一点看法。我同意潘老师跟松成讲的，这个事情用不着过多考虑。我觉得货币互换是有很强的政治意愿或者政治考虑的，我们自己搞人民币货币互换都是跟一带一路的国家。美国也是这样。刚才松成讲我们可以进一步研究这些国家的汇率制度、资本项目怎么管理。但我觉得美国还是考虑跟它的关系，比如说巴西，因为最近美国跟巴西关系好，它就把巴西放进去，给你一点好处。十年以前，美国与中国的关系相对而言还可以，那个时候它可能觉得你不是市场经济。现在是根本不可能的，它把你作为一个战略对手，怎么可能跟你货币互换？但是这对中国来讲没有什么太大的问题。至于有些文章讲，这是把 IMF 抛开，这是过分的一个说法。因为货币互换不能解决国际收支问题，IMF 对全球的国际收支有责任，这是货

币互换解决不了的问题。

全球金融危机以后，中国在国际货币体系的地位在上升，那个时候中国还没有进 SDR 篮子，现在中国进了 SDR 篮子，而且中国的份额也增加了。现在中美关系比较紧张，双方比较敏感，我们有忧患意识是对的，但是也不要过分了，不要一有什么事情马上联想到我们国家一定会受损害。我还是一句话，忧患意识是应该的，但是过分忧患反而会损害自己。应该做的事情，比如金融开放，反而不敢去做了。

对于货币互换，我个人是比较明确的，这不是一个问题，不要有一种过分的解读。它根本替代不了 IMF 的职责。美国和几个关系好的国家，给它们一个流动性，而且流动性也不是免费贷款，也不是给钱，美国怎么会给你钱呢？美国现在利用美元是全球的储备货币，当你需要的时候你可以互换，以后再换回来。我想主要是这样一个机制。当然这对美国、对美元是有好处的，对它的地位是有好处的，但未必一定损害到我们国家的利益。这是我的观点。下面大家可以再补充一下。

---

**潘英丽：**我补充一点，其实我们对互换这件事有很大的误解，为什么呢？因为美元是国际货币，人民币不是国际货币，所以人家没必要跟你互换。它为什么跟欧洲国家有一个互换的安排，因为欧洲的金融机构和企业可能拿了很多美元的资产，也可能欠了很多美元的负债，所以市场出现流动性危机的时候，如果没有相应的美元流动性，市场会出大问题。在这种情况下，美国必须和这些国家有一个互换安排来帮助金融机构或企业应对流动性黑洞的状态。我们现在缺流动性吗？缺美元吗？不缺，也不缺流动性。我们现在最重要的是人民币没有成为国际货币，所以我们没有太多的流动性危机问题。假如说我们有流动性危机，那是人民币市场本身的流动性问题。我们未来金融风险，都是我们内部的事，跟跨国货币之间的互换没有太大的关系，也就是说我们没有太多的客观需要。从国际角度来讲，也没有太多跟人民币互换的需要。货币互换我们没被纳入进去，有人心里有点酸溜溜的，说是金融去中国化，这完全是外行的一种看法，我是不认为它有什么依据。我先说这么多。

**乔依德：**谢谢。其他各位对今天的三个议题还有什么补充吗？

**钱军辉：**我觉得美联储这么做肯定是对短期国际金融市场做了贡献的，不管它真正的目的是不是为了它的财政部发债做准备。但在长期来看，这样做有很大的风险，其实已经不能说长期了，我觉得接下来一两年，国际金融市场还是会有很大的动荡，这不是美联储能凭一己之力够阻止的。国际货币体系又一次碰到了特里芬难题，现在的特里芬难题就是美国一国的财政无法支持美联储行使全球央行的职责。美联储要行使全球央行的职责，就要无限提供流动性，提供流动性的方式无非就是购买资产。最后美国国债被它买光了怎么办？我一直跟踪美国财政的数字，到现在为止美国联邦政府的刚性支出，包括社保、军费还有利息支出，加起来正好就是联邦政府的税收收入。在正常年代，联邦政府还有其他将近 1 万多亿美元的非刚性支出，在正常年代最乐观的情况下，也就是能够维持平衡，更不要说今年疫情的打击了。即使疫情很快过去，美国的财政赤字仍然会持续，这是现在国际货币体系难

以持续的一个根本性的原因。国际货币体系又是国际金融市场的根本基础设施，一旦这个基础设施出现裂缝，前景是很难想象的。当然新的秩序很有可能会在危机中诞生，只不过现在很难想象 10 年以后的秩序会是什么样子。显然现在欧元、人民币都没法取代美元，但美元按照现在这样的制度安排又是没办法持续的。我就补充这点。

**乔依德：**谢谢。因为时间已经过去一个半小时了，如果没有什么问题，我们今天的视频讨论就到这里。我知道大家对很多问题还有很多的看法，比如人民币国际化，现在的国际货币体系能不能持续等，可能潘老师还有很多看法，我们另外再找机会讨论。今天我们视频会议就到此为止，非常感谢大家在百忙中花时间来参加。谢谢大家。

（以上内容根据录音整理，未经本人审阅）

## 对第一季度经济数据的解读 以及企业应如何应对

王涵 兴业证券首席经济学家

许斌 中欧国际工商学院教授

上海发展沙龙第 159 期 2020 年 4 月 23 日

**乔依德**（上海发展研究基金会副会长兼秘书长）：各位来宾，各位朋友，上午好。这次是我们第三次召开视频沙龙，对疫情与疫情对经济的影响进行讨论。现在，我们又到了一个重要的关键点。全球疫情还在继续扩展，稍微好一点的消息是，欧美国家的疫情好像趋向平稳，但是美国有很多居民不愿意隔离，以后会怎么样，我们还要观察。大家比较担心非洲。至于国内的情况，我们从 3 月 6 号就认为大局已定，现阶段主要是针对输入性的病例。不过也不用太担心，发现一例，就隔离一例，治疗一例，不是群体性的感染。有一个好消息是，4 月 8 号武汉解封以后，出来很多人，现在还没有

看到他们造成疫情的扩散，至少我没有看到报道。

回到经济上来，统计数字上周出来了，第一季度 GDP 为 -6.8%。今天我们主要讨论的问题是，怎么解读第一季度的数据？第二季度以及全年的经济走势会怎样？企业针对现在这种状况，应该采取什么应对的措施？今天我们非常荣幸地请到两位专家，第一位是兴业证券首席经济学家王涵，他会跟我们讲一讲第一个问题，解读第一季度数据，以及对全年经济的看法。关于第二个问题，我们很高兴请到了中欧工商学院的许斌教授，他跟企业方面有很多接触，他会跟我们讲企业如何应对当前经济下滑的趋势。下面我们请王涵演讲，时间为 10-15 分钟。

**王涵**（兴业证券首席经济学家）：首先，感谢基金会的邀请。我跟大家简要聊一聊我们对第一季度数据的回顾。第一季度数据是比较差的，但是我们看下来，3 月份数据还是有一些亮点的，证券市场的人可能更多关注正面的东西。

首先，一季度的 GDP 下来 6.8 个百分点。按照正常情况，每年一季度在全年经济中的占比大概是 22%-23%。分产业来看的话，二、三产业基本都是

---

三个点以上的拖累，就是说这次疫情对于工业和服务业的影响是差不多的。从需求端来看，最大的冲击还是在消费。如图 1 所示，如果我们用支出法来拆，正常来讲，每年一季度 GDP 里的消费占比一般比较高，因为有春节。但是今年负 6.8% 的增长，消费对于一季度经济增长的拖累是负 4.36 个百分点。消费本来是我们经济的大头，有一些消费可能无法在疫情结束之后回归。

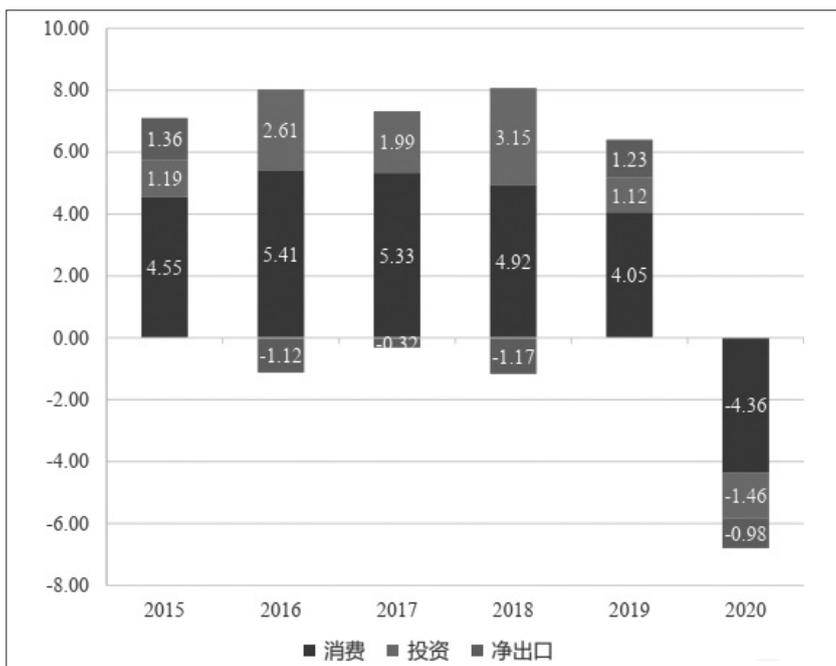


图 1：历年一季度 GDP 同比增速构成：支出法

如果我们具体去拆的话，会发现商品这一块拖累比较大。看图 2 的分月份数据走势，蓝色这部分是商品。

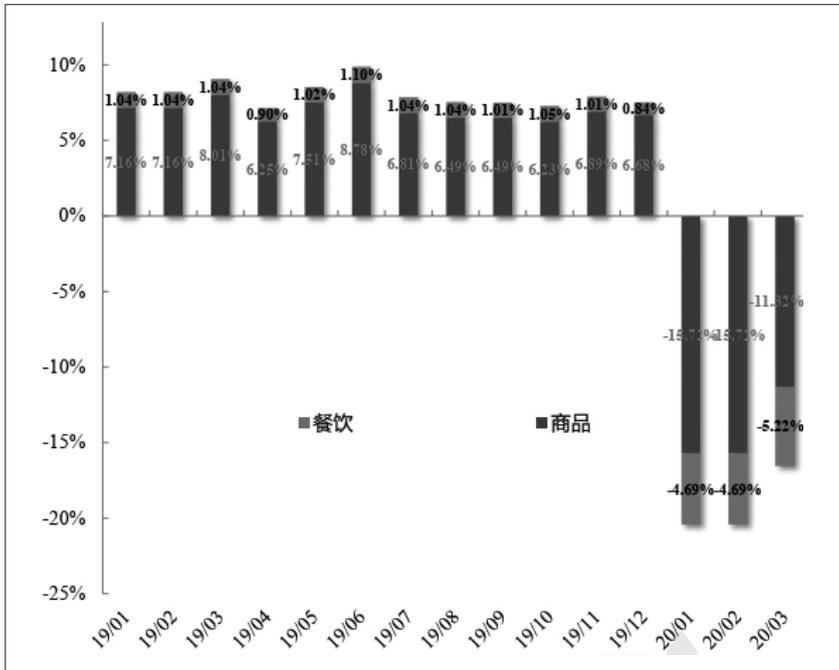


图 2：社会消费品零售单月同比贡献的拆分

有一些种类的商品，在春节期间大家对它的需求还是存在的，比如吃喝玩乐。吃和喝这两个东西，自己买菜，自己做饭，这一块需求是生活必需，一定是存在的。但是在耐用品和一些可选消费，无论是在外就餐，还是直接的商品消费，在疫

情期间都受影响。但是从3月份数据来看，商品需求在3月份是有所反弹的。就是疫情逐渐过去之后，大家不一定敢出去吃饭，但是很多人可能买部手机，买个 iPad，我觉得这部分需求会回归。

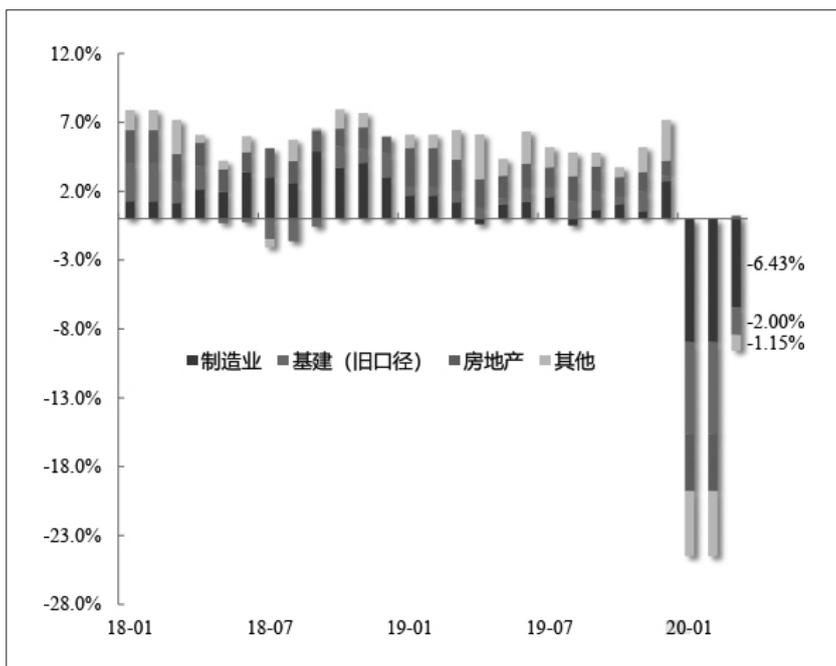


图 3：对固定资产投资单月同比的拉动

从投资情况来看，图 3 的数据也是在 3 月份有明显反弹。因为投资有一个特点，中国人一般比较吃苦耐劳，一旦前期进度拖延了，可能会有一个赶工。我们看最近一段时间投资，固定资产投资有一

个反弹，甚至整个房地产的投资在3月份也已经转正了。这是正面的迹象。

回到消费这个部分。一季度，尤其是1-2月份消费，有几块是贡献比较大的。图4，家居类相关的消费依然处在较差的状态，因为1-3月没有人有心思买房子，也没有人在装修，所以没有这部分的需求，但是这部分对消费的贡献不大。真正拖累消费的部分主要来自汽车和石油制品，它的数据在3月份相对有一个收窄，但整体依然是比较差的。



图4：规模以上主要商品零售的拉动（%）

另外就是耐用品的需求。从图 5 来看，3 月份通讯器材的需求已经转正了，换句话说，前期被抑制的需求在慢慢释放。但是石油制品、家具类的数据还是比较差的。

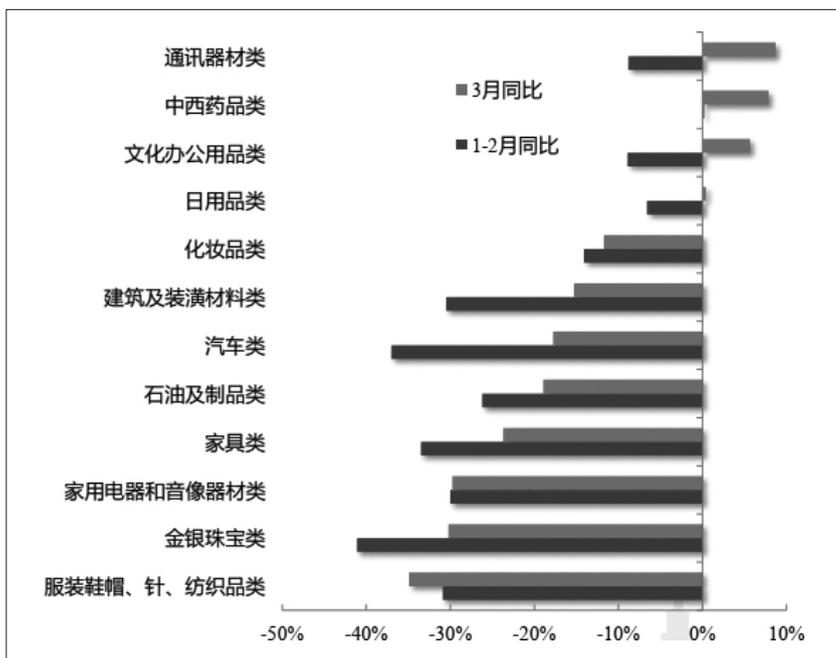


图 5：规模以上商品零售单月同比

1-2 月份数据中相对比较差的是汽车类的，还有一些耐用品。后期随着整个出行逐渐回归到正常状态，前期被抑制的需求，包括汽车等耐用品的需求如果反弹的话，生产端也会有一个比较大的反

弹。政策层面上如果能进一步支持被抑制需求的释放，我觉得后期的经济还是可以相对乐观一点。

生产端 1-2 月份有个很大的问题，就是很多行业的库存出现了累积。如果我们看图 6，把过去 20 年产成品的库存同比增速画成灰色的柱子，灰色柱子的上下限代表产成品同比增速上下限。蓝色点是去年年底时的库存，黄色点是 2 月份的库存，2 月份有很多原材料（包括工业类的中游行业）的整个库存是累积的。我们微观调研看到的是最近库存情况逐渐在缓解，包括水泥、钢铁，整个库存在慢慢往下走，这是正面的地方。

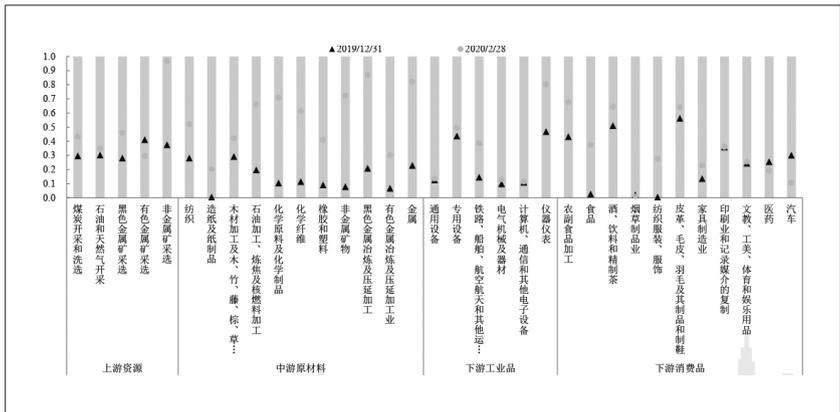


图 6: 产成品存货同比，所处 2000 年以来的分位数  
我们也做了高频数据跟踪，根据一线城市和准

一线城市公布的交通运输数据，可以综合看现在整个经济的情况。大概从2月份中旬开始，整个经济的活跃度在恢复。左边的图，是上海、广州和深圳这三个地方，红色线是去年的数据，从这个上限值进行反推的话，现在整个经济活动在上海、广州、深圳三个地方恢复到大概正常水平的80%。右边的图，地铁运输量数据也是同样的情况。好的地方是经济活动在恢复。

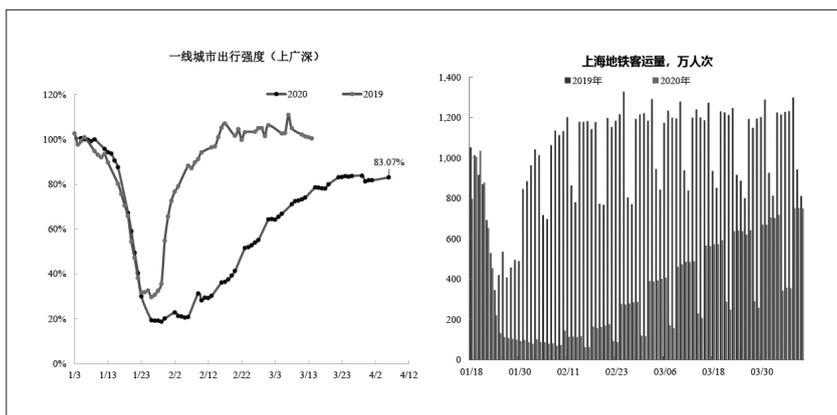


图 7：二月中旬以来经济活动已在明显恢复

不确定性主要来自于外国。因为在最近一段时间，整个疫情的重心从中国转移到欧洲，再逐渐转移到美洲，最近开始往非洲转。我们认为在整个疫情过程之中，对于中国经济的影响有几个方面，一

个是在需求层面上，因为全球经济受到疫情影响，外需拖累整个中国的出口。另一个是疫情导致检验检疫更加严格，出口有限制，运输行业也受到影响，实际上成为一个贸易壁垒，也对中国的出口产生影响。

正面的地方在于，从供给和需求来看，疫情可能对供给端冲击更大。假设境外生产还没有恢复，但是中国生产已经逐渐恢复，这是有可能拉动我们的出口的。

最近大多数发达国家是在新增数据的高峰。我们可以判断一下发达经济体在整个疫情后期运行的节奏。如果看一些主要城市的交通出行，大多数城市的出行强度在3月中旬之后，出现明显的跳水。各主要经济体餐饮行业的定单，大部分也是在3月份中旬出现明显的跳水，很多地方的餐饮现在完全禁止了。

中国从封城到疫情受控，中间大概是25天。3月中旬这些发达经济体封城措施的实施，意味在4月中下旬，应该看到疫情的高峰。中国大概2月中下旬经济数据开始反弹，恢复到短期高峰值大概需

---



综合来看，全年整个外需对经济的影响，大概有 1.9 个百分点的拖累。可能需要关注的，是对产业链的影响，尤其是一些高新行业。我们对一些发达经济体的产品供应的依赖度是比较高的，比如航空航天产品大概 50%-60% 是从美国一个国家进口的，这意味着后期可能有比较大的不确定性。所以，考虑到出口，考虑到其他相关数据，综合来看，今年全年的经济可能会有 2%-3% 的增长。

后期可能还有一些额外的问题。第一，从最近的情况来看，在疫情逐渐演化的过程中，外部的地缘政治在往对中国不利的方向走。这无论是对中国贸易战的前景，还是对中国整个外部环境的影响，都是比较深远的。第二，最近美国和欧洲开始货币化它们的债务，若如期推出的话，美国可能创下过去 150 年的历史新高。最近发达经济体逐渐形成小型货币同盟，美国和很多国家做中央银行的货币互换，带来的问题是：如果未来小型美元同盟里的经济体，对其他经济体开始大规模贬值的话，可能会导致我们被征铸币税。大家要注意，1933 年到 1934 年期间的大萧条后期，罗斯福政府让美国

---

走出经济危机最主要的政策，其实就是黄金和白银法案。那个过程导致像中国这样用白银做货币的经济体直接通缩。1971年尼克松政府使美元和黄金的脱钩，也是同样的逻辑。第三，现在全球金融体系的流动性非常宽松，导致整个基本面没有太多需求的逻辑可以炒作。在这种情况下，一般投资者的选择就是去炒供给端的逻辑。换句话说，今年农产品可能价格反弹，在金融因素影响之下可能反弹比较剧烈。

最后就是对于政府的判断。从现在的疫情防控情况来看，是外防输入，内防反弹。一季度数据出来以后的中央经济工作会议会议，提到“当前经济发展面临的挑战前所未有”，前期6稳现在变成6保。我认为在政策层面上，短期对冲力度是上升的。上两次特别国债发行的规模占到当年GDP的3%-6%，所以这次特别国债的发行可能也在三万的量级。中央现在的说法，是要加大政府公共消费，这一块能够一定程度上对冲企业的困境。

中期来讲，可能更重要的一件事是最近《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》

的推出。我认为这次整个要素的改革，可能有几个方面的大背景。一个是中国改革进入深水区，需要做一些系统性的部署。另外就是外部环境从短期来看不太明晰景，这时候就要向国内改革要红利，这是比较主要的一条。我认为，这次改革涉及到的要素是方方面面的。前期制约资金流向土地，现在逐渐强调土地供给的灵活性。劳动力市场我们从人口红利逐渐进入到老龄化社会，考虑劳动力有序通畅流动其实是增加劳动力使用效率。从这些角度来讲，都对经济有正面的影响。当然资本市场在这个过程中起到了中枢的作用，金融资源和要素的匹配是通过资本市场进行的。

还有一些增量我觉得是可以关注的。1978年的改革有一个非常重要的经验，就是把原来计划经济之下一些没有市场的东西，让它培育出一个市场，这块资产就变得有价值了，整个国家资产负债表的资产是扩张的。这次把公共层面的一些数据拿到市场中来，对市场是一个贡献。另外是技术层面上如何激发科研人员的创新活力。政策除了短期对冲之外，更多的是开始关注中长期经济增长。

我就和大家做这些分享，简单来讲，今年的经济数据肯定是不太好的，但是在微观上应该有一些反弹。我们更关注的问题是政策层面中长期改革措施的落地。

**乔依德**：非常感谢王涵，他讲的很全面、很细，把第一季度3月份和1-2月份的数字进行了对比，我觉得这个对比是有说服力的。除了短期以外，他还对中期的不确定性，现在中央出台的政策，都做了很好的解读，非常感谢。

下面我们有请中欧工商学院教授许斌先生，请他给我们讲一下在目前情况下企业应该如何应对。

**许斌**（中欧国际工商学院教授）：大家好，很高兴参加这个分享会，谢谢乔老师的邀请。乔老师给我的作业，就是在这次新冠疫情爆发之后，怎么样看中国企业的应对。我在中欧国际工商学院有一个优势，我们对这次疫情也很关注。因此，我们在4月2日启动了针对中欧校友和在读学生的一个问卷调查。问卷中大概有四个问题，为期一个礼拜，共收到1千多份有效问卷。我们三位教授每年都做一个年度问卷调查，今年是第九年。这次新冠

病毒出现，我们做了季度的调查。第一季度结束的时候做一个，第二季度结束的时候再做一个，这样会对企业有一个很好的了解。今天就分享一季度的情况。

我们问卷的对象 97% 是中欧的，也有一些中欧的朋友。图 1 中，三分之二是 EMBA，EMBA 起码有八年以上做企业高管的经历，还是比较能反应企业感觉的。

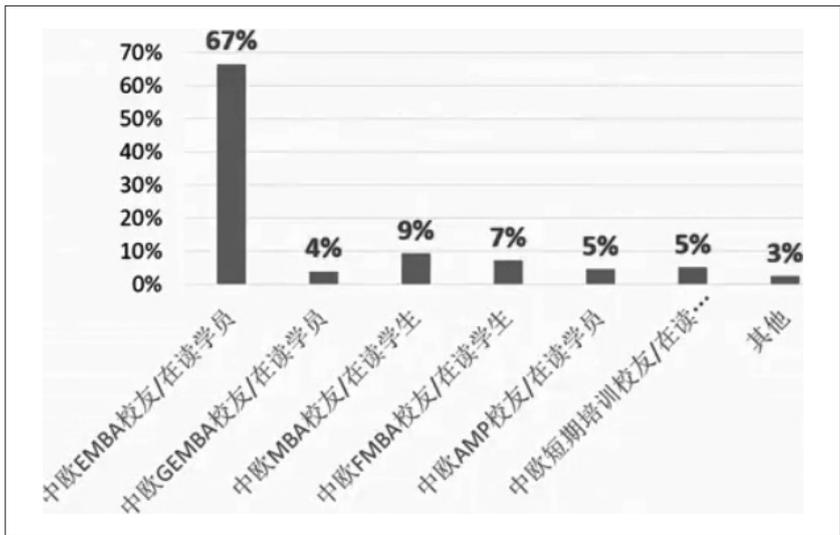


图 1：填问卷者中欧校友 / 学生

图 2 中，第一把手或者首席大概 46%，副手 32%，职能部门高管等占 19%，其他的占 3%。

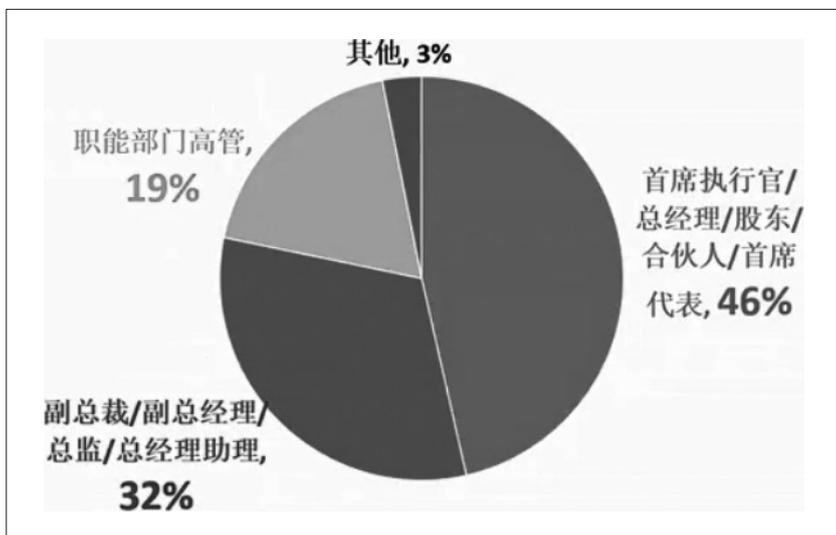


图 2: 职务分布

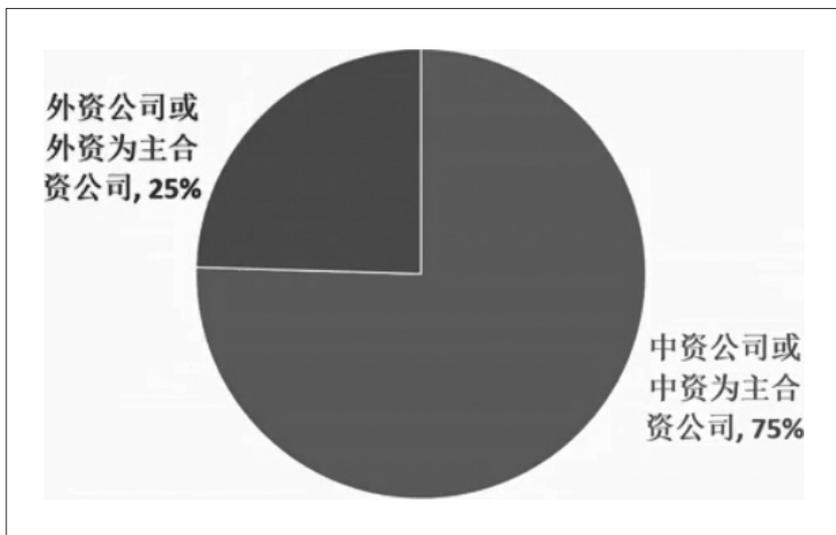


图 3: 企业类型分别: 中资 VS. 外资

在图 3, 中资或中资为主的合资公司占 75%, 外资占 25%。2013-2014 年以后, 中欧的课程不允许国有企业或者政府官员来念。所以过去几年, 生源的 95% 是非国有的, 其中 70% 到 80% 是民营的。

图 4 中, 62% 是民营或民营控股企业, 以前还有国有控股的。我们样本肯定不是典型的样本, 中欧的学生本来比较精英一点, 是中国企业里做得比较好的一部分, 这不是中国整体样本的缩小版, 应该是偏向比较成功的企业样本。

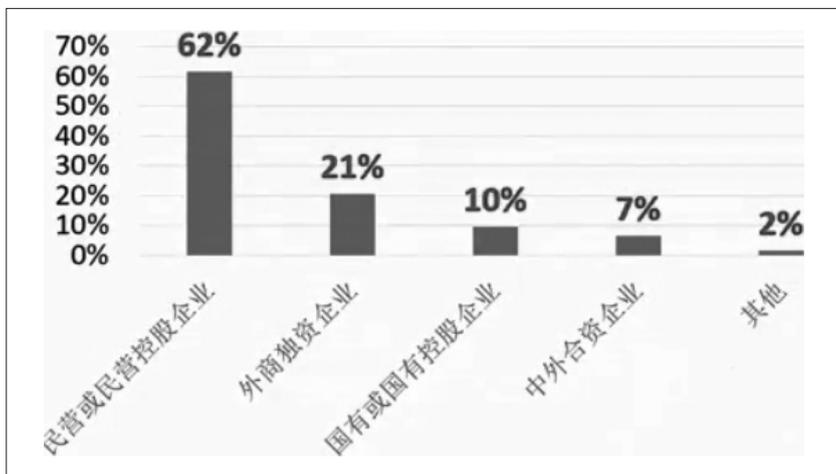


图 4: 企业所有制类型分布

在图 5 中, 我们细分了 21 个产业, 制造业占

46%，服务业占 54%。

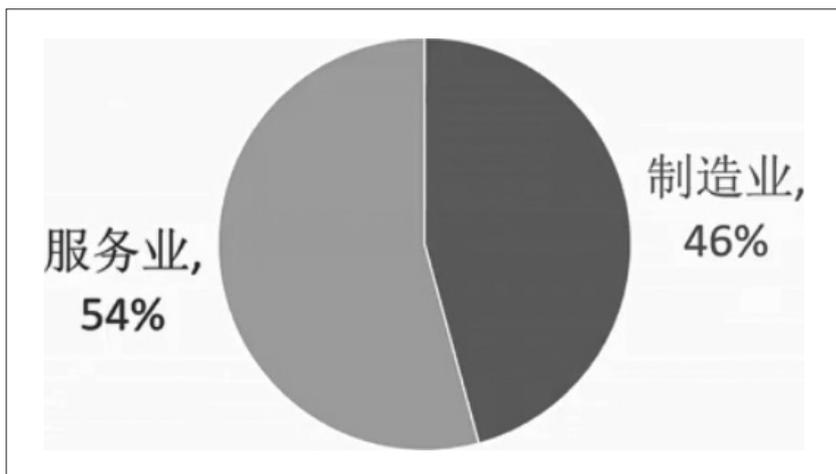


图 5: 制造业 / 服务业

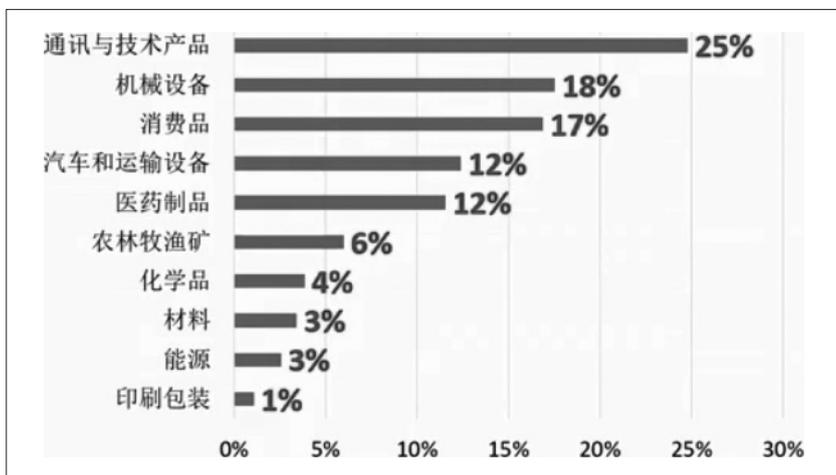


图 6: 制造业行业分布

图 6 是关于制造业的分布。在我们这个样本

里，通讯与技术产品占 25%，机械设备 18%，消费品 17%，汽车运输 12%；医药制品 12%，这五个是我们制造业的主要样品，其他都是相对比较小的。

在图 7 中，服务业里金融占 25%，建筑和房地产 15%，律师等其他的商务专业的服务 11%，教育、医疗各占 8%。因为有 1000 多个样本，所以还是有一些发现。

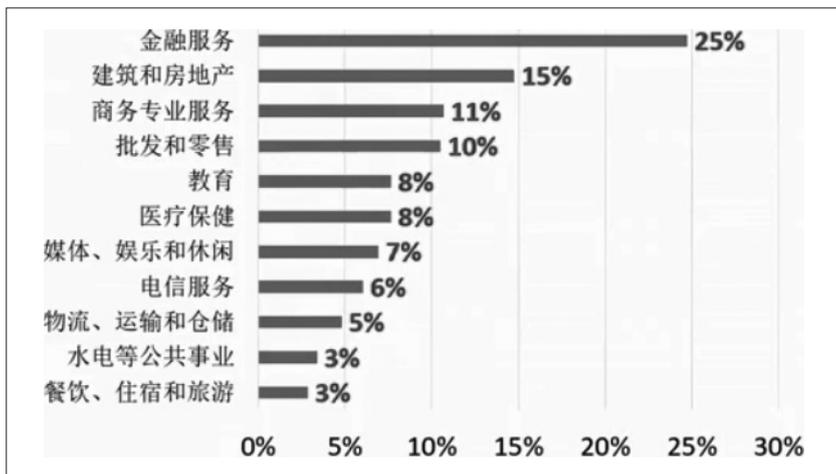


图 7：服务业行业分布

前面是把背景介绍了一下，再看数据，实际上还可以做很多的研究。中欧现在是线上上课。我正好是两个礼拜时间，给 MBA 三个班，选修课两个班上中国经济。我今天讲完以后就要去学校，因为

我们来自全世界的学生里 30%-40% 是老外, 还没有回来。现在由于国家、上海教育局的规定, 我们还不能线下授课。现在回过头来讲, 我们通过问卷, 对疫情相关的问题进行一些分析, 我本来怕没有时间整合这些数据, 但是我承诺给那些填表的学生, 4 月底之前我一定给一个报告。

图 8 表明, 第一季度的影响主要来源是中国本土。服务员认为 90% 以上的影响来源于中国本土的样本占 59%, 而制造业是 29%。

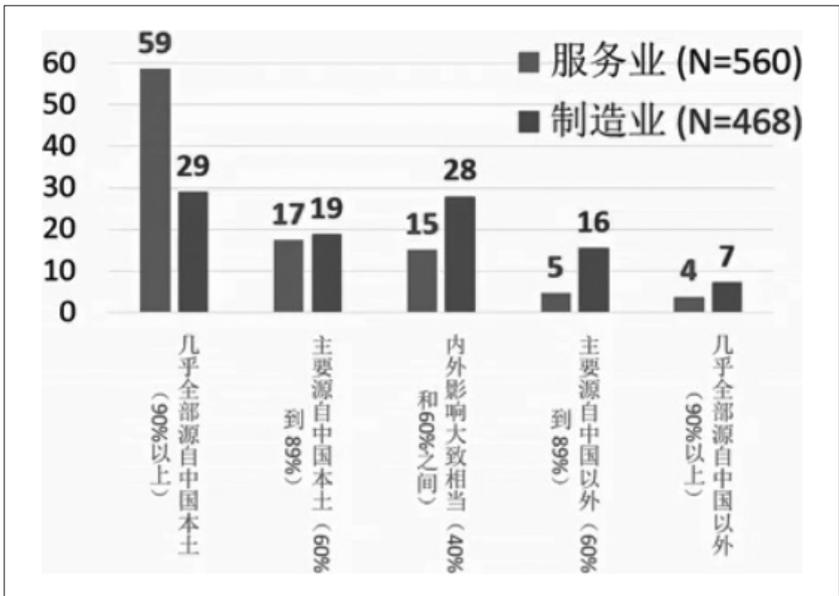


图 8: 第一季度疫情影响的主要来源

图 9，有 80% 或者以上的下降的比例，服务业是 17%，制造业减少 60% 到 79% 的占 12%；服务业减少 40% 到 59% 占 19%；受到影响相对较小的服务业，是 47%（22%+25%）。制造业受到影响比较小的超过一半。第一季度经济怎么出现负 6.8% 的总体下降呢？在产业层面，服务业的下降要大得多。就我们的样本来说，制造业的下降，我相信也是绝对超过 6.8% 的。但是我们的调查样本不是典型样本，只能作为参考。

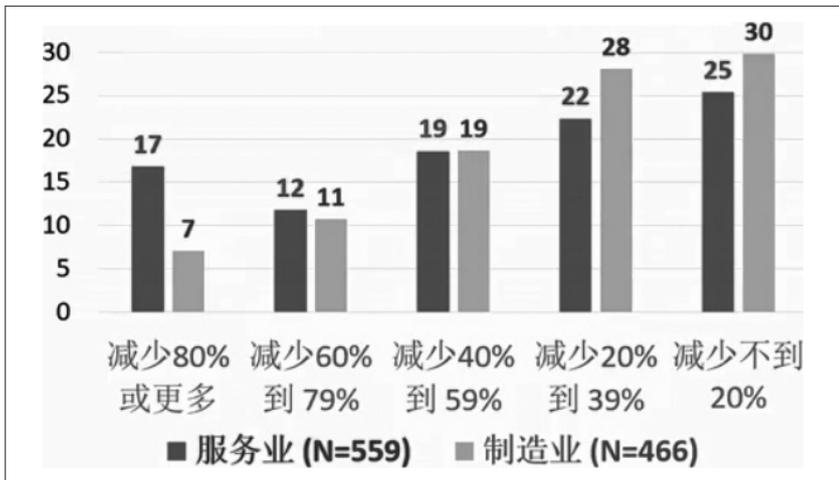


图 9：受新冠疫情影响，2020 年第一季度贵公司  
在华商业活动的下降幅度（%）

我们 4 月 2 日发的问卷，问了这个问题：你估

计6月底恢复了多少？图10表明，有80%以上的企业还是相对比较乐观的。在华公司商业活动恢复80%以上的，服务业占43%，制造业占47%。现在如果再发问卷的话，估计商业活动恢复情况还要高一点，乐观一点。大家都感觉得到，商业活动恢复得很快。我自己3月份没有出去过，没有到学校去，都是学生分享。

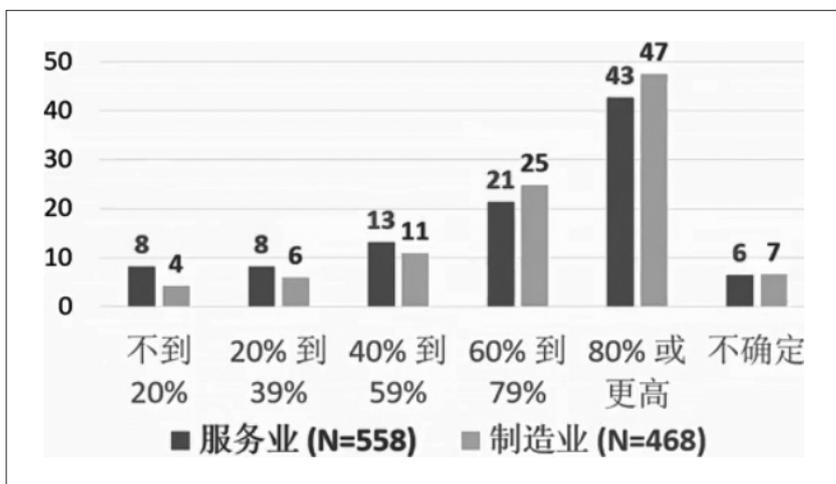


图10：到2020年6月底时，  
预计贵公司商业活动恢复程度（%）

图11，全年由于新冠疫情影响，公司下调营收指标多少？基本上公司还是会下调。下调比较多的是服务业，占28%；制造业企业占27%。

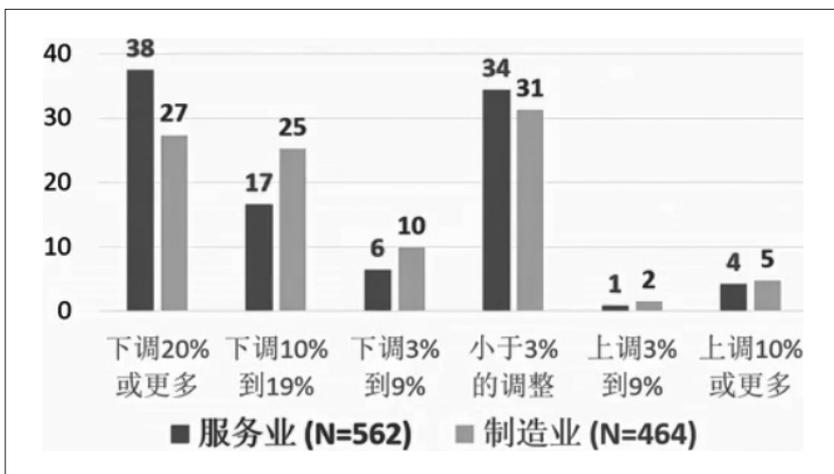


图 11：受新冠疫情影响，贵公司 2020 年度营收目标的调整幅度（%）

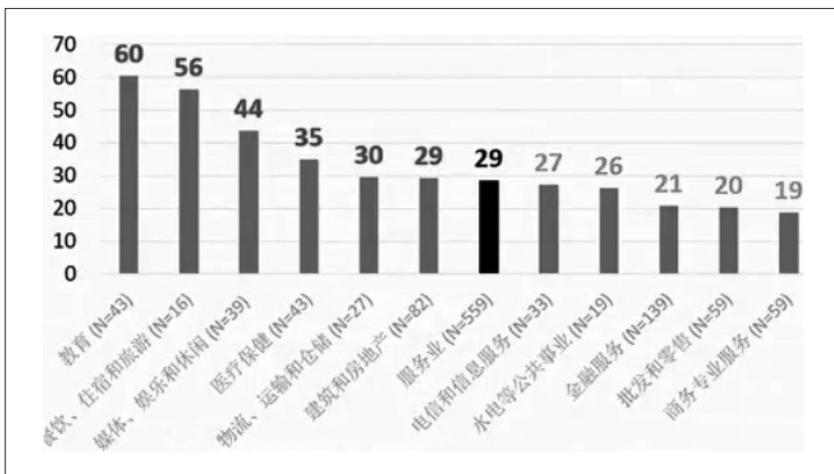


图 12：服务业公司商业活动下降 60% 或以上

图 12 里，商业活动下降 60% 或以上的，服务

员的前三名是教育行业，餐饮、住宿和旅游，媒体、娱乐和休闲。

图 13 可以看到，制造业受到的影响远远小于服务业。制造业的前几名是，农林牧（这一块应该讲也不是特别重要），医药制品，汽车，通讯，可以参考。

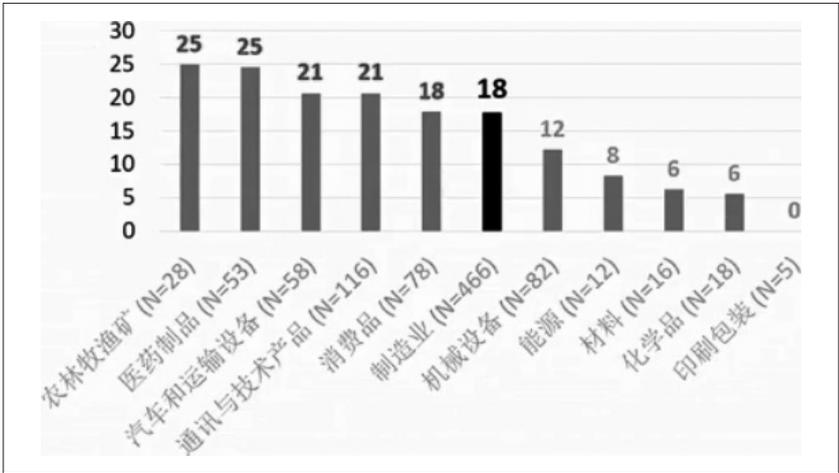


图 13: 制造业公司商业活动下降 60% 或以上

图 14，商业活动的恢复不是很容易的。认为 6 月底以后，商业活动恢复还不到 40% 的，比例最高的是餐饮、住宿和旅游业。

在图 15 中，制造业公司认为到 6 月底商业活动不能恢复的比例，比服务业要低得多。

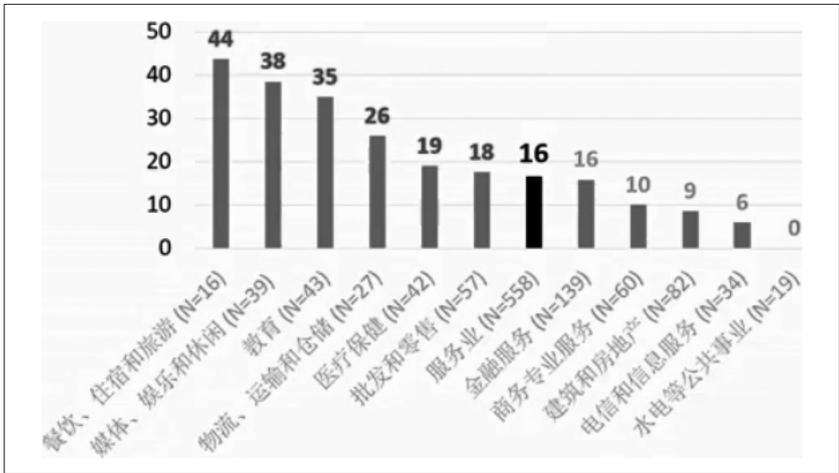


图 14：到 2020 年 6 月底，  
预计公司商业活动预计恢复程度不到 40%

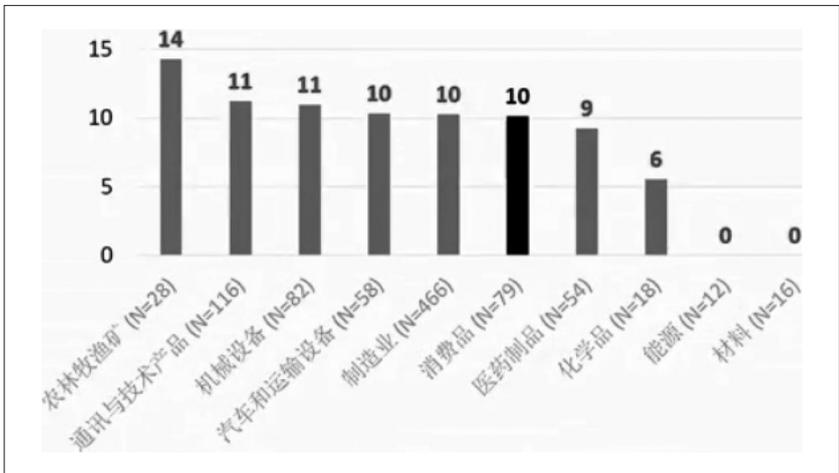


图 15：制造业公司商业活动  
预计恢复程度不到 40%

在图 16 中，预计商业活动恢复到 80% 以上的，公共事业、金融、电信等比较乐观。餐饮、娱乐，这些民营、中小企业为主的，可能恢复的难度比较大。

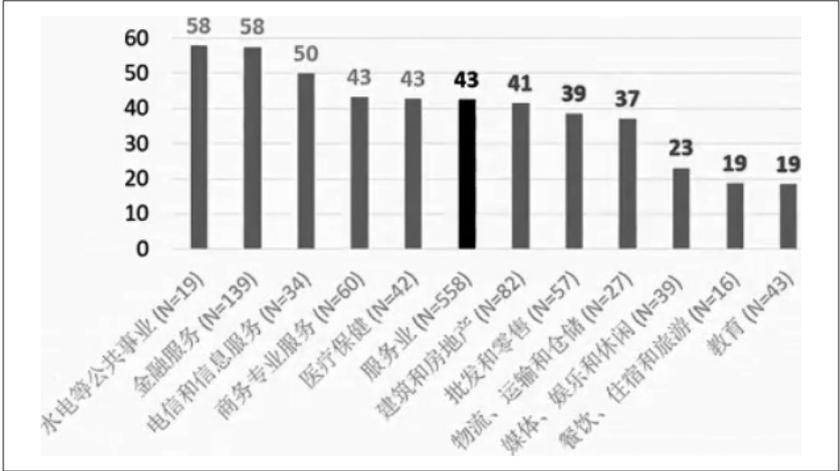


图 16：服务业公司商业活动  
预计恢复程度 80% 或更高

在图 17 中，制造业行业差不多都预计是能够恢复的。

图 18，服务业下调营收目标最多的，是餐饮、娱乐、教育，与前面的数据是一致的。

对应地看，图 19 的制造业，消费品生产是下调最多的。消费品这个行业有 78 个企业样本，样本是较多的。

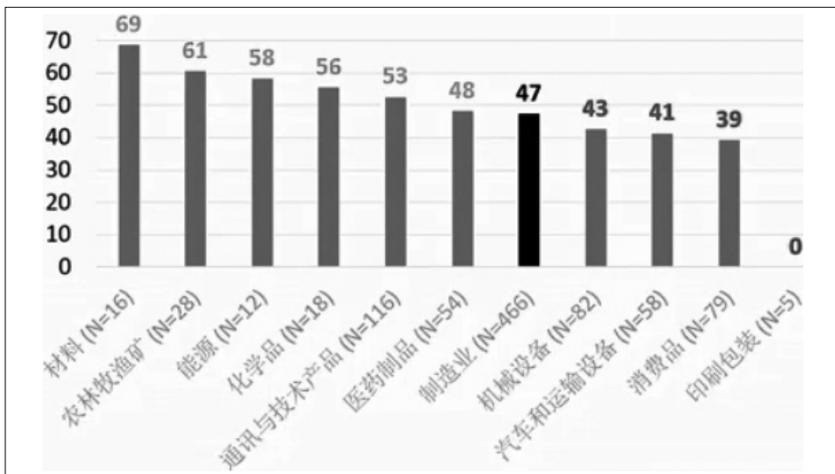


图 17：制造业公司：  
商业活动预计恢复程度 80% 或更高

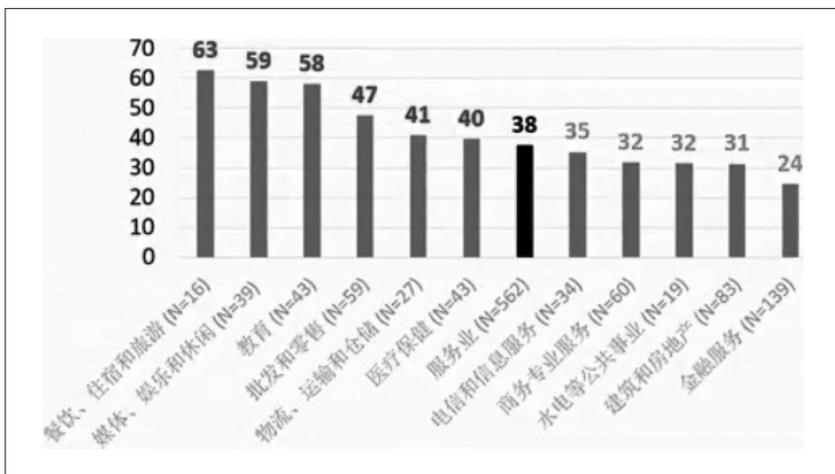


图 18：服务业公司营收目标  
会下调 20% 或更多

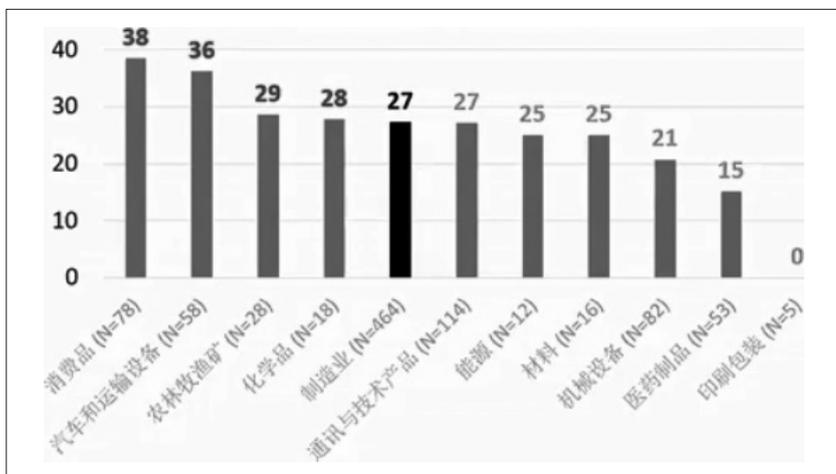


图 19：制造业公司营收目标会下调 20% 或更多

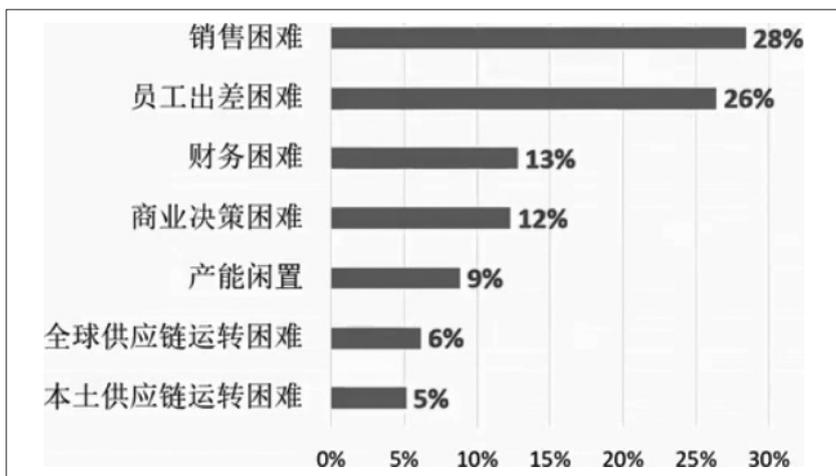


图 20：服务业因疫情造成的最大困难

这个题目是“对第一季度经济数据的解读以及企业应如何应对”。他们认为，要知道企业到底碰

到了什么困难，然后才能应对。在图 20，服务业基本上就是两个困难，一个是东西卖不出去，还有就是员工出差困难。

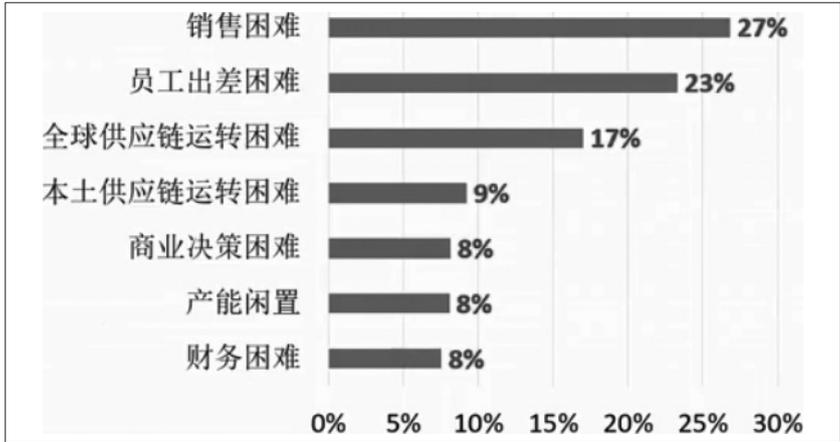


图 21：制造业因疫情造成的最大困难

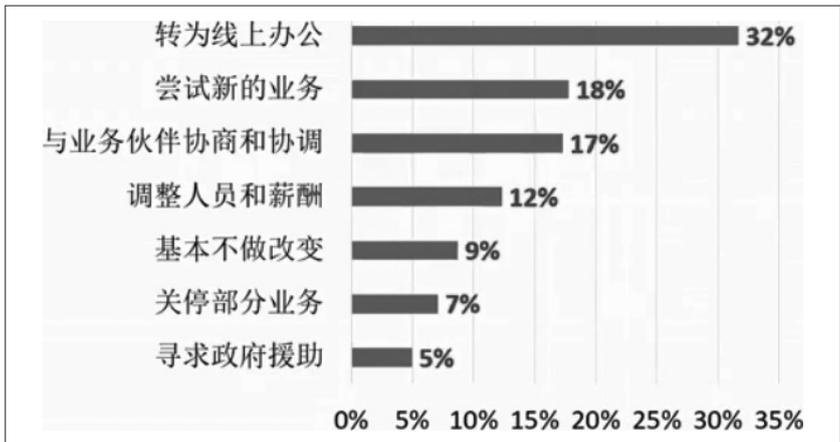


图 22：服务业已采取的应对方法

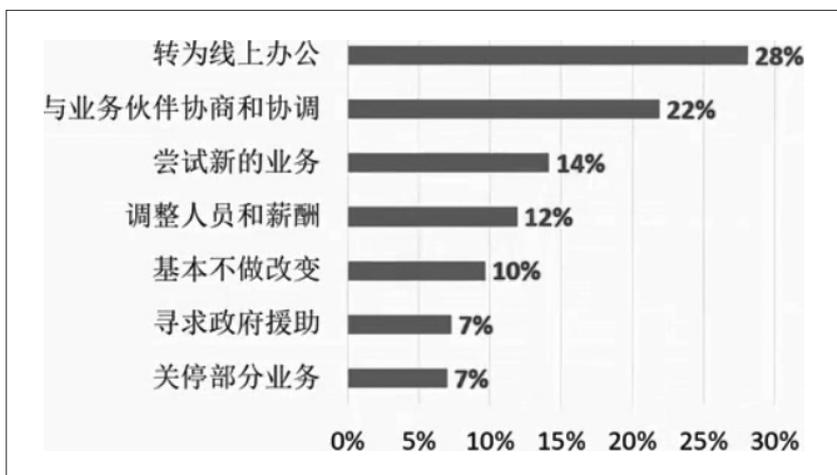


图 23：制造业已采取的应对方法

在图 21 中，制造业的困难，除了销售、出差，有 17% 提到了全球供应链。

图 22 和图 23，是制造业和服务业的应对方法，第一季度就是线上办公、尝试新业务、协商协调。然后是调整人员薪酬等。

我小结一下，我觉得从中欧 1000 多个以民营企业为主的优质企业样本，可以总结三点。第一，第一季度很多企业受到新冠疫情重创，起码影响了 20% 的服务业，10% 的制造业。第二，第一季度的影响主要来自中国本土，但是全球供应链的影响已经开始显现。我们一般 11-12 月份做年度调查的，

我相信肯定会有影响，后面一年一年影响会加大。第三，企业怎么活下去？现在开始就要复工了，估计6月底之前大都会复工。我个人的观点是，中国经济的问题不在今年，而是在后面的三五年，这是要考虑的。复工以后，企业还是可以逐渐恢复元气的。我们寄希望于宏观政策，但主要是靠自己活下来。我要提醒企业界，尤其是制造业，如果你是做国际供应链的，要转到一个新常态中去。我就分享这些，谢谢大家。

**乔依德：**感谢许教授。我记得去年，我们在讨论宏观经济时，他也跟我们分享了对各个企业的调查。我想，这个调查还是有连续性，所以他的讲话和王涵的讲话可以互相配合。王涵主要从宏观行业，许教授从企业的角度。

下面，我们还有一些时间。在线上有几十位参加者，大家有什么问题，可以提出来。现在有没有问题啊？有一个问题，两位都可以回答一下：在这次政府出台的政策中提到了新基建，新基建占整个投资的比重是多少？这次刺激计划和2008年4万亿有什么不同？

**王涵：**从经济发展阶段来讲，2008年时整个经济结构偏向于以传统的行业为主，那时的核心目标是要解决就业，所以那时4万亿投资主要投向基建和房地产。现在我们无论从就业结构还是人口结构角度来讲，中高教育人群的比例在整个就业人群中是比较高的，相对来讲这些行业这些人的从业意愿也不是很强。新基建的核心并不是直接带来多少就业，而是通过IT的发展给相关的信息产业提供更好的平台，我觉得这一块应该比较大。但是具体数据没有出来，我也不是很清楚。

我觉得还有一个要考虑的问题，2008年金融危机时的核心是把经济拉上去。但是这一次疫情是突发的，让所有人突然之间财富受到损失。要对冲居民和企业短期内的资产负债表，从政府政策层面来讲，我觉得财政政策可能比货币政策更加有效。2008年时财政政策也做，但是货币政策的力度更大。投放货币只是让它的资产负债表扩张，发一笔债，资产和负债同步扩张。但是如果政府财政补贴一块钱，居民净资产就多一块钱，这次政策里的财政属性可能会更强，这是和2008年不一样的地方。

**许斌：**我觉得王涵讲的很清楚了。我们现在也不知道到底政策怎么分布，但是财政政策肯定起非常大的作用，因为财政政策见效比较快。我相信在这种情况下，财政政策会起很大的作用。基建是一个所谓的老方法，老方法虽然边际效用越来越低，但是我们也有路径依赖，所以还是会去做。

**乔依德：**下面还有一个问题，请问两位老师如何看待石油期货价格为负数？对金融业有什么影响？要么还是王涵你先开头。

**王涵：**这次石油期货价格负数，还是和期货的交割有关系。如果我们看期货市场的话，美国金融体系里，投机类的投资者所占比例非常高，这些投机者到交割点的时候不会实物交割。大家出价的时候，考虑直接用负的价格把期货卖出去，还是把这些油拉回来找地方存起来，要比较这两个成本。我觉得可能和期货市场的金融属性有关系。对美国来讲，说明它的整个金融体系的金融属性过高。这会在突发性事件时产生一定的影响。对中国来讲，在整个国内金融市场里，期货证券基金这些行业的占比还是比较低的，我们处在不同的阶段。

---

**许斌：**我觉得核心的问题，王涵已经讲了，这是金融的结果。它会有一些对实体经济的影响，但更多的是金融上的运作。我持这样的观点：在目前这样一个非常诡异的情况下，我们没有两把刷子的一般人，不要想抄底。今年 2020 年，刚刚过去三个多月，后面还不知道会发生什么事情。希望大家不要以常规思维方式判断当前的市场，风险还是要规避的。

**乔依德：**有两个问题你们再回答一下吧。原油价格下跌，不是指这次期货跌到负数，对中国，对俄罗斯，对美国有什么影响？是否会有衰退和萧条，对中国有何影响？

**王涵：**中国原油定价有两方面，一是有一些原油进口，价格下跌的过程中，短期冲击使得相关的化工产业链的价格会下跌。中期来讲，因为中国是原油进口大国，原油价格下跌使我们的成本下降，熬过了短期价格下降之后，对我们是正面的贡献。俄罗斯是传统原油出口国，原油生产成本应该是 25 美元左右。如果我们仅考虑生产成本，25 美元以下的原油对俄罗斯是亏损的。但是对美国来讲，页岩

油气行业的成本比较高，经过了 2006 年的内部行业整合，现在的成本大概是 30-40 美元。美国的相关企业，在油价下跌过程中受到比较大的冲击。中期来讲，如果这种低油价的行情持续，页岩油气企业会发行高息债务来维持运作。

我们看 1929 年大萧条，很多国家后来是用货币贬值的方式走出来的，它更多体现为金融行业快速地收缩，整个经济快速下行。我觉得，海外现在因为有货币化财政，所以它的影响会持续更长时间，但是不会像 1929 年那样出现大量银行倒闭。但是中长期需要解决的问题是，这么大的债务中长期怎么来修复？债务本质上是向未来借需求，把未来需求都借了以后，下一代人要为债务买单，中长期影响更大。我记得前几年有耶伦做美联储主席时，曾经有议员问他，你说现在我们的扩张是向未来借需求，那么我们当前经济增长缓慢，是不是因为我们现在需求已经被以前借走了？当时耶伦并没有很好地回答这个问题。这可能是我们中长期更加要关注的问题。

**许斌：**差不多就是这个意思。我个人认为，中

---

国经济包括全球经济，V型反弹的概率还是比较大的。原油价格有金融的因素。我们不要赌这个行情。关于衰退和萧条，伯南克今年1月份在美国经济年会上做演讲的时候说了，21世纪有个特征，就是双低，低利率，低通胀，双低情况下来了衰退萧条就一定要发货币。货币化财政我是同意的。向未来透支，未来洪水滔天，谁管呢？在这个情况下，我们要理解它对中国的影响，就是和全球联络会怎么样。我觉得联络会越来越小，中国能够做的主要是靠自己，自己要朝正确方向走。中国那么大，已经有40多年的底子，还是可以靠自己的内需来朝上走的。如果方向走错了，我就知道了。关于是否节省成本，我们很多石油价格已经锁定了，买了俄罗斯的石油，我对于中国的企业和消费者能不能享受低油价的好处表示100%的怀疑。我个人还是偏乐观的那一派，预计中国2020年GDP增长是1.2%，但因为从低到高的反弹，2021年是9.2%。我相信其他的一些商品价格，可能也有这样一个趋势，但是我们还是要再看看。

**乔依德：**我们今天的视频会议就到此结束。再



次感谢大家参加今天的视频会议，谢谢王涵和许斌，谢谢大家。

（以上内容根据录音整理，未经本人审阅）