



金融信息采编

COMPILATION OF FINANCIAL NEWS

2020 年第 01 总第 766 期

合肥兴泰金融控股集团 金融研究所

咨询电话：0551—63753813

服务邮箱：xtresearch@xtkg.com

公司网站：<http://www.xtkg.com/>

联系地址：安徽省合肥政务区

祁门路 1688 号兴泰金融广场 2209 室

2020 年 01 月 03 日 星期五

更多精彩 敬请关注

兴泰季微博、微信公众号



宏观经济	2
中国 GDP 近 100 万亿元 人均 GDP 将迈上 1 万美元台阶 ...	2
中国 12 月财新制造业 PMI 结束连续五个月的回升	2
财政部：2019 年地方债券发行 43624 亿元.....	2
2019 年全国楼市调控达 620 次 刷新历史记录.....	2
日美贸易协议 1 月 1 日正式生效	2
韩国：PMI 重回荣枯线之上 7 个月来首增长	2
意大利：向互联网巨头开征数字税	3
货币市场	3
央行全面“降准”	3
监管动态	3
银保监会 2019 年对银行业、保险业等共开出 4510 张罚单	3
取消境外银行作为发起人或战略投资者的资产规模限制 ..	3
金融行业	3
公募基金规模再次突破 14 万亿元	3
全国首笔无抵押区块链贷款发放	4
险资投资信托产品存续规模接近 2 万亿元	4
热门企业	4
蚂蚁金服：已向新加坡金融监管局申请数字批发银行牌照	4
地方创新	4
上海推出营商环境改革 3.0 版方案	4
广州出台共有产权住房管理办法 购房者可落户	4
合肥：电动自行车未上牌行驶将被处罚	5
深度分析	5
致 2020：不确定性的代价.....	5

宏观经济

中国 GDP 近 100 万亿元 人均 GDP 将迈上 1 万美元台阶

2019 年,我国国内生产总值(GDP)预计将接近 100 万亿元人民币,人均 GDP 将迈上 1 万美元的台阶。人均 GDP 站上一个新台阶,中国正式步入中高等收入国家行业。

中国 12 月财新制造业 PMI 结束连续五个月的回升

2020 年 1 月 2 日公布的 2019 年 12 月财新中国制造业采购经理人指数(PMI)录得 51.5,小幅下滑 0.3 个百分点,结束连续五个月的回升,但仍明显高于 2019 年前三季度。

财政部: 2019 年地方债券发行 43624 亿元

据财政部消息全年地方债券发行任务顺利完成,其中新增债券、再融资债券、置换债券分别发行 30561 亿元、11484 亿元、1579 亿元;新增债券中,一般债券、专项债券分别发行 9074 亿元、21487 亿元。

2019 年全国楼市调控达 620 次 刷新历史记录

近日,统计数据显示,2019 年全国房地产调控次数高达 620 次,刷新历史记录,2018 年全年仅 450 次,同比上涨幅度高达 38%。2019 年四季度成为全年房地产调控最密集区间,合计调控高达 205 次(10 月 67 次、11 月 72 次、12 月 66 次),同样刷新了历史记录。

日美贸易协议 1 月 1 日正式生效

日美贸易协议 2020 年 1 月 1 日正式生效。日本从美国进口的牛肉等食品价格有望下降,但日本农户将因低价美国产品的流入而面临更加严酷的市场竞争。日美就贸易问题进行谈判期间,日本各界更关注的是日本输美汽车及相关零部件的关税减免问题。本次生效的日美贸易协议并未涉及这一领域。

韩国: PMI 重回荣枯线之上 7 个月来首增长

韩国 2019 年 12 月制造业活动恢复增长,结束了连续 7 个月的萎缩局面。报告显示,12 月日经/Markit 韩国制造业采购经理人指数(PMI)从 11 月的 49.4 升至 50.1,自 4 月份以来首次超过 50。

意大利：向互联网巨头开征数字税

意大利 1 月 1 日开始向大型科技公司征收其在意营业额 3% 作为数字税，该政策适用于全球年收入超过 7.5 亿欧元、在意大利的数字服务收入超过 550 万欧元的科技公司。意大利媒体估计，这有望为意大利带来每年 6 亿欧元的税收。

货币市场

央行全面“降准”

2020 年 1 月 1 日，央行官网发布公告表示：中国人民银行决定于 2020 年 1 月 6 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司）。此次降准是全面降准，体现了逆周期调节，释放长期资金约 8000 多亿元，有效增加金融机构支持实体经济的稳定资金来源，降低金融机构支持实体经济的资金成本，直接支持实体经济。

监管动态

银保监会 2019 年对银行业、保险业等共开出 4510 张罚单

据银保监会公告统计，2019 年，银保监会，对银行业、保险业、信托业等共开出 4510 张罚单；其中银保监会机关开出罚单 16 张，银保监局本级开出罚单 1947 张，银保监分局本级开出罚单 2547 张。

取消境外银行作为发起人或战略投资者的资产规模限制

银保监会修订农村中小银行机构行政许可事项实施办法，取消对境外银行作为发起人或战略投资者的资产规模限制。

金融行业

公募基金规模再次突破 14 万亿元

中国证券投资基金业协会 12 月 31 日发布的数据显示，截至 2019 年 11 月底，我国境内共有基金管理公司 128 家，其中，中外合资公司 44 家，内资公司 84 家；取得公募基金管理资格的证券公司或证券公司资产管理子公司共 13 家、保险资产管理公司 2 家。以上机构管理的公募基金资产合计 14.20 万亿元，再次突破 14 万亿元。

全国首笔无抵押区块链贷款发放

广东省中小企业融资平台正式在广州发布，并发放全国首笔线上无抵押区块链融资贷款。目前，广东省中小企业融资平台已接入 213 类政府数据，来自 26 个政府机关。对全省 1100 多万家企业信息全面采集，进行企业风险评级和画像，是全国第一个对全省域范围内中小企业进行商业信用分析评价的平台。该平台已与蚂蚁金服、百行征信对接，未来将打造中小企业金融服务生态。

险资投资信托产品存续规模接近 2 万亿元

近日，根据国投泰康信托有限公司数据显示，截至 2019 年 10 月末，保险资金投资信托产品的存续规模超过 1.9 万亿元，接近 2 万亿元关口。2012 年，全国只有 6 家保险公司投资信托计划，投资规模为 294 亿元；2018 年末，共 152 家保险公司投资信托计划，年度投资规模达 1.3 万亿元；2019 年 10 月末，保险资金投资信托产品的存续规模更是高达 1.9 万亿元。

热门企业

蚂蚁金服：已向新加坡金融监管局申请数字批发银行牌照

2020 年 1 月 2 日，蚂蚁金服方面表示，“蚂蚁金服一直致力于推动全球普惠金融的发展。我们已经向新加坡金融监管局申请数字批发银行牌照，希望能够为当地数字银行的发展做出贡献。”

地方创新

上海推出营商环境改革 3.0 版方案

2020 年 1 月 2 日，上海举行优化营商环境暨投资促进大会。这是上海连续第 3 年在工作开局之际落实优化营商环境相关工作，上海营商环境 3.0 版改革方案和加强投资促进 32 条举措发布。

广州出台共有产权住房管理办法 购房者可落户

1 月 2 日，广州市政府常务会议通过了《广州市共有产权住房管理办法》。《办法》中明确提出，购买共有产权住房享有与购买商品住房同等公共服务权益，此举意味着广州将进一步向市民提供经济上可负担的产权式住房保障，加快构建公租房、政策性租赁住房、共有产权住房相结合的保障性住房供应体系。

合肥：电动自行车未上牌行驶将被处罚

合肥市政府办公室印发通知明确，对不符合旧标准也不符合新标准的在用电动自行车，合肥市将发放临时通行标志，并设置三年过渡期。未按地方规定领取临时号牌以及过渡期满后仍上路通行的，公安机关要严格依法处罚。

深度分析

致 2020：不确定性的代价

文/彭文生（CF40 成员、光大证券首席经济学家彭文生）

文章来源：中国金融四十人论坛

在 2019 年的最后一天，分享一篇随笔，感谢朋友们过去一年对我的研究的关注，祝大家元旦快乐。

从日历来讲，新的一年开启本世纪第三个十年，我们进入 2020 年代，容易让人想到未来 10 年将带来什么。我在 12 月中旬光大证券年度策略会上作了题为“下个十年：数字经济”的发言，提出数字经济是对未来发展具有系统重要性的新增因素。另一方面，2020 并不必然有特殊的含义，从数字来讲就是 2019 加了一个 1，我们如何看未来，取决于我们怎么认知现在，很多事都是有路径依赖的。

本文是一篇随笔思考，没有一般经济分析文章必备的图表，是我自己回顾 2019 年的一点心得体会，希望对读者思考未来有所启示。

2019 年全球经济增长普遍性放缓，中国也不例外，但中国 GDP 增速下降的速度似乎超出预期，尤其是下半年，由此在年底引发了 2020 年要不要、能不能保留“6”的争论。

有两个因素特别受到关注，一是中美贸易摩擦，另一个是信用紧缩压力尤其是包商银行事件的影响。大家讨论的也不仅是总需求三驾马车，更有经济的潜在增长率和相关的中长期结构与改革问题，比如对民营企业营商环境的担忧。

如何看待这些因素？对未来是什么含义？

思想的力量

凯恩斯曾说“思想的力量超过既得利益的声音”，强调理念和思维的重要性。但不同的人认识世界的思想可能不同，声音大但错误的思想比既得利益的危害更大。

全球金融危机后主要经济体的增长显著低于危机前的 10 年，中国的增长从 2007 年的高点后呈现趋势性下行的态势。从低通胀、低利率来看，主要问题似乎是需求不足，按照通常的逻辑，需要扩张性的宏观政策刺激总需求，但主要央行极度宽松的货币政策的效果似乎并不理想，反而带来对其负面影响的担忧，比如负利率、贫富分化等。

应该如何理解低增长和需求不足的问题？我们可以从三个视角来看，分属经济学三大派别，根本思想有重大差异，政策含义也自然不同。

首先是古典经济学或者说主流经济学，认为市场有效配置资源，供给创造需求，不存在持续的供需失衡。需求与供给是一体两面，增长的趋势下行是因为潜在增长率下降，反映了基本面因素。比如对发达国家过去 10 多年的增长下滑，流行的解释有劳动生产率增速下滑、人口老龄化等。潜在增长率观察不到，实证估算误差大，更重要的是在理论概念上也有争议。

近期关于保增长讨论的一个重要方面就是中国的潜在增长率，对于人口老龄化带来的劳动力减少的负面拖累应该说有基本共识，但对于劳动生产率或者全要素生产率（使用现有劳动力和资本的效率）则争议较大。

在微观层面，潜在增长率被定义为资源有效配置时的增长率，由此有一个误解，就是把潜在增长率理解为可能的最快速度。比如中国的市场发展不成熟，还有不少体制机制的障碍，经济体制改革提高资源配置的效率，进而提升潜在增长率。这在理论上讲是对的，但对我们讨论 2020 年的形势意义不大，改革动力往往是内生的，反映了现有经济社会利益格局，突破不容易，而且改革取得效果需要时间。

即使在成熟市场经济体，过去十多年的经历也对潜在增长率的概念提出挑战。那就是为什么极度宽松的货币政策没有带来通胀？或者说为什么货币政策放松对需求的刺激效果不大？主流经济学的一个解释是货币政策放松力度还不够，经济体有一些因素使得需求长期疲弱，自然利率持续下行，而名义利率有零下限，限制了依靠货币政策来刺激总需求的空间，这就是所谓的“长期停滞”论。但零不一定是利率的下限，欧洲和日本都出现负利率，为什么需求还是疲弱？更重要的是，难道市场有效配置要求资金的价格是零甚至是负的吗？

古典经济学假设的有效配置资源，讲的是给定现有财富分布下市场供求形成的资源配置。问题是现有的财富分布是不是可持续的或者说能不能被社会的伦理道德所接受？

对古典经济学的一个挑战是收入分配的视角。最著名的是马克思的“资本论”，在大规模工业生产中劳动者创造的剩余价值被资本占有，导致大众消费不足，资本主义市场经济面临周期性的生产过剩危机。战后的三十年全球贫富差距缩小，但自 1980 年代市场化以来各国的贫富差距再次扩大，由此法国经济学家 Piketty 的《21 世纪资本论》成为畅销书。

在西方国家贫富差距在公共政策层面的影响已经体现出来，英国工党、美国民主党代表性人物都提出了调节收入分配的政策主张，包括增加对富人的税收，按照过去 40 年的标准来看是偏左的，英国工党甚至提出对基础设施（包括电信、铁路、水、能源传输）全面国有化。最近的英国大选结果显示大多数英国民众不能接受工党的政策主张，明年的美国大选，现在看来民主党候选人也难以战胜共和党的特朗普。但这不代表贫富差距问题不重要，相反，在现有的政策框架下，资产价格上升加大贫富差距，问题在进一步恶化。

收入分配也是中国社会关注的一个焦点，在公共政策上已有所体现，改善社会保障，扩大公共服务的覆盖面，尤其是这几年的精准扶贫都取得了明显的成效。但过去长时间累积的财富分配差距仍然巨大，不仅是社会问题，也是经济问题。突出的例子是房地产，高房价抑制中低收入阶层，尤其是年轻一代的消费。但房价下跌又往往被

认为降低有房者的消费、并带来金融风险。房地产成为掣肘货币政策的重要因素，放松有顾虑、紧缩也有顾虑。

对古典经济学的另一个挑战来自凯恩斯，凯恩斯认为市场不是总能有效配置资源，有时会失灵。和古典经济学相信市场供求带来均衡不同，凯恩斯认为经济总是处在不均衡的状态，不均衡是常态，均衡反而是暂时的。凯恩斯强调经济活动主体尤其是投资者面临的不确定性，结合动物精神（animal spirit）和羊群效应，导致经济在繁荣（boom）和崩溃（bust）之间轮回。

全球金融危机后，人们开始反思经济学，重新学习凯恩斯的理论，但对凯恩斯还是存在很多误解。一是简单地把扩张性的宏观政策甚至政府对经济活动的过度干预归责于凯恩斯理论，二是说凯恩斯不关心长期问题，只注重短期，凯恩斯有一句著名的话“长期我们都死了”。国际知名历史学家 Niall Ferguson 在 2013 的一个会上说凯恩斯不关心下一代是和他的性取向以及没有子女有关，此言一出引发众怒，Ferguson 公开道歉。其实，从批评一战后和平条约到积极参与设计二战后的国际货币体系，都显示凯恩斯是关心长期问题的。对凯恩斯不关心长期问题的误读反映了对其强调的“不确定性”的理解的偏差。

不确定性、利率、流动性溢价

凯恩斯强调经济和社会活动中充满不确定性，我们无法预知未来，这和古典经济学有根本区别，70 年代末兴起的新古典经济学有所谓合理预期假设，认为存在足够充分的信息使得人们对未来的预期不会同时持续犯错。不确定性对投资影响最大，因为投资是现在投入资金以期待未来多少年的现金流回报，预期很重要。2019 年中美贸易谈判一波三折，虽然在年尾出现明显的缓和，有望达成第一阶段的协议，但贸易摩擦的过程带来的不确定性对中美、对全球经济都带来了负面的冲击，尤其是制造业投资。

不确定性对投资的影响不仅体现在降低投资的利润回报预期，更现实的载体是融资成本增加。当不确定性增加时，人们增加对流动性（货币）的需求，降低风险资产需求，由此导致风险投资的融资成本增加。这是一种流动性溢价（liquidity premium），投资者持有风险资产比如企业债券，放弃持有货币所要求的补偿。应对流动性需求增加，一个政策应对是增加流动性供给，以限制流动性溢价上升。2019 年全球主要央行降息，这样普遍性的政策放松是美国次贷危机后的第二次，在相当程度上反映了两个最大经济体之间贸易摩擦的影响。

就中国来讲，2019 年还有一件事增加了投资者对未来预期的不确定性，那就是包商银行事件。金融风险的暴露和释放带来的影响在批发市场尤为明显，一度导致回购利率显著上升，央行通过增加流动性供给等措施稳住了资金市场，但一些中小金融机构面对的融资条件紧缩贯穿 2019 年。流动性溢价（liquidity premium）是一个不确定的量化指标，不同的债务主体面临的流动性风险不同，投资者或者交易对手要求的风险补偿也不同。

不确定性是人的认知，而人的认知有动物本能（animal spirit），很难从理性的角度来解释，容易产生群体的过度乐观和过度悲观。从繁荣到崩溃，货币发挥了特殊的作用，当不确定性降低时，投资者对流动性需求降低，风险投资上升、融资成本也下降，带来经济活动的繁荣；当不确定性增加时，流动性需求增加，风险资产价格下

跌、融资成本上升，导致经济活动的衰退。所以凯恩斯认为货币不是中性的，货币不仅仅影响物价，也影响就业等实体经济。

这样看来，货币似乎是不好的，其实货币在应对不确定性方面起到了很好的对冲作用，在宏观上来讲起到了类似保险的分散风险、提升资源使用效率的作用。我们可以想象一个情形，如果没有货币（流动性资产），每个人只能通过持有实物（比如粮食）来应对未来的不确定性（明年可能发生的灾荒），加总起来就是巨大的资源浪费，因为食品短缺不会同时发生在每个人身上。

问题是对流动性资产的需求和供给不匹配是常态，因为有不不确定性，由此带来经济活动的波动。近几年国际金融业的一个热门话题是安全资产荒，可以说是凯恩斯的流动性偏好概念的一个延伸。

民营企业困境与安全资产荒

流动性工具是安全资产，流动性越高，变现的成本越低，安全资产也包括长期的保值工具。消费者持有安全资产既有流动性需求，也有长期储值的需要，企业持有安全资产则主要是应对流动性风险。对“安全”的认知反映投资者的预期，在完全确定的世界，我们不需要安全资产，因为有充分的信息让我们精准匹配未来的消费和现在的投资。在不确定的世界，对信息不敏感的就是安全资产。经济学文献对此有个表述叫“**No Question Asked (NQA)**”，即不需要问任何问题，投资者没有动力去发掘对自己有价值的私人信息，就是安全资产。

安全资产的供给分为两大类。一类是公共部门生产的安全资产，政府债务比如说国债，还有中央银行发行的基础货币，另一类是私人部门（金融机构）生产的准安全资产（**quasi safe assets**），比如说银行存款。金融机构生产的安全资产没有国债那么安全，正常情况下它对信息不敏感，然而一旦有波动，它对信息可能变得非常敏感，发生挤兑甚至导致金融危机。美国次贷危机触发点就是典型的批发市场的债务工具的挤兑。

安全资产供求平衡难以把握，因为有不不确定性的冲击。全球金融危机导致不确定性增加，人们对安全资产的需求增加，同时安全资产的供给减少，因为准安全资产遭到挤兑。美国的货币市场基金，南欧国家的政府债券，本来被认为是安全资产，但危机后变成风险资产了。近年来贸易摩擦、英国脱欧带来的不确定性，都增加了全球投资者对安全资产的需求。2019 年就国内来讲，包商银行事件增加了投资者预期的不确定性，5000 万以上的大额存款不保本，批发市场参与者的认知发生变化，带来市场波动。

安全资产荒或者说安全资产供不应求反映在价格变化上，或者说通过价格变化来达到供求平衡，封闭经济体通过无风险利率下降和信用风险溢价上升来实现。在开放经济环境下，因为美国是安全资产的主要提供者，全球追求安全资产，追求美国国债等安全资产，导致美元升值和其他国家尤其新兴市场风险溢价上升。2019 年美元汇率波动明显和贸易摩擦新闻相关，恶化时美元升值、缓和时美元贬值，不仅因为美国是逆差国，也和美国是主要安全资产提供者有关。

2019 年还有一个热议话题，就是民营企业面临的经营环境，尤其是在金融风险释放的过程中，民营企业受到的冲击大。2017 年金融工作会议以来，政策一直强调国有

企业去杠杆，但似乎民企受到的影响更大，民企债务违约，融资条件紧缩。怎么解释这个现象？安全资产荒是一个视角。安全资产是一个相对的概念，对投资者或者债权人来讲，同等财务状况下，国企的负债比民企负债违约风险小是一个合理的认知。在不确定性增加时，“安全资产荒”对国企有利、对民企不利并不奇怪。

类似的现象在全球金融危机时在西方发达国家也发生过，风险偏好下降导致投资者追求政府债券、规避风险资产，政府通过国有化或者其他方式救助金融机构甚至一些实体企业，这是西方国家的“国进民退”。但是我们的情形和西方国家还是有重大差别的，那就是在中国，国有企业和民企是竞争的关系，而一般来讲政府不直接参与商业经营，和企业不是竞争的关系。这可以说是我们当前面临的困境，增加对民企的政策扶持当然有帮助，但是在不改变现有机制的情况下，不确定性增加就是对民企不利。

金融周期

不确定性对金融的影响大，结合货币非中性，凯恩斯的经济波动观和货币金融紧密相连，也是金融周期概念的理论渊源。2019 年金融周期下半场调整持续，顺周期性的一个重要体现就是信用紧缩自我强化的动能。

金融的顺周期性是指金融体系有一种放大周期波动的倾向，扩张的时候动能强劲，收缩的时候动能也强劲，这种顺周期性导致金融体系在一段时间信贷过度扩张，带来非银行部门高杠杆、银行资本充足率不够、流动性风险、期限错配等问题。由于金融体系在经济中的特殊地位，金融周期下行调整可能给整个经济带来很大冲击，甚至发生金融危机。

有两大因素导致顺周期性。一是房地产作为信贷抵押品的特殊角色，房价上升和信贷扩张相辅相成，导致单个金融机构不能及时发现自己的风险，高房地产价格使得抵押品价值高，进而银行认知的资产质量高。过去几十年，几乎所有的信贷过度扩张都是和地产泡沫联系在一起，中国也不例外。近年来在“房住不炒”政策下，房地产有所降温，对整体信用扩张的推动力量变小了，但过去累积问题（高房价、高杠杆）的消化需要时间。

顺周期性的另一个载体是零售和批发市场的紧密联系，或者说银行和资本市场的联系。投资者对不确定性的认知和相关的羊群效应增加金融的顺周期性，而资本市场、批发市场的羊群效应比银行、零售客户的羊群效应强。美国次贷危机前，银行的信贷风险被资产证券化和相关的批发市场融资掩盖，风险的暴露被延迟，危机爆发后批发市场的收缩又加剧了向下的顺周期性。中国的中小银行机构对批发市场融资的依赖促进了过去的信用扩张，包商银行事件后又加大了 2019 年信用收缩的动能。

宏观政策

展望 2020 年，中美第一阶段贸易协议有助于稳定预期，降低不确定性。虽然中美之间关系在新的时期错综复杂，未来难免有新的摩擦，但我们也不能低估达成阶段性协议对未来一段时间稳定预期、稳定投资的意义。

国内来讲，中国处在金融周期的下半场的调整阶段，在房地产泡沫的消化、金融风险的释放和管理的过程中，投资者面对的不确定性比过去增加，宏观政策如何应对和管理由此带来的冲击是我们在分析形势、研判未来需要关注的问题。

回到经济学三大流派，为我们思考宏观政策提供一个参照体系。古典经济学或者说过去 40 年主流经济学相信市场有效配置资源，经济增速的疲弱反映了基本面因素变化尤其是人口老龄化，或者技术进步放慢，经济不存在持续的失衡。全球金融危机对这样的理念提出了挑战。就当前形势来讲，西方国家尤其是欧洲和日本面临的一个问题是自然利率是不是低于零。中国的市场机制还不成熟，体制改革，促进市场配置资源可以提高潜在增长率和自然利率，但这需要时间，就 2020 年而言，这不是放松货币来刺激需求的理由。

凯恩斯理论认为不确定性和货币非中性结合是经济失衡的根本原因，需求不足主要是投资不足。就当前来讲，全球金融危机的后续影响、逆全球化、英国脱欧等增加了人们对未来预期的不确定性。针对不确定性带来的流动性偏好上升（安全资产荒）和实体投资需求疲弱，宏观政策要求货币放松和财政扩张，财政扩张既增加安全资产供给（国债）又直接促进实体需求，效率比单纯的货币放松高。凯恩斯的理论逻辑要求加强金融监管，因为信贷创造的存款是流动性资产的重要甚至主要部分，由此是不确定性放大经济波动的载体。

马克思的理论强调收入分配对经济影响，需求不足主要是消费不足，由此导致生产过剩甚至经济危机。过去 40 年全球贫富差距扩大，在公共政策上已经带来一些改变，尽管这些变化还是温和的。以市场有效配置资源为基准情形，凯恩斯的理论和政策是对基准情形技术上的修正，不改变市场经济的基本机制，而马克思的资本论和 Piketty 的 21 世纪资本论代表的是对基本市场机制的质疑和挑战。从全球当前的形势看，虽然贫富差距成为热门话题，但大力度调节收入分配的政策似乎难以被主流民意接受。贫富分化带来储蓄过剩，增加了经济增长对投资的依赖，而投资受预期的不确定性影响大。

那么宏观政策的现实路径就是凯恩斯的理念。我的观察是，在主要发达经济体里，危机后美国的宏观政策离凯恩斯的主张更近一些，加强金融监管，财政扩张、货币放松，美国的财政扩张力度大于欧洲和日本，不仅是危机爆发期，近几年美国的财政扩张和欧元区与日本的财政紧缩形成鲜明对比。2019 年美国的赤字率预计接近 6%，是近几年最高的，而这是在美国失业率创几十年新低的背景下发生的，按常理，自动稳定器作用意味财政赤字率应该是下降的。财政政策的差异应该是美国利率水平比欧洲、日本高，美国避免负利率的原因之一。

我们也面临政策的平衡和取舍问题。从金融周期下行视角看，大方向应该是“紧信用、松货币、宽财政”，这个松货币主要应该是支持财政扩张，而不是信用扩张。无论是监管的作用，还是市场自发的信用紧缩动能，都意味信用紧缩是一个超越经济短周期波动的趋势。比如银行资本金不足和信用风险集中暴露等问题抑制信贷供给，根本问题是前期信贷扩张太快太多。货币政策放松降低融资成本，财政扩张增加企业和家庭的收入和净资产，两者共同作用，既有助于稳增长，也促进信贷需求，防止信用过度紧缩。

控制金融的顺周期性还涉及风险事件处置。2019 年的包商银行事件带来一些争议，尤其是批发市场超过 5000 万的大额借贷的处置，带来不少市场人士对打破批发市场债务刚性兑付的质疑。但如果刚兑不打破，仅追究股东的有限责任是否带来足够的市场

纪律约束？如果仅靠监管控制风险可能带来过度监管，其危害是导致金融机构风险偏好过低，金融机构是否愿意接受？关键应该是如何平衡市场纪律约束和监管在维护金融稳定中的作用，两者都不可或缺，以避免极端的情形。

我们处在百年未有之大变局，人们对未来预期的不确定性增加，而过去累积的贫富差距会放大不确定性对经济的影响。如何在维护市场经济基本机制的前提下，管理和应对不确定性增加的影响是全球范围内宏观政策面临的挑战。

免责声明

《金融信息采编》是合肥兴泰金融控股集团金融研究所推出的新闻综合类型的非盈利报告。内容以全球财经信息、国内财经要闻、行业热点聚焦和地方金融动态为主，并结合对信息的简要评述，发出“兴泰控股”的见解和声音，以打造有“地方金融”的新闻刊物为主要特色，旨在服务于地方金融发展的需要，为集团公司、各子公司和相关专业人士提供参考。

《金融信息采编》基于公开渠道和专业数据库资料搜集整理而成，但金融研究所对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。金融信息采编中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。兴泰控股集团金融研究所不对使用《金融信息采编》及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

《金融信息采编》所列观点解释权归金融研究所所有。未经金融研究所事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。