

疫情下中国金融风险隐患及 防范对策研究

高惺惟

【摘要】 “黑天鹅”事件是无法预知的事件，对经济金融体系的传染力和影响力很难准确预测。2020年新冠肺炎疫情“黑天鹅”突然来袭，疫情全球大流行、金融市场全球大震荡和产业链全球大重塑将从各个领域对我国进行传导，对我国经济社会和宏观经济运行造成较大冲击，金融稳定同样承受着经济下滑带来的压力，我国房地产市场、资本市场、外汇市场和债券市场等存在风险隐患。本次疫情对经济金融体系的破坏力还没有充分暴露出来，这就更需要我们提前做好应对全球经济金融危机的准备，对我国可能存在的金融风险隐患进行准确研判，加大宏观政策的逆周期调节力度，以更加灵活的金融信贷政策支持市场主体渡过难关。

【关键词】 疫情；黑天鹅；金融风险；对策


【文章编号】 IMI Working Paper No.2025



微博·Weibo



微信·WeChat

更多精彩内容请登陆  网络

<http://www.imi.org.cn/>

疫情下中国金融风险隐患及防范对策研究

高惺惟¹

【摘要】“黑天鹅”事件是无法预知的事件，对经济金融体系的传染力和影响力很难准确预测。2020年新冠肺炎疫情“黑天鹅”突然来袭，疫情全球大流行、金融市场全球大震荡和产业链全球大重塑将从各个领域对我国进行传导，对我国经济社会和宏观经济运行造成较大冲击，金融稳定同样承受着经济下滑带来的压力，我国房地产市场、资本市场、外汇市场和债券市场等存在风险隐患。本次疫情对经济金融体系的破坏力还没有充分暴露出来，这就更需要我们提前做好应对全球经济金融危机的准备，对我国可能存在的金融风险隐患进行准确研判，加大宏观政策的逆周期调节力度，以更加灵活的金融信贷政策支持市场主体渡过难关。

【关键词】 疫情；黑天鹅；金融风险；对策

一、引言

2020年，新冠肺炎疫情“黑天鹅”突然来袭，给全球带来了极大的恐慌情绪。同时，疫情造成的恐慌在第一时间传导给国际金融市场，全球金融机构面临的风险不断加大。新冠肺炎疫情不可避免会对我国经济社会和宏观经济运行造成较大冲击，部分服务行业和中小企业经营困难，投资项目建设进度被延缓，内外商务经贸活动受到抑制，稳就业压力加大，等等。疫情发生以来，我国金融系统除了全力支持疫情防控和有序的复工复产、继续推进金融开放措施落地之外，不可避免的在不同程度上承受着经济下滑给金融稳定造成的压力。在疫情“黑天鹅”到来之前，我国金融体系已经面临着全球经济下行压力加大、房地产信贷占比过高、地方政府债务雪球越滚越大、金融监管漏洞、个别银行不良贷款率上升等“灰犀牛”风险。疫情之后企业复工复产的难度让受打击的产业链雪上加霜，实体经济的风险会以最快的速度传导到金融市场，增加防范系统性金融风险的压力。

疫情“黑天鹅”对经济金融体系的传染力和影响力很难准确预测，但对疫情造成的经济

¹ 高惺惟，中共中央党校（国家行政学院）经济学教研部副教授、中国人民大学国际货币研究所研究员。

并发症和伴随的金融风险应高度重视。多年来习惯于加杠杆投资、经营、消费的企业和个人，若发生现金流断裂，企业贷款的还本付息、个人住房按揭贷款的还款、信用卡还款等增大了银行的信贷风险。不仅如此，包括房地产市场、股票市场、外汇市场和债券市场等金融市场会产生风险共振。为了维持金融稳定、积极应对金融风险、保持经济平稳增长，国家多部委出台了多项金融扶持政策，包括信贷投放、贷款展期、征信记录、不良容忍度、降息贴息等给予企业支持，目的是加大金融支持实体经济的力度，保持宏观经济和金融市场流动性合理充裕，能够通过用金融的活水来浇灌实体经济之树来实现经济社会的可持续发展和金融市场的稳定。

全球之所以承受经济金融体系崩溃的压力，疫情仅仅是导火索，根源是长期以来积累的经济金融脆弱性。美欧国家过度依靠超宽松的货币政策、超低的利率和不断上升的债务杠杆使这一次市场危机成为“偶然中的必然”。在“灰犀牛”环绕的市场背景下，“黑天鹅”对市场的冲击力更强。表面上看，是疫情这只“黑天鹅”冲击了全球金融市场和经济基本面，但根源是全球经济逆全球化、增长乏力、债务高企以及资产泡沫的“灰犀牛”。“黑天鹅”事件很难预测，但脆弱性是可以衡量和判断的，没有“灰犀牛”的“配合”，“黑天鹅”扇不起大的风浪。新冠疫情入侵了很多国家，但金融体系稳健、金融脆弱性程度较低的国家爆发金融危机的概率要小得多。要应对“黑天鹅”事件的冲击，关键就是要反金融脆弱性，消除金融风险隐患点。

二、“黑天鹅”事件引发金融风险的理论综述

金融危机的频繁发生，表明了金融脆弱性的存在。经济学对金融脆弱性问题的关注由来已久。从已有研究来看，有从宏观视角出发的金融脆弱性假说，也有从博弈论和信息经济学角度出发的微观金融脆弱性假说。本文在梳理早期金融脆弱性理论的基础上，从“灰犀牛”和“黑天鹅”两个视角对金融脆弱性进行理论探讨。

（一）早期的金融脆弱性理论

关于金融体系脆弱性问题的研究最早可以追溯到马克思，马克思认为货币本身就有其特定脆弱性，这种脆弱性源自商品价格与价值的背离。马克思还认为金融得以存在的前提就是人们对商品的货币价值的信仰，金融不能脱离实体经济。金融危机的爆发是由于银行信用急

剧膨胀脱离了产业发展，最终发展为信用危机。金融资本家的趋利心夺取了产业资本家的话语权，增加了金融资本的相对独立性，这就为货币信用的崩溃提供了条件。在 1929-1933 年的资本主义经济大危机之后，凯恩斯（1931），在《就业、利息和货币通论》中指出，危机的产生并不只是投资过度的问题，只要经济持续繁荣，新投资的收益就不会很低，即使利率上升，也不能阻止投资的增加。但当市场风向发生逆转，投资信心动摇，经济衰退就会开始。凯恩斯是从经济周期的角度分析了投资环境与投资偏好之间的关系，创新之处在于引进了预期和不确定性。费雪（1933）同样认为银行体系的脆弱性与宏观经济周期密切相关，特别强调高杠杆是经济由盛转衰的转折点。从马克思、凯恩斯和费雪的研究能够看出，早期对金融脆弱性的研究往往是与经济危机的发生和经济周期紧密联系在一起。经济危机的爆发会导致货币信用危机，破坏整个经济体系的信用机制，这又反过来进一步加深了经济危机的程度。

（二）“灰犀牛”视角下的金融脆弱性理论

金融脆弱性是金融的本质属性，从 20 世纪 80 年代的日本金融危机到 90 年代的亚洲金融危机，再到 21 世纪的全球金融危机和欧洲债务危机，金融脆弱性并未因金融的发展而消失。金融脆弱性问题成为金融研究的“常青树”，一直以来有大量的国内外学者对这个问题进行研究。Minsky(1982)提出的“金融脆弱性假说”为金融脆弱性理论提供了分析框架，该理论认为，在经济形势好的时候，金融机构的贷款条件会更加宽松，企业会积极利用这一有利条件扩大贷款和投资规模，金融机构和企业都会认为这种好的经济形势会一直持续下去，对未来有乐观的预期，但随着信贷规模的不断增大，金融的脆弱性也在不断积累，一旦经济形势发生扭转，由金融脆弱性引发的金融风险就会即刻显现出来，甚至爆发金融危机。金融脆弱性理论突出了投资在经济中的角色，强调金融在经济中的核心作用，认为金融的不稳定直接能导致经济的不稳定，揭示了银行体系脆弱性与经济周期期间的密切关系。从这个意义上来看，金融危机是可以被预测或预警的，这就为“灰犀牛”理论奠定了理论基础。“灰犀牛”事件是我们本应该看到但却忽略了的风险，也可能是有意忽视的风险。“灰犀牛”事件发出的信号并不是非常模糊的，但接受者往往更愿意忽略这些信号，更愿意忽视显而易见的风险。

（三）“黑天鹅”视角下的金融脆弱性理论

“黑天鹅”事件具有三个典型的特征：稀有性、强冲击性和事前不可预测性。“黑天鹅”事件都极其罕见、出乎意料，以致于人们毫无防备、措手不及，因为绝大多数人根本无法意

识到它的存在。尽管各个国家从未停止有计划地推动经济发展，但“黑天鹅随时可能降临”的市场增加了经济发展的不确定性。不可预期事件有着强大的影响力，甚至决定着社会生活中的一切。“黑天鹅”事件是无法预知的事件，任何人都不要妄想会预测到下一个“黑天鹅”事件，因为预测小概率事件，听起来很诱人，但却是不可能做到的。从国际经验来看，新冠疫情爆发的概率极低，属于几十年甚至几百年一遇的事件，具备“黑天鹅”事件的典型特征。由于爆发概率非常小，在爆发之前没有人能想到会发生这样的事情。但在爆发之后，其对经济发展和金融安全的冲击又是比较大的。

三、疫情“黑天鹅”冲击全球经济金融市场

新冠肺炎疫情在全球的蔓延成为全球经济面临的新挑战，我国不可能独善其身，防范疫情“黑天鹅”给我国经济金融体系造成的冲击，需要研判疫情全球传播对全球经济和金融体系构成的潜在风险。

（一）全球股市大幅震荡引发系统性金融危机的风险

股票市场是经济的晴雨表，股票市场的大幅震荡意味着全球经济增长的不确定性在增强。2020年2月份以来，股票价格暴跌的风险在全球蔓延，这一场“灾难”使全球股票市场集体“沦陷”。美国股票价格大幅下跌，10天内就四次触发熔断，恐慌指数超过2008年全球金融危机最高点。这一场全球股市的暴跌与疫情有着密切的关系，是由于疫情形势的严峻引发了欧美大多数国家股票市场的震荡，对全球产业链安全和金融稳定带来极大的影响。在股票市场大幅震荡的情形下，就会出现全球市场的恐慌性抛售，导致企业资产贬值进而资不抵债，甚至大型金融机构破产倒闭，金融系统性风险随之上升。

（二）全球陷入经济萧条的风险

与2008年全球金融危机不同的是，这不是由金融体系的问题导致整个宏观经济面临危机，而是疫情直接影响全球宏观经济体系，反过来使金融系统崩溃的情况。首先，新冠疫情和石油价格大幅下滑带来的经济萧条的压力，已经触发了欧美国家长达10年“牛市”的崩盘。股票、债券的抛售在加剧，这极有可能导致流动性危机和金融体系流动性枯竭，引发明斯基时刻，最终传导至全球的实体经济。其次，随着欧美国家疫情的蔓延，全球的消费和出口会大幅降低，对全球的出口企业形成极大冲击，引发企业倒闭潮和员工失业潮。最后，疫

情可能使全球经济产出大幅下滑。餐饮行业、旅游行业、交通运输行业等服务行业都是断崖式下滑，实体经济没有需求，失业问题影响金融稳定，进而反馈回企业和宏观经济，导致经济增长停滞。

（三）全球陷入超级量化宽松的风险

美联储在降息 100 个基点至零利率并实施 7000 亿美元的量化宽松之后，又将不限量按需买入美国国债和抵押贷款支持证券（MBS），并将回购报价利率设为 0%。美联储不断加大政策力度，从最后贷款人转变为最后购买者，通过真正的无限量化宽松为正在衰退的美国经济提供支撑。“零利率+无限量化宽松”是一种非常规货币政策，通过增加基础货币为市场注入大量流动性，本质就是增印钞票。不仅仅是美联储，全球主要央行都开始实施宽松的货币政策，宽松手段不仅有降息，还有各种资产购买计划，目标就是让中央银行通过扩表向市场注入流动性。零利率甚至负利率的宽松货币政策有助于推动资金进入信贷市场，增加对企业贷款，促进企业投资，推动经济增长。同时还可以让资金进入债券市场，推动债券收益率下行，降低企业融资成本。甚至可以让资金进入股票市场，稳定股票价格。但是，超宽松的货币政策历来都是金融危机的根源，在宽松货币政策催生出大量资产泡沫和金融风险之后，一旦货币紧缩，就陷入资产价格下跌、债务违约的恶性循环中，并且从一个市场向整个金融市场扩散。因此，全球超宽松货币政策很有可能在赶走“黑天鹅”的过程中引来风险更大的“灰犀牛”。

四、疫情“黑天鹅”下中国需要重点防范的金融风险隐患

我国从 2015 年开始推进供给侧结构性改革，通过“三去一降一补”，整个经济杠杆率明显下降，应对本次疫情“黑天鹅”冲击的能力明显增强。我国统筹疫情防控和复工复产工作取得了较大成就，为防范金融风险创造了最有力的保障。但在全球一体化和人类命运共同体的背景下，我国难以独善其身，疫情全球大流行、金融市场全球大震荡和产业链全球大重塑将从各个领域对我国进行传导。尤其是这次疫情对经济金融体系的破坏力还没有充分暴露出来，这就更需要我们提前做好应对全球经济金融危机的准备，对我国可能存在的金融风险隐患进行准确研判。

（一）房地产市场引发金融危机的隐患

房地产行业与金融行业高度相关。回顾历次金融危机，都与房地产市场价格崩溃有关。在我国，房地产信贷余额占总信贷余额的比重高达 30%。由此可见，房地产市场的稳定关乎金融安全。2019 年下半年开始，房地产开发企业的资金链一直处在持续收紧的状态，整个市场持续调整，融资环境不再有利，部分房企偿债压力逐步增大，债务违约概率不断上升。2020 年初的疫情影响各行各业，疫情的爆发几乎关闭了房地产交易市场，进一步加剧了房企资金链紧张。房地产行业的特点是高周转、高杠杆、高负债，资金的快速周转对房地产开发企业、房地产市场运行和房地产金融稳定都十分重要。疫情影响房地产销售，对房地产开发企业的资金周转是巨大考验。疫情爆发之后，我国楼市一夜之间进入“零成交”状态，这种“冰点”时刻是史无前例的。首先是对房地产开发投资的影响。2020 年一季度受疫情影响，我国大部分地区的土地交易已暂停，新开工项目受到较大影响，疫情对房地产开发投资造成巨大冲击。其次是对房地产销售的影响。房地产是资金密集型行业，在融资渠道逐步收紧的趋势下，销售回款成为房地产企业最重要的资金来源之一，占比高达 40%。疫情爆发导致售楼处停业，影响楼市销售，房地产企业面临债券到期偿还的压力，再融资难度加大，尤其是部分中小房地产企业本身在流动性和融资渠道上就有困难，此次疫情更是“雪上加霜”。在国际评级机构惠誉的评估中，27 家房地产企业由于疫情面临“中等风险”，1 家面临“高风险”。同时，房地产企业债务到期更加剧了再融资压力，这种压力甚至不局限于中小房地产企业，高杠杆的大型房地产企业在想方设法通过促销等手段缓解资金压力。最后，本次疫情对楼市既有直接影响，又有间接影响。直接影响是导致购房需求延后，房地产企业面临流动性压力；间接影响是疫情最终对经济、就业、居民收入以及收入预期、消费信心等的影响。

（二）国际资本市场大幅震荡冲击我国股票市场的风险

我国资本市场是一个相对独立的市场，从历史经验来看，国际资本市场的震荡对我国资本市场的影响较小。新冠疫情在全球蔓延之后，欧美股票市场大幅震荡，我国股票市场表现相对稳定，没有出现剧烈波动，显示出了韧性。究其原因，一是我国 A 股市场价格本就处于低位，A 股定价基本合理，我国有成为资本“避难国”的趋势，会吸引更多境外投资者。二是中国经济基本面向好，市场对中国经济继续稳定增长的预期没有改变。中国巨大的消费市场和完整的供应链体系让中国经济抵御风险的能力更强，而且宏观经济逆周期调节库“弹

药”充足，复工复产在全国范围有序推进。但这绝不意味着我国资本市场可以“高枕无忧”。首先，在全球大规模抛售资产的影响下，我国股票市场难免遭到波及。疫情给美国股票市场带来的冲击和恐慌还没有达到顶峰，加之美国的疫情防控措施远没有我国严格，因此经济下滑的时间可能更长。其次，从国内资本市场风险来看，第三产业受疫情冲击较大，餐饮、住宿、交通运输、娱乐业、旅游业、零售业等行业受到疫情较大影响，这些行业企业的盈利性和偿债能力下降，造成部分公司股价大幅跳水。同时，我国“三期叠加”问题依旧存在，刺激性政策的掣肘因素较多，不可能像 2009 年那样推出强刺激的措施。短期来看，股票市场的波动是不可避免的。最后，全球经济前景非常不乐观，我国经济虽然表现不错，但必然会受到全球经济整体下滑的影响。反映到微观企业，出口订单会受影响，盈利能力下降，最终会影响到股票价格。

（三）外汇市场波动的风险加大

2020 年以来尽管受到疫情影响，但我国外汇市场总体平稳，这主要得益于我国抗击疫情的战役取得了显著效果，疫情高峰在我国已经过去。新冠肺炎疫情之初，全世界对我国都很恐慌，金融市场是反映实体经济最敏感的市场，人民币汇率也在第一时间受到了冲击。2020 年春节前，由于外贸形势严峻，加之疫情影响，做空人民币的势力导致人民币贬值压力加大。随着疫情在全球的扩散和我国疫情高峰已经过去，加之我国复工复产有序推进、经济活力快速恢复、经济发展形势向好，在全球外汇市场，人民币有可能确立更大的优势。同时，由于我国国际收支和人民币外汇供求大体平衡，金融开放度提高，人民币国际化取得积极进展，国际资本对人民币资产配置的需求持续增强，因此人民币汇率总体平稳，外汇市场具有较强的韧性。但即便如此，外汇市场风险隐患同样值得关注，我国外汇市场的弹性在增加，美元的不稳定会导致我国外汇市场波动幅度加大，进而使人民币汇率不稳定，而且人民币汇率波动是被动式调整，由于美联储货币政策导致人民币升值的压力和贬值的压力共同存在。从推动人民币汇率升值的因素来看，主要是美国金融市场在疫情和油价下跌两只“黑天鹅”的冲击下反应强烈，美国股票价格和国债收益率连续大幅下跌，美国的恐慌情绪随之不断升温，美元随之同样出现下跌。即使美联储大幅降息 50 基点仍然无法阻止美国金融市场恐慌的情绪，美元传统的避险货币地位受到严峻考验，人民币兑美元显著走强。随着疫情在全球的爆发，全球外汇市场可能出现抛售美元、美债、抢购黄金的局面，在全球数字化货币还未成熟

的阶段，全球需要寻求新的“世界货币”，避险资金可能会选择人民币市场。同时，由于全球主要经济体央行都进入降息周期，中国与这些国家的利差进一步扩大，使得国际资金会更加看重人民币资产，人民币同样会成为避险货币。从推动人民币贬值的因素来看，随着全球市场避险情绪弥漫，VIX 恐慌指数不断升高，美元作为传统的国际核心储备货币，又发挥了避险货币的功能，美元指数不断走强。

（四）债券市场违约风险加大

疫情对我国经济造成较大的下行压力，尤其是 2020 年一季度，经济增速出现了大幅度下滑。在全球经济下行压力加大、实行超低利率甚至负利率的国家越来越多的背景下，我国短期利率会下降，这会传导至债券市场，导致短期债券收益率下降，进一步使长期债券收益率下行。从债券市场存在的风险来看，第一，来自于中小民营企业阶段性现金周转困难导致违约风险。中小民营企业在融资能力方面本身就存在较大弱势，近几年来经常发生债券违约的事件。在疫情的影响下，中小民营企业往往都会出现业绩恶化、盈利能力削弱、利润总额下降的问题，这些问题造成企业信用评级下调，导致企业融资困难，最终因无法获得新的融资进行偿付贷款本息而违约。第二，工业企业、房地产企业违约风险加大。2019 年经济下行压力加大，企业经营和融资环境更加困难，工业企业违约金额较大。同时，经济下行压力叠加房地产市场调控，部分房地产企业现金流紧张，导致行业违约金额增加。2020 年导致经济下行压力增大的因素更多，疫情加大部分企业生产经营的困难，资金周转困难的企业将遭遇偿债危机，同时一部分转型升级困难的企业将持续出清，债券市场的违约风险会有所上升。第三，地方政府债务的风险不可忽视。疫情一旦影响到土地价格，就会增加地方政府再融资的难度，进而加剧地方政府债务违约的风险，最终导致银行流动性危机。地方政府债务的风险在于总量大、增长快和期限错配，并以银行贷款和信托融资为主要方式，地方债务的风险很大程度上集中在银行体系中，一旦出现违约，就可能成为银行危机的导火索。因此，地方政府债务危机的爆发必然会引发银行危机的爆发。

（五）金融机构面临盈利能力下降和不良贷款率上升的风险

本次疫情直接冲击实体经济，进而影响金融机构的竞争力和金融安全。一方面，疫情导致信贷需求下降。在正常年份银行出于“早投放早受益”的考虑，倾向于在一季度多投放信贷，2019 年一季度新增人民币贷款 5.81 万亿元，占全年比重为 35%。2020 年一季度，银行

信贷投放受疫情冲击会受到较大影响，企业复工复产困难在一定程度上降低了信贷需求，银行出于风险的考虑在信贷投放时会更加谨慎，总体上呈现出供需双弱的格局，降低了银行的盈利能力。另一方面，疫情增加了银行不良贷款率上升的风险。受疫情冲击严重的地区和行业由于经营困难导致现金流短缺，降低了抗风险能力，尤其是部分中小微企业无法按时还本付息出现一定数量的逾期，增加了银行的不良贷款率。从银行的消费贷款和按揭贷款来看，风险主要取决于客户的资质，现金流好、收入稳定的客户受疫情冲击小，但弹性制薪酬员工、农民工等受到的影响就比较大，这部分客户主要集中在中小银行。总体来看，经济基本面受到疫情冲击的压制，对银行信贷的需求和质量都造成影响，不良贷款率上升的风险增大，最终影响的程度取决于疫情控制的效果和持续的时间。

（六）外部冲击影响我国经济金融各个领域

随着疫情在全球扩散，全球金融市场恐慌情绪上升，疫情给全球经济金融体系带来的不确定性增加。2020 年大概率的事件是全球经济实现强劲增长希望落空，经济增速会被疫情拉低至 2008 年金融危机以来的最低水平。全球经济增速大幅下滑必然会影响到中国经济，具体来看有以下风险点可能会对中国经济发展和金融稳定造成冲击。一是全球经济增速下滑导致中国出口下降。在过去的 20 年中，中国经济和全球经济的关系日益密切，中国不仅是消费大国，也是中间产品的主要供应国，全球约 20% 的中间产品来自中国，世界经济低迷必然影响中国中间产品的出口。二是美股下跌引发全球资本市场动荡。从美国经济自身基本面看，股票价格确实存在虚高现象，宽松的货币政策早已透支了市场的预期，美国大选的不稳定性更增加了经济的不稳定性。美国股票市场的剧烈波动对美国经济造成的打击会引起全球经济震荡，全球股市和经济都陷入非常脆弱的状态。三是新欧债危机的风险。自 2009 年欧债危机以来，欧元区经济一直低迷。2020 年，欧元区经济可能因为欧洲各国的严重疫情重新陷入负增长，欧洲疫情的快速蔓延有可能成为新一轮欧债危机的导火索，经济下行叠加市场恐慌会引发经济金融危机。四是美联储“大放水”的冲击。美联储连续推出量化宽松的货币政策，以应对美国金融市场在疫情爆发以来的大幅震荡，但这些紧急举措无法阻止美国金融市场下跌的趋势，却极大影响我国外汇储备和美元资产的安全。

五、疫情“黑天鹅”下防范金融风险的对策

就“黑天鹅”事件对我国金融安全造成的冲击来看，应对比预测更重要。“黑天鹅”事件的发生意味着风险急剧增加，有可能引发全面的经济金融危机。我国经济具有巨大的韧性和潜力，只要应对措施有效，既能将金融危机发生的概率降到最低，又能转危为机，提高我国金融体系的安全性。

（一） 加大宏观政策的逆周期调节力度

经济兴，金融兴。降低金融风险、防范金融危机爆发的釜底抽薪之策就是保持经济平稳发展。在疫情“黑天鹅”的冲击下，稳定经济就需要加大宏观政策的逆周期调节力度。财政政策方面，更加积极主动。财政贴息、大规模降费、缓缴税款等政策能够帮助企业渡过难关，阶段性、有针对性的减税降费政策增加了对复工复产企业的支持力度，加大转移支付力度、扩大地方政府专项债券发行规模确保了基本民生支出和重点领域支出。货币政策方面，更加灵活适度。及时通过公开市场操作来保持银行体系和货币市场流动性合理充裕，设立专项再贷款保障对抗击疫情重点企业的精准支持，应贷尽贷，应贷快贷。正常的降准降息不是大水漫灌，是宏观政策逆周期调节的合理举措，以市场化的手段引导利率下行能够极大降低实体经济资金成本。调整完善企业还款付息安排，加大贷款展期、续贷力度，适当减免小微企业贷款利息，加大金融支持力度保障企业合理资金需求，做到“不抽贷、不断贷”，防止企业资金链断裂。政策性金融能够发挥“兜底”的作用，在商业金融不愿做、做不了和做不好的领域发挥更大的作用。

从投资方面来看，启动新一轮投资，关键在“新”。之前的投资关注于“铁公机”等硬基础设施，这些“旧投资”在人口流出地区已经过剩，再投资乘数效应和溢出效应不大。“新投资”应更多聚焦于人口流入的都市圈或城市群，投资的空间还很大，否则将制约这些地区的高质量发展。2019年我国城镇化率为60.6%，发达国家平均约80%，我国还有很大空间，而且城镇化的人口将更多流入长三角、粤港澳和京津冀等城市群，这些人口流入地区的轨道交通、城际铁路、教育、医疗等基础设施还存在较大短板，可以对这些地区实施新一轮的基础设施投资。“新投资”还要向软基础设施倾斜，包括物联网、互联网、云计算、大数据、人工智能和5G技术等。2019年，5G技术已正式进入商业阶段；2020年，积极推进5G设施在全国的普及。这种软基础设施会支撑我国从硬基础设施的连接，走向软硬两方面的连接，拓宽我国经济发展的空间；同时还是短期刺激有效需求和长期增加有效供给的结合点，更是

我国经济跨越中等收入陷阱、守住增速底线、迈向高质量发展的发力点。

以补短板为抓手做好“六稳”工作，落实“六保”任务。这次疫情暴露出我国经济社会发展中存在着一些短板，今年的经济工作重心就要围绕补短板和做好“六稳”、“六保”工作展开。补齐公共卫生短板、基础设施短板、民生领域短板、金融领域短板和创新能力短板的过程，本身就是拉动经济增长的过程，就是实现“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”的过程。以公共卫生短板为例，公共医疗服务不足，在平时表现为看病难和医患矛盾，在疫情爆发的特殊时期表现为恐慌，本次疫情结束之后，从国家到各级地方政府将更加重视公共医疗设施建设。

（二）保持定力继续坚持“房住不炒”

房地产市场的稳定关乎金融稳定，在整个国民经济中所占比重较高，带动的上下游产业链较长，所以总的政策是既不能刺激，也不能刺破。一方面，“房住不炒”的指导思想是根据房地产市场运行的主要矛盾提出的，是防范化解房地产金融市场风险、破解房价居高不下对消费市场形成“挤压效应”的“釜底抽薪”之策，不宜轻易更改。为了应对疫情影响而采取刺激房价的政策不利于经济可持续发展和经济结构的转型升级。另一方面，为了减缓疫情对房地产企业造成的资金链压力，在融资方面可以考虑作出阶段性、边际上的调整，满足房地产企业的合理融资需求，避免房地产市场的震荡对金融市场产生较大的冲击。因此，当前政府应立足于稳房价而不是打压房价，目标是使房价既不大涨，也不大跌，维持在目前的水平上。当然，稳房价要把握好力度，不能颠覆市场的房价的预期，避免出现房价大跌的现象，防范房价“硬着陆”引发的金融风险。美国 2007 年的次贷危机就是前车之鉴，在银行出现大量不良贷款、面临流动性风险的时候，即使收回大量的抵押房产，但抵押的房产无法通过变现来缓解银行的流动性紧缺困境。因此，政府打压房价应慎之又慎。即使有泡沫，但消除泡沫的过程也只能循序渐进，只要房价不再上涨，假以时日房地产泡沫会不消自退。

（三）建设开放透明规范的资本市场

对于我国而言，建立一个既能降低金融风险、又能有效配置金融资源、还能让投资者分享经济增长财富效应的金融体系，关乎我国经济发展和金融安全。我国资本市场经过 30 年的发展，取得了很大成绩，但距离现代金融体系的目标还有差距，需要加大开放和改革的力度。一是要坚定不移推进资本市场对外开放。随着我国金融业不断开放，A 股市场与国际资

本市场的联动性逐步增强。在疫情“黑天鹅”的影响下，美欧等国际资本市场出现了大幅震荡，必然会传导到我国 A 股市场。但疫情不应改变资本市场开放的脚步，扩大资本市场双向开放是吸引长期资金投资的重要举措，A 股市场应努力成为全球投资者新的投资方向。尤其是在疫情导致全球经济下行压力加大的背景下，我国疫情防控成效显著，经济增长表现平稳，人民币资产正在成为全球资产的“避风港”，股票市场价格还有较大上升空间，我国资本市场成为海外资金寻找长线投资机会的最佳市场之一，推动资本市场双向开放有助于推动境外机构资金不断流入。二是加强资本市场透明度建设。透明度建设是规范资本市场秩序的核心问题，信息的真实性和及时性是市场健康发展的基本保障。提高资本市场透明度能够有效降低供需双方的信息不对称问题，而上市公司的信息披露质量是维护市场透明度的基础。虚假信息、内幕交易和操纵市场损害了资本市场公开、公平和公正原则，需要对其加大处罚力度。三是建立强制分红制度。资本市场不仅仅是一个融资的场所，也是一个投资的场所，更是一个财富管理的场所，这就要求投资者能够分享企业发展带来的收益，只有如此，这个市场才是一个投资的市场，而不是一个投机的市场。

（四）以更加灵活的金融信贷政策支持企业渡过难关

本次疫情“黑天鹅”首先冲击的就是实体经济和微观企业，只要企业能够渡过难关，金融体系就是安全的。一是允许中小企业延期还款。对于还款困难的企业，银行根据企业的申请，充分考虑企业复工复产和生产经营状况、企业实际偿还能力，给予企业一定期限的临时性延期还本付息安排，免收罚息。在实施过程中要有操作性、灵活性，具体可以采取等额本息、等本还款、不定期还款等方式，避免导致企业资金周转困难。同时，支持企业以应收账款、仓单和存货等开展质押融资。二是加大产业链资金支持。疫情的蔓延对产业链上下游的企业影响较大，产业链条中一个环节“断点”就会影响整个产业链的安全。对此，鼓励银行直接对产业链上下游企业进行信贷支持。在上游企业拿到订单后即可到银行申请应收账款的融资，下游企业在提供仓单或存货后可申请质押融资，也可以基于订单进行预付款的融资。三是鼓励政策性银行、大型商业银行与民营银行合作，为小微企业精准滴灌。民营银行依靠互联网运营，其优势是有大量数据，劣势是吸收存款能力较弱。政策性银行和大型商业银行可对民营银行进行转贷款，给民营银行提供资金支持，利用好大数据优势，精准地为小微企业服务。

（五）推进人民币国际化保障我国金融安全

从 2009 年跨境贸易人民币结算试点开始，人民币在贸易结算、金融交易和国际储备中的份额都有所提高，但和 SDR 储备货币的地位、维护我国金融安全的要求相比，还存在较大提升空间。尤其是 2019 年，人民币在国际债券发行货币中占比、跨境支付货币中排名、贸易融资领域中占比较 2016 年有不同程度下降。中美贸易摩擦以来，我国外部环境正发生改变，美国长臂管辖和金融制裁的威胁加大，人民币国际化的紧迫性凸显，需分秒必争。当前全球的经济金融背景是推进人民币国际化的有利时机，也是人民币深耕全球金融市场的有利时期。如果能够抓住机遇，人民币结算在全球支付结算中会出现一个大幅提升，人民币国际化有望出现加速阶段。一是为有关国家提供人民币金融支持。一带一路倡议是我国提出来的，相当一部分疫情严重的国家都是一带一路关键节点国家，我国需提供必要的帮助，在此过程中为人民币国际化寻找机会。二是快速加大采用人民币计价的原油进口。我国可利用油价大幅下跌的机会，充分利用上交所的原油人民币计价期货等方式来加大原油进口，大力推动原油和铁矿石等大宗进口物资的人民币结算。三是加快推进上海国际金融中心的建设。上海拥有众多的中外资金融机构、完善而发达的金融基础设施，并能以中国经济和庞大的中国市场规模做支撑，能够成为世界领先的外汇交易中心。同时，随着中国债市、股市开放步伐较大，相关指数被纳入国际指数，吸引了较多资本流入，上海也能够成为人民币金融资产的配置中心和跨境投融资服务中心。四是开展货币互换。在全球金融市场动荡的背景下，开展货币互换既能够消除市场恐慌、提振信心，又能够为跨境贸易提供便利、降低汇兑风险，是输出人民币的重要方式。五是重视人民币跨境支付系统（CIPS）的建设。建立 CIPS 的目的是集中渠道和资源，推动并全面整合跨境人民币结算业务，该系统将大幅提高我国金融安全性和独立性，为人民币国际化提供重要支撑，是推动人民币国际化的重要基础设施。

参考文献

- [1] [德]马克思：《资本论》（第三卷），中央编译局编译，人民出版社，2003，第 268-272 页。

- [2] [英]凯恩斯:《就业利息和货币通论》,高鸿业译,商务印书馆,1996,第67-68页.
- [3] Fisher. the debt deflation theory of great depression[J]. *Econometrica*, 1933(6):337-357.
- [4] Minsky H. The financial instability hypothesis: capitalist process and the behavior of the economy in financial crises[M]. Cambridge Cambridge University Press, 1982:23-25.
- [5] [美]纳西姆·尼古拉斯·塔勒布:《黑天鹅》,万丹,刘宁译,中信出版社,2011,第12页.



中国人民大学国际货币研究所
INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE OF RUC

地址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室，100872 电话：010-62516755 邮箱：imi@ruc.edu.cn