

■上证论坛

以稳健与弹性应对“萧条金融学”的敲门



□章玉贵

在全球经济信心高度依赖金融市场价格传导的后工业化时代，国际金融市场近来遭遇的剧烈震荡，显性的原因是全球资本市场的流动性紧缩。进一步的原因是油价大战刺穿了美国资本市场的非理性繁荣表象，而美欧应对新冠肺炎疫情的普遍不力，以及货币当局驾驭复杂金融局面能力的相对不足，又放大了市场对预期不确定的恐慌。深层次的原因则是，全球自2008年金融危机以来的实际经济增长与产业技术进步，无法有效对冲金融泡沫与金融风险的不断累积。加上全球经济与金融体系担保人的缺失，使得当“萧条金融学”来敲门时，全球应对失措。作为全球第二大经济体，中国在更加不确定的外部环境中，尤须保持政策的稳健与理性。

在金融业尤其是股票市场的影响深度浸润到人类经济与社会生活的今天，美欧股市，尤其是占全球股市总市值近一半的美国股市，在过去一个月内出现的剧烈震荡，已构成2020年全球经济与金融运行生态中最具摧毁性的风险冲击。被普遍视为美国经济繁荣标志的美国三大股指，仅用1个月的时间即从繁荣高点跌入熊市区域，超过2000只股票价格腰斩，市值蒸发超过10万亿美元，且三大股指在10天之内触发四次熔断。在全球经济信心高度依赖金融市场价格传导的后工业化时代，即便是拥有全球最强金融体系的美国，在面对超大规模市场风暴时，一样会在某种程度上显得惊慌失措。

在某种意义上，国际金融市场最近一个月以来发生的超级震荡，已经具有金融危机的三大特点，即爆发时间的不确定性、传导机制的高度敏感性、以及对经济系统的破坏性。但就此判断全球将进入金融危机大爆发的读秒时刻，尚需冷静观察。尽管有市场人士对美联储在美国当地时间3月15日祭出

的应对2008年国际金融危机时的“零利率+QE”政策组合不以为然，认为这家有着一07年历史的超级央行可能正面临着本领不够的窘境。

但是，笔者认为，尽管美国金融市场的确面临最近10年来最危险的局面，但客观而言，美国经济基本面依然是西方主要发达国家中最好的，银行业的健康程度也好于2008年时期，银行的资本与流动性或曰救助能力也强于10年之前。而作为全球事实上的最后贷款人，美联储还掌握着诸如《联邦储备法》第13条第3款赋予的商业票据融资便利机制(CPFF)和一级交易商信贷机制(PDCF)，即紧急贷款等特权，以及经过国会授权可直接购买企业债券等权利。而在市场持续动荡并随时可能发生系统性风险的危机时刻，现金为王是各国企业的优化策略。美元作为主要的国际储备货币与流动性资产，已在国际市场出现了付款跳票的苗头，说明美国金融资产尽管出现了数量级的蒸发，但美元的国际地位短期内依然难以撼动，美国仍事实上独家拥有保护本国金融体系免于最终崩溃的资源调配能力。

正如“萧条经济学”的回归有其内在逻辑一样，自2008年金融危机以来，欧美国家的私人部门整体上加速去杠杆化，但政府为避免需求过度萎缩却在不断加杠杆。全球主要经济体均不同程度地出现大量信贷和货币创造被用于购买存量资产，而非生产型投资，使得全球实际经济增长乏善可陈。以大数据、人工智能等为代表的新兴技术及产业化应用，尽管前景可期，但由于受到某些国家在技术层面上的割裂而未能产生全球性的规模经济效应。主要工业化国家的长期过度宽松政策导致不良投资遍布全球，一些并非理性的货币政策尽管制造了一些看起来不错的经济数据，但正是这些误导性的数据掩盖了包括美国经济在内的脆弱一面。及至2017年之后，由于全球经济与金融担保人体系发生裂变，逆全球化、贸易保护主义以及各种形式的孤立主义盛行，导致“黑天鹅”出现的概率较以往更大，给本就不确定的全球金融市场增添了新的不确定性。

危机从来都是一场没有最终赢家的资产浩劫与信心打击组合。从上世纪90年代以来的历次金融危机的风险传导机制来看，在全球经济与金融体系日益联动的开放世界里，每一次大规模的系统性经济与金融风险都伴随着“达尔文主义”式的

冲击。由于风险防范能力与对危机的吸损能力普遍较弱，导致危机的策源地无论发生在发达国家还是发展中国家，受伤最重的往往是新兴经济体和广大发展中国家。自今年1月下旬以来，新兴市场资金的外流规模已超过2008年国际金融危机时期的水平。另一方面，各国银行和非银行机构对美元融资的需求正在加大，但其通过美元融资获得的资产本质上是包括美国国债在内的美国资产。因此，美联储作为全球事实上的最后贷款人，其在危机时期依然拥有本位币与既得利益优势。

作为全球第二大经济体，中国在更加不确定的外部环境中，尤须保持政策的稳健与理性。未来，我国的金融体系可能将面对如下几个方面的重大考验：一是既有金融体系长期积累的系统性风险对金融防波堤的不断考验；二是未来可能爆发的下一场全球性金融危机对中国经济系统可能产生的重大冲击；三是人民币高度国际化之后，中国作为全球金融体系重要担保人应尽的全球责任与风险防范能力持续供给之间可能出现的矛盾。

新冠肺炎疫情发生以来，由于我国采取了最严格的防控措施，疫情对国内金融市场的冲击较为有限。随着我国国内疫情防控形势持续向好，在严防外部输入的情况下，我国有可能成为全球资产避险的相对安全地带。国际投资者将中国国债作为避险资产的偏好可能因此提高。全球机构投资者也将加大对我国国债市场的投资力度。我国证券市场有可能保持相对稳定。另一方面，我国在防范系统性经济与金融风险方面，拥有较丰富的经验积累和较强的财力工具，对货币政策工具的运用也达到了较高的水平。但是我国债务的显性与隐性风险仍不容忽视。

疫情的全球蔓延或将对我国稳住金融市场尤其是人民币汇率的努力形成新的压力。建议密切跟踪国内外交易主体的相关行动，特别是表外资产和表外交易，以及这些交易涉及的外债资产规模和金融杠杆，切实做好风险管控，保持较为充足的外储流动性头寸。最后，建议在与美国、欧洲、日本以及金砖国家等有效协调的基础上，适时牵头召开G20成员国首脑在线特别峰会，采取特别行动，以向全球经济与金融体系注入信心，防止系统性金融风险在全球的最终爆发。

（作者系上海外国语大学国际金融贸易学院院长）



用“数字化”助力春耕

今年春耕，尽管突然而至的新冠肺炎疫情扰乱了以往的生产节奏，但是农民通过“上网课”的方式学习交流农业知识，“数字化”解决了农业生产中遇到的困难。在疫情防控期间，仅中化农业就直播了近700场农业科技讲座。目前，我国农村网民规模达到2.22亿，互联网成为农民们解决农业和市场信息需求的最主要方式。

漫画 刘道伟

■原点直击

以“守正”和“创新”促进文旅产业提质升级

□盘和林

近日，国家发展改革委、中宣部、财政部、商务部等23个部门联合印发《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》(以下简称《实施意见》)。《实施意见》指出，从市场供给、消费升级、消费网络、消费生态、消费能力、消费环境等六个方面促进消费扩容提质。《实施意见》提到重点推进文旅休闲消费提质升级，疫情结束后助力旅游产业有序恢复营业。此外，浙江近日还宣布将推出总价达10亿元的文旅消费券和1亿元的文旅消费大红包。

所谓文旅产业，即文化与旅游产业。最初的设想是，文化为旅游赋予更加丰富的内容，为旅游的产品化升级赋予内涵；旅游则为文化的传播提供载体，为文化的产业化提供手段渠道，从而实现二者的融合发展，发挥1+1>2的效果。但是在实际落地的过程中却出现了两种不良倾向：一是在原有的旅游景点上强行加上文化元素，却不考虑景点本身的特色与新加入文化元素之间的协调性。二是大力包装文化概念，却没有特色景观和旅游基础设施作为支撑。比如，很多地方为文化地标配套建设一些游玩设施，但是这些设施对挖掘历史文化内涵毫无助益，游客的旅游体验也乏善可陈。

上述两方面问题的根源，都是没有以游客为中心，没有切实回应游客对文旅产品的期待。第一种倾向是忽视了游客对文旅产品文化特性的消费需求，而第二种倾向则是对游客基本的旅游体验重视不够。所以，正如

《实施意见》所提到的，要推进文旅休闲消费提质升级，就要丰富特色文化旅游产品。

增加特色文化旅游产品供给，要以文化为主，并做好配套设施建设。我国有丰富的传统文化可以挖掘，但由于种种原因，很多文化遗产不适合或难以与大规模人群直接接触。此时采用数字化的方式是传承和保护文化遗产的最好选择。比如，文旅企业可以将文化遗产通过线上进行多维度的展示，增加游客参与度和体验感。文旅企业则可以进一步利用大数据进行精准营销，实现企业和游客的双赢。

此外，要围绕文化元素构建多产业多领域融合互通的休闲消费体系。很多非物质的传统文化，既没有足够的场地供游客游玩，也缺乏大量实物可供参观，此时就可以大力发展丰富的文化衍生品，推动文化休闲街区、艺术街区、特色书店、剧场群、文化娱乐场所群等建设，发展集合多种业态的消费集聚区。对于现有的已经相对成熟的文旅产品，则应该着力改善旅游和购物环境，提高服务水平来提升游客体验。比如通过APP或小程序整合旅游产品信息，畅通消费投诉渠道；利用大数据、云计算等新技术做好客流疏导和景区服务等。

可见，促进文旅产业提质升级的关键，一是“守正”，即充分挖掘优秀的传统文化，并与旅游有机结合起来，找准文化和旅游的基本定位。二是“创新”，即充分利用新兴技术，拉近传统文化与民众的距离，并在此基础上开发新的产品，提高服务水平。

（作者系中南财经政法大学数字经济研究院执行院长）

三公司被立案调查 信披严监管将产生多赢

□曹中铭

继天晟新材、永太科技等8家蹭热点公司被深交所通报批评之后，日前，证监会又对涉嫌误导性陈述等信息披露违法违规行为的泰和科技、秀强股份、维本化学等3家上市公司启动立案调查程序。这说明，对上市公司信披监管日趋从严。

三家公司上市公司均为鼠年以来市场上的热点公司，且股价涨幅都不俗。比如秀强股份在鼠年第一个交易日砸出“黄金坑”，以3.96元的跌停价报收，此后其股价连续11个交易日涨停，最高曾上摸13.74元，最大涨幅高达246.97%，成为鼠年以来的大牛股之一。泰和科技与维本化学的股价表现也存在类似现象。

秀强股份股价有如此表现，与其蹭特斯拉的热点密切相关。该上市公司在互动平台上回答投资者关于公司与特斯拉在太阳能屋顶项目的合作事宜时，称“一直在积极沟通”。但其在回复深交所问询时却露了底，该公司虽然已经完成初步样品确认，但尚未取得批量订单，而且能否接到特斯拉太阳能屋顶订单尚存在不确定性。但该上市公司却通过蹭热点的方式，引起了市场关注，股价被成功推高了。

对于一个正常的健康市场，上市公司蹭热点的行为不应该成为常态。毕竟蹭热点的上市公司，一方面有误导投资者的嫌疑，另一方面也存在操纵市场的嫌疑。为了解决上市公司蹭热点的问题，此前沪深交易所采取下

发问询函或监管工作函的方式，甚至还对一些蹭热点的上市公司采取通报批评的方式给予处分，但是威慑作用仍然有限。

而随着今年3月1日新证券法开始施行，上市公司将会为其蹭热点的行为付出代价。如证券法第八十四条规定，信息披露义务人可以自愿披露与投资者作出价值判断和投资决策有关的信息，但不得与依法披露的信息相冲突，不得误导投资者。上市公司通过互动平台、公告、微信公众号发布的信息，显然都属于其“自愿披露与投资者作出价值判断和投资决策有关的信息”，其蹭热点的行为，也明显误导了投资者，因而涉嫌违反证券法。根据新证券法第一百九十七条的规定，上市公司最高处罚可达一十万元，责任人员最高处罚可达五十万元。而且，一旦被证监会认定虚假陈述并作出行政处罚，还将面临投资者起诉索赔。

此次证监会对三家蹭热点的上市公司启动立案调查程序是非常必要的，也将产生多赢的格局。对于资本市场而言，蹭热点的上市公司被立案调查，将在市场上产生警示效果，有利于规范市场秩序，维护市场的“三公”原则。对于上市公司而言，能促进上市公司规范运作与提升公司治理水平，提高信息披露的透明度和准确性。对于投资者而言，也能规避其中的风险，避免利益受损，从而保护中小投资者的利益。

（作者系资深财经评论人）

■大视野

加快服务业数字化比迎接“报复性”消费更紧要

□蒋光祥

在本次新冠肺炎疫情当中因研发出健康码而大放异彩的支付宝又爆出新闻。近日，支付宝宣布15年来最大的战略升级，从金融支付平台升级为数字生活开放平台，面向全国的服务行业开放，用数字化助推服务业提质扩容。

这说明，虽然在各类行业中，服务业受到疫情的影响最为直接，但未来的发展势头依然为众人所看好。中国经济长期向好的基本面没有发生根本改变，疫情也不会对社会经济与整个市场的底层运行逻辑构成影响。只是，经此一“疫”，如何在极端压力场景下生存下来，进而转危为机，值得整个服务业着重反思。因为这次疫情对服务行业的影响，很可能贯穿今年全年。其中，上半年为直接影响，下半年为间接影响。商家按照这个时间顺序来设计阶段性的应急预案和自救规划并不为过。

此外，作为对冲疫情和经济下行压力的重要手段，目前各省已经官宣的主要基建投资已达34万亿元。大量基建项目开工建设将解决就业和拉动GDP增长。但与过往不同的是，这次新基建投资强调了数字化能力基础设施建设，例如大数据、人工智能、5G基站的部署和布局等。支付宝升级为数字生活平台，可以说是在服务业大兴“新基建”，而对于

经历了疫情特殊洗礼的服务业商家来说，也由此迎来了数字化转型升级的历史性时点。

在应对疫情的过程中，如果不能把线下生意搬到线上来做，有些商家就很可能撑不下去，即便有免租金等外在助力。对于消费者而言，如果不会学从线下到线上“找食”，恐怕口罩这种紧缺物资，在疫情防控紧张时期，恐怕也很难买到充足的日常生活用品。在疫情防控期间，因为扫码支付的普及，无现金支付已经不成问题，但通过收钱码接入移动支付只能是商家迈出与数字经济接轨的第一步，除此之外，商家的采购能力、供应链能力、广告能力、会员能力、物流能力、支付能力、融资能力、会员管理能力，以及地理位置管理能力等，都是搭上数字经济快车不可少的“车票”。但人人搭桥，家家修路，既不经济，也无此必要。

因而，支付宝这一重大战略升级，对于缺乏数字化转型能力的服务业大商家而言，就像是一场及时雨。升级后的支付宝平台采取的是中心化流量供给+去中心化商家自运营的商业机制，并且统一赋能所有商家。譬如，商家可以通过小程序运营自己的会员，并且可根据客户需要做出相应的服务升级。当初，支付宝利用长尾效应，使余额宝横空出世，开启了互联网货币基金的新时代。如今，在数字经济面前，支付宝同样利用科技赋能服务业长尾

的中小商家，帮助他们进行数字化转型。这相当于给了中西部的某一特色乡村小店和位于上海陆家嘴繁华区内的某家网红店以平等的运营机会。

根据国家统计局的最新报告，服务业已成为中国经济的第一大产业，2019年服务业占国内生产总值的比重达到53.9%。但其中，有近80%的服务业没有完成数字化，还有大量服务业没有被互联网化。目前服务业的线上平台，如大名鼎鼎的饿了么、美团、携程、飞猪等，加起来的规模还不到整个服务业GDP的5%。在这次支付宝从金融支付平台升级到数字生活开放平台之后，能否在这一平台上成长出更多的饿了么、美团等明星企业，值得期待。

在互联网上操持一切的日子已经到来，怎么都比线下方便，唯一的不便就是断网，但是在新基建加码的背景下，这点已无需操心。因而，当下可能是商家有史以来进行数字化升级，与消费者一起拥抱数字生活的最好机会。对于经济地位越来越重要的服务业大小商家来说，借支付宝升级为数字生活开放平台这一良机，完成自己的数字化转型，参与到新基建这一历史性时刻中来，可能将是比迎接未来可能出现的“报复性”消费更为要紧的工作。

（作者系基金从业者 财经专栏作者）

华为 5G 为什么在欧洲能赢？

□张 锐

英国下议院日前举行投票，维持政府允许中国华为公司有限参与英国5G建设决定。而来自华为为公司发布的官方数据显示，目前该公司在全球范围内已获得91个5G商用合同，其中超过一半来自欧洲地区。欧洲已成为华为布局5G网络设备的最大海外市场，同时也是华为最重要的海外市场。

谁都知道2G、3G和4G等主流无线技术均发源于欧洲，而且欧洲在5G领域也在不断造势与囤积自己的技术能量。但是，相比美国而言，欧盟却是在网络数字市场更为开放的地区，而且欧盟主张在所有国家推行5G“多供应商”运行模式，而不是由一家垄断运营，这样，技术实力雄厚、设备质量过硬且性价比显著的华为也就赢得了同台竞争和精彩胜出的机会。

按照欧盟的官方数据，同样的产品与服务方案，与竞争对手相比，华为5G的成本要低20%到40%，而除了价格优势外，华为的硬件产品质量也是无可挑剔。无论是德国、还是美国以及西班牙等许多欧洲国家，华为都参与了第二代、第三代和第四代网络建设，每一代设备不仅运行稳定，而且信号流畅。别的不说，在通讯设备升级上，德国得出的结论是，若没有华为的参与，德国的5G网络建设可能会推迟5至10年。同样英国也表示，如果将华为拒于5G建设门外，英国全面推出5G的时间可能要推迟3年。而波兰也肯

定地指出，如果本国5G网络建设失去华为，实际进程将延迟2至3年，同时整体数字化进程将落后于他国。

基于对华为的客观与公正认知，欧盟委员会在今年年初发布的5G网络安全工具箱中指出，不建议成员国禁止任何公司参与5G建设。同时，工具箱也要求评估供应商的风险，对认为最高风险的供应商进行限制，关键及敏感的核心资产要排除在外，并制定适当的政策确保供应商多元化。在此基础上，欧盟特别强调工具箱不针对任何特定供应商或国家。同时根据时间表，在今年6月30日前，欧委会准备就成员国落实情况起草一份报告。

有了欧委会的明示，英国才对华为开了“绿灯”，允许华为为有限参与英国5G网络铺设，即核心网不允许参加，非核心部分的参与上限为35%。数据显示，5G建设之中的非核心投资比例大概占80%至90%，核心网投资只有10%多一些，华为从英国市场拿到的订单蛋糕也算不小。几乎同时，德国执政党基民盟与其姐妹党绿社盟通过文件，禁止止华为参加德国5G网络建设。由于德国占欧盟5G市场约30%份额，德国对华为的“松口”很可能对其他欧盟国家产生不小的示范作用。另外，虽然法国在5G网络部署上已经选择了诺基亚与爱立信作为合作供应商，但法国经济和财政部部长日前也表态称华为有可能成为法国5G网络建设合作伙伴。这样，欧盟这几