



金融信息采编

COMPILATION OF FINANCIAL NEWS

2020 年第 46 总第 811 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：安徽省合肥市政务区

祁门路 1688 号兴泰金融广场 2209 室

2020 年 08 月 11 日 星期二

更多精彩 敬请关注

兴泰季微博、微信公众号



宏观经济	2
外汇局：7 月末中国外汇储备上升 1.4%.....	2
2019 年中国人均国民总收入首破一万美元大关.....	2
国家统计局：7 月 CPI 同比上涨 2.7% PPI 同比下降 2.4%.....	2
上半年共减免企业三项社保费 5769 亿.....	2
美国：7 月失业率为 10.2% 650 万人失业逾三个月.....	3
货币市场	3
央行：下半年实体经济的支持聚焦中小企业.....	3
易纲：货币政策要更加灵活适度精准导向.....	3
监管动态	3
市场监管总局等：年底前全国实现企业开办全程网上办理..	3
金融行业	4
上半年商业银行累计实现净利润 1 万亿，同比降 9.4%.....	4
国企改革	4
国务院国资委：以国企改革三年行动为契机加快深化改革..	4
热门企业	4
2020 中国品牌 500 强发布 华为蝉联榜首.....	4
国家电网退出房地产业务.....	4
微软：为中国用户提供服务的承诺坚定不移.....	5
地方创新	5
云南：机关人员每周上班时穿民族服饰不得少于 2 天.....	5
上海：民航部门已启动对相关航班的熔断机制.....	5
合肥：恶意欠费、窃电将被纳入“黑名单”.....	5
深度分析	6
内外循环也是量与质的循环.....	6

宏观经济

外汇局：7 月末中国外汇储备上升 1.4%

8 月 7 日，国家外汇局公布最新外汇储备规模数据显示，截至 2020 年 7 月末，我国外汇储备规模为 31544 亿美元，较 6 月末上升 421 亿美元，升幅为 1.4%。国家外汇管理局副局长王春英表示，7 月，我国外汇市场运行平稳，外汇供求基本平衡。美欧等主要经济体加大财政刺激力度并维持超宽松货币政策，国际金融市场上非美元货币相对美元整体走强，主要国家资产价格总体上涨。汇率折算和资产价格变化等因素综合作用，当月外汇储备规模上升。

2019 年中国人均国民总收入首破一万美元大关

8 月 7 日，国家统计局网站发布国家统计局国际统计信息中心主任张军的署名文章。文章提到，我国人均国民总收入不断迈上新台阶，总体上达到中等偏上收入国家水平。2019 年，我国人均国民总收入（GNI）以 10410 美元首破 1 万美元大关，高于中等偏上收入国家 9074 美元的平均水平。

国家统计局：7 月 CPI 同比上涨 2.7% PPI 同比下降 2.4%

近日，根据国家统计局数据显示，7 月份 CPI 同比上涨 2.7%。7 月 PPI 同比下降 2.4%。其中食品价格上涨 13.2%，非食品价格持平；消费品价格上涨 4.3%，服务价格持平。1—7 月，全国居民消费价格比去年同期上涨 3.7%。

商务部：上半年我国服务外包合同额和执行额实现“双增长”

商务部公布的数据显示，2020 年上半年，中国企业承接服务外包合同额 6795.3 亿元，执行额 4501.3 亿元，同比分别增长 5.9% 和 10.9%。上半年，中国服务外包合同额和执行额实现“双增长”，成为稳外贸的重要力量。

上半年共减免企业三项社保费 5769 亿

8 月 7 日，国务院新闻办公室举行国务院政策例行吹风会，在吹风会上，人社部副部长李忠介绍，上半年共减免企业养老、失业、工伤三项社保费 5769 亿元，援企稳岗政策取得了较好效果。由于这些政策延长实施期限，预计全年将为企业减负超过 2 万亿元。

韩国失业补贴连续 3 月超 1 万亿韩元

8 月 10 日，据韩国国际广播电台报道，受新冠肺炎疫情导致就业形势严重恶化的

影响，韩国失业补贴支付额再次突破 1 万亿韩元(约合人民币 58.79 亿元)，已连续 3 个月突破 1 万亿韩元，并再次刷新历史最高纪录。

美国：7 月失业率为 10.2% 650 万人失业逾三个月

美国劳工部近日发布的数据显示，7 月美国失业率降至 10.2%，虽然低于 6 月时的 11.1%，但依然远高于疫情前 3.5% 的 50 年最低水平。7 月季调后失业 15 周至 26 周的人数上升 460 万至 650 万人，创下有史以来最高纪录。

货币市场

央行：下半年实体经济的支持聚焦中小企业 特别是小微企业

中国人民银行行长易纲 8 月 10 日表示，下半年要给小微企业的贷款延期，延期到明年三月底；支持给小微企业发放信用贷款。今年的目标是使应收账款融资为小微企业提供八千亿的融资，现在已经提供了五千七百多亿。

易纲：货币政策要更加灵活适度精准导向

8 月 9 日，央行行长易纲在接受新华社记者采访时表示，下半年我国经济增长将延续复苏的态势，全年有望实现正增长。央行将保持金融总量适度、合理增长，着力稳企业保就业，防范和化解重大金融风险，加快深化金融改革开放，促进经济金融健康发展；货币政策要更加灵活适度、精准导向，切实抓好已经出台的稳企业保就业各项政策落实见效。

监管动态

市场监管总局等：年底前全国各地实现企业开办全程网上办理

近日，市场监管总局等六部门联合发布通知指出，2020 年年底，企业要开办全程网上办理，压缩企业开办时间、环节和成本，大力推进电子营业执照、电子发票、电子印章应用。

中纪委：6 年追回外逃人员 7242 人 追回赃款 185.76 亿元

据中央纪委国家监委网站 8 月 10 日消息，2014 年至 2019 年，全国共追回外逃人员 7242 人，其中党员和国家工作人员 1923 人、“红通人员” 332 人，“百名红通人员” 已有 60 名归案，追回赃款 185.76 亿元。

金融行业

上半年商业银行累计实现净利润 1 万亿，同比降 9.4%

银保监会网站 8 月 10 日发布《2020 年二季度银行业保险业主要监管指标数据情况》显示，2020 年上半年，商业银行累计实现净利润 1.0 万亿元，同比下降 9.4%，平均资本利润率为 10.35%，平均资本利润率为 10.35%。商业银行平均资产利润率为 0.83%，较上季末下降 0.15 个百分点。

银保监会：二季度保险业总资产平稳增长

银保监会 8 月 10 日发布的二季度保险业主要监管指标数据显示，截至上半年末，保险公司总资产为 22.0 万亿元，较年初增加 1.4 万亿元，较年初增长 6.9%。其中，产险公司总资产为 2.4 万亿元，较年初增长 5.3%；人身险公司总资产为 18.6 万亿元，较年初增长 9.6%；再保险公司总资产为 5133 亿元，较年初增长 20.5%；保险资产管理公司总资产为 643 亿元，较年初增长 0.5%。

国企改革

国务院国资委：以实施国企改革三年行动为契机 加快深化改革

国务院国资委主任郝鹏 8 月 10 日表示，将以实施国企改革三年行动为契机，再次吹响改革的冲锋号，改革的重点领域主要包括完善中国特色现代企业制度、积极稳妥深化混合所有制改革、加快健全市场化经营机制、完善国有资产监管体制等。

热门企业

2020 中国品牌 500 强发布 华为蝉联榜首

日前，品牌联盟发布《2020 中国品牌 500 强》榜单。榜单显示，华为、腾讯和阿里巴巴分列榜单前三，北京、广东和上海三地仍是知名品牌汇聚地区，三地上榜品牌数量之和超过榜单品牌半数。从行业来看，医药医疗位列第一，电子位列第二，互联网和食品饮料并列第三。

国家电网退出房地产业务

8 月 10 日，鲁能集团官网发布公告称，根据国资国企改革有关部署，国家电网公司持有的鲁能集团（都城伟业集团）有限公司 100% 股权将整体转划至中国绿发投资集团有限公司，划转后，中国绿发注册资本金拟调增至 400 亿元。

微软：为中国用户提供服务的承诺坚定不移

近日，有传言称，微软公司更新了服务协议，声明如因不可抗力导致微软无法履行或延迟履行其义务，微软对此不承担任何责任或义务，为“断供中国”做好准备。针对“断供中国”的传言，微软公司 8 月 10 日发布声明表示，“近日某些个别社交媒体对微软服务条款全球性更新的谣言，不符合事实。我们为中国用户提供服务的承诺坚定不移”。

东芝正式退出笔记本电脑业务

8 月 10 日，日本东芝公司发布声明，正式宣布退出笔记本电脑业务，并将其个人电脑业务剩余的少数股权转让给夏普，从而结束了在个人电脑领域长达 35 年的拼搏。东芝在声明中称：“东芝特此宣布，已经转让了 Dynabok 公司 19.9% 的流通股给夏普公司。此次转让的结果是，Dynabok 成为夏普的全资子公司。”

地方创新

云南：机关人员每周上班时穿民族服饰不得少于 2 天

云南省西双版纳傣族自治州首府景洪市 8 月 9 日发布通知明确，党政机关、事业单位的工作人员，在每周上班期间穿戴民族服饰原则上不得少于 2 天。各单位领导干部，在参加全市性重要会议、节日庆典等活动时，应当穿戴民族服饰，并带头在工作时间穿戴民族服饰。

上海：民航部门已启动对相关航班的熔断机制

近日，上海市新冠肺炎疫情防控工作领导小组办公室表示，已经依照程序启动对相关航班的熔断机制。将进一步严格全流程闭环管理，严格落实各项健康管理措施，督促相关企业切实落实主体责任，抓好源头和远端防控。

北京：小区开民宿或需楼内业主书面同意

近日，北京市住建委等联合起草征求意见稿提出，经营短租房要符合小区管理规约或业主大会决定；没有管理规约或业主大会决定的，要取得同楼其他业主书面同意。互联网信息发布平台要对交易订单签订人和实际入住人员逐人登记身份信息，并按相关部门要求及时报送。

合肥：恶意欠费、窃电将被纳入“黑名单”

日前，合肥市首个电力信用相关的地方性政策——《合肥市加强电力用户及电力

施工单位信用监管工作实施方案(试行)》由合肥市社会信用体系建设联席会议办公室于正式印发,这标志着合肥市电力行业信用体系正式落地。据合肥供电公司营销部负责人介绍。如果存在逃交、拒交和拖欠电费;窃电、违约用电;以各种形式拒绝供电公司依法开展用电检查等行为,且达到一定条件的用户将被纳入“失信电力用户”。

深度分析

内外循环也是量与质的循环

文/彭文生(中金公司首席经济学家、研究部负责人)

文章来源:新浪专栏

近期,“以国内大循环为主体”越发成为资本市场热议的焦点。市场对这个新提法十分关注,但也存在诸多的认识分歧,譬如内、外循环的含义与两者之间如何互动?如何理解“以国内大循环为主体”与“双循环相互促进”的逻辑联系?本文将结合新冠疫情给经济带来的新挑战,对这些问题进行讨论。

经济循环与两大思想流派

经济活动可以分为生产、分配、交换、消费四个环节,所谓经济循环大致可以理解为这四个关联环节的循环往复。其中,生产和消费是最为关键的两个环节,代表经济的供给能力和最终需求,对这两个环节关系的认识不同衍生出了经济学的两大对立流派。

一个视角是供给和需求总量的平衡。凯恩斯经济学认为生产和消费无法自动匹配,经济无法自动实现四个阶段的循环往复。由此宏观政策有必要对整体的供、求平衡进行干预,现代的逆周期调节政策框架基本上就是建构在这种总量平衡的理念之上的。由于凯恩斯主义主要从总量视角阐述“量的循环”逻辑,因此通常被称为宏观经济学。GDP 是宏观经济学的核心概念之一,从支出法角度看,GDP 可以拆解成投资、消费和净出口,其中国内投资和消费等内需通常被看做是内循环,净出口对应的外需通常被看成是外循环。

与宏观经济学相对的是微观经济学,其思想根源是远早于凯恩斯主义的古典经济学。古典经济学对于供求问题的经典阐述是萨伊定律,即供给自动创造需求。因此古典经济学不担心供需总量之间的循环不畅,而是关注如何实现资源有效配置,提升经济的供给能力上。古典经济学对“质的循环”的认识,主要体现在这样一个理念上,即市场竞争引导资源在供给(生产)的不同环节有效配置。按照这个逻辑,内循环方面,打破垄断、促进竞争有助提升效率;对于外循环,基于比较优势的分工协作有助于提升整体的生产效率。在古典经济学的时代,外循环比较初级,主要体现为最终消费品的国际贸易,伴随着技术进步、运输成本下降等因素,国际间的分工日益细化、产业内贸易大量出现,外循环逐步升级到全球产业链、价值链的形态。

虽然学术领域存在两大思想流派的对立,但真实经济的循环中,量与质的关系远没有那么割裂,而是互相联系、不可分割的。例如,长期失业不利于人力资本积累,意味着总量循环持续不畅可能会影响资源配置效率;通过出口扩张外需和通过地产刺激内需,似乎在总量循环方面可以相互替代,但它们在质的循环方面具有截然相反的含义。因此,在讨论真实世界的经济循环时,需要兼顾循环的质与量。

更重要的是,理论是灰色的,现实之树常青。凯恩斯主义和古典经济学之间并没有严格的对错之分,只是为了满足经济发展的时代需要“应运而生”。1930 年代大萧

条之前，古典经济占据主导地位；大萧条暴露了供求难以自动平衡的问题，凯恩斯主义实现了对古典经济学的“革命”；1970年代的滞胀危机引发了大家对政府过度干预的反思，主张自由竞争的新古典综合派成为主流经济学，基于国际分工的全球化正是这一时期的重要成果之一。

从实践驱动理论变革的角度看，我们似乎又处在一个需要反思经济思想的十字路口，新冠疫情暴露了全球化的产能缺陷，正在引发人们对供应链安全的反思。这和100年前很相似，1918年大流感的爆发，以及随后出现的国际贸易冲突，都让当时的“全球化”一度倒退，1930年代的大萧条更是对古典经济学自由放任思想的反思推向高峰，卡莱斯理论就是这样一个背景下出现的。

量的循环：扩大消费与“以国内大循环为主体”

卡莱斯基的四种增长模式与扩大消费

在国际贸易受阻的环境下，卡莱斯基于20世纪30、40年代提出了自己对如何促进一国经济增长的思考。从量的循环角度，他提出了四种增长模式：出口拉动经济增长；扩大财政支出；使用低利率或减税政策支持投资；社会分配要增加穷人的实际收入，以消费驱动增长。这样一种反思更大的意义在于它明显具有结构性改革的含义，卡莱斯基主张通过二次分配等方式提高中低收入者的实际收入，以驱动经济增长。

反思我们过去四十年，中国几乎已经将前三种增长模式发挥到极致。2008年全球金融危机前，中国主要靠出口拉动增长，随着人口红利渐行渐远，工人工资增长、汇率升值压力增大，出口对中国经济的拉动作用逐步减小。次贷危机之后，中国开始以房地产为主要载体刺激私人部门投资，伴以基建为主的财政支出扩张，这导致房价飞涨、财产性贫富分化日益加剧，影子银行、地方政府债务问题不断累积，宏观杠杆率急剧上升。

当下，前三种增长模式日益举步维艰，我们又遭受了百年罕见的新冠肺炎冲击。与SARS相比，新冠肺炎传染性很强、容易反复，意味着在后疫情时期各国经济即便走向复苏阶段，也面临需求复苏慢于供给复苏的态势，这对已经受储蓄过剩困扰的全球经济而言，无异于雪上加霜。在这种背景下，对大型经济体而言，依靠贸易顺差化解储蓄过剩是不现实的，需要扩大内需。

与此同时，从卡莱斯基理论来看，上述三种增长模式举步维艰恰恰是为增加工资在分配中的比例以实现消费驱动提供了潜力。比如出口拉动的驱动方式，往往需要压低工人工资以提高产品竞争力；而基建推动型的财政扩张必然强化了政府在收入分配中的比例；房地产为主的投资驱动也会挤出居民的其他消费。这也就意味着，中国之前的增长范式都在抑制中国的消费潜能，这为实际工资上涨、拉动消费提供了巨大空间。

促进消费的短、中、长期政策探讨：有所为，有所不为

着眼于当下，新冠疫情给传统的宏观政策的传导效率带来新的挑战。相对于损失可预测、可量化的风险而言，新冠病毒带来的更多是损失不可预测、不可量化的不确定性。疫情演变、经济影响、政策应对都存在不确定性，导致预防性储蓄增加，抑制私人部门当下的消费和实体投资。常规货币政策（降息降准）、非常规货币政策（QE与前瞻指引）都难以消除过剩储蓄和流动性陷阱，而且容易带来金融风险，基建投资等传统财政政策的乘数效应也会减弱。因此，扩内需需要打破惯性思维，可以考虑针对疫情的非常规财政政策，尽可能消除不确定性，增加消费和投资的动机。

Arrow-Debreu 证券是该方面举措的一个较好的模型，通过在不同状态下兑现不同承诺，可以降低不确定性和预防性储蓄，平滑跨期消费、实现社会福利最大化。从具体举措来看，政府可以通过在还款条件中嵌入与疫情发展或经济恢复程度相对应的帮扶承诺，达到降低不确定性的目的。从具体工具来看，可以是央行准财政性质的再贷

款(政府承担风险)、而非信贷性质的再贷款(银行承担风险),也可以是财政对金融机构的信贷损失担责。比如,在家庭购车或企业投资时,政府可以承诺,如果一定时间后病毒感染人数仍处于某一高位的话,借贷者可以暂停还本付息;再比如,政府承诺借贷者可以按未来各期收入的比例偿还贷款。这些举措可以降低私人部门对未来收入的不确定性,刺激当下的消费或投资[1]。临时性的超常规财政刺激,比如临时性降低增值税(一年后恢复)提升消费者对未来的价格上涨预期,有时效性的非必需品消费券,都可以起到激发当下消费的作用。[2]

强调扩大内需和内循环为主,还有一个中周期平衡,也就是金融周期的视角。近期财政和货币等宏观政策在两个维度上的导向值得关注,一是横向方面注重结构影响,精准滴灌,引导社会资源支持实体经济,关键是保民生、保就业,二是纵向方面强调跨周期设计和调节,避免短期需求刺激以加剧中长期失衡为代价。这两个维度都要求坚持房住不炒,扩大内需不能靠拉动房地产需求,因为房价和信用相互促进,短期看起来似乎扩大了内需,但高杠杆风险不可持续。

2008 年全球金融危机引发大衰退,一个重要教训是非政府部门的杠杆是不稳定的,非政府部门过度加杠杆意味着整个经济的系统性风险日益累积。在延长金融周期的情况下实现投资增长,恰恰意味着非政府部门需要持续加杠杆。以非政府实体部门的宏观杠杆率为例,中国由 2008 年的 112% 大幅攀升至 2019 年的 205%,同期美国则由 168% 下降至 150%。

金融周期还加剧贫富分化,抑制消费,从而降低了需求扩张的可持续性。因此,在当下如果将扩大内需简单理解为过去常见的、投资主导的逆周期调节,理解为依靠房地产和信贷扩张拉动需求,则与“实现更加强劲可持续的发展”的理念相背离。

最后,在传统的逆周期调节之外,更重要的是着眼于长期的结构性改革,通过放管服增加市场主体的活力,促进直接融资以降低对信贷的依赖,金融让利,加快落实财政税收制度改革。其中,以下几个方面的措施尤其重要:(1) 限制垄断、鼓励竞争,继续推进劳动友好型数字经济发展;(2) 百年不遇的疫情在经济层面的冲击并不平衡,接触型经济、劳动密集经济、低收入阶层受到的影响更大,需要在二次分配中,进一步加大对中低收入者的转移支付,特别是针对疫情冲击的救助;(3) 进一步推动增值税改革,降低中低收入者的流转税税负;(4) 过去十几年中国财富基尼系数快速攀升,背后是房价和信贷相互促进带来的金融顺周期性的影响,存量资产取代流量收入越成为中国收入分配差距的主要推动力,是扩大内需面临的巨大挑战,在合理制定减免范围的基础上,推进开征房产税。

质的循环: 更高水平对外开放与“国内大循环为主体”

新冠疫情暴露外循环风险

如前所述,从凯恩斯主义的视角看,出口只是一个扩张总需求的量化管理方式,但从古典经济学的视角看,出口有更多质的含义。如果出口占 GDP 的比重比较高,则意味着这个经济体深度参与了国际产业链的分工协作。参与国际市场竞争促进企业提升生产效率,提高质量、降低成本;通过出口加入全球产业链通常会带来知识转移,有助于缩短与先进企业的技术差距;虽然发达国家和新兴经济体的企业都可以通过出口提升效率,但对新兴经济体效率提升的作用更显著。[3]

经济体的规模对于这个占比的大小可能有重要影响。比方说新加坡、韩国等中小经济体,有效率的生产方式是专注于具有比较优势的产业,在贸易格局上形成大进大出,在促进了全球分工更加精细化的同时,也形成了对全球价值链、产业链的高度依赖。中国在 1980 年代初期发展两头在外、来料加工贸易时,也有类似的效果。

随着经济规模的增大,中国不只是参与了全球分工,而且是深度重塑了全球产业链。中国已经跃居全球第二大经济体,也是全球制造业产能最大的国家,中国不只是

像中小经济体那样单向依赖全球产业链，世界也高度依赖于中国的制造业产能。例如，在新冠疫情全球蔓延背景下，上半年包括口罩在内的中国纺织品出口增长了 32%。相比于其他大型经济体而言，中国出口占 GDP 的比重较高，体现了中国在全球产业链中的重要角色。

新冠疫情作为一种来自于自然的不可抗力，暴露了全球化下各国本土化产能裕度不足的问题，尤其是当这些短缺的供给恰是应对自然灾害必需品的情况下，更增加各国对内循环的重视。这样一种动向可能会促使生产和消费的空间联系增加，全球产业链面临缩短的风险，这对所有国家包括中国的供给侧的外循环带来挑战。因此，从新冠疫情所暴露的全球产业链的脆弱性看，此时强调内循环也是合理性的。

质的循环要求更高水平对外开放

但从“质的循环”角度看，有个数据值得重视。以 2017 年海外营收占一级行业上市公司总营收的比重为例，前两位依次是电子元器件 40%、家电 35%，与此同时，房地产、石油石化、非银金融、电力及公用事业、煤炭、银行等行业上市公司的海外营收占比分别位列倒数 1-6 名。前两位外需占比较高的行业是高科技或优秀制造企业的代表，后面六个内需占比较高的行业则是金融周期的直接受益者或者制度性垄断行业。研究表明，对于内需主导的行业而言，由于面临的竞争环境远不如出口型企业激烈，非出口型企业的效率通常要低于出口型企业。[4]

国际经验也表明，外部融资依赖度高且抵押品较少的制造业，在地产与金融业过度扩张时期受到挤压较多。[5] 这些行业主要包括制药、计算机、航空航天、通讯设备。同时，地产与金融业过度扩张会挤占优秀人才资源，造成 R&D 密集型行业人才流失，拖累全要素生产率下行；此外 R&D 密集型行业优秀人才机会成本上升，企业偏向从事低生产率的经济活动，进一步拖累行业全要素生产率下行。R&D 密集型行业主要包括计算机、医疗器械、航空航天等。因此，作为一种典型的不可贸易品，以房地产为主要载体的泡沫经济过度发展，会通过抑制技术进步对潜在增长率产生不利影响。

综上，由于非贸易部门的生产率通常低于贸易部门，因此如果将内循环理解为仅仅依靠内需、封闭起来运行，它对中国经济的真正打击并不只是损失多少个百分点的外需和 GDP，而是丧失了一个提升循环质量的重要源泉。因此，当前背景下提出内循环为主的命题，凸显了深入推进供给侧结构性改革，增加国内市场竞争和更高水平对外开放的重要性。对内应进一步放松管制，打破行业准入的制度性壁垒，推进国企改革、实施竞争中性，通过强化内部竞争提升效率；对外需要同时促进出口和进口，保持通过外部竞争推动供给侧效率提升的渠道。

数字经济：质、量并举，“构建双循环相互促进”

如前所述，由于经济循环同时具有质和量两个属性，因此“以国内大循环为主体”意味着通过促消费来扩大内需，与更高水平的对外开放是并行不悖的，在“以国内大循环为主体”的同时，还要重视“双循环相互促进”。当前，中国已经进入到数字经济为主的新经济时代，新冠疫情对数字经济应用场景的拓展，促进了以无接触经济为代表的数字经济的发展。

通常而言，在线互动的效果可能没有面对面互动那么好，但疫情下的大隔离导致人和人当面互动的成本大幅上升，使得疫情时期转为在线、转为无接触经济具有了较高的性价比。这次疫情把数字技术的潜能显性化了，随着技术的进步，人们在线互动、远程互动的成本不断下降，意味着数字经济应用的范围、广度和深度将不断增加，即便在疫后也有可能对接触式经济形成替代。因此，着眼于后疫情时期，从质、量并举去理解内、外循环相互促进，尤其需要重视数字经济发展带来的影响。

数字经济下的内外循环新机遇

新卡莱斯基学派的理论贡献，不只是为了认为实际工资上升，可以导致消费需求

增加从而刺激经济增长，他们还发现当经济中存在剩余生产潜能时，企业针对需求增长时的最优反应是增加生产，而不是提高产品价格，这就会导致企业为了追逐利润最大化而进行新的投资从而带动经济增长。数字经济恰恰因为数据生产要素复制成本低，具有较强的规模效应和范围效应，从而可以产生较大的低成本剩余产能，从而刺激新基建投资。

不过，从量的角度看，数字经济更重要的意义在于从初次分配层面改善了劳动者收入，有利于扩大消费，增强内循环的动能。中国和美国虽然都是数字经济大国，但在需求和供给侧均存在显著不同。需求侧看，人口总体规模是数字经济时代新的红利，中国大城市数量多、人口密度高、网络效应大，比如在中国送外卖有规模效应，而在美国送外卖的收益和成本难以匹配；供给侧看，美国劳动力成本贵，投资更多是替代劳动力的模式；中国劳动力成本低，投向更多是与劳动力互补的模式。

传统理论认为，从制造业向服务业转化，劳动者工资是降低的。很多人用这个解释为何发达国家贫富差距扩大。但数字经济在中国的发展似乎对这样的经验关系提出挑战，劳动者从制造业转向服务业，报酬是上升的，这是因为数字技术使得同一个劳动者在一段时间内服务的客户增加。

简要来讲，美国发展的是资本友好型数字经济，中国数字经济则带有很强的劳动友好型特征，例如外卖、快递等数字经济下的新型就业机会，其收入往往超过传统制造业。中国社科院的调查研究也显示，互联网使用对提升中低收入人群的收入有显著帮助。因此，劳动友好型数字经济的发展可能对过去几年中国收入差距缩小发挥了积极作用，有助于促进消费。

从质的角度看：在内，从计算机到互联网、智能手机，再到大数据、人工智能、云计算、物联网、区块链等，技术加速迭代更新和数据应用场景日益丰富，促使中国数字经济迎来大发展，数字产业化也就是新型商业模式尤其平台经济的发展，和产业数字化也就是数字技术日益渗透到经济活动的各方面，都有利于促进效率的提升。

在外，疫情期间数字经济的加速发展向我们展示了疫后服务业可贸易性增强的广阔前景，改变了我们对于外循环是工业制成品对外贸易的刻板印象，在制造业贸易面临供应链缩短的风险下，由数字经济带来的服务业可贸易化，有可能成为外循环的新动向，服务业贸易有望成为提升生产率的新动力。从这个角度看，我们还有很多事情值得做，比方说传统贸易指标不能很好的衡量数字经济下的可贸易服务业，我们需要给予这些新兴的服务业贸易有针对性的分析和重视。

因此，在新经济时代大力发展数字经济，有利于同时提高经济循环的质与量，有助于“形成以国内大循环为主体，国内国际双循环相互促进的新发展格局”。不过，与美国数字经济的硬技术特点相比，中国数字经济主要是在平台经济等商业模式上获得了快速发展。未来，中国要进一步促进数字经济的发展，需要补硬技术的短板，这就要求重视发展直接融资。因为新经济通常具有轻资产和初创时期风险较大等特点，风险偏好较低、资产抵押要求较高的间接融资并不能完全适应新经济大发展的需要，这个重任更多的需要直接融资来完成。

事实上，资本市场已经在今年的疫情中体现出了对数字经济的青睐。无论是中国还是欧美，即便在疫情诱发的股市大跌期间，那些为无接触经济、为数字经济服务的上市公司，股价表现胜过传统行业。除此之外，近期资本市场改革明显加快，诸如推进创业板注册制改革、深化退市制度变革、严厉打击虚假信息、打击造假行为，强化民事赔偿和刑事追责力度、落地中国版集体诉讼机制等，这些都有利于提升以信息披露为基础的风险定价效率，为资本市场更好的支撑新经济发展打下了制度基础。

数字经济带来的两大挑战

首先、大数据资源的垄断问题。数据是数字经济时代的核心生产要素，虽然企业

起步时需要大量投入以获得初始数据，不过一旦业务顺利展开，数字技术就会使数据成为生产过程的副产品。更重要的是，数字经济下大数据采集、加工、储存与使用具有明显的规模经济与网络经济特性，也即伴随着参与主体数量的日益增多、主体间联系的日益广泛，单位数据生产成本将以更快速度下降、数据质量将以更快速度提升。这种特点决定了数字经济中的垄断企业，将凭借不断自我增强的大数据优势来实现行业垄断地位的不断固化和增强。对于潜在竞争者而言，这种由占据了大数据资源造成的进入壁垒，仅靠资金投入难以短时间突破。因此，近些年欧美频频对 FANG 等数字经济龙头发起反垄断调查。

其次、数据产权和数据主权问题。作为数字经济时代的核心生产要素，数据产权的界定还存在模糊性。从个人的角度看，数字经济活动中所产生的个人数据及处置、受益等产权究竟应该如何界定，在经济利益之外的隐私权又应该如何保护？从国家的角度看，一国的数字经济活动所产生的数据归属是否涉及到主权甚至是安全问题？以 Facebook 为例，根据 2019 年 1 季报披露，每天有 15.6 亿用户活跃在 Facebook 的社交平台上，每月有 23.8 亿用户频繁使用 Facebook 的网络产品，就人口和地域而言远远超出了一个主权国家覆盖的范围。以至于即便 Facebook 宣称 Libra 要挂钩美元，美国国会依旧对其抱有较为谨慎的态度，因为 Facebook 的大数据壁垒已经坚固到商业上难逢对手、甚至可以对公权力形成挑战的地步。此外，美国和印度近期对中国数字经济企业的不友好做法，固然存在政治层面的原因，也有可能开启全球对数字经济带来的数据主权争议的新讨论。

最后，作为本文的总结，疫情凸显了构建人类命运共同体的重要性。中国只用了不到三个月就基本控制住了本土疫情的快速蔓延。但此后入境病例不断，舒兰、北京、大连等地出现的本土疫情反弹，也与海外病毒输入密切相关。这说明对于中国这样一个全球性大国而言，我们没法在地球村独善其身。聚焦到经济层面，人类命运共同体意味着，以内循环为主非但不是要封闭运行，而是对开放提出了更高要求，是要通过繁荣国内经济“带动世界经济复苏”，让全球分享中国释放庞大内需的红利，实现中国发展与世界发展的正反馈。实际上，作为全球性大国，中国对世界的贡献越大，中国自己也就越受益。

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。