

经济学原理 II (2020 年春季学期)
期中考试及大作业 2 – 线下部分
(2020/5/6)

(所有题目答案需写在另发的答题本上, 否则无效。)

1. 中国的货币供给

在中国人民银行网站 (www.pbc.gov.cn) 查阅近期 (即 2020 年 3 月) 的货币量统计数据。

- (1) 找到统计表格《货币供给量》。截止到 2020 年 3 月底, 中国经济中的货币量 M_0 、 M_1 和 M_2 各是多少?
- (2) 找到统计表格《货币当局资产负债表》。中央银行的货币发行量 (用字母 H 表示) 为多少? 货币发行量 (H) 是大于还是小于流通中的现金 (M_0)? 并解释之。
- (3) 以 M_1 衡量的中国经济中的货币乘数 (即每 1 单位央行发行货币最终导致的货币供给量) 是多大? 假定人们不持有现金和银行不持有超额准备金, 则法定准备金率是多大? 这一准备金率是现实中准备金率的上限还是下限?
- (4) 找到统计表格《其他存款性公司资产负债表》, 其他存款性公司即指商业银行。在这一张资产负债表上, 说明除 M_0 (流通中现金) 之外, M_1 、 M_2 包含其中哪些项目。通过与 M_0 的数字相加, 验证银行资产负债表中得到的货币供给量 M_1 和 M_2 和第一张表《货币供给量》中的数字一致。(提示: 参考另一张统计表格《存款性公司概览》。)
- (5) 以下考虑如何从中央银行和商业银行资产负债表计算 M_0 。为此, 考虑如下资产交易活动: 中央银行增加货币 ΔH , 用于购买商业银行手中持有的债券。商业银行却又将同等数量的货币作为准备金存入中央银行。画出这些资产交易完成后, 中央银行与商业银行资产负债表各项资产和负债的变化。中央银行的货币发行实际上是否增加了? (提示: 所有的变化都可以用增加或减少 ΔH 的数量来表示; 且资产负债表左右必须平衡。)
- (6) 现在考虑当中央银行增加货币 ΔH , 用于购买商业银行手中持有的债券时, 商业银行将同等数量的货币作为现金放入库存中。画出这些资产交易完成后, 中央银行与商业银行资产负债表各项资产和负债的变化。与第 (5) 问的结果相比, 此时中央银行的货币发行实际上是否增加了?
- (7) 在教材给出的简单的货币创造过程中, 中央银行发行的货币 (H) 在经济中最终对应两部分: 商业银行准备金和经济中流通现金 (M_0)。根据第 (5) 和 (6) 的分析, 商业银行的准备金什么时候对应着央行发行货币的一部分, 什么时候却没有? 据此说明经济中流通现金 M_0 是如何通过中央银行和商业银行的资产负债表计算得出的。
- (8) 在央行资产负债表中, 最大的资产是外汇。考虑如下资产交易: 某出口企业得到一笔外汇, 其金额以人民币计价 ΔF 。该企业按国家规定将外汇出售给商业银行, 商业银行为其记录一笔等额的人民币活期存款。商业银行再按规定将外汇出售给中央银行。中央银行以发行相同金额人民币的方式购买该笔外汇, 商业银行以库存现金形式持有出售外汇获得的人民币。画出这些资产交易结束后, 央行与商行的资产负债表变化。经济中最终增加的以 M_1 计算的货币量增加多少?
- (9) 现在考虑商业银行将这些新增的库存现金 (即准备金) 按法定准备金率留存后, 全部用于发放贷款。贷款者不留取现金, 全部存于商业银行作为活期存款。以此下去。假定法定准备金率为 r , $0 < r < 1$ 。画出商业银行最终的资产负债表, 并求出经济中最终新增的以 M_1 衡量的货币量。

- (10) 通过人民银行网站的相应数据，计算 2020 年第一季度（即 2020 年 3 月底相对于 2019 年 12 月底）M2 增长率。另从国家统计局网站（www.stats.gov.cn）找出一季度的 GDP 增长率和物价（以 CPI 衡量）上涨率。以 M2 衡量的货币流通速度（V）在 2020 年第一季度是下降的还是上升的？解释其变化的可能原因。

2. 全球派息大刹车

阅读《财新周刊》文章“全球派息大刹车”。回答下列问题。

- (1) 上市公司减少向股东派发股息属于哪一种生产要素的价格变动？如何变动？
- (2) 文章提到：“数据显示，全球至少超过 500 家上市公司已经取消派息……从非银金融到能源化工，再到航空公司和汽车制造，新冠肺炎疫情对实体经济的冲击已经开始波及各行各业。”为何新冠疫情对实体经济的冲击会导致上市公司派息减少？说出至少两种可能的原因。并画出一个资本市场供求图形进行解释。
- (3) 假定新冠疫情对于经济的影响持续，但影响程度不变。疫情导致派息减少的幅度在长期比短期会更大还是更小？对于资本存量的影响更大还是更小？从图形上说明。如果新冠疫情对经济的影响不仅持续而且程度加剧，你的回答会有哪些不同？
- (4) 文章提到：“许多公司并非自愿暂缓派息和股份回购，而是出于监管要求，但无论暂缓何种资本开支，都和企业在疫情下如何管理现金流有关。”新冠疫情如何导致企业拥有的现金流（即流动性）紧张？减少股息派发如何有助于缓解流动性紧张？
- (5) 文章针对银行业分析指出：“当前银行体系相比 2008 年时更为健康，不太可能出现银行业的内生性危机。”并指出：“（英国）银行业的资产负债表强健，完全可以应对疫情带来的冲击，并有能力派发股息”。但仍有相当多的银行选择暂停派息。从文章中找出至少两点不同于普通企业的、导致银行业暂停派息的理由。
- (6) 文章指出，相比欧美银行，“中国银行业在派息和金融危机等问题上似乎并无太多争论，各银行目前均维持着较高的派息水平。”总结文章提出的使得中国银行选择较高派息水平的至少两点理由。
- (7) 维持（即不减少甚至增加）企业或银行派息水平的做法对于抵消新冠疫情的宏观影响有哪些可能的好处？

全球派息大刹车

来源于 [《财新周刊》](#) 2020 年第 15 期 出版日期 2020 年 04 月 20 日

经济前景黯淡，银行保存资本，企业勒紧裤腰，监管未雨绸缪



《财新周刊》 文 | 财新特派香港记者 尉奕阳

汇丰控股（00005.HK）在一些香港股民心中的形象从“天使”变成了“魔鬼”，因为它断了不少人的财路。在香港文化中，“阻人发财”是大忌。

事情源自英国金融监管部门发给本国多家大型银行的一封信。当局希望各银行暂停多项现金支出计划，包括派发股息，以备当疫情严重破坏实体经济时，这些留存资本能帮助社会纾困。包括汇丰在内的五家英国大型银行相继落实了监管要求。

暂停派息惹恼了部分香港投资者。有的上街拉横幅抗议，有的召开新闻发布会哭诉投资损失。买汇丰股票的香港零售投资者不乏富豪、中产乃至退休人士，

他们依靠公司常年稳定的高派息率，取得持续可观的现金流收入。暂停派息，意味着他们少了一笔生活费。

散户的不满只是脆弱的金融市场在疫情阴霾下的一个注脚，暂停派息的行业不仅限于银行业。数据显示，全球至少超过 500 家上市公司已经取消派息；而在英国上市的企业，已确定停派的 2020 年股息金额至少达 254 亿英镑（约合人民币 2232 亿元）。从非银金融到能源化工，再到航空公司和汽车制造，新冠肺炎疫情对实体经济的冲击已经开始波及各行各业。

银行业是“百业之母”，经济下滑时，企业信贷风险加剧会导致银行利润和资产质量承压，银行惜贷可能反过来影响实体经济增长。疫情当前，欧美银行业未雨绸缪，取消派息、暂缓股份回购、停发高管花红等举措，旨在为自己预留更多的资金储备应急。

小股东抗议汇丰

4月8日，香港中环的汇丰银行总部大厦门前，何先生等一行四人举着横幅，公开向汇丰表达自己的愤懑。横幅写着“抗议香港汇丰出尔反尔不派股息”。

何先生是一名退休的香港中产人士，此次公开抗议，他以香港民间组织“中产联盟”成员的身份参加，并计划向汇丰递交请愿书。何先生称，自己的妻子早前出售了一处香港的停车位，套现 200 万港元转买汇丰股票，没想到汇丰竟然临时取消派息，导致投资蒙受损失，家人亦因此郁郁寡欢。

在香港这样寸土寸金的地方，购买停车位并转租也是一种投资，目的是赚取稳定的租金回报。不少人从汇丰 1990 年在香港上市起就开始买入公司股票，并长期持有至今达 30 年，原因正是汇丰能够常年维持稳定的派息，近年股息率更高达约 7%，这在全球低息低收益率的环境下，对追求获取稳定收益的投资者而

言更具吸引力。不少大型机构投资者也偏爱汇丰，[中国平安](#)（02318.HK）就是汇丰的第二大股东，此次汇丰取消派息，平安预计将暂时少收至少 21 亿元。

类似何先生的案例不在少数。在一个名为“汇丰小股东权益大联盟”（下称大联盟）的维权组织社交媒体页面上，许多自称是汇丰股东的网民都表达了对公司决定的不满，更有甚者称自己曾卖了一套房买汇丰股票，而汇丰暂停派息的决定断了不少人的现金流。

汇丰小股东们的不满，事出汇丰临时宣布取消派发 2019 年四季度股息。该行早前已宣布，将派发每股 0.21 美元股息，并按流程在今年 2 月底除净，股价亦跟随除净机制下调。但在 3 月 31 日收到英国审慎监管局（PRA）建议取消现金支出计划的函件后，汇丰突然宣布不派息，且有关安排将持续至 2020 年末，导致股东蒙受股价和股息的双重损失。截至发稿，汇丰的股价较 2019 年时的阶段性高位已下跌超过 30%。

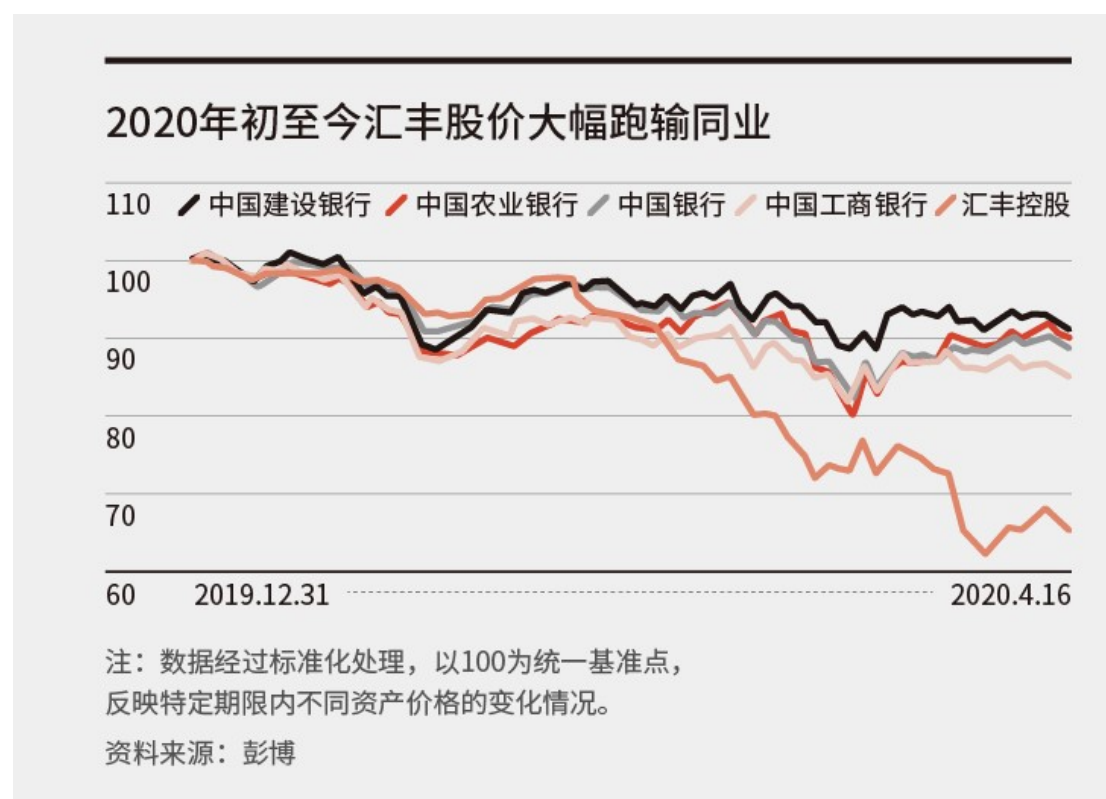
大联盟发起人吕宇健称，汇丰此次的决定未平衡好社会责任和股东利益，取消派息对公司股价低迷时仍长期持股的小股东不公平，希望能为股东争取回应得的权益。

香港是汇丰的发源地，由于公司早年将注册地点迁至英国，故目前承担主要监管人职责的是英国有关部门，而非中国香港，但不少香港股民仍对其有着深厚的“本地情节”。香港立法会金融服务界议员张华峰更就此向香港特别行政区政府上书，称香港股民多年来一直支持汇丰，认为汇丰即使派息也不会影响其资本充足率，呼吁政府关注汇丰股东的合法权益。

香港财政司司长陈茂波公开回应称，完全理解汇丰在股价除净后突然取消派息导致的投资者不满情绪，香港监管机构会与汇丰跟进了解此事件。

汇丰此后向投资者致歉称，由于英国监管机构认为，新冠疫情对全球的打击前所未见，银行必须加倍审慎，确保为客户提供长远支持，故要求存款机构取消派息。汇丰称，决定是遵守监管要求，集团董事会在掌握疫情对经济的具体影响后，重新检讨派息政策。

大联盟对汇丰的道歉并不买账，更公开要求汇丰改用“以股代息”方式替代现金股息发放，同时要求公司停发董事酬金，并委任小股东代表进入董事局。大联盟称，计划向市场搜集到 5% 的汇丰股权，以触发召开特别股东大会（EGM）的最低持股量要求，动议股东要求管理层积极回应诉求，同时不排除起诉汇丰的可能。截至发稿，大联盟尚未采取任何法律行动，亦未召开 EGM。该团体早前于新闻发布会上称已募集到近 2% 的汇丰股权，此后有投资者退出维权，目前最新披露的股权比例下降至 1.463%。



对于大联盟的诉求，香港维权投资者、香港证监会和香港交易所前高管 David Webb 在该联盟的社交媒体平台上公开撰文，建议小股东放弃幻想。Webb 称，汇丰董事会是根据其合法的权利，响应监管要求作出取消派息的决定，奉劝小股东不要为此在法律行动上浪费金钱，因为投资者根本“无案可立”。

“那些依赖派息维持现金流的人们，可以选择卖掉一些股份套现。你我都有存款，相较于那些在新冠肺炎疫情中丢了工作，甚至连存款都没有的人而言，我们幸运多了。” Webb 说。

全球企业“勒紧裤腰”

削减或暂停派息的不止汇丰一家。从保诚到波音再到雷诺，大量知名欧美企业纷纷宣布暂停派息，范围涵盖各行各业。许多接受政府救济和支援的公司，因为须遵守不得将救助资金用于派息或股份回购的要求而暂缓了相关现金开支计划，亦有不少企业主动暂停派息，备存资金应对疫情，就连长期通过维持高派息来挽留投资者的石油公司也开始动摇。美国第四大石油和天然气巨头西方石油公司 (Occidental Petroleum) 近 30 年来首度削减季度派息，以求进一步保留资本，削减幅度高达 86%。

截至 2020 年首季度末，标普 500 指数中已有 13 家成分股公司宣布暂停派息，金额高达 139 亿美元。而根据洲际交易所数据服务公司的统计，从 2020 年 2 月 20 日到 3 月 20 日，这一个月里，有多达 576 家上市公司取消派息，此前 11 个月平均只有不到 41 家。洲际交易所集团是纽交所的母公司。

标普道琼斯指数公司高级指数分析师 Howard Silverblatt 称，市场在今年初预计标普 500 指数成分股的派息金额同比可实现双位数增长，现在的预期则

改为可能有双位数下滑，“整个 2020 年，保持流动性和控制成本将是企业的首要任务”。

据标普道琼斯指数公司统计，尽管 2020 年第一季度中，标普 500 指数的 500 家上市公司累计共派息 1270 亿美元，同比增长 8.2%，派息金额创历史新高，但背后的趋势并不喜人。2019 年首季度标普 500 指数权重股的累计派息变化净额（同比增长额度与减少额度之差）为正 118 亿美元，至 2020 年同期骤降至负 55 亿美元，这是自 2009 年首季度全球金融危机爆发后表现最差的一个季度。

高盛则预计 2020 年标普 500 指数成分股的派息金额同比将下降 25%，2021 年和 2022 年分别将同比增长 3%和 12%，并预计相关指标在未来十年的年化平均增长率为 3.6%。该行称，市场过度担心新冠疫情对企业现金流能力造成的打击，但同时强调，即便能达到 3.6%的派息金额增长率，未来十年也将成为“二战”后相关指标增长最差的一段时期。

除美国市场外，另一大全球主要金融市场英国也面临大规模股息下滑的情况。英国金融咨询公司 Link 统计，2020 年一季度，已有 45%的英国上市企业宣布取消今年的派息，金额高达 254 亿英镑，占今年第二至第四季度英国上市公司预期派息总额的三分之一，此外还有 239 亿英镑的股息有被取消的风险。Link 预计，2020 年在英上市公司的股息总额，即使是最好的情况也将下降 27%，最差情况下跌幅将过半数。

“对将股息作为核心投资策略获取稳定收入的投资者而言，目前的形式非常令人不安。”富达国际投资总监 Catherine Yeung 称，目前全球都在暂缓派息，导致传统的“股息投资策略”面临重大挑战。“暂缓的趋势有多重因素构成，许

多公司并非自愿暂缓派息和股份回购，而是出于监管要求，但无论暂缓何种资本开支，都和企业在疫情下如何管理现金流有关。”

相比欧美和澳大利亚等地的股息“急刹车”，亚洲市场似乎相对平静。除了在香港上市的汇丰和渣打银行（02888.HK）取消派息，暂未见港股或 [A 股](#) 有大型企业宣布调整股息策略的迹象。“中国是目前全球派息放缓趋势下的一个例外。”Yeung 称，中国金融监管当局正在鼓励更多上市企业加大现金分红力度，许多企业也响应政府要求派发大额股息。

银行未雨绸缪

受疫情冲击，全球金融市场在过去两个月极度波动，投资者一度担心是否会重蹈金融危机覆辙。包括美联储前主席伯南克等在内的多位权威市场人士此后纷纷安抚市场情绪，称当前银行体系相比 2008 年时更为健康，不太可能出现银行业的内生性危机。

英国 PRA 在发给银行建议暂停派息的信中提到，监管部门认为英国银行业目前资金水平充足，有足够的应对可能出现的严重经济危机；当局要求银行留存这部分资本，并非维持银行资本充足率，而是希望银行能在 2020 年用它支持实体经济。欧洲央行、新西兰和澳大利亚银行监管机构此前亦纷纷发函，希望银行暂停派息，将留存资本用于借贷，支持经济增长。

国际货币基金组织近期的一份报告称，新冠疫情带来的危机不同以往，2020 年全球经济很可能经历上世纪 30 年代美国大萧条以来最严重的衰退，经济损失可能让 2008 年金融危机时产生的损失“相形见绌”。

“但英国银行业的资产负债表强健，完全可以应对疫情带来的冲击，并有能力派发股息，现在面对政治施压。”英国 Link 集团欧洲、中东和非洲的资本与企业市场业务主管 Kit Atkinson 说。

美国银行业同样背负着在疫情期间加强支持经济活动的使命。3 月中旬，美联储频繁推出一系列降息和银行间注资等举措，向市场释放流动性，政策出台后，美国八家主要银行旋即联合宣布，暂停各家合计价值高达数百亿美元的股份回购计划，以应对新冠疫情对全球经济造成的“前所未有的挑战”。这八家银行包括美国银行、纽约梅隆银行、花旗银行、高盛、摩根大通、摩根士丹利、道富银行和富国银行，它们是巴塞尔银行监管委员会列名的八家具有“全球系统重要性”的美国金融机构。



回购股份是一种有利股价、展现企业对未来发展有信心的表现。“关于暂停股份回购的决定与我们共同的目标一致，即动用我们庞大的资本和流动性，通过

借贷和其他重要服务，向个人、小企业以及更广泛的经济领域提供最大支持。”八大银行在联合声明中说。

国际评级机构穆迪称，美国银行业的派息率低于欧洲同业，资本分配有相当大比例通过股份回购进行，而非通过派息实现，导致美国多家银行没有采用暂停派息的方式留存资本，“美国监管机构可能最终向银行施压，暂停派息，这取决于新冠肺炎疫情的进展”。

尽管资金充足，但不代表银行可以高枕无忧。新冠疫情扩散进一步打击实体经济，消费下滑、失业率上升、企业信贷风险加剧等问题，都成为压在银行身上的根根稻草。上述多家美国主要银行近期相继公布了 2020 年第一季度的财务表现，盈利普遍显著下滑，并大幅增加贷款损失拨备。摩根大通、美国银行、花旗银行和富国银行这四家全美最大的商业银行，在今年前三个月的信贷拨备合计高达 142 亿美元，各行亦对美国经济前景高度悲观，且不排除经济衰退的可能。

今年 4 月初，摩根大通主席 Jamie Dimon 曾在其年度致投资者信中直言，如果美国出现第二季度 GDP 同比下滑幅度达到 35%并一直延续糟糕情势，而失业率至年底攀升至 14%的极端情况，该行会以“极度审慎”的态度考虑暂停派发股息，但相信该行仍能在最险恶的情况下维持高于监管要求的资本充足率。

尽管 Dimon 在华尔街以“极度谨慎保守”著称，但美国银行业能否安然度过危机仍是问号。法国外贸银行首席经济师 Patrick Artus 曾警示，2008 年金融危机期间美国失业率高企，尽管当时美国政府向失业者分发了丰厚的失业救济，规模甚至远超目前新冠疫情的救济措施，仍难阻按揭抵押贷款不断违约，最终导致银行业危机。如果美国继续放任失业率走高，再怎么发放失业补贴，最终仍可能再度引发银行业危机。

相比之下，中国银行业在派息和金融危机等问题上似乎并无太多争论，各银行目前均维持着较高的派息水平，股息率基本都高于 6%，分红政策也未明显调整。[招商银行](#)（[600036.SH](#) / 03968.HK）董事长[李建红](#)此前曾称，该行目前的分红原则没有出现根本性变化，在各类经济下行因素的影响下，该行始终坚持做好最坏的打算。相比之下，[平安银行](#)（[000001.SZ](#)）2019 年的分红比率从 10% 提升至 15%，银行首席财务官[项有志](#)解释，这与该行 2019 年的盈利能力快速释放有关。

富瑞中国金融研究主管陈姝瑾称，中资银行的分红水平是否下滑，取决于新冠疫情对实体经济的影响程度，以及央行的潜在降息空间有多大。2015 年，中国经济增长逐步放缓，上市银行整体利润更出现“零增长”，当时在港上市的工、农、建、中四大国有银行全部小幅下调分红比率，从 33% 降至 30%。陈姝瑾称，目前中国宏观经济情况更像 2015 年，而非金融危机时期的 2008 年，如果央行在第二或第三季度下调一年期贷款市场报价利率（LPR），而上市银行出于谨慎增加拨备压缩利润，才可能会导致分红受到影响。

相比欧美银行应对疫情时临时急增拨备，中资银行在拨备覆盖率方面一直准备充足，35 家上市银行平均拨备覆盖率是 226%，较 2018 年提升超 11 个百分点，这为应对疫情冲击提供了足够缓冲。展望 2020 年，大多数银行高管都认为净息差会收窄、不良率抬头、净利润承压；特别是随着疫情在全球蔓延，最终冲击程度将取决于国外防控进展和成效。

中国银行业同样面临大考，不良率升高、净息差收窄等潜在风险依然存在，但相对稳健。目前中国银行股还保持较高的股息率，可能成为资金下一个偏好地。由于中国主要国有银行的大股东是财政部，上市银行的分红也是财政部重要的收

入来源之一。市场多预计财政部不会轻易要求上市银行调整派息政策，尤其疫情严重期间，财政部更需要资金支持。据摩根士丹利统计，港股银行板块目前预测 2020 年平均股息率为 6.77%，其中中资银行股息率最高的三家银行依次为[光大银行](#)（06818.HK）、[中信银行](#)（00998.HK）和[中国银行](#)（03988.HK），分别为 9.03%、8.09%和 7.43%。

除中资银行外，包括电信、能源等 H 股企业因长期相对稳定的派息水平而受到投资者青睐。富达国际投资总监 Catherine Yeung 认为，不仅离岸市场，类似机遇在 A 股也有迹可循，“市场尚未完全认识到这点，目前我们也尚未看到大量资金流入中国境内市场的相关板块，但这是值得投资者长期留意的议题”。

财新记者武晓蒙、文思敏对此文亦有贡献。