



金融与发展评论

2021年第3期 / 总第3期

2021年6月10日

目录

会议速递

“完善绿色金融政策体系，助力上海金融中心建设”专题座谈会2

专家视角

以日本案例看人口问题对经济金融财政的持久冲击（殷剑峰） 12

信托公司碳金融业务发展模式与路径（曾刚 苏小军） 15

中国居民杠杆率在世界处于什么水平？（周琼） 20

大宗上涨之忧（李奇霖） 27

通胀、通缩还是滞胀：人口视角与日本经验(邵宇 陈达飞) 31

研究动态

2021年第一季度中国宏观金融（殷剑峰 张旸） 34

2021年第一季度特殊资产行业运行（曾刚 栾稀） 37

2021年第一季度银行业运行（曾刚 王伟） 41

2021年第一季度房地产金融（蔡真等） 45

2021年第一季度中国财政运行（汪红驹） 49

2021年第一季度全球金融市场（胡志浩等） 53

2021年5月金融市场研判（殷剑峰 王琪） 57

“完善绿色金融政策体系，助力上海金融中心建设”

专题座谈会

2020 年中央经济工作会议首次将“做好碳达峰、碳中和工作”作为重点任务。为落实国家战略部署，碳中和债券、全国统一排放权市场以及精准减排的货币政策工具等创新开始加速推进。如何更好地完善绿色金融政策体系，更好地促进绿色金融以及碳排放权市场创新，已成为上海未来国际金融中心建设的重点内容之一。

2021 年 5 月 13 号下午，“完善绿色金融政策体系，助力上海金融中心建设”专题座谈会上海金融与发展实验室召开。会议主要围绕国家和各地层面出台的绿色金融相关政策、上海推动绿色金融发展的政策突破口以及上海发展绿色金融的具体措施建议等方面展开讨论。

本次会议由上海金融与发展实验室主任曾刚主持，中国人民银行金融研究所所长周诚君、中国银保监会研究局一级巡视员叶燕斐、上海市地方金融监管局总经济师陶昌盛、上海环境能源交易所董事长赖晓明、世界银行城市和可持续发展顾问邵长毅、国际金融公司（IFC）亚太区高级投资官黄达飞、国家电投集团电能碳资产公司副总经理李珊、兴业银行绿色金融研究员方琦、百瑞信托研究部研究员谢运博等领导和专家学者发表演讲，并与现场参会人员进行了深入交流。

中国人民银行金融研究所所长周诚君认为：上海具备率先实现碳达峰、碳中和的条件，上海不仅仅是自身各方面条件比较好，关键是上海总体城市化率目前已经高于 88%，超过了发达国家的平均水平。

周诚君主要从六个方面对金融支持上海率先实现碳达峰、碳中和的路径进行了阐述：一是要进行广泛深入的核算，这是开展相关工作的基础。只有对碳达峰碳中和的具体目标和年度排放额予以量化，才能进一步推导出需要多少投融资支持。二是所有的金融部门、金融机构都要动员起来进行相应的测算、评估，特别是碳密集、高环境影响资产占比较大的机构，要开展压力测试，该调整尽快调整，该处理尽快处理，该做准备尽快准备。三是金融支持低碳和绿色转型方面有三个领域，分别是绿色金融、碳市场和转型金融。上海在这三个领域都具备较好基础，大有可为。特别是碳市场方面，目前全国有七个碳市场，上海基础条件是最好的，上海一定要发挥好优势，挑起相应的责任，努力把碳市场真正做起来。四是强烈建议充分利用上海建设国际金融中心这样一个好的条件，在上述领域广泛加强开展国际合作，不仅有助于人民币国际化，也有助于在全世界传播正能量，构建人类命运共同体。五是不断加强和推进金融科技、数字技术在金融支持低碳转型中广泛运用，发挥更大的作用。六是积极争取把上海市也纳入绿色金融改革创新实验区范围，这样可以更好在产品、服务、技术和体制机制等方面进行全方面创新。

中国银保监会政策研究局一级巡视员叶燕斐指出上海要建设国际绿色金融中心，可以在以下几个方面发力：第一，上海可以在即将召开的陆家嘴论坛率先提出在国内提前实现碳达峰碳中和的目标和相关政策举措，这有助于上海树立整体形象，起到率先引领性作用。第二，加强相关机构的碳排放信息透明度，在国内率先建立上海碳排放信息平台，有助于增强社会各方的参与积极性，为相关机构投资者提供一个导向性的依据。第三，第三方碳排放必不可少，上海可以考虑为碳排放提供某种补贴资助，让企业承担 30%或 40%，70%或 60%由交易所或者是上海市政府给予补贴解决，最终为整个碳市场建设和后续交易提供一个很好的数据基础。此外，他还强调若将来涉及全球跨境交易，中央层面可以考虑给予上海更多的支持，比如说碳排放市场允许境外机构进入等等。

国家电投集团电能碳资产公司副总经理李珊认为：根据国际经验，碳市场未来肯定是金融化的市场，碳达峰、碳中和目标实现过程当中也是需要更多金融体系大力支撑，绿色金融对低碳转型意义非常重大。

李珊从三个方面对绿色金融低碳转型给出建议：第一，绿色金融产品包括绿色债券，碳中和债等，未来应当更加重视其实际项目碳足迹核算和披露工作，这样可以更好证明绿色低碳属性和价值，在此基础上相关产品，它的利率可以考虑与其实际碳足迹挂钩；第二，碳交易市场基金方面，今年是一个拍卖推出的很好契机，如果在拍卖基础上可以建立一个碳交易基金，下一步就可以给低碳减排项目提供基金支持；第三，碳市场流动性方面试点期间，总体流动性偏低。建议在全国碳市场启动之后，在现货市场平稳运行启动以后，推动衍生品入市，这样一方面可以刺激流动性，另外一方面给企业给未来碳成本有一个明确预期。

世界银行城市和可持续发展顾问邵长毅表示转型金融项目落地实施可积极推进上海国际金融中心建设。在综合投融资体制改革和碳市场相结合的大背景下，转型金融项目面临很大挑战，但同时具有可操作性，可达到减碳、环保、ESG 可持续发展的目的。具体有以下几方面抓手：一是推进绿色股权投资基金的设立，可用绿色股权对接碳市场，推动“碳中和”；二是碳减排首先要抓住能源，以发达地区与落后地区相结合的方式，寻求低碳发展方向；三是在财政政策和货币政策指引下，研究碳减排相关税收制度，引导资金流向绿色发展领域，实现“碳达峰”和“碳中和”目标。

国际金融公司（IFC）亚太区高级投资官黄达飞指出，为了在本世纪中叶达到“碳中和”，70%的路径有望通过供给、需求端的能源转型实现，剩下 30%的途径则要依赖钢铁、水泥、塑料、运输等特别难减排的行业。在工业领域主要有三种碳减排技术路径：一是通过推行循环经济模式以及转变物流运输模式来削减高强度碳产品需求；二是提高能效；三是推广去碳技术。我国绿色债券在市场深度、广度、投资范围、信息披露、鼓励政策等方面与国际相比还存在较大差异，尚未形成统一标准。此外，新兴的气候转型金融工具可用于推动企业的转型、推动产业的发展。但需要注意使用工具的时候，应用科学依据指定完善环境改善目标、路径、治理方针。国际上已有一些初步的原则和指南。上海作为国际金融中心城市，可通过开展跟国际标准靠拢的示范项目在绿色债券发行方面领先探索。对于发债企业和需求端的投资者，也应给予利息、税收减免等鼓励政策。

交通银行投资银行部副总裁陈左在演讲中指出，绿色金融市场发展尚处于发展阶段。首先，市场主体对于实践的必要性以及具体路径上存在较大差异，使得金融机构需面临各种诉求。第二，从金融业务上看，传统金融进行了

以接受碳配额质押作为增信方式的实践，迈出了有意义的一步。投行业务则集中在绿色债券发行、碳中和资产证券化、股权融资以及兼并收购四方面。第三，从商业可持续性方面考量，目前成本与收益并不对称。短期各方为起步的努力付出不少成本，涉及材料申报、绿色认证以及公募报告等环节。此外，还有存续管理工作，如监管压力，资金是否使用合规、是否达到预期。而从融资者的反馈来看，融资成本并没有减少。在存在上述压力的情况下，相关部门应当考虑在某些环节进行支持，建议通过设立政府专项基金进行补贴以及绿色通道缩短审批周期，使得长期的成本是要可持续的。第四，在碳排放配额方面的核心问题是权威性以及市场流动性。确立权威的定价逻辑涉及到参与主体、交易方式以及做市诸多方面。同时目前流动性也不足，市场广度深度不够，这涉及背后的审批以及信用风险问题。

兴业银行绿色金融研究员方琦指出：首先，针对商业可持续性问题，我们建议从监管制度上进行创新，解决金融机构的成本问题，比如适当降低绿色资产风险权重、让绿色债权优先受偿、利用资产证券化盘活绿色信贷等。其次，针对上海而言，可以基于其国际金融中心的地位，积极参与到绿色金融的国际标准、规则制定当中。上海应鼓励当地智库大力开展绿色金融领域的研究，并利用区位优势搭建国际交流平台，推动绿色金融研究发展、引导国际标准制定。同时，上海还需要出台更多激励引导政策，推动绿色金融多元化发展，使得各类金融机构，特别是资管、保险等行业参与其中。最后，关于金融机构能否尽快参与到碳市场交易当中，也还需要更多的政策支持。

百瑞信托研究部研究员谢运博首先介绍了信托公司参与绿色金融可做的一些工作：为企业提供与银行类似的绿色贷款、为企业绿色项目发行资产支持商业票据以及运用丰富的信托工具帮助企业盘活总量碳资产。此外，针对未来碳市场建设提出了如下建议：第一，在对冲价格风险碳金融衍生工具方面，上海可以在前期碳远期基础上率先试点一些碳期权产品，更好促进碳资产投资信托落地。第二，后续估值方面，未来碳市场应该突出金融属性，估值方法与相关部门进行充分沟通，实现企业会计准则与金融资产准则有效衔接。第三，目前碳资产托管试点较为分散低效，未来可考虑在上海率先建立全国性碳资产托管业务，提高市场的活跃度与流动性。第四，机构开户方面，针对自营资金与信托资金参与碳市场交易的主体地位区分问题可提前做些相关规划。

部分嘉宾的发言实录如下：

金融如何更好支持上海率先实现碳达峰碳中和

周诚君 中国人民银行金融研究所所长

各位下午好！非常高兴参加上海金融与发展实验室举办的这个座谈会，与大家交流金融支持上海绿色转型，更好建设国际金融中的一些思考。

一、关于核算

前面叶局长讲的我都赞同，而且我特别赞同他所说的上海要率先实现碳达峰碳中和。为什么？我觉得上海不仅仅是自身各方面条件比较好，而且关键是上海总体城市化率水平高，目前已超过了 88%。按照最新人口普查数据，全国城市化率大概 63%左右，而上海截至 2019 年末是 88.1%，2020 年的数据还没有出来，人口普查后得到的最新数据肯定会更高一些。发达国家的城市化率水平大概在 80%-85%，应该说我国整体的差距还非常大。按照过去城市化率每年提高一个百分点的规划目标，需要还至少 15 年才能接近发达国家的水平，而现在到 2030 年还只有不到 9 年的时间了。因此，从全国来看，我认为 2030 年前实现碳达峰压力还是很大。但上海的城市化率现在已超过了发达国家的平均水平，甚至已接近日本的城市化率水平（93%左右），所以我觉得在这一点上看，上海具备率先实现碳达峰碳中和的条件。

不过也要认识到，城市化是动态发展的过程，目前这个城市化率只是衡量上海本地的人口结构，还要考虑未来随着上海不断发展，特别是浦东新区、临港新片区的发展，可能还会有外来人口不断涌进来，因此对于基础设施、公共服务的需求还会源源不断地提出来，还需要大规模的投资，这都意味着钢筋水泥混凝土，以及原油电力天然气等，而且都是碳密集和高环境影响的。因此，即使我们具备条件，还是会面临很大压力，所以要广泛深入细致地进行核算，明确达峰的具体量化目标和实现路径，这是开展各项相关工作的基础。只有进行了全面核算，明确量化和具体落实指标，才能一路倒推过来，大体把握总量上需要多少投融资支持，这是后面想方设法推动金融支持绿色转型和碳达峰碳中和一个基本条件。这是第一点，尽快开展广泛深入的碳核算，这是基础工作。

二、关于金融机构评估测算

从金融领域讲，金融业在上述核算工作的基础上，还要进行自身的系统评估，广泛开展相应的具体测算。一方面，要评估测算为了支持满足上海在碳达峰、碳中和道路上走得更快一些，金融机构自身业务开展和风控管理等方面所需的具体目标和路径。另一方面，要测算按照上海率先达峰碳中和的目标，金融机构自身运营实现碳达峰和碳中和的目标和具体路径。金融业要核算，每个金融机构都要开展相应的测算。不仅如此，每个金融机构还要对其资产负债表进行充分仔细的梳理和评估。一旦碳达峰碳中和成为党和国家的主张和意志，而且成为一个可量化的约束指

标，它就将成为一个硬约束，其具体落实可能会对金融机构业务和资产负债表产生比较大的影响和冲击。对于有些金融机构，如果光考察其传统风控和监管指标，比如不良率、资本充足率、流动性或集中度指标等，可能状况还不错，都满足要求，但进一步考察发现其资产负债表里 70%、80%的资产都是碳密集或高环境影响的，这就意味着下一步很有可能会面临比较大的转型风险，面临系统性的资产重估风险。所以，我觉得金融部门、金融机构都要动员起来，进行广泛的核算、测算、评估，特别是碳密集、高环境影响资产和业务占比比较高的机构，要进行压力测试，该调整的尽快调整，该处理的尽快处理，该计提准备的尽快计提，每一个企业特别是金融机构都要充分重视，赶紧行动起来。

三、金融支持转型的三大领域

从略微宏观一点的层面看，金融支持低碳和绿色转型总体上有三大领域。一是绿色金融，二是碳市场，三是转型金融。绿色金融方面，自 2016 年人民银行等七个部委联合发布《关于构建绿色金融体系的指导意见》以来，一方面全社会逐步形成了对绿色金融发展的共识，在改革创新上迈出了坚实步伐，另一方面经过五六年的发展，中国绿色金融总体上做得不错，在国际上走在第一方阵，绿色信贷余额全球第一，绿色债券发行全球第二，在目前全社会更强烈的关注支持气氛下，绿色金融沿着这个势头发展下去应该说没什么大的问题了，无非是在标准、信息披露、产品和服务创新等方面尽可能步子更大一些，走得更快一些。但也要认识到，绿色金融有严格的概念界定、分类目录，而且有国际共识，国际上对绿色金融有越来越成熟的界定和标准，这个界定、标准和分类有很强的刚性和约束力，并不是什么支持绿色转型的金融产品和服务可以纳入绿色金融范围。比如，最近人民银行与发改委、证监会发布的最新版《绿色债券项目支持目录（2021）》有两大进展，一是三个部委统一发布一个目录，标准上做到了一致趋同，另外一个更重要的是与国际接轨，把过去我们认为属于绿色、但国际上不认同的清洁煤利用项目等刨除了，以更加符合国际标准。所以不是什么支持绿色转型的金融产品和服务都可以贴绿的，都可以成为绿色金融，事实上，绿色金融监管的一个重点就是防止“洗绿”、“漂绿”等行为。

这意味着什么呢？意味着绿色金融的支持面、覆盖面是有限的，不能把所有希望都寄托在绿色金融上。从大数看，我国绿色信贷余额约 12 万亿，绿色债券发行现在超过了 9000 亿，加起来 13 万亿的样子，但中国实现绿色转型、实现碳达峰碳中和所需投融资支持是百万亿级别的。对此，易纲行长最近在多个场合都有阐述。最近高盛发布了一篇名为《中国走向净零排放之路》的报告，他们通过数据分析认为中国实现碳中和将需要 16 万亿美元的投资。所以与百万亿级别的绿色低碳转型投融资需求相比较，目前 13 万亿的绿色金融规模、容量和前景可能都远远不够，甚至是“九牛一毛”。而且，绿色金融经过这么多年的支持推动发展到今天这个规模，今后的发展也会存在边际递减的问题，好的项目都发掘完了，进一步拓展的成本、难度都可能会上升。这个时候，我想还是要跳出绿色金融，把视野放得更开拓一些，在继续大力发展绿色金融的同时，把发展方向、把一部分精力和重点放到发展转型金融上。

转型金融不同于绿色金融，具有更强的灵活性、适应性和针对性。目前国际上有初步共识，但不像绿色金融那样有严格的界定、清晰的标准和分类目录。这个初步国际共识是，对于某项投资、经济活动或企业行为，哪怕是碳

密集或高环境影响的，只要有非常明确的低碳转型和净零排放目标，有具体的实施路径、技术方案，有清晰、可执行的考核指标、评价体系，并愿意持续严格进行信息披露，接受社会监督，就可以获得金融支持，这个金融支持就叫转型金融。所以转型金融的弹性更大，覆盖面更广、灵活性更强，具有比较好的适应性、针对性和可操作性，尤其是对于我国这样有大规模高排放行业的工业国家而言，我觉得具有特别重要的意义。

另外，转型金融虽然目前国际上有初步共识，但并没有严格界定和分类标准。国际上对于这个问题的正式讨论也仅仅始于去年3月，目前一些国际组织和少数国家，如欧盟、日本、气候债券组织和国际资本市场协会等出台的转型金融文件几乎都是试探性的，都还是刚刚起步。这无疑给了中国巨大机会，我们可以、也应该抓住时机，积极参与讨论、研究和试验，做国际转型金融发展、创新和规范的参与者、贡献者、引领者。不仅如此，在目前形成的国际共识中，还有一条值得我们重视，就是国际社会认识到，每一个国家因为其经济社会发展状况、阶段以及产业构成不同，所以各国实现低碳转型和净零排放的路径也是有差异的。如果说国际上已对绿色金融形成了大体一致的共识，并逐步形成了不断趋同、相对严格的标准和分类，那么转型金融在支持的具体领域、相关分类及其标准上，可能很难完全趋同，而要更多地体现“共同但又有区别”这一原则，充分尊重和反映每一个国家转型路径的差异。比如，对于欧盟成员，特别是北欧发达经济体，高碳行业已比较少了，碳排放更多地集中在农业、畜牧业。像丹麦，相当比重的碳排放来自于奶牛养殖业，因此低碳转型的相当一部分重点要放在养殖业、农业上。同样，对于上海，推进低碳转型、实现碳达峰碳中和的路径与江苏、广东或者湖北相比，都会有很大的差异，哪怕跟北京比，也会有较大区别，因此，要尽早探索符合上海经济社会和产业发展构成、率先实现碳达峰碳中和目标相适应的转型路径和转型金融支持方案。

碳市场方面，我一直主张和呼吁，要按照金融市场规律来推动建设碳市场，用金融的理念、方法、工具、产品、服务以及基础设施乃至监督管理框架，去推动碳市场的设计、发展和创新。从碳市场产品、也就是碳排放权本身来说，它有强烈的金融属性，可分割、可登记托管、可进行连续竞价交易，还可标准化，所以它更多地是一个标准化的金融产品。还有从国际范围看，在相对比较成熟的欧洲碳市场，现货交易占比通常不到20%，80%以上是期货市场交易。但从我们目前对碳市场的设计定位看，虽然明确了6月份要投入运行，但仍有几个在我看来至关重要的问题需要进一步讨论和明确。第一，仅仅是2225家电力企业作为市场主体参与，没有包括金融机构在内的各类市场主体的广泛参与。第二，仅定位于现货市场，暂时不考虑期货及其他衍生品及其交易。第三，市场基础设施在设计和制度安排上，现货及其交易放在上海，登记托管结算放在武汉，期货交易放在广州，CCER交易放在北京，这种人为地分割市场、基础设施割裂以及相关的区域安排所能形成的市场格局，我担心可能是低效率的，也很难形成规模和做出量来，恐怕也不会形成比较好的价格生成和发现机制。第四，其他一些相关的基础问题，比如额度的确定、碳配额的财产权利法律属性、会计计量、财务处理、风险测度等都还没有明确的说法，所以我很担心6月份这个市场能不能如期顺利做起来。

不管怎样，在碳市场方面，上海有基础、有条件、也有人才，目前看全国在七个碳市场中，上海是走在最前面的，所以上海在这一块上一定要挑起相应责任，首先要把前述问题搞清楚、想明白了，把碳市场看作一个金融市场，

明确其金融属性，相应地按照金融市场规律去推动这个市场设计、建设和发展，安排好相关基础设施和基础制度。我觉得对于这些问题如果看不准，宁愿慢一点，起步晚一点，一定要认准看清楚想明白了再动手，保证一开始就不走偏。

四、关于对外交流合作

首先是利用上海建设国际金融中心这样一个好的条件，在这个领域广泛开展国际合作。国际合作内容非常多，领域也十分广泛，中国一直在其中发挥着积极作用，有些国际组织都是中国牵头的。上海应该发挥既有优势，做积极的参与者、贡献者，尤其是在标准制订，产品和服务创新、碳市场设计和发展、转型金融发展创新等领域，上海要争取走在国际前沿，做引领者。同时，相关金融资产，不管是碳资产还是绿色金融资产，或者是转型金融资产，其持有、交易以及相关的配套服务等，绝不仅仅是着眼于国内，而是瞄准全球。目前我们有一个非常大的优势，就是中国经济率先从疫情当中复苏，中国宏观经济总体上比较稳定健康，人民币资产安全性好、回报率高，因此要让全球市场主体进入中国市场，分享中国经济快速增长的好处，获得人民币资产的高额回报，同时还能更广泛地给他们提供一些带有绿色转型、ESG、可持续发展理念的人民币资产，我觉得不管是在推动我国金融开放、落实双循环新发展格局和高质量发展要求上，还是在发挥大国担当，更好承担责任使命、推动人类命运共同体上，都是非常好的。当然，也有助于推进人民币国际化，有助于更好推动上海国际金融中心建设。

再比如，我过去在很多场合都讲过，对于我国的一带一路投资项目，或者对外发放的主权债，其中如果有一些回报率比较好、已经产生现金流的，而且如果还是绿色的，我们要舍得拿出来把它们证券化，对全世界投资者发行绿色债券或类似的证券化产品，一方面可使得这些资产尽早出表，获得早期回报，回收现金流，更好分散风险和控制风险；另一方面也让全世界投资者通过购买这些资产，来分享这些一带一路投资的高回报和现金流，从而让全世界投资者与中国一道，共同来参与一带一路建设，共同推进一带一路国家的经济发展。不是老有人批评我们一带一路投资吗？那请你来一起投资，一起分享，共同建设，这样可能会争取更多的国际支持和理解。

此外，还要广泛加强国内沟通交流合作。目前国内已有六地九个城市在开展绿色金融改革创新试验，上海可发挥其作为国内国际金融中心的优势，积极参与和支持这些试验区建设。同时，发挥好长三角地区的龙头作用，在长三角区域经济一体化，特别是协同推进绿色转型，共同率先实现碳达峰碳中和方面，做表率 and 引领的“带头大哥”。

五、关于金融科技、数字技术运用

2018年我在研究局任副局长分管绿色金融工作时，在浙江湖州和衢州绿色金融改革试验区试点建设了一个绿色金融管理系统，对所有的绿色金融业务进行逐笔登记，而且对政府、同行等可分级授权开放、查询。这个系统首先不是事前审批系统，而是事中事后登记查询系统，更多属于交易数据库。其次，当时我提出来，要求这个系统一旦建成，金融机构一点接入，数据可自动报送，金融机构对某项业务、某笔资产一经认证并贴上绿色金融标签，系统

就能自动抓取，从而尽可能降低金融机构数据报送成本。第三，由于采集的是逐笔绿色金融业务数据，具有全口径的数据颗粒度，能充分反映和满足监督管理要求，从而对试验区各项绿色金融业务有比较全面的掌握。第四，通过系统设置实现对该系统和相关数据的分级授权访问和查询，从而可开展广泛的同行评估和监管部门事后事中检查抽查，一旦发现“洗绿”、“漂绿”等道德风险行为，或者在风控和合规上的问题，监管部门可借助系统进行业务还原、追踪和核查，对违规情况作出相应处罚。

有了这么一个好的系统和数据库，可大大降低绿色金融运行和管理的成本，促进产品、服务和整个市场的加快发展，因为在系统逐笔采集数据的基础上，监管部门可在事先给予金融机构充分信任和便利，放手金融机构积极开展绿色金融产品和服务创新。我首先相信你是充分基于原则、进行了良好的合规风控和尽职调查的，试验区绿色金融的相关政策鼓励支持措施都给足，该补贴的补贴、该奖励的奖励、该优惠的优惠，但我通过这个系统在事后随时进行抽查、开展同行评估，一旦让我发现你有道德风险行为，“洗绿”或者“漂绿”了，让我发现你在合规风控上没有尽职尽责，我就对你进行严肃惩罚，而且我有逐笔业务登记系统，数据全面、可追溯，你赖不了账。这样，不管是对于金融企业还是对于监管部门，都可以建立更好的信任关系，降低信息不对称程度，降低成本，更好支持绿色金融可持续发展。这个系统建成后，总体试点效果还不错，听说现在正在考虑向整个长江三角洲地区推广。

当然，随着技术进步，还有很多更前沿、更适用的数字技术、网络技术和金融科技，比如大数据、云计算、区块链、人工智能等，都可以考虑在下一步绿色金融、转型金融和碳市场的发展中进行广泛运用，更好解决信息对称问题、产权界定问题，以及相关核算、定价和风险计量问题，等等。

六、关于绿色金融改革创新试验区

目前全国有6个地方9个城市正在实施绿色金融改革创新试点，效果也不错。上海可以考虑利用好当前各方面的有利时机，积极争取把上海市也纳入绿色金融改革创新试验区范围，这样可以更好地在产品、服务、技术和相关基础设施、体制机制等领域进行全方面的改革创新，从而有利于进一步推动金融业更好支持上海率先实现绿色转型和碳达峰碳中和目标。

我就先讲这些，不一定对，仅供参考。谢谢大家！

（根据周诚君5月13日在上海金融与发展实验室举办的“完善绿色金融政策体系，助力上海金融中心建设”座谈会上的发言整理）

关于发展绿色金融的几点建议

黄达飞 国际金融公司（IFC）亚太区高级投资官

今天希望能多跟在座各位多聊聊气候转型投融资。站在国际视野来看这个事情，根据《巴黎协定》的原则，为了全人类未来的福祉，我们要在本世纪中叶也就是 2050 年达到“碳中和”，这个是 IPCC 报告提出的基于科学的要求。达到这个目标的路径中有 70%有望通过“能源转型”，能源转型包括供给端和需求端，工业和交通部门对能源的消耗是算在 70%里面的。能源企业担当着很重要的角色，工业以及别的行业对一次能源消耗依赖也需要解决。另外，剩下 30%的排放中有很大一部分是来自特别难减排（Hard to Abate）的行业，包括钢铁、水泥、塑料、货运、海运、航空等。

在工业领域，主要有三种碳减排技术路径：第一是削减对高强度碳产品的需求，这里面有两种重要方式，一个是循环经济模式的推行，包括物料再使用、产品本身再使用等，另一个是物流运输模式的转变。第二是提高能效，中国这方面已经做得很好。第三是“碳中和”，“去碳”技术的推广，如电动车、电动化、碳封存、氢能的应用等。清华大学去年发布的研究报告表明，如果中国要达到“碳中和”，至少 90%所需要的技术是目前还不存在的，或者说它们还没有达到商业化。

这么看来，实现碳中和目标的资金缺口很大，转型的金融需求也特别大，尤其对中国来说，因为我国经济依然以工业、生产为主，能源、资源消耗依赖很大。中国人民银行的易行长在近期的演讲中提过在 2030 之前中国每年需要投入 2.2 万亿元为实现碳达峰的目标，为了实现碳中和在 2030 到 2060 年每年则需投入 3.9 万亿元。光靠政府资金是不远远不够的。因此，刚刚周所长介绍的新型的转型融资、新型债券在过去两年开始得到了发展。比如 2021 年国家电投在境内发行的碳中和债，2021 年 1 月份中国银行在境外发行的转型债。

国内市场和监管近年不断地在向国际标准靠近，尤其体现在近期发行的几支碳中和债增强了于 ESG 的落实。今年 3 月份，中国银行间市场交易商协会也发布了《关于明确碳中和债相关机制的通知》，里面明确了绿色债务融资工具的品种、资金用途，对项目评估与遴选、募集资金管理以及信息披露等核心要素也提出了一些建议。但是我们的绿色债券在市场深度、广度、投资范围、信息披露、鼓励政策等方面跟国际相比还是有较大差异，也有空间来填补。这里面主要体现在：首先，统一标准还没有形成，比方说现在对于信息披露以及用第三方机构认定，只是鼓励而不是强制；对于市场透明度、公信力这方面没有形成更加积极的促进。这是一个可以改进的方面。另一方面，对于气候转型、环境改善目标、路径、治理方针等还没有明确、细化的要求。企业的信息披露，对投资者、公众的承诺，需要有科学的基础来论证，需要有科学的绩效评估指标，这些都可以在行业和市场发展的后期持续细化。上海身兼建设国际金融中心城市的重任，是否可以在这方面领先示范。建议推动一个示范性项目，把国际标准结合国内实际情况引进这个项目里面，通过示范项目可以复制到各个行业、领域。

在绿色金融领域，国内目前是比较笼统地把碳中和债、转型债，归纳为绿色金融的子集，但是国际上的理论梳理已经比较精细地把二者明确区分开。绿色金融适用于支持自身排放低的企业和技术(例如可再生能源)，是围绕做低碳业务的企业开展的。传统依赖资源和能源的企业倘若树立碳中和目标，开始迈出向低碳转型的步伐也应当得到支持，比方说如果钢铁企业要转型也是需要金融支持的。这种情款就不适用于国际上定义的绿色金融。针对一个有意向改善可持续发展、而自身又是依赖资源消耗的企业所提供的支持可以遵循气候转型金融的原则和指南。先行的做法是要求该企业首先要有自己很明确的低碳规划与发展路径，最起码目标是明确的；第二是进行路径设计，要有指标引领。关于路径的设计、指标的选择，ICMA 国际资本市场协会在 20 年 12 月份公布了一个气候转型手册。举个例子，一个钢铁企业，核算所得目前的一吨钢产品的碳强度是这么多，现在国际上或者相关市场的行业基准是另外一个数值，企业就需要努力做到低于这个数值，同时做长远的规划，明确“去碳化”的路径，力争在 2050 实现碳中和，在这个过程中实际上需要有一套很严谨的科学论证。总而言之，企业要树立一个什么样的目标，怎样达成这个目标，怎样对外有一个负责任的考核制度、信息披露制度，这些是气候转型融资的几个要素。

对于企业来说为什么要花更大力气去发这个气候转型债？首先，企业本身需要有内生的意愿、长期的战略，洞察到并决心要解决现实中遇到一些发展的限制因素，比如现在不转型可能会影响未来的市场占有率，可能会影响股价，可能会影响企业以后的定位等等。另外，企业也会从融资成本上来考虑融资工具。碳挂钩或者跟可持续发展挂钩的金融工具在这方面得到一定的创新，企业树立一个目标，达到这个目标以后，投资机构给企业减利息，这样对于企业来说在成本上能够看到一定的激励。

关于上海市绿色金融或者碳中和金融方面的建议：可否考虑推进示范项目，向国际标准靠拢，适当引进国际上认可的认定机构，帮助企业去做信息披露；同时主管机构出台政策，扶持愿意做这方面事情的企业适当降低其融资成本，简化流程，给予一定的补贴，这就比较有可操作性。对于在市场需求端的投资者，我们需要他们愿意花多一点的钱去买一个更好的产品，因此监管方也需要多多培育需求端。可否考虑推出政策支持，比方说如果金融机构去投资、扶持这些与碳中和相关的产品，能否收到某一方面的税收减免，这也能提升投资者的积极参与度。

以日本案例看人口问题对经济金融财政的持久冲击

殷剑峰 上海金融与发展实验室理事长 浙商银行首席经济学家

刚刚公布的第七次人口普查数据并不让人欣慰，因为未富先老的格局没有变，劳动力负增长的态势没有变，在不远的未来几年总人口负增长的前景没有变。笔者自 2016 年就一直关注人口问题的典型案例——日本，这里就以人均 GDP 高我们数倍的日本为例，综合谈谈人口问题对经济、金融、财政和收入分配的六大冲击。日本自 1990 年劳动年龄人口占比达到顶峰后进入快速老龄化，1996 年劳动年龄人口（15-64 岁）开始负增长，随着生育率的继续下降，2009 年总人口负增长。在人口老龄化和负增长的三十多年时间里，日本实际 GDP 几乎零增长，名义 GDP 是负增长，日本被经济学界当作长期停滞（secular stagnation）的典型案列。

人口问题的第一个冲击是在供给侧导致潜在增长水平的持续下降。日本潜在增长率自上世纪 80 年代的 6% 左右下跌到 90 年代初的 3%，再跌到新世纪的不到 1%，其根本原因就在于人口问题。人口问题对供给侧的直观影响就是劳动力数量的减少，由于人均 GDP=劳均 GDP×劳动年龄人口占比，在劳均 GDP（GDP/劳动力数量）不变的情况下，老龄化会直接导致人均 GDP 下降。人口问题对供给侧的另一个经常被忽视的影响是技术。日本在上世纪 90 年代陷入长期停滞，这恰恰是第三次信息技术革命在全球如火如荼的时期。日本信息技术之所以落后，同政策失误有关，但根本在于人口问题。可以想象，一个充满老大爷老大妈的社会，如何需要那些有着各种新奇功能的智能手机呢？另外，即使在传统制造业也可以看到日本的衰落。例如，机器人技术日本曾经是全世界一流，但机器人的普遍使用却是在人口众多的中国。一个人口老龄化、人口负增长的社会可以有很多以往人口红利时期继承下来的发明专利，但这些专利只有在人口众多、人口年轻的经济中才会变成推动经济增长的现实动力。至于新的发明创造，基本不要指望了。

人口问题的第二个冲击是在需求侧使得总需求的持续萎缩。研究人口老龄化问题的经济学家过去都忽视了人口问题对总需求的影响。在日本长期停滞的三十年时间，经济总支出平均增速仅为 0.5% 左右，资本形成更是负增长。人口问题造成总需求萎缩的原因非常直观，因为老年人的消费一定少于年轻人。尤其是耐用消费品和住宅，在老龄化的社会，这些都属于很容易过剩的商品。例如，在住房方面，根据日本政府的数据，2018 年日本住房空置率已经高达 13.6%。既然商品过剩，生产这些商品的机器设备厂房也都将过剩，因而不会有新的投资，投资就成了总需求中萎缩程度最大的成分。

人口问题的第三个冲击是持久的通货紧缩。在三十多年停滞的过程中，日本一直经历着痛苦的通货紧缩。三十多年来，日本的核心CPI是负增长，耐用消费品价格和土地价格下跌一半。安倍曾经希望通过所谓的“三支箭”（刺激的财政政策、货币政策和结构改革）来提高物价水平，但无济于事。持久的通货紧缩表明，日本的总需求萎缩得比总供给更快。那么，为什么日本扩张了三十年的财政货币政策不能使经济摆脱通货紧缩呢？这三个原因：其一，政策的方向完全错了。如前文《通胀是青春痘、通缩才是老年斑》中所说，日本扩张的货币政策买了财政发行的国债，财政又支出给了不消费的老年群体；其二，总量的货币政策无法改变结构性的物价下跌，即耐用消费品和土地价格的持久下滑；其三，由于投资需求萎缩，私人部门不愿借贷，因而信用难以扩张。

人口问题的第四个冲击是利率水平的持续下降，乃至零利率和负利率。日本货币市场利率自1995年就跌到零附近，2015年安倍搞了“三支箭”后迅速变为负利率，甚至连长期国债收益率也跌到零以下。利率的持久下滑不仅仅是货币政策操作的原因，其决定因素还是资本回报率和经济潜在增长率。在一个人口老龄化、人口负增长的社会，资本投资的回报率必将不断下降，这决定了整个利率中枢不断下降。另外，利率与经济增长率之间也有一个最简单的公式： $i < g$ ，因为只有在这种情况下，债务才是可持续的。否则，如果 $i > g$ ，则债务发散，经济崩溃。

人口问题的第五个冲击是房地产价格的暴跌。日本房地产泡沫破裂的1990年恰恰是日本劳动年龄人口占比达到顶峰、开始进入快速人口老龄化的年份，此后，日本房价地价就一蹶不振。房地产泡沫破裂与人口结构拐点的重合并非巧合，美国次贷危机也发生于二战后婴儿潮一代退休、人口拐点出现的2007年。当然，有两个主要经济体没有在人口拐点出现时发生房地产价格暴跌：一个是德国，这是因为德国对住房信贷严格控制；一个是中国……房地产价格会因人口问题暴跌，但股市和汇市未必。股市方面，虽然日经指数尚未回到1990年水平，但较2009年的最低点位已经涨了4倍多。股市之所以迥异于房市，一则是因为日本央行的低利率政策，由于股价=未来现金流/利率，再糟糕的公司业绩，也无法抵挡零利率、负利率对股价的支撑；二则是因为股票总有人买，而房子终究会没人住。汇市方面，自1995年迄今，日元兑美元处于一个微微升值的态势，其原因之一就是人口问题对供求两侧的不对称冲击：受冲击最大的是内需，在供给侧尚有比较优势的情况下，日本长期维持着经常项目顺差。

人口问题的第六个冲击是财政负担和政府杠杆率的持续上升。1990年泡沫破裂后，由于人口问题，加上需要以扩张政策支撑经济，日本财政赤字就不断扩大。2020年，日本政府杠杆率就已经达到近300%，远高于美国、欧元区等主要经济体。日本也是实践MMT（现代货币理论）的典范，得益于日本央行无止境购买国债的政策，日本财政的利息支出在过去十年未升反降。然而，日本财政政策最大的问题在于支出结构。在日本财政支出中，最大的科目是给予老年人的社保支出，并且，这一支出不断增加。相反，能够提高技术水平、能够让年轻人受益的教育科研支出在过去20年里没有丝毫增加。这种财政支出结构也是日本技术进步落后于美国、欧洲和中国的原因之一，年轻人愈发没有希望，愈发缺乏创新动力。这种支出结构难以改变，因为老年人越来越多，执政党的党魁自己也年近花甲，更要讨好老年选民。

虽然日本是人口问题和长期停滞的典型，但不得不说，能够在三十多年间保持人均GDP的稳定，保持很低的基尼系数和社会稳定，也堪称典范。换成欧美其他经济体，估计都不会比日本做得更好。当然，即使如此，笔者也不

喜欢去日本。上一次去日本除了去东京访问日本央行、财政部及其他几个部委之外，还去了奈良这样的小城市。东京之外的日本给笔者的感觉就是“安静、干净、没劲”。据说，日本的自杀率也很高，难怪《非诚勿扰》中的笑笑非要大老远地跑到北海道去跳海。

信托公司碳金融业务发展模式与路径

曾刚 上海金融与发展实验室主任 国家金融与发展实验室副主任
苏小军 百瑞信托有限公司总经理 党委副书记

坚持和加快绿色发展已成为我国中长期的重要战略目标。2020 年中央经济工作会议首次将“做好碳达峰、碳中和工作”作为重点任务之一，提及“我国二氧化碳排放力争 2030 年前达到峰值，努力争取 2060 年前实现碳中和”“加快调整优化产业结构、能源结构”“加快建设全国用能权、碳排放权交易市场”等内容，充分展现了中国的大国责任和担当，也确立了“十四五”我国绿色发展的目标任务和路线图。

我国碳金融市场发展

碳市场是利用市场机制来实现碳减排的重要工具。碳排放权市场（或碳交易市场），是温室气体排放权交易的总称，由于二氧化碳占据绝对地位而得名。从更广义的范围来看，碳排放权市场既包括排放权的交易，也包括那些开发可产生额外排放权（各种减排单位）的项目的交易，以及与排放权相关的各种衍生品交易。

碳排放权交易的产生，可以追溯到 1992 年的《联合国气候变化框架公约》（以下简称《公约》）和 1997 年的《京都议定书》。为了应对全球气候变暖的威胁，1992 年 6 月，150 多个国家和地区制定了《公约》，设定 2050 年全球温室气体排放减少 50% 的目标，1997 年 12 月，有关国家通过了《京都议定书》作为《公约》的补充条款。《京都议定书》设定了发达国家（京都议定书附录 1 中所列国家）在既定时期（2008~2012 年）的温室气体减排目标。为降低各国实现减排目标的成本，《京都议定书》设计了三种交易机制，即国际排放权交易（International Emission Trading, IET）、联合实施机制（Joint Implementation, JI）以及清洁发展机制（Clean Development Mechanism, CDM）。《京都议定书》所列出的这三种市场机制，使温室气体减排量成为可以交易的无形商品，为碳排放权交易的发展奠定了基础。

表 1 碳金融业务模式与碳信托的对应

碳金融	碳信托	信托业务分类
碳资产抵押 / 质押贷款	碳资产抵押 / 质押贷款信托	融资类信托
碳资产售出回购	碳资产买入返售信托	
碳资产拆借	碳资产投资信托	投资类信托
碳基金		
碳金融衍生产品		
碳资产托管	碳资产托管服务信托	事务管理类信托

资料来源:百瑞信托研发中心整理。

为落实国家“十二五”规划纲要提出“逐步建立碳排放交易市场”的任务要求 2011 年 10 月底，国家发展和改革委员会批准北京、天津、上海、重庆、湖北、广东及深圳七省市开展碳排放权交易试点，正式拉开了我国碳市场建设的帷幕。2013 年 6 月，深圳碳排放权交易所率先启动，标志着碳排放权交易正式开始试点；随后，上海、北京、广东、天津四个交易所在 2013 年年底启动，碳排放权交易试点范围扩大。2014 年，湖北、重庆两个碳排放权交易中心正式开始碳交易，七个试点区域碳交易所全部启动。2017 年，海峡股权交易中心开始碳交易，福建加入试点范围。截至 2020 年 1 月，前 7 家交易所共交易二氧化碳 3.22 亿吨，实现交易总额 71.55 亿元。

基于碳资产的市场交易，碳排放权交易市场将发挥对碳资产的“价格发现”功能，为创设各类碳金融产品提供了基础。从广义的角度来说，各类与节能减排或形成碳资产有关的金融业务均可被纳入碳金融的范畴。本文以相对狭义的角度来定义碳金融，即以碳排放配额、CCER 等碳资产为标的资产，围绕标的资产开展的融资、投资等业务。目前，北京、上海、湖北、福建、广州、深圳等地的碳排放权交易所已与金融机构开展合作，推出了多类碳金融产品，具体包括碳资产抵/质押贷款、碳资产回购、碳资产拆借、碳基金、碳资产托管以及碳金融衍生产品（包括碳远期，碳掉期与碳期权）等，在实践中取得了良好的效果。

在自下而上试点的基础上，政策层面开始着手建立全国统一的碳排放权市场，以进一步强化市场机制对减排的引导作用。2017 年，为落实国家战略部署，国家发改委印发了《全国碳排放权交易市场建设方案（发电行业）》，旨在推动全国统一碳排放权交易市场建设。2021 年 1 月 5 日，生态环境部部务会议审议通过《碳排放权交易管理办法（试行）》（以下简称《办法》），在全国范围组织建立碳排放权注册登记机构和碳排放权交易系统。根据《办法》规定，全国碳市场首个履约周期从 2021 年 1 月 1 日开始正式启动，正式交易将于 2021 年 6 月上线，首批履约周期涉及 2225 家发电行业的重点排放单位。《办法》的出台，标志着我国碳排放权市场以及碳金融的发展进入了全新的阶段，有望在“十四五”期间为促进我国经济、社会全面绿色转型发挥更为积极的作用。

信托公司开展碳金融业务的设想

碳金融市场的发展，将为金融机构提供全新的发展空间和机遇。信托公司开展业务可以横跨货币市场、资本市场、实业产业，既可以开展融资类、投资类业务，还可以开展事务管理类业务，对于各类碳金融业务模式，均可以通过信托计划实现业务落地，有着极为广阔的发展空间。

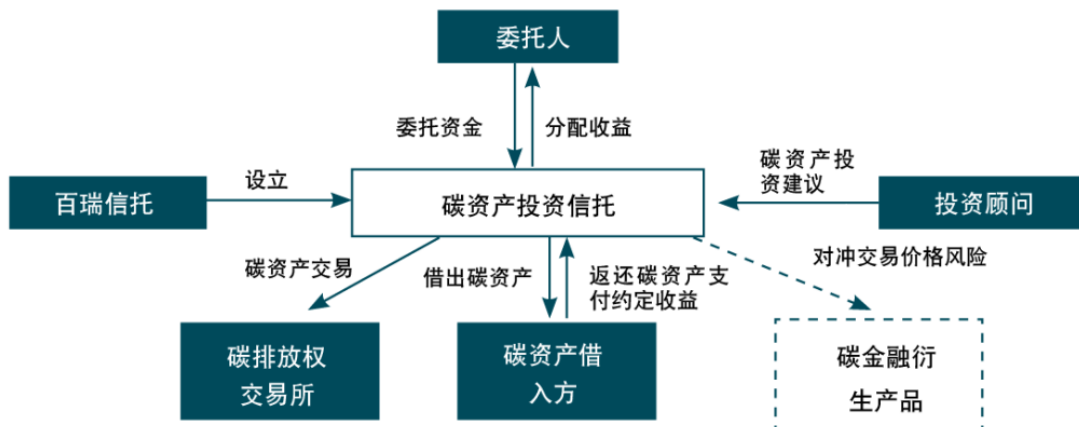
碳金融模式与碳信托

碳信托是碳金融的一个细分领域，是碳金融的各类模式与信托的融合。与碳资产抵/质押贷款、碳资产售出回购两类业务相对应，信托公司可开展碳资产抵/质押贷款信托、碳资产买入返售信托等融资类信托。碳资产抵/质押贷款信托、碳资产买入返售信托均可为控排企业提供资金融通，这类业务不应当属于当前要求融资类信托压降的范畴。

信托公司可以开展的第二类碳金融业务为投资类信托，即碳资产投资信托。碳资产投资信托与碳基金业务模式最为接近，均为通过参与碳资产的二级市场交易获得收益。在碳资产拆借业务中，借出方先行借出碳资产，并约定

一定期限后借入方返还碳资产并支付约定收益，借出方获得了基于碳资产的收益。碳资产投资信托同样可以进行类似的借出碳资产操作，并获得约定收益。此外，碳资产投资信托可开展一定的碳金融衍生产品投资，以此来对冲价格波动风险。因此，将碳资产拆借、碳基金、碳金融衍生产品与碳资产投资信托相对应。

图 3 碳资产投资信托基本业务模式



资料来源:百瑞信托研发中心绘制。

此外，信托公司还可以开展碳资产托管服务信托，属于服务信托的范畴，目前的分类中可以归入非通道事务管理类信托范畴。由于信托制度具有财产独立、风险隔离的特征，信托公司开展碳资产托管服务信托具有独特优势。

融资类碳信托

碳资产抵押/质押贷款信托、碳资产买入返售信托均向控排企业提供资金融通，是两类典型的融资类碳信托业务。

1. 碳资产抵押/质押贷款信托

碳资产抵押/质押贷款信托的业务模式与碳资产抵押/质押贷款基本相同。信托公司设立碳资产抵押/质押贷款信托计划，信托资金用于向控排企业发放贷款。信托计划以控排企业的碳排放配额或 CCER 以抵押物或质押物。

2. 碳资产买入返售信托

借鉴碳资产售出回购的模式，信托公司可设立碳资产买入返售信托计划。信托资金将用于向控排企业购买碳资产，同时将约定在一定的期限内，信托计划再向控排企业以约定的价格回售碳资产。除了由信托公司代表信托计划完成碳资产的购买与回售操作外，还可以考虑通过设立一家碳资产管理有限合伙企业/基金来完成。由信托计划认购碳资产管理有限合伙企业/基金的份额，碳资产管理有限合伙企业/基金完成购买与回售操作之后，向信托计划分回本金与收益，信托计划进而向委托人完成兑付。在该信托计划中，控排企业获得了资金融通，因此将碳资产迈入返售信托归为融资类信托。

碳资产投资信托

借鉴碳基金的业务模式，信托公司可设立碳资产投资信托。信托资金主要将用于参与碳排放权交易所的碳资产交易，在把握碳资产价格波动趋势的基础上获得碳资产交易的收益。对大部分信托公司来说，碳资产交易均为相对陌生的领域。因此，在碳资产投资信托的起步发展阶段，可考虑引入一家专业的碳资产管理机构作为信托计划的投资顾问。

目前，我国碳资产交易的活跃度相对较低，碳资产交易可能面临较大的价格风险。信托资金在初期购买碳资产之后，也可考虑开展碳资产拆借业务，即将碳资产借出，同时约定在一定的期限内借入方返还等额碳资产、支付约定收益。通过借出碳资产，可为碳资产投资信托获得较稳定的收益。未来，待我国碳金融衍生产品进一步发展之后，碳资产投资信托可考虑将一部分资金用于购买碳期货、碳期权，以此来对冲碳资产价格波动的风险。

碳资产托管服务信托

信托公司可设立一项碳资产托管服务信托计划，企业将其获得的碳资产作为信托财产交付该信托计划。企业可与信托公司约定信托计划的期限，并约定到期后信托计划返还碳资产、向企业兑付约定的收益。信托公司将代表信托计划，对碳资产进行集中管理。具体可开展的碳资产管理活动主要有两项：一是向碳资产管理机构、其他控排企业借出碳资产，并获得借出碳资产的固定收益。二是代理参与碳排放权交易所的碳资产交易。

碳资产托管服务信托特别适合由一家大型企业集团开展。一家大型企业集团下控股多家二级单位，集团层面本身可能也存在集中管理碳资产的需求。因此可将集团下属众多二级单位的碳资产统一交付碳资产托管服务信托计划。

信托公司开展碳金融业务的路径

信托公司开展碳金融业务面临一定的困难，包括碳资产价格的投研能力不足、应建立对碳资产价值的认同、争取资金端支持等。对此，信托公司应循序渐进开展碳金融业务，逐步建立起对碳资产价格的投研能力。

信托公司开展碳金融面临的主要困难 对于多数信托公司而言，碳金融业务均具有较强的创新性。信托公司开展碳金融业务的探索，目前仍面临以下困难。

第一，碳资产价格的投研能力有所欠缺。各类碳金融业务模式的顺利开展，都需要以对碳资产价格有较准确的把控为前提。多数信托公司对碳资产价格的历史变动缺乏深入研究，这将极大地制约各类碳金融业务的落地。另外，目前我国碳排放权交易市场仍为相互分割的区域性市场，市场整体活跃度不高，对碳资产价格的研究分析本身也具有一定的难度。

第二，开展碳金融业务应争取后台评审团队对碳资产价值的认同。围绕碳排放权配额、CCER 开展各类业务，前提在于认同碳资产的市场价值。以碳资产抵/质押贷款业务为例，该业务本质上仍为融资类业务，但仅以碳资产为抵押物或质押物。如果前台业务部门与后台评审团队对碳资产市场价值具有不同的观点，将影响到抵押率或质押率的确定。

第三，碳金融业务是否能够获得资金端的支持。在碳资产抵/质押贷款、碳资产买入返售、碳资产投资等业务中，均需对接资金端。碳金融业务对委托人来说，同样具有极强的创新性。委托人短期内是否能够接受各类碳金融产品，也是信托公司开展碳金融业务应提前考虑的问题。

信托公司碳金融业务的发展路径

虽然信托公司开展碳金融业务仍面临较多困难，但开展碳金融业务将助力我国经济实现绿色低碳发展，活跃碳排放权交易市场，碳金融业务仍具有重要的战略价值。信托公司可遵循由易到难的思路，循序渐进开展碳金融业务。

第一，短期内以碳资产抵/质押贷款信托、碳资产买入返售信托为业务突破点。这两类业务均为融资类信托，信托公司前台业务部门、后台评审团队对业务模式都相对熟悉，业务开展的难度相对较低。在开展这两类业务的过程中，信托公司前台业务部门、后台评审团队都将逐步建立起对碳资产价格的认知，为后续开展其他业务奠定基础。但是，在目前融资类信托压降的大背景下，建议将融资类碳信托与信托公司传统融资类信托区别对待。

第二，将碳资产托管服务信托作为重要的业务发展方向。对于碳资产托管业务，湖北、深圳、广州、福建的碳排放权交易所均已制定相应的业务规则。信托公司以碳资产托管服务信托的形式开展该类业务，可在现有业务规则的框架下进行，业务开展相对有章可循。并且，碳资产托管服务信托属于典型的服务信托，符合监管导向。

第三，将碳资产投资信托作为长期业务探索方向。开展碳资产投资信托对信托公司碳资产价格的投研能力提出了提高的要求。目前我国碳金融衍生产品的发展仍处于初级阶段，碳资产投资缺乏碳期货、碳期权等工具来对冲价格波动风险。因此，碳资产投资本身具有较高的风险。未来，待我国全国性碳排放权交易市场建设完善，碳金融衍生产品充分发展时，碳资产投资业务仍有较好的发展前景，信托公司可将其作为长期业务探索方向。

在信托业管理资产规模下降，行业进入转型关键期的大背景下，碳金融业务有望成为信托公司重要的业务创新点，为信托公司开辟新的业务领域。信托公司应积极拥抱碳金融创新业务，通过探索开展碳金融业务助力业务转型，并为我国实现碳达峰、碳中和战略目标提供金融支持。

中国居民杠杆率在世界上处于什么水平？

周琼 上海金融与发展实验室特聘高级研究员 中国邮政储蓄银行战略发展部总经理

一、我国宏观杠杆率和居民杠杆率

据中国人民银行 2021 年第一季度金融统计数据新闻发布会，受新冠疫情的影响，去年我国的宏观杠杆率出现了阶段性的上升。2020 年我国的宏观杠杆率是 279.4%，比 2019 年上升了 23.5 个百分点。分部门来看，居民、政府和企业三个部门的杠杆率分别是 72.5%、45.7%和 161.2%，这三个部门杠杆率分别比 2019 年上升了 7.4 个、7.1 个和 9.1 个百分点。人民银行公布的宏观杠杆率，和中国社科院国家资产负债表研究中心、国际清算银行（BIS）的数据有所不同。人民银行调统司司长在新闻发布会上解释说，“我们测算去年末住户部门的债务余额是 73.6 万亿，同比增长 14.6%。当中个人贷款余额是 63.2 万亿，同比增长 14.2%。”2020 年末人民银行公布的“金融机构本外币信贷收支表”中的住户贷款（即个人贷款）余额 63.19 万亿元，除以 2020 年中国 GDP101.60 亿元，为 62.2%，即为社科院版数据。BIS 目前最新的是 2020 年 9 月末数据，61.1%，也和这个口径接近。人民银行的数据更为准确，将未在金融机构的住户贷款中反映的居民债务也统计进来。这就比社科院版和 BIS 版高了 10 个百分点。

时间	2020年末		2020年9月末	2019年末		
	人民银行版	社科院版	BIS版	人民银行版	社科院版	BIS版
居民	72.5	62.2	61.1	65.1	56.1	55.5
政府	45.7	45.6	60.9	38.6	38.5	53.2
企业	161.2	162.3	163.1	152.1	151.9	150.1
合计	279.4	270.1	285.1	255.9	246.5	258.8

来源：WIND，中国人民银行，社科院，BIS

2020 年末，中国 63.19 万亿元个人贷款中，49.57 万亿元为消费贷款，占 78.4%，13.62 万亿元为经营性贷款，占 21.6%。个人住房贷款余额为 34.44 万亿元，占个人贷款的 54.5%，即个人贷款中有略超过一半是房贷。

推测 BIS 的统计应该对各国都是取官方公布的居民贷款数据，只可能是低估实际的居民负债水平。但用美国数据计算，纽约联储公布的美国 2019 年末个人信贷余额是 14.15 万亿美元，除以 2019 年美国 GDP21.43 亿美元，为 66.03%。而 BIS 的 2019 年末美国居民负债为 16.0 万亿美元，居民杠杆率为 74.7%。

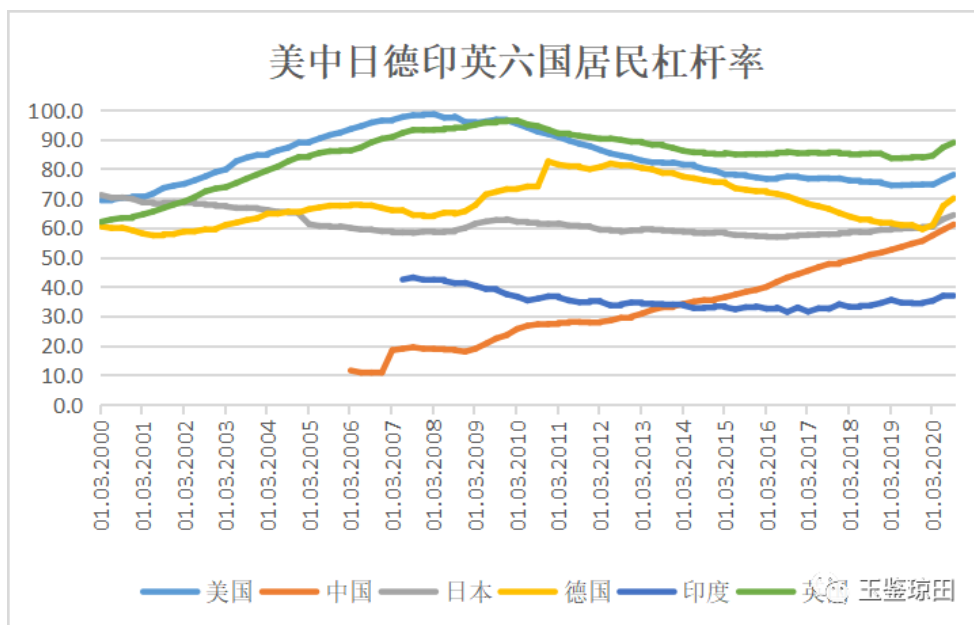
各国居民杠杆率比较

中国的居民杠杆率在 123 世界上处于什么水平？

下表以 BIS 统计的主要国家 2020 年 9 月末居民杠杆率数据从高到低排列。中国在表中 43 个国家中排第 22。居民杠杆率在全球大体呈现发达国家较高、不发达国家较低的规律，主要是因为发达国家金融供给充分以及社会保障完善。但同一经济发展水平（人均 GDP）的国家间因为经济增长驱动力（消费、投资还是出口驱动）和消费信贷文化传统的不同，也差异很大。按 BIS 的统计，2020 年 9 月末，所有报告国居民杠杆率平均值为 67.4%，发达经济体平均值为 78%，新兴经济体平均值为 50.6%。中国 61.1%，低于发达经济体平均值、所有报告国平均值，高于新兴经济体平均值。如果按人民银行 72.5% 的数据，那就高于所有报告国平均值、但仍低于发达经济体平均值。

据 IMF，2020 年中国的人均 GDP 在世界各个国家和地区中排名 63 名。第 58 名智利，居民杠杆率是 48.2%，第 65 名俄罗斯，居民杠杆率仅为 21.2%。但第 64 名马来西亚，居民杠杆率高达 74.7%。中国的居民杠杆率 2019 年超过了德国（人均 GDP16 名）、新加坡（人均 GDP8 名），2020 年超过了希腊（人均 GDP46 名），这些都是发达国家。

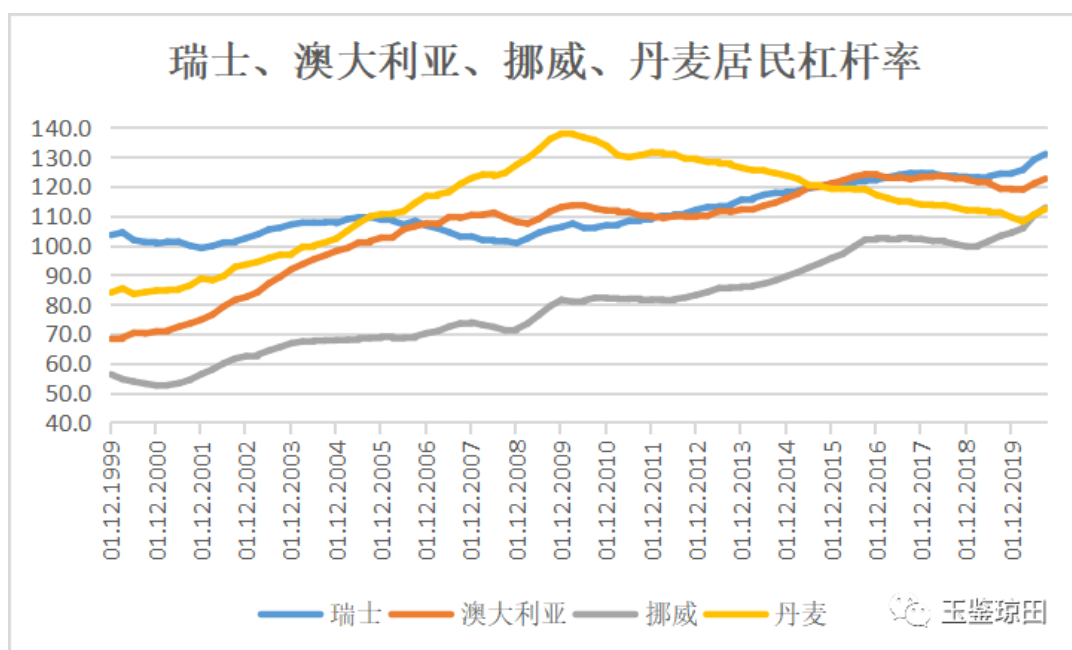
更关键的是，以 2020 年 9 月末的居民杠杆率和 2015 年末相比，上述 43 个国家和地区中，居民杠杆率上升最多的是中国，上升了 22.2 个百分点，其次是香港，上升了 21 个百分点。韩国、挪威、法国分别上升了 18、17.1、11.2 个百分点。这五年居民杠杆率有 32 个国家和地区上升，有 11 个国家下降。美国、中国、日本、德国、印度、英国这全球前六大经济体中，2008 年金融危机以来，除中国以外的五国，包括印度这样本来居民杠杆率不高的国家，都大体呈居民去杠杆之势，近两年略有提高，只有中国明显一直处在居民加杠杆的阶段。



以 2020 年 9 月末的居民杠杆率和 2019 年末相比，上升最多的是挪威、加拿大、香港，分别上升 8.5、7.7、7 个百分点，中国上升 5.6 个百分点，排第 8，即中国 2020 年的居民杠杆率提高速度也在全世界处于中上水平。

三、部分国家居民杠杆率分析

1. 居民杠杆率最高的四个国家：瑞士、澳大利亚、挪威、丹麦。都是高收入国家，人均 GDP 分别居全球第 2、9、4、6 名。但是人均 GDP 全球第一的卢森堡，居民杠杆率仅为 70%，并不高。我猜测瑞士高的部分原因是总部在瑞士的银行发放的个人贷款中有不少是对非本国居民。丹麦 2009 年底居民杠杆率达到历史最高点 137.9%，此后下降，2020 年 9 月末为 112.3%，下降了 25.6 个百分点。瑞士、澳大利亚、挪威都是较为平稳上升。瑞士、挪威现在的居民杠杆率是历史最高点（131%和 112.8%）。澳大利亚近年来较为平稳，历史最高点是 2016 年 9 月末的 124.1%，2020 年 9 月末是 122.6%。



2. 居民去杠杆幅度最大的五个国家：爱尔兰、葡萄牙、荷兰、丹麦、西班牙。2020 年 9 月末和 2015 年末相比，分别下降 20.3、9.9、9、6.9、6.8 个百分点。爱尔兰的居民杠杆率变化幅度最惊人，从 2002 年 3 月末的 50.7% 升至 2009 年底的 117.4%，然后房地产泡沫破灭，经历了严重的债务危机，居民去杠杆的过程到现在还没结束，2020 年 9 月末是 35.5%。

3. 盎格鲁-萨克森国家（美国、英国、加拿大、澳大利亚和新西兰）居民杠杆率都挺高。美国引领了世界消费信贷文化，不过现在美国成了这五国中居民杠杆率最低的。英国前央行行长默文·金在 2016 年出版的《金融炼金术的终结 货币、银行与全球经济的未来》一书中讽刺这种消费文化，写道“传说拿破仑曾把英国称作一个由小生意人组成的国家，但我觉得更准确地说，这是一个由不停买东西的人组成的国家。”

英美在 2008 年金融危机后经历了居民去杠杆，美国居民杠杆率历史最高点是 2008 年 3 月末的 98.6%，2020 年 9 月末为 75.2%，下降了 23.4 个百分点。英国最高点是 2009 年末的 96.4%，2020 年 9 月末是 88.9%，下降了 7.5 个

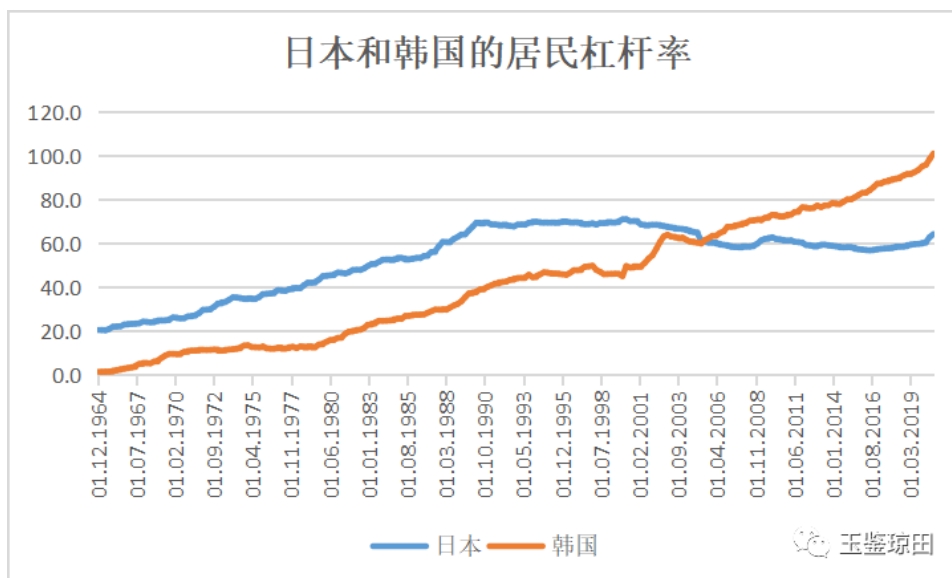
百分点。德国（人均 GDP16 名）、奥地利（人均 GDP14 名）、以色列（人均 GDP19 名）2020 年 9 月末居民杠杆率仅为 57.7%、52.3%、43.3%，低于中国、泰国、马来西亚等发展中国家。

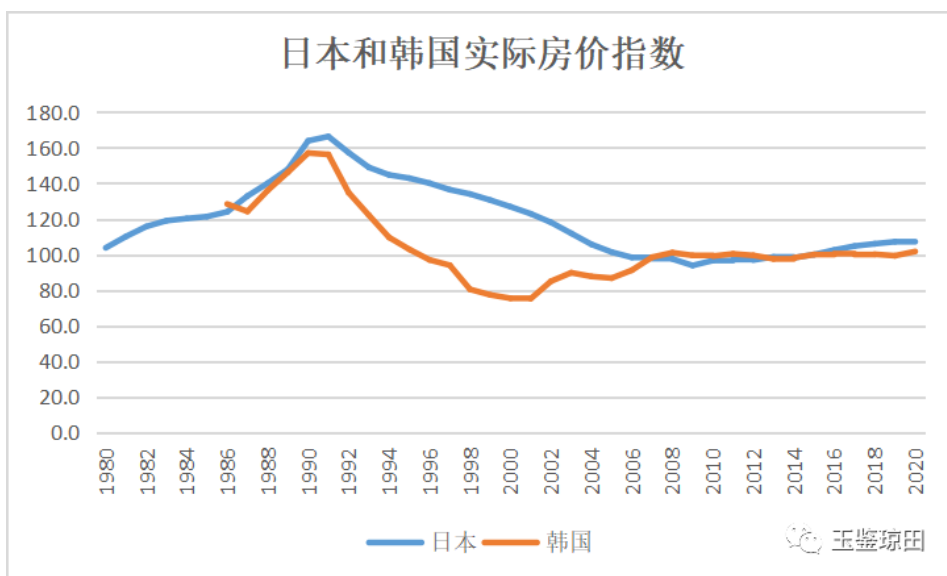
4. 居民杠杆率和房价指数的关系。对照我写的“从 20 个国家 40 年房价历史看房价”，丹麦房价指数 2007 年达到最高点，然后下降，2012 年达到最低点后上升。瑞士、澳大利亚、挪威近 20 年房价和居民杠杆率都是比较平稳上升。

美国在 2006 年，英国在 2007 年达到房价最高点，因次贷危机房价下降，美国在 2011 年，英国在 2012 年房价达到危机后低点，而后回升，目前已超过次贷危机前高点。美国、英国、丹麦、爱尔兰居民杠杆率的最高点都是约晚于房价最高点 2 年，西班牙是 3 年。日本房价指数在 1991 年达到最高点，韩国房价指数在 1990 年达到最高点，但两国居民杠杆率表现很不一样，日本在 20 世纪 80 年代末到 21 世纪初居民杠杆率很长时间处在 70%左右，2000 年达到历史最高水平 71.1%，后来缓慢下降小幅波动，2020 年 9 月末是 64.3%，而韩国的居民杠杆率一路攀升，2020 年 9 月末是 101.1%。从中能总结出的规律是房价先达到最高点，然后房价下降，居民杠杆率还不能马上降低，居民杠杆率开始下降时间晚于房价下跌。

我国到现在还没经历过房价和居民杠杆率的大幅度下降，也就是房地产泡沫破裂和金融危机。

	美国	英国	丹麦	爱尔兰	西班牙	日本	韩国
房价最高点	2006年	2007年	2007年	2007年	2007年	1991年	1990年
居民杠杆率最高点	2008年	2009年	2009年	2009年	2010年	2000年	目前





因为金融危机是多种因素影响的结果，居民杠杆率高到何种程度会发生金融危机或房地产泡沫破裂，没有一个绝对的临界值。瑞士、挪威、丹麦居民杠杆率都超过 110%了，目前看没有发生危机的迹象。日本 1991 年房价崩盘的时候，居民杠杆率不到 70%。西班牙 2007 年房价崩盘时，居民杠杆率约 80%，2010 年升到 85.8%的最高点。美国、英国则是杠杆率最高达到 96%以上，出现次贷危机。丹麦的 137.9%似乎是各国居民杠杆率达到过的最高值。居民杠杆率快速提高往往伴随房地产泡沫，典型如西班牙、爱尔兰。居民杠杆率过高的国家多数还是经历了去杠杆。

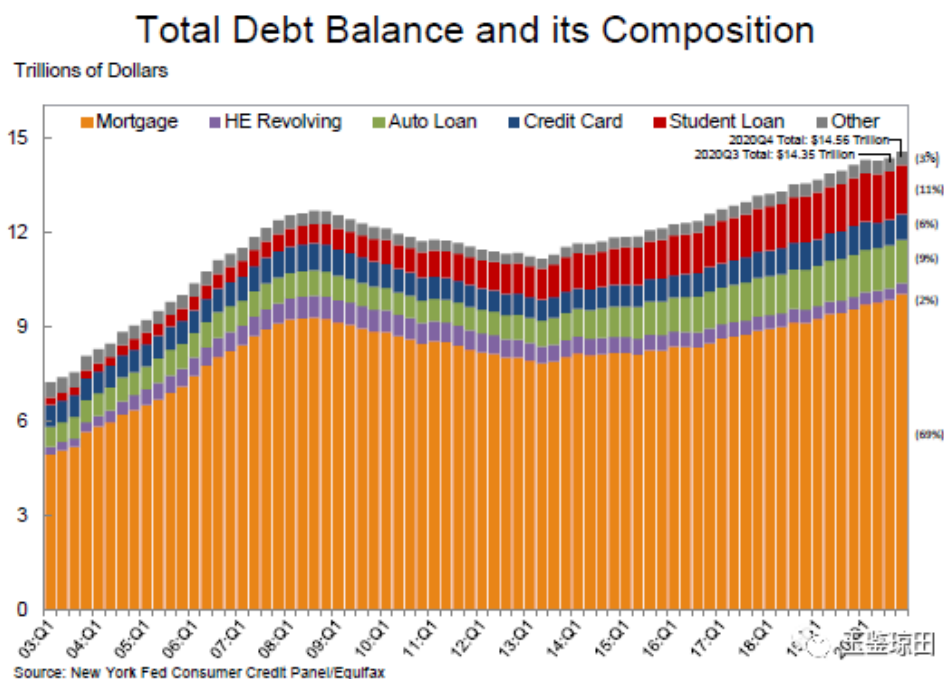
四、中美个人贷款比较

中美个人贷款数据对比（据中国人民银行和纽约联储数据）：2020 年末，美国居民贷款余额为 14.56 万亿美元（折合 94.92 万亿元人民币），中国为 63.19 万亿元人民币，美国约为中国的 1.5 倍。美国居民债务中，最大的是住房按揭贷款，余额为 10.04 万亿美元（折合 65.48 亿元人民币），我国个人住房贷款余额为 34.44 万亿元，美国约为中国的 1.9 倍。美国信用卡贷款余额为 8200 亿美元（折合 5.34 万亿元人民币），我国银行卡（含信用卡和借贷合一卡）应偿信贷余额为 7.91 万亿元，我国信用卡透支余额已是美国的 1.48 倍。虽然中国的信用卡透支余额中，很大一部分在免息还款期内还款，付透支利息的比例低于美国。不过这也反映出中国的消费观念，从和德国更相似的“先存钱，后消费”，逐渐转为和美国更相似的“先消费，后还款”，特别是年轻一代。

我国和美国的个人贷款结构中，差异最大的有两个贷种。一是学生贷款。美国学生贷款在 2010 年首次超过信用卡透支余额，并保持至今。在 2008-2013 年美国家庭去杠杆时期，学生贷款是唯一每年贷款余额还在增长的个人贷款品种。我国助学贷款规模极小。人民银行未公布助学贷款余额，据《2019 年中国学生资助发展报告》，2019 年，我国发放国家助学贷款共计 346.07 亿元，比上年增加 20.53 亿元，增幅 6.31%。2020 年末，美国学生贷款余额为 1.56 万亿美元（折合人民币 10.14 万亿元），学生贷款成为美国人的沉重负担。中美文化不同，美国大学生有很高的比例由本人负担教育和生活费用，靠打工和学生贷款，而中国只要不是父母经济十分困难的，大都会负担子女上

大学的费用。二是汽车贷款。2020 年末美国汽车贷款余额 1.37 万亿美元（折合人民币 8.96 万亿元）。人民银行未公布汽车贷款余额。据《中国汽车金融公司行业发展报告（2019 年度）》，2019 年末，我国汽车金融公司零售贷款余额人民币 7194 亿元。商业银行披露汽车贷款数据的不多，如平安银行 2020 年末汽车贷款余额为 2464 亿元。

美国个人贷款各贷种余额



五、小结

中国的居民杠杆率，即使按 BIS 口径（仅统计金融机构个人贷款），已远高于新兴经济体平均值，和欧元区平均值接近，并且超过了德国、新加坡、奥地利、意大利等发达国家。按人民银行包括了其他居民债务的更广义口径，比美国仅低约 6 个百分点。而且，在过去五年、过去十多年中，中国是居民杠杆率上升最快的国家。

中国居民杠杆率的快速提升有多方面的原因，最重要的三个原因，我认为，一是住房制度改革和城镇化进程，使得个人住房按揭贷款增加；二是消费观念的变化，使得“先消费，后还款”的观念逐渐盛行，互联网贷款的普及，也使得消费信贷更加便捷；三是小微企业主通过个人经营性贷款为生产经营活动获得融资，远比通过法人贷款手续更为便捷，而且近年由于鼓励扶持小微企业，大银行的个人经营性贷款利率较低。

从防范金融风险的角度，我们要适当控制居民杠杆率的上升幅度，但也要保证合理的个人贷款需求。针对上述三方面居民杠杆率提升的原因，国家也出台相应政策。

一是国家从“房住不炒”的角度，保护住房刚需的信贷需求，遏制住房的投资需求和相关贷款。

二是 2020 年以来金融监管部门一直在加强对互联网贷款的规范。2020 年 7 月，银保监会发布《商业银行互联网贷款管理暂行办法》，2021 年 2 月，银保监会等五部委办公厅发布《关于进一步规范大学生互联网消费贷款监督管理工作的通知》。这涉及一个很重要的导向问题，我们要提倡什么样的消费文化，是继续学习英美的消费信贷文化，靠寅吃卯粮的超前消费拉动经济，还是德国这种比较节制、不提倡过度超前消费的文化。

三是个人经营性贷款仍然受到鼓励。2021 年 3 月，银保监会办公厅、住建部办公厅、人民银行办公厅联合发布《关于防止经营用途贷款违规流入房地产领域的通知》，督促银行业金融机构进一步强化审慎合规经营，严防经营用途贷款违规流入房地产领域。这也反映了两方面问题，一是近年来实业经营的收益普遍性低于房地产投资，二是部分商业银行个人经营性贷款在政策鼓励下定价低于市场正常水平，存在套利空间。

2020 年 12 月中央经济工作会议提出，“扩大消费最根本的是促进就业，完善社保，优化收入分配结构，扩大中等收入群体，扎实推进共同富裕。”也就是扩大消费并不能过度依靠消费贷款。在合理的消费信贷额度下，消费信贷能起到跨期平滑消费的作用，虽不增加收入，但提前消费未来还款，提高了个人整个生命周期的效用；在过度的消费信贷下，个人收入难以支撑，或投资的房产价格下跌，成为负资产，造成大面积违约。“十四五”规划中提出要“规范发展消费信贷”。金融机构要承担企业社会责任，审慎经营，满足合理的个人信贷需求；个人要有正确的消费观、财务观，科学安排个人收支和借贷、投资活动。

大宗上涨之忧

李奇霖 中国资产管理人论坛理事 红塔证券研究所所长、首席经济学家

尽管国内经济出现了明显回升，市场甚至开始讨论在通胀压力下是否会导致政策全面收紧，但是，让人疑惑的是，本轮经济复苏，似乎没有看到内需驱动的身影，投资者给予厚望的消费，一直都没有起来。从复苏的驱动力来看，显然经济复苏主要是外需驱动的，从去年4月开始，出口就在持续的超预期，并带动工业产出高增长，工业增加值早就超过2019年同期。为什么这么强的工业生产没有传导到消费呢？消费数据的同比增速一直低于疫情前，消费究竟去哪了？

过去几个月，投资者一直把消费起不来，归因为零星的疫情反复，压制了人们外出消费的意愿，居民缺乏消费场景。也就是说，投资者认为消费者不是不愿消费，而是不敢消费。等疫情控制得更好一点，消费会出现爆发式增长，所以资金也比较早的布局了文旅等服务消费板块，希望能够抓住疫情结束带来的业绩反转的机会。但是清明节的消费数据给后续消费反弹的幅度，泼了凉水。4月的时候，不敢消费的问题已经解决得差不多了。受益于出色的疫情防控和疫苗接种的快速推进，居民对疫情的担忧逐渐消散，疫情对大家出行意愿的压制已经不存在了。体现在数据上就是，清明节的时候，有1.02亿人出行，已经恢复至疫情前同期的94.5%。在出行意愿恢复的同时，清明节的消费数据很弱，仅恢复至此前的56.7%，也就是说在不缺消费场景的时候，居民依旧不愿意去消费。

正常情况下，经济复苏的逻辑应该是需求回升—生产修复—企业盈利上行—居民收入提高—消费增加—需求进一步回升。尽管本轮经济复苏的起点是旺盛的海外需求，但毕竟旺盛的外需为中国企业带来了大量的订单，生产快速修复。生产修复后，消费也修复了一些，但居民收入改善的速度远远滞后于生产修复的速度，可以看到在就业人员平均工作时间和就业率快速回升的时候，工资却一直涨不上去。

我们认为传导机制之所以不畅，最大的问题是卡在了企业盈利这一端，而盈利压力之所以比较大，是因为原材料价格上涨太快，反过来侵蚀了企业的利润。所以，从数据上来看，一直都是PPI涨幅快，但CPI涨幅慢，尤其是反映内需的核心CPI，一直都处于跌势。生产旺，主要对应的是出口，生产转化的是企业的收入，一旦上游价格上涨，企业利润就上不去，这个时候，劳动力所占的收入份额自然就会缩水。

原材料价格上涨会给实体经济造成非对称式的冲击：

1、对大企业来讲，由于有规模、资金和技术优势，它可以改进设备，提高生产效率，所以我们看到工业机器人产量、金属切削机床产量大幅上涨，但是，企业高端化、智能化、机械化转型，会进一步降低企业对劳动力的需求，虽然长期来看有助于技术进步，不一定是坏事。

2、对中小企业来讲，压力就比较大了，持续上涨的上游价格会开始反噬中小企业利润，毕竟中小企业并没有技术、品牌和规模壁垒去抵抗上游价格上涨，但中小企业又承担了大量的就业（私营和个体解决了近60%的就业），消费的动能自然会被拖累。

那么，原材料价格为什么会大幅地上涨呢？

需求端对原材料价格上涨确实是有支撑的。美国量化宽松叠加向居民部门做财政转移支付，M2 和 M1 分别大幅增长，这自然导致生产国的出口订单大幅增长。频繁超预期的出口带动工业企业开足马力进行生产。过去几个月里，出口企业最直观的感受就是不断上涨的运价和供不应求的集装箱。2020 年之前，因贸易摩擦等原因，全球投资者预期都比较悲观，制造、批发、零售三大部门的库存同比都处于下行周期，再加上疫情的爆发，生产的停滞，更是让库存跌到了历史低谷。需求好了，碰上原材料库存低，企业库存回补，自然就会推升原材料价格。

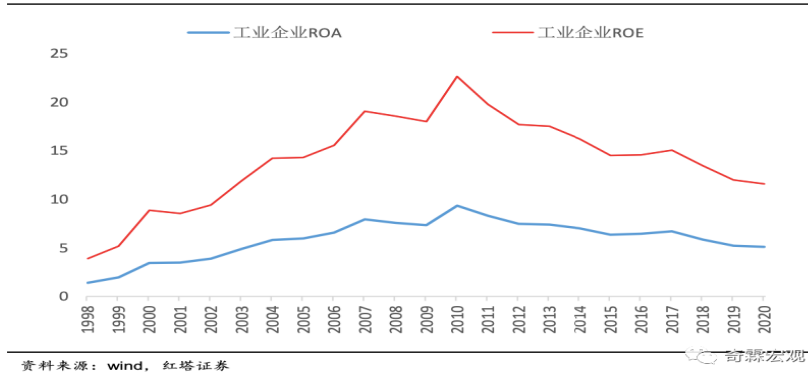
除了需求扩张的因素外，供给弹性低，也是推动原材料价格上涨非常重要的因素。供给弹性低的原因有两个，一个是海外疫情仍没有彻底控制住，尤其是一些资源型的新兴经济体，导致他们复工进度比较慢，比如智利和秘鲁，都是铜的主产区，它们复工的不及时，铜的供需缺口就会被迅速放大。另一个是要实现碳达峰、碳中和，部分碳排放高的资源品要减产，市场对这类品种存在供给收缩预期，比如近期我们看到高炉开工率出现了明显的下降。

有些特殊的上游品种，与新能源的需求是挂钩的，要实现碳达峰、碳中和，新金属由于有长期需求好转的预期，但资金面对长期需求改善一般都等不了那么久，会倾向短期快速将收益实现，将长期乐观的预期短期化，如果再叠加供给收缩，就会导致新能源金属出现大幅上涨。

持续上涨的大宗商品，也让行业间的盈利分配出现明显分化。此前因为原材料价格上涨对中下游的影响存在时滞（原材料一般采用先进先出法计价，存在几个月的时滞）等原因，各行业的利润率都在上行。但近期上游价格上涨已经让行业间的盈利结构出现了分化，其对中下游企业利润造成了很大的压力。从数据上看，中游机械设备的营业利润率在 2021 年 2 月出现了明显的下滑，同时，原材料相关行业的利润率大幅走高。

这样我们的逻辑链也就理清了，需求回升—生产修复—企业盈利上行—居民收入提高—消费增加—需求进一步回升的顺周期逻辑之所以走的比较艰难，很大程度上是因为上游大宗商品涨价侵蚀了企业利润。一旦企业对利润预期变得没那么确定，制造业投资修复的进程也就变慢了，即使是去年，经济恢复得很超预期，但我们看工业企业的 ROA 和 ROE 仍然是有下行压力的，投资者一直给予厚望的制造业投资并没有出现超预期的上行。无论是出口向消费环节的传导、还是出口向制造业投资环节的传导，问题都卡在实体的回报率环节，而实体回报率被制约的关键是上游价格的上涨压力。所以近期无论是国务院金稳会还是总理的经济形势座谈会，都强调了大宗商品价格持续上涨的问题。

图 7. 工业企业盈利能力并未修复



不少投资者认为大宗商品价格上涨，会产生通胀预期，进而判断后续财政以及货币政策都会全面收紧。但如果考虑到现在的主要矛盾是上游大宗价格上涨对企业盈利端的侵蚀，那这个判断就是有问题的。

全面收缩信用，去抑制需求，只会让实体的经营状况雪上加霜，企业盈利本来就受损了，而且小企业受到上游价格上涨的影响更大，货币全局收紧一般也会是非对称冲击，小企业承担信用收缩的成本要更高一些，这样的话，小企业压力就更大了。所以，现在政策会保持一个结构性宽松的状态，维持对小企业的信用宽松，同时压住地产-基建产业链的融资需求。政策上会保持一个“宽货币”但“结构性紧信用”的态势。

通过抑制地产-基建等传统部门融资需求，一来可以挤出部分上游价格推升的压力，二来防范刚兑和非刚兑部门的息差套利，三来要抑制流动性投放出来后的“炒房”需求，重点城市的房地产调控也会从严。所以国务院在4月13日公布的《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》意见中提出，要继续清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算。破刚兑似乎箭在弦上。

缓解原材料价格上涨的压力，我们认为重点也不完全是压制需求端。现在市场是不太缺流动性的，充裕的资金会去追逐那些具有确定性的资产。在需求不差的环境下，供给如果又有收缩预期，那这类商品的确定性就会很高。比如在环保限产政策下，钢材等商品具有供给收缩预期，所以热轧卷板、螺纹钢、线材的价格就一直在上涨。与之对应的是，随着钢铁开始限产，市场对铁矿石的需求就下来了，所以3月铁矿石环比大幅下滑。

需要确定的是，确定性的长期基本面改善预期会导致价格通过暴涨的形式在短期内实现，由于透支了未来的涨幅空间，这就恶化了市场的微观结构，使得价格对供给端的边际利空变得很敏感。比如此前因为镍铁—高冰镍—硫酸镍产线打通，原先的硫酸镍原料供应偏紧逻辑边际上受到冲击。因为市场走的太靠前，边际上的变化对镍价造成了明显的冲击，3月份镍价下滑了14%。所以，解决上游价格上涨的问题应该在供给端和改变稀缺性上下功夫。

如果说近期核心资产的调整是因为美债收益率上行对估值的冲击，那为什么在市场都看好经济复苏的时候，在一季度业绩同比应该是全年最高点的时候，顺周期的逻辑走的并没有那么顺呢？

因为中下游企业的盈利和回报率在大宗上涨的压力之下，变得没有那么确定，市场是看预期的，一季报好，已经在预期之内，但如果上游价格上涨，导致一季报没有想象中的那么好，而且上游价格上涨甚至会影响到二季报，那顺周期的逻辑就走不下去了

上游价格上涨，按理说，上游相关的标的是可以布局的，但上游相关的标的也没有出现上涨的行情，有些有色的龙头标的近期甚至还出现了较大的回撤。要的问题出在了持续性上面，因为市场对上游上涨的持续性不敢有太大的把握，分子端现金流的久期市场不敢给太长，毕竟上游价格通胀对实体的回报率侵蚀较强，需求和部分品种的供给收缩在政策层面又是可调控的，上游标的在预期上没有什么确定性。博弈上游涨价，与其博弈股票，不如博弈商品。

今年最大的机会其实是在成长股，白马的估值偏高，顺周期业绩在供需两端都有一些不确定，而国内的增长板块从去年7月开始就一路杀估值，到了现在的位子，估值不算高，只要上游上涨的趋势被控制，释放些宽松预期让无风险利率再下来一些，再配合一些改革和转型预期，成长的行情就能打开了。

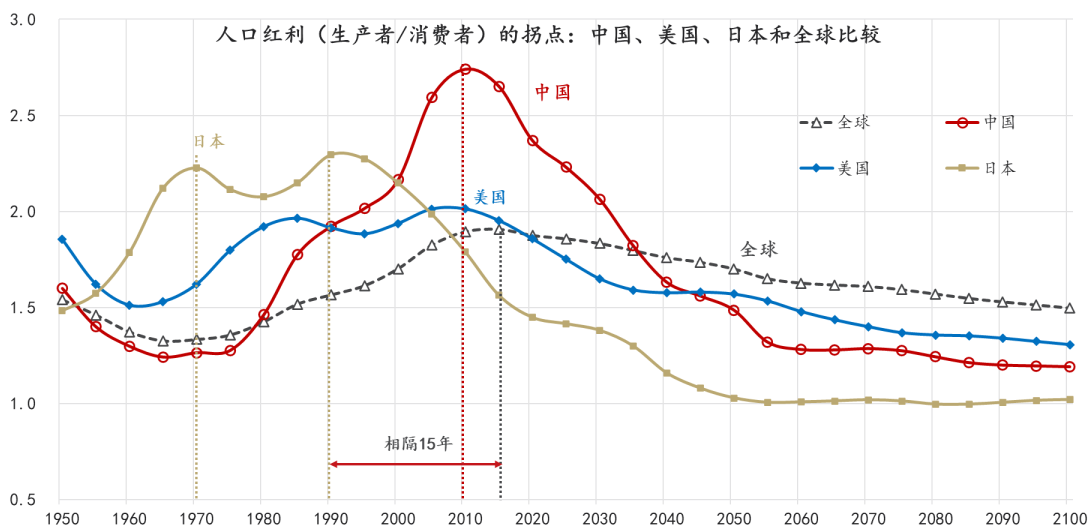
当一切都变得没有那么确定的时候，10年期国债的确定性开始不断增强，去年是固收+，今年是固收-，今年以来，偏债多一点的产品反而给了投资者更确定的回报。从顺周期到通胀预期再到政策收紧的传导链条并不存在，相反，“宽货币”和“结构性紧信用”的政策组合对利率债的表现非常有利，不过抱团城投的信用风险压力是今年需要高度关注的点。

通胀、通缩还是滞胀：人口视角与日本经验

邵宇 上海金融与发展实验室理事 东方证券首席经济学家
陈达飞 东方证券宏观研究员

近日，央行一篇工作论文再次将人口问题推上舆论焦点。抛开权威部门学术论文中引发争议的用词和逻辑以及结论，文章指出的问题及其所引发的讨论有其正面意义。对于中国所面临的人口挑战，日本经验常被用作参照系。但是，更需要关注中国国情对日本经验的偏离——既有内部差异，也有与外部世界的关系的差异。人口老龄化被认为是日本失去二十年的重要解释，而中国面临的人口挑战比日本更严峻（图1）。抛物线左侧是红利，右侧是压力。比较曲线的特征可知，中国抛物线的峰值更高，上升期和下降期都更加陡峭，这说明，“人口红利当时用得舒服，事后是需要偿还的负债。”

图1：人口老龄化拐点的比较



数据：联合国，东方证券财富研究中心

具体可从四个维度理解。第一，劳动市场结构有两个关键拐点：一是刘易斯拐点，描述的是劳动人口的空间布局。在工业化进程中，农村人口会向城市转移，所以工业化与城市化是同步的，当农村转移人口从过剩变为短缺时，就出现了刘易斯拐点；二是老龄化拐点，描述的是人口的年龄结构，也是一个经济体的劳动者（生产者）与非劳动者（消费者）结构。一般用人口抚养比，即生产者与消费者比例的倒数表示“人口红利”。经验上，刘易斯拐点出现的时间早于老龄化拐点。两个拐点之间的时间间隔对经济发展而言至关重要，它决定了坡度，即斜率。

日本刘易斯拐点出现在 1960 年代初期，人口抚养比的拐点出现在 1990 年代初，两者相隔 30 年。韩国分别在 1970 年代初和 2010 年前后，相隔 40 多年。而中国的两个拐点大约出现在 2005 年和 2010 年，相隔仅 5 年（社科院蔡昉教授认为分别是 2004 年和 2010 年，相隔 6 年，可参考《从人口红利到改革红利》）。

第二，对比中国、日本和世界人口抚养比拐点可知，在日本人口红利消退时，中国和世界仍处于人口红利上升期。全球化时代，资本流动可以弥补境内劳动力不足。中日拐点相隔 20 年，所处时代背景有显著差异。上世纪 90 年代初，两极世界合二为一，在“历史终结论”的乐观情绪中，全球化迎来高光时刻。日元升值、内需低迷和金融自由化推动日本对外直接投资大幅扩张。但在中国人口红利消退时，全球人口结构（包括美国）都出现了拐点。并且，2008 年金融危机之后，去全球化成新趋势，保护主义和民族主义抬头。中日所面对的是完全不一样的世界。

第三，经济发展的根本目的是个体的美好生活，反映生活质量的是人均 GDP。1990 年，日本早已经成为高收入国家。按美元不变价计算，1962 年，日本人均 GDP 就超过 1 万美元，相当于美国的 50%。1990 年，增加值 3.8 万美元，首次超过美国，并保持到了 1997 年。即使是在房地产泡沫破裂之后，日本 GDP 和人均 GDP 的下降幅度也是有限的，人民生活水平并未明显下降。反观中国，2010 年，中国人均 GDP 仅 4,500 美元，相当于美国的 1/10。2020 年首次突破 1 万美元，也仅为美国的 1/5。我们当然可以说，中国经济增长前景广阔，还有充分的改革红利，但这一切都是建立在一项一项攻坚战的胜利基础之上的。人口方面，我们也有足够量级的“工程师红利”，但是每年数百万级劳动年龄人口的消失和劳动力参与率的下降，以及新生儿数量的下坠，经济“硬着陆”的风险会长期存在。

第四，劳动力数量短缺需要靠质量提升来弥补，这主要依赖于创新和劳动生产率的提升。中日都属东亚经济体，有共同的文化基因，但若将两国都概括为“东亚模式”，将会掩盖有价值的信息。在开放进程中，中日对待外资的态度截然不同。日本更保守，中国更积极。日本更强调对技术专利的授权，而中国更强调技术的外溢效应。简而言之，日本是在全世界开工厂，而中国成了世界的工厂。这种差异，既反映了创新实力的差距（尤其是基础创新），也进一步强化了这种差距。虽然已经失去了近三十年，但在中国生产的上游，日本仍具技术领先优势，集中体现在汽车制造、机械设备和金属等行业。技术和产业链层面上，中国双循环绕得开美国，也绕得开日本，但很难同时绕开美国和日本（以及德国）。

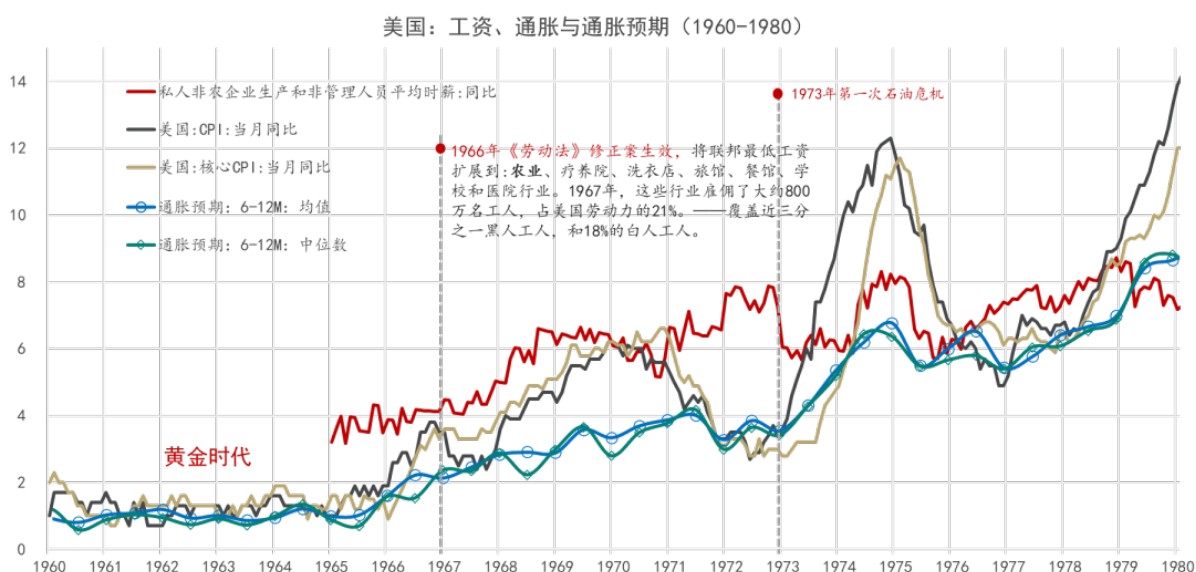
日本走向泡沫化的过程，以及泡沫破灭后的停滞，为中国提供了可资借鉴的经验和教训。可以感知到，中国在对人民币升值和采用宏观政策进行逆周期调节中都更为谨慎。人口结构兼具供给侧和需求侧双重含义，不同年龄段人口的生产、消费、投资和储蓄行为是不同的。老龄人口对投资、储蓄、GDP 增长的影响都是负向的，对物价有正向影响；劳动年龄人口与之正好相反。在日本经验中，人口老龄化与通缩并存，这常常被解释为：人口老龄化导致了通缩。照搬日本经验，认为中国未来面临的通缩压力大于通胀，是一种静态的历史观。真正导致通缩的，是少子化，而非老龄化。将人口按年龄分为三组：年轻组（0-21 岁）、工作组（21-60 岁）和老年组（60 岁以上），从经济增长、投资和储蓄角度来说，年轻组和工作组都有正向的影响，老年组正好相反。从通胀角度而言，年轻组有最明显的正向影响，工作组则有最显著的负向影响，老年组有轻微的正面影响。那么，在一个出生率下滑、劳动人口收缩、老龄人口增长和预期寿命延长的时代，经济增速有下行压力，而物价则面临上行压力。（Aksoy et al., 2019）

人口结构是一个慢变量，老龄化对物价的影响需在较长时期内观察。由于劳动契约、全球化、技术进步等因素对通胀的影响更显著，人口结构的影响往往被淹没。更重要的是，如前文所述，国外劳动力弥补了日本国内劳动力

的不足，对外投资同时减少了境内劳动力需求，所以并未形成工资上涨压力。安倍经济学之后，日本固定资产投资和劳动力市场均出现了一些积极的变化，同时，日本也正在推动产业回流。今时不同往日，世界人口红利都在消退。长期停滞的劳动力工资有可能持续压抑供给侧。

未来的世界，缩与胀的力量都在，如果再考虑人口以外的因素，胀的可能性更大。上世纪70年代的滞胀并非一蹴而就，60年代中期，美国通胀压力就已经显现。除了越南战争升级以外，约翰逊“伟大社会”构想和最低工资法案是重要推动力量。1973年第一次石油危机之前，美国通胀率已经升至6%以上，约等于1973年峰值时的一半(图2)。拜登新政具有浓厚的进步主义色彩。通胀预期大概率超预期。然而，这并非内生的真实繁荣，而是廉价货币产生的财富幻觉。

图 2: 1966 年美国最低工资法与通胀预期



数据来源：美国劳动部，利文斯顿调查；WIND；东方证券财富研究中心

2021 第一季度中国宏观金融

——反弹力度不及预期、金融风险逐渐显现

殷剑峰 上海金融与发展实验室理事长 浙商银行首席经济学家

张旻 国家金融与发展实验室研究员

【摘要】由于2020年1季度疫情对经济巨大冲击形成的基数效应，2021年1季度延续了去年3季度以来的反弹态势。然而，从实际GDP、投资、特别是消费等主要指标看，经济尚未回到疫情暴发前的长期增长路径，反弹力度并没有预期的那么大。与此同时，企业和地方政府债务风险逐步暴露，居民负债快速增加，推动了房地产销售的火爆行情。当前老龄化趋势加上居民收入长期增长乏力，消费潜力下降。我国并不具备通胀基础，此轮成本推动型的PPI反弹与疲软的内需并不匹配。预计二季度PPI影响叠加CPI翘尾因素正向影响会推动CPI小幅上行，但是难以改变CPI的长期通缩趋势。

一、三驾马车

从经济增长的三驾马车来看，主要特征是**投资仍处于复苏阶段、出口反弹远超疫情前水平、消费反弹难掩疲弱**。去年下半年消费对于GDP的累计贡献率一直是负的，同时资本形成的累计贡献率迅速反弹并远高于净出口，成为经济增长的主引擎。今年1季度消费重新成为经济增长的主要动力，投资、消费和净出口对于GDP的累计同比贡献率分别是24.5%、63.4%和12.2%，但消费的贡献率低于2015年以来同期水平。

二、实体经济部门负债情况

1季度信用总量规模达到290万亿元，同比增速为11.3%，较2020年4季度下降0.9个百分点，信用扩张增速明显放缓。1季度的融资环境以信用“收缩”为主线，主要是融资规模方面的收缩。1季度信用总量增量为29.5万亿元。

（一）企业部门

1季度企业部门信用总量达162万亿元，同比增速从去年4季度的10%下降至8%，延续了去年下半年以来的回

落趋势。分融资工具来看，今年企业的**贷款融资增速小幅回落，债券融资增速大幅下降，表外融资进一步萎缩**，由此，企业对于传统信贷融资的依赖度进一步加深，1 季度贷款融资、债券融资和非银融资占比分别为 74%、11.8%、14.3%，信贷融资占比达到 2011 年 4 季度以来新高。

债券融资增速下滑，除了与去年高基数有关，也与企业债务压力增大、债券市场违约增多有关。**今年债券市场违约有五个特征：一是与去年同期相比，债券违约数量、规模和主体均增多；二是地方国企违约明显更多；三是疫情对于行业的影响凸显，航空和房地产相关行业违约占比 60%；四是债券种类向中期票据倾斜；五是上市公司违约占比上升。**

今年值得关注的另一个特点是企业的中长期贷款进一步提速，同比增速 16.9%，达到 2011 年 2 季度以来最高，单季度增加 4.5 万亿元，创历史最高。增量中 62%流向了制造业、基础设施和服务业。不过，考虑到固定投资的两年平均增速并不高，中长期贷款高增应该主要与贷款展期、贷款续作、放贷节奏前倾等因素有关。

从制造业企业的经营情况来看，**大中小企业复苏出现明显分化**。分规模来看，中、小型企业受到的原材料涨价影响更大。分项来看，**中型企业经营受到的影响相对最大，而小型企业的表现相对强势**，大型企业方面供需双双回落，体现出企业仍有加库存意愿，或反映出大型企业对于需求恢复的乐观预期。

（二）政府部门

1 季度政府部门信用总量为 62 万亿元，同比增速从去年 4 季度的 16.6%下降至 15.2%，为 2019 年 4 季度以来首次降速，**表达出积极财政政策回归常态的信号**。中央政府信用总量为 20.9 万亿元，同比增速从去年 4 季度的 24.1%下降至 23.7%，其中国债余额增速 23.8%仍是历史高值。地方政府信用总量为 41 万亿元，同比增速从去年 4 季度的 13.1%下降至 11.4%。

1 季度地方政府债券发行有四个特点，一是地方债发行节奏回倾。二是再融资债券发行前倾且用途变化。**1 季度发行的 8951 亿元地方政府债券中，96%为再融资债券，而 2019 年以来该项占比一直不高于 30%**。再融资债券的原本用途是用于偿还部分到期的地方政府债券本金，2020 年底以来天津、四川、江苏等多省发行再融资债券用于偿还存量债务，侧面说明了地方政府偿债压力凸显。后续季度还需对此持续关注。三是地方债券发行期限正常化。四是发行利率仍然较低。

需要注意的是，城投债与地方政府债的未来兑付高峰存在高度重合。**这意味着地方政府的还款压力将大幅攀升，未来几年城投债和地方政府债同时违约的几率增加。**

（三）居民部门

1 季度居民部门信用总量为 65.8 万亿元，同比增速从上年 4 季度的 13.7%提高至 16.3%，达到 2019 年 2 月份以来最高。消费贷款方面，**短期和中长期消费贷款的走势继续分化**。经营贷款方面，**短期和中长期经营贷款延续了疫情以来高速增长的趋势**。经营贷款的高增，一方面归因于央行低利率的小微企业贷款和延期还本免息政策直达实体，

另一方面是由于部分经营贷违规流入了房地产市场。

2020年“三道红线”等一系列调控政策限制了房企的规模扩张，房地产投资的各项指标，除去高基数因素后，两年平均增速并不高，同时新开工意愿也不强，竣工速度明显加快。与房地开表现不同的是，年初以来房地产销售市场异常火爆，不过，这种增速的跃升除了基数效应外，只能部分归因于社融增长，还有预期因素所致。房地产泡沫进一步扩张，热点城市的楼市调控还需再升级。

三、物价指标

今年以来的一个重要特征是PPI大幅反弹。PPI累计同比增速从去年7月份的低点-2%回升至今年3月份的2.1%，其中，生产资料价格增幅较大，而生活资料价格变化并不大。

在过去的20年里，PPI由负转正并大幅反弹的现象出现过两次，一次是2009年至2011年，一次是2016年至2017年，然而两次PPI反弹对于CPI的传导结果却截然不同。2009年至2011年期间，4万亿经济刺激计划有力地带动了固定资产投资的快速增长，直接推动PPI拉升，同时内需也得到了有效扩大，生活资料PPI迅速跟随生产资料PPI反弹，CPI从2009年7月份的低点-1.2%反弹至2011年9月份的5.7%，我国经济迎来全面复苏。2015年在供给侧改革影响下，供给收缩对工业品价格形成支撑，PPI从2016年1月份的低点-5.3%大幅反弹至2017年3月份的7.4%，不过同期生活资料并未跟随生产资料大幅回升，CPI也没有随之上涨。

在PPI对CPI的两次传导中，生产资料向生活资料的传导效率不同，其根本原因在于我国的人口格局发生了深刻变化。我国15至64岁的劳动年龄人口占比在2010年达到顶峰，为后金融危机时期带来了更多的消费和投资需求。2014年劳动年龄人口总数开始负增长，根据联合国人口中位数预测，我国2027年总人口将负增长。这种人口格局决定了物价水平的中枢。老年人的消费意愿并不强，年轻人由于未来养老压力也在减少消费，因而消费增长低迷成为近年的长期趋势。

综合来看，老龄化发展趋势使得消费潜力下降，尤其是疫情以来居民收入修复缓慢。因此我们判断，我国并不具备通胀基础，此轮成本推动型的PPI反弹与疲软的内需并不匹配，也难以改变居民收入增速长期下降的趋势。预计二季度PPI影响叠加CPI翘尾因素正向影响会推动CPI小幅上行，但是难以改变CPI的长期通缩趋势。对制造业来说，这也意味着，上游的价格涨幅将高于下游，而中游企业的议价能力普遍较弱，其利润将承担不小压力，可能会面临资金链断裂风险，这点从中型企业PMI变化中已经可以看到

（本文由韩爽改编自殷剑峰、张旸《2021Q1中国宏观金融》报告）

2021 第一季度特殊资产行业运行

——不良贷款处置试点启动，市场潜力进一步显现

曾刚 上海金融与发展实验室主任 国家金融与发展实验室副主任

栾稀 国家金融与发展实验室特殊资产研究中心研究员

【摘要】我国商业银行不良贷款比例持续下降，这点在特殊资产的标的量和成交量上得到了反映。资产金融拍卖成交额同比和环比均明显下降。成交价下降可能是由于标的资产的原值整体下降，新增特殊资产的体量下降。而成交量的持续下降可能是由于特殊资产的标的量下降。债权类资产的拍卖成交率有所提高，成交折扣率持续上升，表明在经济呈现出复苏势头时，债权类资产需求在上升，特殊资产需求方期待乘势获得超额收益。如果中国经济可以延续复苏的势头，银行不良贷款比例继续下降，预计特殊资产市场的供求关系可能有所改善，特殊资产的需求将持续上升，新增供给有望减少。成交量和成交额可能难现经济下行时期的规模，但是资产的成交折扣率有可能进一步上升。如果需求恢复不振，外需也遭遇变数，特殊资产市场的供给量将出现反弹。

一、特殊资产行业运行环境

（一）当前宏观经济形势及展望

2021 年一季度，我国 GDP 同比增速达 18.3%，供给恢复的速度快于需求恢复的速度。从两年平均增速来看，工业增长速度已恢复至疫情前，而三大需求中，仅出口受益于外需改善和出口份额上升，增速远超过疫情前同期，消费、投资的两年平均增速均远不及疫情前水平。在国际大宗商品大涨、输入性通胀压力上升的背景下，我国因中下游制造业供给弹性较大，通胀由上游向下游传导层层削弱，整体通胀保持在较低水平。

预计二三季度，我国宏观经济仍将维持供大于求的局面，大宗商品快速上涨可能挤压制造业利润。全球经济提速，外需将继续支撑总需求。全球供需失衡加剧，原材料大宗商品价格将继续上涨，上游产业和原材料加工产业利润有望保持高增长，而中下游制造业利润空间将被挤压。

预计美联储明确释放货币政策转向预计将在三季度后，暂时无需担心货币政策收紧。我国经济尚未完全恢复至疫情前，通胀按照环比价计算刚刚回归至疫情前，经济运行中仍有不确定性和不稳定性存在，宏观政策尤其是货币政策更需稳字当头，保持对经济恢复的必要的支持力度。货币政策或许不会仅因通胀上行而做出价格上的调整。

（二）银行不良率变化

一季度，我国商业银行问题贷款比例下降。除损失类贷款比例略有上升外，商业银行不良贷款比例、次级贷款比例、可疑类贷款比例、损失类贷款比例均有所下降。主要银行中，国有商业银行、股份制商业银行不良贷款比例均下降，城市商业银行不良贷款比例上升，农村商业银行不良贷款比例持续下降。农村商业银行不良贷款处置压力依然很大。

如果中国经济可以延续复苏的势头，银行不良贷款比例继续下降，预计特殊资产市场的供求关系可能有所改善，特殊资产的需求将持续上升，新增供给有望减少，此前处置的特殊资产可能会有一部分获得超额收益。

（三）政策加大不良贷款出清力度

2020年以来，监管层大力推动商业银行加快不良资产处置，全年共核销坏账超过3万亿元。为进一步便利金融不良资产处置，2021年1月，中国银保监会下发《关于开展不良贷款转让试点工作的通知》（银保监办便函〔2021〕26号）（以下简称“通知”），批复同意试点开展单户对公不良贷款转让和个人不良贷款批量转让。万亿级市场开闸，我国不良资产行业市场化改革迈出新的关键一步。

除放宽不良贷款转让范围外，监管部门也在加快不良资产处置行业的基础设施建设。《通知》明确要求在银行业信贷资产登记流转中心（以下简称“银登中心”）试点开展银行单户对公不良贷款转让和个人不良贷款批量转让工作。1月13日，银登中心正式发布《银行业信贷资产登记流转中心不良贷款转让业务规则（试行）》及相关配套细则，在业务流程、公开竞价、信息披露、风险管理等方面对不良贷款转让试点业务提出了具体要求。

2021年1月，中国银河资产管理有限责任公司在北京举行开业仪式，这是二十年来首次获得批复设立的第五家全国性资产公司。

二、金融资产

（一）整体成交情况

资产金融拍卖成交额同比和环比均明显下降。2021年一季度，资产金融拍卖总成交额为103.25亿元，环比下降65.82%，同比下降18.58%。资产金融拍卖成交额的下降源于**成交数量和成交价格环比双双下降**。虽然资产金融拍卖的平均成交价波动有一定的季节性，但**2021年一季度资产金融拍卖平均成交价较往年大幅下降，不足2020年一季度的一半。**

（二）各省市成交情况

从交易总量上看，资产金融拍卖的市场格局没有太大变化，成交量排名全国前十六的省市依次为山东、广东、浙江、四川、辽宁、江苏、湖北、广西、江西、天津、陕西、宁夏、安徽、河南、福建、重庆，上述省市的成交量之和占全国总成交量的89.74%。

从增量上看，2021年一季度，大部分省市资产金融拍卖的交易量均较上一季度明显减少。成交数量位于前列的省份中，除了山东和辽宁分别环比上升23.64%、39.02%以外，广东环比下降56.66%，浙江环比下降46.39%。

从资产金融拍卖标的存量数据上看，2021年一季度，四川、山东、广西、广东、辽宁的资产金融拍卖存量标的数量排在全国前五位。

从增量上看，绝大多数省市的资产金融拍卖标的数量明显减少。2021年一季度，贵州、安徽、江苏、福建、云南、甘肃、新疆、青海等省市的资产金融拍卖存量标的数量降幅超过70%。这与银行不良贷款比例持续下降是吻合的。

2021年一季度，资产金融拍卖的成交率与2020年四季度基本一致。2021年一季度，共5个省份的成交率超过了50%，全国共18个省市的成交率超过了20%。除了新疆和甘肃外，可以看出资产金融拍卖成交率靠前的省份均为民营经济发达的省份。

（三）各类资产金融拍卖成交情况

各类资产的标的数量和成交数量均较2020年四季度减少。2021年一季度，债权资产和商业用房依然是最主要的资产金融拍卖标的资产，但均较2019年一季度分别下降37.44%和21.58%。而其他资产种类在一季度的标的数量均不足300件，也较2019年四季度明显减少。从成交数量上看，债权类资产的成交量最高，其他资产的成交量均不高。

1. 债权资产

除山东外，多数省份债权资产交易量和标的量双降。债权资产拍卖依然主要集中在山东、浙江、江苏、广东等东部和南部沿海地区，这四个省份的交易总量和标的总量约占全国总量的60%。但除山东外，主要省份产金融类债权资产的交易数量与标的数量均环比小幅下降。

从成交率上看，债权类资产的拍卖成交率有所提高。2021年一季度，共有7个省份的债权资产成交率超过60%，这一数量较2020年四季度持平。债权类资产的成交率是资产金融拍卖的各类产品中整体最可观的。

2. 住宅用房

一季度的资产金融拍卖住宅用房标的存量和成交量较为低迷，成交率差异较大。2021年一季度，广西的成交量位列第一，四川的标的量排在第一。住宅用房（资产金融类）的成交率最高的浙江省其成交率也仅有58%，与四季度相比有所下降，其一季度标的数量也很低，仅有12套。

3. 商业用房

资产金融拍卖中，主要省份商业用房标的存量总体下降，但部分省份有所上升，但成交量依然偏低。2021年一季度，成交量排名前五位的依次是四川、广东、江西、广西、江苏；四川、广西、辽宁、宁夏、江西的标的数量较多。2021年一季度，仅有12个省份商业用房的成交率超过了10%，受经济下行压力较大以及商业用房本身存在一定交易限制的影响，商业用房的成交率一直偏低。

4. 机动车

机动车交易的成交量和标的量较为有限，2020年四季度大幅下降。2021年一季度，机动车成交量较2020年四季度下降33%左右，标的量与2020年四季度下降60%。

5. 工业用房

当前用于资产金融拍卖的工业用房交易量和标的量均较低，进一步分析的价值有限，不做详细分析。

（四）溢价率和平均折价率

2021 年一季度，机动车、工业用房、商业用房、住宅用房、债权资产交易的平均溢价率分别为 64%、7%、36%、31%、33%，除工业用房和机动车外其他资产平均溢价率较上一季度有明显的上升，商业用房平均溢价率连续多月上涨，首次超过 30%。机动车溢价率明显较高，房产类的平均溢价率较低。

2021 年一季度，住宅用房、商业用房、债权和机动车的平均成交价比估值分别为 241%、48%、143%、108%。其中，住宅用房出现平均成交价明显高于估值的情况，债权资产的平均成交价也略高于估值，而商业用房的平均成交价均明显低于估值。与上一季度相比较，除了住宅用房的成交价/估值明显高于上季度外，其他资产的成交价/估值变动不大。其中，商业用房的平均成交价比估值较四季度下降、机动车和债权的平均成交价比估值与上季度基本持平。

（五）债权资产成交折扣率

2021 年一季度，债权资产平均成交折扣率为 67.0%，较上季度有所增长。从趋势上看，债权资产平均成交折扣率已经连续七个季度上涨，再次创造历史最高值。如果经济持续复苏，债权资产的平均折扣率仍有上升空间。

三、总结

如果中国经济可以延续复苏的势头，银行不良贷款比例继续下降，预计特殊资产市场的供求关系可能有所改善，特殊资产的需求将持续上升，新增供给有望减少。从总量上看，成交量和成交额可能难现经济下行时期的规模，但是资产的成交折扣率有可能进一步上升。但如果需求恢复不振，外需也遭遇变数，特殊资产市场的供给量将出现反弹。

（本文由韩爽改编自曾刚、栾稀《2021Q1 特殊资产行业运行》报告）

2021 年第一季度银行业运行

曾刚 上海金融与发展实验室主任 国家金融与发展实验室副主任

王伟 中国社会科学院研究生院博士研究生

【摘要】2021 年一季度，商业银行各项指标有所回升，总体表现较为平稳。大中型银行的抵补能力较为稳健，但城商行和农商行拨备覆盖率低于平均水平，分化较为明显。不同类型银行流动性分层现象日趋明显，流动性风险依然是未来一段时间中小银行面临的重要挑战。展望 2021 年二季度，银行业整体资产质量尽管有所改善，但还存在不确定因素。严监管已经常态化，银行风险处置将会继续推进，公司治理、监管制度短板也会不断补强。系统重要性银行监管框架基本成形，部分纳入系统重要性监管的股份制银行可能会面临一定资本和流动性压力。商业银行负债质量监管制度出台，后续商业银行通过负债创新来高息揽储等行为将受到更加严格的监管。

一、宏观经济环境

在经济持续恢复的过程中，应看到全球经济复苏的前景仍充满了不确定性，疫情冲击对经济的长期影响还有待观察。宏观经济政策总体保持相对稳定性和可持续性，重点把握稳增长与防风险之间的平衡。

货币政策方面，总体来看，今年以来稳健的货币政策坚持稳字当头，体现了前瞻性、主动性、精准性和有效性，对实体经济支持力度稳固。

2021 年一季度整个银行业监管政策保持延续，一是严监管已经常态化。二是系统重要性银行监管框架基本成形，部分纳入系统重要性监管的股份制银行可能会面临一定资本和流动性压力。三是商业银行负债质量监管制度出台，后续商业银行通过负债创新来高息揽储等行为将受到更加严格的监管。

二、银行业经营情况

（一）资产规模依旧保持较快增速

截至 2021 年 3 月末，我国银行业金融机构本外币资产 329.6 万亿元，同比增长 9.0%。其中商业银行总资产 275.9 万亿，较去年同期增长 9%，占银行业金融机构比例的 83.7%，占比有所提高。大型商业银行本外币资产 134.1 万亿元，占比 40.7%，资产总额同比增长 8.1%；股份制商业银行本外币资产 59.2 万亿元，占比 18.0%，资产总额同比增长 9.1%。整个银行业资产仍保持较快速度增长。

贷款增长的同时也伴随着贷款结构的优化，一是制造业中长期贷款同比增速达到 40.9%，连续 17 个月上升；二是普惠金融领域贷款增长速度加快。贷款增速变化也体现了在直达实体经济货币政策工具的运用下，民营企业和小微企业的融资环境得到一定程度的支持和改善。

（二）净利润增速持续改善，但分化显著

2021 年一季度，商业银行累计实现净利润 6143 亿元，同比上升 2.4%，净利润连续三个季度有所改善。城商行同比改善最明显，净利润增速同比提升至 5%，超出市场预期。农商行盈利增速基本为 0。

一季度国有大行仍加大拨备计提力度，对利润有一定侵蚀，加之体量巨大，相较中小银行，大行盈利增速相对偏低。此外，一季度仍有 12 家上市银行盈利增速为负，包括部分股份制银行及城商行。

监管数据和上市银行数据共同印证，行业内部分化态势仍在持续。首先，全国性银行和地方性银行进一步分化，地方性银行之间也呈现出强者愈强的市场格局。其次，营收同比显著大于净利润同比，体现资产减值损失计提幅度依然较大。第三，前瞻性来看，尽管商业银行整体加大了拨备计提力度，但利润同比增速依然趋势向上，说明银行资产质量还在持续改善，利润增速向上持续性有较为坚实的支撑。

（三）净息差小幅下降

2021 年一季度末商业银行整体净息差为 2.07%，同比下降 3BP，农商行的下降幅度显著高于其他银行。净息差的下降，一方面来自于当前降低实体经济融资成本以及中小企业的利息、本金延期的大背景下，银行资产收益率下行压力很大；另一方面，受制于融资渠道和管理水平，中小银行的负债成本下降难度较大。但也应该看到，银行净息差也受到一定程度上政策利率的保护，LPR 报价维持不变，也对商业银行净息差起到一定的保护作用。

从上市银行季度数据来看，一季度上市银行净利息收入同比增 4.8%，其中生息资产同比增速 8.5%，净息差同比下降 8bp。对比 2020 年末净利息收入同比增 6.9%。

（四）风险状况

1. 不良贷款率首次下降

截至 2021 年一季度末，商业银行不良贷款总额达 2.79 万亿，同比增速为 7%，是今年最低增速。2021 年一季度，商业银行整体不良贷款率为 1.80%，同比下降 0.11 个百分点，较去年末下降 0.04 个百分点，连续第二个季度出现下降。其中，大型银行不良率为 1.47%，同比增加了 7BP，但总体保持较低水平，股份制银行不良率下降了 19BP，城商行和农商行同比也出现较大幅度下降，分别下降 51BP 和 39BP，但农商行由于前期增长加快，目前仍然处于 3.7% 的高位。在 38 家 A 股上市银行中，超过六成银行不良贷款率在一季度出现下降。

不良率的下降，一方面得益于银行经营业绩改善与信贷投放逆周期扩张，但更大程度上还是来自商业银行加大了不良贷款的核销力度。尽管不良率有所下降，仍需关注：一是延期还本付息政策到期后，将有少部分贷款转为不

良贷款。二是监管对不良认定标准持续趋严，银行不良贷款率预计还会在一定程度上上升，金融风险上升压力尚存。三是一些特定领域的风险仍然没有得到明显缓解。

2. 风险抵补能力分化较为明显

2021年3月末，商业银行贷款损失准备余额为5.2万亿元，较2020年末增加2180亿元；拨备覆盖率为187%，较去年末增加2.5个百分点，该指标反映商业银行风险抵补能力有所加强；贷款拨备率为3.38%，较上季末下降0.01个百分点。当前总体拨备情况依然高于监管要求，风险抵补能力仍处于合理区间。

但也要看到尽管大中型银行的抵补能力较为稳健，但城商行和农商行却大幅低于平均水平。出于对未来风险因素的考虑，当前农商行不良率高企，同时风险抵补能力较为欠缺，要高度关注这些金融机构的盈利能力和抗风险能力。

3. 流动性指标保持稳定

2021年3月末，商业银行流动性比例为58.46%，较年初基本持平。大型银行流动性比例上升0.7个百分点，略有上升；股份行下降4个百分点，城商行和农商行分别上升2个百分点和4个百分点，整体变化不大。

人民币超额备付金率为1.8%，较年初下降40BP，整体处于近年来较低水平。贷存比(人民币境内口径)为77.2%，较年初略有上升。

自2020年一季度疫情发生以来，信贷与存款增速的差异导致存贷比攀升。少数上市股份制银行一季度存贷比已超过100%，最高接近120%，面临存贷比过高、流动性覆盖率不足的双重困境，需要增强流动性风险管理，提升资产负债的期限与规模匹配度，谨防流动性风险事件的发生。

2021年3月末流动性覆盖率为141.7%，较去年同期比较已经下降了10个百分点，仍高于《商业银行流动性风险管理办法》中要求的100%监管指标，流动性覆盖率回调一定程度也体现了商业银行对于流动性成本的考虑。

需要注意的是，商业银行在满足结构性流动性指标的前提还是需要加强日常流动性管理，保证备付的稳定性。根据不同银行的特征，未来大型银行流动性风险管理的要点仍然应该是不断提高额外流动性的运用效率，最大化资金利用价值；股份制商业银行需要重点保持流动性指标的稳定性，并对市场流动性压力情景做好充分的准备；中小银行流动性风险面临较大挑战，未来还是应该在加强核心负债、降低负债成本、增加资本金补充方面多下功夫。

4. 核心一级资本充足率压力增大

2021年一季度我国商业银行核心一级资本充足率、一级资本充足率、资本充足率的平均水平分别为10.63%、11.9%、14.51%，总资本充足率较年初下降19个BP。二级资本充足率贡献率2021年一季度末为2.60%，较年初下降了10BP，2020年以来基本没有提升。2020年商业银行整体加大不良资产核销，利润增长相对于规模增长而言相对滞后，导致核心一级资本的补充乏力，一季度末核心一级资本充足率为10.63%，较年初下降了9BP，同比下降了25BP，少数城商行核心一级资本充足率已接近监管要求红线。而核心一级资本作为银行抵御风险最核心的工具，其下降会进一步增大市场对银行的风险预期，这些银行应通过定增、可转债等方式，积极补充核心一级资本。

三、二季度运行展望

（一）稳妥有序推进风险处置，深化金融机构改革

2020年，一些高风险金融机构和重点领域风险得到有序处置，系统性风险已经较前几年得到明显缓解。但2021年，监管部门依旧要求要毫不松懈防范化解金融风险，全力做好存量风险化解工作，遏制各类风险反弹回潮。

（二）系统重要性银行附加监管规定对银行带来新的挑战

人民银行与银保监会共同制定的《系统重要性银行附加监管规定（试行）（征求意见稿）》已于4月2日向社会公开征求意见。《附加监管规定》从附加监管指标体系、恢复与处置计划、审慎监管措施等方面对系统重要性银行提出附加监管要求，是系统重要性银行附加监管的一般性框架。系统重要性银行监管框架基本成形，部分股份制银行可能面临一定挑战。

（三）商业银行负债质量和合规性监管不断强化

3月26日，中国银保监会发布《商业银行负债质量管理办法》，从负债来源稳定性、负债结构多样性、负债与资产匹配合理性、负债获取的主动性、负债成本适当性、负债项目真实性等六方面明确了负债质量管理的核心要素。后续商业银行通过负债创新来进行高息揽储等途径将受到更加严格的监管。

（四）互联网贷款监管强化，中小银行面临较大转型压力

2月20日，中国银保监会发布《关于进一步规范商业银行互联网贷款业务的通知》（以下称《通知》），针对去年7月《商业银行互联网贷款管理暂行办法》实施过程中遇到的实际问题，细化了审慎监管要求。《通知》大幅度收紧了互联网贷款政策要求，主要目的在于落实中央关于规范金融科技和平台经济发展的一系列要求，进一步加强金融监管，更好地防范金融风险。在短期内，对互联网贷款（特别是联合贷款）监管的强化对中小银行，特别是资产端面临较大投放压力的农村中小银行带来不小的挑战。

（本文由韩爽改编自曾刚、王伟《2021Q1 银行业》报告）

2021 年第一季度房地产金融

蔡真 上海金融与发展实验室房地产金融研究中心主任
崔玉 国家金融与发展实验室房地产金融研究中心研究员
黄志强 国家金融与发展实验室房地产金融研究中心研究员

【摘要】2021 年第一季度房地产市场延续了上年末的运行态势。住房销售规模大幅上升；住房价格仍在上涨，但一线城市环比涨幅出现拐点，房价泡沫得到一定遏制；租金价格水平止跌回升，租金和房价背离现象发生转变；土地市场供给缩量，成交溢价率和均价重回上升趋势；一、二线城市住宅库存去化周期基本保持稳定，三线城市住宅库存去化周期有所上升。房地产金融风险仍是监管重点。金融机构和金融市场投资者对房企的金融支持力度将产生更大分化，主要融资渠道均更为偏好经营风格稳健、财务杠杆率合理的房企。2021 年第一季度，房地产市场有以下风险点值得关注：第一，部分三四线城市的房地产市场需求下降以及库存上升；第二，在房企存量有息债务高企、偿债高峰集中来临、融资政策持续收紧、行业内分化加剧的背景下，部分杠杆率较高且资金周转能力较弱的房企存在债务违约风险。

一、房地产调控政策

2021 年第一季度，中央层面继续保持“房住不炒”的房地产调控总基调不变，以稳地价、稳房价、稳预期为调控目标，从因城施策、租购并举、住宅土地供给、房地产金融等方面实施房地产市场健康发展长效机制，促进房地产与实体经济均衡发展。地方政府层面，目前来看调控政策的核心目标是抑投机、保刚需、稳地价、稳房价、稳预期。

二、房地产市场运行

（一）价格情况分析

1. 一线城市累计涨幅较高，但环比出现拐点

2021 年第一季度住房市场销售价格延续去年下半年的上涨趋势，且一线城市的住房价格的平均涨幅高于二、三线城市；但随着主要热点城市房地产调控政策的进一步收紧，住房价格过快上涨势头有所遏制，具体表现为 3 月份一线城市住房价格环比涨幅出现拐点，二、三线城市住房价格环比涨幅逐渐趋稳。

2. 租金价格与住房价格走势背离现象发生转变

受疫情影响较大的住房租赁市场在经历漫长的复苏历程之后，于 2021 年第一季度开始逐渐升温，住房租金价格水平普遍上涨（深圳除外），租金价格与住房价格走势背离的现象发生转变。预计随着毕业季到来，住房租赁市场需求将季节性上升，第二季度一、二线城市的住房租金价格水平还会进一步上涨。

3. 房地产价格泡沫得到一定程度的遏制

2021 年第一季度，四座一线城市的租金资本化率总体呈下降态势；二线城市的租金资本化率也表现出下降趋势，且二线热点城市的下降幅度大于二线非热点城市；三线城市方面，平均租金资本化率基本保持稳定。整体来看，一线城市和部分二线热点城市进一步收紧的房地产调控政策的效果逐渐显现，房地产价格泡沫得到一定程度的遏制。

（二）数量走势分析

1. 商品住宅销售规模大幅上涨

从商品住宅销售市场情况来看，2021 年第一季度延续了上年末的运行态势，继续表现为量价齐升。住房销售规模大幅上涨的原因是：一方面，去年同期商品住宅销售受疫情影响较大，导致基数较低；另一方面，为应对偿债高峰的来临，部分房企在春节前后加大了促销力度，以加大销售回款规模来弥补“三道红线”政策下融资性现金流下降所产生的资金缺口。

2. 土地交易市场供给缩量

由于 22 个重点城市开始实施住宅用地“两集中”新政，且大部分城市的第一批次住宅土地集中出让时间在 4 月至 5 月间，导致了第一季度百城住宅用地供给规模同比大幅下降。受此影响，2021 年第一季度百城土地流拍数量较去年下半年有所下降，成交土地溢价率和成交土地均价重回上升趋势。

3. 三线城市住宅库存去化周期有所上升

2021 年第一季度一二线城市住宅库存去化周期基本保持稳定，但三线城市住宅库存去化周期有所上升。其主要原因可能是第一季度一二线城市的住房延续了上一季度的市场趋势，成交较为活跃；大中城市全面取消或大幅放松落户限制叠加各地“就地过年”倡议，使三线城市返乡置业人群的购房需求大幅下降，导致部分三线城市第一季度住宅库存去化压力上升。这给主要布局在三线城市的中小房企带来较大的资金链压力，部分资金周转能力较弱的房企可能会出现较大的债务风险。

三、个人住房金融形势

（一）个贷余额增速进一步下降

个人购房贷款余额同比增速从 2017 年第二季度开始呈持续下降态势。2021 年第一季度，个人购房贷款余额同比增速延续了这一走势，说明尽管居民部门信贷增量增加较快，但其他部门信贷增量增加更快，其结果是个人房贷余额增速反而下降，相对于去年同期增速下降了 1.4 个百分点。总体而言，2021 年第一季度我国金融机构个人住房

信贷仍延续前期稳中趋紧的态势。

（二）个人住房贷款利率水平小幅上扬

2021年1月起个人住房贷款利率开始小幅上扬，截至2021年3月末，全国首套住房贷款平均利率为5.28%，全国二套住房贷款平均利率为5.57%。在LPR短期稳定、地方金融监管局严查个人住房融资违规行为、央行货币政策重回中性与“紧平衡”、银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度全面实施背景下，个人住房贷款的发放审核趋严，发放周期增加，平均利率水平也开始上行。

（三）个人住房贷款整体风险可控

2021年第一季度，平均新增住房贷款价值比数值看，一线城市北京的为25.96%，处于较低水平；深圳为39.48%，相较于2020年大幅下降；上海为21.52%，风险相对较低；广州为32.10%，处于合理水平。二线城市方面，重庆为58.19%，处于较高水平；南京为37.24%；厦门再次大幅上升，对房抵经营贷违规入市现象还需进一步严查。郑州为60.70%，大幅上升；武汉和天津分别为21.48%和35.68%，风险较小。

四、房企融资形势

（一）房地产开发贷余额增速持续回落

截至2021年第一季度末，房地产开发贷款余额为12.42万亿元，同比增速为4.4%，已连续十个季度下降。随着房企“三道红线”、房地产贷款集中度管理等房地产金融审慎制度的建立和实施，商业银行对新增开发贷的发放更为审慎，房地产开发贷款呈现出了显著收紧信号。

（二）房地产信托规模大幅压降¹

截至2020年末，房地产信托余额为2.28万亿元，同比下降15.75%；房地产信托余额占信托业资金余额的比重为13.97%，与去年同期相比下降了1.1%，规模从2019年三季度开始，连续六个季度下降。在强监管下，2020年信托投资公司严格执行在风险可控的前提下开展房地产信托业务的监管要求，并按监管要求压降房地产信托规模。从房地产信托余额规模、增速和占比来看，“控地产”的监管要求在信托业得到了较好的执行。

2020年房地产企业信托融资的平均成本在9.63%~10.63%之间，较2019年末略有下降。从第一季度至第四季度房地产信托发行的预期年化收益率呈持续下降趋势，可能原因是从2019年第二季度开始，监管机构加强了对信托资金违规或变相违规流入房地产领域的查处力度，新增房地产信托合规程度较高，风险溢价较低，一定程度降低了预期收益率。

¹ 由于信托数据滞后发布，当前最新数据更新至2020年末，本节分析基于2020年四季度及之前的数据。

（三）房企境内外信用债存量规模开始压缩

2021年第一季度境内信用债的发行总额为1719.02亿元，同比上升1.25%，平均票面利率约为4.49%。截至2021年第一季度末，房企境内信用债待还余额为1.98万亿元，同比下降3.52%，3年内到期债券余额为1.28万亿元。受“三道红线”等房地产金融审慎管理制度影响，境内信用债存量规模已经开始压缩。2021年第一季度内地房企境外债发行规模为188.58亿美元，同比下降30.73%，平均票面利率为6.63%。截至2021年第一季度末，内地房企境外债存量余额为1818.15亿美元，较上季度末略有下降。

五、风险提示

2021年第一季度，房地产市场有以下风险点值得关注：第一，部分三四线城市的房地产市场需求下降以及库存上升；第二，在房企存量有息债务高企、偿债高峰集中来临、融资政策持续收紧、行业内分化加剧的背景下，部分杠杆率较高且资金周转能力较弱的房企存在违约风险。

（本文由韩爽改编自蔡真等《2021Q1 房地产金融》报告）

2021 年第一季度中国财政运行

——经济恢复性增长，财政政策趋向正常化

汪红驹 国家金融与发展实验室高级研究员
中国社会科学院财经战略研究院研究员

【摘要】2021 年一季度，受经济增长和基数效应影响，我国财政收入持续改善，但财政收支仍面临一些潜在风险。当前我国经济复苏过程呈现较为明显的“K 型”复苏态势。虽然一季度全国一般公共预算收入和税收收入累计同比增速已超过名义 GDP 同比增速，但是从两年平均增速看，一般公共预算收入和税收收入增长仍比较乏力。4 月份经济增长、工业生产、投资、消费等数据基数效应减弱，税收增长同比增速将明显回落。地方财政收支分化，部分基层财政收支困难加剧。随着疫苗接种率不断提高，经济增长的基本面会转向正常化，财政政策也要适应经济基本面的变化，主动调整财政支出规模和结构，压减地方政府债务发行规模，控制债务风险，提高财政中长期的可持续性，畅通内部经济循环，扩大内需；促进形成内部循环为主，内部循环和外部循环相互促进的新发展格局。

一、经济增长带动财政收入恢复性增长

（一）一般公共预算财政收入和税收收入同比增速上升

2021 年一季度我国经济增长 18.3%，拉动一般公共预算财政收入持续改善。1-3 月累计，全国一般公共预算收入 57115 亿元，同比增长 24.2%。其中，中央一般公共预算收入 26902 亿元，同比增长 27.2%；地方一般公共预算本级收入 30213 亿元，同比增长 21.7%。全国税收收入 48723 亿元，同比增长 24.8%；非税收入 8392 亿元，同比增长 20.7%。

（二）政府性基金预算收入开局良好

2020 年受疫情影响，政府性基金预算收入仍保持较高增速，2021 年一季度，政府性基金预算收入继续保持较高增速，开局良好。全国政府性基金预算收入 18605 亿元，同比增长 47.9%。中央政府性基金预算收入 926 亿元，同比增长 32.9%；地方政府性基金预算本级收入 17679 亿元，同比增长 48.8%。2021 年一季度国有土地使用权出让收入 16467 亿元，同比增长 48.1%，使得今年一季度地方政府土地出让收入明显好于前三年一季度。

二、财政支出转向正常化

随着疫苗接种率提高，疫情防控效果巩固，经济增长正在进入正常轨道，财政支出逐步转向正常化。去年的扩大疫情防控和救助病患支出、加大“三保”支出力度等财政政策逐步退出，一季度财政支出增速低于财政收入增速，中央财政本级支出持续压缩，债务付息支出增速大幅上升。

（一）一般公共预算支出正常增长

2021年一季度，全国一般公共预算支出58703亿元，同比增长6.2%。其中，中央一般公共预算本级支出6676亿元，同比下降6.9%；地方一般公共预算支出52027亿元，同比增长8.1%。需要关注的是债务付息支出大幅增长27.3%，表明过去几年政府加大债务发行力度形成的债务付息压力已经体现出来。

（二）政府性基金预算支出增速下降

2021年一季度，全国政府性基金预算支出17331亿元，同比下降12.2%。中央政府性基金预算本级支出176亿元，同比下降9.2%；地方政府性基金预算相关支出17155亿元，同比下降12.3%，其中，国有土地使用权出让收入相关支出15653亿元，同比增长24.5%。在疫情冲击下，2020年政府性基金收支不降反升，全年政府性基金支出增长28.8%，在某些方面透支了后续的收支能力，导致2021年政府性基金支出增速下降。

三、财政收支逆差整体缩减，地方政府债务发行下降

（一）去年财政赤字的乘数作用显现，财政收支差额整体好转

2020年我国财政赤字规模扩大，今年一季度疫情防控效果继续巩固，经济增长18.3%，财政赤字的乘数作用滞后效应显现。2021年一季度，我国财政收支逆差状况较2020年同期已经出现较大幅度好转。一般公共预算财政收支逆差1588亿元，全国政府性基金预算收支顺差1274亿元，两者合计逆差314亿元，比去年同期减少16158亿元。

2021年一季度一般公共预算和政府基金性预算收支差额合计占GDP比重已经回升到负0.13%。这一指标从一个侧面说明过去一年我国财政扩张对拉动GDP增长的滞后效应已经显现，已经不需要延续去年那么大规模的新增地方政府债务发行。

（二）一季度地方政府债券发行规模减少，发行的地方政府债券主要用于再融资

2021年1-3月，全国发行地方政府债券8951亿元。与前两年相比，2021年一季度地方债发行规模明显萎缩。根据用途划分，新增债券仅发行364亿元，发行再融资或置换债券8587亿元。由此可见，2021年一季度的地方政府债券发行主要是用于再融资或置换以前的到期债务。

四、我国财政收支面临的潜在风险

（一）世界经济复苏不平衡不稳定

全球疫情防控出现不稳定态势。2021年以来，随着疫苗接种的推广，美国等部分国家的疫情得到有效控制，但印度等国出现恶性暴发。总体上全球新增感染人数再次创造历史高点，累计感染人数仍在持续上升。全球经济复苏呈现不平衡态势，疫情防控走向长期化。2021年1季度全球经济出现不同步复苏。今年1季度我国经济同比增长18.3%，美国同比增长0.4%，欧盟同比负增长1.7%。由于2020年疫情暴发时点晚于中国而出现低基数效应相对滞后，其他主要经济体经济反弹高点料将出现在今年二季度。

大规模经济救助和刺激政策导致全球低利率、全球债务高企，金融风险累积。为应对新冠肺炎危机，各国开启大规模经济刺激政策，进一步推高了债务水平。全球大宗商品价格上涨，美国CPI明显上升。投资者担心通胀不断上扬将会促使各大央行收紧货币政策，导致发达国家金融市场波动。一些发展中国家在当前实际利率很低的情况下大肆借债，导致新兴市场金融脆弱性提升尤为明显，金融风险正在加速累积，在美联储货币政策如期调整的背景下，可能面临新的债务危机。中美经济竞争加剧。美国拜登政府联合G7等国家继续围堵中国，提出与中国竞合策略。疫情大流行后，欧美等发达国家更加强调经济主权和保护主义，更加突出本国产业链供应链的安全性。国际产业链供应链面临重组，我国也面临部分外资撤离和产业链转移问题。

（二）我国经济不平衡的“K型”复苏态势明显

疫情发生之后，因经济体内部各个部门、行业受到疫情影响的方向和大小不同，影响持续时间长短不一，在随后疫情防控和复苏过程中，导致诸多领域复苏不平衡，今年一季度经济复苏出现较为明显的“K型”。

不同区域经济增长出现“K型”复苏态势。一是南强北弱格局继续维持。二是疫情早发区域经济增长快于疫情新发区域。三是疫情防控一直较好的地区经济增长恢复相对平稳。不同企业呈现“K型”复苏态势。一是大企业恢复快于中小企业。二是以外贸出口为主的企业恢复快于以内销为主的企业。居民消费呈现“K型复苏”态势。一是高端消费恢复快于中低端。二是城市消费恢复快于乡村消费，投资呈现“K型复苏”态势。一是房地产投资恢复快于制造业和基建。二是高技术产业投资恢复快于传统产业。三是社会领域投资中卫生、教育投资恢复快于接触性服务业。

（三）两年平均税收增长仍比较乏力

虽然一季度全国一般公共预算收入和税收收入累计同比增速已超过名义GDP同比增速，但是从两年平均增速看，一般公共预算收入和税收收入增长仍比较乏力。4月份经济增长、工业生产、投资、消费等数据基数效应减弱，税收增长同比增速将明显回落。目前看，导致这一现象的主要原因包括：第一，2020年一季度税收负增长大幅超预期，挖的“坑”太大，拉低了两年平均增速。第二，2021年仍保留部分税收优惠政策，暂时降低税收收入增速。

（四）地方财政收支分化，部分基层财政收支困难加剧

从县级财政收入状况来看，除了一些重要工业区域和东部发达沿海地区，我国不少县域规模以上工业企业数量少，疫情冲击后，企业效益不佳，亏损面扩大，导致工商税收大幅度下滑，缺乏高质量的财源，财政收入增长缓慢。这些基层财政收支平衡压力可能进一步加剧，部分地方政府融资平台到期债务无法按时兑付，引发债券市场的流动性风险和情绪震荡，相关地区的新债发行出现困难，导致区域性融资困难和资金成本抬升。

五、推进财政政策正常化，促进形成双循环新发展格局

随着疫苗接种率不断提高，疫情防控成果得到巩固，经济增长的基本面会转向正常化，从而为财政政策正常化创造更有利的条件。财政政策也要适应经济基本面的变化，主动调整，控制债务风险，提高财政中长期的可持续性，畅通内部经济循环，扩大内需；促进形成内部循环为主，内部循环和外部循环相互促进的新发展格局。

财政政策应继续支持疫情防控，应确保国内基础民生经济循环畅通，应支持有力有效的扩大内需政策，应继续加快推进对外开放，充分发挥我国国内市场巨大引力场作用。

（本文由韩爽改编自汪红驹《2021年Q1中国财政运行》报告。）

2021 第一季度全球金融市场

——关注美国国债的金融功能

胡志浩 国家金融与发展实验室副主任

叶 骋 国家金融与发展实验室全球经济与金融研究中心研究员

李晓花 国家金融与发展实验室全球经济与金融研究中心研究员

董忠云 国家金融与发展实验室全球经济与金融研究中心研究员

李重阳 国家金融与发展实验室全球经济与金融研究中心研究员

【摘要】美国国债的快速增长引发了全球投资的担忧。除债务的财政风险考量以外，我们还应该看到美元流动性市场从无抵押融资到有抵押融资的转变中，美国国债充当抵押品所带来的深远影响。现实中，过多或过少的美国国债供应都将对美元流动性市场形成冲击，并且，这一影响会迅速扩散到其他金融市场。同时，以国债作为抵押品的流动性市场同样蕴含着类似于金融加速器式的内在不稳定性，这种机制将使得美联储被迫维持市场流动性的稳定，从而也令美联储最后交易商（Dealer of Last Resort）的角色走上了一条不归路。在这种背景下，美国国债可持续性问题的分析将更趋复杂。但流动性市场转向有抵押融资的趋势是明确的，这其中，有许多启示值得中国思考。

一、当前美国国债的交易体系

近年来，美债市场发生了两个十分重要的转变，一是超常规货币政策实施下，美债市场的投资者结构发生了重要变化，交易商（Dealers）开始变为美债市场的枢纽；二是交易商的角色也发生了转变，专门进行自动化交易的做市商在美债市场中的主导力量越来越强。

美债市场主要由现货市场和回购市场组成，看似是两个市场，但其实二者关系非常密切，交易商通常通过回购市场来为国债现货市场的头寸进行融资。除现货交易以外，美债的一个关键作用就是作为回购交易的合格抵押品。

美国国债交易体系的变化改变了整个美国资产风险分布特征，由于美债交易贯穿了从流动性市场到资本市场的整个环节，美债的安全性特征使得整个市场发生系统性风险的概率大为下降。但同样也是由于这种风险累积特征的变化，一旦市场发生系统性风险，市场风险与流动性风险会重叠发生并螺旋式上升，市场将遭受比以往更为剧烈的冲击。2020年的疫情危机再次强化了这一特征，虽然中央银行的干预能有效的在短期控制金融风险，但这却是以更大的长期债务负担和更隐蔽的系统性风险作为代价。

二、流动性市场转型中的美国国债

2021 年全球将迎来一个至关重要的范式转变——LIBOR 利率将逐渐弃用，取而代之的是 SOFR，这意味着全球金融市场的定价基准将从无抵押的信用融资利率转向有抵押的回购融资利率。这样的范式转变使得抵押品供应成为货币市场的关键因素。

流动性市场的这种转变将带来两个显著的影响：第一，国债发行不仅仅只在货币市场上产生清算的短暂压力，还会对交易商持有国债产生持续的融资压力，即便联储进行数万亿美元规模的 QE，这种压力也将持续存在；第二，国债在抵押品中占 70%以上，如果国债收益率显著上升，会对所有抵押品的价值产生巨大影响，这类似于降低了整个金融体系的货币供给。

在传统流动性市场结构中，当发行新的国债时财政从经济体中抽取流动性（假定最终买家为居民部门），同时中央银行的准备金降低，财政存款上升。如果中央银行不进行流动性平滑操作，那么货币市场上会出现短期流动性紧张的状况。在过去以无抵押借贷为核心的体系中，交易商可以从银行获取日内的流动性透支，因此，金融机构并不需要拿国债作为抵押品去进行短期融资，这就使得当时债券数量上升与抵押品数量上升相互独立。

而当有抵押借贷成为流动性市场的核心后，情况将变得十分不同，新的债务发行或者中央银行缩表会对市场造成非常大的日内支付清算压力，如果交易商无法结清日内头寸，那么日内流动性压力将会传导至隔夜市场。

对于交易商而言，无论如何他们都要保持清算账户的平滑（Flat），以应对接下来一个交易日的做市需要，因此交易商在任何时候都有现金的需求。当有下游客户购买债券时，交易商可以迅速回补现金缺口；而当下游客户不愿意购买债券而交易商本身没有足够的现金时，交易商只能通过三方回购的方式融入现金来平滑清算账户，一旦交易商长时间无法出清国债库存，那么其将不得不在多个交易日内重复用库存国债进行抵押融资以满足现金需求。因此，日内的流动性风险表现在交易商的托管行在缩表当日早晨巨额的准备金流出和下午巨额的准备金流入，作为清算行的纽约梅隆银行也面临同样的日内流动性压力。RLAP 规定银行必须保持高于 LCR 要求的高质量流动资产以满足日内的支付需要，而准备金是银行用来日内支付的唯一工具，因此银行没有其他选择，必须保持非常高的准备金数量。

2008 年后，虽然 FedWire 日均结算规模也出现了增长，但相对与巨幅增长的准备金而言，日均结算增长速度还算稳定。这是由于银行体系目前已拥有巨量准备金，除去特定的时点，平时已无需动用日内透支来进行结算。而从另一个角度来看，在不动用日内透支的情况下，为了维持结算的顺畅，银行又不得不维持巨大的准备金规模。因此，在有抵押为主的市场条件下，我们已经无法通过准备金数量的多少来判断市场的流动性状况。

另外，市场对国债的需求会极大影响回购市场的流动性，抵押品供给变化成为了短期内流动性市场利率边际变化的主要驱动因素。外国 Carry 型投资者通过期限货币互换（Term FX Swap）来对美债投资头寸进行融资，对冲基金（主要是杠杆型 Beta 基金）等机构通过期限回购（Term Repo）来对国债投资头寸进行融资。通常，上述两种利率都会比同期限的国债收益率要高，如果此时收益率曲线还处于倒挂状态，那么海外 Carry 型投资者和对冲基金买入十年期美债将出现亏损，这必然会极大地抑制市场对于美债的需求，从而导致交易商积压大量的国债库存。这种

情况下，流动性压力将从三个月的短期融资市场传导至隔夜融资市场。

三、国债作为抵押品对于利率传导的影响

在流动性市场模式转换之前，美联储货币政策的一个重要传导机制是，通过调整 Fed Fund (FF) 利率来影响长期利率，进而影响到经济体运行中的信用状况。而经过次贷危机与本次疫情之后的多次量化宽松操作，美国 FF 利率的政策功能已经钝化。加之银行体系保有巨额的准备金数量，FF 市场参与者结构也开始发生变化，美国的商业银行已极少参与 FF 交易，该市场现存的主要交易者已经变为 FHLB 和外国银行的美国分行。

在有抵押融资体系下，FF 利率可能会被动跟随 GCF 利率变动。当交易商无法通过三方回购为全部所需资金进行融资时，剩余的部分需要通过 BoNY 的日内透支进行融资，而 BoNY 需要从美联储进行日内透支融资。如果在当天交易日下午三点半结束之前，交易商无法清偿日内透支，那么这部分日内透支会自动转换为交易商与 BoNY 的隔夜回购协议 (GCF)，同时 BoNY 从 FF 市场进行隔夜融资来清偿当天对美联储的透支额度，这个机制使得日内的流动性压力转换成了隔夜的流动性压力，GCF 利率已成为连接抵押品供给和 FF 利率的桥梁。

流动性市场切换为有抵押市场为主之后，国债价格的变化将会给整个金融体系带来极大的扰动效应。当美债收益率上升时，美债在回购市场的折价率 (Haircuts) 上升，相应地，其他合格抵押品的总量也会随之下降，由于 Margin Call 需求上升导致的交易商现金融资缺口也将上升，这相当于交易商体系内的货币总量下降。

为了降低信用风险、追求市场的稳定性，美元的流动性市场实行了有抵押方式的转型，但事实上，回购市场的内在不稳定性并未被消除，回购相当于对抵押品进行了“货币化”，因为抵押品存在于回购交易者的资产负债表中，那么抵押资产的市场风险就容易引发金融加速器式效应。尤其当抵押品是长久期资产时，交易双方将同时面临着由于市场风险引发的流动性压力，特别是存在较高的杠杆的情况下（抵押品乘数较高），国债收益率的微小变动都可能造成巨大的流动性风险。而一旦发生违约，回购交易的资金融出方出售抵押品又可能导致流动性进一步恶化，从而再次推高长期国债的收益率，进而引发更多的 Margin Call。并且，这种流动性冲击还极有可能将传导至其他金融资产上。在这个机制下形成的流动性螺旋，仅市场自身的力量将很难恢复稳定，中央银行不得被迫进行直接干预，包括紧急流动性支持和放松有关监管政策。但目前，美联储的最后交易商工具在维持市场稳定方面的可持续性和可靠性依然十分不明确，这就导致维稳政策不可避免的会使中央银行资产负债表单方向膨胀。

2021 年，LIBOR 转为 SOFR 是全球金融市场的利率锚从无抵押转向至有抵押的一个重要里程碑。

四、启示

对短期安全资产的大量需求是美元流动性市场由无抵押融资切换到有抵押融资模式的最主要的动因。从微观的角度来看，抵押融资的确提升了交易的安全边界。但从宏观层面来看，抵押品融资同样无法回避金融加速器式的流动性螺旋。当抵押品价值下降时，融资难度加大会加速金融市场抛售作为抵押品的国债，这将加速流动性市场枯竭

的进程，同时还会对收益率曲线和整个金融市场的风险偏好形成极大的冲击。这就使得对于美国国债的分析除了建立财政可持续的分析框架以外，国债作为一种抵押品的金融影响也必须认真讨论。美债供应过多，不仅会引发财政风险的担忧，过多的抵押品堆积在流动性市场，反而会引发中介机构的处置压力，导致市场流动性减弱；而美债供应过少，又会直接使得流动性市场的抵押品匮乏，市场的流动性同样会受到负面影响。而流动性市场又是中央银行货币政策操作的核心市场，这就使得新的金融市场格局下，货币政策与财政政策的配合将前所未有的关键。

建立一个稳健的货币市场是保证金融稳定的基本要求，也是中国金融深化改革的必经之路。中国进一步完善回购市场的管理可以考虑以下几个原则：第一，对抵押品范围做出限制。对于各类政府债券、金融债作为抵押品的性质做出规定，并根据抵押品类型确定相关折扣系数。第二，央行与财政部的协调与配合，以确保安全资产的充足，同时又形成危机期间的合理应对机制，以便迅速恢复危机期间的流动性紧缩状况。这就要求进行顶层设计，绝不能只从单个部门的角度看待整体流动性风险的问题。第三，货币政策与监管政策的协调。监管政策也会对流动性市场参与主体的行为产生重大影响，进而影响货币政策的流动性管理效果。对两种政策给流动性带来的叠加影响需要做好预判，提前做好政策协调。第四，设定抵押折扣率的逆周期调节机制。抵押回购并不能从根本上消除流动性市场的风险，基于宏观审慎管理的考虑，可以对抵押品的最低折扣率进行逆周期调节。

（本文由韩爽改编自胡志浩等《2021Q1 全球金融市场》报告）

2021年5月金融市场研判

殷剑峰 上海金融与发展实验室理事长 浙商银行首席经济学家

王琪 上海金融与发展实验室研究员

4月份三大金融市场呈现出股弱、债弱、汇率强的特点，这种特点与当前经济反弹的特点和货币财政政策密切相关。1季度经济各项指标中，投资反弹但未回复疫情前水平，消费继续保持趋势性下滑态势，唯有出口和贸易顺差达到历史新高。物价方面，虽然中国不具备通胀的人口和经济基本面基础，但境外大宗商品价格导致国内生产资料价格快速上涨，短期通胀预期有所抬头。与此同时，货币政策和财政政策已经显现收缩迹象。5月份乃至整个2季度，宏观经济和政策将继续保持1季度的态势，三大金融市场或将延续4月份的格局。

一、股票市场

2021年4月份，A股呈现沪弱创强的格局。从指数上来看，主要指数以收涨为主，其中创业板表现最为靓丽，月涨幅为12.07%，表现最差的是上证50，月跌幅为1.36%。

从题材概念表现来看，4月份医美表现最为亮眼，该板块指数月度涨幅为34.53%，医药、医疗、新冠检测等题材也表现靓丽。而3月份表现较好的是水务、碳中和、电力等板块，这类板块在4月份跌幅居前，资金逐步进行调仓换股。

从行业上来看，28个申万一级行业中，16个行业上涨，12个行业下跌，涨幅居前的分别是医药生物(10.97%)、有色金属(9.01%)、钢铁(8.85%)，这三大行业涨幅居前的逻辑主要还是在于医药生物主要是受到印度疫情失控市场担忧海外疫情再次爆发，对防疫物资需求上升的预期，有色和钢铁主要还是一季度业绩靓丽的表现和全球大宗商品价格上涨。

从资金流向来看，4月份北上资金净买入526.07亿元，其中沪股通净买入185.48亿元，深股通净买入340.59亿元。这是2021年以来单月最大净买入额度，本年度合计净买入1525亿元。北上资金4月大幅净买入，直接推动指数的拉升，特别是创业板表现来看，最为明显。北上资金涌入最多是科技股、新能源板块，而北上资金净卖出的主要集中在大消费、汽车、化工等行业。

4月份A股走势基本符合我们之前的判断。当时我们认为对当前A股市场不必悲观：股指急跌已接近尾声，继续杀跌的可能性较小，短期市场情绪仍需时间修复。

展望5月份，我们预计5月A股结构博弈加剧，但整体依然波澜不惊，是布局下半年行情的最佳窗口。理由如下：

首先，大宗商品价格持续处于高位，5、6月是国内本轮通胀读数的高点。伴随着全球复苏动力增强，国际铜、铝等有色金属持续逼近历史高点，运价指数BDI也快速上行。同时，国内碳中和背景下对工业新增产能的严格管控仍在，供给端的紧张持续驱动螺纹钢等大宗商品价格破新高。根据中信证券研究部宏观组的预测，5、6月是国内本轮通胀读数的高点，PPI同比有破7%可能。通胀的趋势和潜在影响等问题，是5月A股市场关注的焦点。

其次，通胀对基本面的结构影响有限，对经济的整体影响较小。上游通胀加剧了市场对原材料涨价侵蚀中下游企业利润的担忧，压制了盈利预期。实际上，我们认为通胀对基本面的结构影响有限。微观角度，当前国内居民收入恢复还处于初期，PPI会向CPI缓慢传导，毛利率压力并非都由中下游承担。中观角度，中下游制造业的毛利下行会被订单和市占率上行的长期因素对冲；以出口制造为例，数据显示中国制造的“替代效应”仍在延续，这是中期占主导地位的因素，增量效应会对冲存量毛利率下行的影响。宏观角度，在供给端，2020年我国第三产业增加值占GDP比重为54.5%，高于第二产业的37.8%；在需求端，最终消费支出占GDP比重为54.3%，高于资本形成的43.1%；结构决定了资源品涨价带来的输入型通胀对经济整体影响有限。

最后，阶段性的通胀冲高不会对国内外货币政策产生实质影响。海外方面，美联储4月的议息会议依然维持偏鸽派的政策基调，QE购买量不变；且对通胀的判断依然是“暂时性”的，认为当前的数据不足以支持其货币政策边际收紧；我们预计美联储今年四季度才会讨论缩减购债规模。国内方面，4月30日中央政治局会议依然强调政策不急转弯，并强化对实体经济的支持，预计货币政策保持稳健中性，后续更重视运用直达实体工具、结构性工具对实体经济和重点领域以及薄弱环节进行支持。预计5月我国宏观流动性将维持内稳外松的状态。

在配置策略方面，我们建议，短期重点关注钢铁板块。工信部印发修订后的《钢铁行业产能置换实施办法》，自6月1日起施行。相较前一版本而言，本次办法强管控区域更广，置换比例要求更提高，监督更透明。预计后续产钢大省产能将面临更强监管，为完成钢铁产量的压减做充分保障，行业格局或明显改善。继续看好利润拓宽以及集中度提升带来的高确定性机会，维持钢铁行业“强于大市”评级。

中长期来看，我们认为市场主要驱动因素由业绩转向估值，我们建议布局三条主线：

一是前期调整相对到位，同时年报、一季报盈利大幅抬升的高性价比成长主线，如消费电子、半导体设备、医疗服务等；

二是前期因疫情受损的服务消费复苏，主要集中在餐饮旅游、酒店、航空等，预计“五一”假期亮眼的数字将是主要催化；

三是受益于海外需求复苏的品种，包括出口产业链中的汽车零部件、家电、家居、机械、建材等。

二、债券市场

2021年4月份，银行间现券市场情绪整体偏高，上旬在流动性利好的驱动下，机构配置积极，收益率曲线整体下行，但4月下旬受通胀预期的担忧扰动，长短端走势出现分化，短债续强、长债承压走弱，收益率曲线明显

陡峭化。

4月初资金面环境友好，DR007一度保持在2%以下，4月19日DR007突破2.2%，之后在2.1%-2.2%区间震荡，资金面扰动因素初现，长债利率也随着出现波折，但是短债利率仍然维持下行。总体来看，4月份1年期AAA存单到期收益率下行14bps左右，1年期国债到期收益率下行20bps左右。收益率曲线方面，上半月10年期-1年期国债利差基本维持平稳，下半月国债期限利差快速从60bps左右走阔至80bps。

转债市场4月维持震荡格局，中证转债指数月初窄幅波动，月中随沪深股市情绪上扬，月末振幅加大，不过指数仍维持在月初附近水平。4月最后一周，中证转债指数小幅收涨0.16%，表现好于中证全指(-0.29%)。分类别来看，超高平价（转股价值大于130元）和高平价（转股价值在110至130元之间）券表现较好，涨幅分别为4.48%和1.88%。

展望5月份，我们认为当前谨慎的债市情绪可能会在5月迎来最终的决胜负，暨央行到底会不会收紧狭义流动性。如果央行5月没有进一步收紧的动作，那么后面再收紧的概率就较低，债市的局面也会变得更加清晰：央行在通胀风险抬升阶段都没有收紧狭义流动性，那么下半年一旦经济走弱、通胀回落，更没有必要收紧货币政策。最新政治局会议提及，稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，货币政策进一步收紧的可能性有所下降。

我们认为，中国不具备中长期通胀的人口和经济基础，但在2、3季度短期内依然有通胀预期，后续影响债券市场的核心因素将是货币政策对通胀的反应，债券市场或继续承受压力。不过，由于市场配置需求不减，利率也不存在大幅反弹的基础。同时，5月会出现财政存款上缴高峰期，预计后续银行体系流动性会正常回落，下阶段DR007等资金利率可能小幅上行、波动率亦会适度扩大，对应利率债市场也将维持区间震荡态势，直至经济态势从当前“窗口期”演进至新的阶段。

在配置策略层面，我们继续维持对绿色债券的增持建议。为充分发挥绿色金融的积极作用，助力实现碳达峰、碳中和目标，中国人民银行、国家发改委、证监会联合发布《绿色债券支持项目目录（2021年版）》。《绿色债券支持项目目录（2021年版）》在保留《绿色债券支持项目目录（2015年版）》绝大部分支持项目和领域的同时，根据国家绿色发展的战略和绿色产业支持的重点进行了适当调整，在内容上实现有增有减。同时新版本在三级分类的基础上增加了四级分类，对具体的绿色项目作了更明确细致的定义。总体来看，此次修定主要是针对去年中央明确的“碳达峰”“碳中和”目标调整了项目内容。《绿色债券支持项目目录（2021年版）》与国际主流绿色资产分类标准和节能环保行业常用统计分类方式保持一致，有助于更好地服务于绿色资产识别、查询等市场需求以及与国际标准的接轨。境外的投资者可以通过统一的绿色标准更便捷地评估国内所发行债券的绿色水平，进而更多境外资金可以被吸引投入到国内绿色债券市场。

三、汇率市场

2021年4月份，美元指数维持弱势格局，截止4月30日，美元指数报收于91.30，月度跌幅为2.05%；与之相对应的是，人民币相对坚挺，人民币兑离岸美元升值1.38%。

消息面上，4月29日美联储公布最新利率决议，维持三大利率不变，维持购债规模不变，直到实现充分就业和通胀目标并维持一段时间。此外，近期多位美联储官员称当前尚不宜讨论缩减量化宽松举措。受此影响，美元对主要货币保持弱势。

随着美元指数与美债收益率双双回落，4月中国外汇储备一举扭转今年以来持续下跌势头。中国央行发布最新数据显示，截至2021年4月末，中国外汇储备规模为31982亿美元，较3月末环比上升282亿美元，环比升幅为0.89%，一改2021年前3个月连续下跌状况。

4月中国外汇储备之所以出现强劲反弹，其一是因为贸易顺差大幅度增加，在全球疫情依然肆虐而中国有效控制疫情的背景下，率先全面复工复产的中国实现了出口的历史性增长；其二是因为资本金融账户资金流入的增加，而这一方面归因于中外疫情控制的巨大差异，使得中国已经超越了美国成为全球FDI规模最大的经济体，另一方面则是因为中外巨大的利差，在欧美均为零利率、甚至负利率的背景下，中国十年期国债收益率迄今依然保持在3%以上的高水平，中外利差扩大吸引了境外大量流入的套利资金。

展望5月份，我们认为，美元指数仍然处于惯性下跌走势，主要原因有三，美债收益率继续下跌、美国以外的发达国家疫苗接种速度加快、以及美联储继续维持的鸽派表态。5月份，由于中国的出口将依然强劲，中外利差依然保持，人民币汇率将延续4月份强势格局，但国内经济反弹力度递减、美欧复苏步伐加快决定了升幅不会太大。我们预计，5月份人民币汇率趋于震荡升值格局，震荡区间维持在6.30元至6.60元之内。