



上海金融与发展实验室
SHANGHAI INSTITUTE FOR FINANCE & DEVELOPMENT

内部资料 注意保存

金融与发展评论

2021 年第 4 期 / 总第 4 期

2021 年 8 月 10 日

目 录

会议速递

2021 年三季度资管人沙龙 后疫情时期的金融市场运行与资产配置 1

专家视角

新发展格局下的金融改革（李扬） 9

技术、人口与结构——提高人均 GDP，迈入中等发达国家行列（殷剑峰） 13

未来银行数字化发展重心与挑战（曾刚） 17

金融科技助力商业银行转型发展（黄金老） 22

实现没有泡沫的经济增长：日本的教训、德国的经验和中国的选择（王永钦） 24

货币主义的失灵与幽灵——兼谈央行二季度货币政策报告（邵宇 陈达飞） 26

研究动态

2021 年第二季度中国宏观金融（殷剑峰 张昉） 31

2021 年第二季度特殊资产行业运行（曾刚 栾稀） 35

2021 年第二季度银行业运行（曾刚 王伟） 40

2021 年第二季度房地产金融（蔡真等） 44

2021 年第二季度中国财政运行（汪红驹） 49

2021 年第二季度全球金融市场（胡志浩等） 54

2021 年 8 月金融市场观点汇总（殷剑峰 王琪） 58

2021 年三季度资管人沙龙

后疫情时期的金融市场运行与资产配置

2021 年 7 月 23 日，由上海金融与发展实验室与民生加银基金管理有限公司联合主办的 2021 年三季度资管人沙龙——“后疫情时期的金融市场运行与资产配置”主题研讨会在上海成功召开，来自国家级智库、科研院校以及实践领域的多位专家学者围绕全球通胀走向与美联储政策前瞻，中国货币政策展望与金融市场动向，以及后疫情时期大类资产配置与 FOF 投资等主题展开了深入研习与交流。

本次沙龙，由上海金融与发展实验室主任、资产管理人论坛秘书长曾刚主持，民生加银基金管理有限公司总经理李操纲，上海金融与发展实验室理事长、浙商银行首席经济学家殷剑峰，中国社会科学院教授、天风证券特邀经济学家刘煜辉，交通银行发展研究部副总经理、首席研究员唐建伟，青岛银行首席经济学家刘晓曙，泰康资产管理有限责任公司首席战略官张敬国，上海金融与发展实验室理事、东方证券首席经济学家邵宇等应邀出席会议并相继发表主题演讲。

在疫情的冲击下，发达经济体采取了大规模的货币及财政刺激政策。大宗商品价格大幅上涨，推动各国 PPI 联动性上升，CPI 涨幅出现分化。市场当前对通胀如何影响货币政策和金融市场，并对在此背景下，如何制定合适的投资策略尤为关注。

民生加银基金管理公司总经理李操纲发表致辞，他指出后疫情时代全球流动性泛滥，主要经济体的财政、货币政策分化加剧，虽然中国财政政策率先正常化，但外部扰动较大。A 股走势跌宕起伏，创业板指数一度超过上证指数，以“后疫情时期金融市场运行与资产配置”为主题召开资管人沙龙适逢其时。在资产配置方面，民生加银基金管理公司具有些许优势，当前管理了公募 FOF 基金超过 220 亿，位列行业第一。几年来，公司在公募 FOF 资产配置的研究和实践上积累了些经验，欢迎各位专家莅临指导和探讨。民生加银基金 2008 年在深圳成立以来，一直将投资能力建设和风险防范放在首位，最近 8 年共获“金牛”奖 20 座，特别是在 2020 年获得了“权益投资金牛基金公司”荣誉称号。

上海金融与发展实验室理事长殷剑峰的主题很鲜明：一个是人达峰，还有一个是碳达峰。人达峰方面，殷剑峰认为，2017 年中国总人口达峰，之后是人口负增长，这种人口格局实际上是非常危险的信号，因为人口问题典型案例是日本，日本 90 年泡沫经济危机到现在 30 年时间实际 GDP 零增长，名义 GDP 负增长。日本 1992 年劳动年龄人口占比达峰，2008 年总人口达峰，2009 年人口负增长，一个经济体没有人了，不需要那么多投资，也不会有技术进

步动力，所以这个问题很危险。好在中央已经意识到这个问题，陆续出台一系列政策。碳达峰方面，殷剑峰认为，双碳一方面能改变中国能源结构，不仅仅改善环境而且可以取代进口能源，投资回报率及其巨大；另一方面解决国家安全问题，不仅仅有经济意义对于国家安全也是非常重要。最后，殷剑峰得出结论：绿色金融前景非常可喜，首先针对生产者绿色产业金融，高碳产业、新能源投资每年四万亿。第二从高碳第二产业和运输行业转向低碳服务业，这本身就是一个绿色的一种转型，这也符合中国产业结构在后工业化时期转向服务业的发展趋势。投资碳排放权，碳排放权作为银行质押信贷产品，是未来发展一个非常好的方向。

中国社科院教授、天风证券特邀经济学家刘煜辉认为，当下认知问题和现象都离不开两极争霸这个宏大的时代背景板。认知的正确是投资成败至关重要的决定性因素。收缩基建收紧地产，强力推动新能源双碳两手抓，两手都要硬，要适应这个新发展格局。A 股的长牛一定是鲜衣怒马般的结构，紧紧抱住两个时代方向：首先是清洁能源，这是时代的风口；另一个方向是 G2 长期战略竞争的宏大时代背景，安全是全球产业链的战略制高点。未来 A 股中出大牛概率最高的两个赛道：基础材料，包括新能源、电子、半导体、光学和种业，主要生物基因；事关全球统治力的产业制高点，包括产业安全、能源安全、农业安全。

青岛银行首席经济学家刘晓曙的演讲主题为十年期国债收益率持续下行反映了什么？

泰康资产管理有限责任公司首席战略官张敬国从利率、信用和股市角度对中期资产配置做了分析：从利率看，2010 年以来长债利率下行幅度和速度比名义 GDP 下行幅度和速度要小要慢，利率波动也比较频繁，主要是因为中国储蓄率下降以及利率市场化的推进。长期投资者需要在周期波动中寻找利率较高时期做长债配置。2020 年和今年利率市场化政策的影响比较复杂，LPR 改革可能促使经济景气下行时贷款利率下降变快，而经济景气上涨时贷款利率提升仍然较慢。存款利率上幅区间从倍数调整为加点抑制了存款利率市场化的空间。从信用看，我国 2018 年后信用市场违约率与国际平均水平相当，信用溢价大体来看与美国市场定价接近。中国信用资产和信用风险集中于城投、房地产和周期性国企三大领域，房地产信用风险的市场化出清屡见不鲜。周期性国企不良资产处置历史上也积累了经验，如 1998 年“抓大放小”，2016-2018 年的供给侧改革。关键是地方政府平台的债务问题如何处理。2010 年以来反复辗转，未来逐步、可控地运用市场机制处置部分城投不良资产不可避免。从经济增长和股市收益看，国内股票市场宽基指全收益与名义 GDP 增长率相比偏低，投资价值相对偏低，说明股市的发行、退市机制上还是有很大问题。股票市场配置投资需要寻找更好地反映中国经济质量和企业质量的行业指数、主题指数。新经济领域的双碳、TMT、芯片、消费以及医药等主题都可以去挖掘。长期投资者还会做不动产和基础设施 reits 的股权投资，这两种类股权投资收益相对稳定，是基础性资产。

交通银行发展研究部副总经理、首席研究员唐建伟针对下半年的宏观经济与市场状况他认为：第一，全球经济仍将处于非同步性复苏，复苏明显分化且基础仍不牢固。全球疫苗接种速度加快，但疫苗分配不均衡；全球性通胀只是暂时现象，通胀或将年内见顶；宽松货币政策退出将进入议程，但节奏偏慢；全球经济复苏面临三大不确定性：中美关系发展、地缘政治格局以及全球金融市场。第二，国内经济仍将处于非均衡性回暖。消费增速难以恢复到疫情之前的水平，基建缓慢制造业投资较快，房地产投资保有韧性，出口下半年增速边际放缓，但仍将维持高增格局；

物价下半年输入型通胀压力减轻，不会成为年内经济运行的主要矛盾；预计全年经济增速前高后稳，两年平均实现中高速增长。第三，货币政策将维持“不紧不松”，7月份全面降准之后不排除下半年仍有全面或定向降准的可能性，但降准不是全面宽松；财政政策空间充足下半年将更显积极，专项债发行将加快。第四，下半年市场将趋于分化。债券收益率整体有望呈现平稳波动态势，区间震荡走势中存在波段机会；股指将“难上难下”，总体呈区间震荡走势；楼市信用收紧下将逐渐降温，在资金约束下房企分化将更加明显；人民币汇率双向波动态势增强，油价快速上升时期基本结束，大宗金属涨价势头难以持续，年内金价或将震荡走低。

上海金融与发展实验室理事、东方证券首席经济学家邵宇分享了两个重要方向：一是经济上最大一个问题是超级分化，以前中国经济是L型，V型，后来是LV型，后来是K型的。因为我们坚持这样一个方向所以全球分化，这次G7没有因为美国政府调整或者是疫情改进，对中国变得更加友好，而是这种深入和竞争进入中长期过程。每次疫情都改变世界都改变人类，这次也不例外。我们做任何配置考虑短长期投资都必须考虑这个背景。二是达峰的问题，碳达峰意味着城市化和工业化，我们推进主要两个动力，30年硬约束是碳达峰，碳达峰意味着城市化和工业化达峰，就是基本上完成了。关于资产配置，就只能是股票，核心资产在未来还会再次热起来，要做更多细分。

部分嘉宾的发言实录如下：

致 辞

李操纲 民生加银基金管理有限公司总经理

各位嘉宾，同仁下午好。感谢各位能够在“烟花”台风即将登陆之际出席本次沙龙，感谢上海金融与发展实验室提供机会，与我们民生加银基金共同主办本期沙龙。后疫情时代全球流动性泛滥，主要经济体的财政、货币政策分化加剧，虽然中国财政政策率先正常化，但外部扰动较大。A股走势跌宕起伏，创业板指数一度超过上证指数，以“后疫情时期金融市场运行与资产配置”为主题召开资管人沙龙适逢其时。在资产配置方面，民生加银基金管理有限公司具有些许优势，当前管理了公募FOF基金超过220亿，位列行业第一。几年来，公司在公募FOF资产配置的研究和实践上积累了些经验，欢迎各位专家莅临指导和探讨。

民生加银基金2008年在深圳成立，2012年总部迁址到北京。公司自成立以来规模一直稳步增长，目前在非货币口径公募规模达1500亿，行业排名23位左右。相较于规模民生加银基金更加注重投研和投资业绩，我们秉持“投研者得天下”的理念，一直将投资能力建设和风险防范放在首位。公司最近8年共获“金牛”奖20座，特别是在2020年获得了“权益投资金牛基金公司”荣誉称号，全市场只有3家，我们公司是其中之一。

请在座各位多多关注民生加银基金，欢迎到我们公司指导，支持我们进一步做大做强。我就简单介绍这些，留更多时间给各位专家们的精彩发言。再次感谢上海金融与发展实验室，感谢各位领导，各位专家，各位同仁光临本次沙龙。

静待水落石出

——2021 下半年宏观经济与市场展望

唐建伟 交通银行发展研究部副总经理、首席研究员

大家下午好，很荣幸有机会跟大家做交流，我给大家报告一下我们对下半年宏观经济和市场趋势的一些观点。首先解释一下这个标题，站在当下的时间节点看，下半年全球经济和市场方面还是有很多不确定性。第一个不确定性是全球疫情演变仍有不确定性，虽然新冠疫苗不断研发创新，但病毒的变异比疫苗进展更快，未来全球疫情到底会怎么演变，现在来看形势仍不明朗。第二个不确定性就是现在疫苗分配和接种极不均衡，会进一步加剧全球经济复苏分化，疫苗不均衡也会影响到全球经济复苏以及未来延续性问题。第三个不确定性是目前市场对于全球通胀判断分歧较大，一部分人认为可能演变为全球长期性通胀，一部分人则认为通胀是短期的、暂时性现象。最后刺激政策什么时候退出，退出节奏是快还是慢也是不确定的。这些问题到目前位置还没有清晰的答案，但我们认为以上问题将会在下半年逐步水落石出。在此过程中我们需要耐心等待并细致观察可能出现的一些蛛丝马迹，并提前为下半年及明年的投资做好预判和应对。

我大概讲四个方面，一是全球经济。总的观点今年下半年全球经济是非同步性复苏。二是中国经济，下半年另经济可能是非均衡性回暖。三是宏观政策，下半年宏观政策还是会考虑一些中长期问题，从去年短期应对疫情转向应对中长期，行稳方可致远。最后是市场展望，市场会从以前的一致转向分化。

一、全球经济：非同步性复苏

当前全球疫苗接种速度加快，但疫苗分配极不均衡。截至上半年全球累计完成疫苗接种超30亿剂次，中国、美国、英国等国疫苗接种率较高，但全球疫苗平均接种率仅达10%。目前约75%的新冠疫苗集中在10个国家，仍有30个国家还没有接种任何疫苗。由于疫苗接种的严重不均衡，下半年疫情在全球蔓延的态势还很难得到有效控制，病毒变异仍可能继续出现。疫苗接种不平衡也会导致下半年全球经济复苏出现明显分化，发达经济体疫苗接种相对来说覆盖率高一些，所以发达经济体下半年经济复苏速度明显更快一些。但是大部分新兴经济体由于本身宏观政策空间有限，再加上整个疫苗接种进度偏慢，下半年的经济仍然会受到疫情影响。我们认为虽然全球经济增速将是一个前低后高的复苏态势，但复苏分化会非常明显。从GDP绝对增速来看，发达经济体的经济增速会比新兴经济体高，新兴经济体中除了中国和印度之外，巴西、俄罗斯、南非、土耳其这些代表性新兴经济体在下半年经济增速仍然比较低。

疫情之后全球通胀在持续走高，除了巴西、土耳其、俄罗斯等新兴经济体的物价水平频创新高外，美国、英国、欧元区等发达经济体通胀也在不断攀升。全球通胀走高主要有两个方面原因，一是为了应对疫情，全球性货币大宽松，释放出来的流动性推高全球通胀预期，二是免疫落差导致供需错配，造成通胀压力上升。欧美发达经济体疫情消退之后，需求逐步恢复，但由于新兴经济体疫情频频反弹，供给能力没有跟上，供需错配导致通胀压力较大。

我们认为全球性通胀可能是一个暂时性现象，下半年通胀将会见顶回落。大概有四个方面理由。第一，我们判断美国可能在下半年四季度会讨论缩表议程，流动性拐点下半年会出现。第二，整体而言疫苗在全球接种还是会加快推进，免疫落差导致的供需错配这也会出现一定程度弥合，减轻通胀压力。第三，我们判断现在全球并没有进入新一轮经济上升周期，目前的经济复苏主要是疫情后复苏，疫情过去之后全球经济还是会回到原来低增长轨道上面，所以需求持续推高通胀的动能是不足的。第四，数字经济大发展时代会给全球带来通缩效应。最近我们做了一个研究发现，近十年来随着数字经济在全球快速发展，给全球带来通缩效应。只要疫情消退，未来全球通胀还是会回到原来的常态，即低通胀，所以我们认为全球通胀只是暂时现象。

下半年宽松货币政策退出会进入议程，但是整个退出节奏会偏慢，而且美国和欧元区的政策退出节奏也不一样。美联储是否退出量化宽松政策关键看平均通胀以及充分就业目标。根据此前判断，通胀可能在年内达到高点，不会成为长期通胀。由于政策补贴导致就业参与率不高，后期虽逐步改善，但仍可能很难达到充分就业目标。美联储最快可能会在今年四季度启动“缩表”进程，但刺激政策退出的节奏整体会比较缓慢，加息可能会推迟到2022年之后。欧洲央行年内退出宽松政策可能性不大，其紧急抗疫购债计划（PEPP）今年不会暂停，以继续支持欧洲经济复苏，预计至少会延续到明年初。

下半年全球经济复苏仍面临三大不确定性。一是中美关系发展仍存不确定性。拜登政府延续特朗普对华政策，并采取更具弹性的应对策略，美国可能对中国高科技企业等实体施加新的制裁措施，中美“贸易战”仍有升级的可能。二是地缘政治格局较不稳定。“病毒溯源政治化”、产业链联盟等冲击全球多边制度和多边主义，不稳定因素增加。三是全球金融市场可能出现激烈震荡，非美元贬值压力较大。市场对于下半年美联储缩减QE和加息的进程判断存在较大分歧，而目前全球大部分风险资产都处在高位，相关风险资产也将面临较大的下行压力。下半年部分新兴经济体货币贬值压力将增大。

二、中国经济：非均衡性回暖

中国经济上半年复苏态势是确定的，复苏过程中仍存在一些不平衡不协调的问题，经济数据表现来看，外需总体比内需强，内需投资比消费好，工业比服务业强。

从“三驾马车”展望一下中国经济下半年的走势。**首先看消费，我们认为下半年会消费会延续复苏的态势，但是增速很难恢复到疫情之前水平，**全年来看预计消费增长达到15%左右，但是因为去年全年是负增长，是-3.9%，按照两年平均来算其实消费增长增速只有5.2%，低于疫情前2019年水平，**所以整体而言消费动能恢复是偏弱的。**主要是去年受益于疫情的行业，今年疫情好转之后增速放缓，国内今年疫情持续散发，很多受疫情影响消费领域尚未恢复到疫情前水平。下半年判断汽车类消费增速将有所放缓，中长期看中国居民杠杆率偏高，居民人均可支配收入低于GDP增长，也是抑制消费增长的原因。

投资方面分几块，基建投资今年是比较缓慢的增长，全年基建投资只有5%左右，如果延续目前的趋势，基建投资增速已经连续四年在个位数水平上增长。制约基建投资加速的因素主要是地方政府专项债券发行缓慢，已发行的债券中用于新项目投资的比例较低。同时优质基建项目储备不足，出现资金等项目情况。基建存量规模较大，传

统基建的空间逐步缩小，导致基建投资增速很难快速增长。

下半年制造业投资可能会有一定程度加快，全年增速预计将达到11%。去年制造业投资增速在-2.9%，但两年平均下来，制造业投资增速并不高。今年推高制造业投资增速的主要有两个因素，一是金融对制造业支持力度比较大，工业企业中长期贷款增速高于信贷平均增速达到25%左右。在金融支持力度比较大的背景下，制造业下半年保持两位数以上增长还是可以期待。二是今年的低基数效应加上疫情恢复，企业盈利增速不错，今年上半年企业盈利增速比较高也会推高下半年投资。从今年上半年制造业疫后恢复过程可以看到，增速比较高的主要是国家支持的高端装备、电子信息、芯片，高端制造业行业，一些偏传统的低附加值传统制造业投资增速一直是偏低的。特别是有一个明显现象，汽车制造业投资增速在上半年冲高以后出现大幅度回落，主要是新能源汽车发展对传统汽车制造业投资会有比较大的冲击。

房地产投资相对来说保持韧性。一方面，建安投资的主要支撑作用更加凸显。在快速去库存周期和有息负债增速管控下，下半年开发企业建设意愿将还有改善，施工强度仍然不弱，建安成本上升也将强化建安投资支撑力度。另一方面，土地购置费的支撑则有所减弱。土地成交价款转化为购置费存在时滞，上半年土地市场降温将反映为下半年土地投资支撑走弱；而下半年两波集中供地有望带来土地成交热度修复，将反映为对明年开发投资的支撑。整体而言全年预计房地产开发投资增速会占8%左右，相较去年略微加速，去年全年是7%。去年7%的房地产开发投资增速是所有经济数据里面增速最好的，所以去年中国经济疫后转正回暖，房地产投资功不可没。今年即使是政策持续加码调控背景下，房地产市场仍然保持一定韧性。

综上所述，预计今年固定资产投资增长7.6%左右，相比去年全年2.9%会有明显抬升。两年平均下来增速是5.3%，比2019年略微加快。所以固定资产投资对于中国经济疫后恢复提供良好支撑。

外需方面，今年上半年表现非常强劲，超出很多机构预期，下半年在补缺效应和低基数效应同步减弱背景下，**出口增速相比上半年略微放缓，但全年出口高增长的格局基本奠定**，预计用美元计价的出口增速约13%。进口增长将从上半年的“量增价升”转变为下半年的“量价齐稳”。预计美元计价的进口增速约18%，预计全年贸易顺差约5200亿美元，相比上年略有收窄。

综合三大需求分析，我们认为今年全年中国经济增长会出现前高后稳态势。分季度来看，前两个季度GDP增速分别是18.3%和7.9%，预计三、四季度是6%和5.5%左右，全年同比增速为8.8%。从两年平均增速来看，预计下半年复合平均增速将高于上半年，全年两年复合平均增速在5.6%左右，虽然相比疫情前仍有所放缓，但中国经济疫后恢复态势良好。

物价方面。PPI年内高点已过，下半年PPI将冲高后回落，全年涨幅在5.5%左右。一是大宗商品和原油价格仍可能上涨，但上涨速度有望放缓。二是基数原因促进价格涨幅难以进一步扩大。三是从中国过去PPI最近20年几轮上升和下降周期来看，平均上涨周期持续10-15个月，然后开始往下掉，下降过程也会很快，这一轮上升从去年开始到现在刚好12个月，所以我们认为PPI高点基本上已经在上半年出现，下半年会有所回落，PPI上涨时快速，涨势消退也很快。四是国家近期持续出台的大宗商品稳价保供政策也将促使PPI涨幅趋于稳定。

预计下半年CPI涨幅将高于上半年，全年平均上涨1.3%左右。一是下半年猪肉价格仍将处于低位，难以显著抬升CPI。二是随着疫情好转，农产品生产、运输、供应恢复正常，食品价格涨势将较弱。三是考虑到PPI向CPI传导不畅，下半年非食品价格涨势将较为温和。

综合来看，通胀不会成为今年中国经济运行的主要矛盾，更不会成为宏观政策应该关注的主要目标。

三、宏观政策：行稳方可致远

首先看货币政策。我们认为下半年中国货币政策可能会在三股压力下平衡，第一是考虑到经济增长放缓背景下可能会同比增速回落，要考虑到稳增长和防风险压力；第二是大宗商品涨价可能带来控通胀压力；第三就是美联储缩表导致中国稳汇率压力。根据前面介绍，我们认为通胀压力下半年减弱，美联储缩表进程比较缓慢，甚至可能会延后，所以稳汇率压力不大。下半年货币政策主要考量的可能是稳增长和防风险之间平衡。下半年中国经济还是有一些风险因素值得关注的：一是关注高杠杆房企可能出现的违约风险；二是关注“15号文”出来后，地方政府融资平台违约风险可能上升；三是高杠杆的一些集团性企业的违约风险也是值得关注。在有一些风险点的背景下，**意味着我们的货币政策不能过于收紧，要维持一定力度，平缓一下社融增速快过下滑的压力。预计7月份全面降准之后，不排除下半年仍然有继续的降准操作，当然这里也要讲一下判断，我们认为降准不是全面宽松。**关于降准，人民银行的措辞里面讲到，主要是为了应对大宗商品涨价，还有汇率升值给中小企业带来的成本上行压力。缓解成本压力更多是通过降低企业的综合性融资成本来给企业减负。央行降准的目的主要是给商业银行提供长期的低成本资金来置换MLF这种中短期高成本资金，从而提升商业银行为实体经济让利的能力和意愿。**降准资金仍将继续发挥结构性精准滴灌作用，**定向支持实体经济的重点领域和薄弱环节，而不会是“大水漫灌”。

再来看财政政策。预计下半年财政政策会比上半年更显积极，从数据上看，今年上半年积极财政政策明显不及预期，财政收入两年平均增速高于疫情前，但是两年平均支出增速却是负的，这表明财政政策上半年并不积极，**下半年积极财政政策空间比较大。**经过测算，下半年合计财政资金可使用额度将超过16万亿元，所以应该说积极财政政策下半年空间还是充足的。下半年财政支出加快，更多还是投向民生领域。**下半年专项债发行会加快，**专项债发行将加快，但对基建的支撑力度有限。一方面，在已发行的专项债中，再融资债券和新增债券几乎各占一半，意味着专项债用于新项目融资的只有一半左右。另一方面，由于缺少有合适回报率的项目，在地方债务监管趋严的背景下，今年3.65万亿的新增专项债额度可能不一定会用足。

四、市场展望：一致转为分化

债券市场：区间振荡走势，中间存在波段机会，上半年十年期国债收益率在很窄区间波动，下半年收益率中枢会往下移到3.0%以下，债券市场有一定的波段操作机会。从利率走势的驱动因素来看，下行驱动因素包括央行降准、经济增速放缓以及通胀高压逐渐缓解，上行驱动因素包括地方政府专项债发行放量提速、美联储Taper或年末实施。二者互相牵制，前者预期相对较强。

股票市场：下半年仍然是难上难下格局，今年上半年中国股票市场表现比预期好，原因是两个，一是外部看，市场普遍担心的外部因素并没有出现，包括美股下跌、美债美元持续走高并没有兑现。二是内部看，货币政策没有

出现急转弯，反而在今年7月份转向了降准。预计下半年可能仍是一个难上难下的震荡格局，之所以说“难上”，主要基于两方面原因：一方面，外部环境可能的快速变化对股指“上扬”形成掣肘；另一方面，依靠高估值推动的股价很难在流动性溢价不再的背景下继续维持。之所以说“难下”，主要在于仍有不少有利因素对市场形成支撑：首先，外资持续流入对股指形成一定支撑；其次，上市公司盈利改善仍将对股指形成支撑；再次，国家重点支持的行业以及部分周期性行业仍有结构性投资机会。碳中和和碳达峰是未来几年股票市场投资的绝对大主题，新能源汽车包括光伏，还有国家战略重点支持的像芯片等卡脖子项目，这些赛道还是有很大的投资机会，所以市场很难有深跌。

楼市：在调控政策加码的背景下，下半年房地产市场将从上半年的量价齐升中逐步降温，预计全年商品房销售面积、销售额增速分别回落至约9%、15%左右。受限于开竣工小年，新开工持续低于销售增速，推盘能力相对不足或拖累销售增长。不过，房屋开工和销售面积两年复合增速之间的缺口将收窄，库存快速下降的局面将有所改善。资金约束背景下**房企分化**也会越来越明显，看谁能够融到比较低成本的资金，还有拿地能力和可持续开发能力，这一部分房企在未来市场份额可能会上升。未来房地产市场集中度会进一步上升，中小房企几乎没有弯道超车的机会。

汇率：预计年内人民币兑美元汇率大起大落的概率很小，双向波动特征将进一步强化，延续稳中略升的趋势，下半年人民币兑美元汇率仍将围绕[6.4, 6.5]的中枢波动，全年升值和贬值幅度将明显小于去年。一是中国经济2021年将是一个前高后稳的走势，而美国可能是前低后高，下半年中美经济增速之差缩小或使人民币汇率承压；二是预计下半年美联储宽松政策适时退出，未来中美利差空间可能逐步收窄，美元可能阶段性走强；三是中国外汇管理部门会通过一些政策工具引导市场预期，促成人民币汇率的双向波动特征。

原油市场：我们认为油价快速上升时期已经基本结束，原油价格从去年下半年开始持续上涨，主要原因是疫情导致的供需错配：原油需求在欧美疫情消退过程中已经逐步恢复，但由于“欧佩克+”的限产措施及部分产油国疫情冲击导致原油供应出现阶段性短缺。今年上半年国际油价上涨幅度接近30%，目前国际油价已经超过疫情前，但其实需求并未恢复到疫情前水平。而随着油价的持续上涨，近期“欧佩克+”已经达成增产协议。随着供给的增加，原油供需错配的局面将有所改善，国际油价快速上升的时期基本结束，后续可能进入高位震荡阶段。

大宗商品：大宗金属涨价下半年也很难持续，今年上半年铜价创历史新高，随着南美供给能力逐步提升，下半年铜金矿供应紧张的态势会有所缓解，价格将有所回落。铁矿石主要是看中国的房地产和基建需求，我们判断下半年楼市会降温，基建也很难有高增长。随着中国政府“保供稳价”调控政策的贯彻实施及国内房地产市场的逐步回归理性，铁矿石价格或将逐步趋于稳定，下半年继续上涨空间较为有限。**黄金方面**，今年黄金价格很可能是一个振荡走低的行情，整体而言疫苗大规模推出后，全球疫情大概率是趋于缓解，黄金的避险需求在降温，加之宽松货币政策考虑退出，高通胀预期降低，黄金保值功能也会随之下降。黄金和美元有跷跷板效应，美元下半年可能阶段性走强，美元一升值黄金就有下行压力。整体而言今年黄金价格走势肯定不会像去年一样出现轰轰烈烈的上涨行情，全年将是振荡甚至是走弱的态势。

我的汇报就到这，讲得不对的地方也请大家多多批评指正，谢谢！

新发展格局下的金融改革

李扬 上海金融与发展实验室首席专家 国家金融与发展实验室理事长

中国金融改革进入新阶段，习主席在 2021 年 1 月 13 号省部级主要领导学习班上谈到了“三新”，就是我们现在进入了经济发展的新阶段，要深入贯彻新的发展理念，构建新的发展格局。这“三新”肯定会成为我们中期乃至长期的一个总基调，金融理所当然要有新的步伐。

2021 年 7 月 6 日，刘鹤副总理主持召开了国务院金融稳定发展委员会第五十三次会议。从内容上看，本次会议与以往各次均不相同：过去会议基本上是在“办事”，着眼短期；本次会议则是部署改革，着眼长期。会议强调，当前及未来一段时期，要按照高质量发展要求，以供给侧结构性改革为主线，加强对金融领域战略性、前瞻性、基础性、针对性的问题研究。

所以，我们确实进入了新阶段，进入了新时期。金融改革当然会有很多新的内容，按照中央精神，我分六个方面来跟大家探讨下一步中国金融改革的重点。

一、金融机构多元化

中国金融机构的特点是便利，能集中力量办大事。但形势在变，目前主要有三大问题：第一是应对人口老龄化的能力不足；第二是对创新的支持力度很差；第三是资本市场上机构投资者严重缺位。下一步的改革就要针对这些痛点难点展开。

第一，商业银行不能靠息差过日子了。中国现在息差收入占银行业的 60%，反观外国的机构，花旗、德意志都不靠息差了，息差占它们收入的 10%。商业银行面临的改革很严峻，至少有三个角度。第一，不能再靠卖产品了，现在所谓息差就是一手卖存款、一手卖贷款，还是卖产品的机构。第二，要开辟新品种，减少对息差的过度依赖。第三，稳步推动商业银行向混业经营转型。

第二，推动养老机构改革，要创立这些机构。我领导的国家实验室每年都编国家资产负债表，我们曾经估计全国养老金的帐 2029 年打平，之后就变成赤字，现在看起来有可能会提前。怎么办？发债、赤字，当赤字和人口老化、养老、医疗保障等连在一起的时候，那就是硬赤字。

第三，发展保险业。中国保险的资产都不够中国一个大银行的不良资产那么大。

第四，银行应打开银行资产负债表，让更多处于“黑箱”中的资产和负债进入市场交易。要发展非银行金融机构，如基金、投资银行、信托、VC、PE、金融租赁等等。

最后，继续完成十八届三中全会提出的健全商业性金融、开发性金融、政策性金融、合作性金融分工合理、相互补充的金融体系。

二、推进股市改革

中国股市既难反映国民经济运行状况，更难引领中国经济优化结构和高质量发展。行业结构扭曲，是其原因之一。改变这种状况，要从入口、出口和过程监管三个切口入手。所以，推行注册制，完善退市机制，是绝对必要的前提条件。

第一，推行注册制。审批制要三年盈利，盈利的都是老企业，而且是重资产，老企业的重资产是厂房、设备、土地。我们现在要的是知识、创新、信息，这种东西按照原来的评估方式不值钱。改成注册制，科创板不要盈利，就是市场和上市公司之间的博弈。所以在这个意义上推出科创板，实行注册制，而且要把这个原则迅速扩展到整个市场，这才是从根本上解决扭曲结构的措施。

第二，中国的市场为什么退市难呢？所有的上市公司都和各级政府有关。政府搞这个事，意味着如果上市公司出事的话，不会轻易让它退出。于是在中国出现了壳交易，壳还很贵，中国的壳市场很大。每一个壳都和当地的行政机关密切关联，这决定了中国股市是高度行政化的，这个也得切断。

第三，完善过程监管。增强透明度、可信度，打击幕后交易，再加上集体诉讼制度，这个制度基本上就健全了。

三、调整债券市场

资本市场是筹集长期资金的市场。中国的贷款和债券的比例是 100：17，同期的美国是 66：47，表明我们的市场化程度是比较低的。改革的方向主要是两个。

第一，债券市场的结构需要调整。中国债券市场曾以安全资产（含国债及政策性金融机构债）为主，2008 年，安全资产占比为 3/4，到了 2019 年，同口径债券占比直落到不足 1/4。这与世界潮流和发达国家的趋势不同。安全资产市场是金融机构进行流动性管理，是央行进行公开市场操作的主要平台，这个市场决定了基准利率水平，决定了无风险收益率曲线，制约着金融宏观调控的效率；在开放经济环境下，这个市场又构成一国货币国际化的主要平台。我们现在的利率市场化没有完成，利率市场化的条件是要有一个发达的以安全资产为主的债券市场。所以，稳步提升安全资产在债务市场中的占比，是中国未来金融改革的又一重要任务。

第二，债券的投资者结构也应调整。中国的债券大多被金融机构购买并持有，致使债券市场较难发挥其提高市场化水平的功能，而且扭曲了市场资金供求关系。并且，发生在债券市场上的风险和发生在商业银行资产负债表内的风险可能互相外溢。所以，要改变中国债券市场资金流动“从银行中来，又回到银行中去”的格局，形成“从银行和非金融部门中来，到市场上去”的格局，是我国债券市场改革的主要任务。

四、加快人民币国际化进程

现在中国已经是站起来、富起来、强起来了，百年未遇之大变局凸显了人民币国际化的重要性。中国要在世界上成为经济强国，必须拥有对国际货币体系产生重大影响的世界货币。一个国家的货币的国际化程度可以通过四个维度来刻画，第一个维度是在国际债务市场上，发债时用你的货币的比重有多高，中国是 0。第二个维度是外汇交

易，有多少是交易人民币的，现在是 2%。第三个维度是在全球支付里有多少用人民币，现在是 1.6%。第四个维度，外汇储备中有多少使用人民币，现在是 1.2%。总之，人民币国际化任重而道远。

当然，人民币国际化是大尺度的进程，急不得，也没有办法用运动的方式把它搞起来，所以我们还是要坚定不移地去做，其中发展有效率的债券市场，推动非居民购买人民币定值的债券是最重要的。什么叫美元国际化？就是我们持有美元，我们实际上不是持有美元，而是持有美元定值的金融资产。倒过来，你持有美国的国债，大家虽然都说不该买，但是到最后还是它最安全。人民币如果树立了这个形象，人民币就国际化了。为什么讲我们债券市场要以安全资产为主呢？现在很多外国机构要投入中国的债券市场，发现没有什么东西可买。如果要买美国的，政府债、政府机构债等种类很多。人民币国际化看起来是对外的问题，实际上还是一个内部的问题。

五、加强金融基础设施建设

金融基础设施是指金融运行的硬件设施和制度安排。我们以前比较关注硬件设施，现在制度安排可能比硬件设施更重要，包括支付体系、法律环境、公司治理、会计准则、信用环境、反洗钱、金融监管、信息服务、中央银行最后贷款人职能、投资者保护制度等，这些都是基础设施。

美国拥有世界上最为完备和高效率的金融基础设施，而且它的金融基础设施事实上构造了国际上的金融基础设施，它是美国的又是国际的，这是其金融竞争力的主要体现，也赋予了其实施“长臂管辖”、干预其他国家金融机构活动的重要渠道。与此同时，美国的金融基础设施通过在其境内为其他国家金融机构和金融业务提供支持的方式，实际上构成了美国对外金融服务贸易的重要组成部分，并具有很强的“唯一性”，在其服务贸易中，有相当一部分是金融贸易，这也为其在国际金融博弈中增添了砝码。

中国近年来加强了金融基础设施的建设，并且通过金融科技的引入大大提升了金融基础设施的效率。但与美国相比，总体上仍有较大差距，尤其在金融基础设施的国际化与开放性方面。中国必须在这个领域迎头赶上，一步一步走下去，最后总会赶上的。

六、发展金融科技

金融科技，是技术驱动的金融创新，旨在运用现代科技成果改造或创新金融产品、经营模式、业务流程等，推动金融发展提质增效。金融业历来就是科技运用的主要领域。运用金融科技改造传统金融，是金融发展的基本途径。因此，金融科技发展的状况如何，决定了一国、一地金融体系未来的竞争力。

最近我们做了一个研究，归纳了一下金融科技发展的三大动力，分别由三个重要的国家代表，一是需求拉动（中国），二是技术驱动（美国），三是制度保障（英国）。

中国是需求拉动。我们是一个超大型的市场，这本身就是资源，所以我们金融科技一下子就能够发展起来。我们快速发展的因素有三个，一是传统金融服务严重不足，二是庞大的人口基数带来可观的客群需求，三是平台引流极大地丰富了应用场景。中国到现在为止，金融科技靠的是市场大，以后我们还是要抓住市场大的特点，充分利用这个优势再有新的发展。

美国的情况是技术驱动。美国在技术创新上一贯保持领军地位，多数新的金融科技概念都起源于美国。若干规模庞大的科技公司引领金融科技发展，2019 年全球市值前 10 的公司中，就有 8 家美国公司，其中大部分是科技行业，很多是与金融科技有关的。美国传统金融行业也积极谋求转型，不断增强研发投入力度，多用于在机构内部实施颠覆性技术。

英国的特点是制度保障。迄今为止全世界的市场经济制度基本都是从英国产生，而且不断地从英国产生，所以在制度保障上英国是得天独厚的。不论是脱欧，还是新冠疫情，人们做金融还是愿意到英国去，因为英国有很好的制度，保护产权、信息、隐私等法制健全，吸引大量的高技术公司，吸引大量高技术人才。完善的支持创新的监管框架，宏观审慎监管、监管沙箱等制度都是从英国产生的。金融发展综合环境优良，伦敦始终蝉联 GFCI 全球金融中心指数第一。这个制度被培养出来，被人信任很重要，有惯性。

中国在很多领域都是最大的需求者。市场经济的原则是需求决定一切，但是最大的需求者定不了价，就说明制度问题或其他问题。我们期交所费了很大的力气获得一点定价权，是很多制度的调整。面对这样一种竞争的局面，我们必须迎头赶上，发展我们的科学和技术，完善我们的制度。

（内容来源：上海发展研究基金会）

技术、人口与结构——提高人均 GDP，迈入中等发达国家行列

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

国家实力偏弱的原因在于人均 GDP 太低

在改革开放至今 40 多年的时间里，中国经济规模不断扩大。如果用购买力平价来衡量，中国于 2013 年超过欧元区成为第二大经济体，于 2017 年超过美国成为第一大经济体。根据伯克利《如何测量国家实力》一文，GDP 乘以人均 GDP 这一指标可以衡量国家实力，其中，GDP 反映一国经济规模，人均 GDP 反映这一国家的效率[1]。按照这一指标，中国的国家实力于 2019 年超过了日本，这也是日本对中国外交态度发生转变的重要背景。但目前这一指标仍只约为欧元区的二分之一，美国的三分之一（见图 1）。中国国家实力偏低的原因在于人均 GDP 太低。十九届五中全会提出，2035 年国家人均 GDP 达到中等发达国家水平，在该水平下，中国国家实力将超过美国和欧洲。

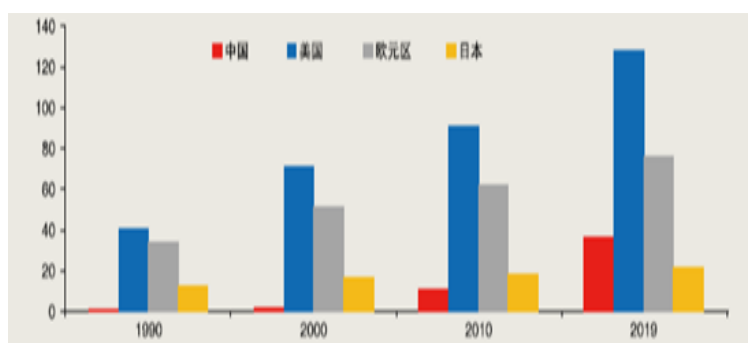


图 1 国家实力指标（GDP×人均 GDP）

低人均资本存量和低资本边际报酬导致增长陷阱

根据科布-道格拉斯生产函数，提高人均 GDP 可以通过技术进步和提高人均资本存量实现。从发展经济学的观点看，资本积累可以直接提高人均 GDP；技术进步必须物化于资本中才能推动经济发展，例如，企业的专利必须运用到机器设备中才能产生经济效益。因此，提高人均 GDP 的关键在于提高人均资本存量，二者一定是相匹配的。2017 年中国的人均 GDP 约为印度的六倍，肯尼亚的七倍，与之相对应，中国的人均资本存量约为印度的四倍，肯尼亚的十倍。目前，我国的人均 GDP 远低于日本和美国，同样，我国的人均资本存量仅为日本和美国的三分之一。提高人均资本存量是提高人均 GDP，乃至增强国家实力的关键。

提高资本存量要求我们关注资本的投资效率，即关注资本边际报酬（MPK）。MPK 又取决于资本产出比，资本产出比越高，资本边际报酬越低。与资本产出比相对应的是投资率，资本积累的增加是投资率增加的必然结果。中国的资本产出比有两轮上涨。第一轮在 1993 至 2010 年期间，人口红利带来了高储蓄、高投资和高经济增长，资本产

出比缓慢上升。第二轮在 2010 年后，资本产出比快速上升，超过美国，已接近日本的水平，换言之，中国的资本边际报酬已经低于美国。

中国的人均资本存量仅为美国的三分之一，但 MPK 也较低。低人均资本存量和低资本投资效率意味着可能将陷入增长陷阱。

走出增长陷阱关键在于提高资本边际报酬

要走出增长陷阱，关键在于提高资本边际报酬，在保持和提高 MPK 的基础上进一步提高人均资本存量。提高 MPK 可以从技术进步、增加劳动力、资源的配置效率这三个方面考虑。

第一，推动技术进步。中国的研发投入虽然比美国低，但中国的研发投入相对于美国的比重上升迅速，2019 年这一比重已经达到 80%以上。分区域看，东部沿海地区的研发投入强度较高，中西部偏低。中国作为制造业大国，制造业的研发强度仅为 1.45，远低于美国、日本、德国等国家。制造业中，研发投入强度较高的行业均与国家投入相关，例如，航空航天。十九届五中全会和“十四五”规划都提出加强创新，进一步提高研发投入强度，推动技术进步已成为社会共识。

第二，增加劳动力。以日本为代表的主要发达经济体都在面临人口老龄化、人口负增长等问题。2016 年我国的劳动年龄人口增速开始出现负增长。东北地区于 2010-2019 年出现人口负增长，投资增速低，社融负增长。东北难以振兴的原因在于人口的老龄化和负增长。劳动力负增长不仅会降低潜在增长率，还会从需求侧导致整个经济陷入非平衡状态。房地产投资减少，各种耐用消费品的需求下降，与耐用消费品相关的机器设备厂房的投资也随之减少。因此，人口的老龄化甚至负增长会从供求两侧对经济产生严重影响。

目前，包括日本在内，全球有二十几个经济体均已进入人口负增长阶段，这些国家的经济增速也均有所放缓。日本 1990 年劳动年龄人口占比达到顶峰后开始下降，1996 年劳动年龄人口进入负增长，在 1995-2019 年期间，名义 GDP 萎缩了 2%，资本形成萎缩 29%，投资萎缩 30%，核心 CPI 萎缩了 2%，耐用消费品和土地的价格均减少一半。在人口老龄化和负增长的过程中，由于总需求的萎缩，所有耐用消费品、土地价格均为负增长，会导致核心商品的通货紧缩。若中国的人口问题不解决，并将资产价格纳入货币政策的考虑范围，中国或将面对更加严峻的通货紧缩。

人口问题不仅是经济增长的问题，还会导致资本过度积累。1990 年日本劳动年龄人口比重和城市土地价格达到顶峰，然后暴跌。2018 年日本住房的空置率为 13.6%，这是资本过度积累的反映。

人口问题还会加重财政负担。1998 年日本社保支出占财政支出的比重不到 50%，2008 年上升至 70%，由此也带来了日本的高杠杆率。这对财政来说是巨大的压力。

日本在 1960-1986 年的数据和中国的数高度吻合，若按照日本的例子来预测，中国将同样面临严峻的人口老龄化和人口负增长问题。2019 年国家出台了积极应对人口老龄化中长期规划，十九届五中全会和“十四五”规划都提出了人口问题，但是这个问题还没有得到足够的重视。根据联合国预测，在 2027 年，中国人口将达到顶峰，然后会出现负增长，人的预期寿命不断延长，未来中国将会面临一个年轻人越来越少、老年人越来越多的社会。如今，生

育率指标早已掉到警戒线以下，需要马上采取有效措施。否则，随着人口不断萎缩，年轻人不断减少，为维持老年人的生活加大财政开支，这意味着将年轻人的资源补给老年人，年轻人的上升前景受到限制，将阻碍创新。

生育率持续下降跟经济发展存在内生的关系，生活水平和受教育水平越高生育率越低。人口问题可能比碳排放问题更加严峻。人口问题可以通过财政补贴来解决。例如，瑞典通过补贴的方式将生育率维持在 1.8%，人口保持基本不变。

第三，调整结构，优化资源配置。同样的资本放在不同的地方，资本边际报酬不一样。2020 年中央政治局会议提出“双循环”战略部署，本文认为，核心在于内循环。

我国净出口/GDP 和贸易的依存度在过去十多年来均不断下降，低于全球平均水平。从产业链、价值链、供应链角度看，中国作为亚太中心表现良好，此次疫情之后，出口飙升。无论供给还是需求，中国的外循环都没有大问题，核心在于内循环。

内循环梗阻关键在于经济的总需求和产业结构。从需求结构看，主要是家庭消费不足。2019 年，中国的家庭部门消费仅占 GDP 的 39%，明显低于全球平均水平（59%）。在产业结构方面，服务业占比 54%，低于全球平均水平（61%），主要有两方面原因。一是政府职能没有很好转变，二是存在阻碍服务业发展的体制因素。随着人均收入水平不断提高，食品占消费的比重不断降低，有形产品占 GDP 的比重不断下降，这对服务业的发展提出了更高要求。但服务业从供给侧抑制了需求的提高。在服务业的发展过程中要防止劳动生产率的下降，需要发展现代服务业或者生产性服务业，研发和销售要从制造业的两端剥离出来，上端是独立的研发机构，下端是品牌销售，剥离的前提在于制造业的结构和制度不能是垄断性的。

家庭要提高消费，这意味着工资收入要提高，财产性收入也要提高。中国家庭部门的资产结构抑制了财产性收入的提高。就资产占比而言，中国 80%是实物资产，美国 70%是金融资产。金融资产中，美国大部分是股票、债券、基金，中国主要是银行存款。

中国房地产存量规模已超出美国两倍，且存在明显的泡沫，再加上人口的老龄化，房价上升的空间有限。中国金融资产效率低与中国资本市场发展不足有关。与美国不同，中国最大的上市公司集中在以银行为主导的金融业、酿酒行业和石油行业。

从金融结构看，中国是一个以银行为主导的体系，传统的存贷款业务较多，非存贷款业务较少。过去十年来中国银行业结构出现很大的变化，集中度急剧下降。由于银行的快速扩张，中国金融机构资产规模已经有明显增长；但从结构看，保险、养老金和非银行金融机构的规模远低于美国。

总的来说，“双循环”不畅在于内循环，内循环不畅在于消费不足，消费不足又在于人均收入水平低，而低人均资本存量和低资本边际报酬的增长陷阱限制了人均 GDP 和人均收入水平的持续提高。所以，关键在于加快资本市场的稳健可持续发展，提升资本配置效率。按照十九届五中全会的精神，我们必须充分调动一切因素，从技术进步、增加劳动力、优化资源配置三个方面提高资本边际报酬，促进经济增长。

[1] 该文章认为，GDP 乘以人均 GDP 是衡量国家效率最简单的指标，国家效率的高低直接影响国家实力的强弱。该文以鸦片战争和甲午中日战争为例进行了说明。1840 年，中国 GDP 远超过英国，但在 GDP 乘以人均 GDP 这一指标上，英国的国家效率是中国的三倍。1890 年，中国 GDP、人口、军队数量都超过日本，但在 GDP 乘以人均 GDP 这一指标上，日本国家效率是中国的 1.5 倍。国家效率的落后直接导致国家实力的不足，是造成近代中国两次战争失败的原因之一。

（内容来源：《国际金融》2021 年第 5 期）

未来银行数字化发展重心与挑战

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

近年来，我国商业银行纷纷踏上数字化转型的道路，并开展了许多有益实践。数字化对银行的组织、文化、业务、技术等各方面都提出了新的要求，带来了深刻的变革，但如果单纯地从技术角度去理解银行的数字化转型，容易落入“只见树木，不见森林”的窠臼，难以从整体上把握银行的数字化发展的实质。

数字化的真正目标不单纯是提高效率，而且会使业务多元化。银行数字化就是不断适应客户本身行为数字化的变化，在此基础上提供数字金融服务。一个真正的数字银行，是秉持“以客户为中心”的服务理念、依托先进的数字技术，不断完善系统架构、优化业务流程、提升运营管理、强化风险控制、丰富场景生态，为客户提供便捷、高效、普惠、安全的多样化、定制化、人性化金融产品和金融服务的新型银行。而数字化转型的过程，就是基于新兴科技基础，围绕数字营销、数字运营、数字风控等领域展开，通过重塑组织与人的关系、构建数据驱动的能力来由内而外地进行变革，由内部管理运营向外部客户服务进行延伸，拓展营销渠道，提高客户体验，实现与经济数字化相适应的业务增长的过程。与传统银行相比，数字银行有着以下几个方面的重要特点。

适应数字经济的企业文化

1、塑造企业文化

科技在银行中的地位、科技人员的占比、技术创新对业务的推动力和创新速度、任何一个新的想法的决策和执行速度、最后再到银行内部数字化的管理和资产的数字化，各方面合在一起构成了数字化的银行。真正的数字银行绝不是靠传统 IT 信息化建设模式，科技部门被动支撑业务发展、业务外包和现有业务流程支撑新业务能够短时间脱胎换骨的。也不是靠单纯地使用云计算、大数据和各种开源技术，因为这些技术的使用并不难，难的是去形成相应的价值观、文化和整体机制。

在银行内部仅仅靠推动新技术落地来实现数字化转型，实施过程中非常容易停滞，推动难度也很大。厘清现状如何，仔细分析当前的现状，明晰业务需求，梳理监管要求和行业领先者的做法，将银行的顶层业务战略方向和科技结合起来，设计转型的蓝图、路径，快速迭代，不断试错，充分发挥自有优势，确定符合自身特点的发展路径，并不是盲目地追随。

2、创新组织架构

传统银行数字化转型中面临一个主要挑战是其组织架构很难支撑敏捷反应和快速决策，因此需要建立起安全稳定与市场创新并存的多元化组织架构。数字化的模式要根据客户的信息变化不断迭代，快速调整，不断试错，管理体系和业务开发流程要与之相适应。新兴银行相对比较容易做到这一点。技术发展引起的对经营理念和管理能力的需求的改变，对于传统银行来说是巨大的挑战。

首先，需要考虑成立什么样的组织结构来推动数字化转型。数字化浪潮在改变传统业务模式的同时，也在改变着银行内部的管理模式。“数字化”一方面拉近了银行前中后台组织之间的距离，另一方面也使得“业务”与“科技”的边界愈发模糊。因此银行需要考量如何将业务、管理和科技的人合理分配，在保障安全、稳定、高效的同时，最大化发挥“数字化”创新能效。

其次，在数字化转型过程中会面临“治理”的问题。数字化最先改变的是决策流程和组织形态。在大数据时代，银行的全面数字化，不仅是通过移动互联网的方式与客户产生链接，也意味着所有的决策要以数字化的方式开展。原本以部门为节点，凭经验做决策的方式将被打破，取而代之的是“数据 + 算法”的决策方式，全面提升企业、员工的工作效率与工作能力。

数字化也好，金融科技应用也好，现在从零售端慢慢过渡到对公端。正如中国的制造业发展，从原来的生产制造商现在到了柔性管理。全球服装订单反馈最快的是中国企业，管理端能力发生了很大的变化。基于数字端的变化，企业端客户基于数字经营行为也在发生变化，银行如果不数字化就被客户远远甩在身后，无法提供服务？所以，技术本身是一个手段，让银行更好地服务客户需求，要跟随客户发展变化去改变，这是最核心的一点。不同的银行面对的客户不同，数字化发展的方向也会不一样。数字也好，科技也好，带给金融的改变非常彻底和深远，带来了思维模式和行为模式的改变。

敏捷、稳定的技术架构

在新一代信息技术，以及“互联网+”、大数据等国家战略推动下，当前银行业面临着服务升级、精益管理、转型优化的新阶段，众多金融机构都开始尝试推行“稳态”“敏态”并行的信息科技战略。一方面，银行业的监管要求、风险控制和传统开发特性决定了保留其传统稳态业务的必要性；另一方面，互联网模式兴起导致竞争日益激烈，需求的变化频率增高，以及对业务的响应速度也提出了新的要求，催生了银行业敏态管理发展的必要性。稳态业务与敏态业务在金融业将会长期并存。这两者的科技模式差异较大，需进行分类管理，分别采用不同的运作模式、组织模式、技术架构。必须要从战略层面把握好“传统业务”与“创新型业务”之间的有序平衡。

1、科技发展战略

随着银行业务线上化、场景化、智能化等趋势的发展，高并发、高可用、高性能、扩展能力、迭代能力等互联网架构的能力成为银行所关注并重点建设的内容。银行在传统的稳定性、可靠性的基础上，逐渐探索如何快速创新、灵活扩展、提升体验。分布式、微服务架构的弹性扩展、敏捷部署、灵活资源调度能够助力银行解决业务发展瓶颈，提升客户服务体验。随着客户需求的变化以及市场的快速发展，银行推出金融产品的速度也需要快速提升。银行需要构建敏捷的开发、测试、运维能力的全周期研发协同能力，打造持续集成、持续部署、自动化运维等研发运维平台。实践中，商业银行在数字化转型中采用了“稳态 IT”和“敏态 IT”双态并行、双线布局的发展模式。对于传统业务，以“稳态”作为科技的定位，长期实现业务伙伴，融合发展；对于创新业务，探索“敏态”的创新发展，长期实现战略推动型，创新引领。

2、科技治理模式

稳态化科技治理模式，对于金融业 IT 部门而言是一个持续不断优化过程，例如如何控制 IT 项目的有序推进，如何与业务部门分工合作。在这个过程中，业务部门和 IT 部门的分工非常清晰和明确。敏态化科技发展的关注重点不是 IT 本身，而是业务模式、业务特点以及日后运营和考核指标。针对敏态科技治理，一方面关注对业务需求的快速响应，另一方面关注的是构建一个优秀的产品团队，将 IT、业务、推广运营有机地融为一体。

完善的数据资产化能力

经过多年运行，商业银行已积累了大量的数据，充分挖掘应用大数据的价值，开始成为许多商业银行的战略方向。随着银行 IT 基础机构的不断完善，数据治理能力的逐步提高，银行正尝试通过大数据驱动业务更加精准、运营更为高效，并实现全行资源的优化配置。随着 2018 年《银行业金融机构数据治理指引》的出台，数据不但再次明确了自身作为未来银行核心资产的地位，也成为监管机构统一了解和管理银行的切入点。如何合规地获取数据、做好数据存储与管理、深度挖掘数据价值，是银行在进行数据治理时需要主要思考的问题，也是银行实现数据资产化的重要组成部分。

1、数据治理

数据治理是数字资产化的核心问题，它是组织中涉及数据使用的一整套管理行为，需要厘清谁能根据什么信息，在什么时间和情况下，用什么方法，采取什么行动等问题。在银行数字化转型过程中，首先需要管理层认识到数据治理的重要性，并做好这是一项长期的、投入效果显现较晚的工作的心理准备。其次是制定治理规划，划清部门权责，确认主导治理的团队，并协调各部门积极配合，同时，对新产生的数据务必要严格按照数据标准进行管理与存储，做到历史数据追溯治理、新生数据实时管理。

2、数据挖掘

银行是基于大量信息和数据设计金融产品、提供金融服务的组织，同时，银行在日常经营过程中也会产生大量的信息和数据。对于银行来说，通过有效的数据管理及治理，有望形成规范的数据体系与标准，为新兴技术的赋能与实践提供良好的数据基础。

具体来看，在引入大数据技术赋能业务流程和场景的过程中，数据的量级、结构化程度、完整性是决定大数据模型精准度的重要因素，而大数据算法与模型的使用，将帮助银行实现精准获客、高效管控、全流程风控等目标，这也是数据价值深度挖掘的重要实践环节。

高效的数字化营销和运营能力

1、统一营销渠道与平台

银行借助移动平台技术来提升客户体验、提高服务效率，减少客户去实体营业点路上和线下排队等候的时间耗费，并扩大服务客群的覆盖范围。为适应数字经济的发展，部分银行坚持“移动优先”战略，通过移动窗口深入进行业务平台整合，形成金融机构统一营销平台，整合原有的传统线下渠道以及各个新渠道业务能力，同时优化客户体验 UI，完善客户交互。

2、提升数字化客户交互

数字化转型过程中，银行可以探索“非接触”服务模式，深化金融科技应用，致力于提供嵌入生活、实时智能响应客户需求的金融服务，提升金融级安全和智能化服务能力。通过人脸识别、指纹识别等技术解决线上业务办理，提供金融级别的安全和便捷；通过语音助理、OCR 识别、智能客服、VR/AR 等技术提升客户数字化交互体验。

3、数字化客户运营

银行可以从客户体验的角度，形成与客户实时联动，及时发布产品信息，打通获客渠道，增强用户黏性，实现从获客到活客到获利的全流程管理。同时从数据集中化管理的角度出发，建立起高效的贯穿前中后台的业务流程审批、资源配置、线上风控等整个闭环有序的管理体系，实现智能化运营管理。

通过大数据、AI、机器学习等技术，建立客户的精准画像、智能营销、智能风控体系，实现千人千面的功能、个性化的服务、精准的营销推荐、智能化精细化运营、实时防范线上业务风险。利用大数据、人工智能等技术完善全行风险管理与控制能力，建设智能风控管理平台，基于兼顾风险和效益的原则，在保证客户体验基础上，提升风险管理的效率。

4、建立数字化产品体系

建立数字化产品体系，从产品集中化管理的角度出发，形成全行集中、规范的统一产品目录管理，实现对产品创意到设计、到发布的产品全生命周期过程统一管理。通过创新技术建立相关的管理支持平台，按统一的产品标准归集产品管理所需的数据，统一产品分类和标准，构建与产品运营同步的产品目录，统一产品统计、核算口径，实现结构化、标准化的产品描述，形成能够支持客户营销和产品经营与管理的统一视图。建立科学创新的产品数据管理目录和管理维护机制，形成全行统一产品信息目录。同时全面分析和确定影响产品管理的因素，强化产品创新定价和风险管理能力。

健全的数字化风险管控能力

1、数据驱动的信用风险管理

贷前、贷中和贷后的“三道防线”是银行通用的内控管理框架，大数据风控主要应用于银行风险管理的第一、二道防线。目前，银行风控主要采取信用评分卡方式，具体分为风险评分卡、收益评分卡等，应用于授信业务的不同阶段，构成银行完整的信用评分体系。大数据风控可分为个人风控和企业风控。个人风控可依托大数据和人工智能技术，对客户风险进行及时有效的识别、预警、防范；企业风控则基于大数据和知识图谱技术，整合企业工商信息、合规情况、关系族谱等信息，来改善企业信用评级的状况。大数据风控技术的应用，可以降低银行风控成本，提高征信效率，实现信贷的贷前、贷中、贷后全链条自动化、智能化，提升个人征信的广度和精度，并丰富企业信用体系。

2、精准的反欺诈识别能力

风险管控的另一个重点在于反欺诈。与一般的违约风险不同，欺诈风险主要源于客户故意隐瞒真实身份和违约意愿，因此往往比失去偿付能力的违约客户给银行带来更大的损失。目前，很多银行与外部机构合作，利用行内积

累客户的基本信息、账户信息、交易记录、客户历史行为模式和正在发生的行为模式等数据，同时结合包括电商、支付、保险、视频、交友、航旅、外卖、物流等诸多平台的海量数据，输入智能规则引擎，识别可能的欺诈行为。

开放的生态（场景）构建能力

如今，不同机构彼此合作形成全新的金融生态，共同分享大数据带来的价值和规模效应。在生态构建中，诸多业务参与方在遵循自身经营资质要求和机构间合作规范的前提下，充分发挥各自在业务属性、服务网络、数据沉淀、科技研发、融资渠道等方面的差异化优势，产生规模经济效应，从而为有金融需求的人群提供多元化、价格可承担、体验便捷的金融解决方案。

一是聚合生态场景。一些大型互联网平台需要为其海量互联网用户提供更丰富的金融属性服务，以达到构建生态闭环的目的，银行主动加入这一生态圈，聚合起更多的生态场景，借助互联网的大数据和场景优势，更高效地触达、获取和保留客户。生态闭环一旦形成，对外部竞争对手就会产生较强的排他性，其他金融机构将难以复制这一模式，由此形成难以跨越的护城河。在未来数字化发展的这个过程当中，线上渠道和线下渠道都是非常重要的，都是银行服务的入口。通过互联网平台增加获客渠道，传统的线下网点也可以成为线下场景打造的基础。未来银行网点形态可能会向着场景银行打造的方向改变，利用新的线上线下方式实现与客户的沟通。

二是实现金融服务与场景的融合。要从场景端而非供给端的需求出发，充分洞悉和理解场景中所有相关方的需求和痛点，以数字化手段对接客户需求，在线提供产品服务和完成业务流程，通过网络化将金融机构与客户更加紧密地连接起来，满足客户各种各样的金融需求。从触点转向客户旅程，不断提升客户体验；从交易思维转向价值伙伴，不断提升价值创造和服务边界；从集中转向开放，重新定义金融服务方式。数字化的能力会支持场景打造和中后台管理，但不一定是纯粹用业务线上化来刻画未来数字化发展或者科技对银行改造的方向。这需要高成本的科技和运营能力的投入，从这个角度来说，数字化转型是为了竞争生存而采取的，会增加成本而不是降低成本。

三是从提供金融产品到经营生态。拓展服务范围。同时通过提供非金融类服务场景，来增强客户体验、提升客户黏性、整体打包金融服务，银行定位已经从提供金融产品角色转变为“综合类服务的集成商”。场景化金融的在客户每个相关场景中，都能切入其中，进行产品的布点、流量的获取，与合作伙伴互相依赖，成为共生的经济体。

四是全面构建数字化运营能力。通过联动日常运营和场景生态的数据，如产品应用数据、客户体验数据、交易行为数据、市场变化数据、行业趋势数据、宏观环境数据等，可以形成运营全景视图、客户全景视图、产品全景视图、交易全景视图、市场变化及行业趋势全景图等，从而提升金融机构运营效率和风控能力。在这个过程中，小银行受到的挑战是巨大的，线下构筑的亲密关系要禁住未来银行的场景竞争，形成有效壁垒，是很困难的。数字化时代距离近，效率高，决策链短，反应速度更快，而由于技术的支撑，大银行的提升可能比小银行更快，拥有更好的数据反馈处理和开发流程，产品迭代能力更强。

（内容来源：IMI 财经观察）

金融科技助力商业银行转型发展

黄金老 上海金融与发展实验室副理事长 江苏苏宁银行股份有限公司董事长

风险管理能力的高低决定了一家银行的成败，资金成本的高低对一家银行的发展更是起到了至关重要的作用。世界上相当多银行的风险管理水平没有太大的差异，今天在观察银行业的不良率，特别是把核销还原后的不良率似乎相差不大。但资金成本却会产生巨大的差异。资金成本高的银行会带来行为上的扭曲，从事一些高收益、高风险业务，最终信贷成本也较高。过去风险管理是银行的核心，但其实低成本获取资金的能力也是银行的核心竞争力。

如今对待金融科技还是要有一个冷静的分析，例如五年前区块链技术非常火爆，被预测可能是下一代互联网革命，然而到今天为止区块链在金融领域的应用还是非常稀罕的。若科技的成本太高，上游又不太愿意提供关联数据，使得数据无法溯源，那么区块链技术也就运用不起来。无论是在一般生活领域还是金融领域，很多技术看起来很美，但并没有带来实际效果。像生物特征识别，今天我们用的仍然是人脸识别，至于虹膜识别等各种技术非常多，但都没有推向市场，因此我们在科技面前还要保持冷静。

国内银行业转型经历了从零售业务转型、公司业务转型、管理转型到如今的数字化转型。**基于数字来做业务，包括从营销到风控到管理，都要通过数字技术来实现。**一个直观的判断依据就是看一家银行业务的线上化水平，目前大家对数字银行并没有形成全面理解，多数人对它都是一种模糊的认识，是一种新的概念。具体看就是线上经营水平高的银行其数字化水平也较高，如果业务线上化后台的管理也必然是数字化，这两者是高度相关的。

今天我们讲到数字银行也好，线上化也好，**基础是需要具有数据的可得性。**所以在零售贷款市场，各银行的线上化水平高的主要原因是零售贷款数据非常完整，个人数据、小微企业的数据可得性较高。在财富管理领域，目前数字化水平还是比较低的。近几个月大家都在炒作中国的财富管理市场，中国有 70 万亿的财富管理市场，财富管理能不能成为一个大市场，关键是财富管理收益从哪里来？理财怎么保持一个较高收益？是通过股票市场、房地产市场还是通过债券市场？市场本身产生的收益有限，那财富管理也很难给投资人提供一个较高的回报。

中国个人贷款市场的天花板在什么地方也是清晰的，个人贷款市场也是个有限的市场，无论大小银行都加入了激烈的竞争中，总结下来就是个人加杠杆。个人杠杆可以加到什么程度？现在在江苏，存在一些个人贷款超过个人存款的情况，甚至可以一直加下去，这必然带来系统性的风险。小微贷款也是这样，近两年银行贷款向小微企业倾斜，但小微企业究竟需要多少资金？目前我国产能过剩，要通过出口来消化，内需不振，若更多的贷款都来发展制造业，结果必然是造成进一步的产能过剩。因此要看市场的有限程度，若更多投入到这个市场，会使得市场更加扭曲，这一点也是目前需要我们清晰思考的。

发展科技的目的是通过科技作为手段使得金融服务变得简单，对用户来讲获得更加方便的金融服务，对金融机构及从业者来讲是更低的展业成本和更为简单易学的流程与操作。用户用起来简单，银行操作者操作起来简单，这就是金融科技的使命。这些年金融科技的发展已经给银行带来了巨大的变化，如今开户已经变得非常简单，甚至

不用填写繁杂的材料。江苏苏宁银行已经可以做到个人客户三分钟开户、企业客户十七分钟开户，这后面都蕴含较高的技术含量。小微业主申请贷款，如今在柜台销售的间隙就可以申办小微贷款了，这样一来使贷款变得非常简单便捷。因此，金融科技从银行的开户、到转账、支付、投资理财、贷款以及后台，使得服务变得越来越简单。只有金融服务成本降低，才能以更低的成本服务于我们的客户。

（内容来源：IMI 财经观察）

实现没有泡沫的经济增长： 日本的教训、德国的经验和中国的选择

王永钦 上海金融与发展实验室学术委员会委员 复旦大学经济学院教授、博士生导师

十八大报告提到了金融体系要支持实体经济的发展，这是一个很重要的表述。过去三十年世界经济的发展历程告诉我们，金融体系和实体经济的关系很大程度上决定了一个国家经济的增长路径和经济结构，从而决定了一个国家的发展模式。因此，金融体系与实体经济的关系是一个重要的研究课题。

在这方面，德国和日本给我们提供了重要的比较和经验教训。德国和日本在 1985 年前的发展模式是非常类似的：金融体系都是银行主导的，资本市场（特别是股票市场）不发达；产业结构上都是制造业主导；比较倚重出口。应该说，1985 年之前，这两个国家的经济发展都是健康的。这两个国家发展路径的分野发生在 1985 年。日本在 1985 年废除了一个长期坚持的法律，允许储蓄系统的资金可以自由流向房地产业（此前是导向实业），从此房地产成为了可以自由交易的金融资产，资金纷纷流向房地产行业。此后仅仅五年的时间内，日本的资产泡沫就达到了无以复加的地步，泡沫在 1990 年破灭了，从此日本经济一蹶不振，迄今已经超过了二十年。企业的资产负债表和国家的资产负债表（财政赤字）一直都没有修复好。在产业结构方面，泡沫挤出了实体经济的投资，日本国内出现了产业空心化，国内资本外流，由于缺乏技术创新，没有支持经济增长的产业基础。

德国则相反，严格规制房地产部门，从来没有让住房成为可以自由交易的资产，一直秉承制造业的传统，保持着强劲的经济增长，即使 2008 年的世界性经济危机也没有对它产生很大的影响。

德国和日本的发展道路的经验教训尤其值得中国认真研究，因为中国和这两个国家有很相似地方。中国和日本、德国都属于大陆法系的国家。最近的经济研究发现，法律体系等制度结构决定了一个国家的金融结构：一般而言，大陆法系的国家很难有发达的金融市场（尤其是股票市场），而司法体系相对更好的普通法系（如英美）有比较好的股票市场和相对完全的金融体系（complete markets）。

金融体系比较完全的国家，财富可以通过资本市场上的各种金融工具来实现保值和增值，也可以通过资本市场来化解各种风险（如养老等）。美国在过去一百年内，股票的年均收益率每年百分之九左右；而土地的价值在 1900 年到 2000 年的一百年的时间里，只上升了 24%（扣除通货膨胀）。由于金融体系比较完全，他们不需要通过购买土地来实现财富的增值和保值。而在金融体系不完全的国家，特别是经济高速增长的国家，人们往往会将土地和房产作为财富保值和增值的手段；如果对土地和房地产市场不加规制，很容易就会导致严重的资产泡沫，就像日本在上世纪八十年代经历过的那样。这是因为，在一个金融市场不完全的经济中，土地的承载了太多的功能，如空间配置资源的功能、财富保值和增值的功能、抵押品的价值，所以地价和房价就会很高，从而带动整个非贸易部门的成本上

升，使得经济运行的成本上升，经济中就会过早地出现去工业化的现象。而去工业化导致的经济衰退（或者经济危机或者人口老龄化等结构性因素），最终会导致泡沫的破裂，从而对经济造成结构性的、永久性的破坏。因此，在金融市场不发达的国家，就需要对土地市场和住房市场进行严格的规制，在这方面德国就做得很好，在过去的半个多世纪的时间里实现了没有泡沫的增长；而日本经济却走上了自我毁灭的道路。这个教训是令人深思的。

中国过去的十年没有对房地产市场进行适当的规制，在很多城市出现了资产泡沫，同时也出现了局部的去工业化的现象，这是一个比较危险的苗头，中国已经开始步日本的后尘，不过亡羊补牢还来得及。

中国要实现没有泡沫的经济发展，一方面要对房地产市场进行严格的规制，这方面，德国等有很多经验可以学习。另一方面，也要发展适合中国的金融体系。一般而言，司法体系比较落后的国家，最适合的金融工具实际上是债券或者债权，而不是股票或者股权。法律制度越落后的国家，股票市场越难发展起来，即便德国和日本都是如此。

债券对制度的要求低一些，因为它对信息最不敏感（投资者只关心最差的状态），而且它是硬预算约束的：只要低于一定的临界点，就可以要求企业破产清算；股票市场就对制度和信息有很高的要求，因为股东需要关注各种状态；而且股票是软预算约束：一个企业的业绩再差，也不会破产。经济学家已经发现，在不完善的金融市场中，最好的金融产品是债券，可以最大程度满足一个社会的融资要求。但恰恰是债券市场在中国基本没有发展起来，其中一个重要的原因是利率管制。中国一下的改革，应该在利率自由化的同时，积极发展债券市场，这样既可以帮助企业融资，化解过剩的“流动性”，也可以为投资者提供一种更可靠的保值、增值的的金融资产。

总之，制度结构决定了最优的金融结构，金融结构又决定了一个国家的产业结构，最优的发展模式要在这三者之间实现很好的匹配。中国的制度结构使得中国比较适合发展债券为主的金融体系，而制造业将是中国未来几十年甚至上百年都要发展的行业。中国只要吸收国际发展的经验和教训，通过金融体系的改革和相关的改革，完全可以实现没有泡沫的增长。

货币主义的失灵与幽灵——兼谈央行二季度货币政策报告

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

通胀是一个全球化现象，应慎言货币主义失灵。全球同步大放水的结果，只能是水漫金山。

要理解美联储的行为，需要联系所处的时代背景，包括但不限于：政治-意识形态、主流经济思想、宏观经济环境、金融风险，还需要考虑部门间的协同，尤其是和财政部和总统经济顾问委员会（CEA）。

美联储货币政策框架演变

美联储的货币政策目标常被表述为“双重任务”——充分就业和物价稳定。实际上，联邦储备法案一直在修订。不同时期，货币政策的重心不同，而这又决定了货币政策规则的差异。

建立初期，美联储的主要任务是向货币市场提供流动性，同时防止投机性需求。其提供流动性的依据是“真实票据”，常用加息的方式应对股市泡沫。20 世纪 20 年代，斯特朗担任纽约联储主席，其主要任务是冲销黄金流入和流出。这类似于中国央行在外汇储备快速增长时期的操作。随着一战的爆发，“用非常低的利率来促进全面就业，已经成为一个政治目标”。罗斯福新政、大萧条和二战都强化了这一任务。从 1937 年到 1951 年 3 月财政部与美联储就撤回支持国债价格政策达成协议之前，美联储实施的是支持长期国债价格的政策。2.5%是（25 年期）长期国债目标利率上限。

1946 年充分就业法案首次赋予美联储追求物价稳定、充分就业、经济增长和稳定汇率的目标。但其能够独立自主的追求这些目标，还要到 1951 年 3 月签订的《美联储-财政部协议》。美联储迎来“独立日”，从控制长期利率和维持国债价格的“政治任务”中解脱出来。1978 年《汉弗莱-霍金斯法案》重新表述了美联储的货币政策目标：“联邦储备系统的董事会和联邦公开市场委员会应保持长期增长的货币和信贷总量，以有效促进最大充分就业，稳定的价格和温和的长期利率等目标的实现”。所以，美联储的三大政策目标是：物价稳定、最大可能就业（早期的表述为“充分就业”）和合意的长期利率。



图 1：美联储货币政策立场与经济周期

数据来源：McLeay & Tenreyro, 2019, NBER, CEIC, 东方证券

1979 年，沃尔克就任美联储主席，将低通胀设为首要目标。格林斯潘继承了沃尔克的衣钵。2008 年金融危机之后，鉴于量化宽松政策在初期的效果并不理想，2011 年参议院本计划将“寻求最低失业”废除，但最终并未实施。所以，今日的美联储还是“三条腿走路”，只是通胀目标改成了“平均通胀目标”。

美联储货币政策规则可分为两类：第一类是“扩张-紧缩”交替，或相机抉择的货币政策，通过总需求管理，以实现充分就业为主要目标。其理论基础是凯恩斯主义，认为通胀是非货币现象，源于“真实冲击”。操作上，以菲利普斯曲线的为指导。此类货币政策具有内在的通胀倾向，因为紧缩是一种“政治不正确”。根据菲利普斯曲线，降低通胀的唯一路径，只有增加失业。所以，“扩张-紧缩”的货币政策是顺周期的。

50-80 年代，除马丁任美联储主席期间曾短暂地将稳定物价作为首要任务，其余时间均奉行的是“扩张-紧缩”交替的政策规则。此间，美联储不是“通胀斗士”，而是通胀制造者。除了就业方面的考虑之外，政府制造通胀的另一意图是增加税收，因为，个人和企业所得税等级都会随着名义收入的提高而累进）。弗里德曼说：“自古以来，通货膨胀的主要原因都是统治者试图攫取资源……对统治者来说，通货膨胀的诱惑总是难以抵挡，因其总是将税收隐藏于无痛苦甚或是欢愉的景象背后。当然，更重要的是，这样一种征税无须特定的立法批准，也无须在国会进行陈述和说明”。1981 年，经济复兴税收法案才明确规定：33 个月内将个人所得税率降低 25%；从 1985 年起，将个人所得税档与通胀挂钩。此后，通胀与所得税（占 GDP 的比重）的联动性下降。

第二类是基于（准）规则的货币政策，如调节联邦基金利率，实现货币数量增速目标。它强调建立货币政策可信度，锚定通胀预期，稳定价格水平，降低通胀波动。其理论基础是货币数量论和理性预期理论，对应的是垂直的菲利普斯曲线。最经典的表述莫过于弗里德曼所强调的：通货膨胀何时、何地都是一个货币现象。所以，基于规则的货币政策是“逆风而行”的，且强调先发制人，将可能超过目标值的通胀“扼杀在摇篮里”。二十世纪 80 年代以来，全球通胀率和波动性的下行，应归功于弗里德曼的新货币主义（和卢卡斯的理性预期理论）。央行也因此赢得了“通胀斗士”的称号。

马丁-沃尔克-格林斯潘逐步建立了“逆风而行”的货币政策操作规则，重建了美联储的信誉，这才有了“别站在美联储的对立面”这样的市场共识。这是未列入美联储资产负债表的“无形资产”。金融危机之后，通货膨胀在大多数时候都不是货币政策的紧约束。美联储更为关注最大可能就业与合意的长期利率。新冠疫情之后，美联储转而盯住平均通胀，使物价稳定目标更加模糊，对通胀超调的容忍度也提高。实际上，从“泰勒规则”角度说，自 2014 年以来，截尾平均通胀率就能更好的拟合 3 个月期短期利率的波动。这意味着，美联储已静悄悄地执行了 7 年平均通胀目标。

货币主义的失灵

在 1965 年发表的《货币与商业周期》（Friedman and Swartz, 1965）一文中，弥尔顿·弗里德曼复兴了古典货币数量论——“货币变动和货币收入、价格变动存在着——对应的关系”。1971 年出版的《美国货币史（1867—1960）》对此进行了充分论证。概括而言，其基本主张是：短期内，货币是非中性的，货币存量变动会影响真实经济变量，但长期内，货币是中性的，只会导致价格的比例变化。鉴于此，他们主张，货币供给不应该在扩张与收缩中相机抉择，而应该遵循一定的规则，如货币存量增速保持 2% 不变，只有这样才能稳定通胀和通胀预期。

弗里德曼的论证是充分的。在其所论证的时间区间内，货币存量增速与名义工资增速、通货膨胀率的变化高度一致。问题在于，经验规律有其适用的时代背景。弗里德曼分析的是一个相对封闭的、商品本位的世界。20 世纪 70、80 年代以来，纯信用货币制度和新的全球经济、金融体系的建立直接导致了货币主义的失灵。美元不只在美国流通，美国的需求不再只由美国生产来满足。美国的广义货币增速对名义工资增速和通货膨胀率的变动不再具有解释力。这一情形同样适用于英国等西方国家（图 2）。

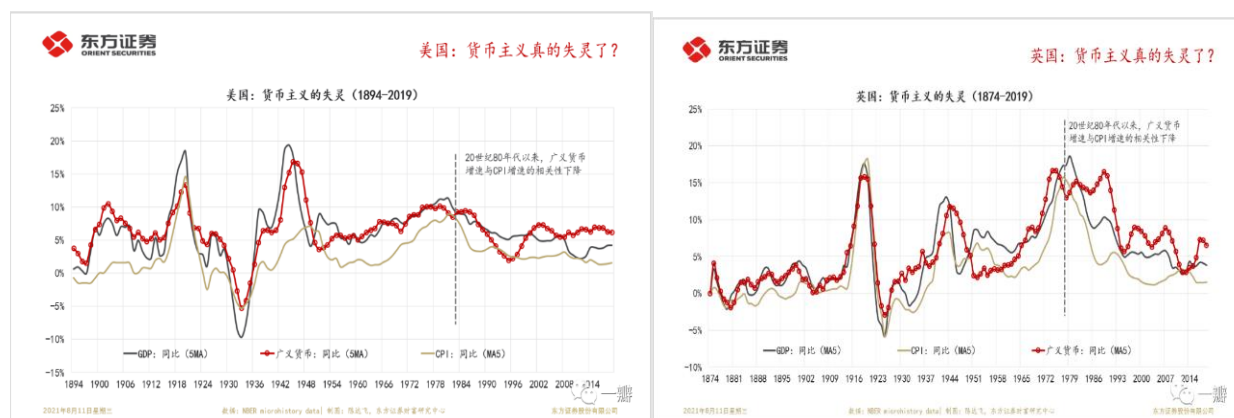


图 2：货币主义的失灵——美国与英国案例

数据来源：NBER Macrobhistory data，东方证券财富研究中心

某种意义上，货币主义的失灵正好反映其已经深入人心。沃尔克和格林斯潘都是货币主义的追随者。在 1980 年国家新闻俱乐部的演讲上，沃尔克说：“我们的政策建立在一个简单的前提上……一个被记述了几百年的经验，即通胀过程在根本上与货币、信贷的过度增长有关……让货币、信贷保持一段时间的温和、非通胀性地增长，绝对是解决……通胀问题的必要前提。”

关于货币主义的失灵，笔者做出两点解释：第一，广义货币与通胀脱钩的背后，是货币与银行信用的脱钩，只有后者才能形成真实需求，从而对物价形成拉动作用。而货币与银行信用的脱钩，又与金融自由化和金融创新相关。银行可转让支付命令账户（NOW）的诞生就是一个案例（黑泽尔，2017）。

第二，80 年代以来，通胀“大缓和”是一个全球化现象。如此一来，用单一国家的货币存量去解释一个全球现象，得出货币主义失灵的结论也不足为怪。如果将全球作为一个整体，考察全球广义货币存量增速与通货膨胀率的关系，会发现从 90 年代开始，两者即使不是一比一的关系，从趋势上看，也是基本一致的。这是否意味着，2008 年以来的全球性的大放水，会导致全球性的通货膨胀？其逻辑如同日本的老龄化为何能够与通缩并存。全球同步放水时，会导致水泄不通，只能水漫金山。当然，它也可能表现为资产价格的泡沫。

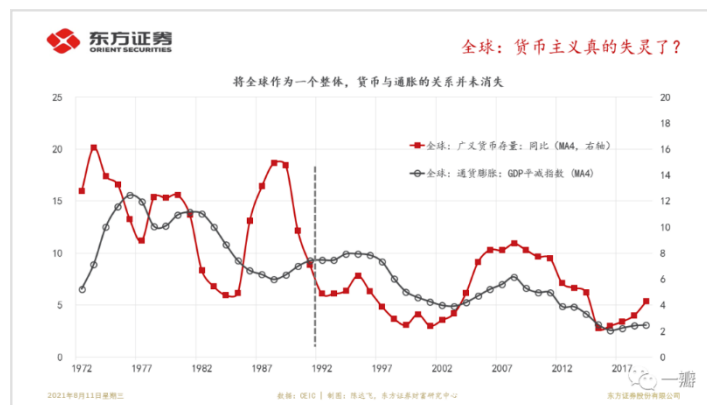


图 3：将全球作为一个整体，货币与通胀的关系并未消失

数据来源：世界银行，CEIC，东方证券财富研究中心

货币主义的幽灵

货币从来不是通胀的充分条件，而是必要条件。大通胀极少在货币大放水缺席的情况下出现。

两次石油危机期间，如果没有此前美联储宽松的货币政策及其对其他国家的外溢产生的需求扩张效应，通胀压力会更为温和。在回顾美联储货币政策史时，黑泽尔（2017）认为，早在 20 世纪 60 年代末，美联储就埋下了第一次石油危机期间通货膨胀的种子。第二次石油危机之前的 1978 年，威廉·米勒替换伯恩斯成为美联储主席，新一届理事会都是卡特政府的支持者。他们认为，只要失业率大于 5.5%，扩张性的货币政策就不会产生通胀。1977-1979 年，美国 M1 同比增速达到二战后的峰值。到 1978 年底，美国的通胀率已经上升到了 9.6%。这是因为，在沃尔克抗击通胀之前，美国经济学界的共识都是，通货膨胀是非货币现象。所以，凯恩斯主义将“滞胀”全归因于成本推动和供给冲击（“工资-物价螺旋”）是不严谨的。当然，货币扩张往往也只是财政赤字的副产品——财政赤字货币化。

作为货币的一种价格，通货膨胀是多个因素相互作用的结果，包括：全球化趋势、人口结构与流动、劳动力市场弹性、储蓄与投资之间的总量平衡与结构特征，以及宏观经济政策和大宗商品价格与汇率波动等等。近三十年多来，建立在美元信用本位下的全球化是理解通货膨胀率的背景。产业内中间品贸易的全球化、资本要素价格的下降、劳动力供给的增加和货币政策规则的变化都是解释全球范围内去通胀和菲利普斯曲线平坦化的重要原因。然而，2008 年金融危机之后的三大转变——全球化、人口结构、货币政策框架，以及政治-意识形态的左转，为中长期内全球通胀的上升埋下了伏笔：

第一，80、90 年代以来的深度全球化是全球性低通胀的大背景，价值链贸易降低了中间品投入成本，不同国家要素禀赋的互补性提升了效率，降低了劳动成本，但效率优先的全球化进程正在调整，国家安全和碳排放等效率以外的维度重要性凸显，全球化或难再成为价格压抑的增量。

第二，全球人口结构在 2015 年前后出现大转折，劳动人口比例出现峰值并开始下行。“中国出口什么，什么就便宜”的时代随着中国人口红利的消失渐行渐远。老龄化不仅从供给端产生劳动成本上升的压力，从需求端也会相对增加消费（老龄人口只消费，不生产）。日本老龄化与低通胀并存的现象常被作为一个反例，以反驳老龄化产生

通胀的假说。有大量经验证据表明，人口老龄化会产生通胀压力，但由于影响通胀的因素很多，如果其它因素对冲了人口因素，通胀就不会形成。日本的特殊性在于，其一，日本的老龄化发生在全球，尤其是亚洲劳动年龄人口持续增加的时期；其二，始于 80 年代的产业链外迁实际上“借用”了他国劳动力进行生产。但是，当下是全球人口结构的大反转。

第三，后危机时代投放的海量货币覆水难收。量化宽松政策治标不治本，债务驱动的需求难以形成真实繁荣。历史不会重演，但会押韵。2020 年新冠疫情冲击与 2008 年大危机的冲击存在本质不同，政策应对的方式也有较大差异。新冠肺炎疫情期间，美国 M1 和 M2 增速都达到了二战后的峰值（图 4）。居民储蓄和劳动份额陡增，这些都是点燃通胀的燃料。随着美联储转而盯住平均通胀目标，其对短期通胀的容忍度将有所提升。这些转变和差异可能终止 2008 年之后的低通胀环境，量化宽松货币政策不会引发通胀的逻辑在将来可能被证伪。

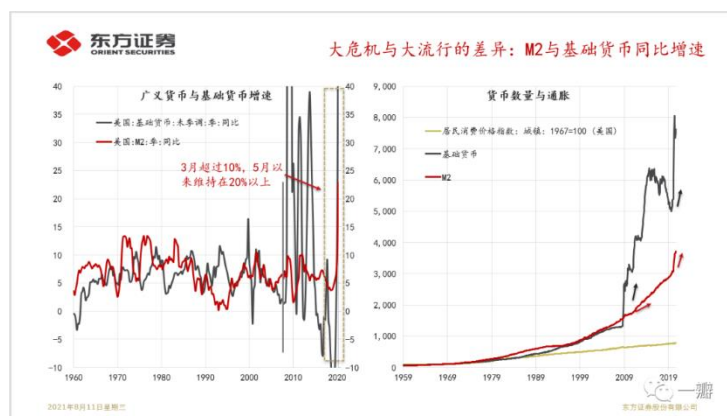


图 4：大危机与大流行的差异：M2 与基础货币同比增速

数据来源：WIND，东方证券财富研究中心

第四，《提高工资法案 2021》是拜登新政的重要内容，虽然不同行业和企业转嫁成本的能力有差异，但历史经验显示，最低工资与物价上涨有显著的正相关性。本次修正案的两大不同之处还在于：最低工资的覆盖面更广；全面提升至 15 美元每小时后，最低工资与中位数工资挂钩，这使最低工资上涨得以持续，奠定了“工资-物价”螺旋的基础。

以上所有这些因素的叠加无疑提升了通胀上行的压力，但再通胀是否真的实现，还取决于它们与债务陷阱、贫富分化、新技术革命等因素的合力。债务与贫富分化是压抑总需求和名义利率，进而导致近十年来全球经济停滞的重要因素，短期内难以缓解；以人工智能、物联网和大数据等技术为代表的新一代技术革命有可能缓解劳动力不足的压力，还将提升劳动生产率。这两个方面，分别从需求侧和供给侧，压抑了物价或工资。

考虑到 2020 年的特殊情况，2021 年的通胀或脉冲上行，而后逐渐回落。中长期来看，通胀中枢较金融危机之后或显著提升。鉴于通胀持续性的下降，笔者倾向于认为，除大范围战争等极端情况外，长时间出现 5% 以上通胀率的可能性仍然不高。通胀如果失控，将意味着：弗里德曼，大师归来！

（内容来源：宇观新时代）

2021 第二季度中国宏观金融 ——内需不振 通货不膨胀

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】从三驾马车来看，经济反弹的力度在减弱，主要体现为投资和消费需求疲弱。净出口增长持续强劲，对 GDP 的同比贡献率与投资持平，海外制造业复苏将对我国出口形成长期支撑。随着其他国家疫情得到控制，我国生产替代优势仍面临较大压力。货币和信用创造增速进一步放缓。在消费和投资不振的同时，除了住房按揭贷款之外，其他信用创造活动均处于萎靡状态，因而通货不膨胀。从 3 季度开始，经济很可能从通货不膨胀快速回落进入通货紧缩状态。预计下半年货币政策将继续保持宽松的基本方向，但由于经济主体借贷意愿和借贷能力羸弱，宽松货币政策提振经济的效力下降，经济反弹需要财政政策有所作为。

一、总需求情况

从三驾马车来看，经济反弹的力度在减弱，主要是内循环不畅，体现为投资需求和消费需求疲弱。而外循环表现相对强劲，净出口对我国 GDP 的累计同比贡献率达到 2015 年有统计以来的同期最高，几乎与投资的贡献率持平。

投资需求疲弱，体现为固定资产投资萎靡、房地产开发投资增速高位趋降。今年以来固定资产完成额的两年增速降幅在不断加深。相较之下，房地产开发投资增速维持高位。不过，年中房地产市场调控更趋密集，6 月份房地产开发投资、房地产销售额的两年增速均出现回落，预计下半年增速会进一步放缓。

净出口持续强劲。2 季度进、出口的两年增速延续了 1 季度的高速增长趋势，我国进口和出口金额分别达到 1.3 万亿美元和 1.5 万亿美元，较 2019 年同期分别增长 27% 和 30%。今年以来化工产品、塑胶制品、机电设备、运输设备、集装箱、集成电路等生产材料出口增速显著上升，说明海外制造业复苏将对我国出口形成长期支撑，而鞋帽、纺织制品等消费品出口增速已经出现小幅回落势头，说明海外供需缺口正在收窄，我国的生产替代优势面临压力。2 季度我国贸易差额达到 2515 亿美元，巨额顺差成为人民币升值的重要推动因素，CFETS 人民币汇率指数已经处于高位。6 月份美元指数已经低位反弹，下半年美元指数走强的概率较大，人民币汇率将面临一定的贬值压力。

消费有所改善但仍不及疫情前水平。今年社会消费品零售总额的两年增速从 2 月份的 5.6% 持续改善至 6 月份的 8.6%，但仍不及 2019 年同期水平 13.3%。消费复苏态势明显不均衡，其中，城镇消费复苏明显好于农村；商品零售

明显好于餐饮；限额以上企业的商品零售额和餐饮收入大大高于全部企业平均水平。当前所有与消费相关的物价指标均很低，同时生产资料 PPI 以及整体 PPI 的当月同比已经见顶回落，生活资料 PPI 仅为 0.3%，消费物价上涨动力明显减弱。当前居民收入逐步修复而支出动力不足，消费复苏仍然疲弱。

二、实体经济部门负债情况

今年货币和信用创造增速进一步放缓。今年 6 月份 M2 同比增长 8.6%，与 2019 年同期基本持平。非金融部门信用总量同比增速在去年 4 季度达到高点 12.1%后开始回落，今年 6 月份同比增速为 10.2%。当前融资环境较去年收紧，货币和信用创造走弱，增速基本回到了疫情前的水平。

2 季度信用总量规模达到 297 万亿元。各融资渠道的信用创造活动变动不一：首先，信贷支持力度增强，主要是企业中长期贷款及居民经营贷款高增；其次，债券融资放缓，主要是大批量债券到期；再次，非银行金融机构创造的信用规模萎缩幅度加深。

（一）企业部门

2 季度企业部门信用总量余额为 165.6 万亿元，同比增速从 1 季度的 8%下降至 7%。今年上半年企业贷款增量为 9.3 万亿元，略低于去年同期，而企业债券（除去城投债）增量仅为 1082 亿元，在历史同期中也处于较低水平。信贷市场和债券市场出现明显分化是与存量债务展期、续贷有关，信贷融资持续高增，而债券市场余额增量明显回落。

从信贷融资来看，企业短期流动需求下降，中长期贷款高增，贷款结构优化。上半年企业短期贷款余额增加 1.4 万亿元，不及 2020 年同期增量的一半，反映出企业的流动性需求逐步回归常态；中长期贷款余额增加 6.6 万亿元，较 2020 年同期多增近 1.7 万亿，一方面，这说明金融机构有力地支持了企业的中长期投资；另一方面，也与贷款展期、贷款续作、放贷节奏前倾等因素有关。此外，1、2 季度企业的票据融资同比增速为负，原因一是银行压降票据业务以优化信贷结构，二是今年起普惠型小微企业贷款的监管考核口径中剔除了票据贴现和转贴现业务相关数据。

从债券市场来看，企业债券进入偿还高峰，同时信用风险持续暴露。今年企业债券融资（不含城投债）增速下滑明显，从 1 季度的 6.3%进一步回落至 2 季度的 2.6%。从债券违约情况来看，上半年企业债券违约规模达到 1027 亿元，与 2019 年全年违约规模相近，约为 2020 年全年违约规模的 65%左右。从企业性质来看，民营企业的本息违约规模占比 49%，地方国企占比 41%；从违约行业来看，航空违约本息规模占比 18.8%，房地产开发占比 18.6%；从是否首次违约来看，今年 12 家首次违约企业的违约本息规模达到 464 亿元，占比 45%，而这些企业的存续债券余额还有 500 亿元左右，债券违约规模大概率会延续逐年增加的趋势。债券市场信用风险抬升：近几年新发行的企业债券中，用于偿还到期债务的资金比重逐年升高，截止上半年已经超过 50%，企业的偿债压力明显增大。

当前的制造业经营状况有三个特点，一是制造业供需两端扩张放缓。二是原材料价格上涨势头得到初步遏制。三是 6 月份原材料库存降幅加深、产成品库存降幅收窄，存在被动加库存迹象。不同规模企业的景气度存在分化，第一，大中型企业的生产经营活动好于小型企业。第二，小型企业对进口原材料的需求加强。第三，小型企业两

项库存降幅加深，补库存意愿不强。第四，大型企业的利润将受到更大挤压。考虑到债券市场频繁出现集团型企业大规模违约的情况，需要警惕大型企业的信用风险爆发，继而向中小型企业传导。

（二）政府部门

2 季度政府部门信用总量余额为 63.9 万亿元，同比增速从 1 季度的 15.3%进一步回落至 13.9%。其中，中央政府债务增量大幅压降；地方政府债务增量仍然不低。今年政府债券发行的特点在于“防范风险”，一方面是侧重化解存量债务，降低财政风险。另一方面是优化专项债发行节奏，提高资金使用效率。

城投债融资增速下滑，但增量仍然显著，主要是因为今年城投债发行参照区域的主体评级、资产规模、隐性债务、资金用途等情况加强了总量控制。今年 5 月份以及后面的 7 月份净融资额为负，这是 2018 年 10 月份以来首次，反映出城投债进入偿还高峰。此外，每年发行的城投债中，用于偿还债务的资金比重越来越高，2021 年上半年已经达到 62%左右，说明地方政府和城投公司的偿债压力比较大，地区风险也有所上升。城投债与地方政府债的未来兑付高峰存在高度重合，主要是在 2023 至 2025 年左右，未来几年存在城投债和地方政府债同时违约的可能。我们认为，城投公司及城投债的风险管控加强将成为长期趋势，但是受到再融资需求的影响，年内城投债增量将高于疫情前水平。

（三）居民部门

2 季度居民信用总量余额为 67.8 万亿元，同比增速从 1 季度的 16.3%降至 15.1%。具体体现为居民消费贷款疲软，以及经营贷款高增。经营贷款高增的原因，一是延续了普惠小微企业贷款延期还本付息政策和信用贷款支持计划，二是部分经营贷违规流入了房地产市场。

今年房地产销售市场异常火爆，上半年销售额较去年同期多增了 2.6 万亿元。随着监管部门对虚抬房价、投机炒房等不法行为的打击力度进一步加强，下半年房地产市场价格增速将进一步回落，考虑到房企回款需求强烈，预计下半年房地产销售增速仍然不低，未来相当一段时间内房地产市场仍是支撑我国经济复苏的重要支柱。

今年居民的货币窖藏现象仍然明显。上半年居民存款增加 7.4 万亿元，低于 2020 年同期、高于 2019 年同期水平，其中定期存款高增，反映出居民的消费意愿不强，这与当前消费数据修复困难是相对应的。

三、货币政策取向：防通缩

综合以上分析，我们认为当前通货不膨胀。**第一，经济反弹的力度在减弱**，尤其是投资需求和消费需求疲弱。而高增的净出口又面临产业链迁移、中美贸易摩擦等多重风险。**第二，信用创造在走弱**。从居民部门来看，今年 4 月份之后，随着对住房市场的政策收紧，居民按揭贷款以及与住房市场藕断丝连的个人经营性贷款增速明显回落，再加上居民收入修复较慢，居民借贷的意愿和能力是在下降的。从企业部门来看，当前企业的投资意愿并不高，主要是因为市场的投资回报率不高，这是长期的、结构性的问题所导致的，而非短期的周期因素。扣除用于借新还旧的新增负债之后，可以看到当前企业的负债动力并不强。从政府部门来看，地方财政风险抬升使得地方债发行节奏

放缓，同时城投债也面临较大的偿债压力，因此今年政府部门的负债是在收缩的。**第三，物价指标疲软。**物价水平的特点是所有与消费相关的指标均很低，原先被鼓噪的通胀之源——整体 PPI 和生产资料价格都见顶回落，对于消费物价的拉动作用进一步减弱。更重要的是，作为经济的领先指标，狭义货币 M1 增速已经掉到去年疫情期间的最低水平，M1 与 M2 的差距进一步扩大，居民及企业的存款定期化倾向是导致该现象的重要原因。总之，一切迹象显示，内需不足、经济下滑将成为 3 季度以后的主要矛盾。因此，从 3 季度开始，经济很可能从通货不膨胀快速回落进入通货紧缩状态。

7 月初央行宣布降准，大概能够在银行体系内部释放约 1 万亿的资金。这说明在稳经济和稳通胀之间，央行已经向市场表明了态度。2 季度美债收益率大幅下行推动中美利差扩大，我国国债收益率存在进一步下行的空间。此外，国债收益率期限利差在去年下半年收窄、今年再度扩大，向市场重新释放宽松信号。从央行的资产负债表来看，上半年央行资产负债表扩张 2000 亿元左右，在资产端，“对其他存款性公司债权”下降，与去年投放的再贷款、再贴现等流动性工具到期有关。在负债端，基础货币下降，政府存款高增，这与财政支出收缩、融资资金囤积有关。

受到国债收益率下行的影响，经济整体的负债成本已经有所降低，预计下半年货币政策将稳中偏松。央行全面降准降息的概率不大，但是很可能会通过结构性工具精准滴灌科技创新、小微企业、绿色发展等领域。同时下半年财政政策可能会进一步发力，配合货币政策实现稳增长目标，将财政存款通过财政支出使用出去，扩大内需，带动其他经济主体的融资积极性。

（本文由韩爽改编自殷剑峰、张旸《2021Q2 中国宏观金融》报告）

2021 第二季度特殊资产行业运行

——市场供需齐涨，关注中小企业债务压力

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】2021 年二季度的经济增速低于预期，全球通胀风险上升，大宗商品价格的快速上涨挤压工业企业的利润空间，中下游工业企业盈利可能下滑。中小企业债务压力上升，房地产企业风险较大。政策方面，个贷不良资产批量转让试点稳步开展。2021 年二季度，特殊资产在线交易指数明显回升。资产金融拍卖成交额同比和环比均明显上升，成交量和成交价均有所上升。资产金融拍卖的市场格局没有太大变化。债权类资产方面，债权资产拍卖依然主要集中在山东、浙江、广东、湖北等东部和南部沿海地区，但除山东外，主要省份债权类资产的成交量和标的量均有所上升。价格方面，主要特殊资产溢价率较为稳定，债权资产成交折扣率和溢价率下降。二季度，特殊资产供需同步上涨，成交价格未发生明显变化。下半年，如果中下游中小企业盈利持续恶化，特殊资产的供给将进一步增加，特殊资产市场规模有望持续扩容。

一、特殊资产行业运行环境

（一）当前宏观经济形势及展望

2021 年二季度，我国国内生产总值（GDP）同比增长 7.9%。从两年平均增速看，2021 年二季度的经济增速低于预期，尤其是第三产业服务业恢复速度偏慢。尽管疫苗普及率上升，疫情得到控制，但是疫情对三产的影响可能具有一定的持续性。外需支撑工业部门持续复苏。投资增速持续回落，制造业投资超预期、地产投资难现起色。二季度，全球通胀风险上升，我国面临大宗商品价格上涨的结构性通胀风险。工业企业利润转冷，上游通胀对企业利润的挤压显现。

下半年，德尔塔病毒的蔓延导致多国疫情反弹，供给恢复的时滞被拉长，上游工业品可能将继续维持高位，叠加投资、出口等主要需求的边际放缓，工业企业利润两年平均增速或将继续平稳回落。如果企业利润改善受阻，中小企业债务压力将进一步上升。此外，房地产行业的债务风险已经显现。在“三道红线”、集中度管理等房地产融资监管加强的背景下，房地产企业成为风险高发区。华夏幸福、蓝光发展等头部和中型房地产企业遭遇债务危机，恒大集团风险显现。未来房地产企业将继续面临政策压力下的流动性风险。

（二）不良资产行业发展新进展

1. 扩大处置范围、降低处置门槛

2021 年 1 月，中国银保监会下发通知进行单户对公不良贷款和批量个人不良贷款转让试点。中国个人不良贷款转让市场开始启动试点。3 月试点之初，各家处置机构出于磨合业务团队及品牌效应考虑，对个贷不良资产包的需求旺盛，需求大于供给，导致其成交单价较高。但随着市场基础建设逐步完善，需求旺盛传导至供给端，个贷不良资产包供给量增加和平均供给规模增大，市场价格逐渐向理性回归，大额资产包成交价格回落至本金 1 折水平。

除商业银行不良贷款处置试点外，面对非银行金融机构（信托、保险、小贷、券商等）信用风险上升，监管部门也积极探索非银行金融机构的风险处置问题，2021 年 5 月 11 日，银保监会下发《关于推进信托公司与专业机构合作处置风险资产的通知》，同意信托公司与中国信托业保障基金有限责任公司、金融资产管理公司和地方资产管理公司等专业机构合作处置信托公司固有不良资产和信托风险资产。

2. 银河资管成立，金融资产管理公司再度扩容

2021 年 1 月，银河资管开业，这是 20 年多来金融资产管理公司首次扩容，全国性资产管理公司数量达到 5 家。2020 年末，除华融公司尚未披露年报外，信达、东方、长城公司资产规模在 2020 年均保持稳定，归属母公司股东净利润均实现正增长，信达公司继续保持行业领先。目前，银河资管尚未有相关业务信息披露。

3. 外资积极布局中国市场

2021 年以来，黑石、橡树、KKR 等国际另类投行均扩大了在中国的投资规模，凭借其低成本长期资金等优势，重点在不动产等领域开展特殊机遇投资。2020 年 4 月，海南新创建资产管理公司成立，是我国第一家外资（港资）控股的持牌 AMC。此外，在跨境投资方面，深圳、广州、浙江等地区，在自贸区改革方案中都将不良资产的跨境转让作为重要的探索方向。预计中长期外资机构对中国资产的热情依然可期。特殊资产市场的持续开放，将进一步丰富特殊资产市场的参与主体，对提升市场活跃度和定价效率，将会起到积极的作用。

二、特殊资产在线交易指数

特殊资产交易指数基期为 2018 年一季度，将此时的特殊资产交易总指数设为 100。2021 年二季度，特殊资产交易指数为 338.18，环比上涨 21.9%、同比增速达 12.8%，特殊资产在线交易指数明显回升。考虑到季节性因素的影响，当前特殊资产在线交易已经基本接近疫情前增长趋势。从指数构成上看，2021 年二季度，特殊资产在线交易上升，是因为成交额和成交量均出现了上升。

三、金融资产

（一）整体成交情况

资产金融拍卖成交额同比增幅显著，环比略有提高。2021 年二季度，资产金融拍卖总成交额为 185.44 亿元，环比上升 79.62%，同比增加 3.64%。资产金融拍卖成交额的上升源于成交数量和成交价格环比双双上升。在经历了 2020 年的大幅波动后，2021 年二季度资产金融拍卖平均成交价已接近去年同期水平。

（二）各省市成交情况

根据 2021 年第二季度线上平台资产金融拍卖交易情况，从交易总量上看，资产金融拍卖的市场格局没有太大变化，山东省、广东省、浙江省的交易量排名全国前三位。从增量上看，2021 年二季度，大部分省市资产金融拍卖的交易量均较上一季度明显增加。从资产金融拍卖标的存量数据上看，2021 年二季度，黑龙江、广西、四川、山东、广东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均出现一定幅度的增加。2021 年二季度，资产金融拍卖的成交率与 2021 年一季度基本一致。结合成交量和标的量的数据，成交率的基本不变主要是由于标的数量和成交量均出现上升，但幅度相近，也说明供需同步上涨、相对格局未发生太大的变化。

（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 2021 年一季度增加。从标的数量看，2021 年二季度，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。债权资产和商业用房的标的量均较 2021 年一季度分别上升 36.83%和 57.91%。而其他资产种类在二季度的标的数量均不足 900 件，也较 2021 年一季度明显上升。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。

债权资产

债权资产拍卖依然主要集中在山东、浙江、广东、湖北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 53.58%。但除山东外，主要省份资产金融类债权资产的交易数量与标的数量均环比小幅上升。从成交率上看，债权类资产的拍卖成交率有所提高。从数据上看，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。

1. 住宅用房

二季度的资产金融拍卖住宅用房标的存量和成交量较一季度明显上升，成交率差异较大。2021 年二季度，四川省的成交量位列榜首，黑龙江省的标的量排在第一，但成交率仅 5%。

2. 商业用房

资产金融拍卖中，商业用房标的存量和成交量均有上升，其中主要省份增加量较大。成交量方面，2021 年二季度，成交量排名前五位的依次是广东省、四川省、广西壮族自治区、山东省、浙江省；黑龙江省、广西壮族自治区、四川省、贵州省、广东省的标的数量较多。主要省份的商业用房标的存量相对增加，而四川等地的商业用房标的存量有所下降。2021 年二季度，仅有 13 个省份商业用房的成交率超过了 10%，其中成交率最高的是上海市（29%），但其标的

数量较低。而标的量最高的黑龙江省，其成交率不足 1%。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。

3. 机动车

2021 年二季度，广东省机动车成交量与标的量均为最高。内蒙古自治区、吉林省、安徽省等 11 个省的机动车成交率达 100%，有 16 个省份的机动车成交率超过 50%。机动车交易的成交量和标的量较为有限，总体上较 2021 年一季度小幅下降。环比来看，2021 年二季度，机动车成交量较 2021 年一季度下降 7%左右，标的量与 2021 年一季度下降 4%，机动车交易整体上处于历史较低水平。

4. 工业用房

由于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，进一步分析价值有限，不做详细分析。

（四）溢价率和平均折价率

2021 年二季度，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 125%、17%、13%、10%、12%，除工业用房平均溢价率较上一季度有明显的上升，其他资产平均溢价率较为稳定。机动车溢价率明显较高，房产类的平均溢价率较低。

在成交价/评估价方面，2021 年二季度，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 87%、91%、85%、159%。其中，机动车出现平均成交价明显高于估值的情况，而房产与债权的平均成交价均明显低于估值。与上一季度相比较，住宅用房和债权的成交价/估值明显低于上季度，商业用房和机动车的成交价/估值高于上季度。

（五）债权资产成交折扣率

2021 年二季度，债权资产平均成交折扣率为 63.8%，较上季度略有下降。从趋势上看，债权资产平均成交折扣率在连续七个季度上涨后首次下降。不到一半的债权资产以低于 50%的折价成交，溢价成交的比例稳定在 3%附近。2021 年二季度，38%的债权资产成交折扣率低于 50%，即超过一半的债权资产以高于 50%的折价成交。溢价成交的比例稳定在低位，2%的债权资产在二季度获得溢价成交，低于历史均值 6%。

四、总结

全球通胀风险上升，大宗商品快速上涨挤压工业企业利润空间，中下游工业企业盈利可能下滑。中小企业债务压力上升，房地产企业风险较大。

2021 年二季度，特殊资产交易指数为 338.18，环比上涨 21.9%、同比增速达 12.8%，特殊资产在线交易指数明显回升。从结构上看，资产金融拍卖成交额同比和环比均明显上升，成交量和成交价均有所上升。成交率与 2021 年一季度基本一致，吉林、浙江、青海、上海等 4 个省份的成交率超过了 50%。价格方面，主要特殊资产溢价率较为稳定，债权资产成交折扣率和溢价率下降。债权资产平均成交折扣率为 63.8%，在连续七个季度上涨后首次下降。溢价成交的比例仅 2%，低于历史均值 6%。成交率和成交溢价率的稳定基本上说明了，当前特殊资产市场供需同步

上涨、供需相对格局未发生太大的变化。下半年，如果中下游中小企业盈利持续恶化，特殊资产的供给将进一步增加，特殊资产市场规模有望持续扩容。

（本文由韩爽改编自曾刚、栾稀《2021Q2 特殊资产行业运行》报告）

2021 年第二季度银行业运行

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 年二季度，商业银行主要盈利和资产质量指标持续改善，总体表现较为平稳。2021 年 6 月末，商业银行资产总额达到 281.3 万亿元，较去年同期增长了 9.2%。上半年商业银行累计实现净利润 1.1 万亿元，同比增长 11.1%。2021 年第二季度，商业银行净息差为 2.06%，较一季度小幅下降；不良贷款率 1.76%，同比下降 0.19 个百分点；拨备覆盖率为 193%，较上季末上升 6.09 个百分点，但不同银行分化明显的情况依然存在；核心一级资本充足率、一级资本充足率、资本充足率较一季度均有所下降；流动性覆盖率为 141.2%，较去年高点下降了 10 个百分点，流动性比例为 57.62%，较上季末下降 0.85 个百分点，不同类型银行流动性分层现象日趋明显，流动性风险依然是部分中小银行面临的重要挑战。展望 2021 年三季度，稳定中小微信贷和房地产政策、推进碳中和与科技创新、改善风险管控等目标对银行信贷投向提出了更高的要求，金融机构仍需合理安排信贷投放总量和节奏，全力支持经济社会发展。银行机制改革、公司治理完善以及金融风险处置等重点工作将会继续推进。

一、2021 年二季度的宏观环境

2021 年上半年，欧美国家经济出现了较强劲的反弹，但也体现较为明显的梯度复苏、通胀上升、资产上涨、政策边际转向等特点。国内经济方面，经济增长实现稳中向好，结构优化明显。6 月国内工业生产保持较高增速，产能利用率创近年来新高；制造业投资加速修复，基建与房地产投资增速放缓，需求端外需带动出口超预期，贸易顺差额创年内新高。消费复苏加快，增长依赖于限额以上消费的消费结构有所改善。通货膨胀小幅回落，PPI-CPI 剪刀差处于高位。经济的恢复对上半年银行业资产质量修复起到一定促进作用。

货币政策方面，上半年货币政策保持平稳，继续聚焦对实体经济的支持。二季度 M2 同比增长 8.6%，社会融资规模存量同比增长 11%，较一季度下降 1.3 个百分点。贷款利率依然处于较低水平。人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定。

二、银行业运行情况

（一）资产规模依旧保持较快增速

2021 年二季度末，根据银保监会发布的监管指标数据，我国银行业金融机构本外币资产 336 万亿元，同比增长 8.6%。整个银行业资产仍保持较快速增长。贷款结构持续优化，主要体现在精准支持制造业、小微企业等重点领域

和薄弱环节。贷款增速变化体现了在持续推进金融服务实体经济的政策导向下，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）净利润持续改善，但分化显著

2021年上半年，商业银行累计实现净利润1.1万亿元，同比增长11.1%。平均资本利润率为10.39%，较上季末下降0.89个百分点。平均资产利润率为0.83%，较上季末下降0.07个百分点。分机构类型看，大型银行和股份制银行利润增速同比改善最明显，均超过10%，城商行利润增幅相对较小。行业内部分化态势仍在持续。

（三）净息差小幅下降

2021年二季度末商业银行整体净息差为2.06%，较一季度下降1BP。大型银行、股份行、城商行、农商行净息差同比变动-1BP、11BP、-11BP和-24BP。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较大；另一方面，受制于负债结构和管理效率等因素，中小银行的负债成本下降难度较大。

（四）风险状况

1. 不良贷款率小幅下降

截至2021年二季度末，商业银行不良贷款总额为2.79万亿元，与一季度基本持平，同比增速已经下降到2%，已经是今年最低增速。二季度末，商业银行整体不良贷款率1.76%，同比下降0.19个百分点，较上季度末下降0.05个百分点。银行资产质量总体呈现稳中向好的态势。但也要看到，今年以来，商业银行零售类不良资产增速要快于不良资产增长的总体水平。银行零售类不良资产的处置将是下一步的工作重点。

2. 风险抵补能力分化较为明显

2021年二季度末，商业银行贷款损失准备余额为5.4万亿元，较上季末增加1746亿元。拨备覆盖率为193.23%，较上季末上升6.09个百分点；贷款拨备率为3.39%，较上季末上升0.02个百分点。当前总体拨备情况依然高于监管要求，且在全球范围内仍处于稳健水平，风险抵补能力仍处于合理区间。大型银行本身拨备覆盖率较高，远超最低标准，整体较为稳健。股份制商业银行保持了比较稳健的资产核销力度。城商行6月末拨备覆盖率与年初基本持平。农商行拨备覆盖率但仍显著低于行业平均水平。

3. 流动性指标保持稳定

2021年6月末，流动性比例为57.62%，较上季末下降0.85个百分点，分银行类型来看，大型银行流动性比例略有上升，股份行下降，城商行和农商行整体变化不大。6月末，商业银行人民币超额备付金率1.52%，较上季末下降0.28个百分点，整体处于近年来较低水平；存贷款比例为78.08%，较上季末上升0.92个百分点。贷存比攀升反映了贷款与存款增速的差异。

2021年6月末流动性覆盖率为141.2%，较去年高点已经下降了10个百分点，但仍高于《商业银行流动性风险管理办法》中要求的100%的监管指标。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量。

4. 核心一级资本充足率下降幅度较大

2021年二季度，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10.5%，11.9%，14.5%。资本充足率连续2个季度下降。核心一级资本充足率较1季度下降13BP，较年初下降了22BP，是资本充足率下降的主要原因。其他一级资本对资本充足率的贡献为1.41%，贡献比例有所上升，体现了近年来监管引导银行多渠道、多层次补充资本的政策在持续发挥作用，资本结构合理性也在提升；二级资本充足率贡献率为2.57%，较年初下降了13BP，也在一定程度上拖累了总体资本充足率的提升。资本充足率较为稳健的大型银行和股份行出现一定程度下降，城商行有所提升。

三、三季度运行展望

（一）需高度关注重点领域信用风险

上半年中国宏观经济运行整体向好，但也存在结构失衡的隐忧，可能会对银行业的运行产生一定的影响。具体来看，一是消费复苏较为滞后；二是投资结构不尽合理；三是出口较难维持高速增长。

结构性失衡之下，下半年整体经济增长速度可能略有放缓，进而影响银行营收和利润的增长空间。加上政策层面对房地产、教育等行业的调控密集出台，特定企业的风险暴露也可能造成银行业信用风险压力的上升。此外，为支持小微企业发展，延期还本付息的政策被延长到了2021年末，考虑到年中疫情反复对小微企业可能会造成的持续性影响，随着政策的到期，预计部分贷款有出现风险的可能。总体上看，银行业整体风险仍在可控范围，而风险抵补能力也处于较高水平，但对重点领域的风险仍需高度关注，并积极加以应对和化解。

（二）继续推进中小银行改革和风险处置工作

2021年7月，银保监会召开全系统2021年年中工作座谈会，对下半年的重点工作进行了部署，指出要“毫不松懈地防范化解金融风险。按照‘一行一策’‘一地一策’原则，加快高风险机构处置”，以及“围绕建立现代企业制度，‘一省一策’探索农信社改革模式，提高省级管理机构的履职能力和水平”。从上述表述看，中小金融机构的改革和高风险机构的处置工作将是未来一段时间监管工作的重点。

高风险机构处置方面。风险防范和化解是一项持久的工作，预计未来监管部门将密切关注风险的动态变化，根据不同机构的具体情况，“一行一策”选择与之相适应的风险处置方式，压实股东和地方政府责任，有效防范风险外溢，提高风险处置效率，降低处置成本。

省联社改革方面。2020年5月末，银保监会按照国务院金稳委要求，制定出台了《深化农村信用社改革实施意见》，提出在保持县域法人地位总体稳定的基础上，统筹做好省联社改革、农村信用社县域法人改革和部分机构风险

化解工作，开展好相关改革试点，正式启动了新一轮的省联社改革。总体上，需各省根据实际情况“一省一策”，因地制宜地探索省联社的具体改革路径。需要指出的是，无论地方采取何种路径，省联社改革都坚持市场化、法制化、企业化的改革方向，坚持农信机构服务“三农”、服务中小、服务地方的基本原则，同时要鼓励省联社加大金融科技方面的投入和能力建设，全面提升农信机构的金融科技应用水平和竞争能力，实现数字经济大潮下农信机构健康、高效、可持续发展。

（三）现金类理财产品管理新规改变理财市场的竞合格局

二季度，银保监会、中国人民银行联合制定并发布了《关于规范现金管理类理财产品管理有关事项的通知》，这是监管部门在资管新规确立的行业顶层管理框架下，落实资管新规的重要举措，是对资管行业监管制度的重要补充和细化。目前银行理财产品中，现金类产品仍占据较大的比重。《通知》强化了现金管理类产品风险管理要求，包括对采用摊余成本法进行核算的现金管理类产品实施规模管控，确保机构业务发展与自身风险管理水平相匹配，防范不公平竞争和监管套利。

在现金产品管理新规出台之后，现金类产品的增长空间可能会受到一定限制，银行理财亟需寻找新的、符合客户风险偏好的替代产品，来支撑整体业务规模的进一步提升。从未来看，银行理财应以净值化转型为重要突破，进一步丰富理财产品线，除配置固定收益类资产外，渐进式开展权益等资产配置，满足投资者个性化和多元化配置需求。而在客户端，则需要加强投资者教育，提升金融投资深度，普及长期理念和价值投资理念，为产品的多元化培育更好的市场环境。

（四）零售不良批量转让试点继续推进，拓宽银行风险处置渠道

2021年初，随着《中国银保监会办公厅关于开展不良贷款转让试点工作的通知》的正式印发，标志着自2012年《金融企业不良资产批量转让管理办法》发布以来被禁止的零售类不良资产批量转让业务，以部分银行试点的方式被监管正式重启，对于规范银行不良资产处置、化解金融系统风险、提高金融机构服务实体经济质效，具有重要意义。

截至2021年6月末，有共计446家机构开户参与个贷不良批量转让业务。工商银行、浦发银行、平安银行、交通银行等8家银行先后在银登中心累计挂牌转让零售类不良资产包18个。尽管试点规模仍然很小，但个贷不良转让的潜在市场空间相当庞大，预计后续业务规模将有较大幅度的上升。在银行零售业务规模持续增长，信用风险有所上升的背景下，个贷不良批量转让试点的推进，可以有效提升零售类不良资产处置和出表的效率，对化解金融风险、提高银行服务实体经济的质效，具有重要意义。

（本文由韩爽改编自曾刚、王伟《2021Q2 银行业》报告）

2021 年第二季度房地产金融

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】从房地产市场运行情况来看，2021 年上半年住房销售规模大幅上升；住房价格仍在上涨，且出现明显的分化特征；住房租赁市场升温，部分城市租金价格涨幅较大；土地市场供给缩量，成交溢价率和均价重回上升趋势；一线城市住宅库存去化周期基本保持稳定，二线城市住宅库存去化周期持续下降，三线城市住宅库存去化周期有所上升。从房地产金融形势来看，房地产金融风险仍是监管重点。风险提示方面，2021 年下半年，房地产市场有以下风险点值得关注：第一，部分城市住房租金价格上涨幅度较大；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发生债务违约的风险上升。

一、房地产调控政策

（一）中央及部委层面

2021 年上半年，对于住房购买市场，中央层面继续保持“房住不炒”的调控总基调不变：围绕稳地价、稳房价、稳预期的房地产调控目标，要求全面落实因城施策、房地产金融审慎管理等房地产长效机制，并防止以学区房等名义炒作房价，以此促进房地产市场平稳健康发展。对于住房租赁市场，中央层面将解决好大城市住房突出问题纳入 2021 年重点工作任务：要求以人口净流入城市为重点，通过给予土地、财税、金融等政策支持，扩大保障性租赁住房供给，大力发展租赁住房市场，重点解决新市民、青年人等群体的住房困难问题。

央行、银保监会、住建部、自然资源部、财政部等部委层面为贯彻落实中央要求，一方面，严格实施房地产金融审慎管理制度、重点城市住宅用地供给“两集中”新政、优化土地竞拍规则、规范房地产市场秩序、通过约谈和问责强化城市主体责任落实，控制房价泡沫和化解房地产金融风险；另一方面，增加租赁住房土地供给、加大对住房租赁市场的金融支持力度、降低租赁住房税费负担、整顿租赁市场秩序和规范市场主体行为，支持住房租赁市场的发展。

（二）地方政府层面

地方政府层面，房地产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。2021 年上半年，二十余个城市在限购、限贷、限售等方面“补漏洞”，增加交易税费成本，建立二手房成交参考价格发布机制，严打学

区房炒作，优化住宅用地供给，调整土拍规则、加强市场监管力度，严查经营贷、消费贷等资金违规流入房地产市场，从多方面升级加码房地产调控政策。

二、房地产市场运行

（一）价格情况分析

1. 一线城市住房销售价格涨幅较大

2021 年上半年住房市场销售价格延续了去年下半年的上涨趋势，且一线城市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，具体表现为从第二季度开始，一线城市二手住房价格环比涨幅略有下降，二、三线城市住房价格环比涨幅逐渐趋稳。

2. 部分城市租金价格大幅上涨

受疫情影响较大的住房租赁市场，于 2021 年第一季度开始逐渐升温；第二季度伴随着毕业季的到来，旺盛的住房租赁需求带动租金价格季节性上升，样本城市住房租金价格普遍上涨（深圳除外）。

3. 房地产价格泡沫得到一定程度的遏制

2021 年上半年，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

从商品住宅竣工情况来看，2021 年上半年房地产开发项目施工进度较去年同期大幅加快，全国商品住宅竣工面积同比增长了 26.95%，达到 2.63 亿平方米。从商品住宅销售市场情况来看，2021 年上半年延续了上年末的运行态势，继续表现为量价齐升。

2. 土地交易市场供给缩量

2021 年上半年，百城住宅类土地供应面积为 1.32 亿平方米，同比下降 20.48%；成交面积为 1.15 亿平方米，同比下降 17.86%；成交金额为 1.91 万亿元，同比增加 4.37%，成交土地单位面积均价同比上涨了 27.06%；百城土地流拍数量较去年同期有所下降，成交土地溢价率略有上升。在住宅用地供给“两集中”新政下，部分城市土地溢价率依然较高，明显推动了区域房价的上涨预期，土拍规则仍需进一步细化和优化。

3. 三线城市住宅库存去化周期有所上升

从去库存的情况来看，我们统计的 18 个城市平均住宅库存去化月数由 2020 年 12 月末的 11.7 个月，微升至 2021 年 6 月末的 12.7 个月。2021 年上半年一线城市住宅库存去化周期基本保持稳定；二线城市住宅库存去化周期从年初以来持续下降；三线城市住宅库存去化周期有所上升。

三、个人住房金融形势

（一）个贷余额增速进一步下降

房价的上升和泡沫的形成离不开信贷的推动。截至 2021 年上半年末，我国个人住房贷款余额为 36.58 万亿元，占全部信贷余额的比例为 19.72%。个人住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 年上半年，个人住房贷款余额同比增速延续了这一走势，第一季度增速为 14.5%，第二季度增速为 13.0%。2021 年上半年个人住房贷款余额净增加 2.14 万亿元，略低于去年上半年；其中第一季度净增量为 1.23 万亿元，第二季度净增量为 9100 亿元，环比下降 26.02%，降幅较大。2021 年上半年居民部门新增中长期贷款月度平均增量为 5716.67 亿元，较上一年的月度平均增量 4958.33 亿元上升了 15.29%，略高于个人住房贷款余额增速。

（二）个人住房贷款利率水平小幅上扬

从全国首套、二套住房贷款平均利率趋势来看，2021 年 1 月起个人住房贷款利率开始持续小幅上扬，截至 2021 年 5 月，全国首套住房贷款平均利率为 5.33%（为 LPR 加 68 个基点），全国二套住房贷款平均利率为 5.61%（为 LPR 加 96 个基点）。

（三）个人住房贷款整体风险可控

2021 年上半年，从平均新增住房贷款价值比看，一线城市中北京为 18.87%，处于较低水平；深圳为 37.78%，相较于 2020 年大幅下降；上海的风险相对较低，为 18.40%；广州为 30.38%，处于合理水平。二线城市方面，重庆为 51.82%，；南京为 24.14%；厦门为 27.70%；郑州为 38.26%；武汉和天津分别为 17.37%和 26.55%，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

从央行公布的金融机构贷款投向统计数据来看，截至 2021 年上半年，房地产开发贷款余额为 12.3 万亿元，同比增速仅为 2.8%；开发贷余额增速已经连续 11 个季度下降。虽然开发贷存量余额仍处于历史较高水平，但第二季度房地产开发贷款余额较第一季度减少了 1200 亿元。这表明随着房企“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显著收紧信号。

（二）房地产信托规模继续压降

房地产信托余额规模从 2019 年三季度开始，连续 7 个季度下降。截至 2021 年第一季度末，房地产信托余额为 2.17 万亿元，与 2020 年末余额相比，压降了 1055.09 亿元。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。

从融资成本来看，2021 年第一季度，房地产信托发行预期平均收益率在 7.31% 左右，加上 2%~3% 左右的信托公司报酬和信托计划发行费用，房地产企业信托融资的平均成本在 9.31%~10.31% 之间，较 2020 年末略有上升。

（三）房企境外信用债发行规模下滑

从境内信用债（不包括资产证券化产品）发行情况来看，2021 年上半年的发行总额是 3280.93 亿元，同比增长 2.72%。其中，第一季度的发行总额为 1719.02 亿元，同比上升 1.25%，平均票面利率约为 4.49%；第二季度的发行总额是 1561.91 亿元；同比上升 4.39%，平均票面利率约为 4.35%。目前，境内债券发行募集的资金主要用于借新还旧，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。对于部分杠杆率较高的房企，其新增的境内信用债规模并不足以覆盖其到期债券的偿付规模，一旦销售回款因长期的房地产调控出现大幅下滑，发生债券违约的风险将会大幅增加。

从境外信用债发行情况来看，2021 年上半年房企境外债发行规模为 299.09 亿美元（约为 1932.1 亿元人民币），同比下降 13.96%；其中第一季度发行规模为 188.58 亿美元，同比下降 30.73%，平均票面利率为 6.63%；第二季度发行规模为 111.51 亿美元，同比增加 46.58%，平均票面利率为 7.54%。截至 2021 年上半年，内地房企境外债存量余额为 2038.75 亿美元（约为 1.32 万亿元人民币）。

五、小结与风险提示

2021 年上半年，房地产市场延续了 2020 年末的运行态势，住房销售规模大幅上升，住房销售价格仍在上涨，但价格过快上涨的势头已经有所遏制；不同城市住房市场价格走势分化加剧，同一城市不同区域的房价也呈现出较为明显的分化现象；一线和主要城市群核心城市的核心城区及其产业聚集区域的房价仍被看好，三线城市住房价格平均涨幅低于一线、二线城市，且库存去化周期有所上升。住房租赁市场方面，一、二线城市住房市场显著升温，部分城市租金上涨幅度较大。土地市场方面，市场供给缩量，住宅用地成交溢价率和均价重回上升趋势；在住宅用地供给“两集中”新政下，部分城市土地溢价率较高，明显推动了区域房价的上涨预期，土拍规则仍需进一步优化和细化。

从房地产金融形势来看，房地产金融风险仍是监管重点。个人住房金融方面，购房贷款余额尽管仍处于高位，但增速在进一步下降；在 LPR 短期稳定、银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度全面实施的背景下，新增个人住房贷款额度出现不足，个人住房贷款利率有所上升；受益于较高的首付比例、较低的 LTV，我国新增个人住房贷

款抵押物保障程度较高，个人住房贷款整体风险可控。房企融资方面，随着房地产企业“三道红线”、银行业房地产贷款集中度管理制度等房地产金融审慎管理制度的实施和完善，房企外源性融资受到严控。具体表现为，开发贷余额增速持续回落、存量余额规模减少，信托规模大幅压降，境内信用债发行规模增速下降、存量规模压缩，房企境外信用债发行规模下滑。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。

风险提示方面，2021年下半年，房地产市场有以下风险点值得关注：第一，部分城市租房租金价格上涨幅度加大；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违约风险大幅上升。

（本文由韩爽改编自蔡真等《2021Q2 房地产金融》报告）

2021 年第二季度中国财政运行

——财政收支增速回落，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 年二季度，我国经济增长速度放缓，一般公共预算财政收入和政府性基金预算收入持续改善，但增速从高位全面回落。财政支出增速低于财政收入增速，有助于中央和地方重新蓄积财力。下半年我国财政收支需要关注如下问题：（1）病毒变种导致全球疫情再次反弹，疫情防控走向长期化；（2）美国计划推出新的财政刺激措施——《两党基础设施投资和就业法案》；（3）中美科技竞争加剧，中美之间的中长期经济增速差距可能缩小；（4）全球大宗商品价格上涨，供需错配形成的大宗商品价格高位运行的态势还会维持一段时间；（5）下半年我国经济增长下行压力加大。从中长期看，经济增长的基本面会转向正常化，财政政策需要逐步正常化，应健全财政收支管理制度，提高财政政策的效率和中长期可持续性。同时，财政政策也要关注下半年经济增长下行风险，适时适度加快地方政府债券发行，扩大内需，加大财政政策对实际需求的支持力度。

一、经济增长和财政收入增速双回落

（一）一般公共预算财政收入和税收收入同比增速高位回落

2021 年二季度我国实际 GDP 增长 7.9%，比一季度分别降低 10.4%，拉动一般公共预算财政收入增速从高位回落。4-6 月累计，全国一般公共预算收入 60001 亿元，同比增长 19.5%，比一季度增速回落 4.7 个百分点。其中全国税收收入 51738 亿元，同比增长 20.4%，比一季度回落 4.4 个百分点；非税收入 8263 亿元，同比增长 14.3%，比一季度回落 6.4 个百分点。

（二）政府性基金预算收入增速回落

2021 年一季度政府性基金预算收入增长 47.9%，二季度出现较大回落。二季度全国政府性基金预算收入 20473 亿元，同比增长 8.31%。

二、财政支出转向正常化

二季度经济增长处于正常轨道，财政支出坚持过好“紧日子”，一般公共预算财政支出增速继续回落，政府性基金支出降幅收窄。中央财政本级支出持续压缩，债务付息支出增速大幅上升。总体上，财政支出增速低于财政收入增速，有助于中央和地方重新蓄积财力。

（一）二季度一般公共预算支出增速回落

2021 年二季度，全国一般公共预算支出 62973 亿元，同比增长 3.0%，比一季度回落 3.2 个百分点。其中，中央一般公共预算本级支出 8540 亿元，同比下降 6.9%；地方一般公共预算支出 54433 亿元，同比增长 4.8%。二季度财政支出增速回落，导致上半年财政支出增速也明显回落。

（二）政府性基金支出增速降幅收窄

2021 年二季度，全国政府性基金预算支出 24368 亿元，同比下降 4.3%，较一季度降幅收窄 7.9 个百分点。分中央和地方看，中央政府性基金预算本级支出 796 亿元，同比上升 82.6%；地方政府性基金预算相关支出 23572 亿元，同比下降 5.8%。

三、财政收支逆差整体缩减，地方政府债务发行下降

（一）财政收支差额整体好转

2021 年我国上半年一般公共预算财政收入和财政支出分别增长 21.8%和 4.5%，政府性基金收入增长 24.1%，政府性基金支出下降 7.8%。一般公共预算财政收支逆差 4560 亿元，全国政府性基金预算收支逆差 2621 亿元，两者合计逆差 7181 亿元，比去年同期减少 26787 亿元。财政收支差额与 GDP 比较的指标也出现好转。

（二）地方政府债券存量管理任重道远

财政收支差额好转，地方政府债券结构性调整和存量管理任重道远。2021 年 1-6 月，全国发行地方政府债券 33411 亿元。二季度发行速度加快，但上半年累计发行额仍低于 2020 年同期发行额，与前两年相比，新增债券发行额减少，再融资债券发行额增加。2021 年 1-6 月，地方政府债券平均发行利率 3.44%，地方政府债券支付利息 4273 亿元。因我国目前利率高于国际上主要发达国家市场利率，地方政府债券利息负担较高。

四、下半年我国财政收支需关注的问题

（一）病毒变种导致全球疫情再次反弹

2021 年二季度以来，病毒变种导致新发病例再次上升，全球累计感染人数仍在持续上升，疫情新变化将加大下半年我国经济增长压力。

（二）美国计划推出新的财政刺激措施

2020 年 5 月美国经济开始复苏。在今年二季度末，美国实际国内生产总值水平比上一个商业周期高峰时高出 0.8%；今年 7 月份美国失业率降至 5.4%，但就业水平仍比上一个商业周期高峰时的水平低约 600 万。据此，8 月初美国参议院提出了《两党基础设施投资和就业法案》(The Bipartisan Infrastructure Investment and Jobs Act)，

预计9月份在众议院投票通过。预计对该法案的投资将在未来十年中平均每年增加约200万个就业岗位，从而加快美国实现充分就业的道路。

（三）中美科技竞争加剧，我国亟需破解“卡脖子”技术难题

特朗普政府执政时期，美国政府扩大了对中国部分企业和单位的制裁，拜登上台后，继续实施技术封锁。这些措施包括技术禁运、限制投资、军事出口管制三大类。美国拜登政府联合G7等国家继续围堵中国，提出与中国竞争策略。美国政府的这些制裁措施严重干扰两国乃至全球正常的科技交流和贸易往来，全球产业链、供应链面临重大冲击。

（四）全球大宗商品价格上涨，部分国家CPI上升

在供应链仍受疫情阻隔的情况下，供需错配全球大宗商品价格上涨。疫情暴发后，部分国家出于国内粮食安全考虑，减少对外出口，推升国际市场粮食类大宗商品价格。国际气候治理强化，美国、欧盟和中国等主要经济体明确碳达峰碳中和目标，市场担心有关部门严格执行限产措施强化了供给短缺预期。美国CPI明显上升。大宗商品涨价对我国CPI的近期影响较为有限，主要挤压了我国中下游和中小微企业利润。

（五）下半年我国经济增长下行压力加大

病毒变异给全球疫情防控带来新的不确定性，我国少数地区也采取新的封控措施，不利于消费扩张。目前对美国计划推出的《两党基础设施投资和就业法案》到今年四季度能落实的投资规模有限，而且其公共投资受“购买美国货”条款约束，因此不能高估其对拉动中国对美出口的作用。加上中美科技竞争加剧，中美之间的中长期经济增长差距可能缩小。供需错配形成的大宗商品价格高位运行的态势还会维持一段时间，我国中小企业盈利空间收窄。

五、继续推进财政政策正常化，微调应对经济下行风险

从中长期看，经济增长的基本面会转向正常化或者适应与病毒长期共存的态势，财政政策需要逐步正常化，健全财政收支管理制度，提高财政政策的效率和中长期可持续性。同时，财政政策也要关注下半年经济增长下行风险，适时适度加快地方政府债券发行，扩大内需，加大财政政策对实际需求的支持力度。

（一）推进形成全民免疫继续抓好疫情防控，加快产业链补短板 and 锻长板

一是加大国际疫情防控合作力度，推动国际疫苗分享。我国应继续在“一带一路”国家推广我国国产新冠疫苗，高举国际疫情防控合作的大旗，推动世卫组织领导下的国际疫苗分享计划，促进完善全球卫生健康监测和防护机制。

二是多措并举，加快形成全民免疫，防止病毒变异新毒株导致新的疫情暴发。加大国内疫苗研发力度，开发生产新疫苗，进一步提高疫苗防疫效力。加快引进国外疫苗，积极争取代工生产欧美的mRNA新冠疫苗。继续加快国

内疫苗接种进度，提高疫苗接种率。根据疫情形势发展，统筹确定各项科学防控措施。加强出入境管理，严防境外疫情输入。

三是加快我国产业链补短板 and 锻长板，提升产业链供应链现代化水平。新冠疫情趋向长期化，要紧抓疫情发展的窗口期，充分利用制度优势，加快构建新发展格局，大力推进战略性新兴产业发展。打好关键核心技术攻坚战，推动产业链供应链优化升级。加大投入，攻克“卡脖子技术”。统筹规划半导体产业发展，加快芯片国产化步伐。加大新老基建投资力度。推进都市圈建设，加快重点项目建设，推动 5G 及相关基础设施建设，鼓励 5G 终端产品消费，尽快形成 5G 产业链。继续推进数字政府建设，发挥市场力量，夯实宏观调控基础设施。

（二）加大财政政策对实际需求的支持力度

疫情暴发后，我国在疫情防控和经济恢复两个战场都实现了先人一步，但可能也面临着“先进先出”的挑战：当前，美国经济处于高景气的上行期，而我国经济的恢复已进入下半场，边际动能减弱。宏观政策要保持必要支持力度，不急转弯，既是助力国内经济继续恢复的需要，也是避免中美经济周期过度错位、年度增速差过度收窄的需要。下半年，积极的财政政策应适时适度加快地方政府债券发行，进一步加大对“两新一重”和基本公共服务均等化的支持力度。支持全面实施乡村振兴战略，加强污染防治和生态文明建设，稳步推进“碳达峰”和“碳中和”项目落地实施。重点保障和改善基本民生，落实就业优先政策，促进教育高质量发展，稳步提高社会保障水平，强化公共卫生投入，支持发展文化事业和文化产业。

（三）有效应对大宗商品价格上涨，助力企业纾困解难

一是财政政策合理发力，形成不同宏观政策之间的有效配合。对于外生冲击引发局部领域供需失衡导致的物价上涨，货币政策则难以发挥作用。收紧货币政策不仅难以起到遏制大宗商品价格上涨的作用，反而可能误伤其他目标，影响疫后经济恢复。要合理发挥财政政策的调控作用，有针对性地减税、增加社保投入和提高公共服务水平等。

二是有效保护中小微企业，缓解 PPI 上涨的冲击。落实好对小微企业和个体工商户减免税、留抵退税等政策。实施好直达货币政策工具，加大再贷款再贴现支持普惠金融力度，落实好小微企业融资担保降费奖补等政策，引导银行扩大信用贷款。

三是注重防范国际市场价格上涨的传导，合理对冲风险。高度关注石油、天然气和农产品等大宗商品价格走势，及时调整我国进出口政策。鼓励资源能源企业走出去，扩大能源领域国际合作。对近期涨价较快的大宗商品及时投放国家储备。大力发展能源期货等金融市场，用金融工具对冲能源贸易价格风险。加大对国内垄断能源企业的成本审核力度，完善国家补贴政策，逐步形成科学合理的国内外价格联动机制。

四是积极开展反垄断执法，维护公平竞争市场秩序。密切关注重点行业经营态势，依照相关法律法规，治理滥用市场支配地位妨害合理竞争的行为。不断完善反垄断法律法规体系。把转变政府职能、推进行政管理体制、行业改革和国有企业改革，与推行反行政垄断执法、防范经营者违法行为等措施有机结合起来。重点关注价格领域

违法行为，维护市场公平竞争秩序。清理对企业和居民个人办理相关业务的乱收费、乱定价等违规行为，切实减轻企业和居民的负担。

（本文由韩爽改编自汪红驹《2021 年 Q2 中国财政运行》报告。）

2021 第二季度全球金融市场

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】全球金融市场二季度最大的转变就是再通胀交易的平复。美联储依然更为关注总需求复苏的可持续性，并未对货币政策退出给出任何实质性的指引。我们更加清晰地认识到，财政政策将取代货币政策成为更为关键的政策变量。本轮美国的财政刺激计划自公布以来金额持续缩小，两党以财政为筹码进行政治博弈极有可能导致刺激手段远远低于预期，这也是影响美联储判断总需求恢复持续性的重要考量之一。美联储在 7 月底，创设了两个常设的政策工具，这对于稳定美元流动性市场、改变美联储货币政策实施框架与强化美元霸权，都将产生重大影响。美联储政策转向等待期中的各种信号变化，无疑会加大市场波动的强度。一旦市场确认政策转向的预期，不待政策实施，市场一定会提前反应，这将对市场估值形成巨大冲击，届时，新兴经济体面临的压力也同样值得关注。

一、市场预期美联储年内继续维持政策宽松，财政刺激计划可能低于预期 通胀交易的平复

2021 年第二季度开始，中长期美债收益率开始迅速下降，纳斯达克指数重新跑赢道琼斯指数。从二季度的市场表现来看，权益和利率市场的定价最终显示出市场接受了美联储的观点，认为通胀是短期冲击。截至 2021 年 7 月 13 日，美国失业率依然高达 5.9%。

二季度，许多大宗商品价格大幅度上涨，其主要原因是全球需求恢复快于供给的恢复，这种不平衡的经济复苏使得通胀的压力短期内迅速上升。首先，全球疫情仍未结束，由于政府管制和个人原因，许多人无法重返劳动力市场，导致经济的总供给能力不足；其次，自疫情爆发以来，全球海运能力受到极大影响，海运价格持续上涨，这也推动了商品价格的上涨；第三，美国和欧洲的财政刺激计划推高了劳动者的最低工资要求，直接给居民发放支票和现金使得居民容易形成仍将持续获得现金补贴的预期，从而使得劳动者返回工作岗位的迫切性不强，延缓了生产活动的正常化。

但上述的供给冲击并未能从根本上动摇全球价值链的完备性，随着疫苗接种率不断提高，产能将逐渐恢复，这将成为压制通胀水平进一步上升的重要力量。

财政难达预期，货币仍将宽松

早在 2010 年时，虽然次贷危机带来的市场冲击已经平复，但美国的失业率依然高达 9% 以上，远未能恢复到金融危机之前 4.5% 左右的水平。因此，伯南克坚持认为企业层面的复苏仍然非常脆弱，进而继续进行了后续的两轮 QE。但由于伯南克在 2013 年面临卸任的压力，个人声誉和政治角力带来的压力都迫使他在 2013 年仓促搭建了一个 Taper 的框架。而当时美国的失业率依然高达 8.3%，首次 Taper 预期引导就引发了市场的极度混乱（Taper Tantrum）。

回到当下，鲍威尔在 2022 年获得连任的概率很大。如果美联储计划 Taper，那么参考 2013 年的经验来看，我们可以估计到：美联储至少需要两次 FOMC 会议来明确的描绘出退出的路径，在今年 6 月的 FOMC 会议上，鲍威尔再次重申了经济复苏依然高度不确定这一观点，7 月底的 FOMC 会议上，美联储仍然继续维持原有观点。美国当前的失业率依然远远高于疫情前的水平，且失业率的下降速度出现了放缓的迹象。在退出宽松时，美联储必然会参考 2013 年的经验，提前为市场描绘出清晰的图景以避免 Taper Tantrum，结合近期鲍威尔的表态与就业状况，美联储在 9 月议息会议上态度突然转向的概率不大。因此，在 2021 年年内形成明确 Taper 路径的概率依然较低。

我们更加清晰地认识到，财政政策将取代货币政策成为更为关键的政策变量。本轮美国的财政刺激计划自公布以来金额持续缩小，两党以财政为筹码进行政治博弈极有可能导致刺激手段远远低于预期。并且，在 10 月 1 日新财年开始前很可能无法达成一致。我们认为，即使接下来美国经济恢复到疫情前的水平，但经济的长期增长潜力依然不足。缺乏有效财政刺激的情况下，如果后续三至四个季度经济增长重新出现下滑，美联储可能被迫继续加大货币政策宽松来提振经济。

总体来看，美联储会更多依据失业率，而不是当期的通胀数据来进行货币政策调控。除非看到就业和经济数据持续性的改善，否则仅以通胀为出发点预判美联储实施边际紧缩政策还为时过早。

二、关注引发美元流动性变化的相关风险，以及美联储新设工具带来的深远影响

2021 年，有两个重要因素可能会对美元流动性产生较大影响。为了预防未来可能面临的流动性冲击，美联储在 7 月底，创设了两个常设的政策工具，这对于稳定美元流动性市场、改变美联储货币政策实施框架与强化美元霸权，都将产生重大影响。

流动性市场结构的又一变化——联储隔夜逆回购大幅上升

从今年 4 月以来，美联储隔夜逆回购工具用量大幅度上升，最高到达了 9900 亿美元。强监管使得银行吸收准备金占用的资本不堪重负，加上美联储每月 1200 亿美元的资产购买，导致整个银行体系已无法容纳如此巨量的准备金。大量的资金涌入货币基金，而在缺乏短期安全资产的情况下，美联储被迫提高了与货币基金进行隔夜逆回购操作的额度，最终导致了隔夜逆回购用量的大幅度上升。

6 月的 FOMC 会议上，美联储为了防止货币市场出现负利率，技术上把隔夜逆回购利率（ONRRP）和准备金利率（IOR）的区间从 0%~0.1%提高至了 0.05%至 0.15%。在政策操作之后，ONRRP 已经高于一个月期限的短期国债收益率（扣除交易成本之后），这就使得短期国债利率被迫提升到和 ONRRP 相同的水平，从而导致先前持有短期国债的投资者处于浮亏状态。而这部分短期国债（大概 4600 亿）将于今年 8 月中旬到期，投资者的最佳策略就是持有这部分国债至到期，然后再转投到货币基金中。8 月份美国财政部约有 4000 亿（另外 900 亿长债）美元的短期国债发行计划，当短期债券到期的同时财政部发行新债券，相关金融机构的资产负债表将会有如下变化：财政部 TGA 余额大体不变，ONRRP 规模持续上升，且上升的幅度将明显快于美联储总资产的增长速度，这将导致银行在美联储的准备金总量出现收缩，同时投资人将承接更多的短期国债。目前预计，近期流入到 ONRRP 工具内的资金规模可能就会达到 1.5 万亿美元。虽然目前还无法准确估计流动性市场遭受冲击的力度，但需要密切关注相关变化，以评估其对金融市场带来的影响。

全球最低税率协定的影响

由美国主导的全球最低 15%税率政策，如果在各国立法最终获得通过，将会对全球金融市场产生重大冲击。全球税率提高首当其冲的是这些企业财务报表中的净利润减少，这将直接影响权益市场和信用债市场的净现金流贴现估值（DCF），还将对整个离岸美元体系带来重大影响。当前，跨国企业在低税率国家的美元现金存款是离岸美元体系中重要的融资来源之一（大约一万亿美元），最低税率会直接导致企业的离岸美元存款减少，并且部分企业可能会把利润转移至国内。因此，离岸美元市场的大规模收缩极有可能引发全球系统性风险。美元融资成本上升会推高美元汇率，这一方面会抑制全球的贸易活动，另一方面会使得依赖美元融资国家的信用风险将大幅度上升，这就对各国的货币和财政政策提出更大的挑战。这一状况导致未来可能出现两种路径，第一是美联储被迫整合离岸和在岸货币市场，被动承担起全球央行的角色；第二是各国探索出一条新的全球货币路径。目前看来第一种可能性的概率在增大，并且，美联储充当全球央行的动机一定是对冲外部冲击对美国经济金融的影响，这就会使得其他经济体将更为被动的面对美国金融政策的调整。如果美元流动在 9 月份出现紧缩，且欧洲央行传达了降息的预期，届时美元将有很大概率走强，而股市可能会面临估值调整的压力，同时，更需要密切注意新兴经济体（除中国外）在美元升值后的信用状况变化。

为预防流动性危机美联储新设两项政策工具

在 7 月的 FOMC 会议上，美联储设置了常备回购便利（Standing Repo Facility, SRF）和货币当局常备回购便利（Standing Repo Facility for Foreign and International Monetary Authorities, SFIMA）两项工具。前者是针对一级交易商和银行的流动性投放工具，后者是针对海外货币当局的流动性投放工具，报价都是 25 个 BP。而且，这二者都是申请使用。在这些工具下，申请者把手中的美国国债抵押给美联储，以获得美联储的流动性支持。从规模来看，美联储最多可一次性投放超过 1 万亿美元的隔夜流动性。

在当前美元流动性极度宽松的情况下设置这些工具，意义不同寻常，我们认为主要有以下几个原因：第一，设置常备流动性工具是为了缓解银行准备金流向 ONRRP 可能造成的冲击；第二，为了未来退出宽松的路径设置平滑工

具，防止出现 Taper Tantrum；第三，希望彻底解决货币市场钱荒的机制性问题，让美联储的流动性干预机制直接面对关键市场主体；第四，降低离岸美元市场发生流动性枯竭的概率。这两个工具看似简单，但产生的影响可能会十分深远。第一，为了防止未来出现流动性问题，各大金融机构可能会选择扩大美国国债的持有量，这将对美债收益率上升形成更多的压力；第二，将进一步强化美元霸权，并扩大美联储政策影响的外溢性。但其他经济体的经济金融运行常常无法与美国保持同步，这也意味着全球经济将会更多的受到美国金融政策的干扰；第三，在利率上限都是有抵押利率的情况下，货币政策目标利率仍定为 EFFR 的框架可能会面临更多调整。

三、展望

展望未来，我们认为第三季度的宏观金融环境将变得更为复杂。首先，主要经济体的总需求复苏是否符合预期是十分关键的变量，美联储面临总需求复苏不确定性的情况下，Taper 的引入期将被动延后。美国财政刺激退潮之后美国居民名义收入将会突然减少，而名义价格具有粘性，当前较高的名义价格可能会对美国整体消费产生负面冲击，进而传导至企业的营收增长。当前股票市场估值非常高，名义价格对消费的侵蚀对股市的冲击可能会非常大。

第二，关注美元流动性冲击的影响。三季度美元流动性如果面临冲击，需要观察美联储的应对策略，尤其是新设工具的使用情况。

第三，全球供应链的恢复情况。继续关注疫情对于生产恢复的影响，在供应链逐步恢复的情况下，部分受到运输价格扭曲的大宗商品可能会出现调整。

第四，产业链单一的新兴市场国家（除中国），特别是资源输出国，在第三季度美元走强的情况下，物价和资本流出的压力会进一步加大。而这些国家的央行政策框架陈旧，应对手段也十分单一，简单的以加息来应对输入性通胀或者是资本流出，不仅无法解决通胀问题，反而可能会使信用系统崩溃加剧输入性通胀和进一步恶化资本外逃。

（本文由韩爽改编自胡志浩等《2021Q2 全球金融市场》报告）

2021 年 8 月金融市场观点汇总

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

一、股票市场

1. 中信证券：预计在 8 月份，A 股市场的极端分化将接近尾声，成长和价值将重归均衡，配置上建议成长制造和价值消费两手抓。

首先，内外情绪负面共振的高峰已过，投资者前期对行业政策的预期过于悲观，市场过度反应；国内行业政策更重长远，是规范性而非颠覆性的，政策认知纠偏后，投资者情绪将缓慢修复。其次，近期市场资金的羊群效应走向极致，增量资金建仓和存量资金调仓皆集中于成长制造，极端分化下强势板块的流动性虹吸效应明显，8 月份受市场流动性整体紧平衡的约束渐强，市场结构将由极端分化重归均衡。最后，8 月“弱基本面+强流动性”的宏观预期组合不变，国内经济的短期扰动不改中期向好趋势，Delta 变种毒株压制下，欧美经济恢复、群体免疫、货币宽松退出的时点都将后移，信用风险约束下银行间流动性依然宽松。配置上，建议在成长制造和价值消费间保持均衡。

一方面，建议在成长板块里从高位的赛道转向相对低位的赛道，包括军工、5G、通信设备龙头。另一方面，可以逐步提前左侧布局当下估值调整非常充分的部分消费和医药板块，包括汽车、服务机器人、服装、珠宝饰品、啤酒、次高端白酒、医美等。

2. 国泰君安：中小市值风格拉升动力充沛 市场有望蓄势迎新生。

国泰君安证券认为，当前基本面并未发生实质性恶化，部分赛道的微观市场交易结构亦未触及阈值，本次调整属于恐慌情绪扰动，而非系统性风险。同时，未来随下半年经济稳增长压力以及广义财政周期的触底反弹，信用预期边际向宽将不断强化，中小市值随信用周期边际改善动力充沛。整体上，随着情绪扰动的消散，叠加上证 50 企稳+中小市值风格拉升动力充沛，市场有望蓄势迎新生。

行业配置：极致的分化下，首选科技成长，重点在二三线标的。极致的结构演绎，市场担心强势板块的回调。“盈利决胜负，而非估值比高低”，科技制造的景气周期+自上而下导向催化，仍是我们首要推荐的方向。股价高位波动放大难免，但绝未到结束时。

3. 华安证券：政治局会议定调偏暖 聚焦成长+周期双主线。

8 月市场结构性行情有望延续，从风格角度看，成长风格占优，且从景气及市场演绎跟踪看，成长风格内部有望出现扩散。此外周期风格下部分化工品种等持续高景气，叠加涨价再起，亦将有所表现。8 月流动性维持合理充

裕、政治局会议定调偏暖的背景下，风险偏好边际略有提升，成长板块仍将受益。政治局会议继续聚焦产业，以新能源车为代表的强赛道高度再度提高。行业配置继续聚焦成长+周期双主线。

成长风格中关注两条主线，一是继续关注景气处于绝对高位的半导体、新能源车产业链；二是关注受益于成长风格扩散的通信及计算机结构性机会。

周期风格中一是与新能源汽车产业链相关的上游有色金属板块；二是景气处于高位的化工、煤炭以及受益于制造业升级的通用自动设备板块。

4. 国盛证券：把握调整 继续掘金科创板。

趁着调整，掘金科创板中的优质标的。我们从半年度策略以来便反复强调，今年市场的最显著的变化，就是增量资金入场放缓，市场转为存量博弈，带来投资逻辑由“躺赢”走向“内卷”。类似 13 年初到 14 年中存量博弈行情，高增速成为制胜关键。从当前中报业绩预告情况来看，科创板增速引领全 A，也成为其连创新高的有力支撑。

二季度主动偏股类基金对科创板仓位环比提升 1.3%。中长期，再次强调看好科创板的三大逻辑：（1）资金从增量入场到存量博弈，高增速成为制胜关键。而科创板作为当下全 A 增速最高的板块，有望成为战胜“内卷”的最强主线。并且，近期降准主要针对小微企业，也对科创板企业形成利好。（2）科创板聚焦长期最优赛道，高增速有望延续。作为中国未来、尤其是硬科技核心资产的摇篮，在经历 2 年的发展后，科创板已经到了可以集中挖掘、关注的时候。（3）机构仍然低配，叠加外资加速入场，在今年整体存量博弈的市场中，有望迎来增量的定向浇灌。

投资策略：着眼未来、把握当下、配置科创

继续“掘金”科创板：（1）业绩增速一直领跑科创的“高成长”；（2）开拓 A 股新方向，对标稀缺的细分赛道“独角兽”的。景气的确定性较强、有望高增长的 AI、CXO 服务&医美，以及还受到政策支持的新能源汽车、半导体&消费电子。受益海外需求拉动的石油石化及化工、有色、光伏等板块。

5. 海通证券：中期市场走势由基本面决定 关注中下游制造业的修复。

短期下跌调整类似夏天的雷暴雨，所谓飘风不终朝，骤雨不终日，中期市场走势由基本面决定，我们仍看好下半年市场。

核心结论：（1）部分行业监管引起的市场急跌属于短期情绪波动，市场中期趋势取决于基本面。（2）下半年宏观政策偏宽松，上市公司 ROE 继续回升，估值尚可，市场望重建。（3）盈利增长较快、顺应政策方向的智能制造仍是第一梯队，关注中下游制造业的修复。

6. 粤开证券：货币政策边际宽松有望延续 布局业绩+成长行情。

资本市场增量资金不缺，目前的博弈仍是在于投资主线的不明确，根据 730 政治局会议定调，货币政策边际宽松有望延续，后续或将重视结构性调整，此前央行超预期降准也提前释放了下半年货币政策边际宽松的预期。

配置方向上，我们认为，今年市场情绪波动较大+经济修复过程的业绩潜力+景气度持续下沉，业绩是除了长期优异的半导体、新能源、医药、硬科技和大消费等赛道之外，重要的择股考量，布局业绩+成长行情。

(1) 半年报业绩提供重要的参照, 建议关注 PEG 较高的高性价比个股、受益于景气下沉的中等市值优质标的, 另外, 近期估值大幅下调、业绩优异的优质标的, 如次高端白酒, 也存在结构性投资机会; (2) 长期拥有优质商业模式、业绩可持续的科技企业拥有较好的股价表现, 核心配置新能源汽车、半导体、军工电子和材料等“硬科技”板块。(3) 主题投资方面, 近期气候异常频现, 730 政治局会议及强调了“碳达峰”的尽快落实, 央行下半年工作会议也提及“绿色金融”的发展, 短期有望催化市场碳中和相关概念板块的表现。

7. 开源证券: 市场大幅波动后逐步企稳 周期股比商品成为更好投资工具。

市场大幅波动后逐步企稳, 但波动率并未收敛, 投资者不必急于“抄底”, 调整结构仍是核心矛盾。7 月 30 日政治局会议引发市场热议, 对于周期股而言, 即使短期波动, 供给短期弱化的同时需求效应在强化, 而碳中和政策的长期稳定性让利润中枢上移趋势进一步确立。短期“量”的增加和长期利润率中枢抬升下, 周期股比商品成为更好投资工具。

能源转型带来的变革并不只存在于新能源单一行业中, 传统世界里也正在孕育着新花, 这是市场尚未真正定价的“隐藏主线”。周期股已在逐步接替商品成为这一关系的更好投资工具, 政治局会议确立了这一趋势。

当下我们认为占优组合是: 有色(铝、铜)、化工(化纤、纯碱)、钢铁、煤炭、券商、军工。我们继续推荐三条长期主线未有变化(见正文), 我们一如既往相信价值回归的必然。

8. 方正证券: 8 月市场波动将加大 成长是阻力最小的方向。

8 月市场波动将加大, 市场在风格上的强分化将延续, 在流动性环境、业绩趋势、估值水平、政策导向的共同作用下, 成长是阻力最小的方向。成长占优的核心在于流动性的变化, 二季度以来流动性比预期好, 十债利率破 3% 后继续下行, 市场利率持续位于政策利率下沿。流动性宽松的核心原因在于各国央行着眼于“滞”而非“胀”。从后续演绎来看, 政治局会议定调明确, 国内流动性易松难紧的格局已经确立。

经济增长并非核心矛盾, 将延续有韧性的下行态势, 制造业 PMI 已经连续 4 个月出现回落但仍维持在荣枯线上方, 出口持续高景气对经济构成支撑, 内需的分化加剧, 后续关注国内点状疫情对经济产生的影响。

政策和风险偏好方面, 政治局会议跨周期调节思路明确, 政策基调较 4 月更为积极, 强调宏观政策自主性。产业维度, 新能源车被首次提及, 能源革命“先立后破”。风险偏好方面, 8 月中下旬以后需关注中美关系的新变化, 包括新冠溯源、第一阶段协议评估等事件。

积极可为, 坚守成长, 中报季布局窗口, 仍以甄选高增长、高景气行业为主, 8 月首选行业化工、电子、通信。

9. 中信建投证券: 市场处于结构性行情 优选和光伏等相关的新材料行业。

本轮市场整体回调、部分板块走势强劲的表现, 说明股票市场处于结构性行情, 我们坚持景气主线判断。因此我们仍然建议遵循 7 月月报的配置逻辑, 选择跟 EV 和光伏相关的新材料行业作为优先配置的方向, 对新能源、新能源车、半导体、精细化工等行业进行布局。

10. 山西证券: 国内疫情再起, 继续关注高景气赛道。

河南汛情和国内疫情成为短期影响市场的最大的两个事件。本周周期板块涨幅较大，消费板块大幅杀跌。此外，光伏板块维持强势。本周白酒和休闲服务板块调整幅度较大，直接原因是此前筹码集中度过高，公募基金调仓所致，该过程已经持续数月，我们认为下周这一过程将减弱，相关板块将逐步企稳。

中长期来看，目前 A 股整体 PEG 水平处于历史中位水平，其中创业板一致预期再抬升压低 PEG，其性价比依旧较高。题材方面，景气度维持高位的消费升级和科技板块依旧有较强的吸引力，建议重点关注具备业绩确定性的高景气、高成长赛道，以及可能成为我国经济增长引擎的新经济板块，把握住结构性行情。

二、债券市场

1. 兴业证券：政策边际调整，债市趋势未尽。

上半年经济大概率运行在政策合意区间，政策注重推动高质量发展和“跨周期调节”。1) 会议确认上半年“经济持续稳定恢复、稳中向好”，“高质量发展取得新成效”。2) 但经济发展仍面临内外部的挑战：“外部环境更趋复杂严峻”，内部“经济恢复仍然不稳固、不均衡”。3) 当前政策意图在于继续推动高质量发展，以及做好宏观政策跨周期调节，保持经济运行在合理区间。推动高质量发展的措施围绕供需两侧：需求侧包括加快推进“十四五”规划重大工程项目建设，引导企业加大技术改造投资等，供给侧包括强化科技创新和产业链供应链韧性、支持新能源汽车加快发展等。

货币端维持流动性合理充裕，信用端结构性紧信用/宽信用的导向仍然明显，但症结可能在负债端。货币政策“保持流动性合理充裕”的表述未变。信用端则是稳杠杆的背景下持续推进结构性紧信用/宽信用。

积极的财政政策的重点可能在民生，基建托底的紧迫性可能不高。延续 4 月政治局会议的精神，本次会议财政政策方面仍强调“兜牢基层‘三保’底线”，事实上今年上半年财政支出也呈现出明显向民生领域倾斜的特征。对于基建方面，本次会议表述为“合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量”，而稳增长时期政策对于地方债的表述一般是“地方政府专项债券要确保 9 月底前全部发行完毕，督促各地尽快形成实物工作量”（19 年 9 月 4 日国常会），“各地要加快专项债发行和使用……尽快形成实物工作量”（20 年 7 月 15 日国常会）。因此，地方债发行和基建投可能不会明显发力，但“合理把握”说明政策仍然预留了空间。

2. 广发证券：政府债发行可能提速，8 月净供给万亿以上。

2021 年 7 月新增地方债发行整体放缓（但后两周有加快迹象），再融资债发行规模与 6 月基本相当。7 月地方债发行 6568 亿元，低于 6 月的 7949 亿元。从一级发行利差来看，2021 年 7 月地方债发行市场化水平进一步提升。7 月共发行 209 只地方债，其中 53 只一级发行利差低于 16bp。主要分布在湖北、上海、北京 3 省。

地方债发行进度：3-7 月发行新增地方债 18446 亿元，占全年新增债额度的 41.3%。其中新增专项债 13159 亿元，占地方专项债新增限额的 36.1%。新增一般债 5287 亿元，占地方赤字的 64.5%。截至 7 月末，剩余 26254 亿元新增地方债未发（23341 亿元新增专项债+2913 亿元新增一般债）。

地方债发行展望：预计 8 月地方债发行约 10500 亿元。24 省市已披露的 8 月计划为 10173 亿元（新增债 7318 亿元、再融资债 2855 亿元）。参考历史计划执行情况、未披露计划但实际发行情况，预计 8 月地方债总发行约 10500 亿元，新增债 7100 亿元，再融资债 3400 亿元，净发行 6500 亿元。

8 月可能是政府债供给高点：由于 8 月已披露的 3、7 年期付息国债单只规模是 7 月的 90%，预计 8 月国债发行规模为 5700 亿元，净发行 3500 亿元。预计 8 月政府债合计净发行 10000 亿元。

3. 中泰证券：8 月流动性及债市观点。

降准对 7 月资金面支撑力度有限。7 月资金价格中枢下移，波动率先升后降。7 月初流动性宽松，流动性分层几乎消失；月中全面降准对冲税期因素及 MLF 大量到期，资金价格维持平稳；下旬随着银行月末考核临近，资金面周期性紧张，此外 LPR 降息预期落空，资金利率再度上行，但低于 2019 年同期水平。

8 月常规资金缺口分析：常规因素合计，8 月银行体系或存在约 6800 亿元的资金缺口，其中主要是政府存款增加净回笼流动性约 5400 亿元。此外，考虑 8 月有 7000 亿 MLF 到期，合计缺口约 1.38 万亿元。

央行货币政策思路有变化吗？从近期各项会议和主要领导讲话判断，央行“货币政策稳健取向未变”，从实际情况来看，7 月资金利率也并未大幅下降。结合央行一再强调货币政策需更“关注价格而非数量”来看，我们不必对于货币政策抱有过分宽松的预期。

债市观点：7 月经济数据显示，基本面复苏趋势延续，但增长动能有所减弱。对于利率债，近期收益率快速下行后，资金面可能是影响后续走势的关键。8 月份常规因素对于流动性影响主要体现在财政存款上，其中政府债净融资是关键。和 7 月份相比，尽管政府债发行规模预计小幅回落，但到期偿还量大幅回落，导致净融资规模反而上升。此外考虑到今年 8-12 月共有 3.75 万亿元 MLF 到期，其中 8 月有 7000 亿元，降准对于流动性总量的影响可能降为中性，需关注短期资金面波动。

三、汇率市场

1. 东证期货：美国 GDP 高点或已出现，通胀压力居高不下。

美国二季度 GDP 逊于预期，通胀压力居高不下：二季度 GDP 年化季环比初值 6.5%，预期 8.5%，前值从 6.4% 下修至 6.3%，二季度经济增速提升幅度有限，主要靠服务需求回升拉动。数据公布后，美元走弱，美债收益率先抑后扬，黄金显著上涨。

二季度 GDP 整体显示经济持续复苏，但增速不及市场预期，较一季度也仅仅微增，经济恢复的内生动能不够强劲，政府对企业的贷款和地方政府的补助增加，但对于居民部门的直接转移支付下降，导致居民收入环比明显下降，商品需求见顶回落。从对 GDP 的贡献度来看，消费、投资、库存、净出口和政府支出分别对 GDP 拉动 7.78、0.57、-1.13、-0.44 和 -0.27 百分点。

二季度消费作为最主要的增长来源增量集中在服务业的需求回升。商品需求见顶回落，尤其是汽车及零部件，需求回路的同时供应链受限，因疫情带来的一次性居家改善需求随着经济的解封和重启而减少，非耐用品需求中的

汽油和能源消费增加，其他项目变化较小。服务业的恢复最强符合后疫情时代的经济特征，居民部门的医疗保健、运输服务、食品和住宿服务进一步增长，服务业的产值已经回到疫情前的水平，且成本显著回升，二季度核心 PCE 物价指数攀升至 6.1%，远超预期的 5.9%，前值也由 2.5%上修至 2.7%，在一季度 GDP 下修的背景下，一季度通胀指标上修，二季度通胀压力继续攀升，是一个相当不好的组合。

综合来看，二季度基本可以确定为后疫情时代美国经济增速的高点，下半年开始经济增速将进一步向 3%左右的常态回归，隐患在于当前的通胀水平较以往的经济周期明显上了一个台阶，经济复苏的水分较大。而后在经济增速回落过程中，通胀的超预期持续将会带来滞胀风险。财政刺激受限于推进速度、规模和执行速度，难以扭转经济增长趋势，货币政策的退出难度增加。

2. 东证期货：美联储维持鸽派，美元转向弱势。

FOMC7 月利率会议维持鸽派：7 月 FOMC 利率会议声明，美联储按兵不动，利率水平维持在 0%-0.25%水平。继续维持当前的购债水平。利率决议后，美元和美债收益率走低，美股回升。

纵观 7 月利率会议决议，美联储对于经济的看法并未出现明显改变，依旧是经济受到疫苗接种后的继续加强，这表明美联储并未对于疫情的边际恶化出现转变的倾向。从通胀来看，依旧强调通胀是暂时的，哪怕近期美国通胀水平高企。因此整体来看，美联储对于经济本身和 6 月份没有区别。

本次会议上最为值得关注的就是美联储新增了“直到朝着充分就业和价格稳定的目标取得实质性的进一步进展（substantial further progress）”，委员会将在未来的会议上继续评估进展。这表明本次会议上美联储虽然没有给出讨论缩减购债的信号，但是对于何时给出这个信号给出了非常清晰的线索，那就是美国劳动力市场取得实质性的进一步进展。

综合来看，7 月份的美联储利率会议虽然认为经济向缩减购债的目标进展，但是对于最为重要的缩减购债，美联储给出的信号表明距离这个问题的门槛还有一定的距离，因此整体上本次会议是对于此前过于鹰派的纠偏，短期来看有助于市场风险偏好维持较为稳定的状态。