



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6期 / 总第6期

2021年12月15日

目录

会议速递

2021年四季度资管人沙龙暨苏宁金融研究院六周年论坛1

专家视角

展望 2022——全球经济的两个图景（殷剑峰） 23

资本大众化与牛市（殷剑峰） 30

强化系统重要性银行监管，完善宏观审慎管理体系（曾刚） 36

支持中小银行资本补充，夯实服务实体经济基础（曾刚 王伟） 40

中央经济工作会议直面问题，市场或将继续向上突破（董忠云 符旸） 44

什么是房地产业的良性循环（李奇霖） 48

周期的镜像——2022年国内宏观经济展望（邵宇等） 52

2021 年四季度资管人沙龙暨苏宁金融研究院六周年论坛

10月29日，“2021年四季度资管人沙龙暨苏宁金融研究院六周年论坛”在上海举行，超百位银行、券商、资管等行业的首席经济学家、专家学者齐聚一堂，探讨四季度经济走势与银行数字化转型。

本次论坛，由上海金融与发展实验室主任、中国资产管理人论坛秘书长曾刚主持，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，交银国际董事总经理、首席策略师洪灏，中航证券首席经济学家董忠云，开源证券首席经济学家赵伟，苏宁金融研究院院长黄金老，中国保险资管业协会投研负责人联席会主席巢洋，浙商银行金融市场部总经理助理黄玉婷，星云数字 CEO 黄坚，就当前股市、楼市、汇市、债市等行业趋势以及宏观经济形势，发表观点和展开讨论。

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分析指出，近三年来，中国经济形势呈现出三大特点：“出口+房地产”的 V 型反弹迅速冷却；内循环不畅，消费持续下滑；CPI 通缩，PPI 通胀，煤炭、石油、黑色金属、有色金属“四大金刚”为主的生产资料价格上涨。放眼全球，到 2100 年，全球总人口将会达到峰值。“人达峰”后，将带来“拿什么资产来养老、投资持久萎缩、资本边际报酬快速下滑”三大问题。对此，殷剑峰认为，克服“人达峰”困境需要能够带来高回报的投资。也就是说，资产配置一定要转向资本市场。现在，资本市场发生了翻天覆地的变化，将要或者正在迎来新的龙头，从“洞中的蛇”成为“腾飞的龙”。无论如何，当下的宏观经济金融态势不是周期问题，而是长期的趋势问题。

交银国际董事总经理、首席策略师洪灏的视频演讲，将话题聚焦房地产市场。他表示，当前通胀压力大，这一切都跟我国房地产市场面临的挑战息息相关。过去二十年中，前十年房地产投资回报率非常高，各大城市平均在 30%-40% 区间；后十年，收益开始急剧下行，整体回报率不到 10%。洪灏认为，购房人群比例的高低和房价指数运行高度关联。基于人口结构变化的分析发现，35-55 岁是购房的黄金时期，因为这类人群有足够的收入，银行有动力支持放贷。数据显示，我国家庭在房地产上的配置非常高，最高达 70%，比美国高一倍，比日本高三倍。对此，从长远看，大众的资产配置可以开始把投在房地产的资金转出来，投到别的资产去。

中航证券首席经济学家董忠云指出，能源价格上行推高全球通胀风险，且通胀或许并非“暂时”，需警惕市场对全球加息的预期仍不够充分。美国商务部数据显示，8 月份不包括食品和能源成本的核心 PCE 环比上涨 0.3%，同比上涨 3.62%，创 30 年来新高。欧元区通胀指标也快速上行，9 月欧元区 HICP (调和 CPI) 同比上涨 3.4%，大幅超过 2% 的对称通胀目标，核心 HICP 同比上涨 1.9%，均达到近 13 年以来新高。

他认为，在当前供需矛盾无法快速修复的情况下，高通胀状态可能会持续一段比较长的时间。全球已经步入加息周期，对市场的最大影响是四季度获利空间有限。

开源证券首席经济学家赵伟从政策脉络、经济形势、市场选择三大维度进行分析。他指出，当前，我国正处在转型“攻坚”阶段，政策着眼于长期发展，淡化总量，更加注重质量。后续，经济仍面临一定的下行压力。需要留意，地产和出口两大动能走弱、四季度经济加速回落，或是年内市场低估的潜在风险。而“安全”资产加速收缩、资金加快流向金融机构，使得“资产荒”现象凸显。“资产荒”之下，债市确定性高，股市行情结构分化，对海外通胀与流动性变局的认知和盈利预期修正，或是潜在风险。

苏宁金融研究院院长黄金老指出，我国经济进入中低速增长阶段，银行服务业进入过剩时代。银行业在为过剩资金努力寻找新战场之时，需要密切关注融资平台风险、房地产行业风险、个人部门风险、小微企业风险。迎接经济减速的挑战，银行业需加快数字化转型。虽面对缺全量数据、缺数据专才、缺制度环境三大难点，但银行业已在坚定推进中。数字化转型是具体的，智能化和线上化是关键。以江苏苏宁银行为例，该行以数字技术攻克普惠金融服务中存在的种种阻点，让金融变得更简单。截至2021年9月，全行累计服务28.1万家小微企业，放款349.3亿元，在贷户均8.4万元。当下，银行业经营管理能力提高了，更有数字技术革命的助力。相信，银行业能够应对中低速增长的挑战。

中国保险资管业协会投研负责人联席会主席巢洋认为保险公司当前面临不少挑战，尤其是中小险企，偿付能力存在较大压力，投资渠道受限，保险资金运用集中在几个有限的品种上。不过，也有难得的机遇，比如，保险公司融资成本在不断降低。对此，他建议，保险公司后续要加大与银行、券商、公募基金等同业机构的合作，进一步做大做强。

浙商银行金融市场部总经理助理黄玉婷指出，与上一轮加息周期相比，本轮G7国家基本面和货币政策趋同，美元表现将相对温和。她预测，美联储明年6月完成Taper，利差将是中期货币强弱的主导因素。在黄玉婷看来，美联储Taper板上钉钉，人民币未来将呈现“近无忧，远有虑”的基本面，我国央行货币政策易松难紧。但持续顺差和人民币汇率弹性增强，将限制明年人民币贬值幅度。

星云数字 CEO 黄坚在《新经济形势下的银行数字化转型》的主旨演讲中表示，大资管时代呼唤数字化转型，相应的，数字化也为资管业务降低成本和风险、提升客户体验和业绩提供助力，围绕“客户营销能力、智能投研能力、中后台管理运营能力提升”三个维度的价值链，赋能场景。星云数字作为技术源于实践的数字技术服务商，经过多年金融业务的验证，可以为银行数字化转型提供“道、法、术、器”全流程咨询及产品落地解决方案。以星云数字打造的AI算法平台为例，该平台提供从模型开发、部署、迭代到监控的全生命周期管理，充分降低AI规模化应用门槛，支撑银行数字化价值提升。

本次沙龙，还吸引了交通银行私人银行中心副总裁桂泽发、华夏银行上海分行副行长黄伟华、安徽马鞍山农村商业银行董事长金辉、安徽东至农村商业银行董事长吕彦志、江苏长江商业银行副行长李剑、金

浦投资总裁高立新、方正富邦副总裁王启道、淳厚基金创始人邢媛、华泰保兴基金总经理王冠龙、华西证券研究所副所长孙远峰等 90 多位嘉宾莅临。

部分嘉宾的发言实录如下。

人口达峰下，资本市场有何投资机会？

殷剑峰 上海金融与发展实验室理事长 浙商银行首席经济

当前经济形势的三个特点

从最近 9 月份的经济数据，可以看到现在的经济形势特点。

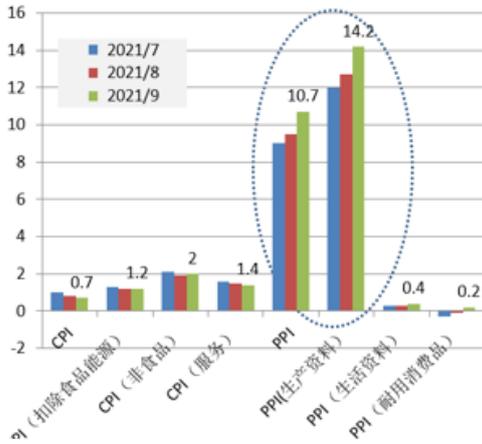
第一，依靠“出口+房地产”带来的经济 V 型反弹在迅速冷却。去年以来，国内迅速复工复产，产品供应全球，所以出口增长的很快。同时，内循环里面主要是靠的房地产，房地产单月销售额创下自从有房地产市场以来的最高水平，但增速在迅速的下降。



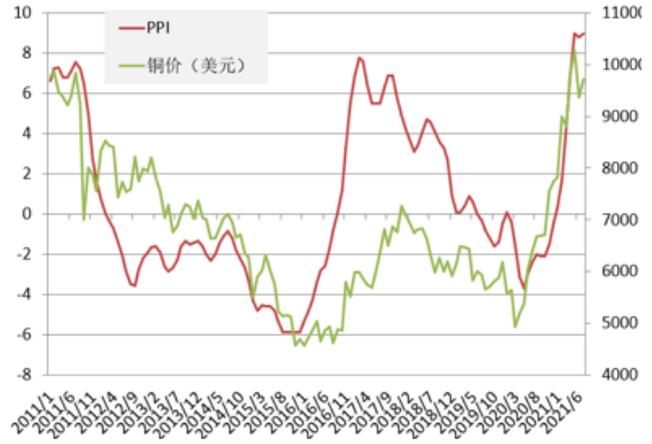
第二，消费方面，在持续下滑。9 月份商品消费品零售额 3.68 万亿，扣除价格因素后，与去年同期相比只有 2.5% 的增速，远远小于经济增速。如果把疫情导致的因素扣除掉，同样是趋势性下滑。

第三，所有和生产资料价格相关的指标，都是通胀，所有和消费品相关的物价指标，都是零增长或低增长。生产资料价格上涨主要来自于四大金刚：煤炭、石油、黑色金属、有色金属。今年年初的时候，市场担心境外输入通货膨胀，另外以前 PPI 的上涨是由于大宗商品价格上涨，那这次是不是国外的因素呢？

2021年7、8和9月各项物价指数同比 (%)



PPI同比 (%) 与国际铜价 (右轴)

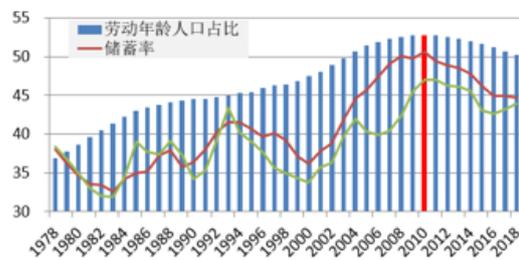


数据来源: CEIC

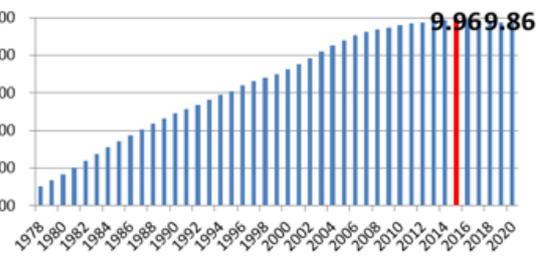
人口达峰带来的三个经济问题

反映未来经济持续发展的指标就是劳动年龄人口占比，可以看到，到 2027 年，中国总人口将达到峰值。

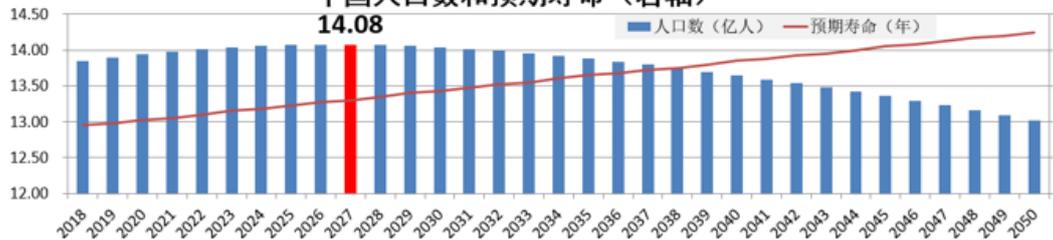
劳动年龄人口占比和储蓄率、投资率 (左轴)



劳动年龄人口 (亿)



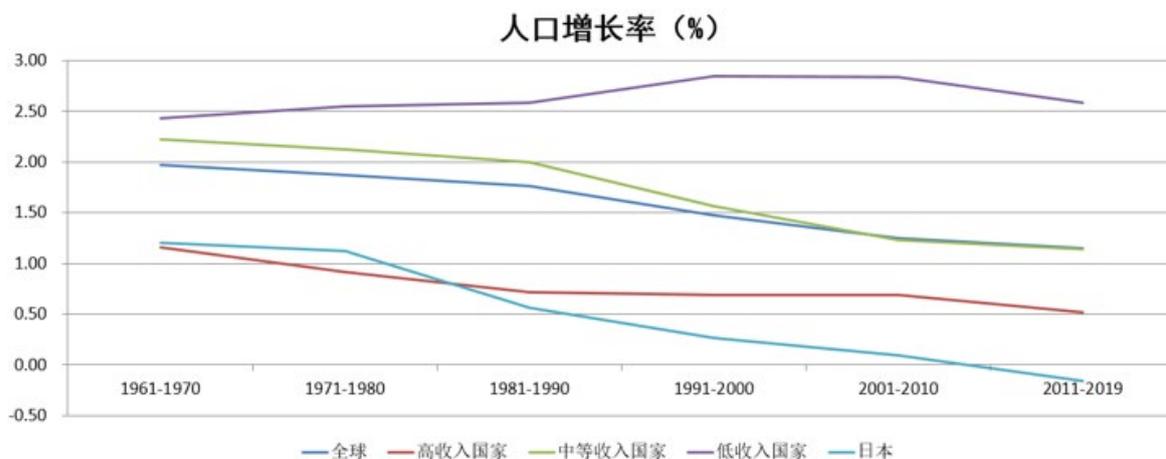
中国人口数和预期寿命 (右轴)



数据来源: CEIC

以经济史的视角看，从古典经济学到新古典经济学再到制度经济学，经济学家讨论的话题就是人口的增长。从公元前 2000 年一直到近代，一直存在人口增长和有限的自然资源之间的矛盾。但这种情况在过去十年发生很大的变化，根据联合国 2019 年人口展望报告，2019 年前有包括日本在内的 20 个国家和地

区是人口负增长。但是从现在开始到 2050 年，全球将有 55 个国家和地区人口进入负增长，包括中国、日本等在内大部分国家，主要经济体中只有美国的人口是正增长。

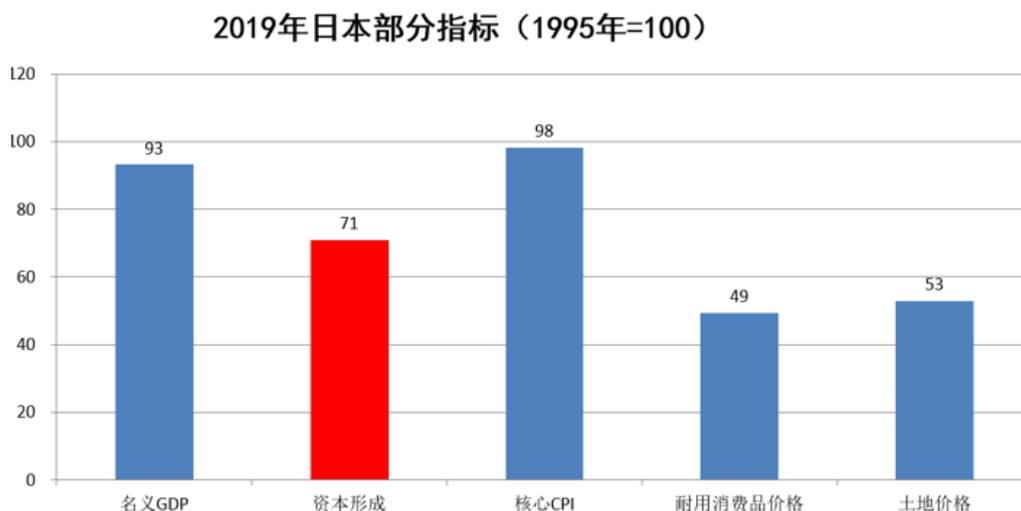


数据来源: CEIC

预计到 2100 年，全球总人口会达到峰值，这种现象是过去两万年从来没有发生过的事情。这已经超出了古典经济学、新古典经济学的研究框架，这些研究都是假设人口增速大于零的。人口增速小于零的情况，都没有研究过。

那么如果人口负增长，未来会发生什么情况呢？

一个典型的案例是日本。1992 年，劳动年龄人口占比达峰；1996 年，劳动年龄人口达峰；2009 年，总人口达峰。日本以 1995 年泡沫经济跌到谷底那一年为标志，近二十多年来萎缩最厉害的就是投资，投资几十年时间投资萎缩了将近 30%。



数据来源: CEIC

研究日本问题有很多说法，比如日本经济长期停滞，是因为日本政府干预经济的政策；或者说金融层面由于日本主银行体制下大量银行呆坏账；或者劳动力市场终身雇佣制、年功序列制等等。但归根到底，

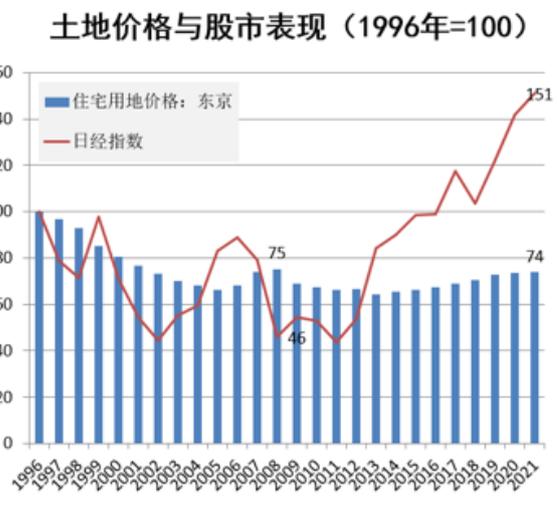
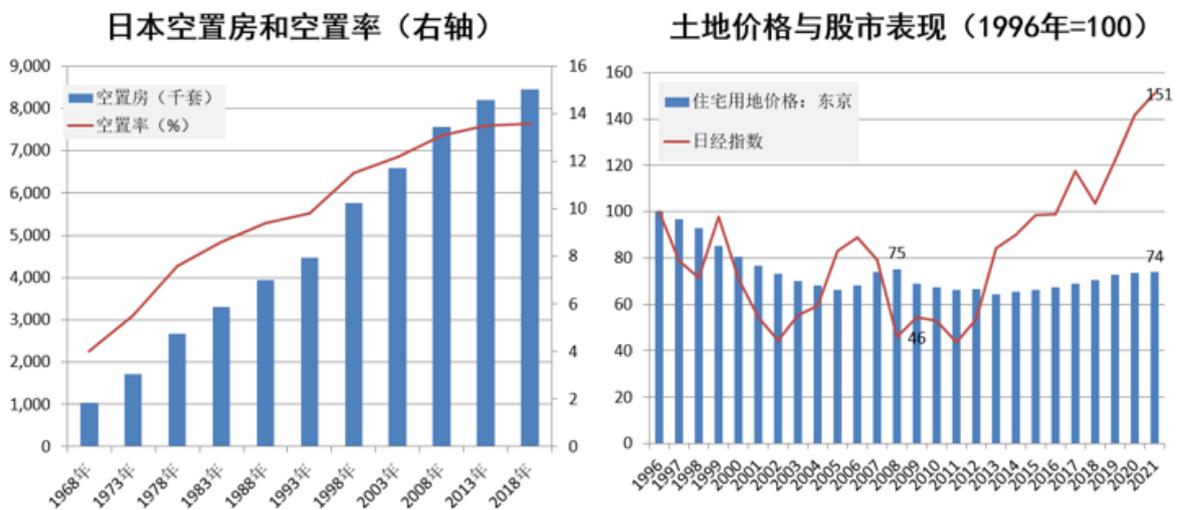
其实就是人口正增长过程中，能够带来高额回报的投资没有了。没有投资，就没有资本积累，收入就会下降，消费就会萎靡，总需求也就不旺盛。所以日本人达峰以后，缺乏带来高回报的投资，是核心问题。

在人达峰之后，日本还出现一个现象，就是资产负债表衰退，从 1998 年开始持续下降。随着资产负债率（负债/资本存量）的持续下降，杠杆率（负债信用/GDP）也持续下降，没有投资，大家都不借钱了。



数据来源: CEIC

这个过程中，房地产和股市也有一些特别的表现。以 1996 年为基准，比较东京住宅用地价格和日经指数。住房方面，截至 2018 年 10 月 1 日，日本住房空置率已经达到 13.6%，即便是东京的住宅用地价格也没有回到 1996 年的水平。股市方面，日经指数已经较 2008 年涨了 3 倍之多，是 1996 年的 1.5 倍。

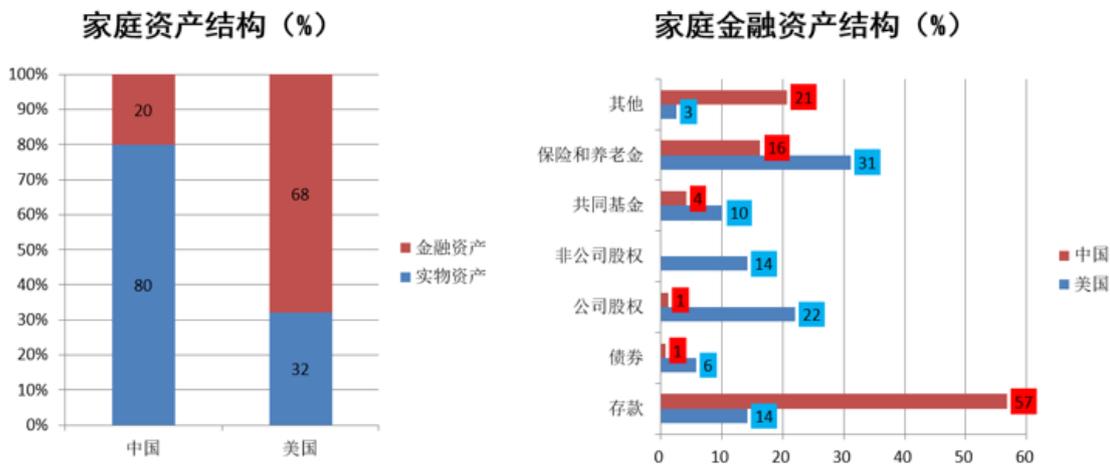


数据来源: CEIC

为什么人口持续下滑，甚至负增长？原因很简单，随着人口老龄化的加剧，大家需要有长期金融资产养老，但是房地产最终会因为缺少人口出现没人住的情况。同时，日本住房空置率，是租房闲置，跟国内的闲置不是一个概念，日本的闲置是我不要了，而不是暂时没人住，这是日本人达峰以后的现象。

那么，回过头看中国。人口达峰后的第一个问题：拿什么资产来养老？

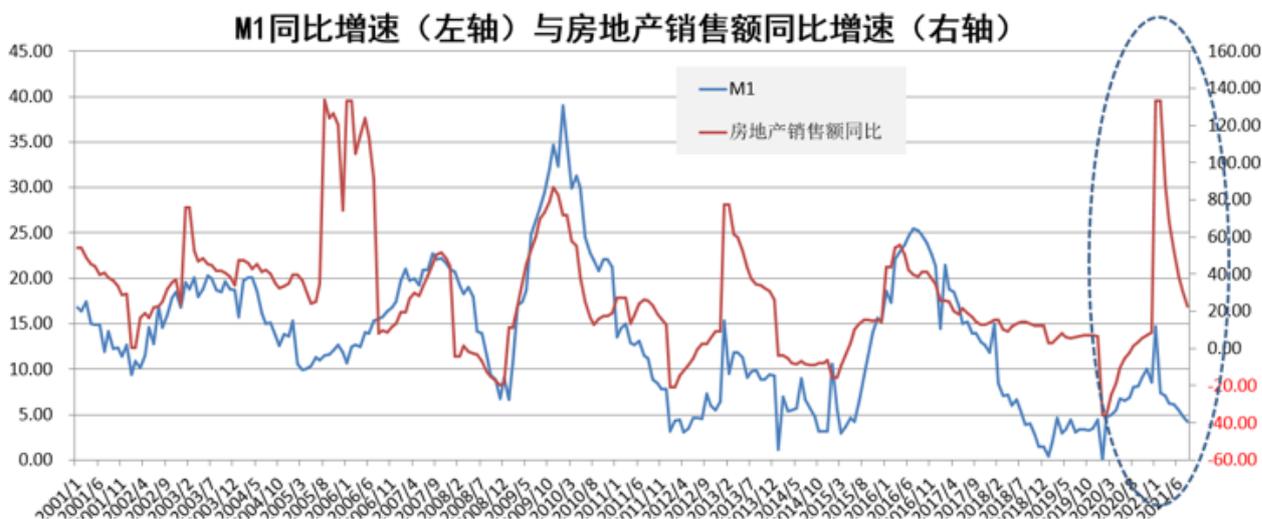
目前中国家庭资产结构 80%是房地产，20%是金融资产。以中美家庭金融资产对比来看，中国家庭主要的金融资产是存款。



数据来源: CEIC

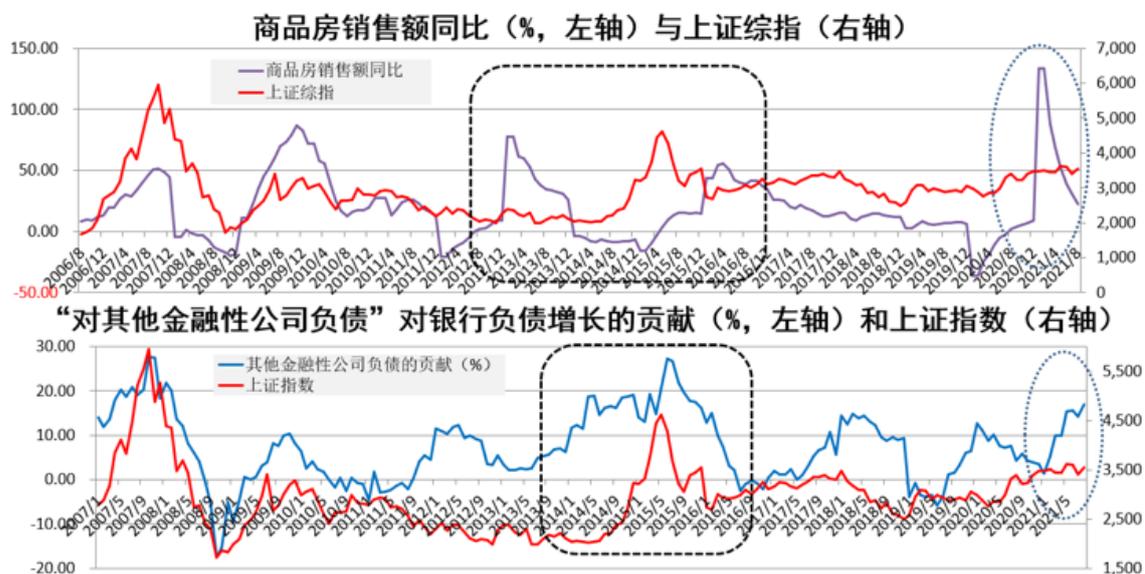
最近出台了房产税试点，但其实中国的房地产税和国外的房地产税有很大的区别，欧美国家住房率比较低，所以征房产税主要是针对有钱人。但在中国家庭资产结构中，居民都有房产，所以房产税主要针对的是中产阶级。比如说很多在一线城市的家庭，他们因为拆迁会有多套房子，但他们的工资收入可能就十来万，如果对这种家庭征房产税，能够缴纳税收的唯一办法就是把房子卖了，如果大家都这么干，那么房地产市场就有可能出问题。所以关于房产税，我们后面还会密切关注，它实施的范围、力度等一系列问题。

再看去年以来的房地产市场，房地产销售爆增，达到历史最高增速，但从所有的经济指标来看，都不支持这么高的增速。



数据来源: CEIC

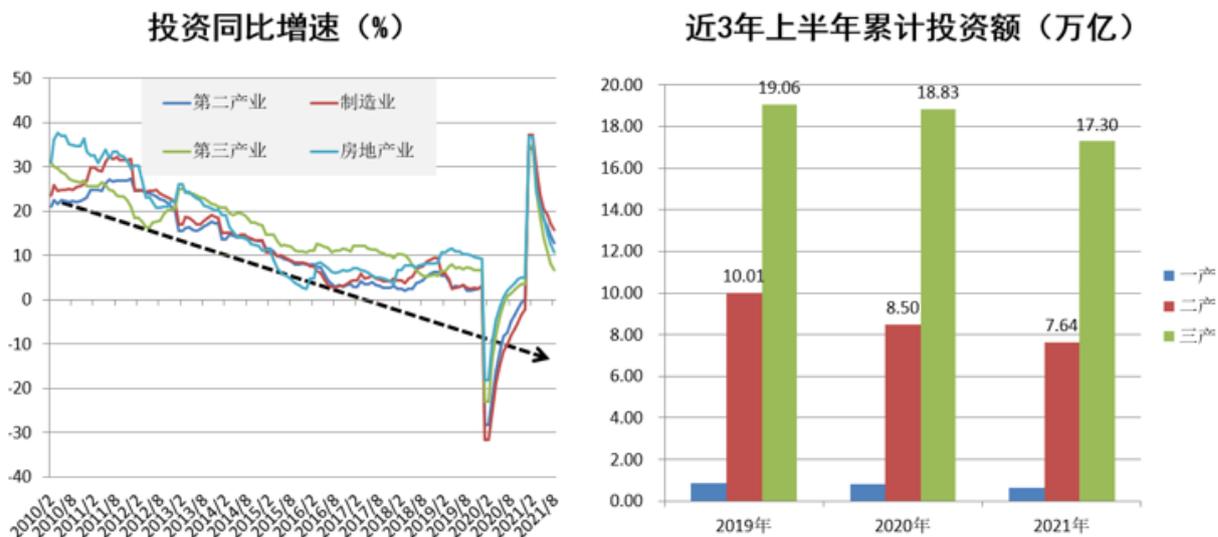
所以，随着房地产市场的调整，过去一段时间股市还不错，居民的存款逐渐向股市转移的趋势很明显。大行和中小行都面临存款流失的问题，这个趋势是长期的趋势还是短期现象，还是长期趋势？



数据来源：CEIC

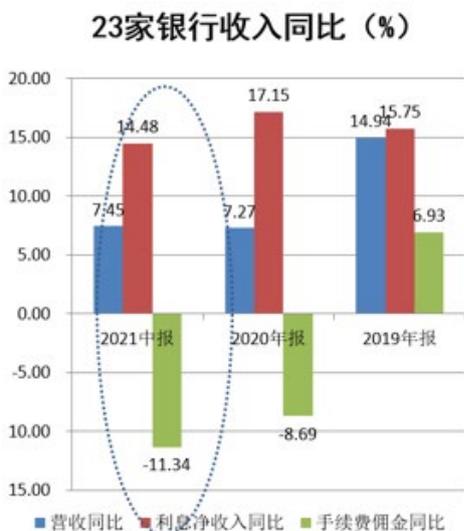
人口达峰第二个问题是投资持久萎缩。

日本人口达峰之后经济停滞原因之一就是缺投资，投资萎靡造成企业贷款增速基本是零增长甚至负增长。企业不投资也就不需要借钱。



数据来源：CEIC

信用的萎缩直接影响银行，国内 23 家营收 300 亿以上的大中型银行在 2019、2020、2021 年营收都是下降的。信用萎缩，居民和企业都不借钱，银行就很难赚钱。



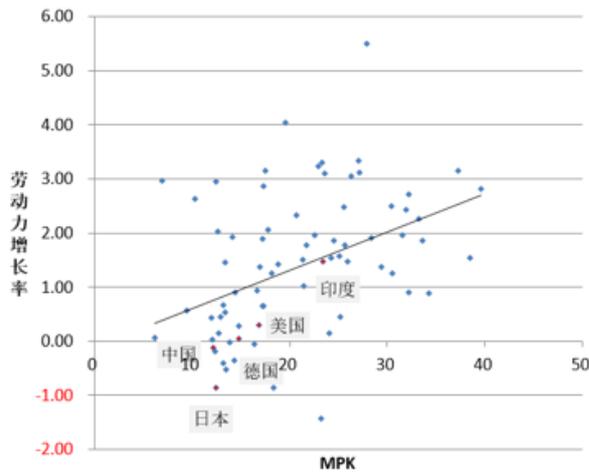
数据来源: CEIC

当然也有少数银行营收是增长的，所以它的 PB 可以在 1 以上，其中典型的就宁波银行。那么为什么它的 PB 可以大于 1，其中一个很重要的原因在于，2019 年底，宁波银行抓住了去年以来房地产销售暴增的契机，个人按揭贷款从 30 亿翻了十倍以上，所以它的营收能够上来，但这也许是房地产市场最后一轮的疯狂。

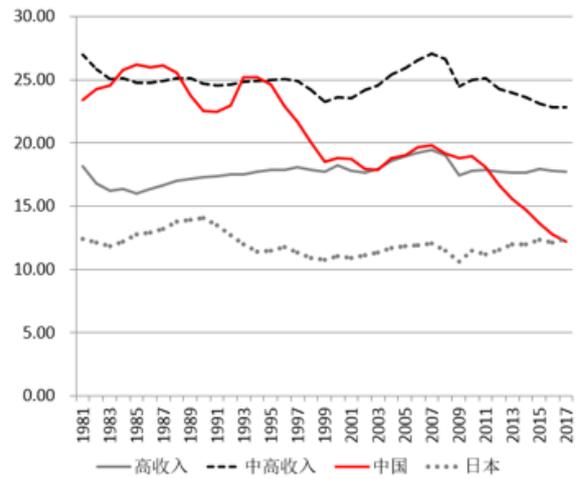
人达峰第三个问题就是资本边际报酬快速下滑。

中国的投资回报怎么样呢？以 2017 年的数据看，在中、印、美、德、日德国家中，中国在最左下角，也就是说资本边际报酬率都是最低的。如果按照收入分组，计算不同收入水平国家的资本边际报酬，中国在人口达峰以后快速下降，目前已经下降到日本的水平了。

劳动力增长率与资本边际报酬（2017年）



按人均收入分组的资本边际报酬



数据来源：CEIC

以过去六十年的数据看，2017年时，中国人均实际 GDP 七千多美元，人均资本存量 4.65 万国际元。

部分国家人均 GDP 和人均资本存量						
	年份	中国	印度	肯尼亚	日本	美国
人均实际 GDP(美元)	1960	192	330	537	8,608	17,563
	1980	347	405	890	25,855	28,590
	1990	729	562	917	38,074	36,059
	2000	1,768	810	820	42,170	44,727
	2010	4,550	1,268	952	44,508	48,468
	2017	7,347	1,876	1,156	48,511	53,552
人均资本 存量(万国 际元)	1960	0.16	0.18	0.38	1.95	4.29
	1980	0.25	0.24	0.39	6.24	6.89
	1990	0.41	0.30	0.32	9.26	8.35
	2000	0.87	0.44	0.29	12.84	9.94
	2010	2.31	0.83	0.32	13.74	12.25
	2017	4.65	1.34	0.42	13.70	13.08

数据来源：CEIC

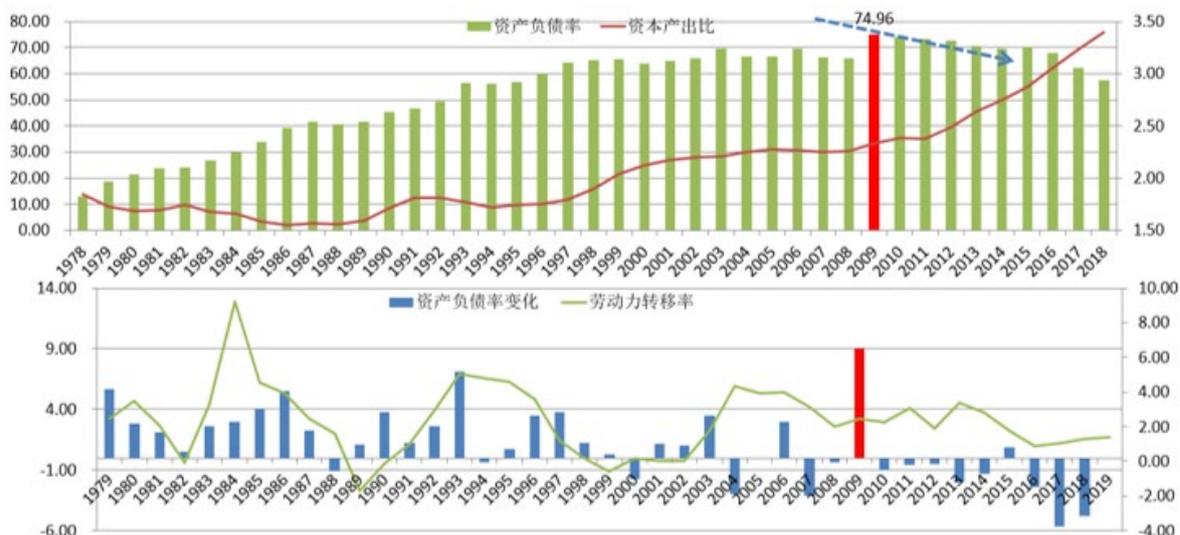
那么未来要持续发展,如何提高 GDP 呢? 在劳动力人口达峰的情况下,要么就是提高技术水平(A),或者提高人均资本存量(K)。但是根据资本原教旨主义,资本积累是经济发展第一要务;同时,技术进步也需要物化于资本中才能推动经济发展。

因此,克服人口达峰的困境需要能够带来高回报的投资。

如何克服人口达峰的困境

日本在人口达峰后,资产负债率是持续下降的。如果看中国,中国的资产负债率在 2009 年达到峰值,也开始持续下降。日本缺投资的原因是投资无法带来足够的回报,那么对于中国而言,现在能够看到的带来高额回报的投资是什么? 就是双碳。

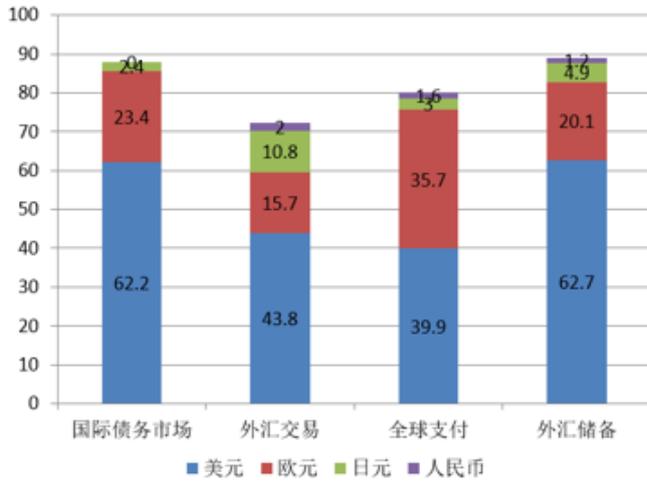
中国也在“缩表”?



数据来源: CEIC

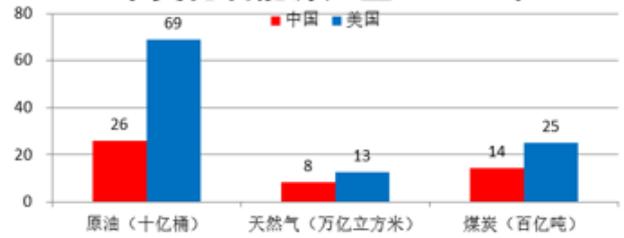
以中美为例,2020年,美国在化石能源原油、天然气、煤炭等产量都超过中国,但中国的风能、太阳能、水能风非化石能源超过美国。我们每年消耗的能源只有三四十亿吨标准煤,所以我们只要将光能的利用效率利用到 1/30 就解决了能源问题,解决了能源问题就解决了生产问题,这或许将是中国未来的希望。

主要货币在国际市场份额 (%)

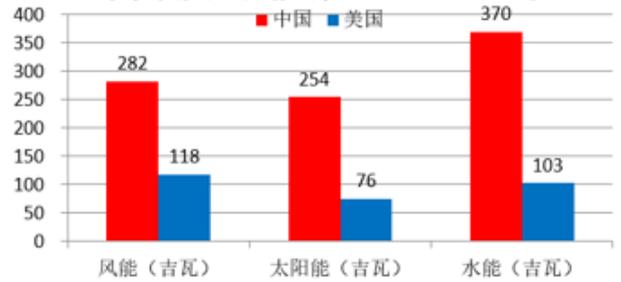


数据来源: ECB Report on the international role of the euro, chart 2, ECB (2018).

中美化石能源产量 (2020年)

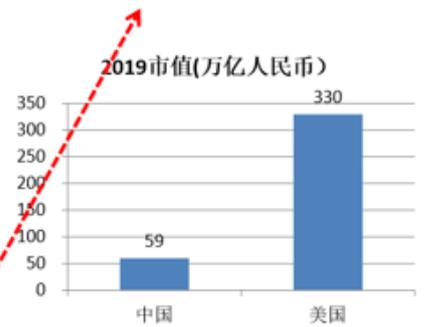
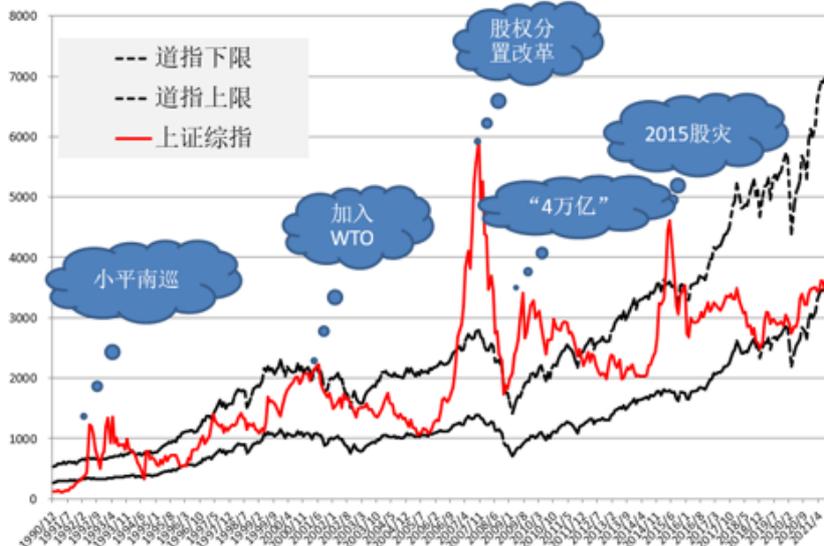


中美非化石能源产量 (2020年)



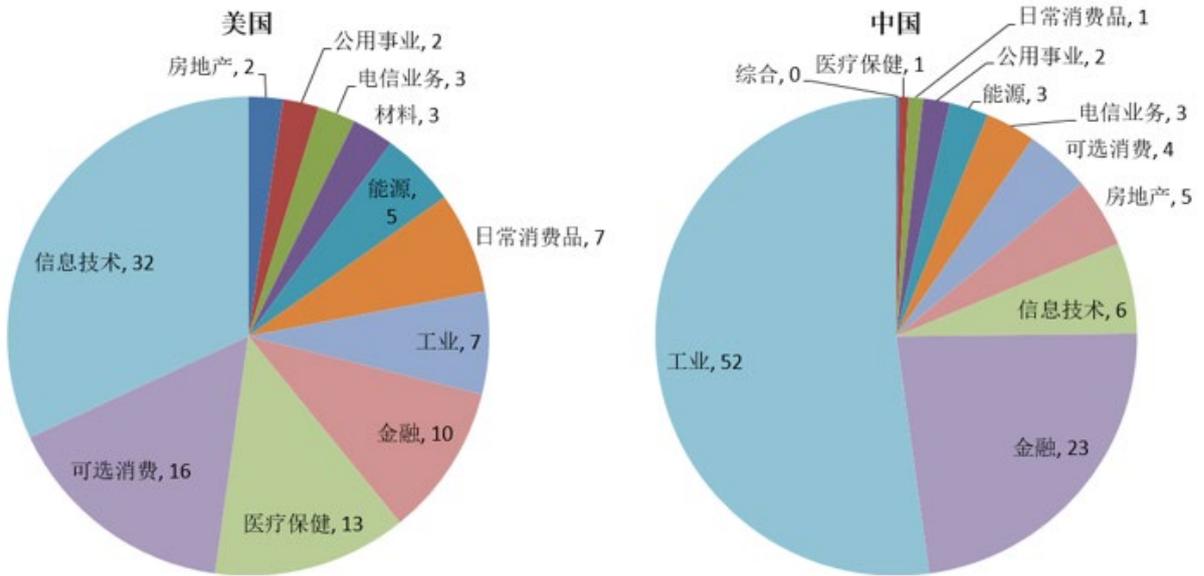
人口达峰后，资产的配置一定要转向资本市场，中国的资本市场从体量上看，比美国小很多。美元与黄金挂钩，其他很多国家货币的汇率是盯着美元，围绕美元确定上限下限。A 股目前就像“洞中的蛇”，从 1990 年到现在，一直在一个在上限下限波动，除了少数几个时间点，突破了上限。例如 2000 年加入了 WTO、2007 年股权分置改革等。A 股什么时候可以一飞冲天？取决于双碳，取决于资本市场板块结构的改革。

中美资本市场对比



数据来源: CEIC

中国、美国上市公司行业结构对比 (%)



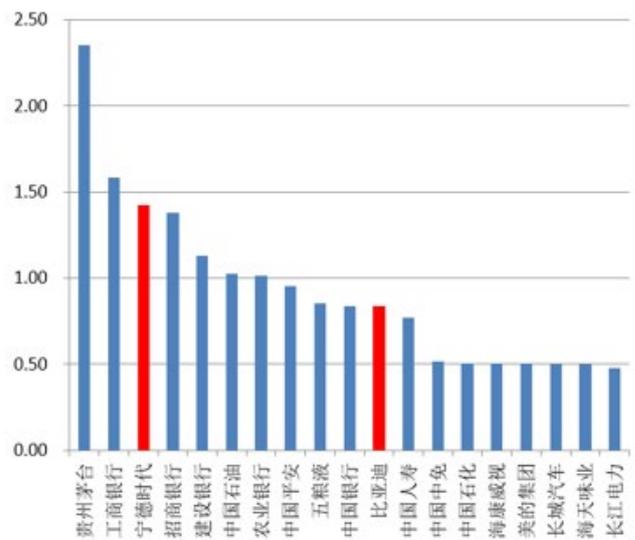
数据来源: CEIC

中国现在资本市场正在发生很大的变化。去年以来, 电力新能源板块翻了好几倍, A股前二十大市值公司, 宁德时代已经第三了, 比亚迪已经排第十名了, 与过去相比, 发生了很大变化。

电力和新能源板块指数 (2020年4月-2021年10月)

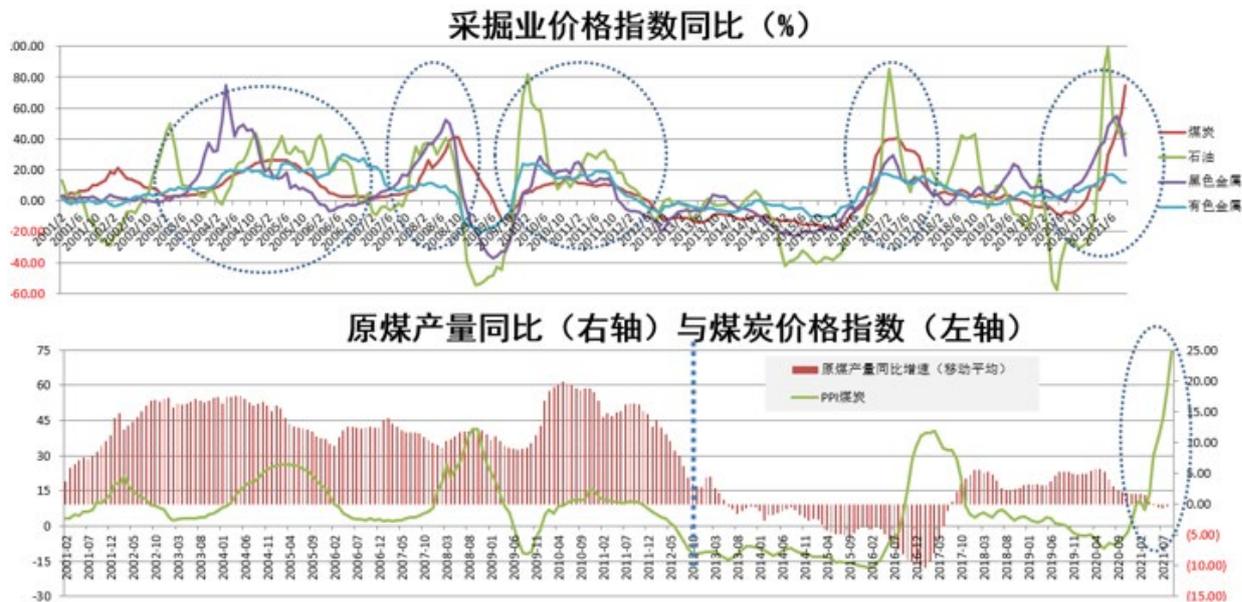


2021年10月前20大上市公司市值 (万亿)



数据来源: CEIC

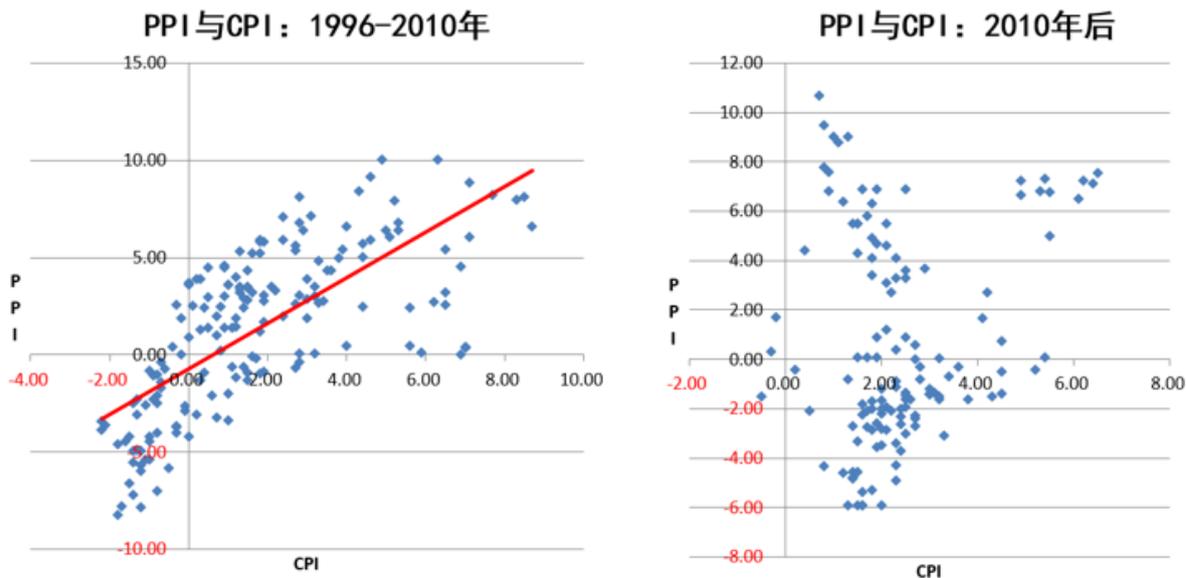
但是也必须要注意到，“双碳”目标的实现过程中，也出现了一些问题。比如前面讲到中国的 PPI 通胀问题，现在看起来不主要是外部传导的因素，主要是内部的运动式减碳。



数据来源: CEIC

从这个图可以看到，中国原煤产量同比增速在 2012 年前高达 12%，2012 年以后是负增长。供给不足，导致煤炭价格上涨，因此这完全是自己的原因，而不是外部输入。

那么，为什么现在的 PPI 通胀传导不到 CPI 呢？我们还是来看数据，1996 年到 2010 年年间，PPI 与 CPI 两者之间存在非常正向的增长，2010 年以后 PPI 以后和 CPI 就没有关系了，为什么这样？



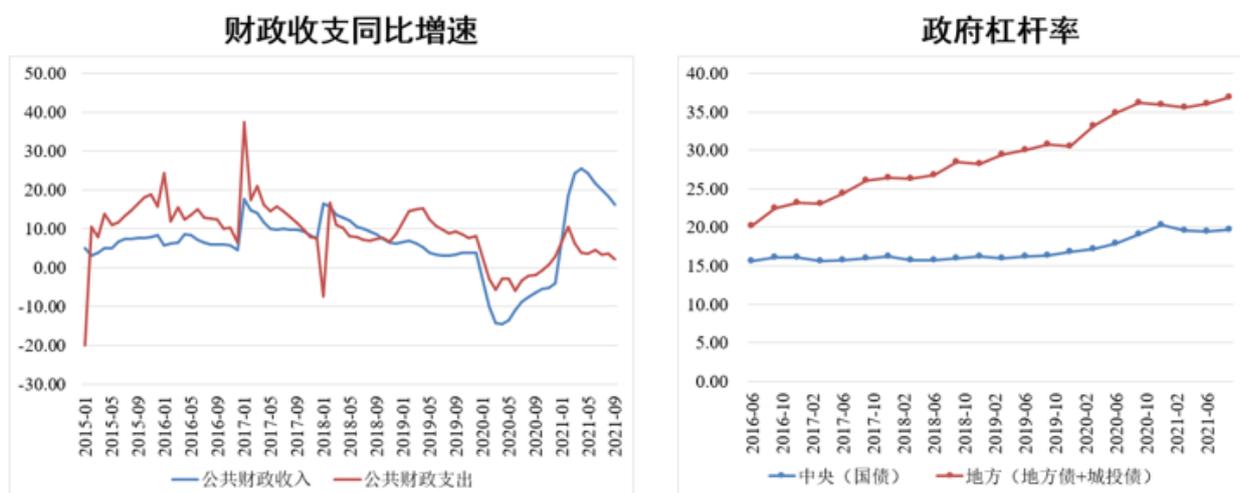
数据来源: CEIC

因为 2010 年之前，PPI 涨的时候，总需求比较强，所以 CPI 也涨，表现为 CPI 和 PPI 一起涨。现在两者没有关系了，PPI 涨完全是因为运动式减碳，煤炭减少，从供给侧导致整个经济出现了滞，胀是滞的原因。

由于经济表现为“类滞胀”，大家就预测央行会降准。那么下一步央行何时降准降息呢？

从 2018 年以来，央行的降准是每年三次，今年只降了一次，为什么降不动了？按照通常来说，降准已经成为常用工具，降息（降低存贷款基准利率）有三个基本条件，即 CPI 和 PPI 显示通货紧缩；多次降准后经济依然萎靡；外部环境尤其是美联储政策。现在看，这些条件都不具备，尤其是 7 月份央行降准以后，8 月份 CPI 涨，9 月份 PPI 涨，所以估计降准短时间不用太指望了。

目前货币政策无法降准或降息的时候，财政政策能不能发力呢？



数据来源: CEIC

从公共财政收入看，在税收收入的推动下，财政收入保持稳定增长，今年财政收入同比增速大幅度上升，但是，由于房地产政策严监管影响，地方国有土地出让收入增速的不断下滑，从而导致全国政府性基金收入增速持续回落。而财政支出同比增速是下降的，三季度支出力度依旧较弱，所以整个财政政策是非常紧缩的政策，在紧缩的政策下，何时财政才会出手？也许恐怕要等到明年了。

同时，由于我国政府债务呈现央地不平衡和区域不平衡的特征，在经济结构变动、特别是房地产市场可能大幅调整的背景下，政府债务风险也需要密切关注。

所以，无论如何从以上的分析来看，经济金融态势都不是周期问题，而是长期的趋势问题。

房地产探底，股市向上

洪灏 交银国际董事总经理、首席策略师

最近股票市场的变化与中国房地产面临的挑战息息相关，而房地产的债务问题不断地困扰市场。当前，国内面临的通胀压力较大，限制了央行的操作空间。

我们当前遇到的房地产相关问题，很可能与以前不一样。我们先看市场的情况，考量几个指标，尤其是中国市场的隐含波动率。今年 2 月份，虽然股市隐含波动率有上升，但是它上升的幅度并没有我们想象那么大。前几次能观察到的剧烈飙升的时点，一个是去年疫情爆发的时候，一个是 2015 年泡沫破裂的时候，以及 2012 年。

最近恒大受到监管指引后，整个高收益债市场开始稳定，同时一些海外的资金快速进入中国高收益债，股市的反应也比以前几次市场波动小，可见比我们想象的要好。

我们再观察房地产指数，其中包含了恒大、佳兆业、碧桂园等，这些是在香港上市的中资房地产公司。比较房地产指数回报率和中国高收益债的情况，可以发现，最近这一两个月，高收益债基本在之前的低点企稳。房地产项目有所展开，这说明市场对房地产市场的监管有一定的期望，在危机的时候，监管会出手救助。近期，佳兆业的两个合作公司开始出售，可见中国房地产商开始自救，这可能也是让市场平静的部分原因。

当前，市场已经到了低点，股市开始平稳运行。下面，我们看下整体宏观的情况，我们考量为什么房地产这次的情况会和历史上的不一样。回顾过去 20 年里，在中国城镇化过程中，在中国的各大城市投资房地产，项目能够产生的回报率。我们把过去 20 年分成 2000 年到 2009 年、2010 年中国进入拐点以后到去年的两个 10 年的情况。各个城市整体房地产项目投资回报率出现下降，第一个十年平均一个房地产投资项目平均收益是 30-40%，非常高。第二个十年，整体房地产项目投资回报率不到 10%，其中一线城市房地产投资回报率还是非常高，这也解释了为什么一线城市优于低线城市，越往内陆的情况越明显。

在过去 20 年，前十年房地产项目投资回报率非常高，过去 10 年开始急剧下行。需要思考的是，为什么过去几年很多国内房地产商到海外融资？因为项目资金成本在 10% 左右，除了一线城市还有正回报外，其他很多项目无法覆盖成本，这也就是为什么现在房地产的融资都在下降的原因。

中国房地产的前十年资产回报率非常高，远高于资金成本，10% 左右的资金成本对房地产来说没有什么问题。但是在第二个十年，如果再加杠杆，投资回报率就是负的，这是当前许多房地产企业遇到的困难和挑战。

前文分析了过去 20 年房地产市场的情况。下面我们对中国各大城市进行进一步分析，因为中国的房地产数据、人口数据和收入数据，都有详细的资料。首先，我们做了人口结构变化的分析。我们先用 35-55 岁的人口数量，比上 25-34 岁的人口数量，将这个比值作为考量适龄买房人群的比例指标，因为 35-55 岁是购房的黄金时期，这年龄段有足够的收入，支持房贷，55 岁以上借钱买房的压力很大，而 25-34 岁之间还需要攒钱买房。然后将这个比值与房价运行情况进行比较，可以发现：购房人群比例高低和房价指数运行基本是息息相关的。

同时，我们发现 2025 年-2035 年之间，中国适龄购房人群比例会达到高峰。正因为此，房价将会发生变化，但是并不能扭转人口变少的趋势。做资产配置需要五到七年的长期视野，因为七年是一个中周期，综合来看，现在如果在房地产有过高的配置，未来七到十年会很难受。

中国家庭当前在房地产的配置比例达到 70%，如果人口结构和房价运行规律仍然有效的话，房价增速会在 2025 年甚至更早进入高点，然后开始下行。如果家庭资产过多地配置在房地产肯定不行，需要把家庭房地产资金转出来，投到别的资产里面去。

中国居民住宅规模在 400 万亿左右，股票市场规模在 100 万亿左右，债券市场在 100 万亿左右，房地产可流入其他资产的资金规模空间较大。而房地产资金流出并不意味着房价会崩塌，例如 2014 年-2015 年，房地产价格不仅没有上涨，甚至略微下降，但是股票市场却突飞猛进。

最后，对比一下中美的股市，正如上文所述，中国房地产配置比例非常高，比美国高一倍、比日本高三倍，因此展望未来，中国股市的潜力远大于其他国家的股市。

警惕全球加息预期仍不充分，这个板块迎来历史性机遇

董忠云 中国资产管理人论坛理事 中航证券首席经济学家

最近能源价格推高了全球的通胀风险，主要是中长期的碳中和以及疫情的持续性等因素共同拖累了能源品的供给，而各个国家刺激性政策推动了需求的快速复苏，又进一步导致能源供需缺口加大。

回顾历史上的能源危机，1973~1974 年间，第四次中东战争爆发，OPEC 为制裁西方联手削减石油出口量。结果石油价格从 2.7 美元/桶涨至 13 美元/桶，涨幅近 5 倍，并且引发了严重的物价上涨，1973 年美国 CPI 同比上涨 6.2%，1974 年又同比上涨了 11%，企业生产成本增加导致工业生产和投资遭受重创，资本市场大幅下跌，比如道琼斯指数，在 1974 年下跌了 28% 之多。当时大家都觉得通胀是暂时的，可是后来呢，两次石油危机来临了。

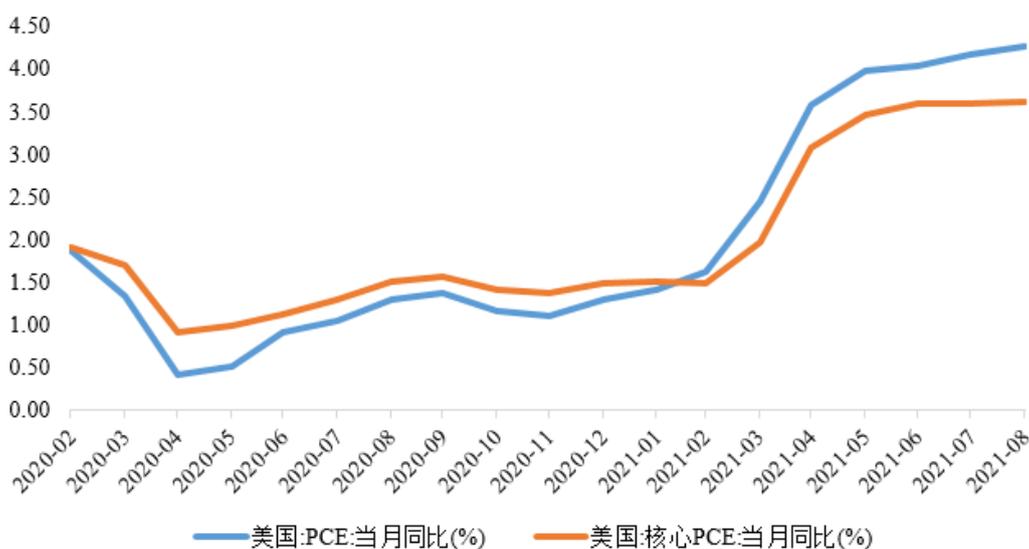
2008 年以后，美联储通过三次量化宽松，将美国资产负债表扩大到危机前的 5 倍左右，但通货膨胀水平持续低于美联储目标值。对比本次疫情后的宽松，美联储资产负债表总规模的增速低于 2008 年金融危机之后，但 M2 增速远高于上次，通胀水平也迅速抬升至 3% 以上。

不少人觉得很奇怪，为什么两次宽松的效果差别这么大呢？其实这里面有一个重要的不同点在于：本次疫情后，美国财政政策非常积极，财政赤字大幅扩张；相比之下，2008 年金融危机后财政政策并无明

显发力。财政刺激通过直接向居民发钱等形式，疏通了增发的货币向实体经济流通的渠道，提升了货币乘数，推动了需求的抬升，进而助推了通胀走高。当然，疫情对供给端的冲击也是此次通胀走高的重要原因。

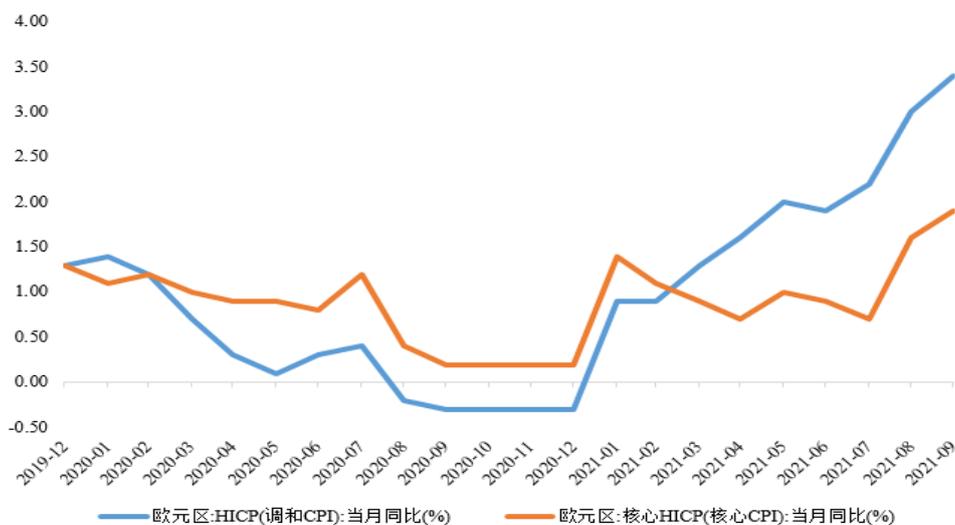
当前，我们要警惕市场对加息的预期仍不够充分。美国商务部 10 月 1 日的数据显示，供应链的中断、旺盛的市场需求以及大宗商品价格的快速上涨加剧了价格压力，8 月份不包括食品和能源成本的核心 PCE 环比上涨 0.3%，同比上涨 3.62%，创 30 年来新高。同时，欧元区通胀指标也快速上行，9 月欧元区 HICP（调和 CPI）同比上涨 3.4%，大幅超过 2%的“对称通胀目标”，核心 HICP 同比也上涨 1.9%，均达到近 13 年以来新高。

美国PCE走势



数据来源: Wind

欧元区HICP走势



数据来源: Wind

目前欧美央行均坚持“通胀暂时论”，但我们认为在供需矛盾无法快速修复的情况下，暂时性正在改变，暂时性正在被延长，暂时性正在过渡到持续，高通胀状态可能会持续较长时间。目前全球大环境已经在改变，“暂时性通胀”可能仅存在于政策制定者的想法中。

最近，根据德银对 600 名全球市场参与者进行的最新月度调查，自今年 6 月以来，市场最大的感知风险不再是新冠疫情，而是另外三点：第一是通胀和债券收益率上升，第二是央行政策失误，第三是强劲增长未能实现或持续时间很短（即滞胀或衰退）。新冠变异病毒这个选项则从 3 个月前的第一位跌至 10 月的第四位。我们看到，10 月 12 日 IMF 警告称，全球经济正进入通胀风险阶段，各国央行必须警惕能源价格上涨带来的通胀影响，如果价格压力持续存在，应及早采取行动收紧货币政策；10 月 26 日，格林斯潘炮轰“通胀暂时论”，认为不断上升的政府债务和其他潜在压力使通胀长期保持在高位，通胀显著上升的威胁持续存在；10 月 28 日，在欧央行新闻发布会上，拉加德承认“通胀持续时间将超过预期”，“如果供应瓶颈持续的时间更长，进而影响到工资，价格压力可能会更持久”。因此，市场需要警惕预期仍不够充分的风险。

高通胀下，我们看到在 2008 年以后，相比美国，新兴经济体降息周期普遍滞后，但进入加息周期则显著领先。目前，已有越来越多的新兴市场步入紧缩周期，包括津巴布韦、俄罗斯、墨西哥、哥伦比亚、巴西、智利等等；也有一些发达国家开始加息，包括韩国、挪威、新西兰等。类似的情况可能还在延续，而我们一定要警惕这种加息节奏是不是针对市场预期的，这是做市场需要关注的问题。

随着通胀继续飙升，美联储开始谈论缩减刺激计划。根据美联储主席鲍威尔的讲话，美联储可能最早于 11 月开始缩减资产购买规模，并在 2022 年年中之前完成这一过程。美联储退出量化宽松，本质上是美元流动性的收紧，因此将不可避免地在短期内影响全球金融市场。不过，此次的情况与 2013 年的“缩减恐慌”（Taper Tantrum）存在一些不同，这决定了此次“缩减”的“恐慌”很难再现。主要原因有三：第一，市场已从上一次“缩减恐慌”中积累了足够的经验；第二，美联储目前对于 Taper 的节奏一直保持着高度的透明度；第三，从经常账户和外汇储备来看，大部分新兴经济体经济基本面与 2013 年相比都得到了一定的改善。因此，“缩减恐慌”并不是目前市场需要关注的焦点。

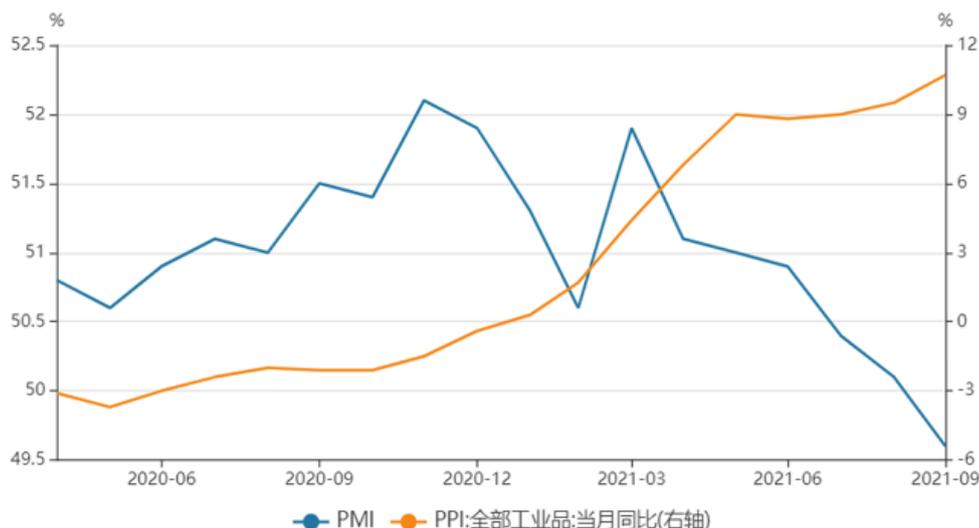
之前 Taper 对美国债券市场造成了比较大的冲击，但是对股市影响却非常小。2013 年 5 月 22 日，美联储主席伯南克释放了将缩减资产购买规模的信号。在伯南克的偏鹰派讲话后，美联储可能缩减量化宽松规模的声明引发了全球风险厌恶情绪急剧上升，长期债券收益率上升，股价下跌，美元汇率走高。但美债收益率在 2014 年 1 月 Taper 开始实施时，就告别了快速上行阶段。美股虽然在 2013 年 5-7 月出现了阶段性调整，但全年看标普 500 仍然上涨近 30%。

在伯南克讲话后的一个月里，万得全 A 指数下降了 8.6%，恒生指数下降了 13.2%，但如果我们将时间轴扩大到伯南克讲话后的 6 个月，则万得全 A 上升了 1%，恒生指数上升了 0.9%。我国债市在美联储

宣布量化宽松退出后波动的时间相对更长。从 2013 年 5 月 20 日至 2013 年 11 月 20 日，我国国债综合指数下跌 3.27%，目前流入我国债券市场和股票市场的国际投资资金明显增多，是不是实施 Taper 的时候，债券市场波动也会大一点，这也是需要关注的问题。

当前我国经济下行压力凸显，叠加 PPI 持续高位，不利于股债。而对于股市，我们更应该关注业绩受双控、通胀影响小的行业。

我国PMI和PPI走势



数据来源: Wind

这里我再讲一下军工行业。所谓强国必先强军，1840 年鸦片战争时，大清帝国的国内生产总值占全世界的 1/3，英国只占 1/20，全国欧洲加起来也赶不上中国，但中国吃不了败仗，而败得很惨。1894 年甲午战争时，中国的 GDP 是日本的 9 倍多，但是中日海上一战，中国的北洋水师全军覆没，小小的日本因战争胜利发了大财，使其军国主义膨胀，所以强国必先强军。

如今，我国面临多元复杂的安全威胁和挑战，国防实力与经济实力不相匹配的。可以说，当下仅仅是军工行业此轮全面扩产的早期，仅仅是实现“2027、2035、2050”三个重要目标的开始，仅仅是军工行业黄金时代的序幕。在过去 10~20 年里，我国主要在做研发和小批量列装，市场对军工板块存在一定认知差和预期差，并倾向于把它当成主题来炒作。不过，现在军工行业物质条件和技术水平均已成熟，整体进入批产量产阶段，真正从炒主题转变成了看业绩。

今年中报是历史最佳中报季。从未来几年的时间周期来看，军工行业保持高速增长是具有一定的确定性的。同时，军工也是少数的、不受限电和原材料涨价影响的板块，并且需求端不太会受到波动，供应格局比较乐观。从军工行业月成交额来看，4~8 月的军工行业月成交额占 A 股月成交额比重分别为 1.97%、2.22%、2.62%、2.69%、3.75%，持续提升，8 月军工行业创出月成交额历史最高值。考虑到军工行业当前

并未处于历史高位，我们倾向认为，成交额的放大更可能是向上突破而非见顶的标志。目前，军工行业估值整体处于合理区间，且可通过业绩的快速增长得以消化估值。未来军工行情并未结束。我们认为，年底军工有望迎来估值切换，军工行业或继续震荡上行。

迎接中低速增长的挑战

黄金老 上海金融与发展实验室副理事长 苏宁金融研究院院长

我国经济进入中低速增长阶段。2021年第三季度GDP增速已降至4.9%，已是低速增长。M2和社融增速与GDP名义增速相匹配，M2增速在三季度降到了8.3%。贷款增速虽然也有下行趋势，但下降曲线平缓，保持在12%左右。贷款增速的稳定，促成了银行资产负债表的基本健康，不良率仍保持1.87%的低位。

我国银行服务业进入过剩时代。GDP增长率已下降到5%左右，但贷款余额增长率仍对应于8%的GDP增长率，保持在12%，185万亿元的贷款余额，每年20万亿元的新增贷款，需要找到依托。事实上，我国金融业一直在为过剩资金努力寻找新战场。大企业、政府平台、房地产开发，都曾是主力，但三者的负债率已经很高，抵质押物消耗殆尽，难以再加杠杆。因此，个人部门和小微企业成为加杠杆的重点。最近5年来，宏观杠杆率上升了26个百分点，其中住户部门就贡献了20个百分点（72%），政府部门贡献了8个百分点（45%），企业部门则减少了2个百分点（158%）。

过度负债，被公认为经济发展的灰犀牛。2021年6月末，总债务余额300.57万亿元。银行业则密切关注四大风险：

一是地方政府融资平台风险。这是我国特有的风险。目前城投平台带息债务总规模达到47万亿元，广义的地方政府杠杆率达91.7%。对于融资平台的高风险，银行业的担心已有13年之久，但还没有爆发。

二是房地产行业风险。房地产业贷款余额在50万亿以上，在整体贷款余额中占比超1/4。这里面个人住房贷款占比较高，在72%以上，房企的开发贷款占比较低。持续加码的房地产调控，严重限制了房地产企业的正常贷款需求。近10年来，房地产企业主要通过房屋预售款、香港发债、信托融资等方式获取资金。但信托融资业务在2020年底被监管紧急叫停；因严控个人按揭贷款发放，房屋预售款这一方式也在今年受到严重抑制；内地房企在香港发行的债券，近期发生大面积违约，导致房企香港发债融资市场近乎关闭。大部分房企正面临较严重的资金链断裂风险，国家已出台相关政策积极施救。对于房地产行业的高风险，银行业的担心已有20年之久，今年才全面爆发。

三是个人部门风险。近年来中国的家庭杠杆率快速攀升，速度之快到了央行连续发出警告的程度。2008~2020年，我国住户部门杠杆率由18.2%上升到72.5%，年均增长4.5个百分点。本世纪以来，韩国

和中国台湾地区的信用卡偿付危机、美国 2008 年的次债危机，都让银行业对个人贷款的高风险心有余悸。令人稍安的是，我国个人贷款的主体是住房抵押贷款，风险较小，纯信用的个人消费贷款不足 10 万亿。个人部门似乎还有少许加杠杆的余地。

四是小微企业风险。各级政府及监管机构对小微贷款的鼓励，不遗余力，真心实意，并直接确定了贷款增长的数量标准。小微贷款快速增长，贷款余额已达 47 万亿元。常说小微企业创造的 GDP 占 GDP 的 60%，现在其获得的贷款也占总贷款余额的 25%。目前全社会资源和利润，进一步向上游或央企国企或头部企业集中，小微企业多数是为生存而战，加之疫情的袭扰，艰难困苦自不待言。对于小微企业贷款的高风险，银行业仍然战战兢兢，因有损失免责，小微企业还在较快地加杠杆。

银行业直面经济减速的挑战，竭力熨平四大风险。2003 年以来，银行业已建立了一套行之有效的审慎评估贷款企业风险的方法。但对企业的公司治理及经营者管理水平评估重视不够。在经济减速期，企业要实现持续向好经营，关键还在于其公司治理能力。越是艰苦的环境，越考验企业管理的功力。

低速增长期，需要有更加敏捷的市场反应，能够快速识别市场机会，同时敏捷发现风险、及时处置风险。

低速增长期，银行业要让利于企业，铁肩担当社会责任。银行业也需要降低对外服务价格以吸引更多优质客户。这需要节约获客成本、风险成本、资金成本、运营成本等，把成本收入比控制在 30% 以内。

低速增长期，更需要同业间加强合作。尤其是中小银行之间，更需抱团取暖，发挥各自在品牌、资金、产品、技术、客户、人力等方面的优势谋求合作共赢。包商银行冲击波，表明中小银行是一个整体，一损俱损。通过中小银行之间的紧密合作，应对所谓银行业的信用分层问题。中小银行之间，也要相互“扯扯袖子”，加强公司治理建设，维护行业的整体形象。

最后，数字化转型为面对挑战的银行业提出了一条发展的新思路。银行数字化转型，现在是个热词，但真正弄懂它的人寥寥无几。数字银行的特点在于智能化和线上化，意味着银行的业务、管理能够自动在线进行。数字化转型是具体的，智能化和线上化是关键。本行的消费贷款、小微贷款、产业链贷款，做到了秒申、秒批、秒用，就是实现了全流程的线上自动处理。了解了数字化转型的关键和方向，在实际推进过程中还会遇到很多难关：

一是缺少全量数据。要将真实世界的情况完整映射到数字世界中，需要掌握描绘事物的全量数据，但银行现阶段掌握的数据远远达不到全量。目前银行还存在数据覆盖、数据维度、数据质量等方面问题。个人信息保护法的实施可能还会放慢本已走在世界前列的数字资产进程，但从长远来看，个人信息保护法对于数据合规化、资产化的作用是促进的。

二是缺少数字专才。数据，要靠数据专才打标签，才能形成数据资产。全社会数字人才培养体系加速进行中，预计还需要两、三届高校毕业生。银行未来要更多地和互联网企业、科技公司争抢数据人才。

三是缺少制度环境。无论是从市场客户角度，还是从政策监管角度，大家对银行业的态度仍然停留在线下业务时代。包括客户习惯、行业规则、监管制度等都没有适应数字化做变革，使得数字化展业进二退一。

数字化转型虽然困难重重，但银行业已在坚定推进中。以江苏苏宁银行为例，苏宁银行决意以数字技术攻克普惠金融服务中存在的种种阻点，让金融变得更简单，在实践中基于金融科技，构建出一套从星象精准营销系统、升级通智能进件系统、天衡小微金融风控系统、透镜智能风控引擎、秋毫风险预警系统，到捕逾智能催收系统，覆盖了小微金融业务全流程。截至 2021 年 9 月，全行累计放款 349.3 亿元，累计服务 28.1 万家小微企业，在贷户均 8.4 万元；个人贷款用户接近 600 万户，个人贷款户均仅 4460 元。现在，本行资产已达 900 亿元。没有金融科技，难成普惠金融，江苏苏宁银行的实践生动地演绎了这个共识。

1993-1999 年，我国 GDP 增速从 14%回落到 7.6%，导致企业破产、债转股高达 4596 亿元，四大国有银行在 1998 年末的不良贷款率高达 50%，被迫进行重组。中央政府直接或间接向银行注资 3.57 万亿元，到 2006 年不良贷款率降至 7.51%，银行业转危为安。2011-2021 年第三季度，GDP 增速由 9.55%降为 4.9%，也降了一半。但银行业没有再拿国家救助，依然保持稳健发展，这是几代银行人辛勤努力的结果！当下，银行业吸收损失的能力提高了，拥有充足的资本（资本充足率 14.48%）、较多的拨备（拨备覆盖率 193.23%）；经营管理能力提高了；更有数字技术革命的助力。我相信银行业能够应对中低速增长的挑战。

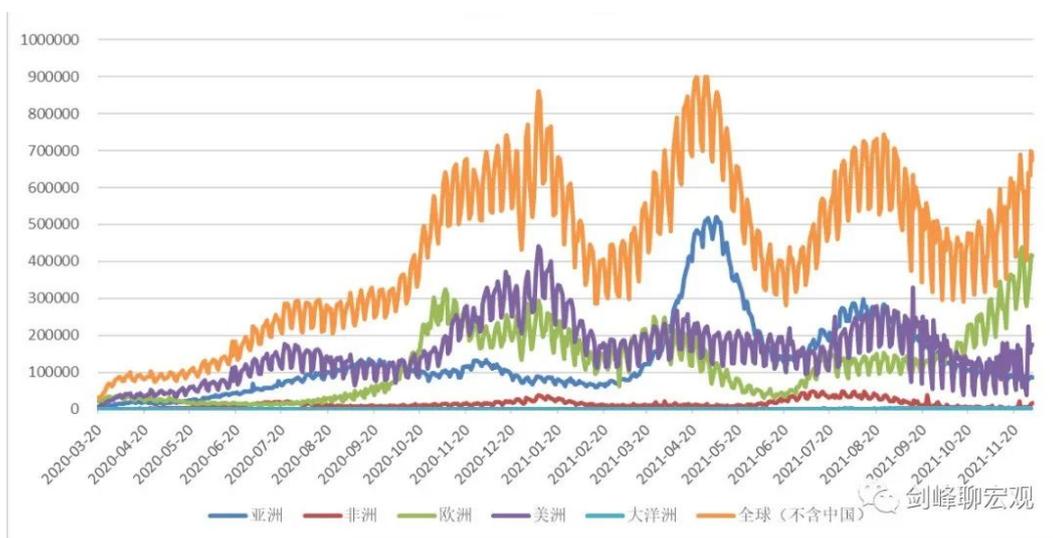
展望 2022——全球经济的两个图景

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

全球经济依然处在新冠疫情的阴影之中，未来疫情如何演化将决定 2022 年全球经济的图景。在乐观的疫情态势下，全球经济将进入快速、但更加动荡和不均等的复苏；在悲观的疫情态势下，可能出现经济停滞与双高的 PPI 和 CPI 并存，这将是两次石油危机以来又一次真正的全球滞涨。应对复杂动荡的局势，明年中国的货币政策、尤其是财政政策将会发力，并且，力度可能超过市场预期。

一、全球第四波疫情

自 2020 年春季爆发以来，全球新冠疫情经历了三波周期：第一波自 2020 年的春季起，在亚洲、美洲、欧洲疫情轮番推动下，于 2020 年底达到峰值；第二波主要由印度 Delta 病毒推动，自 2021 年 2 月起亚洲新冠病例激增并带动全球疫情，在 2021 年 4 月到 5 月全球新增病例达到峰值；第三波从 2021 年 6 月底开始，新增病例在 2021 年 8 月到 9 月的东京夏季奥运会和夏季残奥会期间快速上升并达到峰值。



全球新冠新增病例数（例）

自今年 10 月份起，疫情进入第四波上升期。从全球新增病例的分布看，第四波疫情主要发生在欧洲。不仅欧洲核心国家（德国、法国、意大利、西班牙、英国和俄罗斯）的新增病例快速上升，欧洲边

缘国家的疫情似乎更加严重，后者的新增病例占全欧洲新增病例总数的比重从今年7月份的20%上升到11月以来的近60%。

目前看来，第四波疫情似乎还主要是一个欧洲现象。在亚洲，中日韩等儒家文化圈的疫情已经得到较好控制；即使人口和病例同样众多的印度，新增病例也从8月份的每日数万例下降到近期的每日数千例。在美洲，作为“疫情大户”的美国，尽管其每日新增病例依然高达10万例以上，不过已经显著低于8月和9月第三波疫情时的峰值，墨西哥、巴西和阿根廷的新增病例更是大幅度小于它们在7月到8月的峰值。

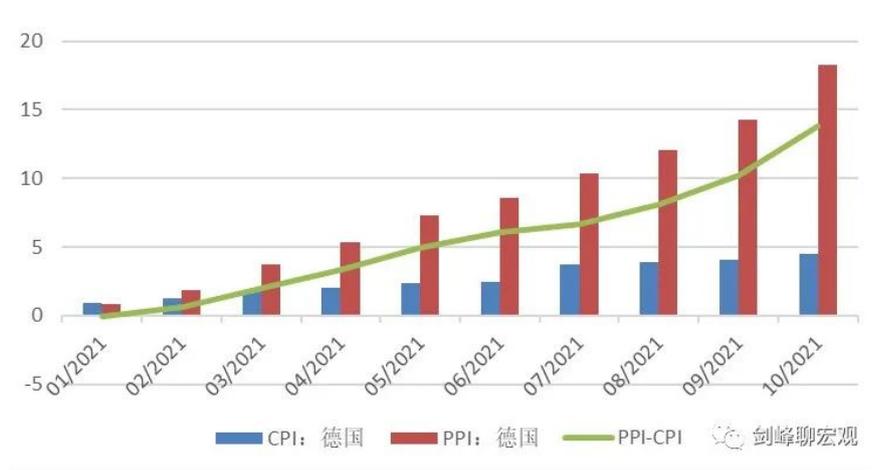
第四波疫情究竟如何演化，当前看来主要取决于两个因素：第一，近期南非Omicron病毒的影响。Omicron病毒的爆发已经使得南非当地新增病例由每日数百例飙升到每日过万例，并且，Omicron病毒正在向欧洲和美洲迅速蔓延，可能对第四波疫情形成推波助澜的效应。第二，从1月底到3月中旬的北京冬奥会和冬季残奥会。根据今年东京夏季奥运会和夏季残奥会的经验，日本新增病例从奥运会前的每日千例，发展到奥运会期间的每日过万例、甚至2万多例，而在奥运会结束后，新增病例也就恢复到此前的水平。可见，当时日本乃至全球的第三波疫情与奥运会的开幕和闭幕是同步的，未来冬奥会防疫抗疫的压力不容忽视。

二、全球经济的不均等复苏

由于疫情冲击和各国经济状况、财政货币政策力度的差异，今年以来各国经济呈现出不均等复苏的特征。疫情对经济冲击同时发生于供给侧和需求侧，在经济全球化时代，供给侧的冲击是全球性的。今年4月份第二波疫情之后，由于全球供应链的中断，几乎所有国家都出现了PPI通胀。但是，需求侧的冲击则存在区域性的差异。由于第四波疫情对各国的影响不同，也由于各国经济基本面和财政货币政策存在很大差异，总需求恢复的速度不同，导致CPI上涨的速度差异较大。

PPI主要反应供应链中断的供给冲击，CPI则主要反应需求恢复的程度。根据PPI和CPI的变化，大体可以将主要经济体的状况分成三类：

第一，高涨的PPI和低得多的CPI。这种情况以第四波疫情最严重的欧洲为典型，也是全球多数国家的特征。以欧元区核心国家德国为例，德国PPI从年初的1%上涨到10月份接近20%，同时，CPI仅仅从同期的1%上涨到4%，PPI与CPI剪刀差高达14个百分点。除了涨幅差异之外，其他欧洲国家。例如俄罗斯的PPI和CPI也存在巨大的剪刀差，10月份俄罗斯PPI高达27%，但CPI仅有8%，两者相差19个百分点。



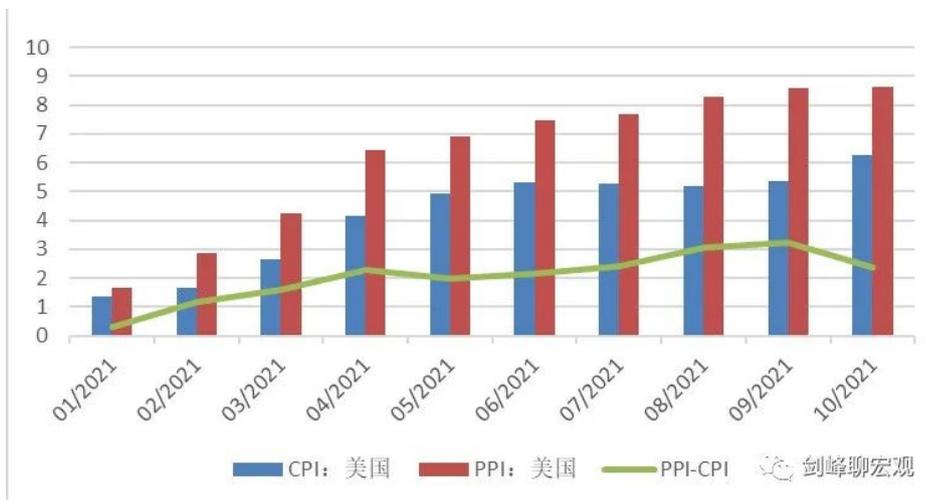
德国通胀形势



俄罗斯通胀形势

在欧洲，高的 PPI 是全球供应链和本地供应链断裂的共同结果，而相对低很多的 CPI 则一方面是因为第四波疫情严重影响了总需求的恢复，另一方面，欧洲的财政货币政策扩张力度较美国相对温和，而包括俄罗斯在内的新兴经济体甚至已经多次加息。

第二，高企的 PPI 和几乎同样高的 CPI。这主要发生在美洲的主要经济体。以美国为例，PPI 自 2 月份的 2% 上涨到 10 月份的 9%，而 CPI 同期从 1% 上涨到 6%，10 月份 PPI 和 CPI 剪刀差仅为 2 个百分点，远低于德国和俄罗斯的水平。美国南边的邻居——墨西哥也呈现类似特点，10 月份墨西哥的 PPI 为 7%，CPI 为 6%，两者仅差 1 个百分点。实际上，在今年的几个月份，墨西哥的 CPI 甚至高于 PPI。



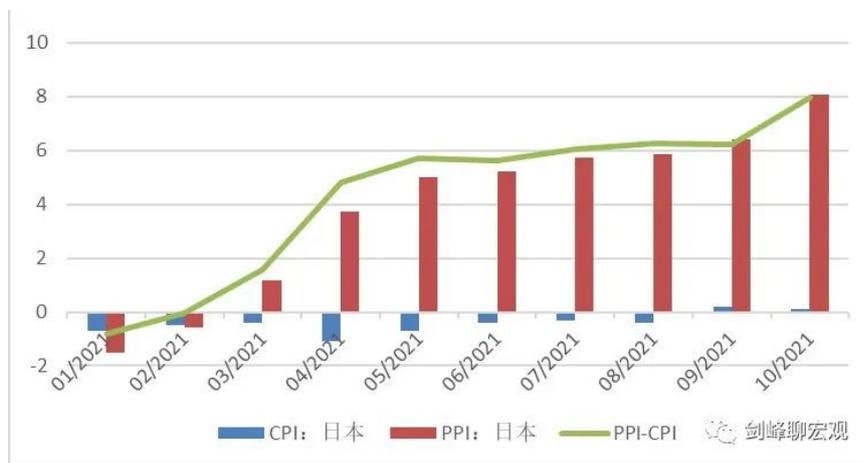
美国通胀形势



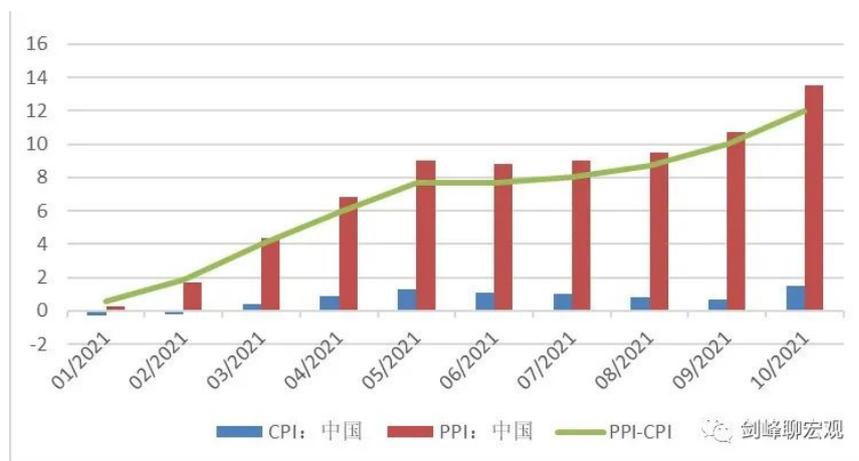
墨西哥通胀形势

在美洲，与欧洲一样，高企的 PPI 来自全球供应链的冲击，而同样较高的 CPI 一方面是因为第四波疫情对美洲的影响相对较小，另一方面则是主要发生在美国的史无前例的财政货币政策扩张。与中国疫情后侧重于企业端的宏观救助政策不同，美国扩张的财政货币政策具有“消费者友好型”的特征：美联储印钞票买国债，美国财政部发债然后给消费者发消费券，美国消费者则躺在家里购买来自全球、特别是中国的商品。

第三，高涨的 PPI 和极低、甚至进入通缩状态的 CPI。这主要发生在中日等少数人口老龄化严重、甚至人口负增长的国家。以日本为例，日本 PPI 从年初的-1%上涨到 10 月份的 8%，CPI 同期从-1%一直熬到 10 月份还只是 0，PPI 和 CPI 剪刀差为 8 个百分点。中国 10 月份 PPI 已经涨到 13.5%，虽然还未如日本那样坠入 CPI 通缩，但 10 月份的 CPI 也只是赢弱的 1.5%，PPI 和 CPI 剪刀差则与德国相仿。



日本通胀形势



中国通胀形势

日本 CPI 的疲弱是过去几十年长期停滞和通货紧缩的延续，背后是人口老龄化和人口负增长。在以往关于日本的报告中我们已经指出，规模巨大且持久的总需求政策之所以难以奏效，既是源于严峻的人口问题，也是因为政策的方向长期以来都是错误的（用于补贴养老金和基建投资），只是近期稍有改变。中国极低的 CPI 同样反应了人口问题带来的挑战，但近期一个主要因素是与其他主要经济体不同的宏观经济政策：紧的财政政策，不温不火的货币政策，以及收缩迅猛的房地产政策。

在此前的报告中我们已经指出，今年以来财政收入大增，财政支出减少，财政政策实质是收紧的；在 2018 年到 2020 年的三年间，货币政策每年降准三次，但今年仅有一次，因而货币政策不温不火；在这种背景下，6 月份以来收紧的房地产政策导致房地产业发生逆转，原先“出口+房地产”的两条腿复苏模式突然间就少了一条腿。

三、明年的两个图景

展望 2022，对全球经济复苏影响最大的因素当然是新冠疫情如何演化。目前看来，第四波疫情大概率延续到明年春季。因此，明年春季后疫情演化路径至关重要，这不仅影响全球供应链和各国经济总需求的恢复，而且，也决定了主要经济体财政货币政策的应对。对于明年的疫情态势，我们可以设想悲观和乐观两种情景。

第一种是最为悲观的情景，这大体类似于去年春季到年底的全球第一波疫情。假设 Omicron 病毒爆发和冬奥会疫情扩散相互叠加，推动全球第四波疫情由欧洲向其他主要经济体蔓延，持续时间延长到明年下半年后。在这种情景下，不仅主要能源和大宗商品输出国的供应链将受到影响，以中国为中心、以制造业为主的亚太供应链可能也会断裂。

在悲观的情景下，2022 年春季之后的全球经济图景可能将是：第一，PPI 和 CPI 双通胀。能源和大宗商品价格上涨推动全球 PPI 继续上涨，制造业供应链的中断还将冲击制造业和最终消费产品的供给。类似于 2020 年初疫情刚爆发时期中国发生的 CPI 通胀，供应减少的幅度超过疫情封锁导致的需求减少的幅度，进而使得 CPI 快速上涨；**第二，真正意义的全球滞涨。**在 PPI 和 CPI 双通胀时，疫情导致经济萎缩，而不得不延续的扩张财政货币政策强化了通胀趋势，结果就是全球滞涨，这将是上世纪 70 年代末、80 年代初两次石油危机以来的又一次真正意义的全球性滞涨；**第三，大宗商品价格继续走强，作为全球终极安全资产，黄金的价格重拾上升通道，权益资产则遭受重创。**

第二种是最为乐观的情景，这大体类似于 1918 年春季到 1920 年春季的西班牙大流感。1918 年西班牙大流感自春季爆发，在历经 3 波、致使全球死亡人数达 2 千万到 1 亿多之后，于两年后的 1920 年春季突然神秘消失。假设此轮新冠疫情也类似于西班牙大流感，在两年之后于 2022 年春季达到第四波峰值，然后逐渐消退。

在这种乐观情景下，2022 年春季后的全球经济图景很可能就是：第一，PPI 通胀缓慢消退，CPI 上涨加快，全球经济进入快速、但更加不均等的复苏路径。在发达和发展中经济体之间，前者的总需求会恢复较快，而后者由于疫苗接种覆盖率较低、财政货币政策掣肘较多，经济复苏步伐较缓；在发达经济体之间，由于欧洲是第四波疫情的中心地区，复苏步伐较其他发达经济体、特别是美国更为缓慢，而美国的复苏步伐会异常快；**第二，由于复苏步伐的差异，美联储加息会更加提前，这将对其他国家复苏形成冲击。**如果疫情得到稳定，随着 CPI 快速上涨，美联储加息的步伐可能从原先市场预期的明年 6 月大幅提前，如明年 3 月，这将制约包括中国在内的其他主要经济体可能采取的宽松货币政策、特别是降息政策，但受影响最大的将是复苏进程较慢和对美元流动性依赖较大的新兴和发展中经济体；**第三，全球资产价格同样将发生重大调整，但与悲观疫情情景正好相反。**美元走强，黄金和大宗商品走弱，能源和大宗商品输出国家（如澳大利亚、俄罗斯）、经常账户习惯性逆差的国家（如巴西和阿根廷）的货币发生较大程度贬值。

无论哪种情景的疫情演化，对于中国经济来说，都是复杂严峻的挑战。悲观情景的冲击自不待言，即使在乐观的疫情情景假设下，也需要关注美联储提前加息对中国货币政策的制约，以及美联储加息引发的全球资产价格动荡。就国内因素而言，如何填补房地产调控后形成的增长空缺，值得认真思考。

从今年全国房地产新增销售额看，7 月份开始即低于去年同期，进入负增长阶段；从今年全国住宅新增开发投资额看，9 月份已经低于去年同期，10 月份进一步下降。虽然近期房地产政策有所缓和，但是，在人口负增长和房住不炒政策的大背景下，明年房地产投资最好的状况只能是稳定，负增长的概率很大。

各方估计，房地产对 GDP 贡献度在 20%到 30%之间，所以，如果房地产投资负增长，就意味着 GDP 增长率的损失可能高达 2 个百分点。弥补这个缺口将是稳定明年经济的关键一环。

令人乐观的是，与其他主要经济体不同，中国的货币政策、尤其是财政政策储藏了相当充裕的“子弹”。为迎接党的二十大，明年的财政支出力度、尤其是在传统基建和包括新能源在内的所谓新基建领域的支出力度或将大大超出市场预期。当然，基建投资的财政乘数（单位财政支出带动的 GDP 增加额）是大是小，从来没有人测算过。

实际上，如果有关部门能够进一步拓宽政策思路，从着眼于企业部门转向着眼于居民部门，从着眼于投资转向着眼于消费，从着眼于物质再生产转向着眼于人类自身的再生产，那么，不仅财政乘数或将迅即上升，政策效果将从事半功半转变为事半功倍，而且，中国经济长期存在的三个结构性缺陷，即居民收入占国民收入的比重过低、居民消费占总需求的比重过低和有效劳动力相对于资本存量越来越稀缺，将会得到有效解决。

（内容来源：剑峰聊宏观）

资本大众化与牛市

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

一、资本大众化

“资本”是一个被频繁使用的词汇，但何为“资本”，却莫衷一是。当人们在说“资本”是一种生产要素时，这种“资本”就是厂房、住宅、机器设备，即教科书上讲的固定资本。显然，这种作为物的资本，是无须节制和开红绿灯的。

当人们在谈论要节制“资本”、要为“资本”开红绿灯时，这种“资本”实际上就是一种控制手段，是金融资本。作为控制手段的资本，在马克思那里，存在着许多形态，但归根到底就是能够带来剩余价值的货币，反映的是剥削与被剥削的生产关系；在熊彼特那里，资本也不是任何具体形式的货物，而是企业家将生产资料挪作他用、迫使生产转向新方向的控制手段。

简言之，作为控制手段，资本是创造性毁灭的工具。当资本为少数人所有时，毁灭的是大众的收入，创造的是少数人的财富。“资本大众化”指的就是，这种作为控制手段的资本，从被少数人的垄断占有，变成成为大多数人所有，从而，创造性毁灭带来的财富从垄断利润变成大众的财产性收入。

资本大众化进程决定了居民部门的财产性收入。如果大多数居民不是资本的所有者，这不仅会使得居民部门内部出现收入分配的两极化，也导致经济部门间的收入分配不合理，居民部门的收入占整个国民可支配收入的比重持续下降。居民部门收入相对下降同财产性收入的匮乏密切相关，后者又起因于居民以银行存款为主的资产结构。居民的存款通过银行贷款表现为对企业的债权，这样，整个居民部门最终是以债权人身份而非资本所有者的身份出现的。我们知道，由于承担的风险和责任不同，债权人的收益肯定要低于资本所有者的收益。从整个经济层面看，其结果必然是，作为最终债权人的居民部门，其财产收入的增长将低于经济增长率。

资本大众化进程决定了一个经济体的创新活力和消费能力。在一个资本为少数个体、少数部门拥有的社会里，创新的动力肯定是不足的。因为只有资本所有者才会在资本增殖的刺激下，萌发强烈的创新动力，而广大劳动者只关心自己的工资报酬，债权人只关心自己本金的安全。并且，对资本的垄断必然会造成对市场的垄断，从而进一步扼杀了整个社会创新的能力。此外，在资本不能为大众所持有时，财产性收入的匮乏乃至收入分配结构的不合理必将对消费能力产生严重的抑制。

二、牛市

资本大众化的渠道当然是资本市场的长期可持续发展，这就是资本大众化型的牛市。观察历史上的牛市，持续时间也有长有短。这里，按照持续时间的长短罗列出四次著名的牛市：第一，1929年美国牛市，在这次牛市中，道琼斯指数由1928年初的200点附近飙升到1929年8月的近400点，牛市持续的时间仅一年有余；第二，2000年美国纳斯达克股票市场的大牛市，这次牛市从1998年中期开始，至2000年9月结束，纳斯达克综合指数从不到2000点暴涨到近5000点，持续时间两年有余；第三，1985年到1990年日本的大牛市，日经225指数由85年初的11000点翻了近3倍，达到30000点附近，牛市持续了近五年；第四，1980年至1999年的美国大牛市，道琼斯工业指数从1980年初的不到800点一路上扬到1999年底的逾11000点，期间虽有87年“黑色星期五”那样的小插曲，但不改长期牛市格局，股指翻了10多倍，牛市持续时间长达20年。

为什么牛市会有长有短？其原因就在于形成牛市的基础有所不同。按照推动牛市的主导力量，我们可以将牛市分成四种类型，这四种类型恰对应于以上罗列的四次著名牛市：投机型、技术革命型、币值重估型和资本大众化型。当然，实际发生的牛市可能会同时起因于多方面因素，尤其是投机几乎肯定会存在于所有的牛市中。因为对于股市来说，投机就像佐餐的红酒，小酌怡情，暴饮伤身。

1. 投机型牛市

1929年美国的牛市属于投机型。投机型牛市就是“泡沫”——在这样的牛市中，股价远远超过了由公司 and 经济基本面决定的基础价值。对于1929年牛市是否是泡沫，研究者曾经有过争论[1]。反对者认为，我们不能够用事后的暴跌来证明事前的股价被高估了。不过，一项研究发现[2]，在当时，封闭式基金的售价普遍超过了基金净值。我们知道，对于单个的股票而言，要证明其是否有泡沫是很困难的——这需要去估算股票的基础价值，而基础价值又取决于公司未来的现金流和未来的利率。然而，封闭式基金的基础价值很简单，就是基金净值。因此，无论股票价格如何，当封闭式基金的售价超过其基础价值、即基金净值时，泡沫几乎肯定存在了。

投机型牛市必然短命，其原因就在于它的基础非常脆弱。投机型牛市非常类似于“击鼓传花”的游戏：每个投资者都理性地知道他购买的股票分文不值，而他之所以买，几乎完全是基于这样的预期——存在下一个以更高价格接手的投资者。因此，市场的流动性是这个游戏能够进行下去的基础。然而，个体的理性未必等于集体的理性。也就是说，这里出现了一个合成谬误的问题：对个体而言，市场是有流动性的，但是，当所有个体都持有股票、因而都指望其他人来接手的时候，市场就因流动性的丧失而崩溃。

2. 技术革命型牛市

2000年美国纳斯达克市场的牛市属于技术革命型。这类牛市源自深刻影响人类生产、生活方式的重大技术变革。迄今为止，人类经历了三次技术革命：18世纪的第一次工业革命、19世纪的第二次工业革命和20世纪末的信息技术革命。每次技术革命都引起相关产业的投资热潮，从而带来股市的繁荣，例如18世纪英国股市中的运河热、19世纪美国股市中的铁路热以及2000年的网络科技热潮等等。

与投机型牛市相比，技术革命型牛市的基础更加牢靠，市场的发展也更为健康。不过，这种牛市通常也不会持续太久。其原因就在于牛市得以形成的根基是刚刚出现、应用前景极其不确定的新技术，而一旦新技术的前景变得明确、应用范围得以大大推广，牛市的基础就不复存在了。这里的道理也不难解释。试想，在微软成为“微软”之前，有谁会知道它日后会成为操作系统的垄断者？相反，当时的投资者会用同样高的价格购买“微软甲”、“微软乙”、“微软丙”的股票，而当技术革命的大潮退却，“赢者通吃”必然导致那些“假微软”的股票暴跌。在理论上，对这种由技术革命推动的股市潮涨潮落现象也有很多解释[3]，其中一个较易于理解的阐释是：公司的股权相当于基于公司基础资产的买入期权，买入期权的价值与基础资产的波动率正相关。对于前景不确定、波动率大的新技术行业，买入期权、即公司股权的价值高；而一旦新技术由不确定转为相对确定，行业基础资产的波动率下降，相关公司股权的价值自然会下降。所以，对于技术革命型的牛市，我们不能简单地用事后的暴跌来验证事前存在泡沫。

3. 币值重估型牛市

1985 年到 1990 年日本的牛市属于币值重估型。这种类型的牛市主要源自本币升值所带来的财富效应和流动性效应。

就财富效应而言，在本币升值的过程中，虽然国内不同的经济部门、不同的经济个体会出现苦乐不均的现象。例如，持有外币资产的部门和个体会受到损失，而持有本币资产的部门和个体会受益。不过，从总体而言，国内经济当事人的净资产以外币衡量肯定是增加的。国民净财富的增加必然将推动房地产市场和包括股市在内的整个金融服务业的投资和价格上升，其中道理也很简单：本币升值带来的财富效应将分配在以制造业为主的可贸易品和包括房地产、金融服务业在内的不可贸易品上。由于可贸易品主要是日用商品以及诸如汽车、电视机这样的动产，其收入弹性（收入增加引起的购买额的增加）小于 1、甚至远小于 1。换言之，如果本币升值一倍，对可贸易品的购买增加小于、甚至远小于 1 倍，多余的购买力将涌向房地产和（尤其是不对外开放的）股市。在理论上，这种贸易品和非贸易品价格的相对变化被称作“巴拉萨—萨缪尔森”（Balassa-Samuelson）效应。

与财富效应相比，流动性效应就简单了许多。在本币升值的过程中，境外的资金会持续向境内转移。同时，由于产业结构的调整，以及境内优质企业对银行信贷的依赖程度下降，银行业也会面临资金运用的压力。在资产价格上涨的过程中，所有这些“过剩”的流动性将被倾泻到房地产市场和股市中。于是，在财富效应和流动性效应的推动下，股市以及房地产市场的价格都将飙涨。然而，一旦本币升值的速度减缓、甚至逆转，资产价格上涨的动力也就消失了。在日本的那次牛市中，日元对美元汇率由 85 年 1 月的 1 美元比 255 日元升值到 89 年初的 1 美元比 125 日元。此后，随着日元升值的步伐停滞，事隔不到一年，日本股市和房地产市场发生了崩盘。

4. 资本大众化型牛市

1980 到 1999 年的美国长期牛市属于资本大众化型。通过资本市场的发展，作为控制手段的金融资本开始为大众所拥有，大多数居民既是劳动者，同时也是股东——这被称作是“股东资本主义”。“资本大众化”对应于“资本垄断”，即资本为少数群体所拥有，这就是马克思在《资本论》中描述的垄断资本主义：拥有生产资料的资产阶级剥夺没有生产资料的无产阶级的剩余价值，从而使资本主义社会周期性地爆发“生产过剩”的危机。

为了解决其内在的深刻矛盾，垄断资本主义逐渐发展成两个差异明显的分支：福利资本主义和股东资本主义。前者以欧洲国家为典型，在这种社会中，随着生产力的发展，雇员福利无限膨胀，劳动者被集体性的培养成了工人贵族，企业文化强调雇员至上；后者以美国为代表，雇员既是付出劳动、获得劳动报酬的劳动者，同时又是企业的股东，企业文化强调股东至上。对这两类体制的详细比较非本文所能及[4]，不过，一个公认的事实是，后者的经济发展机制富于弹性，具有强烈的创新动力，而前者则显得僵化。

美国的资本大众化进程最早可以追溯到上个世纪初，当时的福特汽车公司开始向雇员派发公司股票而不仅仅是奖金。资本大众化进程的显著加快起始于 1980 年，对此，观察 1980 年到 1999 年美国居民部门的资产组合，可以发现几个关键性的事实[5]：第一，美国居民持有的非公司股权占比由 1980 年的 34% 左右持续下降到 1999 年的 13%；第二，美国居民直接持有的公司股权由 1980 年的 15% 上升到 1999 年的近 30%；第三，美国居民持有的养老金和共同基金由 1980 年的 3% 左右增加到 1999 年的 34%，通过养老金和共同基金，美国居民又间接地持有了大量的上市公司股权；第四，银行存款占比由 1980 年的 25% 下降到 1999 年的 12%。在这四个事实中，第一和第二意味着越来越多的由少数居民持有的“私公司”（private company）变成了由大众持股的“公众公司”（public corporation），这反映了资本大众化的进程；而第三个事实进一步说明，资本大众化的进程主要是由非银行金融机构的发展、尤其是 80 年代私人养老金体制的改革所推动的；至于银行存款占比的下降则是资本大众化的必然结果，这引发了迫使美国银行业改革的“脱媒”风潮。

为什么资本大众化能够推动形成长达 20 年的美国牛市？一个直接的反应是，买股票的人多了、钱多了，股价当然涨。问题显然没有这么简单。如果没有公司和宏观经济基本面的变化，股价不可能上涨 20 年。长期牛市的形成在于资本大众化对公司和宏观经济基本面产生的两种积极效应：

第一，财富的再分配效应。随着越来越多的私人企业变身为公众公司，随着越来越多的居民直接或通过养老金、共同基金间接地持有公司股份，原先资本所有者和劳动者对立的两极社会结构演变为中产阶级崛起、富人和穷人相对减少的“菱形”结构，这改善了收入分配结构，刺激了社会消费。可以看到，在资本大众化的过程中，美国居民的储蓄率由 1980 年的 10% 持续下降，至 1999 年只有 2% 左右。而美国居民之所以“敢”消费，一个重要因素就在于其持有的净金融资产每年都增殖 20% 左右。换言之，资本的增殖替代了原先的储蓄。

第二，财富的创造效应。在资本大众化的进程中，股东至上的文化深入人心，金融、经济的自由化取代了对金融、经济的过度管制，人们的创业精神得到极大提升。事实上，也正是在 80 年代，当日本正陶醉于“日本第一”的神话当中时，美国的资本市场孕育出了今天的微软、脸书、亚马逊和苹果。另一方面，金融、经济的自由化还极大的减少了社会经济运行中的摩擦成本。以金融自由化为例，在 80 年代前，美国企业的融资主要依靠银行业，而居于垄断地位的银行被戏剧性地称作“363”银行——存款利率 3%，贷款利率 6%，下午 3 点钟打高尔夫。金融自由化打破了银行业的垄断，降低了企业的融资成本，提高了整个金融体系配置资源的效率。

三、股东社会主义

决定牛市能否持续的最关键因素在于资本大众化进程，因为资本大众化对股市的正面效应要强于任何一种负面效应。那么，中国能否出现资本大众化型牛市呢？这取决于资本市场的根本性制度变革。上一次的变革是股权分置改革，这一次将是股票发行注册制的全面推行。

回顾 2006 年到 2008 年的那轮中国牛市，背后有多重因素，但股权分置改革是根本，因为股权分置改革破除了资本大众化的第一个障碍。在股权分置改革前，由于大多数的股份不能上市流通，那时的上市公司事实上都不是真正意义上的公众公司，而是某个部委、某个地方政府或某些个人的“私公司”。并且，在那时，无论是流通股股东，还是非流通股股东，都不是完整的资本所有者。对于前者来说，其手中持有的股票与其说是资本所有权的凭证，不如说是非流通股股东圈钱后留下的“白条”；对于后者来说，虽掌握公司控制权，但他们拥有的资本价值并不能在市场得以体现。股权分置改革还原了股东作为资本所有者的本来面目，并使得上市公司成为真正的或至少在理论上可以由大众所拥有的公众公司。

近期中央经济工作会议宣布将全面推行股票发行注册制，这将破除资本大众化的第二个重大障碍，将是股票市场长期稳健发展的新基石。关于股票发行注册制和核准制的争议由来已久。例如，对于注册制的一个担忧是缺乏实质性审核后将会导致上市公司鱼龙混杂，但是，我们已经看到，现在 A 股上大量的垃圾股均是核准制的产物。再例如，另一个更加流行的担忧是，如同在菜市场上买卖白菜一样，股票多了，价格就会下跌。观察一下股权分置改革的经历就可以看到，只要公司基本面有保障，流通股的增加并没有带来股价下跌，而是完全相反。

市场中股票多少并非决定股价的主要因素，股票多了牛市反而更加持久，股票少了反而会发生危机。对此，前面罗列的四个牛市已经为我们提供了一正一反两个案例。在 1985 年到 1990 年期间，日本和美国同时出现了牛市。日本牛市是因为日元升值，期间并无资本大众化进程，甚至发生了相反的变化——日本居民直接（和少量通过证券会社、基金）持有的股票占比自 1949 年的近 70% 持续下降到 80 年代末的 20% 强，其余大多数股票都被企业、银行相互持股形成的财阀集团所控制——换言之，实际流通股票是减少了，而非增加了，最终的结果却是 1990 年股市危机。相反，尽管美元在 1985 年到 1990 年间一直在对日元、

德国马克等主要货币贬值，并且，在注册制下，上市公司的数量越来越多，但资本大众化使得牛市的格局得以延续。

作为一种在他国实行了上百年的成熟制度，注册制的全面推行将从资本市场供求两侧推动资本大众化：在供给侧，无论是私营企业，还是国有企业，只要有潜力，为市场所青睐，“私公司”都有机会实现公众化；在需求侧，在后工业化和人口老龄化时代，中国家庭资产结构亟待、也必将发生深刻调整。未来，大多数人都既是劳动者，又是资本所有者。对此，我们应该抱有信心。

参考文献：

[1] Peter Rappoport and Eugene N. White, “Was there a bubble in the 1929 stock market?”, www.nber.org.

[2] J. Bradford De Long, “The bubble of 1929: evidence from closed-end funds”, www.nber.org。

[3]例如，LubosPastor and Pietro Veronesi, “Technological revolutions and stock prices”, www.nber.org.

[4]参见《股票资本主义：福利资本主义》，罗纳德·多尔著，社科文献出版社。

[5]参见美国资金流量表，数据来源：美联储。

（内容来源：剑峰聊宏观）

强化系统重要性银行监管，完善宏观审慎管理体系

曾刚 上海金融与发展实验室主任

一、系统重要性机构监管的国际趋向

2008年次贷危机以来，金融监管强化已成为国际范围内的共识，在全球金融监管改革中，针对系统重要性金融机构（G-SIFI）的监管是一个重要的内容。为缓解危机所暴露出来的“大而不倒”问题，降低大型银行的道德风险，包括巴塞尔委员会在内的国际组织和各国监管当局对系统重要性金融机构的政策框架进行了完善，主要围绕两个方面展开。

一是完善系统重要性金融机构的处置框架。以确保在不破坏金融体系稳定性、使纳税人免受损失的前提下，安全、迅速地处置所有金融机构。2011年11月，金融稳定委员会发布了《金融机构有效处置框架的关键属性》，明确将“恢复与处置计划”设定为系统重要性金融机构处置框架中的重要制度安排，该制度便是目前为人们所熟知的“生前遗嘱”。

二是对系统重要性金融机构进行更严格的审慎监管。要求其具备更高的损失吸收能力（即保持更高的资本充足率水平），此外，还对其风险管理、治理架构、内部控制以及信息披露提出更高要求。巴塞尔委员会发布的《全球重要性银行：评估方法及附加的损失吸收要求》（以下简称《要求》），确立了全球系统重要性银行的评估方法和相应的监管要求，以及对全球系统重要性银行（G-SIBs）的审慎监管框架，主要包括两个层面的内容。

一个层面是全球系统重要性银行的评估方法。这套方法以指标计量基础，所选取的指标，既能反映银行导致负外部性的各种因素，又能反映一家银行对整个金融体系稳定的重要性。根据《要求》的说明，这些评估指标共涉及跨经济体活跃性、规模、关联性、所提供金融基础设施的可替代性和复杂性等5种类型。

在这5种类型中，除规模（只有调整后的表内外资产余额一个指标）以外，其他4个类别都包括了2到3个指标。其中，跨经济体活跃性类别中有跨经济体债权和跨经济体债务2个指标，关联性类别中有金融系统内资产、金融系统内负债和批发性融资比率3个指标，可替代性类别中有被托管的资产、透过支付系统清算支付的额度和在债券和股票市场承购包销的额度3个指标，复杂性下设有场外衍生品的名义本金、三级资产数额和交易及可供出售资产的价值3个指标，总共12个指标。当然，为避免指标计算可能

存在的偏差，《要求》也为监管当局预留了一定的自由量裁权，可以依赖辅助性指标或其他原则，来判断一家银行是否属于全球系统重要性银行。

另一个层面是对全球系统重要性银行的追加监管要求。原则上，为降低道德风险，对系统重要性银行的监管要求要高于普通银行。为保持合理激励（即引导银行降低其系统重要性程度），《要求》对系统重要性银行进行了细分，根据评估结果分为5组，系统重要性每提升一个组别，追加0.5%的核心一级资本要求。这意味着，被归入第一组的银行，核心一级资本充足率要求比普通银行高0.5%，而被归入第2组的银行高1%，如此类推，第5组所面临的追加资本要求最高，为3.5%。在2011年颁布的《要求》中，第5组是空白档，没有银行进入该组别。除对系统重要性银行提出更高的监管标准外，《要求》也对满足追加要求的资本工具进行了限定，只允许银行使用普通股一级资本来满足额外损失吸收要求。

二、我国加快系统重要性银行监管制度建设

在全球监管改革的大背景下，我国近年来也加快了系统重要性银行监管制度的建设。一方面是顺应国际监管规则的变化，支持相关机构（四家国有大行）逐步满足全球系统重要性金融机构的监管要求；另一方面则是借鉴国际监管的理念，进一步完善宏观审慎管理体系，加强对国内系统性风险的防范。

2017年，党的十九大提出“健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架，深化利率和汇率市场化改革。健全金融监管体系，守住不发生系统性金融风险的底线”，明确了宏观审慎管理在宏观调控体系中的重要地位。之后，在2020年发布的《中华人民共和国中国人民银行法（修订草案征求意见稿）》中，明确了人民银行制定和执行宏观审慎政策的职责定位，以进一步提升货币政策和金融风险管理的有效性。

作为宏观审慎管理制度的重要组成部分，我国系统重要性银行的监管制度建设也在加快推进。2018年，监管部门发布了《关于完善系统重要性金融机构监管的指导意见》，2020年9月30日，央行和银保监会联合发布《全球系统重要性银行总损失吸收能力管理办法（征求意见稿）》和《关于建立逆周期资本缓冲机制的通知》两份文件，意味着关于系统重要性银行的监管已经真正开始在践行。2020年12月与2021年10月，央行与银保监会分别发布了《系统重要性银行评估办法》和《系统重要性银行附加监管规定（试行）》。随着2021年10月15日发布19家系统重要性银行名单以及《系统重要性银行附加监管规定（试行）》（以下简称《附加监管规定》）的发布，国内系统重要性银行的监管制度建设基本完成。

从系统重要性银行的评估标准来看，国内监管体系整体上借鉴了巴塞尔委员会的思路，根据我国大型银行的业务特点以及监管关注的重点，增加了对资管业务、非银附属机构等方面的评估。在附加监管要求方面，也借鉴了全球系统重要性银行《要求》的框架，并在具体的追加资本要求方面与国际监管规则进行了衔接。

国内《附加监管规定》要求入围的19家系统重要性银行在满足最低资本要求、储备资本和逆周期资本要求基础上，还应满足一定的附加资本要求，由核心一级资本满足。第一组到第五组的银行分别适用0.25%、0.5%、0.75%、1%和1.5%的附加资本要求，由于第五档空缺，目前最高一档（第四组）中的四家

国有银行的附加资本为 1%，均不高于其在全球系统重要性银行分组所对应的监管要求。2020 年末，工商银行、建设银行和中国银行在全球系统重要性银行中被分为第二组（对应追加资本为 1.5%），农业银行被纳入第一组（对应追加资本为 1%）。原则上，国内系统重要性监管规则的实施，不会额外增加这几家大型银行的资本补充压力。

国内系统重要性银行分组与追加资本递增的设计思路与国际监管规则保持一致，体现了监管机构基于宏观审慎管理和系统性风险防范的考虑，有意限制大型银行规模扩张和风险过度承担的冲动。在分组、递增附加资本要求的框架下，当某家银行因为业务规模扩大或业务复杂性上升导致了组别的提升，其面对的追加资本要求也会更高，这也意味着更强的资本约束。目前空白的最高一组（第五组）的存在，也为最大规模银行（第四组）设置了同样的约束。当然，除追加资本要求外，《附加监管规定》还在恢复与处置计划、信息披露等方面对入围的系统重要性银行提出了更高要求。

三、系统重要性银行机构需重新审视业务扩张的成本与收益

入围系统重要性银行名单，从某种意义上是对金融机构市场影响力和重要性的一种确认。对这些大型机构来说，这当然也意味着需要在维护金融稳定中承担更多的责任，面对更为全面和严格的监管。

入围的影响可分为短期和长期两个方面来分析。短期内，为满足追加资本的要求，银行可能会面临一定的资本补充压力。不过从具体来看，对于目前最高组别的四大国有银行，追加资本要求并不高于（有三家是低于）其在全球系统重要性银行监管中的追加资本要求，因此国内规则的实施，不会额外提高其资本补充压力。当然，为支持四家大型银行顺利实现全球系统重要性银行的监管达标，还需要在相关资本补充工具方面（TLAC 工具）作相应的安排，预计有关部门后续还会出台相关的政策。至于其他组别的银行，目前资本充足率状况较为良好，均显著高于监管要求，短期内尚无资本补充压力，也不会对银行经营管理产生明显影响。

长期内，强化且递增的资本监管要求，将会对大型银行长期发展战略产生深远的影响。从全球系统重要性银行监管实施的结果来看，大型银行在相关监管框架下，将会有意识地降低对风险资产规模和业务复杂性的追求，以实现降低组别和资本监管约束的目标。2012 年，巴塞尔委员会第一次分组，位列第四组（对应 2.5% 的追加资本要求）的有 4 家银行，分别为摩根大通、花旗银行、汇丰控股和德意志银行，到 2020 年末，第四组别已成空档，摩根大通、花旗银行和汇丰控股降到了第三组，而德意志银行则降到了第二组，此外还有部分银行退出了全球系统重要性银行名单（如北欧联合银行、苏格兰皇家银行等）。不过，同期，中国银行业的系统重要性有所上升，四家国有银行中有三家（工商银行、建设银行和中国银行）从参选时的第一组上升到了第二组。

总体上看，面对更为严格的监管约束（特别是追加资本要求），入围系统重要性银行的机构在长期发展上，需要重新审视业务扩张的成本与收益，建立更为完善的资本约束机制，提高资本内生积累能力，切实发挥资本对业务发展的指导和约束作用。在经营理念上，要从规模优先转向质量优先，通过客户结构、

业务结构的调整，逐步实现轻型化、轻资本发展，健全风险防控体系，强化事前预警、事中跟踪、事后处置的全链条，在实现自身高质量发展的同时，降低潜在的系统性风险隐患。

（内容来源：21 世纪经济报道）

支持中小银行资本补充，夯实服务实体经济基础

曾刚 上海金融与发展实验室主任

王伟 中国社科院研究生院博士研究生

2020年5月，国务院金融稳定发展委员会宣布拟发布11项重大金融改革措施，其中就包括《中小银行深化改革和补充资本工作方案》。2020年7月国务院常务会议提出，着眼增强金融服务中小微企业能力，允许地方政府专项债合理支持中小银行补充资本金。此后广东、山西、浙江、辽宁等地陆续开始发行专项债用于补充中小银行资本。专项债的发行体现了地方监管层对多渠道补充中小银行资本作出的探索，也有助于推动中小银行聚焦小微民营企业服务，提升服务实体经济能力。根据相关统计，截止到2021年9月末，中小银行专项债最终发行2064亿，略高于2000亿的计划额度，今年8、9月份发行速度较快，9月发行额达到912亿元。河南、辽宁、内蒙古、山西省发行额较大，均在150亿以上。

一、多层次资本充足率监管框架

资本充足是商业银行经营的底线，也是监管机构开展银行业审慎监管的核心。银保监会《商业银行资本管理办法（试行）》（以下简称《新资本管理办法》）对资本充足率监管要求分为最低资本要求、储备资本要求、逆周期资本要求、系统重要性银行附加资本等不同层次。在最低资本要求中，又包括核心一级资本、其他一级资本和二级资本等三种类型。根据现行《新资本管理办法》，商业银行需要达到的核心一级资本充足率、一级资本充足率及资本充足率分别为7.5%、8.5%及10.5%，国内系统重要性银行的资本要求则分别为8.5%、9.5%及11.5%。

在现有多层次监管资本要求下，不同类型的资本补充工具对应着不同层次的监管达标需要。具体而言，二级资本工具只能用于二级资本的补充，无法满足一级资本达标的需要；其他一级资本工具（如永续债、优先股）可用于满足一级资本充足率要求，但无助于降低核心资本充足率达标的压力；核心一级资本满足各种层次的监管标准，但用它来满足原本由其他一级资本或二级资本就可以达标的监管要求，代价较高。所以，对银行而言，应根据各类资本工具的特征，建立多层次的资本补充机制，进行多元化的资本工具创新，根据监管合规和业务发展的需要，选择不同类型的资本补充工具，在实现银行可持续发展的同时，提高资本管理的效率。

综合来说，目前银行补充资本金的方式主要分为以下几种：一是通过利润留存来补充资本金是最原始方式；二是股票融资：通过IPO、增发、配股等方式直接发行普通股，或者发行可转债经历转股期后，可充当核心资本。发行优先股则可以补充其他一级资本；三是自2020年以来，多个地区通过地方政府专项

债的发行为银行注入资本金；四是债券融资，通过发行永续债或二级资本债，分别补充其他一级资本和二级资本。

二、中小银行资本补充现状与问题

从中国银保监会公布的数据看，目前中小银行的资本充足率总体还有待进一步改善。2021 年二季度末，大型商业银行、股份制银行、城商行、农商行资本充足率分别为 16.2%，13.5%，12.7%，12.1%，以中小银行为主的城商行和农商行的资本充足率要低于中大型银行。根据人民银行《金融稳定报告》披露的数据，2021 年二季度末，银行业共有高风险机构 422 家，其中主要是农村中小金融机构（农合机构 271 家，村镇银行 122 家）。中小银行资本充足率困境主要来源于以下原因：

首先，经营环境承压，制约内源资本积累能力。在经济处于下行周期、利差收窄的大背景下，中小银行盈利情况普遍不容乐观，影响了银行补充资本的能力。2021 年二季度，城商行和农商行净息差分别同比下降了 11BP 和 24BP，下降幅度显著高于大型银行和股份制银行。中小银行净息差的下降，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增大；另一方面，也是由于大型银行客户下沉，导致中小银行原有市场竞争加剧。从长期来看，利润留成所形成的内源资本补充是银行资本最具可持续性的来源，但在经营挑战加大，盈利能力下降的背景下，中小银行内源资本积累能力持续削弱。

其次，监管强化加大中小银行资本补充压力。一方面，2021 年以来，监管部门持续防范化解金融风险，资管新规、金融资产分类规则日趋严格，严监管下中小银行面临资产风险权重上升、表外业务回表的压力，这又进一步加速了银行的资本消耗。另一方面，中小银行公司治理监管制度日益完善，股东门槛有所提高，原有不合格股东（因股东资质不合格或资金来源不合规等等）的股权面临清退，中小银行通过引入外部投资者来增资扩股、补充核心资本的渠道并不通畅。

第三，中小银行市场化融资渠道不通畅。金融市场是银行外源资本补充的重要来源，核心一级资本方面，公开上市是除内源融资和定向增资以外最为常见的方式；非核心一级资本方面，永续债和优先股是近年来使用较多的工具；二级资本方面，二级资本债券则是最为重要的补充渠道。就以上几种金融市场工具来看，中小银行作为一个整体，仍面临诸多的约束。公开上市方面，尽管近期以来，中小银行上市已经重启，但能够上市的银行数量仍旧有限，相对于数千家的中小银行群体来说，并不能成为多数机构的融资来源；与公开上市相类似，永续债和优先股同样有着较高的发行门槛，难以普及到绝大多数机构；而在二级资本债券方面，受特定风险事件的影响，中小银行二级资本债信用溢价上升较为明显，市场接受度在最近两年显著下降。

三、中小银行资本补充的展望与建议

在资本补充压力增大，资本补充能力受限的背景下，进一步强化对中小银行资本补充的政策支持，来提升中小银行服务支持实体经济的能力以及化解部分机构存量风险，有其现实意义。**通过政府专项债来增强部分中小银行资本厚度，完善其资本结构和质量，便是其中一项重要的创新。**

地方政府发行专项债注资主要采取间接入股、认购转股协议存款两种方式。采用间接入股注资的省份共有 6 个，采用认购转股协议存款注资的省份共有 15 个，其中黑龙江是唯一一个采用两种方式注资的省份。一种是间接入股模式，即通过国有金融控股平台将专项债募集资金通过增资扩股形式注资给中小银行，该模式可以补充核心一级资本，对银行的可持续发展能力有较大帮助，目前广东、山西、浙江、辽宁等地均通过省级金控集团间接入股各类用款银行。认购转股协议存款则是购买中小银行发行的具备协议存款特征的新型资本工具，包括可转债、可转股协议存款、二级资本债等，这种模式可以补充其他一级资本或者二级资本，主要偿债来源为用款银行的贷款利息、手续费、佣金等，一般而言对专项债的本息偿还的覆盖程度较好，其中可转债和可转股协议存款如果顺利转股还可变为核心一级资本，进一步优化资本结构。

专项债补充银行资本是多元化资本补充的新思路，但也需要关注其存在的潜在风险。首先，入股模式对金控集团的经营运作水平提出高要求，同时原有的银行独立营运决策平衡可能会被打破，对银行的实际影响存在不确定性。此外，由于偿债资金来源上以股利分红以及股权转让所得为主，专项债的本息偿还保障度不足。而转股协议存款补充银行资本模式尽管偿债确定性较高，但对于银行而言，本质上增加了银行负债，相较于其他资本补充工具，除了要付息，还要偿还本金，融资成本并不低。同时，地方股权交易市场还不够成熟，转股在定价过程中、股权退出交易时均可能受到影响。

需要指出的是，为避免道德风险，运用地方专项债补充中小银行资本，是对部分难以通过自身能力和市场化渠道实现资本补充的机构的特定政策，并不适用于绝大多数的中小银行。因此，**要想从根本上改善中小银行群体的资本困境，还需从提高中小银行资本管理效率以及优化中小银行资本补充的市场环境入手，奠定中小银行长期可持续发展的基础。**

在提升资本管理效率方面。中小银行首先应转变经营理念，从“规模”至上转向“质量”优先，逐步构建资本集约式的经营管理机制。包括以市场机制调节银行内各经营机构的资本余缺，实现资本效益最大化的制度安排；完善定价管理机制，引导经营机构从提供资本回报率的角度合理开展产品定价和客户综合定价，有效实施客户分层；完善以 RAROC（风险调整资产收益）为核心的考评体系，合理配置经营资源，促进重点业务结构的持续优化。其次应处理好资本充足性和成本的平衡。要清楚通过可转债、协议存款等方式获得一级资本只能在一定程度上缓解资本短缺，且其资本成本显著高于内源性资本成本，所以商业银行依然要强化内源性资本积累，优化银行业务结构和收入结构，大力发展资本节约型业务，利用区域优势走差异化发展道路。

优化中小银行资本补充的市场环境则是政策层面需着力的重点。一是进一步降低金融市场工具的发行门槛（特别是规模类门槛），鼓励符合条件的中小银行通过公开上市、永续债以及二级资本债券来进行资本补充，这也可以引导中小银行从关注规模向关注质量和效益转变。二是扩大央行票据互换（CBS）操作的规模和范围，进一步提高中小银行永续债的流动性。此外，可以考虑将中小银行发行的资本补充工具（如二级资本债）纳入货币政策操作范围（如可作为再贷款的合格抵押品），提升市场对中小银行资本债的接受程度；三是在资本监管制度方面，可以考虑根据中小银行的业务和风险特征，在审慎、合规的前提下，探索差异化的监管要求，适度放松其资本约束，缓解资本补充压力，为中小银行更好支持服务本地经济创造更为良好的条件。

（内容来源：21 世纪经济报道）

中央经济工作会议直面问题，市场或将继续向上突破

董忠云 中国资产管理人论坛理事 中航证券首席经济学家

符 旻 中航证券研究所首席宏观分析师

中央经济工作会议 12 月 8 日至 10 日在北京举行。习近平在会上发表重要讲话，总结 2021 年经济工作，分析当前经济形势，部署 2022 年经济工作。李克强在讲话中对明年经济工作作出具体部署，并作了总结讲话。

关于如何理解中央经济工作会议内容，我认为主要有以下四个方面。

1、经济三重压力下，稳增长力度将加码

会议提出“我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力”，“外部环境更趋复杂严峻和不确定”。上述表述体现了中央判断目前我国经济下行压力凸显。其中，需求收缩主要对应目前国内消费需求受疫情影响疲弱，地产销售和投资增速下滑，基建投资增速偏弱等；供给冲击对应疫情反复冲击国内外工业生产和商业运营，同时也包含碳减排等长期政策对供给端的影响；预期转弱也与疫情带来的不确定性相关，限制了消费与投资，企业融资意愿较低为信用扩张增添阻力。

同时，今年的会议时间是 2010 年以来最早的一次，可能也体现了目前的形势严峻，显示中央希望相关政策尽快部署与落地。

在这样的形势下，会议提出“坚持以经济建设为中心是党的基本路线的要求，全党都要聚精会神贯彻执行，推动经济实现质的稳步提升和量的合理增长”，“着力稳定宏观经济大盘，保持经济运行在合理区间，保持社会大局稳定，迎接党的二十大胜利召开”，“明年经济工作要稳字当头、稳中求进，各地区各部门要担负起稳定宏观经济责任，各方面要积极推出有利于经济稳定的政策，政策发力适当靠前”，“跨周期和逆周期宏观调控政策要有机结合”。

综合上述表述来看，我们认为会议释放出了清晰明确的逆周期调控加码信号，再次强调“坚持以经济建设为中心”意味着稳增长权重明显提升并将成为明年的政策重心，“政策发力适当靠前”显示当前到明年一季度稳增长相关政策有望相继落地，政策组合或将包括：适度宽货币、政府发债提速、基建投资支出加速、新一轮减税降费、新一轮消费下乡等。

2、稳增长将以财政政策加力提速为主，货币政策适度宽松为辅，同时配合产业政策的引导

财政政策方面，会议提出“积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续。**要保证财政支出强度，加快支出进度。实施新的减税降费政策**，强化对中小微企业、个体工商户、制造业、风险化解等的支持力度，适度超前开展基础设施投资。党政机关要坚持过紧日子。严肃财经纪律。**坚决遏制新增地方政府隐性债务。**”

上述表述明确释放了**财政支出将加力提速的信号**。今年由于疫情导致的低基数效应，年度经济增速目标完成压力较小，财政政策得以休养生息。今年前 10 个月的公共财政支出累计同比增速 2.4%，远低于收入的累计同比增速 14.5%，前 10 月累计的财政收支差额为-1.85 万亿元，财政赤字水平也明显低于 2020 年和 2019 年同期，数据显示今年财政支出力度实际上偏弱。明年经济增速将向潜在增速水平回归，甚至存在跌破风险，在政策意图稳增长的情况下，财政支出加力不会缺席。明年财政政策将较今年更加积极，财政支出增速有望超过收入增速。新一轮减税降费和基础设施投资将是财政发力的两大方向，前者释放经济内生增长动力，后者预计将不局限在传统的铁公机，新基建有望成为重点投资领域。此外，会议同时强调遏制新增地方政府隐性债务，显示对政府债务杠杆和相关风险的防控依然不会放松。

货币政策方面，会议提出“稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕”，这一提法与央行在三季度货币政策执行报告中提出的“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度”，“保持流动性合理充裕”基本一致，并无增量信息，同时会议提出“引导金融机构加大对实体经济特别是小微企业、科技创新、绿色发展的支持”，显示货币政策继续注重定向性，预计结构型工具和总量型工具将搭配使用。

比较来看，财政政策的表述释放出明确的边际加码信号，而货币政策提法基本保持了此前的基调，但会议提出财政政策和货币政策要协调联动，意味着货币政策也有必要配合财政政策进行一定程度的宽松。

在保供稳价政策取得阶段性成果的情况下，本次会议未提及通胀压力和控制物价，或显示目前中央对于明年通胀形势的判断相对乐观，这为货币政策适度宽松提供了条件。我们预计明年 PPI 同比将趋于回落，工业领域通胀压力将较今年明显降低。目前上游通胀已出现向中下游扩散的迹象，CPI 明年涨幅将有所提升，目前市场对明年全年 CPI 同比的预期均值在 2.1%，明显高于今年，但依然低于 3%，这一水平并不会带来货币政策收紧的压力。

此外，会议继续强调“实施好扩大内需战略”，结合此前政治局会议提出的“实施好扩大内需战略，促进消费持续恢复，积极扩大有效投资，增强发展内生动力”，显示后续或有更多促消费、扩投资的产业层面的鼓励政策出台，财政补贴将在其中发挥重要作用。考虑到我国经济转型方向和重点发展领域，鼓励政策可能会主要集中在新基建、高端制造、绿色相关投资及消费等方向上。综上，**预计明年稳增长将以财政政策加力提速为主，货币政策适度宽松为辅，同时配合产业政策的引导，力求经济平稳增长与结构优化齐头并进。**

3、直面社会问题，各项结构政策大力推进

针对当前经济发展中出现的问题，会议提出了诸多结构性改革方向与政策。如在产业结构优化升级方面，会议提出“要提升制造业核心竞争力，启动一批产业基础再造工程项目，激发涌现一大批‘专精特新’企业”，“实施科技体制改革三年行动方案”，“完善优化科技创新生态”等，这进一步明确了我 国制造立国和推进科技创新的坚定决心，**高端制造、军工、新能源、新材料等领域有望长期维持高景气度**。同时，会议提出“加快形成内外联通、安全高效的物流网络，加快数字化改造，促进传统产业升级”等，也指明了未来社会资源将重点倾斜的方向，对应资本市场的投资机遇。

房地产方面，会议继续强调“房住不炒”，显示针对房地产市场的调控是战略层面的，明年大概率将继续坚持这一基调，不会出现方向转向。但同时，会议提出“推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展”，这也给予房地产调控一定灵活调整的空间，**预计明年金融领域有望增加对房地产领域合理的投资开发和购房需求的融资支持，对宽信用和稳增长提供一定的助力**。但预计房价仍是约束，如果触发新一轮房价上行风险，边际转松的政策将面临回撤风险。

共同富裕方面，会议提出新发展阶段要正确认识把握五个重大理论和实践问题，其中共同富裕居首位，体现了推进共同富裕将是未来政策制定需要考虑的一大主线。会议提出“实现共同富裕目标，首先要通过全国人民共同奋斗把‘蛋糕’做大做好，然后通过合理的制度安排把‘蛋糕’切好分好”。“首先……然后……”的表述进一步明确了效率和公平的权重关系，在未来我国发展将更加注重公平，改善分配，**但发展与效率依然是排在更为优先的位置，共同富裕是在“富裕”的前提下，追求“共同”**。11月24日，《人民日报》刊发的国务院副总理刘鹤署名文章《必须实现高质量发展》中明确提出，“不搞平均主义，不搞杀富济贫、杀富致贫”。此外，会议提出，实现共同富裕目标“是一个长期的历史过程，要稳步朝着这个目标迈进”，这意味着政策会循序渐进，不会短期内过于激进。上述表态有助于稳定社会资本预期，增强企业发展信心。

碳达峰碳中和方面，会议理顺了传统产业与绿色产业之间的发展关系，强调不能追求毕其功于一役，明确了“传统能源逐步退出要建立在新能源安全可靠的替代基础上”，“要确保能源供应，大企业特别是国有企业要带头保供稳价”。上述表态再次明确了对此前激进政策措施的纠偏，未来传统能源保供对于经济稳定运行具有重要意义，**新能源等绿色产业发展方向依然明确，但对于传统产业的一些抑制与束缚有望缓和**。

在规范资本方面，会议提出“**要为资本设置‘红绿灯’**，依法加强对资本的有效监管，防止资本野蛮生长。”我们认为对此不应解读为政策要抑制资本的发展，恰恰相反，对未来资本发展的悲观预期需要修正。一方面，会议并未否定资本的作用，而是提出“社会主义市场经济中必然会有各种形态的资本，要发挥资本作为生产要素的积极作用”，这实际上是肯定了各种资本存在的合理性和必要性。另一方面，设置红绿灯和交规是为了道路交通更加有序通畅，而为资本设置红绿灯，规范资本同样也是为了资本更好的发展，在规则明确、边界清晰的情况下，对资本长期健康发展应给予更加乐观的预期。

4、明年全面注册制大概率落地，A股市场或将继续向上突破，继续把握结构性机会

资本市场改革发展方面，会议提出“要抓好要素市场化配置综合改革试点，全面实行股票发行注册制”，这意味着明年注册制改革大概率将在全市场铺开，资本市场改革又向前迈出重要一步。注册制改革是要素资源市场化配置改革的重要一环，提升直接融资占比是我国融资结构调整的方向，匹配科技创新发展的需要，全面注册制改革的快速推进体现出了中央对A股市场的重视程度，一方面更多优质创新企业有望通过进入A股市场融资而加快发展步伐，利好我国经济结构加速调整，另一方面，A股市场的行业结构也将加速优化，新兴产业比重将持续提升，为市场提供更多的投资机会，有利于吸引内外资继续加大对A股市场的配置。

针对A股二级市场表现，综合上述分析，中央经济工作会议进一步明确了后续政策稳增长的方向，政策底已现，未来逆周期政策将加码，宽货币、宽信用兑现的概率提升。历史经验表明政策底领先于市场底，政策底后续阶段大概率伴随A股的抬升，宽信用的逐步兑现将为A股提供良好的上涨条件。同时，虽然目前市场已经开始反映宽信用预期，但仍处于初步阶段，当前市场并未充分 price in 后续的逆周期政策加码。因此，我们对后市A股持乐观判断，未来逆周期调节政策加码带来的贴现率下降以及后续的EPS企稳有望抬升权益资产价格，市场或将继续向上突破。

结构上看，由于不会出现大水漫灌，流动性大幅宽松推动的全局性上涨难以实现，因此建议仍以把握结构性机会为主，如：顺政策的高端制造、军工、绿色领域（长期景气确定，但需警惕估值偏高导致阶段性回调风险）；PPI-CPI剪刀差收窄叠加促销费政策加码对应的消费领域；财政政策发力对应的基建领域等。此外，也可关注政策引导下，悲观预期修正有望带动估值修复的领域，如互联网、教育等。

（内容来源：云观经济）

什么是房地产业的良性循环

李奇霖

中国资产管理人论坛理事

红塔证券首席经济学家兼研究所所长

在 2021 年 12 月 6 日的政治局会议公告上，房地产业良性循环的提法，引起了市场的关注：“要推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，促进房地产业健康发展和良性循环。”那么，如何解读房地产业的良性循环呢？这里谈谈我个人的一些理解。

过去几年，房地产行业的规模快速扩张主要靠的是快周转战略。快周转战略是怎么形成的呢？

首先，过去几年，房企的外部融资是持续收紧的，如果外部融资靠不住，房企又还想扩张规模，那就只能靠卖房子来创造现金流。其次，一线城市拿地成本高，供地少，房企又想拼规模，有规模扩张的冲动，正好三四线城市在搞棚改货币化安置，但同时又担心三四线城市房地产长期前景，所以倾向于通过这轮短期繁荣快速变现。再次，2016-2017 年房地产持续去库存叠加棚改红利，房价上涨预期强，快周转吸引了不少品牌房企入驻三四线城市，基于对品牌价值的信任，再加上房价上涨预期，居民部门希望通过买期房提前锁定收益，房企也希望卖期房提前锁定现金流。最后，预售款的监管不够严格，一些房企能够通过虚报工程进度等方式来提前支取预售款，提前支取后，房企一般不会用于加快施工交付，反而是开启新一轮的拿地—新开工—预售的流程。

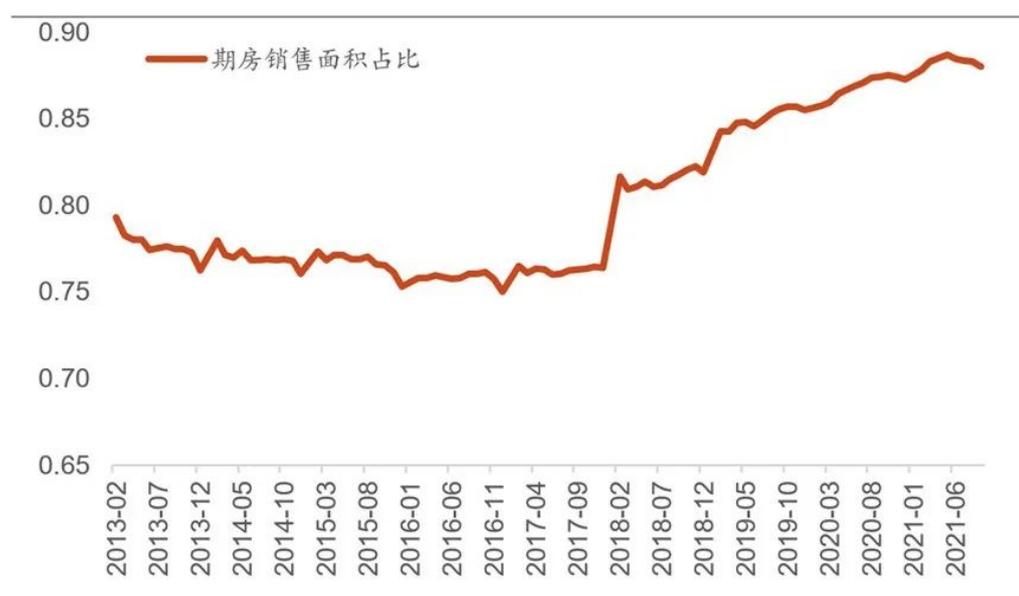


图 1 期房销售面积过去几年明显抬升

资料来源：wind，红塔证券

看到这里，你会发现，在外部融资收紧的时候，房地产规模的快速扩张实际上是通过预售资金加杠杆来实现的。预售资金并没有严格用于工程交付，反而用于扩大新的规模，这相当于拿本来用于工程交付的资金来加杠杆。整个房企的资金链条高度依赖房地产预售产生的现金流，这是维持规模扩张、存量债务偿还的重要基础和前提条件。

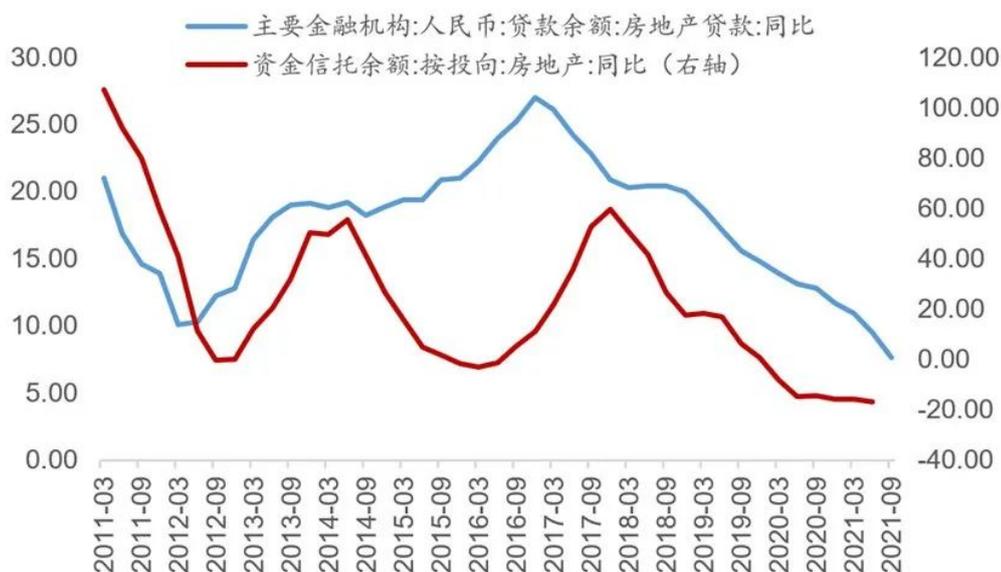


图2 房地产融资明显收紧

资料来源：wind，红塔证券

然而，上述模式在2021年较为严格的房地产调控下发生了一些变化。

第一，“三道红线”收紧了房企杠杆扩张的上限。房企加快了竣工，确认营收，降低看得见的杠杆。但同时通过商票把看不见的杠杆加得更高，对工程款的占用加剧，这让整个房企的资金链条更加依靠预售款了。**第二，房价上涨的预期不再了。**棚改货币化安置的红利已经过去，更重要的是，房地产贷款集中度考核收紧了银行按揭投放的额度，居民购房成本有上升的压力，随着购房者对房价上涨预期发生改变，持币观望者增多，房企流动性回笼的压力加大，于是不得不以更低的价格、更优惠的折扣加紧变现，使得部分地区的房子开始供过于求，这又反过来加剧了房价下行的预期。**第三，随着房企的资金链收紧，信用风险压力加大，购房者和房企之间的信任关系被打破了，而信用风险削弱了公众对品牌房企的信任，这让预售回款的难度进一步加剧。**

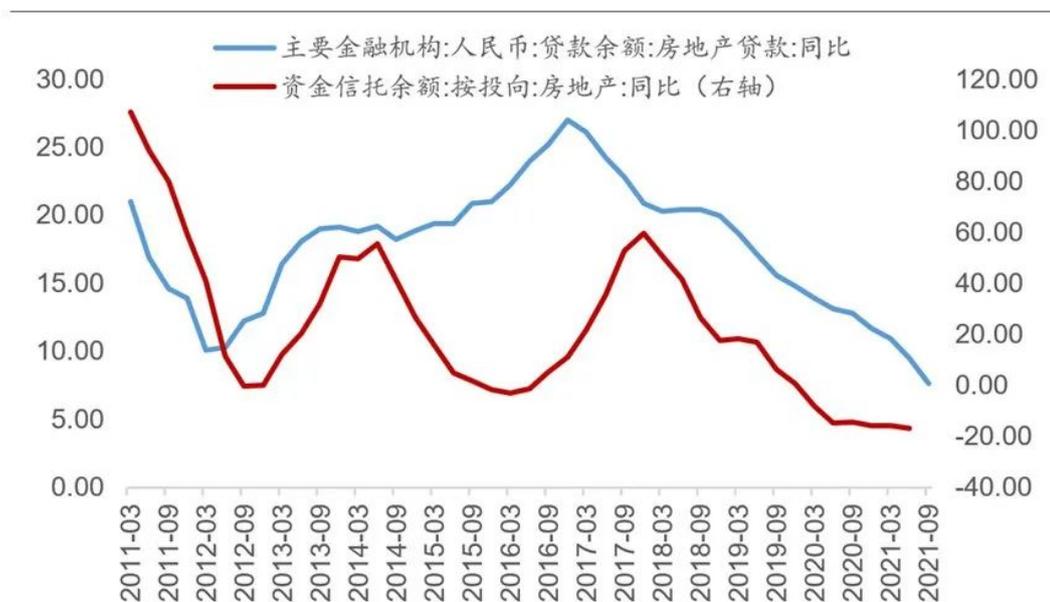


图3 房地产行业应付票据与应付账款同比增速加快

资料来源: wind, 红塔证券

这个时候, 房地产市场的信用风险就会呈现出“自我强化”的特征: 房子难卖-回款困难-外部融资紧-房企出现信用风险-房子更难卖(品牌价值削弱, 持币观望者变多, 预售难度加剧)-回款更加困难(只能以更低价格抛售, 继续打压房价上涨预期)-外部融资更紧(金融机构风险偏好收缩)-房企信用风险继续释放-.....显然, 这是一个“恶性循环”。

当外部融资收紧、房地产销售有下行压力会让房企加大资产处置的力度回笼资金, 但越这样做, 房地产销售压力越大, 而当房企资金链断裂信用风险发生的时候, 外部融资会越紧, 进而越来越多的房子要折价抛售。尽管长期来看, 中国经济转型要逐步“去地产化”, 尽管“房住不炒”战略的大方向坚定不移, 我们对此有足够的信心。但短期来看, 房子过快减值显然是不利于金融风险防范的, 一方面金融机构有不少的房地产信用敞口, 另一方面, 房子是非常重要的抵押品。而且这涉及到购房者利益保护问题。预售房是买房的钱交了但还没入住, 房企资金链周转压力上升, 意味着项目保交付的难度在加大。

因此, 针对房地产调控的措施需要修正, 把“恶性循环”变成“良性循环”。要解决“恶性循环”的问题, 关键是要把房子折价抛售的形势给扭转过来, 把房企过紧的外部融资约束给松动一下。

具体来看:

第一, 放松过紧的按揭信贷政策, 适度松绑房地产贷款集中度限制, 让按揭贷款正常投放, 满足居民刚需和改善型住房的需求, 房地产销售市场能正常运转了, 房子不得不折价无序抛售的问题就得到缓解了。第二, 将过去执行得过于严厉、积压的房地产开发贷款投放出去, 满足房企正常的流动性需求, 同时打开房企在银行间市场发债的正门。在房企的流动性周转压力减轻的时候, 它们也就不用着急快速靠折价卖房子回笼资金了。第三, 对于有出清压力的房企, 就通过鼓励龙头优质房企去收购低价抛售的资产。这些龙头优质房企本身可以在金融机构那获得稳健溢价, 融资成本低, 再加上未来并购贷款可能会不纳入

“三道红线”，这都有助于他们扩大规模，提高房地产行业的集中度，整个房企的国有控股比例未来将明显上升。

因此，“良性循环”是出于金融防风险的需要，房子的正常购买需求回来了、有龙头优质房企来收购低价抛出的资产了，房企的外部融资压力缓解了，流动性压力没那么大了，自然继续低价抛售资产的压力就下降了，于是信用风险无序释放的压力缓解，市场就可以回到一个正常的状态。但至少从目前来看，还尚不能确认房地产政策会彻底的转向，目前针对房企的放松措施仍然是边际的，是因为防风险和保交付的需求，而非“走老路”。

此外，当预售资金的监管加强，通过预售款加杠杆的快周转战略也会成为过去，未来房地产市场将逐步回归至现房为主的时期，即使是期房销售，预售的资金也只能被严格用于项目支付，没有了资金快周转的职能。

尽管短期政策放松，让此前资金链吃紧不得不停工的房企可以重新复工，对房地产开发投资有支撑，但从长期来看，现房销售模式意味着一个房子的销售款只能对应一个工地的开工，交付一个再开工一个，房地产销售对房地产投资的杠杆效应就会明显下降了，这对房地产投资的冲击是深远的。

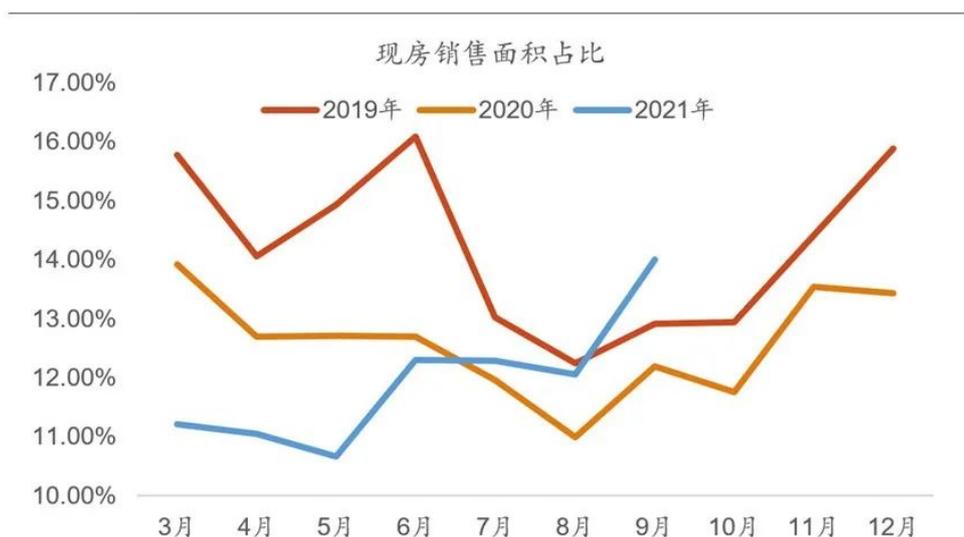


图 4 现房销售的比重开始上升

资料来源：wind，红塔证券

当然，从这次会议的通稿来看，政策已经想到了应对方法，那就是扩大保障房投资的规模。我们认为未来会引导更多的专项债资金对接到保障房的投资上，化解保障房投资的融资约束，从而对房地产投资下行起到托底的作用。

（内容来源：奇霖宏观）

周期的镜像——2022 年国内宏观经济展望

邵宇 上海金融与发展实验室理事、东方证券首席经济学家

赵宇 东方证券财富研究中心博士后研究员

陈燃萍 东方证券财富研究中心博士后研究员

陈达飞 东方证券宏观研究员

分立的宏观账户和投入-产出、供给-需求等概念有助于经济分析，但却无意识地强化了经济活动的对立性，破坏了内在统一性。在当下以全球产业链为基础的全球化时代，理解任何开放经济体的经济运行都需要将其置于全球范畴。这既是一般均衡思维的体现，也是其内在要求。没有开放视野，就不能充分理解新冠疫情以来国内经济的运行特征，也就失去了展望 2022 年的重要抓手。

在稳增长的前提下，外需与内需互补。外需的重要性不只体现在其对经济增长的拉动上，而是具有牵一发而动全身的作用，其与内需是一种正反馈的关系。经验上，出口交货值与固定资产投资、企业利润、劳动者报酬等正相关，依出口依赖度而异。2020 年 2 季度以来，中国出口一直保持高景气，增速频频超预期，这为国内逆周期政策的退出以及发力点的后置创造了空间，同时也是促改革和去杠杆的底气。但周期正在走向对立面，2022 年，（1）海外宽松政策逐步退潮，美联储退出速度或超预期；（2）在新冠疫情可控情境下，西方国家仍将推进防疫政策的松绑，供应链恢复将释放更多产能；从而，明年出口很难再保持 2021 年的高景气。考虑到出口高基数，甚至可能成为经济增长的拖累，再叠加房地产开发投资的疲弱和消费复苏的无弹性，逆周期政策当厚积而薄发。

展望 2022，与过去两年整体上呈现出一种“镜像”关系，具体表现为：（1）国内外经济周期的镜像——从内升外降到内降外升。海外超大规模的宏观政策逐渐退出，外需的超常增长及其对内需的带动效应会趋于收敛，甚至可能会出现超预期压缩的情形，原因在于企业激进的补库存行为；（2）作为一种响应，内外政策周期的镜像——从内收外放到内放外收，国内是厚积薄发，国外则是难以为继。

核心观点

增长与周期：疫情以来，中国经济周期走在世界前列，分别领先于美国 1-2 个季度，欧盟 2-3 个季度。截止到 2021 年 4 季度，仅中国和美国回到了疫情前的潜在产出增长路径。但各经济体供求力量的对比显著不同。这背后反映的是政策调控思路的差异，正是这种周期的错位为中国经济和政策赢得了调整的空间。显然，3 季度以来，在供给约束和内需复苏仍然乏力的情况下，国内经济下行压力增加。4 季度开始，政策发力迹象渐明。12 月 10 日，中央经济工作会议召开后，明年的经济、政策基调更加明确化，可见度

提升。稳增长和“以经济建设为中心”被放在了更加突出的位置，并且政策层对实务工作中的长期发展逻辑与短期增长矛盾之间做了更加协调化的安排。在短期增长矛盾上，修正了今年一刀切的、有偏的双碳政策，提出“正确认识和把握碳达峰碳中和”，碳达峰目标“不可能毕其功于一役”，并且重提逆周期调节，明确了要加快财政支出进度；而在长期发展逻辑上，共同富裕、落实科技政策、新能源、房住不炒、防范化解重大风险等依然是坚持强调的重点方向。从长短期结合的角度分析，明年的经济基调是稳增长但也会有的放矢。预计明年的 GDP 增速区间在 5.0%-5.6%，增长节奏上前低后高。

地产：明年房地产投资预计将从谷底逐渐回升。随着稳增长的政策基调更加清晰，今年末已处于地产政策的底部区间，中央经济工作会议上也提出针对房地产要“加强预期引导”，“推进保障性住房建设”，体现出政策层修复当前地产衰退预期的意图，但需求端的底部仍未到来，地产销售和价格预计在明年上半年方能企稳。另一方面，随着三道红线、供地两集中等机制的推行，房地产行业调控的长效机制已逐步建立，地产行业面临新一轮重构，传统的高杠杆、高周转模式在新的政策框架下已经行不通。“房住不炒”的表述也再次出现在本次中央经济工作会议当中，整体的房地产调控基调不变，政策面更着眼于维护地产市场稳定健康发展，防范债务风险扩散，避免房企正常运作的资金链断裂。

基建：经过四季度总理座谈会、政治局会议、中央经济工作会议等几次政策定调后，可以预期明年财政支出的强度、进度将提升，明年将适度超前开展基础设施投资，今年基建增速偏低的情况预计将好转。基建投资的导向上，向新基建的倾斜可能更加突出，新能源等基础设施建设将成为拉动基建投资的重要力量。新能源基建一方面包括旧的传统能源的改造与技术升级，例如煤炭清洁高效利用；另一方面涉及新能源基础设施的投资建设，包括风力发电、光伏发电、储能设施、充电桩传统能源的改造与建设等。《2030年前碳达峰行动方案》公布后，风电、太阳能发电的增速空间进一步明确，与此同时，基建投资的内部结构也有所分化。截至今年 10 月，传统的道路运输业投资累计增速仅为 1.2%，基建整体的复合增速仅为 0.85%。另一方面，太阳能发电装机量同比增长了 23.7%，风电装机量累计增长了 30.3%，充电桩保有量同比增速在 50%以上。预计 2022 年狭义基建投资增速在 2-4%左右，节奏上前高后低。

消费：2022 年制约消费的收入、疫情、避险倾向等因素将取得一定程度的好转，但大幅度的改善依旧难以实现。在长期趋势上，社零增速是下移的，2010 至 2015 年的社零年均增速是 14.3%，2019 年已下降至 8%，从这个意义看消费增速回到疫情前的 8%比较困难。按社零长期趋势外推，2022 年的趋势增速约为 5.5%到 6.2%。预计 2022 年上半年受基数效应的干扰，消费增速将偏低，下半年经济周期企稳，消费表现预计优于上半年，全年有较大可能未及疫情前的增速水平。此外，今年消费的一大特征是新冠疫情对消费的影响逐渐长尾化，消费环比数据在 2020 年波动较大，今年随着疫情管理成熟、重症率下降、民众对疫情影响熟知度提升，社零的环比波动幅度下降，以标准差衡量的振幅由去年的 3.8%下降至今年的 0.36%。对于明年而言，这可能意味着疫情对消费的直接影响会有所消退。

出口：明年随着海外国家经济复苏越过高点，进入下行期，海外需求对出口的拉动效用将会下降。中国出口指数与全球出口指数高度正相关，根据 CPB 的世界出口量数据，全球货物出口量指数今年 3 月后开始下行，中国出口量指数也在同步下降。但出口价格指数却在走高，量价结构呈现背离的趋势，中国出口价格指数今年上涨了约 10%，在下半年对出口形成了支撑，这也是 7 月份之后中国出口金额增速再次提升的原因之一。而明年随着 PPI 回落，出口价格的支撑作用大概率将下降。大的趋势上，中国出口增速继续上行的可能性已比较低，明年出口将平缓回落，而在明年上半年仍然具有相当的韧性。

通胀：自上而下的看，供需缺口、过剩流动性收敛、翘尾因素会引起明年 PPI 出现趋势性下行，但由于国内碳中和、碳达峰政策的长期存在，以及全球供应链紧张的问题未能彻底缓解，PPI 下行斜率预计较为平缓，中枢预计在 5-6% 上下。CPI 将温和上涨，明年驱动 CPI 上涨的主要力量是消费需求逐渐复苏、猪肉价格上涨以及上游价格的向下传导等，中枢水平预计在 2%-3%。

生产：明年工业生产结构的分化预计有所收敛。能耗双控仍会延续，但政策压力与今年相比有一定程度缓解。中央经济工作会议上对明年的双碳政策安排做出了总体的安排，碳排放控制“不可能毕其功于一役”，“传统能源逐步退出要建立在新能源安全可靠的替代基础上”，这事实上构成了今年双碳政策执行过程中的总结与修正。而在考核上则提出“尽早实现能耗双控向碳排放总量和强度双控转变”，能源消费强度指的是单位 GDP 的能源消耗量，更侧重效率层面，也更加重要，明年限产政策的执行过程中的一刀切情况预计将减轻，更加注重效率与科学的考核。

经济增长回归潜在路径

今年 GDP 增速前高后低，下半年增长下行的速度偏快。经济各分项复苏节奏的错位逐渐加深，地产在去年的高增长后今年高斜率下行，消费全年恢复较慢，出口构成了经济的主要支撑。

上半年经济复苏的形势、海外经济政策环境也相对友好，一季度增速 18.3%，二季度增速 7.9%，复合增速也分别达到 5.0% 和 5.5%。2 月和 3 月虽然也有疫情反弹、就地过年的短期事件干扰，但政策层面在 430 等会议上对经济的定调也较乐观，央行一季度的货币政策执行报告中同样表示经济稳定恢复，稳中向好。下半年经济下行的压力加速显现，8 月和 9 月相继发生了河南洪涝灾害、疫情接连复发扩散。发改委 8 月发布《2021 年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表》后，地方限产限电的力度增加，PPI 逐渐加速上涨，生产端的受限引起了非典型滞胀格局。在这些因素的作用下，第三季度的增速滑落至 4.9%，消费的 9 月增速降至接近 0%，地产的下行速度也在加快，伴随着全球能源紧张引起的海外能源价格上涨，全球的政策环境开始转向收紧预期，市场的悲观预期浓厚。

从对 GDP 的贡献看，在猪肉生产放量增长的带动下，第一产业的增速及贡献已超过疫情前的水平，第二产业在限产的作用下三季度开始下滑，第三产业依然是缺口最大的板块，建筑业和地产业的 GDP 增速在 3 季度同时步转为负增长，降为 -1.8% 和 -1.6%。到 10 月份后，政策层面对限产有所松动，煤炭的生产和库存提升，生产有一定回暖，稳增长的政策力度在增长，但整体的下行趋势仍在继续。

展望 2022 年，明年经济动能可能出现轮换，内需修复，外需回落。从增长方向看，上行或者有上行空间的是消费、制造业投资、基建投资。消费随着下游价格的回升逐步修复，制造业受益于今年的高盈利增速，基建随着财政支出的提前，增速较今年预计会提升。下行的主要是出口、地产。明年地产下行的趋势和压力短期内仍会延续，出口虽然依旧有较高的韧性和绝对增速，出口份额回落已成为概率较大的事件。

此外，明年稳增长的需求、必要性及政策手段将会增加。12 月的中央经济工作会议、中央政治局会议对明年的经济基调的定位偏重于“稳”。当前经济供需两侧均面临着较大压力，供给端存在着较高 PPI，工业生产下行，碳中和碳达峰政策的长期约束；需求端存在着消费复苏乏力，受到疫情、收入等因素的限制，出口面临转弱的走势，地产预期则大幅下滑，各个环节均存在较高的风险和不确定性预期。

而伴随明年稳增长政策力度的提升，国内经济也将开启新一轮周期，从政策轮转来看，国内的政策节奏远远领先于海外发达经济体。与去年疫情发生后的自底部爬升周期相比，明年将会是一轮小周期，中央经济工作会议对长期逻辑与短期矛盾之间做了更加长效化的安排，核心安排也是围绕这两点展开，正视短期矛盾，“正确认识和把握碳达峰碳中和”、“不可能毕其功于一役”；坚持长期逻辑，共同富裕、碳减排、房住不炒等问题的长效化机制安排将会形成。预计明年的增速区间在 5.0%-5.6%，增长节奏上前低后高，主要的增长压力集中在上半年。

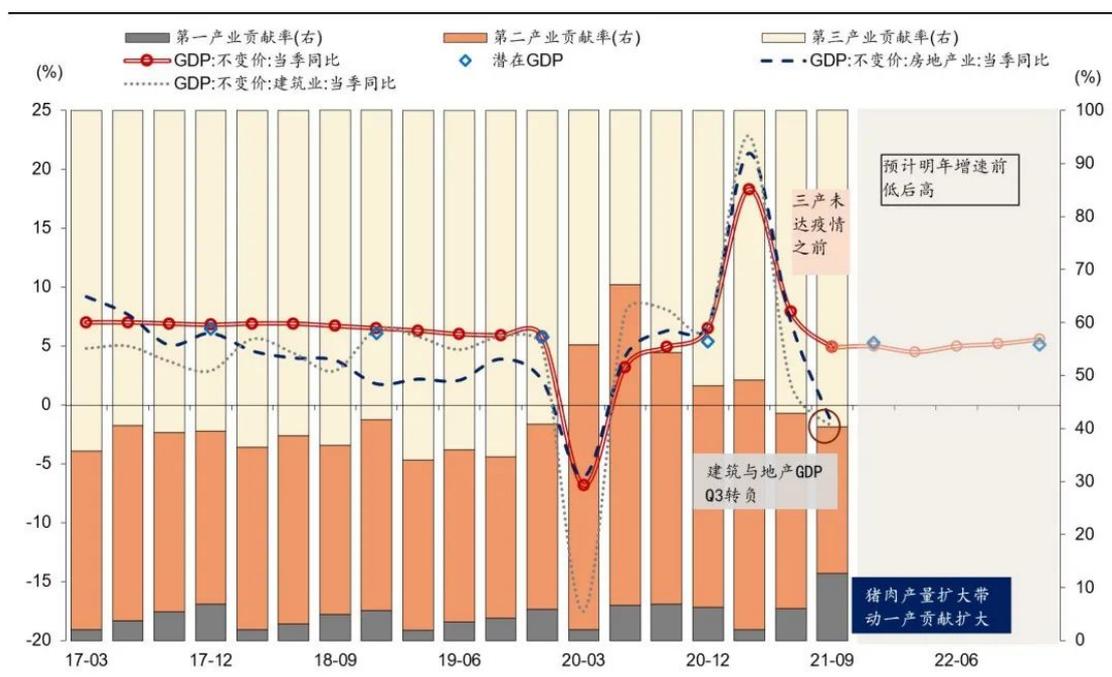


图 1 2021 经济增速回顾与 2022 展望

数据来源: wind, 东方证券财富研究中心

消费低速修复

2021年，消费的复苏从年初寄予厚望到持续低于市场预期，是修复最为缓慢的经济大类分项。这其中既有消费内生动力缺乏的因素，也有疫情管控、灾害冲击的干扰，尤其较为严格的疫情管理使得线下服务类消费的场景减少，居民出行区域缩小带来服务型、社交型消费的萎缩。

按时间划分，今年上半年消费增速略好于下半年，上半年的社零的复合增速在3%到6%之间，年中之后，消费的走弱更加明显，复合增速处于1.5%到4%左右的较低水平。回顾全年，意外扰动事件几乎不曾间断，上半年的主要干扰事件是1月份全国疫情反弹——全月新增病例达到2493例，是2020年3月份以来的最高值，以及2月份春节期间各地鼓励就地过年的政策，使得1月的社零环比负增长，2月的餐饮消费同样负增长。到了三季度，消费增速下行到全年的低点，尤其是8月份全国多地的零散式疫情、洪涝灾害等事件削弱了外出就餐需求，餐饮消费复合增速再次降为负增长。这之后，随着通胀的向下传导，消费（必选消费相对更加显著）复苏的迹象开始逐渐显现，历年消费的季节性特征也是年末较高。

从具体的消费项目看，当前消费修复缓慢的主要拖累项目是地产后周期的家具、家电等消费，以及与出行社交相关程度较大的餐饮、服务类消费。今年地产下行偏快，导致了后地产周期消费的弱势。服务消费受到疫情的直接影响，网购消费增速更高。

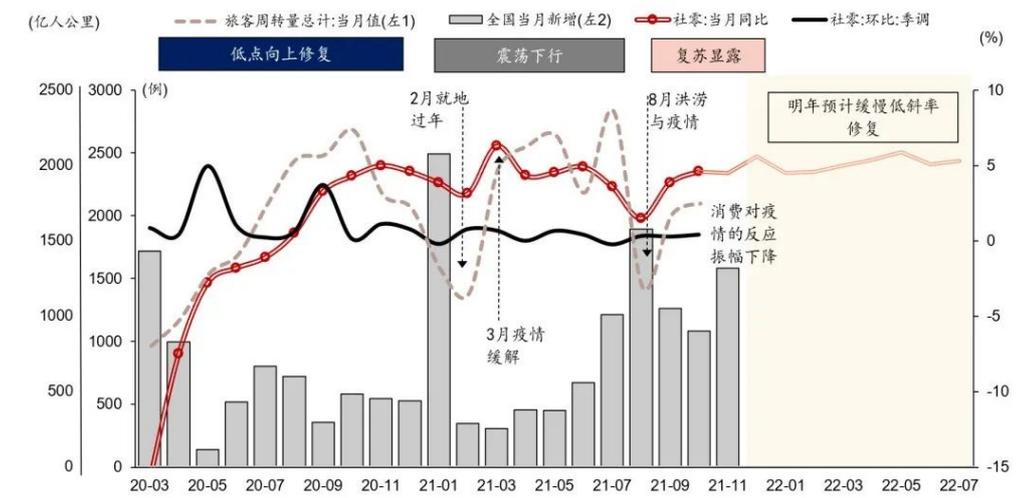


图 2 2021 消费回顾与 2022 年展望

数据来源：wind，东方证券财富研究中心

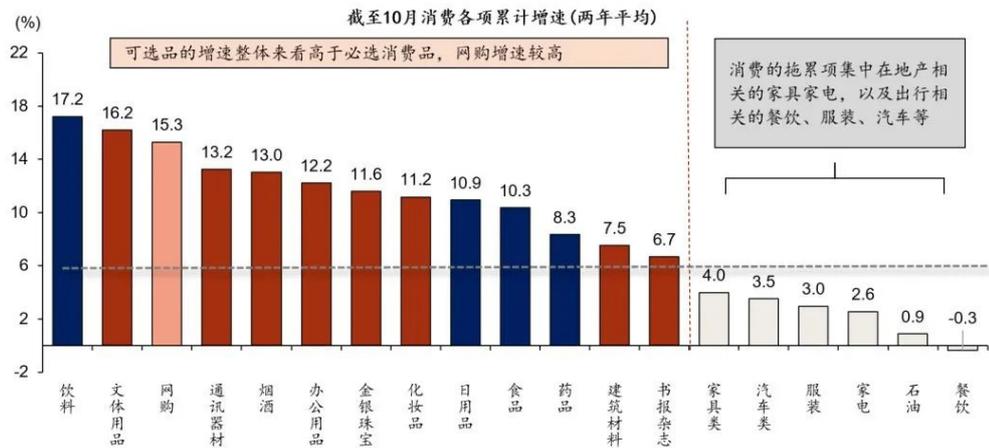


图 3 2021 年消费增长的结构：地产后周期、出行消费是主要拖累

数据来源：wind，东方证券财富研究中心

总结起来，疫情以来消费受抑制的因素是多层次的。首先是疫情不断反复以及较为严格的动态清零管理政策。每轮疫情反弹都会对消费者的出行需求和线下的服务型消费构成冲击。年初的就地过年，年中全国各地多轮疫情反复，消费每次下跌背后都有疫情的身影，从旅客周转量数据看，1月和8月的疫情的反弹都对出行造成了较大的负面冲击，8月的旅客周转量相比7月下降了约50%，导致了暑期旺季时期商品、餐饮消费的异常下跌。

其二，普通民众的工资收入恢复有限。服务业、建筑与房地产业今年受到不同程度的外生冲击，蓝领工人、农民工、个体摊贩的收入影响较大。居民收入增速也出现了下滑，截至2021年三季度全国居民人均可支配收入累计实际同比5.05%，相比二季度增速下滑了0.1个百分点，并且收入增速也尚未回升至疫情前的水平，2019年和2018年同期的人均可支配收入增速分别为6.1%和6.6%，当前仍有1到1.6个百分点左右的差距。

其三，资产收入下滑、收入分化增加。2021年，房地产市场和股票市场两大资产表现较差，70城市新房价格增速在4月份开始回落，房地产基金市场的赚钱效应较去年变差，财富效应减少的同时贫富差距拉大，三季度平均收入与中位数收入的增速差距扩大到疫情以来的最高值。

其四，居民信心受损，消费倾向降低，储蓄意愿增强。央行在今年三季度的储户调查问卷显示，居民更愿意增加储蓄，选择更多储蓄的占比达到50.8%，比2019年同期提高了5个百分点。消费和投资的意愿下降都比较明显，更多消费的占比由2019年9月的27.7%下降至24.1%，更多投资的占比由27.8%下降至25.11%。此外，三季度人均消费支出增速则为3.68%，相比疫情前的增速仍有较大的缺口。

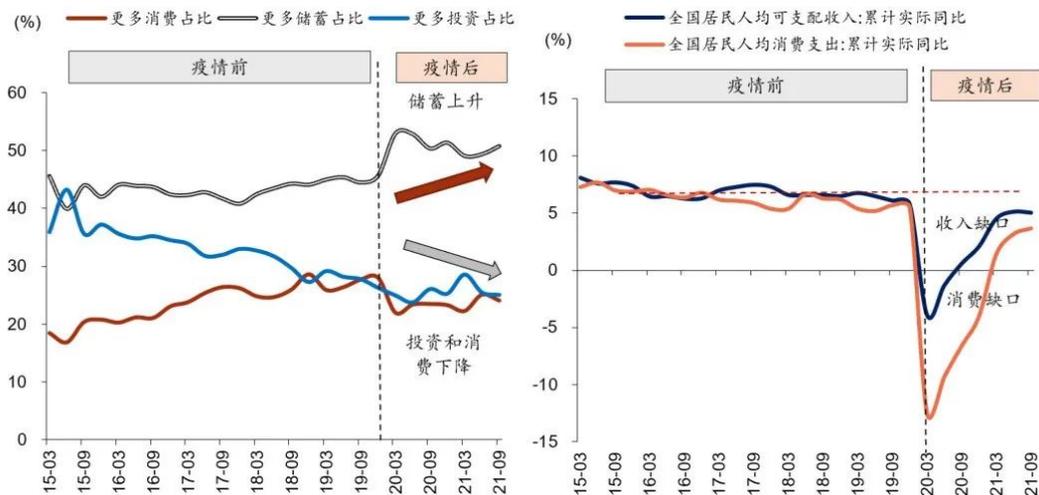


图 4 疫情后居民收入增速下滑，储蓄意愿上升，收入与消费双缺口

数据来源：wind，东方证券财富研究中心

2022 年上述这些制约消费的因素将取得一定程度的好转，但大幅度的改善依旧难以实现。在长期趋势上，社零增速是下移的。2010 至 2015 年的社零年均增速是 14.3%，2019 年已下降至 8%，从这个意义看消费增速回到疫情前的 8% 上下的增速是比较困难的。按社零长期趋势外推，2022 年的趋势增速约为 5.5% 到 6.2%。具体到数据层面，预计 2022 年上半年受基数效应的干扰增速将偏低，下半年疫情边际好转，内需企稳，消费表现预计优于上半年，全年有较大可能未及疫情前的消费增速水平。

此外，新冠疫情的冲击对消费的影响逐渐长尾化，消费环比增速在 2020 年波动较大，但今年的特征是，随着疫情管理成熟、重症率下降、民众对疫情影响熟知度提升，社零的环比波动幅度下降，以标准差衡量的振幅由去年的 3.8% 下降至今年的 0.36%。对于明年而言，这可能意味着明年疫情对消费的直接影

响会有所消退。明年在政策层面值得关注的是在居民储蓄意愿增长的背景下，能否将剩余储蓄转化为消费。2020 年十九届五中全会提出扎实推动共同富裕，2021 年 3 月《十四五规划纲要》发布，远景目标是 2035 年达到高收入国家标准，明年政策消费的提振、共同富裕、三次分配等具体长效政策可能逐渐落地。

基建投资或提速，结构转向新基建

如果说 2020 年财政政策更加“积极有为”，那么 2021 年基建“稳”的含量更多，2020 年基建投资增速 3.4%，今年基建投资增速则较慢，以复合增速口径计算，增速逐月下滑。前 6 个月的基建投资复合增速为 2.4%，到 10 月份基建累计复合增速下降到了 0.85%。

伴随着经济增长下滑的压力增加，市场对财政与基建提速的预期也在上升。在 730 政治局会议上，政策层适时做出了调整，“积极的财政政策要提升政策效能”，首次提出跨周期调节，对专项债的发行、基建实物工作量提出了要求，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度。但从政策调整、资金发行到项目

落地，时滞的存在使基建增速仍继续下行。四季度，随着专项债发行提速，到年底随着工作量落地，基建增速仍有进一步小幅度上升的可能。

基建投资增速较慢与 2020 年高基数相关，但也反映了财政的态度基调，2021 年造成基建投资增速偏慢的主因有几点。首先是与资金端偏紧偏慢，年初经济增长压力较低，专项债额度未提前下达，截至 10 月底新增专项债发行比重为 83%，而 2019 年 8 月之前已完成了 80%。至 11 月，专项债的发行规模约 3.35 万亿，发行进度，绝对规模少于去年同期。其次，政策层面的态度关注重心在防范地方政府债务风险，专项债“穿透式”监管，城投融资、非标资金监管力度较大也构成了基建约束之一。再次，今年政府托举经济的意愿不明显，中央经济工作会议总结今年“经济发展和疫情防控保持全球领先地位”，全年 GDP 增速依旧维持在合理区间。

展望 2022 年，稳增长的需求上升，基建投资偏慢的情况预计将边际好转。政策的态度上，政治局会议定调明年经济工作要稳字当头，中央经济工作会议提出“保证财政支出强度，加快财政支出力度”，随着基建项目实物工作量的落地，明年上半年基建投资增速有望提升，但全年基建大幅度放量的可能性比较低，经济工作会议同样强调了财政的“可持续”，“更加精准”，结构上向新基建领域倾斜的特征会更加显著。

在长期趋势上，拉长周期来观察基建的投资增速，2015-2017 年，基建投资处于高增长期，年均增速在 15% 上下，逆周期的特征比较明显。2018 年后，基建投资的增速下了一个台阶，降至 4% 上下，疫情后基建投资增速再降至 2% 左右，基建投资已经来到新的周期。

基建投资的导向上，向新基建的倾斜可能更加突出，传统基建随着容量饱和，增长空间收窄，**新能源等基础设施建设将成为拉动基建投资的重要力量**。新能源基建一方面包括旧的传统能源的改造与技术升级，例如煤炭清洁高效利用；另一方面涉及新能源基础设施的投资建设，包括风力发电、光伏发电、储能设施、充电桩传统能源的改造与建设等。《2030 年前碳达峰行动方案》公布后，风电、太阳能发电的增速空间进一步明确，与此同时，基建投资的内部结构也有所分化。截至今年 10 月，传统的道路运输业投资累计增速仅为 1.2%，基建整体的复合增速仅为 0.85%。另一方面，太阳能发电装机量同比增长了 23.7%，风电装机量累计增长了 30.3%，充电桩保有量同比增速在 50% 以上。预计 2022 年，基建投资增

速在 2-4%左右，节奏上前高后低。

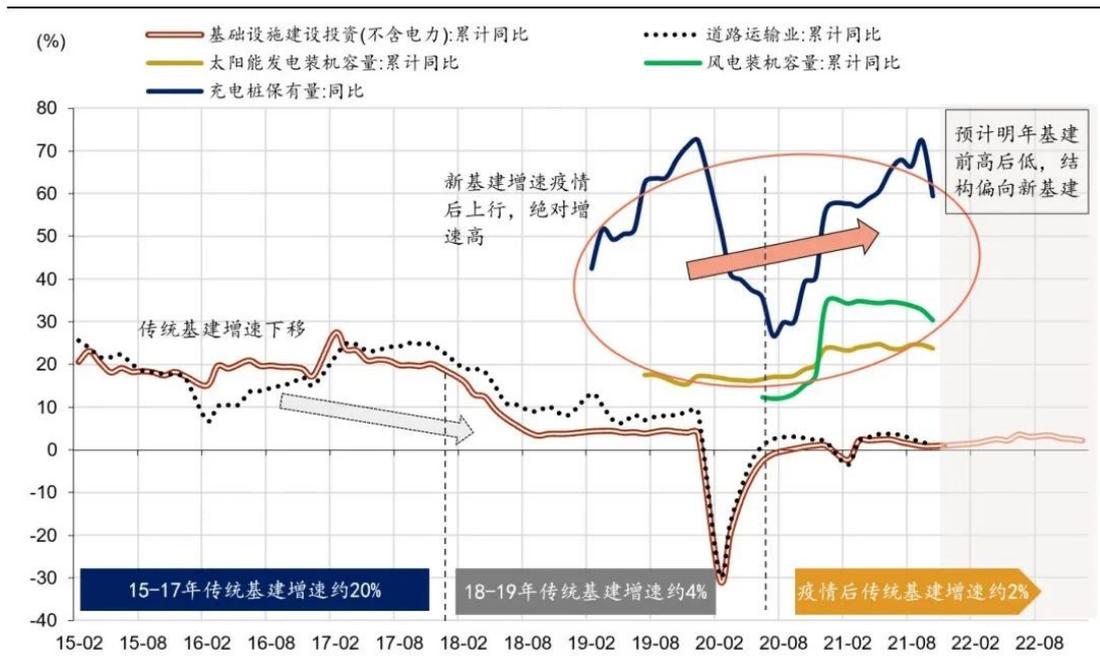


图 5 2021 基建投资回顾与 2022 年展望

数据来源：wind，东方证券财富研究中心

房地产投资触底企稳

回顾疫情以来的房地产走势，**政策环境和态度是关键力量**。纵观全年，地产的政策环境基调偏紧，仅在四季度由于经济下行压力加大、个别房企风险暴露，政策层面有了边际调整的迹象。相比于以往年份，今年地产行业最突出的特征是长期预期更加悲观，由于人口形势的变化、老龄化加重，政策层对房住不炒坚定的态度，使得从购房群体到地产行业从业者，市场对地产的预期比较悲观，购房人群对地产价格上涨的预期也发生了转变。

今年年初至 11 月份几项影响较大的政策陆续出台：地产“三道红线”政策 1 月 1 日全行业正式实施，房企剔除预收款的资产负债率不得大于 70%，净负债率不得高于 100%，现金短债比不得小于 1 倍；房贷集中管理制度 1 月 1 日开始实施，4 月份后 22 个重点城市推行土地集中出让制度；8 月份个别房企信用风险问题发酵；10 月份房产税试点加快。融资端、供地端、需求端都迎来全方位的改革式监管。

为满足三道红线等政策要求，房企的行为也发生了新变化，主要的特征是经营更加保守，加快施工和竣工，在销售端加快回笼资金，拿地的速度则放缓，主动投资的意愿比较弱。上半年地产销售的表现较好，前 6 个月的商品房销售复合增速在 8%以上，进入 7 月后，地产销售开始下行，单月增速转负，同时，地产企业拿地、开工、竣工等环节全面下行，带动内需放缓。

到四季度政策层对地产的监管态度出现了调整，央行 Q3 货币政策执行报告表示维护房地产市场的平稳健康发展，信贷环境也有所改善，12 月中央政治局会议提出促进房地产业健康发展和良性循环，经济工作会议也提及“加强预期引导”，“推进保障性住房建设”，**体现出政策层修复地产预期的意图。**

展望 2022 年，房地产投资预计将从谷底有所回升。随着政策层面的调整，今年末已接近或处于政策的底部区间。但需求端的底部仍未到来，购房人群预期受损，观望情绪上升，70 城新建商品住宅价格环比指数 9 月份后也转为负增长，市场的进一步回暖依赖明年更大力度的稳需求政策出台。**预计明年销售的下滑使投资还具有下行的惯性，二季度地产投资企稳回升，全年地产投资增速约 0%到 3%，节奏上前低后高。**

但另一方面，随着三道红线、供地两集中等机制的推行，房地产行业调控的长效机制已逐步建立，地产行业面临新一轮重构，传统的高杠杆、高周转模式在新的政策框架下已经行不通。“房住不炒、因城施策”等表述再次出现中央经济工作会议当中，**政策面更着眼于维护地产市场稳定健康方式，防范债务风险扩散，避免房企正常运作的资金链断裂，全面放松的概率依然比较低。**

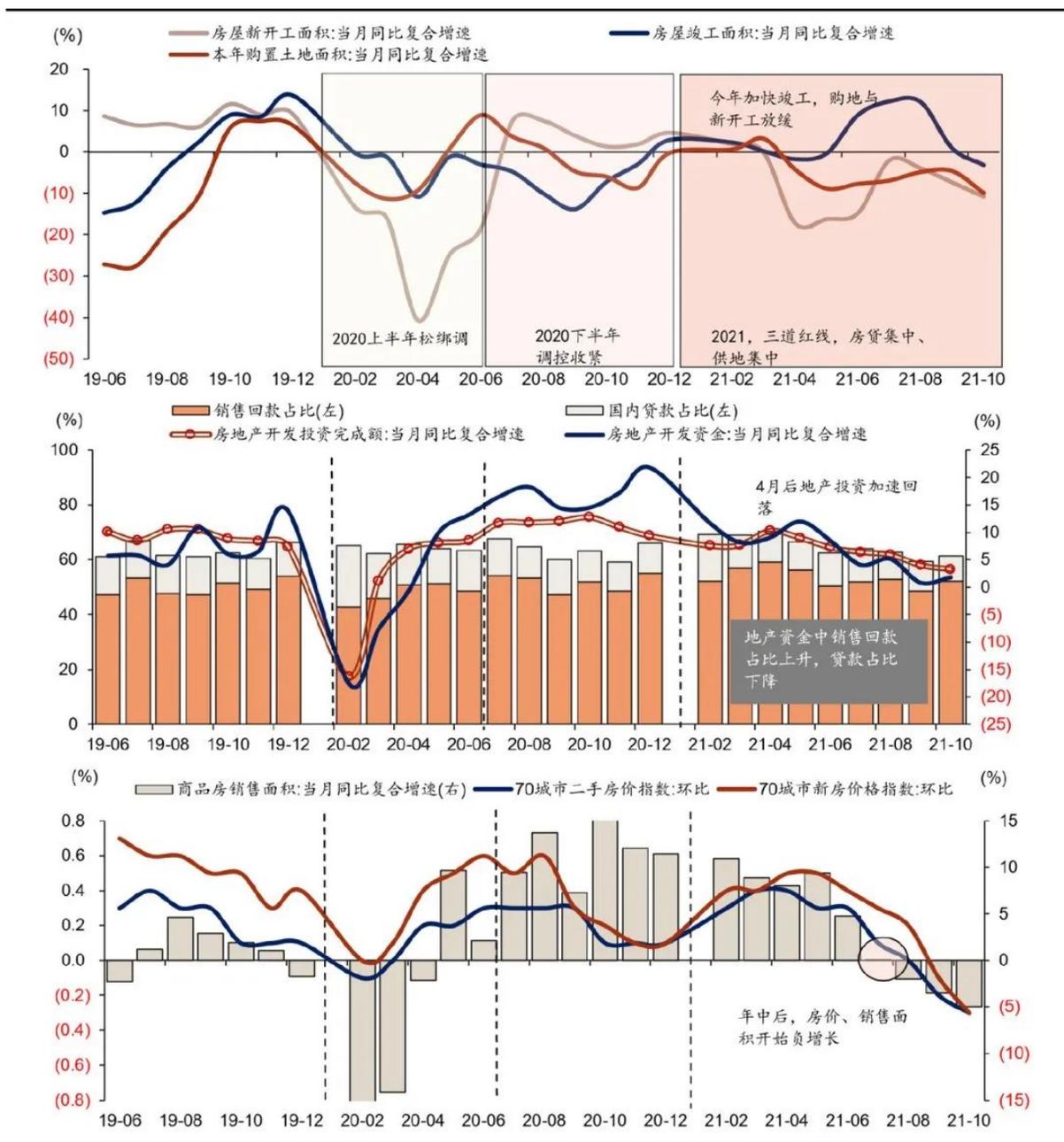


图 6 2021 年房地产回顾：疫情以来地产划分为三个阶段

数据来源：wind，东方证券财富研究中心

制造业资本开支面临利润下行周期压力

2021 年，制造业投资受益于利润改善、出口拉动以及较高的产能的利用率，增速逐渐回升，从一季度至今，制造业投资增速逐步提升，累计复合增速由年初的-3%提升到了 10 月份的 4%。单月增速在 4 月份触底后转为正增长。盈利增长领先制造业资本支出，今年企业盈利增速较高，上半年，规上工业企业利润同比增长 67%，复合增速 20%。下半年出口表现不断超出预期同样支撑了制造业投资修复。结构上，高新技术制造业、上游行业投资增速较高，在下半年制造业投资对稳住固定资产投资增速起到了一定的积极作用。

展望 2022 年，制造业投资有望继续提升，但持续性会受到盈利周期下行的压力影响。产能利用率，社融能够支撑资本开支继续上行。当前制造业产能利用率已处于较高的位置，三季度达到 77.1%，较高的产能利用率对于制造业投资而言是一个推动条件。从盈利的角度看，制造业投资取决于对未来的预期。当企业利润较好，对未来预期较高时，资本开支会上升。而制造业利润、工业企业利润增速在 2021 年 9 月份后进入下行期，对明年的资本开支构成了较不利的预期环境，由于资本开支增速一般滞后于利润周期 8-12 月，制造业投资的持续性在明年下半年可能会受到影响。

另一方面，制造业投资的分化继续存在。明年中下游制造业的资本开支受抑制的环境将可能发生转变，随着通胀的向下传导，下游需求复苏有望带动中下制造业资本开支增速回升。**高新技术产业、新能源碳中和相关行业投资有望继续提升。**传统能源方面，中央经济工作会议提出“传统能源逐步退出要建立在新能源安全可靠的替代基础上”，优化煤炭和新能源组合也将是明年制造业投资增长的方向之一，传统能源的清洁利用与改造投资预计迎来增长。从具体的数据来看，预计 2022 年制造业投资的增速为 10%-12%。

外需平缓下行，保持韧性

出口是今年中国经济的增长的主要贡献项，产生了支柱性作用。今年前 10 个月，出口增速累计同比为 32.35%，复合增速 15%，增速在上半年小幅度回落后，下半年出口增速再度提升，贸易顺差也同步扩大，单月贸易差额今年 3 月份以来逐月抬升，到 10 月已提高至 845 亿美元的近 5 年来的最高点。较强的出口拉动了企业盈利，减轻就业压力，也为今年地产调控、政策较高的定力创造了条件。

海外疫情出现多轮反复、全球产出缺口难以弥补是今年出口旺盛的主因。主要发达国家在管控、共存、开放、封锁中反复纠结，产业链修复普遍滞后，海外生产需求和消费需求拉动效应比较强。此外，发展中国家受疫情影响供应链恢复缓慢，中国率先恢复，完备的产业链体系在疫情中发挥了重要作用，形成了比较明显的出口替代效应。

从出口份额的表现看，疫情后中国的出口份额比重明显提升，以美国、欧盟、英国、日韩、越南、俄罗斯等主要经济体为分母做比较，中国的出口份额由疫情前的 18% 提升至今年 8 月最高峰时期的 24%。但今年下半年，中国出口份额已逐渐回落。**四季度至明年初，出口增速的拐点预计将出现。**

展望 2022 年，出口增速与海外 GDP 增速直接相关，明年随着海外国家经济复苏越过高点，进入下行期，需求端的拉动将会下降。中国出口增速继续上行的可能性已比较低，大的趋势上，明年出口将平缓回落。

此外，中国出口增速也在向全球贸易增速均值回归，中国出口指数与全球出口指数高度正相关。随着海外本土生产逐步恢复，全球贸易增速也将逐步放缓，根据 CPB 的全球出口数据，全球货物出口量指数今年 3 月后开始下行，中国出口量指数也在同步下降。

但出口的量价结构背离随着国内 PPI 的上涨也在加剧。出口价格与 PPI 有较高的同步性，伴随着 PPI 走高，中国出口价格指数今年涨幅不断扩大，年初至今上涨了约 10%，尤其是下半年对出口额形成

了支撑，这也是7月份之后中国出口金额增速再次提升的原因之一，而明年随着PPI回落，出口价格的支撑作用大概率将下降。到明年下半年，随着海外生产缺口回升，出口替代效应减少，中国出口增速放缓预计更加明显。而在需求侧，消费类商品出口的变化更多地取决于美国国内消费需求的边际表现，美国财政补贴使今年民众的消费需求旺盛，明年随着补贴消退，商品消费下滑将可能拖累中国消费品的出口。但中国产业链的长期完备优势使出口出现剧烈回落的可能性较低，保持相当的韧性。在明年上半年地产下滑、消费等内需填补不充分的时期，出口仍会是经济的主要拉动力量。预计2022年出口增速回落至8%-10%左右，在节奏上逐季下滑，前高后低。

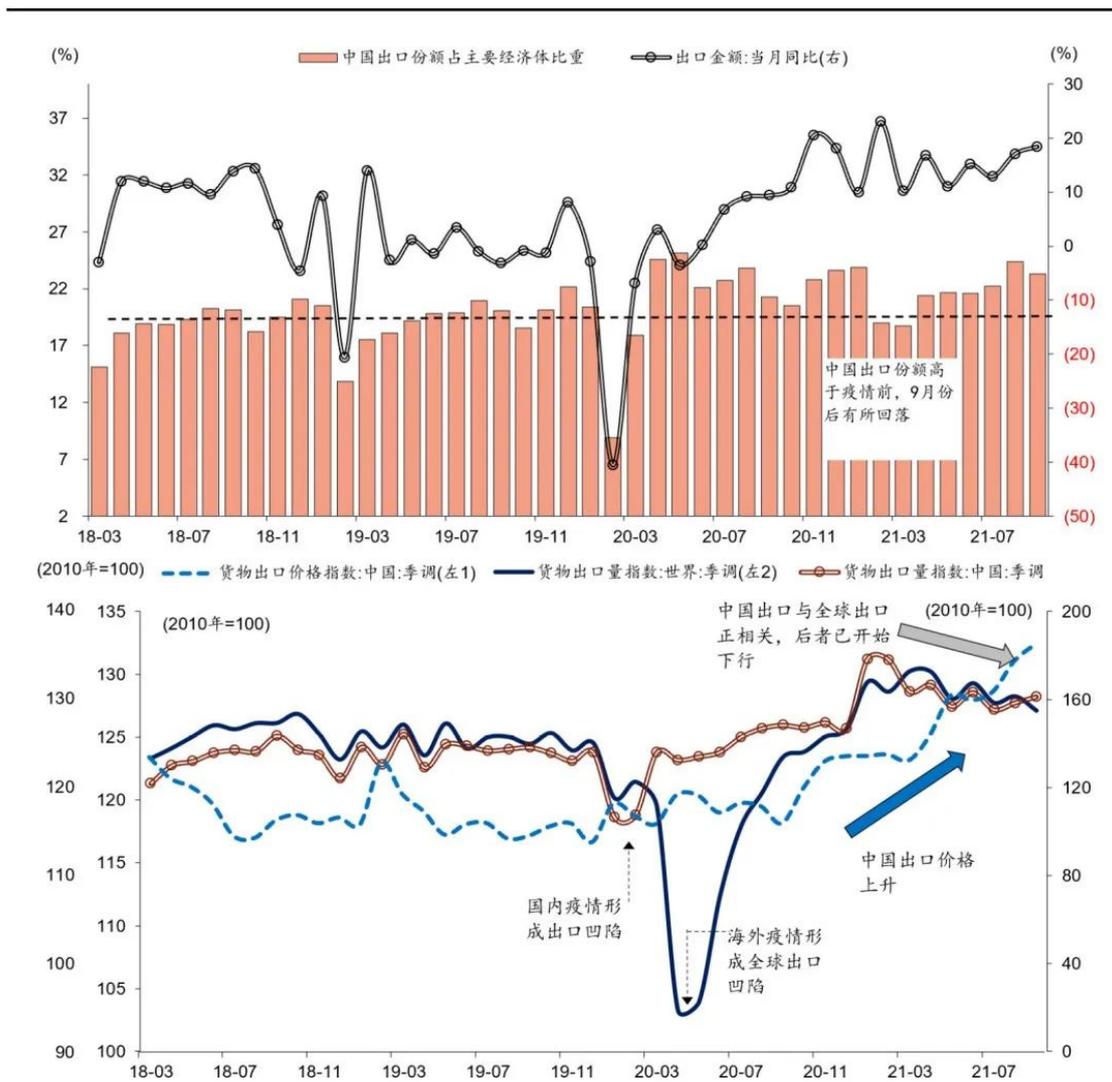


图7 2021 出口回顾：中国的出口份额已呈现回落姿态，出口量价开始背离

数据来源：wind，东方证券财富研究中心

工业生产：从分化到收敛

2021年工业生产的走势可以划分为三个阶段。4月份之前是第一阶段，生产端处于环比加速向上的状态，政策层与市场层面对经济的增长预期整体向好。4月份工业增加值两年复合增速达到阶段性的高点后开始下行，进入第二个阶段（4月到9月），这几个月的工业生产增速开始逐步下移。8月17日，发改委发布了《2021年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表》，19个省份被列为一级与二级预警，此后地方政府纷纷出台政策限制高能耗行业的生产，上游产业、高能耗行业受到限产限电的影响加强，生产增速下行幅度加大，9月的工业增加值的受冲击最大，环比仅增0.05%，是疫情以来的最低增速。

10月份后进入第三个阶段，随着限产政策的修正调整，上游生产的限制得以放松。尤其是煤炭的生产紧张状态有了一定程度的缓解，10月原煤的产量由负增长（-0.9%）转为正增长（4%），10月工业增加值也开始触底回暖，环比增速回升到0.39%，当月同比（两年平均）数据也回升到5.19%。由于调整限产政策的效果已逐步反映到数据中，四季度生产端回暖也是大概率事件。

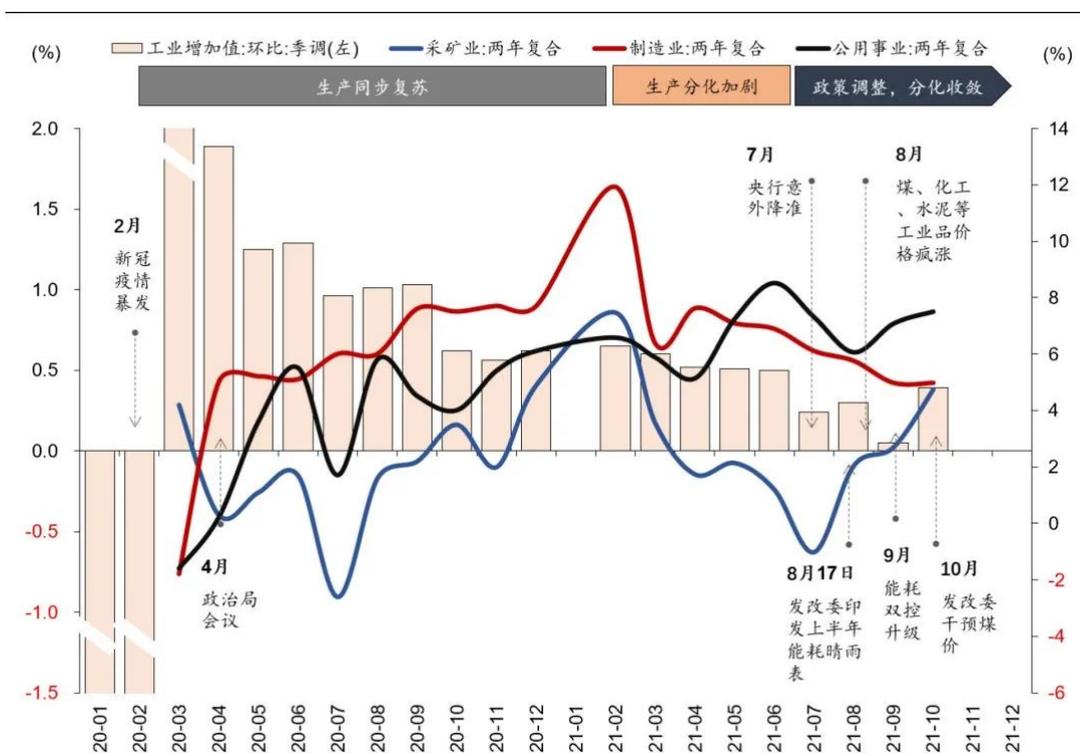


图 8 2021 年工业生产回顾

数据来源：wind，东方证券财富研究中心

前三季度随着复苏周期的变化、限产政策的介入调整，各行业增速的背离也逐渐加强，分化是今年各行业的主题词。从去年疫情暴发后至2020年年末，采矿、制造、公用事业三大门类的生产同步复苏，分化尚不显著。今年2月份之后增速差距逐渐加大，公用事业增速上行，制造业生产增速下行，采矿业生产

增速由于双碳政策的影响今年下行幅度最大。转变出现在 8 月份，此后采矿业（尤其是煤炭）的生产逐渐恢复。

制造业内部，今年的分化也在加大。部分中下游制造业（纺织、文娱、食品）陷入了生产低、利润低的局面。中游的电气机械及器材制造业、专用设备制造业、通用设备制造业与金属制品业生产景气度较高，上游钢铁、有色等高能耗行业的生产仍然受到约束。限产放松也是结构性的，主要保障的是上游煤炭等资料的生产，钢材、水泥等高能耗工业品的生产放缓仍在持续，截至 10 月底，钢材产量的累计增速为 2.8%（2019 年同期为 9.8%），水泥的累计增速为 2.1%（2019 年同期为 5.8%）。

展望明年，生产结构的分化预计有所收敛。明年能耗双控仍会延续，但政策压力与今年相比有一定程度缓解。12 月 10 日的中央经济工作会议上对明年的“双碳”政策做出了认识上的修正，碳排放控制“不可能毕其功于一役”，“传统能源逐步退出要建立在新能源安全可靠的替代基础上”，这事实上构成了今年双碳政策执行过程中的总结与修正。而在考核上则提出“尽早实现能耗双控向碳排放总量和强度双控转变”，能耗双控关注的是能源消费强度和能源消费总量双控，前者指的是单位 GDP 的能源消耗量，相对而言偏重效率层面，也更加重要，“十四五”期间的单位能耗需降低 13.5%，这意味着明年政策的执行会减少一刀切的情况，更加注重效率与科学考核。

其次，明年的能耗控制压力本身将有所缓解。今年工业生产增速高，对能耗构成了压力，2022 年，工业生产的增速下移，能源消耗的总量压力有所缓解，但高能耗生产的限制仍可能会带动上游制造业增加值的下行。

从企业的利润看，2021 年企业的利润增速较高。截至到 10 月份，工业企业利润累计复合增速为 19.6%，高于疫情前的水平。但结构上的利润分化比较严重，今年制造业的利润向上游转移，截至到今年 10 月，采矿、钢铁等上游行业的利润总额占比已达到 55%，上游行业的利润增速较快，量价两方面同步提升。增速较高的行业是煤炭开采、有色、钢铁等行业。下游行业的利润增速则普遍受到抑制。明年，随着 PPI 与 CPI 的剪刀差回落，上下游利润结构的分化将可能收窄，上游利润增速回落，下游制造业的成本压力减轻。另一方面，从整体情况来看，明年出口景气度预计将缓慢回落，工业企业整体的利润增速将可能下行。

通胀：PPI-CPI 剪刀差收窄

今年的通胀有两个特征比较明显，一是上行幅度与持续时间超出预期，二是经济复苏不平衡导致结构性涨价的特征明显。全球宽松的货币环境，经济复苏节奏的错位使大宗商品需求上涨的同时全球供应链与航运吃紧，推升原材料价格上涨，国内的能耗双控政策引起供应端收缩。这几项因素的共同作用下推升工业品价格超预期上升。

今年上半年的大宗涨价以海外输入为主，下半年则是国内价格与海外价格共同导致了 PPI 持续走高。3 月和 4 月是布伦特原油价格涨幅最高的时期，与去年同期海外疫情高峰期油价基数较低有关，直接原因则是上半年全球经济复苏引起的需求增长。布伦特原油价格在去年 4 月触及最低点后，产油国通过产量限

制使油价逐步回升，但今年随着需求的上涨，原油生产恢复偏慢，促成了价格的上涨。到下半年，尤其是9月份后，国内的动力煤价格在缺煤缺电、限产升级的情况下价格快速上涨，与此同时海外能源紧张的预期再起，PPI价格二次上涨，形成年度层面的双顶结构，拉长了PPI高位的持续性。

结构性涨价的特征主要体现在**通胀结构集中在上游工业品和能源产品，上游偏热、下游偏冷**。PPI同比从年初的0.3%提升到10月的13.5%，达到1996年以来的最高点，扩大了近13个百分点，上游的钢铁、煤炭、有色等行业贡献了主要的上涨拉力。另一方面，生活消费品、食品类等项目涨幅均比较有限。今年猪肉供应过剩，库存上升，导致猪肉价格持续下跌，受到猪肉价格的抑制，CPI全年走势温和，对冲了原油价格的上涨。

结构性涨价也导致PPI向下传导较弱。PPI对CPI食品项的传导不明显，主要是通过CPI的非食品项中的燃油、工业消费品等项目传导。下游的“衣食住”类价格上涨幅度较低，这一方面与终端需求偏弱有关；另一方面，也是因为PPI价格上涨主要是由部分采矿、资源品类拉动，并非典型的全面通胀。在产业链上与下游消费项目距离较大，但与中游生产距离较低，因此较弱的传导，导致PPI-CPI“剪刀差”逐月扩大，也引起了上下游企业利润格局分化的增加。

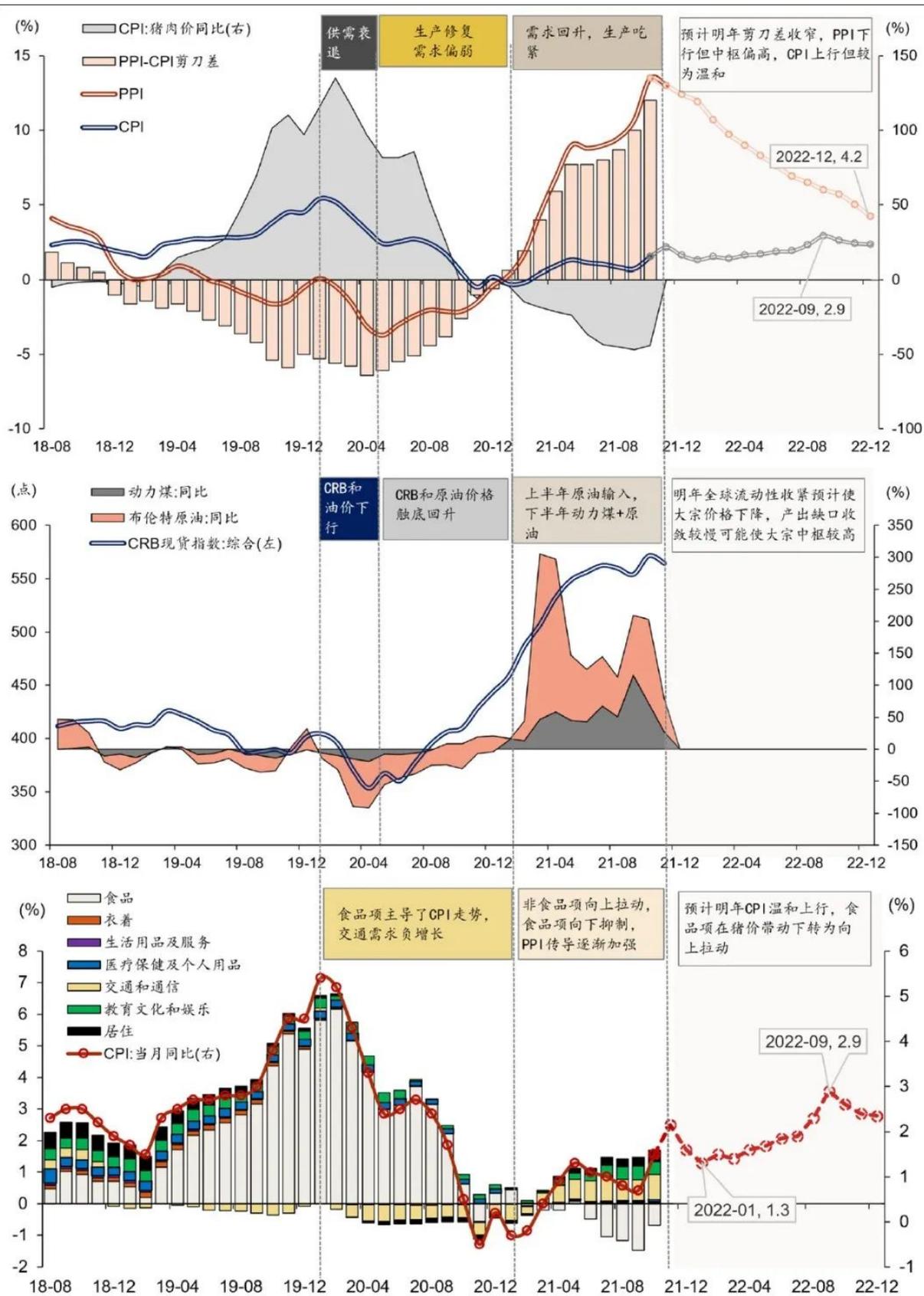


图 9 2021 年通胀回顾与 2022 年展望

数据来源: wind, 东方证券财富研究中心

展望 2022 年的通胀走势，自上而下地看，供需缺口、过剩流动性收敛、翘尾因素会引起 PPI 出现趋势性下行的概率较大。但由于国内碳中和碳达峰、上游能耗管理政策的长期存在，PPI 下行斜率预计较为平缓，中枢预计在 5-6% 上下。CPI 将温和上涨，驱动 CPI 上涨主要力量是消费需求逐渐复苏、猪肉价格上涨以及上游原材料价格向下传导等，中枢水平预计在 2%。明年剪刀差有望收窄，下游企业的利润将有所改善。由于煤炭等供应链紧张的问题未能彻底缓解，明年上半年的剪刀差仍有可能维持高位。

（内容来源：财经）