



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

2022 年第 1 期 / 总第 7 期

2022 年 2 月 20 日

目录

会议速递

2022 年一季度“金融与发展”沙龙.....1

专家视角

美国货币政策转型下的中国应对（李扬）.....9

加快构建包容审慎的金融科技治理机制（李扬）.....15

半年不利 看虎年发威（殷剑峰）.....20

财政不可能三角：增支、减收、控债（殷剑峰）.....22

零售不良资产转让平稳推进，未来市场空间可期（曾刚 陈晓）.....26

发展公募 REITS，打造基础设施建设可持续发展新引擎（曾刚 陈晓）.....31

寻找最优解：当“三期叠加”遇见“三重压力”（邵宇 陈达飞）.....35

数字经济释放经济增长新红利（刘晓曙）.....43

无惧 PMI 的短期下行（李奇霖）.....46

全球“紧缩”震荡，A 股步入“政策预期”交易（董忠云 符旻）.....53

观点汇总：2022 年 1 月金融市场（王琪）.....60

观点汇总：近期财政货币政策展望（唐昕）.....65

2022 年一季度“金融与发展”沙龙

2022 年 1 月 22 日下午，2022 年一季度“金融与发展”沙龙在成都成功召开，嘉宾共聚天府基金小镇投资中心，畅谈中国经济发展形势，共话成渝地区双城经济圈的建设。沙龙由上海金融与发展实验室主任、天府新区立言金融与发展研究院理事长曾刚主持。

发言嘉宾包括国家金融与发展实验室理事长、中国社科院学部委员李扬教授；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教授；中铁信托总经理陈赤；川财证券首席经济学家陈雳；摩根斯坦利（中国区）首席经济学家邢自强；远洋资本副总经理陈阳；深高投资创始合伙人李凯。资管人论坛理事、青岛银行首席经济学家刘晓曙也在线参与了讨论。

国家金融与发展实验室理事长、中国社科院学部委员李扬教授以题为“中国经济形势与政策展望”发表主旨演讲。他指出，在当前中国经济发展中要关注三个重要事实：中国经济增长下行；美国货币政策转型的负面冲击；中央经济工作会确立的以经济建设为中心的基本原则和“统筹协调”“先立后破”的基本方法论。继而，进一步解读了三重压力下的中国经济，在需求端主要从居民需求下降、投资下降、基建投资下降、出口需求强度下降、消极的财政政策、金融的紧缩等方面分析需求收缩的原因，供应端主要是疫情冲击，而制造业和非制造业 PMI 的下降表明了预期转弱。中央经济工作会确立的新战略及货币财政政策的调整空间让我们看到了中国经济发展的韧性。最后，强调了在成渝西部金融中心的建设中，发展 ESG 投资、绿色投资、特殊资产管理和加强金融基础设施建设的重要性。

中铁信托总经理陈赤认为，现在的信托业应该是在过寒冬。去年以来，信托业的资产规模、营业收入和净利润都有不同程度的下滑，这主要是由于金融监管政策的导向，特别是资管新规的实施。监管规则的变化带来了限制，推动信托业的转变。市场也在推动信托公司的转型，比如在去年的房地产动荡中，我们意识到了对跨周期的风险判断不足，对跨市场的风险交叉影响认识不足，对多个政策合成影响研究不足，这推动信托业去转变房地产带有信贷特征和刚性兑付的业务。未来，监管导向和市场变化推动信托公司不得不从原来卖方业务转向买方业务，从利差收入转向佣金收入，从刚性兑付转向卖者尽责，买者自负，推动信托业由原来类信贷机构转向资产管理机构和财务管理机构。信托业的发展不再仅局限于投融资工具、还可以在比如乡村振兴、实现共同富裕、员工持股信托计划、管理社会性资金等多个社会经济领域发挥作用。

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教授认为，未来疫情的演化决定了全球经济的复苏状况，若 2022 年春季之后疫情淡化甚至消失，加之各个国家经济基本面和人口状况差异，预计 2022 年全球经济将进入不均等复苏状态。目前，不均等的复苏主要体现在 PPI 和 CPI 上，包括以美国为典型的美洲地区 PPI 和 CPI 双高、以中日为典型的高 PPI 和极低 CPI 以及其他大部分地区的高 PPI 和较低 CPI 三类情形。中国当下面临的高 PPI 和极低 CPI，主要源于两大方面：一是外部大宗商品价格上涨加之国内运动式减碳等政策，二是后人口红利时期甚至人口负增长大背景下的房地产调控与房地产市场不振、持续萎靡的消费和投资以及财政支出紧缩。未来中国宏观经济政策的着力点，应该是从物质再生产转向人口再生产。

摩根斯坦利中国区首席经济学家邢自强认为，美国当前经济过热带来的周期性通胀，很可能引发过去三十年抑制通胀的影响，比如说全球化、劳动者收入分配占比下降以及科技平台巨头崛起提升生产力等。预计美联储今年被迫进行 4 次季度加息并伴随缩表，这种情形对中国没有溢出效应。中国目前有很强的意愿和能力实现稳增长，不过逆周期发力喜中有忧，喜的是货币政策已前置发力，预计年内还有 1 到 2 次的降准降息可能性，忧的是宽财政启动还有待观察，针对企业和消费者支持措施还比较有限，现在更重要的是财政政策要发力。疫情带来的利好未来可能慢慢消散，今年能否实现稳增长稳预期要看房地产。下一步应重点关注房地产能否越快越好实现软着陆，以及探索如何平衡好疫情防控与稳增长之间的关系。

川财证券首席经济学家陈雳认为 2022 年经济发展面临三重压力，经济发展“稳”字当前，结合到资本市场可以看到投资会转向到数字经济、碳达峰和碳中和相关的原材料和电力行业、粮食行业、高端制造业等。再从资本市场结合到川渝经济圈，要重点关注四川的白酒产业、军工产业、数字经济产业、粮食产业等。在当前证券市场形势变化很大的情况下，四川要注重金融与实业发展的紧密度，发掘注册制下的中小企业的成长机会，关注投行领域和资管领域的风险。

远洋资本副总经理陈阳分析了底层逻辑变化对房地产行业的影响，认为从传统房地产市场营销上看，如土地流拍，土地出让金收缴变化等未来空间有限，整个行业增长动力和逻辑发生了大逆转。2021 年上半年，海外债房地产类有 50%-60%的违约，约有 300 亿美元的海外美债陆续到兑付的期限。在此背景下，房地产行业的健康发展和良性循环是未来的一个主基调。展望 2022 年，远洋资本重点发力的维度有：第一，对于城市更新认为主导新兴产业在大都市群，在首位度比较高的都市圈落地，从而带动城市带的发展；第二，房地产不良资产呈快速上升态势，认为长租市场具有很好的阶段性资源和机会；第三，以养老科技为创新驱动的产业不断孵化与落地，有可能通过银发经济拉动新一期以中国引领的康波周期；第四，健康中国和西部战略是供参考领域，主要是聚焦养老科技前沿，加快老龄综合学科建设，通过养老产业升级，实现边富边老。

深高投资创始合伙人李凯以“中国高收债和垃圾债市场”为题发表演讲，首先介绍了海外高收益债券市场的发展情况，美国的高收益市场 1983 年到 2000 年是平稳期，从 2000 年以后高收益债受宏观经济走势和央行货币政策影响具有了比较大的波动性，市场走向成熟。与股票相比，高收益债具有低波动、收益较好、与其他大类资产相关性不高的特点，长线投资和机构投资人是美国高收益债市场的主要投资来源。而中国高收益债市场是从 2014 年打破了债券的刚兑后开始发展的，信用债的体量从 11 万亿发展到现在的 40 万亿，但仍处于比较早期的发展阶段，还具有很多红利期，最直接的是信用风险定价红利，和研究与信息红利，在投资中可以采取高收益债价值投资策略和困境驱动策略。深高投资是通过自己开发的相关量化系统进行高收益债的投资。

本次沙龙由成都金融业联合会和天府新区立言金融与发展研究院联合主办，上海金融与发展实验室和中国资管人论坛协办。沙龙以线上+线下方式召开，吸引了成都市金融监管局、交子金控集团、天府新区财金局、国家开发银行四川省分行、四川省农信联社、成都农商行、交通银行成都分行、浦发银行四川省分行、宏信证券等多家机构的领导和专家线下参与。

部分嘉宾的发言实录如下。

2022，中美两国宏观政策纠偏的竞赛

邢自强 摩根士丹利中国首席经济学家

美联储从极度宽松促复苏到大幅转向抑通胀，都是忠实于其国内经济和社会需要。给中国的启示，恰恰是不惜余力，从本国经济和社会最大公约数的需要出发，稳增长稳信心。美国政策越转向紧缩，中国越需要财政与货币逆周期举措加力，继续减税、降息；通过高层释放更为明确的信号稳定监管环境、修复企业信心；根据疫情新变化、适时主动与时俱进防疫策略，三大举措起到托底需求、保障供给、改善预期的作用，确保今年实现 5%以上的高质量增长。

对美国通胀卷土重来的判断不幸言中：早在一年多前，我就提出，目前美国经济环境正处于“30 年未有之大变局”，未来可能面临久违的通胀压力，不仅仅是昙花一现的周期性通胀，而是长期、结构性通胀，虽然美联储试图给大家吃“定心丸”，反复表示不会提前收紧政策，但通胀很可能超预期翩翩而至，这不仅仅是货币和财政极度宽松刺激的助推，更是因为当前美国进入逆全球化、调整分配结构、治理科技平台巨头的 3T 逆转阶段，带来的必然通胀结果。因此美联储可能最终被迫提前“缩表”和加息，对全球资产会产生外溢效应，特别是成长性股票的投资框架要面临冲击。如今不幸言中。

贸易全球化（Trade）、科技平台化（Tech）和企业巨头化（Titans），简称“3T”因素，造成菲利普斯曲线平坦化，是过去 30 年美国经济增长周期超长待机、利率长期下行和处于低位的主要原因。但如今，三大趋势都几近逆转，拜登经济学代表了对于小政府角色的纠偏：1. 美国强调产业链的自主化和回流，

逆全球化的影响将继续显现，产业链成本可能会上升。2. 对科技平台公司的监管态度逐步转变、开始从反垄断、数字税、数字使用的监管等问题着手。3. 调节收入分配，给企业和富人加税，来实现给中低收入群体更多转移支付。综合考虑“3T”的变化，过去菲利普斯曲线的平坦化趋势会被逆转，通货膨胀卷土重来的结构性压力不容忽视，叠加“高压经济学”所带来的短期通胀助推效应，美联储的大幅转向也不足为奇了。当前美国高通胀持续，美联储今年可能实质加息幅度超过五次，包括四次快跑加息，并随即迅速开展缩表（实际效果相当于进一步加息）。

中美货币政策正相悖而行，但中国政策空间充足。尽管美国要加息，那是因为其自身通胀和经济复苏的需要，完全忠实于其本国因素。而中国去年采取了大范围的紧缩政策，宏观杠杆率下降了 8 个百分点，而同期美国、英国、日本、欧洲等宏观杠杆率去年上升了 25%。对比发现，全球去年只有中国是去杠杆包括财政紧缩、融资收紧等，这也为中国今年释放政策力量奠定了基础，现在既无太多通胀风险，也无政策透支隐忧，这是对中国政策有利的一面。

中国纠偏力度有望加大，宽松政策有望加强。中央经济工作会议宣布要稳增长，宏观政策要进行逆周期发力。不过从目前的进展来看，可谓是喜中有忧。喜的是货币政策已开始前置发力，忧的是，首先是宽财政还有待观察。过去一年半比较保守的财政政策有没有初步的启动迹象还要观察，地方政府专项债和去年差不多，土地的卖地收入今年会下降，去年没有用出去还在账上的专项债 1.2 万亿，挪到今年使用，对今年起到一定的补充作用，但是光从目前每个月的财政收支和财政存款放款力度来看，政策尚未发力。过去一年半积累下来的财政存款，特别是疫情一年半中间，中国出口很强，企业增值税比较多，估算财政存款足足增加了 3.5 万亿，可谓财政蓄力，这个蓄水池释放开来，有利于弥补今年卖地收入下降，使得基础建设投资公共开支维持在一定的水平稳增长。如果把“十四五”规划里高质量的基建项目，不管是城市群基建改善还是一些绿色基建，以及一些保障性住房前置到今年，以中央财政结余和专项债予以支持，则从 2 季度开始财政对稳经济的贡献将显著发挥。

其次，直接针对企业和消费者的措施还比较有限。当然国务院常务会议做了一些预告，两会上将宣布进一步扩大减税的规模，特别是制造业增值税、中小微企业营业税和研发抵扣可能会有一些，但是拉动消费的政策毋庸讳言，一直在政策层没有形成共识，可能仍偏向于认为基建开支乘数效应高于直接给老百姓发钱，虽然中国香港采取的发放消费券政策效果很显著，保住了中小商户有生力量也保住了就业，但是在大陆决策层还没有形成共识。

此外，各个部门的监管和舆论风向并未形成合力。当前稳增长、稳预期，不仅仅是某一个部门可以实现，由于去年的监管风暴和去杠杆涉及面极广，解铃还须系铃人，当前自然需要各个部门形成合力，包括非经济部门，如舆论、网络、房地产、平台经济和视频娱乐领域，正如经济工作会议所言，都要“及时出台有利于稳定经济的改革举措，慎重出台有收缩效应的政策”。经历了 2021 年的监管巨变（我在去年的一篇研究把它总结为，“中国正在重置其经济底层逻辑”），2022 年，中国多数行业的监管变革理应进入更稳健、协调、透明的阶段，最新例证是近期境外上市新规、网络安全审查办法的落地，并

未对 VIE 架构、网络平台企业海外上市等一刀切，而是划出底线、设好红绿灯，更加彰显监管框架已经逐步搭建完毕，防止市场出现新增不确定性的冲击。对于数字经济的十四五规划出炉，也给下一步互联网发展指明了道路。但为何市场预期还未出现改善的苗头？在这一过程中，可以积极借鉴 2018 年 11 月的企业家座谈会的经验，高层释放出极为明确的稳定监管环境、鼓励创新发展、保护私人产权的信号，修复企业家信心。毕竟，无论是新能源、半导体、“专精特新”制造业，还是房地产、平台经济和视频娱乐、游戏行业，它们都是中国经济生产率改进的贡献者、也是稳增长稳信心的主力军。如果针对最广大的企业群体，以座谈会和调研等方式，释放肯定信号，并彰显新监管框架的搭建过程已完毕，有助于一扫企业家心头的不确定性阴霾，防范中国企业家精神未老先衰、自发躺平。

最后，也是最重要的一点，当前房地产市场硬着陆、对经济产生冲击的风险犹在，需要积极干预，方能稳定预期。尽管 2021 年底开始出台了一些支持措施，但随着一些开发商的流动性问题依然被广泛报道，银行仍然惜贷，市场信心趋冷，目前房地产开发和销售下行剧烈，预期剧变，房地产相关领域发生传导溢出风险不可忽视。直观来看，近期的中资地产商美元债券市场，已预期中国民营房地产企业高收益债的违约概率高达 60%，高于其他经济体金融危机时的隐含违约率。房地产的开工与销售，同比下跌至-20%，如果持续下去，将拖累 GDP 增速 1.5 个百分点以上。这已超越了央行喊话能够协调的范畴，需要更高层及时进行清晰的指引与协调，政策积极调整、与时间赛跑，主动妥善防范传导效应。当前，虽然按揭贷款批核加快，但依然有三项举措有待调整，需要各个部门协作，包括：1.调整预售资金监管程度，改善现金流；2.对开发贷进行展期防止挤兑，保障开发企业再融资；3.积极灵活“因城施策”，各地针对合理住房需求的行政性限制可以调整放松。这其中，地方对预售款的监管账户管理极为严厉，是行业应对流动性危机的主要掣肘因素之一，决策层权威可释放出更明确的信号和调整框架。再结合下调按揭利率，有助于打破预期螺旋式下行的死结。这些措施并非转向刺激，而是稳定预期，为房地产领域在中长期“软着陆”，实现正循环，奠定基础。

总而言之，中央经济工作会议将稳增长作为 2022 年重心，当前政策仍尚待落地，房地产债务风险延续，奥米克戎疫情又带来新挑战，但我认为，美联储的举措给中国的启示，恰恰是不惜余力，从本国经济和社会最大公约数的需要出发。美国政策越转向紧缩，中国越需要财政与货币逆周期举措加力，继续减税、降息；高层释放更为明确的信号稳定监管环境、修复企业信心；根据疫情新变化、适时主动与时俱进防疫策略，三大举措起到托底需求、保障供给、改善预期的作用，如此能确保今年实现 5%以上的高质量增长。

高杠杆时代的顶点与行业变局的起点：

底层逻辑、范式转换、新年展望

陈阳 上海金融与发展实验室特聘高级研究员 远洋资本副总经理

第一，底层逻辑变化对房地产行业产生的影响。

前面专家对行业和宏观形势做了描述，我从政策意涵、行业数字和需求变化的角度相对做些量化的描述。我们将全球宏观、境内监管和资金体量这三个维度，放在了这张“1998—2021Q3 图表”之内：从中可以发现整个行业全口径杠杆率的变化和对政策的敏感性反馈。同时，在市场实际总量资金与国家统计局口径之间，似乎存在一个比较大的权益端变化区间，由于时间有限今天不打开分析它，但一段时间以来市场以近乎惨烈的去杠杆方式在寻找着均衡发展的中枢。2022 年上半年，预计还有约 300 亿美元的海外地产美债陆续到期，如果延续去年的行市，偿债压力依然严峻。

在这个过程中可以看到独特的趋势动力学。从历史上看，规模型房地产市场的发展通常伴随着整体城市化进程的推进。发展经济学提示出有关“危机三角”的描述，即城市扩张、金融动荡、经济危机。我们通过从对全球范围城市化进程的观察与分析，似乎只有资金成本最低，债务输出或分担机制完备，以及科技创新活动最为强盛的国家，才能具有较好的免疫力。从行业中枢变化的内生力量看，数据显示：自 2013 年起，我国住宅供给超过需求，到 2021 年这个缺口达到 4.4 亿平、房价收入比高企（上海为例约 43 倍，折算房价后约为纽约 4.3 倍）。当上述因素叠加人口刚性需求的结构性变化，两者之间落差将在未来十年进一步放大。从 2021 年 12 月中央经济工作会议上传达明确信号，即“探索新的发展模式”，“高杠杆、高负债、高周转”走不通，以及长租房、共有产权房、保障性租赁住房支持力度加大。在这个意义上，整体行业的健康发展、良性循环、结构性变迁和边际改善孕育其间。

历史不会重复但通常会压韵。通过国际比较的视角来看，行业演进的长效机制，在一定程度上呈现出轻（中）资产、重运营、基金化的格局。黑石是我们对标的一家机构，2021Q3 报告显示其逆市的成长。有几个明显的特点：新的不动产投资组合当中，70%聚焦在新基建，而 10 年前仅为 10%，其中细分项在工业物流、租赁住房 and 生物医药研发办公上进行较大的配置；另外为实现进入估值过高时的科技生物医药公司，他们通过购买承载这些产业的产业园或者产业链不动产方式来实现，将不动产领域的投资配置镜射到投资科技医药及供应链产业。

第二，发展范式转换聚焦于清晰逻辑之上的长期确定性。

从城市更新维度来看，我国的新一轮城市化发展及城市更新行动定位上升为国家战略，始于 2015 年习近平同志在中共中央政治局第二十二次集体学习时指出要把工业和农业、城市和乡村作为一个整体统

筹谋划，要继续推进新农村建设，使之与新型城镇化协调发展、互惠一体，形成双轮驱动。城市更新中有一条比较重要的逻辑线，就是以高能级的主导新兴产业作为引领，在大都市群首位度比较高的都市（圈）落地，从而实现带动从都市（圈）到城市带的发展主脉络。从成都的情况来看，当前重点建设的14个产业生态圈中，有电子信息、医药健康、先进材料、智能制造、绿色智能网联汽车、航空航天等产业生态圈，这体现出成都优势产业的整体发展层次较高，前瞻布局优势产业集群的战略眼光。

从特殊机会市场投资角度来看，统计数据显示金融机构乃至整个社融体系当中，以不动产为主的不良资产形容仍然呈现快速上升的态势。李老师在全国特资50人论坛上也曾指出：特殊资产未来可能成为中国最大的一种资产。现在看这一趋势吸引了国内外众多头部主体参与其中、创新不断。从我们角度来看，正在与战略机构合作推进，在特殊机会投资、行业出清和长租房市场发展中找到交集和可持续投资。我们预计长租市场2022年有比较好的政策时间窗口开启，上半年公募REITs渴望在长租房上有新突破。在成渝经济圈新的增长极来看，成都有非常好的首位度。成都2020年的流动人口达846万人，较2010年增长428万人，无论从过去十年的人口增长的维度来看，还是目前“十四五”发展趋势落地来看，都有非常好的长租市场阶段性的资源和机会。

从人口角度来看，第七次人口普查显示我国已经进入到国家老龄化的行列当中。如何通过城市发展能级的提升来呼应中国银发经济，最大可能地实现“边富边老”也是十分有趣、十分紧迫的话题。以“养老科技（Gerontechnology）”驱动银发经济存在着巨大想象和成长空间。中国老龄产业是直接覆盖几亿人口量级的大产业，2021年中国“银发经济”整体产业规模约达5.9万亿元，预计将在2050年突破100万亿。根据全球增长咨询公司沙利文预测：全球健康医疗科技市场3年左右的中期收入预期接近2500亿美元。同时，国家可以凭借战略金融力量，特别是公共政策性金融资源的配置，战略性、决定性地支撑我国银发经济新时代到来。

第三，新春对于进一步推动我国西部增长极的展望。

当我们讨论西部增长极的时候有着这样的借鉴：从全球产业发展与人口相关性量化分析看，全球工业劳动人口比重每增加1%，则可能引起城市人口增加1.8%。以旧金山湾区为例，它的产业以科技为主，依托信息产业带动金融、旅游和其它服务业发展壮大，最终发展为全球主要湾区中人均GDP最高的世界级城市群，其创新体系也给全美带来了巨大的正外部性效应。但一些隐藏的问题开始显现，最为突出的是对人口吸引力的削弱：高昂的住房成本、交通拥堵和环境可持续问题，降低了旧金山湾区的吸引力，由此产生对创新驱动战略的负面冲击及其应对需要持续关注。日本从上世纪60年代至今，日本财团作为科技创新的源泉，在技术引进、自主研发和中高端产业链优势等方面形成了领先的战略性布局，日本在新材料，人工智能，医疗，生物，新能源，物联网，机器人，环境保护和资源再利用等新兴领域的投入整体做到了世界前三，这一系列背后的机理值得我们举一反三。

在这个增长维度上要格外强调，无论什么样的发展，特别是新兴主导级产业发展，都必须以强烈吸引核心人才为充分必要条件。我们团队制作的PPT图中展示的是成都远洋太古里的风貌，我们也希望有

更多适宜持续吸引全球高端优秀人才的软、硬件环境被打造出来。借这个机会就后续合作交流提出建议：一是考虑探讨设立中国西部全球银发经济与金融实验室；二是适时设立中国西部国家级银发经济科技创新与发展引导基金；三是探讨创设国家级全球天府智库及科创人才进步基金。

美国货币政策转型下的中国应对

李扬

上海金融与发展实验室首席专家兼学术委员会主席

上海金融与发展实验室首席专家、IMI 顾问委员、中国社会科学院学部委员李扬从供给侧方面分析了美国货币宽松的原因，并预测了美国货币紧缩对全球和中国经济的影响，指出在现行的经济下行压力下，中国应坚持以经济建设为中心，经济工作要“稳”字当头，稳中求进，加强统筹协调，在调整政策和推动改革时，要把握好时、度、效，先立后破。

美国通胀不是因为货币政策宽松

首先要和大家分享的是美国经济形势的变化问题。现在，全球最关注的问题是美国的物价上涨，大家注意，对于这一现象，如果问 10 个人，至少有 9 个人会说是通货膨胀，但是，我作为一个研究货币金融的学者，不愿意用“通货膨胀”来概括当下的物价形势，因为，如果将当下的物价上涨说成是通货膨胀，就意味着我们认定了物价上涨的根源在于货币政策方面。然而，仔细分析美国、欧洲乃至我国的情况，大家就会发现，这一次物价上涨恰恰不是因为货币多了（虽然货币确实多），而是因为供给侧的冲击，主要归因于能源危机以及疫情冲击。这个认定很重要。如果认定是货币因素，处理的办法很简单，那就是货币收缩、利率提高。但如果认定不能归因于货币因素，那就会得出货币政策解决不了问题的结论，于是，就需要从供给侧寻找原因，从疫情冲击方面展开深入探讨。应该说，如果物价上涨的原因主要在供给侧，那么，解决的难度要大得多。

如果这样认识，我们就能冷静、科学地看待美联储对于物价上涨的判断及应对之策。**我以为，大家最好不要轻易否定，特别不要轻蔑地评论美国的货币当局及其货币政策。**应当清醒地认识到，作为身处第一线的全球最大的专业货币当局，美联储对美国的情况比我们要熟悉得多，其经验也丰富的多，其理论也成熟得多。简言之，美国政策转型可能的方式不能按照传统的逻辑去推。同样的道理，我们也不要轻易否定我国货币当局的决策。

讲到美国，当然要论及美国的货币政策对全球经济金融运行的影响。美国 2021 年 12 月宣布减少购债，表明其缩表进程已经开始，大致的步调是，先减少购债，再减少债务的余额，同时还会适时调整利率。这后面几步何时采行，目前还说不出准确的时间和步调，但是，鉴于时间紧迫、问题严重，现在我

们就应当做出准备了。需要评估美联储变更货币政策的外溢效应。我们最近的研究显示，美联储扩表和缩表对于全球经济金融的影响是不相同的。

总的看来，如果联储施行货币扩张（扩表），其对世界的负面影响不算太大，大致上说，美国的货币政策扩张，其他国家特别是广大发展中国家将在五个方面受到影响，一是资本流入增加，二是国内利率下降，三是本国货币升值，同时美元贬值，四是本国及全球的资产价格上升，五是感受到从美国传导过来的“输入性通货膨胀”。总起来看，这些影响并非负面。

反过来，如果美国施行货币紧缩（缩表），相反的过程就会发生，一是资金外流，二是利率上升，三是本币贬值，四是资产价格下降，五是面临通货紧缩压力，总的结果是：发展成本上升，发展动力下降。这意味着，美联储缩表，对于世界其他国家的负面影响要大些。中国作为世界上最大的发展中国家，必须做好准备应对美联储缩表的冲击。

说到美联储的货币政策转型，我们还须注意：美联储的货币政策操作机制已经发生了变化，这使得政府债务、货币供给、利率等等的相互关系，都同教科书和我们过去的经验产生了差别。我们必须清楚地认识这些变化。这种变化很多，我想强调其中的两个变化。一是**政府债券市场已成为美国等发达经济体国内货币政策和财政政策协调配合的主要渠道**，而且，金融体系的流动性来源，主要得自政府债券市场。这是一个新的变化，它意味着美国的财政政策和货币政策相互融合渗透，日益一体化。所以，今后我们不能仅就货币说货币，也不能仅就财政论财政。二是**美国政府债务运行的逻辑发生了变化**。2021年初，前任美联储主席耶伦被提名为新一任财长。在向国会银行委员会作证时，耶伦财长指出：对于政府债务问题，议员们不应仅仅关注新借债规模和国债余额，而应将注意力集中在发债的经济效应和政府支付的债券利息上。前者是债务政策的收益，后者构成美国债务的真正上限。只要支付的国债利息占 GDP 的比重并不比 2008 年金融危机之前高，债务就是可持续的。其结论是，大约 27.75 万亿美元的债务并不可怕。美国政府现在每年支付的国债利息接近 6000 亿美元，但由于利率持续走低，国债利息占 GDP 的比例已经创至少三十年来的新低。这充分说明，目前美国采取的“超低利率/负利率”政策与债务的泛滥是内洽的。这不仅使得全球金融运行增加了不确定性，而且对我们奉为圭臬的金融理论提出了挑战。

中国经济增速的下行压力

我们沿着中央经济工作会议的概括，一个领域一个领域分析。

第一，先说经济增长，现在出了点问题，有了新的下行压力。

第二，在中国，我们不仅存在一个因供求长期失衡产生的产出缺口，还有一个值得高度警惕的长期趋势，那就是**潜在增长速度的中枢可能下行**。我们觉得，这一趋势，值得高度警惕。

中央经济工作会在二十几处提到了“稳”。我的理解，这个稳，是要把经济增速稳下来，有效遏制下滑趋势，绝不是固步自封，无所作为。大家要知道，如今全世界之所以关注中国，美国之所以将中国列为主要竞争对手，是因为中国的经济总量有一天肯定会超过美国。要想超过美国，从现在起到未来的一

个长时期内，我们的经济增长就必须比美国经济增长高出一个显著的速度，没有这个速度的超越，我们就赶不上美国。而且，说到根本上，社会主义制度的优越性，主要就体现在我们可以创造出比资本主义经济更高的速度，可以创造出比它们更高的生产率。没有一定的速度，我们就很难有现在的底气。

第三，投资增速在下降，包括固定资产投资、房地产投资、制造业投资和基建投资，所有的投资增速都急剧下降。这种趋势需要扭转。我们必须清楚：**中国的经济增长，过去、现在，以及未来相当长时期，都是投资驱动型的，因此，投资增速低迷，成为经济增速下降的主因。**即便是进出口，中国的进出口结构与别国不同，我们的出口产品种类繁多，但是我们的进口品却主要是投资品，这意味着，我们的进口也是服务于我国投资主导型经济运行模式的。投资下降，成为各界担心的主要问题，所以，在经济工作会上，关于投资的阐述有好几处。

第四，消费增长不理想。在投资增速下降的背景下，大家都希望消费能够担当经济增长的重任，但是，消费增长也不太理想，虽然消费对 GDP 增长的贡献率有所上升，但那不是因为消费自身有较大的增长，而是因为投资的贡献率下降过多、过快。**消费增长乏力，有各种原因，其中最基础的原因是居民的收入增长乏力。**因为，消费主要是居民的行为，居民要想消费有所增长，首先必须有收入的增长，而居民收入增长的状况并不理想。

第五，物价走势分化。以 2012 年为界，中国 CPI 和 PPI 之间的关系发生了趋势性变化——在 2012 年之前，基本上是同步震荡，说明 CPI 和 PPI 之间关系很密切，受同样的规律支配。据此，大家得出了 PPI 或 CPI 的变化总会较快地变为另一种物价指数的变化的结论。2012 年之后，我们看到了不同的走势。可以看到，从那年之后，中国的 CPI 的走势比较平稳，但 PPI 则一仍旧贯，还在剧烈波动。我们分析，主要原因在于：**CPI 和 PPI 所覆盖的市场开始相对隔离。**CPI 所覆盖的是消费品市场，这个市场，由于金融科技、电商、互联网支付、物流等等飞速发展，已经形成了充分竞争，成为经济学中所说的“有效市场”，大家知道，在有效市场上，一切可能改变产量和价格的信息都会被市场参与者及时获得并充分利用，致使该市场的价格波动比较平稳。相比而言，PPI 所覆盖的市场依然是不完备的市场，它们是垄断的或者是寡头垄断的，至少是不充分竞争的，而且，国内外市场的结构基本相仿。当然，导致 PPI 剧烈波动还有一个原因，就是这个市场已经高度金融化了。

第六，2020 年至 2021 年，我国对外部门独撑大局，在一定程度上有效弥补了内需不足。但是，这种状况主要是由海外对我中间品的需求增大、“量跌价涨”以及美国港口补充库存和港口拥堵形成的“长鞭效应”造成的，这些因素不可长期持续。研究显示，上述三类因素，大致上在 2022 年上半年均可望纾解，因此，虽然 2022 年的出口仍可以成为我国经济增长的正能量，但是，2022 年同样可能是出口景气转换的年份，上半年和下半年的趋势及其表现形式有可能存在极大的差别。

第七，宏观经济运行中，就业也出现了新的情况。根据官方公布的常规数据，我国前三季度就业的情况良好。然而，在平均数下，我们更需要分析其中的结构性问题。主要的表现就是年青人就业状况恶

化了。首先，虽然我国总就业人口亦即 16-60 岁人口的失业率不到 5%，但分年龄段来看的失业率并不理想。统计显示，16-24 岁群组的失业率为 15%，而 20-24 岁群组的失业率更高达 20%。这说明，中国存在严重的结构性失业问题，青年人找不到工作，是我国就业市场上的一个突出问题，而且，这个问题又与每年数以千万计的大学生毕业相关，使得问题高度复杂。需要指出的是，失业的概念及其经济含义，与过去比，显然已经有了很大的变化。如今，年青人不工作，可能与他们就业观点改变有关，可能与农民工离开职场有关，也可能与生育政策改变有关，总之比较复杂，但绝不意味着饿肚皮，其社会意义也有很大变化。

其次，创业对就业的边际带动能力趋弱。跟踪分析显示，平均每新增一个市场主体对应的城镇新增就业数量，从 2015 年的 0.9 个持续下降到 2020 年的不足 0.5 个。有市场主体增加，却不见有太多的新增就业，或者新增就业很少，这又是一个问题。截至 2021 年 2 月底，中国市场主体大约有 1.5 亿，其中个体工商户为 9000 多万，接近 1 亿，企业 4457 多万家，而大企业只有 18.5 万家。这就是说，中国的市场主体绝大部分是中小企业和个体工商户，所以，就业政策，金融支持实体经济发展，着眼点要放在支持 1 亿多个小企业和个体工商户上，要放在普惠金融上。

第三个因素，**就是我国劳动力目前面临多重失衡和供需错配压力**，包括，高排高耗能行业的转型，不断排挤出需要重新就业的人群；校外教培行业的灾难式下滑，导致数以百万计的人口要重新寻找工作；房地产销售与中介行业的就业机会，因为该行业的不景气而迅速萎缩，等等。

第八，我国债务和杠杆率发生新变化。今年以前，我们讨论债务和杠杆率问题，重点放在“去杠杆”和防范金融风险上，今年以来，情况发生逆转。**从数据上看，今年以来我国的债务全面减少，致使杠杆率全面下降，但是，这种体现在债务和杠杆率上的“改善”，反映的是企业不愿意投资，不愿意生产，甚至不愿意开工的现实，反映的是居民不愿意消费，尤其不愿意借贷消费的倾向。**这样的一种杠杆率下降，不能说是好事，而这正是今年以来我国发生的事。可以看到，我国非金融企业去杠杆比较明显。2017 年之前，我国企业杠杆率上升迅速，一度被认为是中国经济的风险隐患。然后有了去杠杆，2017 年开始下降，2020 年，因为疫情发生，杠杆率重新跃升，但今年又急剧下降。前面说过，这种情况表明实体经济部门生产、投资的积极性降低，是企业不愿意干活，不愿意借钱，这种去杠杆率不值得庆幸。居民部门的杠杆率本来是陡峭上升，2021 年开始也开始平缓并有所下跌，这同样表明，居民对未来的预期不好，不愿意借钱进行超前消费。企业和居民是经济中的两个主要的实体部门。它们如果不愿意增加支出，而且优先偿还债务，相应降低自身的杠杆率，那么，或迟或早，便可能引发“资产负债表式衰退”。这是我们应当极力避免的。

下面转向宏观调控部门。

政府的杠杆率比较平稳，这是个好事情。但是我们发现，政府杠杆率平稳的背后，反映了一个事实，就是 2021 年的财政政策是“消极”的，对经济的增长没有发挥刺激作用。对于这个现象需要辩证分析：就

其对 2021 年的国民经济来说，财政政策固然并未在宏观层面发挥非常积极的作用，但是，这同时也说明，我国财政政策依然存在相当大的可调整空间，这正是我们常说的：我国经济的韧性、弹性和空间都很大。

金融也如此。我国金融部门的杠杆率在 2021 年下降陡峭，无论是负债面，还是资产面，都是如此。我们还可以从非金融部门所获得的信用供给变动趋势来印证这点。这个角度的分析很重要，大家知道，本世纪以来，全世界都出现一个新的情况，就是所谓货币和信用的走势不同，经常出现的情况是“宽货币、紧信用”，其中，货币是由货币当局放出的，“宽货币”表明货币当局采取了较为刺激的货币政策。但是，货币放出去之后，其中的相当部分并没有落到实体经济部门，没有落到企业和居民户那里，而是滞留在金融市场上，甚至滞留在央行的准备金账户上，这样，我们便在实体经济部门那里看到了“紧信用”的状况。这是一个典型的资产负债表衰退典型的情况。

最后看一下预期。此次中央经济工作会明确指出了我国经济社会“预期转弱”，这是异乎寻常的。预期转弱的情况，可以在制造业的 PMI 指数和非制造业商务活动指数的变动趋势上明显地观察到，去年下半年到今年底，两个指数总体的趋势是在下降。这清楚地印证了中央关于预期转弱的判断。

当前重申“坚持以经济建设为中心”意味深长

在“稳字当头、稳中求进”的总概括下，中央经济工作会明确提出了明年的七项工作，从宏观到微观，从经济到社会，从改革到科技发展，十分周全。我特别希望同大家分享的，是这次会议反复强调的四个：

第一，坚持以经济建设为中心，而且再次强调：这是“党的基本路线的要求”，要求“全党都要聚精会神贯彻执行”。经济建设为中心的提法，大家不会陌生，早在改革开放之初，我们党就明确提出了从“阶级斗争为纲”全面转变为“经济建设为中心”。这个转变是里程碑式的，它给我们带来了四十年的高速增长，使得中国经济成为全球第二，使得中国成为这个世界不敢小看的国家。不过，这句话近几年说得较少，此次会议重申，意味深长。

第二，经济工作要“稳”字当头，稳中求进。这里所说的稳，是要把速度稳下来，不能任其继续下滑。为了保证实现这一点，会议提出了很多措施，比如，有利于经济稳定的政策要尽快推出来，而不利于经济稳定的政策不要推。有利于经济稳定的政策要早点推等等。

第三，加强统筹协调，防止出现合成谬误。我们刚才讲了就业领域出现新的棘手现象，客观说，那就是一个合成谬误的范例。去年一年，又是减碳，又是教辅关门，又是房地产下行，全都集中在同一段时间内。单个看来，上述所有的事都应当做，政策也都很好，但是，在同一个时间段里，互不协调地做那么多事，非常容易形成合成谬误，使得局部合理的政策叠加在一起后形成负面效应。

第四，在调整政策和推动改革时，要把握好时、度、效，即把握好时机，尺度和效力，同时，在推进新的改革时，要先立后破。这些原则，都是很不容易确立的。大家知道，过去毛泽东同志说过这样的话：“不破不立，不止不流，不塞不行，破字当头，立也就在其中了”。应当说，文革便是践行这种思想的结果。这种指导原则，现在扭转过来了。其他如“不把长期目标短期化”，“不把系统目标碎片化”，“不

把持久战打成突击战”等等，都是十分智慧，且有很强现实针对性的。我坚定地相信，认真落实这些原则，不折不扣执行中央经济会议精神，我们的经济一定会越来越好。

（内容来源：IMI 财经观察）

加快构建包容审慎的金融科技治理机制

李扬

上海金融与发展实验室首席专家兼学术委员会主席

运用金融科技改造传统金融已成为全球金融发展的基本途径，中国的金融科技在支付清算、服务长尾客户、支持脱贫攻坚和乡村振兴事业、助力全民抗疫等领域成效显著。但是由于金融科技存在依赖用户高度参与、网络双边外部性、大规模跨界、极端的规模经济等平台经济特征，现行的金融监管框架表现出了诸多不适应性。为此，应以“包容审慎”和“创新友好”为基本遵循，健全垄断监管的科学框架、推动机构监管向功能监管转变、加快实施持牌经营监管，同时应重新界定“系统重要性”金融机构、关注新型金融基础设施的平台特征、重视消费者数字产权的界定和保护。

引言

金融业历来是科技成果运用的主要领域。运用金融科技改造传统金融是金融发展的基本途径。这意味着，金融科技发展的状况决定一国金融体系未来的竞争力。

关于金融科技，国际组织和各类机构给出了很多定义，基本上大同小异。金融稳定委员会（FSB）认为：“金融科技是技术带来的金融创新。它能产生新的商业模式、应用、过程或产品，从而对金融市场、金融机构或金融服务的提供方式产生重大影响”。这个定义简洁且全面，下文以它为基础展开讨论。

中国金融科技的发展历程及现状

就发展水平而论，中国的金融科技目前处于全球第一方阵。

回顾历史，中国的金融科技最初是由一些非金融、非国有的科技公司发动，在传统金融体系的边缘上发展起来的。这些科技公司从一向不被重视的支付机制切入，逐渐向其他金融领域拓展，并在普惠金融和小微企业贷款等领域取得显著成效。由此产生了“鲶鱼效应”。

在金融科技蓬勃发展的趋势下，我国传统金融业加快了全面改革及转型步伐。金融机构们或斥巨资对自身的业务条线进行颠覆性改造，或寻求与科技公司展开全面、深度合作，将传统金融业务与金融科技嫁接。通过一系列努力，我国金融业的改革和发展在近年来取得了长足进步。主要包括以下四个方面：

第一，我国金融科技发展的最显著成效表现在支付清算领域。根据央行行长易纲在 2021 年 9 月 14 日召开的中德“金融科技与全球支付领域全景”视频会上披露的数据，2015 年至 2019 年，以支付宝、微信支付为代表的非银行移动支付业务复合年增长率达 75%，移动支付普及率达 86%。更重要的是，在支付

清算领域，我国跨越了传统发达经济体所经历过的支票、信用卡等阶段，直接进入网上移动支付领域，并且展示了显著的优越性。

第二，服务长尾人群和小微企业。毋庸置疑，对长尾人群和小微企业提供金融服务，是传统金融体制的短板。据估算，在金融科技大发展之前，我国大约 80% 的人群基本上没有获得过金融服务。但是，金融科技的发展改变了一切。由于大规模降低了运营成本、无偿提供了接入便利、摒弃了抵押和担保的桎梏，简言之，通过为解除“获客难”和“风控难”这两大困境提供解决方案，大量不在传统金融业视野中的“长尾”人群有尊严地获得了应有的金融服务。其中，为小微企业提供金融服务的进展尤其引人瞩目，数以千万计的小微企业由于得到金融科技的支持得以生存发展，对提升我国居民收入水平、保持相当高的就业规模功不可没。

第三，有力支持脱贫攻坚和乡村振兴事业。在金融科技的推动下，资金流、物流和商品流得以深度融合，沿着价值链和产业链而生存和发展的企业融资可得性大大提高，融资成本也大幅降低。根据易纲行长提供的数据，有关部门利用数字化手段完善农村信用信息体系，有力扩大了信贷覆盖范围，精准引导金融资源流向经济社会发展的关键领域和薄弱环节，提升了对小微企业、民营企业等经济主体的金融服务能力。截至 2021 年 7 月末，全国扶贫小额信贷累计发放超过 7100 亿元，不良贷款率整体可控。可以说，我国脱贫攻坚、乡村振兴取得了如此骄人的成绩，金融科技的发展功不可没。

第四，助力全民抗疫。新冠疫情发生以来，社会迫切需要提供“无接触式”的金融服务，而金融科技的赋能，有效满足了这一需求。在整个抗疫期间，我国广大金融消费者仍能得到稳定的金融服务，对于降低疫情对小微企业、弱势群体乃至全社会的不利影响发挥了重大作用。

当然，由于金融科技是新生事物，其在发展过程中难免会出现各种问题。这既归因于科技公司经验不足、运营有待规范，也归因于缺乏科学有效的监管。诸如 P2P、互联网金融、影子银行等问题频出，都是由多种综合因素造成的。不仅如此，由于我国金融体系尚不健全，金融抑制依然存在，很多“搭便车”乃至非法的活动，都有可能借助金融科技的平台来进行，以至于泥沙俱下、鱼龙混杂，亟需有关部门对之进行大力整顿。

金融科技平台机构的特殊性

在深入推进金融科技治理机制完善的过程中，越来越多的研究者认识到：要想不断完善金融科技治理机制，首先须对纷繁复杂的金融科技公司进行适当分类，而其中的关键，则是把大型金融科技公司与中小型金融科技公司区分开来。这是因为，就财产组织形式、运行机制及其社会影响而言，一般中小型金融科技公司，其作为“公司”的属性更强一些；而大型的金融科技公司，则应当归为一类新的财产组织形式，即“平台”型机构。

平台型机构作为新生事物，是和企业、市场相并列的第三种资源配置方式和财产组织形式。这种平台进入经济领域和金融领域后，便在这些领域催生了大量新鲜事物，并使得基于其上的经济和金融活动，产生了若干新的特点。主要包括四个方面：

一是依赖用户的高度参与。在过去的市场结构中，供需双方是彼此独立的——企业是供应方，消费者则是需求方，两方独立运行，只是通过市场交易进行沟通。平台则不一样。它们可以同时既是供应方又是需求方，既代表供给又代表需求，而且在平台上，供给和需求的信息，供给者和需求者的信息，可以实现直接碰面、精准匹配，自身形成了一个“有效市场”，从而可以不断地达成动态均衡。

二是网络双边外部性。在平台上，需求方、供应方背后都有一个大网络，并广泛辐射到更大的范围和领域中，可以说，基于平台，经济社会中的所有人群都被卷入市场交易的洪流之中，即几乎所有的人群都通过平台参与了现代的经济和金融活动，他们的供给动态和需求偏好也都能实时地被反映在平台上。这就产生了在经济学中被称作“全额”“实时”的交易场景，并通过反馈效应，极大地影响着供求关系，进而改变经济结构。

三是大规模的跨界。由于在平台型机构模式下，基本上不存在传统意义的产业和企业边界，或者说通过现代科技冲破行业和产业边界之藩篱比较容易，于是在平台上跨界便成为常态。而金融科技生长在平台型机构之上，自然承续了这种跨界的属性。近年来治理金融科技的过程中揭示出的各类新现象，充分反映了平台的这一特征。既然跨界不可避免，金融风险的跨市场传染自然也难以避免。

四是交叉网络效应会带来极端的规模经济。规模经济指的是这样一种现象：在某一特定时期内，企业产品绝对量增加时，其单位成本下降，即扩大经营规模可以降低平均成本，从而提高利润水平。如果说规模经济普遍存在，那么在平台上可能会达到某种极端状况，即平台有可能通过用户的多宿性、数据的可移植性和相互操作性，以及带来的交叉网络效应，产生马太效应、赢者通吃等现象，从而获取极端的规模收益。

上述特点的存在，使得平台机构很容易形成垄断。对于那些纯粹“经纪商”型的平台，垄断现象或许不甚严重，而在那些“垂直整合型”的平台上，发生垄断的情形则比较普遍。无论怎样，对市场形成某种支配的状况一旦出现，便可能被人滥用，从而导致损害消费者利益的结果。因此，完善金融科技的治理机制，加强和完善对金融科技的监管非常必要。

现行金融科技监管机制的不适应性

实践中发现，我们熟悉的金融监管理念和监管方法，直接施用于金融科技机构，似乎有颇多不适应之处。关键在于，金融科技机构是携高新科技而生的，它们的行为与传统金融迥然不同，因而其对经济金融可能产生的副作用，也很难套用观察传统机构的方法去进行分析和治理。

不妨以反垄断为例说明这个问题的复杂性。如上所述，对于平台特别是大型平台机构，人们对它们的主要指责就是垄断。关于垄断，传统理论已经有了比较确定的界定，监管实践中也已有了较为周全的

应对办法。然而，当我们将这一套应用于金融科技时就发现，很多方面都不甚适用。首先，垄断的范围界定。我们知道，确定垄断行为，需要先确定其影响所及的范围——既要确定垄断行为发生在何种领域，还要确定该行为是否造成垄断。前已述及，金融科技的突出特征之一就是跨界，即对于多数金融科技公司和多数金融科技活动而言，事实上很难分辨清楚它们的归属领域。行业归属不清，垄断行为便难以坐实，监管措施便不易施行。其次，通常使用市场份额占比、市场集中度等指标来判别垄断是否存在以及垄断的程度。但是在金融科技领域，这些指标往往不那么奏效。现实中，很多科技公司可能有非常大的影响力，但就某一具体领域而言，其资产占比、业务量占比、利润占比等指标却并不总是那么优秀。再次，传统上反垄断的基本逻辑，在于垄断机构的垄断行为对消费者的利益造成了损失。然而，在金融科技领域，损害消费者利益的情形并不突出。

不仅如此，现有的监管体制机制也存在着不适应性。其一，现行的监管框架是垂直化的，从中央到地方，机构层层设立，然而金融科技的基本特色是网络化、扁平化的，甚至是无中心的。于是，依托垂直层级制的监管体系来对扁平化、网络化和无中心的金融科技进行监管，显然难以准确捕捉到对象。其二，我国目前的金融监管格局重在机构监管而非功能监管，而大部分金融科技公司并不冠有“金融”字样，这使得它们很难被明确地归属于既有分类的某一金融系统，有的甚至连其作为金融机构的身份都较难被确认，因此，金融监管当局很难依循传统的监管系统对金融科技机构实施有效监管。其三，就产品而言，现有的监管机制对于传统的金融产品和金融服务比较熟悉，但对于以数字形式、基于互联网所提供的数字化金融产品和金融服务却难措手足，而金融科技平台机构的特点和优势恰恰体现在数字化上。其四，同时还存在数字主权的归属问题。2020年公布的“十四五”规划提出“数据是资源配置的一个要素”的判断，前不久中央再次提出了数字主权问题。所有这些对于监管当局来说，都是全新的挑战。最后，发展到今天，对于大型金融科技平台机构的监管已经不再纯粹是经济问题，它已经充分展现了其作为社会现象的属性。在一定意义上，金融科技发展的最终方向就是社会各个成员都主动参与金融活动之中，是“万物互联”“人人金融”。假若如此，诸如公共选择问题、社会治理问题、公共安全问题等等，就必须被纳入视野，而这些因素在传统金融监管的框架里基本上都是不涉及的。

包容审慎的监管机制是当下之需

新形势下要推进金融科技监管深化，必须要与时俱进。“包容审慎”和“创新友好”应当成为金融科技监管改革的基本遵循。之所以强调“包容审慎”和“创新友好”，是因为金融科技的发展，为我国经济和金融的改革发展提供了新的方向和动力，代表着金融的未来，针对金融科技的监管创新，必须以有利于金融科技发展为基本原则，因而就必须是“包容”的和“创新友好”型的。换言之，我们要的是“好”的监管和更有“适应性”的监管，而不单纯是“严”的监管和“强”的监管。

不能忽视金融科技监管的特殊性，其特殊在于，基于网络平台的金融科技可能产生系统性金融风险，或出现平台垄断问题，进一步还可能导致消费者保护和数据安全等问题，而这些问题中的绝大多数都是过去未曾遇到过的。未来监管架构或可从以下六个方向加以探讨：

第一，要健全垄断监管的科学框架。迄今为止，能够确定的金融科技机构无序发展的主要问题都集中在垄断上。然而，如前所述，传统的垄断定义产生在工业化的土壤里，其规范的对象是工业化时代的工商企业，用之评判平台型金融科技机构存在着极大的不适用性。所以，强化对金融科技的监管，首先需要建立一个数字化、网络化和平台化时代的反垄断的判别标准、监管框架和长效机制，其中，强化对数据垄断的监管和治理，居于核心地位。

第二，监管要充分覆盖，避免出现监管空白和漏洞。加快从机构监管转向功能监管至关重要。如今大量科技公司并未冠以“金融”之名，但从事的却又真真切切是金融活动，这种情形更充分暴露出传统机构监管架构的不适应性，迅速转向功能监管，已经迫不及待。

第三，对于“系统重要性”金融机构要重新界定。过去的所谓“系统重要性”，主要是依据资产规模、盈利规模等维度来确定，在金融科技大发展的局面下，这些标准已不甚适用。如今，一家名不见经传的科技公司或许就可能通过网络或场景的外溢性，对整个经济金融产生系统性影响，而这些影响很难用传统的标准识别出来。新的判别标准，必须有助于准确识别此类情形。

第四，要注意新型金融基础设施的平台特征。值得注意的是，目前的一些“平台”，其自身有可能就是基础设施，而在本质上，基础设施应由公共部门投资兴建并由之进行管理，社会使用这些基础设施应当是无偿或者低成本的。然而，由于历史原因，现有的平台绝大部分由私人公司投资建设，自然也由建设者在使用和掌控，这种状况急需改变。在改变的过程中，仔细辨析新型金融机构设施的公共性或私人性，是一项极具挑战性的任务。

第五，从事金融业务要持牌经营并接受完整的金融监管。这意味着，需要对科技公司的业务性质进行科学、清晰的界定，应当对那些从事金融业务的公司施行持牌经营监管。

第六，高度重视保护消费者问题。需要建立健全数字服务和数字市场的消费者权利界定的标准。在发达经济体里，数字经济下的消费者权益保护问题，特别是围绕消费者的数字产权问题，被置于极其重要的位置。例如，欧盟最近颁布法令，严格禁止将消费者的信息用于信用评级等领域，这极大地限制了金融科技的发展空间。应当看到，中国在移动支付、大型金融科技平台、区块链、数字货币以及相关基础设施等领域有长足的发展，相当程度上是充分利用了消费者的数字资源，以后中国要同国际社会建立联系，诸如无节制地使用消费者数字资产的现象必须施以约束和规范。这将又是一项重大而艰难的挑战。

（内容来源：IMI 财经观察）

牛年不利 看虎年发威

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

似水流年，又一个牛年过去了。算起来，这是改革开放后的第四个牛年。但这个牛年不是牛气冲天的“牛”，也不是牛市的“牛”。

这个牛年，见证了“房地产+出口”的两条腿复苏模式，经济最终录得 8.1% 的增长，但二季度后房地产突然间被打折了腿，增速逐季下滑，三季度 4.9%，四季度 4.0%。这个牛年，见证了运动式减碳，煤炭生产资料价格飙涨，所幸 10 月份 PPI 见顶回落，通胀压力得以缓解。这个牛年，见证了万亿教培行业灰飞烟灭，信息平台经济进入冬天，青年失业率达到两位数。这个牛年，见证了美股达到历史新高，中概股全面瓦解，A 股也惨淡羞愧无比。

上一个牛年是 2009 年，那个牛年过得也不轻松。2008 年 3 季度雷曼兄弟公司倒闭后，中国经济就已经嗅到了危机的味道。到 2009 年牛年开启之际，正是全球金融危机的巨浪从大洋彼岸冲击过来之时。2008 年 4 季度经济增速下滑到 7.1%，2009 年 1 季度进一步跌到 6.4%，为改革开放 30 年的最低值。

出手要快，出拳要重。2009 年推出了一系列“快重准实”的扩张政策，这被简称为“四万亿”。至虎年开春，中国经济就已经彻底复苏。对于“四万亿”，学界有人曾经非议，认为浪费很大。但今天想想，四通八达的高铁，全球规模最大、效率最高的太阳能产业，等等，全都得益于“四万亿”。

在 2012 年夏季达沃斯论坛上，温家宝总理做了一个总结：“我想郑重地说明，正是因为当时的果断决策和科学应对，我们才避免了企业倒闭、工人失业、农民返乡，继续保持了中国发展的势头，维护了社会和谐稳定，防止了现代化进程出现大的波折，这些年社会财富不断增加，资产质量不断提高，抗风险的能力不断增强。”

再上一个牛年是 1997 年，那个牛年过得同样艰难。1997 年 7 月 2 日，在索罗斯操盘的货币攻击下，泰国宣布放弃固定汇率，迅即引发货币轮番贬值的亚洲金融危机。这场危机不仅冲击了泰国、马来西亚、新加坡这些东南亚小国，即使是当时全球经济的老二、日本也没有幸免。那年，中国经济的规模只有日本的 1/3（现在我们是日本的两倍有余），压力之大可想而知。

虎年开春，朱镕基总理就职。在 1998 年 3 月的就职讲话中，朱镕基总理明确承诺人民币不会贬值，经济要“保 8”：“为什么要保 8%？因为现在是骑虎难下，‘九五’计划定的是 8%，如果达不到，人民群众就会没有信心。我们初步估计今年经济增长 8% 并不难实现，经过努力还是能达到的。但是，有两件事

情是千万不能做的：一是银行放松银根，生产积压产品，那等于‘自杀’；再一个是搞‘大干快上’，搞重复建设。”

然而，1997 年的牛年与 2009 年的牛年存在一个很大的差异。2009 年冲击中国经济的全球金融危机同样也让美国经济遭受重创，但亚洲金融危机仅仅是亚洲的危机，那时的美国人正在欢呼如火如荼的信息技术革命。为了给过热的经济降温，美联储从 1998 年 11 月份持续加息，一直加到 2000 年 5 月份，才因美股暴跌住手。在这种背景下，“保 8”保得自然是很勉强：1998 年中国经济增长率 7.8%，1999 年 7.6%，直到 2000 年才突破 8%。

再上上一个牛年是 1985 年，那个牛年虽然没有危机，但也不轻松。因为那一年 CPI 高达 9.3%，通货膨胀压力巨大。那个牛年也完全不能与后来的牛年相提并论，因为那时改革开放才进行了 7 年。虽然已经摆脱了计划经济时代全球最穷国家的帽子，但人均 GDP 依然位于低收入国家的行列，GDP 总量只有日本的 1/7。在经济模式上，计划经济的桎梏还没解开，关于未来发展道路还停留在有计划商品经济的阶段。

不过，1985 年的牛年发生了一个著名的会议：巴山轮会议，那次会议为日后中国经济转向市场经济埋下了伏笔。有意思的是，诺贝尔经济学奖得主詹姆斯·托宾在参加巴山轮会议时说：“中国不要轻易发展资本市场,因为中国的市场经济体制尚不健全,在这样的环境下发展资本市场有很大的风险。”那么，何时发展呢？托宾建议中国 20 年后再考虑发展资本市场。36 年后的今天，不知道那些站在山顶上遥望的散户们作何感想，是否想修正一下托宾的建议，40 年后再考虑发展资本市场？

就在牛年最后一个月的 FOMC 会议上，由于失业率和劳动参与率双双下降导致的工资上涨和通胀压力，美联储展现出无比“鹰派”的色彩。看看我们这边，人口老龄化、人口负增长的大背景决定了房地产已经是扶不起的刘阿斗，疫情防控差异带来的出口高速增长也不可能持续。而且，随着境外疫情的流感化，春暖花开之后全球大封锁或将全面放开，全球产能可能会有一个重新布局。

这个虎年，美国经济趋热，中国经济趋冷。这一景象与 1998 年那个虎年何其相似，但此一时，彼一时。在那个虎年，中国经济规模只有美国的 16%，现在已经超过了 70%，体量足够大，结构也不同，我们应该有底气。更关键的是，在这个牛年，财政支出的增速仅有 0.25%，是 1997 年以来最低的年份，同时，2021 年财政收入大幅增长超过财政支出 10 个百分点以上，是 1997 年以来最高的年份。所以，牛年的财政已经储备了足够的“子弹”。在这个虎年，财政应该可以发威。

（内容来源：剑峰聊宏观）

财政不可能三角：增支、减收、控债

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

2022 年经济工作的首要任务是稳经济，而稳经济的关键在于财政政策。对此，从上至下皆已达成共识。然而，在“增支”（增加财政支出以刺激经济）、“减收”（减税降费以降低实体经济负担）、“控债”（控制政府债务以防范风险）这三点之间不可能同时实现。道理很简单：

$$\text{财政支出} = \text{财政收入} + \text{新增债务}$$

从稳经济的角度看，当然要选择增支和减收，但财政收支恒等式决定了必须增加政府债务。

观察 2008 年以来中国四大部门新增债务可以发现（图 1），中央政府的新增债务历来都是最低的，而每逢经济刺激都依靠的是新增地方政府债务。在 2009 年“四万亿”、2016 年经济摆脱 PPI 通货紧缩和 2020 年新冠疫情，地方政府新增债务与经济周期从低迷转向复苏高度同步。与此同时，企业部门新增债务和家庭部门新增债务在除了 2009 年之外的年份中均位居前一、二位。

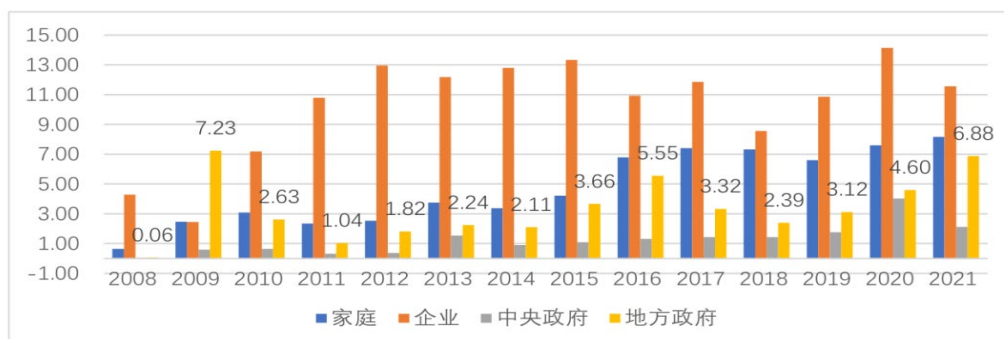


图 1 中国四大部门新增负债（万亿）

注：2021 年数据根据截止 2021 年 3 季度数据推算。地方政府债务包括城投债券等准地方政府债务。

实际上，即使不选择财政增支和减收，从长远看，政府债务也不得不增加，因为这也是家庭和企业部门去杠杆、积累金融资产的必要。从国内私人部门、政府部门和国外部门净金融资产/负债的关系看，也存在一个恒等式：

$$\text{国内私人部门净金融资产} = \text{国内政府部门净金融负债} + \text{国外部门净金融负债}$$

在国际收支平衡的情况下，国外部门净金融负债将不会发生变化。于是，私人部门要增加净金融资产（例如家庭部门为了养老而积累储蓄），就必然要求政府部门增加净金融负债，即私人部门净资产的增加=政府部门净负债的增加。

私人部门去杠杆、积累金融资产一方面是潜在经济增长率和人口快速老龄化的要求，另一方面也是因为过往多年的过度加杠杆。图 1 中新增债务的部门结构决定了中国存量债务的结构与其他国家完全不同，是以私人部门的债务为主。以中美为例（图 2），2021 年预期中美两国总的杠杆率分别为 277% 和 294%，美国略高。美国存量债务中，联邦政府杠杆率最高（115%），其后依次是企业、家庭和地方政府。由于疫情后联邦政府的新增债务主要由美联储购买，利率极低（2021 年 12 月十年期国债收益率仅为 1.47%），因而债务压力可控。同时，劳动生产率正在进入新的上升通道，随着疫情得到控制和经济复苏，美国企业部门有能力加杠杆。根据 IMF 的预测，明年美国经济增长将达到 5.2%，仅比中国略低。

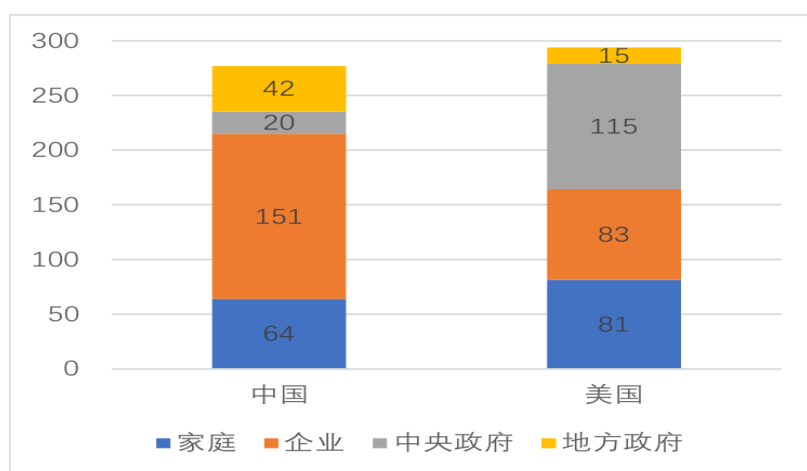


图 2 2021 年中美杠杆率比较 (%)

注：根据 3 季度数据推算。

剑峰聊宏观

中国存量债务中，企业杠杆率最高（151%），其后依次是家庭、地方政府和中央政府。在“需求收缩、供给冲击、预期转弱的三重压力”之下，中国企业部门早已经面临巨大偿债压力。以近两年为例，2020 年和 2021 年两年平均名义 GDP 增速在 6% 左右，低于企业平均的债务成本，这意味着企业收入抵偿不了债务利息。中国家庭部门杠杆率看起来较低（64%），但计算杠杆率的方法（债务/名义 GDP）掩盖了国民收入的分配结构：由于一次分配和二次分配的不合理，中国国民收入中的家庭部门收入占比要比其他主要经济体低很多，2019 年仅为 60%，因此，家庭部门真正的杠杆率——负债/家庭部门收入高达 106%，高于其他主要经济体（如美国）。

综合财政收支恒等式和国内部门间资产负债恒等式可见，出路唯有政府部门增加负债。但是，在“财权上收、事权和债务下放”的财政体制下，只能是继续增加地方政府债务。这就涉及到地方政府债务的可持续问题，即地方财政收入是否能够匹配债务本息的增加。

2020 年，包括地方政府债券、城投债券以及少量影子银行在内的地方政府债务达到近 40 万亿。同期，全部财政收入略超过 18 万亿。按照财政收入在中央和地方 4:6 开计算，地方财政收入约 10 万亿。也就是说，地方债务是其收入的 4 倍。按照平均 5% 的负债成本，地方政府债务的利息支出是 2 万亿，相当于地方财政收入的 20%。2021 年，我们预期地方政府债务将达到 46.8 万亿，同时，财政收入可能继续负增长。2020 年税收收入是负增长（-2.33%），只是在房地产的刺激下，包括国有土地出让金在内的非税收收入才实现了正增长（7.39%），但总的财政收入依然是负增长（-3.93%）。由于对房地产的调控，2021 年的财政收入情况不会比 2020 年好到哪儿去。因此，2021 年地方政府负债将会达到其收入的 4 倍以上。2022 年如果进一步实施减收的政策，财政收入还将进一步下降。与此同时，如果地方政府债务再增加，则 2023 年将进入一个负担更重的债务偿还时期。

所以，在债务风险上升的背景下，是否能够保持持续的增支，尚属于疑问。实际上，与以往相比，近 5 年来一个非常不同的特点就是，财政支出增速一般都慢于名义 GDP 增速。如果这种状况延续，显然就与中央关于 2022 年财政政策的定位不相符。

观察过去 20 多年的数据，从 1997 年亚洲金融危机爆发直至 2015 年（图 3），无论是处于经济周期上扬时期（如 2005-2008 年），还是处于经济衰退时期（如 2009 年后），在大多数年份财政支出的增速都快于名义 GDP 的增速。然而，从 2016 年开始，连续三年财政支出增速慢于名义 GDP 增速，2019 年和 2020 年两者基本持平。2021 年名义 GDP 增速将达到 10% 以上，但财政支出增速几乎肯定会低于 2020 年（2.86%），从 11 月份累计财政支出的数据看，全年甚至可能是负增长。

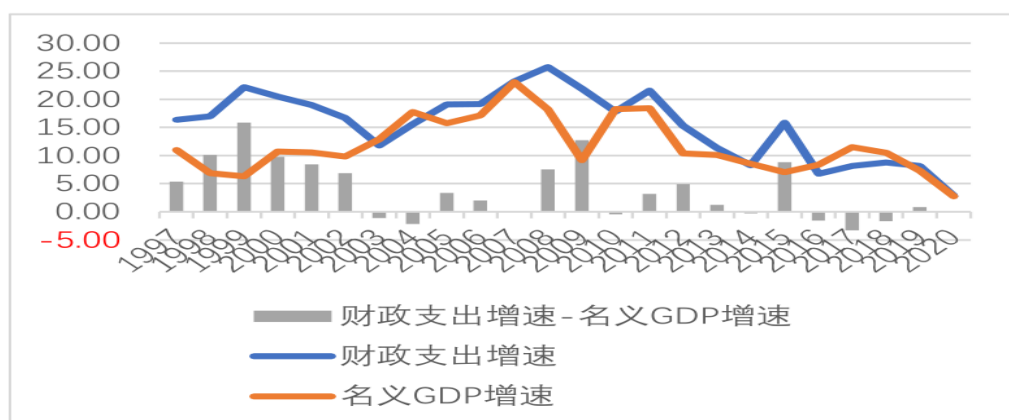


图 3 财政支出和名义 GDP 增速 (%) 剑峰聊宏观

过去 5 年来财政支出的下滑主要是与经济增长相关的财政支出萎缩。将财政支出做一个归并分类，2020 年占比由高至低依次是经济事务（34.08%）、社保卫生（21.29%）、教育科技文化（20.40%）、外交安全（11.22%）、一般公共服务（8.25%）和其他（4.76%）。可以看到（表 1），2015 年后增速下滑最明显的就是占比高达 50% 以上的经济事务和教育科技文化支出，2020 年经济事务的支出甚至是负增长。

表 1 2014-2020 年财政支出大类的增速 (%)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
经济事务	10.16	21.57	3.05	4.23	6.91	6.53	-2.72
社保卫生	14.82	18.46	12.20	12.41	9.15	8.00	12.47
教育科技文化	4.78	13.41	7.35	7.97	7.89	9.81	2.63
外交安全	9.36	11.41	12.31	10.04	9.54	3.87	2.46
一般公共服务	-3.55	2.11	9.17	11.63	11.29	10.72	-1.39
其他	8.11	5.52	-3.39	14.74	21.41	4.90	13.49

在经济事务支出中，农林水事务、城乡社区事务、交通运输、节能环保等四大项占经济事务支出的比重超过了 70%。2020 年，城乡社区事务和节能环保的支出均为负增长，交通运输和农林水事务支出尚能保持正增长。但是，从 2021 年 11 月份的累计财政支出看，这四大项均为负增长。因此，2021 年全年的经济事务支出可能都是负增长，2021 年财政支出增速低于名义 GDP 增速的幅度将达到 20 多年来的最高点。

那么，为什么这些年会出现财政支出增速慢于名义 GDP 增速、特别是经济事务支出萎靡不振呢？答案就在于，这些年政策上选择了减收和控债，因而只能放弃增支。

在减收和控债方面，控债更加重要。从中央层面看，自 2015 年新预算法实施以来，防风险就一直排在稳经济的前列，而防风险的重点对象就是控制地方政府债务；从地方层面看，债务能否偿还已经变成决定地方官员乌纱帽的一大要素，因而 2016 年后新增债务不断下降（见图 1）。至于疫情以来地方新增债务的上升（见图 1），主要原因在于地方财政已经非常困难（从 2020 年用于人吃马喂的“一般公共服务”支出负增长即可一见端倪，见表 1），新增债务中的相当部分是用于借新还旧。

总之，在增支、减收、控债这个不可能三角中，过往几年选择了减收和控债。如果 2022 年选择增支和减收，那么，在“财权上收、事权和债务下放”的财政体制不发生改变的情况下，地方政府债务问题可能将更为棘手。当然，无论前途如何坎坷，我们都要坚定自信。毕竟，改革开放 40 多年来已见证过太多的风浪。

（内容来源：剑峰聊宏观）

零售不良资产转让平稳推进，未来市场空间可期

曾 刚 上海金融与发展实验室主任

陈晓 上海金融与发展实验室特聘研究员

经过多轮征求意见和酝酿，银保监会在 2021 年 1 月 7 日印发了《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》（银保监办便函〔2021〕26 号，以下简称“《通知》”），自 2012 年以来被禁止了将近 10 年的零售类不良资产批量转让业务以试点模式重启。这一业务得到了试点机构的积极响应，首批 4 单项目在 2021 年 3 月 1 日即完成竞价，年内多家国有行和股份行跟进挂牌不良资产包，资产管理公司也纷纷参与竞价。

在《通知》出台一周年之际，我们回顾梳理市场表现以及遇到的问题挑战，有利于下一阶段继续更好地推进零售不良资产转让试点工作。

试点以来的市场整体表现

根据《通知》要求，目前仅有包括 6 家国有控股大型银行和 12 家全国性股份制银行在内的 18 家大中型商业银行准予通过批量转让模式处置零售类不良资产。从实际开户情况看，6 家国有控股大型银行总行均在 2021 年上半年即完成了开户，连同经营机构（分行）总开户数量达到了 182 家，其中建设银行、农业银行和中国银行的分行开户数量均接近 40 家，覆盖了绝大多数经营机构。股份制银行方面，12 家银行也均完成了开户，其中兴业、民生、平安、光大、广发、渤海和恒丰 7 家总行完成开户，其余 5 家则由经营机构（分行或卡中心）独立开户，合计开户数量达到 195 家。

资产管理公司方面，5 家全国性金融资产管理公司总部均完成开户，连同经营机构总开户数量达到了 109 家。地方资产管理公司有 49 家已完成开户，占全国 59 家地方资产管理公司的 83%，整体参与积极性较高。

资产挂牌情况方面。2021 年全年，试点机构共有 50 个零售资产包在银登中心挂牌申请转让，债权金额合计 56.61 亿元，其中本金合计 19.42 亿元，涉及债务人 9332 户，涉及资产 29114 笔。平均来看，单个资产包规模 1.1 亿元，但实际上各包规模差异较大，最大金额 11.5 亿元，最小的仅有 56 万元。

从资产类别来看，涵盖了各类别的个人无抵押质押贷款，50 个资产包中，个人经营贷、个人消费贷、个人消费和经营混合以及信用卡透支资产 4 大类别分别有 17、17、13 和 3 个资产包。从转让债权总金额看，个人经营类贷款规模最大，合计 34.8 亿元，占比 61.6%，而信用卡透支仅有 1157 万元。

从资产质量看，50 个资产包的加权平均逾期天数为 1422 天，也即 3.90 年，整体属于逾期时间较长、清收难度较大的资产。借款人的加权平均年龄为 44.22 岁，从收入增长水平来看属于中等偏下水平。借

款人的加权平均授信额度高达 33.92 万元，从授信水平来看相对较高，户均欠款金额达到 60.66 万元，平均金额较大。已诉讼的客户户数为 7377 户，占全部借款人的 79.05%，多数债务已进入司法催收流程。

出让机构与受让机构方面。从出让银行看，50 个资产包共对应 13 家试点银行，其中国有银行 6 家，股份制银行 7 家。从出让资产包数量来看，平安银行以 22 个排名第一，从出让债权金额来看，平安银行同样“一枝独秀”，合计达到 53.42 亿元，占比为 94.4%，建设银行以 1.47 亿元排名第二，占比为 2.6%，其余各行合计 1.72 亿元，合计占比 3.0%。

50 个资产包中，有 21 个已完成交割并披露了受让机构信息。从机构类型看，“五大”金融资产管理公司相对谨慎，只有东方、华融和银河 3 家机构分别完成了 1 个项目的竞标，资产包平均金额不超过 800 万元，其中还有一个不足 60 万元的“迷你包”。与之相对应，地方资产管理公司参与积极性较高，上述 21 个包中有 18 个为地方资产管理公司竞标取得，合计获得债权金额 31.22 亿元，占已披露的 93.2%。其中广西广投、广州资产都已竞价受让了多个资产包，表现较为活跃。

从受让价格来看，由于价格不公开披露无法取得准确数据，但有关市场信息显示：一方面整体上各资产包成交价格较高，平均在本金的 4 折左右，少数甚至超过出让的本金金额，成交在本金的 10%即属于“地板价”；对比信用卡不良资产证券化业务，过去三年国有银行的平均发行价为本金的 13.6%，而股份行则只有 8.27%。另一方面，随着业务的成熟，市场也趋于理性，成交价格随时间呈现下滑趋势，年末甚至还出现了首单“流标”的情况。

试点中存在的问题

第一，多数银行仍以“试水”为主。

从发行数据来看，目前平安银行是资产出让的绝对主力，其余发生出让业务的 13 家商业银行均未超过 5 个资产包，其中 6 家银行仅有 1 个资产包挂牌，同时 9 家银行单包规模平均不超过 1000 万元，业务带有明显的“试水”性质。另外还有 5 家具有试点资质的商业银行仅完成了开户，并未挂牌项目及开展资产转让业务。从可类比的信用卡不良资产证券化（NPL）业务来看，2021 年全年各行累计转让规模达到了 109 亿元，笔均转让规模为 29 亿元，明显高于批量转让业务。

其次，估值定价是最大的瓶颈。

按照目前不良资产批量转让业务的流程，意向受让的资产管理公司以竞价方式参与，最终按照“价高者得”模式确定定价和最终受让方。而从 2021 年转让的成交结果看，最终成交价的平均水平大约在本金的 40%，少数甚至超过不良资产本金金额。参照无抵押类不良资产证券化业务的成交水平，一般在 8%-15%区间，可以认为现有成交水平存在较大程度的高估。

造成这一问题的原因，一是尚未形成一个较为公允的定价基准。现有零售类转让仅限于无抵押资产，因此传统以物权、收益权等价值为基准，通过现金流折现、市场比较、重置成本等方式进行估值的方法难以适用，市场上多数评估机构没有此类业务的经验可循。二是部分受让机构在竞价过程中并非纯

粹的市场行为。2021 年系业务的试点首年，部分受让机构从拓展业务领域、开拓蓝海市场的角度出发，对不良资产转让业务在人财物等方面积极投入，设置机构将当年落地项目设定为 KPI 指标，从而在一些项目上以“势在必得”的态势进行报价。三是，由于多数挂牌的资产包规模均较小，其中位数仅有 2192 万元，实际估值往往仅有百万甚至十万量级，资产管理公司在竞价时为确保完成考核目标，大幅溢价受让付出的绝对成本并不高。

第三，管理规则尚待梳理和完善。

零售类不良资产批量转让业务自 2012 年被《金融企业不良资产批量转让管理办法》（财金〔2012〕6 号）限制以来，已停滞了近 10 年时间。期间整个监管环境、信息技术和业务形态都发生了巨大的变化，虽然《通知》在一定程度上对业务规则进行了澄清，但仍有大量技术细节有待明确或有待完善，典型包括：

首先，征信报送在实务中存在较多操作问题。鉴于资产转让后出让银行已不再是借款人的债权人，在后续征信申报过程中原则上应将借款人的账户状态报送为“正常”，并由受让方按征信管理有关规则进行报送。但目前除广西广投外，其余地方资产管理公司尚未接入征信系统，会导致借款人实质为不良的状态无法得以真实体现，从而会影响其他金融机构的风险判断和社会公正。另外，即使后续各资产管理公司已接入了征信系统，但根据《征信业管理条例》和《个人信息保护法》，采集个人信息需要明确授权，前期出让银行已获得的授权很可能不具备转授权效力，在借款人拒绝授权甚至无法联系（对不良资产借款人并不鲜见）的情况下，受让方将面临潜在合规风险和失去一个重要清收手段的两难选择。

其次，监管报送层面有诸多细节有待明确。不良资产转让业务涉及的监管报送包括银保监会 1104、银保监会 EAST 和人民银行报表三大类别，具体包括冲销金额、核销金额、核销贷款收回、账户终止状态等科目。鉴于前期报表制定时不良资产批量转让业务尚未落地，因此在字段设计、报表口径、报送时点等方面少有对该项业务的指导要求，而目前发布的业务规则也未涉及相关细节。由于目前监管层面对于非现场检查的数据质量日益重视，各行在执行过程中也均极为谨慎，口径不明也对各行的业务参与积极性有一定程度的影响。

再次，有待优化资产交割的要件涉及的相关法律法规。根据监管规定，交割时必须以原件形式转让债权债务关系的文件。但是近年来，随着各商业银行在数字金融领域的投入，大量的贷款都已通过线上办理，因此实际操作中往往不具备“原件”转让的能力。另一方面，少数业务（如信用卡）按监管规定还必须对基础合同（领用合约）以纸质方式办理，但一般也不再集中管理纸质文件，而是由各网点上传影像资料至统一数据库，各自保管纸质文件方式落实，交割原件存在巨大的操作成本，迫切需要对转让后的通过债权诉讼主张出台明确且高效的法律或司法解释。

最后，试点范围中部分限制转让情形界定模糊。一是根据《通知》要求，涉刑案件贷款不得转让，但涉刑时间和范围均未明确，同时鉴于现有司法公开信息并未充分披露涉刑案件人员信息，且可供查询

的数据往往滞后，实际操作中只能按照尽职免责模式进行。二是《通知》要求不得转让“三区三州”地区贷款，但目前个人借款人存在身份证地址、工作地址、家庭住址，以及贷款发放管理机构所在地等多个地址类标识码，具体以何种口径执行也存在操作疑义。三是银行员工及亲属在本行贷款不得转让，但该要求未明确上述贷款发放时间和在职时间之间的关系，同时也未明确“亲属”的范围，且亦未考虑要求行员履行提供亲属信息的义务是否具有法律依据，实际操作中也仅能以尽职免责执行。

未来展望

首先，银行参与的积极性将逐步提升。

从 2021 年试点的情况来看，18 家具有试点资质的银行中有 5 家尚未进行试点，已开展试点的机构除平安银行外，其余出让金额均不超过 5 单，笔均仅有 1100 万元。造成目前积极性不高的原因主要还是商业银行的机制所致，一方面出于稳健经营的考虑，商业银行对创新业务一般会相对谨慎，另一方面在目前严监管态势下，银行在业务规模开展前需要做好制度、流程、报送、客服、渠道、系统等各项配套工作，需要一定的时间建设和完善。从实际成交结果看，批量转让的成交价格较不良资产证券化具有明显优势，对银行拨备消耗更低，同时转让后还可释放清收业务资源以集中使用，加之还具有税前抵扣的财务优势，在内部各项基础建设工作完成后，预计商业银行将有足够的积极性推进该项业务。鉴于已核销不良资产是各行在资本消耗和不良占用方面的痛点，因此预计后续各行积极转让已核销资产的概率较大。

从目前的经济金融环境来看，未来每年商业银行新增的不良资产规模将处于不断扩大的趋势，迫切需要资产管理公司来协助化解。对于具有优势地位的“五大”国有金融资产管理公司而言，往往是商业银行首选的出让对象，因此其可选择的资产范围更大，往往会选择体量更大、处置更为便利、灵活性更高的企业不良资产，而个人特别是纯信用的零售不良资产则是次选对象。而另一方面，地方性资产管理公司天生议价能力和资源弱于国有金融资产管理公司，在生存的压力下必须积极拓展蓝海业务，因此零售不良资产势必会成为一个重要的选择。特别是，由于“聚焦主业”和“属地经营”的监管要求，地方资产管理公司在缺乏足够优质的属地对公不良资产情况下，或考虑提高资产地域分散度以降低风险的，通过积极认购未限制属地经营的零售类不良资产，是一个较好的选择。

第二，估值技术将日益受到重视。

目前由于处于试点的首年，特别是上半年在资产供给偏少的情况下，大量资产包在意向受让方积极竞价的情绪导向下，以较高的市场价成交，甚至出现了高于本金的情况。在这样的背景下，资产估值结果往往明显偏离市场竞价结果，商业银行并不担心发生“贱卖”，竞标方也未考虑“盈利”，导致买卖双方双方的估值都成为流程、未受到足够重视。

随着业务的成熟，不良资产包价格已呈现均值回归的态势，后续成交价格大幅偏离实际价值的情况将越来越罕见，买卖双方都将更加重视估值，以求在公允价值水平上成交。与传统对公资产更多基于公

司业务收入、不动产权利以及品牌或牌照价值等评估不同，纯信用零售不良资产估值更多要在充分把握贷款主要特征并有效分类的基础上寻找影响回收的关键指标，通过经济金融周期、同类资产历史回收情况、不良资产市场情况等要素，依托大数据估值模型来估值。

第三，参与机构范围预计将逐步扩大。

目前试点阶段的资产出让机构仅限于 18 家国有及股份制商业银行，对城商行、农商行、消费金融公司等机构以“一刀切”模式排除在试点之外，未来这一范围有较大可能扩大。从当前银行业实际发展情况来看，部分城商行、农商行在市场地位、业务规模、内控管理等方面均处于市场前列，甚至优于少数股份制银行，纳入试点有利于在风险可控的前提下化解银行业不良。同时，由于城农商行的业务地域集中度更高，纳入试点更有利于降低其系统内的风险水平。再从市场实践来看，上述机构目前为化解不良，存在通过非标准化模式进行操作的现象，将对应主体纳入业务范围，有利于以“开正门、堵旁门”的方式规范市场。

（内容来源：21 世纪经济报道）

发展公募 REITs，打造基础设施建设可持续发展新引擎

曾刚 上海金融与发展实验室主任

陈晓 上海金融与发展实验室特聘研究员

2021 年末召开的中央经济工作会议在部署 2022 年工作时要求，适度超前开展基础设施投资。

2020 年 4 月 30 日，中国证监会和国家发改委联合发布了《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》（证监发〔2020〕40 号，以下简称“40 号文”），正式拉开了中国公募基础设施 REITs 启航的大幕，此后相关机构在一年内完成了整个政策框架和业务规则的制定，到 2021 年 5 月 31 日，首批 9 单基础设施 REITs 均以超募的方式完成配售，并在 6 月同时上市。2021 年 6 月 29 日，国家发展改革委出台了《关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点工作的通知》（发改投资〔2021〕958 号，以下简称“958 号文”），对政策引导、管理协调、项目质量、持续发展和分工协作等提出了进一步要求。在此带动下，两单新的基础设施 REITs 项目也于 2021 年 12 月正式挂牌沪深交易所，同时受到市场的高度关注。

在中央政府的推动和市场的带动下，40 号文发布以来多个地方政府也纷纷出台政策，支持公募 REITs 发展，未来有望将其打造成为基础设施建设可持续发展的新引擎。

基础设施 REITs 发展情况

从 40 号文发布以来，经过各方紧密合作和积极推进，已就基础设施 REITs 的规则框架、申报要求、投资者管理、入库流程、尽职调查、项目审核、认购发行、登记结算和项目运营等方面形成了具体制度，并建立了相关的业务流程及信息系统，完成了该业务金融基础设施的全面建设工作，按照夯实基础而后落地产品的稳健策略推进。这一思路是借鉴了前期国内资本市场发展的诸多经验教训，在中国资本市场已进入相对成熟期时，在新产品正式推出之前积极建章立制，可以从根源上避免监管套利等“金融乱象”，杜绝“亡羊补牢”性质事件频发。

2021 年共有 2 批共 11 单基础设施 REITs 顺利完成上市，认购过程中机构和个人投资人均极为踊跃，各产品都在首日以超额方式完成配售。二级市场方面，到 2021 年底其总市值已达到 437 亿元，其中全部 11 个项目上市后股价均有所增长，平均涨幅超过 25%，涨幅最大的中关村产业园在 11 个交易日即达到 39%。考虑到产品上市时间较短且未来还具有一定程度的分红，实际上全收益价格水平远高于同期固定收益产品和股票市场指数，已初步显示出“第三大类”资产的特征。

从具体的项目来看，已上市的 11 单 REITs 的基础资产类型十分丰富，包括产业园、港口、物流园、高速公路、水务、可再生能源等，涵盖了交通、市政、环保、物流、园区多个大类，对于未来 REITs 业务快速发展奠定了坚实的基础。

地方政府积极支持

40 号文发布以来，已经有北京、成都、上海、苏州、广州、南京和西安 7 个城市的政府发布了对基础设施 REITs 的专项支持政策，呈现以下几大特点：一是区域上，前期有基础设施 REITs 项目实际落地、基础条件较好的城市相对积极性更高；二是均建立了专项的工作推进机制，通过市级领导挂帅、设立牵头机构、成立领导小组、明确相关工作责任单位等方式，力图在项目投资、金融、证监、财政、国资、人社和国土等有关单位之间建立高效无缝衔接，确保工作得以有力推进；三是积极引导国有企业参与，通过 REITs 提质增效、积极转型；四是通过财税政策进行适度补贴，吸引专业机构落地。

在实践中，由于各地经济发展模式各有千秋，基建水平各具特色，原有相关政策也各不相同，因此各地在政策的发布上，也表现出一些不同的地方特色：

一是因地制宜，结合地方经济重心推进基础设施 REITs 发展。如北京结合“三城一区”、城市副中心、新首钢高端产业综合服务区、丽泽金融商务区等重点区域优先发展；广州则重点推进华南骨架高速公路网、轨道上的都市圈、白云空港一体化交通枢纽、南沙国际港区等重要交通基础设施项目；西安则立足建设“一带一路”重要节点，发挥对关中平原城市群的引领带动作用；上海和南京则均立足长三角这一大的经济区域进行资源配置，充分体现了该地区的联动和协同作用。

二是在政府的财税支持方面各有特色。如成都除面向原始权益人给予补贴外，针对成功发行项目的计划管理人和投资项目的保险机构均给予奖励，也即在项目持有人之外，还面向投资银行和投资机构进行经济奖励以促使项目落地。南京将 REITs 发行等同于企业上市，并参照给予补贴。上海则研究设立政府引导的基础设施 REITs 产业投资基金，重点面向长三角区域开展存量基础设施项目并购重组和 REITs 试点。

三是部分地方政府已对 REITs 产品实际落地中的一些技术性问题有较深入关注，并积极进行政策优化调整。如针对国有资产必须进场交易可能会造成 REITs 上市失败风险，上海已明确要探索为项目股权转让涉及国有资产交易提供简单便捷的交易流程，苏州则计划协调落实国有资产交易和股份转让等方面监管政策要求。针对 REITs 上市过程多有涉及的用地合规性问题，广州市则要求由市规划和自然资源局负责，明确项目用地合规性并出具相关材料。

基础设施 REITs 的发展前景

目前，我国经济发展正面临“需求收缩、供给冲击和预期转弱”的三重压力，地方政府面临前所未有的复杂局面。未来构筑保障经济发展的持续动能，必须要落实好“六稳”“六保”，必须更加有效发挥投资的作用，特别是通过基础设施领域的投资来“补短板”。同时，在一般公共预算收入增幅趋缓、

政府性基金收入水平不确定性增加的背景下，前期预算软约束模式下粗放式的投资扩张难以为继，必须有效盘活存量资产，形成存量资产和新增投资的良性循环才能保障经济的可持续发展。在这一经济金融背景下，推动基础设施领域 REITs 的发展成为了地方政府新的有效工具。

首先，REITs 将成为地方基础设施建设良性投资循环的重要金融工具。目前出台专项政策的地方政府，其目的显然是为了以因地制宜的方式推动当地基础设施 REITs 的发展，从而带动基础设施建设和地方经济。值得关注的是，政策出台的城市均拥有较好的经济发展基础、较高的基础设施建设水平和较成熟的金融生态环境，其率先于经济落后地区推出上述政策，一方面诚然是因为这些城市自身情况更满足基础设施 REITs 的实施条件，另一方面更重要的则是作为先发展地区，其对于基础设施建设和良性投资循环的价值有更深的体会，在转换增长方式、寻找新增长点方面有更强的动力。

其次，专业化基础设施 REITs 运营机构，将成为地方国有企业特别是城投公司转型的重要路径。长期以来，地方政府负责了多数的基础设施建设，由于财权事权的不统一以及经济发展的不平衡，诞生了政府平台公司此类特殊机构，其使命就是利用其信用背景代替政府融资并开展基础设施开发工作，但也容易造成政府隐性债务负担，因此其转型发展已成为各地政府的重要工作。

目前，国内的基础设施 REITs 虽然在合约层面由基金管理人负责项目管理工作，但对不动产特别是基础设施的管理并非基金公司所长，因此政策架构预留了外聘运营管理机构 的安排，而熟悉地方情况和资产状况的原始权益人是目前最具可行性的选择。从 2021 年已上市的 11 个 REITs 项目看，基金管理人均外聘了运营管理机构，而运营管理机构均为原始权益人或其关联方，也即原始权益人不仅通过 REITs 实现了融资、改善了资本结构，还增加了新的、稳定的收入渠道。地方国企或政府平台转型成为专业化基础设施运营机构，不意味着放弃地方基础设施建设的任务，而是通过优化资本结构和财务状况，在提高自身生存能力基础上，一方面做好存量运营工作，另一方面以“轻资本”模式进行项目投融资循环，实现项目开发—建设—交付—REITs 上市—运营的闭环可持续发展。

第三，积极扩大公募 REITs 的范畴，有助于“稳投资”。从地方政府而言，基础设施 REITs 的推出，是改善以往几乎完全依赖财政作为资金来源或融资背书的开创型模式。一方面，这一金融工具对于地方政府盘活存量资产意义重大，目前发布政策的地方政府均在中央文件基础上，最大化地将重点区域和重点领域纳入基础设施 REITs 的范畴，意在扩大存量盘活的版图。另一方面，对地方政府更重要的是为后续增量建设形成新的可持续、规模化模式。未来 REITs 的方向既包括亟待满足市场需求、未来发展前景看好的“两新一重”等新的经济增长点，REITs 作为权益性资产可以较好地化解上述领域投资中的期限错配问题；另外还包括长租公寓、城镇市政、生态环保等和民生福祉密切相关，但利润偏低的领域，通过 REITs 方式可有效提高其流动性带动估值上升，提高社会资本介入的积极性。

第四，进一步完善 REITs 相关制度，为市场发展奠定更为良好的基础。目前中国基础设施 REITs 的政策框架，是建立在公募基金叠加资产支持证券的模式之下，以现有产品组合实现功能而非重新打造 REITs 产品，其优势在于以“最大公约数”的方式早日启动试点，从而带动市场的发展；但另一方面，这一模式不仅增加了交易成本，同时税务中性、国资挂牌、投资范围等多个众所周知的问题仍悬而难决。从地方政府的政策来看，多地已在现行政策框架下以绿色通道、政策引导等方式去帮扶 REITs 发行的相关各方解决上述痛点，以因地制宜模式积极推进，体现了地方政府对 REITs 做大做强的热切预期。可以预见，未来随着市场的不断扩大和成熟，地方政府会有更加丰富有效的方案来推动问题的解决，其中较为优质的模式将有可能成为 REITs 演进的“范本”，从而自下而上形成 REITs 的改良版本乃至 2.0 版本。

与绝大多数国家不同，我国的 REITs 市场从基础设施领域起步，意在兼顾经济发展和结构优化。从目前的市场发展情况和各地政府政策导向来看，2021 年作为中国基础设施 REITs“元年”取得了完美开局，相信随着市场演进和政策优化，REITs 将有可能成为我国基础设施建设和经济发展的又一重要引擎。

（内容来源：21 世纪经济报道）

寻找最优解：当“三期叠加”遇见“三重压力”

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 财富研究中心总经理

何为“三重压力”？

12月8日至10日召开的中央经济工作会议将中国当前经济运行的基本特征概括为“三重压力”——需求收缩、供给冲击和预期转弱。具体表现为：

第一，需求侧，内需弱，外需强，居民消费复苏不达预期，服务业消费整体滞后，娱乐餐饮旅行等密切接触性行业的消费面临天花板，信用收缩压制房地产投资，地产产业链景气度下行。跨周期调节思路引导下的财政支出后移导致基建投资增速下滑，11月进入负增长区间；

第二，供给侧，全球而言，新冠肺炎疫情扩散的非对称性、经济复苏周期的非同步性和抗疫政策的非一致性割裂了全球供应链，港口拥堵、航运价格高企和航运运力的不足加剧了上游原材料或零部件供应短缺和价格上升，国内而言，碳达峰碳中和背景下的能耗“双控”政策演化为“拉闸限电”，人为限制了工业产能利用率，扰乱了生产节奏，中小微企业经营困难，中低收入阶层就业面临考验。

第三，预期侧，居民预防性储蓄增速维持高位，消费者和企业家信心指数仍在探底，居民购房意愿和企业购地意愿低迷，制造业企业盈利预期转弱，PMI新出口订单持续运行在枯荣线以下。房地产行业仍受去金融化政策（“三条红线”）、人口加速少子化老龄化和房地产税试点三重压抑；教育“双减”和互联网平台的反垄断引发境内外资本对政策不确定性的担忧；基建投资资本回报率持续下行，民间资本参与意愿不高；地方政府财政可持续性难题尚待求解。

三重压力已经形成负反馈，使中国GDP增速在第三季度跌至4.9%。10月和11月OECD综合领先指标仍维持下行态势。12月零售和乘用车高频数据显示需求侧已有回暖迹象，但票据利率走低表明实体经济融资需求仍然低迷。100大中城市土地成交和新房开工增速仍为负值，三四线房地产销售和库存压力较大。预计4季度GDP增速或进一步下降至4%以下，全年仍可维持在7.9%-8.1%的增速水平——高于潜在增速和全球平均增速（IMF预测2021年全球GDP增速为5.9%）。

当下的一致预期是，2022年国内稳增长压力较大，尤其上半年。这不仅是因为今年上半年的高基数，还与内外经济和政策周期的错位有关。新冠疫情爆发后，中国经济和产能率先复苏，海外供需缺口的扩张和缓慢的收敛维系了中国出口高景气，也使得国内逆周期的总量政策较早回归常态。但第四季度以来，在通胀压力持续超预期的情况下，英美央行正在加速退出非常规货币政策。英国央行已经率先加息，美联储也在加速缩减资产购买，提前至明年第一季度结束，并有可能在第二季度开始加息，还有可能同步

开展缩表。海外需求复苏的边际放缓和供给瓶颈的逐渐缓解有助于供求缺口的加速收敛。企业或由主动补库存转为被动去库存。在疫情可控的基准情形下，明年外需将面临较大压力。国内今年的财政后置和明年的财政前置，以及货币政策在降准降息方面的举措都是在兼顾跨周期和逆周期调节。

当“三期叠加”遇见“三重压力”

将“三重压力”放在“三期叠加”的背景下理解是有益的。一方面有助于厘清压力的长期性和短期性；另一方面也有助于理解政策在平衡稳增长和调结构方面的考虑。在 2013 年上半年政治局讨论经济形势会上，习近平总书记首次提出中国经济正处在“三期叠加”的判断，并在 2014 年第二季度政治局经济形势分析会上对“三期叠加”进行了全面系统分析。

第一，增长速度换挡期，即从改革开放前 30 年平均 10% 以上的增速逐步降档。这是由经济发展的一般规律决定的。早在金融危机之前，由供给侧决定的 GDP 潜在增速就已经进入下行区间。劳动方面，2004 年前后，中国出现“刘易斯拐点”，农村向城市转移的劳动力从过剩变为不足，劳动力成本开始上行。2010 年总抚养比触底反弹，2014 年 65 岁以上人口占比超过 10%，曾经的人口红利转变为“人口负债”，劳动供给（数量）开始成为 GDP 增长的拖累因素（图 1）。如果没有新冠疫情的扰动，预计到 2025 年前后中国总人口“达峰”。资本积累（投资）面临居民储蓄率下降、边际回报率下行和债务杠杆率上行的多重约束。TFP 增速也在 2007 年达到 11.4% 之后开始下行，疫情之前降至 3-4% 区间。

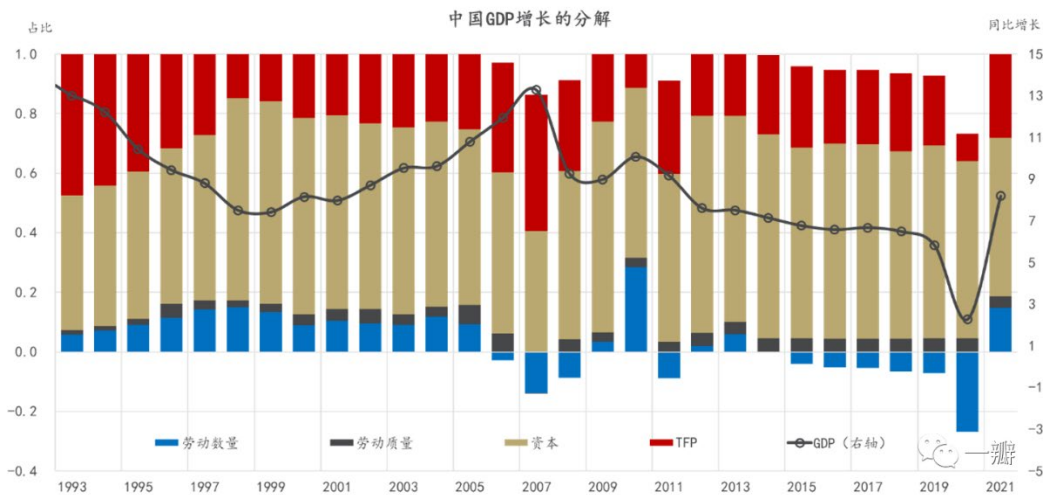


图 1 中国实际 GDP 增速的分解

数据来源：咨商会，东方证券财富研究中心
注释：2021 年为预测值

第二，结构调整阵痛期。这是加快经济发展方式转变的主动选择，也是优胜劣汰和市场出清的过程。2015 年以来，以“三去一降一补”为核心的供给侧结构性改革路线逐渐清晰，内涵不断丰富。党的十九大以来，经济从高速度向高质量发展模式转变和以创新、协调、绿色、开放、共享五大新发展理念为指引

已经取得共识。2016 年英国脱欧和特朗普当选美国总统引发全球化变局，2018 年中美经贸冲突显性化，面对百年未有之大变局，决策层提出了构建以内循环为主体，国内国际双循环相互促进的新发展格局。这要求创新在供给侧要成为第一动能，（国内）消费在需求侧要成为战略基点。在从引进创新向自主创新和外需向内需切换的过程中，不可避免地会出现“断裂带”。而要想经济实现平稳着陆，必须发挥政策的逆周期调节作用。

第三，前期刺激政策消化期。大危机之后，外需急剧收缩。2008 年中央经济工作会议出台了“四万亿”计划，推动中国经济在 2009 和 2010 年逆势上行，也为全球经济复苏都做出了重要的贡献。但也正是在此期间，中国走上了一条高债务杠杆驱动的增长之路（图 2）。根据社科院的数据，从 2007 年底到 2019 年底，中国实体部门杠杆率从 145%增加到了 247%，非金融企业部门从 96%增加到了 152%，均处于世界前列。2012 年，中国 GDP 增速首次跌破 8%，相比 2007 年下降 6.3 个百分点。2013-2015 年之所以能维持在 7%以上的增速，房地产和基建投资发挥了重要作用。

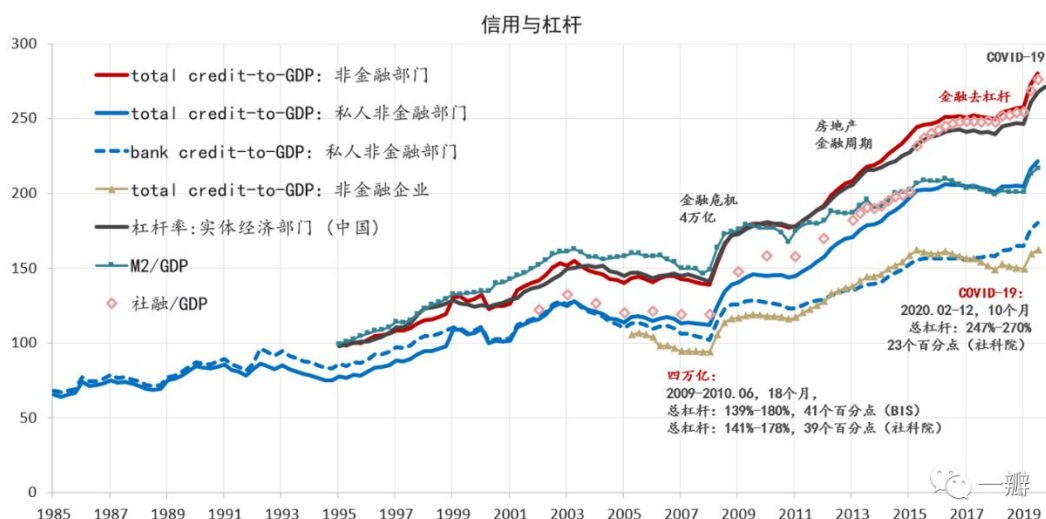


图 2 中国宏观杠杆率走势

数据来源：BIS, CEIC, Wind, 东方证券财富研究中心

从大危机到大流行，房地产共经历了三个完整的周期。此间，居民部门杠杆率从 18%持续攀升至 56%。从 2013 到 2018 年，基建投资增速始终高于房地产和制造业投资，形成了“土地财政—基建投资—房地产开发”顽固循环。地方政府财政收入高度依赖土地出让金收入，政府和金融部门都被房地产裹挟。金融脱实向虚，影子银行风险积聚，以 P2P 为代表的互联网金融乱象丛生。防范化解金融风险至今仍然是政策重点。此外，高房价强迫居民高储蓄，高杠杆压抑居民消费。房地产对资本的虹吸效应使得制造业投资明显不足，中小微企业融资难融资贵难题至今仍未缓解。

解绑对土地和房地产的依赖和防范化解金融风险是近年来的政策主线。继 2016 年中央经济工作会议首次提出“房住不炒”定位后，2019 年 730 政治局会议再次提出“不以房地产作为短期刺激经济的手段”。

即使在新冠疫情期间，针对部分地区出现的房地产市场过热现象，政府也出台了相应的强监管措施。

2018 年出台的“资管新规”将在 2021 年底全面实施，破刚兑和净值化没有回头路。

截止到新冠疫情之前，“三期叠加”仍在深化。2019 年中央经济工作会议重提“必须清醒认识到，我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，结构性、体制性、周期性问题相互交织，“三期叠加”影响持续深化，经济下行压力加大。”此外，还叠加了全球化的逆转、中美关系的变局和新冠大流行的挑战。中国经济增长的约束条件在累积，腾挪空间变窄，需要平衡的要素增加，寻找最优解的难度提升。如何破局，唯有以史为鉴，不走老路，坚定改革开放的决心，进一步释放改革红利，促进增长动能向创新转换和战略基点向消费转变。

中国经济发展的阶段：从追赶到的被追赶

从人口的视角，经济发展可被划分为三个阶段（图 3, Richard Koo, 2015; 2018）：第 I 个阶段是快速城市化（+工业化）阶段。这是一个典型的二元经济发展阶段，刘易斯拐点尚未出现，劳动力供给接近无穷弹性。该阶段，劳动力市场是一个典型的买方市场，资本所有者获得绝大部分剩余价值，工资增长慢于 GDP 增长。由于资本所有者的边际消费倾向较低，收入更多地用于储蓄和投资，所以这个阶段的一个特征就是资本有机构成的提高——资本深化。对于一个资本短缺的经济体，资本深化是推动经济增长的重要供给侧力量。由于工资报酬较低且贫富差距不断拉大，消费占 GDP 的比重不断下行。与此同时，在资本积累和农村劳动力向城市转移的过程中，城市化和工业化快速推进。

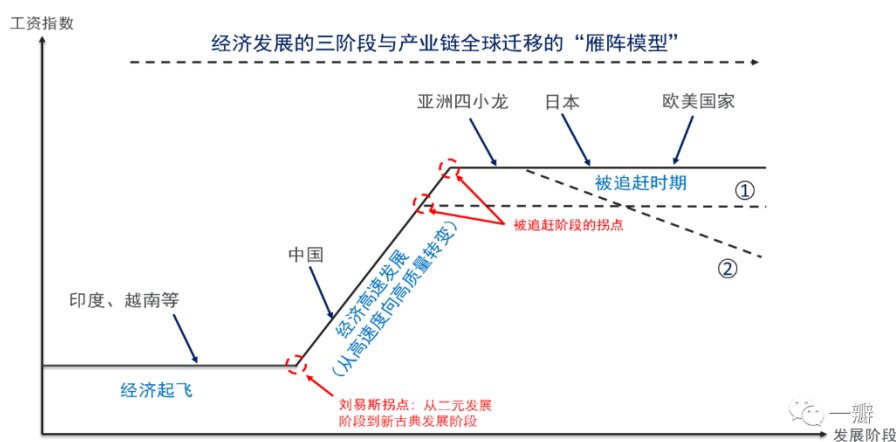


图 3 经济发展三阶段和中国黄金增长的窗口期

资料来源：Richard Koo, 2015; 2018; 东方证券财富研究中心

一旦越过刘易斯拐点，经济就进入第 II 阶段——成熟经济。农村劳动力又过剩转为短缺，劳动力市场开始出现供不应求的状况，工资涨幅或将超过 GDP 增幅，非熟练劳动力的涨幅更大，不利于劳动所有者的分配方式得到扭转，贫富差距收窄，或不再进一步扩大。随着居民收入的增加，劳动报酬和消费占 GDP 的份额也会随之上涨。整体产能出现过剩，但劳动替代性、消费导向性和推动产业升级的投资继续

扩张。贸易结构与第一阶段显著不同，出口产品复杂度和全球价值链的位置逐步提升。城市化和工业化仍在推进，但速度明显放缓。经济增速下台阶，从高速转为中高速。

第Ⅲ阶段为被迫赶阶段。刘易斯拐点叠加老龄化，劳动力短缺状况更加严峻，但是，工资上升遇到瓶颈，因为劳动密集型产业要么会选择外迁，要么会选择用资本替代劳动。随着城市化和工业化的完成，可投资的机会变得稀缺，资本回报率不断下降。该阶段，供给侧而非需求侧是经济增长的主要约束，并且，只能靠新科技革命才能扭转经济增长停滞的状况。如果仅仅从速度和质量这两个维度来划分的话，前两个阶段的共同特点是高速度，第Ⅲ阶段更加注重发展的质量，其中，第Ⅱ阶段也可以被理解为从高速度向高质量发展的过渡阶段。

中国劳动力市场的两大结构拐点都已经出现。从劳动与资本要素的相对成本来看，2008 年是重要转折点。当然，这不仅仅是由刘易斯拐点带来的，还包含人口老龄化。2010 年，劳动力人口占比的峰值和总抚养比的底部都已经出现，工资指数开始上涨，说明中国已经进入第Ⅱ阶段。相比其他亚洲经济体，人口因素对中国经济的挑战更大。日本和韩国从出现刘易斯拐点到出现老龄化拐点都有一定的时间间隔，但中国几乎是同时出现的。这也就是为什么日本在 60 年代出现刘易斯拐点后仍能保持 20-30 年中速（或中高速）增长的原因。正因为如此，中国的黄金增长窗口期会明显收缩。从劳动力密集型部门开始，中国正在进入被迫赶阶段。这对供给侧改革和需求侧管理都有重要含义。

供给侧改革：从引进创新到自主创新

归根到底，是创新 and 创新的扩散改变了世界政治经济版图。创新包括自主创新和引进创新两类，后者是创新外溢效应的一种形式和渠道。发达国家是自主创新的主力军，因而更依赖于教育、研发（R&D）投入（尤其是基础科学研究）和人力资本的积累。后发国家在经济起飞的早期阶段会更更多地依靠引进创新来缩小与发达国家的差距，但能否吸收和吸收的速度，同样取决于该国的人力资本积累、研发投入（更注重试验发展和应用研究）、基础设施和制度变革等因素。

一般可以从 LP 或 TFP 的水平或长周期波动的次序大致判断自主创新的领导者和模仿者。英国毋庸置疑是第一次工业革命自主创新最主要的领导者（图 4）。1870-1914 年，自主创新的主要生产者是英国、美国、法国和德国，日本是模仿者。1919-1939 年，自主创新主要来源于美国和法国；二战结束之后，大多数创新都是来自美国，其后才是英国和斯堪的纳维亚国家，法国、德国和日本都是模仿者。具体而言：（1）1945-1972 年期间，美国、英国和斯堪的纳维亚国家的自主创新水平高于欧洲大陆国家和日本，说明欧洲大陆国家和日本生产率的提升主要来自对世界科技前沿的追赶而非自主创新。还可以得出，战后经济的非凡增长是自主创新和创新在全球的扩散共同作用的结果。（2）1972-2012 年的情况有显著差异。自主创新和引进创新同步下行是全球 TFP 增速的下降（2%）是的重要原因。70 年代全球经济增长的停滞可部分由自主创新在全球性范围内的停滞来解释。80 年代后，美国和英国的自主创新进程温和回

升，法国、德国和意大利则趋于下行。美国仍然是自主创新的领导者，但冲击的绝对量和对其他国家的外溢效应都明显下降。

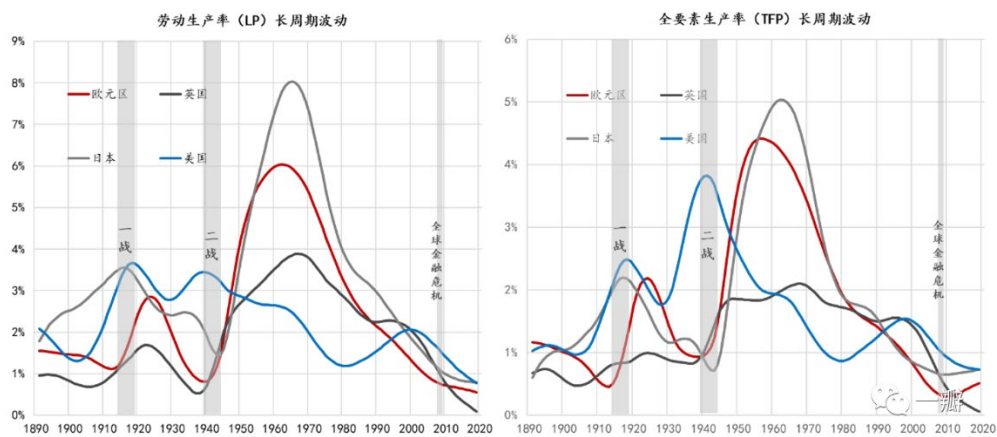


图 4 生产率的长周期波动（1890-2020）

数据来源：longterm productivity database，笔者绘制。

创新在全球的扩散形成了产业的“雁型矩阵”，这是不同国家经济起飞的时点出现错位和后发国家能够快速追赶发达国家的重要原因，也是不同国家进出口商品结构和贸易收支状况之差异的重要解释。自主创新（尤其是通用技术）的领导者扮演着“领头雁”的角色，在产品生命周期的早期成为新技术和新产品的净出口国。贸易的过程也是创新外溢的过程，自主创新国总会受到来自其他国家的竞争。这可能促使其将部分产业链迁往劳动力成本较低的发展中国家。一开始可能只是部分零部件的生产环节，随着融合的加深，后期可能会是装配环节，甚至是研发实验室。在这个过程中，后发国家将逐渐掌握核心技术，产业链也趋于完善，进而成为产品的净出口国。最典型的案例就苹果产业链在中国的发展，类似的案例不胜枚举。

从 80 年代末算起，中国仅用了 20、30 年的时间就建成了“世界工厂”。这不仅仅是因为外资企业带来了先进的技术和管理经验，培养了人才，还因为他们本身就在建设中国。中国制造业的快速崛起、世界最大贸易国和价值链中心地位的奠定与 FDI 有直接关系。难以量化的，也是影响更深远的是知识和技术的外溢效应及其对劳动生产率的提升。在研发方面，普华永道(PwC)的一项研究显示，2014 年，外商投资企业占中国企业研发总支出的 81%。外资在中国投资的研究中心数量从 1999 年的不足 30 个增至 2004 年的 600 个，2013 年增至 1300 多个，2015 年增至 1500 多个。外商投资企业在中国的研发工作已经从低成本支持转向了当地运营、服务当地需求和基础研究领域。数百家外国公司已经与中国的大学和研究机构建立了研究联系。例如，西门子与中国 200 多所大学建立了研究和技术关系。许多中国高科技衍生产品都来自 5 个受资助的研究中心和项目。

合资企业模式是外商投资企业溢出的重要渠道。对于外资母公司来说，与本土企业组建合资企业有助于发挥本土合作伙伴的区位优势，快速进入新市场，向合资公司转让技术和专门知识将有助于其获得

竞争优势，扩大市场份额；合资企业不仅对本土合作伙伴的母公司有显著的正向的技术溢出，对整个行业也是如此。利用企业面板数据回归的结果显示，当合资企业的销售份额增长 10% 时，该行业中典型的中国本土企业的生产率平均也会提高 10%。中国合作伙伴母公司的市场销售份额每增 10%，其它公司的生产率就会提高 4.5% 左右。中美合资企业的外溢效应更加显著（Jiang, K. et al., 2018）。这就是所谓的“后发优势”。

当前的问题是：一方面，以美国为代表的技术前沿国家的自主创新速度变慢；另一方面，技术外溢的空间变小。虽然在高精尖技术领域中国仍有较大的学习空间，但学习的渠道也在收窄。2010 年来，中国生产率增速持续下滑，目前已经下降至实际 GDP 增速以下。这显然会拖累 GDP 增长，放缓向创新前沿国家收敛的速度。由于土地、人口、资源和资本的约束只会越来越紧，如何挖掘后发优势的潜力，更为重要的是如何提高提升自主创新的能力，是中国能否成为高收入国家，实现 2035 年远景目标和“两个一百年”奋斗目标的关键。

需求侧管理：解放被压抑的消费

从总量上来说，净出口和投资对 GDP 增长的贡献趋势性下行确定性的，结构优化是避免其拖累 GDP 增长和集聚金融风险的必然选择。反之，提升消费则是顺势而为，但消费潜力的释放仍取决于制度性壁垒能否消除，以及政策在二次分配中的作用。

高储蓄率、低消费率被认为是“亚洲模式”的一个特点。与其他亚洲国家相比，中国与新加坡的储蓄率偏高，峰值都超过了 50%。韩国的峰值为 41%（1988 年），中国台湾地区为 40%（1986 年），印度 38%（2008 年），日本 34%（1991 年）。儒家文化被认为是一个重要原因。但文化因素既不能解释亚洲国家与西方国家储蓄率差异的主体部分，也不能解释亚洲国家内部的差异。就中国的情况而言，与其说是文化，不如说是一系列强制储蓄、压抑消费和不合理的分配政策和体制导致了高储蓄（图 5）。

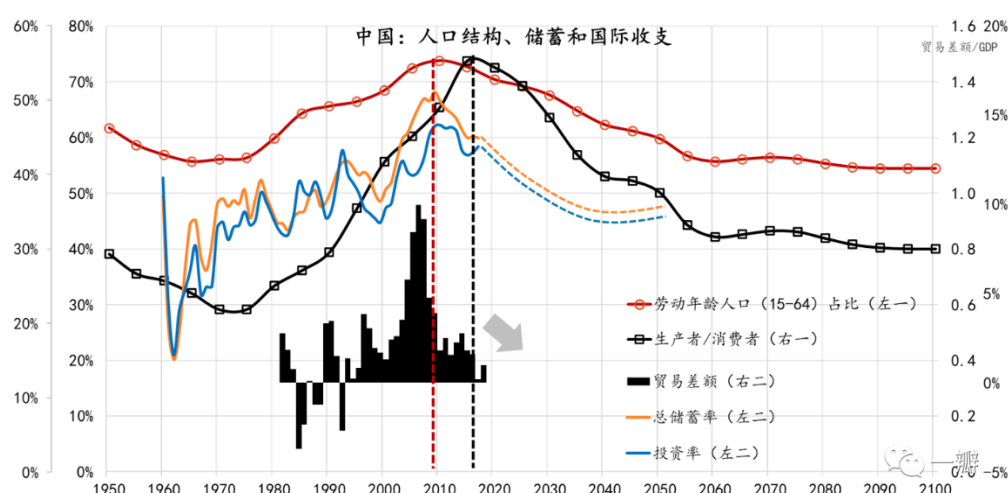


图 5 老龄化过程中的宏观经济结构

数据：UN，IMF，各国国民收入账户，CEIC，东方证券财富研究中心

居民消费不足的直接原因是居民收入增速较慢和贫富分化的加剧，与之相关的解释包括：第一，城乡和劳动力市场二元结构扭曲了要素的市场化定价，尤其是土地和劳动；第二，投资驱动增长模式产生金融抑制性安排。金融抑制的本质是将工业化和出口的成本转移给了居民部门；比如，在强制结售汇制度的安排下，央行和金融部门承担了对冲外汇的成本，但又以高存贷款的利差的形式转移给了居民部门，使得存款并没有获得与资本稀缺性相对应的收益。第三，出口导向型贸易政策。所有形式的贸易干预措施都有财富转移效应，所有鼓励出口、增加进口成本的政策都相当于加征消费税，压抑消费需求；第四，2005 年“721 汇改”之前，人民币汇率被显著低估，这相当于对进口征税，对出口补贴，对内征收消费税。人民币低估的财富转移效应是将财富从消费者转移到制造商，和在海外拥有净资产的富裕阶层。无论从税收效应，还是从财富转移效应来看，人民币汇率低估都会压抑消费。直到 2015 年，IMF 的评估报告才称人民币“不再低估”。

此外，压抑消费的制度还包括：社会保障制度的缺失、宽松的环境保护环境、增强劳动者谈判权力的工会制度的缺失、不合理的农村土地征收价格等等，它们都在不同程度上压抑了居民部门消费。所有出口导向的政策都有压抑居民消费的效应，也等价于强制储蓄，增加可贷资金，从而降低投资成本。中国的比较优势除了廉价的劳动力，更是廉价的资本。劳动是很便宜，但资本却像是免费的，甚至是负成本。在人口大逆转和全球大变局背景下，释放消费需求的潜力是唯一选择。

一言以蔽之，在中国经济从高速度向高质量发展阶段转变过程中，以五大新发展理念构建双循环新发展格局是最优解，其具体内涵就是：供给侧从要素数量的投入转变为全要素生产率和人力资本的提升，发挥市场在资源配置和定价中的决定性作用，激活市场主体活力，发挥多种所有制经济的协同效应，调整提升产业结构；需求侧以提振最终消费为战略基点，贸易方面降低对进口中间品和外部市场的依赖，优化贸易结构以增加附加值，推动城市群建设以形成规模报酬，提升投资效率；在这个过程中，逆周期政策要兼顾跨周期，总量政策要兼顾结构转型的要求。

能否实现双循环格局的转换，取决于能否将各项改革政策落到实处，取决于能否打赢卡脖子技术攻坚战，取决于能否纠正旧模式中对压抑劳动和强制储蓄的制度障碍，但最根本的，还是能否建立自由开放的思想市场和公平、有序、正义和良序竞争性的市场秩序。因为，以政府信用为担保的经济行为和歧视性的政策的成本和风险都会被社会化，且很可能被转移至弱势群体。

（内容来源：一瓣）

数字经济释放经济增长新红利

刘晓曙

中国资产管理人论坛理事 青岛银行首席经济学家

所谓人口红利是指一个国家的劳动年龄人口占总人口比重较大，抚养率较低，为经济发展创造有利的人口条件。那么人口增长对经济增长到底有多重要，未来中国的人口红利对经济增长有多大贡献，在劳动年龄人口缓慢减少和人口老龄化的大背景下，如何进一步释放经济增长潜力，这都是需要我們认真思考的问题。

人口对经济增长的影响

首先，我们从生产与消费视角来分析。从生产角度来看，劳动力人口减少会提高劳动力成本，减少投资回报率，降低企业投资意愿。同时劳动力人口直接减少劳动力要素投入，降低经济潜在增长率。从消费角度看，劳动年龄人口是购房购车的主力人群，劳动力人口减少会减少住房汽车等上下游产业链消费。

其次，我们从储蓄和投资视角来分析。国内总储蓄率与劳动力占比高度相关，伴随我国劳动年龄人口占比在 2010 年达到峰值后出现趋势性下降，国内储蓄率和投资率也呈趋势性下行。人口对经济增长影响还体现在技术进步方面。斯坦福大学教授查尔斯·琼斯在一篇论文中指出，如果想法驱动经济增长，而人又是想法的来源，那么，长期人口趋势对人类命运至关重要。人口减少，产生的想法就会减少，这样的循环可能会导致一个空荡荡的地球，生活水平随人口减少而停滞不前。在传统经济学理论当中，产出是技术进步、劳动力和资本的函数。在这些要素当中，劳动力处于最基础的位置。劳动力人口减少，不仅会直接影响劳动力供给与消费需求，还会深刻影响资本投资率和技术进步。

那么我们的出路在哪里？

经济学家康德拉季耶夫曾经指出，经济运行中存在一个长波周期。每隔四十年到五十年，我们的经济会出现一次大的经济危机，随后也会产生一轮新的经济复苏和经济繁荣。驱动新一轮经济复苏或新一轮经济周期的，是一系列颠覆性技术，或者叫破坏性创新。2010 年以来，全球经济正处在新一轮的长波周期中，背后驱动因素是出现了今天我们所熟知的一系列破坏性创新如大数据、云计算、人工智能、区块链等。当然，我们注意到，即便出现一些颠覆性技术，那也是不够的。传统上，科学技术进步的速度会随着劳动力人口增长速度的放缓而放缓，也就是说，技术创新还将是萎靡的，还是难以跳出人口增速下降带来经济增长的困境。所以，未来经济真正的增长动力必来自新生产函数、新生产要素的出现。现

在经常提到一个要素就是数据，数据出现在生产函数里，作为新的生产要素引发了新的经济形态，这个新的经济形态就是数字经济。

数字经济给人类经济社会生活带来的变化

数字经济是一种全新的经济形态。农业经济的关键生产要素是土地和劳动力。工业经济的生产要素除土地、劳动力之外，还有资本和技术，而数字经济增加了一个新的生产要素——数据。数字经济以数据作为关键生产要素，在基础设施、产业结构、治理结构方面会表现出与农业经济、工业经济显著不同的特点。

数据作为关键生产要素，给我们带来哪些变化？

数据具有非竞争性和零边际成本。和传统的生产要素相比，数据具有可复制、可共享、无限增长和供给的特性，同时使用排他性最小，可以打破传统生产要素有限性对经济增长的制约。数据的非竞争性带来规模效应和网络效应最大。传统的经济活动边际成本总有一个限度，不可能趋近于零，规模效应因此受到限制。数据的零边际成本，使得相关经济活动的潜力要大得多，资本利润率和资本投资回报率因此也更高。数据的非竞争性或零边际成本的另一个效应是低创新成本，吸引了更多的新市场参与者，有利于促进社会流动性的提升。数据作为数字经济关键生产要素带来的另外一个变化是通过互联网、物联网这些新连接方式改变了人们的聚集方式，拓展了人类社会生存活动空间。数据自古就有，是颠覆性的数字技术使它成为经济活动中新的关键生产要素，给人类社会带来新的发展空间--数字世界。以前讲网络世界是物理世界的虚拟映象，现在数字世界已变成人类新的日常世界，带给人们新的思维方式、新的工作方式、新的社会生活，成为新的现实、新的真实。

数字经济是一个面向数字世界和物理世界二维结构新经济形态。

在农业时代，人们主要聚集在乡村，工业时代大家除了在乡村之外更多聚集在城市。在数字时代，人们除了在城市和乡村聚集之外，开始在数字空间聚集。人类社会的聚集规模达到一个新高度，数字空间中人与人之间联系更简洁、更便利，通过物联网、互联网，各式各样的连接，使得人与人、人与物、物与物之间可以轻易获得一些联系。海量互联互通连接衍生了新的需求，为企业成长开辟了新的空间。可以说，数字世界拓展了人类社会活动空间，延伸人类需求空间，衍生出新文化、新价值取向、新的消费习惯和新的消费模式。通过新的信息通信技术，数字化手段可以在二维结构中释放出大量新的消费需求。

数字基础设施也成为新的基础设施，创造更丰富的市场条件。在工业经济时代，经济活动架构在铁路、公路和机场为代表的物理基础设施之上。随着数据成为新的关键生产要素，基础设施概念变得更加广泛，包括宽带、无线网络等信息基础设施，也包括对传统物理基础设施的数字化改造，比如说数字化交通系统，安装传感器的自来水管等。

我们已经迎来了数字经济时代，中国推出的新基建战略，不是一个简单的修桥铺路的建设项目，它包括信息基础设施、融合基础设施、研发型基础设施三类基础设施，因此，新基建意义重大，比如通过网络和平台设施，消费者与厂商可以直接通过海量数据作出合理的选择，供需双方之间信息不对称的问题得到解决，还可以通过传统物理基础设施的数字化改造，使整个生产过程变得高效，实现降本增效，提高企业的利润空间。我们都应该思考如何建立适应于新生产力的数字化生产关系，在新的数字化生产关系里，创造智慧人口红利，创造新的价值。

数据驱动经济增长

我们先分析一组数据。2009—2018 年，美国的数字经济平均增速达到 5.9%，远高于同期美国 GDP 平均 2.5%的增速水平。2008 年国际金融危机以后，数字经济成为驱动美国经济增长的重要力量。

中国 2010 年以来数字经济发展迅速，特别是自 2016 年开始数字经济加速发展，在 GDP 的占比持续攀升，至 2020 年，我国数字经济规模达 39.2 万亿元，占 GDP 比重为 38.6%。数字经济对我国 GDP 的增长贡献也非常显著，近年来以占 GDP 不到 40%的比重，对经济增长贡献率达到 60%以上。中国的经济增长模式正在发生变化，变化的背后当然是数据生产要素的出现。更重要的是，中国过去的经济增长依赖人口红利，现在这个红利正在逐渐消退，而数据红利已经出现，为未来经济增长带来无限潜力。预计 2030 年中国人均数据流量较 2019 年增长 10 倍，物联网链接数较 2019 年也增长 10 倍。中国及其他世界主要经济体正在经历经济增长方式转变，以数据作为关键生产要素的生产函数正在形成并不断完善。人口红利消失和人口老龄化导致潜在增长率不断放缓，这是经济发展到一定程度的国家都需要面对的问题，中国正从过去的人口红利转向巨大的数据红利。数字经济将推动我国在人口红利逐渐消失后，实现经济持续的高质量发展。

（内容来源：晓曙观经济）

无惧 PMI 的短期下行

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

1 月以来，政策信号频出，政策底已经十分夯实了。比如以降息为标志，货币政策边际放松的趋势已经是一张明牌了；比如 wind 数据显示 1 月政府专项债的发行规模已经超过了 4800 亿元；再比如地方两会之后，各地设定的 2022 年 GDP 增速目标均比较积极，除北京外，目前已公布数据的 29 个省或直辖市均将 GDP 增速设定在 5.5% 及以上水平。在政策稳步发力的时候，市场开始关心经济底到底什么时候能够到来。但是 1-2 月份又进入了传统的经济数据空窗期，市场只能通过一些高频数据或者间接数据来一窥 2022 年初的经济成色。

那么 1 月 PMI 数据作为 2022 年第一个公布的比较全面的经济类数据又向市场传递了什么信号呢？2022 年 1 月，综合 PMI 指数为 51.0%（前值为 52.2%），制造业 PMI 指数为 50.1%（前值为 50.3%），非制造业商务活动指数为 51.1%（前值为 52.7%）。简单来说，1 月 PMI 数据向我们传递了这么几点信号。第一，季节性因素是 1 月 PMI 回落的主因之一；第二，需求疲软特别是内需疲软成为了目前经济中的主要矛盾点；第三，在政策持续发力的时候，市场预期好转，这一点至关重要；第四，成本压力略有回升

接下来我们来逐一分析。



图 1 制造业 PMI 分项指标概览

资料来源：Wind，红塔证券

分析 1 月 PMI 数据避不开的一点必然是春节带来的季节性影响。受外出务工人员回家过节（交通运输部表示，截至 1 月 29 日，全国共计发送旅客 3.51 亿人次，比 2021 年同期增长 47.4%）、冬季天气转冷等因素影响，春节前 1 个月历来是开工淡季。体现在数据上就是 1 月制造业 PMI 生产指数继续下滑至 50.9%（前值为 51.4%）。



图 2 1 月 PTA 产业链负荷率/粗钢产量/石油沥青装置开工率下滑

资料来源：Wind，红塔证券

相比于季节性因素带来的扰动，我们更应该关注 1 月 PMI 数据传递出的需求端疲软的信号。此前，2021 年中央经济工作会议在多个场合提到了目前我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力。受益于保供稳价政策的稳步推进，供给端对经济的冲击多少已经有所缓解（比如 PPI 已经连续两个月回落），而需求疲软就成为了目前经济面临的主要难点。比如我们能够看到 1 月制造业新订单指数为 49.3%，比上月下降 0.4 个百分点。

在需求端方面，现在市场比较关注的主要有这么三点。

第一，基建能否在今年 1 季度托底经济。去年以来，货币政策先行，降准、降息都已经落地，现在需要发力的就是财政政策了。自去年下半年以来，政策多次强调今年基建要提前发力，所以市场对 1 季度基建的成色十分关心。如果基建依旧偏弱，那么无论是财政政策还是货币政策肯定会继续发力；如果基建足够强，能够撑起经济底，那么市场就要关注后续的政策退出节奏了。如果仅看 1 月份的基建，我们可能会比较失望。从 PMI 数据上看，1 月份建筑业 PMI 指数下滑至 55.4%，前值为 56.3%。但是这很大程度上是季节性因素导致的，统计局也明确表示受雨雪天气及春节临近工人陆续返乡等影响（建筑业从业人员指数为 49.2%，比上月下降 2.6 个百分点），建筑业施工进度继续放缓。

但刨除掉季节性因素之后，市场对后续基建发力依旧抱有充足的信心。体现在数据上就是建筑业业务活动预期指数为 64.4%，比上月上升 4.5 个百分点。我们认为市场信心的来源有这么几点。首先，用

于基建的资金十分充裕。2021 年超收减支的财政结余为基建提供了较大的资金使用空间。2021 年全年一般公共预算收入 20.25 万亿元，超收 4800 亿元；一般公共预算支出 24.63 万亿元，同比增速仅为 0.3%，创 1982 年来新低。收入减支出的结余款项会转入预算稳定调节基金，为今年的财政支出提供资金支持。其次，专项债发行节奏较快，有助于配合重大项目的建设需求。1 月份地方政府新增专项债发行了 4843.76 亿元，占今年提前批专项债 1.46 万亿元的 33.2%，较上月发行的 1011.38 亿元多增 3832.38 亿元，和历史同期相比本月的发行量也非常高了。最后，在资金准备充分的前提下，地方政府传达出积极的行动信号。目前多个省份已经将 2022 年 GDP 增速目标都设在了 5.5% 以上，稳增长信心较强。

这些信号其实已经在 PMI 数据上有所体现，可以看到 1 月 PMI 建筑业新订单指数为 53.3%，比 12 月提高 3.3 个百分点，之后随着 2 月春节假期结束务工人员开始返工，气温逐渐回暖室外施工进度加快，基建投资会逐渐转为工作量，我们可以对春节后的基建持积极态度。

第二，房地产行业究竟有没有探底。

1 月 30 大中城市商品房成交面积的日均值为 39.45 万平方米，虽然比 2021 年 12 月减少了 31%，但我们也要认识到 12 月本来就是房屋成交旺季，环比下滑是存在季节性因素的。我们可以看到本月的销售面积其实已经和疫情前水平很接近了。元旦以来，房地产行业的需求端和融资端都在逐步放松。多地通过提高贷款额度、降低首付比例、降低首套房认定标准或异地贷款难度等方式来满足居民的合理购房需求。另外，房企的外部融资环境也在持续改善，比如 1 月 25 日，招商蛇口和建发地产分别在银行间市场成功发行并购票据 22.9 亿元。

从这个角度来看，在政策边际放松之后，房地产面临的压力在持续减小，销售端也在逐渐向正常的情况回归，后续可以继续关注销售端的数据。不过从销售到投资往往会有一个季度以上的滞后，短期来看，因为基数高，房企预期谨慎等，房地产投资依旧会是经济的拖累。

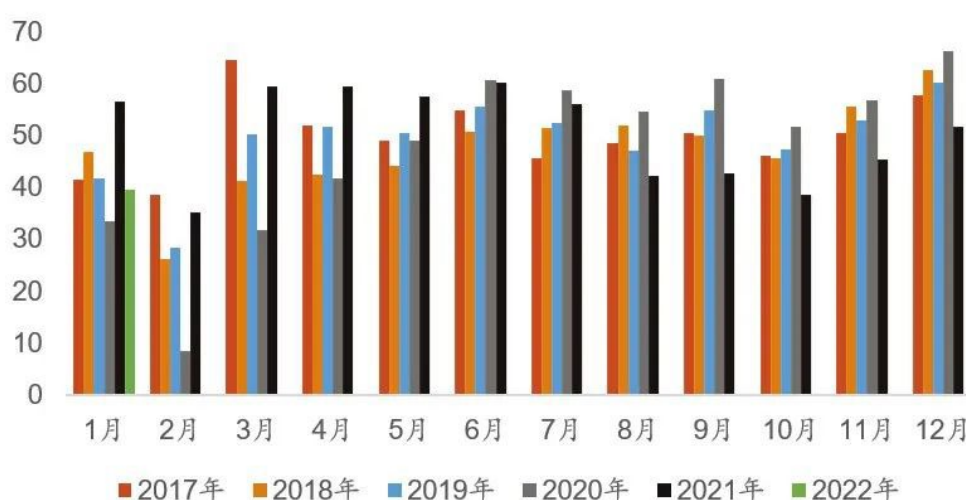


图 3 30 大中城市商品房成交面积日均值（万平方米）

资料来源：Wind，红塔证券

第三，外需的韧性能够维持多久。

在看外需的时候，海外的财政货币政策是避不开的一个点。2020—2021 年中国出口维持韧性的核心原因之一就是海外宽松的财政货币政策。但是现在受通胀大幅走高（12 月美国 PCE 同比上涨 5.79%，创下 20 多年的新高），就业市场持续修复（1 月美国季调后非农就业人口新增 46.7 万人，为去年 10 月以来最大增幅）等因素的影响，1 月美联储会议收紧的态度越发明显。以美国为代表的海外消费国在加快货币政策的退出，比如 2 月英国再次加息，欧央行表示可能会加快退出。这给 2022 年出口蒙上了一层阴影。

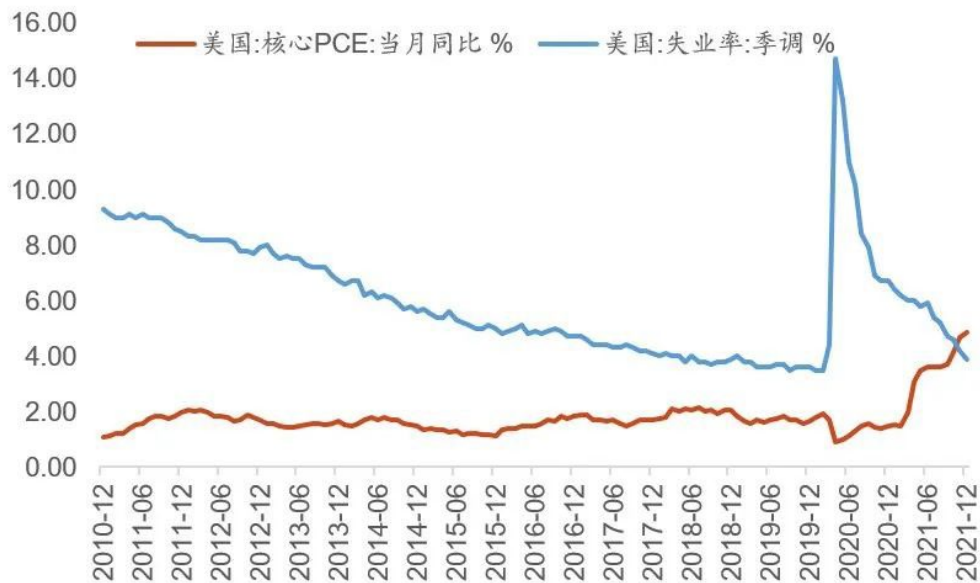


图 4 美国高通胀与低失业率

资料来源：Wind，红塔证券

但是目前来看短期内出口有望维持较强的韧性，本月新出口订单提升 0.3 个百分点至 48.4%。出口韧性的来源在此前分析出口数据的时候我们提及过，这里再简单重复一下：一是借助着疫情带来的窗口期，中国制造业持续转型升级，全球竞争力提高；二是美国等国家的生产修复带动中国中间品出口维持韧性；三是此前海外的财政补贴给居民部门带来了较高的储蓄，这一部分的需求还在持续释放；四是此前偏低的库存带来的补库存需求。在出口维持韧性同时基建预期起来的时候，上游价格再度回升了。

此前我们提到，因为国内保供稳价政策的持续推进，上游原材料价格开始持续回落，比如去年 12 月 PPI 相比于此前的高点已经下滑了 3.2 个百分点；再比如 PMI 主要原材料购进价格指数和出厂价格指数在 2021 年 12 月份均出现了大幅下滑。在原材料价格回落，通胀结构性压力逐渐缓解的时候，中下游企业的经营环境是在持续改善的。比如 2021 年 12 月的 PMI 回升主要受益于企业加大原材料补库力度，再比如 2021 年 12 月工业企业利润数据显示中下游企业的利润占比回升而上游企业的利润占比回落等。然而，这一趋势并没有延续到 1 月份。从数据上我们可以看到主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分

别为 56.4%和 50.9%，高于上月 8.3 和 5.4 个百分点。其中，石油煤炭及其他燃料加工、有色金属冶炼及压延加工等行业两个价格指数均升至 60.0%以上高位区间。

原油价格的上涨一来是本轮疫情对全球经济的影响低于预期，目前来看奥密克戎具有高传染性以及低致死率的特征，这使得虽然全球新增人数达到新高，但是死亡率走低，对海外生产和消费的影响偏弱，市场对原油的需求回升；二来供给不足，比如近期部分产油国地缘政治问题有所加剧；再比如 2 月初以沙特和俄罗斯为首的 OPEC+联盟召开月度产油政策会议，会议坚持了原定的增产计划，并未加速增产；三是目前美国等国家迎来了寒冬，对原油的需求增强。在这样的情况下，截至 2 月 4 号，ICE 布油的价格已经达到了 92.5 美元每桶，创下了近年来的新高。

除了原油之外，因为对基建预期比较乐观，部分企业在节前积极备货，统计局也表示黑色金属冶炼及压延加工、有色金属冶炼及压延加工等行业采购量指数和原材料库存指数均升至扩张区间，企业采购力度明显加大。叠加年末部分上游生产商生产减少，相关商品的价格明显回升。

总的来看，即使国内对部分大宗商品保供稳价（主要是煤炭等商品），但是在海外定价的大宗商品价格偏强（比如原油），部分国内定价的大宗商品需求旺盛（比如黑色金属）的情况下，国内 PPI 同比的回落速度可能偏慢。因为 PPI 环比与 PMI 出厂价格指数高度正相关，我们预计 PPI 环比在 1 月也会回升，按照回归的数值大概在 0.16%左右。进一步，根据环比均值法可得 1 月 PPI 同比大概在 9.39%左右。

在原材料价格回升的时候，此前因为原材料价格缓解带来的一些利好信号在 1 月份也中断了。比如我们可以看到，企业目前开始减缓了购进原材料进行补库的步伐，可以看到 1 月制造业 PMI 原材料库存为 49.1%，比 12 月降低 0.1 个百分点。与此同时，因为需求疲软，成本回升，企业可能在主动去库。1 月制造业 PMI 产成品存货为 48%，比前值降低 0.5 个百分点。



图 5 制造业 PMI 新订单和产成品存货指数

资料来源：Wind，红塔证券

同时，我们也能够看到中小企业的生产经营环境在进一步恶化。1月大型企业 PMI 为 51.6%，比上月上升 0.3 个百分点；中型企业 PMI 为 50.5%，比上月下降 0.8 个百分点；小型企业 PMI 为 46.0%，比上月下降 0.5 个百分点。我们认为大中小企业的分化，可能是因为大型企业往往会偏上游，更受益于上游原材料价格的上涨；而中小企业在市场竞争中处于弱势地位，且更偏中下游，面临的价格压力往往更大。从这个角度来看，目前国内中小企业的生产经营压力依旧很大，后续可能还会有新的政策来保中小企业，这一点值得进一步关注。

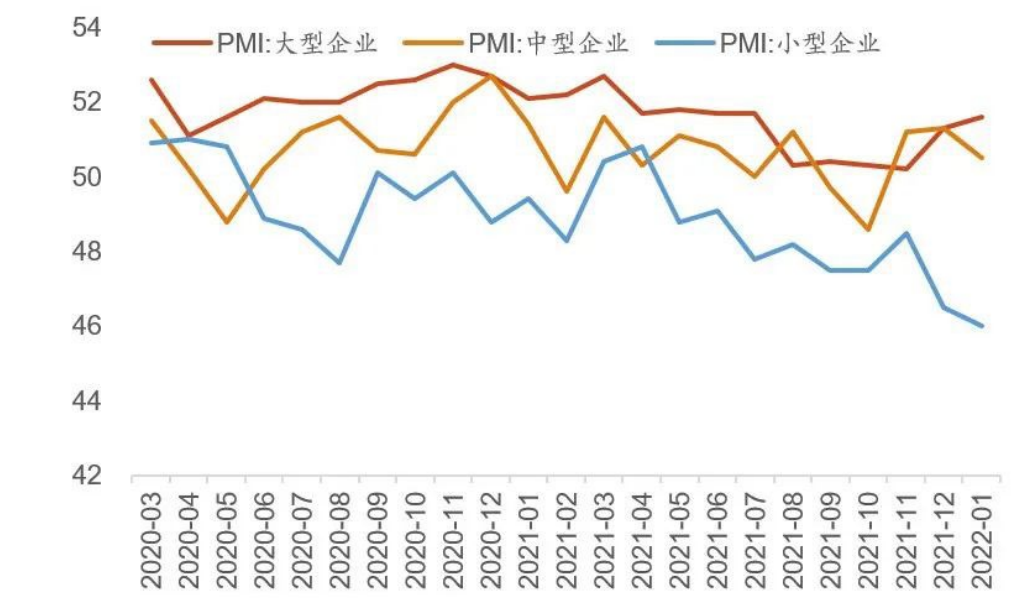


图 6 大中小企业的分化

资料来源：Wind，红塔证券

我们再来看 PMI 数据传递的一些其他的信号。比如国内疫情对居民消费依旧产生了明显的扰动。1月服务业商务活动指数降至 50.3%，比上月降低 1.7 个百分点，为 2020 年 3 月以来的最低点。近期国内疫情散发波及省份较多，多地进行封锁防疫，并倡导“原地过年”，这对线下出行及接触类消费造成了负面冲击，体现在数据上就是铁路运输、道路运输、水上运输、邮政等行业商务活动指数降至临界点以下，涉及接触性消费的住宿、居民服务等行业商务活动指数位于 45.0% 以下低位区间。

另外，从春节消费数据上看，目前国内消费特别是线下服务消费依旧偏疲软。比如艺恩数据显示 2022 年春节档（2022 年 1 月 31 号-2 月 6 号）的票房收入为 60.3 亿元，大幅低于 2021 年春节档的 78.4 亿元。同时，截至 2 月 6 号晚间，春节档累计观影人次同比减少近 5000 万。

再比如文旅部数据显示 2022 年春节全国国内旅游出游 2.51 亿人次，同比减少 2.0%，按可比口径恢复至 2019 年春节假日同期的 73.9%（2021 年为 75.3%）；旅游收入同比减少 3.9%，按可比口径恢复至 2019 年春节假日同期的 56.3%（2021 年为 58.6%），旅游数据明显低于预期。从春节消费数据上我们也能够看到，目前国内居民的消费动力依旧不足，疫情的持续反复、中小企业生产经营环境有待进一步改

善等均对居民消费的回升形成了制约。目前，多地出台了鼓励居民消费特别是乡村消费的措施，比如多地开展智能家电、绿色建材等下乡活动，鼓励有条件的地区给予适当购置补贴等等。后续可以关注在政策推动下，居民消费的修复情况。

最后，对本月 PMI 数据进行一个总结。

第一，1 月 PMI 数据最明显的特点就是目前内需依旧疲软，但是市场预期已经开始好转。体现在数据上就是制造业新订单下滑，但是制造业生产经营活动预期指数、建筑业新订单指数和业务活动预期指数均明显上涨，并且还带动了相关原材料价格的上行。考虑到目前政府发力基建的意愿较为充足，2021 年超收减支以及 2022 年 1 月地方新增专项债快速发行等提供的资金支持，以及节后随着工人返工带动的生产修复，我们对 1 季度基建投资回升托底经济依旧抱有不小的期待。

第二，关注上游原材料价格的波动。受本轮疫情影响偏弱、海外需求持续回暖、地缘政治影响供给、国内市场预期基建发力推动需求回升等因素的影响，以原油为代表的大宗商品价格近期表现较为强势。原材料价格的回升对目前中小企业造成了较大压力，使其经营环境有所恶化。在这样的情况下，后续可以继续关注政策对中小企业的支持情况。

第三，出口目前依旧维持韧性，但是需要关注的是，因为通胀高企，美国、英国等发达国家纷纷开始加快货币政策的退出步伐，关注后续海外货币政策加速退出对中国出口以及整体经济造成的扰动。

（内容来源：奇霖宏观）

全球“紧缩”震荡，A股步入“政策预期”交易

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

去年以来，欧美通胀率迅速回升到疫情前的水平并继续超预期上行。高通胀影响民生，进而影响政府的相关政策。美联储已加速转向抗通胀模式，联储官员不断释放鹰派信号，市场对货币政策收紧的预期也持续加强，这带动美国实际利率的显著提升，进而对美股造成了显著的冲击，特别是以科技股为代表的纳斯达克指数近期跌幅较深，全球资本市场开启了“紧缩”震荡模式。

展望 2022 年，全球面临的三大不确定性值得投资者重点关注。首先是新冠疫情的持续时间与强度仍存在较大的不确定性。我们预计新冠疫情可能很难在 1-2 年内完全终结，全球半封锁状态的持续时间或超预期。在这种情况下，各国一定程度的封锁措施会继续对供应链造成抑制与扰动，拖慢全球供应链的恢复。其次是地缘政治风险与大国博弈方面的不确定性，特别是俄罗斯与乌克兰的紧张局势可能演化为全球黑天鹅事件。同时，中美博弈的未来走向也存在不确定性。最后，也可能是最重要的，就是美联储带动全球流动性收紧所引发的不确定性。目前美联储政策收紧的方向十分明确，流动性收紧的影响将大概率贯穿 2022 年全年，给新兴市场货币和其他资产带来压力。特别是，相较于上一轮金融危机后美联储的收紧进程，本次美联储收紧节奏明显加快。这意味着各项收紧措施的影响将在较短的时间内集中释放，对全球资本市场的冲击可能会更大。一些新兴国家将面临跨境资本大规模流出风险，国际金融市场风险向我国传导的压力在加大。政策将是今年影响市场的重要因素。中央经济工作会议释放出了清晰明确的逆周期调控加码信号。目前宽货币预期已经顺利兑现，我们有理由相信其他稳增长相关政策也会积极落地。预计一季度将是各方面稳增长政策的密集落地期，A 股可能步入“政策预期”交易，政策利好有望支撑沪指出现一轮上行，但预计幅度不大。类似 2015 年流动性宽松背景下的“杠杆牛”行情不会再现。因此，可以更积极，但别太激进。

总体而言，预计 2022 年大盘走势先扬后抑，波动幅度超 2021 年，结构性行情为主，但全年波动中枢有望较去年抬升。

一、全球资本市场开启“紧缩”震荡格局

去年以来，欧美通胀率迅速回升到疫情前的水平并继续超预期上行。去年 12 月，美国 CPI 同比升至 7%，创近 40 年来新高，德国 CPI 同比升至 5.3%，英国 CPI 同比升至 5.4%，均为近 30 年新高。高通胀影响民生，进而影响政府的相关政策。路透社和益普索的最新民意调查显示，由于高通胀、疫情应对不利等原因，美国总统拜登的支持率已降至其任内最低，约为 43%。拜登以及民主党为赢得 2022 年中期

选举，已将控制通胀作为重要的政策目标，而这对美联储货币政策也会产生一定的影响。1月19日，拜登表示，他支持美联储收紧货币政策以控制通胀。自去年11月议息会议开启Taper之后，美联储加速转向抗通胀模式，联储官员不断释放鹰派信号，市场对货币政策收紧的预期也持续加强。从联邦基金利率期货反映的市场加息预期来看，市场已充分计价美联储将在2022年3月份首次加息，全年加息4次，部分联储官员和市场机构甚至预期更高的加息次数。同时，根据美联储的政策指引，今年美联储大概率会开启缩表。货币政策快速收紧带动利率水平的显著提升。今年以来，美国10年期国债实际收益率快速上行，推动10年期国债名义收益率最高升至1.8%上方。在高通胀和政策收紧预期之下，欧洲利率水平也有明显抬升，欧元区10年期公债收益率和德国10年期国债收益率均已升至接近0%的水平，未来或结束“负利率”状态。从资本市场表现来看，近期美国实际利率的抬升对美股造成了显著的冲击，特别是以科技股为代表的纳斯达克指数跌幅较深。截止1月21日，今年道琼斯工业指数已累计下跌5.70%，纳斯达克指数下跌11.99%，VIX恐慌指数快速上行，显示市场波动率抬升，全球资本市场开启“紧缩”震荡模式。

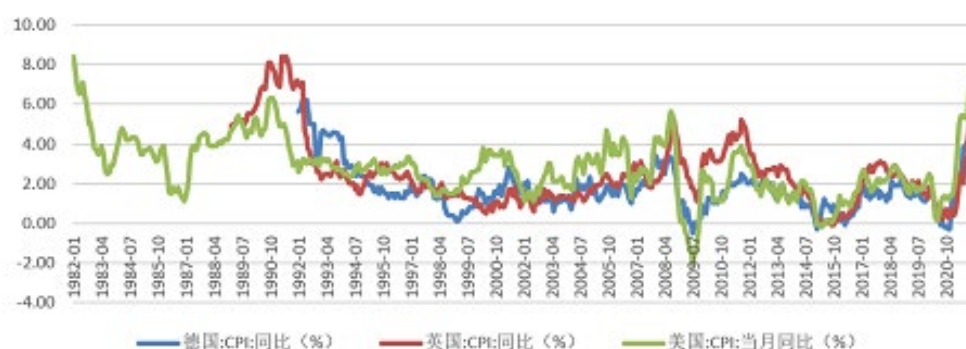


图1 欧美通胀大幅飙升

数据来源：Wind，中航证券研究所

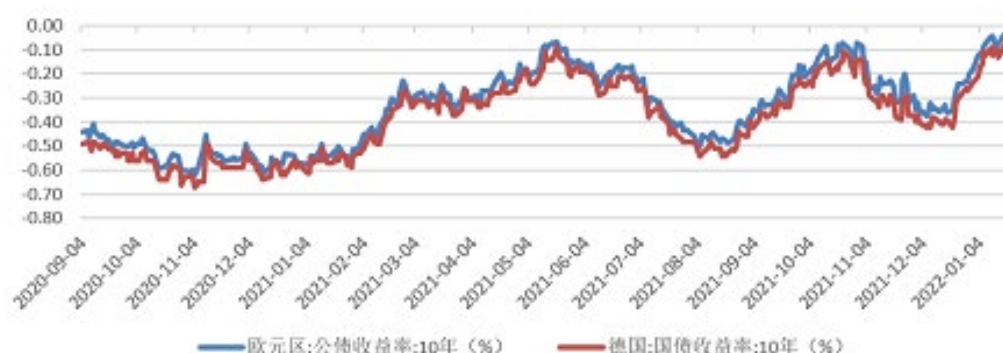


图2 近期美国10年期国债名义与实际收益率走高

数据来源：Wind，中航证券研究所

图 4: 流动性快速收紧预期下, 美股大幅回落



图 3 近期欧洲债券收益率上行

数据来源: Wind, 中航证券研究所

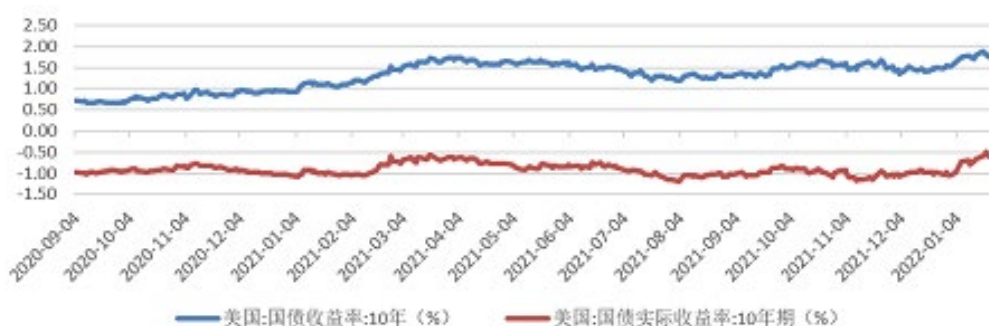


图 4 流动性快速收紧预期下, 美股大幅回落

二、今年全球面临三大不确定性

展望 2022 年, 全球面临的三大不确定性值得投资者重点关注。

首先是新冠疫情的持续时间与强度仍存在较大的不确定性。新冠疫情目前正处于第四次浪潮之中, 随着奥密克戎毒株在全球快速扩散, 全球单日新增确诊病例已经接近 400 万例, 且尚未看到见顶迹象。新冠疫苗接种进度领先的欧美本次反而成为全球疫情的震中, 反映疫苗和药物方面的突破并未能阻断新冠疫情的传播和反复。一方面, 病毒变异会挑战现有疫苗的有效性, 以色列哈伊姆·谢巴医疗中心 1 月 17 日公布的一项初步研究报告显示, 接种第四剂辉瑞新冠疫苗在抵御奥密克戎毒株的有效性方面表现较差。另一方面, 虽然奥密克戎毒株感染后的症状较轻, 但不能排除未来出现危害性更大的变异毒株的可能性, 特别是目前疫苗在全球的普及仍存在较大的国别差异, 中低收入国家的接种进度明显滞后, 这增大了病毒变异传播的风险。世卫组织官员凯瑟琳·斯莫尔伍德在 1 月 4 日表示, “目前全球病毒传播状况还有极大的不确定性, 且病毒正在迅速进化。我们还远没有到可以称之为‘地方病’或者流感的程度。”基于新冠病毒自身特性与各国至今的防疫效果, 我们预计新冠疫情可能很难在 1-2 年内完全终结, 疫情或将持续较长时间, 2022 年国内外可能都将处于疫情不断反复的状态, 这可能会造成全球半封锁状态的持续

时间超预期。在这种情况下，各国一定程度的封锁措施会继续对供应链造成抑制与扰动，拖慢全球供应链的恢复。

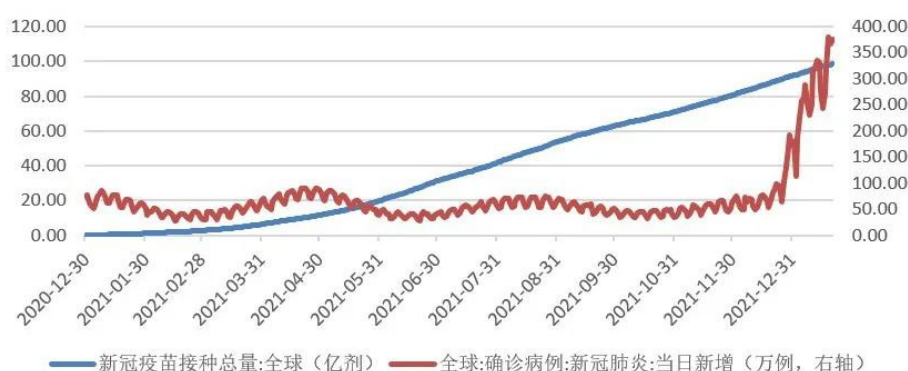


图 5 疫苗接种未能阻断疫情的反复

数据来源：Wind，中航证券研究所

其次是地缘政治风险与大国博弈方面的不确定性，特别是俄罗斯与乌克兰的紧张局势可能演化为全球黑天鹅事件。围绕“乌克兰加入北约”问题，近期俄罗斯与乌克兰局势持续紧张，其背后是俄罗斯与美国等西方国家之间的激烈博弈。乌克兰直面俄罗斯国土西大门，如果乌克兰加入北约，将直接威胁俄罗斯的国土安全。俄罗斯此前曾表态：一旦北约接纳乌克兰，那么将采取“军事手段”回应。2021 年 12 月 30 日，俄罗斯总统普京与美国总统拜登举行电话会谈，通话结束后，俄总统助理透露，普京在此次通话中强硬发声，警告拜登对俄实施大规模制裁或致俄美关系全面破裂。今年 1 月 2 日，美国总统拜登同乌克兰总统泽连斯基通电话时表示，如果俄罗斯“进一步入侵乌克兰”，美国及其盟友将作出“果断回应”。1 月 10 日、1 月 12 日、1 月 13 日，俄罗斯先后与美国、北约、欧洲安全与合作组织（欧安组织）进行了安全事务会谈，但并无明显成果。近日据外媒报道，美俄两国都已开始做“战争预案”，美国国务院已下令美国驻乌克兰大使馆人员家属最早于 1 月 24 日开始撤离乌克兰，俄军在俄乌边境集结了大量兵力，有俄专家预测，乌克兰方向可能会爆发一场“有限”战争。俄乌局势为未来全球政治经济局势及金融市场增添了巨大的不确定性。

同时，中美博弈的未来走向也存在不确定性。拜登就任美国总统以来，美国政府依然采取遏制中国发展的战略。2022 年如果美国国内疫情形势有所缓和，叠加中期选举压力，拜登政府可能会拿中国做文章来争取支持。

最后，也可能是最重要的，就是美联储带动全球流动性收紧所引发的不确定性。目前美联储政策收紧的方向十分明确，流动性收紧的影响将大概率贯穿 2022 年全年。美元作为全球货币，美联储快速收紧货币政策将对新兴市场形成抽水效应，“无风险”利率上升和美元走强将给新兴市场货币和其他资产带来压力。随着美联储开始加息，金融市场往往提前反应。参考 2015 年开始的美联储上一轮加息周期，加息之前 MSCI 新兴市场指数出现一轮显著下调，新兴市场的本币汇率也出现明显贬值，体现了美元流动性

收紧对全球的外溢冲击。从收紧节奏上看，上一轮金融危机后美联储的收紧进程始于 2013 年。当年 5 月 22 日，时任美联储主席伯南克接受国会质询时，发出资产购买规模将很快缩减的信号，这一超预期的信号引发了市场的“缩减恐慌”。随后在 2013 年 12 月，美联储宣布启动 Taper，次月开始实施。2014 年 10 月，美联储完成 Taper。1 年多后，2015 年 12 月美联储进行了首次加息，随后在近 2 年后的 2017 年 10 月启动了缩表。

对比之下，本次美联储收紧节奏明显加快。去年 11 月美联储开始 Taper 并预计将于今年 3 月完成，同时 3 月大概率开启首次加息，下半年可能开始缩表。如此快的节奏意味着各项收紧措施的影响将在较短的时间内集中释放，对全球资本市场的冲击可能会更大。部分经济基础薄弱、国际收支失衡的新兴国家，将面临可能出现汇率危机、债务危机、金融危机甚至经济危机的风险。在今年 1 月 15 日举行的全球财富管理论坛上海峰会上，央行副行长刘桂平表示，当前主要经济体通胀水平不断上升，货币政策转向趋势明显，可能导致国际金融市场大幅波动，一些新兴国家将面临跨境资本大规模流出风险，国际金融市场风险向我国传导的压力在加大。



图 6 2015 年 12 月美联储加息前，新兴市场股市大幅回落

数据来源：Wind，中航证券研究所



图 7 2015 年 12 月美联储加息前，新兴市场货币汇率贬值

数据来源：Wind，中航证券研究所

三、A 股或阶段性步入“政策预期”交易

聚焦 A 股市场，政策将是今年影响市场的重要因素。虽然海外货币政策已经步入收紧周期，但我国国内政策坚持“以我为主”，积极响应国内经济发展的需要。去年 12 月的中央经济工作会议提出“我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力”，强调“坚持以经济建设为中心”，要求“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”等，释放出了清晰明确的逆周期调控加码信号。基于上述政策引导，我们提出今年财政支出将加力提速，货币政策将积极配合实施一定程度的宽松，降准降息都有空间。央行在去年 12 月进行年内第二次降准，同时基于两次降准的累积效果，12 月 1 年期 LPR 利率小幅下调 5BP。今年 1 月 17 日，央行下调了 MLF 和逆回购利率各 10BP，宽货币预期顺利兑现。1 月 18 日，央行在新闻发布会上提出“把货币政策工具箱开得再大一些”；“发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，更加主动有为，更加积极进取，注重靠前发力”；“继续加大对小微企业、科技创新、绿色发展的信贷支持”“要抓紧做事，前瞻操作，走在市场曲线的前面”等，释放了非常积极的政策信号，引导市场进一步拓宽对后续宽货币政策空间的预期。我们认为央行积极态度的背后，可能隐含着政策底层基调的变化，基于此，我们有理由相信其他稳增长相关政策也会积极落地。

预计一季度将是各方面稳增长政策的密集落地期，A 股可能步入“政策预期”交易，政策利好有望支撑沪指出现一轮上行，但预计幅度不大。类似 2015 年流动性宽松背景下的“杠杆牛”行情不会再现，当时虽然货币政策处于宽松周期也是重要的牛市形成因素，但更主要的推动力量是配资和杠杆带来的股市微观流动性泛滥。2015 年市场融资余额占两市流通市值的比快速攀升，最高升至 6%，随着监管层对配资行为进行严厉监管，该比值迅速下降，此后基本稳定在 3%左右的水平。目前在国内债务杠杆、房地产等因素的制约下，叠加外部美联储的收紧，国内宽松政策空间较为有限，政策总体以稳为主，对经济托而不举，因此，我们对于国内逆周期政策的空间和持续时间的预期需要保持一分理性，可以更积极，但别太激进。大水漫灌推动的全面牛市难以期待，重点应把握结构性机会。预计在“政策预期”交易阶段，行情以低估值修复为主线，科技成长受到市场风格切换的压制，价值跑赢成长。此后，待国内稳增长政策兑现，经济逐步企稳后，政策面对市场的增量支撑可能减弱，叠加美联储带动海外流动性实质性收紧，市场可能重回存量博弈阶段。总体而言，预计 2022 年大盘走势先扬后抑，波动幅度超 2021 年，结构性行情为主，但全年波动中枢有望较去年抬升。

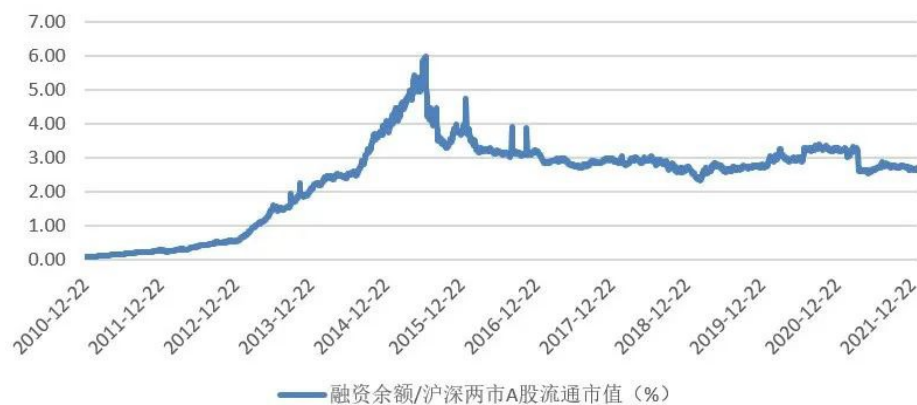


图 8 融资余额占两市流动市值的比在 2015 年创出历史高点

数据来源：Wind，中航证券研究所

(内容来源：云观经济)

观点汇总：2022 年 1 月金融市场

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：开年优质蓝筹将渐入佳境，布局“三个低位”

中信证券认为在 1 月经济企稳和信用周期回升都将得到验证，跨年之后增量资金加速涌入和存量资金积极加仓望开启“开门红”行情，去年四季度蓝筹行情预演过后预计将走向扩散，一季度或是全年最佳参与时点。首先，一季度政策有望从接力走向合力，稳经济和稳市场有足够的政策保障，预计在 1 月将验证四季度经济见底回升趋势，同时信用周期回升也将改善市场对未来经济的预期。其次，预计基金发行“开门红”将带动增量资金涌入，存量资金在跨年后博弈行为衰减并积极加仓，市场对年初行情开始形成共识。最后，宽松的政策、温和的宏观和市场环境下，一季度或是全年最佳参与时点，增量资金结构风格或更加多元，预计蓝筹行情将在行业和风格维度逐步扩散。建议重点关注：（1）基本面预期仍处于低位的品种，重点关注汽车零部件、电力设备等，逐步增配估值回归合理区间的部分消费和医药行业，如白酒、食品、疫苗等；（2）估值仍处相对低位的品种，关注地产信用风险预期缓释后的优质开发商和建材企业；（3）调整后股价处于相对低位的高景气品种，如半导体设备、专用芯片器件以及军工等。

2. 国泰君安：春季的进攻点在哪里？

展望 2022 年：盈利端回落与分母端克制宽松的大背景下，A 股市场仍将维持上有顶、下有底的区间震荡，市场整体运行节奏将与证监会“多措并举促进市场平稳运行，坚决防止大上大下、急上急下”的总基调相契合。进一步聚焦本轮跨年攻势：该行亦认为此轮躁动在节奏上将更为温和。一方面分母端的阶段性驱动正在弱化，当前市场对 2022 年上半年的宽货币节奏已有较为充分预期。另一方面分子端仍需进一步验证，稳增长政策带来的边际驱动将通过经济/金融数据得到陆续验证，而这将是夯实本轮跨年行情的主要驱动。整体来看，本轮跨年攻势在节奏上平波缓进，更需在调结构中稳扎稳打。

3. 粤开证券：1 月 A 股有望实现开门红，关注三条主线投资机会

在经济数据回暖叠加政策逐步落地以及业绩层面的支撑下，预计 1 月 A 股有望实现开门红，建议投资者重点关注三条主线投资机会：（1）政策利好的科技成长板块投资机会。近期多部委密集发布科技产业的十四五规划，具体针对智能制造、国家信息化、医疗装备产业、机器人产业、数字交通以及原材料工业等领域。未来我国的科技的发展将会沿着自主可控和创新引领两条主线展开，在顶层政策支持下，规划重点提及的细分科技领域板块投资机会值得关注，重点关注 5G、集成电路、工业互联网、智慧交通

等。(2)消费板块有望迎来估值业绩双重驱动下的戴维斯双击行情。在需求收缩、预期转弱的经济背景下,2022年提振消费有望成为重要抓手,在消费升级、市场下沉方面有望获得更多的产业政策支持。同时,2022年消费板块的盈利能力大概率迎来显著提升,在低基数效应下业绩弹性较高,估值端在政策及景气度的提振下,也有望迎来显著修复。(3)年报预喜板块投资机会。目前A股年报业绩预喜率达81.51%,共97家企业,其中医药生物、电子、化工、机械设备行业企业较多,业绩增幅预计翻倍股主要集中在化工、医药和电子等高景气度行业,可重点关注四季度业绩边际改善幅度较大且持续性较强的优质标的。

4. 渤海证券:对1月份指数表现并不悲观,布局跨年行情

2021年12月份无论是指数层面、行业层面、还是个股表现都呈现了比较强的补涨和补跌特征。而进入1月份,海外风险偏好的回归平稳和国内流动性压力的缓解,为A股市场创造良好外部条件。A股市场也进入到经济数据及业绩的真空阶段,叠加估值切换等因素,行情进入到可博弈阶段,对1月份指数表现并不悲观。行业配置方面,除了延续年报中对于趋势延续和困境反转两条主线的推荐外,基于对以往跨年行情中各行业表现的回溯,建议重点关注边际改善居于末位的行业,观测其在2021年四季度“下蹲”后,在2022年一季度迎来起跳的可能。具体而言,可重点关注钢铁,包括建筑建材、建筑装饰在内的房地产产业链,包括银行、券商在内的大金融,以及包括家用电器、医药生物、食品饮料、休闲服务在内的消费板块。

5. 兴业证券:指数行情在途中聚焦三大方向

随着“宽货币”、边际“宽信用”窗口持续兑现、强化,负面因素逐步消退,指数行情仍在途中。聚焦三大方向。2021年11月以来,跨年行情在颠簸中拾级而上。11月10日市场大幅波动之际,我们率先判断“跨年行情即将启动”、“珍惜岁末年初这段做多窗口”,并底部推荐以地产、基建为代表的低估值板块。此后跨年行情徐徐开启,上证综指一度突破3700。虽然近期市场遭遇颠簸,但随着“宽货币”、边际“宽信用”窗口持续兑现、强化,负面因素逐步消退,指数行情仍在途中。投资策略方面:短期来看,一方面把握国有房企、券商等低估值修复的阶段性机会,另一方面以长打短、逢低布局“小高新”。长期来看,聚焦科技创新的五大方向。1)新能源(新能源汽车、光伏、风电、特高压等),2)新一代信息通信技术(人工智能、大数据、云计算、5G等),3)高端制造(智能数控机床、机器人、先进轨交装备等),4)生物医药(创新药、CXO、医疗器械和诊断设备等),5)军工(导弹设备、军工电子元器件、空间站、航天飞机等)。

6. 粤开证券:科技领域十四五规划密集发布A股开门红可期

2021年12月28日,《十四五“机器人产业发展规划”》发布,提出到2025年我国将形成一批具有国际竞争力的领军企业及一大批创新能力强、成长性好的专精特新“小巨人”企业;同日,《十四五“医疗装备产业发展规划”》提出新一轮科技革命和产业变革深入推进,未来医疗器械行业龙头企业以及在细

分赛道具有竞争优势的“小而美”企业在政策支持下有望持续受益；12月29日，《“十四五”原材料工业发展规划》发布，明确提出供给高端化水平要不断提升，其中稀土行业被反复提及，未来稀土行业集中度以及研发投入或将持续提升，除此之外，规划中还提到的电解铝行业以及大飞机、航空发动机等重点应用领域的关键材料产业链都有望持续受益。

二、债券市场

1. 中信证券：年初降息概率不大，利率料将反弹

中信证券认为1月利率或将反弹，理由如下：

1) 年初降息概率不大。12月1年期LPR利率下调缘于7月和12月两次全面降准以及6月以来逐步落地的存款基准利率报价机制改革带来的银行资金成本下降，显示了降成本仍然依托于释放LPR改革潜力和金融机构向实体让利。LPR利率下调之后，会立即在2022年年初进一步下调MLF利率概率较低。当前房地产投资增速下行了7个月，PPI同比增速仍然处于12.9%的高位、出口增速仍然是经济的支撑项而非拖累项，均未达到历史上触发降息的阈值。

2) 宏观经济出现转暖迹象。11月经济数据已经显现出经济动能触底回升的迹象，12月PMI连续两个月高于50%，制造业补库周期确认，非制造业景气指数有所回升，显示宏观经济出现转暖迹象。此外，2022年年初稳增长诉求下信贷投放力度将进一步加大、基建投资增速超预期的可能性较大，预计宽信用效果将有所显现。

3) 美债利率快速上行突破1.6%。全美新增新冠确诊病例突破100万例、刷新最高纪录之际，10年期美债利率快速回升突破1.6%，回升至11月底Omicron毒株扩散前的水平，市场对美联储提前加息预期持续发酵。当前中美10年期国债利差已经收窄至115bps附近，为2019年8月份以来最低。跌回120bps以下的美利差对中国国债利率将形成一定制约。

债市策略：

2021年12月末10年期国债到期收益率在降息预期升温、宽信用预期走弱的背景下快速下行突破2.8%关口。展望2022年1月，中信证券认为当前市场已经部分price in的降息预期可能落空，而宏观经济显示了见底回暖的迹象，加之年初信贷开门红和基建开门红将扭转市场当前对宽信用较为悲观的预期，此外美债利率近期快速回升和中美利差的快速收窄，中信证券认为当前点位的10年期国债配置价值较低，且需要警惕利率回调风险。

2. 浦银安盛：政策宽信用加码，市场降息预期提升

2021年12月份，政策推动房地产领域保在建、保合理购房需求；信贷投放领域宽信用指向较强，但票据转贴现利率本月中下旬创历史新低，暗示实体信贷需求仍然偏弱；12月PMI回升，年末新订单有所回暖，但不排除与冬奥会前预备库存有关；鉴于经济的下行压力，叠加央行表示要发挥好货币政策

工具的总量和结构双重功能，使得市场对 MLF 或 OMO 降息仍抱有较强预期，并相应进行做多交易。12 月国开收益率曲线总体下行，月内国开 1Y、3Y、5Y、10Y 收益率下行 8BP、14BP、15BP、2BP。

后市展望：

利率债方面，综合来看，近期市场一方面预期随着宽信用发力，社融、经济数据有望逐步回升；另一方面又对降息或进一步降准抱有预期；资金面短期内平稳但进入中下旬波动性可能提升；预计未来一段时间，债市收益率的波动性可能将有所加大。

信用债方面，地产债方面，继续关注政策的支持效果以及是否能够带来地产基本面见底回升。城投债方面，当前土拍降温可能影响区域财政收入和城投报表土地资产质量，进而影响城投回款速度、融资能力，需持续关注；城投监管政策仍处于收紧周期。在此情形下，如何识别转型下的平台尾部风险尤为重要。对于城投属性强的平台，关键为识别区域风险，对于市场化转型的平台，则需观察母公司报表，识别资金输出对象风险。

可转债方面，股市找低估值。2 月装机超预期，光伏板块反弹力度一般，上板率很低，反映出市场对高估值高成长较为谨慎，传统的新能源、半导体、军工建议以波段思路对待，不轻易追高，重心落在低估值上（有高成长更好）。转债未来一周关注低估值。

三、汇率市场

1. 中信证券：预计美元指数年中突破 100 关口，年底回落至 98 左右

在经济持续修复以及通胀高企背景下，预计今年发达国家“大水漫灌”的流动性将退潮，极度宽松的货币政策将渐次退出。

美联储方面，缩减购债（Taper）将自今年 1 月起加速，并大概率在 3 月中旬完成；今年全年美联储可能加息至少 2 次，同时将在 1 月的议息会议上开始讨论资产负债表政策，甚至年内启动缩表。

预计欧洲央行今年全年将持续货币宽松，不会在今年加息；紧急购债计划（PEPP）将在今年 3 月底结束，但是长期资产购买计划（APP）的月度购买速度将在今年二季度提高一倍至 400 亿欧元，三季度则维持在 300 亿欧元规模。

影响美元汇率的核心因素有两个：利差和风险偏好。一方面，由于美元指数中欧元的权重占比接近 60%，美元指数走势更多取决于美欧利差，尤其是美欧货币政策的差异。预计今年美国相比欧洲将面临更大的核心通胀上行压力，美联储被动收紧货币政策的节奏和幅度均将远超欧洲央行，预计这将带动 2 年期美欧债券利差从当前 140bps 附近进一步走扩至 250bps，利好美元指数上行。另一方面，美元指数难以出现类似 2017 年全球经济及风险偏好向好时的大幅贬值。今年全球经济增速自去年高点回落，过去两年疫情和政策刺激差异导致的各国经济周期分化仍将持续存在，加之美国货币和财政政策的不确定性增加，全球风险偏好难以大幅回升。综合而言，预计美元指数今年年中将突破 100 关口，年底回落至 98 左右。

2. 惠誉：预计人民币汇率 2022 年跌至 6.7

尽管人民币汇价仍然坚挺，但评级机构惠誉却看淡人民币走势，认为 2022 年将转弱，预计跌至 6.7 元兑 1 美元，主要由于中国货品的外部需求疲软，及中美货币政策立场的分化趋势将支撑美元。惠誉认为未来数月有两大因素将令人民币走软：首先是内地经常帐盈余开始收窄，因中国货品的外部需求应会减弱，故预计盈余将进一步下降；其次，中美货币政策立场的分化趋势将支撑美元。惠誉预计到 2022 年底，人民币将从目前的 6.37 跌至 6.7 水平。

观点汇总：近期财政货币政策展望

唐昕

上海金融与发展实验室助理研究员

国际部分

1.世界银行

世界银行《全球经济展望》：下调全球经济增长预期，未来宏观政策面临挑战。

世界银行近期发布了《全球经济展望》：它提到，在政策支持减少、疫情持续爆发以及供应瓶颈挥之不去的情况下，全球复苏将减速。与发达经济体相比，新兴市场和发展中经济体的产出在预测期内仍将明显低于疫情前的趋势。前景受到各种下行风险的影响，包括新的 COVID-19 爆发，通胀预期脱锚的可能性以及债务水平创历史新高背景下的金融压力等等。鉴于明年诸多复杂因素的影响，世界银行下调了 2022 年全球经济增长预期至 4.1%。

它还提到，由 Omicron 驱动的最新流行病死灰复燃凸显了全球协调努力以控制流行病并确保在全球范围内更公平地获得疫苗的必要性。还需要进一步合作，以促进最贫穷国家的债务可持续性，并应对气候变化带来的不断增加的成本。与此同时，政策制定者在面临持续通胀的可能性时也将面临维持复苏的挑战，同时采取行动支持公共债务的可持续性。从长远来看，新兴市场和发展中经济体将需要通过以下方式提振增长前景：加强危机准备，同时实施改革以降低商品价格冲击的成本、应对气候变化和减少不平等。

政策方面具体来看：

发达经济体方面，在特殊的货币政策支持下需求坚挺和通胀上升，各央行已将注意力重新集中在预期取消政策支持的时机上。尽管大多数发达经济体的金融状况仍然良好，但资产估值上升、房地产市场过热，以及在某些情况下家庭债务水平升高，都会导致金融脆弱性上升。目前需要通过宏观审慎监管来增强金融体系的弹性以促进金融稳定，并降低发生金融危机的可能性。随着大流行得到控制，财政支持将需要逐步撤出。然而，大流行病的进程凸显了许多国家加强社会安全网和工作保留计划的必要性，需要继续采取政策行动来缩小基础设施投资缺口并促进提高生产力的投资，将增长转向绿色、有弹性和包容性的方向需要一系列结构性政策，以促进数字化转型、加快绿色转型并增加劳动力流动性。

新兴市场和发展中经济体方面，越来越多经济体收紧货币政策以应对通胀压力和货币贬值。鉴于收入持续疲软，取消与大流行相关的财政支持可能不会足以稳定债务水平，且增长低于预期或融资条件突然收紧可能会恶化财政可持续性。目前新兴市场和发展中经济体的财政空间仍将狭窄，可能需要进一步

的债务减免举措解决低收入国家财政状况不佳的问题，特别是考虑到过去十年偿债负担急剧上升。为了在长期内支持绿色、有韧性和包容性的发展，必须实施加强危机预防、准备和应对的政策；这有助于各国应对商品价格冲击，并解决日益严重的不平等问题。

2.IMF

IMF 战略政策和审查部宏观政策司司长斯蒂芬·丹宁格等：新兴经济体必须为美联储收紧政策做好准备。

美联储已将通胀作为其上个月决定加速缩减资产购买的关键因素，近期新的 Omicron 变体引发了对供应方通胀压力的额外担忧。这些变化使新兴市场的前景更加不确定，这些国家还面临着通胀上升和公共债务大幅增加的问题，然而与美国相比，它们的经济复苏和劳动力市场不那么强劲，而且预计美国经济将实现强劲增长。美联储加快加息可能会扰乱金融市场，收紧全球金融状况，并可能导致新兴市场的资本外流和货币贬值。在这种情况下，美联储收紧货币政策的影响对脆弱国家来说可能更为严重。

一些新兴市场已经开始调整货币政策，并准备缩减财政支持，以应对不断上升的债务和通胀问题。为了应对更紧张的融资条件，新兴市场应根据其情况和脆弱性调整其应对措施。那些在遏制通胀方面具有政策可信度的国家可以逐步收紧货币政策，而其他通胀压力较大或机构较弱的国家必须迅速而全面地采取行动。无论哪种情况，应对措施都应包括让货币贬值和提高基准利率。然而，这些行动可能会给新兴市场带来艰难的选择，因为它们在支持疲软的国内经济与保障价格和外部稳定之间做出权衡。

为了管理这些权衡，新兴市场现在可以采取加强政策框架并减少脆弱性。对于央行收紧政策以遏制通胀压力而言，明确和一致的政策计划沟通可以增强公众对追求价格稳定的必要性的理解。以外币计价的债务水平较高的国家应设法减少这些不匹配，并在可行的情况下对冲其风险敞口。为了降低展期风险，即使增加成本，也应延长债务的到期日。重债国家可能还需要尽快开始财政调整。应审查对企业的持续金融政策支持，并根据前景仔细调整此类支持正常化的计划，并保持金融稳定。

除了这些直接措施外，财政政策还有助于建立抵御冲击的能力。对中期财政战略做出可信的承诺将有助于提振投资者信心，并在经济低迷时期重新获得财政支持的空间。这样的战略可能包括宣布一项全面计划，逐步增加税收收入，提高支出效率，或实施结构性财政改革，如养老金和补贴改革等等。

3.美联储

美联储主席鲍威尔：当前需要收紧货币政策以对抗通胀，3月结束量化宽松。

在近期美国参议院银行委员会提名鲍威尔连任美联储主席举行的听证会上，鲍威尔表示，如果复苏进展符合预期，美联储已准备好快速行动。3月份结束净资产购买，年内加息，今年晚些时候开始缩表。鲍威尔表示，如果美国高通胀持续的时间比预期长，随着时间推移美联储不得不更多次加息。美国通胀率目前远远超过美联储设定的 2% 目标，这表明美国经济不再需要高度宽松货币政策的支持，美联储将利用其政策工具阻止高通胀变得更加顽固。他还表示，美联储货币政策走向正常化将是一个很长的过程。

首先，美联储将于今年 3 月结束资产购买举措，随后将在今年内加息，今年晚些时候美联储或将开始缩减资产负债表。最后他强调，与上次美联储收紧货币政策时相比，美国经济状况已完全不同，资产负债表的规模也更大。因此，美联储这次将更早、更快地缩减资产负债表，结束资产购买举措与开始缩减资产负债表的间隔时间将更短。

美联储理事布雷纳德：降低通胀是美联储当前首要任务。

在近期美国参议院举行的美联储副主席提名听证会上，布雷纳德表示，努力降低通胀是美联储目前“最重要的任务”，将使用强有力工具来遏制通胀，并暗示有可能最早 3 月加息。布雷纳德表示，瓶颈和其它供应相关的问题，导致某些商品的价格大幅上涨，例如能源和食品；但美联储有非常有效的工具，并将动用这些工具来降低通胀。预计未来两个季度，美国的价格压力仍将维持在高位。对于美联储官员去年 12 月预测的通胀率将在今年底时降至接近 2.5%，应相当谨慎地对待这些预测。对于加息问题，她认为美联储可能最早在 3 月份提高基准利率，一旦资产购买计划结束，就会开始加息，当然还必须关注今年余下时间将发布的经济数据。最后，她还表示有关缩表的讨论已经开始。

美联储理事沃勒：今年加息三次是“很好的基准线”，但不赞成美联储 3 月份加息 50 个基点。

沃勒近日表示，2022 年加息三次仍是良好的基准预测，如果通货膨胀率居高不下，可能会有四次甚至五次的加息。但他不赞成 3 月会加息 50 个基点的看法，为了避免市场受到惊扰，他认为更可能加息 25 个基点。他还表示，美联储甚至可能会通过在夏季之前缩表来抑制需求，这将减轻长期利率上的压力，并将货币政策收紧。

纽约联储主席威廉姆斯：通胀已升至相当高水平，美联储正在“接近”做出加息决定。

威廉姆斯日前表示，由奥密克戎变体引起的感染激增可能会在未来几个月减缓经济增长并延长供应链挑战，但在浪潮过去后，美国经济应该会恢复正轨。他预计劳动力市场将随着经济增长继续复苏，预计今年失业率将降至 3.5%。对商品的强劲需求和供应瓶颈将共同推动通胀升至“相当高”的水平，但随着增长放缓和供应限制得到解决，价格压力可能会缓解，预计今年通胀率将降至 2.5% 左右，2023 年将接近 2%。不过他强调鉴于当前劳动力市场非常强劲的迹象，美联储正在接近做出逐步加息的决定，但他没有对潜在加息的时间或速度发表评论，称这些决定将基于经济数据。

4. 欧洲央行

欧洲央行执行委员会成员菲利普·莱恩：2022 年加息机会渺茫，密切关注新的数据变化。

菲利普·莱恩近期就欧洲央行货币政策率和通货膨胀问题接受采访时表示：2022 年加息可能性极小，欧央行在 12 月进行了这项全面评估，认为 2022 年的通胀将暂时高于欧央行的目标，但通胀将在 2023 年和 2024 年低于欧央行的目标，当高通胀不会持久时，意味着不会改变利率政策。与此同时，他还表示欧央行将密切关注所有新的数据变化。密切关注劳动力市场、能源市场和商品市场等的变化，以及经济中是否存在可能影响欧央行对明后年看法的结构性变化。欧央行预计 2022 年工资会回升，这反映劳动力市

场在疫情中更具弹性，这主要源于政府对许多劳动力市场的广泛支持。如果欧洲在未来几年拥有更强大的劳动力市场，那么应该拥有比疫情之前更强大的工资行为，这将有利于欧洲实现自身的目标。当然，应密切关注工资是否会超越这一点，进入第二轮效应，这将是一个令人担忧的问题。

欧洲央行执行委员会成员伊莎贝尔：基于中期视角，谨慎看待通胀和加息问题。

伊莎贝尔近期就 12 月通胀高企和未来加息问题接受采访时表示：针对欧元区 12 月通胀率创下历史新高 5%，欧央行有些担忧，但仅靠担忧不会降低通胀。欧央行的决策基于大约一到三年的中期视角，预计通胀将在中期内大幅下降，因此欧央行不会提高利率。她还表示，今天采取的任何措施可能只会产生滞后性影响，即目前的通胀率不会受影响，只会影响到未来的通胀率。在欧央行目前的预测中，中期通胀率甚至会回落到 2% 的目标以下，尽管预测存在很大的不确定性，但过早地加息可能会扼杀复苏危及就业，势必会付出高昂的代价。

欧洲央行行长拉加德：仍需要货币宽松来使通胀在中期内稳定在 2%。

拉加德在近期的欧洲议会相关会议（COSAC）上发言时表示：预计今年第一季度欧元区 GDP 将超过疫情前的水平，这很大程度上归功于欧洲的联合政策反应。不过她表示，欧元区在摆脱当前疫情的过程中，仍然需要稳定性政策。当前经济的迅速重新开放导致能源、耐用品和一些服务的价格上涨，这些因素反过来又拖累了短期内的增长，而经济增长在去年年底有所放缓。能源价格上涨正在削减家庭收入并削弱信心，而供应瓶颈正在导致制造业短缺，预计通胀驱动因素将在今年有所缓解。欧央行对价格稳定的承诺仍然坚定不移，将采取一切必要措施，确保欧元区在中期内实现 2% 的通胀目标。因此，欧央行于最近一次会议中重新调整了相关政策措施，允许逐步降低净资产购买的步伐，在 2022 年期间从每月约 800 亿欧元逐步降至每月 200 亿欧元，欧央行还确保其能够灵活地应对各种情况。与此同时，欧央行得出结论，通胀在中期内稳定在 2% 的水平，仍然需要货币宽松。

5. 日本银行

日本银行行长野田东彦：预测物价将进一步上涨，经济基调正在改善。

黑田东彦上个月曾表示，随着原材料价格上涨，目前的通胀可能会触及 2% 的政策目标，这也是迄今为止黑田对未来通胀发展的最清晰表态。日本央行从来没有对外做出过通胀超过 2% 前不加息的承诺，这也意味着理论上该行能够在通胀持续超过政策目标前加息。目前，日本央行制定货币政策的 9 人委员会中也存在意见分裂，一部分成员认为有进一步退出刺激计划的空间，而另一些人对于采取任何可能被视为收紧政策的行为抱有谨慎态度。此外，野田近期(1.13)在出席分行行长会议时表示，在因新冠疫情低迷的经济走向复苏以及全球原材料价格飞涨等背景下，今后上涨率将逐渐扩大。关于国内经济形势的现状，他表示虽然受新冠疫情影响继续处于严峻形势，但基调正在改善；关于经济前景，他表示如果服务消费的下行压力和零部件采购难等的影响有所缓和，则会继续复苏。

国内部分

1.中国银行：加大跨周期调节和多政策协调配合，高度关注外部风险对金融体系的冲击。

展望 2022 年，全球经济增速将逐渐回落至常态，供应链瓶颈加剧通胀压力，全球“滞胀”风险加大。主要经济体财政支持力度减弱，货币政策收紧，全球流动性面临拐点，金融市场存在波动风险。针对 2022 年国内宏观政策给出如下展望与建议：

第一，加大跨周期调节和多政策协调配合。2022 年财政收支矛盾将更加凸显，一方面，财政增收存在一定困难，房地产降温导致土地收入缩减，减税降费政策仍需维持一定力度；另一方面，在共同富裕目标下，民生领域财政支出具有一定刚性，地方政府债务到期规模进一步增加。基于国内外环境更加复杂多变、经济下行压力在增大，2022 年可考虑适当提高赤字率。同时适度增加地方政府专项债额度，向市场释放积极信号。

第二，货币政策可稳中略宽，高度关注外部风险对金融体系的冲击。考虑到经济下行压力有所加大，货币政策宜稳中略宽，以确保金融数据增速不出现较大波动，为实体经济提供合意的融资环境。考虑到部分行业企业经营困难增大，建议继续发挥再贷款、再贴现以及碳减排支持工具等的牵引作用，引导资金向普惠、绿色、低碳减排等领域流动，在加大对经济重点领域和薄弱环节支持力度。关注全球流动性逆转可能带来的负面冲击。密切跟踪美联储货币政策正常化进程，关注其将带来全球市场流动预期的逆转及其对全球金融市场的冲击，强化跨境资本流动的监测预警，防范外汇市场和人民币汇率出现过度波动。

2.招商银行：展望明年，中美货币政策将出现明显分化，财政政策将保持常态化积极。

展望明年，对美欧而言，“胀”的压力并未消除，货币政策势必趋向收紧；而对中国而言，防止“滞”的可能性更为重要，货币政策因此需要放松。中美之间、中欧之间，货币政策走向将出现明显分化。这可能对我国货币政策产生一定的掣肘。国际方面，随着美国经济快速修复，美联储超宽松货币政策已开始转向，目前市场关注的焦点已转向加息。前瞻地看，基准情形下，美联储将在明年 3 月结束量化宽松并在 6 月前开始加息。若通胀在明年一季度前未见回落，加息时点可能进一步提前。

国内方面，宏观政策将加强逆周期调节力度，财政政策和货币政策相配合，发挥托底经济的作用。由于经济下行压力加大，财政政策将保持积极姿态，政府新增债务限额或将保持稳定，发行节奏前置，但地方政府债务偿还迎来高峰、土地出让收入下滑拖累财政收入将制约财政政策的空间。货币政策在“稳增长”中的重要性将上升，继续以稳为主，保持政策连续性，结构性特征进一步凸显，发挥对经济发展重点领域“精准滴灌”作用。狭义流动性保持平稳，上半年或受到政府债券供给扰动。广义流动性在“结构性宽信用”导向下，修复态势有望延续至明年上半年，而后缓慢收敛。

3.民生银行：2022 年，货币政策将以我为主，灵活适度；财政政策将保持积极，提升效能。

货币政策方面：展望 2022 年，发达经济体货币政策将转向正常化，预计美联储将结束 Taper 并启动加息，其他发达经济体也转向边际收紧。但我国由于经济下行压力加大，PPI 触顶回落，政策或将边际

转宽，与发达经济体的政策节奏不同。具体来看，总量政策方面，预计降准降息皆有可能。央行在政策思路中删去了“坚决不搞‘大水漫灌’”和“管好货币总闸门”的表述。前者通常对应的是银行间市场流动性。删掉这一表述，意味着在地产信用风险偏高与稳信贷背景下，银行间市场流动性需要保持相对充裕。后者对应的是信用社融，预示着央行下一阶段在“宽信用”方面将更为积极。

结构政策方面，继续落实和发挥好结构性货币政策工具的牵引带动作用，进一步体现结构性宽信用的政策意图。同时，房地产贷款集中度管理的“两个上限”有望临时性放宽，推动按揭贷款量增价降、开发贷款稳中有升。

财政政策方面：在经济面临较大下行压力且货币政策受到一定掣肘的背景下，财政政策将继续保持积极基调，并进一步提升政策效能。赤字率预计会小幅下调，专项债发行规模会小幅上调，同时继续推出阶段性、结构性减税降费措施，以促进区域协调发展、稳定市场主体、缓解经济下行压力。具体来看，预计专项债规模会较 2021 年的 3.65 万亿小幅上升，约 3.75 万亿，与 2020 年相当，发行进度会适当前置。预计赤字率保持在 3% 左右，近些年地方债务率持续攀升，地方债风险急剧累积。但中央政府仍有加杠杆空间，在这种情况下，预计赤字中用于国债的比例可能进一步增加，用于一般债的比例会进一步下降。

4.中信证券：明年宏观政策将转向稳健中性，保持“稳货币、宽财政”格局。

国际方面：各国经济逐步走出疫情后的经济衰退，并在 2021 年实现高速增长，货币宽松的必要性下降，而供应链瓶颈下的通胀攀升压力，也令部分国家货币紧缩的呼声渐长。2022 年预计美联储将持续缩减 QE 购买规模。按照每月缩减 150 亿美元计算，预计美联储明年 6 月份结束 QE 购买（届时其资产负债表规模将达到约 8.9 万亿美元），之后通过到期债券再投资维持一段时间资产负债表规模不变，2022 年 Q4 考虑加息事宜。尽管 2022 年美联储货币政策渐进退出，但其总体仍处于流动性净投放状态。同时欧央行自 2020 年 7 月以来释放的流动性规模远高于美联储，其货币政策退出预计在 2022Q2 之后。

国内方面：面对国内可能自上而下传导的通胀，以及全球陆续进入货币政策收紧的周期，2022 年货币政策预计保持中性，一方面国内经济运行仍然没有恢复至潜在水平以上，遵照“以我为主”的政策原则，货币政策不适宜偏紧，仍需要维持对经济的适度支持，另一方面在通胀和外围环境的压力下，货币政策也不适宜过松，以免在人民币汇率和资本流动方面形成压力。

考虑到明年经济将继续修复，随着经济向常态回归，但同时内部外的环境仍然有较强的不确定性，我们认为财政政策还将保持适度积极，预算赤字规模将小幅增长，但赤字率可能会小幅回落至 3%。当前土地市场的显著降温将为政府性基金收入带来较大的压力，预计地方政府专项债规模将较今年继续增长，规模将继续扩大至 4 万亿以上。近期房地产税试点政策推出，但重在中长期建立房地产调控的长效机制，短期内较难替代土地出让收入，对地方财政收入的贡献有限。

5.国泰君安：明年政策防风险与稳增长再平衡，货币前松后稳，财政前置发力。

政策上半年向稳增长倾斜，货币端整体仍以稳健为主，节奏“前松后稳”，广义财政周期在 2021 年 Q4 触底反弹后，2022 年大部分时间将处于周期上行阶段，前置发力明显。具体来看：

货币政策方面：2022 年整体稳健，前松后稳。2022 年经济的破局点不在货币政策，而在产业政策引导下的货币财政配合，稳健中性是基调。2022 年我们仍然深处在供给主导的宏观场景中，上半年 PPI 仍然较高，对中下游企业仍然有利润的侵占，经济结构问题更为突出，这些问题并不是传统货币总量政策可以解决的。在进一步推进“高质量发展”、实现“共同富裕”的背景下，货币政策在 2022 年更多是“辅助”，主要是在产业政策的引导下配合财政政策实现国内经济的从地产驱动中转型。而节奏上看，货币政策将呈现“前松后稳”的态势。这主要是因为我国央行实行多目标制，2022 年一二季度经济压力边际加大，“类滞胀”转为“弱衰退”的格局以及国内通胀问题根源于供给端决定了上半年货币政策易松难紧。具体而言，我们认为上半年货币政策会更加注重稳增长，相较于 2021 年年底将会打开更宽的货币空间。而下半年，随着 PPI 逐渐向 CPI 传导，三季度末起个别月份可能超过 3% 阈值，以及美联储政策节奏制约，预计下半年货币政策回归中性。

财政政策方面：2022 年前置发力，回归常态。总的来看，我们认为财政空间“远有虑”但“近无忧”。2021 年四季度广义财政周期已出现触底反弹迹象，预计 2022 年前三季度均将处于周期上行阶段，决定了财政发力将强于 2021 年，且呈现前置特征。一方面，连续两年超收以及支出端相对保守，财政“两本账”结余约 2.6 万亿元，2022 年财政“不差钱”；但另一方面，考虑到中长期收支矛盾加剧（主要体现在三方面：经济整体增速下台阶导致财政收入增速下台阶、地产去金融化叠加城镇化进程放缓导致土地出让金下滑、财政刚性支出占比持续提高），财政不会因短期的“不差钱”而“大手大脚”，一般公共预算仍以保民生、改善公共服务为主，基建投资则更加依赖于专项债。

6.海通证券：宏观政策从“潮落”再回“潮起”。

预计 2022 年 GDP 增速目标在 5.5-6%之间。考虑到稳增长压力，预计政策上会更加全面的转向稳增长。在货币政策上，短期以定向宽信用为主，后续降准降息可能较大。在财政政策上，预计 2022 年更多通过广义财政发力，预算内财政赤字率或在 3.2%附近，地方专项债额度可能重新回到 3.75 万亿附近。具体来看：

首先看货币政策：先宽信用，再宽货币。短期内在通胀仍高、宏观政策大基调未明显变化的情况下，货币政策以定向宽信用为主，例如近期推出的碳减排支持工具、2000 亿煤炭清洁利用再贷款。但随着稳增长意愿增强，货币端在 2022 年上半年也有望宽松。预计 2022 年上半年降准、降息均有可能。但在当前货币政策传导机制下，降息的效果要比降准大得多，而且最重要的降息是逆回购利率的下调。所以 2022 年流动性仍然会比较充裕，支持稳增长。我们判断 2022 年社融增速有望维持在 10%附近，尽管经济增速有下降，但考虑到当前每年新增融资中一半以上用来付息，保持相对高的融资增速也是必要的。

财政政策或加码：托旧鼎新。我们预计 2022 年预算内财政赤字率在 3.2%附近，地方专项债额度可能重新回到 3.75 万亿附近。看似和今年变化不大，但其实我国财政覆盖范围很广，考虑广义财政的话，还是会明显加码。我们将公共财政支出、政府性基金支出、城投债、政策性金融债、铁道债、抵押补充贷款等加总，衡量广义财政的变化。截至 2021 年 10 月，我国广义财政支出负增长了 3.5%，预计全年也是负增长，这是过去十几年都没有过的情况。预计 2022 年更多通过广义财政发力。

7.申万宏源：货币环境：降准不降息“有温度的中性”。

当前我国经济面临叠加的下行压力，出口增速行将降温，需要支持消费前景稳定，而地产产业链融资的骤然收紧已经带来现实的经济下行压力。货币政策能否恪守“有温度的中性”，正在遭受来自经济现实的高强度检验。货币政策的长期中性并不等于持续的收紧，在当前信用融资需求偏弱背景下，有温度的货币中性有望给市场感受到自下而上的呵护。从成本和效率的角度分析，当前基础货币投放已经几乎穷尽了全部空间，2022 年降准仍是必要性较高的合理选择。预计 2022 年 M2、社融同比分别为 8.0%、10.0%，需全面降准 150BP 以上，可形成约 7500 亿的 MLF 存量置换。但降准不意味着降息，下调 LPR 对央行而言风险远大于潜在收益，并不是合理选项。

8.中金公司：货币政策稳信用且已具备双降条件，财政政策力度料将加大。

货币政策：稳信用的底线和抓手。从数量上讲，2022 年全年社融增速的一个保守的底线是 10.5%，考虑到外需边际减速、疫情的不确定性，2022 年社融增速的季度高点应高于 10.5%；从逻辑来看，2022 年稳社融的另一个底线是房地产融资正常化。我们预测，稳信贷从 2021 年 4 季度发力，预计 2022 年全年新增社融为 33.6 万亿元，较 2021 年上升 2.3 万亿元左右；分项来看，房地产融资企稳、非标融资收缩放缓、绿色信贷加速投放、但小微贷款的增长势头可能放缓。中国目前已经具备降准降息条件，主要原因是此前货币政策宽松的效果已经明显减弱，银行继续压降利差或是通过改革降低小微企业融资成本的空间已经十分有限，在实体经济走弱的背景下，需要进一步的货币宽松。虽然面临一定的外围挑战，但只要中国经济基本面保持韧性、债务有序处理，市场对中国经济增长的前景有信心，货币宽松的空间就在、美联储的收紧不会产生实质性的制约。

财政政策：发力三大抓手。在明年稳增长压力加大、宏观杠杆率处于较高水平的背景下，相较货币政策，财政政策可发挥更大作用，我们认为明年财政力度加强是大概率事件，并主要通过基建、转移支付和减税降费综合发力，促进疫后经济复苏以及中长期结构性改革。全年广义财政赤字率可能为 5.8%左右，高于 2021 年 5.2%左右的实际值。我们预计明年基建投资增速或反弹至 6%左右（如果配套资金适度放松，不排除上行至 8%的可能），传统基建与新基建或齐发力，而受制于隐性债务监管仍偏强以及能源供给紧平衡，基建超过 10%的概率较低。去年以来中央直达基层的转移支付资金体量较大，且持续增长，我们认为财政对居民的转移支付仍有提升空间，体现在扩大社保覆盖面、提高社保标准、退休人口

增长、特定群体补助等，明年直达基层资金或继续稳定增长。我们预计 2022 年减税降费规模或较 2021 年扩大，整体规模或在 1.5 万亿元左右。