



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 2 期 / 总第 8 期

2022 年 4 月 20 日

目录

会议速递

《中小银行服务小微的挑战和破局之道》报告发布&闭门研讨 1

专家视角

为什么社融增长带不动 M1？（殷剑峰）	19
2022：站稳新周期的起点（殷剑峰）	23
夯实信用基础设施，赋能银行机构支持实体经济（曾刚）	27
筑牢金融安全网，守住不发生系统性风险底线（曾刚）	30
如何看待当前海南的营商环境？（张湧）	34
俄罗斯应对金融战的组合拳与效果（王永钦 韩瑜）	36
2022 年中央一号文件：释放金融服务乡村振兴三大信号（叶斌）	43
中国、日本、俄罗斯持有的美国国债变化（周琼）	46
公共政策性金融如何战略性支撑中国银发经济？（陈阳）	51
公债陷阱：财政赤字货币化的“不可能三角”（邵宇 陈达飞）	54
货币供给、通货膨胀与货币流通速度（刘晓曙）	59
经济亟需政策的保驾护航（李奇霖）	66
在经济增长和疫情防控之间寻找机会（董忠云）	78

《中小银行服务小微的挑战和破局之道》报告发布&闭门研讨

中小银行是小微融资服务的主力军，疫情下如何更好提供融资支持，对支持小微企业和区域经济发展意义重大。3月17日，上海金融与发展实验室召开了一场聚焦中小银行小微服务能力建设问题的线上研讨会。上海金融与发展实验室主任、国家金融与发展实验室副主任曾刚、中央财经大学中国银行业研究中心主任郭田勇、复旦大学金融研究院兼职研究员董希淼等专家在线参加。上海金融与发展实验室发布了《中小银行服务小微的挑战与破局之道》报告（简称“报告”）。报告由平安普惠金融研究院提供学术支持，为中小银行小微服务可持续发展建言献策。

上海金融与发展实验室特聘高级研究员、平安普惠金融研究院副院长程瑞进行了报告发布。报告认为过去几年小微信贷蓬勃发展，中小银行服务小微取得了不错的成效，已经涌现出四大典型服务模式和一批优秀案例。但仍普遍存在挑战和痛点，比如风控、获客、科技这三大难题，又遇到大行竞争、疫情等外部环境带来的成本压力和收入难题。在调研分析基础上，报告建议中小银行以科技支撑、精准风控、批量获客、敏捷组织作为破局的四大路径，持续提升小微领域的服务质量和效率。

在研讨环节，专家们认为报告突出的亮点就是强调科技赋能。郭田勇认为，中小银行采取抱团开发或者积极与第三方合作，提高自己的金融科技水平。董希淼建议一方面监管部门可以推动科技共同开发或者共建共享平台，另一方面中小银行中有实力的可以自建科技联盟。

报告提出的风控、科技、获客等路径共同衍生出行业生态问题，也成为专家们热议的话题。董希淼认为，一方面需要引入更多的市场主体提供多元化的服务，构建多层次市场，另一方面，中小银行提升自身能力，离不开与金融科技、保险、担保、助贷机构等开放合作。

曾刚认为，小微信贷服务的可持续对于小微企业和中小银行的发展同样重要。普惠金融规模增长已经达到一定量，国家政策导向不再纯粹以规模作为唯一的导向，更强调引导资金更多流向重点领域和薄弱环节，中小银行的外部竞争环境得到改善，要加快自身的创新、差异化发展。

专家们共同建议，在国家普惠小微金融政策的引导下，中小银行需充分发挥其属地资源领先、贴近市场和客户、组织机制灵活等优势，通过开放共赢、积极创新，与其他市场机构相互协同，加强自身能力建设，深耕区域小微全力以赴支持实体经济，强化小微信贷主力军地位。只有在中小银行自身能力建设与公司治理、股权改革双轮驱动下，方能实现社会价值与商业可持续的良性循环。

嘉宾发言实录如下。

发言实录

程 瑞：上海金融与发展实验室特聘高级研究员、平安普惠金融研究院副院长

我们从去年开始启动了关于《中小银行服务小微的挑战和破局之道》的课题研究。这个研究经历了项目立项，银行调研，中小银行线上访谈等，到最后形成现在的报告。在课题研究过程中，我们实地走访了几家比较具有代表性的中小银行，同时线上访谈了大量的中小银行内部从事小微信贷战略的企划，及一些风控的条线负责人。在整个调研过程中，得到了非常多专家和媒体朋友的建议和意见，帮助我们最终形成了今天的报告。今天，我代表上海金融发展实验室正式发布《中小银行服务小微的挑战和破局之道》的报告。

这个报告是平安普惠和上海金融与发展实验室的合作课题，在这个过程中我们既是内部的研究团队，同时也借助我们在这个行业里的一些实践经验，为研究提供一些案例和观点。上海金融与发展实验室在参与了整个课题调研的同时，在后期主要负责了报告的撰写，这是课题研究的一个大致过程。

当下经济发展处于一个特殊节点，特别是现在的疫情时代，整个小微企业的生存面临着大量问题，小微企业的发展面临着很多信贷支持方面的困境。当前整个经济发展的势头是不能停下来的，去年的中央经济工作会议和刚刚结束的两会政府工作报告，都非常明确地提出了现在的总基调是“稳字当头”和“稳中求进”。经济在稳中求进的发展过程中小微企业是一个很重要的基石。从“稳”的角度看，在就业上，在实体经济的权重上，小微企业都是稳的基石。在“求进”上，如果小微企业的问题不能得到有效解决，那么整个经济再一次启动加速键也将面临很多困境。中央和金融监管机构一直以来都非常重视对小微企业的金融支持，整个行业也迫切希望能够在在这个方面有所突破。中小银行作为小微金融的主力军，在过去的两年里面面临着诸多问题，包括大行的下沉，自身的困境，市场上的新局面，整个风险的变化等等。在服务小微企业的经营上，中小银行面临着内部和外部的挑战，怎么样应对挑战，怎么样破局，是这次研究的重点。

一、小微企业的基本情况

在讲中小银行服务小微之前，我们首先看一看小微企业的情况。56789 这一组数据大家都非常熟悉。这是最早由易纲行长在 2018 年提出一个概念，在中国的经济中小微企业贡献了超过 50% 的税收，60% 的 GDP，70% 的技术创新，80% 的城镇就业，及占比超过 90% 的市场主体。现在这些个比例也许会发生一些动态变化，但是从整个格局可以看到，小微企业对于中国实体经济来讲是非常重要的存在。关于市场主体数量的数据，口径没有那么精准，但是工信部、市场监管总局和统计局每年都会公布类似的数据，我们选取了其中具有可比性的一组口径数据，数据显示市场主体从 1.2 亿户到 2021 年时增长到了 1.54 亿户，这些基本上都是小微主体。从这个大数可以看到虽然整个经济增速在放缓，但是市场主体的绝对数量还是在快速增加。另外，我们关注到与民生相关的一些关键领域，比如批发零售、制造业、住宿餐饮、

建筑业、居民服务等领域，在这些和民生息息相关的行业领域中，小微主体占比更高，最高达到 97%左右。在与老百姓的平时生活息息相关的服务和生产领域中，其实主要是小微企业在为大家提供服务和支撑。所以当实体经济发展遇到增速放缓的困境时，如果小微企业的困境被放大，那么老百姓会有更加直接的真实民生感受。

二、支持小微企业融资的相关政策措施和成效

因为小微对于整个实体经济的重要程度，所以从中央到地方政府，从金融监管单位到各层级的政府监管部门，在过去两三年来实行了大量的各方面的政策，多措并举地强化小微融资支持。这里面从三个方面分析。

首先，是货币政策。第一，降准。2020 年累计降准三次，2021 年累计降准两次，合计提供了 3.95 万亿的长期流动性。从整个政策的导向来讲，大量的降准是要资金流向实体经济。第二，支小再贷款政策。2020 年 7 月和 2021 年的 12 月分别下调了支农支小的再贷款利率 0.25 个百分点。2021 年 9 月增加了支农支小的再贷款额度为 3000 亿，在货币层面给予了小微企业发展大量低成本的资金支持。第三，从直达实体的货币工具上看，疫情以来普惠小微贷款的延期还本的付息工具和信用贷款支持计划，都是反复延期。今年更新普惠小微的信用贷款支持计划，将其并入支农支小再贷款整体的管理。通过延期还本付息，通过信用贷款专项支持，对小微企业的融资提供了大量的活水。

其次，在信贷政策领域的支持政策就更明显了。银行业对于普惠型小微贷款的两增政策性要求，即对贷款余额和户数要求，压降了融资成本。从人民银行披露的数据来看，2019 年-2021 年新发放的普惠型贷款的平均利率从 6.7 个百分点下降到 4.98，两年累计压降 1.72 个百分点，融资成本下降的趋势是非常明显的。可以预见今年到明年这个趋势还会延续。在小微监管考核上，2020 年 7 月银保监会发布了《商业银行小微企业金融服务监管评价办法》，重点对小微贷款的规模、户数、信用贷、续贷等等信贷指标做了全方位的量化评价标准，并将其纳入了银行业的相关考核。所以从这个角度来讲，无论是信贷政策，还是对普惠贷款的管理和考核上，金融监管单位给予了银行大量政策和管理上的要求和支持。

再有，在财政方面主要是减税降费。这几年，政府频频发布对于小微企业，包括像增值税、企业所得税等等方面的一些定向的税费减免和优惠政策。最新政府工作报告也提及了小微企业的税费问题。在财政贴息担保的补贴方面，多地政府和地方财政在相关的补贴方面给予了小微一些增量的扶持。

所有这些货币政策、信贷政策、财政政策，都是多措并举，非常明确地从政策层面指向了扶持小微的融资。那么这些政策措施的具体效果怎么样？我们都能够在政策结果上看到产生了积极的效果，小微企业的融资实现了增量、扩面、提质和降价。增量方面，过去几年普惠型小微贷款实现了两增，尤其是贷款余额的规模实现了连续多年两位数的高速增长。扩面层面，从反映小微贷款覆盖率的覆盖户数看，小微贷款的覆盖户数从 2000 多万户到 2021 年达到了 4300 万户，而且这个数字可预见地还在高速的增长。提质方面，主要体现在信用贷款的占比。过去经常讲到小微是三高三无，其中一个非常典型的就没有抵押物和抵押品，因此过去传统的银行贷款没有或很难向小微企业提供信用贷款支持。过去两年，随着政策的引导，银行的科技创新和风控能力的提升，小微企业的信用贷款从 2019 年的占比 13.4%提升到

2021 年的 17.8%，这是比较明显的提升。但是，信用贷款的占比仍然还是非常低。降价方面，小微融资成本从 6.7 降到了 4.98，处于持续降价的过程中。所以，从政策的导向和最后市场实践的效果来看，在过去的两到三年里，中国小微企业面临的融资难、融资贵的传统融资困境，在整体上已经得到了一定的初步解决。

三、小微企业融资的市场体系

那么是什么样的市场体系在解决小微融资的问题呢？在研究小微融资的时候，比较传统的视角通常都是聚焦在银行上，因为银行是占比绝对大的资金主体，是当前小微融资尤其是小微间接融资上一个最关键的供给方。在研究小微信贷的时候通常把银行分为三大类，国有行、股份行和中小行。从国有行层面，可以看到整个头雁效应已经愈加明显。中国银保监会办公厅关于《2021 年进一步推动小微企业金融服务高质量发展的通知》中提到，各类机构要差异化定位，形成有序竞争、各有侧重的信贷供给格局。在这样的差异化定位中，国有行无疑是过去几年服务小微的主要主体来源。从 2017 年开始，国有行普遍设置了独立的普惠金融事业部，采取了事业部制的闭环管理，形成了专门的信贷审批、风险管理、资源保障、绩效考核等，踩下了小微信贷发展的加速器。国有六大行在所有的银行普惠型小微贷款中的占比从 2019 年的 27.9%，增长到 2021 年 34.4%，也就是说现在放出来的每 3 块钱的银行小微贷款中就有 1 块钱是国有大行发放的，所以国有大行在普惠型小微贷款中的权重是快速增加的。同时，因为国有行自身的价格优势，也带动了普惠型小微信贷整个平均利率实现了相对比较稳健和快速的下降。

股份行在整个银行的普惠型小微贷款体系中占比只有 18%，增速也比国有行慢。但是股份行的优势在于市场化程度和创新能力。过去几年来，股份行在供应链，金融科技，小微企业创新产品和技术发展上为整个银行体系贡献了非常多非常好的思路和创新案例。

中小行，这是我们报告讨论的主体，我们始终认为中小银行是小微金融的主力军。当前中小银行在普惠型小微贷款体系中的占比份额是 46%，接近一半。中小银行的主体数是最多的，从这个角度来讲，作为单一市场主体的普惠型小额信贷的规模绝对量还是比较小的。银保监会在《2021 年进一步推动小微企业金融服务高质量发展的通知》中，对中小银行提出了明确的定位，中小行要回归服务地方、服务社区、服务实体经济的本源，做优做实传统金融业务，筑牢本地小微企业客户基础，这是对中小行要立足于服务当地的小微企业做了非常精准的定位。其实无论是怎样的定位，都不能改变中小行确实是当下小微服务的主力军，尤其是长尾小微服务的主力军这样一个事实。

我们发现单纯地靠银行体系依然不足以满足当下中国更广泛的小微融资需求，依然存在融资难、融资贵、融资慢等问题。于是，我们发现增信机构也是小微融资体系中非常重要的一环，增信机构里有两大类持牌机构，一类是融资担保，另一类是信用保证保险。融资担保目前市场上主要是以政府性融担为主，商业性融担为辅。政府性融担政策导向性强，主要支持当地政府扶持的重点行业和弱势企业。而商业性融担深耕本地市场，熟悉小微经营特点和经营需求，在获客和风控等方面能够给银行更多的赋能支持，融担能够成为商业银行风险分担和其他业务联动赋能的一个有效的补充。对于信保来讲，因为现在开展贷款保证保险类业务的还是中大型保险公司，虽然过去几年有很多小型保险公司试点过这个业务，

但因为风险能力问题退出了这个市场。中大型保险公司拥有大量的小微客户，积累了差异化的数据和精算经验，在客户洞察、风险识别、风险策略和金融科技方面具备一些特定的禀赋优势，同时保险公司的获客往往对银行的获客难问题形成一定的支持和帮助，所以保险公司也是银行风控体系和线下小微获客的一个有效补充。

另外还有这几年处于风口浪尖的助贷平台，从更广义的视角看，助贷在整个商业银行服务小微企业的过程中，在很多关键环节能够产生一些比较独特，不可替代的价值，主要有下的几个方面。第一，在获客导流上，现在就有很多商业银行跟一些财务类软件合作，比如像金蝶、用友跟一些收银类、POS 类的机构在获客层面的合作。虽然商业银行依靠自身的网点、队伍不一定能够有效覆盖当地的小微，但是借助这样一些具体的场景，无论是收银场景还是财务场景，能够一定程度上精准找到小微用户。第二，助贷机构主要是一些风控赋能，像百融、同盾等。现在随着征信等一些新的监管要求，风险赋能的助贷平台怎么能更加规范和更加高效跟银行形成新的合作模式，这值得我们后续探讨。第三，在科技支持方面，主要是银行广泛采用的科技 IT 系统的外包商，这里面包括一些银信机构，一些第三方公司。银行普遍有这样的合作伙伴，虽然不是直接在业务流程中提供助贷，但是事实上很多金融产品、科技产品本质上是服务于助贷流程。第四，想到助贷就会想到 BATJ 这样的平台，他们更多依靠自身的生态、流量、科技优势跟银行之间形成全方位的合作赋能，现在随着一些监管政策的明朗，我们可以看到一方面助贷机构在做一些转型，一方面银行也在回收一些权限，这是一个值得探讨的话题。

四、中小银行服务小微的主要模式

市场上做小微信贷当下或者未来可以有怎样一些主体类型，这些主体类型形成怎样的一种服务模式来做小微呢？我们这里列了几种比较典型的中小银行服务小微的模式。按大类划分，一类是行内自建，一类是合作共建。

1. 行内自建

第一种在行内自建大类中比较典型的是台州模式，是我们研究中小银行服务小微绕不开的一个模式。像台州银行这样的地方行，使用的是比较典型的偏传统的风控方式，线下主要依靠专业的信贷经理网格化服务，在中后台的作业实现了批量化、数字化，形成了一个类似线上联动线下，以线下为主的，限定于一定区域的这样一个小微服务的模式。这个服务模式从整个风控表现和可持续发展来看，应该说是比较成功的模式，但是当下还没有能在全中国范围内有效复制这个模式，主要是因为有一定的门槛和建立需要一定的时间。第二种行内自建是信贷工厂模式，这个更多依据权限上的流程，大数据风险和标准化的产品来实现批量化的运作。这里面最典型的是建行这几年的小微快贷，借助建行强大的科技能力以及庞大的系统内白名单，做很多预授信和批量数字化授信。目前很多中小行也在学习效仿这一类模式，值得我们观察。

2. 合作共建模式

合作共建模式里有两类比较典型的模式。第一类是增信模式，其实现在的增信模式越来越多的是增信+助贷。这里面又有两种形式，一种是传统的银单合作或者银保合作，客户向银行申请贷款，银行会把

相关的数据和需求同步给增信机构，这里面包括融担或者信保公司。融担和信保公司接受担保和承保之后，分担相应的比例，把这个信息反馈给银行，由银行来做最终的信贷决策，给客户资金，这是比较传统的银单模式或者银保模式。另一种是现在很多保险公司、信保公司及商业化融担公司，越来越与银行一起走到前端。也就是说，客户可能在获客端已经开始接触到保险和融担这种赋能机构的线下获客或者线上获客的团队和平台，相关的数据由增信机构推送给银行，依然是共同做风险决策，各自分担相应的比例，最终资金由银行给到小微企业，在这个过程中增信机构实质性参与或者跟银行共同参与到更多的一些贷款环节。现在的两套增信模式，尤其第二套可以看到它会有一些像助贷，但是本质上还是一个增信模式。第二类是在助贷方面，银行无论是在资金提供、获客、产品、科技等领域，都可以在一个或者是多个环节跟助贷机构形成紧密的合作，由助贷机构帮助银行补足能力的短板，或者说考虑一些成本分担，帮助银行获得更多的小微客户的服务资源。这是中小银行小微金融服务的四大典型模式。

五、中小银行服务小微面临的主要挑战

虽然现在中小银行服务小微发展得不错，但是仍面临大量的内外部挑战和痛点，围绕这些挑战和痛点，在报告中提出我们的建议和观点，这是报告的重点部分。

1. 外部挑战

首先是外部挑战。我们认为中小银行服务小微的外部挑战，归根到底就是两大类挑战，一个是成本压力，另一个是收入冲击。

在成本压力方面，我们认为在当下的发展阶段，疫情的冲击和大行的挤压是给中小银行服务小微带来成本压力的主要因素。从 2020 年首次爆发新冠疫情以来，到现在全国各地此起彼伏的疫情情况，在这样一个多轮冲击下，由于中小微企业在民生类的市场主体中占比较高，所以小微企业会因为疫情冲击面临更大的挑战和困难。当经营面临困难的时候，还款能力恶化，甚至经营不能维系，导致银行小微信贷不良率的风险攀升。我们在调研过程中，尤其是去年底以来的新调研中收到了很多银行的私下反馈，确实现在小微资产的不良开始有很多风险隐患的提升，虽然不一定完全爆发，但是对于整个趋势大家普遍还是比较的悲观。

第二个成本压力来自于大行的挤压。国有行在整个银行普惠型小微贷款的规模占比从 29% 上升到 34%，这个规模占比的提升挤压的就是过去中小银行在当地的优质客户资源。大行拥有比较强大的资金优势，规模效应，及网点优势，当需要在地方市场获取更多的小微客户的时候，相对优质的小微客户更容易被大行获取。而这类优质的小微客户在过去大行不那么重视小微客群的时候，都是当地中小行的主要客户来源。这类客户被大行拿走之后，中小行被迫做更多的下沉业务，因为监管会给中小行一些窗口指导和两增考核，所以中小银行还是要做小微，只能进一步下沉。在下沉过程中，一方面下沉的成本会更高，即获取客户的成本更高；另一方面风险更大。因此，在过去的一到两年中随着大行的挤压，整个中小行越来越多陷入到价格竞争。同时，抵御大行挤压也需要一些应对动作，在下沉过程中就面临更多的风险挑战，导致中小行盈利能力恶化，业务难以维系。

在收入冲击层面，大行的挤压和监管的收紧对中小行服务小微的收入造成比较大的冲击。大行挤压过程中随着小微企业中的优质客户占比更小，相应的对中小行的收入会造成一定的影响，同时成本更高，那么对利润也有实质性的影响。

另外，收入的冲击也来自监管。2020 年 7 月份下发的《商业银行互联网贷款管理的暂行办法》，2021 年 2 月下发的《关于进一步规范商业银行互联网贷款业务的通知》等一系列关于互联网贷款的监管，对于中小行来讲最大的影响就是严禁地方法人银行跨地域开展互联网贷款业务。而小微企业，尤其是个人经营贷和微型企业个体工商户的贷款，很多地体现为互联网贷款的业务外溢。所以，商业银行面临的一个是与助贷机构合作出资的整体互联网贷款的余额总量限制，另一个是异地放款的限制，这对商业银行获取异地小微，做大小微盘子形成了很大冲击。尤其是过去与互联网贷款合作比较多的商业银行和中小行，一方面要清存量，另一方面还要做增量，压力会更大。

第二个对于中小行服务小微比较大的监管政策的挑战就是征信管理办法。征信管理办法里面虽然没有明确提“断直连”，但是在去年 4 月 29 号的 13 家互联网平台整改约谈的过程中，央行明确提出了关于“断直连”的要求和时间窗口。这对于一些头部助贷机构，尤其是互联网平台型助贷机构，形成了与银行的合作模式改造上的压力。在这个模式改造的过程中，如果中小行在短期内失去了过去的互联网助贷平台的业务来源和支持，那么对于收入、获客、和风控来讲，都是一个比较大的短期冲击。所以在助贷合作上受到的限制，也造成了中小银行收入的下降。

2. 内部挑战

中小银行服务小微主要有三大内部挑战，即风控、获客和科技。

在风控上，因为中小银行过去传统的优质客户被抢夺，也就是说过去中小银行比较擅长的风控模型和相对当地头部小微的客户筛选、客户识别的模型遭受到了比较大的挑战，这时候如果还拿过去头部小微的风控模型做现在的腰部、肩部甚至尾部的小微，这套模型就可能会失去效力。那么中小银行被迫要开发风险更大的长尾客户，对它的风控能力提出非常高的要求，短期内需要去快速的升级可能已经用了十年甚至更长时间的风控模型，大数据模型，甚至整个业务模式模型，这对中小银行来讲是非常巨大的挑战。从传统意义上讲，中小银行的规模相对更小，数据积累比较少，存量客户提供的金融数据也比较少，那么在转型过程中，中小银行就面临着升级风控模型缺少相应的数据和根基的实际困境。同时，在技术、资金和人才方面，中小行往往更加匮乏。

在获客的难题上，中小银行由于受监管的要求，未来只能是区域性经营，这对于一些小型银行，比如农商行、农信社，由于只能在当地的县域、乡域市场经营，那么就面临大量的获客问题，导致获客受限和空间受限。一旦当地某一个重点行业或者当地的地域经济出现比较大的波动的时候，就会对中小银行在当地的小微信贷质量以及获客产生巨大的影响。

在队伍规模上，虽然中小银行定位是服务本地，但是很多中小银行在当地的网点和人员密度甚至不如农行、邮储这样的大行在当地的布局。网点相对比较少，而物理网点的增加又很难在短期甚至在中长期内快速解决，因为这需要大量的一次性投入成本，所以，当地的队伍规模、网点规模也让中小行在获

客上面临很多现实问题。过去中小银行通过找一些助贷机构合作，可以做相对批量化的线上获客，但现在要求立足本地，怎样才能更精准地实现线上获客；同时，在人员规模和网点数量比不过大行的情况下，怎样才能更精准和高效的线下获客，这些其实都是对中小银行服务小微提出的新挑战。在产品体系方面，大行的小微产品不仅利率低，而且产品线的形态非常丰富，信用类、抵押类、质押类，线下的供应链等所有的产品都有，甚至一些创新产品，都非常符合小微企业尤其是初创型小微企业的精准需求。但是这样的全产品线和产品创新能力，对于中小银行在本地实施难度很大。怎么样立足当地的经济特点，用相对低的成本快速、敏捷开发出适合当地的创新产品，中小行往往缺乏这方面的能力、资源和技术。

在科技上，所有受访的银行在提到数字化和科技的时候，第一反应是没钱，第二反应是没人，这是非常普遍的。资金不足和人才短缺是中小行在数字化转型和科技发展的过程中面临的普遍性关键问题。没有人、没有钱，那么无论是自建还是外包，都面临着有效管理、搭建系统，和完善系统的问题。中小行自身业务体量相对没有那么大，即便是投入了成本，建设起比较完善的科技体系和系统，也往往没有办法充分发挥这个系统真正的完整效力，甚至一定程度上造成科技和 IT 资源的浪费，这是很现实的问题。现在很多银行的系统往往是大而全，可能是花很多钱买了一个这样大而全的系统，但是中小银行在当地的业务不足以让这个大而全的系统的很多功能用得上，这是中小银行在服务小微过程中科技会面临的难题。现实就是要么没人没钱，要么好不容易愿意投入了钱买来系统，但很多功能根本用不上。怎么样能够有更适合中小银行的科技产品，是现在中小银行的共性需求。

六、中小银行服务小微的破局之道

在调研和收集到大量的银行反馈的各种痛点后，我们课题组进行了大量的研讨，然后向银行的专家进行反馈和进一步探讨，最后形成了下面这四个观点。我们认为中小行服务小微要想有效破局，必须要做好科技支撑、精准风控、批量获客和敏捷组织。

第一，科技支撑。中小行对于数字化转型态度上是有共识的，但是会有为难的情绪，认为在资金和人才等方面的客观条件决定了很难做数字化转型。那么无论是监管政府还是股东方要对中小银行有更清晰的路径引导，要给中小银行一些空间和方向。是采取科技外包，还是自主抱团的系统开发，可以做很多有效的探讨。关于抱团开发与大家分享两个案例。一个是农信社体系，现在很多省的农信改革一方面是法人层面的改革，另一方面在科技层面做了一些比较好的尝试。比如，现在很多省联社搭建了银行核心系统，风控中台等，省内的各地市的农商行和农信社统一使用省联社的系统，但本地的农信社在产品获客方面，仍然有比较大的自主权。也就是说，在整个科技中台和后台方面，省联社为整个体系内的地市联社做了很多的科技铺设，这样就在一定程度上形成了体系内的规模效应，这是体系内的一个案例。还有一个是体系外的案例，山东有一个城商行联盟，由十几家城商行构成。联盟为成员行提供核心业务系统，互联网金融系统，外联业务平台和大数据服务等，一定程度上形成了一批城商行的一些共性化科技资源的整合，满足了一些共性化的科技需求。这种抱团取暖在未来中小行科技平台的开发和科技合作中，是一个值得探讨的方向，在行业内可以做进一步的研究和呼吁。

第二，精准风控。如果风控做的不好，小微业务很难持续发展，需要注意以下几个方面。一是要持续完善大数据体系。中小银行的困难在于自身数据不够大，所以需要外部的数据合作，包括接入一些政府的信息数据，包括现在各地政府做的一些政银系统、政银信息系统等，这需要做更广泛的基础设施方面的探讨。二是供应链金融。中小银行可以与当地的龙头企业开展这方面的合作，如果大行已经把当地最头部的龙头企业做进去了，那么中小银行可以考虑当地特色产业的肩部核心企业，可以在产品和风控方面进行合作的探索。三是引入外部的增信方。比如融担公司和信保公司，我们始终认为这是整个小微融资里面非常重要的风险分担和银行合作的机构模式。因为，引入的外部增信方第一是持牌机构，第二是先天做风险分担的，无论是生存的需要还是发展的需要，都是发自内心必须把风控做好，并且愿意投入资源。还有，过去这几年信保行业的出清和融担，经历了大起大落，现在在市场上还能够生存的融担公司和信保公司，在整体风控能力和可持续发展能力上是能够满足中小银行的合作需求。我们认为外部增信方在风控上可以给到中小银行更大支持。

第三，批量获客。一是所有的批量获客的背后都是要有数据化的支撑，哪怕是线下的人海战，也需要有强大的数字化赋能，来帮助人海战变得更有效率。如果线下是用人海战，不是说不可以，但需要做很多升级。比如，我们认为要实现网格化的经营，因为网格化的经营往往能够更好地建立当地的这一批客户经理与当地区域内小微企业的可持续经营的关系，而这个关系里面无论对于风控，再贷，还是转介绍获客都是相对更低成本的方式，是一个基础设施。所以我们认为网格化的营销会是未来小微批量获客的主要模式，认为这个相比线上获客，可能相对在中国更具有操作性。二是在场景和渠道获客方面，需要进一步探索更多的场景和渠道方式。供应链获客在此不展开了。我们认为提高人均管客效能是中小银行未来要在内部管理上出效益的很重要的方向，很多中小银行其实在内部管理上将对公业务和小微业务分得不是那么清楚，还有的银行把小微业务和个人信贷、信用卡销售放在一起。我们认为小微信贷具有较强的独特性，虽然具备一些零售性的特征，但是具有千人千面、千户千面的特点，不具有批量化、平台化能够百分之百解决的特点。所以在人均管客上，对内部客户经理的管理、考核、绩效导向上，中小银行还是要做一些更完善的安排，这是提高效能的一个重要方式。

第四，敏捷组织。敏捷组织需要技术和能力的提升，需要辅以组织的转型。现在很多中小银行内部组织架构的设置还是非常传统的，科技部门作为一个独立的部门与业务部门之间的联动非常少，风控部门和业务部门更是老死不相往来。在调研过程中就出现了两个部门之间当着调研团的面都在打嘴巴官司。我们认为如果小微企业要发展，可以参照大行做普惠金融事业部的逻辑，中小银行可以做一些借鉴。比如，不一定成立像大行那么大的机构，但是可以有小微的专研中心，有一些敏捷产品研发团队，给小微专研中心做更加下沉的架构上的连接。在这个过程中，市场的反馈，让销售、风控、产品研发和科技能够在小微业务应对上更加敏捷，形成合力。我们认为在小微敏捷组织的改造上，对于中小银行来讲是未来可以探索的点。伴随组织的优化，内部小微业务的决策可以做一些优化，决策链条越短整个小微业务的经营就会更敏捷，当然这是建立在非常严密的绩效考核导向基础上的。决策链条其实是更加敏捷，借

助更多的数字化，借助更多的敏捷反馈，来支持小微的更市场化的发展，尤其是中小行在当地更接地气的营销、风控和产品的研发。

最后特别鸣谢一下几位配合我们这次报告撰写的老师，他们在整个理论框架的深度讨论，案例的调研，甚至是最后撰写方面都给予了一定的支持。本课题的研究以上海金融与发展实验室为主，但是这几位银行界的老师也给予了我们很大的支持，包括建行的何老师，中国人民银行铜川市中心支行陈老师，内蒙古银行的杨老师，以及中国农业银行的程老师都给了我们非常多的启发、帮助和支持，在此对四位老师表示特别的感谢。最后，感谢各位老师的倾听，希望大家多提宝贵意见，未来能够有机会就这个话题展开更多的探讨。

郭田勇：中央财经大学、中国银行业研究中心主任

非常高兴今天能够参加上海金融与发展实验室关于中小银行服务小微的报告发布。

我刚才仔细听了报告，首先，我觉得这个报告写得非常好，程瑞研究员介绍的也好，思路很清晰，让我对近两年中小银行服务小微有了更新更深入的认识和了解。第二，报告对中小银行在服务小微中面临的问题和困难，总结得非常到位。包括宏观上疫情的原因，大行下沉挤压方面的原因，以及监管政策方面的原因，总结得很到位，分析得也很细。第三，对下一步中小银行怎么样继续服务好小微，提了几个方面的建议，要克服几个方面的短板，包括如何获客，如何进行网格化的营销等等，这些建议提得很到位。这是一篇水平很高，很优秀的研究报告。我对上海金融与发展实验室在曾主任的率领下又取得了一项很优秀的成果，表示祝贺。

我围绕报告所听、所思、所想，谈点自己的感受。**第一**，中小银行是服务小微企业的主力军，这个主力军的地位下一步不会弱化，还要继续加强。虽然刚才讲受到一些冲击，疫情、大行下沉等让中小银行面临压力，但是我们展望未来，我们知道其实中小银行主要是指城商行和农商行，当然也包括新成立的几家民营银行，但主体是城商行和农商行。从这些银行前期经营来看，像城商行，地方政府经常在里面有股份，而且城商行的干部也由地方政府来管。从城商行的投放来看，与地方政府的结合有业务优势，比如说获得一些地方政府的优质项目，以及政府注入一些资源等，前期这些业务比较多。还有从大的客户来看，是做房地产类的企业比较多。城商行虽然是重点服务小微，但是从前些年经营来看，中小微客户一定是占比最大的主体，但是中小微不是赚钱最多的主体，大量的经营收入来源于一个是政府的项目，另一个是一些大型企业，特别是一些房地产类的企业的贡献非常大。从现在国家的经济发展来看，地方政府虽然说今年考虑进行新基建，地方政府要进行投入，但未来增量也是很有限的。李克强总理两会记者招待会上讲，施肥要施到根上，未来中国怎么来扩大内需提了三种建议，第一个是大规模的基建；第二是给居民发消费券；第三给企业减税让利。李克强总理说仔细分析和论证以后，觉得第三种是最好的，所以政府致力于给企业，主要是中小微企业减税让利，这是政府财政的主要投向，并没有把大规模基建放在第一位。

从下一步来看，地方银行当然跟地方政府要继续有合作，毕竟存款还是比较多的，而且成本比较低。但是继续把钱投到地方政府项目上后，未来能否商业可持续还存在问题。我们在西部一个省看到，地方项目连银行贷款利息都还不上。从银行来看，本金期限长还不到期，回不回来以后再说，但如果利息不到，当年的营业收入就没有了。最后领导给各个地市开会协调还商业银行的利息。扩大基建不能说完全没有，但模式要转换，而且相对前几年不会增大。

房地产调控使得民营房地产企业压力很大，甚至有一种判断，未来房地产业跟城市交通、城市自来水一样，可能会变成一个公共产品行业，由政府主导和介入，利非常薄，这样就真正达到住而不炒，居有所屋。前期的银行投向很大的一块是房地产行业，但未来很难成为投放重点。因此，未来中小银行做什么呢？优势领域还是得支持中小微企业。以前总说中小银行为什么要支持中小微，因为中小银行本身就是银行中的中小企业，金融企业和实体企业有一个耦合关系。在服务客户中，银行规模越小，规模小的这些企业客户占比就越高，这就是一个耦合关系。从现在宏观形势来看，这一点仍然要坚定，未来中小银行可能在服务中小微企业方面，量不但不会减少，反而要增大，所以无论有困难还是没有困难未来都得上。

第二，报告也谈到了，中小银行服务小微企业确实有困难，但我们要克服这些困难。我们首先要承认这个困难跟宏观经济环境、宏观政策是有一定关系的，但是打铁还需自身硬。在外部环境变化的情况下，从银行的禀赋和内在条件来看，各家银行一定存在差异性。作为一家中小银行，一定要练好自己的内功，无论外面怎么变化，与同行相比，做成服务中小微企业能力更强的一家银行。希望中小银行要提高自己的业务能力，汲取同行的经验，也要多听外部专家的建议，来提高服务中小微企业的能力。当然在当前情况下，一定要线上和线下业务相结合。刚才报告中讲到了台州模式，以前我也调研过，它作为一种线下的模式，它的一套风控体系，一套很接地气的管理办法，确实跟中国特色企业经营体系结合得比较紧。线下的这块要继续坚持，包括采取社区银行的方式，及通过综合利用信息，对客户风险的判断。一个小商业银行的服务能力很多都要靠自己不断的探索。我曾经到一家商业银行，一个小微客户经理与我谈经验，她说给小微企业放贷前，早晨七八点会给老板打电话，如果他连着三天都接电话，说明这是一个早睡早起的人，晚上的夜生活可能不太多。作为企业主，每天经营企业起的早，说明是一个很敬业的人，将身心都投入到企业中了。如果每天都中午才起来，晚上夜生活太多，那就不太放心了。我仅仅举了一个例子，意在说明银行要通过各个方面，去提高风控能力和辨识力。

第三，线上业务也很重要，必须高度重视。但是由于科技投入大，中小银行的确存在规模不经济的问题。因此中小银行未来可以跟第三方机构多合作，来提高金融科技水平。比如说通过外包，让一些大行或者说通过一些大的互联网平台，让他们来帮助做一些系统，这方面的合作还是有空间的。各个中小银行还要去思考，怎么在现有的监管政策下，找到一些好的方式。商业银行练内功，提高自己服务中小企业的水平。

第四，国家也要给中小银行创造更好地服务小微的环境。昨天国务院金融稳定委员会上，刘鹤副总理讲，未来要审慎出台紧缩性的、收缩性的政策。有时候各个部门出台政策站在自己这个角度都是对的，

比如三条红线政策，断网政策，不允许跨区政策，环评政策，和双碳等。这些政策都是为国家好，但是集中在某一个点出的政策都是针对企业和银行的，各类好的政策叠加在一块，可能容易形成合成谬误，合到一块不一定好了。从政府角度来看，要继续做好这件事情，下一步是非常重要的。中央经济工作会议判断预期转弱，但不能让这些民营企业和中小微企业的预期进一步转弱。因为如果他们预期转弱的话，中小银行也会转弱，那真就形成一种哀莫大于心死，或者覆水难收的状态了。当都转弱时，最后形成一种恶性循环，是很麻烦的。下一步从宏观经济政策上还是要推动企业信心的回升，避免出台一些收缩性的政策，这对于改善中小微企业的经营环境，进而改善中小银行服务中小微企业的环境是非常重要的。

第五，关于监管政策。中小银行主要是以服务中小微企业为主，要给它提供更多的资本补充渠道，相对大型银行在监管政策上可以松一些。巴塞尔协议的三大支柱，其中有一个支柱外部监管，就是监管机构可以根据国家的情况灵活制定政策。比如，中小银行给中小微企业放贷款，就可以降低风险权重，为了支持中小微，在监管上也可以调整。在资本金管理上，其实也可以根据中小微企业做的量，对中小银行把资本充足的门槛进行调整。巴塞尔协议关于资本充足率的规定是 8%，但 8%也是在没有大数据，没有精准测算的情况下规定的。如果现在监管机构对各家银行的情况进行精准分析，各家银行的经营情况不一样，对资本充足率也可以呈现差异化的要求，不一定都守同一条线。中小微企业做得越好，那对资本金要求就降低，正面引导中小企业去服务小微企业。当前情况下，确实要让中小银行练好内功，有关方面给中小银行创造一个更好的政策环境和监管环境，这一点非常重要。

董希淼：招联金融首席研究员、复旦大学金融研究院兼职研究员

我认为，《中小银行服务小微的挑战与破局之道》是一份好报告。我们对小微企业金融服务的研究和探讨已经非常多，而这份报告聚焦中小银行如何做好小微金融，而且进一步聚焦普惠小微金融，非常好。总体而言，我认为报告有三个特点，用三个字概括。

第一，实。聚焦在比较细分领域，报告从实践中来，开展了很多调研，对中小银行做了面对面的访谈。从事实务工作的朋友们会发现报告发现的问题很实，提出的措施也很实。比如，报告提出的网格化营销等等，非常具体，对实践工作会有帮助。实是报告的第一大特点，而不是泛泛而谈。这是报告突出的特点，也是它非常大的价值。

第二，新。主要是研究视角新，比如从与保险公司合作谈小微金融服务等等，这些是一般银行研究者比较少关注。还比如，对小微信贷服务模式的总结和概括，提出两个模式即行内自建模式和合作共建模式，也相对比较新。我们可能更多说台州银行线下模式、互联网银行线上模式，还有线上线下结合的模式——更多基于渠道的视角总结服务模式，而报告主要是基于模式的发起主体、合作方式概括，这是比较新的。报告提出破局之道，有些也还是比较新的，比如讲精准风控和敏捷组织。

第三，全。报告比较全面，虽然只有三章，但内容很丰富。对服务小微企业的多层次市场主体，包括商业银行、互联网助贷平台等等，基本能够反映普惠小微金融服务实际的运行情况。而且，对小微金

融供给主体的研究，不仅仅只限于商业银行、金融机构，比较符合现实情况。总体来说报告具有实、新、全三个特点，是一份好的报告。

下面结合我个人的认识，谈谈对普惠小微金融服务或者说小微金融服务的一些看法，供课题组成员和媒体朋友们参考。我讲五个方面的内容。

第一，关于观念理念的问题。中小企业融资“麦克米伦缺口”是英国 1931 年提出的，小微金融服务是一个世界性难题，没有太大的争议。难在哪里？融资难、融资贵。我们经常把融资难、融资贵放在一起讲，实际上融资难和融资贵是两个问题。我个人认为先要破解融资难的问题，然后融资贵的问题交由市场慢慢解决。而且，从理论上说，融资难的问题如果真正得到很好的解决，融资贵的问题自然也会解决。因为如果供给非常充分，价格自然会下来，这是简单的经济学原理。目前情况下，强调解决融资贵的问题是有意义的，但是重点还是要放在破解融资难这个问题上，通过鼓励多层次市场主体加大对小微金融特别是普惠小微金融的供给，把“难”的问题逐步缓解了，然后推动融资成本逐步下降。我们经常说小微金融服务“最后一公里”的问题。我之前提出一个观点，我们要先解决“最先一公里”的问题，要让更多的小微企业包括个体工商户，能够从正规金融机构里面获得信贷服务。如果“最先一公里”问题解决好，有助于推动信贷可得性上升、融资成本下降，所以说“最先一公里”比“最后一公里”问题重要。我们在报道银行小微金融服务的时候，能不能更关注供给的情况，不要太纠结于它的价格，不纠结于贷款利率的问题。

第二，关于供需主体的问题。一个是供给主体，报告中研究得比较全面，是多层次的市场主体，我非常赞同。但是我觉得还有几类供给的主体需要进一步关注。比如民营银行和直销银行，这一类以互联网模式为主的银行，在小微金融服务上特别是普惠小微金融服务上，做了不少的工作。对民营银行，当然它也是商业银行的一种，还可以进一步研究。比如微众银行，很多人关注它的“微粒贷”，现在它的“微业贷”做得也很大。还有直销银行，包括百信银行和接下来要开业的邮惠万家银行，以后以什么样的模式介入“三农”和小微金融这个领域，还是挺值得关注的。此外，还有一类主体是村镇银行，全国有 1600 多家，尽管发展总体情况比较一般，但也是小微金融服务供给比较重要的主体，也是可以服务和合作的对象。

从需求主体来说，建议细化对两类主体的研究。一类是个体工商户。报告讲到了 1.5 万亿的市场主体，真正的小微企业，作为企业法人的 4400 万左右，超过 1 个亿是个体工商户。现在从数据看，作为企业法人的小微企业金融服务相对还可以。但是对个体工商户服务，对这类“小微中的小微”，是一个短板中的短板。还有一类是新市民。3 月 4 号银保监会和央行发了一个文件，关于加强对新市民的金融服务。新市民中包括一些个体工商户，也包括一些小微企业主，这两类其实有交叉。个体工商户和新市民这两类我觉得可以进一步拓展，或者更深化对他们的研究，包括产品与服务如何精准匹配。

第三，关于生态体系的问题。大型银行过度下沉的问题，我在 2019 年就写了文章，大型银行过度下沉的确带来很大的问题，主要是“掐尖现象”和“挤出效应”。这个问题怎么解决？我们要鼓励大行解决“最先一公里”问题，即提高“首贷户”比例。建议监管部门对大型银行和股份制银行的小微金融服务考核，

主要考核“首贷户”。在小小微金融服务监管考核中，“首贷户”比例有 4 分的考核权重，这个权重应该提高。这可能是解决大型银行过度下沉产生问题的一个办法。还有保险公司服务的问题。去年 8 月份随同肖钢主席到安徽调研，发现农业保险对县域的小微企业、农户有非常重要的作用，农业保险在乡村振兴金融服务中是很值得重视的。此外，还要引入更多的市场主体提供多元化的服务，不仅仅是信贷服务，甚至可以引入一些第三方帮助小微企业做点金融之外的事情。比如说小微企业财务报表不规范，那么能否提供一些财务上的服务？这些费金融服务也是小微企业所需要的。

第四，关于科技赋能的问题。报告突出的亮点，非常强调科技赋能，我非常赞同。尽管台州银行模式主要是线下的，但小微企业乃至整个零售金融服务以后肯定是以线上服务为主，建行“惠懂你”APP，微众银行的“微业贷”等等，都是线上模式，线上肯定是主流。对于小银行来说，受限资金、技术、人才等限制，通过加强合作，共研共享科技系统、软件开发，可能是必要的。但像山东城商行联盟那样的持牌机构，全国仅此一家。行业协会、监管部门可以推动共建科技方面的共同开发、共同享有的平台。比如说搭建云计算行业公用平台，降低中小银行科技研发成本。还可以鼓励有能力的中小银行，以市场化的方式共建科技研发联盟。在新一轮农村信用卡改革中，不少省联社把成立科技子公司作为一项重要工作，我觉得非常好。但是大多数农商行、农信社的核心系统在省联社，怎么满足小微企业个性化、高频率的需求？省联社在建设系统的时候，往往比较注意系统的统一性，下一步还要注重平台的开放性，努力满足农商行、农信社的多样化需求。

第五，关于模式创新的问题。报告里总结了很多模式，我觉得都非常重要，还要更关注互联网银行的模式创新，他们做的部分创新，具有可复制推广的意义。其实台州银行做得很好，但是从全国看复制推广毕竟还不多。互联网模式像“微业贷”等，是民营银行自己探索，可能反而具有更强的可复制性。因此，在模式创新方面还要更关注。近四年来政府工作报告都反复提到小微企业：2021 年政府工作报告提了小微企业 16 次，2019 年、2020 年、2022 年都提了 12 次，确实非常重视，力度不减。要进一步支持中小银行，采取措施支持中小银行更好地服务小微企业，政策上还需要加强和改进很多。除差异化的资本充足率监管之外，资本补充渠道还要进一步丰富。比如可以降低门槛，支持中小银行特别是非上市的中小银行发优先股、永续债来补充资本。

此外，还应关注中小银行不良资产处置。中小银行压力很大的是不良资产处置问题。不良资产处置看似跟小微金融服务没有关系，其实关系很大。不少中小银行这方面包袱很重，影响了它服务小微企业的能力。尽管监管部门把小微贷款不良容忍度提高 3 个百分点，但基本没什么用。如果不良资产没有处置，哪怕提高 30 个百分点，还是在中小银行体系内。在拓宽不良资产处置方式方面，有很多工作要做。对相关部门而言，还要加快建设全国性的信用信息共享平台，免费提供给中小银行使用。地方政府天天把服务中小企业挂在嘴边，其实只要地方政府把区域性的信用信息共享平台、大数据平台建好，提供给金融机构使用，就已经完成一半的工作。最后还要把尽职免责落到实处。监管部门现在对银行检查处罚非常严格，给中小银行带来的压力非常大。尽职免责不能停留在口头上，应该采取切实措施打消中小银行顾虑。对银行来说，应该把尽职免责原则传递到基层支行和客户经理。只要不存在非常明显的道德风

险，小微企业产生不良贷款的一般不对客户经理、分支机构进行严厉处罚。这些不落实，不敢贷、不愿贷的局面可能很难改变。

曾刚：上海金融与发展实验室主任

首先感谢各位在线上参加这样一个小型的发布会。这个报告是上海金融与发展实验室一直在做的小微方面的一些研究，目前是我们一个粗浅的研究成果，我们把这次作为一个起步，以后进一步完善，进一步扩展它的范围，加深它的深度，更全面反映中小银行在小微企业服务领域的发展与创新。

这个报告有两个关键词，一个关键词是小微，这个小微的重要性毋庸置疑。近期来看，从去年年末的中央经济工作会议，再到今年的政府工作报告，都专门提到民营经济、小微经济的重要性。对中国经济当下而言，以及未来相当长一段时间，怎么更好服务小微，都是我们金融行业支持实体经济当中一个非常重要的内容，它除了支持企业本身以外，它还支持小微去解决就业问题，保民生，这都是非常重要的内容。第二个关键词是中小银行，我们研究的不是整个小微企业融资，更关注的是中小银行怎么更好地去服务小微。我们之所以关注它，有几方面的原因。一是本身中小银行就是我们服务小微的主力军，过去很长时间都是这样。但是因为随着现在整个竞争环境的变化，以及服务小微的基础条件的变化，中小银行本身也在做很多尝试和创新。二是我们讲中小银行在支持服务小微方面，现在也面临着越来越多的挑战，以前这个市场可能是它专属的，或者至少它的份额是非常高的，但是现在我们知道随着金融科技的发展，以及大行的下沉，现在农村中小金融机构，以及城商行为主体的中小银行面临着越来越多来自其他机构的竞争，而且这种竞争已经造成了比较大的可持续的压力。三是中小银行本身的管理也存在着很多问题，效率也存在着一定的压力，关于中小银行的风险缓解问题也是困扰着整个金融改革当中非常重要的话题。

在这样的背景下，我们怎么更好地发挥中小银行支持服务小微这块领域当中做更深入的探讨，一方面既可以更好发挥中小银行的作用，更好支持小微的发展；另一方面实际上对我们中小银行自身的长期可持续发展也是非常重要的，因为小微企业是中小银行的安身立命之本，如果这块干不好或被人抢走市场的话，中小银行就很难实现长期可持续发展。既对小微很重要，也对中小银行很重要，所以我们为什么聚焦这个话题是基于这样的看法。不管是从国家层面，金融机构层面，还是到小微企业本身层面，都是非常重要的。

今天的研究报告只是一个开始，做的还很粗浅，如果有条件的话，这个报告的研究将持续地深入下去，当然每一年的主题关注的重点可能有所不同，但是我们知道这个领域是一个相当重要的领域。从国家本身的战略，以及中小银行自身的发展角度来讲，这都是一个持久的话题，而且这个内容还会常做常新，里面每一年都有一些新的东西。接着往下做值得关注的几块内容，大概分以下几个方面，这是未来的研究内容也好，政策层面也好，都要去关注的。

第一，完善中小微企业融资的市场生态

所谓市场生态就是竞争环境，以及相关的监管体系。过去几年普惠金融在发展起步的初期，在整个覆盖面不够，量也不够的情况下就先发展了，给了大行很多的任务，给中小银行也很多任务，监管考核上一路推动。很多其他行业都是这么发展的，刚开始放的比较松，鼓励发展，但是在达到一定规模之后，就需要考虑整个生态的可持续性了。比如，之前的互联网金融、金融科技行业，发展到一定阶段必须要进行规范。为了促进快速发展时候的政策，在成熟的时候是不可持续的。当其他领域都在规范时，我个人认为普惠金融领域也面临规范，尤其对小微企业融资也面临着这样的问题。一方面我们还要进一步深入推进，另一方面则到了开始考虑市场规范和可持续发展的阶段。

目前小微企业融资量已经不小了，在全球应该是领先的，而且过去几年的增长速度非常快，尤其是大行的介入，这方面做了重大的贡献，推动了市场的发展。通过适度的竞争和下沉，发挥大行的优势，确实取得了很好的成效。但是下一步要考虑可持续性问题，有这几个方面。

一是要逐步放松对规模的追求。从实践来看，企业本身有没有快速扩张的需求，来支撑我们进一步按照以往那么高的速度继续增长。原来每年大行 30%、40% 的增长速度，因为以前覆盖率低、基数少或许容易达到，但是当覆盖率已经不少的时候，哪里去找这些企业，而且这些企业有没有需求，都是问题。而且有需求的企业，如果给小企业过高的杠杆，也要考虑它的承受能力。对大企业高杠杆所产生的问题和风险我们都已经看到了，小企业如果杠杆过高同样有风险，也会损害中小企业的长期稳定发展。金融是个双刃剑，不光要看好的一面，也要看到可能带来的负面影响。一定要考虑到主体杠杆水平的适当性，不能过高。经过快速发展之后，我们要考虑可持续性的情况下，一味强调规模不是那么重要。

二是优化结构，特别是要进一步下沉服务，加强对未获得充分服务的客户的支持。现有存量客户的竞争过于激烈会产生很多的问题。一方面可能导致小微企业本身的过度负债，因为你给它的钱利息太低了，太容易借到了，它就忘记还钱时候造成的压力。到了新的阶段，监管就要考虑一下生态可持续的问题。一个是总量的增长，应该保持在可持续的范围之内，同时考虑结构性的问题，覆盖新的服务不足，监管考核应更加突出首贷户和信用贷款。

三是价格层面上要考虑价格的可持续性，不能一味的降低。资金是有成本的，中小银行的经营也是有成本的，降低过程当中要考虑效率问题。大行有很多优势，资金成本有优势，声誉上有优势，经营效率上有优势，最大的优势是有补贴的能力，因为大行其他赚钱的业务很多。小微企业信贷占大行的比重其实还是不够高的，其收益更多的还是来自于其他客户。此外，大行在银行牌照以外，还拥有众多的非银行金融牌照，如理财子公司、基金公司、保险公司、信托，AIC 等等有，它可以用别的收入（非利息收入）来补贴小微业务，可能不赚钱，甚至赔钱都可以做。但是对小银行来讲，则没有这样的选择空间，非银行金融业务很难获得资质，主要业务都集中在存贷款，绝大多数收入来自于存贷息差，也没有补贴的能力。在上述这种背景下，我们需要考虑竞争的公平性问题。一个可持续的市场环境至少要考虑规范合理的竞争，从存款到贷款定价要有序开展，不是说竞争不好，竞争肯定是好的，有助于提高效率，但过度竞争或不公平的竞争并不可取。过去一段时间大行的下沉带动普惠金融业务快速发展，但是到了新的阶段，有一些策略要适度考虑，而且这个过程当中要规范竞争的秩序，定价的合理性，价格竞争

的规范性，还有适当的监管上的差异化。因为大行的资质那么多，渠道也很多，你给它的资本充足率监管等等都是合理的。小行的平台很少，融资也有很大的困难，监管标准还是一样的，那竞争恐怕就存在着先天的不足。就好像对马路边卖煎饼果子的摊贩，要求达到的卫生标准和五星级酒店是一样的，表面上看起来是合理的，但是从服务客户的角度来讲，并不公平，因为它的客群和五星级酒店是有差异的。既然在别的行业都可以有差异化，那么在金融行业怎么在监管层面体现出这种差异化，这个很重要，因为它既涉及到小微融资本身可持续性的问题，另一方面也涉及到中小银行长期可持续发展问题。小微业务发展进入全新阶段，在规模之外可能要更多关注它的质量，更要关注中小企业融资的生态的可持续性，以及市场竞争的规范性。这是第一个要考虑的话题，还是可以深入探讨。

第二，中小银行数字化转型与数字普惠金融

不光是小微，所有金融业务的线上化或者数字化，都是不可避免的趋势，是人类历史发展的潮流。这两天我们看到在欧洲正发生的冲突，打仗都是数字化的，打仗的模式和以往也完全不同了，颠覆了我们以往的认知。所有的领域都被现代科技和数字技术彻底改变了，金融层面是高度运用数字的领域，当然是不可避免的。所以我们在这个趋势不可避免的情况下，中小银行怎么实现数字化，这是值得讨论的。我们过去已经研究了好多，但是可能还不够深入。下一步要更深加细化，不同的机构，不同的类型，在不同层面上，我们应该怎么更好帮助这些中小银行，利用数字技术更好发挥小微企业服务，乃至整个银行业自身银行机构的发展问题。小银行和大行的数字化能力，或者路径，肯定是完全不同的，怎么去选择。目前来看我们没有一个特别清晰的路径，或者模式和方法，下一步还要进一步探讨。上海金融与发展实验室之前也做过长三角中小银行数字化转型的白皮书，做过一些案例，那还是起步，还是不够深入。我希望能够持续，因为这本身是一个漫长的过程，持续的跟踪和更深入地去研究。

第三，数字普惠业务的场景、生态创新与监管规范

数字业务改变了传统的小微企业服务模式，对监管形成了挑战，如何在规范的同时继续促进创新的发展，这是监管下一步要考虑的重要课题。中小银行，其实大银行也是一样，现在涉及到好多数字化的业务，很多的模式不光是银行自己做的。传统的做得非常好的台州模式，我个人认为从长远看不会是主流，原因很简单，因为整个经济在数字化，线下的成本很高，线下的数字化迭代速度可能也不够，所以至多是线上线下，但趋势还是往线上走，或者基于数字的方法肯定是主流方式。在这种背景下，银行可能不见得是完全做所有的东西。我们以前研究过，对小微企业的服务可能会被拆解，拆解成不同的环节，可能有不同的主体参与其中，为金融机构提供更好的服务，过去实践当中已经形成了很好的业务模式，在我们报告当中也做了总结。

不可否认的是，新的业务模式给传统的监管框架形成了挑战，也造成了一定的潜在风险，需要进行整改，将其更好地纳入到监管体系之中。当下，整改已在进行中，但是整改路径到底是什么样的，目前仍不是太清晰。一个是助贷业务下一步应该怎么做，实践当中有没有统一的标准，现在好像还不太清楚，我们还要跟踪。一个是征信新规的出台，断直连，但新的机构设立还远未能满足市场需要。特别是个人征信领域，有了新的路径，但是执行路径不清晰，对市场的产生了一些不确定性的影响。这个事情在

昨天（3月16日）金融委会议当中也提到了，这也算是平台经济监管或者管理当中一个重要的组成部分，规范是必不可少的，但整改进度以及透明度需要提升，并要基于市场化、法治化的原则。昨天监管部门讲的很清楚，人民银行也就相关领域做了一些政策上的说明，加快推进整改工作，支持平台经济的进一步发展，提高国际竞争力等等这些说法。下一步看监管层面上相关的政策日益清晰，更好符合实践所需要的生态，既把潜在的风险进行规范管理，同时更好地发挥数字或者合作的生态，在小微企业融资方面，创新方面的作用，这也是下一步要进一步跟踪、研究、细化的。

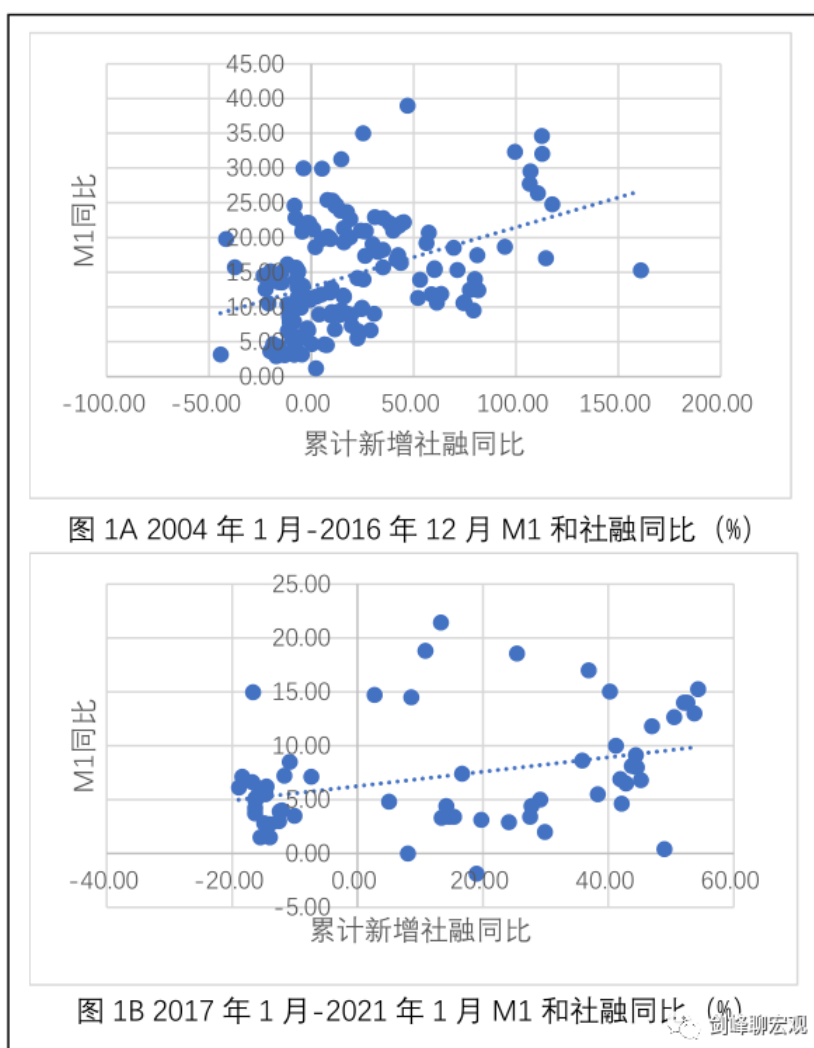
简要地把未来想要重点关注的几个方面进行了总结，希望我们的研究主题更加的全面和深化，希望对行业发展带来更有价值的研究成果。

为什么社融增长带不动 M1?

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

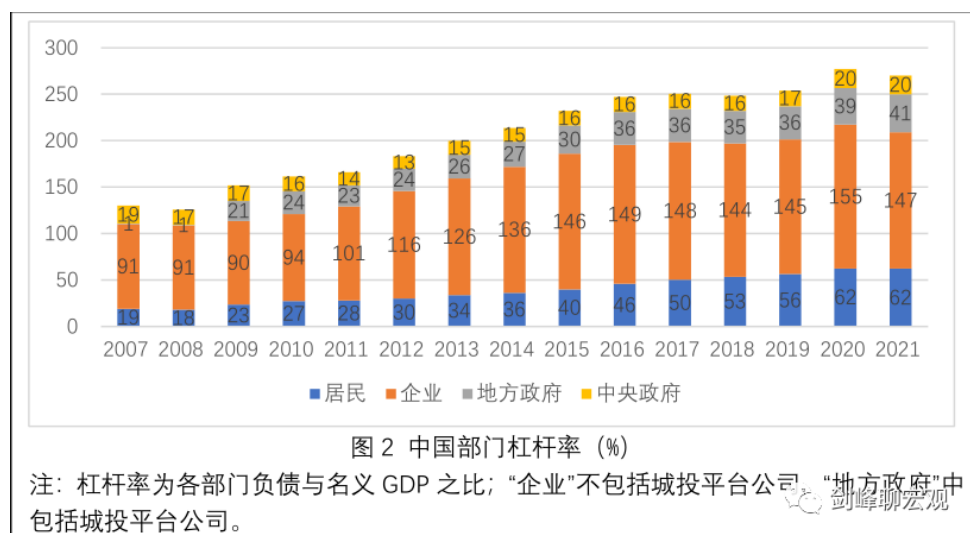
狭义货币 M1 的主要构成是企业活期存款，而企业活期存款只有两个来源：企业负债增加和企业营收增加，因此，M1 就成为反映企业部门和整个经济活跃度的关键指标。1 月份宏观金融数据的一个突出特点是社融大幅反弹与狭义货币 M1 负增长。累计新增社融从去年 3 月到 12 月的负增长变身为 1 月份高达 19% 的正增长，但与此同时，1 月份狭义货币 M1 却录得历史上首次负增长。M1 负增长说明企业部门负债动力依然很弱，同时，企业部门营收还在减少，整个经济依然处于探底的过程。



事实上，社融增长带不动 M1 并非今年 1 月份才发生的新现象，而是 2017 年以来就一直存在（图 1）。将 2004 年以来的数据分为两个时间段，第一个时间段是 2004 年 1 月至 2016 年 12 月，第二个时间段是 2017 年 1 月至 2022 年 1 月。观察两个时间段的数据可以发现，在第一个时间段（图 1A），累计新增社融同比与 M1 同比存在明显的正相关关系，社融增速加快通常对应着 M1 增速加快；在第二个时间段（图 1B），两者的关系明显弱化，2017 年以来社融平均增速超过了 14%，但 M1 平均增速仅为 7%。

社融增长之所以带不动 M1，第一类原因是企业部门一直在去杠杆，企业自身的负债动力很弱。

如果不考虑疫情冲击的影响，2017 年以来中国总体的杠杆率都处于稳中有降的状态（图 2）。刚刚过去的 2021 年更是大幅去杠杆的一年，居民、企业、地方政府和中央政府等四大部门加总的宏观杠杆率为 270%，比 2020 年下降了 7 个百分点，去杠杆的力度为过去十年罕见。在四大部门中，企业部门是去杠杆力度最大的部门。2017 至 2019 年的企业杠杆率水平都低于 2016 年，在 2020 年疫情冲击导致的被动加杠杆之后，2021 年企业部门的去杠杆再次成为宏观杠杆率下降的最主要因素。2021 年企业部门负债增速逐季回落，全年企业部门杠杆率较 2020 年下降了 8 个百分点，已经回落到接近 2015 年的水平。



从社融的结构看，由于企业负债动力弱，占比最大的贷款增速低于整个社融的增速。从 2017 年 1 月至 2022 年 1 月，贷款平均增速只有 11%，比社融平均增速低 3 个百分点。2022 年 1 月份贷款增速下降至不到 10%，比大幅增长的社融增速低 9 个百分点。虽然 1 月份企业债券发行同比增速高达 48%，但企业债券在新增社融中的比重不到 10%，无法抵消贷款增速的下滑。

社融增长之所以带不动 M1，第二类原因是其他部门通过负债来增加支出的动力减弱，从而使得企业营收难以增加。

先看地方政府。2017 年以来，地方政府负债动力同样较弱，并且负债中很大一部分是用于借新还旧，而不是产生新的支出。2017 至 2019 年地方政府杠杆率保持稳定，在 2020 年疫情冲击导致的被动加杠杆之后，2021 年杠杆率上升的幅度下降。在增速明显放缓的同时，地方政府债券中用于借新还旧的部分明显上升。在 2021 年新发行的地方政府债券中，再融资债券的发行占比高达 42%，为历年最高。城投债

券的增量较高，2021 年全年新增 2.4 万亿，较 2020 年增量高出近 6 千亿，但城投债券的增速较往年有所下降，而且，用于借新还旧的比例也很高。

再看居民部门，这是 2017 年以来加杠杆的主要部门。与 2016 年相比，到 2020 年居民部门上升了 16 个百分点。2021 年，居民部门全部负债的增速逐季回落，全年杠杆率基本维持在 2020 年的水平——这是 2008 年以来居民部门首次停止加杠杆。从居民部门负债的工具结构看，由于对小微贷款的鼓励政策，各季度经营贷款的增速基本保持稳定，全年中长期经营贷款和短期经营贷款的同比增速分别为 19.8% 和 18.4%，大幅高于消费贷款增速。各季度中长期消费贷款和短期消费贷款的增速逐季回落，至年底分别为 11.6% 和 6.6%。

居民部门停止加杠杆的首要原因当然是房地产政策的紧缩，这使得中长期消费贷款增速下降。但是，短期消费贷款增速的更快下滑则反映了居民收入和就业压力上升。2021 和 2020 两年城镇居民收入平均收入增速仅为 5.8%，较 2019 年下降了近 2 个百分点。同时，由于对教培行业、互联网平台、房地产和高耗能企业的严厉整顿，相关从业者、特别是青年群体大量失业。2021 年，16 至 24 岁、20 至 24 岁两个群体的青年失业率分别高达 14% 和 20%，农民工就业数量的增速仅为 0.3%。在收入下滑和失业增加的情况下，2021 和 2020 两年社会消费品零售总额的平均增速不到 4%，低于 2019 年的 6%。

后续 M1 能否尽快见底回升，其一是取决于政府部门负债能否继续保持增长，并且负债中用于新增支出、而不是借新还旧的比重能否上升，其二当然是取决于企业部门负债动力能否增强。我们已经看到，企业部门负债动力弱不是短期现象，而是 2017 年就一直存在，这种现象的背后是宏观上的资本边际报酬过低。

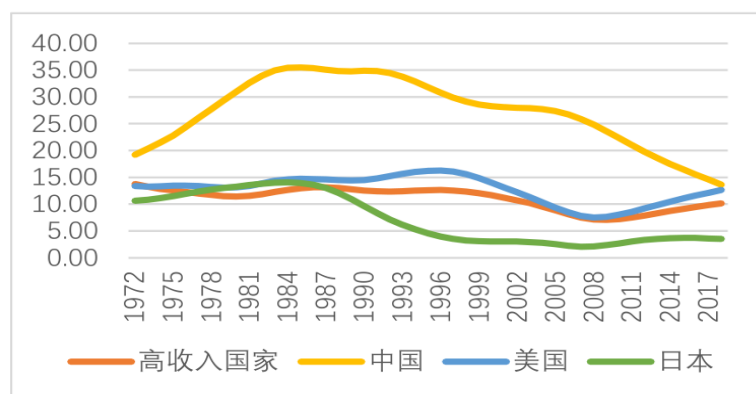


图 3 主要国家资本边际报酬 (%) 剑峰聊宏观

采用多种方法计算表明，随着人口和劳动力增速的持续下滑，中国的资本边际报酬近些年快速下降。在最好的情况下，中国的资本边际报酬已经下滑到大体相当于美国的水平（图 3）；在最坏的情况下，更是接近发达国家中表现最差的日本。然而，在资本边际报酬大幅下降的同时，中国的名义利率和真实利率比其他国家高很多。以中美十年期国债收益率为例，中国的名义收益率比美国高 2 个百分点左右，由于中国的 CPI 只有 0.9%，美国高达 7%，中国的真实利率为正的 2% 左右，美国真实利率为负值。日本虽然也是 CPI 通缩，但其长期优惠贷款利率自 2016 年以来就仅为不到 1%。

总之，企业负债动力弱，归根到底是因为宏观上的投资回报太低，利率太高，因而降准已经没有用处。归根到底，经济起底回升一看财政支出，二看央行能否大幅降息。

（内容来源：剑峰聊宏观）

2022：站稳新周期的起点

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

虎年大年初一中国足球队居然输给了越南队，这份“大礼”似乎就是某种暗喻。春节之后，在突如其来的俄乌冲突、奥密克戎病毒的大爆发和美联储加息预期等三大外部冲击下，A股大幅回落。一切似乎是糟糕透顶。但现在看来，最坏时刻即将过去。春季将是全年经济的底部，2022年则有望成为新一轮周期的起点。

1、二月数据盘点：料峭之中显春意

二月份数据表明，虽然依然是春寒料峭，但春意已显。从各项数据对比看，基本能够相互印证。一个明显的特点是，负债的主力军正在从居民部门转向企业部门，拉动经济的动力正在从房地产转向消费、尤其是制造业投资。

二月份主要数据存在如下三个特点：

第一，贷款负增长，但M1恢复正增长。2月份人民币贷款累计同比增速从1月份的9.97%大幅回落到-1.01%，而M1却从1月份的-1.90%大幅上升到2月份的4.70%。贷款负增长、M1却正增长的背后是贷款的结构发生了变化：主要受房地产政策影响，居民中长期贷款累计同比增速从去年初持续回落，至今年1、2月份变成大幅度的负增长（1月份、2月份分别为-21.42%和-48.64%）；相反，非金融企业贷款同比增速从去年的负增长转变为今年1、2月份大幅度的正增长（1月份、2月份分别为31.76%和22.67%）。所以，非金融企业贷款的正增长与M1由负转正相互印证。

第二，房地产销售大幅负增长，但消费正增长。2月份全国房地产销售额同比增长为-19.28%，而社会消费品零售总额同比反弹至6.7%。在全国房地产销售额负增长的背后，房地产市场延续了区域分化的特点，北京、上海、浙江、江苏等省市的房地产销售额在去年12月份还能维持两位数的增长。以北京为例，截止去年12月房地产销售额同比增速高达22.69%。从房产中介的报告看，主要受改善型需求的推动，海淀、东城、朝阳等主城区二手房在去年都有显著涨幅，海淀二手房涨幅更是高达两位数。消费方面，虽然社零增速依然低于疫情前平均10%左右的水平，但从去年以来呈现逐渐上升的态势。现在看来，消费上升的势头几乎完全取决于疫情。

第三，房地产实际投资负增长，但制造业投资大幅正增长。2月份房地产投资回落至3.7%，从大幅负增长的土地购置面积（-42.3%）和新开工面积（-12.2%）看，扣除价格因素后的实际房地产投资肯定是负增长。与此同时，制造业投资的增速从去年4季度的14%大幅上升到1月份、2月份的21%。制造业投资的反弹与非金融企业贷款的反弹相互印证，虽然两者都有基数效应的因素（去年1至2月份增速较低、甚至是负增长），但保持着向上的趋势。

2、三大外部冲击：最坏时刻即将过去

就三大外部冲击而言，美联储加息和俄乌冲突产生的冲击已经大幅减弱，新冠疫情也大概率会逐步消停，但由于目前疫情集中在我国周边，疫情防控措施可能会继续拖累服务业、居民就业和消费。

首先看美联储加息的冲击。去年下半年以来，市场普遍担心美联储将会展现出强硬的“鹰派”色彩，在今年3月份首次加息50个bp。随着美联储前日宣布加息25个bp，这一冲击的“靴子”已经落地，美股大涨。目前市场预期美联储后续还将加息6次左右，每次25个bp。但这一预期是建立在当前美国高通胀和低失业率的基础上——这一基础在未来可能会发生变化。

就通胀来说，除了疫情后超宽松财政货币政策导致的总需求上升之外，还同疫情对供应链冲击、俄乌冲突等两大供给侧因素有关。如果疫情缓解，俄乌冲突缓解，供给侧的通胀因素可能会较快消失。就低失业率及其导致的工资上涨而言，市场往往忽略了低失业率背后的另一个重要因素——低劳动参与率。疫情爆发后，美国劳动参与率就从69%以上的水平不断下跌，2022年1月份的劳动参与率依然比2020年前的水平低1.3个百分点。随着疫情缓解，劳动参与率将逐步提高，这将增加劳动力的供给，缓解工资上涨造成的通胀压力。

此外，更加需要注意的是，美国的房市和股市都达到了历史峰值，高企的房市和股市是美国经济左右两只脚上的两个“阿克琉斯之踵”。2008年危机的殷鉴不远，美联储不可能不顾及。总之，美联储未来加息的次数和幅度大概率不会超过目前市场的预期，美联储“鹰派”色彩的峰值已经过去。

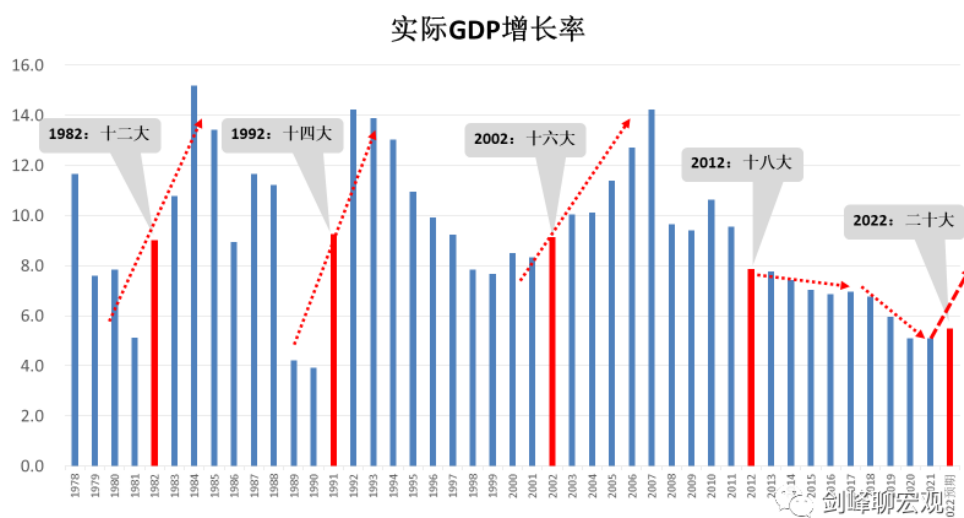
其次看疫情的冲击。2020年全球新冠疫情演化迄今，在今年1月份已经达到第四波峰值。1月份之后，全球新增病例数已经从每天380万例下降到3月份的每天175万例。同时，新增病例的死亡率也大幅度下降，目前已经接近于大号流感的水平——这是部分欧美国家放松疫情控制的主要原因。按照目前疫情演化的态势，今年夏天应该达到低谷。同时，随着新冠药物研发的加快，疫情在今年下半年结束的概率应该较大。当然，近期存在的一个问题是，这波疫情感染的区域已经从以欧美为主转到了中国周边，例如韩国和越南每天新增已经分别高达62万和27万例。

最后看俄乌冲突。俄乌两国经济占全球的比重很小，因此，两国冲突主要冲击的是全球能源和金融市场。自2月24日冲突爆发以来，全球油价和黄金价格暴涨。但是，在3月8号油价和黄金价格都已经达到顶点，此后掉头往下，目前已经接近回到冲突刚刚爆发时的水平。油价和黄金价格的变化说明全球金融市场已经消化吸收了冲突的影响，并且预示着这场冲突将会在不久得以平息。从发起这场冲突的俄罗斯看，最好的结果当然是让乌克兰俯首称臣，但最坏的结果是变成持久战——当年强大的苏联都被阿富汗的持久战给拖垮了，今日的俄罗斯肯定没有实力、也没有意愿跟整个西方对抗。所以，在相持不下的情况下，做出某些让步以达成撤军协议应该是一个概率很大的选项。从全球经济的角度看，无论俄乌双方哪方占优，达成协议也都是最佳选项。

3、将视野拉长：十年一周期

在刚刚召开的国务院金融稳定委员会上，刘鹤副总理再次强调，要坚持以经济建设为中心，切实振作一季度经济，货币政策要主动应对。结合前面的分析表明，从短期数据、外部冲击演化和国内政策看，

1 季度都应该是经济企稳回升的起点。事实上，如果将视野进一步拉长，2022 年很可能是新一轮周期的起点。



观察改革开放以来中国经济的波动，基本呈现十年一周期的特点，而每次周期的上扬都源于党的重要会议的召开（上图）：第一，1982 年十二大，这是改革开放后第一次大会，确立了邓小平的领导地位，开启全面的经济建设；第二，1992 年十四大，确定了社会主义市场经济的发展方向，随后的十四届三中全会实施了全面的经济、金融、财政改革；第三，2002 年十六大，新的领导团体产生，加入世贸组织后中国融入全球化的进程；第四，2012 年十八大，确定了市场发挥决定作用、更好发挥政府作用的改革方向。十八大后，尽管受“三期叠加”等多种因素影响，但实际 GDP 增长率依然能够维持在 7% 左右的高水平。在经济规模接近百万亿人民币的背景下，历史上还没有哪个国家能够像中国这样保持在如此高的增速。

十八大以来历次中央经济工作会议

年份	基本判断	总体要求	主要任务
2012	稳中有进	稳中求进	宏观调控、农业、产业结构、城镇化、民生、改革开放
2013	稳中有进、稳中向好	稳中求进	粮食安全、产业结构、债务风险、区域协调、民生、对外开放
2014	稳步发展	稳中求进	稳增长、新增长点、农业、经济空间格局、民生
2015	稳中有进、稳中有好	稳中求进、“三去一降一补”	产能过剩、降成本、房地产库存、有效供给、金融风险
2016	缓中趋稳、稳中向好	稳中求进、供给侧结构性改革、“三去一降一补”	“三去一降一补”、农业供给侧、实体经济、房地产
2017	总结十八大以来取得的历史性成就	稳中求进、供给侧结构性改革	供给侧结构性改革、市场主体活力、乡村振兴、区域协调、全面开放、民生、住房制度、生态文明
2018	宏观调控目标较好完成，稳妥应对中美经贸摩擦	稳中求进、供给侧结构性改革“六稳”	制造业、国内市场、乡村振兴、区域协调、经济体制改革、全方位对外开放、民生
2019	金融风险有效防控，改革继续深化，人民群众获得感、幸福感、安全感提升	稳中求进、供给侧结构性改革“六稳”	新发展理念、三大攻坚战、民生、积极的财政政策和稳健的货币政策、高质量发展、经济体制改革
2020	总结十三五成就，指出形式复杂严峻	稳中求进、供给侧结构性改革“六稳”、“六保”	国家战略科技力量、产业链供应链自主可控、内需战略基点、改革开放、种子和耕地问题、反垄断和防止资本无序扩张、大城市住房、碳达峰碳中和
2021	需求收缩、供给冲击、预期转弱	坚持以经济建设为中心是党的基本路线的要求，稳字当头，稳中求进	宏观政策、微观政策、结构政策、科技政策、改革开放政策、区域政策、社会政策

今年政府工作报告将 2022 年经济目标设定为 5.5%，这大幅度超出了市场预期——例如，IMF 在今年 1 月份的经济展望报告中预测中国 2022 年 GDP 增速仅为 4.8%。实际上，5.5% 的目标在 2021 年中央

经济工作会议之后就已经确定。每年 12 月份召开的中央经济工作会议是党对来年经济工作定基调的会议，2021 年的会议与十八大以来历次会议存在三个根本差异（上表）：第一，从对经济形势的判断看，以往都是以“稳中有进”的表述或者以总结成绩为主，而 2021 年会议对形势的判断充满忧患意识，即需求收缩、供给冲击、预期转弱；第二，从工作总体要求看，2017 年前是“稳中求进”，2017 年开始强调供给侧结构性改革，而 2021 年会议时隔几十年时间再次提出要以经济建设为中心；第三，从主要任务看，以往都是零零总总的各项任务，2021 年会议则全是力求稳经济基本盘的各种政策。

总之，就今年经济而言，我们应该保持足够的乐观；就更长远的周期而言，尽管未来内外部环境会迥异于以往，但 2022 年将成为一个新的发展起点。刚刚，北京下了一场开春后的大雪。瑞雪兆丰年！

（内容来源：剑峰聊宏观）

夯实信用基础设施，赋能银行机构支持实体经济

曾刚 上海金融与发展实验室 主任

近日，国家发改委办公厅、银保监会办公厅发布了《关于加强信用信息共享应用推进融资信用服务平台网络建设的通知》（发改办财金〔2022〕299号）（以下简称《通知》）。《通知》贯彻落实此前《国务院办公厅关于印发加强信用信息共享应用促进中小微企业融资实施方案的通知》（国办发〔2021〕52号）（以下简称《实施方案》）中提出的“依托已建成的全国中小企业融资综合信用服务平台，横向联通国家企业信用信息公示系统和有关行业领域信息系统，纵向对接地方各级融资信用服务平台，构建全国一体化融资信用服务平台网络”这一要求，从“建立健全融资信用服务平台网络”“加快推进涉企信用信息归集共享”“着力提升融资信用服务平台服务质量”“切实加强信息安全和主体权益保护”“强化政策支持”“加强工作通报”六方面，进一步明确融资信用服务平台网络建设中各主体的职责和要求。

作为重要的市场主体，中小微企业是稳增长、促就业、保民生的重要力量。近年来，金融供给侧结构性改革深入推进，社会信用体系不断完善，有效促进了中小微企业融资。但受银企信息不对称等因素制约，中小微企业贷款可得性不高、信用贷款占比偏低等问题仍然存在。日前中共中央办公厅、国务院办公厅印发的《关于推进社会信用体系建设高质量发展促进形成新发展格局的意见》中，提出“以坚实的信用基础促进金融服务实体经济”“创新信用融资服务和产品，发展普惠金融，扩大信用贷款规模，解决中小微企业和个体工商户融资难题，加强公共信用信息同金融信息共享整合”。在此背景下，加强信用信息共享，深化信用信息开发利用，能够有效提升银行等金融机构服务中小微企业的能力，提高中小微企业贷款可得性，有效降低融资成本，同时有利于充分发挥信用体系建设对普惠金融的支持作用，助力我国普惠金融发展再上新台阶。

一、有助于缓解信息不对称难题，提升金融机构服务中小微企业能力

信息不对称问题一直以来都是制约普惠金融发展的重要因素。对于普惠金融的发展而言，有效识别客户风险、对客户进行风险定价是其发展前提。考虑到普惠金融服务的客户通常是缺乏抵质押物的小微企业和“三农”群体，信用贷款是其获取信贷服务的主要方式，因此，客户信用信息的获取，对于金融机构而言至关重要，可以说是金融机构进行风险定价的基础和核心。而对于中小微企业、新型农业经营主体等普惠金融的重点服务对象而言，其信息较为零散，分散在不同的主管部门或信息系统，商业银行通常很难跨部门、跨区域实现对这类群体信用信息的调用。特别对于一些中小金融机构，其作为普惠金融主力军，在信用信息获取方面更显乏力。因此一个具有公信力的公共信用信息服务平台就显得非常重要，融资信用服务平台作为重要的普惠金融基础设施，能够有效缓解信息不对称难题。《通知》要求，“加快与有关部门系统对接，实现‘总对总’信息的机制化、高质量共享，并及时与地方共享。各省级

社会信用体系建设牵头部门、各银保监局要积极统筹协调辖区内资源，高标准推动地方融资信用服务平台建设工作，加快实现与全国中小企业融资综合信用服务平台互联互通。各地要依托省级信用信息共享平台建立国家平台省级节点，充分发挥信用信息‘上传下达’枢纽作用”。

此外，融资信用服务平台网络建设以支持银行等金融机构提升服务中小微企业能力为出发点，《通知》提出“各银保监局及时收集并反映银行服务中小微企业的实际需求，推动各地更加精准、更加全面地归集共享信息，优化数据交换方式，提升信用信息的可用性，为银行提高中小微企业服务能力做好数据支撑”。

二、进一步提高银行获取数据的广度和质量

近年来随着金融科技快速发展，越来越多的银行运用大数据、互联网等科技手段优化业务流程，创新产品和模式，提高风险管理水平，普惠金融的服务质量和效率有了很大的提升。特别是大数据风控技术的应用，可以有效降低银行风控成本，提高征信效率，实现信贷的贷前、贷中、贷后全链条自动化、智能化，提升个人征信的广度和精度，并丰富企业信用体系。但银行在数据驱动的信用风险管理中，对数据的广度、质量有较高的要求，而目前银行掌握的能够反映中小微企业真实经营状况的数据存在维度不多、可用性不强等问题。融资信用服务平台网络建设将银行决策融资需要的纳税、社会保险费、进出口、水电气等 14 大类、37 项信息纳入共享范围，大幅提升了银行可获取数据的完整性。并通过物理归集、系统接口调用、数据核验等多种方式归集各类涉企信用信息，有助于建立信息共享通道，打破“数据壁垒”“信息孤岛”。《通知》要求，“各级社会信用体系建设牵头部门要对照《实施方案》中的信用信息共享清单，推进本辖区内纳税信息、生态环境领域信息、不动产信息、行政强制信息、水电气费缴纳信息和科技研发信息等由地方政府负责的信息归集共享，并由省级节点统一共享至国家平台”。

此外，中小微企业信息标准化程度较低，各数据源的存储、管理、输出标准不一，在数据质量、更新频率、共享方式、授权机制等方面存在较大差异。对此，《通知》强调，“各省级社会信用体系建设牵头部门要着力提升信用信息服务质量，加强数据治理，建立数据质量监测、反馈、修正机制，持续改善数据质量，不断提高数据准确性、完整性、连续性和时效性。接入省级节点的地方平台要依法依规向金融机构充分开放信息，要根据不同数据特点，分类采取授权查询、核验比对等方式与金融机构共享，经企业明确授权允许金融机构查询的，应尽可能提供原始明细数据，便于使用。鼓励省级节点和地方平台与信用服务机构合作，提升数据清洗加工能力，创新开发信用报告、信用评价等标准化产品供金融机构使用。”

三、有效降低银行信用信息合规风险

随着《个人信息保护法》以及“断直连”等一系列法律法规政策的出台，面对来源广泛、形式多样、标准不一的外部数据，如何确保从外部机构所获数据的合法性，数据是否经过“充分授权”，是否存在过度收集行为，这些都直接影响了信用信息支持普惠金融作用的发挥，这也对商业银行数据治理和合规应用等方面提出较高的要求。《通知》提出要“切实加强信息安全和主体权益保护”，对于平台主管部门和建设运营单位，要“强化对银行等接入机构信息管理要求，获取的信息不得用于为企业提供融资支

持以外的活动”；对于银行，要求其在合作处理信息时，“要依据‘最小、必要’原则进行脱敏处理，防范数据泄露风险”。对于未经脱敏处理或信息主体未明确授权的数据，“各级地方平台不得对外提供涉及商业秘密或个人隐私的信息，不得违法传播、泄露、出售有关信用信息”。此外，《通知》还鼓励“各级平台采用联合建模、隐私计算等方式与金融机构深化合作，更好服务金融机构产品研发、信用评估和风险管理，推动扩大中小微企业贷款规模”。

总体来看，融资信用服务平台网络建设为银行发展普惠金融创造良好的外部环境，对银行多维度识别客户和判断风险，持续创新普惠贷款业务，改善中小微企业融资难困境将产生巨大助力，为扎实做好“六稳”工作、全面落实“六保”任务、加快构建新发展格局、推动高质量发展提供有力支撑。

（内容来源：国家发展改革委）

筑牢金融安全网，守住不发生系统性风险底线

曾 刚 上海金融与发展实验室 主任

金融是国家重要的核心竞争力，金融安全是国家安全的重要组成部分。要更好防范化解系统性金融风险，维护国家经济金融安全，筑牢金融安全网是至关重要的工作。

4月6日，央行会同发展改革委、司法部、财政部、银保监会、证监会、外汇局等有关部门起草《中华人民共和国金融稳定法(草案征求意见稿)》（以下简称“金融稳定法”），向社会征求意见。

总体上看，金融稳定法的出台，将为金融稳定保障基金发挥常态化处置功能奠定法律基础。

政府工作报告首提金融稳定保障基金

2022年的《政府工作报告》中首次提出要设立我国金融稳定保障基金。设立金融稳定保障基金是第一次在政府工作报告中被提及。随后，国务院发布《关于落实〈政府工作报告〉重点工作分工的意见》（国发〔2022〕9号），明确提出“9月底前完成金融稳定保障基金筹集相关工作”。

风险处置机制是金融安全网的支柱之一，在实践中，各国由于经济、金融特点不同，风险处置机制的构建也存在差异。不过，由于银行业在多数国家的金融体系中都扮演着重要角色，银行业的风险处置机制（即存款保险制度）是全球范围类最为常见的一类风险保障机制。在金融体系较为复杂、金融市场发达的一些国家，还在行业风险保障机制之外成立了专注于系统性金融机构和金融市场稳定的保障基金。

不管是行业保障机制还是系统性保障机制，其所关注的重点都是在金融机构面临挤兑、破产或者其他风险事件时，通过对储户（或投资人）利益进行保护来稳定市场情绪，避免风险外溢和扩散，减少单一风险上升为系统性风险的可能性，降低财政救援成本。与金融安全网的另外两大支柱（关注单一金融机构稳定的微观审慎监管和关注单一银行流动性的最后贷款人制度）不同，风险保障机制更加关注保护金融消费者、增强储户和市场信心。

实践中，风险保障机制主要通过引入市场机制解决监管困境。一方面，风险保障机制会通过差异化的保费来促使各类主体谨慎采取激进的经营策略，综合考虑安全性、流动性、效益性，寻求盈利性与安全性之间的平衡；另一方面，通过全面介入风险处置过程，构建金融机构的市场化退出机制，以实现经营不善的金融机构有序退出，避免隐性担保可能导致的效率损失和风险积累。由于其运行立足于市场化、法治化基础，风险保障机制在完善金融安全网、提高风险处置效率的同时，还能为金融机构和市场的长期稳健运行提供了有效的激励机制，进而有助于降低系统性风险的隐患。

我国风险处置机制建设的实践

在此次金融稳定保障基金推出之前，我国在不同类型的金融机构层面已先后成立了多个行业性的风险保障基金，并在实践中发挥着越来越重要的作用。

一是存款保险基金。考虑到我国银行业在金融体系中的重要地位，存款保险基金在我国诸多金融行业保障制度中最为重要。存款保险基金是指由国家、银行业界的出资、存款保险在经营过程中的保费及投资收益积累构成的，在投保银行出现经营危机时，存款保险人用以承担保险责任的专门资金。存款保险基金是存款保险人履行保障存款人利益、维护金融稳定职责的重要物质基础。

我国存款保险基金主要来源于投保机构缴纳的保费、投保机构清算中分配的财产、存款保险基金管理机构运用存款保险基金获得收益。人民银行统计数据显示，截至 2020 年末，全国 4024 家吸收存款的银行业金融机构按规定办理了投保手续，2020 年末归集保费 423.88 亿元。为了推进金融风险化解，使用存保基金 676 亿元开展风险处置，为 1024 亿元金融稳定再贷款提供担保，使用 165.6 亿元购买不良资产，使用 88.9 亿元认购徽商银行股份，100 亿元用作存保公司资本金，其中 66 亿元用于出资设立蒙商银行。截至 2020 年末，存款保险基金存款余额 620.4 亿元。

二是保险保障基金。保险保障基金是指用于救助保单持有人、保单受让公司或者处置保险业风险的行业风险救助基金。保险保障基金的主要职责是救助保单持有人、保单受让公司或者处置保险业风险的行业风险。保险保障基金市场化运作以来，先后救助了新华人寿保险公司、中华联合保险公司、安邦保险等保险公司。从具体运营上看，2008 年 9 月，中国保险保障基金有限责任公司设立，依法负责保障基金的筹集、管理和使用，保障基金主要来源于保险公司按业务缴纳的相关保障费用。截至 2021 年末，保险保障基金余额(汇算清缴前) 1829.98 亿元，其中财产保险保障基金 1130.89 亿元，占 61.80%；人身保险保障基金 699.09 亿元，占 38.20%。

除银行业、保险业的风险保障基金外，我国还先后成立有证券投资者保护基金（2005）和信托业保障基金（2015）分别专注于防范和处置证券公司风险和信托业风险。

关于金融保障基金的展望

从 2018 年将防范化解重大金融风险作为三大攻坚战之首以来，行业保障基金在化解金融风险、维护金融稳定方面发挥了巨大的作用，但仍有进一步完善和提升的空间。

一是跨市场、跨机构风险覆盖仍有不足。行业保障基金主要关注单个机构的风险及处置，尽管在稳定储户和投资人信心方面，可以发挥一定的防范、化解系统性风险的作用，但其行业主导的特点使之难以对跨机构、跨市场活动形成的交叉风险进行有效防范和处置，而交叉风险恰恰是目前系统性金融风险最为重要的来源。除此之外，在实践中，系统性的金融风险已不仅来自于金融机构，少数实体企业的风险也有外溢和升级的可能，而目前主要针对各类金融机构的行业保障基金，难以覆盖这类潜在的金融风险。

二是补偿范围和力度不足。我国重要的金融行业保障基金成立时间较晚，积累时间不长，基金额度还相对有限。以存款保险基金为例，2020 年末余额尚不足 1000 亿元，相对于我国庞大的银行业资产（2021 年末银行业总资产接近 350 万亿），风险处置能力依旧有限。从少数高危银行机构的处置实践来看，保障的主要对象限于 50 万以下储户，大额储户、企业、金融机构等其他债权人无法获得保障，但从金融市场和金融体系稳定角度看，大额借款人（特别是金融同业）信心的稳定同样重要。

三是风险处置流程和机制仍未常态化。由于缺乏必要的法律支撑，我国目前对问题机构的风险处置仍多采取“一事一议、一行一策”的模式。这样的模式有其灵活性，对在较短时间内实现既定风险化解目标有一定的好处。但从制度建设角度看，由于金融风险的产生有其长期性和必然性，风险化解以及机构处置也理应成为常态化机制。从国外的实践看，多数国家都出台有相应的法律，建立了涵盖问题金融机构从判定、恢复到处置的一整套完整的制度安排，并清晰界定了各监管主体的职责，以确保风险处置过程的规范性和及时性。

总体上看，作为关注系统性风险的保障机制，金融稳定保障基金的推出，有助于弥补我国现有的行业保障机制的不足，进一步完善金融安全网建设，提升我国系统性风险的防范化解能力。对于金融保障基金的具体运作，有以下几个值得关注的方面：

一是法律上的保障与支撑。金融稳定保障基金是金融风险处置和化解的长期性制度，要充分发挥其功能，既需要将其纳入到维护金融稳定的整体框架中，与其他制度体系进行有效衔接和协同，还需要在具体的风险处置过程中，明确风险处置流程，以及各风险处置主体的责任。所有这些，均需要通过法律制度加以明确。4 月 6 日发布的“金融稳定法”第 27 条，将会在筹划整体金融稳定工作机制的同时，对金融稳定保障基金的定位、资金来源等作出原则性规定，后续还将针对基金筹集、管理和使用出台具体的办法。

二是与行业保障基金协同，完善风险处置机制。金融稳定保障基金用于具有系统性隐患的重大风险处置，其关注的重点，应集中在行业保障机制所忽视的跨行业、跨机构风险，甚至可能包括非金融企业可能引发的潜在风险。此外，基于对系统性金融风险的判断，在行业保障基金之外扩大风险补偿范围，也是可以考虑的方向。需要强调的是，金融稳定保障基金与重点关注机构稳健性的行业保障机制所关注的重点虽有不同，但相互之间具有高度的相关性，因为单一金融机构（特别是银行机构）的风险往往是系统性风险最为重要的来源，二者间的协同与配合，将有助于提升金融安全网应对金融风险的能力。

三是多元化筹资渠道，实体化运作。借鉴国内外已有的实践，金融保障基金应建立多元化的资金来源渠道，除了事前向各种金融机构收取的风险保障费用外，还应包括事后向金融市场以及中央银行的借款，以提升其风险处置和补偿能力。在收费方面，应根据机构、地区的风险差异性，制定差异化的费率标准，以便为各类主体提供长期的正向激励。此外，参考现有行业保障基金的运营经验，为确保金融稳

定保障基金的法治化、市场化、专业化运作，预计金融稳定保障基金也将会设立独立机构，采取公司化运作，并建立和完善相应的公司治理机制。

四是压实各方责任，避免道德风险。风险保障机制在救助和处置过程中，最有可能造成的一个负面效应是助长道德风险，导致金融机构或其他主体形成“大而不倒”的意识，过度承担风险，并将成本和损失转嫁给公共资金。因此，在完善金融安全网建设的同时，还需要强化宏观审慎管理，提高对系统重要性机构的监管要求，压实各方责任，特别是金融机构的自救责任以及主要股东的责任，最小化金融风险处置成本。

（内容来源：21 世纪经济报道）

如何看待当前海南的营商环境？

张湧

上海金融与发展实验室 副主任 丝路研究院（海口） 首席专家、院长

好的营商环境对自贸港建设来说是生命线。没有一个好的营商环境，再优越的生态环境、再特殊的政策环境，也很难吸引海内外投资者和全球英才汇聚海南。

从“三个环境”一体看，中央给了海南最好的政策大礼包，祖先留下了最好的蓝天白云绿水青山，用好政策礼包、实践“两山”理论，海南的优势独一无二、无可比拟，但在营商环境优化上，海南并没有天然优势，局部领域还有一些短板不足。地方党委、政府高度重视营商环境建设，这个定位是准的，只有补上短板不足，“三个环境”的综合优势才能真正发挥出来。营商环境好不好，最重要的衡量指标是企业和人才的成功率。随着商事制度改革深入推进，企业登记注册越来越方便，新设企业数量也越来越多。

在企业生命周期的第一阶段，海南率先突破了住所、核名、开户、税务、社保等一系列难点，“无税不申报”“疫情复工复产险”等创新还走在了全国前列。李克强总理在今年的政府工作报告中有一个数字让我印象非常深刻，那就是，2013年以来我国新增的涉税市场主体去年纳税达到4.76万亿元，说明新生的大量市场主体正在国民经济中发挥重要作用。海南也要有这样的数字来向市场说明，自贸港建设以来新设的企业不仅数量大，活跃度、成功率也很高。

在企业生命周期的第二阶段，有必要评估一下2018年4.13重要讲话以来，新设的企业产生了多少营收、解决了多少就业、交了多少税，产生了多少家规模以上企业、高新技术企业和上市公司。还要评估一下，这几年新引进的人才留下了多少、离开了多少，要从收入增长、个税缴纳、购房成家、职称晋升、职级进步等不同维度，衡量引进并留下的人才是否在海南获得了较快的成长，以及这种成长速度是否超出了他们的预期、是否超过了他们的同学朋友在其他城市的成长发展。尤其还要深入分析这几年引进的又在这几年离开的人才，他们是因为什么原因离开海南的，是成长低于预期、环境不如人意，还是产业不够发达、配套不够完善？我相信，这样的调研结果一定会对改善海南的营商环境提供重要的解码信息。

营商环境好不好，既要看指标，更要看体验。2020年1月1日起实施的国务院《优化营商环境条例》，开宗明义对营商环境作了定义，那就是“企业等市场主体在市场经济活动中所涉及的体制机制性因素和条件”。海南优化营商环境，应逐条对照《条例》找差距，逐项对标先进找举措。

一是要看政府管得多不多，能减尽减、能简则简，以公开为原则、以不公开为例外，国务院办公厅 1 月 10 日公布了法律、行政法规、国务院决定设定的行政许可事项清单，共计 996 条，为我们树立了简政放权的榜样，省、市、县也要尽快编制，清单之外一律不得实施行政许可。

二是要看该管的管得好不好，坚持以信用为基础、以技术为手段，无事不扰、有事必到，包容审慎、精准缜密。

三是要看办事方便不方便、经营自由不自由、秩序公平不公平，尽快实现“企业、人才找政策”向“政策找企业、找人才”的转变，水电气接入、不动产登记、证明事项出具、涉税社保等事务办理能快则快，严格落实外资准入、市场准入、跨境服务贸易三张负面清单“非禁即入”基本准则，率先探索不同所有制主体、境内外服务提供者、大中小微企业在海南自贸港权利平等、机会平等、规则平等。

要按照《条例》要求，建立和完善以市场主体和社会公众满意度为导向的营商环境评价体系，充分发挥省政府营商环境工作专班、12345 热线等监督机制的主渠道作用，更好发挥省工商联广泛联系市场主体的优势，让企业和群众真正成为营商环境的打分者、体验者、建设者，营商环境好不好只有企业和群众说了才算数。随着自贸港建设进入不可逆转的轨道，海南的营商环境只能进不能退、只能快进不能慢进。

建议进一步确立“三个环境”一体推进的总体思路，让更多的企业认识到政策环境、生态环境本质上也是营商环境的范畴，让更多的人才认识到来海南创新创业不仅可以获得特殊支持，还可以强身健体、延年益寿。为此，我们应共同努力，向海内外投资者、创业者更好地解读推介国内独一无二的海南自贸港法、国内首张跨境服务贸易负面清单、国内首个放宽市场准入若干特别措施清单、国内首个自贸港鼓励类产业目录、国内首个“双 15%”低税率安排，以及零关税+原产地规则、教育医疗购物“三回流”、“3+1”重点产业+海陆空特色产业、海口三亚儋洋“三极”牵引+一带一区空间规划等一系列重大政策制度安排。

我相信，海南的特殊立法地位、特殊政策安排、特殊经济功能决定了这里具有特殊的商业机会。

一句话，要成功、来海南！

（内容来源：新金桥沙龙）

俄罗斯应对金融战的组合拳与效果

王永钦

上海金融与发展实验室 学术委员会委员

韩瑜

《中国经济周刊》 特约撰稿人

俄罗斯应对金融战的组合拳与效果

2022 年 2 月 24 日，俄罗斯在顿巴斯地区发起特别军事行动之后，美欧等国家对俄罗斯采取了多项严厉的金融制裁。3 月 26 日，正在波兰访问的美国总统拜登扬言：“卢布即将沦为瓦砾！”为应对西方史无前例的制裁，从 2 月份以来，俄罗斯政府共采取了 200 多项支持经济措施，并正在制定 20 余项新的反危机措施。包括将基准利率从 9.5% 大幅上调至 20%。此后卢布汇率逐渐走强企稳，回升至俄乌冲突爆发前的水平。俄罗斯央行表示，该国经济面临的外部环境仍充满挑战，经济活动仍然受限。但鉴于政府采取资本管控等措施，金融风险的上升态势已得到遏制。4 月 7 日，俄罗斯总理米舒斯京在俄国家杜马（议会下院）表示，由于西方前所未有的制裁，俄罗斯正面临 30 年来最困难的局面，但俄罗斯金融系统顶住了制裁的攻击。因此，美国总统拜登的话又被西方媒体翻了出来。这些媒体提醒欧美，现在“卢布不再是瓦砾（the ruble is no longer rubble）”。

在这场没有硝烟的激烈金融战争中，俄罗斯到底是如何打这场“卢布汇率保卫战”的？取得了什么样的效果？此次卢布大回血，真能动摇美元和欧元货币地位吗？欧美对俄罗斯的制裁手段更是层出不穷，令人眼花缭乱。俄罗斯的反击手段也在逐步升级，两者的金融战出现了攻防态势，涉及领域囊括了能源、股票、黄金、利率、汇率、期货、国际支付、外汇、国债等市场，甚至还把加密货币市场也卷了进来，这又会对世界经济造成什么样的影响呢？

美国和欧洲再次举起经济制裁大棒

在现行国际金融体系中，美元扮演着主权货币和世界货币的双重角色。而今国际金融市场高度融合，美国货币政策不仅影响本国经济，也对全球其他国家产生外溢效应。因此，美国及欧洲各国在过去 30 年中愈加频繁地使用各类经济制裁手段。



图 1 欧美国使用制裁措施的数量持续增长

数据来源：全球金融制裁数据库（Global Sanction Dataset）

如图所示，与 1990 年相比，2020 年美国对其他国家的各类制裁（金融制裁、贸易制裁、旅行制裁等）增长了约 1 倍，欧盟使用的制裁增长接近 2 倍。这是因为，冷战结束后，解决国际冲突的方式发生了变化。美国选民已经厌倦了军事干预，不希望再看到战争，而金融制裁刚好满足了选民的需求，在不发生激烈军事冲突的情况下，成为美国实施外交和安全政策的新选择。过去人们认为经济全球化可以缓解国际冲突，经济的相互依存可以抑制政治、军事冲突的发生。而如今，经济全球化进程中的利益分配反而引发了一系列国际冲突，并且金融全球化为欧美国家提供了十分有力的制裁“武器”。

近年来我们多次看到美国使用金融制裁手段，例如因核问题制裁朝鲜和伊朗，包括冻结朝鲜和涉朝部分人员的资产，切断 SWIFT 与伊朗银行之间的联系等。但是，过去被制裁的国家如朝鲜、伊朗、委内瑞拉，经济体量较小，在全球经济中的参与度较低，此次对俄罗斯制裁是首次将金融武器应用于全球主要经济体，这对全球贸易和金融的影响是不容忽视的。

因此，乌克兰危机爆发后，美欧迅速对俄罗斯施加了金融、能源、科技等方面的一系列制裁措施，对俄罗斯经济和全球大宗商品市场造成了负面冲击。在金融方面，美欧多国联合宣布将俄罗斯外贸银行（VTB，俄罗斯第二大银行）等 7 家金融机构排除在 SWIFT 报文系统之外；美国将俄罗斯联邦储蓄银行（Sberbank，俄罗斯第一大银行）加入“往来账户或通汇账户制裁清单”（CAPTAList），这一制裁禁止美国任何金融机构为 Sberbank 开设账户或执行交易，实质上将 Sberbank 排除在了美元清算体系之外；美国将 VTB 和其他 3 家俄罗斯银行加入“特别指定国民名单”（SDN List），这一制裁将冻结这些银行的在美资产，并且禁止任何人或机构未经许可与这些银行进行交易；美国还冻结了俄罗斯持有的美元外汇储备。

金融制裁对俄罗斯经济施加了很大的压力，截至 3 月 25 日，俄罗斯拥有 6044 亿美元的外汇储备，其中约三分之二被冻结，无法用来对冲卢布贬值。大宗商品市场也受到了负面冲击。俄罗斯是全球第三大镍生产国和第一大精炼镍出口国，俄罗斯受到的国际清算结算、融资等多方面制裁，和俄本身所处的动荡局势，引发了投资者对镍供应的担忧，这触发了伦敦金属交易所（LME）镍价飙升和 LME 近 30 年

来的首次暂停交易。在能源领域，美国商务部限制对俄罗斯炼油行业的投资和“技术出口”，欧盟也明令禁止对俄罗斯能源部门的新投资。在科技方面，美国商务部限制对俄罗斯和白俄罗斯的技术转让。3月31日，美国财政部宣布对俄罗斯科技公司和航空航天、海洋和电子行业三个经济部门实施新的制裁措施，涉及俄罗斯最大的芯片制造商、微电子产品制造和出口商米克朗控股（Joint Stock Company Mikron）。

外界认为，此轮美欧对俄经济制裁中，对俄罗斯杀伤力最大的是金融制裁。一方面阻断俄罗斯金融机构参与国际金融活动，严重削弱了国际投资者对俄罗斯卢布的信心，导致卢布贬值。另一方面冻结俄罗斯美元外汇储备，则又限制了俄央行在外汇市场投放美元购入卢布，对冲卢布贬值的能力。货币贬值意味着购买力下降，国家可能面临输入性通胀风险。

当然，为了减少资本外逃，俄罗斯央行可采取提高利率的措施，但这带来的影响有二：一是实体企业贷款利率水涨船高，融资成本上升，企业债务负担加重；二是资产价格下降，金融机构面临被动去杠杆风险，信贷紧张传导到实体经济，也将抑制实体经济活动，加剧经济下行可能。俄罗斯宏观经济分析和短期预测中心指出，在当前遭遇严厉经济制裁的形势下，俄罗斯经济面临八大挑战：重要物资的进口难以保障、无法进行外贸结算、外企撤离俄罗斯、信贷市场因高利率而陷入瘫痪、证券市场收缩、卢布汇率动荡引发高通胀、进口替代需求上升和失业率上升。当地时间2022年3月31日，俄罗斯莫斯科，俄总统普京与高级官员出席会议。当日，普京签署与“不友好国家”以卢布进行天然气贸易结算的总统令。

俄罗斯反击金融战的组合拳

为了减少制裁的负面影响，俄罗斯采取了一系列反制措施。

针对金融制裁，俄罗斯积极推动使用2019年11月建立的卢布结算支付系统（MIR）和金融信息交换系统（SPFS）。2月28日起，莫斯科证交所连续休市，以此减少投资者去杠杆造成的损失；同时俄罗斯政府从国家福利基金中划拨1万亿卢布用于购买遭受制裁的俄罗斯公司的股票，并免除3年公司所得税。在大宗商品期货市场，3月14日，俄罗斯临时禁止向欧亚经济联盟（Eurasian Economic Union）出口粮食，导致粮食期货大幅上涨。

针对能源制裁，俄罗斯总统普京签署法令，宣布4月1日起与“不友好”国家进行的天然气交易将使用卢布结算，如果对手方拒绝以卢布结算，购买合同效力将被终止。该法令涉及48个国家和地区，包括美国、欧盟全部27个成员国。

为了稳定外汇市场，2月28日，俄罗斯央行上调基准利率至20%，试图减少资本外流，提振卢布汇率。其实，早在本次冲突之前，2014年俄罗斯因克里米亚事件就遭遇过西方经济制裁，经历了卢布暴跌，再加上国际油价大幅下跌，让俄罗斯经济陷入了危机的遭遇。2013年，埃尔韦拉·纳比乌琳娜就任俄罗斯央行行长，她科班出身，还曾经参与耶鲁大学“世界学者”的计划。2014年的卢布危机爆发，她“一战成名”，此后纳比乌琳娜一手推动俄罗斯浮动汇率制度的确立，缓解了俄罗斯外汇储备压力，并将通货膨胀率降至苏联解体后的最低水平。在她的领导下，俄罗斯中央银行实现了现代化，并建立了世界上最大、

价值 6400 亿美元的黄金和外汇储备，被外界称为俄罗斯金融“堡垒”。此外，她还“雷厉风行”地打击了“管理不善或资本不足”的银行，关闭了数百家银行，阻止资金外流。

因此，笔者认为俄罗斯本次在金融战中的表现，要比现实战场漂亮，短期效果明显。这是因为：第一，俄罗斯要求“不友好国家”今后只能以卢布支付进口天然气的费用。俄罗斯之所以能要求卢布结算，是因为欧洲国家对俄罗斯能源高度依赖。例如欧盟 40%天然气、27%石油和 46%煤炭从俄罗斯进口。虽然有国家不参与，但是也有的国家无法坚持等待美国的空头支票，不得不暗中妥协。因此在俄罗斯宣布根据新规则出售天然气之后，卢布因市场情绪迅速走强。第二，将卢布锚定黄金，3 月 28 日，俄罗斯央行恢复从银行购买黄金，交易将以固定价格每克 5000 卢布进行。在国际市场上，黄金价格在每克 6000 卢布以上，这就意味着，如果要购买俄罗斯天然气，就只能将黄金“打折”卖给俄罗斯。这既可以支撑卢布的汇率，还能集中更多黄金，加速去美元化。第三，俄罗斯为了限制国内资金外流采取了非常强硬的手段。3 月 2 日起，禁止民众携带 1 万美元以上的等值外币现金或支付工具出境。俄罗斯央行也在一份声明中说，俄罗斯限制了 3000 亿美元的资金流向“不友好国家”，已经禁止外国投资者出售证券以及从俄罗斯金融体系中提取资金。俄金融分析师亚历山大·拉祖瓦耶夫称，在目前的情况下，外国投资者无法从俄罗斯的海外资产和项目中提取资金，这减轻了卢布的压力，从而支撑本国货币和经济发展。

这是一场 lose-lose（双输）的战争

但是，从短期角度来看，这是一场 lose-lose 的战争。以美元为主导的全球金融体系推动了经济全球化，在货币使用的规模经济和网络效应下，美元降低了资本在全球金融体系中的转移成本和风险。但是，该体系也存在脆弱性。始于美国的外生冲击会在美元主导的金融体系中传导并加强，对其他国家产生外溢冲击。

此次对俄制裁给全球经济带来诸多不确定因素，长期来看可能影响美元在全球的主导地位，使全球金融体系更加“碎片化”。近年来，美国对伊朗、俄罗斯等国的金融制裁令各国重新思考美元主导下国际金融体系的稳定性。这一轮对俄制裁，势必将进一步推动世界各国在外汇储备、能源、供应链等多方面作出调整，以维护本国金融安全。近 20 年来，美元外汇储备在全球外汇储备中的比例逐渐下降。美元下降的份额并非由欧元、日元、英镑这几种传统储备货币填补，而是由除美元、欧元、日元、英镑之外的“非传统”货币替代，这表明各国在积极寻求多元化的外汇储备结构。

此次对俄制裁显示，即便持有非美元的外汇储备，本国经济主体的安全性仍难免受到威胁，因为美国的制裁已然跨越了币种的界限，可以直接从全球清算结算、融资等金融活动层面打击一个主体。但总的来说，寻求储备资产的多元化有利于维护国家金融安全。不过，我们需要意识到，美元外汇储备占比的下降，并不能说明美元在全球金融体系中主导地位下降，如今仍然没有资产能替代美元的地位。自 1999 年至 2021 年，美元资产在全球外汇储备中的占比从 71%下降为 59%，下降的这 12 个百分点中，人民币替代了约四分之一，尤其是 2015 年之后，人民币加入特别提款权货币篮子（SDR），国际化进程进

一步加速。但目前为止，人民币在全球外汇储备中的占比仅为 2.79%，仍然较低，对美元地位的冲击尚不明显。

此次对俄制裁发生之后，多国增加黄金持有量，替代美元外汇储备，在此背景下，黄金价格攀升，自 2020 年 8 月后再次突破每盎司 2000 美元。不过，大量增持黄金的主要是法国、德国等发达国家，发展中国家储备资产结构调整尚不明显。从汇率来看，过去十年，美元相对于十国集团（G10）货币持续升值，相对于发展中国家货币升值幅度更大。

据此，国际金融协会（IIF）首席经济学家 Robin Brooks 认为美元的主导地位并没有受到削弱。对于 Barry Eichengreen 等学者强调的“非传统”货币占外汇储备比例上升现象，哥伦比亚大学历史学教授 Adam Tooze 给出了不同的解读。他认为，除中国外，货币占全球外汇储备份额提升的国家主要是加拿大、澳大利亚、瑞典、韩国和新加坡，这些国家恰恰都是与美国签署货币互换协议的国家，它们的货币金融体系与美元和美国金融体系密切相连，应当被视为美元体系的延伸。因此，全球外汇储备可能只是呈现出了表面的货币多元化。

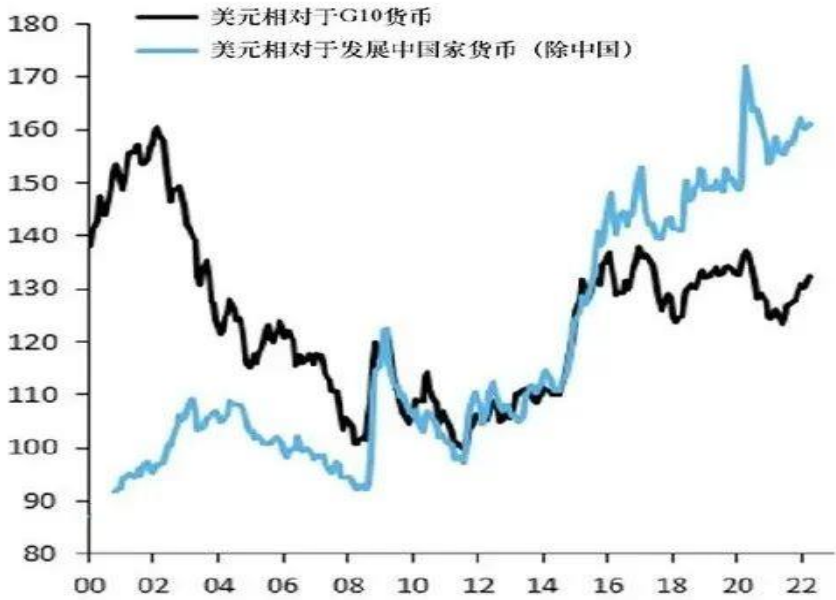


图 2 美元指数变化（2000 年至 2022 年 3 月）

数据来源：国际金融研究所（IIF）
注：美元指数进行了标准化处理

金融制裁也对能源安全敲响了警钟。俄罗斯是全球最主要的天然气和石油出口国之一，此次对俄制裁加剧了全球能源价格上涨。因此部分能源和原材料进口大国，希望增加从俄罗斯进口份额，降低本国能源和原材料成本。以印度为例，印度是石油进口大国，2021 年石油产品进口占印度总进口的 25%以上，国际油价上涨对印度企业带来较大的生产成本压力。当前俄罗斯产的乌拉尔原油比布伦特原油价格低，印度的石油进口中来自俄罗斯的不到 1%，扩大从俄进口低价原油的空间很大。

因为俄方受到制裁，俄罗斯提出两种方案绕过美元结算体系进行支付：第一，改用俄罗斯金融信息传输系统（SPFS）进行卢布结算；第二，利用俄罗斯几家大型银行在印度的业务作为通道，为俄罗斯出口商开设卢布账户接受印度支付。尽管俄罗斯和其他能源进口国试图推动能源方面的卢布结算，但在双边贸易不平衡的情况下仍然存在一定困难。印度从俄罗斯进口是其出口额的两倍多，卢布结算下俄罗斯持有更多卢比，在外汇市场深度不足时，卢布只能流回国内，大量卢布回流会带来通货膨胀风险。

美欧对俄制裁，以及此前新冠肺炎疫情等重大突发事件，使全球供应链中的企业更加重视实体经济的尾部风险，这可能推动全球供应链布局大调整。第一，外部冲击暴露出当下全球供应链的脆弱性，部分企业开始考虑撤回离岸外包（reshoring）。以半导体市场为例，台湾半导体制造公司在全球半导体市场中占有 53% 的份额，在芯片市场中占有 92% 的份额，芯片供应链受阻使美国和欧洲一些汽车企业被迫中断生产，影响汽车行业利润。在新冠肺炎疫情冲击下，美欧多国愈发意识到缩短半导体供应链，提高本国半导体加工生产能力的重要性。第二，下游企业可能增加库存，以应对供应链断裂风险。美国商务部数据显示，2021 年，以货币价值衡量的存货增长量占美国经济增长的 4.9%。第三，企业选择供应链分散化布局增强供应链韧性。与过去专业化、效率为第一要务的供应链布局不同，跨国企业选择将上游产品生产安排到不同的地区来分散风险，保证整条供应链至少存在一条完整的生产链条。

在全球金融博弈中的中国如何保障自身金融安全

美欧对俄制裁显示了美元霸权对他国金融和经济安全的威胁。我们需要思考，此次前所未有的制裁之后，美元在国际金融体系的主导地位是否会被削弱？美元能否被其他货币所取代？IMF 首席经济学家、哈佛大学经济学教授 Gita Gopinath 认为，美元仍将是主要的全球货币，但可能在不同国家贸易集团之间出现小型货币集团。

美元在国际金融体系中的主导地位来自 3 个特征。第一，安全性。美元和美债如今依然是全球最主要的安全资产，尽管冻结储备资产的制裁手段给美元外汇储备增加了不安因素，但美元和美债仍比其他经济体货币和主权债务具有更高的安全性。第二，流动性。在岸和离岸美元货币市场均具备良好的市场深度，并且有美联储在背后支撑，大额交易行为和局部风险事件不会轻易引起美元币值和美元计价资产价值剧烈波动。第三，相对健全的法律体系。金融合约条款复杂多变，健全的法律体系为确保合约执行、解决合约争议提供了制度化的解决方案，提高了金融市场效率。

瑞信著名分析师 Zoltan Pozsar 近期提出了一个大胆的想法，他认为美欧对俄制裁之后，全球货币体系将围绕大宗商品进行重塑，美元将失去其主导地位。在现如今的全球货币体系下，美国以国债等美元安全资产为抵押发行美元，通过贸易赤字和对外债权向全球输送美元，同时以美元安全资产吸引美元回流，构成货币循环。在他设想的新体系中，大宗商品成为货币发行的重要抵押品，提供全球货币的国家，需要囤积大量的大宗商品，以便发行货币和行使商品意义上的最后做市商功能，他将这一新的货币体系

称为“布雷顿森林体系III”，与如今的“布雷顿森林体系II”形成对比。“布雷顿森林体系III”是一个很有想象力和冲击力的构想。但目前而言，其描述的具体路径可能并不太现实。

在我国资本市场不断开放的过程中，我们应当采取何种措施，增强资本市场韧性、有效防范外部风险？笔者就此提出五点政策建议。第一，完善国债发行制度，并适时考虑以国债为抵押品的货币发行方式。第二，推动离岸人民币国债发行。这一方面可为离岸信用债提供定价标准，为市场提供稳定的价格信号，发挥国债利率的标杆作用。另一方面也可为海外投资者提供更多投资选择，增强离岸人民币市场深度，逐渐增加其安全资产属性，推动人民币国际化。第三，寻求储备资产结构的多元化。为了保障国家金融安全，中国需要降低美元外汇储备比例，增加特别提款权（SDR）等储备资产份额，分散美元资产过度集中带来的风险，维护国家金融稳定。第四，除了储备资产结构的优化，我国还可以采取灵活的政策工具抵御外部冲击。中国可以利用资本流动宏观审慎管理、央行利率调节等方式，减少国际金融市场动荡对我国金融市场的影响。第五，长远来看，为推动人民币国际化，应当加强人民币在贸易结算，尤其是大宗商品结算中的地位。可在双边贸易和区域性贸易集团中推广使用人民币计价结算。

（内容来源：经济学家茶座 Teahouse）

2022 年中央一号文件：释放金融服务乡村振兴三大信号

叶斌

上海金融与发展实验室 特聘高级研究员 上海金融与发展实验室 长三角乡村振兴研究院院长

信号一：重点部署了 2022 年金融服务乡村振兴的发力方向。

今年中央一号文件标题是《关于做好 2022 年全面推进乡村振兴重点工作的意见》。中央一号文件在标题中直接标明年份并不多见。2004 年以来，中央一号文件连续 19 年聚焦“三农”，只有 2009 年《关于 2009 年促进农业稳定发展农民持续增收的若干意见》，在文件标题中标明年份。今年一号文件标题中再次标明年份意义不一般。首先，全面推进乡村振兴须要一年接着一年干，久久为功；其次，明确部署持续推进中 2022 年须做好全面推进乡村振兴的重点工作；第三，“三农”工作是全党工作的重中之重，各层级、各条块都要向 2022 年全面推进乡村振兴重点工作聚焦，找准方向、站对位置。金融系统当然不例外，乡村振兴重点工作在哪里，哪里就是金融服务的发力方向。因此，概括起来，2022 年金融服务乡村振兴就是要做好助力守住“两条底线”、扎实策应“三项重点”、全面支持“五个基础支撑”。

一、助力守住“两条底线”。第一条底线是牢牢守住国家粮食安全的底线，确保粮食播种面积稳定、产量保持在 1.3 万亿斤以上。金融信贷资源要向粮食主产区倾斜，支持家庭农场、农民合作社、农业产业化龙头企业多种粮、种好粮；发挥金融“靶向发力”作用，助力稳定和提高主销区粮食自给率，助力确保产销平衡区粮食基本自给；实现习近平总书记多次强调的“中国饭碗任何时候都要牢牢端在自己的手上”、“我们的饭碗应该主要装中国粮”。第二条底线是牢牢守住不发生规模性返贫的底线。要善于把稀缺的金融资源匹配在促进脱贫人口持续增收的“刀刃上”，多产品、多层次、宽领域助推脱贫地区涵养产业生态、延伸产业链条，在财政扶持政策、金融倾斜政策“交叉点”、“结合部”上发挥能动作用，服务脱贫地区产业升级，巩固拓展脱贫攻坚成果，让脱贫地区群众生活更上一层楼，尽快完成向全面乡村振兴的过渡。

二、扎实策应“三项重点”。第一个重点是扎实策应促进乡村产业发展。金融服务要在稳定存量的基础上，扩大增量持续支持农村一二三产业融合发展、发展县乡富民特色产业、服务稳岗就业、助力农业农村绿色发展。第二个重点是扎实策应推进乡村建设。金融服务要积极协同财政投入，持续支持实施农村人居环境整治提升行动；支持农村路网、供水、电网、清洁能源建设、改造、提升工程等农村重点基础设施建设；支持数字乡村建设，推进智慧农业发展。第三个重点是扎实策应改进乡村治理。金融服务要积极倡导和构建“成长优先、信用为王”的信贷理念和诚信文化，在金融服务的过程中把有乡土气息的公序良俗“带入”自治、法治、德治相结合的乡村治理体系。

三、全面支持“五个基础支撑”。一是发展长期信贷，支持高标准农田建设，为 2022 年新建 1 亿亩高标准农田贡献金融力量。二是创新金融工具，支持种源等农业关键技术攻关和加快产业化步伐。三是注入金融资源，催化农机装备研发水平提升。四是贴近产业发展、科技进步的前沿，为设施农业的各类应用场景提高资金支持。五是金融服务积极跟进，提升农业防灾减灾救灾能力。

信号二：强化乡村振兴金融服务体制机制创新的位置更加突出。

2017 年 10 月召开的党的十九大提出实施乡村振兴战略，自 2018 年至今年五年中的中央一号文件都特别重视对实施乡村振兴战略的资金、资源、政策投入。今年中央一号文件尤为重视农村金融工作，不仅在全文 35 条中单列一条“强化乡村振兴金融服务”，而且在具体部署中传导了重要的体制机制创新内容。

一、金融支持政策向地方法人金融机构倾斜，引导在地化金融服务。对机构法人在县域、业务在县域、资金主要用于乡村振兴的地方法人金融机构，国家加大对其支农支小再贷款、再贴现支持力度，实施更加优惠的存款准备金政策。这意味着既为乡村振兴输入金融活水，又要求实施精准“滴灌”。这是自党的十九大后 2018 年中央一号文件提出“推动农村金融机构回归本源，把更多金融资源配置到农村经济社会发展的重点领域和薄弱环节，更好满足乡村振兴多样化金融需求”之后，再次深化对乡村振兴金融服务的机制创新，既要求回归本源，更鼓励服务本土。

二、加快农村信用社改革，打造乡村振兴金融服务生力军。我国的农村信用社体系具有明显的在地化、本土化比较优势，匹配最优金融结构理论，是乡村振兴金融服务的有生力量、主要力量。据统计，截至 2021 年 6 月 30 日，全国共有 4608 家银行业法人金融机构，其中省级农村信用联社 25 家，农村商业银行 1569 家，农村信用社 584 家，农村合作银行 26 家，共计 2204 家，农信社体系占全国银行业金融机构之比为 47.83%。可见，“加快农村信用社改革，完善省（自治区）农村信用社联合社治理机制，稳妥化解风险”，激活农村信用社体系，打造乡村振兴金融服务生力军，是今年乃至长远乡村振兴金融服务体系体制机制改革、建设、创新的重中之重。

三、接续开展农村信用体系建设，发展农户信用贷款。乡村振兴一张蓝图绘到底的政策路径非常清晰。2021 年中央一号文件指出：“支持市县构建域内共享的涉农信用信息数据库，用 3 年时间基本建成比较完善的新型农业经营主体信用体系”，今年中央一号文件接续部署，并向纵深推进，即利用涉农信用信息，发展农户信用贷款。这是党中央乡村振兴顶层设计推动农村信贷理念变革的重大信号。传统农村金融理念是“抵押优先”，发放的是取得抵押或担保的贷款；进入数字时代，通过“数据+算法”的数字化、智能化处理，让有“自生能力”、“比较优势”的成长型新型农业经营主体脱颖而出，成为使用信用贷款的主体，构建起了“成长优先”的农村信贷新理念。

四、完善乡村振兴金融服务统计制度，开展金融机构服务乡村振兴考核评估。给予优惠政策，是有为政府对有效市场的培育、维护、加持；进行实绩考核评估，是有为政府对有效市场的监督、约束、激励。这二者相辅相成，相得益彰。党的十九大及 2018 年、2021 年中央一号文件已制定、绘就了乡村振

兴蓝图，今年中央一号文件又部署了做好今年全面推进乡村振兴重点工作，这必然需要完善相关制度，对标对表，实施业绩考核评估。金融服务乡村振兴需要“抓铁有痕、踏石留印”的实干精神，需要“功成不必在我，功成必定有我”的实际成效。

信号三：“加强农村金融知识普及教育和金融消费权益保护”首次写入中央一号文件。

今年3月7日，习近平总书记在看望参加政协会议的农业界社会福利和社会保障界委员时强调，把提高农业综合生产能力放在更加突出的位置。农业综合生产能力反映的是一个国家或地区在一定时间内在农业在生产过程中形成的农业生产各种要素相对稳定的综合产出水平，而在各种农业生产要素中，劳动力要素，即从事农业生产劳动、服务和农产品流通、加工的劳动者，是农业综合生产能力的主体和能动者，农业综合生产能力的大小，关键在于劳动者对其他各类要素科学、有效的利用。当前我国农村劳动力（包括各类新型农业经营主体）掌握的金融知识相对贫乏，金融消费维权能力非常微弱，与提高农业综合生产能力的要求极不相称，是突出的“短板”和“弱项”，亟待加强，亟待夯实乡村振兴金融服务的群众基础。中央顶层设计通过一号文件释放的这一重磅信号，为乡村振兴金融服务的实践创新提供了巨大的舞台和空间。

一、联手基层政府机构开展“乡村振兴金融明白人”培训。实际上农村各类新型农业经营主体、服务“三农”的乡村干部、县乡政府都非常渴望了解和掌握金融知识。2019年，安徽农担在按省委要求推动“劝耕贷”提质放量增效中，在一些县乡组织“农村金融明白人”培训活动，深受欢迎。时任黄山市相关领导给予简捷评价：开展“农村金融明白人”培训，一种培训，三重受益。新农主体受益，学会利用信贷资金，发展产业，增加收入；乡村专干受益，学会了“手艺”，增强了干事创业、为民服务的本领；县乡受益，不仅更多地吸引了信贷资金，还优化了信用环境、提升了治理水平。因此，深入贯彻落实中央一号文件精神，大力组织开展“乡村振兴金融明白人”培训，一定会取得超过预期的效果。

二、借力“四个行动”普及金融知识、增强金融消费维权意识和能力。2022年中央一号文件要求实施高素质农民培训计划、乡村产业振兴培训“头雁”项目、乡村振兴青春建功行动、乡村振兴巾帼行动（简称“四个行动”），在其中嵌入金融知识和金融消费维权的相关内容，肯定是一举多得、美美与共的好事。

三、选派金融村官，构建“双培双带”乡村振兴金融服务模式。普及金融知识、增强金融消费维权能力、优化信用环境、培育新型乡风民俗，还有一个“直达”举措，就是选派金融村官。这也是金融服务在地化、本土化的实招。利用训练有素的金融村官队伍，构建“双培双带”乡村振兴金融服务模式，即把各类新型农业经营主体培养成重合同、守信用的经营能手，让他们提升自生能力，带动企业行稳致远，实现可持续发展；把农村专干和有为青年培养成懂金融、敢作为、爱家乡的创新高手，让他们带领身边的人发展产业、创造财富、振兴乡村。这是一盘大棋。走对金融创新一着棋，激活乡村振兴一盘棋。

中国、日本、俄罗斯持有的美国国债变化

周琼

上海金融与发展实验室 特聘高级研究员

一、美国国债和外国投资者持有的总体情况

2021 年末，美国国债总额 29.62 万亿美元（2022 年 2 月 4 日突破 30 万亿美元），其中外国投资者持有的美国国债 7.74 万亿美元。外国投资者中，外国官方持有 4.16 万亿美元，占 54%，其他为民间投资者持有。

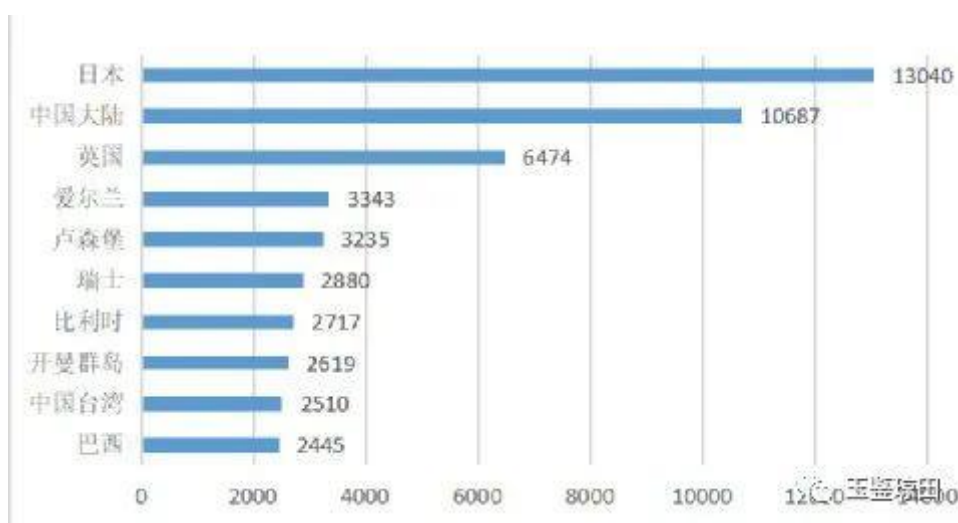


图 1 美国国债外国十大持有者（2021 年）单位：亿美元

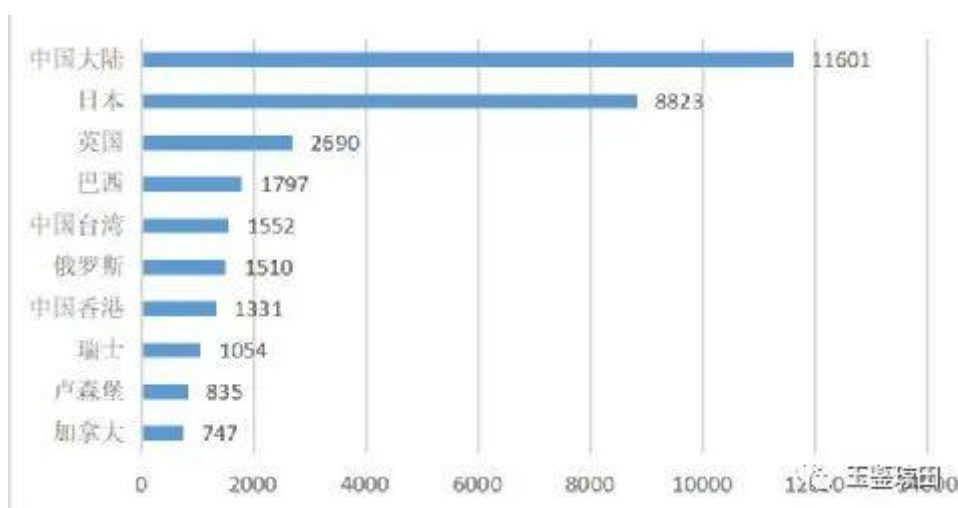


图 2 美国国债外国十大持有者（2010 年）单位：亿美元

二、俄罗斯持有美国国债情况



图3 俄罗斯的美国国债持有量和占比（2007/1-2021/12）



图4 美元兑卢布和原油价格

俄罗斯持有的美国国债金额和占外国投资者持有美国国债的比重（以下简称占比），从2007年初到2009年3月快速攀升，持有量从85亿美元上升到1384亿美元，占比从0.4%提高到4.24%，此后下降到2010年4月的2.86%，又上升到2010年7月的4.26%（占比的历史最高点，持有量的最高点是2010年10月的1763亿美元），此后金额和占比持续下降。2021年末占比为0.5%，又回到低于2007年初的水平。

特别是2014年和2018年，俄罗斯大幅度减持美国国债。2014年3月乌克兰的克里米亚并入俄罗斯联邦，美国等西方国家对俄罗斯采取了制裁措施。加之2014年原油价格下跌（2014年12月布伦特原油现货价同比下跌43%），俄罗斯卢布对美元大幅贬值。2013年末俄罗斯持有美国国债1386亿美元，2014年末持有860亿美元，比上年末下降38%，2015年末上升至921亿美元，2016年末861亿美元、2017年末1025亿美元。2018年末持有132亿美元，比上年末下降87%。2019-2021年末持有量分别为100、60、39亿美元。2010-2018年末俄罗斯持有的美国国债，在各国家和地区中位列第6、5、6、11、14、15、16、15、41名。2021年末为50名。

2021 年末，外国投资者持有的 7.74 万亿美国国债中，长期国债占 87%。大部分国家持有美国国债也以长期为主，如日本、中国、英国持有的国债中，93.4%、99.4%、85.6%是长期国债，而俄罗斯持有的国债中，只有 2.6%是长期国债，一付随时准备撤出的样子。这次美国冻结俄罗斯在美资产，俄罗斯持有的美国国债自然也在其中。

三、中国和日本持有美国国债情况

2021 年末，美国国债的外国投资者，第一大持有者是日本（1.30 万亿美元），第二是中国（1.07 万亿美元）。2000 年至 2008 年 8 月，日本都是第一大持有者，2008 年 9 月-2016 年 9 月，中国是第一大持有者，2016 年 10 月-2017 年 5 月日本，2017 年 6 月-2019 年 5 月中国，2019 年 6 月-2021 年 12 月日本，是第一大持有者。



图 5 中国的美国国债持有量和占比（2000/3-2021/12）



图 6 日本的美国国债持有量和占比（2000/3-2021/12）

中国对美国国债持有量的最高点，是 2013 年 11 月，持有 1.317 万亿美元，占比的最高点，是 2011 年 7 月，持有 28.2%。日本对美国国债持有量的最高点，是 2021 年 11 月，持有 1.327 万亿美元，占比的最高点，是 2004 年 8 月，持有 39.5%。2021 年末，日本和中国持有的美国国债，占外国投资者持有的美国国债的 16.8%和 13.85%，占美国国债总额的 4.4%和 3.6%。

中国在 2008 年 9 月首次超过日本，成为美国国债第一大持有者。2008 年美国发生金融危机，9 月 15 日美国第四大投资银行雷曼兄弟控股公司申请破产保护。2008 年 9 月比 2009 年 8 月，美国国债总额增加 1137 亿美元，单月新增创历史新高，2008 年 10 月猛增 1782 亿美元。2008 年 8 月，日本比中国多持有美国国债 566 亿美元。2008 年 9 月，中国持有的美国国债环比增加 445 亿美元，日本却下降 128 亿美元，使得中国超过了日本。

中国和日本持有美国国债2008年各月变化情况					单位：亿美元		
	美国国债总额	中国持有	日本持有	中国-日本	美国国债总额环比增减	中国环比增减	日本环比增减
2008-01	23,994	4,926	5,856	-930	462	150	44
2008-02	24,262	4,869	5,833	-964	268	-57	-23
2008-03	25,063	4,906	5,974	-1068	801	37	141
2008-04	25,867	5,020	5,888	-868	804	114	-86
2008-05	25,977	5,068	5,753	-685	110	48	-135
2008-06	25,874	5,351	6,280	-929	-103	283	527
2008-07	26,242	5,500	6,376	-876	368	149	96
2008-08	26,887	5,737	6,303	-566	645	237	-73
2008-09	28,024	6,182	6,175	7	1137	445	-128
2008-10	29,806	6,841	6,296	545	1782	659	121
2008-11	30,366	7,132	6,252	880	560	291	-44
2008-12	30,772	7,274	6,260	1014	406	142	8

数据来源：美国财政部，WIND

实际上中国在此时增持美国国债，是美国主动和中国协调的结果。时任美国财政部长亨利·保尔森在其回忆录《峭壁边缘》中写道：“星期天（2008 年 9 月 7 日）上午 11 点，吉姆·洛克哈特（联邦住房金融局局长）和我正式向媒体发表声明，公布了拯救房利美和房地美的计划。我介绍了整个计划的四个关键步骤：首先由联邦住房金融局将房利美和房地美置于接管程序下，然后由政府向两家公司各提供 1000 亿美元，填补它们的资本缺口，最后由财政部为房利美和房地美建立一个新的担保信贷实体，并启动一个临时性的计划来购买两家公司所担保的抵押贷款支持证券，以此来刺激房市。我想略去所有复杂的财务细节，直指这一计划的核心以及它对美国人民和他们的家庭的意义。这两家政府资助企业太过庞大，与整个金融系统有太多盘根错节的联系，任何一个的破产都会引发世界范围的灾难。这也会对国际金融市场产生重大的连带影响。在我当天所联系的诸多金融界领袖中，有我的两位中国老朋友，一位是中国人民银行行长周小川，还有主管中国金融和经济事务的中国国务院副总理王岐山。把美国的局势及时通知中国是非常重要的，因为他们持有巨额的美证券，包括‘两房’所发行的上千亿美元的债券。他们相信我们的承诺，在一个摇摇欲坠的市场中，在这个至关重要的时刻，他们坚持持有这些债券。幸运的是，我与他们二人很熟，在整个危机前后，我们都可以坦诚交流。‘我一直在说我们会承担我们的义务，’我提醒王岐山，‘我们很重视这些义务。’‘你做了你能做到的一切。’王岐山说，他表示中国会继续持有这些债券。他对我们的行动表示祝贺，但也给我提了一个醒：‘我知道你认为这可能会解决你们所有的问题，但这一切也许还没有结束。’话虽如此，当我在那个星期天的下午坐在办公室里连线全球各地的金融领袖们，我

还是不禁感受到了一丝轻松。我们刚刚完成了可能是有史以来最大的一次金融大救援。房利美和房地美没能阻止我们，国会支持我们，而市场似乎也欣然接受了我们的行动。”

2008 年美国金融危机，美国需要中国的经济支持，中国也给予了充分支持，使得中美关系走得更近。中国、日本、俄罗斯持有美债的规模，不仅在一定程度上反映其经济实力，也反映其持有的意愿，与美国的关系、互信度。

（内容来源：玉鉴琼田）

公共政策性金融如何战略性支撑中国银发经济？

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

新发展经济学视角下的人口老龄化

赫拉利在《人类简史》里说，人类社会最根本的特点就是在于能够不断演化出更复杂和更具合作性的社会安排，从而持续繁衍进化。探索解决人口与社会经济发展如此宏大的问题，实现新时代高质量发展的战略目标，在本质上可以归结为发展中国家通过工业化转型实现发达状态的进程。这里的工业化特指张培刚先生在《农业与工业化》（Agriculture and Industrialization）中提出的包含了工业和农业在内整个经济的现代化，即国民经济中一系列基要生产函数，或生产要素组合方式，连续发生由低级到高级的突破性变化的过程。当前中国面临着人口红利和开放红利锐减后，如何通过提高全要素生产率，实现经济转型与升级的问题，即人口数量与质量对经济发展的正向影响作用。

自 20 世纪 80 年代后期以来，张培刚先生等学者兼收并蓄东西方经济发展学说众长，以一种综合又开阔的视野，完善与拓展了发展中国家发展经济学的体系，强调生活质量的改善和社会的进步，突出了“以人为本的发展与可持续发展”是经济发展的目标和永恒主题。新发展经济学在这里给出了一个处理国家复杂问题的科学范式：将历史的和制度的分析，市场与政府的作用，发展要素与国际条件，技术进步与资本形成，人口结构与产业经济调整，动态的和非均衡的比较，以及战略政策和发展实践等相结合。这些要素或因子成为我们研究新时代中国老龄化问题的要义。当然，在实践中还要落实发展目标、政策规范和执行标准来不断检验战略政策的实效。

科技创新成为新时代老龄化社会发展“动力源”

习近平总书记强调，人口老龄化是世界性问题，对人类社会产生的影响是深刻持久的。从全球视野来看，人口增长减速并非中国独有，人口老龄化是世界趋势。按照联合国经济和社会事务部 2019 年发布的人口展望报告预计，到 2050 年人口达峰并开始持续下降的国家或地区数量将增至 55 个。中国自 1990 年代开始，内在自然增长率转负之后的约 30 年时间，人口增长转负的趋势短期难以改变，所有的政策措施必须在人口约束条件下寻找最大公约数。我们应当进一步积极探索中国利益和全球利益的最大交集，不断构建与完善生命全周期健康可持续的人类命运共同体。按照广义上的老龄产业集群角度看，2021 年中国“银发经济”整体产业规模约达 5.7 万亿元，预计将在 2050 年突破 100 万亿元，届时将占 GDP 的 1/3 以上。从全球主要经济体角度看，政府、全球性组织和企业的养老科技创新活动，以及法治化进程也呈快速发展态势。全球增长咨询公司沙利文预测：全球“养老科技（Gerontechnology）”市场中期收入预计将超过 2500 亿美元。

我国在 2019 年发布的《国家积极应对人口老龄化中长期规划》中提出，将技术创新作为积极应对人口老龄化的第一动力和战略支撑，我国在“健康中国”战略部署指引下，根据国家“十四五”规划要求，初步形成了行动方案。后续实践的重点可在以下领域组织实施：一是持续聚焦量子信息、人工智能、生物医药等，老龄化时代“以人为本”需求迫切、广阔的创新领域，瞄准人工智能、生命健康、脑科学、适老化服务机器人、生物育种等前沿领域，集中优势资源攻关新发、突发传染病，生物安全风险防控、医药和医疗设备、关键元器件零部件，以及基础新材料等基础性、关键性核心技术；二是加快老龄综合学科建设，增强人才培养和基础科学研究与投入，通过实现资源有效配置，挖掘人口老龄化的“活力和机遇”；三是依托区域和城市群（带）比较优势，围绕“五大都市圈”高质量建设，落地高能级的健康养老科技细分市场的核心产业升级集群，使得解决老龄化问题和实现经济社会高质量发展有机统一，持续提升劳动生产率和全要素生产率，进一步实现高能级主导产业带动、促进乡城人口流动、“边富边老”的发展路径。在这个意义上，通过全面推动新时代银发经济发展，中国有望成为下一轮全球性经济周期的引领者。

中国发展银发经济与公共政策性金融功能分析

客观而言，在新形势下我国银发经济发展，面临着复杂性、长期性和巨大基础性资本投入缺口等问题。仅从近年研发投入角度观察，差距已非常明显。公开数据显示，我国研发约占 GDP 的 2.13%，在全球相对排名是第 13 位，绝对数约 3000 亿美元，居世界第二，美国绝对数大约为 5600 亿美元，位列世界第一；我国基础核心领域研发占总投入的 5% 左右，相较于主要创新型国家的 15%-20% 差距较大。核心基础研究至关重要，如若缺失就难以掌控在新一轮技术革命的定价权和规则制定权。若再考虑几亿老龄化人群面对“养老基础设施”及结构性需求矛盾现存巨大缺口的情况，如何坚持以人民为中心，实施积极应对人口老龄化国家战略，在更好地落实中国特色人口老龄化“顶层设计”，走出一条符合中国特色积极应对人口老龄化道路？回答在于：适时发挥公共政策性金融对发展银发经济的战略性和决定性支撑力量。

发展银发经济应对老龄化问题，当前仍然存在着微观配置主体更立足于选择经济有效性目标，而宏观配置导向更倾向选择战略性合理目标的矛盾。这对矛盾能够通过推进公共政策性金融迎刃而解。在一个多世纪以前，政策性金融产生之初，即以贯彻执行国家特定战略、经济政策、产业与社会政策公共利益目标为其最高宗旨，也是一国的长久性战略决策与选择。政策性金融的本质性特征概括为：公共性、政策性；国家主权信用性；融资性、优惠性、规模性；特定选择性、非竞争性。政策性金融与市场经济其他力量共生共长，是客观存在的全局性、长久性战略决策，并具有严肃的经济必然性与崇高而潜在的重大社会责任。世界各国的实践也证明，公共政策性金融的产生是实现国家意志的必需和历史发展的必然。从 2021 年《全球开发性金融机构全景概览：内涵、理据和多样性》来看：一是具有公共政策性质的开发金融机构正在全球范围内复兴，以应对经济、社会和环境发展方面新的挑战；二是无论是发达国家还是发展中国家，最近都已建立或正在计划建立新的国别开发性金融机构（NDFIs）和多边开发银行

（MDBs）；三是公共政策性金融的使命导向型投资推动了新一代技术创新的涌现，进一步拓展了市场成长空间；四是国家在新一代科技创新链中扮演着重要的投资引导角色，不断促进创新引领型增长。

对中国而言，一个完备的公共政策性金融体系应当包括四个要素，即开发性金融、支持性金融、补偿性金融和福利性金融。上述要素整体对应了我国目前三大公共政策性金融机构，并留出了对未来公共政策性金融机构扩展的空间。当前，我国亟需通过公共政策性金融，提供规模化的银发经济发展长期资本和政策性金融战略支撑性服务，即扩展与提升公共政策性金融功能，实现对银发经济产业投资的直接扶持与强力推进、逆市场性选择与市场失灵纠偏、对新一代科技基础创新高风险产业投资的倡导与虹吸引导等，从而整体实现国家战略发展目标和社会福利的最大化。

（内容来源：北大金融评论杂志）

公债陷阱：财政赤字货币化的“不可能三角”

邵宇 上海金融与发展实验室 理事

陈达飞 东方证券宏观 研究员

2008 年全球金融危机之后，西方世界陷入“公债陷阱”^[1]，政府债务杠杆率都达到了二战结束以来的峰值——均已经超过马斯特里赫特条约所认定的 60% 可持续水平，但并未发生主权债务危机。人们甚至将后危机时期的“长期停滞”归因于过于保守的财政政策^[2]。在经典的凯恩斯理论中，在有效需求不足时，如果没有财政扩张予以配合，货币政策因流动性陷阱的存在而无效。

以史为鉴，各国政府在应对新冠肺炎疫情冲击时更加积极（Chine, 2021）。据统计，2020-2021 年全球财政赤字率合计分别达到了 10% 和 8%。在主要经济体中，美国的财政支出规模最大，从 2020 年 3 月到 2021 年 3 月，四轮财政救助计划合计达 5.9 万亿美元，占 2021 年 GDP 的 26.9%^[3]（2008 年《紧急经济稳定法案》和 2009 年《美国复兴与再投资法案》支出总额为 GDP 的 10.3%），2020 和 2021 年的赤字率分别为 15% 和 11%（IMF, 2021）。关于财政可持续性、债务货币化及其与通货膨胀的关系再次成为热点话题。

如同持续的低通胀为宽松的货币政策创造了空间一样，零利率或负利率也提高了积极财政政策的可持续性。两者形成了一个闭环，为现代货币理论（MMT）及其政策主张——“财政赤字货币化”（或广义上的“债务货币化”）提供了现实依据。理论上，只要“ $r < g$ ”（实际利率小于经济实际增长率）财政就是可持续的，问题在于长期估计误差较大，结构性拐点更不可知。过去 60 年里，美国国债实际利率的平均值为 2.69%，中位数为 2.18%。考虑到近 40 年的下行周期，未来三十年选取 1%（33% 分位数）作为基准比较合理（Cline, 2021）——高于过去 10 年的平均值。美国国会预算办公室（CBO, 2021）对实际 GDP 增速的估计为 1.8%。要想保持债务杠杆率的稳定，基本赤字率（primary deficit，即利息收支除外）需保持在 0.8% 左右。这显然不符合现实约束。

2008 年至今，美国政府债务杠杆率已经从 60% 以下上升到 120% 以上，仅次于二战时期的 125%（图 1），CBO 的预测 2051 年将超过 200%，即使利率维持低位，利息负担也会显著提升。鉴于债务杠杆率的高企，再考虑到美国人口老龄化（古德哈特和普拉丹，2021）和财政支出结构的趋势性变化（如社会保障开支占比的提升等），美国财政的可持续性是值得怀疑的。如果通胀“破防”，通胀预期和利率中枢随之抬升，某种形式的违约或难避免。矫正财政收支失衡的方式无非是：增加税收、通货膨胀（税）、美元贬值（铸币税）或债务违约——通货膨胀和美元贬值本质上是隐性违约。

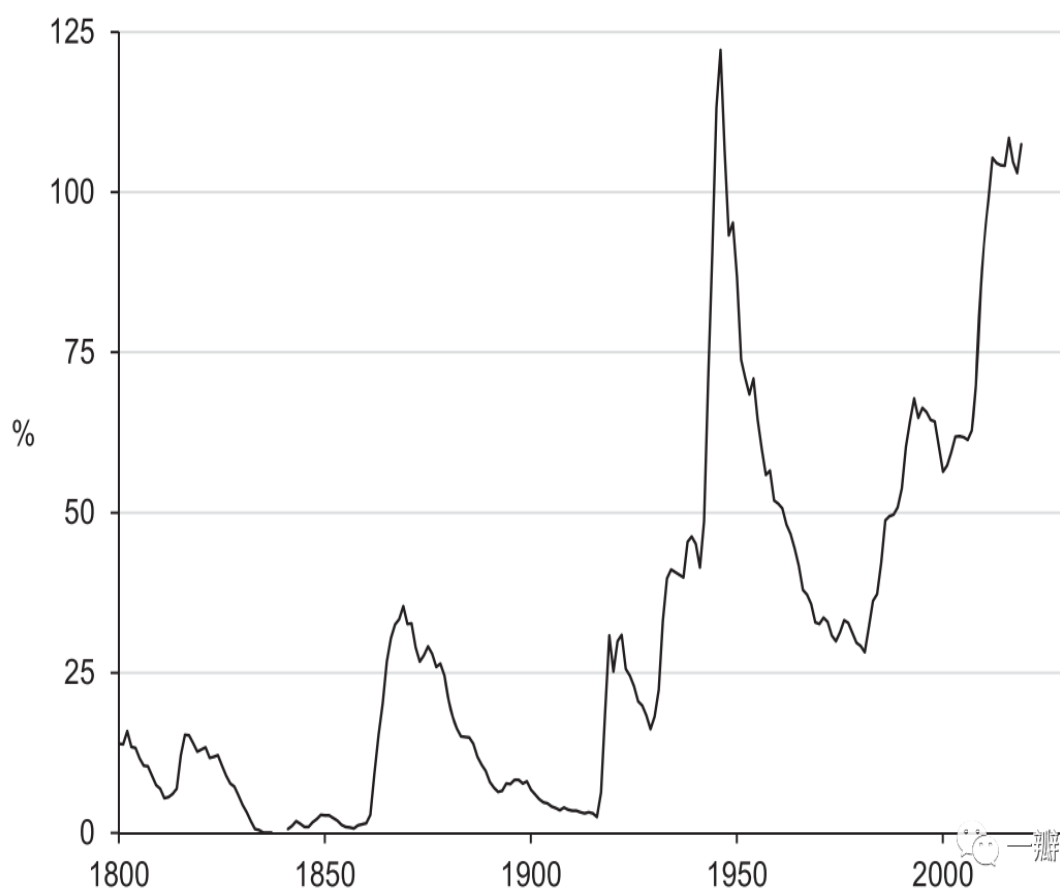


图 1 美国政府债务杠杆率

(Bordo and Levy, 2021)

若将联邦政府财政赤字率和美联储资产负债表（或持有政府债券）规模的同时提升视为 MMT 的实践^[4]，那么在美联储一百多年的历史中共有四个案例（图 2）：第一次世界大战、第二次世界大战、2008 年全球金融危机和新冠大流行。其中，前两次的财政赤字率显著高于美联储扩表规模，后两次规模相当，且可以看出美联储扩表的主要方式是购买政府债券。除 2008 年全球金融危机以外，另外三次都导致了明显的通胀压力，整体 CPI 增长的高点分别为 20%、13%和 8%^[5]，并且持续时间均较长，从首次突破 3% 到首次降至 3%以下，一战用了 60 个月，二战为 34 个月，新冠大流行目前已经持续 11 个月^[6]——根据美联储关于通胀期限结构的预测，还需 12 个月左右才能降到 3%以下^[7]。在 2022 年 3 月 21 日的演讲中^[8]，美联储主席鲍威尔的目标是 3 年内将通胀降到接近 2%。上世纪 60 年代中期开始的通货膨胀之所以演变为 70 年代的“大滞胀”，虽然直接驱动因素是财政赤字的扩张，但美联储也起到了推波助澜的作用，只是没有以扩表的形式表现出来^[9]。

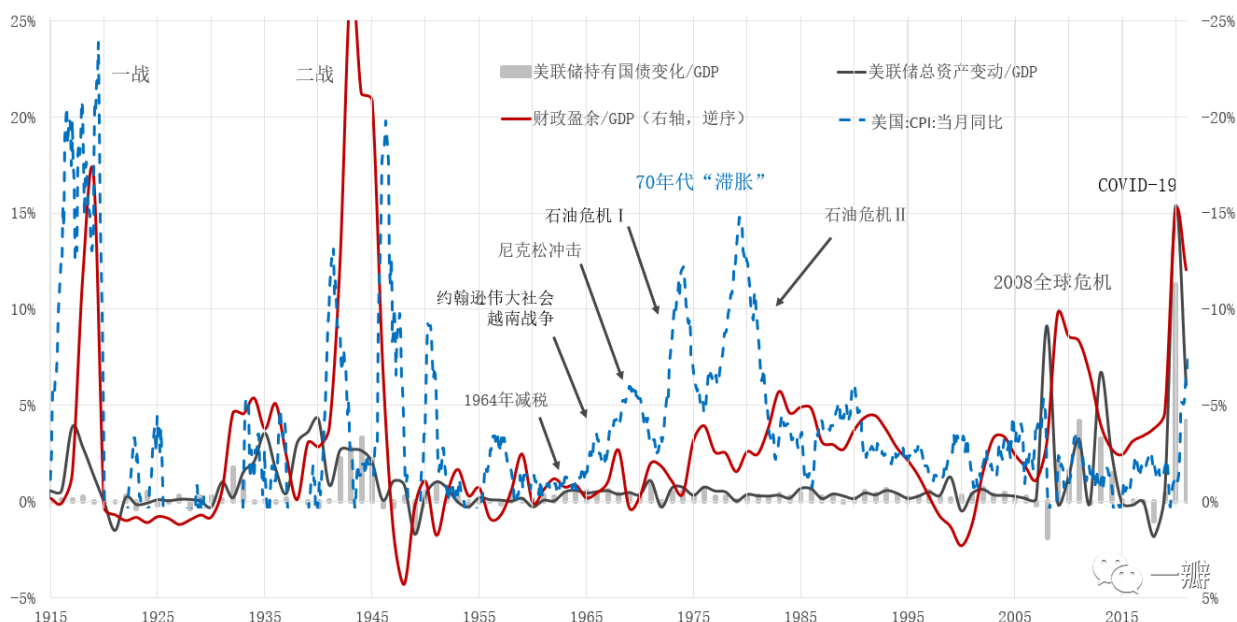


图2 美国联邦政府赤字率和美联储资产负债表扩张（美联储诞生以来）

数据来源：FED,CEIC，笔者绘制

说明：美联储持有的国债变化包含短期到长期的所有联邦政府证券。

历时百年，美国的社会经济结构、美联储货币政策框架，以及美联储与财政部的关系以及全球化等都发生了翻天覆地的变化。百年前是工业社会，现在是服务主导型社会；百年前是商品货币时代，现在是信用货币时代；百年前的美联储更像是财政部的“出纳”，现在的美联储则具有完全的货币政策自主权。百年前的世界经贸关系是在帝国秩序下进行的，现在是主权国家之间（或多边贸易协议内）的自由贸易。以1973年布雷顿森林体系的瓦解和浮动汇率制在全球的推广为分野，再到上世纪八九十年代价格型货币政策框架（通胀目标制+利率规则）的确立，货币数量与通胀的相关性也发生了变化。虽不能将三个案例中的通胀压力都归因于财政赤字货币化，但货币作为持续高通胀的必要条件则是一条久经历史考验的经验法则。财政赤字货币化具有显著的通胀效应。

Bordo 和 Levy（2021）考察1800年以来美国和英国财政赤字与通货膨胀的关系，发现战争时期政府开动印钞机征收“通胀税”是普遍现象。在20世纪初的两个和平时期，债务融资支持的财政赤字也产生了通货膨胀。对比全球金融危机和新冠疫情时期的政策，他们认为后疫情时代的通胀压力更大。现实情况也符合作者的预测。任何方式引发的通胀都是对债权人征收通胀税，对于其灾难性后果，凯恩斯在《货币改革论》中做了详细阐述。这一融资手段是有限^[10]且不可持续的。列宁说：“要想颠覆现有社会的基础，没有比货币贬值更绝妙、更可靠的办法了。”

事前看，全球金融危机以来的低通胀（和通胀预期）、低利率和菲利普斯曲线的平坦化的事实确实提高了MMT的可操作性，但事后看，MMT的实践也有可能推翻其自身的逻辑自治性。因为有充分的理论和经验证明，财政没有“免费的午餐”，长期低利率和不断上升的债务比率是一对矛盾体——债务杠杆

率的提升终会导致利率的上升（Chine，2021）。学术文献的共识估计是，政府债务杠杆率（债务总额/GDP）每增加1%，10年期国债利率就会提高略高为3.5bp（Rachel和Summers，2019）。

基础货币如同央行发行的零息债券。若合并财政部与央行的报表，货币与政府债券都是公共债务。财政赤字货币化的本质是预算软约束，其对财政纪律、美联储的独立性和美元信用产生的负面影响不可估量。如同物理世界不存在永动机一样，经济世界也没有永动机。一旦通货膨胀最终推动利率中枢的抬升，进而打破“税收-美元-美债”^[1]闭环，全球都将为此埋单。债务货币化、美联储独立性和美元信用也是一个“不可能三角”：维护美元信用要求保持美联储独立性，却与债务货币化不相容。全球金融危机和新冠疫情时期一系列的紧急信贷支持计划模糊了货币与财政的边界。美联储应警惕财政主导^[2]（fiscal dominance）权力的回归，保持货币政策独立性（Waller，2021）。

“我们从历史研究中得到的教训是：避免战争；审慎使用货币政策来维持财政赤字；避免财政主导；保持央行独立性；稳定通胀预期；并推行有利于增长的经济政策……忽视历史教训可能会给政策制定者带来风险。”^[3]令人担忧的是，政策制定者们都在被历史裹挟着向错误的方向前进。理论上，在MMT的框架内，主权信用货币发行国不会出现主权债务违约，尤其是像美国这样的国际货币发行国。这并不符合历史经验。英镑的教训还历历在目。美国长期以来的财政与国际收支“双赤字”仍在侵蚀着美元的信用，这是美元体系固有的矛盾。实际负利率是美国国债透支美元信用的一种表现。随着美国经济份额的下降、中美经济相互依赖性的弱化和俄乌冲突催化的国际储备货币多元化，美元信用靠什么来重建？

注释：

[1]公债即国债。

[2]在对欧元区和美国的复苏路径进行比较分析时或可得到这一结论。

[3] 2020年3-4月援助法案总额为3.1万亿美元(占GDP的14.8%)。2020年12月通过了一项9000亿美元的联邦支出法案；2021年3月又通过了一项1.9万亿美元的联邦支出法案；总额为5.9万亿美元。

[4]通常所说的“债务货币化”指的是将货币创造作为政府支出的永久性融资来源（Andolfatto，2013），也有观点认为，应根据美联储是否是有意帮助政府融资（Thornton，2010）。无论从哪个角度看，2008年以来的实践都符合“债务货币化”的定义。一方面，美联储已实施充足准备金制度（Waller，2022），截止到2019年7月缩表结束，美联储资产负债表规模仍远高于2008年金融危机之前，后疫情时代的缩表也将是不完全的。另一方面，财政政策的主导性和货币政策的适应性更毋庸置疑（参考本书第二章）。

[5]数据截止到2022年2月。

[6]一战和二战时期，美国的通胀率在美国正式参战之前就超过了3%。

[7] 2022年2月的数据，来源费城联储官网：<https://www.philadelphiafed.org/surveys-and-data/real-time-data-research/atsix>

[8] <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20220321a.htm>

[9]主要表现为更高的 M1 增速和更低的利率（详见本书第二章“第一个百年”）。

[10]凯恩斯认为，“通胀税”融资额通常不超过 GNP 的 20%，而通过低息的债券融资则可达到 GNP 的 100%。但正如本文所说，后者也会形成通胀。

[11] MMT 认为，在信用货币时代，税收驱动货币。

[12]财政主导假设认为，持续的财政赤字和不断增加的债务对央行施加压力，迫使其采取通胀性货币政策。

[13] Bordo and Levy, 2021.

（内容来源：一瓣）

货币供给、通货膨胀与货币流通速度

刘晓曙

中国资产管理人论坛 理事 青岛银行首席 经济学家

无论近期金融数据表现还是未来货币政策均出现宽松趋向。一方面，刚公布的 3 月份金融数据全面超出市场预期。一季度社会融资规模增量累计 12.06 万亿，创下单季历史新高；一季度人民币贷款增加 8.34 万亿元，为有记录以来新高；M2 同比增速加快至 9.7%。与此同时，3 月份 CPI 同比增长 1.5%，中断了去年 11 月份以来的下降趋势，开始回升，超出预期。另一方面，在货币供给量与通胀均超预期的情况下，宽货币预期再起。受疫情冲击影响，经济下行压力加大，货币政策将加码宽松。4 月 6 日国常会指出“货币政策要发挥总量和结构双重功能，加大对实体经济的支持”；4 月 13 日国常会决定，适时运用降准等货币政策工具，推动银行增强信贷投放能力，进一步加大金融对实体经济的支持力度。

因此，有人担心，若我国进一步实施货币宽松，会不会也引发新的通货膨胀？毕竟美国 2020 年执行宽松货币政策引起的大通胀还没消停呢。

本文将基于货币政策、通货膨胀与货币流通速度之间的关系研究来回答这一问题。

一、数量方程式与货币流通速度

1885 年，数学家、天文学家和经济学家西蒙·纽科姆出版了《政治经济学原理》一书。这本书非常清晰的介绍了流量和存量之间的区别，更重要的是它还叙述了一个更为简明的关系，纽科姆称之为交易方程。后来，美国经济学家费雪把它作为货币数量论重新加以介绍，也就是今天我们所知道的这个方程：

$MV=PQ$ 其中：M=货币数量 V=货币流通速度 P=物价水平 Q=商品与服务数量

即货币数量（M）与货币流通速度（V）的乘积始终恒等于物价水平（P）与商品服务数量（Q）的乘积。

数量方程式的左边是货币供给与货币流通速度的乘积，右边是商品服务价格和数量的乘积。方程式的两边都有内在的不稳定因素，比如右边的不稳定因素包括梅茨勒的存货效应、克拉克的加速度效应、穆勒的过度投资等。在任何方程式中，如果稳定了一边，那么就可以稳定整个方程式。显然，通常情况下，稳定数量方程式左边的货币供给比稳定右边容易很多。事实上，弗里德曼基于控制货币存量的固定增长就可以管理经济周期问题的思想把纽科姆的数量方程式重新挖掘出来。

我们将采用数量方程式讨论物价水平（P）与货币供给量（M）及货币流通速度（V）的关系，特别是物价水平（P）与货币流通速度（V）的关系，它常常被忽视。在社会生产生活节奏猛烈变化的时期，比如当前新冠疫情加剧的时候，忽视货币流通速度（V）的变化就无法准确理解货币政策的后果，比方新冠疫情爆发后中美两国都实行了货币宽松政策，为什么在中国没有看到大通胀而在美国出现了大通胀。

测度货币流通速度是个复杂的问题。在一些分析中，通常根据恒等式倒算出来货币流通速度： $V=PQ/M$ 。但是这样推算出来的货币流通速度经常受到质疑，因为在应用数量方程式分析货币数量与物价关系时用到的货币流通速度又由货币数量和物价来衡量，所以就出现了小猫追着自己尾巴转圈圈的怪象。

好在通常情况下经济社会的运转是平稳有序的，可以不失一般的假设：货币流通速度是相对稳定的，或者说货币流通速度的变化率几乎等于 0。在这种情况下，货币需求增速几乎完全取决于 PQ 的增速，一旦货币超发，即货币供给增速远高于 PQ 增速，则会引发通货膨胀。

但是，世界总在常与无常中流转变换。新冠疫情就是一桩世间无常之事，它打破了社会的经济活动秩序，也改变我们观察经济的常用视角。作为经济社会运行的基础，物流及人员流动等发生了异常的变动，货币流通速度基本稳定的前提假设发生了颠覆性的变化。

类似新冠这样的大流行病毒对经济的影响，以前只在历史书中见过对它的描述。加之货币流通速度本身的难以测度，新冠疫情对货币流通速度会造成什么样的冲击，我们很难知道。因此，在评估货币政策效果时容易陷入盲人摸象的境地，甚至在出台货币政策时就根本是盲目的，不知道货币供给增加到底是够量还是不够量。

理论上，新冠疫情期间，由于保持社交距离的原因，人流、物流等放缓节奏，与资金流通相关的货币流通速度(V)也将受到严重阻滞。因此，人流、物流的速度与货币流通速度的变化会存在密切的数量关系。

对比美国货币流通速度变化和与平常相比的城市人员活动百分比 Citymapper 活动指数，确实可以惊奇的发现：疫情期间美国货币流通速度的变动走势和人员活动放缓走势基本是一致的。新冠疫情给无论社会经济活动还是货币金融活动都带来了巨大的冲击，货币流通速度确实受到显著的改变。数量方程式提醒我们：在通货膨胀管理、货币供给方面，政策制定者不能对货币流通速度的变化视而不见；否则，政策制定者将自食其果。



图 1 美国货币流通速度变化与人员活动比较

我国相关职能部门没有公布货币流通速度的统计数据，我们尝试根据数量方程式倒推计算出货币流通速度即 $V=PQ/M$ 的变化情况，这里采用名义 GDP 来代替 PQ。同样可以发现：我国的货币流通速度变化与人员活动变化两者的走势几乎是一致的。



图 2 中国货币流通速度与人员流动

尽管如前述这个货币流通速度计算方法存在小猫追着自己尾巴转圈圈的怪象以及用名义 GDP 代理 PQ 的适用问题，鉴于美国货币流通速度变化与经济社会活动变化之间显示出来的密切关系模式（pattern），在一定程度上我们认为这样的推算也算合理的，可以用来分析与评估我国货币供给政策的合理性及通货膨胀管理水平。退一步讲，客运、物流、人员活动的变动情况也可以作为观察货币流通速度变化的半定性参照指标。

二、货币供应、通货膨胀与货币流通速度

弗里德曼说：通货膨胀归根结底是个货币现象。这句话常被理解为：过多的货币追逐过少的产量，就会产生通胀。是的，多数时候这样理解没有问题。但是当遇到新冠疫情这种世纪冲击的时候还这样理解就可能出现认知偏差。

弗里德曼也是个货币数量论者。根据数量方程式 $MV=PQ$ ，影响物价（P）变化的因素显然除了货币供给量（M）发生变化还有货币流通速度的变化（V）。只有在正常的情况下，货币流通速度（V）的变化很小，几乎可以忽略，这时货币供给是通货膨胀的主因。但在像发生新冠疫情这样的非常时期，货币宽松并不必然就引发通货膨胀，因为货币流通速度的变化很大，大到不能被忽视。

比如，我国在 2020 年疫情初期启动了宽松的货币周期，采取了降准、降息等一系列宽货币政策，M2 增速远高于 GDP 增速。按照通常的理解，我国应该发生显著的通货膨胀才对。但事实上并未发生人们所担忧的通胀。

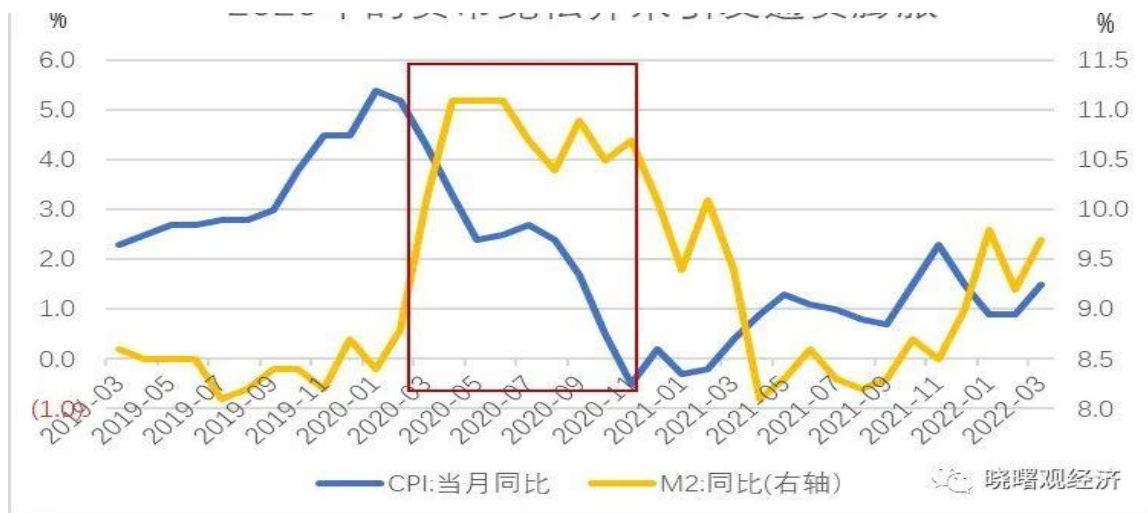


图 3 2020 年的货币宽松并未引发通货膨胀

这背后的原因就在于发生疫情后，保持社交距离的系列措施令整个经济社会人流、物流等的节奏放缓，相应的也让货币流通速度变缓。货币流通速度的下降抵消了货币超发的通胀拉升作用，使得通货膨胀不曾发生。

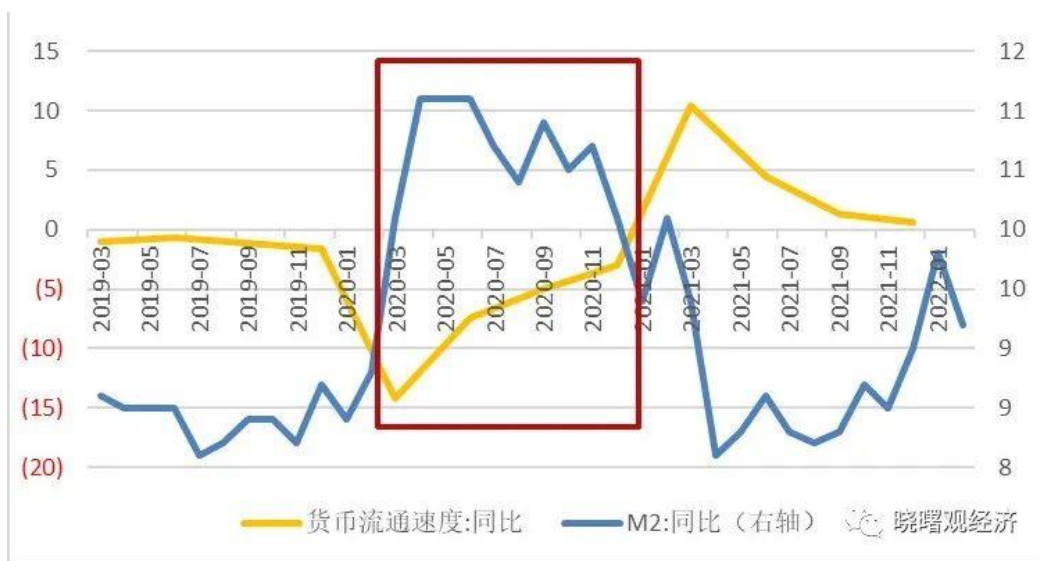


图 4 货币流通速度下降抵消了货币超发

随着疫情缓解，货币流通速度回升，若依旧保持宽松货币供给，由于数量方程式 $MV=PQ$ 是个会计恒等式，它一定会让物价（P）上升，引起通货膨胀。在这一点上，我国央行理解上还是很到位的。自 2020 年 5 月左右起，我国货币政策逐步正常化，M2 增速开始收缩，保证了我国通货膨胀控制在合理范围内。反观美国，则出现了迥然不同的事情。疫情发生后，为了刺激经济复苏美联储采取了持续超宽松的货币政策。2020 年，由于货币流通速度受到阻滞，货币流通速度的下降抵消了货币超发的通胀拉升作用，当年美国并未出现令人担心的通货膨胀。但是随着疫情防控的常态化，美国经济持续复苏，生产、消

费也逐步恢复正常，货币流通速度也逐渐正常化，但是美联储并没有将货币供给速度降低到合适的水平，广义货币 M2 仍然保持两位数的增速。最终，超发的货币叠加其它因素引发美国通货膨胀高企难下。

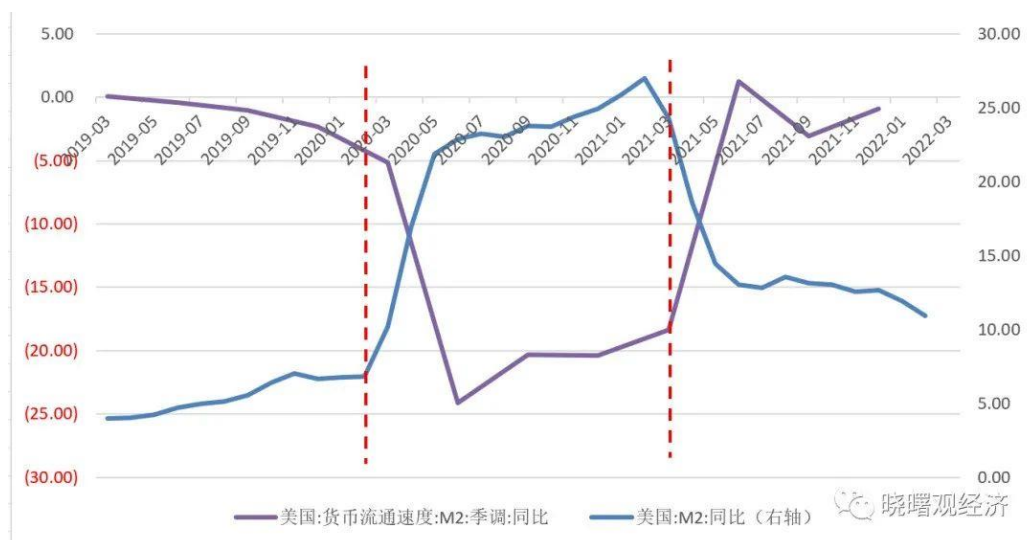


图 5 货币流通速度与 M2

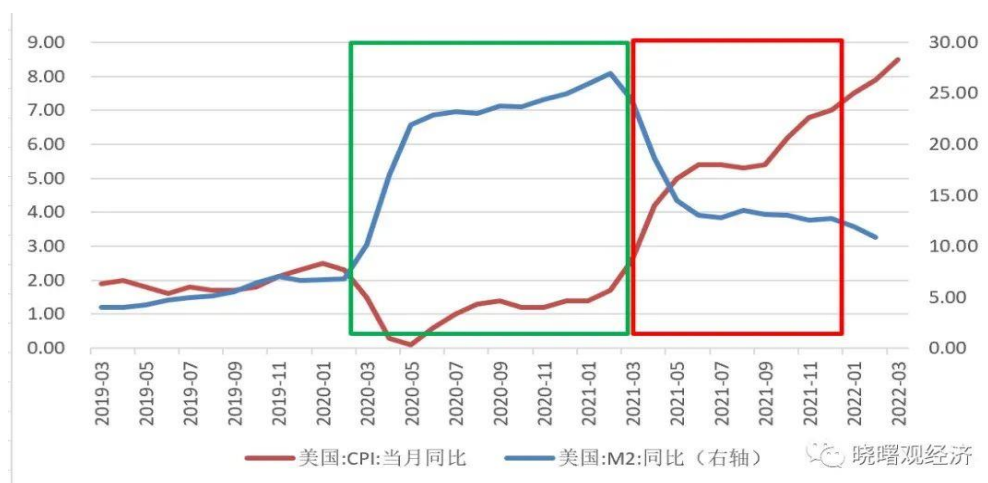


图 6 通货膨胀与货币供给

也就是说，引发通货膨胀与否，不仅要看货币供给量，还要看货币流通速度，特别是在病毒大流行这样的非正常时期。

三、货币政策与货币流通速度

数量方程式说的很清楚，任何货币政策的制定者不能只盯着货币供给本身，还需要俯下身子仔细观察经济社会的活动步伐特别是货币流通速度的变化。

以当前情况为例，我国接下来要不要采取货币宽松政策呢？若进一步实施货币宽松，会不会像美国一样触发大通胀呢？我们观点很简单，它取决于疫情的走向，同时也取决于央行对货币流通速度变化的恰当反应。

首先，3 月份通货膨胀超预期与一季度金融数据超预期并没有什么联系。3 月份通货膨胀超预期更多地是由输入性通货膨胀引起的。从各个分项指标来看，交通和通信对 CPI 的拉动作用最大。交通和通信的分项中只有燃料价格出现了大幅增长。燃料价格的飙升则主要是由于俄乌战争造成国际原油价格上涨：3 月一揽子原油平均价格飙升至 113.48 美元/桶。



图 7 CPI 各个分项

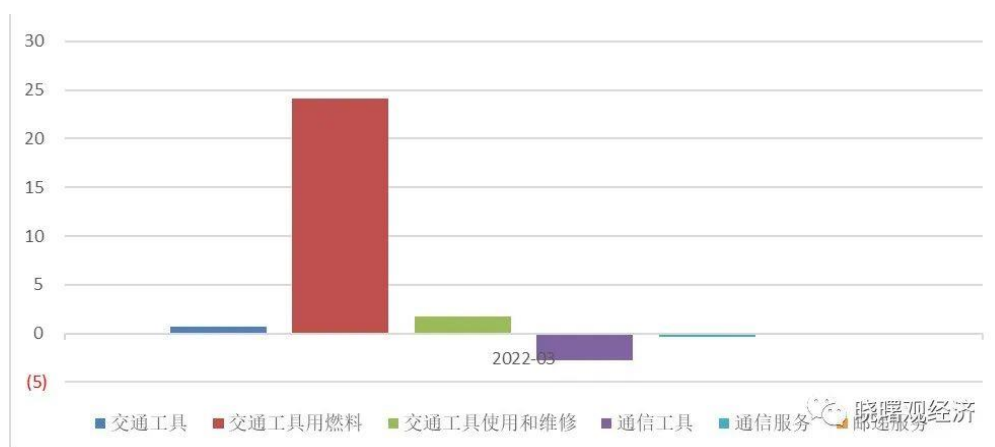


图 8 交通和通讯分项

其次，当前货币流通速度正在变慢。疫情反复背景下，多地防疫政策不断趋严，人流、物流节奏放缓。以北京、上海、广州、成都、南京、武汉、西安、苏州、郑州以及重庆等地的地铁日均客运量作为观测对象，可以发现 3 月份同比-25.85%，4 月份同比甚至达到-44.81%。人流、物流放缓，经济活动怠慢下来，货币流通速度也自然跟着变慢。

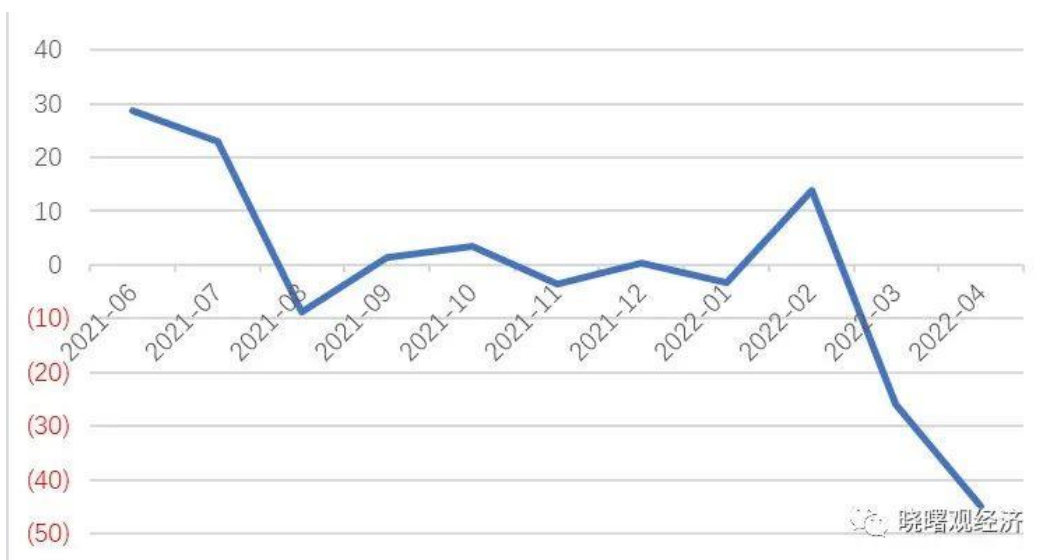


图9 地铁日均客运量：同比 月

正如前文所说，货币宽松政策会否引发通货膨胀要看货币供给量增加情况，还要看货币流通速度的变化情况。当前，可采取与货币流通速度变缓相适应的货币宽松政策。

总体而言，未来一段时间货币政策走向依赖于疫情防控：若疫情反复、防控趋严，货币流通速度变缓，则通货膨胀不会成为货币宽松的掣肘；若疫情压力缓解、消费生产恢复正常，货币流通速度回归常态，那么，货币政策制定者则要充分考虑货币数量对通货膨胀的影响，适当收紧流动性。

(内容来源：晓曙观经济)

经济亟需政策的保驾护航

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

昨天统计局公布了一季度的主要经济数据。总的来看，今年年初国内经济在国内外环境复杂性不确定性加剧的情况下，整体略有走弱。先来看一下一季度的主要分项指标。一季度 GDP 同比增速为 4.8%，环比增长 1.3%。

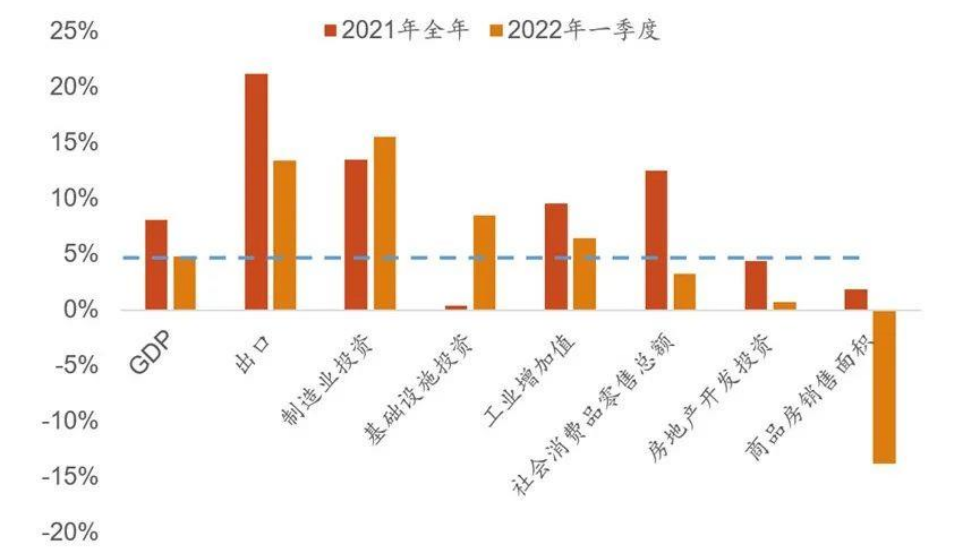


图 1 经济指标分项概览

资料来源：Wind，红塔证券（均为同比增速）

分项来看，一季度国内经济的主要拖累项是房地产投资和消费。

一季度商品房销售面积同比下降 13.8%；销售额同比下降 22.7%。我们认为房价上涨预期有所走弱、对期房销售的信任度下滑，以及收入端不确定性提高共同使得居民的购房意愿不足，并使得房地产销售偏弱。销售市场的疲软、预售资金的规范以及快周转战略逐渐退出等则使得房企的投资策略偏谨慎，房地产投资同比回落，一季度投资同比增长 0.7%，前值为 3.7%。

消费则主要是因为在国内疫情反复的情况下，居民收入端不确定性增强，消费意愿偏低，叠加线下消费场景缺失，国内消费整体偏弱。一季度社会消费品零售总额同比增长 3.3%，同比实际增长 1.3%，其中 3 月当月同比下滑 3.5%。

在房地产投资和消费整体偏弱的时候，一季度经济的主要支撑力量则来源于这么几点：

第一，制造业投资。受益于积极的政策以及旺盛的出口等，今年一季度国内制造业投资延续了此前的修复态势，同比增长 15.6%。

第二，出口。受价格上涨、海外经济修复带动的需求回升以及国内制造业升级带来的竞争力提高等因素的影响，一季度国内出口仍然位于高位，同比增长 13.4%。

第三，基建投资。在财政政策发力且节奏前置的时候，基建成为了经济的主要托底项，一季度同比增长 8.5%。

另外，因为疫情对生产端的冲击还未完全发酵叠加出口、基建等带来了不小的订单需求，国内生产整体维持韧性，一季度，规模以上工业增加值同比增长 6.5%，其中，3 月当月工业增加值同比实际增长 5.0%。同时，从当月数据来看，3 月经济数据总体延续了一季度经济数据的特征，更多的是幅度上的变动。因此这里我们合在一起分析。

总的来说，3 月经济数据喜忧参半。从消费、出口和投资这三驾马车来看，消费和房地产投资是拖累项；出口、制造业投资和基建投资则是支撑项。

接下来我们对此进行逐一分析。我们先将目光放在消费和房地产投资上。

一季度特别是 3 月份国内消费端疲软主要是受到了疫情的冲击。本轮疫情可以说是仅次于 2020 年初的第一轮疫情了。可以看到目前，国内每日新增人数叠加无症状人数整体都在 2 万例以上。多点爆发的疫情除了使得居民出行受限、线下消费场景缺失之外，更是直接对居民的就业、收入等造成了更加长远的影响。疫情的直接冲击主要体现在线下服务消费上。在疫情爆发后居民自身对疫情的担忧以及当地防疫措施趋严等会使得居民减少线下出行以及消费。体现在数据上就是 3 月的餐饮收入同比下滑 16.4%，跌幅明显。另外，线下出行的减少也会使得居民减少在社交相关领域的支出，可以看到 3 月服装、鞋帽、针纺织品类以及化妆品类的支出同比下滑 12.7%和 6.3%。

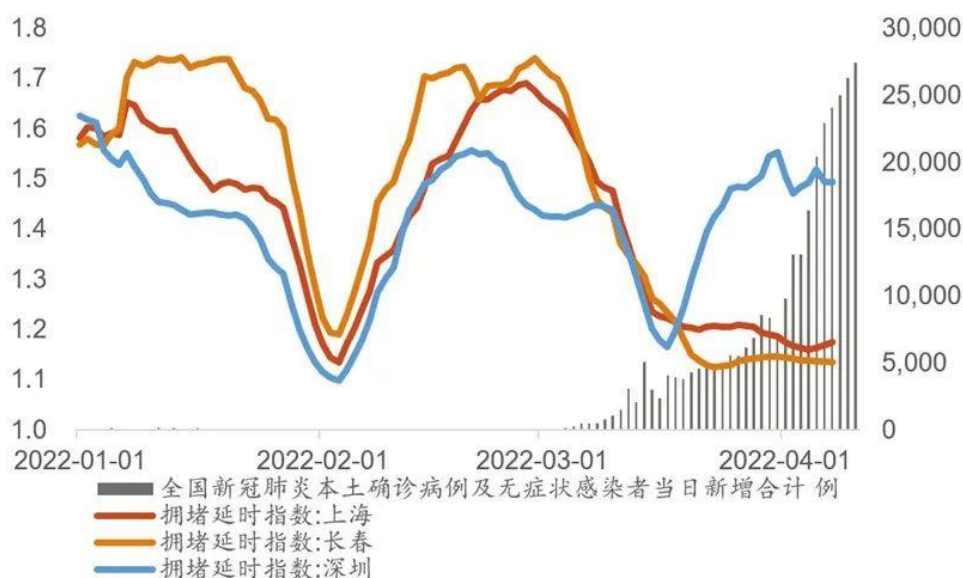


图 2 疫情影响线下出行

资料来源：Wind，红塔证券（拥堵延时指数已经过 7 日中心移动平均处理）

除了直接影响之外，我们更应该关注疫情对居民消费行为中长期的影响。受疫情的冲击一季度居民的名义收入增速仅有 6.3%，相比于 2021 年全年下滑了 2.8 个百分点，也低于疫情前 8.8%左右的增速，实际收入则下滑了 3 个百分点，为 5.1%。其中，因为个体户等小微企业受疫情影响明显，居民的经营性收入明显回落，同比增速仅有 5.4%，去年全年为 11%。同时，工资性收入同比增速为 6.6%，同比下滑 3 个百分点。除收入下滑之外，居民的失业率有所回升。3 月份，全国城镇调查失业率为 5.8%，比上月上升 0.3 个百分点。其中 16-24 岁、25-59 岁人口调查失业率分别为 16.0%、5.2%。这里需要特别注意的是，16-24 岁人口的失业率明显偏高。而且后续国内即将迎来毕业季，该年龄段的人就业压力会有所提高。从往年数据上也能够看到从 4、5 月份开始，该年龄段人口的调查失业率会有一个明显的上行。考虑到今年会有 1000 多万的毕业生，后续国内保就业的压力不小。

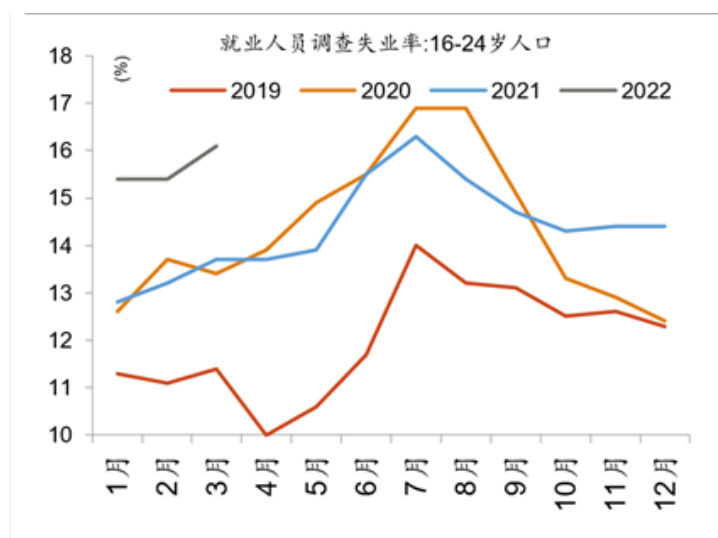


图 3 年轻人口失业率偏高

资料来源：Wind，红塔证券

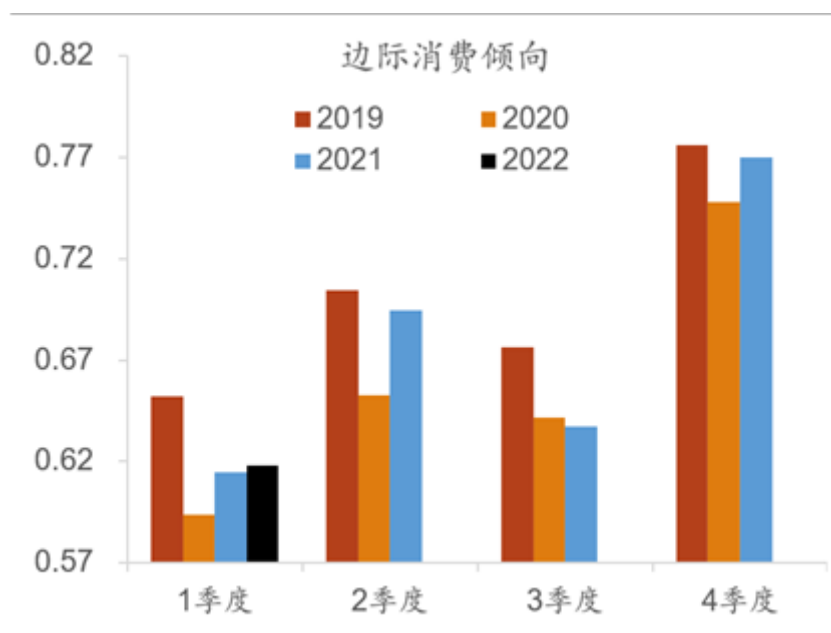


图 4 边际消费倾向修复缓慢

资料来源：Wind，红塔证券（当季居民消费支出/可支配收入）

在这样的情况下，国内居民的边际消费倾向偏弱。去年四季度国内居民的边际消费倾向已经修复到疫情前的 99%，可以说和疫情前很接近了。但是今年一季度在居民失业率有所回升、收入不确定性增强的情况下，居民的边际消费倾向有所回落，与疫情前水平的差距再度拉大。这一点和此前央行一季度问卷调查显示的结果一致，即倾向于“更多消费”的居民占 23.7%，比上季减少 1.0 个百分点；倾向于“更多储蓄”的居民占 54.7%，比上季增加 2.9 个百分点。在居民消费意愿偏弱的时候，可以看到除了线下消费疲软之外，国内商品消费也整体偏低，3 月同比下滑了 2.1%。分项来看，维持韧性的主要是生活必需品消费，比如粮油、食品类和饮料类同比增长 12.5%和 12.6%。

这可能与疫情冲击下，居民囤货需求上升有关。另外，受国际原油价格上涨的影响，3 月石油及制品类消费同比上涨 10.5%，表现也还可以。但是其他可选品消费则整体表现一般，比如居民目前的购房意愿不足，房屋销售的下滑也带动相关消费降低。比如 3 月家具类，建筑及装潢材料类同比增速为-8.8%和 0.4%（1-2 月为-6%和 6.2%）。在分析完消费数据之后，我们沿着消费偏弱往下来讲房地产销售和投资。一季度房地产投资同比增长 0.7%（前值为 3.7%）。其中，房地产施工面积同比增长 1.0%（前值为 1.8%），新开工面积同比下降 17.5%（前值为-12.2%），竣工面积同比下降 11.5%（前值为-9.8%）。另外，房地产销售面积同比下降 13.8%（前值为-9.6%）；销售额同比下降 22.7%（前值为-19.3%）。

从数据上我们也可以看到目前国内房地产市场依旧处于下行区间。

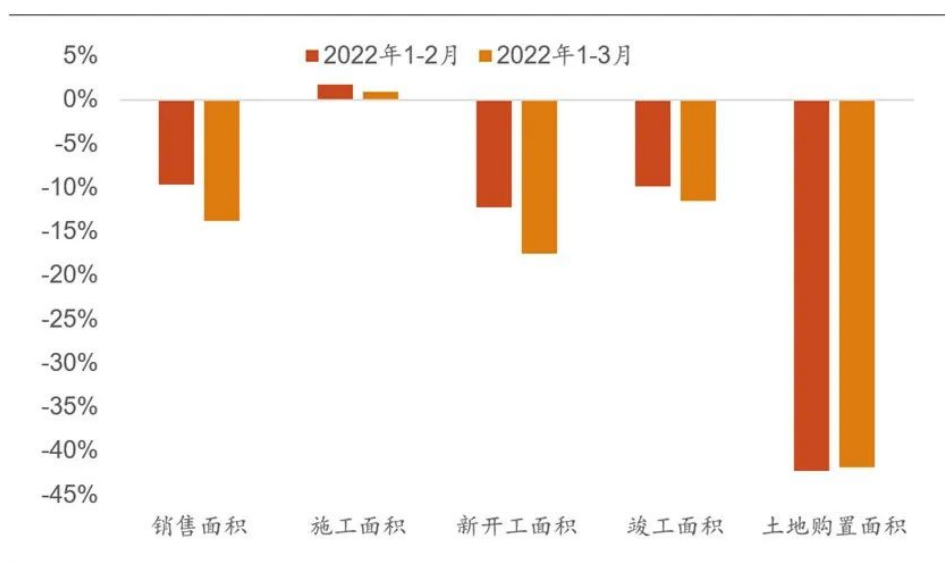


图5 房地产分项指标增速一览

资料来源：Wind，红塔证券（均为同比增速）

今年以来已有超过 60 个城市释放了房地产政策边际放松的信号。政策涵盖了放开限贷限购、取消或降低限售门槛、降低房贷利率、发放购房补贴款等等。

但是从 3 月的销售数据来看，国内政策的放松并没有带来销售端的快速回暖。我们认为房地产销售持续走弱的背后可能有以下几点原因：

一来正如我们前文所说，受疫情反复的影响，居民收入端的不确定性增强。在这样的情况下，居民加杠杆购房的意愿并不足。毕竟在房价高企的当下，一般人买房往往都需要背负 10 年以上的房贷压力，

比如可以看到 50 大一线城市的房价收入比已经超过了 12 年。这也意味着居民要对未来比较乐观，认为自己不会长时间失去收入来源，才会愿意背上动辄十几年以上的负债。但是在疫情持续反复的时候，部分居民的收入来源减少，且未来收入端的不确定性较高，因此居民自然在加杠杆购房时会变得越来越谨慎。

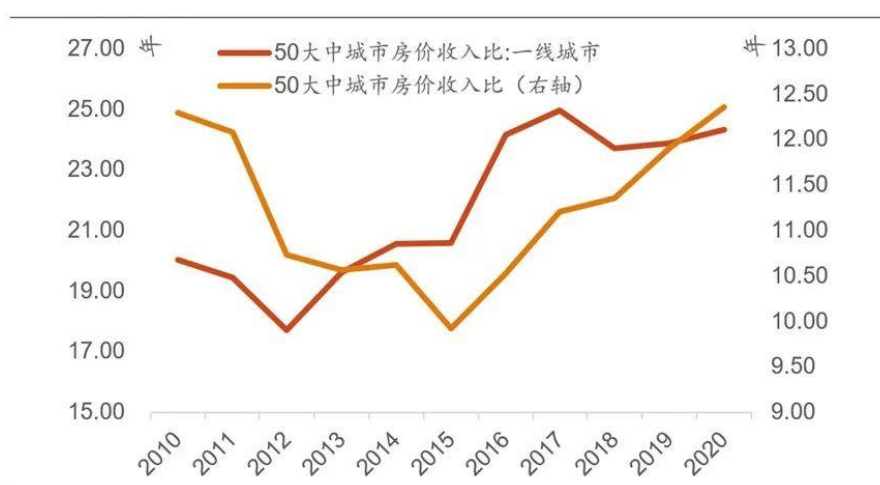


图 6 房价收入比

资料来源：Wind，红塔证券

第二个是居民对期房能否顺利交付的担忧也使得居民不愿购买期房。在本轮地产下行周期中，房企违约信号不断，多家房企出现债务违约以及项目停工的现象。Wind 数据显示，3 月初至 4 月 18 日，共有 14 只房地产债券出现违约事件（包括展期等），涵盖了多家知名房企。在这样的情况下，居民对购房尤其是购买期房的观望情绪浓重。而作为国内商品房成交的主要方式，居民购买期房的意愿下降将直接导致房地产销售的下滑。



图 7 期房销售占比大幅下滑

资料来源：Wind，红塔证券（3 月数据尚未公布）

除了对期房能否顺利交付的担忧之外，对房价上涨预期的改变也使得居民的购房意愿偏弱。3 月统计局数据显示，70 大中城市中，新建商品住宅和二手住宅销售价格同比下降城市分别有 29 个和 47 个，比上月分别增加 5 个和 8 个。且三线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格同比分别下降 0.6%和 1.9%，降幅比上月分别扩大 0.5 和 0.6 个百分点。即三线城市房价面临的压力更大。在“买涨不买跌”的心态作用下，居民的购房意愿也会偏弱。

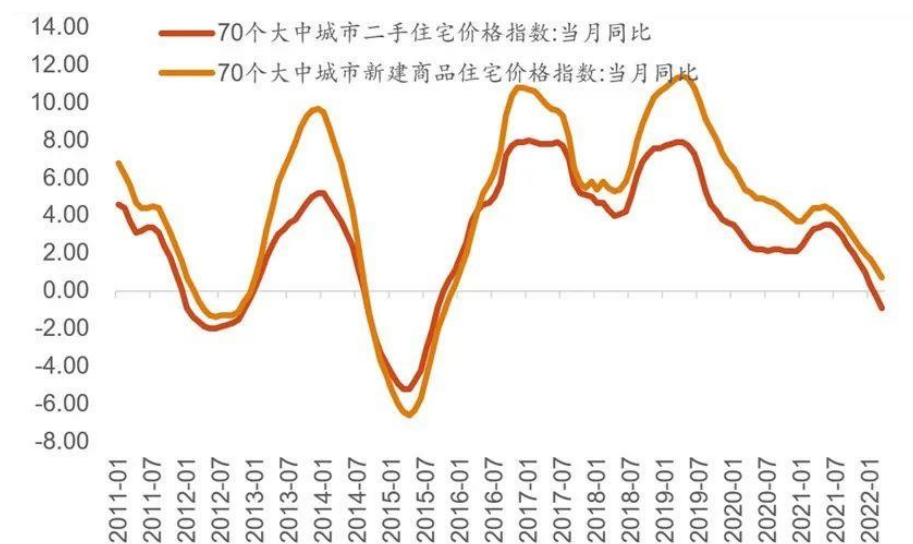


图 8 房价涨幅走弱

资料来源：Wind，红塔证券

另外，疫情反复也影响了居民线下看房和购房的行为，导致房地产销售持续低迷。这一点在一线城市体现得十分明显（本轮疫情上海、深圳均受到了影响），3 月一线城市商品房成交面积月度均值仅有 7.33 万平方米，同比下降 46.5%。

在房地产销售进一步下滑的时候，房企的资金端压力进一步强化。可以看到 3 月房地产开发企业到位资金同比下降 19.6%。其中，国内贷款下降 23.5%；自筹资金下降 4.8%；定金及预收款下降 31.0%；个人按揭贷款下降 18.8%。定金及预收款以及个人按揭贷款下滑背后体现的是目前房地产销售疲软，房地产企业销售回款难度增加。另外，需要关注的是国内贷款增速也在进一步下滑。从下图也可以看到，自 2021 年贷款集中度考核政策落地以来，房地产开发资金来源于国内贷款的同比增速在持续下滑。

今年虽然政策多次强调要加大对房企的资金支持力度，但是从数据上可以看到房企从银行手里拿钱的难度依旧较大。这可能是因为房地产行业违约事件不断的时候，银行出于风险防控等方面的考虑并不愿意借钱给房企。在外部融资和销售回款难度都较大的时候，房企面临的资金链压力依旧紧张，而房地产开发资金不足，也意味着后续房地产投资仍存下行压力。

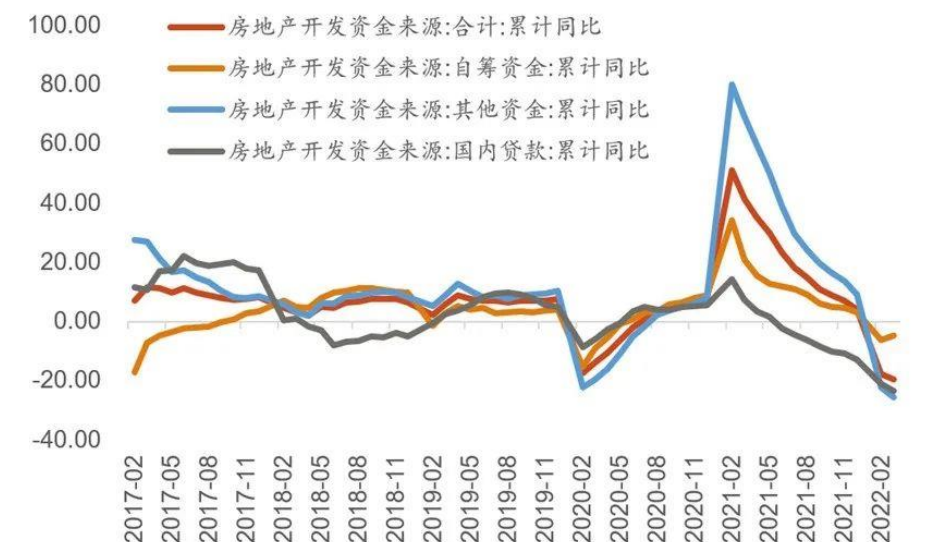


图9 房地产开发企业本年到位资金

资料来源：Wind，红塔证券（其他资金主要是定金及预收款以及个人按揭贷款）

这一点从3月的房地产投资数据上也能够看出来。

在房地产资金来源收紧的情况下，房企通过加快资金下发与使用的方式，使得房地产投资并没有出现明显下跌。但是这种情况难以持久，可以看到在1-2月份房地产开发投资同比增速还有3.7%，但是到了1-3月就只有0.7%了。

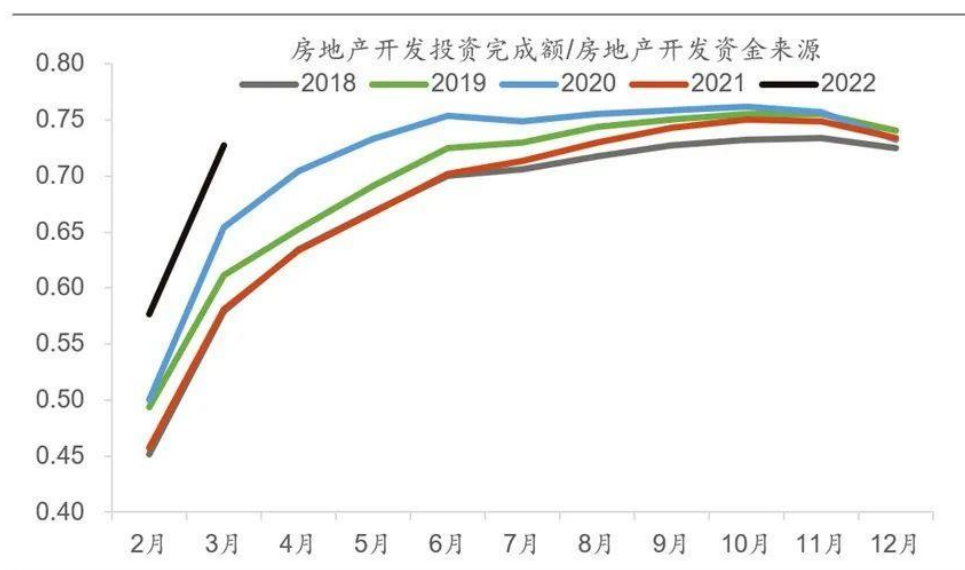


图10 房地产企业可能在加快资金下发

资料来源：Wind，红塔证券

另外，从分项数据上看，房企现在主要是在加快施工（施工面积同比增长1%），试图通过加快施工的方式来满足不同阶段预售资金的提取和使用要求，以此来缓解资金端的压力。但是现在房企几乎都在采取收缩战略，新开工和拿地的动力不足。1-3月新开工和土地购置面积同比下滑17.5%和41.8%。而拿地和新开工作为房地产投资的前置行为，这两者持续走弱也意味着目前房地产投资的下行压力仍存。

后续我们需要关注在政策持续放松的情况下，居民的购房意愿何时会回升。同时，在房企外部融资压力依旧较大的时候，我们可以关注后续是否会有新的政策出台，来加强对房企融资端的支持。

讲完经济中不乐观的一面，我们再来看一下一季度经济数据中传递的几个乐观的信号。

出口数据我们在之前的出口数据分析中已经讲过了，本文就不再重复。下面我们主要将目光放在制造业投资和基建投资这两项上。一季度在制造业和基建的拉动下，全国固定资产投资（不含农户）同比增长 9.3%，明显高于 GDP 同比增速，对经济形成了明显的支撑。

我们先来看制造业投资。1-3 月制造业投资同比增速为 15.6%（前值为 20.9%）。这里需要注意的是制造业投资同比回落具有一定的基数效应，去年国内制造业投资缓慢修复，如果看两年复合平均增速，我们能够看到去年制造业投资 1-3 月同比是高于 1-2 月的。另外，制造业同比增速回落则可能与疫情反复造成企业投资扩产动力不足有关。毕竟在国内疫情反复、企业生产受阻、国内供应链不畅的情况下，国内制造业企业的投资扩产动力自然也有所下滑。

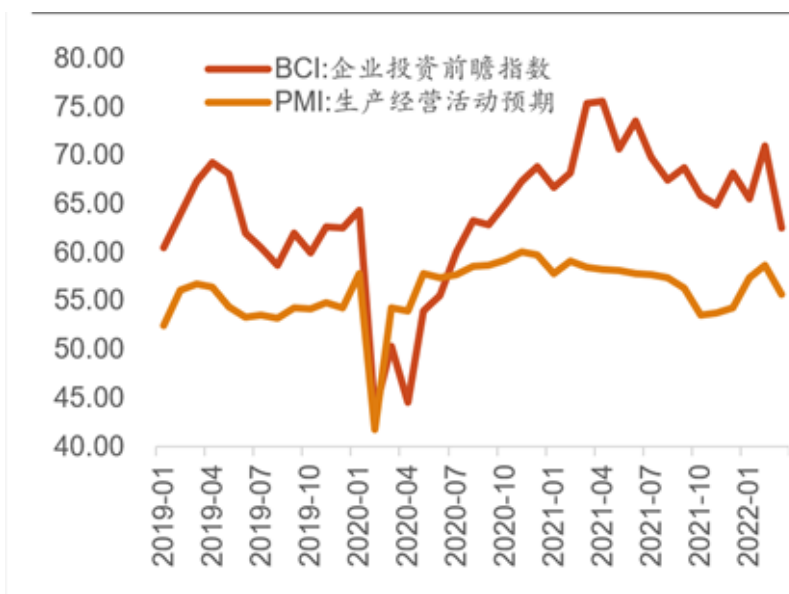


图 11 企业在 3 月份面临一定的压力

资料来源：Wind，红塔证券

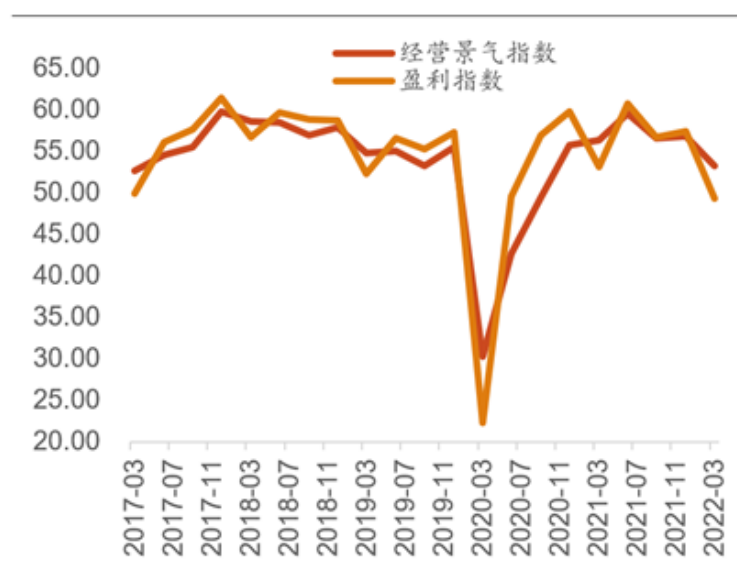


图 12 企业的经营状况有所走弱

资料来源：Wind，红塔证券

但是我们也要看到目前国内制造业投资整体位于高位。制造业投资高增长的背后，我们认为有这么几点原因。

第一，不能忽视价格因素的影响。2 月以来，受海外地缘政治冲突加剧、国内基建带动相关商品需求回升等因素的影响，国内通胀有所抬头，2、3 月 PPI 环比分别为 0.5%和 1.1%。而且本轮输入性通胀不仅局限在上游，俄乌双方作为重要的农产品以及化肥的出口国，海外地缘政治冲突造成了更广泛的物价上涨压力。通胀回升在一定程度上对固定资产投资形成了名义上的支撑。

第二，在国家政策的大力支持下，国内制造业产业持续升级，高技术产业强力支持本轮制造业投资增长。近年来，政策一直在强调推动国内制造业转型升级。今年的政府工作报告也明确提出要推进科技创新，促进产业优化升级，突破供给约束堵点，依靠创新提高发展质量。并随之出台了一系列的激励机制，比如规定将科技型中小企业研发费用加计扣除比例从 75%提高到了 100%。同时，在面临原材料价格上涨、疫情扰动企业生产的情况下，制造业企业也有主动加大设备技改和升级的需求（通过提高单位产出等方式来降低成本压力）。这也会使得相关行业的需求维持韧性，并带动投资扩张。从数据上也可以看到一季度高技术制造业投资增长 32.7%。其中，电子及通信设备制造业、医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资分别增长 37.5%、35.4%。另外，电气机械和器材制造业同比增速也达到了 42.1%。另外，医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资的高增可能也与国内疫情反复，市场对医疗物资的需求走高相关。

第三，海外经济修复带动中国出口维持韧性，为中国制造业带来了大量的需求，并推动相关企业投资维持韧性。可以看到一季度中间品中的通用设备投资和专用设备投资分别增长 25.5%和 26.7%。相比于边际支撑力量有所走弱的制造业投资，基建投资作为政策稳增长的主要抓手，则成为了经济中最具确定性的项目。可以看到，一季度基础设施投资同比增长 8.5%（前值为 8.1%），增速再度走高。

总的来看，政府发力意愿强、项目准备充裕以及资金充足等共同推动了一季度基建的高增。政府意愿方面，在国内外经济形势更趋复杂严峻，国内经济发展面临新挑战，经济下行压力进一步加大的时候，政府特别是中央政府稳增长的动力在不断加强。比如此前的国常会和国务院政策例行吹风会都在强调要用好政府债券扩大有效投资，要推动专项债早发行、早使用，切实提高专项债券资金的使用效益，发挥政府债券对经济的拉动作用。

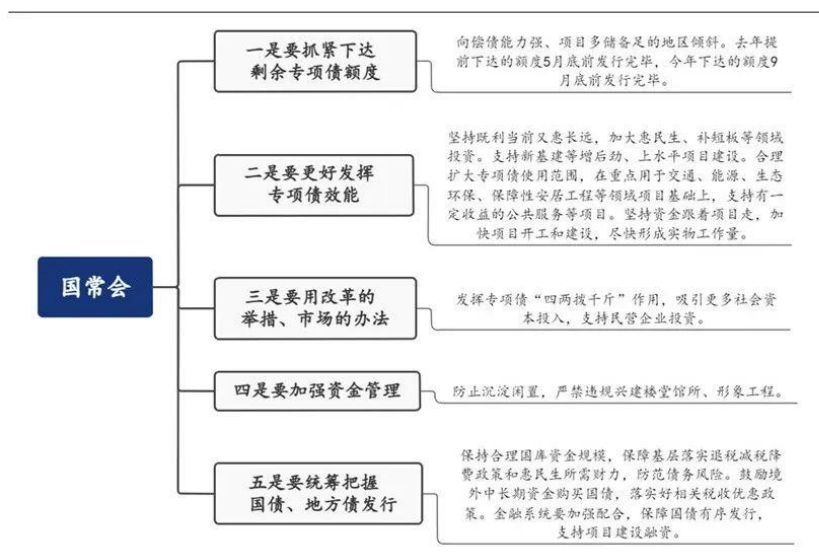


图 13 政策积极发力

资料来源：红塔证券

资金方面，一来专项债等的发行进度加快，财政支出节奏提前。从数据上可以看到，截至 2022 年 3 月末，地方政府专项债累计发行约 1.25 万亿元，占提前下达额度的 86%。同时各级财政部门累计向项目单位拨付债券资金 8528 亿元，占已发行新增专项债券的 68%。二来社会配套资金跟随而上，财政资金的拉动作用明显。目前，各地安排了超过 1100 亿元专项债券资金用作重大项目资本金，有效发挥政府投资“四两拨千斤”的撬动作用。同时，此前国常会也表示要研究采取金融支持消费和有效投资的举措，保障重点项目建设融资需求。另外，央行一季度金融数据新闻发布会披露，3 月末，基础设施业中长期贷款增长 13.2%，涨幅不弱。

项目方面，目前国内项目准备充足。今年专项债对应项目的准备时间较往年提早了 2-3 个月，这就给了各地政府充裕的准备时间。国务院政策例行吹风会也表示今年各地方政府已经分两批共储备了 7.1 万个项目，数量比较充裕。同时，财政部会同发改委指导地方建立了跨部门工作协调机制，加强了对项目储备等工作的指导。再叠加《专项债资金绩效管理办法》在项目准备前就已下发，后续的项目都是按照新规定进行准备的，所以项目合规率会较以往提高。在这样的情况下，只要资金支持到位，储备项目就能迅速开工。据统计今年已发行专项债券资金支持的项目中开工率就已经达到 75%。

直观数据中我们可以看到部分基建类企业订单数量暴涨，如中国中铁一季度基础设施建设业务新签合同额 5434.5 亿元，同比增长 94.1%，充分体现了稳增长下的开门红特征。在这样的情况下，国内基建延续了 1-2 月的高增长态势，对经济形成明显支撑。

讲完经济的主要指标之后，我们最后来看一下 3 月的工业生产。一季度，规模以上工业增加值同比增长 6.5%，其中 3 月同比增长 5.0%，相比于 1-2 月的 7.5%，有所回落。3 月工业生产回落主要还是因为疫情导致企业停工停产，并沿着产业链向上下游进一步蔓延。而且我们还要注意到这种影响在 4 月份会表现得更为明显，毕竟刚停工的时候，上、下游企业还有一定的存货储备，所以生产还能够延续，影响相对可控。但是随着存货耗尽，同时供应链受疫情影响还没有修复，那么企业就面临着生产难以维系

的压力了。这一点在汽车行业上也表现得十分明显，可以看到已经有不少汽车厂商反映供应链压力，上汽大众、特斯拉、蔚来等汽车厂商均宣布暂时停产。

除疫情的影响之外，工业生产主要是由需求决定的，工业增加值变动的背后逻辑和前文讲的内容相关性也就很高了。比如 3 月疫情使得防疫物资需求增加，带动医药制造业同比增长 10.1%；制造业企业技改动力旺盛带动工业机器人同比增长 16.6%；韧性的出口则对应于出口交货值同比增长 10.8%等等。

最后，总结一下国内一季度的经济数据。

第一，疫情成为了国内经济中最大的不确定性。受疫情扰动的影响，一季度经济指标相比 1-2 月有所下滑，可以说疫情强化了经济面临的三重压力。比如疫情一方面使得居民的线下消费场景缺失，另一方面对居民收入以及预期的打压更是使得居民在消费特别是加杠杆消费的时候变得更加谨慎，具体则体现为消费数据走弱。而且我们需要看到截至 4 月 18 日，国内疫情仍存，每日新增人数包括无症状还在 2 万人以上，疫情的缓解需要一定的时间。这也意味着 4 月乃至二季度我们在分析经济走势的时候，避不过去的一点就是要关注疫情对生产、需求等产生的冲击。

第二，房地产依旧是经济的主要拖累项。疫情扰动、对房企违约的担忧以及“买涨不买跌”等因素使得居民销售意愿疲软。同时，出于防风险的考虑，房企的外部融资难度也在提升。销售回款以及外部融资难度提高则进一步使得房企行为转向谨慎，房地产投资进一步下行。

第三，制造业投资仍位于高位，对经济形成支撑，但是在疫情扰动、供应链压力加剧等因素的作用下，制造业投资同比略有回落。后续需要关注的是，4 月疫情的冲击还在叠加出口存在下行压力，制造业企业特别是小微企业面临的压力较大，制造业投资也亟需政策支撑。

第四，基建作为稳增长的主要抓手，在一季度表现亮眼。在政府发力意愿强，财政资金充足、项目准备充裕的情况下，一季度基建韧性十足。而且后续在政策提前发力的背景下，我们对后续基建依旧抱有不小的期待。

第五，往后来看，经济亟需政策保驾护航，投资者可以关注后续政策的发力情况。此前，国常会表示“一季度、上半年保持经济平稳运行，对实现全年目标至关重要”、“要把稳增长放在更加突出的位置，切实稳住宏观经济大盘”等等。但是受疫情的影响，今年一季度开局一般，且目前疫情还未出现明显好转。那么在稳增长的导向下，我们认为二季度政策会进一步发力。

货币政策方面，从目前的各项货币政策操作上看（降准、推出新的再贷款工具），央行目前的政策重心在“宽信用”上。在降准等政策已经落地后，此后可以关注 20 日的 LPR 利率报价是否会下调。同时，此前国常会提及要提升对新市民的金融服务水平，优化保障性住房金融服务，保障重点项目建设融资。后续预计央行会继续保持流动性合理充裕，助力政府债、城投债等的发行融资。另外，可以关注是否有新的政策出台。

财政政策方面，一来预计后续基建继续前置发力，推动尽早形成实物工作量，托底经济；二来受疫情反复、收入增速降低等因素影响，国内消费疲弱。日前，国常会也再次提及要部署促进消费的政策举措。那么后续可以关注财政对民生以及消费的帮扶力度。可以看到近期个别地方也已经推出了“消费券”等消费支持举措。

(内容来源：奇霖宏观)

内外扰动下，5 月市场或震荡整理

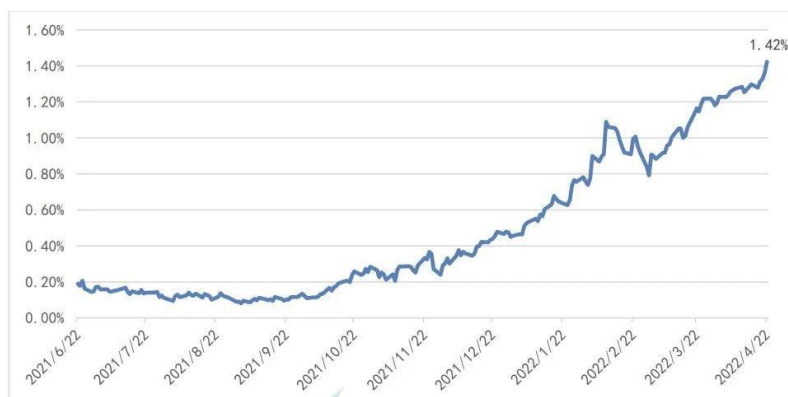
董忠云

中国资产管理人论坛 理事 中航证券 首席经济学家

国内疫情反弹以及中美利差收窄是当前市场面临的两大风险因素。近期，上海疫情超预期导致经济下行压力加大，内部需更多宽松政策扶持。而外部美联储即将启动快速加息和大幅缩表。内松外紧的环境下，中美利差迅速收窄，资本外流的压力上升。我国货币政策虽“以我为主”但需要“兼顾内外平衡”意味着经济回暖或需更大耐心。考虑到美联储的“快速”缩减资产负债表及大幅加息将在 5 月开始，而国内针对疫情的动态清零防疫政策尚未出现变化。在美联储鹰派发声、疫情控制和相关防疫政策偏紧的背景下，A 股在 5 月或将震荡整理。

1. 美联储加速收紧，我国资本市场承压

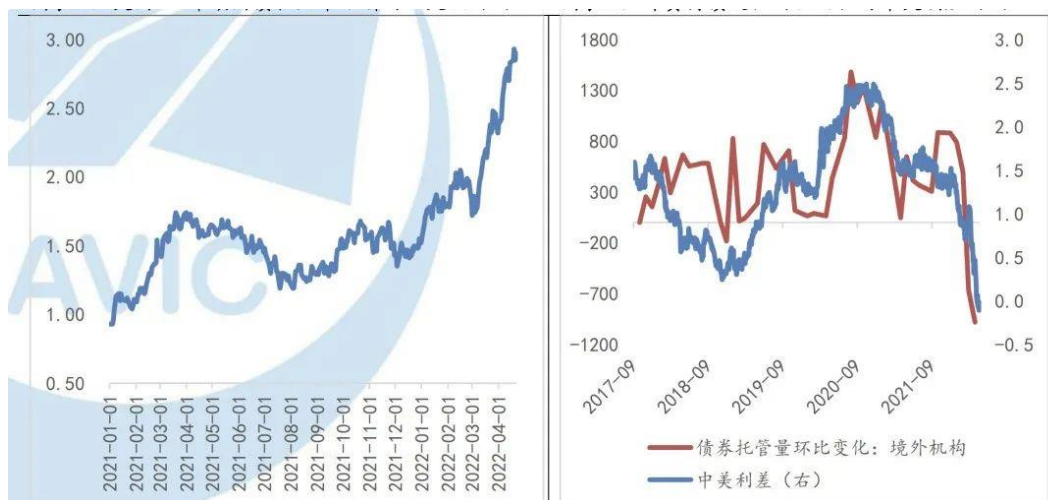
继上周美联储在 3 月会议纪要中给出资产负债表削减计划的细节并暗示可能会多次加息 50 个基点后，本周美联储官员再次发表鹰派发言。美国时间周一，圣路易斯联储主席布拉德再次发表鹰派言论，认为美联储今年需要迅速采取行动，多次加息 50 个基点，将利率提高到 3.5% 左右，不应排除单次加息 75 个基点的可能性。周四美联储发布的褐皮书（the Beige book）显示，尽管物价上涨，劳动力短缺，美国经济仍保持增长。报告指出，由于劳动力市场紧张，供应链瓶颈持续存在，通胀尚没有大幅回落的迹象。多数地区的企业预计将在未来几个月继续面临通胀压力。美国时间周四美联储主席鲍威尔发言进一步证实了美联储降低通胀的决心。鲍威尔指出，除了恶性通货膨胀，美国经济在其他方面“非常强劲”，加快加息步伐是适当的。美联储官员表态叠加经济数据支持，市场对美联储的加息预期增强。根据 CME 的数据，截止到 4 月 22 日，5 月加息 50bp 的市场预期已提高到 95.7%。考虑到资本市场通常交易的是加息预期。相比于此前的紧缩周期，本轮紧缩周期中，加息预期的不断强化或将加大资本市场的波动。



图表 1: 美联储 6 月政策隐含利率 (%)

资料来源: Bloomberg, 中航证券研究所整理

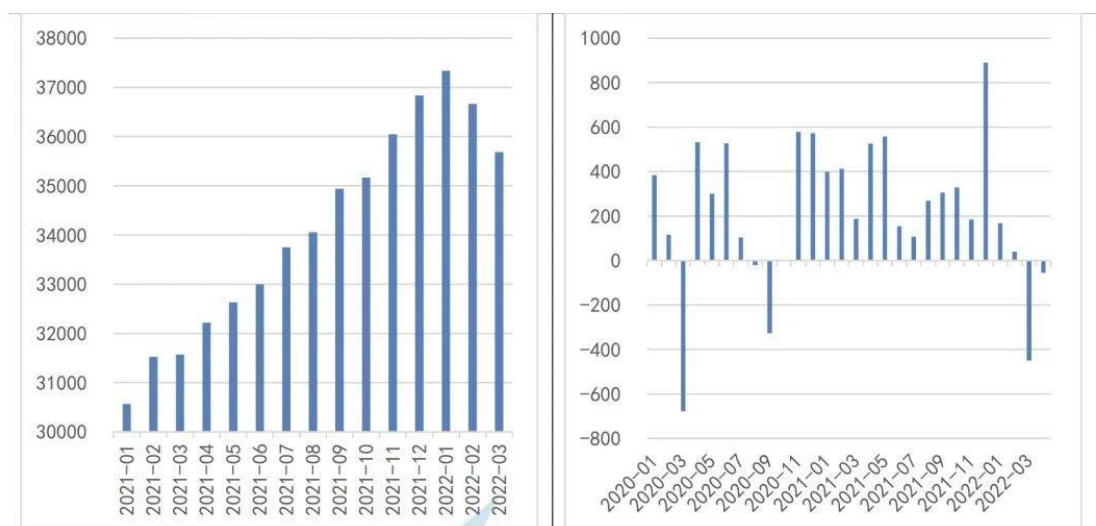
随着美债利率不断向上突破，中美利差进一步收窄。回顾历史，中美利差收窄时期，外资流出债市速度加快。2022 年 2 月和 3 月，外资大幅减持中国境内债券。随着 5 月美联储进一步加息并开启缩表，中美利差倒挂的幅度或将进一步加大。届时，债市波动或加剧。



图表 2：美国 10 年期国债收益率不断向上突破（%）

图表 3：外资持债变化（亿元）与中美利差（%）

数据来源：Wind，中航证券研究所整理

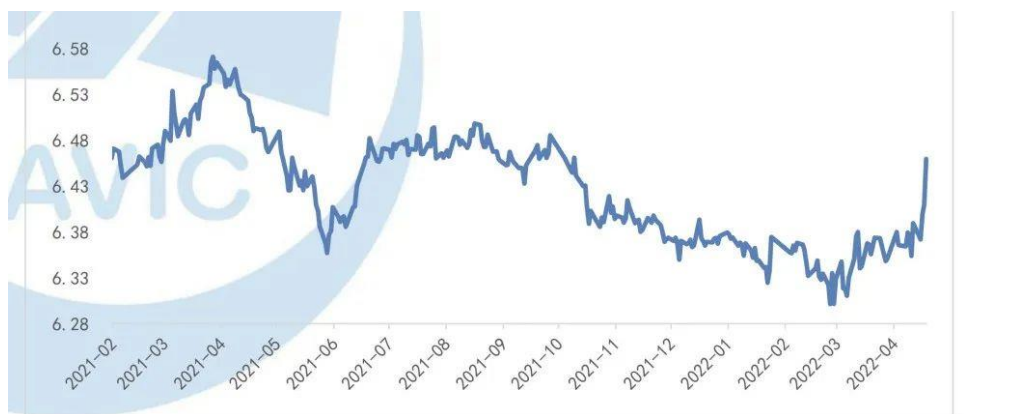


图表 4：债券托管量：境外机构（亿元）

图表 5：北向资金成交净买入（亿元）

数据来源：Wind，中航证券研究所整理

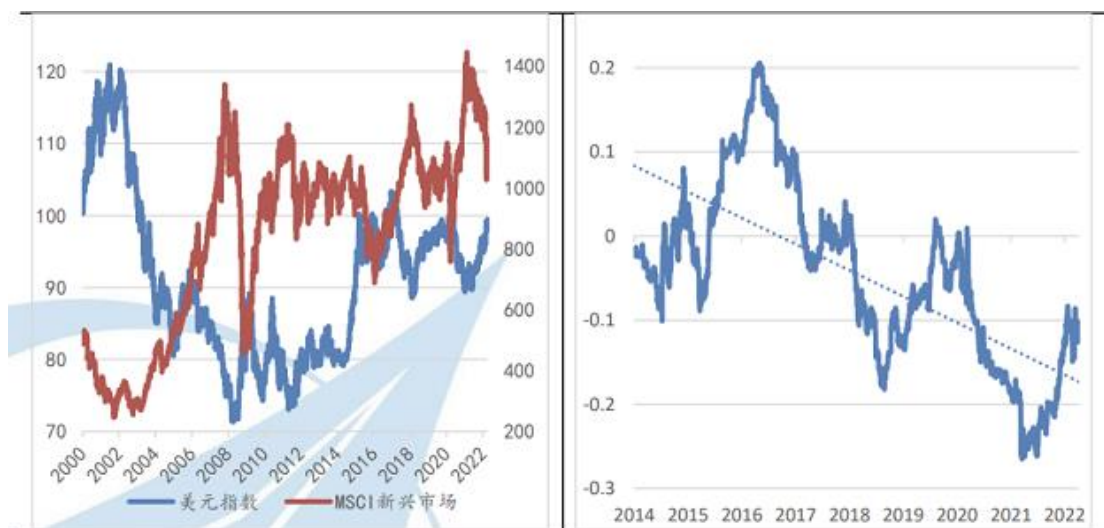
在美债利率持续攀升、中美利差倒挂幅度加大的影响下，短期内人民币贬值压力提升。4 月 22 日，在岸人民币兑美元汇率跌破 6.5，创 2021 年 10 月以来新低。随着美联储加快加息和缩表步伐，预计人民币汇率短期内将面临进一步贬值压力。但中长期，国内疫情逐渐好转叠加美国经济增速随着政策紧缩不断趋缓，中美金融周期错配的情形会有一定程度的缓解，人民币汇率仍有支撑。



图表 6：美元兑人民币汇率中间价

数据来源：Wind，中航证券研究所整理

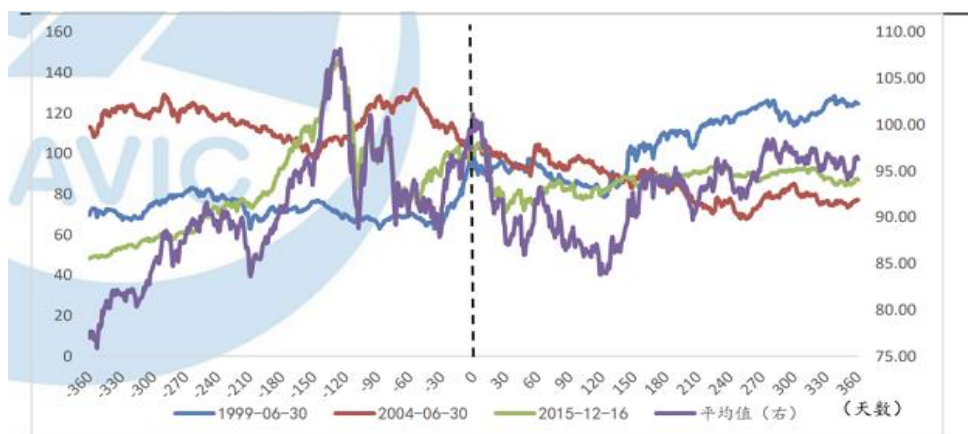
对于股市而言，A 股加速国际化以来，外资持股市值占 A 股的比例大幅提升，美元兑人民币汇率和 A 股之间的相关性显著加强。从跨境资金流动的角度看，近期中美两国货币政策的分化导致的中美利差收窄可能增加资本外流压力，不利于我国资本市场。比较过去三次美联储加息前后万得全 A 的表现，我们发现，在美联储第一次加息后，万得全 A 指数大幅走低，持续时间在 4 个月左右。1999 年至 2015 年间美联储加息周期中，在美联储第一次加息后的 4 个月里，万得全 A 分别下跌 20%，7%和 18%。目前，中美两国货币政策背离的情况更接近于 2015 年。2015 年，我国经济同样面临着较大的下行压力，货币政策趋于宽松。考虑到 5 月美联储将采取加息和缩表双管齐下的政策，叠加国内疫情仍处于边际修复中，预计本轮美联储加息周期对我国股票市场的影响或更明显。



图表 7：美元与新兴市场指数呈现负相关

图表 8：美元指数与沪深 300 相关性

数据来源：Wind，中航证券研究所整理



图表 9: 万得全 A 在首次加息前后的变化

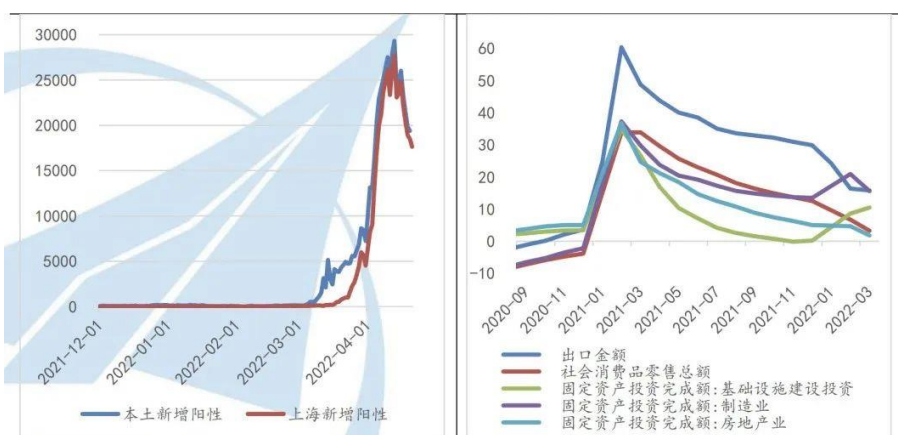
数据来源: Wind, 中航证券研究所测算

2. 美债利率上行压制成长风格

美国国债收益率对 A 股风格具有指示性。历史数据显示, 美联储紧缩货币政策的外溢效应将一定程度上带动 A 股价值风格跑赢。短期内, 市场逐渐消化美联储激进货币政策收紧将带动债券收益率水平继续走高并继续对 A 股成长风格形成压制。随着市场逐渐调整预期, 债券收益率水平大幅走高的可能性有所下降。如果下半年通胀压力有所缓和的话, 10 年期国债收益率可能会逐步下降。届时, 成长风格或将再次跑赢。

3. 上海疫情加大四月经下行压力

3 月中旬以来, 疫情在吉林、深圳、上海等多地再次爆发。除疫情主要爆发地之外, 各地防疫政策也陆续收紧。本周公布的经济数据显示疫情已冲击经济。三月, 消费、出口、制造业投资、房地产投资全面走弱, 仅基建投资较 1-2 月改善。国际地缘冲突影响的蔓延和国内疫情的显著加剧, 短期内对我国的经济运行构成了压力, 需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍然沉重。在疫情仍在蔓延, 海外地缘冲突仍然存在较大不确定性的情况下, 一季度 GDP 同比增长 4.8%, 明显低于今年 5.5% 的整体增长目标。



图表 10: 每日新增确诊病例+无症状感染者人数

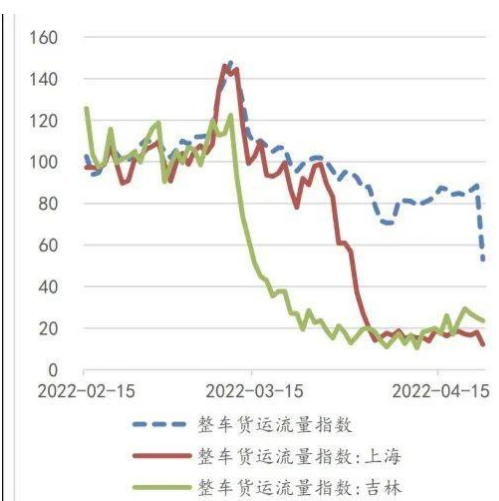
图表 11: 经济数据同比 (%)

数据来源: Wind, 中航证券研究所整理

但值得注意的是，第一季度 GDP 增长率还未完全体现本轮上海疫情的影响。上海自 4 月初开始进入实质性封城状态。虽然新增本土阳性病例已开始出现下降，但目前尚没有解封迹象，预计封城或将贯穿整个四月。另外，4 月以来，除上海外，多个城市及地区防控措施有所升级。据不完全统计，截至到 4 月 20 日，全国至少有 28 个城市或地区采取全域静态管理。考虑到上海经济重镇的地位，其在整个供应链中的重要作用以及疫情的外溢影响，预计疫情对 4 月的经济负面冲击将超过 3 月。从消费情况来看，疫情冲击下，居民收入和消费意愿继续保持低位。我们预计，在防疫政策未出现积极变化前，国内消费增速或将继续下降趋势。从物流情况来看，各地防疫政策收紧导致全国货运物流持续放缓，截至 4 月 22 日，全国货运流量指数处于 53.03 的低位，上海的货运流量指数已降至 12.12。虽然国务院联防联控机制等多次发生要求保障物流和供应链通畅，但从政策发布到落地尚需时日。短期内，供应链和生产情况或难恢复并拖累 4 月及二季度国内出口增速。疫情冲击下，预计 3 月份开始的经济放缓将在本月延续并有所加深。



图表 12: 居民收入和消费意愿继续保持低位 (%)



图表 13: 全国货运流量指数保持低位

数据来源: Wind, 中航证券研究所整理

4. 政策加码下，基建房地产有望继续保持强势

往前看，我国实现 5.5% 经济增长目标难度显著加大。这就要求政策面上更加积极，稳增长政策继续加码。现阶段，“三驾马车”中，消费复苏受疫情压制，短期内对经济的拉动有限。后续复苏仍取决于疫情管控政策及效果。出口依赖于外部需求和国际环境。随着外需减弱以及全球主要出口国家产能逐渐修复，出口增速已开始放缓。3 月以美元计价的出口同比+14.7%，而 1-2 月为+16.3%。在海外需求趋势性走弱的背景下，我国今年出口将回落。因此，二季度的“稳增长”大概率仍将继续依赖投资。自上次金融数据公布以来，一系列围绕稳地产、疏导供应链和工业生产以及加大基建投资的积极政策密集落地。短期内，在“稳增长”压力下，地产、基建及制造业投资将进一步发力，相关建筑建材、房地产等板块将继续保持强势。中长期，如果国内疫情能在二季度得到有效控制，消费在相应财政举措发力下有望趋暖。

日前，国常会再次提出要部署促进消费的帮扶力度。预计后续将会陆续出台对民生及消费的帮扶政策以加码刺激消费。

图表 14：近期“稳增长”相关政策一览

时间	事件	主要内容
宏观调控政策		
2022.4.10	指导文件发布	《中共中央 国务院关于加快建设全国统一大市场的意见》发布。《意见》提出在我国建设一个基础制度规则统一、要素和资源市场以及商品和服务市场高水平统一、市场设施高标准联通、监管统一公平、不当市场竞争和市场干预行为进一步规范的大市场。
2022.4.13	国常会	部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。
2022.4.15	国家发改委新闻发布会介绍积极扩大有效投资情况	下一步，国家发改委将聚焦在基础设施、制造业和高技术产业、社会民生领域等重点领域，加强资金要素保障，加快推动项目形成实物工作量。此外，国家发展改革委还将谋划储备一批重大项目，为持续扩大有效投资增强后劲。
2022.4.18	全国保障物流畅通促进产业链供应链稳定电视电话会议	部署十项重要举措，要求努力实现“民生要托底、货运要畅通、产业要循环”。会议要求，对物流从业人员给予金融支持，足量发放全国通行证，着力稳定产业链供应链，通过再贷款工具撬动1万亿资金，设立一批重点产业和外贸企业白名单。
2022.4.18	指导文件发布	央行、外汇局印发《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》，提出加强金融服务、加大支持实体经济力度的23条政策举措。
2022.4.20	国常会	部署进一步抓好农业生产的措施，确保粮食丰收和农产品稳定供应；确定能源保供增供举措。
2022.4月	多地多部门出台支持政策，助企纾困	多地多部门持续推出组合式支持政策，助企纾困。涵盖减税降费、贷款支持、租金减免、政策补贴等普惠性政策，也包含面向餐饮、零售、文旅、民航、公路水路铁路运输等特殊困难行业的针对性举措。
地产政策		
2022.4.18	《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》指导文件	央行、外汇局发布23条政策举措支持实体经济。其中强调，各地要因城施策，合理确定商业性个人住房贷款的最低首付比例、最低贷款利率要求，支持房地产开发企业、建筑企业合理融资需求。
2022.4月		近期多地陆续放松地产政策。各地因城施策，放松限贷、限售、限购、落户、公积金贷款、预售资金监管，或出台人才引进和鼓励生育类相关政策。本月LPR报价维持不变，但自三月以来，我国已有一百多个城市的银行根据市场变化和自身经营情况，自主下调了房贷利率，平均幅度在20个到60个基点不等。
基建政策		
2022.4.8	国务院政策例行吹风会	2022年我国将重点推进55项重大水利项目前期工作。同时，实施1700余座病险水库除险加固；实施约570处大中型灌区续建配套与现代化改造。
2022.4.18	《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》指导文件	央行、外汇局发布23条政策举措支持实体经济。其中强调，金融机构要主动对接重大项目、加大对新、老基建支持，合理购买地方政府债券、支持地方政府适度超前开展基础设施投资，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求、不得盲目抽贷、压贷或停贷。
2022.4.20	国常会	确定能源保供增供举措，推动煤电机组改造，提高能源使用效率，全年改造规模超2.2亿千瓦。同时，对已纳入国家规划的三个核电新建机组项目予以核准。

数据来源：中国政府网，央行，国家发改委，地方政府网站，中航证券研究所整理

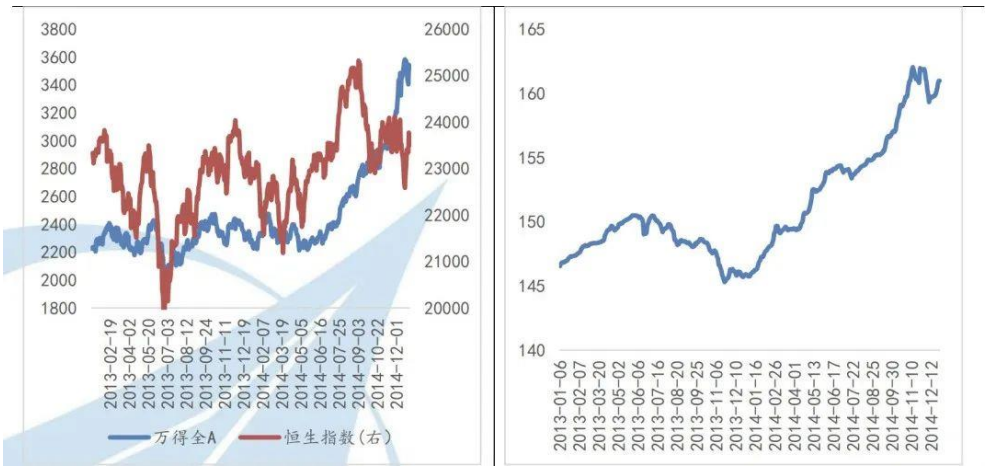
基建投资中，大项目投资增长明显，1-2月份计划总投资在亿元及以上的大项目完成投资增长15.8%，对全部投资的贡献率接近60%。其中，国有及国有控股单位投资完成额累计同比增长14.1%，高于民间投资的11.4%。从市场确定性来看，我们认为中字头基建及地产将迎来一波较好的趋势。

5. 小规模降准叠加降息预期落空不利债市表现

4月15日，中国人民银行宣布将于于2022年4月25日下调金融机构存款准备金率0.25个百分点，降准幅度略不及市场预期。4月20日，人民银行宣布4月LPR报价不动。自此，市场的降息预期落空。货币宽松不及预期体现出央行在宽货币上较为谨慎。从市场的角度来看，低于预期的降准和不降息利空债券市场。由于近期出台的相关政策均表明央行的政策重心在“宽信用”上，对“宽货币”较为克制，再加

上海外流动性收紧叠加通胀压力掣肘我国货币政策的宽松力度，短期内利率继续下行的空间有限。中期，随着疫情逐步进入拐点，中国政策护航调整风险较大。

另一方面，历史经验表明美联储货币政策收紧对我国债市的压制时间更长。上一轮美联储 QE 缩减过程中，从美联储发出货币政策将收紧的信号（2013 年 5 月 20 日）至 11 月 20 日的低点，我国国债综合指数下跌 3.27%，直到 2014 年 4 月才再次恢复到 2013 年 5 月之前的水平。而股市的低迷仅持续约一个月下国内经济有望逐渐反弹。届时，股市有望会见底回升，而债市，然后形势开始逐步复苏。在当前中美利差持续收窄的压力下，债券在二季度持续走弱的可能性更高。



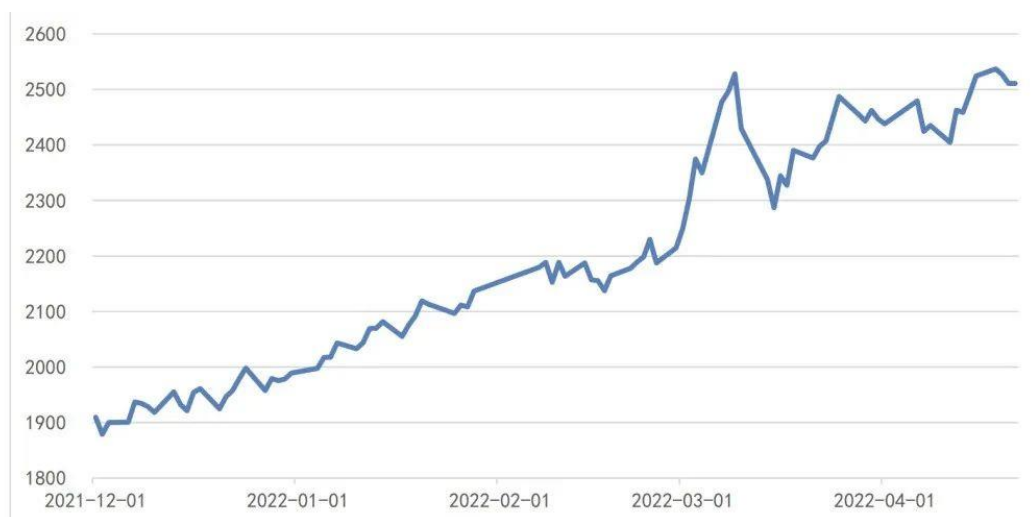
图表 15: 2013 年国内股票市场

图表 16: 中债综合指数

数据来源：Wind，中航证券研究所整理

6. 俄乌战事延续，上游行业仍具备投资价值

受俄乌事件影响，国际大宗商品价格继续维持高位。4 月 18 日，俄罗斯在乌克兰东部发动了新的攻击。高度不确定的地缘政治环境仍将继续影响供应。考虑到乌克兰冲突带来的不确定性，近期美国能源情报署（EIA）将 2022 年第二季度国际基准布伦特原油价格预测上调至 116 美元/桶。我们认为，在俄乌局势更加明朗之前，预计石油、金属、粮食等商品仍将继续高位震荡。国内方面，疫情的扰动并未影响商品价格的上涨。3 月南华商品指数同比上涨 10.49%，涨幅较上月扩大 10.42%。从目前已公布的一季报数据来看，受益于相关工业品价格的上涨，上游行业利润增速大幅上升，石油天然气、化工、金属非金属与采矿行业一季度利润同比分别为 170.33%、87.91%和 76.73%。综合考虑俄乌事件的影响以及大宗商品结构性的供需失衡，上游周期行业业绩有望继续保持高增速。对应 A 股，煤炭、石油化工和有色金属等板块短期内仍有配置价值。



图表 17：南华商品指数

数据来源：Wind，中航证券研究所整理

投资建议：

随着上周央行发布降准预告，短期内货币政策宽松的操作已基本落地。市场对央行小规模降准叠加降息预期落空加上外围压力制约我国货币政策的宽松力度，短期内利率继续下行空间有限。在当前中美利差持续收窄的压力下，债券在二季度走弱的可能性更高。

A 股方面，当前市场对于全球流动性收缩、俄乌地缘政治以及国内疫情等问题仍有担忧。考虑到美联储的“快速”缩减资产负债表及大幅加息将在 5 月开始，而国内针对疫情的动态清零防疫政策尚未出现显著变化。在联储鹰派发声、疫情控制和相关防疫政策偏紧的背景下，市场在 5 月或将震荡整理。受疫情扰动影响，四月经济下行压力进一步加大。这意味着后续需更多稳增长政策的出台和见效来实现 5.5% 的经济增长目标。因此，“稳增长”仍将是驱动市场运行的主要逻辑，建议关注银行地产链、新老基建链和大众消费等板块。另外，综合考虑俄乌事件的影响以及大宗商品结构性的供需失衡，我们预计上游周期品种短期内仍具备吸引力。短期内，美债收益率的上行将继续对 A 股成长风格形成压制。但中长期来看，成长仍具备配置价值。

（内容来源：云观经济）

