



金融与发展评论

2022 年第 3 期 / 总第 9 期

2022 年 6 月 20 日

目录

专家视角

LIBOR 的改革及其对中国的启示（李扬）	1
两个平行的世界（殷剑峰）	15
应对三重压力——2022Q1 中国宏观金融（殷剑峰 张旻）	20
疫情冲击，特殊资产市场交易有所下降——2022Q1 特殊资产行业运行（曾刚 栾稀）	33
让金融更好为中小微企业纾困解难（曾刚）	50
强化金融消费者保护，完善行为监管制度体系（曾刚 刘伟）	51
疫情持续影响与中小银行自救措施（黄金老）	55
上市银行占上市公司主要指标比重：只看个别指标会形成误导（周琼）	57
疫情扰动与内外双循环互补结构的转向（邵宇 陈达飞 赵宇）	61
中小银行网贷业务模型风险管理探讨（刘晓曙 侯传璐）	70
“宽信用式”降息（李奇霖）	74
独立不惧，把握结构性机会（董忠云）	80

LIBOR 的改革及其对中国的启示

李扬

上海金融与发展实验室 首席专家

2020 年以来，全球都在为应对新冠疫情而疲于奔命。就在此期间，国际金融市场上悄悄发生了一件堪称里程碑的大事件——经过多年酝酿，从 2022 年初开始，行之多年的全球基准利率即伦敦同业拆借利率（LIBOR）的形成机制改革正式启动。鉴于 LIBOR 在全球金融体系中的基础地位，这项改革，将全面、深入影响国际金融市场的运行。对于中国来说，我们参与国际金融市场活动将受到的深刻影响自不待言，更重要的是，国内已经推进数十年的利率市场化改革，也因此需要对改革目标和改革路径进行矫正。

LIBOR（伦敦同业拆借利率）形成机制的改革

学习金融的人对于 LIBOR 都不陌生，因为它是整个国际金融体系乃至国内金融体系的定价基石。这个基石是在二次大战之后在英国伦敦形成的。

LIBOR 的沿革

要理解 LIBOR 及其改革的意义，须从源头说起。LIBOR 被国际金融界广泛认可并且成为半官方的金融基准是在 1986 年。但是，在此之前，它曾有过一段很长的民间发展历史。这段历史和欧洲美元的产生发展有密切关系。欧洲美元的产生是二战之后整个世界格局变化的反映，同时，它的产生和发展也告诉我们，金融可以有多么伟大的创造力。

欧洲美元产生的深厚基础，深藏于第二次世界大战之后的世界格局之中。如所周知，二战结束之后，这个世界出现了“美元荒”。二战将整个世界破坏得满目疮痍，所有国家的生产力均遭到严重破坏，唯仁有美国远离战火，在战争中获利，使其经济欣欣向荣，成为无可匹敌的超级大国。战争结束之后，无论战胜国还是战败国，都面临繁重且急迫的重建任务，而重建所需的所有物质资料几乎都在美国，要想获得这些物资，只能用美元去购买，因此，美元短缺成为各国共同的“痛点”，这就是二战之后著名的“美元荒”。“美元荒”是导致欧洲美元产生的实体经济原因。

引致欧洲美元产生的金融方面的直接原因有二。

其一，二战期间，美国向苏联提供了大量援助，这些援助资金大都存放在美国的金融机构里。二战之后，全世界形成了分别以苏联和美国为首的两大对立阵营。在苏联一方，他们担心，冷战的形成和发展，会导致美国冻结其在二战中提供的美元援助，于是，他们急切地想把这些资金从美国转移到更安全的地方。在美英阵营，英国虽为美国的盟友，但也有自己的打算。带着对维多利亚时代辉煌的回

忆，这曾经的“日不落帝国”却从苏联的需求中看到了商机，欧洲美元应运而生。所谓欧洲美元，就是伦敦的金融机构为非居民提供以美元为主的非英镑金融业务。在这种安排下，苏联可将其美元存款存放在伦敦并自由支用，其他非英国居民也可以在英国的金融机构中从事非英镑（主要是美元）的存贷款业务。为了鼓励这种发生在美国境外的美元存贷业务发展，英国的金融管理当局甚至规定，存放在伦敦银行中的美元存款无须提交准备金，这使得美元存款在伦敦市场上获得了无上限的派生能力。这些举措，不仅使苏联手中的美元资金寻到了安全便利的去处，而且使其他急切需要美元的国家和企业获得了新的美元来源。

其二，战后，为了支持欧洲重建，美国国会通过了租借法案，遂使大量资金流入欧洲。为了最大限度地使用这些美元资金，大量的美元留滞在欧洲，主要集中于英国伦敦，为欧洲美元提供了又一来源。在欧洲美元的实践之上，一个极有想象力的金融创新在战后的欧洲产生并迅速席卷全球，这就是离岸金融。离岸金融范式很快就在国际金融领域中得到迅速发展，欧洲马克、欧洲法国法郎、欧洲日元、欧洲里拉等，接踵而至。可以说，自二战结束至上世纪 70 年代布雷顿森林体系崩溃，离岸金融主宰了全球的金融发展，我们现在熟知的很多国际金融中心，如香港、新加坡、维京群岛、开曼群岛、巴哈马群岛等，都是在离岸金融的阳光雨露下成长起来的。

以上所述是欧洲美元产生的需求因素。**供给方的因素是，战后美国采取了比较严格的资本管制制度，长期禁止美元流出境外，加剧了“美元荒”。**后来虽有诸如《爱治法》（Edge-Act）的补救，以及根据该法成立的“爱治法公司”的大发展，终究还是不能满足全世界对美元的渴求，欧洲美元范式还是不可阻挡地获得大发展。

欧洲美元产生后，在伦敦，围绕美元的借贷活动十分活跃，而且，这些借贷活动很多采取货币互换方式，即，用一些英镑或其他国家货币定值的金融工具和美元定值的金融工具进行互换，这就催生了对美元定价的需求。在这个过程中，交易各方通过讨价还价形成了美元的交易利率，这就是 LIBOR 的雏形。

LIBOR 形成之后，立刻得到国际金融界的认可。随着世界经济逐渐恢复，全球金融进入高速发展时期，这就对利率的标准化有了需求。投资者越来越希望有一套统一的基准利率。既然 LIBOR 已经在运行，大家也都同意使用它，将 LIBOR 认定为共同的交易基准便顺理成章。**值得一提的是，在伦敦形成的欧洲美元的定价方式承袭了英国的传统，就是：利率由少数银行同仁通过报价而不是公开市场交易形成。现在看来，这种报价机制，从一开始就为 LIBOR 的运作埋下了重大隐患。**

1986 年，英国银行家协会（BBA）将 LIBOR 正式化，包括美元、英镑、欧元、瑞士法郎、日元等 5 种货币，搭配 7 种期限，共有 35 种不同报价。经过整顿与“正式化”的 LIBOR 用途非常广泛，作为全球基准利率，它影响着数百亿美元的债券、工商业贷款、住房抵押贷款、利率衍生品等的定价。可以说，全球的金融交易都需仰它的鼻息。

早期的调整

LIBOR 设立之初，为了公平公正地反映市场“真实”利率，管理机构指定了 16 家大型国际银行担任报价银行。在伦敦时间上午 11 点，如果你需要融入一笔资金，想付什么价格；或者，你希望拆出一笔

资金，希望得到什么价格，都可以通过一定渠道进行报价。这些报价经由 16 家报价行，最终汇聚在报价中心处理，去掉一个最高点和一个最低点，剩余的报价，通过技术处理，形成 LIBOR。

这个机制很快就显现出问题，国际社会特别是美国的货币当局觉得，以美元为主的利率不能全部由英国人管理，所以，在 2014 年 2 月，LIBOR 交由美国控制的洲际交易所下的 IBA（ICE Benchmark Administration Limited）进行管理并嘱其进行改革。当时推行了三项改革。第一，报价银行数量增加到 20 个，以期增加代表性。第二，取消未被广泛使用的利率期限及交易币种。诸如卢布等，由于其交易量很小，便属被剔除之列。还有一些期限比较少的品种也逐渐被剔除，以求简化之利。第三，报价方法进一步技术化，改为“瀑布法”，即基于交易基础的报价、基于交易衍生基础的报价以及基于专家判断的报价，顺次推进和叠加，综合形成 LIBOR。

但是，随着金融市场的发展，特别是金融创新的不断深入，LIBOR 的基础逐渐受到侵蚀。因为，在货币市场中，拆借市场的份额在逐渐缩小。我们知道，LIBOR 是若干大型银行之间从事同业拆借时所用的利率，其他银行的拆借交易也参考这个价格。**如此形成的利率之所以能够成为指导市场运行的基准，是因为同业拆借是市场流动性的主要源泉，而拆借资金和拆借活动主要掌握在那 20 家参与报价的大型全球银行手中。**这个事实告诉我们：倘若市场的发展和金融的深化，使得流动性的主要源泉离开同业市场，那么，以少数参与同业拆借的大型银行的报价为基础形成利率，就存在偏离主流的可能，变革的需要便会产生。

实践的发展不幸正是如此。随着金融市场的蓬勃发展，债券市场（特别是美国的国债市场）逐渐成为市场流动性的主要源泉。这就是说，由于各种原因，美国和很多国家的货币当局逐渐转变为主要依赖在国债市场上的公开市场操作来调控流动性。与之对应，越来越多的金融市场参与者也在自己的资产负债表中保留大量的国债作为二级准备，并通过国债交易来调节自己的头寸，平衡盈亏。在这种情况下，再以同业拆借市场上的资金供求关系为基础来形成基准利率，出现系统性偏差是必然的。

更重要的是，由于 LIBOR 是在挑选出的若干金融机构“报价”基础上形成的，人为因素在所难免，因此也就存在很多体制性矛盾。问题的集中暴露是在 2007/08 全球金融危机时期。在危机起伏的过程中，市场隐约感觉到，一些大型报价银行为掩藏自己的流动性风险而刻意压低或抬高自己的 LIBOR 报价。而在 2008 年 9 月雷曼兄弟破产之后，LIBOR 利率大幅提升，更是给本已是惊弓之鸟的金融市场增添了新的不安定因素。

问题举要

概括而言，LIBOR 的缺陷主要有三。

第一，前已指出，LIBOR 是在银行间市场上，应大型银行拆借头寸的需求而形成的。然而，由于货币市场发展迅速，银行间拆借市场的规模近年来又急剧萎缩，使得 LIBOR 赖以产生的交易规模与使用它来定价的金融产品的规模和品种严重不匹配。比如，2020 年，LIBOR 的日均交易规模不足 5 亿美元，但是参考它来定价的贷款、衍生品规模竟达到 200 万亿美元。这就出现了严重的不匹配。显然，基

准利率既为“基准”，就一定要有代表性，如果说它的交易只是局限于一隅，用之去为更大规模、更大范围的金融交易定价，肯定存在结构性失衡。

第二，特别重要的是，金融运行的深厚基础不是别的什么，而是信用。LIBOR 的发展历程不断在证明这一点。LIBOR 最终被替代，既因为银行间的信用出现了问题，也因为金融市场对无风险利率的诉求在上升。于是，以国债这种更高信用为抵押的回购交易，就成为以银行间同业拆借这种较低信用为基础交易的理想替代品。需要指出的是，用更高等级信用替代较低等级信用的迭代过程还在继续。数字经济大发展之后，在很多国家，市场对以政府信用为基础的金融活动也开始提出质疑，于是就导致了比特币、稳定币等数字资产的大行其道。关键的原因在于：市场认识到，凡是有人参与的金融活动都有可能被操纵，都有可能被利用来实现操纵者的一己利益。于是人们必然设想，能否找到一个无偏无倚、人力所不能及的基础，找到一个数字的基础，一个算法的基础，来作为整个金融活动的基准呢？现在看来，这至少在理论上是可行的。果若如此，货币、金融的未来必然还会面临更大的变革。

第三，在交易量收窄、报价样本规模不足的情况下，LIBOR 形成机制的透明度开始下降。更有甚者，LIBOR 被操纵的问题逐渐显现。历史上，LIBOR 被操纵的问题至少被发现过 9 次，每次都覆盖很多机构，涉及亿美元以上的规模，其中最严重的有两次：2012 年 6 月 29 日，英国巴克莱银行与美国商品期货交易委员会、美国司法部和英国金融服务管理局就其涉嫌操纵 LIBOR 和 EURIBOR 丑闻达成和解。据上述三家监管机构调查，2005 年至 2009 年期间，巴克莱银行高管和交易员共同向 LIBOR 报价员请求人为更改利率 257 次，试图抬高或降低利率估值，以增加衍生品交易的利润或降低损失。在和解书中，巴克莱银行同意支付总额为 2.9 亿英镑（4.5 亿美元）的罚金。2014 年 11 月，欧美监管部门以未能阻止旗下交易员操纵 LIBOR 为由，对苏格兰皇家银行、美国银行、花旗集团、瑞银集团、摩根大通、汇丰控股等六家银行开出了 43 亿美元的罚单。鉴于 LIBOR 已经沦为某些金融机构扭曲市场信息、破坏公平交易的渊藪，对之进行改革势所必然。

寻找新的利率基准：BIS（国际清算银行）的看法

对于 LIBOR 形成机制的改革，所有金融机构以及主要国家的中央银行和监管当局都倾注了大量精力。其中，BIS 的研究最具有代表性，它认为，**基准利率应当符合几个标准**：第一，具备良好的市场交易量基础，准确、稳健地反映货币市场价格变动，且不易被人为因素干扰和操纵；第二，具备普遍适用的代表性，应能满足货币市场以及该市场以外的其他各类金融市场需求，为各种类型的金融交易提供价格标尺；第三，基准利率应能为同时经营存、贷业务的金融中介提供计价标准，存贷两端的利率变动机制最好能保持一致，以准确反映金融中介的融资成本和资产收益，避免“基差风险”。

遗憾的是，BIS 虽然历史悠久，经办很多金融业务，有“西方中央银行的银行”之称，但是，它本质上只是一家协调、合作机构，它所形成的规则等对于成员国并无很强的约束力。

寻找新的利率基准：美联储的安排

对于 LIBOR 的改革，真正有支配力的主要是各国央行，特别是美联储。果然，美联储很快便对这项改革提出了若干要求，并安排机构予以落实。它认为，**新的替代利率应具备三个特征**：一是基于日交

易量大、流动性高、更活跃和更稳健的市场；二是无风险或近似无风险；三是不能对美国货币政策造成限制。

美联储把塑造新机制的工作交给替代基准利率委员会（ARRC 工作小组），后者根据这三个原则提出了五项更细化的参考标准：第一，基准性（Benchmark Quality），即保证利率的完整性和连贯性——流动性、交易量、流动不足时的弹性、监管方式改变时的弹性、货币政策变化对基准产生制约或不利影响的可能性；第二，方法的科学性（Methodological Quality），即基准指标满足 IOSCO 稳健性原则的程度——数据标准性、数据透明性、历史数据可用性；第三，可问责性（Accountability），即保留遵守 IOSCO 准则的过程证据；第四，有效的治理结构（Governance），即治理结构有助于促进基准的完整性；第五，可执行性（Ease of Implementation），即评估利率转换的难易程度，包括与对冲或交易相关的预期需求、标的利率存在或者可能存在期限结构。

根据这些标准，ARRC 考虑了以下几种备选替代利率方案，包括：隔夜无抵押贷款利率（联邦基金利率、银行隔夜贷款利率），一般抵押贷款利率（基于国债抵押回购市场的隔夜利率，排除以美联储为对手方的交易），政策利率（联邦基金目标利率、超额准备金利率 IOER、美联储逆回购利率 RRP），国债利率，定期隔夜指数掉期（OIS）利率，定期无抵押贷款利率。

最终形成的方案与一般抵押贷款利率（基于国债抵押回购市场的隔夜利率）比较接近，而且突出强调了其是在市场交易中形成的特点。

改革的步调及主要内容

按照既定的步调，2021 年 12 月 31 日，对于英镑、欧元、瑞士法郎、日元以及一周和两个月期美元的 LIBOR 报价将会停止。到 2023 年 6 月 30 日，终止所有基于 LIBOR 的报价。也就是说，到那个时候，这个金融世界将会依托另一套基准利率来进行交易。这个变化具有根本性，因为国际基准利率的改革牵一发而动全身，将对利率定价话语权、货币政策实施、金融机构业务发展以及国际金融市场格局等，带来深远的影响。

下表总结了美、英、欧盟、日本、瑞士等五个主要经济体的主要货币基准利率替代改革的情况。遗憾的是，中国现在的体量尚小，影响也不大，利率决定机制与这些国家存在较大差别，目前还只能作为“接收者”来参与这场革命性的变革。这种状况当然隐藏着很大的问题，当世界上的主要国家（特别是一些储备货币发行国）的利率决定机制发生变化之时，中国何以自处，这是我们必须立刻回答的尖锐问题。

经济体	美国	英国	欧盟	日本	瑞士
原基准利率	USD LIBOR	GBP LIBOR	EUR LIBOR	JPY LIBOR	CHF LIBOR
新基准利率简称	SOFR	SONIA	EONIA	TONAR	SARON
新基准利率全称	担保隔夜 融资利率 Secured Overnight Financing Rate	英镑隔夜 指数均值 Sterling Overnight Index Average	欧元隔夜 指数均值 Euro Overnight Index Average	东京隔夜 平均利率 Tokyo Overnight Average Rate	瑞士隔夜 平均利率 Swiss Average Rate Overnight
类型	交易型	交易型	交易型	交易型	交易型
抵押品	国债	无	无	无	国债
隔夜利率	是	是	是	是	是
监督机构	纽约联邦储备 银行	英格兰银行	欧洲央行	日本银行	ICE基准管理局
利率市场	隔夜回购市场	隔夜批发存款 交易	隔夜批发存款 交易	隔夜活期贷款 交易	银行间隔夜回 购市场

不妨分析一下此次利率改革比较重要的几个特点。

首要的特点就是，它们都是交易型的，也就是说，它们都是实时交易的结果。谈到这一点，大家一定会联想到数字经济的发展。如所周知，因为数字经济深入发展，我们如今可以做到实时、全额捕捉市场交易的状况，也正因此，我们已经可以直接依据市场交易来为信用定价。在 LIBOR 通行的时代，我们是做不到这一点的。那时，我们只能选取若干代表，例如选择 20 个银行对选定的若干产品进行报价，借以间接推断或反映市场供求。这样的结果当然只能是近似的，因其近似，便存在被人“上下其手”的空间。如今不同了，数字经济的发展，使得我们可以全额、实时获取市场信息。这一点非常重要，因为它对于 LIBOR 而言，意味着一次革命，同时，它也意味着，进一步的革命仍然可能发生。

第二个特点就是，美国和瑞士的新基准利率背后都是有抵押的，而且抵押品都是国债，而英国、欧盟和日本则没有明确的抵押品。根据前文分析，美国、瑞士做此选择，是因为这两个国家的国债市场非常发达，他们的货币政策主要通过国债市场来实施，而且货币政策与财政政策的运行深度契合。英、欧、日的无抵押安排，则反映出它们维护本国货币地位的努力。形成这种格局，一方面说明这几个主要国家和地区正在利率决定权上与美国角力，另一方面，英、欧、日等国可能希望利率的决定彻底摆脱各种经济主体（哪怕是政府）的信用束缚，迅速过渡到数字基础上，同时，摆脱美元束缚的意图也十分明显。如果是这样，国际利率市场的改革，今后还会有进一步的动作。

新基准利率的优点

新基准利率的优势可以归纳如下：

第一，它是基于市场的真实交易而形成，而且，交易的数据是实时、全额、真实的，所以，它可以有效规避报价型利率形成机制在特殊时期可能出现的操纵行为。

第二，它的市场基础超越了传统的“银行间”，覆盖了更多的机构和更为广泛的金融交易。如所周知，近几十年来，世界各国金融体系最突出的发展之一，就是非银行金融机构的稳步增长，而传统的银

行机构则相对萎缩。现在，非银行金融机构，无论是机构数量还是运作的资金规模，都已经比传统银行机构大得多。从运行特点来说，非银行金融机构的经营更加依赖利率，但是，在 LIBOR 体系下，广大非银行金融机构的交易活动并没有被覆盖在利率形成机制中。这次改革弥补了这一缺陷，具体的转变路径则各国有所不同——依据美国方式，就是直接用交易更为活跃的回购市场利率替代拆借市场利率，形成隔夜担保融资利率（SOFR）；依据英国方式，其做法就是扩大原先的拆借市场主体，将非银行金融机构纳入，以期尽可能涵盖全部的金融市场交易者，形成了英镑隔夜指数均值（SONIA）。

第三，它的基石是影响力最大的隔夜回购交易。有了它，新的收益率曲线比较容易形成。

第四，美国的新基准以国债为抵押品，从而摒弃了银行的信用风险，杜绝了金融机构参与造假的可能。这个变化，强化了基准利率的无风险性。同时，由于它是以国债为抵押的，而国债又是财政政策的主要工具之一，所以，**新的基准利率的形成机制里不仅蕴含着货币政策和财政政策协调配合的政策取向，而且包含着两大政策体系协调配合的主要渠道。**沿着这条思路展开，如今困扰我们的很多新问题大约都可以找到答案。比如，很多人担心，美国近年来发行了巨额国债，未来的解决方案在哪里？囿于传统的分析框架，很多人忧心忡忡，但是，把国债纳入金融体系来考量，如果国债市场构成金融体系流动性的来源，如果国债市场构成基准利率形成的基础，巨量的国债就没有那么令人担心了。基于此，对于美国的财政政策、货币政策以及两大政策体系的协调配合机制，我们显然需要重新研究。

新基准利率的缺陷

万事都有两面性，新基准自然也有它的问题。

利率波动大就是问题之一。前已述及，新基准利率覆盖了尽可能多的货币市场交易，这在提高其代表性的同时，也使得它容易受外部因素的影响。于是，一些过去我们看不到或者在交易中可能会忽略的因素，都会在新基准利率的形成过程中表现出自己，因此，它对货币市场资金的供应和需求变化更为敏感。在新机制下，多重复杂因素都可能对利率形成产生影响，诸如市场流动性的变化、货币政策的外溢性影响、财政政策调整造成的国债抵押品供需关系的变化、甚至是地缘政治的变化等。

二是季节性，这是一个新特点。资料显示，每逢季末，新机制形成的利率出现上涨的概率比较高。

第三，存在“无风险利率的烦恼”。这其实是个悖论。过去，面对 LIBOR 反映虚假信息的问题，市场总在想方设法要从其决定机制中剔除信用风险，但是，在我们剔除了这个因素之后却发现，“水至清则无鱼”，新利率对银行信用风险不敏感，使得银行资产端与负债端的利率风险难以对冲，存在“基差风险”，形成所谓“无风险利率的烦恼”。于是，我们还需在它的基础上进一步开发出很多新的交易品种，特别是便利套期保值的新产品来。

第四，交易期限短。金融市场需要一条期限连续的曲线，以便为纷繁复杂的金融交易提供基准，仅有一个隔夜利率肯定是不够的。注意到这个缺陷，市场就创造出了所谓“前瞻型利率”和“后顾型利率”，希望有所补益。所谓“后顾型利率（backward-looking）”，其基本原理，就是结合合约期内各交易日隔夜利率，通过连续复利计算得到，不需要依赖无风险隔夜利率衍生品市场数据，计算结果具有平滑日常小幅波动的特点。其缺点是，由于相关数据只能在合约期末获得，因而其事前参考性差，另外，

过度平滑，也可能导致有效信息丢失过多。所谓“前瞻型利率（forward-looking）”，指的是基于预期和无风险隔夜利率的期货、互换等衍生品证券交易信息，根据短期利率加期限溢价和风险溢价的方式计算得到。其缺点是，计算准确程度与市场价格发现功能紧密相关，需要活跃的无风险隔夜利率衍生品市场予以配合，而后一个市场显然还在建设过程中。

利率形成机制改革的全球金融治理意义

作为针对全球金融交易基础设施的改革，LIBOR 形成机制的改革当然具有明显的全球治理意义。

利率定价权全面回归美国

我们知道，LIBOR 定价的主导权一向在英国伦敦。前已述及，其产生的导因是欧洲美元市场的出现。虽然在 LIBOR 的决定程序中，有一个需要将 20 家银行的报价汇聚上报美国的洲际交易所（ICE）并需后者批准的环节，但那只是最后阶段的技术性处理，真正的决定力量还是在伦敦金融市场上。因为存在这种机制，长期以来，在 LIBOR 的决定过程中，美国的货币当局也只能以普通的市场交易者身份进入，它的货币政策和金融监管政策等，都对 LIBOR 鞭长莫及，难以产生符合美国货币当局所期望的影响。这种局面当然是美国当局不愿意看到的，所以，基准利率改革的首要目的，就是要让利率的决定权回归美国。离岸美元定价权的回归，大大提升了美联储货币政策操作对全球金融市场的影响力，整个国际金融体系的格局因此将进一步出现深刻变化。

强化美国国债市场在国际金融体系中的中枢地位

新基准利率的形成过程，依赖于国债作为抵押品的回购交易，这使得国债市场在美国宏观调控机制中的核心地位进一步加强，同时也使得财政、货币两大当局的协调配合更为密切，当然也更复杂。

新基准利率是有抵押的隔夜回购利率，这个抵押品主要是美国政府的债券。这种格局的推行，势必在全球金融市场上大幅增加对美债特别是国债的需求，这有助于缓解美国的财政赤字，并有进一步压低美债收益率的倾向。我们过去一直在说，美联储事实上是全球的中央银行，这主要说的是联储货币政策的外溢影响巨大。如果联储主要依赖买卖美国国债来实施货币政策，则美国的财政政策，特别是其债务政策，势必对国际金融市场和全球经济产生更大的直接影响。

近年来，美国的国债规模膨胀、政府杠杆率上升等，成为国内外研究者关注的焦点。绝大多数的分析都认为，天量债务是美国经济的“死荷重”，总要或迟或早地归还，这个过程，将会把美国经济拖向另一次长期衰退。这是基于传统理论，囿于传统的国债管理政策，无视国际金融领域新发展的论断。倘若我们把分析的视野扩展到此次基准利率定价机制的变化上，扩展到全球流动性市场发展的新格局上，就会看到别样的图景。初步的分析显示，这种变化，显然可能进一步强化全世界都为美国财政赤字买单的机制，从而有利于缓解美国的财政赤字和巨额债务的压力，进一步，美债的收益率可能被长期压低，从而，已经延续了将近 20 年的美债与利率的耦合关系可能进一步巩固。或许更重要的是，美国国债市场成为美元流动性的源泉，一直被学术界所诟病的“债务货币化”可能被体制化，果若如此，通过债务货币化，巨额的美国政府债务每年将有相当的部分被全球经济增长所吸收，解决债务问题的

前景至少不会那么悲观。同样的道理在英国、欧元区和日本也是适用的，这就意味着，在这些国家和地区，政府债务对经济的影响，需要全面重新评估。

数字经济的影响

LIBOR 定价机制改革的过程中，也正是数字经济飞速发展的时期。数字经济的发展具有极强的穿透力，一切经济金融进程都会受到其强烈影响。在基准利率形成机制的改革过程中，数字化当然也要表现自己。在上文列示的五个实行利率机制变革的国家和地区中，英国、欧盟和日本并没有像美国那样将信用的基础转移到国债上，而是直接转移到存贷款的隔夜交易上，这看起来保留着央行和商业银行间信用交易的形式，数字化已经全面、潜在地介入了。事实上，即便是美国的改革方案，数字化也没有缺席。

数字经济渗入新型基准利率的形成过程中，其主要影响有二：

首先是信用关系技术化。现在，大数据、云计算、人工智能以及各种各样的算法，几乎所有这些我们熟悉的数字经济的要素都融入了金融交易的过程和利率的决定机制。这种被概括为信息化、网络化、数字化、智能化的因素进入金融业，已经且必将进一步改变金融业的信用基础。前文我们已经讨论过，基准利率的决定机制从若干大银行报价转向以国债为抵押，其实质，既是用政府信用代替了银行信用，也是用实时、全额的市场交易替代了交易员的间接叫价机制。更深入地看，随着数字化深入发展，一个新的问题必然提出：鉴于政府信用也或多或少渗入了人为因素，金融交易、利率的形成，是否应当转向比政府信用更可靠的信用基础上呢？现在看来，这种更可信赖的基础确实是存在的，它们存在于数字经济和数字金融之中。

其次，大数据分析、机器学习等新技术手段的采用，可以改善基准利率市场的价格发现功能，深度应用于交易型基准利率收益曲线的构建过程。而且，利率形成机制的这种转换，客观上使得利率进一步抽象化了。在我看来，这种抽象化过程，进一步凸显了货币作为信用关系的本质，而利率则是信用之价格。总之，数字化的介入，将有助于拨开笼罩在货币经济之上的重重迷雾，让我们认清诸种金融活动的本质。

中国的利率市场化改革

中国利率市场化改革自上世纪末开始。近十几年来，我们曾多次被告知改革即将成功，就差“临门一脚”，然而，这一“脚”似乎一直没有踢出。冷静地说，我国的利率市场化改革仍然是一项远未完成的艰巨任务。

2002 年 SARS 疫情期间，利用被封在家难得的闲暇，我曾就我国的利率市场化问题写了一篇长文，在《中国证券报》上发了一整版，题为“用五到十年时间完成利率市场化改革”。文章发表之后，评论者蜂起，对于改革的步调，居然是不支持者居多。很多人说我悲观：改革的步伐如此迅捷，如何用得了五到十年？现在看来，当时的判断还是太乐观了一些。援引最近的例证，在“十四五”规划中，关于金融改革提出的目标是“健全市场化利率形成和传导机制，完善央行政策利率体系，更好发挥贷款市场报价利率基准作用”，连“基本完成利率市场化改革”的目标都悄悄隐去了。这充分说明，要实现利率市场化，我们还有很长的路要走。

勿忘利率的基本概念

现实中并不存在抽象的“利率”，在任何时候，市场上的利率都有多种，它们构成一个多样化且彼此关联的复杂体系。投融资活动的复杂性和多样性、经济主体的多样性，决定了利率的复杂性和多样性。**显见，利率是信用的价格，把它认作“货币的价格”，那是误读。**

利率体系的最基本结构是风险结构和期限结构。所谓风险结构，指的是不同经济主体因其风险程度不同，相应的信用等级不同，其筹资所对应的利率存在差别——风险越大，信用等级越低，其筹资须付出的利率越高；反之相反。据此，依经济主体风险之高低，社会上的利率形成一个高低参差的结构，此即利率的风险结构。所谓利率的期限结构，指的是对于同一个筹资主体而言，随着融资期限的延长，相应地风险增大，其融资利率呈现由低（短期）到高（长期）的变化，此即利率的期限结构。**利率的风险结构和期限结构进一步彰显了利率作为信用之价格的本质。**

经济社会中经济主体千差万别，投融资活动千种万般，利率体系便呈现出复杂的结构，已如上述。这些利率彼此联系、相互影响，形成高度复杂的网络。**在纷繁复杂的利率体系中，总有一种或几种利率对于利率体系的总体变动产生决定性影响，此即“基准利率”。**回忆前文 BIS 和美联储关于基准利率的研究，形成基准利率最重要的条件包括：其一，此种基准利率应当在交易最活跃、市场参与者最广泛、交易量最大的市场中产生；其二，这个市场应当通过金融产品和市场参与者的纽带，与其他金融市场密切联系，从而使得该市场的交易结果和交易规则具备普遍适用性，能够满足货币市场以及其他各类金融市场的需求，为各种类型金融交易提供定价标准和流动性来源。其三，基准利率是核心金融市场的产物，因此，它的基础性作用，是以核心金融市场与其他各类金融市场“互联互通”为基础。正因为存在基准利率与其他各种利率相互关联、“纲举目张”的机制，货币政策方能有效施为。

显然，一个有效运转的市场经济体制，是由有效运转的金融市场体系和相应的利率体系承载着的。正是这种利率的网络，现实地发挥着引导资源配置的导向作用。**我们说市场在资源配置中起决定性作用，这个决定性作用，要依托一体化的金融市场体系来实现；其动力结构，则存在于发达有效的利率体系之中。**

改革的主要任务

中国作为新兴市场经济国家，在推进改革的过程中，始终面临两个经常产生冲突的任务体系：**一是**补上我们在建设市场经济体系方面的短板，同时清除传统计划经济遗留下的“旧土壤”；**二是**跟上世界发展新潮流，力争在新兴的领域里直面发达经济体，在相同的起点上参与国际竞争。这就使得我们的所有改革都呈现出高度的复杂性。

就利率市场化改革而论，我们需要完成的任务可分三类：

其一，为市场经济正常运行建立所需的基本利率制度。比如，完善利率由市场竞争形成的机制；打通各个金融市场、打通金融市场和信贷市场，建立互联互通的一体化的金融体系；形成中国的基准利率；建立现代的存款准备金制度；完善货币当局公开市场操作制度；完善货币当局对于利率的间接调控机制；依循市场经济原则完善央行贷款（再贷款）制度；理顺国库现金管理制度等等。

其二，为利率政策正常发挥作用创造必需的经济体制条件。其要者，是改革企业特别是国企制度，使得企业成为“真正的企业”，从而能够对利率变化做出符合市场规律的反应；硬化政府的预算约束，规范它们的赤字和赤字融资活动，使之按照市场运行的规则参与金融市场活动。

其三，利用后发优势，跟上甚至领先全球发展步调。其中，认真甄别“影子银行”和“银行的影子”，稳妥发展作为创新源泉的影子银行；对整个金融体系进行数字化改造；大力发展数字货币和平台经济；塑造现代的货币政策和财政政策协调配合机制；完善外汇储备管理体制；积极参与全球金融体系重塑等等，都是刻不容缓的紧迫任务。

改革的主要领域

上节定性地描述了中国利率市场化改革所需完成的三大类任务，本节则就其主要领域略做展开。

第一，大力发展直接融资

直接融资的本质，就是让资金的最终提供者和资金的最终使用者直接显示偏好，直接订立合约，决定利率水平，并直接进行交易。因此，在理论上，大力发展资本市场便成为利率市场化的必要条件，惟其如此，资金供求双方才能充分展示偏好，通过反复竞争和多次“试错”，有效形成市场均衡利率。

在以间接融资为主体的金融体系中，利率的形成过程受到银行中介的阻隔，因此，打开银行的资产负债表，构成利率市场化的重要任务。银行作为融资中介，客观上将资金的最终供给者和最终需求者割裂开来，进而将一项融资活动分解为两个独立过程，并分别对这两个过程进行定价。在传统的技术基础上，在信息不对称的条件下，金融中介的存在有降低信息不对称及专业化、规模化的积极作用，但是，在信息经济、特别是互联网经济充分发展的条件下，信用中介存在的合理性正在逐步丧失。如今，中介居于融资活动中间的结果会降低融资的中介效率：它增加了融资的环节，而且创造并保持着主要以“息差”形式存在的融资成本。在一定意义上，相较其他市场经济国家，中国的利率水平长期高悬，中国非金融部门长期背负沉重的利息成本，这是主要原因之一。

因此，为了有效推动利率市场化，与发展资本市场同等重要的任务，就是要打开银行的资产负债表，有效率地引导全社会的“脱媒”进程。在负债方，就是要让各类存款转变为可交易的债券、借据等；在资产方，就是推动各类贷款的交易，以及在各类贷款基础上的证券化；在发展战略上，就是要大力发展多样化的理财业务。总之，打开银行的资产负债表，就是让存在于银行资产负债表之“黑箱”中那些长期不流动、不交易的资产和负债进入市场交易，参与寻找市场均衡利率的洪流。

事实上，打开银行资产负债表，尽可能将传统的负债和资产投入市场交易，还有一层稳步推动银行业务向服务化转型的意义。大家一定注意到，自从1992年美国的利率落到5%以下以来，全球利率水平一直呈下行趋势。2008年，随着美国下调联邦基金利率至0~0.25%，全世界进入超低利率时代；2012年，丹麦央行的举措，更让我们见证了负利率的出现，人类社会“从此进入了一片未知领域”。长达20余年超低利率/负利率的新实践，严酷地宣告了“息差为本”时代的过去，彰显了通过提供交易和服务来获取新的生存空间的改革意义。这个方向，与LIBOR改革方向是一致的。

第二，解除信贷管制

解除信贷管制是利率市场化的又一必要条件。因为，只有解除信贷管制，资金的供求双方，包括作为“中介机构”的各类金融机构，才能充分展示自己的偏好并展开有效竞争。

1998 年中国承认了国际货币基金组织第八条款，中国的货币政策由此起步。然而，虽然我国已于 1998 年同年宣布废止银行贷款规模管制，但由于改革不彻底，经济运行每遇问题，都会自觉、不自觉地回到信贷分配乃至信贷管制的老路上。如此收收放放，拖累了我们的市场化改革步伐。**应当认识到，在信贷管制条件下，由于资金供求双方均无法展示自己的偏好，而且或明或暗受到行政当局的约束乃至管制，利率的市场化是根本谈不上的。**毋庸置疑，信贷管制下当然存在利率，而且利率的种类或许比市场化条件下更为庞杂，例如，改革之前，我国就曾有过上百种利率。但是，管制下的利率充其量只是财务分配和财富再分配的手段，却极少含有市场调控和提高资源配置效率的意义。我们真正需要的是作为资源配置手段的利率体系。

第三，市场的一体化

打破市场分割，促进金融市场一体化，打通金融市场与银行信贷市场，打通银行间市场和交易所市场，简言之，真正实现我们已经提出 20 余年的各类市场“互联互通”目标，是形成有效的利率体系的必要条件。建立有效的国债市场，形成核心金融市场，并据以产生无风险基准利率，并借以对其他金融市场产生影响，是形成有效利率体系的又一必要条件。同时，在这样的金融市场体系和由此形成的基准利率体系基础上，货币政策和财政政策方能有效地协调配合，共同发挥提高宏观调控效率的作用。

第四，改革法定准备金制度

中国是法定准备金率最高的国家之一。2011 年前后，我国中小型存款类金融机构的准备金率曾达到 19.5%、大型存款类金融机构更高达 21.5%。目前，虽经多次下调，我国加权平均的法定存款准备金率仍在 8.4%，加上超额准备金，加总的准备金率水平依然很高。现行高得异乎寻常的法定存款准备金率，是 2004 年前外汇储备急剧增加、人民币大幅升值预期下，央行“冲销”流动性泛滥捉襟见肘时的权宜之计，旨在“深度”冻结过剩流动性。如今，实行高准备率的诸种环境条件均已渐次失去，是将法定准备金制度向正常方向调整的时候了。

必须认识到，畸高的法定准备金率，扭曲了中国的金融关系。我们至少可以指出两个明显的弊端，其一，以准备金形式存在的数以万亿计的资金是不能作为资金供给进入我国资金供求平衡关系的，这无疑人为减少了资金供应，抬高了利率水平。其二，法定准备金率构成存款金融机构的成本，这项成本高达 10%以上（过去曾高达 20%以上），无疑会扭曲存款金融机构的资产负债行为，从而扭曲整个银企关系。

应当看到，在储蓄率长期高达 40%以上，总储蓄率长期高于总投资率的宏观条件下，中国的利率水平却长期高于多数市场经济国家，这是极不正常的。出现这种现象的重要原因之一，扭曲的法定准备金制度难辞其咎。

市场化的法定准备金率改革方向是“零准备”。其要者，是逐步将准备金率降至零水平，支付清算的需求则用交易账户来替代。这种改革的基本理论就是，法定准备金率调控是一种类似税收的高度行政化的调控手段，随着市场化的深入，特别随着市场交易制度的不断完善和广覆盖，这种制度应当退出历史舞台。实行零准备之后，央行主要以交易者的角色在市场上活动，并通过调整自己的资产负债表的总量及结构，影响市场利率和金融机构的头寸。要启动这一关乎货币政策健康状况的改革进程，需要对央行的货币政策操作框架、外汇储备管理制度、债券市场、货币政策和财政政策协调配合机制等，进行大规模系统改革。

第五，央行调控机制的市场化

在市场经济中，货币当局应当拥有足够且有效的市场手段，通过其资产负债表的调整和资产交易活动去改变资金供求格局，进而影响基准利率的水平和结构，调节货币信贷的供给。

央行当然是市场化改革的积极推动者和组织者，然而，其自身活动的市场化却容易被忽视。例如，我们常说，金融宏观调控从主要对量的调控转换到主要对价的调控，这意味着市场化改革的深入。其实不然，因为在实践上，利率这种手段是可以被当作十分行政化的手段来使用的。不提供任何配套的措施便“宣布”调高或调低利率水平，便可能是一种行政调控手段，因为此时的利率变化只是货币当局的“决定”，市场上的资金供求关系并没有提供利率变化的基础。

上世纪末，我曾亲历了一场关于美联储的利率调控政策是行政化还是市场化的争论，可为此处讨论提供注脚。当时，很多局外人认定联储的利率调控纯属行政行为，根据很简单：这个利率水平是由联储公开市场委员会开会“决定”的。否定者则热心地指出：利率水平需要变动，固然是联储在华盛顿根据形势分析做出的决定，但是，利率水平的现实变动，却是一批主要在纽约活动的国债交易一级自营商们，根据联储的指令，通过与联储账户进行实实在在的买卖交易而实现的。可见，“决定”利率变动和“实现”利率变动是不同的，仅有前者，并不能保证利率政策是市场化的政策行为。

上述例证告诉我们，要建立货币当局的市场化调控机制，必须形成货币供应量调控和利率调控互为条件、彼此应照的“量价联动机制”。显然，这种机制只能在有效、互联互通的金融市场体系中方能形成。

对于中国来说，逐步完善央行贷款制度（各类“再贷款”），构成央行宏观调控市场化改革的重要内容。从本质上说，运用央行再贷款来实现金融宏观调控目标，是对每年新增货币供给的有效利用途径之一。这是中国金融宏观调控的特色之一，我们大可不必因为发达经济体的央行很少从事此类活动而心中发虚。毕竟，运用新增货币供给来解决某些国家任务，是社会主义市场经济制度的本质要求之一。

第六，不应忽视影子银行的作用

影子银行指的是：向企业、居民和其他金融机构提供流动性、期限配合和提高杠杆率等服务，从而在不同程度上替代商业银行核心功能的那些工具、结构、企业或市场。在我看来，影子银行是创新的源泉、风险的渊藪。

中国的影子银行，大多是“银行的影子”，无非只是借新业务之名，借高科技之平台，行传统金融业务之实。这与中国仍然存在严重的金融管制有关。影子银行体系主要通过开发交易活动和提升金融市场的流动性，通过对传统金融产品和服务“再构造”来向经济社会提供源源不断的信用供给。在这个过程中，它成为推动利率市场化的重要力量。十几年前我曾经写过一篇关于影子银行的文章，用的标题就是“创新的源泉，风险的渊藪”，现在，我仍然坚持这个判断。

第七，抓住数字货币发展的机遇

这次国际金融市场上的基准利率改革昭示了金融改革和发展的新方向，对于中国金融的改革和发展，具有极强的借鉴意义。但是要注意，改革的具体路径因各国国情和政策取向差别有所不同：美国方式，是直接用交易更为活跃的国债回购市场利率替代拆借市场利率，形成隔夜担保融资利率（SOFR）；英国方式，则是扩大原先的拆借市场主体，将非银行金融机构悉数纳入，以期尽可能涵盖全部的金融市场交易者，形成了英镑隔夜指数均值（SONIA）。中国的数字经济、数字货币，以及基于数字经济之上的支付清算机制已经走在世界前列，应当继续鼓励发展。我们希望在建立良好的协调财政政策和货币政策的机制的同时，花气力在数字化的基础上推进中国的利率市场化改革。

（内容来源：国家金融与发展实验室）

两个平行的世界

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

看到这个题目，估计大家以为我要写的是今天的两个平行世界——我们这里安静的世界和外部喧闹的世界。我要写的不是今天，是历史。如同 1918 年西班牙大流感终究会成为历史一样，今天也终究会成为历史。但是，当历史还没有过去时，它就是不能随意置喙的现实。我写的是二战后直至上世纪 90 年代初的两个平行世界。

一、全球化前的两个平行世界

人们总是有一种思维惰性：好日子时间久了，就会忘记黑暗时代；黑暗时代呆久了，又会失去希望。在过去四十多年间，中国从起初比非洲最穷国家还要穷的“一穷二白”状态一跃成为一个人均收入已经超越当年“老大哥”的巨型经济体。这几十年间，似乎除了增长就是增长，以至于十年前有声音说：中国，请停一停，等等你的人民。当年说这番话的人如今应该好好想想，你这番话是不是好日子过久了乃至“何不食肉糜”的结果？

好日子同全球化有着密切关系。在过去 150 年间，发生了两次大规模、持续数十年的全球化。前一次是 1870 年第二次工业革命后到 1914 年第一次世界大战爆发。在这次全球化中，清王朝曾经也试图通过洋务运动来跟上全球工业化的步伐，但失败了。原因很简单，从洋务运动的口号就知道，它既不是改革，也不是开放。洋务运动的第一句口号是“师夷制夷”，所以，最终还是要和西方世界对着干；第二句口号是“中体西用”，所以，专制体制还是要保留。后一次是上世纪 80 年代初以来的全球化，邓小平领导的伟大改革开放让中国完全融入到这场全球化中。这一次的中国是如此的成功，以至于 2008 年全球金融危机后中国甚至已经有主导全球化的势头。

上世纪 80 年代以来的全球化并不是神仙皇帝从天上抛下来的恩赐，而是人间的两个平行世界相互竞争、最终合并的结果。1946 年 3 月 5 日，在杜鲁门的陪同下，英国首相丘吉尔在杜鲁门的母校、密苏里州的威斯敏斯特文理学院发表了题为《和平砥柱》的演讲，警告西方称，从波罗的海到亚得里亚海，苏联已经拉下了横贯欧洲大陆的铁幕——这即是著名的“铁幕演说”。1952 年，斯大林在《苏联社会主义经济问题》一书中正式抛出了“两个平行世界”论：“两个对立阵营的存在所造成的经济后果，就是统一的无所不包的世界瓦解了，因而现在就有了两个平行的也是互相对立的世界市场。”

实际上，铁幕早在二战尚未完全结束时就已经徐徐拉下。1944 年，苏联出席了确立战后国际货币体系的布雷顿森林会议，但却拒绝参加随后成立的国际货币基金组织和世界银行。1949 年 4 月，苏联与另外 5 个东欧国家正式另起炉灶，共同组建了经济互助委员会（经互会）。从那时开始，就形成了平行的

东方和西方世界——这里的“西方”不是从亚洲望过去的“西方”，而是莱茵河以西的西欧和美国，东方世界就是经互会。至 1985 年，经互会扩展到 10 个国家，除了苏联和东欧 6 国外，还包括蒙古、古巴和越南。由此可见，斯大林这边的东方世界只不过是一个自我隔绝于世界大市场的小团体。

二、东方世界的计划经济

在平行的东方世界中，经互会诸国实行的都是计划经济体制。1917 年布尔什维克革命后，苏联成为世界上第一个实施计划经济的国家。这一体制让苏联得以动员资源到重工业部门，快速完成了军事工业化，取得了二战的胜利。计划经济的基本特点是生产资料公有制，国家作为生产资料的唯一主人，成为整个国民经济管理的中心，因而，国家可以方便地“集中力量办大事”。在这种体制中，经济运行不是靠市场的价格信号，而是靠指令性的计划来调节。

这种国家垄断所有生产资料并集中安排生产的做法在战时取得了成功，但在和平时期却逐渐暴露出其本来面目。对此，在 1980 年首次出版的《短缺经济学》中，科尔奈做了精确的描述：由于国家的“父爱主义”，没有任何自主权、不会因为盈利而受益、也不会因为亏损而受到处罚的企业不仅不会提高效率以生产高品质产品，还存在强烈的投资饥渴症和扩张冲动，从而使得整个经济都处于一种商品数量和质量都无法满足需求的短缺状态。

用现代微观经济学的话语，计划经济体制的根本缺陷就是激励不相容。由于没有私人产权，企业追求的不是利润最大化，而是计划指标的最大化。因为在缺乏价格信号的情况下，上级对下级的考核以及工资奖金的发放只能是按照计划指标完成的情况，这就导致产品的构成和质量完全被扭曲。“例如，当玻璃的生产计划以吨来计算时，生产的玻璃就会过于笨重；当玻璃生产的计量单位改为平方米时，玻璃就会变得太薄而且易碎。”所以，用更加通俗的话说，就是缺乏自主意识和自我决策权力的下级只听上级的，上级说要往东，下级就一直往东，哪怕撞到南墙也不回头。

经互会的计划经济体制还延续到国家之间的经贸往来。根据 1962 年正式生效的《社会主义国际分工的基本原则》，经互会诸国的国民发展计划要相互协调，成员国之间要实施生产专业化，某些国家要放弃生产某些产品，某些国家要专门生产某些产品。例如，苏联主要负责供应石油，保加利亚更加侧重农业生产，民主德国则大力发展重工业；在工业领域，各国也各有分工，苏联和民主德国分工生产的客车车厢占经互会总产量的 75%，罗马尼亚分工生产的拖拉机占经互会总产量的 94%，保加利亚分工生产的电动小吊车占 50%以上。

那么，经互会诸国如何进行彼此的贸易结算呢？首先，外贸价格就一直是困扰经互会的难题，因为各国自己就没有市场形成的价格体系。于是，国与国之间的贸易只能采用经互会外部的价格。在 1975 年前，贸易价格按照前五年世界市场平均价格确定后五年平均价格；1975 年后，由于国际能源价格的大幅上扬，又改成有利于苏联的方式，按照前五年平均价格确定后一年的价格，这让出口能源的苏联大赚了一笔，而经互会其他国家叫苦不迭。

其次是结算货币。根据 1963 年的《关于转账卢布办理多边结算和建立国际经济合作银行的协定》，由国际经济合作银行发行与卢布等值的转账卢布，逆差国在国际经济合作银行获得以转账卢布计价的信

贷，相应的，顺差国获得一笔转账卢布存款。这种转账卢布既不能兑换黄金，也不能兑换任何国家的货币，只能用于经互会内部的贸易结算。即使在内部，贸易顺差的国家也不能用多余的转账卢布随便购买商品，只能购买贸易逆差一方的商品。所以，转账卢布在本质上仅是一个记账单位，并无货币的完整职能，更无法担当经互会的储备货币了。

三、西方世界的国家干预主义思潮

计划经济体制之所以在二战后维持了不到半个世纪就分崩离析，完全肇始于其根本的制度缺陷。对此，在《转型经济学》中，罗兰评价道：“中央计划经济的兴起和衰落不仅成为 20 世纪最重大的事件之一，而且是人类历史上最重要的经济实验败笔之一。”然而，罗兰又说道，计划经济之所以兴起与知识界对市场经济弊端的错误理解有着密切关系。将罗兰的这番话反过来说，就是知识界、尤其是经济学界曾经一度钟情于市场经济的反面——计划经济。

对于每一个经济学人来说，保罗·萨缪尔森（Paul A. Samuelson）这个名字一定是如雷贯耳。萨缪尔森于 1970 年获得诺贝尔经济学奖，被认为是新古典综合学派（正统的凯恩斯主义学派）的主要代表人物，其出版的《经济学》教材再版多次，成为全世界经济学的教材范本。然而，正是这位萨缪尔森，在 1989 年出版的《经济学》中写道：“苏联经济的发展粉碎了很多人之前的怀疑，实践证明，社会主义计划经济不仅能够正常运行，而且能够实现繁荣。”在 1989 年柏林墙被推倒、苏联计划经济行将分崩瓦解之际，萨老先生能说出这番话一定是因为写书写得两耳不闻窗外事了。

作为经济学的代表人物，萨缪尔森说出上述这番话反映了当时经济学界的一股思潮，即对国家干预主义的推崇。这股思潮发端于 19 世纪后半叶，当时，由于工业革命时期自由放任的市场经济造成了严重的社会财富和收入不平等，经济学界普遍认为要进行改革，典型人物如德国经济学家阿道夫·瓦格纳。瓦格纳在 1891 年提出了一个著名论断：政府支出应该随着经济发展而不断增加，以解决公平分配、失业和工人基本的养老医疗保障问题——这就是著名的“瓦格纳法则”。到二战行将结束时，这股思潮愈演愈烈，以至于哲学家罗素、经济学家熊彼特、物理学家爱因斯坦都曾发表言论，称中央计划经济可能是人类未来的选择。所以，哈耶克在 1944 年出版的《通往奴役之路》中发出了警告：“现在，有必要说出这句逆耳的忠言，即我们有重蹈德国（法西斯主义）覆辙的危险……现今，在这个国家中肯定存在着同样的决断，要把出于防卫目的而建立的国家体制保留下来用于创造。”哈耶克的意思是，英国人可能乐于将战时的计划经济体制延续到战后和平时期，而这将是“用通向天堂的美好愿望来铺设一个国家通向地狱之路”。

在经济学界，通常认为国家干预主义的大本营是凯恩斯主义，有些人还喜欢把凯恩斯同尊崇自由市场经济的哈耶克对立起来——这是一个误解。因为尽管凯恩斯认为市场经济存在缺陷，但他显然也不赞同计划经济。

凯恩斯在《通论》中指出（第二十四章）：“我们生活于其中的经济社会的显著弊端是：第一，它不能提供充分就业以及第二，它以无原则的和不公正的方式来对财富和收入加以分配。”对于第一个弊端，即失业问题，《通论》满篇讲述的就是降低利息率、增加财政支出。而对于第二个弊端，凯恩斯并不反对、甚至是完全支持利用所得税、遗产税等税收手段来调节财富和收入的分配，但是，凯恩斯明确

反对通过剥夺私人产权的方式去解决分配问题：“有价值的人类活动需要赚钱的动机和私有财产的环境才能取得全部效果。不仅如此，通过赚钱和私有财产的存在，人类的危险癖好可以被疏导到比较无害的渠道之中，而癖好如果不以此种方式得以满足，那么，它们会被用之于残暴、肆无忌惮地对个人权力和权威的追求以及其他方式的自我高大化。”

然而，正如计划经济的做法得益于战时的成功而被东方世界延续到和平年代、甚至得到极大强化一样，二战后西方世界的国家干预主义也将政府在萧条和危机时期发挥的作用放大到了经济正常运转时期，在手段上甚至超越了利用税收和财政支出调节经济的财政政策工具，鼓吹政府应该全面介入到经济活动中。在美国，国家干预主义的产物是所谓的“混合经济”：除了慷慨的社会保障体系、廉价住房之外，政府对工商业、金融业实施了严格的管制；在英国，国家干预主义的目标是建立一个将个人自由同计划经济、民主同社会公正结合起来的“民主社会主义”。为此，从二战后一直到 70 年代末，英国推行了大范围的国有化，在煤炭、造船、电气电讯等基础工业部门，国企占据 100% 的份额；在法国，国家干预主义一直是传统，不仅国企的比重远超过其他欧洲国家，而且，法国是西方世界唯一实行明确长期经济计划的国家，法国的模式被称作“有计划的市场经济”——听听，多像我们在上世纪 80 年代提出的“有计划的商品经济”。

所以，中国改革开放的渐进曲折并不是因为只有我们自己的认识不够。是人，就可能迷茫，只要迷途知返，就是好人。

四、两个世界的合并

在西方世界，国家干预主义的结果是，到上世纪 70 年代末，除了财政支出、财政赤字大幅度上升之外，就是长期的滞胀：一方面是高失业率和低经济增长率，另一方面是高通货膨胀率。随着经济的衰落，在与苏联的争霸中，美国及其领导的西方世界也已经愈发感到力有不逮。最终，1980 年上台的美国总统里根和 1979 年上台的英国首相撒切尔夫人几乎同时推出了供应学派的经济改革。

供应学派的改革包括几个方面：第一，实施历史上规模最大的减税政策，大幅下调企业和个人所得税税率；第二，裁撤政府雇员，大规模削减政府开支，以实现财政预算平衡；第三，改革社保制度，减少失业、医疗补助，将社保制度从主要依靠国家的现收现付体制转向主要依靠个人和企业缴纳的年金制度；第四，放松管制，大规模取消对工商业界的管制条例和法令，推行金融自由化改革；第五，出售国有资产，对国有企业实施股份制改造；第六，强化央行的独立地位，货币政策的首要目标转向控制通货膨胀。

供应学派政策实施后，西方世界的经济活力迅速被激发。在美国，股市自 1980 年开始持续上涨了数十年，在改革十年后的 90 年代初，又掀起了新一轮信息技术革命。在英国，长期滞胀的“英国病”被经济强劲增长的“撒切尔奇迹”所治愈——撒切尔夫人在下台后的一次演讲中宣称：撒切尔主义将在全球传播，其影响力将长达数个世纪。在整个西方世界，经济进入到一个低通胀、高增长、波动趋于稳定的“大缓和”（Great Moderation）时代。

在西方世界恢复活力的时候，平行的东方世界步入危机。在经互会诸国内部，由于计划经济体制的激励不相容，尽管起初经济扩张速度很快，但很快就遇到了瓶颈。在产业结构上，这种瓶颈表现为重工业“过重”、轻工业“过轻”、农业一直落后；在效率上，这种瓶颈表现为资本边际报酬 MPK 的快速衰减，早在上世纪 60 年代计划经济高歌猛进的时候，苏联的产出增长速度就开始落后于固定投资的增长速度。到 80 年代，苏联的投资效率越来越差，经济增长的水分也越来越大。按照苏联自己的统计，在解体前其 GDP 已经达到美国的 2/3，但是，根据联合国、西方情报机构和专家学者的估计，苏联解体前实际的经济规模只有美国的 1/4。

在经互会诸国之间的国际分工和贸易往来中，计划经济的笨拙也暴露无遗。由于国际分工是按照经互会的计划，而不是基于比较优势的国家之间竞争，各国分工生产的产品常常质量低劣。在转账卢布只能记账、不能自由兑换的情况下，各国为了获得西方世界的外汇，就竞相将质量好的商品出口给西方，而将质量差的产品出口给经互会成员国。从上世纪 70 年代开始，经互会内部的分工合作和贸易体制弊端愈发严重，尽管不断有成员国提出要改革以适应形势发展，但无济于事。既然这位带头大哥不行，小兄弟们就会选择另一个带头大哥。于是，先是南斯拉夫于 1966 年偷偷加入了西方主导的关税及贸易总协定，然后波兰、罗马尼亚、匈牙利也分别于 1967 年、1971 年、1973 年加入。大家都是身在曹营心在汉，东方世界逐渐被平行的西方世界吞噬。

最终，随着 1989 年柏林墙被推倒，1991 年苏联解体，经互会彻底解散。人类历史上短暂的计划经济实验以失败告终，两个平行的世界合并，150 年来第二次波澜壮阔的全球化进入高潮。

五、全球化的未来？

天下大势，分久必合，合久必分？如今，疫情、俄乌冲突还在肆虐和分化着各国经济，全球化似乎又走到了一个关口。未来会怎么样？

古典经济学喜欢做出各种预言，诸如必将到来的资本主义总危机。但现代经济学已经学乖了，知道预测很困难，预测不准会打脸。所以，才有凯恩斯的著名论断：长期，我们都将死去。

然而，经济学中还有一个神秘古怪的流派叫做“长波论”。这个流派没有理论，只有预言：不要谈论什么 fresh start，历史就是轮回，上行 50 年，下行 50 年，这就是百年的康德拉季耶夫周期。

长波论最令人匪夷所思的预言是在 1984 年，其代表人物、日本一桥大学藤原三代平教授说道：“1990 年以后，生物工程、新材料、电视通讯等各种新技术在产业方面投入应用的概率很高，因此，90 年代至 21 世纪初期，世界经济再次进入长期繁荣的可能性非常大。”那么，何时是繁荣的顶点呢？他接着说：“世界经济当然不会是过去历史的简单重演，但我们暂且假定今后的历史进程同过去是一样的：从 1970 年往后推 50 年，那么 2020 年就是下一个世界经济长期繁荣的顶点。”1970 年往后推 50 年是 2020 年，我们都知道，这一年爆发了新冠疫情。那么，往前推 50 年呢？1920 年。这一年，1918 年西班牙大流感在肆虐两年多后突然神秘消失；这一年，从一战战壕中幸运逃脱的希特勒开始筹备纳粹党。从此，德国棺材里散发出来的腐朽气息取代了病毒，成为飘荡在欧洲大陆上空的幽灵。

（内容来源：剑峰聊宏观）

应对三重压力——2022Q1 中国宏观金融

殷剑峰 上海金融与发展实验室 理事长 浙商银行 首席经济学家

张 旻 国家金融与发展实验室 宏观金融研究中心助理研究员

一、国内宏观经济形势

我国国民经济延续恢复发展态势，2022 年第一季度 GDP 的实际增速为 4.8%，较去年第四季度增速加快 0.8 个百分点。从三大需求对 GDP 当季同比的拉动来看（图 1），第一季度最终消费支出拉动 3.3 个百分点，较去年第四季度下滑 0.1 个百分点。货物和服务净出口拉动 0.2 个百分点，较去年第四季度下滑 0.9 个百分点。资本形成拉动 1.3 个百分点，较去年第四季度回升 1.8 个百分点。国内多地疫情反弹冲击消费复苏，消费支出的拉动力延续下滑。外贸环境更趋复杂严峻，我国净出口的拉动力降至 2020 年 6 月以来最低。跨周期和逆周期宏观调控政策结合发力，资本形成对经济增长的拉动力增强。

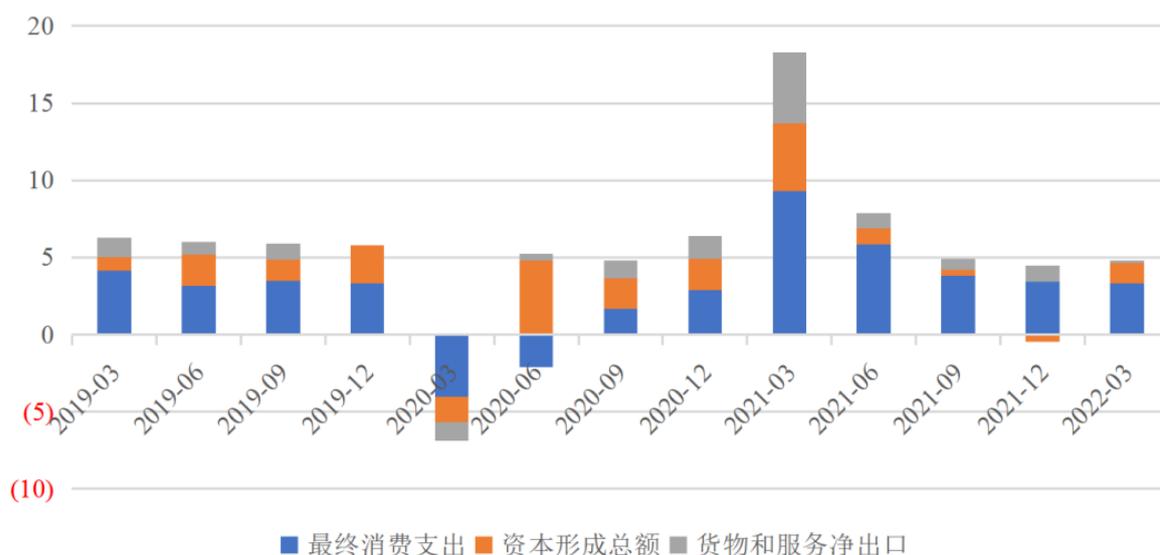


图 1 三大需求对 GDP 当季同比的拉动 (%)

数据来源：Wind。

固定资产投资明显加快，能源供给行业、基建行业和接触型消费行业投资增速升幅较大。第一季度固定投资完成额增速为 9.3%，较去年第四季度提高 4.4 个百分点，宏观政策发力支撑基建投资从去年第四季度的 0.21% 大幅反弹至 10.48%。从三大产业来看，猪周期波动的负面影响导致畜牧业投资同比萎缩，拖累第一产业投资增速较上季度下降 2.3 个百分点至 6.8%（图 2）；第二产业投资加快，增速较上季度提高 4.8 个百分点至 16.1%，国内大宗商品“稳价保量”政策利好能源供给行业，采矿业和电热燃水生产供应的投资明显加快，制造业也保持复苏韧性，而建筑业投资受房地产周期影响同比萎缩；第三产业投资回暖，增速较上季度提高 4.3 个百分点至 6.4%，受疫情冲击比较严重的消费行业稳步恢复，批发零售、

住宿餐饮和交运仓储投资增速均回升 8 至 11 个百分点左右。信息技术服务业投资景气度回升。而金融业投资增速由正转负，原因或与国际金融市场震荡有关。房企预期转弱，房地产投资下行压力凸显。

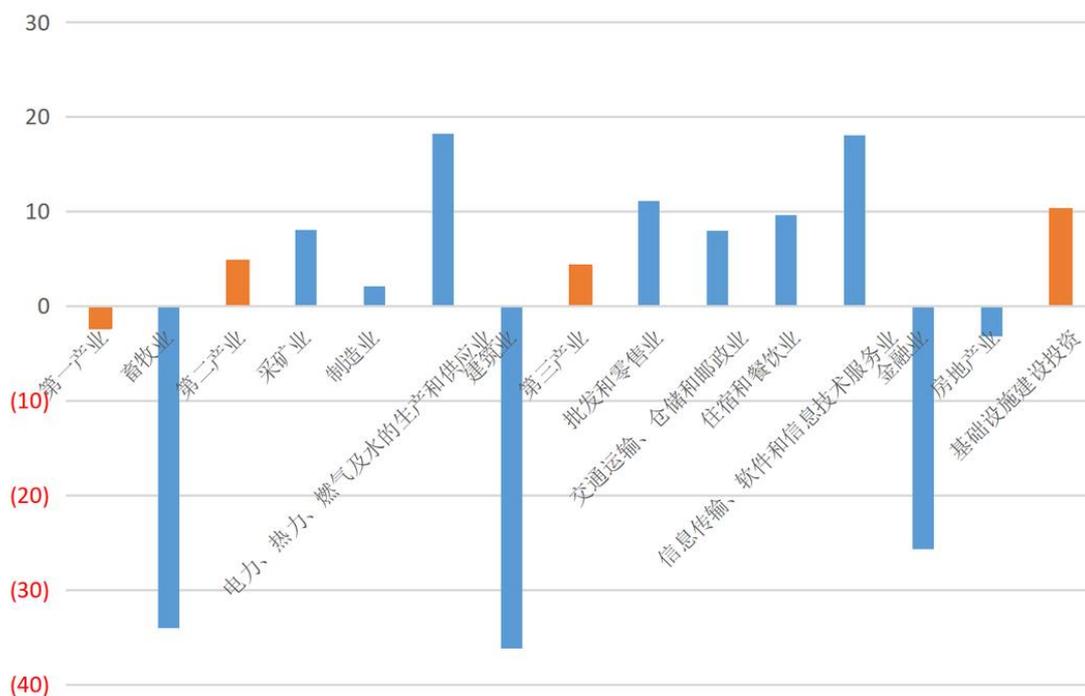


图 2 主要行业固定投资完成额第一季度同比增速较上季度变化 (%)

数据来源：Wind。

疫情冲击消费复苏，生产价格向消费价格逐步传导。在需求收缩的长期趋势下，3 月爆发的新冠肺炎疫情进一步冲击消费市场，第一季度社会消费品零售总额的同比增速为 3.3%，较去年第四季度大幅下滑 9.2 个百分点，创下了除了 2020 年以外的历史最低水平。网上零售增速下滑幅度不大，反映出疫情主要冲击接触型消费市场。从价格指数来看，生产价格指数（PPI）涨势趋于回落（图 3），1 至 3 月份当月同比增速分别为 9.1%、8.8%和 8.3%，大宗商品“稳价保量”政策效果显现，生产资料 PPI 增速回落 2.7 个百分点。居民消费价格指数（CPI）上涨，1 至 3 月份同比增速分别为 0.9%、0.9%和 1.5%，受到国际能源价格上涨的影响，包含能源在内的非食品 CPI 同比涨幅连续 7 个月保持在 2%以上，猪肉价格拖累食品 CPI 同比跌幅超过 1%。PPI 向 CPI 传导逐步显现，二者的增速差从去年 12 月份的 8.8%缩窄至今年 3 月份的 6.8%，这将有助于缓解部分中下游企业的生产经营压力。第二季度，地缘政治因素将对能源价格形成支撑，不过随着国内“稳价保量”政策效果持续显现、PPI 翘尾因素大幅回落，预计 PPI 将延续回落。猪周期拖累因素趋于减弱，CPI 翘尾因素增强，基建发力带动行业需求提升，疫情防控形势对生产和运输产生扰动，预计 CPI 会延续回升。不过居民消费需求偏弱，核心 CPI 缺乏大幅上涨基础。

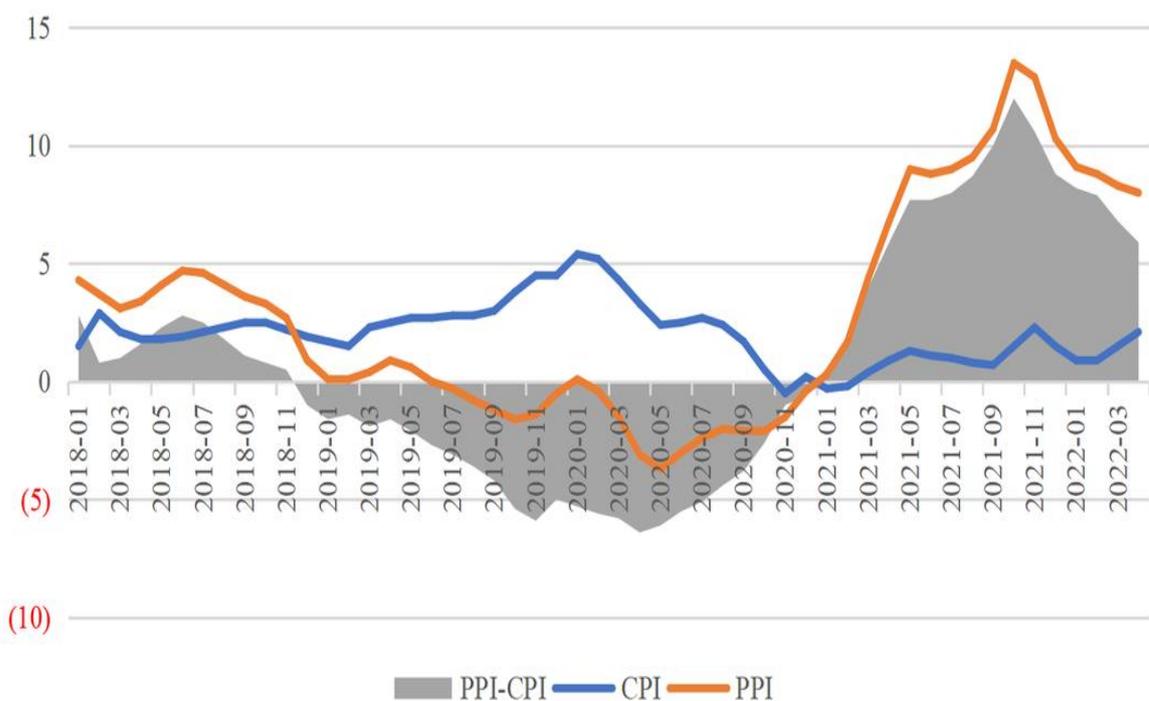


图 3 消费及生产价格指数当月同比增速 (%)

数据来源：Wind。

外贸环境更趋复杂严峻，进出口保持韧性。去年我国进、出口保持高速增长的原因，一是在需求端，其他主要经济体、尤其是美国的大规模财政货币扩张政策刺激经济复苏，加大了对中国商品的需求；二是在供给端，国内外疫情控制的差异，使得国外产能向中国集中。今年我国的外贸环境更趋复杂，从需求端来看，美、英等主要经济体纷纷加息抑制通胀，叠加地缘政治因素扰动消费预期，使得海外对中国商品的需求放缓。从供给端来看，越来越多的国家放开防疫措施，东南亚国家也在加快正常生产，而我国疫情防控形势对长三角、珠三角等重点经济圈区的生产和物流产生了一定的影响，使得部分产能向海外转移。虽然内外部环境严峻，我国外贸在去年高增长的基础上仍保持了一定韧性：第一季度进出口在放缓的同时仍保持较快增长，增速为 10.7%，其中，出口增速回落缓于进口（图 4），增速差支撑净出口规模同比增长 46%，创下历史同期最高规模；贸易结构持续改善，一般贸易进出口金额同比增长 13.9%，占外贸总值比重较上季度提高 1.6 个百分点至 63.2%；对主要贸易伙伴的进出口保持较快增长，对前三大贸易伙伴美国、欧盟和东盟的进出口分别增长 9.9%、10.2%、8.4%，对“一带一路”沿线国家、RCEP 贸易伙伴的进出口分别增长 16.7%、6.9%。

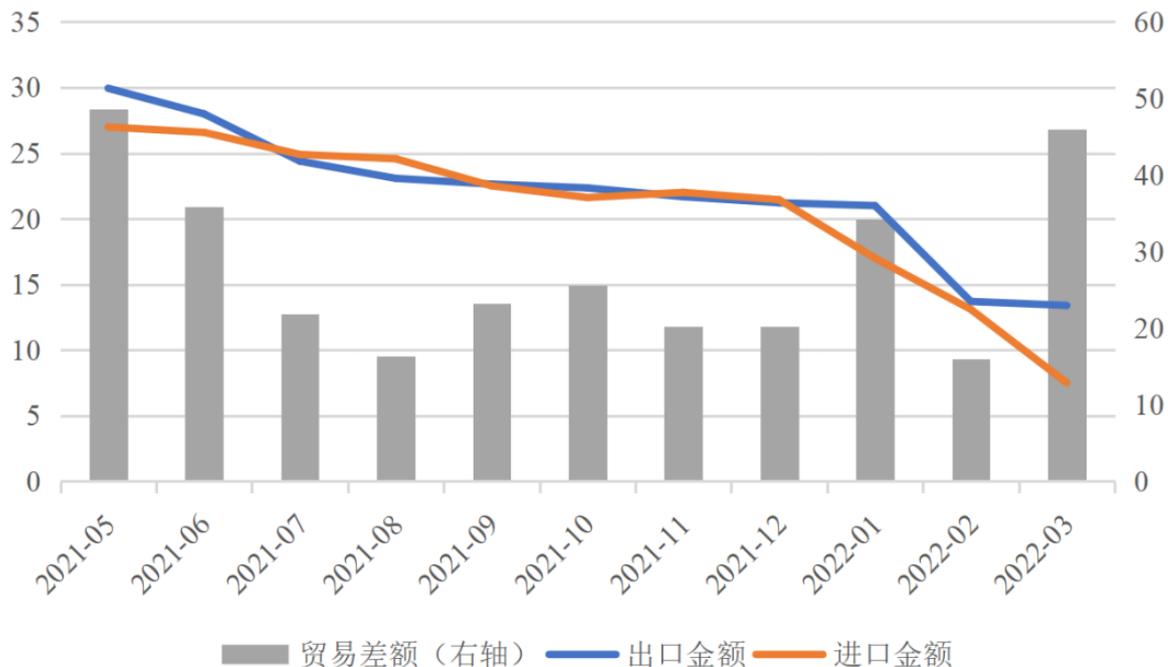


图4 进、出口及贸易差额的累计同比增速 (%)

数据来源：Wind。

二、信用总量情况

从去年 11 月份至今年 3 月份，M1 增速从 2.8% 阶段性回升至 4.7%（图 5），与 M2 的剪刀差趋势性收窄，反映出货币的流动性有一定改善。如果收窄的势头能够保持，将有助于增强经济复苏动能。

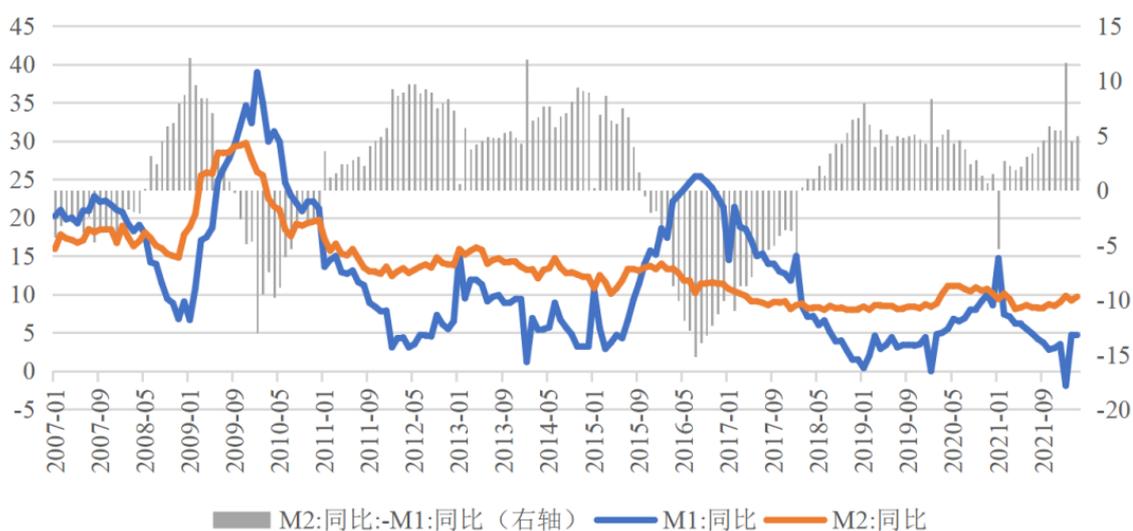


图5 M1 和 M2 增速 (%)

数据来源：Wind。

非金融部门信用扩张速度小幅提升，动力主要来自企业的短期融资需求和地方政府的债券融资需求。第一季度我国非金融部门信用总量为 319.3 万亿元，同比增速较上季度提高 0.2 个百分点至 10.4%。从融资渠道来看（图 6），信贷增速较上季度下降 0.4 个百分点至 11%，延续了 2020 年第三季度以来的放缓

趋势，居民贷款放缓是主要拖累项，抵消了企业短期贷款和票据融资高增的贡献；债券融资加快，增速较上季度上升 1.2 个百分点至 14.1%，已经连续 2 个季度回升，得益于企业短期债券融资和地方政府债券融资提速；非银行金融机构创造的信用持续萎缩，同比下降 8.5%，降幅与去年第四季度水平相近，影子银行业务的压降力度不减。从融资部门来看（图 7），企业部门的债务扩张速度加快，归因于企业短期融资需求旺盛；中央政府的债务扩张放缓、地方政府的债务扩张加快，地方政府承担积极财政的发力主体；居民部门债务扩张速度放缓，消费需求偏弱。

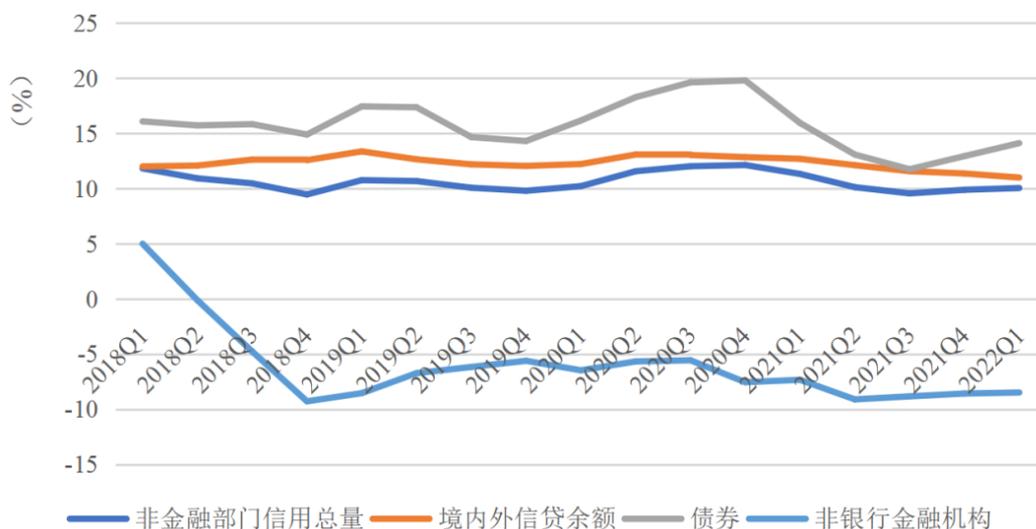


图 6 各融资渠道信用总量同比增速 (%)

数据来源：国家金融与发展实验室。

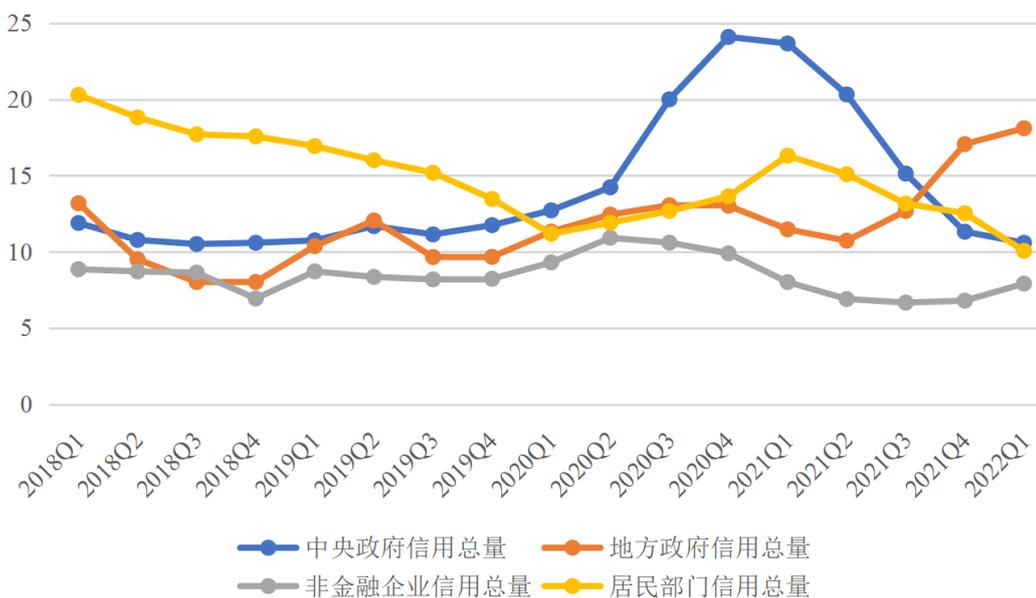


图 7 各部门信用总量同比增速 (%)

数据来源：国家金融与发展实验室。

企业部门

第一季度企业部门信用总量为 175.3 万亿元，同比增速较上季度提高 1.1 个百分点至 7.91%，已经连续 2 个季度回升（图 8）。从信贷融资端来看，企业贷款增速较上季度提高 0.6 个百分点至 11.73%，高于过去 3 个季度水平，其中，企业短期融资加快，短期贷款和票据融资的增速分别为 6.1%和 35.3%，较上季度分别提高 3 个百分点和 17 个百分点，而企业中长期融资进一步放缓，中长期贷款增速较上季度下降 1.8 个百分点至 12.2%，已经连续 4 个季度回落。从债券融资端来看，企业债券增速较上季度回升 3.8 个百分点至 5.3%，高于过去 3 个季度水平，主要得益于短期融资债券大幅提速，增速较上季度提高 10 个百分点至 23%。企业的信贷融资和债券融资情况都体现出企业的短期资金需求旺盛，这是由于疫情干扰了多地企业的生产经营活动，导致部分产业链、供应链和资金链承压，因而企业短期借款及应付账款大幅增长。第一季度企业存款呈现定期化趋势，活期存款增速与去年第四季度持平，而定期存款增速较上季度提高 1.9 个百分点至 9.5%，达到去年第二季度以来的最高水平。联系到非银存款增速下滑，反映出资本市场波动降低了投资者的风险偏好，企业和居民的资金从理财向存款转移。这也反映出企业的整体投资需求还有待进一步改善，政府投资对社会资本的撬动作用还需进一步增强。

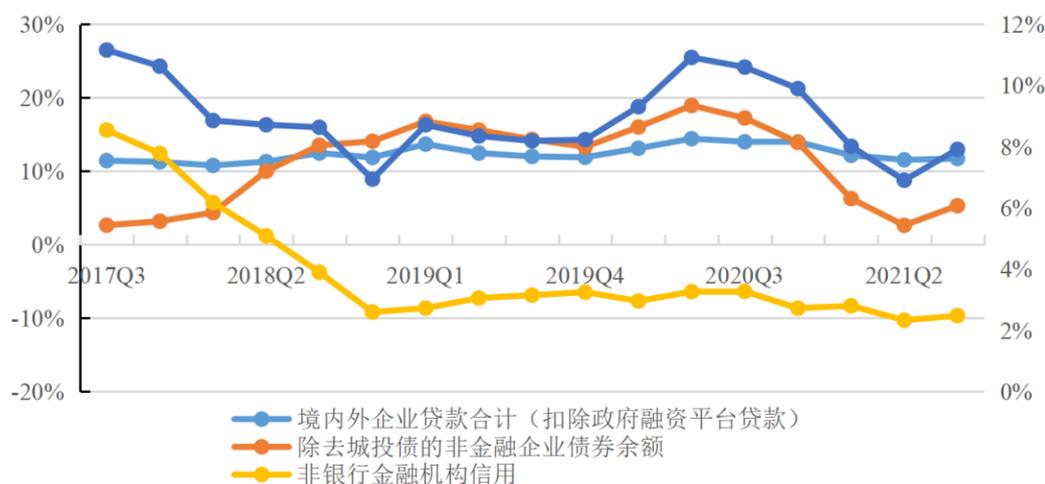


图 8 非金融企业信用总量同比增速 (%)

数据来源：国家金融与发展实验室。

工业方面，能源供应行业的产能和盈利能力相对更强，制造业受疫情影响较大。第一季度全国规模以上工业增加值同比增长 6.5%，其中，在能源通胀和大宗商品“保供稳价”政策的支持下，能源原材料的产能加快、盈利能力也相对更强，采矿业的行业增加值增速较上季度提高 5.4 个百分点至 10.7%（图 9），煤炭采选、石油和天然气开采业的利润增速分别为 191%、151%。受到疫情的影响，大部分中下游行业的产能放缓、盈利能力减弱，制造业、电力燃气及水生产和供应业、高技术产业、装备制造业的增加值增速均下滑 3 至 5 个百分点左右，医药、化学纤维、塑胶和塑料、通用设备、汽车等制造业的利润增速在 2 月份开始由正转负。

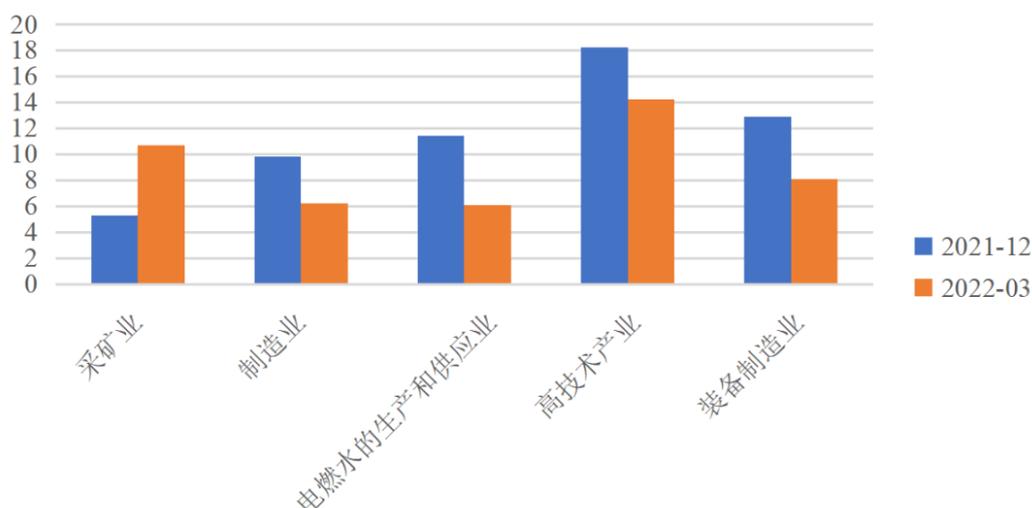


图 9 规模以上主要行业工业增加值同比增速 (%)

数据来源：Wind。

服务业方面，接触型服务业受疫情影响较大，现代服务业较快增长。疫情反弹对接触型消费行业的复苏造成冲击，住宿餐饮、交运仓储和批发零售行业的增加值同比增速均较上季度下滑约 6 个百分点（图 10）。现代服务业的增加值增速回落幅度相对较小，信息传输、软件和信息技术服务业，金融业，租赁和商务服务业的增加值同比分别增长 10.5%、7.9%、7.5%，均高于第三产业平均水平。房地产行业增加值同比下降，市场表现低迷，土地购置面积、销售额和新开工面积均低于去年同期。



图 10 第三产业 GDP 同比增长情况 (%)

数据来源：Wind。

制造业和服务业的景气度双双下降。PMI 是行业经营生产的先行指标，3 月份制造业与服务业 PMI 指数双双跌到荣枯线之下（图 11），上一次这种情况还是发生在 2020 年 2 月份疫情刚爆发时期。制造业企业的综合 PMI 以及生产、三项订单、进口、采购、库存和就业 PMI 都跌到荣枯线之下，供给端和需求端同向收缩，而成本受能源通胀影响进一步上涨，原材料和产成品价格 PMI 攀升至近 5 个月以来新高。企业内部表现分化，大型企业的生产经营情况明显好于中小型企业，大型企业的综合 PMI 以及生产、

新订单和采购 PMI 都在荣枯线之上，进口、出口订单 PMI 的萎缩幅度也小于中小型企业。服务业的商务活动、三项订单和从业 PMI 都跌到荣枯线之下，在 45%左右水平，而上游价格上涨导致服务业成本进一步攀升至 55.9%。

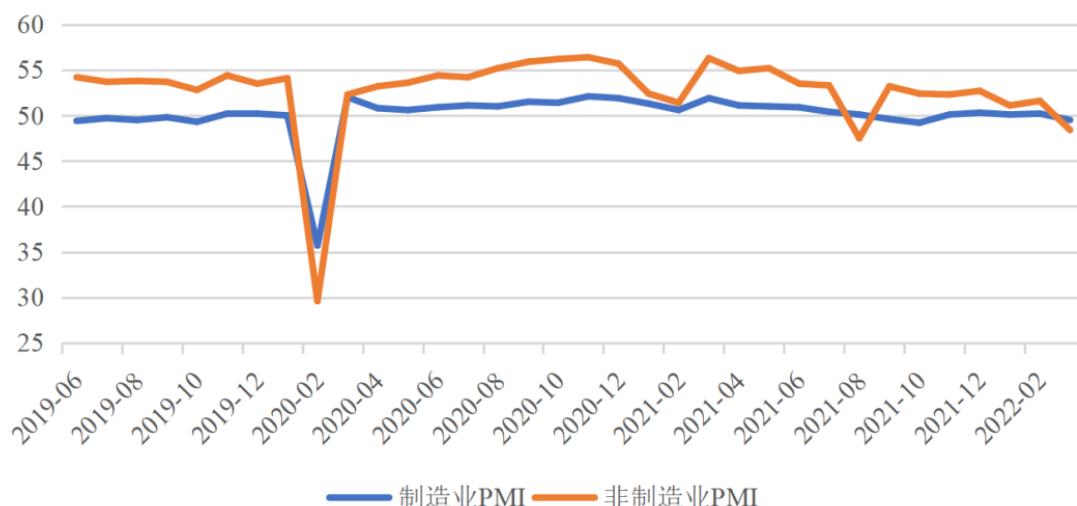


图 11 制造业及非制造业 PMI (%)

数据来源：Wind。

从企业债券的发行与到期来看，第一季度企业的偿还压力有所减轻，总偿还规模较去年同期下降 3.5%，融资规模大幅提高，净融资额较去年同期上涨 33%，创下历史新高。企业债券违约情况好转，第一季度企业债券违约规模为 153 亿元，较去年第一季度下降 77%。民营企业是主要违约主体，占比 81%。违约行业多与房地产相关，房地产服务、开发和建筑工程行业的违约规模合计占比 70%。上市公司违约占比 43%，高于去年第一季度的 34%。从债券市场来看，企业的整体债务压力相对可控，不过房地产及其相关行业的脆弱性十分突出。今年多地区多举措放松房地产调控政策，例如降低房贷利率和首付比例、发放租购房补贴及契税补贴、全面调整限购限贷限价限售等，将有助于改善房地产开发企业、建筑企业的融资环境。不过，在“三道红线”的政策影响下，资源难免会向优资质企业倾斜，弱资质企业仍将面临不小的压力。

政府部门

第一季度政府部门信用总量为 71.7 万亿元，同比增长 15.6%，较去年第四季度增加 0.5 个百分点（图 12）。中央政府和地方政府的信用增速变化方向不一，中央政府信用总量为 23 万亿元，同比增速较去年第四季度下降 0.7 个百分点至 10.6%，地方政府信用总量为 48.6 万亿元，同比增速较去年第四季度上升 1 个百分点至 18.1%，支出压力进一步向地方政府集中。

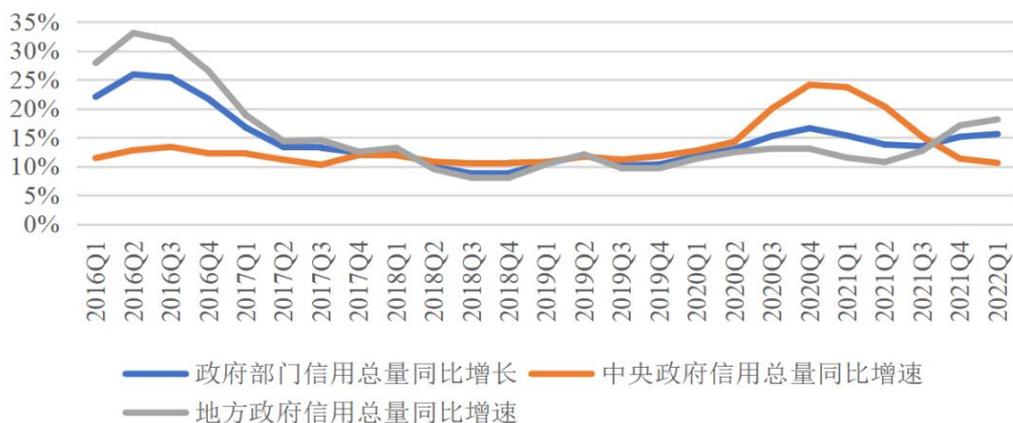


图 12 政府部门信用总量同比增速 (%)

数据来源：国家金融与发展实验室。

第一季度政府的收入放缓、支出明显加快。为了增强财政的可持续性，去年的财政政策偏紧，中央和地方政府的公共财政支出增速持续低于收入增速，为后续财政政策拓宽了空间。今年财政政策更加积极，政府的“一般公共预算”和“政府性基金预算”均呈现出“收入放缓、支出加快”的特征（图 13）。具体来看，全国一般公共预算收入增长 8.6%，较上季度下降 2.1 个百分点，其中，税收收入累计同比增长 7.7%，受到疫情冲击以及大规模减税退税政策实施的影响，3 月份增值税和消费税增速下滑，当月税收收入同比增长-0.16%；非税收入较快增长，地方多渠道盘活闲置资产，第一季度非税收入同比增长 14.2%。一般公共预算支出增速同比增长 8.3%，较上季度提高 8 个百分点，支出结构侧重基础设施建设方向，节能环保、农林水务、交通运输、科学技术、文化旅游体育与传媒、城乡事务的支出增速均上升超过 10 个百分点。政府性基金收入增速由正转负，主要是受到国有土地出让金收入同比下降的影响。政府性基金支出增长 43%，较上季度提高 46.7 个百分点，升幅大的主要原因是特定国有金融机构和专营机构所缴利润、去年结余专项债以及今年新发行专项债的资金支出加快。

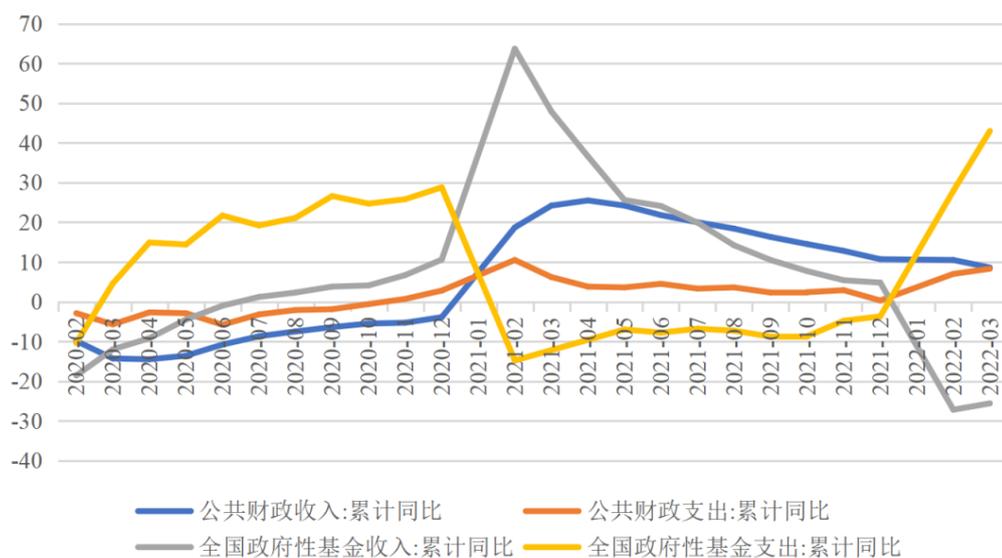


图 13 政府部门信用总量同比增速 (%)

数据来源：Wind。

地方政府债务融资“显性化”程度提高，信用扩张主要依靠专项债发行，城投债融资放缓。第一季度地方政府债券融资提速，同比增速较去年第四季度上升 3.7 个百分点至 22.6%，1 至 2 月份发行的债券中近 90%为新增债券，新增债券中超过 80%为专项债券。而城投债的政策环境延续收紧，城投债融资放缓，同比增速较去年第四季度下滑 6.6 个百分点至 15.9%，净融资额同比下降 16%。有 18 个省份地区的城投债发行量同比下降，江苏、浙江、湖南、山东、四川等多个优质地区的发行增速均由正转负。在城投增速全面放缓的情况下，区域分化依然显著，云南、甘肃等弱资质地区城投信用利差走阔。4 月份城投政策有所放松，央行出台“23 条举措”强调支持对基建投融资及融资平台的合理融资需求。不过，在防范化解地方政府隐性债务风险的大方向下，政策对融资平台的提振作用将根据平台资质差异有所分化。

居民部门

第一季度居民部门信用总量为 72.4 万亿元，同比增速较上季度下降 2.5 个百分点至 10.1%（图 14）。面对全球通胀、乌克兰危机、国内疫情的“三期叠加”，居民的消费能力和意愿转弱，个体工商户的经营预期也受到打击，多种因素交织使得居民贷款全面放缓，短期消费贷款、中长期消费贷款、短期经营贷款和中长期经营贷款的增速均下降了 2-3 个百分点左右。同时，居民的存款呈现定期化特征，活期存款和定期存款增速较去年第四季度分别下降 1 个百分点、提高 0.6 个百分点。与消费相关的存贷增速同步下行，居民部门比较疲软。

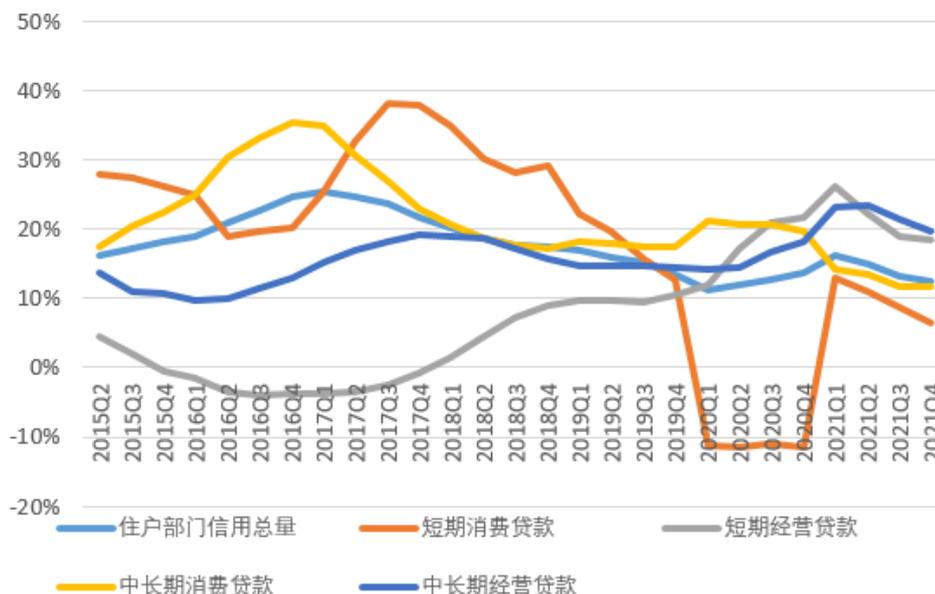


图 14 居民部门信用总量同比增速 (%)

数据来源：国家金融与发展实验室。

疫情反弹对就业造成冲击。全国多地疫情爆发和严格管控，使就业压力抬升。第一季度全国城镇调查失业率为 5.8%，16-24 岁失业率为 16%，25-59 岁失业率为 5.2%，本地户籍失业率 5.6%，几乎都与 2020 年 6 月份水平相当。毕业生的就业问题尤为急迫，2019 年和 2020 年的院校扩招政策使得今年的高

校毕业生数量剧增，今年夏季毕业生将超过 1000 万人，较 2021 年增长 18%，涨幅和数量都创历史新高。往年吸纳就业能力较强的行业，如房地产、教培、互联网等，其今年的用人需求都剧烈收缩。在疫情反弹叠加宏观经济下行的背景下，今年劳动力市场的供需矛盾可能会比往年更突出。当前财政政策与货币政策协调配合加大稳企业保就业力度，将在一定程度上缓解新冠疫情冲击下的就业压力。

三、预期

当前我国面临的国内外经济金融形势更加复杂严峻。就国外而言，2 月下旬爆发的乌克兰危机冲击了全球粮食、能源和金融市场，全球贸易格局和通胀态势进一步恶化，美英等主要经济体加息收紧全球金融环境，人民币的贬值压力和跨境资金的流出压力加大；就国内而言，我国仍面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，新一轮疫情爆发对消费、外贸、生产、物流、就业造成冲击，可能会加剧我国的结构性风险，如地方政府的高负债、中小企业的不良贷款、家庭的债务压力、房地产开发商的高杠杆以及银行系统的脆弱性。回忆 2020 年疫情爆发导致制造业和服务业大面积停摆，对我国经济增长造成严重冲击，此轮疫情防控措施的有效性与灵活性，将是影响今年经济表现的重要关键因素。2021 年中央经济工作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，我们认为，中央的判断无比正确，2022 年可能是近半个世纪以来最困难的一年。

疫情封控措施需更加灵活有效

4 月份国际货币基金组织（IMF）于今年第二次下调全球经济增长预期，预计 2022 年和 2023 年全球经济均增长 3.6%。IMF 将 2022 年中国的经济增速预期从 4.8%再下调至 4.4%，该预期远低于我国 2021 年的增速 8.1%，理由是，除了房地产萎缩以外，疫情封控措施将给我国经济带来一定压力。

根据高德地图提供的数据，我们统计了北京、上海、深圳、广州、杭州、南京和合肥等 7 个主要城市每日的拥堵延时指数（图 15）。这一指数反映了各个城市内部的交通状况，数值越大，说明城市内部的交通拥堵越严重，社会活动越活跃。由于指数呈现明显的季节性特征：每年随着春节临近，指数开始下降，在除夕当天，指数跌到谷底，随着春节结束，指数逐渐上升，城市社会活动恢复。因此在各年度数据比较中，均以除夕为第一天。

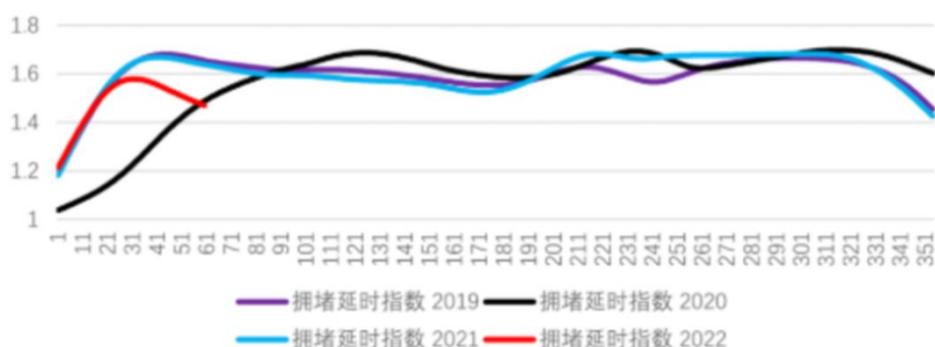


图 15 7 城市平均拥堵延时指数（除夕为第一天）

数据来源：Wind

注：7 城市包括北京、上海、深圳、广州、杭州、南京、合肥。数据为 7 个城市拥堵延时指数的简单平均，经过 HP 滤波平滑。

通过比较 2019 年以来四年的数据，可以发现，2020 年从除夕第一天到第 90 天的数据均大幅低于 2019 年同期，说明当时新冠疫情在我国爆发后对社会经济活动产生了巨大冲击。再比较 2021 和 2019 年的数据，由于 2021 年疫情在我国已经完全得到控制，社会活动基本恢复正常，因而这两年的数据几乎一致。但是，随着今年奥密克戎病毒的大传播，今年的数据在除夕后 30 天左右（3 月 1 日）开始下行，到除夕后第 60 天（3 月 31 日）已经低于 2020 年新冠疫情大爆发时的水平。换言之，当前疫情对社会活动的冲击程度接近 2020 年的水平。考虑到疫情集中在长三角、珠三角等经济中心，对我国经济的影响可能会在第二季度进一步凸显。

对于当前的疫情防控，“清零”派和“解封”派争执激烈，争执的焦点都在于相关政策会否导致医疗资源的挤兑。从医学角度讲，我们不敢妄下结论。但是，从经济学的角度看，在疫情传染率大幅上升、重症率大幅下降的背景下，如果不及时灵活地调整政策，其经济后果将极其严峻。

2022 很可能是近半个世纪最困难的一年

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（图 16）：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，尽管受到国内外多种因素影响，经济增速不断下滑，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。

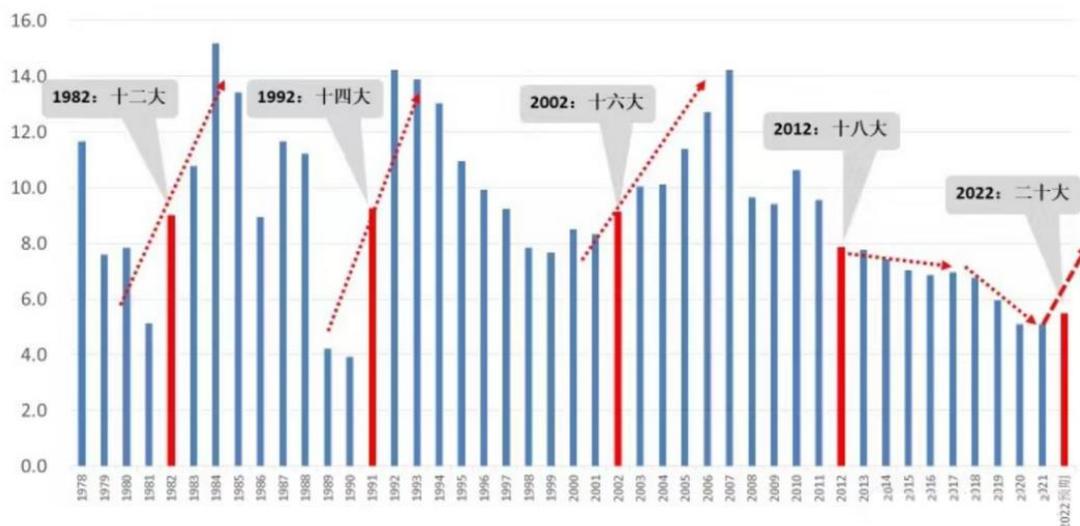


图 16 实际 GDP 增长率

数据来源：Wind。

注：以 2020 年和 2021 年的平均增速作为这两年的增速水平。

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 IMF 的预期。2021 年的中央经济工作会议与十八大以来历次会议存在根本差异（表 1）：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 年中央经济工作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。我们认为，中央的判断无比正确，2022 年可能是近半个世纪以来最困难的一年。

表 1 十八大以来历次中央经济会议

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

(内容来源：国家金融与发展实验室)

疫情冲击，特殊资产市场交易有所下降

——2022Q1 特殊资产行业运行

曾刚 上海金融与发展实验室 主任

栾稀 国家金融与发展实验室 特殊资产研究中心研究员

一、特殊资产行业运行环境

经济下行压力进一步上升

2022 年一季度，国内生产总值 270178 亿元，按不变价格计算，同比增长 4.8%，比 2021 年四季度环比增长 1.3%。受奥密克戎病毒疫情持续、国外地缘政治冲突升级等突发因素影响，我国经济增速继续呈现放缓迹象，经济下行风险较大。

4 月，制造业采购经理指数（PMI）为 47.4%，比上月下降 2.1 个百分点，低于临界点，制造业总体景气水平继续回落。制造业 PMI 持续走低主要受供需两方面的影响。供给方面，疫情持续使得部分企业减产停产，或者未来生产预期具有很大的不确定性。需求方面，疫情之下国内私人消费投资需求低迷，美联储加息、俄乌冲突导致能源价格大涨、疫情反复导致订单外流又打压了外需。4 月，生产指数和新订单指数分别为 44.4%和 42.6%，比上月下降 5.1 和 6.2 个百分点，企业生产明显下降，市场需求继续走低。

4 月，非制造业商务活动指数为 41.9%，低于上月 6.5 个百分点。其中，服务业和建筑业 PMI 均大幅下挫。根据国家统计局的数据，服务业 PMI 降至 40.0%，较上月下降 6.7 个百分点，连续两个月明显回落。从行业情况看，调查的 21 个行业中有 19 个位于收缩区间，其中航空运输、住宿、餐饮、生态保护及公共设施管理等接触性聚集性行业商务活动指数仍处于低位收缩区间。建筑业商务活动指数为 52.7%，低于上月 5.4 个百分点，但仍位于扩张区间。

2022 年上半年，疫情对经济的负面冲击将全面显现，最关键的是伴随疫情的停工停产极大地增加了经济主体对未来预期的不确定性，使其消费、投资需求下降。投资方面，疫情对短期制造业投资开工和企业预期带来较大负面冲击，未来收入的不确定、开工的不确定、政策的不确定对房地产销售和投资的拖累加大。4 月以来，30 城商品房成交面积同比降幅从 3 月的-47.3%进一步扩大至-50%以上，上海全域静态管理带动一线销售放缓至-60%以上。房企拿地也更加谨慎，4 月百城成交土地建筑面积同比降幅从-42.5%进一步扩大至-47.6%。疫情长期持续对就业和居民收入带来负面影响，消费需求预计仍将低迷。汽车等居民大宗消费尚无改善迹象。乘联会预测，4 月狭义乘用车零售量同比下降 31.9%。疫情对出口的冲击已经体现在了 4 月的出口数据上。4 月出口环比-0.9%，远远低于 2020、2021 年同期环比值 8.1%、

9.4%。4月出口同比3.9%，创下2020年6月以来的最低点。部分劳动力密集型产品转移至越南。4月越南出口同比+25%，较3月上升8个百分点。

2022年内外部环境更趋复杂严峻和不确定，国内经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，经济下行压力加大。我国金融体系整体风险可控，但中小银行、信托公司、房地产、地方融资平台等领域风险仍待处置。民营房地产企业、中小银行、消费贷款均是特殊资产供给的重要来源。预计在疫情冲击下，特殊资产包的质量可能出现下滑，投资者购买不良资产的预期收益率将有所下降，成交时的折价程度也将有所上升。

特殊资产行业发展新进展

2022年一季度，银行业不良贷款率1.79%，保持合理水平；银行机构继续加大不良资产处置力度，一季度共处置近6000亿元。2022年一季度较2021年同期处置不良资产金额大幅增加1368亿元，增幅近30%，增幅之大为近年之最。而2020年和2021年一季度银行业处置不良资产金额均在4500亿元左右。近年来，银行业不断加大不良贷款处置力度。2021年，银行业保持不良贷款处置力度不减，全年共处置不良资产3.1万亿元，连续两年处置金额超过3万亿元。预计2022年银行业全年处置不良资产规模预计可达到4万亿元。

从市场展望来看，中国东方资产管理股份有限公司发布2022年度《中国金融不良资产市场调查报告》。资产管理公司受访者普遍认为，2022年商业银行推出不良资产规模将保持相对平稳，但中小金融机构的贷款质量下行将持续为不良资产的供给带来新的增量。未来一段时期随着房企信用风险、城投风险等加速暴露，部分尾部中小金融机构持续承压，风险隐患突出，不良资产处置压力较大。2022年不良资产市场挑战与机遇并存，不良资产一级市场买卖双方市场地位将维持在大致均衡的水平，区域性金融风险上升为资产管理公司开展不良资产业务带来新的机遇。

二、特殊资产在线交易指数

本文根据线上交易拍卖平台单季度的成交金额和成交数量等数据形成了特殊资产交易指数。基期为2018年一季度，将此时的特殊资产交易总指数设为100。2022年一季度，特殊资产市场遭遇季节性降温。一季度，特殊资产交易指数为290.6，环比下降39%、同比上升4.8%。从指数构成上看，2022年一季度，特殊资产在线交易成交量和成交金额均明显下滑，其中成交量下滑28.8%、成交金额下降50%以上。一季度特殊资产交易指数主要原因有以下几点：一是季节性因素，一季度恰逢春节，市场活跃度不高；二是经济下行风险上升，且市场对未来经济增长的预期较差，特殊资产的平均估值有所下降。

特殊资产交易指数

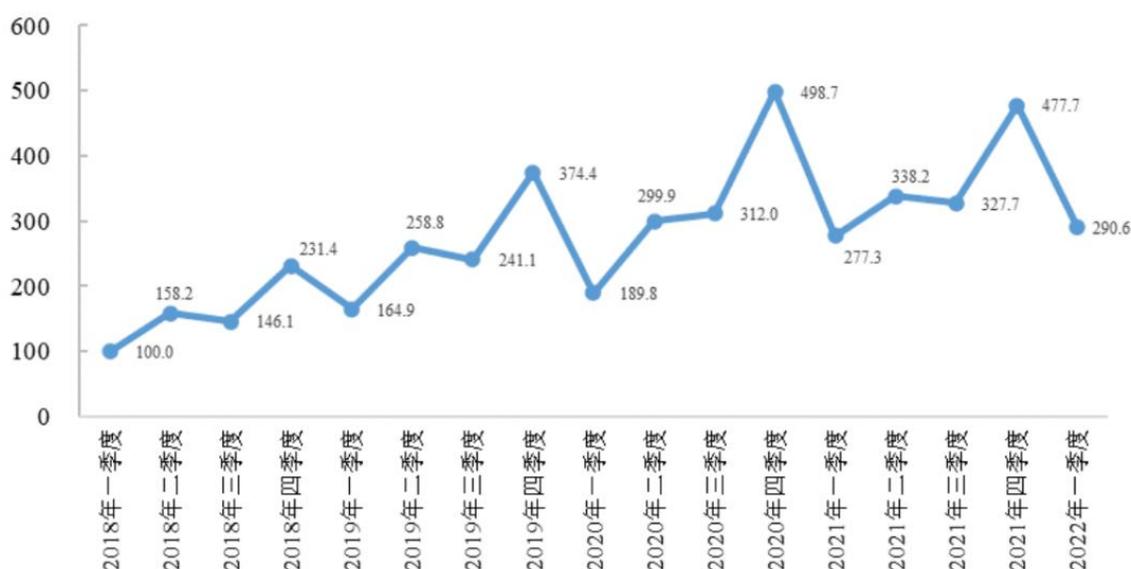


图1 特殊资产在线交易指数

三、金融资产

整体成交情况

资产金融拍卖成交额环比大幅降低，处在历史较低水平，但仍好于去年同期。2022 年一季度，资产金融拍卖总成交额为 151.82 亿元，同比增加 47.05%，环比下降 52.43%。资产金融拍卖成交额较上一季度下降源于成交数量和成交价格双双降低。2022 年一季度，资产金融拍卖成交量为 1350 件，环比下降 28.76%，同比下降 8.91%；平均成交价为 1124.60 万元，环比下降 33.22%，同比上升 61.42%。在经历了一年的增长趋势后，2022 年一季度资产金融拍卖平均成交价出现下跌，处在 2019 年同期以来的较低水平，但较去年同期仍有所提高。

资产金融拍卖平均成交价（万元）



图2 特殊资产金融拍卖平均成交价

各省市成交情况

根据 2022 年第一季度线上平台资产金融拍卖交易情况，从交易总量上看，资金金融拍卖的市场格局没有太大变化。山东省、四川省、广东省的交易排名全国前三位。2022 年一季度，山东省、四川省、广东省的资产金融拍卖成交数量分别占全国总交易量的 20.76%、10.55%、8.02%，三个省的交易量之和占全国总交易量的 39.32%。交易量超过 20 的省市，即排名全国前十九省市，依次为山东、四川、广东、浙江、河南、江苏、福建、湖南、河北、湖北、安徽、辽宁、广西、宁夏、江西、陕西、内蒙古、天津、贵州，上述省市的成交量之和占全国总成交量的 92.99%。

从增量上看，2022 年一季度，大部分省市资产金融拍卖的交易量均较上一季度明显下降。成交数量位于前列的省份中，除了山东省、湖南省、河北省、安徽省和天津市分别环比上升 3.80%、185.71%、37.04%、10.71%和 38.89%，宁夏维持不变以外，其他省份资产金融拍卖的交易量均较上一季度明显下降。西藏四季度依然无成交业务。除此之外，青海省、吉林省、广西减幅最大，分别为 100.00%、88.24%和 78.20%。

资产金融交易成交数量

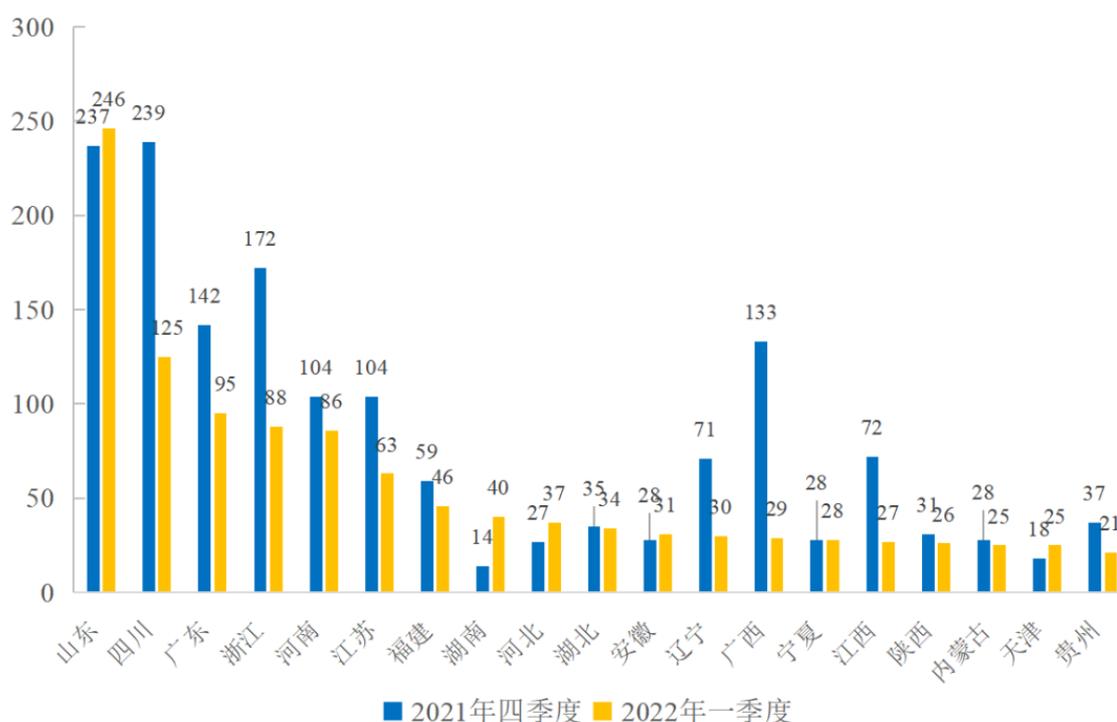


图 3 各主要省市资产金融拍卖成交情况

资产金融交易成交量分布

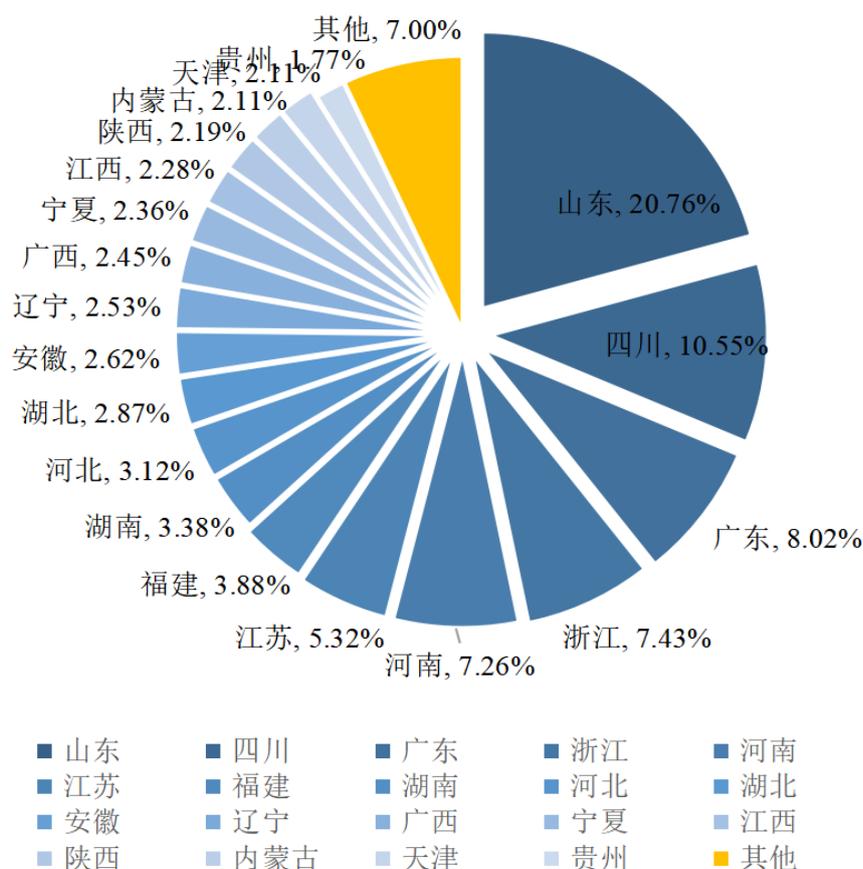


图 4 各主要省市资产金融拍卖成交量分布

从资产金融拍卖标的存量数据上看，特殊资产标的量（存量）规模也在环比下降。2022 年一季度，四川、山东、辽宁、广东、内蒙古的资产金融拍卖存量标的数量排在全国前五位，数量分别为 1022 件、954 件、537 件、532 件、417 件，占全国总量的比例分别为 14.59%、13.62%、7.66%、7.59%、5.95%。与上一季度相比，四川省环比下降 16.09%，山东省环比上升 13.71%，辽宁省环比下降 73.82%，广东省环比下降 53.62%，内蒙古环比上升 49.46%，广西环比下降 60.11%，江西省环比上升 1.65%，河南省环比下降 26.02%，黑龙江省环比下降上升 78.30%，河北省环比下降 20.97%。以上十个省份的存量标的数量占全国资产金融拍卖标的总量的 65.23%，其余省份在 2022 年一季度的资产金融拍卖标的余量均不过二百。

从增量上看，绝大多数省市的资产金融拍卖标的数量均出现一定幅度的下降。2022 年一季度，增长幅度前五名的省份依次是甘肃、湖南、湖北、山西、海南，增长率分别为 146.67%、117.50%、93.41%、70.00%、50.00%。

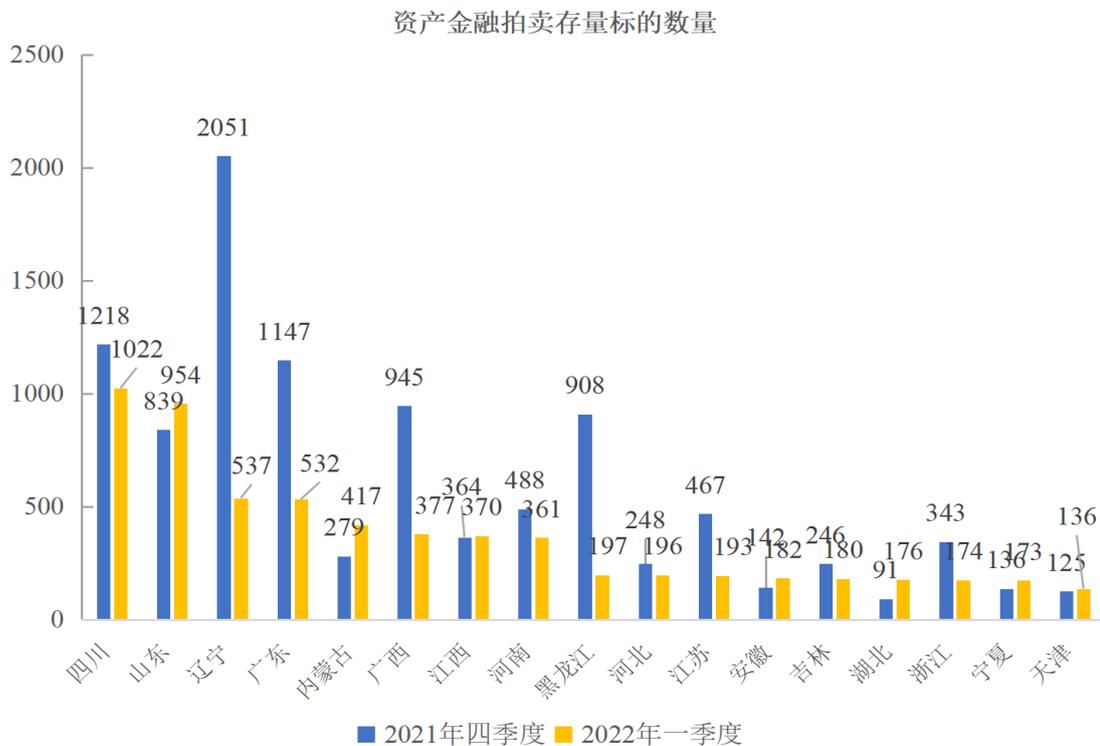


图 5 各主要省市资产金融拍卖标的数量

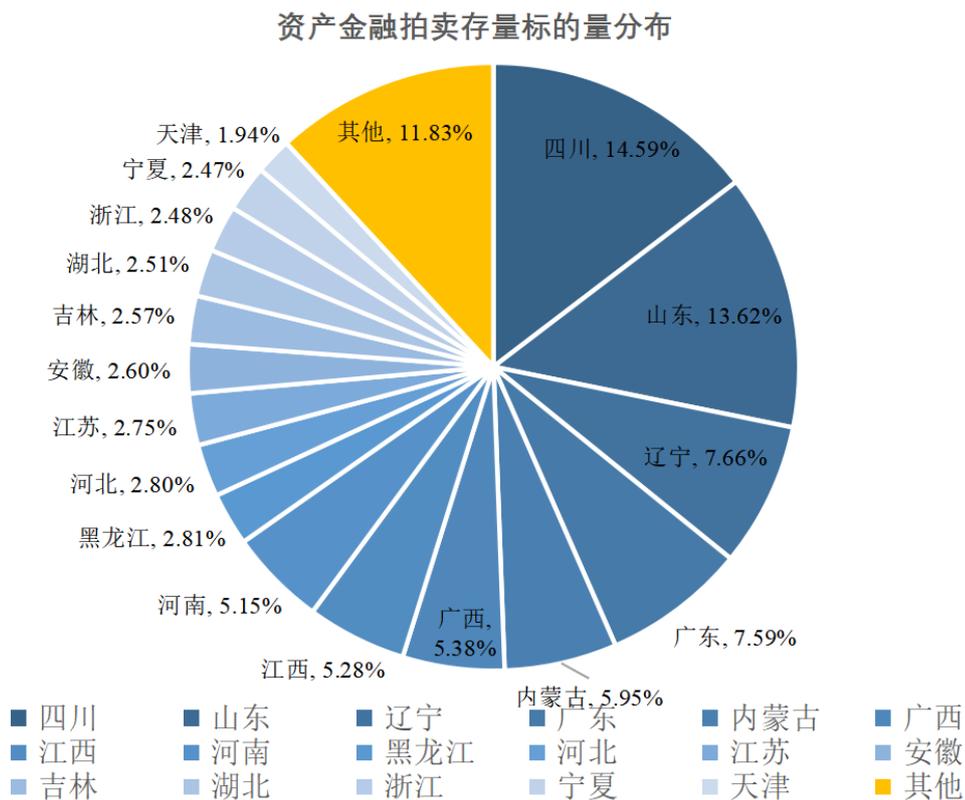


图 6 各主要省市资产金融拍卖标的量分布

2022 年一季度，资产金融拍卖的成交率较 2021 年四季度略有降低。从区域分布上看，2022 年一季度，依然仅有浙江省一个省份的成交率超过了 50%，共 13 个省市的成交率超过了 20%。结合成交量和标的量的数据，成交率的基本不变主要是由于标的数量和成交量均出现下降，但幅度相近。

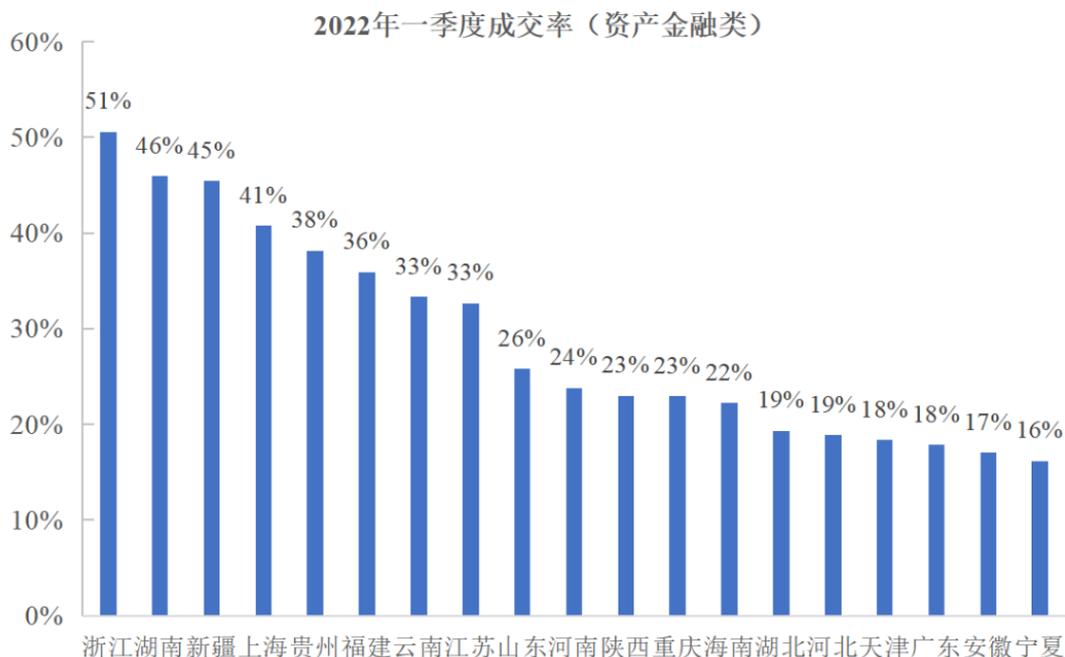


图 7 各主要省市资产金融拍卖成交率

各类资产金融拍卖成交情况

各类资产的标的数量和成交数量均较 2021 年四季度下降。从标的数量看，2022 年一季度，债权资产和商业用房依然是最主要的资产金融拍卖标的资产。债权资产的标的数量为 2693 件，商业用房的标的数量为 2975 件。纵向比较，债权资产和商业用房的标的量较 2021 年四季度分别下降 4.84%和 46.70%。工业用房和机动车在一季度的标的数量均不足 200 件，较 2021 年四季度分别下降 32.33%和 71.18%。从成交数量上看，债权类资产的成交量最高，其他资产的成交量均不高。2022 年一季度，债权资产共交易 777 笔，约为 2021 年四季度成交量（913 笔）的 85.10%。

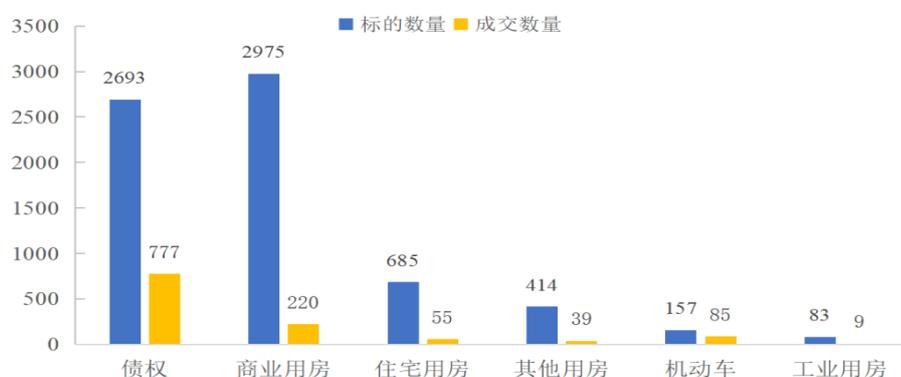


图 8 主要资产种类资产金融拍卖情况

1. 债权资产

一季度多数省份债权资产交易量和标的量都有所下降。横向比较，债权资产交易量超过 40 的省份为山东、河南、浙江和江苏，这四个省份的交易总量和标的总量约占全国总量的 55.72%。2022 年一季度，债权资产交易量前五名山东、河南、浙江、江苏、湖南的债权资产交易量分别为 237 笔、84 笔、72 笔、40 笔、39 笔；债权资产标的数量前五名山东、河南、河北、湖北、广东，债权资产标的数量分别为 877 笔、260 笔、194 笔、174 笔、173 笔。

纵向比较，就债权资产的交易数量而言，2022 年一季度，山东环比上升 17%，河南环比下降 18%，浙江环比下降 38%，江苏环比下降 47%，湖南环比上升 225%。就债权资产的标的数量而言，山东环比上升 38%，河南环比下降 42%，河北环比下降 14%，湖北环比上升 135%，广东环比下降 14%。

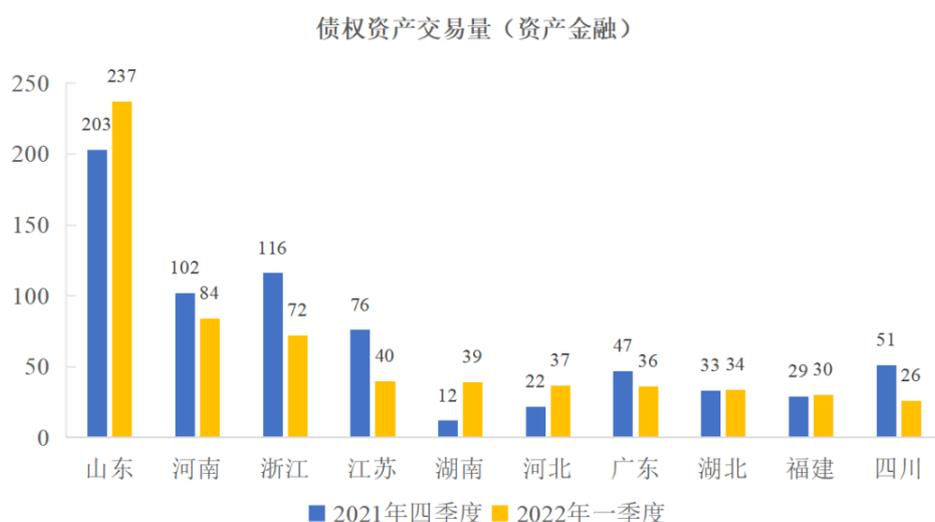


图 9 主要省份债权资产交易量（资产金融）

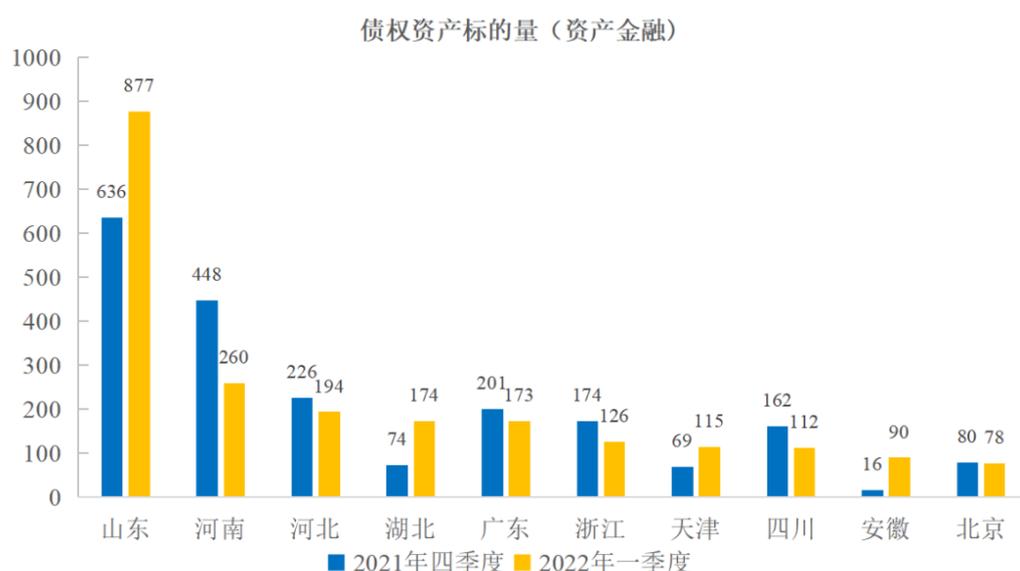


图 10 主要省份债权资产标的量（资产金融）

从成交率上看，**债权类资产的拍卖成交率上升**。2022 年一季度，共有 5 个省份的债权资产成交率超过 60%，这一数量较 2021 年四季度（有 2 个省份成交率超过 60%）明显增加。其中，一季度成交率位居全国之首的宁夏为 100%，与 2021 年四季度（19%）相比大幅提高，但其标的数量仅为 1 件；而债权资产标的数最高的山东省，其一季度成交率为 27%。从数据上看，债权类资产的成交率是资产金融拍卖的各类产品中整体最可观的。



图 11 主要省份债权资产成交率

2. 住宅用房

一季度的**资产金融拍卖住宅用房标的存量和成交量较 2021 年四季度明显下降，成交率差异较大**。2022 年一季度，四川省的成交量和标的量均位列榜首。四川省当季用于资产金融拍卖的住宅用房标的数量为 157 套，成交量为 14 套。由于大部分省份住宅用房标的量较少，因此各省份的成交率可参考分析的价值并不高。2022 年一季度，住宅用房（资产金融类）成交率最高的黑龙江省其成交率达 100%，但其标的数量仅有 2 套。而标的量最多的四川省，其在 2022 年一季度的成交率仅 9%。



图 12 主要省份住宅用房交易量（资产金融）

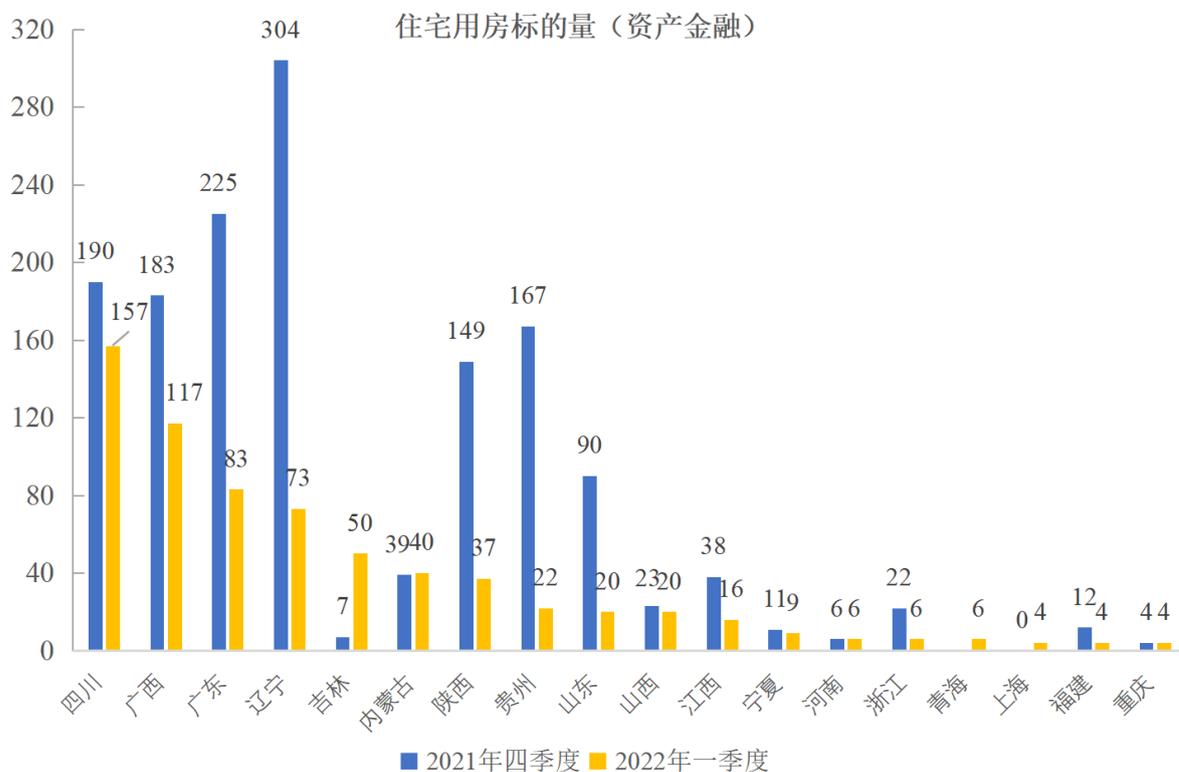


图 13 主要省份住宅用房标的量（资产金融）

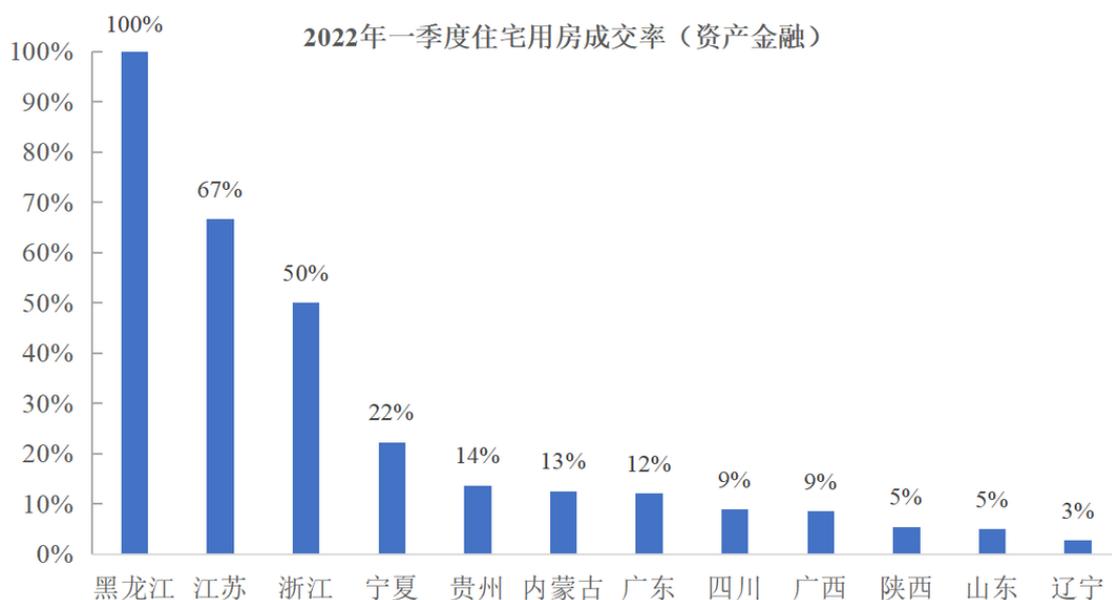


图 14 主要省份住宅用房（资产金融）成交率

3. 商业用房

资产金融拍卖中，商业用房标的存量和成交量均有下降。成交量方面，2022 年一季度，成交量排名前五位的依次是四川省、宁夏自治区、江苏省、广东省、江西省，多数省份一季度商业用房成交数量不足 15 套。标的量方面，2022 年一季度，四川省、辽宁省、内蒙古自治区、江西省、广东省的标的数量较多，其中辽宁商业用房的标的数量超过 500 套，依然保持所有省份中领先地位，但成交量较之前有所

减少。纵向来看，大部分省份的商业用房标的存量相对减少，而四川、内蒙古等地的商业用房标的存量略有上升；从成交量上看，大部分省份的商业用房成交量均有下降。

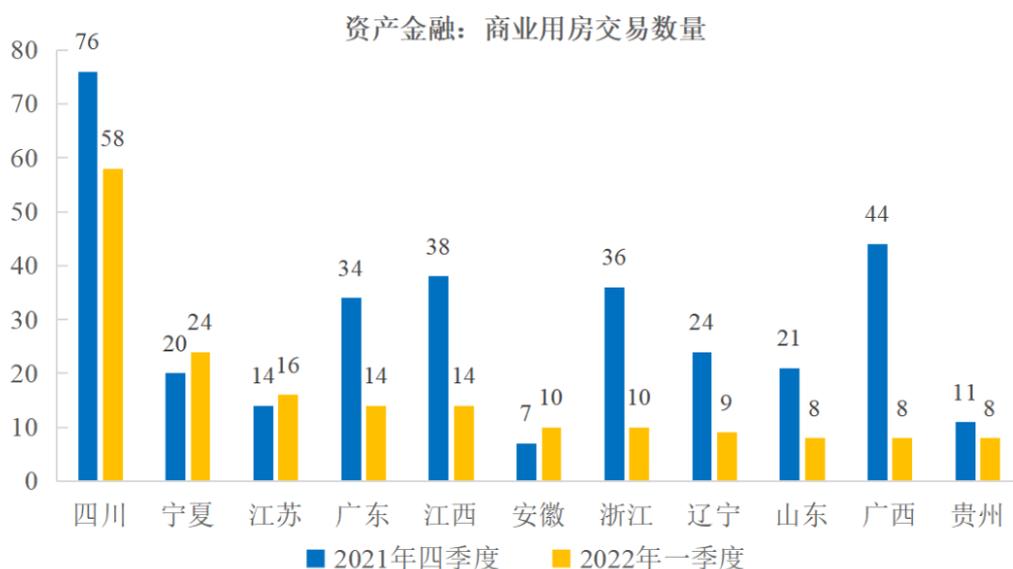


图 15 主要省份商业用房交易量（资产金融）

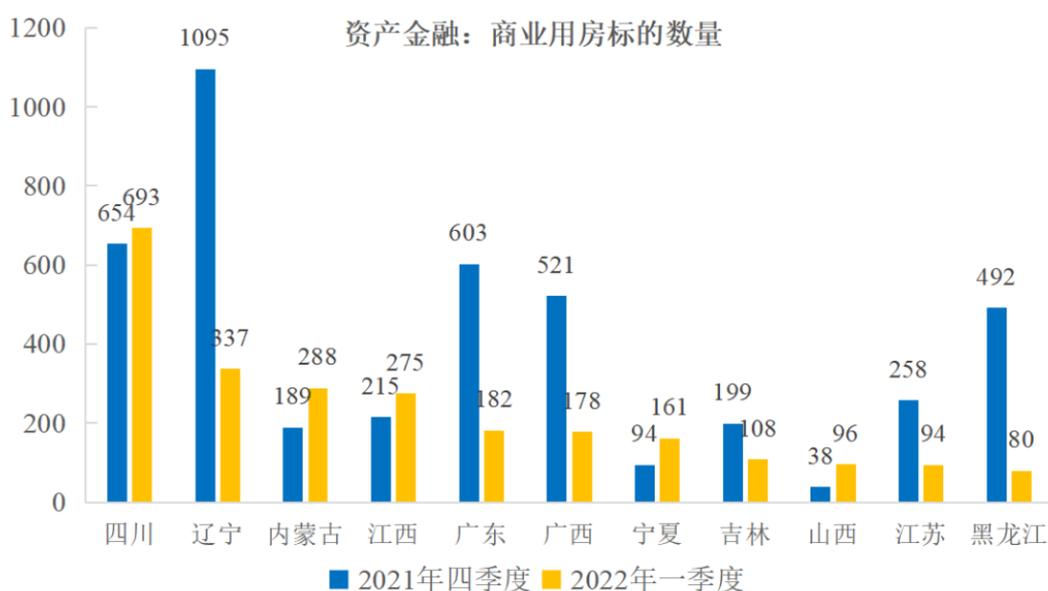


图 16 主要省份商业用房标的数量（资产金融）

2022 年一季度，仅有 14 个省份商业用房的成交率超过了 10%，其中成交率最高的是新疆自治区（29%），但其标的数量较低。而标的量最高的四川省，其成交率只有 8%。受经济下行压力较大以及商业用房本身存在一定的交易限制影响，商业用房的成交率一直偏低。

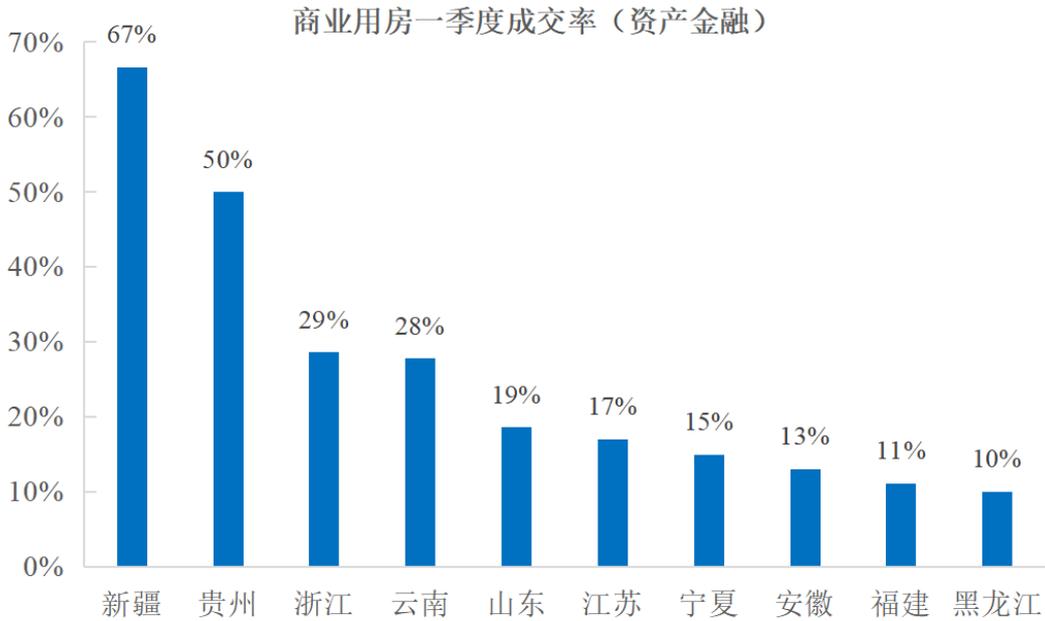


图 17 主要省份商业用房成交率（资产金融）

4. 机动车

2022 年一季度，广东省成交量与标的量均为各省份最高。内蒙古、四川等 5 个省的机动车成交率达到 100%，有 16 个省份的机动车成交率超过 11%。环比来看，2022 年一季度，机动车标的量与交易量均低于历史平均值。

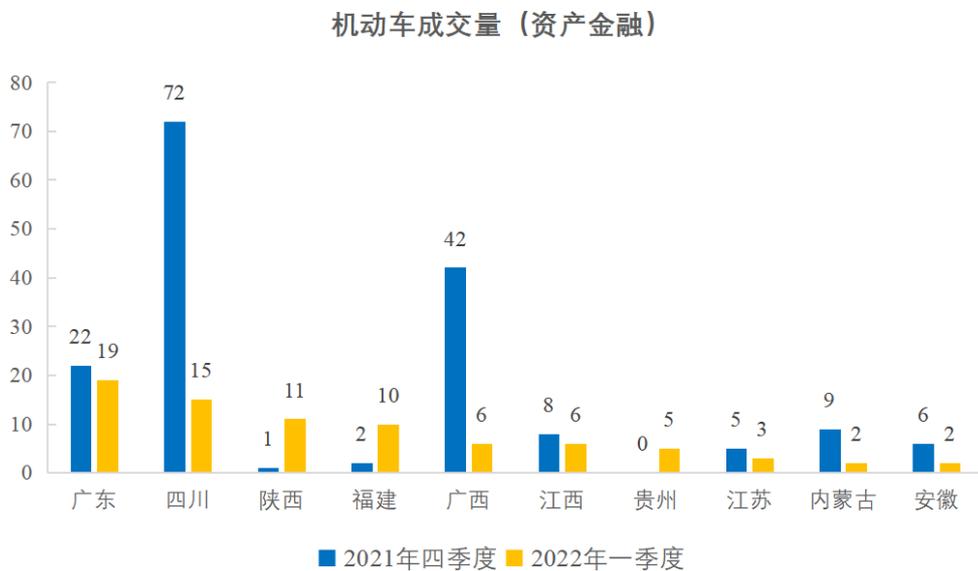


图 18 主要省份机动车（资产金融类）成交量

机动车标的量（资产金融）

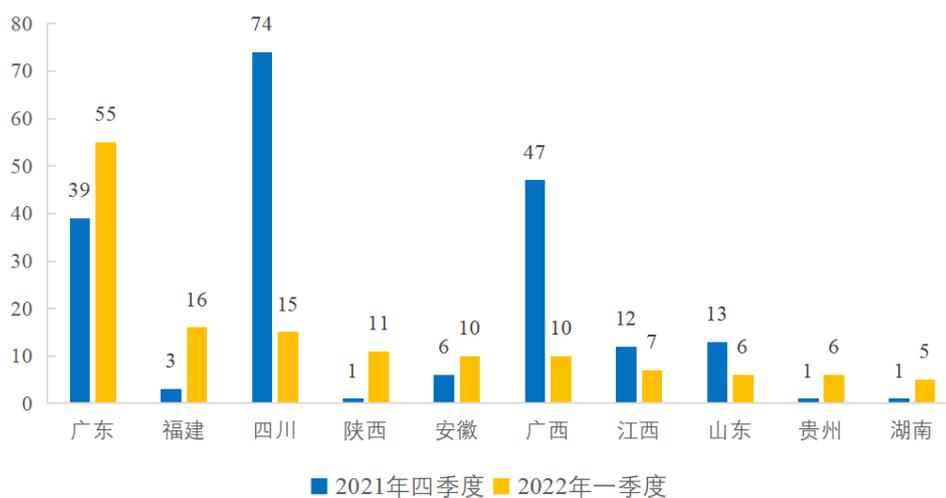


图 19 主要省份机动车（资产金融类）标的量

机动车一季度成交率（资产金融）

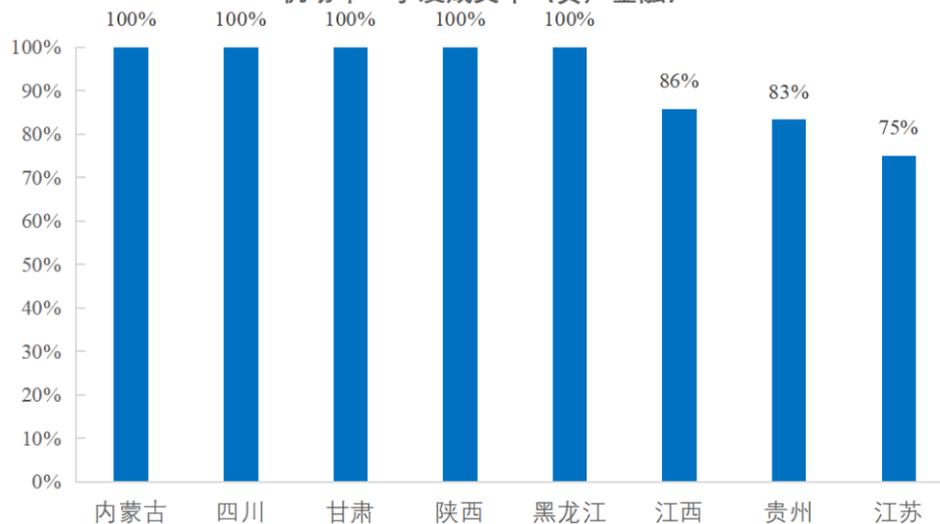


图 20 主要省份机动车（资产金融类）成交率

5. 工业用房

当前用于资产金融拍卖的工业用房标的量有所增长，但成交量一直保持较低水平，进一步分析价值有限，因此仅将工业用房交易量、标的量和成交率的数据列出，不做详细分析。

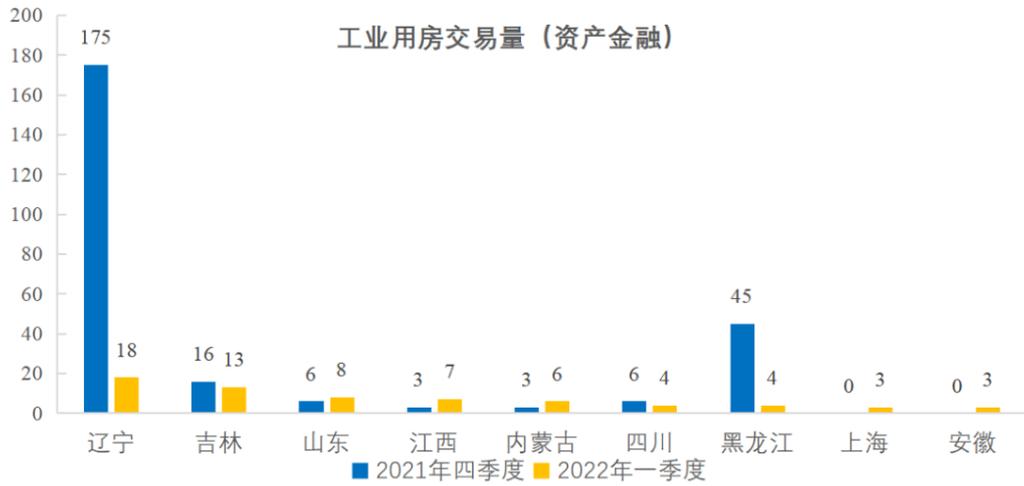


图 21 主要省份工业用房（资产金融类）交易量

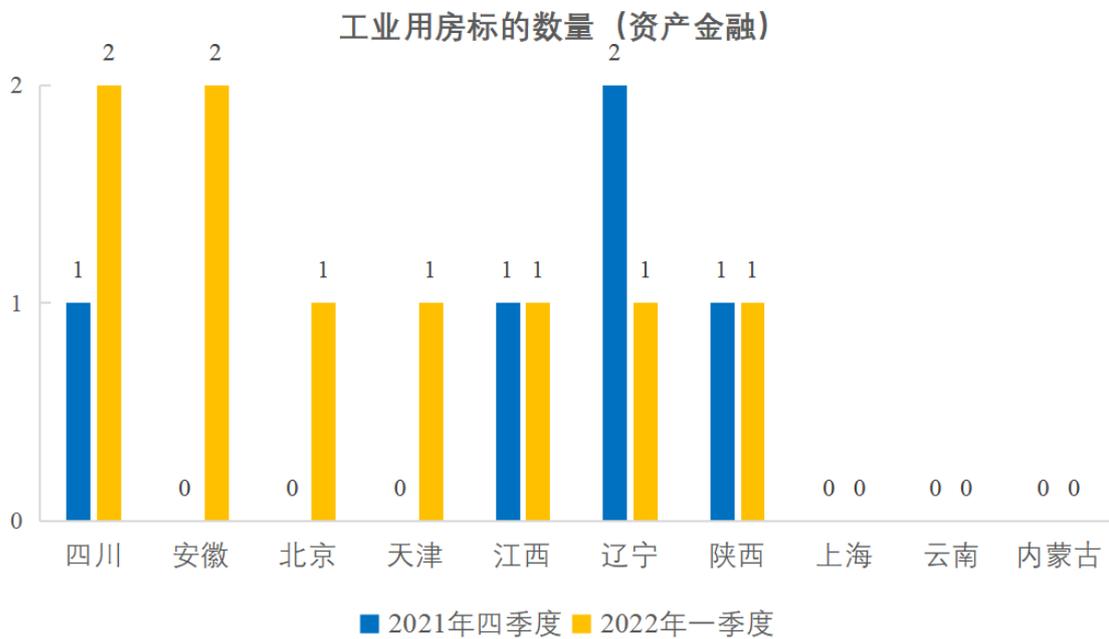


图 22 主要省份工业用房（资产金融类）标的量

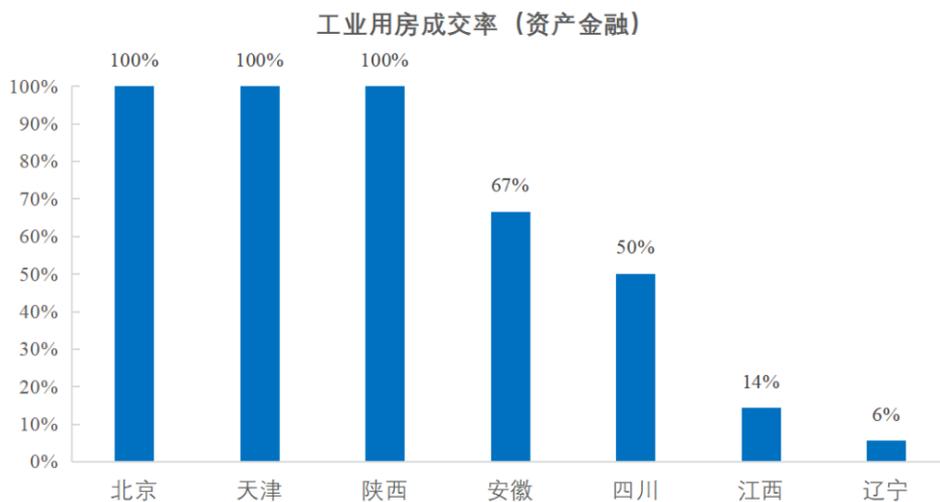


图 23 主要省份工业用房（资产金融类）成交率

溢价率和平均折价率

2022 年一季度，机动车、工业用房、债权、商业用房、住宅用房交易的平均溢价率分别为 70%、6%、8%、18%、14%，机动车、工业用房、债权平均溢价率较上一季度有所下降，而商业用房、住宅用房平均溢价率有所上升。横向比较看，机动车溢价率明显较高，房产类的平均溢价率较低。

平均溢价率：资产金融类

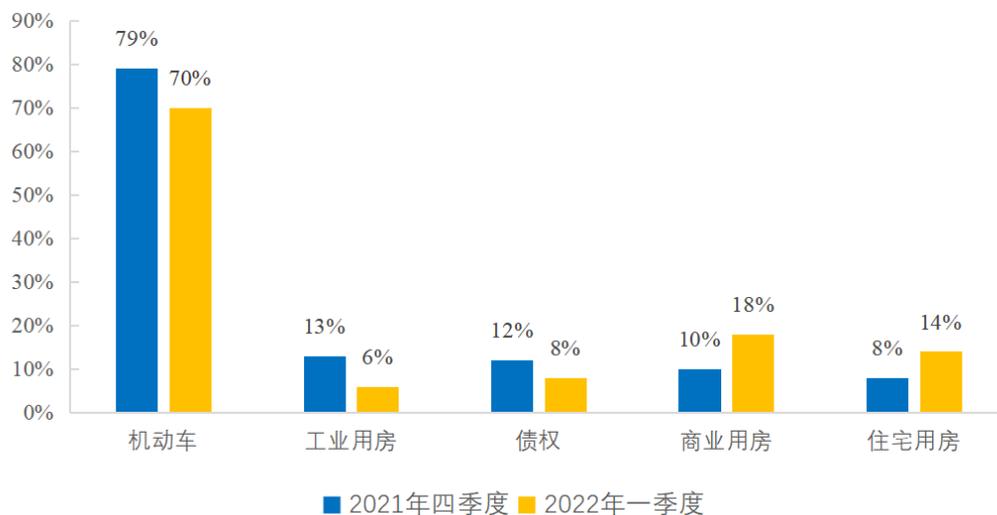


图 24 主要资产（资产金融类）溢价率

在成交价/评估价方面，2022 年一季度，住宅用房、商业用房、债权和机动车的平均成交价比估值分别为 115%、88%、91%、103%，与上一季度相比较，房产和机动车的成交价/估值均低于上季度，债权的成交价/估值与上季度持平。

成交价/评估价：资产金融类

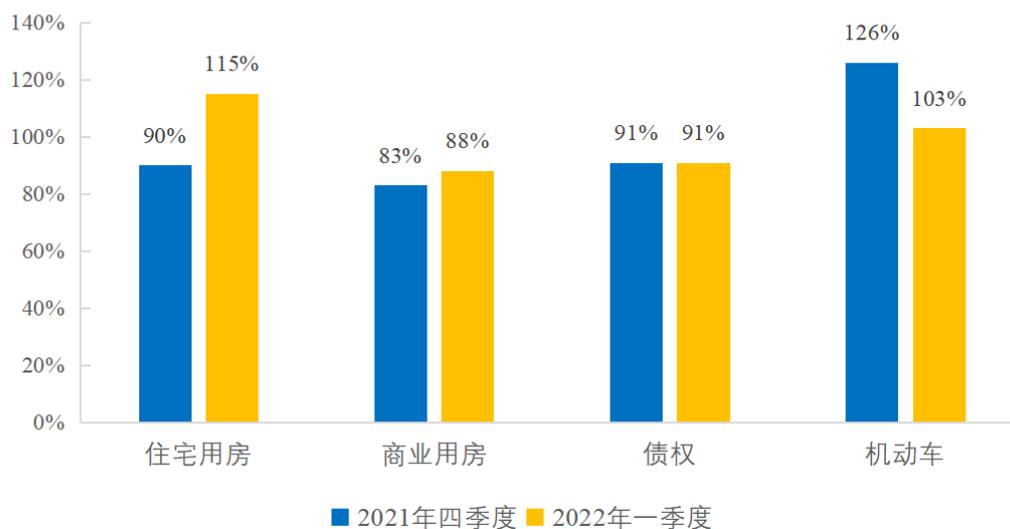


图 25 主要资产（资产金融类）成交价/评估价

债权资产成交折扣率

本报告用“成交价/本息和”衡量债权资产成交折扣率，反映了债权资产成交价与原有债权价值的偏离。在计算过程中，为避免特殊值对债权资产成交平均折扣率的干扰，本文剔除了个别折扣率极低（小于千分之一）的特殊值。

2022 年一季度，债权资产平均成交折扣率为 53.23%，较上季度有所下降。从历史数据上看，债权资产平均成交折扣率依然存在下滑趋势。

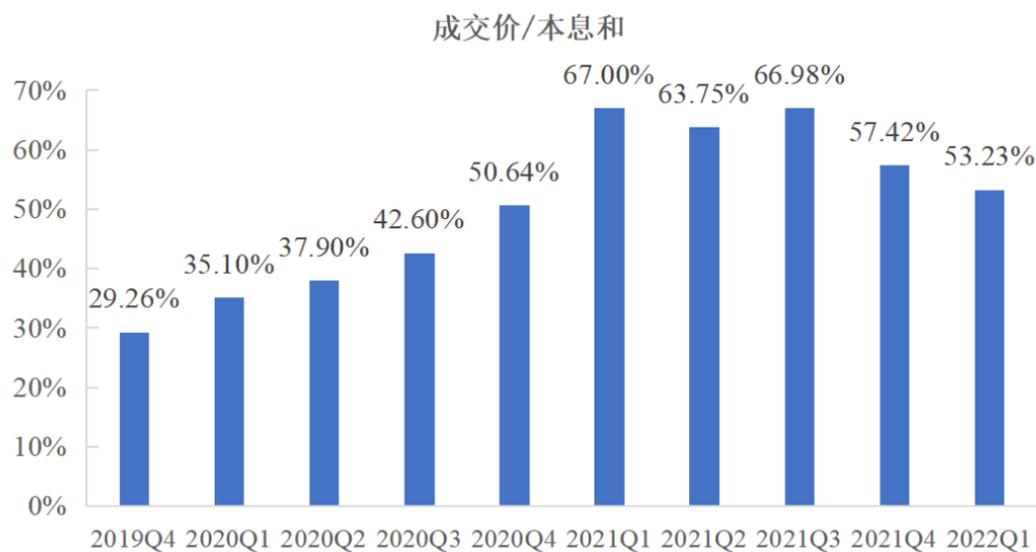


图 26 债权资产（金融资产）拍卖的成交折扣率

不到一半的债权资产以低于 50% 的折价成交，溢价成交的比例稳定在 2% 附近。2022 年一季度，46% 的债权资产成交折扣率低于 50%。溢价成交的比例稳定在低位，2% 的债权资产在一季度获得溢价成交。

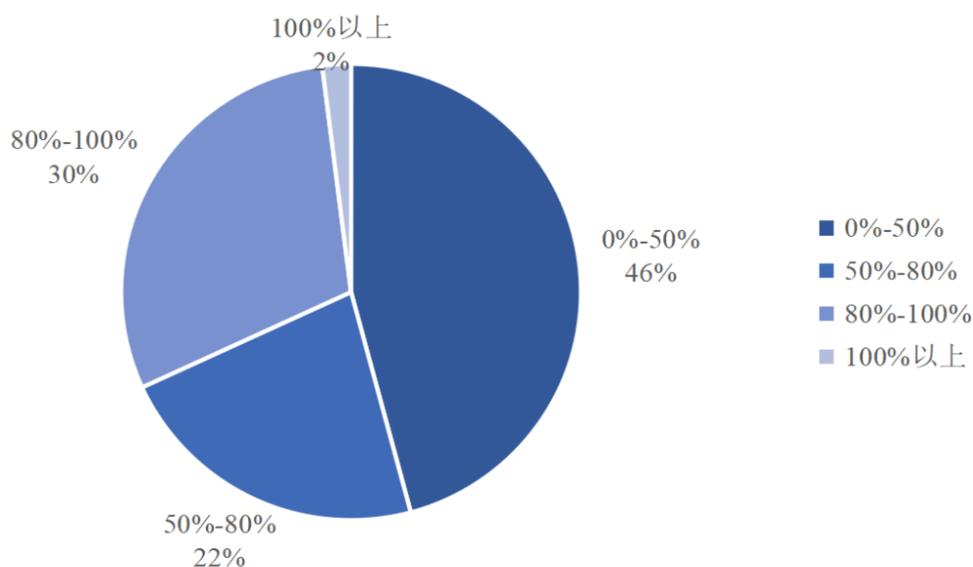


图 27 2022 年一季度债权资产（金融资产）成交折扣率分布

四、总结与展望

2022 年一季度，特殊资产市场遭遇季节性降温。一季度，特殊资产交易指数为 290.6，环比下降 39%、同比上升 4.8%。从指数构成上看，2022 年一季度，特殊资产在线交易成交量和成交金额均明显下滑，其中成交量环比下滑 28.8%、成交金额环比下降 50%以上。一季度特殊资产交易指数主要原因有以下几点：一是季节性因素，一季度恰逢春节，市场活跃度不高；二是经济下行风险上升，且市场对未来经济增长的预期较差，特殊资产的平均估值有所下降。债权、商业用房等主要特殊资产的标的量和成交量均在下降。债权资产的溢价率和成交折扣率也较上季度明显下降。

2022 年内外部环境更趋复杂严峻和不确定，国内经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，经济下行压力加大。民营房地产企业、中小银行、居民按揭和消费贷款均可能是特殊资产处置的重要来源。预计在二季度，受疫情冲击的影响，特殊资产包的质量可能出现下滑，平均成交价可能继续下降，成交的折价程度也将有所上升。不过，从更长远看，随着疫情防控取得决定性胜利，以及各项稳增长政策发挥实效，经济运行有望在三季度恢复到正常轨道，特殊资产的交易活跃度也会随之有显著提升。

（内容来源：国家金融与发展实验室）

让金融更好为中小微企业纾困解难

曾刚 上海金融与发展实验室 主任

结合稳增长、保就业等目标，金融系统可以从用好用足各种政策工具、完善融资增信体系、不断强化中小银行能力和借助金融科技手段等方面着手，不断提高纾困政策的精准性。

今年以来，金融管理部门出台了一系列对策举措，应对疫情给经济带来的冲击和影响。由于中小微企业数量众多、抗风险能力弱，仍需金融机构创新服务手段，进一步纾解资金困局。

当前，**中小微企业的融资需求有几个重要特征**：一是**现金流吃紧**，纾困、救急的贷款需求突出。企业因疫情停工停产，但仍需支付工资、租金等支出，亟待应急贷款以备周转；二是部分中小微企业在复工复产过程中，**有一定新增信贷需求**；三是受疫情影响，企业收入下降甚至中断，短期内的偿还贷款能力下降，压力增加，原有贷款需要展期、延期。

这些特征表明，**中小微企业的资金需求呈现多样性和复杂性**，且不同行业受疫情影响程度各不相同。特别是受疫情影响较为突出的餐饮、运输、旅游等行业，因停工停产情况更为普遍且持续时间长，这些行业中的中小微企业纾困需求更为迫切。

为此，结合稳增长、保就业等目标，提高纾困政策的精准性，**金融系统可以考虑以下几方面的工作**：

要用好用足各种政策工具，聚焦重点领域和重点行业，加大金融支持力度。今年普惠小微贷款支持工具额度和支持比例增加一倍，对中小微企业和个体工商户贷款、货车车贷、暂时遇困个人房贷消费贷，支持银行年内延期还本付息。用好这些工具，可以为特定行业中的中小微企业提供低成本、长周期的资金来源。

要不断创新风险补偿、融资担保服务等政策，完善融资增信体系，降低实体经济综合融资成本。例如，在餐饮行业，引导金融机构加强与行业主管部门信息共享，运用中小微企业和个体工商户的交易流水、经营用房租赁以及有关部门掌握的信用信息等数据，提升风险定价能力，更多发放信用贷款。

要不断强化中小银行服务地方经济、支持中小微企业的能力。要用好地方政府专项债券补充中小银行资本的政策工具，夯实其资本基础、提升信贷能力，更好满足中小微企业的融资需求。

要借助大数据、云计算、区块链、人工智能等科技手段，在降低金融服务成本的同时，更好地管控风险。此外，通过金融科技应用，金融机构还可以更加精准地识别中小微企业的各种个性化需求，并以此为基础进行产品开发，提升支持效力。

（内容来源：人民日报）

强化金融消费者保护，完善行为监管制度体系

曾刚 上海金融与发展实验室 主任

刘伟 国家金融与发展实验室 助理研究员

日前，银保监会就《银行保险机构消费者权益保护管理办法（征求意见稿）》（以下简称《管理办法》）公开征求意见。总体来看，《管理办法》体现出对银行保险等金融机构的多元化业务、涉及各个环节的全流程管理，在工作机制长效化、监管措施有效性方面更为扎实，符合当今国际金融领域盛行的行为监管思路 and 理念。与此同时，我国审慎监管与行为监管并重的“双峰”监管体系建设也将更为充实与完善。

《管理办法》体现新理念和新要求

纵向来看，2019年11月以来，银保监会相继发布《关于银行保险机构加强消费者权益保护工作体制机制建设的指导意见》《银行保险机构消费者权益保护监管评价办法》。此次《管理办法》可以看作是银保监会在承继上述监管思路基础上，依照2020年5月《中共中央 国务院关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》，根据新时代的新特征、新问题，进行的补充与拓展，并体现为新理念和新要求。

例如，针对“资管新规”正式实施以来，资管行业日益规范和统一发展的新特征，以及近两年银行理财子公司迅猛发展的新态势，在产品设计环节“不得违反监管规定针对普通消费者提供多层嵌套、结构复杂的产品”；对应专业投资者概念，提出“普通消费者”定义，更加强化“适当性管理机制”，提出“银行保险机构应当对普通消费者采取更为审慎的适当性管理措施”；针对客户财产安全，专门提出“资管业务管控”要求，“严格区分机构自身资产与消费者资产，不得挪用、占用消费者资金”“严格区分公募和私募资产管理产品，严格审核合格投资者资质”等。又如，在互联网金融快速发展及金融技术飞速发展的背景下，提出产品设计环节的“消保审查机制”、销售环节的销售行为“可回溯管理机制”，以及贷后管理中的“自动营销”要求。再如，面对老龄问题日趋突显，承袭一以贯之的普惠性原则，专注弱势群体，明确提出“老年人服务”和“残障人士服务”条款。此外，在目前高质量发展的政策背景下，从机构内部治理的高度和层次，提出建立“信息披露机制”“内部审计机制”等长效化的消保工作机制和配套安排，等等。

横向来看，随着银保监会《管理办法》的公开征求意见，其将与2020年9月人民银行发布的《中国人民银行金融消费者权益保护实施办法》（以下简称《实施办法》）一起，共同构成我国行为监管与金融消费者保护方面的金融监管基本框架。两者具有极大的内在统一性，同时又各有侧重、互为补充。

具体表现为：**一方面**，银保监会的《管理办法》和中国人民银行的《实施办法》两者均是对中央关于“建立健全金融消费者保护基本制度”决策部署的具体落实；两者均具有机制长效、重点突出、监管有力、与时俱进等显著特征，因而将在金融消费者权益保护的实践中，对金融消费者权益起到切实的保护作用；从监管框架视角，两者同样体现了审慎监管（分别侧重宏观审慎、微观审慎）与行为监管并重的监管理念，因而具有内在统一性。

另一方面，两者在适用范围、制度机制、业务重点、监管措施及违规处罚等方面既存在交叉，又各有侧重，从而互为补充、相辅相成。例如，在适用范围方面，银保监会《管理办法》覆盖商业银行、农村信用合作社等金融机构，信托公司、消费金融公司、汽车金融公司、理财公司等非银行金融机构，保险公司和保险专业中介机构等保险机构，以及银保监会负责监管的其他金融机构；人民银行《实施办法》则囊括银行业金融机构和非银行支付机构，商业银行理财子公司、金融资产管理公司、信托公司、汽车金融公司、消费金融公司以及征信机构、个人本外币兑换特许业务经营机构等。在制度机制方面，《管理办法》提出内部考核、内部培训、内部审计、消保审查、适当性管理、个人信息保护、信息披露、可回溯管理、投诉处理、纠纷化解及合作机构管控机制；《实施办法》则明确考评制度、风险评估、信息保护、披露与查询、营销宣传、知识普及与教育、投诉处理、内部监督与追责、重大事件应急制度等。在违规处罚方面，《管理办法》第五十二条规定，“法律、行政法规没有规定的，由银保监会及其派出机构责令改正，给予警告，处以 10 万元以下罚款”等；《实施办法》的第六十二条、六十三条规定，“有关法律、行政法规未作处罚规定的，中国人民银行或其分支机构应当根据情形单处或者并处警告、处以五千元以上三万元以下罚款”。

金融消费者保护的制度体系日趋成熟

回顾我国金融消费者权益保护体系的发展历程，专门针对金融消费者的权益保护体系的建立由来已久，并根据我国经济发展不同阶段的时代特征和现实情况而不断改进和创新。2012 年 3 月，原银监会印发《关于完善银行业金融机构客户投诉处理机制切实做好金融消费者保护工作的通知》，以及 2013 年 5 月人民银行出台《中国人民银行金融消费者权益保护工作管理办法（试行）》，标志着我国金融体系消费者权益保护的基本框架已初步建立。随后，2014 年 3 月修订的《中华人民共和国消费者权益保护法》将银行、证券、保险等金融机构在收费信息公示、安全保障和风险提示等方面的义务，及与消费者相关的个人信息保护、格式合同条款等金融领域消费者保护相关规定，首次体现于最高层级的国家法律中。而此次《管理办法》中作为主体内容的金融消费者八项基本权利，亦可追溯至 2015 年国务院印发的《关于加强金融消费者权益保护工作的指导意见》这部堪称我国金融消费者权益保护领域的首个国家级纲领性文件中。

随着银保监会《管理办法》的即将落地，可以说，我国业已建立具有多层次、广覆盖、全流程的金融消费者权益保护法律体系。体现在以下几方面：

一是**法律层级**从国家级纲领性文件、国家法律，到部门规章、规范性文件，再到各类政策发文、自律规则、行业规范等。二是**机构类型**覆盖商业银行、保险机构、汽车金融、消费金融、信托公司、理财公司、支付机构等多元化金融机构（及其合作机构）和非金融机构，金融领域涉及理财、资管、贷款、支付、保险等多类金融产品与服务。三是**业务环节**囊括产品设计、风险评估、信息披露、合同签署、系统管控、合作外包、营销推广、定价收费、反洗钱、身份识别、支付结算、贷后催收、征信管理、核保理赔、投诉处理、纠纷化解、知识普及、教育宣传等。

可以预见，未来我国专门针对金融消费者的权益保护的法律体系将持续优化、日臻完善。与此同时，我国金融消费者权益有望得到更加全面、切实地落地。

完善行为监管制度体系，维护金融可持续发展

2008 年金融危机以来，强化行为监管与金融消费者保护已成为世界范围内各主要经济体的金融监管改革重点，其与宏观审慎管理、微观审慎监管一道，构成了后危机时代金融监管改革的三大核心。行为监管致力于降低金融市场交易中的信息不对称，推动金融消费者保护及市场有序竞争目标的实现，由于行为监管最主要的内容以及最重要的目标，即是金融消费者权益保护，因而在很多语境下被等同使用。我国在 2017 年召开的第五次全国金融工作会议指出，要“加强功能监管，更加重视行为监管”，首次引入“行为监管”概念，并将其作为监管强化和补短板的重点方向。

近年来，我国金融领域在分业监管的基础上，各监管部门分别在各自监管职责范围内开展金融消费者保护工作，并在健全工作机制、规范经营行为、强化投诉处理、开展金融知识宣教等方面采取了一系列措施，并取得了突出的进展。特别是《实施办法》与《管理办法》的相继落地，标志着我国“审慎监管”和“行为监管”并重的“双峰”监管体系正在持续完善。

从未来看，强化行为监管仍然是我国金融改革与发展过程中，确保金融更好服务经济高质量发展的重要着力点。在现有的制度建设基础之上，还需关注以下几个方面的工作：

一是**重塑监管理念，坚持双峰并重**。从金融危机的国际镜鉴来看，行为监管的缺失，不仅会产生微观上的风险，而且极可能诱发系统性风险，影响金融的整体稳定。从长远看，必须坚持审慎监管与行为监管并重的监管理念，寻求两者关系的有机平衡，为金融业整体的可持续发展奠定更为良好的制度基础。

二是**完善协调机制，促进监管协同**。在现行监管体制下，应首先提高消费者保护部门的独立性，明确其对金融活动实施统一行为监管。在统筹协调方面，国务院金融委作为我国最高层级的金融监管统筹和协调机构，可以在加强横向部际监管协调，消除纵向监管分割等方面发挥重要的作用。例如，建立行为监管及金融消费者保护日常协作机制，加强各方间的信息沟通与共享，并在规制建设、日常监管、风险处置等方面加强分工协作，推动统一行为监管标准的制定，消除套利空间，填补监管空白。

三是**优化资源配置，提升监管能力**。一方面，应尽快建立统一的、标准化的行为监管流程，丰富并完善监管手段及工具。着重对问题金融进行干预，将传统上在销售与服务环节实施的监管扩展到产品开

发设计、销售过程和售后维权的整个环节，实现监管关口的全覆盖，切实提升行为监管能力。另一方面，应强化行为监管执法。对于扰乱市场秩序或侵害金融消费者权益的市场乱象，加大行政处罚力度，树立行为监管的权威性及震慑性，确保金融机构经营行为守法合规，营造公平有序的金融市场环境并保护金融消费者合法权益。

(内容来源：21 世纪经济报道)

疫情持续影响与中小银行自救措施

黄金老

上海金融与发展实验室 副理事长

目前疫情对经济持续的影响已经达到一个临界点，需要更大力度的政策，特别是总量政策来发挥作用。在此情况下，中小银行应适应疫情常态化，提高数据风控能力，提升全流程线上贷款的占比，加快债务重组，纾困市场主体，增强远程银行能力。

宏观层面：疫情的经济影响及相关的政策建议

这次疫情持续的时间太长，从 2020 年 2 月到现在已经是达到了 26 个月的时间，经济主体没法承受这么长时间的经济社会生活的持续中断，整个社会经济到了一个临界点。去年夏天已经是临界点，很多中小企业永久性消失。今年前段时间东北发生疫情，由于东北地区 and 国内经济联系比较少，影响尚不大。但是从 3 月份以来，上海疫情的经济冲击则十分巨大。

去年年底，中央经济工作会议对中国经济的描述为**需求收缩、供给冲击、预期转弱**。今年元旦以后，需求收缩巨大，在三四月份存在非常剧烈的预期转弱。银行业真切地感受到“需求收缩”“预期转弱”的巨大冲击，直接表现就是客户的贷款需求骤减，这是过去多年没有过的。金融部门采取了较多的扶持政策措施，但是市场主体的经营中断，选择躺平的也明显增多，金融政策的作用有限。

疫情对商业银行的影响表现为：**市场主体经营中断，个人收入中断，商业银行的尽调和贷后管理的一整套风险管理流程也被中断，造成较大的影响。尽管国家在疫情期间出台了很多较好的政策，但是政策的力度仍然不够。**货币政策是总量政策，而近年来出台的政策大多为结构性政策，长此以往，可能达不到差异化的目标。

例如，最近一周以来，国内经济的变化与政策存在较大的关系。在 4 月中旬，全社会预期国家会有更大力度的金融政策、财政政策出台：市场预期降准下降 0.5 个百分点，但是在 4 月 25 日，降准只下降了 0.25 个百分点；市场预期 LPR 会下降，但是 LPR 仍然是 3.7%。政策力度不及市场预期，上证指数跌破 3000 点。但政策调整纠偏速度很快，随即的外汇存款准备率就下降了 1 个百分点，宽松的预期重新确定，股指回到 3000 点上方。

适当调整利率。我国近几年一直要实行正常的货币政策，利率为正，但目前较难维持。有必要降低利率。因为如果不降低存款利率，贷款利率降低的空间便十分有限。在存款利率中至少存在 25%是机关团体、行政事业单位存款，该部分利率的降低能够切实减轻金融机构利息负担，进而降低客户的贷款利率。如在 2008 年 11 月 27 日，央行一次性降低 108 个基点的利率，效果较好。因此，**尽管美国加息政策导致利率调整窗口较小，利率仍需要做出适当的调整。**

稳汇率。资本流动的方向已发生变化，人民币大概率要跌破 7。股票市场和资本市场剧烈的变动，亦与资本大规模流出存在密切的关系。

综上所述，目前疫情对经济持续的影响达到了一个临界点，需要更大力度的政策，特别是总量政策来发挥作用，并辅之以社会政策。

中小银行在疫情持续的情况下，如何进行生产自救与管理自救

疫情对中小银行的冲击比对大银行更大。因为大银行的客户较大部分是政府平台、央企国企，这些企业受到疫情冲击较小。中小银行客户主要是服务业、中小制造业以及消费者。服务业是疫情冲击最严重的行业。因此，中小银行受到疫情冲击远大于大型银行。

目前的疫情至少还要持续 6 个月，这种状态下，中小银行如何自救？最重要的是银行业要适应疫情常态化。

江苏苏宁银行成立 5 年来，资产年均复合增速 61.09%，营业收入年均复合增速 120.79%，在民营银行序列中表现较好，现已成为全国第三家资产破千亿的民营银行。截至 2021 年底，本行总资产达到 1012.21 亿元，实现营业收入 34.56 亿元，净利润 6.03 亿元，不良率 1.01%，拨备覆盖率 251.07%，拨贷比 2.54%，流动性比例 108.35%。本行应对疫情冲击，主要措施就是提高全流程的数据风控能力，提高线上贷款业务占比。同时，内部管理上，大力提升远程银行、在线办公管理的能力。

实现更简单的数字金融服务，能够大大减弱疫情对经营的影响。本行基于“科技使金融更简单”使命，通过运用数字技术改造传统金融服务，实现简单、便捷的数字金融服务。一是用户使用更简单。开发移动展业系统，基于 OCR 识别、人脸认证等技术，实现个人用户 1 分钟开户；企业开户最快 12 分钟完成，成为江苏省开户最快的银行。全省银行中，首家采用 6 位纯数字构成的简密，进行身份核验，使得用户开户、登录和转账时密码好记、好用，背后则是复杂的反欺诈技术，同样保障账户交易的安全。消费贷款、小微贷款、产业链贷款实现秒批秒用，支持用户随时随地在线完成贷款申请、提款、还款全流程。二是银行员工操作更简单。大力应用无纸化进件、智能机器人、远程银行技术，重塑 260 多项业务流程，实现操作更简单。三是保持低成本运营。通过科技手段应用，提升精细化、自动化运营水平，提高经营效率，持续降低经营成本比，2021 年本行成本收入比 21.97%，显著优于同业 32% 的平均水平。只有成本低了，才有给予客户更大的让利空间。

在疫情持续性影响下，中小银行也要面对现实，进行适当的债务重组。国家已在前年推出了对小微企业延期还本付息政策。疫情持续时间过长，市场主体无法进行连续经营，银行业需要结合实际情况，采取降低利率、债务重组等措施，纾困市场主体。

(内容来源：IMI 财经观察)

上市银行占上市公司主要指标比重：只看个别指标会形成误导

周琼

上海金融与发展实验室 特聘高级研究员

在文章中如何运用、分析数据，大有学问。

错误的**数据**，当然会**误导人**。只列出个别指标数据，截取虽然真实但片面的数据，没有正确解释数据背后的原因，同样会**误导人**。这种有意无意的误导，在现在很多文章中比比皆是。仅举三例：

1. 5月5日有篇文章，标题是“全国个税收入暴跌 51.3%的背后”，写 2022 年 3 月，全国个税收入同比下降 51.3%，这数据本身没错，但是，2022 年 1-2 月累计全国个税收入同比上升 46.8%，1-3 月累计全国个税收入同比上升 16.5%，以及春节时间不同影响个税缴纳时间的的原因，作者就避而不谈了。

2. 最近有一个图“中美独角兽数量”（2010-2021 年）广为流传，图中 2021 年中国独角兽数据跌至个位数。张宁的《中国独角兽到底怎么了》一文，援引 CB Insights、胡润研究院数据，指出上述数据有误。

3. 4月15日，中国人民银行宣布决定于 2022 年 4 月 25 日下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点。因为以前降准至少是 0.5 个百分点，这次降准被一些分析文章称为“半次降准”，还有人戏称为“小气的”降准。这一方面是因为美国加息缩表制约了中国货币政策的继续宽松，另一方面是我国目前存款准备金率已经不高，空间有限了。大型存款类金融机构准备金率的高点是 2011 年的 21.5%，一路降下来，本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率仅为 8.1%，当然不能像以前那么“阔气”，每次降 1 个、0.5 个百分点了。脱离这个背景说降准力度不足不解渴，也有点误导。

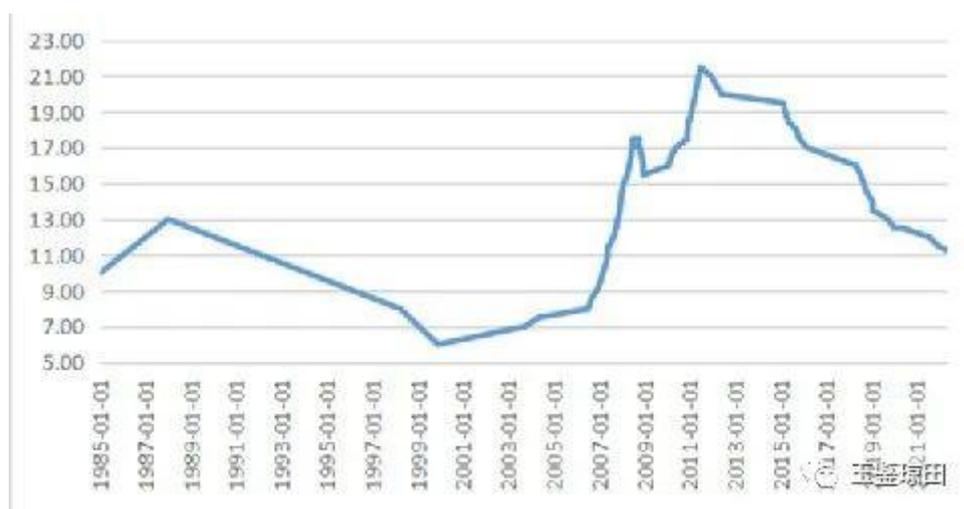


图 1 人民币存款准备金率：大型存款类金融机构

数据来源：Wind

近几年上市公司年报、季报发布后，总是有中国上市银行占上市公司利润比例、中美两国最赚钱上市公司对比的文章或图表广为流传，文章经常得出银行暴利、实体经济为银行打工等结论。但是，这些文章几乎从来不列出上市银行占上市公司资产、资本比例的数据。对各行业、各企业不比较资本投入、资产规模，只比较净利润，有点“耍流氓”。

比如，A 以 1000 万元本金赚了 100 万元，同期 B 以 100 万元资本赚了 50 万元，因为 100 万元比 50 万元多，就说 A 获得了暴利？笔者从 Wind 导出数据，计算了 2006 年、2010 年、2018-2021 年这六年 A 股上市银行占上市公司总市值、资产、归母净利润、营业收入、归母权益（即资本）的比重。为何最早年份选择 2006 年？是因为国有大行工商银行、中国银行在 2006 年 A 股上市，2005 年 A 股只有五家股份制银行。

	单位：万亿元，%					
年度	2021年	2020年	2019年	2018年	2010年	2006年
总市值	96.51	84.48	64.14	47.5	29.9	9.74
其中：银行市值	9.33	9.64	10.77	8.75	6.51	3.75
银行市值占比	9.7%	11.4%	16.8%	18.4%	21.8%	38.5%
资产总计	346.03	313.02	280.18	240.55	85.51	21.73
其中：银行资产	226.3	207.61	188.05	159.06	63.84	15.86
银行资产占比	65.4%	66.3%	67.1%	66.1%	74.7%	73%
归母净利润总计	4.85	3.96	3.8	3.42	1.62	0.33
其中：银行归母净利润	1.92	1.69	1.67	1.48	0.68	0.11
银行归母净利润占比	39.5%	42.6%	44.0%	43.4%	41.9%	32.4%
营业收入总计	64.8	52.78	50.05	44.8	16.83	5.25
其中：银行营业收入	5.8	5.33	5.05	4.22	1.76	0.4
银行营业收入占比	9.0%	10.1%	10.1%	9.4%	10.4%	7.7%
归属母公司权益总计	52.83	46.45	41.14	35.78	11.15	\
其中：银行归属母公司权益	18.80	16.7	15.05	12.27	3.73	\
银行归母权益占比	35.6%	36.0%	36.6%	34.3%	33.4%	\
上市公司数量	4681	4157	3721	3518	1972	1332
其中：上市银行数量	41	37	36	28	16	7
上市公司平均市净率	2.03	2.03	1.7	1.42	2.76	3.17
上市银行平均市净率	0.63	0.72	0.85	0.81	1.67	4.13
注：上市公司均包括上市银行。						
数据来源：Wind						

A 股上市银行在上市公司中的市值占比（以下指标均为 A 股上市银行在上市公司中的占比），2006 年末虽然只有 7 家上市银行，但上市银行市值占比达到 38.5%。银行市值占比每况愈下，2021 年末 41 家上市银行市值占比只有 9.7%了。上市银行的资产占比 2006 年、2010 年都在 70%以上，2018 年为 66%，2021 年为 65%。上市银行的归母净利润占比 2010 年为 42%，2018 年为 43%，2019 年至 2021 年分别为 44%、43%、40%，有所降低，一定程度上反映了新冠肺炎疫情以来，银行减费让利、支持实体经济的成效。上市银行的营业收入占比较为稳定，2010 年至 2021 年在 9%-10%。上市银行归属母公司权益占比，2019 年至 2021 年，和资产占比、归母净利润占比一样，略有下降，从 37%到 36%。

从 2021 年的情况来看，上市银行以占上市公司 35.6%的资本、65.4%的资产，创造了占上市公司 39.5%的净利润。这种情况主要是银行业的行业特点决定的，银行是高杠杆型企业，正常情况下资产利

润率（ROA）低于各行业平均，资本利润率（ROE）在各行业处于中上水平。2021年在31个申万一级行业中，银行的ROE排名第11。

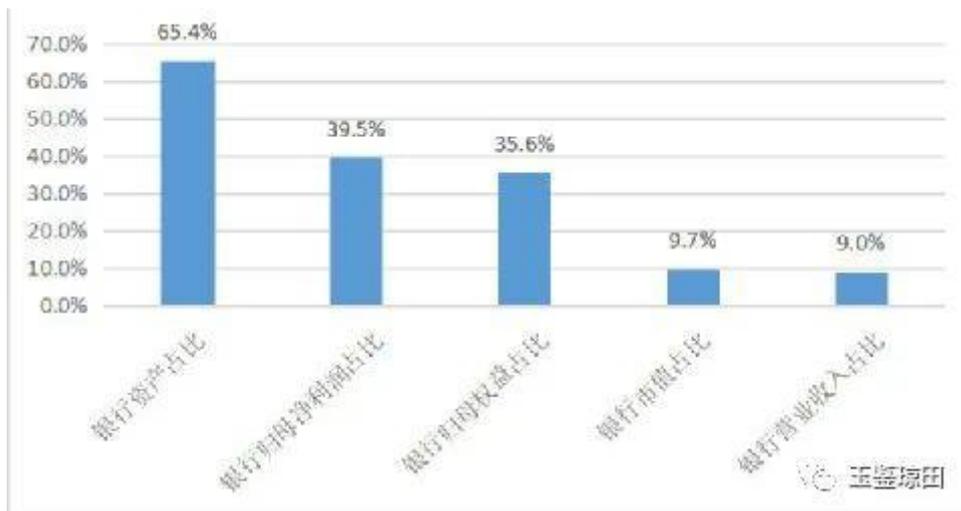


图2 2021年A股上市公司主要指标银行占比

数据来源：Wind

从英国《银行家》杂志每年发布的“千家大银行”榜单中，我们可以看到中国银行业的盈利能力，和中国经济发展程度基本相称，在主要国家/区域中居于合理水平。中国银行业近年ROA、ROE一般略低于美国，2020年（榜单为2021年）美国的银行因为新冠疫情大额计提拨备造成ROA、ROE低于中国的银行，2021年预计会再次高于中国。

千家大银行各国家/区域上榜银行盈利能力						
	ROA			ROE		
国家/地区	2019年	2020年	2021年	2019年	2020年	2021年
中东欧	1.78%	1.79%	1.20%	15.31%	14.30%	10.30%
拉丁美洲	1.37%	1.60%	0.93%	14.70%	17.08%	10.49%
非洲	1.56%	1.57%	0.88%	16.36%	16.09%	9.39%
中东	1.45%	1.43%	0.87%	11.72%	11.28%	7.32%
中国	0.89%	0.87%	0.78%	11.63%	10.73%	9.64%
北美	1.16%	1.11%	0.70%	11.74%	11.29%	7.33%
亚太（不含中国、日本）	0.68%	0.79%	0.62%	9.33%	9.06%	7.37%
日本	0.22%	0.22%	0.20%	4.03%	4.37%	3.97%
西欧	0.43%	0.38%	0.16%	6.71%	5.91%	2.75%

数据来源：英国《银行家》

注：本表以2021年各区域上榜银行ROA从高到低排列。年度为千家大银行榜单发布年份，数据为上年数。

2021 年末，据银保监会数据，中国商业银行总资产为 289 亿元，A 股上市银行总资产 226 亿元，占 78%。上市公司占全行业公司资产的比例，可能银行业是最高的。中国上市银行占上市公司资产规模如此之高，主要缘于我国非金融企业以间接融资为主的融资结构和依赖于信贷资金支撑发展的增长模式。这也自然带来了上市银行在上市公司中的利润占比较高。中国上市公司中，资产规模和净利润占比都最高的银行业，市净率（PB）却长期是各行业中最低的。2006 年末，A 股银行业 PB 曾高于 A 股平均，此后就始终低于 A 股平均，2021 年末为 0.63，2022 年 5 月 7 日进一步低至 0.59。这对银行的资本补充造成巨大困难。因此，过于突出报道上市银行利润规模大、占上市公司比例高，指责银行“躺赚”，是一种舆论误导。

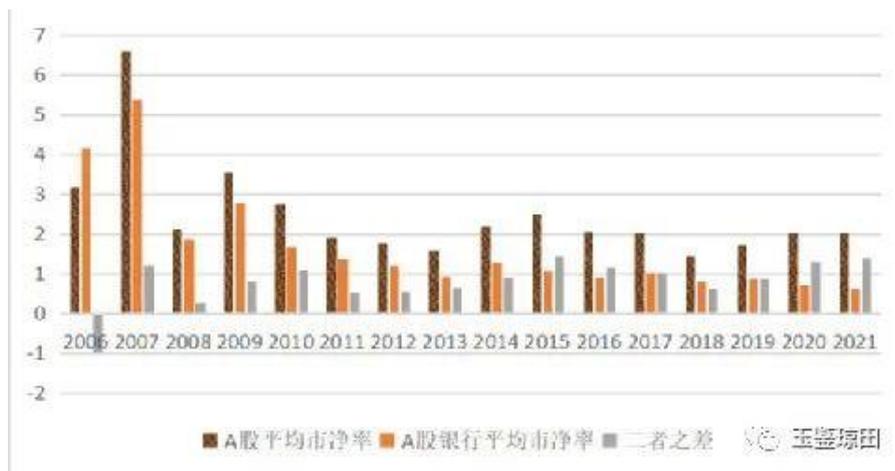


图 3 A 股市净率和 A 股银行市净率

数据来源：Wind

（内容来源：玉鉴琼田）

疫情扰动与内外双循环互补结构的转向

邵宇 上海金融与发展实验室 理事
陈达飞 东方证券财富研究中心 总经理
赵宇 东方证券 博士后研究员

3月以来，国内疫情反弹，中断了年初以来的经济复苏进程，增加了全年稳增长的压力。严格的封控措施使供求两端承压，内外循环不畅。与此同时，海外确诊病例（每百万人确诊数）在1月底出现高点后持续走低，封控严格指数呈阶梯状下行，供应链压力缓解。内外疫情扩散形势的反转也会使得过去两年双循环互补结构走向对立面。

内外双循环互补结构的转向

2020年初疫情爆发以来，由于疫情扩散轨迹、防控严格程度和政策调控思路的差异，全球经济周期明显错位（图1），中国领先复苏，且供给强于需求。欧美发达经济体随后，其中美国略靠前，滞后中国1个季度（中国GDP增速的高点为2021年1季度，美国为2021年2季度）。新兴市场和发展中国家复苏的起点更晚，弹性更弱，至今未回到疫情前潜在路径。也因此，中国提前进入下行周期，去年3-4季度经济增速均低于潜在水平。去年12月是低点，今年以来各项宏观指标已显示复苏。随着海外供给弹性的恢复和需求侧政策的退出，中国维持两年高出口景气度会缓慢下行。本次疫情是“加速器”，据国内一家国际物流企业负责人表示，出口订单的压力或在2季度以后的出口数据中逐渐显现（当前出口订单还是去年的），故今年依靠内需“稳增长”的压力会上升。

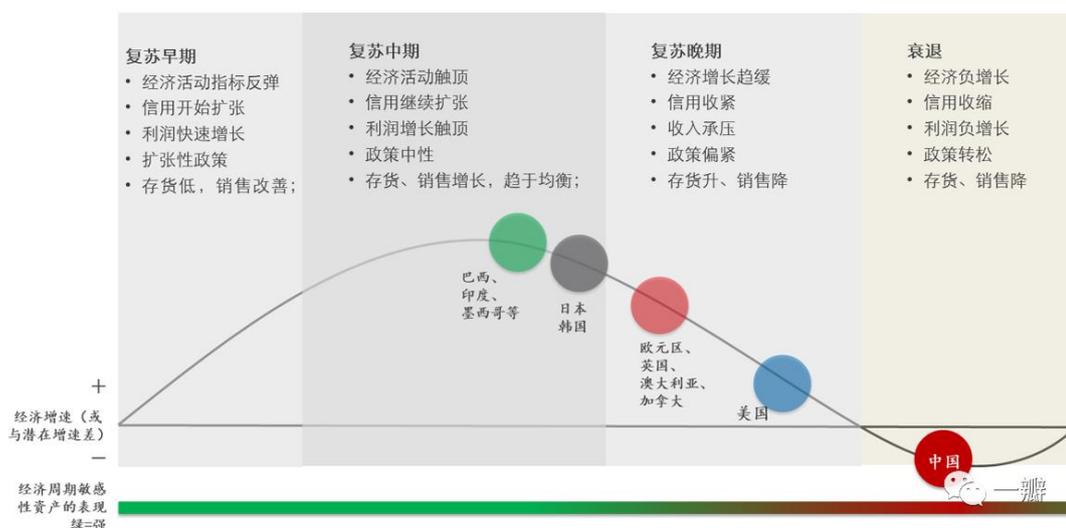


图1 新冠疫情后全球经济周期的冲突

来源：富达国际；CEIC，东方证券财富研究

说明：周期的位置主要由产出缺口衡量。

后疫情时代的经济运行特征需站在全球宏观的视角去理解。2020 年至今，中国成了全球生产和价格的“稳定器”。这既得益于中国有效的防疫策略，也与中国价值链的完整性和国内保守的刺激政策有关。**价值链方面**，除疫情爆发初期，中国国内的原材料供应、工厂的生产、陆运和码头等连接点都是通畅的，海外正好相反，各环节均出现断裂。**政策方面**，中国以保市场主体为主（减税降费+信贷支持），间接实现保就业和保民生，故经济结构上表现为生产端强于需求端。西方财政政策以直接保民生为主（“直升机撒钱”），辅之以货币政策，并利用信用政策保持市场主体不发生流动性危机，故在经济结构上表现为需求端强于供给端。中外正好形成互补，于中国是外需补内需，于海外是中国的供给补足了他们自身供给的不足。这使得中国出口订单激增，中国出口占全球的比重也达到历史高位。在整体表现为外循环带动内循环，减轻了政策稳增长的压力。

但是，国内国际双循环的这种互补结构正在走向对立面。即使不考虑国内疫情的反转，仅考虑防疫政策差异，我国今年出口景气度也会下降（图 2）。一方面，随着疫苗接种率和有效性的提升，西方国家正接受“共存”，经济将全面重启，国门逐步开放。另一方面，国内防疫政策的目标仍是防扩散。由于奥密克戎变异株的传染性大幅提升，传播加速的拐点会前移，为了实现“动态清零”，防疫政策的重心也需前移，这样才能走在指数曲线的前面。因为一旦破防，清零的难度和政策成本会指数上升。结果就是，供应链弹性内弱外强，从而可能扭转过去两年国内出口的高景气度。国内疫情扰动会加速贸易订单的替代。3 月 PMI 新订单数据已有体现，而上海的影响将主要表现在 4 月的数据。

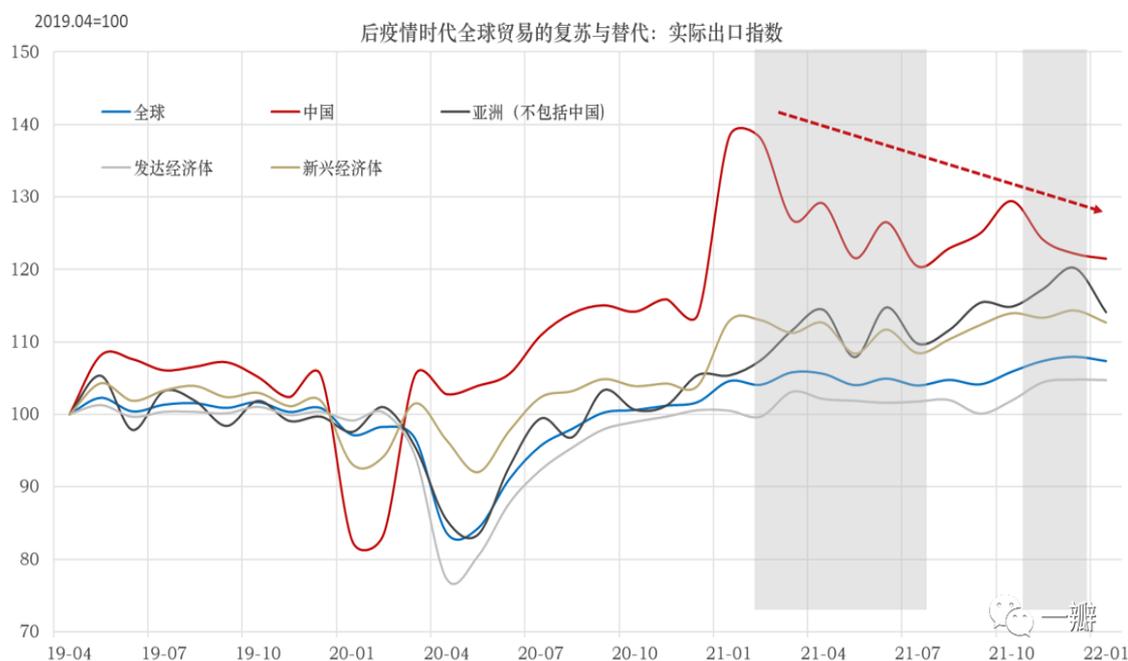


图 2 后疫情时代全球贸易的复苏与替代

数据来源：荷兰 CPB，东方证券财富研究

国内疫情扰动的影响可从短期和中长期两个方面进行分析：第一，短期，提升国内和全球价值链压力，进而增加全球通胀压力；第二，中长期，促进全球价值链多元化布局，如国内企业离岸化和外资企业的回岸（或其它形式的重组），关键看国内疫情的防控。

短期经济冲击：量跌价涨，双循环不畅

疫情冲击的短期特征是：短缺经济学的回归，宏观的整体表现是：量跌价涨——供给侧：供应链不畅，员工短缺，企业被迫停工停产，产能利用率下降，需求侧：封控区内物资短缺、价格暴涨，封控区外物资过剩，价格下跌；对供应链的影响可从欧盟中国商会的最新调研报告中窥见一斑，在调研的1,800家企业中，有51%的德企物流仓库和46%的供应链完全中断或受到严重负面影响；31%的企业表明生产行为受到明显影响甚至完全停止；29%的企业表明需求下降；30%-40%的企业表示上游供应链断裂或受到严重影响。

从投入产出表来看（最新数据为2017年），上海增加值总额在全国的份额为3.7%。主要工业行业份额由高到低排列为：交通运输设备（9.2%）、通用设备（5.9%）、通信设备、计算机和其他电子设备（4.7%）。在闭环管理期间，上海人流、物流几乎进入静止状态，对城市服务业影响尤其显著。由于产业之间相互依赖，增加值份额低估了上海的经济外溢效应。

上海是国内大循环的中心城市，也是国内国际双循环的中心节点——上海港是全球第一大集装箱港口。内循环方面，上海总流出和总流入占全国总产出的比重为2.5%和1.9%，其中，流出份额（供给方）较高的有仪器仪表、交通运输设备、通用设备；流入份额（需求方）较高的有：石油、炼焦产品和核燃料加工品、仪器仪表、石油和天然气开采产品。以汽车行业为例，2021年上海汽车总产量为283万辆，占全国的份额约为1/10，上海还是全国汽车行业重要的零配件供应商。

外循环方面，上海的出口和进口总额占全国的比重分别为8.2%、17.5%，其中出口份额比较高的行业有：非金属矿和其他矿采选产品、通信设备、计算机和其他电子设备、通用设备、仪器仪表、交通运输设备等。3月以来，虽然各港口仍然保持运行，但是仓库库存和公路物流受阻程度仍然上升，中国远洋货轮靠港量一度下滑。3月中旬八大枢纽港口外贸集装箱吞吐量同比增长-1.2%。上海港口拥堵指数在3月底之前呈上升态势，4月初以来开始下降，但仍位于今年内高点，也高于2019和2020年同期。

采购经理指数（PMI）可提供较为全面的验证。虽然疫情的影响主要体现在2季度，3月PMI数据已经所显现。3月中国综合PMI跌至枯荣线以下（48.8），较2月的51.2下降2.4个百分点，为2020年3月以来的最低值。PMI制造业从50.2下降到49.5，购进价格回升6.1至66.1，就业回落0.6至48.6，产成品库存回升1.6至48.9。3月非制造业经营活动读数为48.4，环比值-3.2，同比值-7.9，与近年均值差值-6.1；新订单回落1.9至45.7，投入价格回升2.0至55.9，收费价格回升1.3至51.1，就业回落0.9至47.1。其中，服务业从50.5下降到46.7，均为2020年3月以来次低点。战略性新兴产业（EPMI）较上月回落4个百分点至49.5。在3月的基础上，4月PMI数据下降幅度更大，综合PMI已降至42.7。

为了分析疫情的短期经济冲击，我们参考 NBER 的研究方法，采用向量自回归模型，构建了疫情的冲击响应模型，以此分析疫情冲击对上海的影响，并且以北京和香港两座经济规模较为接近的城市作对比分析。我们的分析显示上海、北京的本土疫情冲击的影响细节有所差异，但都会对各自的生产、消费、通胀方面造成即时的负向冲击，上海和北京需要长达 12 个月左右的时间才能从单次冲击中逐渐恢复，这显示了疫情对内循环的影响具有长期属性。香港的疫情脉冲反应与内地有所不同，虽然其始终未能动态清零，但其冲击后的恢复速度快于北京和上海。

以 2019 年 10 月至 2022 年 2 月的数据进行建模，为了便于比较不同城市的差异以及排除时间序列非平稳性，我们对原始数据进行了去趋势与标准化处理。先构建多变量向量自回归（VAR）模型，再进行脉冲响应计算，对上海、北京、香港的本土当月新增病例施加一个标准差的冲击，分析疫情冲击对各自内循环的冲击幅度，得到正交脉冲响应曲线。借助模型，主要分析三方面的问题：疫情对内循环的即时冲击有多大，什么时候达到冲击的最大值，需要多久才能修复？

冲击有多大？对上海疫情冲击的分析如图 3 所示。上海本土月度感染人数的一单位标准差冲击，会对上海市的工业企业营业收入、市工业企业产值、市社会消费品零售总额、市 CPI 构成向下的即时负面冲击。其中，对工业企业收入和消费的即时冲击幅度最大。而对 CPI 的影响之所以为负向，是因为造成物价上涨的因素是疫情管控措施，并不是感染人数本身。如果取对数将冲击转换为经济含义，意味着当月度疫情感染人数增加 1%，上海企业营收下降 0.03%、消费下降 0.039%。需要强调的是，极端的疫情暴涨对经济的冲击幅度并不完全等同于上述这些数字，因为此时的疫情冲击已经让位于社会管控措施的冲击。

疫情冲击的修复路径是怎样的？疫情对内循环的影响并不是一次性的，存在着持续影响的机制，也伴随着数月的曲折修复。上海的数据显示，对工业企业营收、工业产值、消费的影响在前两个月内达到负面影响的最大点，此后开始向上脉冲式修复，在度过修复高点后才会逐渐向零收敛，整个过程约为一年左右。因此，以上海的数据为例观察全国可以发现，疫情对内循环的影响是具有持久性的。

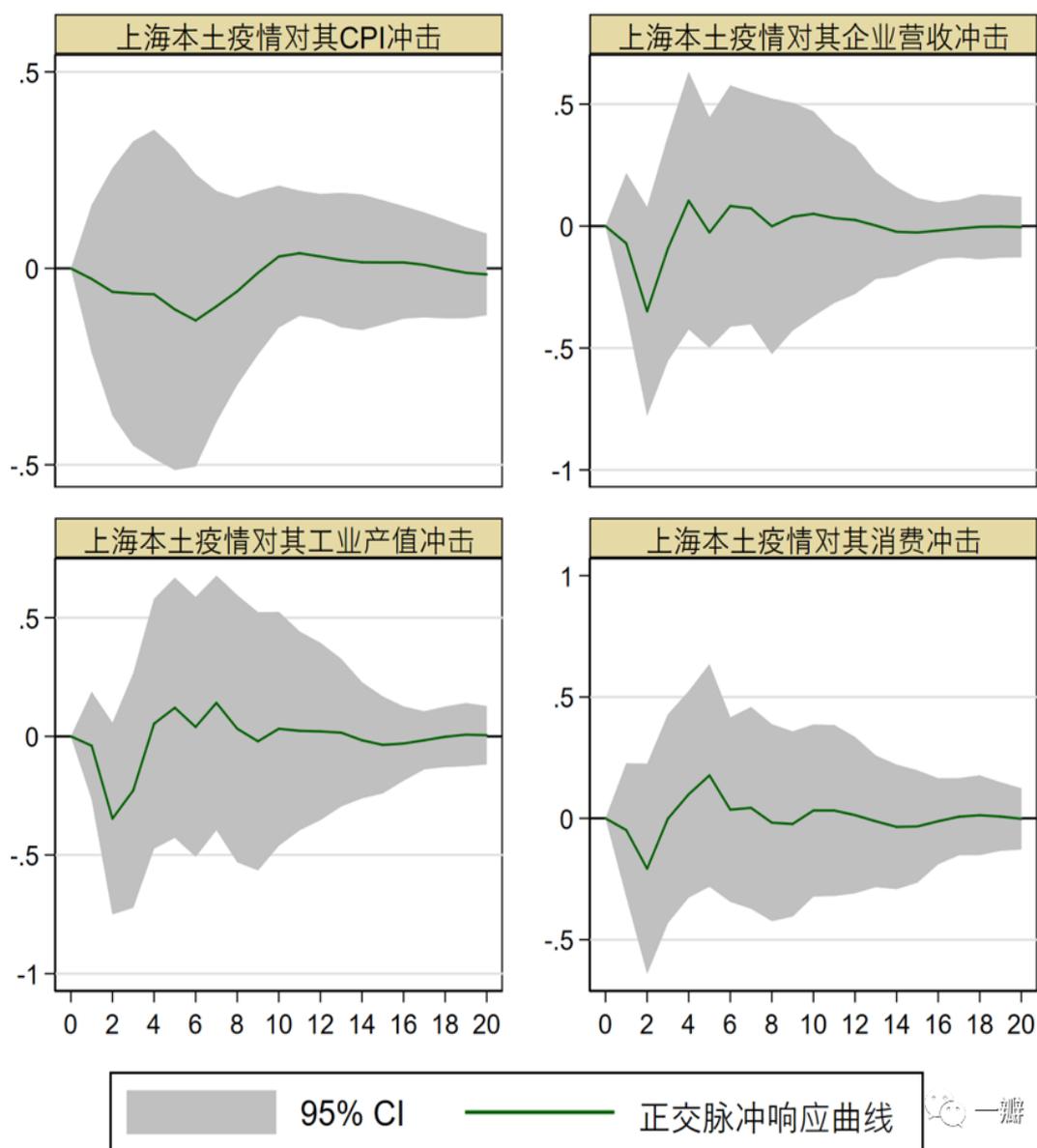


图 3 上海疫情的脉冲响应分析

资料来源：wind、东方证券财富研究中心

此外，我们对北京和香港做了分析对比。就北京而言，我们发现北京的疫情冲击模式与上海类似，不同的是一单位标准差的疫情冲击对北京工业企业营收和工业企业产值这两项生产方面的负面影响较低，但对消费的负面冲击较大。对于工业企业营收、工业企业产值及消费，在冲击后的第二个月开始修复，第六个月达到修复的最大水平。各项冲击中，持续性最长的是通胀，单次冲击在 12 月后仍有影响。

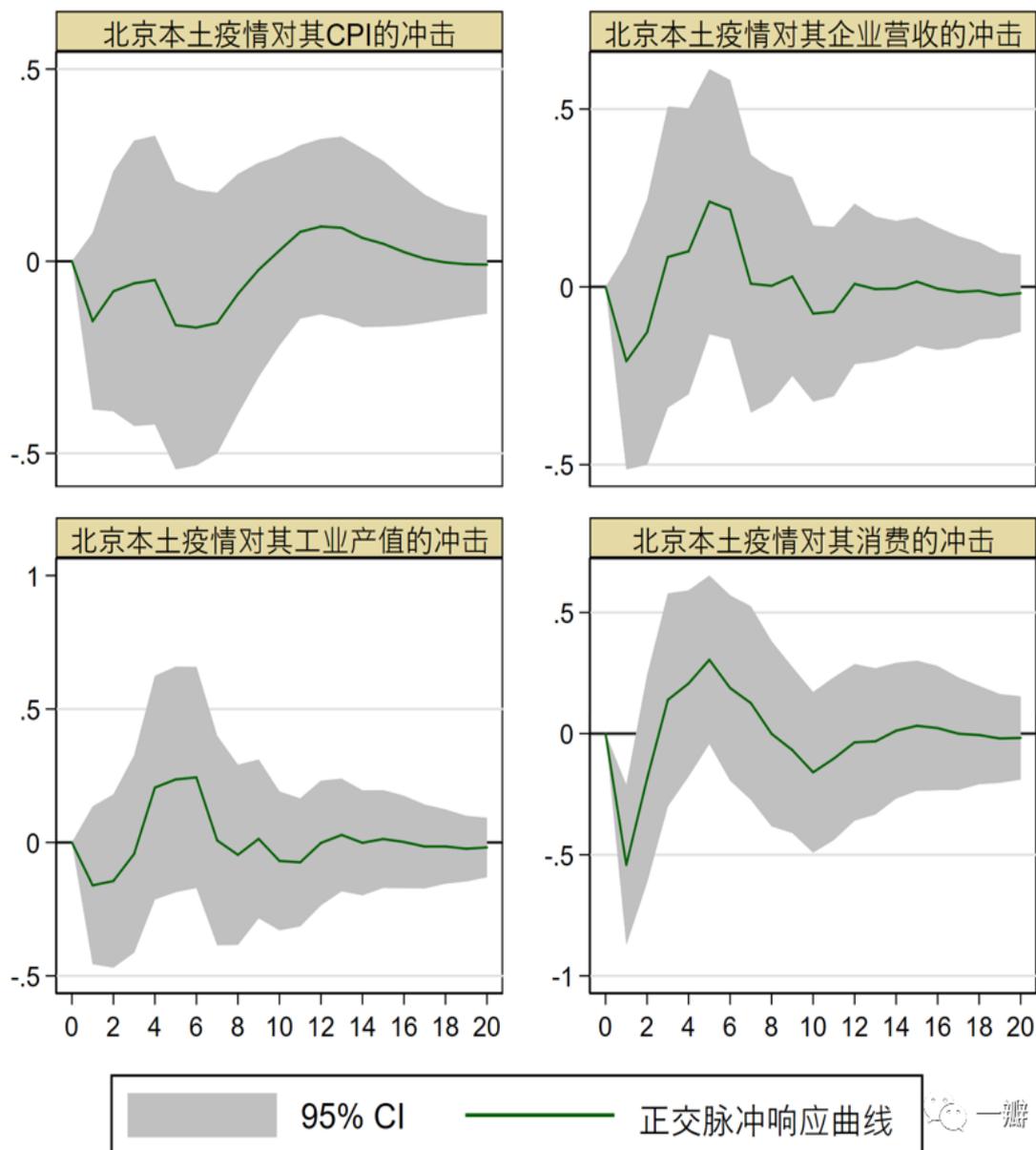


图 4 北京疫情的脉冲响应分析

资料来源：wind、东方证券财富研究中心

比于北京上海，香港疫情的冲击反应有所不同。这体现在两方面，一是香港疫情的冲击，会使其消费即时增加，随后才下降；对香港货运量的冲击反应也类似。这与香港疫情以来广泛实施的消费券计划有关。另一方面是，虽然香港的修复路径同样比较曲折，但我们发现香港的疫情冲击修复速度比北京和上海更快，香港的疫情冲击会在 8 到 10 个月后逐渐收敛，快于北京上海的 12 个月左右的收敛时间。

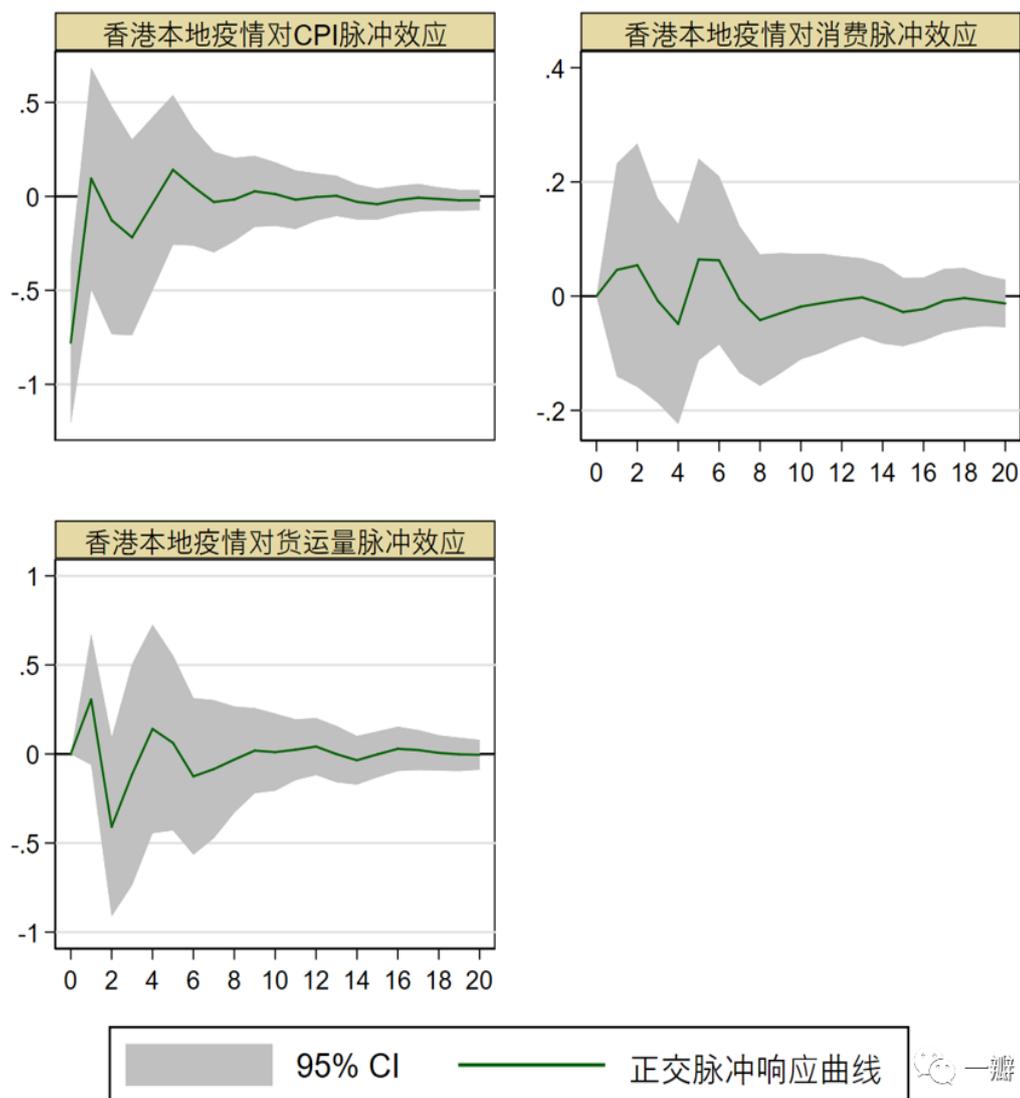


图 5 香港疫情的脉冲响应分析

资料来源：wind、东方证券财富研究中心

学术研究表明，新冠疫情对经济的影响与新增确诊病例数量相关性较低，与管控严格程度相关性更高。《自然》（Nature）的最新研究表明，相比防控的严格程度而言，**经济损失对封锁时间的长短更加敏感——更早、更严格和更短的封锁也是最经济的（DaboGuan et al., 2020）**。所以，早防控，走在曲线的前面是关键。但个体有效的方案不等于全局有效。就全国而言，假如同一时间有多个地区处于高强度管制状态，或者不同地区出现“棘轮式”的高强度管控，经济生产和生活活动都无法正常开展，高复杂性经济活动的供应链将遭受更严重的打击。据天风证券研究所的统计，截止到 4 月 12 日，全国共有 34 个市/区处于不同程度地管控当中（其中全面静止的 21 个，停课的为 30，停业的 29 个，交通管制的 23），**覆盖人口数 1.2 亿人（占比 9%），12.8 万亿的 GDP（占比 13%）**。香港中文大学经济系教授宋铮及其合作者估算，若北上广深“封城”1 个月，全国同期的实际收入将减少 12%。

中长期冲击：加速供应链重构和新技术的扩散

中长期而言，应将新冠疫情对产业发展趋势和供应链的冲击置于大国博弈、俄乌冲突、本土要素禀赋的变化和新一轮技术浪潮当中来理解。

2008年以来，全球贸易和供应链经历了四重冲击（图6）：第一，金融危机，2007-2009年全球金融危机叠加2010-2012年欧洲主权债务危机；第二，贸易冲突，2018-2020年特朗普政府在全球范围内发起“贸易战”，多边贸易秩序和中美关系面临挑战；第三，公共卫生危机，2020年新冠肺炎疫情仍在扩散；第四，地缘政治冲突，2022年俄乌冲突尚未停战，美欧对俄罗斯的制裁和俄罗斯的反制裁还在加码。四重冲击的力度整体呈上升态势。这将加速全球供应链向多极化和多元化方向重构。



图6 后危机时代全球价值链的四重冲击

数据来源：美联储纽约分行，东方证券财富研究中心

说明：数据截止到2022年2月，俄乌冲突的影响尚未体现在图中。

2008年之前，跨国公司的跨国指数已经触及天花板——就业人员数量或资产占比60-70%（联合国贸发会，《Investment Report 2020》）。金融危机抬升了全球风险溢价，跨境直接投资出现停滞，商品贸易规模占GDP比重开始下行，但下行速度比较平缓。2016年特朗普当选美国总统说明“逆全球化”在美国民间取得了共识，2018年之后的“贸易战”则是该共识在政策上的显性化。特朗普政府改变了整个全球化叙事。从价值链压力指数看，2020年新冠肺炎疫情对全球价值链的冲击超过了金融危机和“贸易战”，企业更充分地认识到价值链安全问题的紧迫性。疫情期间的微观调查数据显示，企业调整产业链（多元化、回岸）的意向显著增强。俄乌冲突对全球燃料（原油、天然气、煤炭）、金属（镍、铝、钨和铂）和农产品（大麦、小麦、玉米、葵花籽油等）价值链形成了直接冲击，金融制裁与反制裁的波及面更广，可能引发全球货币秩序的加速重构，影响也更为深远。

价值链的重组、多样化和区域化正在推动全球价值链重构。吸引在华制造业回流是美国拜登政府和特朗普政府的一个共识。2018 年至今，美国制造业就业人数呈稳步回升趋势，但更多是内生的。企业资本开支增速仍维持低位。虽然特朗普政府声称离岸（offshoring）生产时代已经结束，但制造业回流的证据还不充分（Robert E.Scott, 2020, EPI）。新冠肺炎疫情或成为重要催化剂。疫情期间，美国本土公司的销售、利润率增速以及股票表现都显著好于离岸外包企业。基于对罗素 3000 指数公司 Earnings calls 的统计，关键词“价值链重组”（reshuffling）出现的频率从疫情期爆发初期开始攀升，一直持续到 2021 年底。短期内，企业或可以通过提高库存/销售比来应对价值链的不确定性，但长期而言，如何增加供应链弹性或许是所有离岸企业都需要面对的问题。

自特朗普发起“贸易战”以来，供应链转移的担忧持续升级。新冠疫情期间，国内供应链的完整性优势得到了强化，主要原因是疫情防控得力。从各方面看，至今为止，无论是中国供应链外迁，还是美国制造业回流都还是边际上的。中国制造业总产值及占全球的份额仍在上行。比较显著的变化是美国从中国的进口份额逐步转向东南亚。以具有代表性的电子产业链为例，从 2018 到 2021 年，美国进口自中国的份额从 42%降到了 32%，约一半被越南替代。就苹果产业链来说，中国供应商占比也从 2019 年的 48%下降到了 2021 年 42%。

随着人口红利的消退，中低附加值产业链的外迁是必然趋势。这是国内产业链升级的另一面。由于我国经济仍处在从高速度向高质量发展的过渡阶段，而制造业全要素生产率（TFP）天然地高于农业和服务业，保持制造业在国民经济中的份额是实现创新驱动转型的重要支撑。改革开放以来，外商直接投资（FDI）使中国顺利嵌入全球价值链，这是中国制造崛起的一条捷径。下一阶段，中国制造业升级必须从创新的应用转向自主创新。与此同时，也不应忽视服务业比较优势的提升及其与制造业的战略互补性，这一点尤其在对外直接投资（ODI）中体现地更明显。

（内容来源：一瓣）

中小银行网贷业务模型风险管理探讨

刘晓曙 中国资产管理人论坛 理事

侯传璐 青岛银行 博士后研究员

2016 年以来，我国商业银行纷纷开展互联网贷款业务，至今已形成了一个超过万亿元规模的市场，且仍在快速发展。在网贷业务中，由于模型在客户准入、授信管理、贷后管理等贷款全流程中发挥着重要作用，因此，模型风险是不可忽视的风险。在网贷业务模式变化以及监管有明确要求的背景下，中小银行应尤为重视网贷业务模型风险，尽快形成独立自主的模型风险管理能力，为网贷业务的持续健康发展保驾护航。

一、中小银行加强网贷业务模型风险管理的现实逻辑

加强模型风险管理是中小银行面临业务模式变化的必然选择。

当前，网贷业务正由联合贷模式向助贷、自营模式方向发展，中小银行在业务中的角色由纯粹的资金提供方向着自担风险的经营实体转变。由于模型在网贷业务的客户准入、授信定价、预警催收等整个贷款流程中发挥着决定性的、不可替代的作用，因此，自担风险也就意味着中小银行必须具备独立自主的模型风险管理能力。反过来看，如果没有充分考虑模型缺陷或应用条件限制，且缺乏有效的应对措施，这种使用模型进行信贷资产决策的模式藏有巨大风险。尤其是部分中小银行网贷业务已经有相当规模，一旦发生模型风险事件，将产生大量预料不到的不良贷款。

加强网贷业务模型风险管理是守住合规底线的有效应对。

监管部门已注意到网贷模型风险，并已明确要求中小银行加强网贷模型风险管理。因此，从坚守合规底线的角度来看，中小银行也必须加强模型风险管理。例如，中国银保监会 2020 年 7 月发布的《商业银行互联网贷款管理暂行办法》，不仅用一章的内容专门阐述商业银行要加强风险数据和风险模型管理，而且明确要求向监管部门报送的年度评估报告中应包括“风险模型的监测和验证情况”，对包括中小银行在内的我国商业银行网贷业务风险模型管理能力提出了明确要求。

加强网贷业务模型风险管理能够为中小银行建立全行级模型风险管理体系打下基础。

近年来，在数字化转型大潮下，中小银行模型应用种类日趋多样，应用范围不断扩大。随着数字化转型程度的加深，业务线上化的趋势日渐明显，未来将有更多业务会使用模型进行决策。作为模型应用较多的创新性业务，网贷业务在模型建立、参数调整、管理逻辑等方面的探索可为今后中小银行其他业务模型风险管理，乃至建立全行级的模型风险管理体系积累宝贵经验。

二、中小银行网贷业务模型风险管理面临的问题

随着网贷业务模型应用的显著增加，网贷业务模型风险已经引起中小银行重视，但对于如何进行模型风险管理仍处在探索期。从现实发展情况来看，中小银行网贷业务模型风险管理面临以下问题。

模型自身存在缺陷，有效性问题引发模型风险。

一是模型设计不合理导致的有效性问题的。网贷业务模型设计需综合运用数学统计、政策法规、业务经验等知识，将这些知识通过选择算法、设定规则等方式应用在模型中。但是当前中小银行大多缺乏对不同模型的比对选择能力，对逻辑回归、神经网络等算法的理解、掌握程度尚浅，许多规则中阈值等关键参数设置合理性有待加强。

二是变量定义有误导导致的有效性问题的。建模实际上是建立变量与变量之间的逻辑关系，正确的变量定义是保证模型有效的基础。以评分卡模型为例，带有客户标签的风险表现变量是关键变量，这一关键变量的定义需要建模人员在熟悉业务的基础上，结合滚动率等具体业务指标进行综合分析，做出主观判断。然而，由于许多中小银行前期较少以自营模式开展业务，有效的风险表现数据积累有限，往往不能准确定义风险表现这一关键变量。

三是样本数据质量缺陷导致的有效性问题的。网贷业务模型的建立需要使用大量银行内外部数据，中小银行往往缺乏足够的整合、应用能力，在网贷业务中不仅存在着缺失数据、假数据、错误数据等情况，在数据清洗、特征衍生的过程中也可能会损伤数据，导致数据质量缺陷。这会使得输入数据无法真实代表总体的情况，模型不能抓住客群的主要风险特征，影响模型的准确程度。

模型应用不当，适用性问题引发模型风险。

一是模型与应用场景不匹配产生的适用性问题的。几乎每个模型都建立在一定的前提假设基础上，都有特定的使用条件，都有自身的优势和局限性。当不满足前提假设或不符合使用条件时，模型的局限性自然就会显露出来。许多中小银行会通过项目咨询、购买等方式获得已在其他金融机构或业务上证明过“成功”的模型，但是并不明确模型的前提假设和使用条件，在应用到自身网贷业务时可能导致模型与场景不匹配，产生风险。

二是冷启动方式产生的适用性问题的。在开发新产品时，如果缺乏某类客群或产品数据，或者历史数据治理不能满足模型开发需求，那么往往会采用冷启动的方式开展业务。即采用一个从其他类似项目上迁移来的基础模型，先上线以积累数据，根据积累到的数据对基础模型进行迭代优化，直至产生有效模型。基础模型在上线时并没有通过新产品相关数据的验证，在产生有效模型之前会存在适用性问题。

三是模型监测维护滞后产生的适用性问题的。从客群来看，网贷客户多是小微企业、个人企业主、个体工商户等长尾客户，还款能力容易受到宏观经济、行业、区域等因素的影响，风险特征变化速度较快。中小银行大多缺乏对模型的动态监测能力，往往不能对模型进行及时调整，原来有效的模型在快速变化的市场环境下将不再适用。

模型管理不足，机制不畅放大模型风险。

一是组织架构不完整，制衡机制尚未实现。在网贷业务模型生命周期中，模型开发、验证、监测是三个最为重要的环节，相互独立、互为制约的岗位设置是保证模型有效性的前提。部分中小银行已经设

立了网贷业务模型评审委员会等组织，但是普遍缺乏系统化的模型风险管理知识以及应用判断经验，缺乏进行网贷业务模型验证、监测的专职岗位，模型的开发、验证、监测往往都由开发部门承担。这种设置在组织架构上未实现验证、监测对开发的相对独立性，不利于对模型准确性和稳定性等性质进行判断，模型开发中的错误不易被检查、监测到。

二是流程管理不规范，权责边界有待明确。规范的流程、明确的权责边界能够保证模型风险管理政策落实到位，是对岗位的制度性保护。当前多数中小银行网贷业务模型管理尚处在起步阶段，对网贷业务模型管理标准化、规范化、体系化的重要性认识不到位。在开发、验证、部署、监测、退出等环节中，缺乏规范化操作流程、具体量化指标和汇报模板，不仅对模型问题发生环节追踪溯源造成了一定困难，而且从业人员难以得到尽职免责的保护。同时，模型开发团队、系统维护团队、模型应用政策设计团队、数据质量管控团队等对模型有影响的各团队之间，权责边界未得到制度上的固定，在网贷业务模型产生问题时，往往不能及时找到相应负责方进行处理，模型无法迅速调整以适应业务风险的快速变化。

三、加强中小银行网贷业务模型风险管理的建议

融合内外部力量，促进模型有效性。

针对模型设计不合理问题，中小银行应设置模型构建、验证、审计技术标准，通过定期内部模型评审等方式对模型算法、策略设计进行穿透式审查和验证，评估合理、合规性，尽可能规避漏洞和错误。针对变量定义有误问题，在加强从业人员培训以提升业务能力的同时，需要进行相关数据积累。中小银行可在综合考虑长期目标一致、技术适用、成本可控等因素的基础上，选择合适的外部联合运营方，通过将整套网贷系统进行本地化部署，展开联合建模和共同监测，掌握网贷业务变量定义方法、模型迭代逻辑，形成客户数据积累，尤其是有效的风险表现数据积累。针对样本数据质量缺陷问题，中小银行可进行网贷业务专项数据治理，在推动内部数据标准化程度的同时，增强外部数据引入能力，在合法合规的前提下选择可信外部数据资源，明确外部合作方数据 API 接口规范，快速沉淀数据并准确、及时地将外部数据与行内数据进行整合。

加强模型应用评估，提高模型适用性。

针对模型与场景不匹配带来的适应性问题，中小银行应从市场环境、客户、产品等多个维度深入了解场景，明确模型前提假设和使用条件，建立模型选择标准，评估模型与具体业务场景的匹配程度。针对冷启动方式带来的适应性问题，中小银行应结合风险偏好，明确新产品开发预期损失限额，建立试错红线。在此基础上，确立基础模型选择标准，选择已有风险表现的相似客群数据对基础模型进行验证和评估，评估通过的模型方可投入使用。对于不能使用相似客群数据评估的模型，可采用空跑的方式，即在新产品决策过程中同时采用两个模型，一个强规则组成的专家经验模型和一个基础模型。在上线后，专家经验模型进行实际决策，基础模型只做出判断但是不起实际决策作用。通过这种空跑的方式逐步积累该产品客群数据，实现基础模型的不断优化迭代。针对模型维护滞后带来的适应性问题，中小银行应持续关注、评估模型运行状态，确立模型维护和定期监测机制，设计模型监测评估关键指标，建立模型操作指引，设置明确可执行的模型处理方案以及模型失效预案，及时迭代或淘汰表现下降的模型。

完善组织架构和政策制定，加强体制机制保障。

针对组织架构不完整、制衡机制未实现的问题，中小银行可借鉴美国银行业“模型开发部门及使用部门—模型管理部门—内部审计部门”三道防线的设计，以第二道防线即模型管理部门的验证独立性为抓手实现制衡。事实上，第二道防线是模型风险管理三道防线体系中的核心，肩负着制定模型风险管理政策方针、建立模型清单、衔接模型风险管理第一道防线和第三道防线、进行模型验证和模型监测等职能。如果缺乏建立独立模型风险管理部的条件，中小银行根据三个原则选择模型审批委员会成员以实现制衡：与模型开发部门无利益相关关系，具备相关专业知识和技能，在行内有足够的权威和地位。但无论采用哪种方式，都需要设置模型验证专职岗位，保证其有合理的报告路线和报告权限，能将发现的问题直接向高管层报告。针对流程管理不规范问题，中小银行应建立网贷业务模型清单，根据监管要求严格程度、算法复杂程度、对决策的影响程度等因素对模型进行分级分类，采取差异化的管理措施。建立规范化、标准化模型文档制度，对模型全生命周期中模型用途、验证结论、主要风险点等重要信息进行详细记录，以方便使用者、管理者和监管部门调用。针对权责边界有待明确的问题，中小银行应将网贷业务模型风险管理纳入全面风险管理体系，建立治理框架，明确董事会、高管层、相关部门在网贷业务模型风险管理过程中的责任，形成网贷业务模型风险责任传导机制。

(内容来源：当代金融家)

“宽信用式”降息

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

今天 LPR 报价中，1 年期 LPR 报 3.70%，上次为 3.70%，5 年期以上品种报 4.45%，上次为 4.60%。

对于本次 LPR 利率下调，我们尝试回答以下几个问题：

和此前几次 LPR 降息相比，本次降息有何不同？为什么在 MLF 利率没有下调的时候，5 年期 LPR 利率能够主动下调 15 个 BP？为什么是在这个时间点降息？以及本次 LPR 利率下调能够发挥多大的作用？先来回答第一个问题。

回顾此前几次 LPR 的非对称式下降，一般都是 1 年期 LPR 降幅大于 5 年期 LPR，两者降幅往往是 2:1 的关系，比如上一轮 LPR 降息就是 1 年期下调 10 个 BP，5 年期仅下调 5 个 BP。但是这次 LPR 降息节奏则完全不一样。在 1 年期 LPR 利率没有下调的时候，5 年期 LPR 一次性下调 15 个 BP，无论是降息方式还是降息幅度都与此前几轮大不相同。

在此前 MLF 利率没有下调的时候，5 年期 LPR 利率下调的空间来自于哪里呢？

我们认为虽然本月 MLF 利率没有下调，但是受益于此前的非对称式降息、降准以及央行加强存款利率监管等，商业银行负债端成本特别是中长期负债成本有所下滑，加上央行的引导，商业银行有下调 LPR 利率的空间。

第一，此前的非对称式降息为 5 年期 LPR 利率大幅下调提供了较大的空间。

从数据上看在经过此前几轮非对称式下调之后，1 年期 LPR 利率与 5 年期 LPR 利率的差距明显拉大，中长期信贷成本偏高。在 2019 年 10 月的时候，5 年期 LPR 利率为 4.85%，1 年期的为 4.2%，两者之间的差距仅有 0.65%。但是在经历过多次降息之后，1 年期 LPR 仅有 3.7%，而 5 年期 LPR 利率却依旧位于 4.6% 的高位（截至本轮降息前），两者之间的差距达到了 0.9%。这意味着在过去几年间实体融资成本的回落主要来自于短期信贷成本的回落，中长期信贷成本回落幅度较小。而且这在一定程度上也会使得实体部门在贷款时会有贷款短期化的倾向。

当然，过去一直以来的非对称式降息也给了现在下调 5 年期 LPR 利率很大的空间。在本次 LPR 利率下调后，5 年期和 1 年期 LPR 利率的差距压缩到了 75BP。

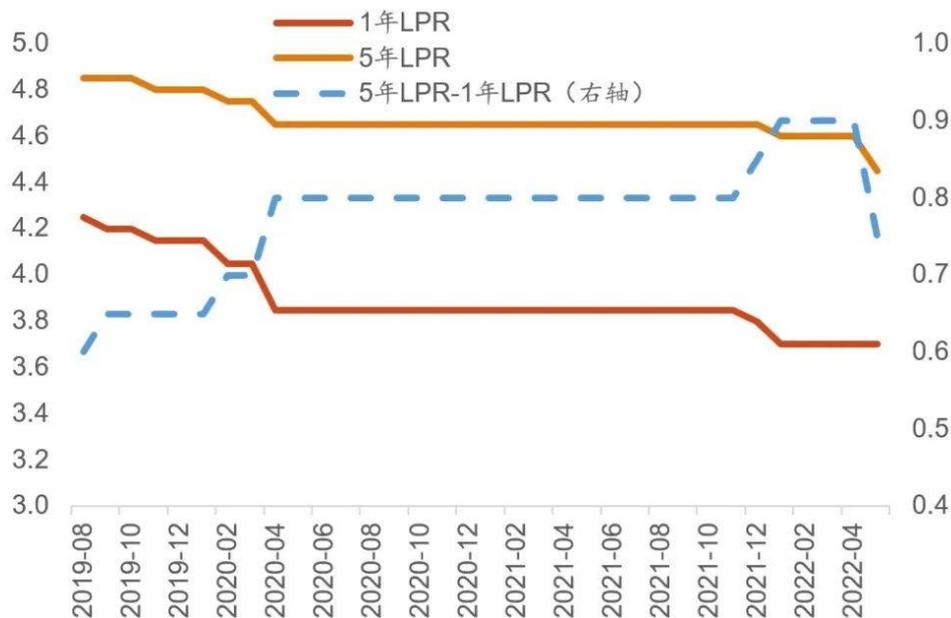


图 1 贷款市场报价利率（LPR）（%）

资料来源：wind，红塔证券

第二，受益于此前存款利率制度改革等，银行负债端成本特别是中长期负债端成本明显下滑，这也助于银行主动下调 5 年期 LPR 利率。

一季度货币政策执行报告明确指出目前我国已经形成了“市场利率+央行引导—LPR 利率—贷款利率”的传导机制。在这样的框架下，要想引导 LPR 利率下调，除了央行率先下调 MLF 利率之外，央行还可以通过降低商业银行负债端成本、释放政策信号等方式来引导商业银行下调 LPR 报价。目前，这两个条件都已经具备了。一方面，存款利率市场化调整机制的建立推动着商业银行存款负债成本特别是中长期负债端成本的下滑。此前央行也指出 2022 年 3 月新发生定期存款加权平均利率为 2.37%，比 2021 年 5 月下降 0.12 个百分点。其中，长期定期存款利率降幅更大，2 年、3 年和 5 年期定期存款利率较 2021 年 5 月分别下降 0.18 个、0.43 个和 0.45 个百分点。另一方面，此前央行也在多个场合公开表态要降低实体经济融资成本。比如在 4 月份金融数据发布时，央行明确表示要充分发挥贷款市场报价利率改革效能，发挥存款利率市场化调整机制作用，推动降低银行负债成本，进而带动降低企业融资成本。

上面我们解释了为什么在 MLF 利率没有下调的时候，5 年期 LPR 利率能够大幅下调。**接下来我们来回答第三个问题：为什么是在这个时间点降息？降息的背后又体现了什么政策含义？**

简单来说，这种非对称式降息背后的核心驱动因素是政策开始大力支持“宽信用”，并且着眼于解决目前信贷结构差，中长期信贷迟迟没有修复的问题。

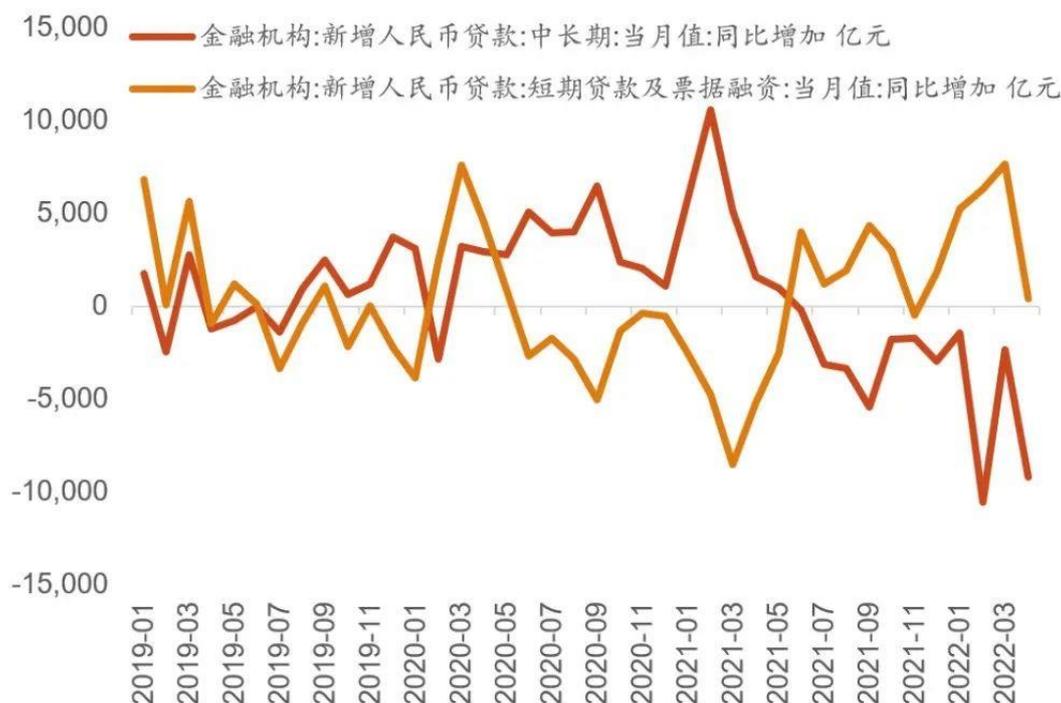


图 2 新增人民币贷款同比规模变动情况

资料来源: wind, 红塔证券

去年末以来, 央行一直在通过公开市场操作等方式将流动性维持在一个较充裕的水平。这一点在疫情之后表现得更为明显, 比如我们能够看到自 2022 年 4 月以来, DR007 利率一直低于 OMO 利率, DR007 过去 20 天的加权平均利率仅有 1.61%, 过去 60 天的加权平均利率也仅有 1.85%。市场利率持续位于政策利率之下意味着目前银行间市场流动性整体是比较充裕的。

在“宽货币”已经先行的情况下, 今年以来货币政策的核心整体都是偏向“宽信用”的。

为了推动“宽信用”行情的到来, 央行通过保持流动性合理充裕、鼓励银行发行永续债等方式补充资本金、推动企业融资成本下行等方式来缓解银行面临的流动性、资本和利率三大约束。

回顾今年 1 季度的信贷情况, 我们也能看到在政策的引导下, “宽信用”的行情一度有所起色。比如, 社融同比增速在 3 月份已经回升到了 10.5%, 一季度人民币贷款增加 8.34 万亿元, 同比多增 6636 亿元等等。在信贷总量缓慢修复的时候, 信贷的结构性问题一般也能够逐步得到解决。但是当时才略有起色的“宽信用”行情很快就被 3 月末爆发的疫情给打断了。

从经济数据上可以看到, 本轮疫情对经济造成的冲击仅次于 2020 年第一轮疫情。在疫情冲击下, 4 月需求、投资、生产、出口等经济指标均出现了明显的下滑, 经济全面承压。比如我们能够看到 4 月社会消费品零售总额、工业增加值等指标同比均进入了负增长区间。

在经济承压的时候, 实体融资需求也大幅走弱。4 月金融数据呈现总量差、结构差的格局, 此前略有好转的“宽信用”行情被打断。比如我们能够看到 4 月份人民币贷款增加 6454 亿元, 同比少增 8231 亿元, 其中居民部门信贷再度出现了负增长 (减少 2170 亿元), 票据融资成为企业信贷的主要支撑项等等。

在这样的情况下，今年经济实现政策目标的压力加大。考虑到 4 月经济指标大幅下滑，5 月高频数据也显示各经济分项依旧有待进一步修复，预计二季度 GDP 同比增速可能会偏低。假设二季度 GDP 同比增速为 4%，那么要想实现 5%-5.5%左右的增速，三、四季度 GDP 累计同比增速要达到 5.6%-6.5%。假设二季度 GDP 同比增速为 3%，那么要想实现 5%-5.5%左右的增速，三、四季度 GDP 累计同比增速要达到 6%-7%。假设二季度 GDP 同比增速为 2%，那么要想实现 5%-5.5%左右的增速，三、四季度 GDP 累计同比增速要达到 6.5%-7.4%。这也就意味着要想实现既定的政策目标，推动“宽信用”行情，**财政政策和货币政策需要进一步发力。**

好消息是到了 5 月中下旬，国内疫情整体已经得到了有效控制，上海等地已经开始有序推进复工复产。相应的，政策加大发力，切实降低企业融资成本、推动企业融资需求回升也就成为了理所应当的事情了。

此前 MLF 利率没有下调可能是央行考虑到在海外输入性通胀压力延续的时候，国内通胀压力需要关注，以及在海外主要发达经济体货币政策调整的时候，要兼顾内外平衡等等。而相比于 MLF 利率，5 年期 LPR 利率的调整对于稳增长的重要性无疑更大，而且利率下调受到的掣肘也会比较少。

另外，自去年末以来，在政策的发力下，信贷总量虽然逐步有所好转，但是信贷结构差，中长期贷款不足的问题迟迟没有得到改善。在这时候大幅下调 5 年期 LPR 利率无疑有利于进一步降低企业中长期**融资成本，推动实体融资需求回升，并进一步推动信贷结构改善。**正如此前央行副行长刘国强的表述，金融机构发放企业流动性资金贷款等利率定价一般参考 1 年期 LPR，就是投放短期贷款一般参考 1 年期 LPR；发放中长期贷款，比如制造业中长期贷款、固定资产投资贷款和个人住房贷款等，这些利率定价期限比较长，参考的是 5 年期 LPR。

回顾今年国内经济增长的主要支柱，内需特别是投资会成为今年经济的主要拉动力之一。

在面临 2020 年第一轮疫情冲击的时候，政策一度也希望通过发力基建（当时专项债规模明显提高等）等方式来托底经济，但是当时因为海外主要经济体实行财政货币化以及疫情在全球蔓延使得海外生产受阻等，国内出口开始强势复苏，2020 年 11 月出口同比增速一度达到了 20.5%，成为当时国内经济修复的主要支撑项，相应的基建发力的诉求也随之回落。

但是今年中国面临的局面就有所不同了。核心是出口对中国经济的支撑力度整体是在下滑的。此前支撑中国出口高增的主要因素在今年均有所走弱。一来海外主要经济体因为高通胀等，此前宽松的财政货币政策已经开始加速退出，美联储等纷纷开始加息，且短期不会停止；二来东南亚等国家的生产持续修复，开始与中国争夺市场份额。在这样的情况下，出口对经济的支撑力度预计是弱于 2020 年的。

在出口拉动作用逐渐减弱的时候，今年国内经济修复的支撑更多的会来自于**投资和消费。**这时候，通过降低 5 年期 LPR 利率降低实体的中长期融资成本，推动实体中长期融资需求回升，对于经济增长无疑至关重要。

一来 5 年期 LPR 利率的下调有利于推动企业中长期融资需求的回升。受益于政策的帮扶等，今年以来制造业投资对经济形成了明显的支撑，1-4 月制造业投资增长 12.2%，在各项经济指标中，表现亮眼。

因此，今年要想稳增长，保住制造业投资无疑至关重要。在此次 5 年期 LPR 利率下调之后，企业部门的中长期贷款成本无疑会有所下滑。这在一定程度上也有利于制造业企业中长期融资需求的回升。当然这对基建投资等也会形成利好。

二来 5 年期 LPR 利率的下滑有利于降低居民房贷成本，刺激居民购房需求的回升。今年以来受房价上涨预期的扭转、对期房交付的不信任、疫情冲击下居民收入端成本不确定性上升等因素的影响，居民购房意愿不足。可以看到，1-4 月商品房销售面积同比下降 20.9%，商品房销售额同比下降 29.5%。

从高频数据上看，受疫情等因素的影响，5 月房地产销售市场依旧偏弱。截至 5 月 19 日，5 月 30 大中城市商品房日均成交面积为 26.1 万平方米，4 月为 27.5 万平方米，去年同期为 57.5 万平方米。在房地产销售市场尚未回暖的时候，房地产投资也依旧偏弱。

为了助力房地产销售市场回暖，越来越多的城市纷纷推出房地产刺激政策，政策涵盖了公积金额度提升、首套房认定标准放松、财政补贴等诸多方式。此次 LPR 利率下滑无疑能够进一步降低居民的购房成本，助力房地产销售市场回暖。

此前，央行表示“首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率减 20 个基点”，考虑到这次 5 年期 LPR 再度下调 15BP，后续居民首套房利率的下限已经能够下探到 4.25%。预计后续各地方的房贷利率也会及时跟进下调。**除了有利于降低居民购房成本之外，LPR 利率的下滑也能够缓解居民背负的房贷压力，促进居民消费的回升。**在经过此前的改革之后，不少居民的房贷利率是与 LPR 利率挂钩的，LPR 利率的下调，能够降低居民每月的还款成本，相应的对于居民消费的提振也有一定的促进作用。

往后来看我们还能够期待哪些政策会出台呢？

货币政策方面，除了降低实体融资成本之外，我们后续可以关注央行是否会进一步完善或推出新的货币政策结构性工具，以此来加大对重点领域和薄弱环节的支持力度。4 月以来央行已经推出了 4400 亿元的各项再贷款工具，比如科技创新再贷款 2000 亿，公路物流运输及仓储再贷款 1000 亿等等。相比于其他货币政策工具，采取“先贷后借”直达机制，定向支持某一领域的再贷款工具无疑能够更好地助力“宽信用”行情的出现，同时也能够避免出现“大水漫灌”的情况，做到精准调控。我们后续可以期待央行是否会推出新的再贷款工具，或者扩大现有再贷款工具的额度等等。另外，针对再贷款工具在实施过程中可能存在的“信息不对称”问题（相比于公开市场操作等，再贷款的透明度会低一些），我们也可以关注后续央行是否会对此进行完善。

财政政策方面，目前经济面临的一个问题就是融资需求不足。在货币政策已经发力的情况下，后续财政政策也需要进一步发力，从而来提振实体的融资需求，配合货币政策一起推动“宽信用”行情的到来。后续我们可以关注的一点是**财政是否会通过发行特别国债或者其他方式来拓宽财源。**

在疫情冲击下，今年财政面临着难以实现“财政收支平衡”的压力。比如我们可以看到 1-4 月全国一般公共预算收入扣除留抵退税因素后增长 5%，按自然口径计算下降 4.8%，一季度为 8.6%。受房地产市场依旧疲软的影响，政府土地出让收入表现依旧不佳，1-4 月累计，全国政府性基金预算收入，比上

年同期下降 27.6%。其中，国有土地使用权出让收入比上年同期下降 29.8%。同时，在疫情冲击下，财政保民生的支出是比较刚性的。比如上周末政府部门也表示目前全国财政民生支出占一般公共预算的比重超过 72%。另外，考虑到后续核酸检测常态化等，未来政府的财政支出压力并不小。

总的来说，2022 年财政政策发力托底经济至关重要。但是在房地产下行影响地方土地出让收入、疫情防控以及政策稳增长需求增加带来财政支出规模增加等使得政府特别是地方政府面临较大的财政平衡压力。后续需要新的增量工具出台来缓解政府特别是地方政府面临的收支平衡压力。

(内容来源：奇霖宏观)

独立不惧，把握结构性机会

董忠云

中国资产管理人论坛 理事 中航证券 首席经济学家

随着疫情扰动退出、稳增长政策逐渐见效，A股市场将逐渐进入震荡上行周期。本周美联储虽上调加息幅度但符合市场预期。美国加息之后，不确定性下降。短期A股市场将重新回到原来的趋势上，国内基本面恢复是否符合预期将是决定A股韧性的关键。近期经济数据显示国内市场流动性较为宽松，但基本面依然算不上强劲。经济恢复的压力仍然较大，复苏力度仍有待后续数据的检验。因此，短期内，资金仍将布局于增长确定性较强的行业，如新老基建及消费领域。中期，外需的疲软或影响部分A股的长期盈利。为避免我国经济受海外需求回落影响，后续仍需更多政策来刺激国内信贷需求。在此情景下，投资者需把握市场的结构性行情，更多布局于内需消费类以及中期预期持续向好、可以获得稳定收益的板块及行业。

一、数据显示国内经济开始回升

截至6月16日，国家统计局已公布了5月经济数据，根据5月最新数据，我们构建的中航中国经济周期指标和GDP累计同比同步显示中国经济在5月出现拐点，开始正式由衰退步入复苏的周期。

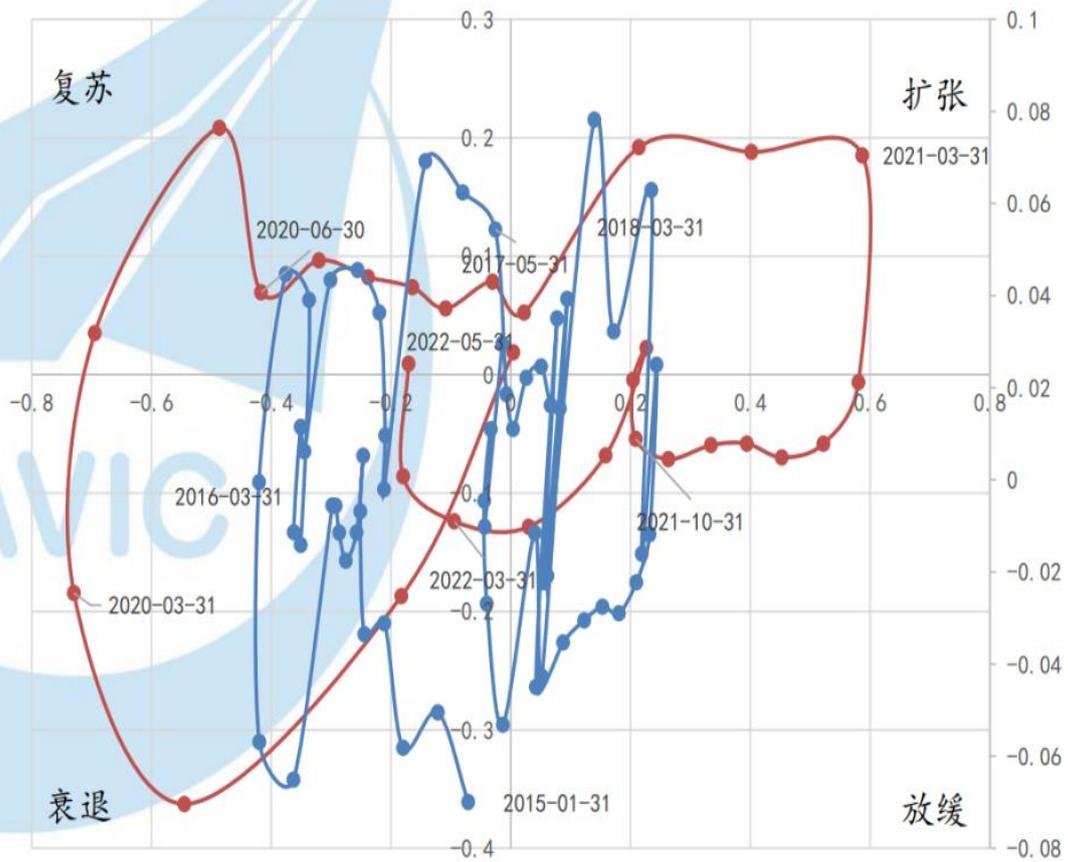
我们在2021年6月24日发布报告《模型验证：中国经济拐点初现》对中国经济趋势性放缓作出了判断，成为当时市场上最先提出中国经济见顶的机构之一。去年年中以来，中国经济稳增长压力不断加大，叠加今年上半年疫情扰动，中国经济不断探底。近期，随着疫情扰动的不断减弱、复工复产的逐步推进以及稳增长政策的不断加码，经济基本面开始出现了积的信号，5月大部分经济数据都较4月有所改善。根据我们最新的中航中国经济周期指标，5月中国经济出现拐点，但当前反弹幅度仍较低。这一结论在近期的经济数据中也有所验证。

图表1: 中航中国经济周期指标



资料来源: Wind, 中航证券研究所整理

图表2: 指标显示5月份中国经济开始步入复苏区间



资料来源: Wind, 中航证券研究所整理

本周统计局公布的 5 月的经济数据显示 5 月经济整体呈现弱复苏态势。具体来看，**工业方面**，疫情缓解之下制造业增加值的强势恢复带动了 5 月工业增加值同比实现转负为正。全国规模以上工业增加值同比增长 0.7%，高于市场预期的-0.1%，4 月份为下降 2.9%。但从生产和需求来看，累计产销率仍处于近几年的低位，体现当前需求仍有不足。叠加 5 月疫情仍对工业仍有部分扰动，工业的复苏还不够充分。从结构来看，工业中占比较高且受疫情影响较大的制造业受益于复工复产以及供应链修复同比增长 0.1%，较前值大幅增加了 4.7%。受疫情影响较小的采矿业和电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增速均较 4 月有所下降。往后看，各地常态化的核算渐次有助于控制疫情再次大规模爆发，疫情对政策传导的制约将逐渐减小。但考虑到 6 月北京疫情仍有一定影响，且需求端的修复需要一定时间，预计工业增加值同比会缓慢上行。投资方面，**基建及制造业投资加速推进，但房地产复苏依然较慢**。5 月固定资产投资同比增速为 4.5%，较 4 月的 1.8%有明显回升。其中，基建投资在疫情影响持续减弱、开工受限情况继续缓解以及前期项目加速推进的影响下回升幅度较大，带动固投上行 2.7 个百分点。制造业投资同比较上月有小幅改善，主要因为疫情冲击减弱之下，制造业景气度回升，预期改善，加大了投资力度。而地产投资的修复情况依然较慢，虽然下滑幅度较上月降低，但仍在筑底，是固投总体的拖累项。往后看，在财政和基建靠前发力的政策指导下，今年前 5 个月新增专项债发行进度明显快于去年。按 6 月底前发行完成度在 90%-95%计算，6 月仍将新发行专项债 1.08 万亿元到 1.25 亿元之间。充足的资金和强烈的稳增长诉求下，预计后续基建投资仍将维持高位。但考虑到出口仍然承压且内需不足难以在短期内改善，预计制造业修复的节奏仍将较慢。另外，后续房地产政策实施的效果能否兑现，仍然存在较大不确定性。因此短期内基建投资在稳增长的大背景下预计仍将是固投的重要支撑项。消费方面，5 月消费较 4 月有所好转，但仍然受到疫情拖累。5 月社会消费品零售总额同比下降 6.7%，高于预期的-7.6%，较 4 月的-11.1%有所改善。但受北京、上海等部分城市疫情防控影响，线下消费场景仍受限制。往后看，随着疫情影响的进一步消退、刺激消费政策的发力以及 6 月线上购物的火热进行，预计 6 月社零有望继续改善。但基于疫情影响仍未完全消退，且抑制居民消费的居民资产负债表受损和预期转弱的因素在 6 月仍将存在，因此 6 月消费大概率较难恢复到年初时的同比增速。6 月社零同比能否转正，仍存在较大不确定性。

图表 3: 5 月经济数据数据概览

指标	变动值 (5月相对4月)
城镇调查失业率	-0.20%
31 个大城市城镇调查失业率	0.20%
制造业 PMI	2.2
生产	5.3
新订单	5.6
新出口订单	4.6
产成品库存	-1
供货商配送时间	6.9
服务业 PMI	7.1
工业增加值 当月同比	3.60%
采矿业	-2.50%
制造业	4.70%
高技术产业	0.30%
电力、燃气及水的生产和供应业	-1.30%
服务业生产指数 当月同比	1.00%
固定资产投资 当月同比	2.70%
制造业	0.70%
房地产	2.40%
基建	3.60%
社会零售品销售总额 当月同比	4.40%
餐饮收入	1.60%
商品零售	4.70%
限额以上零售 当月同比	7.50%
商品房销售面积 当月同比	7.20%
商品房销售额 当月同比	8.90%
房地产新开工面积 当月同比	2.30%
土地购置面积 当月同比	14.20%
注: 其中制造业 PMI、工业增加值同比、固定资产投资同比以及社会零售品销售总额同比超预期	

资料来源: Wind, 中航证券研究所整理

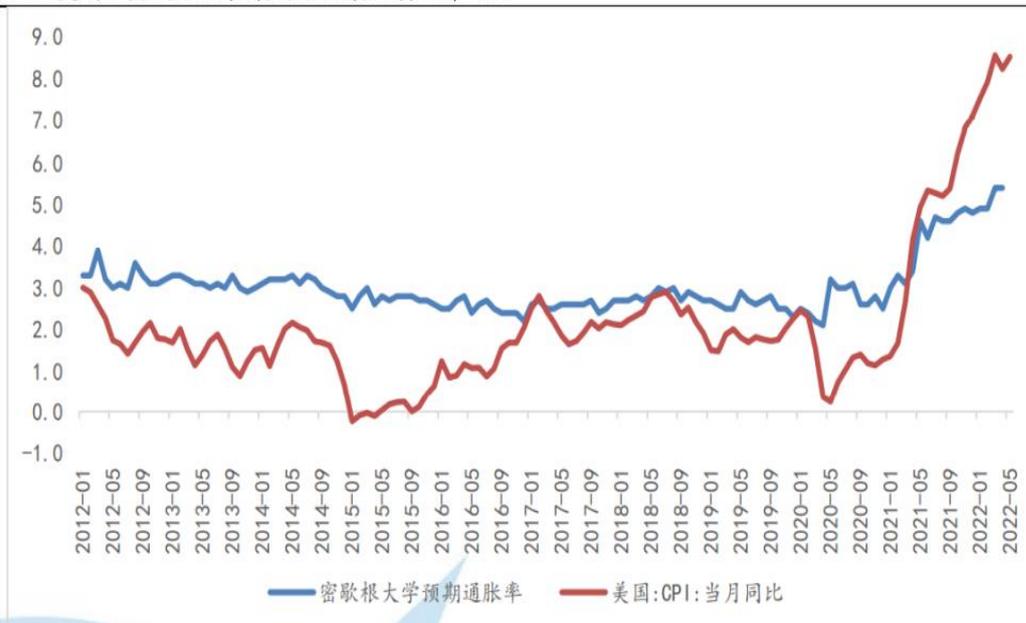
总体上看，5 月经济整体呈现弱复苏态势，其中，进出口、基建投资、制造业投资是重要支撑项，房地产投资和消费表现仍然较弱。目前经济动能正在自 4 月低点恢复，但仍然存在着居民和企业预期较弱、出口高增速持续性存疑、房地产行业持续低迷、制造业企业成本高企等隐忧。在这种情况下，目前国内货币和财政政策的核心诉求仍然是稳增长。后续，在疫情不再反复的假设下，各地复工复产将有序推进。伴随着政策的进一步发力，经济将进一步企稳回升。我们预计 6 月将是政策效果和经济复苏动能的重要检验阶段。短期内 A 股的上行仍会较为曲折，市场整体将以结构性机会为主。中长期，在经济复苏的大背景下，A 股的持续上行较为确定。

二、美联储上调加息幅度但符合市场预期

美国时间 6 月 15 日周三，美联储宣布，将政策利率联邦基金利率的目标区间从 0.75%至 1.00% 升至 1.50%至 1.75%。这是沃尔克执掌美联储时 1994 年 11 月以来联储最大的单次加息幅度，也是逾二十七年来联储首度一次加息 75 个基点。

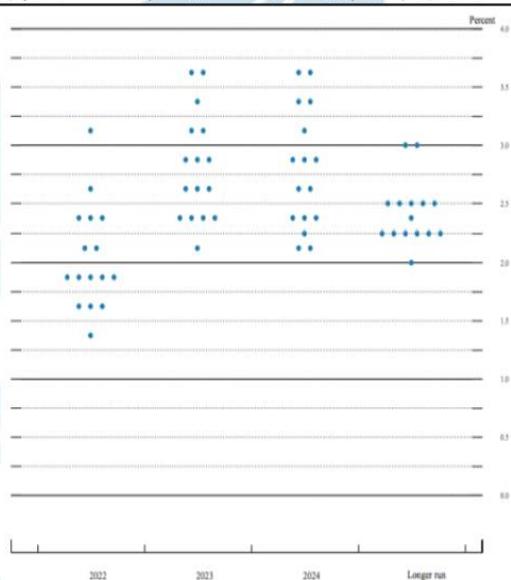
显然，上周公布的高于预期的通胀数据，加上密歇根大学(University of Michigan)消费者信心调查报告中较长时期的消费者通胀预期上升改变了美联储的论调。美联储需要进一步收紧货币政策，且收紧速度要快于此前的预期。此次美联储加息 75 个基点表明它将采取一切措施应对通胀。这正是官员们通过“点阵图”传达的信息。根据点状图预测，到年底，政策利率将升至 3.4%，到 2023 年将升至 3.8%，远高于 3 月份预测的 1.9%和 2.8%。会后美联储主席鲍威尔表示，上周的消费者价格指数超预期是本次加息 75 基点的一个重要驱动因素 - 促使委员会判断目前需要在加息方面“做更多的前期准备”。鲍威尔还表示，在即将召开的会议上，进一步加息 50-75 个基点是“最有可能的”，但他重申，这一决定将取决于未来经济数据。

图表 4: 美国 5 月通胀及长期通胀预期继续上升 (%)

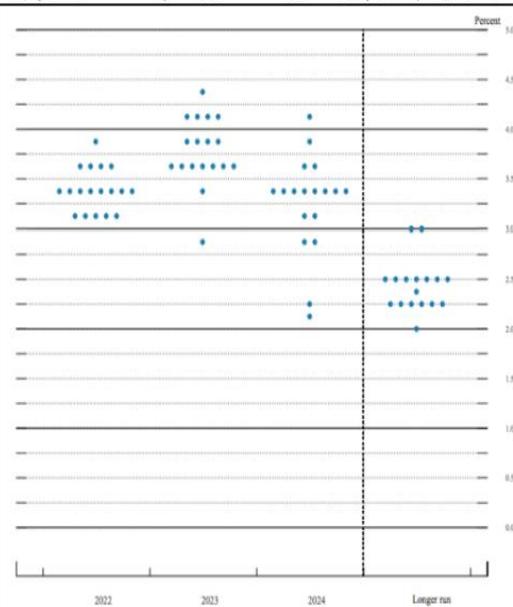


资料来源: Wind, 中航证券研究所整理

图表 5: 2022 年 3 月 FOMC 会议利率点阵图 (%)



图表 6: 2022 年 6 月 FOMC 会议利率点阵图 (%)



数据来源: 美联储数据库, 中航证券研究所整理

市场层面, 虽然此次加息 75 个基点并未与市场进行事前沟通, 但美联储加息 0.75% 符合市场预期。上周, 高于预期的通胀数据已导致市场预期发生转变, 包括高盛(Goldman Sachs)、巴克莱(Barclays)和杰富瑞(Jefferies)在内的几家大公司都将加息 50 个基点的预期上调至 75 个基点。市场认为短期内快速的加息可能为未来政策提供更多的灵活性。随着美联储加息落地, 预期内的利空兑现。美股 6 月 15 日

短暂反弹，扭转了过去几天的部分跌势。美股的表现进一步凸显了市场对美联储这次的加息已有足够的预期。

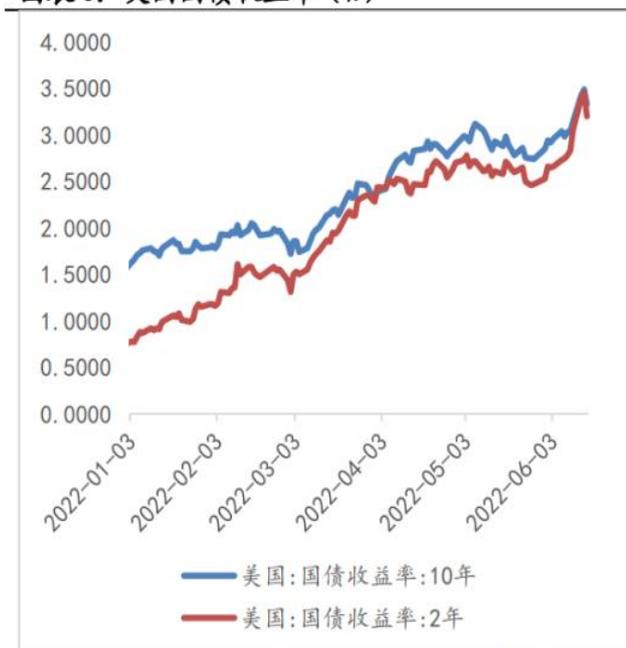
图表 7: A 股摆脱美股震荡走出独立行情



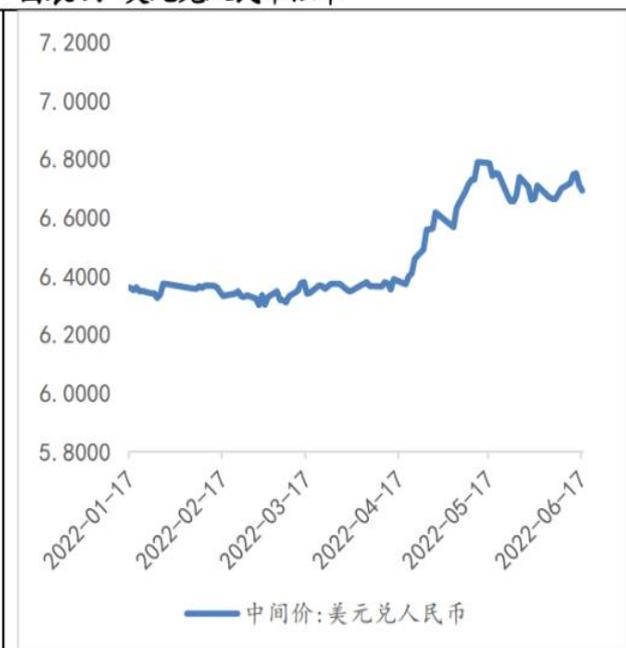
资料来源: Wind, 中航证券研究所整理

而对于 A 股而言，美国加息之后，不确定性下降。短期来自于情绪方面的扰动结束后，市场已重新回到原来的趋势上。国内基本面恢复是否符合预期是决定 A 股韧性的关键。不同于美国的收紧，我国自今年以来采取的一系列宽松货币及财政政策，包括降准、专项债增发以及各行业的稳增长措施都是助力 A 股摆脱美国震荡影响，走出独立行情的重要因素。从市场表现来看，虽然 10 年期美国国债收益率在 6 月 14 日曾一度暴涨至 3.49%，但是人民币汇率依旧保持稳定，外资持续流入中国市场。近期，赚钱效应浮现吸引资金加速入场，A 股的成交量已显著回升。经济数据支撑下，我们对后市保持乐观态度。然而值得警惕的是，目前全球与通胀作斗争的并非只有美联储，全球各央行都在收紧货币政策以对抗高企的通胀。6 月 16 日，瑞士央行出人意料地将利率上调 0.50%，这是其 15 年来首次加息。英国央行也与同日将利率上调 0.25%，这是该行自去年 12 月以来的第五次加息。欧洲央行 (ECB) 表示，由于欧元区的通货膨胀率攀升至 8.0% 以上，它计划在 7 月份进行 11 年来的首次加息。显然，通胀已经成为美联储、欧洲央行和其他主要央行都在应对的一场全球大战。随着全球流动性拐点的出现，利率整体进入回升期。这将导致全球风险资产的定价逻辑发生重大转折 - 高估值风险资产可能被持续抛售，新兴市场股债及外汇市场可能同时承压。因此，中期仍需警惕全球收益率上行、市场风险偏好下降可能对 A 股产生的传染效应。

图表 8: 美国国债收益率 (%)



图表 9: 美元兑人民币汇率



数据来源: Wind, 中航证券研究所整理

警惕全球需求回落这一灰犀牛本次议息会议除了公布政策利率调整决定外，还发布了最新的经济预测。最新的经济预测大幅下调了今年的经济增长（从3月份的2.8%大幅下调至1.7%）。通货膨胀方面，美联储将今年的通货膨胀预期从之前预测的4.3%上调至5.2%。失业率从3月份预测的3.5%上升至3.7%。由于价格压力持续存在，消费者信心低迷，5月份美国零售额下降0.3%，低于0.1%的普遍预期。消费者信心和消费之间的历史关系表明，支出将进一步放缓。**未来几个月美国可能会进入一段增长疲弱、经济活动低迷的时期。**与此同时，近期10年期和2年期公债收益率差开始再度短暂逆转表明市场对衰退的担忧有所上升。**随着美国经济进入下行通道，未来需求持续回落将是大概率事件。**各国通过收紧货币政策来抑制通胀的努力意味着全球范围内超宽松货币环境助推经济增长的时代正走向尾声。今年，世界银行及IMF对大多数主要国家2022年GDP的预测都大幅下降。受俄乌战争、新冠疫情等影响，全球经济可能进入一个长期增长疲弱的时期。中期，**全球经济增长放缓所导致的外需疲软或影响部分A股的长期盈利。**在此情景下，投资者需把握市场的结构性行情，更多布局于内需消费类以及中期预期持续向好、可以获得稳定收益的板块及行业。

图表 10: 美联储下调经济预期 (%)

Variable	Median ¹				Central Tendency ²			
	2022	2023	2024	Longer run	2022	2023	2024	Longer run
Change in real GDP	1.7	1.7	1.9	1.8	1.5-1.9	1.3-2.0	1.5-2.0	1.8-2.0
March projection	2.8	2.2	2.0	1.8	2.5-3.0	2.1-2.5	1.8-2.0	1.8-2.0
Unemployment rate	3.7	3.9	4.1	4.0	3.6-3.8	3.8-4.1	3.9-4.1	3.5-4.2
March projection	3.5	3.5	3.6	4.0	3.4-3.6	3.3-3.6	3.2-3.7	3.5-4.2
PCE inflation	5.2	2.6	2.2	2.0	5.0-5.3	2.4-3.0	2.0-2.5	2.0
March projection	4.3	2.7	2.3	2.0	4.1-4.7	2.3-3.0	2.1-2.4	2.0
Core PCE inflation ⁴	4.3	2.7	2.3		4.2-4.5	2.5-3.2	2.1-2.5	
March projection	4.1	2.6	2.3		3.9-4.4	2.4-3.0	2.1-2.4	
Memo: Projected appropriate policy path								
Federal funds rate	3.4	3.8	3.4	2.5	3.1-3.6	3.6-4.1	2.9-3.6	2.3-2.5
March projection	1.9	2.8	2.8	2.4	1.6-2.4	2.4-3.1	2.4-3.4	2.3-2.5

资料来源: 美联储数据库, 中航证券研究所整理

三、警惕反弹后的回调风险

从基本面来看, 近期市场表现出积极的独立行情, 符合我们对于经济复苏, 宽信用逐步推进下股优于债的判断。但目前基本面依然算不上强劲, 复苏力度仍有待后续数据的检验, 我国 10 年期国债收益率近期回落至 2.8% 以下震荡, 反映投资者对经济前景的信心仍然偏弱。同时, 目前我国虽然在流动性层面表现出较高的独立性, 国内出于稳增长的需要维持着相对宽松的流动性环境, 但外部流动性快速收紧之下, 维持宽松必然是有代价的。因此我国货币政策进一步宽松的空间是有限的。从经济增长和流动性两个角度上看, 如果经济恢复顺利, 出现一轮慢牛的可能性还是有的, 但强牛的基础并不具备, 因此, 在 A 股主要指数已经涨回本轮疫情前之后, 如果情绪继续推动指数快速攀升, 则需要多一份冷静, 警惕市场的阶段性回调。从技术层面来看, A 股从 4 月底至今已延续了将近两个月的反弹行情, 市场也开始担心一些热门赛道拥挤度过高的问题。我们使用换手率构建了衡量各个行业交易拥挤度的指标, 即各行业指数 5 日平均换手率所处的历史分位 (2014 年至今)。从分位值来看, 当前汽车行业以及上游的基础化工、石油石化和煤炭行业的交易拥挤度已超过了历史 95% 分位, 拥挤度达到了历史极值。交易拥挤度对股价拐点具有指示意义。交易拥挤度过高意味着市场情绪过热, 股价通常存在较大的回调压力。本周煤炭和石油石化等行业出现了明显的回调。展望后市, 投资者在追求超额收益的同时, 也需警惕个别赛道交易过于拥挤引发的回调风险。结合基本面因素来看, 电力设备、交通运输、机械设备以及国防军工行业当前逻辑较强, 交易较为活跃且没有过度拥挤, 在政策的扶持下可能仍有一定的上行空间; 电子、通信、医药生物和食品饮料行业未来可能会随着基本面的改善以及交易热度的回升而有所反弹。

图表 11: 申万一级行业拥挤度

	当前换手率 MA5	换手率 MA5 当前所处历史分位 (2014-)
汽车	3.44%	98.98%
基础化工	3.07%	98.88%
石油石化	0.87%	96.44%
煤炭	2.50%	95.22%
社会服务	3.52%	93.13%
银行	0.30%	85.92%
建筑装饰	1.90%	84.31%
非银金融	1.79%	82.41%
公用事业	1.51%	81.58%
房地产	1.77%	81.04%
电力设备	2.57%	79.04%
农林牧渔	2.92%	77.88%
纺织服饰	2.11%	77.53%
有色金属	2.51%	75.97%
交通运输	0.96%	74.12%
钢铁	1.46%	73.73%
美容护理	2.32%	72.95%
商贸零售	1.58%	66.52%
机械设备	1.75%	65.94%
综合	2.13%	65.30%
建筑材料	1.97%	64.96%
国防军工	1.69%	64.52%
家用电器	1.54%	63.21%
传媒	2.00%	59.75%
食品饮料	1.53%	59.21%
轻工制造	1.87%	57.21%
医药生物	1.45%	55.99%
环保	1.39%	54.04%
计算机	2.12%	41.18%
通信	1.50%	34.41%
电子	1.68%	23.83%

资料来源: Wind, 中航证券研究所整理

投资建议: 风格方面, 美债收益率对 A 股风格具有一定的指示作用, 本周美联储加息 75bp 符合市场预期。短期内, 美债收益率大概率会再次见顶回落, 成长股依然有一定的配置价值。板块方面, 在国内疫情持续改善的背景下, 可重点关注疫情反转后的消费和制造业板块投资机会。建议配置受益于复工复产、使用场景增长而景气预期改善的行业, 例如上海复工复产有序推进后逐步修复的物流、消费行业; 当前稳增长政策的实施效果开始在经济数据中有所体现, 围绕稳增长政策布局的基建相关领域具备长期的确定性, 其中, 新基建领域因具备成长及稳增长双重属性, 更具配置价值。**风险提示:** 国内政策推行不及预期; 海外流动性收紧超预期。

(内容来源: 云观经济)