中银研究

宏观观察

中国银行 BANK OF CHINA 研究院

2020 年 12 月 23 日　　2020 年第 52 期（总第 321 期）

中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- 《宏观观察》
- 《银行业观察》
- 《人民币国际化观察》

作　者：周景彤 李佩珈 梁斯 李义举 汪惠青
中国银行研究院
电　话：010 - 6659 4312

签发人：陈卫东
联系人：叶银丹
电　话：010 - 6659 6874

*　对外公开
**　全辖传阅
***　内参材料

从中央经济工作会议看 2021 年金融工作八大重点*

2020 年 12 月 16-18 日召开的中央经济工作会议（以下简称会议）定调了 2021 年经济工作的重点方向，也为金融工作指出了新方向。学习中央经济工作会议精神，本文对 2021 年金融工作的重点领域，从包括货币政策、资本市场、反垄断和资本无序扩张等八个方面进行了解读。

从中央经济工作会议看 2021 年金融工作八大重点

2020 年 12 月 16-18 日召开的中央经济工作会议（以下简称会议）定调了 2021 年经济工作的重点方向，也为金融工作指出了新方向。学习中央经济工作会议精神，本文对 2021 年金融工作的重点领域，从包括货币政策、资本市场、反垄断和资本无序扩张等八个方面进行了解读。

一、货币政策灵活精准，合理掌握政策调控方式

会议提出：“宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性。要维持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，把握好政策时度效”。与 2020 年 7 月 30 日中央政治局会议相比，本次会议有如下提法值得注意：一是“连续性、稳定性、可持续性”“不急转弯，把握好政策时度效”等是首次出现。二是“灵活精准、合理适度”与此前“灵活适度、精准导向”的表述内涵基本一致。三是“处理好恢复经济和防范风险关系”是对“实现稳增长和防风险长期均衡”的进一步延续。展望 2021 年货币政策调控，预计有以下方面值得关注：

一是维持流动性合理充裕，确保政策连续性，更好与经济恢复相匹配。12 月 11 日，中央政治局会议提出“努力保持经济运行在合理区间”，意味着经济已经回归至合理区间或即将回归至合理区间，相应的政策取向有必要与经济恢复情况同步。从大的政策取向看，与 2020 年全年相比，货币政策大概率将边际收紧。但考虑到当前经济恢复基础还不稳固，2021 年货币政策将更加注重与 2020 年的衔接，保持政策的延续性，在确保流动性合理充裕基础上，继续引导金融机构加大对实体经济的支持力度，推动经济在合理区间运行。

二是调控节奏更加注重稳定性，避免政策大起大落，有效维护经济金融稳定。受疫情影响，2020 年上半年货币政策出现明显宽松，政策宽松力度远超以往。相比之下，2021 年货币政策将更加注重平滑调控节奏，既不会贸然收紧，也不搞大规模刺激，在把握政策主基调不变基础上根据经济金融形势变化预调微调，防止“急转弯”。同时，

通过合理化货币信贷增速稳定宏观杠杆率，严控资金流向，防范资金“脱实向虚”。另外，在全球货币政策持续宽松背景下，强化对跨境资本流动的管理，避免国际短期资本的过度涌入，严防外部冲击。

三是强调政策工具效果，确保政策的延续性和精准性，服务经济高质量发展。继续推动政策工具，尤其是结构性工具创新，引导金融机构加大对科技创新、小微企业、绿色发展等重点领域的支持，确保政策操作和政策工具使用的可持续性，服务经济的高质量发展。例如，2021 年直达实体经济的货币政策工具将到期，需要提前根据企业恢复情况和政策执行情况，进一步创新政策模式，进行前瞻性的政策安排，支持普惠型小微企业发展。

二、促进股票市场健康，提高上市公司质量

上市公司是资本市场健康发展的基石。近年来随着供给侧结构性改革的有序推进，我国上市公司数量稳步增长，价值创造能力不断增强，已成为推动国民经济发展的重要力量。从体量来看，截至 2020 年 12 月 20 日，我国沪深两市上市公司共有 4128 家，总市值 84.46 万亿元，是仅次于美国的全球第二大股票市场。从行业结构来看，我国上市公司全覆盖国民经济 90 个门类，基本囊括了各行业的重点龙头企业以及各个细分领域科技创新的“排头兵”。从营业利润来看，2019 年 A 股上市公司营业总收入 50.6 万亿元，同比增长 8.6% ，超过全国 GDP 一半。

但与欧美成熟市场相比，我国上市公司依然存在一些差距。首先，我国股票市场成长潜力还较大。2011 至 2020 十年间，上证综指涨幅仅为 16%；而同期标普 500 指数涨幅达 1.71 倍。其次，我国股票市场的波动性相对较大。据统计，2011 至 2020 十年间，上证综指振幅达 316.50%，同期标普 500 指数振幅仅为 83.63%。并且，A 股市场结构不均衡，科技股发展缓慢。截至 2020 年 10 月底，美股市场总市值占比前三的行业是信息技术、可选消费和医疗保健；而 A 股市场是金融、信息技术和工业。

为了提高上市公司质量，优化上市公司发展环境，国务院先后出台了三个重要的文件，分别是 2004 年的“国九条”、2014 年的“新国九条” 以及 2020 年《关于进

一步提高上市公司质量的意见》所指的“国七条”。**本次会议再次强调了资本市场发展的重要性，即“促进资本市场健康发展，提高上市公司质量”。这已是连续第三年出现在中央经济工作会议的重点任务**。预计提高上市公司质量是 2021 年资本市场改革的重要内容，并将在以下几个方面加快推进。

一是制定更为严格的信息披露要求，加大违法、违规行为的打击力度。通过明确信息披露的时间和内容规范，强化信息披露的真实性要求，加大违法行为的惩戒力度，强化中介机构责任等手段增强上市公司信息披露的及时性、全面性和真实性。

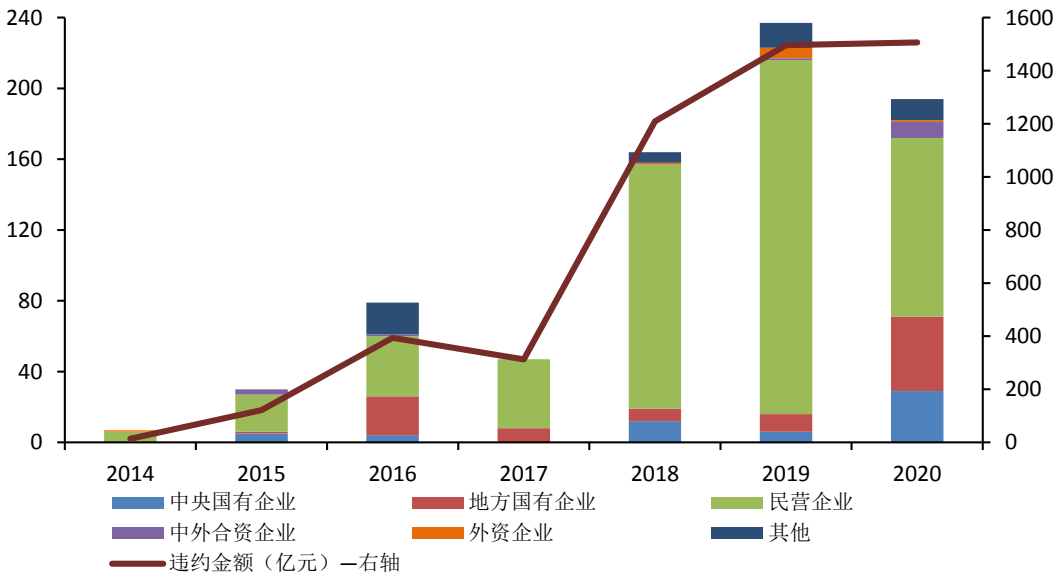
二是严格退市制度，建立常态化“优胜劣汰”机制。通过从科创板到创业板、再到全市场的“三步走”，我国正在积极探索符合国情的注册制框架。未来需要进一步丰富和完善退市指标，精准出清无持续经营能力的空壳公司，优化退市流程，提升退市效率。

三是完善投资者保护机制，加大投资者教育。我国股票投资者数量约 1.6 亿，其中散户占比超 90%。需要加强对散户投资者的教育，进一步补充和完善保护投资者权益的法律体系，例如建立中小投资者集体诉讼制度等。

三、完善债券市场法治建设，打击各种逃废债行为

“打击各种逃废债行为”是此次中央经济工作会的新提法。伴随着经济增速的减速换档以及国内外形势的深刻复杂变化，2018 年以来我国债券风险明显增多，债券违约数量和规模不断上升，呈现出违约事件常态化、违约主体多元化等新特征。从数量看，2014 年共有 6 只债券出现违约，到 2020 年当年新增违约债券 134 只。从金额看，2014 年债券违约债券金额为 13.4 亿元，到 2019 年达 1496.04 亿元。2020 年 11 月以来，大量高评级国有企业债券（如紫光集团、盐湖工业、华晨集团、永城煤电控股集团等）出现违约，给金融市场带来不小的冲击（图 1）。

图 1：债券违约发生数量、金额和主体变化



资料来源:Wind，中国银行研究院

引起高评级国有企业债券违约增多的原因，**一是**经济下行叠加疫情冲击，企业经营能力下降，应收账款周期拉长，还款压力加大。疫情影响下，虽然我国经济逐步恢复，但不少企业经营依然困难。截至 2020 年 10 月末，工业企业累计亏损达 78573 家，同比增加 15.56%。**二是**地方政府财政收支压力明显增加，监管部门实行金融严监管、去杠杆，企业融资渠道收紧。疫情冲击导致财政收入减少，可用于支持地方国企的财政资金腾挪空间有限。**三是**部分企业有恶意逃废债的倾向。部分违约企业事先都存在转移优质资产的迹象。例如，华晨集团在违约前夕的 9 月底通过注册新公司转让核心资产，存在逃废债的嫌疑。**四是**部分企业的信用评级虚高，不能起到风险预警作用。国内 AAA 信用评级占比虚高。据统计，2019 年中国 AAA 级债券余额占全部债务发行额的 60%，而美国 2019 年 AAA 级债券余额仅占全部债务发行额的 0.9%。

本次会议特别提出“打击各种逃废债行为”，体现了中央规范债券市场发展、维护债券市场稳定工作的决心。未来，要在进一步在防止风险进一步扩大的同时，加快推进信用评级、违约处置等深层次领域的改革，做到长短搭配、标本兼治。**一是**加强对国企风险的排查摸底，使市场回归更合理的投资与估评体系。部分国企在自身经营中长期存在核心业务板块经营不善、管理混乱、高杠杆运行等问题，而国内评级机构

对国企的信用评级长期虚高，导致市场遴选机制失灵。**二是**强化中央、地方、各部委的联动，避免出现区域性金融风险。通过充分发挥地方政府的属地管理优势和国家机关等主管部门各自的优势，做到风险的早发现、早识别。**三是**提高企业“逃废债”违法成本，防止其侵权行为扩大化。借鉴国际经验，通过提高损害投资者利益的成本，并在债券发行中加入限制性条款，达到保护债券持有人权利的目的。**四是**进一步强化信息披露和评级制度建设，发挥好其风险监测和风险预警的功能。通过增大信息披露违规成本，提高相关主体信息披露的真实性、准确性、完整性、及时性；加强对信用评级机构的规范和监督，增强信用评级的风险揭示功能。**五是**健全债券人持有会议制度，为控制风险提供制度保障。进一步增强债券持有人会议对发行人的法律强制约束力，适度调低债券持有人会议的召开及表决机制门槛，使持有人会议真正成为债券投资者集体决议的平台。

四、深化汇率市场化改革，保证人民币汇率基本稳定

由于中国经济率先从疫情中恢复，2020 年人民币资产吸引力不断提升，人民币汇率快速升值。截至 2020 年 12 月 19 日，人民币兑美元汇率报收于 6.5415，较年初升值了 6.45%（图 2）。人民币汇率的快速升值给企业生产经营带来不利影响，也加大了潜在的金融风险：**一方面，**出口企业结汇的成本上升，给其带来较大的财务压力；**另一方面，**汇率快速升值也会促进资本的大量流入，国内资产价格存在滋生泡沫的潜在风险。截至 2020 年 9 月末，境外机构和个人持有境内人民股票和债券分别为 2.75 万亿和 3.01 万亿，与去年同期相比增长了 55.37%和 38.07%。同时期，上证指数也同比上升了 4.31%。

在这样的背景下，本次会议提出“深化利率汇率市场化改革，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”。这意味着未来一段时间，汇率市场的稳定已成为防范金融风险工作的重要关注点。未来汇率市场化改革将：

一是坚持稳中有进的原则，谨慎推进金融双向开放。我国的对外开放一直坚持有序、渐进的原则，不仅获得了开放收益，也控制了开放风险。未来金融的双向开放依

然要稳中有进，保持政策的连续性。在降低资本流动冲击风险的基础上进行开放，同时加强与国际规则的接轨。

二是完善宏观审慎管理体系，利用逆周期工具对顺周期行为及时调整。理论上讲，顺周期的汇率变化不一定是宏观经济的“稳定器”，还可能成为加剧经济波动的“放大器”。因此在汇率市场上，要避免交易主体追涨杀跌的顺周期行为，控制好汇率敞口以及货币错配的风险。未来政策将会将加强对于汇率市场上顺周期行为的监测，利用外汇风险准备金或跨境融资宏观审慎调节参数等逆周期工具进行宏观审慎监管。

三是不断完善中间价报价机制，合理引导市场预期。当前人民币中间价的确定主要基于美元走势，需进一步反映中国经济基本面的情况。未来或将进一步扩大汇率浮动区间，同时增加汇率政策的透明度，以合理引导市场预期。

图 2：2020 年下半年人民币汇率快速升值



资料来源：Wind，中国银行研究院

五、强化反垄断和防止资本无序扩张，严堵不正当创新

近段时间以来，平台经济发展出现诸多乱象，野蛮生长、非理性扩张现象突出，尤其部分大型平台利用自身优势损害消费者和其他经济参与者的利益，“大数据杀

熟”、强迫商家“二选一站队”等问题突出。平台经济快速扩张和不正当竞争会影响到经济金融稳定，尤其一些头部机构已经涉嫌垄断和不正当竞争，必须要采取措施进行限制，达到净化市场、提高市场效率的目的。11 月 10 日，国家市场监督管理总局发布《关于平台经济领域的反垄断指南(征求意见稿)》，对近年来平台经济的各类不正当行为进行了界定。12 月 11 日，中央政治局首次提出要“强化反垄断和防止资本无序扩张”。本次会议再次针对该问题提出要求，“要完善平台企业垄断认定、数据收集使用管理、消费者权益保护等方面的法律规范”“金融创新必须在审慎监管的前提下进行”等。预计“强化反垄断和防止资本无序扩张”成为 2021 年的重点工作任务，具体可能在以下领域加强监管：

第一，遏制资本非理性扩张，严打各类垄断行为。一是严格限制各类过度聚焦短期流量变现的资本集聚现象，坚决打击各类平台经济存在的非理性竞争。不论互联网巨头或者金融机构，本质都应该是服务实体经济。要摒弃“资本战”的“烧钱”思想与行为，将更多关注点集中在基础研究和创新型研究上，在技术创新和管理模式创新上做出突破，提高市场份额占比。**二是**严格杜绝各类扰乱市场的垄断行为，避免其在资本、数据等方面的垄断对产业创新、经济金融安全带来的冲击。

第二，加强消费者保护，切实维护消费者正当权益。一是加强对平台经济的规范化管理，尤其要提高对数据资产收集和管理的监督，强化对数据资产的保护力度，切实维护消费者的隐私安全，严格禁止各类平台非法使用消费者数据资产谋取不法利益。**二是**严厉打击各类平台凭借算法和数据优势欺诈消费者的现象，包括“大数据杀熟”、“平台二选一”等问题要直接取缔，平台经济应当以提高消费者服务体验入手，改进服务方式，进行规范化营销，增加客户粘性。

第三，在审慎监管前提下鼓励合理的金融创新。一是进一步明确金融和科技之间的关系，对部分平台假借科技外衣，实则从事的仍是传统金融业务的行为要加以监督，防范利用新兴科技鼓励各类非理性或者超前消费行为，防止诱发社会风险。**二是**将明显具有系统性影响的互联网、金融科技巨头纳入监管框架，创造更加健康的市场环境。

六、多渠道补充银行资本金，助力商业银行稳健经营

近年来，经济下行压力不减，企业经营困难程度有所上升。在实体经济遭遇困难的背景下，监管部门鼓励金融机构加大信贷投放力度，尤其经济复苏阶段，贷款增速将继续保持在较高水平。加之 G-SIBs、TLAC 以及国内系统性重要银行名单等制度影响，这将进一步加大商业银行的资本补充压力。保守估计，我国商业银行的资本金缺口规模达到 2 万亿元。特别是一些地方性中小商业银行面临着更大的资本补充压力。

为此，本次会议提出要多渠道补充银行资本金，这将助力商业银行更好服务实体经济。在经济基础尚未稳固的情况下，2021 年银行信贷投放将继续维持高位，银行需要继续拓宽资本补充渠道和工具，在支持信贷投放的同时有效防范风险。

第一，做好长期资本补充安排，前瞻性制定相应计划。有效统筹资产增长和资本补充之间的关系，做好资本和风险加权资产之间的动态匹配。根据支持实体经济需要、确保利润水平、防范经营风险等目的，合理规划资本补充需求。同时要积极通过资产证券化等手段优化资产结构，降低风险加权资产规模，缓解资本补充压力。

第二，合理利用政策便利，多渠道补充资本金。一是加快推动业务转型，提高中间业务占比，强化利润来源的稳定性，通过做大内源融资规模夯实风控抵补能力，适度控制高风险加权资产增速的扩张，减缓计提拨备的压力。**二是**利用政策便利，综合使用可转债、优先股二级资本债、永续债等工具补充资本。同时可以探索使用转股型二级资本债券、含定期转股条款资本债券等工具，不断丰富资本补充渠道。**三是**中小银行要利用政策便利，在合规前提下争取更多的专项债额度补充资本金，持续夯实风险抵御能力和服务实体经济的能力。

七、大力提升国内监管能力和水平，重视运用国际通行规则维护国家安全。

在逆全球化、中美博弈加剧以及中国对外开放提速的背景之下，我国经济安全问题显得尤为重要。**一方面，**中资企业在海外的布局不断壮大，但存在着对国际规则和投资地法规了解程度不够的问题，同时也面临着投资安全审查过严、不公平竞争等政

治风险。例如：Tik Tok、华为等企业在美国被恶意打压等事件频出。**另一方面，**跨境资本大幅流动也对我国金融市场带来了一定风险。当前我国跨境资本呈快速流入态势，未来一旦出现大幅流出，则会对我国金融市场带来较大冲击。与此同时，外资增加对我国企业的持股也存在一些潜在风险。以民营科技企业为例，截至 2020 年 9 月，外资持有 A 股民营科技企业的总市值占总股本的 2.67%，比 2019 年末增长了 0.27 个百分点。外资为我国企业带来资金、管理经验和技术的同时，也存在恶意并购、打压科技发展等潜在风险。

本次会议提出“要大力提升国内监管能力和水平，重视运用国际通行规则维护国家安全”，意味着要实现经济金融安全，一方面要加大与国际规则的接轨，积极参与全球经济金融治理工作，另一方面要完善监管体系，提升监管效率。未来需要积极树立底线思维，深化监管改革：

第一，充分利用国际规则，保护企业的健康发展。中资企业对外投资时不仅要遵守国际准则，也要遵守当地经营法规，降低合规风险。提升对经营地营商环境的了解程度，尤其是相关法律条款。此外还要充分利用国际规则与当地法律条款，应对国外的不合理打压。

第二，以立法方式，加强国际投资安全审查。近年来，美欧通过扩大安全审查范围、引入反规避措施、对审查标准要素化等措施，强化外资安全审查法律制度。例如，2020 年 1 月，美国发布的《关于外国人在美国进行特定投资的规定》，增加了外国人在美国投资的限制。欧盟《欧盟外商投资审查条例》已于 2019 年 4 月 10 日生效，德国、法国等主要成员国内部的外资审查机制亦明显趋严。美、欧此举旨在使保护主义政策正当化和法律化，优化监管部门组织机构并提高其审查能力，保障自身战略利益，强化在外资监管上与“志同道合国家”的合作。未来，我国需要借鉴其做法，通过立法形式加强对外资投资的安全审查。

第三，增强资本流动监测，避免对金融市场产生冲击。一是及时采集外资数据信息，增加数据的全面性。要全面了解外资对于民营科技企业的持股情况，建立名单制度，对于重要产业的民营科技企业进行重点监测，主要数据指标要包括外资持股比例、

控制权情况、跨境交易信息等方面，加强对未来资本流动趋势的判断，有助于国家安全的防范。二是微观层面上不同监管机构之间要进行信息共享和监管合作，提高信息披露的透明度和效率。在此基础上对外资的预期和业务合规性两个方面进行监测，避免由外资引起传染性的单边预期，导致集体非理性行为的发生，冲击国内金融市场。

八、做好碳达峰、碳中和工作，绿色金融加快发展

坚持和加快绿色发展已成为疫情之后各国发展的共识。2020 年 12 月 12 日，在《巴黎协定》签署五周年之际，习近平主席在气候雄心峰会上发表重要讲话，进一步提出“中国将以新发展理念为引领，在推动高质量发展中促进经济社会发展全面绿色转型，脚踏实地落实上述目标，为全球应对气候变化作出更大贡献”。这是中国履行国际社会责任的庄重承诺，也表明未来中国加快绿色转型的决心。数据显示，我国已提前完成 2020 年气候行动目标，非化石能源占能源消费总量比重已经上升到近 15%，可再生能源装机已占全球的 30%，在全球增量中占比 44%，新能源汽车保有量已占全球一半以上。

本次会议首次将“做好碳达峰、碳中和工作”作为 2021 年重点任务之一，提及“我国二氧化碳排放力争 2030 年前达到峰值，力争 2060 年前实现碳中和”“加快调整优化产业结构、能源结构”“加快建设全国用能权、碳排放权交易市场”等内容。这充分展现了中国的大国责任和大国担当，也确立了“十四五”我国绿色发展的目标任务和路线图。具体来看，可能将从以下方面加快推进。

一是加快能源、工业、建筑、交通运输等主要排放来源经济部门的产业结构调整和能源结构优化。能源部门是最主要的碳排放部门，需要尽快发展可再生能源产业、智能电网储能技术等，实现能源部门的低碳化；对工业部门而言，提高能效、创新低碳工艺能够有效减少工业生产过程中的碳排放；建筑行业的减排可以从建立更健全的绿色建筑标准和加快推进老旧小区的绿色化改造两方面入手；进一步推动新能源汽车产业发展是实现交通运输行业低碳化的重要抓手。

二是制定统一的、适应“碳达峰”要求的绿色金融标准体系，凸显绿色金融在助

力碳达峰、碳中和中的作用。据测算，在碳中和愿景下，我国所需要的绿色低碳投资的规模应该在百万亿人民币以上。而当前我国绿色金融服务存在较明显的碎片化现象，绿色金融标准体系并不能很好地适应碳中和愿景，需要进一步制定统一的绿色金融标准。一方面，能够使各金融机构在一个相对公平的环境下展开竞争；另一方面，能够对尚不符合“净零碳排放”要求的高碳排项目尽快做出相应调整。

三是加快建立全国性的碳排放权交易市场，为碳金融发展带来更广空间。在碳中和目标下，碳市场的供给和需求都将增加，从而推动我国碳市场建设的进程。目前我国碳市场设计整体灵活性较大。根据生态环境部 2020 年 11 月发布的《全国碳排放权交易管理办法（试行）》征求意见稿，未来煤电、天然气发电、工业自备锅炉等高排放项目，有偿分配的比例将会逐步提高。《2020 年中国碳价调查报告》显示，目前我国重点排放企业已在为建立碳市场进行积极筹备，全国碳排放交易体系预计将在未来五年内趋于成熟完善。随着碳排放市场的成熟，未来碳定价机制将更加完善，碳金融发展将迎来更广阔的空间。