

财政政策扮演经济托底角色

伴随着全球和中国经济基本面的进一步改善，今年宏观政策进一步正常化将是大势所趋。在宏观政策转向中，货币和财政政策虽然在前期需要同步“减速”，但在转弯过程中还是要有差别，以确保经济平稳增长。在货币政策正常化过程中，财政政策需要扮演为经济托底的角色，同时，财政政策正常化的步伐会相对更加温和谨慎。

● 摩根士丹利华鑫证券首席经济学家 章俊

政策逐步回归正常化

去年疫情对全球经济造成巨大冲击，但从下半年开始出现V型反弹。相对于2008年美国次贷危机后，全球经济经历6个季度才走出衰退阴影，这次仅用4个季度就恢复到疫情前产出水平。预计今年二季度全球经济可进入疫情前的经济增长长轨速，且复苏力度会略强于疫情前。

全球经济实现强劲反弹，其中，货币政策和财政政策协同发挥作用是重要因素之一。由于财政政策需要通过较为复杂的立法程序，因此以往面对危机往往是货币政策“单枪匹马”先行。2008年以来，发达经济体主要央行货币扩张已经接近极限，政策效应递减使单一货币政策在面对复杂的经济问题时力不从心。鉴于本次疫情的公共卫生安全属性，在大规模货币宽松的同时，各国在出台财政刺激方面异常快速和顺利，由此带来的货币财政协同应对对全球快速走出疫情冲击贡献巨大。

中国在货币和财政政策协同应对疫情冲击方面极为有效。从政策落实来看，去年M2和社融增速分别从前一年的8.7%和10.7%分别上升至10.1%和13.3%，预算内和预算外赤字以及各项准财政行为的广义财政赤字率从前一年的10%上升5个百分点至15%左右。从效果上来看，实体经济融资成本显著下行，其中企业加权贷款利率全年下行超过40个基点；民营和中小微企业的贷款增速显著高于整体贷款增速。去年疫情防控、脱贫攻坚、基层“三保”等重点领域支出得到财政有力保障。此外，财政部出台减税降费措施，全年为企业新增减负超过2.5万亿元。

伴随着国内经济基本面持续改善，国内宏观政策从去年下半年开始逐步回归正常化，这在货币政策层面表现得尤为明显。首先，央行并没有如市场预期继续降准降息，而是维持LPR基准利率和存款准备金率不变；其次，在公开市场操作层面，央行没有继续加大流动性投放，更多是维持流动性的合理充裕。在财政政策层面，过去两年在全国人大批准当年地方政府债务限额之前，都授权国务院在前一年度提前下达部分地方政府专项债

额度，以期“早下达，早起效”。但去年底没有再次提前下达今年的地方政府债务限额，这也反映了财政政策方面趋向于正常化。

把握力度和节奏

伴随着今年全球和中国经济基本面的进一步改善，宏观政策进一步正常化将是大势所趋。一方面，货币政策和财政政策在发挥稳增长效应的时候，客观上也导致去年宏观杠杆率出现了上升。去年底中央经济工作会议提出“保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险关系”，这为今年宏观政策正常化定下了基调。另一方面，今年全球经济大概率会继续维持复苏态势，此外欧美发达经济体依然会维持货币财政刺激，两者为国内宏观政策正常化提供了良好的外部环境。

同时，考虑到疫情和物价上涨等不确定因素依然较强，经济复苏依然存在下行风险。宏观政策正常化过程中如何把握力度和节奏，避免政策过紧对经济复苏造成负面影响是关键。

去年底中央经济工作会议指出，宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性。要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保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。笔者认为“不急转弯”的表述背后有两层含义：一是出于经济复苏前景，政策层面存在转弯的必要性；二是基于经济复苏存在不确定性，政策转弯不是急转弯。“可持续性”的表述是对转弯必要性的注释，保留充裕的政策空间是应对未来各种不确定性的基础；“连续性、稳定性”表述明确了转弯的方式是循序渐进式的。“时度效”更是明确了政策转弯过程中要把握时间点和力度，以及实时观察跟踪效果来进行政策微调。

货币和财政政策可以被视作为车辆的左右两个车轮，两者的协同对车辆平稳转弯至关重要。在政策减速方面，笔者预计，今年社融和广义货币增速有2个百分点的回落，大致回落到2019年的水平。同时，预计预算内赤字率和地方专项债规模将有所下调，同时也不再发行新的抗疫国债。

在政策转弯过程中，要确保经济平稳，



货币政策和财政政策的协同配合尤为重要。通常而言，车辆在转弯过程中，由于外侧车轮和内侧车轮转弯半径不同，外侧车轮的转速需要大于内侧车轮。同理，笔者认为在宏观政策转向中，货币和财政政策虽然在前期需要同步“减速”，但在转弯过程中还是需要有所差别以确保经济的平稳增长。

由于发达经济体将继续维持超宽松的货币政策，所带来的过剩流动性一方面会向美国以外的全球其他地区外溢；另一方面会继续推高资产价格泡沫，近期国内新发基金热潮以及部分城市房价出现快速上涨，并发现有经营性贷款资金流入股市和房市的现象，这也在某种程度上反映出流动性存在偏宽松的情况。因此年内央行需要根据全球和国内流动性环境来积极推进货币政策正常化进程，以兼顾稳增长和防风险。

虽然中国经济整体复苏态势良好，但在

内外环境依然存在较大不确定性的情况下，如果货币和财政同步转弯，失去政策支撑可能会导致增长失速。如果说货币政策是转弯半径较小的内侧车轮，那么财政政策就是转弯半径较大的外侧车轮，后者需要维持相对较高的转速。因此在货币政策正常化过程中，财政政策需要扮演为经济托底的角色，继续服务于“六个稳”，如继续为重大民生相关项目提供有力的财政支持等。

此外，今年是“十四五”的开局之年，从发展战略层面，财政要支持加快科技自立自强，配合打好关键核心技术攻坚战。有鉴于今年国内财政政策依然需要担负较多稳增长和调结构的职责，因此财政政策正常化的步伐会相对温和谨慎。同时，央行会在结构性货币政策方面发力，配合财政政策继续做好“六稳”“六保”工作，并为加快构建新发展格局提供有力有效的金融支持。

春节前后流动性将保持相对平稳

● 招商证券首席宏观分析师 谢亚轩

日前银行间流动性日趋紧张，引发股票市场、债券市场和商品期货市场调整。对此，投资者应该是至今都心有余悸，笔者认为，接下来春节前后的流动性将保持相对平稳。2021年上半年，央行提高公开市场操作利率的可能性不高，但隔夜和7天等短端市场利率仍有可能呈回升趋势。

防范系统性风险和资产价格泡沫

市场上认为1月下旬这轮流动性紧张的主要原因包括：一是月末时点因素。与一系列考核指标有关，月末的流动性需求相对比较高，特别是1月中下旬缴纳税定存款准备金、缴纳税款和信贷投放等多个因素叠加进一步增加对流动性的需求。随着财政支出的释放带来流动性的供应增加，以及流动性的需求趋于平稳，资金利率已出现回落。春节前后正好在月中，可以说月末时点因素不会成为影响流动性状况的主要矛盾。

二是外汇占款因素。2020年12月银行结售汇顺差4238亿元人民币，而当月央行外汇占款余额不升反而下降328亿元人民币。以上数据表明，家庭和企业部门在12月净卖出4238亿元等值的外汇给银行体系，同时央行并未买入这部分外汇并投放外汇占款。也就是说，12月商业银行消耗了超额准备金等人民币资金购入这部分外汇，从而引发流动性紧张。这一解释表面上有其合理性，但事实是站不住脚。因为，关键的一点是结售汇顺差与外汇占款的反差现象出现在2020年12月，而银行间流动性紧张出现在2021年1月中下旬，两者之间不可能存在如此长时间的传导时滞。同时，外汇占款已不再是央行投放基础货币和改变银行间流动性状况的政策工具，也不会再像部分观点认为的会出现显著增加。

三是央行的政策意图。目前看，市场的共识逐步聚焦在央行政策意图和政策操作对于银行间流动性的影响。在央行货币政策委员会委员发表部分领域存在资产价格泡沫现象的观点后，投资者开始明白央行稳定宏观杠杆率、防范系统性风险和资产价格泡沫的政策意图。其实，央行在2020年11月中下旬加量投放流动性，为5年来半月最大投放规模，其政策意图是防范金融市场受到“永煤事件”冲击而爆发系统性风险。但2021年1月以来，在诸多因素推动下，部分地区房地产价格的上涨，是真正触发央行警惕的信号。

市场有观点讨论货币调控转向问题，笔者认为并未抓住问题的关键。一方面，货币政策转向，退出应对危机的宽松状态，这一转变早在2020年5月“两会”之时就已经确定。以DR007与OMO之利差来衡量，该指标在2020年4月至5月之间逐步走出谷底，已呈上升趋势。另一方面，理解央行的态度和货币政策操作，当前尤其要关注资产价格和系统性金融风险问题。

综上，笔者认为，央行避免市场主体过度加杠杆催生资产价格过快上涨，以及防范系统性风险的政策意图是2021年1月下旬流动性紧张的真正原因。

短端市场利率上半年料回升

据此推论，我们会迎来一个流动性环境友好的春节。判断理由包括：一是银行间流动性核心还是看央行态度。一方面，从1月29日开始，央行的公开市场操作已适当扩大净投放的规模；另一方面，央行给市场中存在的各种“加杠杆”行为降温的目的或已达到。二是春节前的财政支出投放有望缓解流动性紧张局面。春节之后，尽管规模可能不大，但节前投放的现金回笼整体将改善银行间流动性状况。三是2021年1月近500亿元信用债取消发行是意料之中的结果，但并非金融支持实体经济政策目标所愿。前瞻看，据招商固收团队估算，存量产业债中占比29%的规模今年面临到期，非央企非房企产业债同样面临三分之一的到期量，到期集中在3月和4月。因此，稳定春节后银行间流动性状况，是信用债市场平稳运行的前提条件。

2021年上半年的银行间流动性状况将如何？笔者的基准预测是，考虑促进信用债市场平稳运行的任务，央行提高公开市场操作利率的可能性不高。但隔夜和7天等短端市场利率上半年仍有可能呈回升趋势，原因有三点：一是资产价格运行容易脱离经济基本面走向非理性，需要引起货币调控和宏观审慎政策的足够关切。二是笔者认为美元将维持弱势，推升包括大宗商品在内的价格上升，PPI上行幅度超预期，可能性的较大。三是内在需和外在的共同推动下，中国经济上行的动力较充足。需要注意的是，货币政策不会只是简单用于维护过高的经济增长目标。在此条件下，名义利率跟随整体经济增速和价格水平上升而上行是必然结果。

做好增量项目申报存量分类处理

（上接A01版）二是存量项目分类处理。对在审项目以及已通过上市委审议尚未注册的项目，交易所将及时通知相关发行人和中介机构补充披露股东相关信息并进行核查。对于不存在股权代持、突击入股、入股价格明显异常等问题或前期审核问询阶段已对前述问题作出说明或披露的企业，按照规定提交专项承诺后，正常推进审核程序。

三是统一问询标准。交易所将结合企业实际情况合理提出问询问题，同类问题的披露与核查范围将保持一致。在审核中，交易所将进一步关注企业股东信息披露和核查问题，区分企业情况分类处理，有针对性地发出补充问询，重点关注入股价格明显异常的自然人股东和多层嵌套机构股东的信息披露和核查工作。

四是进一步压实压实发行人信息披露

主体责任和中介机构核查把关责任，严把上市企业入口关。拟上市企业未如实说明或披露股东信息，或相关中介机构未履行勤勉尽责义务的，交易所将予以严肃处理；涉嫌违法违规的，及时移送相关部门处理。

五是加强监管协同。交易所将进一步加强与相关部门的监管协同和信息共享，发挥监管合力。对企业存在反洗钱管理、反腐败要求等方面问题的，交易所将及时提请证监会启动意见征询程序。市场主体对《指引》具体适用有重大疑问的，可及时向交易所咨询反映。

强化发行人及中介机构责任

沪深交易所表示，发行人应当真实、准确、完整地披露信息，落实好《指引》要求。一是严格规范股权代持行为。历史沿革中存

在股权代持等情形的，应当在提交申请前依法解除，并在招股说明书中充分披露。二是专项承诺股东适格。明确承诺并披露股东中不存在法律法规规定禁止持股的主体、不存在与本次发行相关的中介机构人员，发行人不存在以股权进行不当利益输送的情形。三是充分披露或者说明相关股东信息。四是督促相关股东落实锁定要求。

中介机构应当依照《指引》要求对发行人披露的股东信息进行核查。一是全面深入核查并督促发行人披露股东信息，不能简单以相关机构或者个人承诺作为发表核查意见的依据，全面深入核查包括但不限于股东入股协议、交易对价、资金来源、支付方式等客观证据，保证所出具的文件真实、准确、完整；二是对于入股价格异常的股东、股权结构复杂的股东，应当采取层层穿透的核查手

段，核查该股东基本情况、入股背景等信息，确保其不存在股权代持、违规持股、不当利益输送等情形。

《指引》的适用衔接方面，沪深交易所指出，为提高拟上市公司股权结构的透明度，虽然发布之日前已受理的企业不适用《指引》新增股东的股份锁定要求，但仍需按照《指引》要求做好股东信息披露工作，保荐人应该严格按照《指引》要求进行补充核查。

《指引》延长临近上市前入股行为认定的时间标准，将申报前12个月内产生的新股东认定为突击入股，且股份取得方式包括增资扩股和股份受让。新股东需要按照《指引》进行披露、核查和股份锁定。此外，如新股东从控股股东、实际控制人处受让股份，需遵循证监会和交易所关于控股股东、实际控制人持有股份锁定要求的其他规定。

阿里云云行情助力券商数字化转型 中信证券率先采用

日前，中信证券纳斯达克实时行情通过测试正式上线，用户在中信证券手机交易软件信e投APP上即可获得美股实时行情数据服务。

此前，中信证券于2020年5月启动阿里云美股纳斯达克行情产品的立项工作，走完前期的内部流程之后，仅用2周就完成前期技术对接工作。

截至目前，阿里云提供的“云行情”在全球23个地理区域内运营着69个可用区，提供资讯、财报、历史等各项服务。与传统的行情数据提供厂商相比，阿里云云行情产品更注重科技，其性能是毫秒级的，更全更快。在服务形态上，也跟原来的传统厂商完全不一样，因为阿里云有全球的网络架构。与现有用户体验不同的是，云行情提供个性化定制服务和标准化交付模式，券商直接通过阿里云一个界面就能完成背后的所有的申请、数据使用、SDK的接入，实现了一键下单，满足市场灵活定制的需求。

“云行情为B端客户提供了更为便捷的接入方式，同时还避免了基础设施的重复建设，有效节约了时间和人力成本。我们可以更加专注于功能设计优化，为C端用户带来的更好的使用体验。”中信证券财富委相关负责人表示。

云行情推动中信证券加速国际化

在国际化布局方面，中信证券已经走在了同业前列。公开信息显示，早在2013年，中信证券就收购里昂证券以扩展国际业务，分支机构遍及英、美、澳、东南亚等15个国家和地区。公

司还是“一带一路”地区布局最广的中国投资银行之一。

随着机构全球化管理需求及接入投资市场越来越多，金融机构业务需要接入的交易所越来越多，对于行情服务的要求也越来越高。金融机构急需通过弹性的能力来满足市场变化带来的服务刚性需求。值得一提的是，这种需求不仅包括物理基础设施上的弹性，更包括在交易所行情数据上也能享受弹性服务。

以中信证券为例，在全球数据方面主要有四大需求：一是全球股市数据，包中国香港、美国、日本、欧洲等主要市场的行情数据；二是全球主要期货等衍生品的行情数据；三是全球主要金融市场的产品数据；四是希望降低获得全球金融市场信息服务的成本。

在传统的模式下，要实现上述需求，不仅难度大、成本高，且放眼内地市场，还没有这样的第三方机构。

随着“云”和金融逐步产生越来越多的连接，这些问题正在得到解决。从全球看，越来越多大型传统企业和金融机构会把一部分需要弹性伸缩、高并发计算应用放到云上，从而和自己在数据中心的应用形成能力相互补充，实现资源最大利用和投资回报率最大化。

这也是中信证券为自己的数字化找到的突破口，经过细致的市场调研与考察，最终选择了阿里云作为合作伙伴。云服务的最大的优点是方便，阿里云在快速实现稳定性、时效性上，具有突出的优势，为中信证券节约了大量的人力沟通成本。“无论在效率上还是成本上，阿里云都是目前不

错的选择。”中信证券财富委相关负责人表示。

不同于同类产品，云行情产品着力于通过连接全球各交易所的基础行情数据服务，通过协同纳斯达克一起在阿里云平台上构建美股行情数据服务的弹性能力，为全球金融机构、互联网公司提供端到端的一站式云行情产品和服务。

公开数据显示，阿里云已经位居全球前三、亚太榜首，在国内金融云等重要领域也保持着领先的地位。

券商行业亟待突围数字化

从传统经纪业务向财富管理转型，中国证券行业正在迎来新的变局。一方面，证券行业面临更大的竞争压力，多元化成为发展方向；另一方面，新一轮数字化浪潮中，券商的数字化转型正在徐徐展开，已经成为各大券商的主要竞技场。

尤其是随着云计算、大数据、AI、区块链、5G等技术的发展，深度融入到了证券行业的全流程中，提升了用户体验，提高了行业运营效率。对于券商而言，数字化已经成为未来致胜的关键。券商只有从根本上提升自身的信息化、数字化水平，才能在这场数字化革命中立于不败之地。

2020年8月发布的《关于推进证券行业数字化转型发展的研究报告》指出，“证券行业应当着力于通过数字化转型提升内部管理水平，增强合规风控能力，实现金融科技与业务发展相互促进、良性循环。”

《报告》还提出，鼓励行业加强信息技术领域的外部合

作。“支持不同类型的证券公司通过独立研发、合作开发、与第三方科研机构或科技公司协议开发等多种模式，提升行业数字化适应水平和自主可控能力。”

对于众多中小型券商而言，数字化转型并没有那么容易。来自中国证券业协会数据显示，证券行业信息技术投入依然处于较低水平，用于科技创新的投入捉襟见肘。据统计，2019年度98家证券公司中信息技术投入额在1亿元以下的有46家，占比为47%。

一方面，我国证券行业在数字化建设方面的投入与境内外金融同业尚存较大差距。另一方面，我国证券行业对数字技术的综合应用水平依然处于初级阶段，数字技术应用在深度和广度方面均有待提升。

对此，阿里云新金融事业部总经理刘伟光表示，证券行业数字化智能化变革的核心之一就是加强以数据为核心的精细化运营。领先的券商市场已经开始形成自己的数据资产文化，充分挖掘市场上各类行情和交易数据的商业价值，加强对数据的多维度实时处理能力，在瞬息万变的市场环境中捕捉新的商机。

目前，整个券商行业都在积极进行数字化布局，提升券商的信息化、数字化水平。在业界看来，中信证券与阿里云的合作，对券商行业数字化具有重要的示范意义，推动了行业数字化加速，未来将会有更多券商加入进来，一起借助数字化布局全球化市场。