

建设全球资产管理中心 提高资源全球化配置能力

● 上海联合产权交易所党委书记、董事长 周小全

上海市政府日前印发《关于加快推进上海全球资产管理中心建设的若干意见》，将全力建设全球资产管理中心。目前，上海已经成为全球金融要素市场和基础设施最齐备的城市之一，按照全球金融中心指数(GF-CI)2021年最新排名，上海位居第三，基本实现建成国际金融中心的目标。加快推进全球资产管理中心建设，主动构建以人民币资产全球配置为核心的国际金融资产交易平台，将增强我国的综合国力和人民币国际影响力，最终促使新时代中国从金融大国迈入金融强国。

第一，建设全球资管中心，推动人民币国际化，促进人民币资产全球化交易与配置。

当前，人民币国际化正稳步推进，随着中国在全球贸易领域的地位不断提升，人民币已成为全球重要的贸易货币之一，国际支付与结算功能日益凸显。人民币国际化的关键衡量指标在于国际金融市场能否发展成为人民币计价资产的集聚地和体现交易厚度、流动性的国际交易平台。因此，建设全球资管中心，必须大力发展战略优势和竞争力的国际金融资产平台和离岸金融市场业务，丰富金融资产交易的产品与服务。同时，推进人民币国际化，首要目标是提升人民币资产、金融资产的全球定价权。但是在以美元为主导的国际金融市场上，人民币作为计价货币的功能发展仍相对滞后，对金融产品与服务的定价能力比较薄弱。

纵观国际货币体系的发展，一国货币的国际化，必然要经历从贸易领域向金融领域的升级演进，即从浅层次的贸易结算工具，升级到国际金融工具和金融投资的计价，再到国际金融资产的定价。加快推进全球资管中心建设，将进一步扩大人民币资产交易的品种、规模和能级，实现金融资源全球化流动和配置，强化人民币在国际金融市场上的定价权和话语权。例如，可以探索人民币产品、业务和服务模式的创新，将股票、债券、外汇、金融期货、大宗商品期货等标准化金融产品以及信贷资产、信托资产、资管产品、债权融资产品等一系列非标准化金融产品纳入国际金融资产交易范畴，以人民币进行定价，加强与国际市场的互联互通，提升市场交易能级，促进人民币资产融入更大范围、更宽领域、更深层次的全球金融资产交易体系之中。

第二，各类金融服务层级协同发展，做强做大国内国际金融大循环。

金融要素高效流动配置、金融服务辐射境内境外两个市场和人民币融通全球，是实现畅通国内国际经济双循环的迫切需要。人民币资产的吸引力正在不断增强。建设全球资管中心，将以“一带一路”和“区域全面经济伙伴关系协定”(RCEP)为依托，探索具有较高安全性和高效流动性的人民币资管产品，吸引超大型、功能性、国际化金融机构集聚，尤其是吸引国际资产管理公司、全球私募股权基金公司等机构深度参与，增强海外投资者投资、交易乃至长期持有人民币资产的意愿。

非标市场是金融要素市场体系的基础板块，有必要将包括产权市场在内的非标资本市场纳入全球资管中心建设的总体规划中，统筹安排，从而形成银行、证券、保险、期货、产权等各类金融服务层级协同发展的良好局面。一方面要发挥产权市场多年来在非标资产交易方面形成的平台优势，规范和拓展国内国际的非标资产交易，促进产权市场与证券市场双轮驱动、非标与标准化资本市场有效对接，做强做大国内国际金融大循



视觉中国图片

环；另一方面要在此基础上，通过跨境业务、离岸业务的积极探索，有序引进境外资金(外汇、境外人民币)，为特殊资产、境内及“一带一路”基础设施建设资产和个贷资产等各类非标资产提供持续流动的资金支持。例如，可积极探索在上海自贸区搭建跨境基础设施建设资产交易平台，引导“一带一路”国家的新建和存量基建项目通过平台寻找国际投资人，逐步推进“一带一路”国家以人民币结算，进而提升人民币的定价权，推动人民币国际化。

第三，发挥上海自贸区的制度创新优势，形成各金融要素市场的“国际板”。

依托上海自贸区，建立境内人民币离岸中心和国际金融资产交易平台，将实现人民币在岸市场与离岸市场有效对接，可以提供畅通的人民币回流管道机制，形成一个良性循环的全球离岸人民币中心市场。随着中国宏观经济基础的进一步巩固和资本项目的逐步开放，将逐步打通离岸和在岸业务，实现离岸业务与在岸业务的融合统一。这是一个双赢的局面，有利于促进我国由实物贸易大国向服务贸易强国的跨越转型，也有利于主动应对国际经贸秩序的重构和挑战。

目前，离岸人民币市场产品体系有待进一步完善，场内交易市场人民币计价的投资产品主要有人民币货币期货、人民币交易型开放式指数基金(ETF)、人民币房地产投资信托(REITs)等，品种和交易规模依然比较有限。国际金融资产交易平台的设立，能够与境外离岸人民币市场互联互通、优势互补，利用自贸区离岸交易制度的设计，为境外人民币回流提供更加多元化的产品和投资渠道，提升投资的便利性和资金流动的高效性。

在上海自贸区设立现有各金融要素市场的“国际板”，建立起巨量级的人民币“资产池”，将容纳海外人民币和国际货币的强烈投资需求。一是大力发展以人民币计价、结算的债权资产跨境交易平台，在丰富离岸人民币资产投资、探索人民币资产国际定价、强化

全球资源配置和交易功能方面积极探索。二是加快推进“国际板”，吸引境外优质企业赴境内上市，探索依托“沪伦通”模式下发行存托凭证的制度安排，吸引境外企业通过发行CDR在境内市场上市。在国际板试点推出并稳定运行后，不断优化和升级各项制度，力争吸引更多的世界一流企业在境内发行上市，形成具有更高开放度和国际影响力的证券市场国际板块。三是增强“上海价格”国际影响力，支持“上海金”“上海油”“上海铜”等基准价格在国际金融市场广泛使用。依托上海成熟的绿色金融和资本市场体系，打造“上海碳”并将其纳入“上海价格”范畴体系，增强上海对于全国乃至全球的碳金融服务功能，更好地提升各类“上海价格”的国际影响力。四是大力发展离岸外汇交易和支付清算业务，不断发展壮大离岸债券、股票、金融衍生品交易和资产管理业务规模，吸引国际企业在上海自贸区临港新片区发行离岸人民币及离岸外币债券或进行相关投资。

第四，提高全球资源配置能力，构建更加完善的多层次金融市场体系。

目前，上海已经聚集了股票、债券、期货、货币、外汇、黄金、票据、保险等各类标准化金融市场，以及产权交易所、股交中心等非标资本市场。但是，对标纽约、伦敦等国际金融中心，金融市场的整体开放程度和国际化水平相对不足，交易量主要来自于国内，配置全球金融资源的能力还比较薄弱。同时，各个金融要素市场相对独立，尤其是标准化市场与非标市场之间尚未形成有效的联动机制。

按照全球资管中心建设的标准要求，有必要进一步打通境内和境外两个市场、链接起标准化和非标准化两类市场，以一体化的支付、登记、结算、清算、托管等基础设施体系串联贯通起各类独立、分散的金融市场，实现境内和离岸市场并重发展，着力构建起更加完善的多层次金融市场体系和金融基础设施体系，提高金融市场对外开放水平和资源配置能力。上海的离岸金融市场将成为全球人

民币资产配置的三大中心，既成为全球人民币资产的生成、交易和定价中心，又是全球人民币资产投资的孳息、存托和清算中心，同时也是全球人民币资产在进行结算清算和风险对冲时的流动性保障中心。

第五，对接最高标准金融经贸规则，探索更高水平的制度型开放。

建设全球资管中心离不开高水平国际化规则体系的配套，同时也将推动国内金融体系的深度开放，在金融产品、服务、标准、监督管理及法律适用上对标国际最高标准，全面提升竞争力。在市场规则层面，将推动加强产品创新、市场交易、信息披露、风险管理、审计会计、税收、违约处置等制度规则全方位与国际接轨；在法治监管层面，按照国际规则，对市场的信息披露、投资者保护、防止内部交易等施以监管。依托大数据、云计算、区块链等新技术，整合全球数据资源，实现平台协作，对跨市场、跨国界的金融活动实施“穿透式”监管。在资本管控层面，将涉及外汇和跨境资本的流动性管理，这将加快推动我国资本账户的双向开放先行先试，有效积累跨境金融资产交易的风险防控经验。

与此同时，全球资管中心建设将更多地在业务规则标准、服务运营标准、监督管理机制等方面做到参照国际最优标准和最佳实践。随着人民币资产交易中标准化和非标交易品种的不断丰富、交易规模的持续扩大，对于资产评估、信用评级、增信体系、投资咨询等的巨大需求也将吸引更多的国外著名金融服务机构集聚创新，包括吸引世界主要银行、投行、保险、资管、基金公司以及各类金融中介服务机构入驻；进一步扩大外商股权投资企业(QFLP)的试点范围和深化合格境内有限合伙人(QDLP)的试点。同时，积极鼓励符合条件的境内外企业在国际金融资产交易业务中试点本外币合一离岸账户体系，参与离岸金融业务。这将为下一步推进金融高水平开放，特别是资本账户开放和人民币可自由兑换提供经验借鉴和路径参考。

全球经济梯次复苏 积极因素主导A股市场

● 招商银行首席经济学家 丁安华

2021年棋至中局，全球经济复苏和金融市场走势出现新的变化。虽然新冠疫情仍未消退，但全球经济已经踏上复苏之路，宏观政策处于回归路口。下半年，对A股市场而言，利好因素仍占据上风。

积极政策护航经济

我国二季度GDP同比增长7.9%，央行日前宣布下调金融机构存款准备金率0.5个百分点。这次是全面降准而非定向降准，说明经济增长需要更积极的政策应对。

下半年，影响我国经济增长主要有三个因素：一是出口，二是基建，三是消费。

从出口看，6月份数据较好，但从先行指标观察，下半年的形势存在不确定性。5月以来我国制造业PMI新出口订单分项持续在收缩区间，与6月的出口表现形成反差，原因在于出口订单从接单到实现出口存在时滞，大约滞后于PMI新出口订单指数5个月，预示出口在四季度可能出现拐点。

从基建看，上半年基建投资不及预期，部分原因是专项债发行节奏缓慢。下半年能否修复，仍存在不确定性。专项债发行监管趋严，满足条件的项目资源有限，今年的发行规模可能达不到预算要求，但有利于稳定宏观杠杆率。今年以来，PPI快速上升，上游企业利润实现强劲增长，中下游企业则受到成本上升和终端需求疲弱的挤压，特别是小微企业经营压力较大。所以，通过全面降准支持实体经济特别是中小制造业投资较为迫切。

从消费端看，居民消费虽持续改善，但仍显著低于疫情前的水平。下半年，疫情发展仍具有不确定性，对消费修复存在一定的影响。

全球经济加速复苏

今年以来，海外经济体呈现梯次复苏的格局，原因在于疫苗接种进度有差异。其中，美国为第一梯队，经济自二季度就加速修复；欧洲为第二梯队，经济修复滞后美国约一个季度。大部分发展中国家为第三梯队，经济复苏将显著滞后。

在梯次复苏格局下，各国经济面临结构性变化。首先是生产和就业不断恢复，然后服务消费逐步回暖，最后是宏观政策回归正常。我国基本上已完成这一过程，美国、欧洲和其它经济体也将梯次进入修复阶段。

全球货币政策逐步回归

在经济修复的大背景下，全球物价进入上升通道。其中，周期性大宗商品价格明显上涨。下半年，虽然大宗商品价格仍可能继续保持高位，但受基数效应和美联储可能释放缩减QE信号的影响，价格同比增速趋于回落。

随着全球物价的上涨，超宽松的货币潮水将逐渐退去，政策拐点显现。美联储已经着手布局政策调整的路线图，欧洲的政策转向相对滞后。美联储当前要考虑实现就业与通胀“双重目标”的平衡。美联储货币政策转向的路线图逐步清晰。

第一步，调整管制利率以回收过剩流动性。6月议息会议后，美联储宣布上调超额准备金利率和隔夜逆回购利率，幅度为5BP。第二步，缩减持债并最终停止量化宽松。预计最早将在今年9月发出缩减持债指引，明年开始实质缩减并在明年年底结束量化宽松。第三步，进入加息周期。目前点阵图隐含2023年加息2至3次，这一时点仍然存在较大不确定性。预计美联储可能采取慢启动、快提速的策略。

积极因素主导股市

上半年，我国股市周期股结构性行情表现亮眼。

展望下半年，虽然不确定性仍存，但积极因素将主导A股市场。一方面，流动性有望保持合理充裕。资金面宽松适度、总体平稳，市场利率将围绕政策利率窄幅波动。近日央行全面降准释放长期资金，有利于优化商业银行资金结构，降低实体经济融资成本并防范尾部风险，表明货币政策“稳增长”权重上升。另一方面，上市公司盈利改善趋势明显。下半年PPI-CPI剪刀差将逐步收窄，中下游企业利润受挤压的情况将边际缓解。投资风格逐渐趋于均衡，周期品行情仍有余温，成长型企业机会分化，看好中小成长企业。

总之，目前正处于重要的十字路口。虽然货币退潮存在不确定性，但全球经济已踏上复苏道路。对股票市场而言，利好因素仍占据上风。

多举措应对挑战 推动经济持续增长

● 中国银河证券首席经济学家 刘锋
中国银河证券投行总部研究员 蔡雅琴

2020年以来，国内经济发展持续复苏。但若要恢复到正常经济平均增长水平，2020年及2021年全年GDP的复合平均增速至少需达到6%，那么2021年全年GDP增速则至少需达到9.8%。2021年以来，我国经济获得显著恢复性增长，就业情况不断改善，居民可支配收入增速显著提高，但我国经济恢复常态化仍面临诸多挑战。

第一，我国目前的经济基础难以支撑PPI大幅增长。2020年6月起，我国PPI增速环比止降转升。PPI增速的持续上涨反映了复工复产有序推进；同时，中国作为全球经济复苏最快的国家，在外需的拉动下PPI增速持续上涨。

作为全球贸易晴雨表的波罗的海航运BDI指数今年上半年上涨超过140%，全球贸易上半年呈现扩张态势，对出口导向型经济体的增长形势产生了显著拉动。但BDI指数目前位于历史高位，2021年上半年BDI指数的增长可能是暂时的，持续上行较难。

同时，PPI上涨缺乏足够的经济基础支

撑。2020年3月以来，美元指数下降11%，人民币对美元升值10%，几乎可以对冲外盘的涨幅，因此人民币计价的大宗商品不具涨价基础。且从PPI的构成来看，PPI的上涨与原材料价格的结构变化有关。我国部分基础材料对外依存度较高，下半年经济增长或难取得强劲的外需支撑。

第二，第三产业发展空间较大，将推动经济可持续增长。未来新经济发展的重要内涵是第三产业的崛起并逐渐成为经济发展的主导力量。2020年虽受疫情影响，但我国第三产业增加值占国内生产总值比重仍达到54.5%，第三产业发展仍具有较强韧性。

值得注意的是，我国2021年第三产业增速强劲，一季度同比增长15.6%，占GDP比重为58.3%。我国服务业在逐渐改善且仍有较大发展空间，预计下半年第三产业将继续为我国经济发展注入生机。

第三，我国服务贸易进出口逆差亟需改善。得益于我国疫情的精准控制，2021年1月至5月，我国货物出口同比增长30.1%。但我国货物进出口贸易高增速或难持续。一是我国作为全球经济复苏最快的国家，在特定时期异常增

长的外需是不可持续的。二是今年各国积极促进生产并开展国际贸易，我国货物出口面临的竞争将加剧。三是国际形势扑朔迷离，外需发展面临诸多不确定因素。

同时，中国服务贸易发展迅速，对于服务贸易的进口需求较大。2020年受全球疫情影响，服务贸易特别是服务进口显著下降，服务进出口逆差6,929亿元。虽然我国服务贸易发展强劲，但在整体服务水平以及部门结构等方面与发达国家相比存在较大差距。服务贸易进口如果持续下滑，势必将为我国高附加值产业(如高科技产业)发展带来压力与挑战。

第四，消费和投资回暖，经济持续增长需要拉动内需。从中等收入国家向高收入国家发展的过程中，消费对于GDP的贡献比重将越来越大。

2021年一季度消费恢复性增长，对国内生产总值增长的贡献率达63.4%，已接近2019年同期水平。2019年、2020年消费增速分别约为9%和1%，今年消费增速需要高于18%，才能恢复到正常经济模式下的增长。预计若全年消费占GDP比重高于60%，则消费水平或恢复到正常水平，为明年经济发展奠定坚实基础。

第五，我国就业形势向好，但未来就业仍面临诸多挑战。“十四五”规划提出要实施就业优先战略，扩大就业容量，提升就业质量，缓解结构性就业矛盾。2021年1月至5月，城镇新增就业人数达到574万人，完成全年目标的52.2%，同比增长24.8%，达到2019年同期96%以上的水平。

但未来就业仍面临诸多挑战。首先，传统行业面临升级或转型，国际化的技能型人才需求将大幅上升，传统型人才或面临转型及再就业，人才培养机制需进一步完善。其次，我国劳动力市场存在一定的信息不对称，有效的就业平台需进一步推进。再次，我国人口年龄结构正发生改变，人口老龄化趋势明显。

第六，货币环境宜松不宜紧。在货币调控方面，利率作为定价枢纽是极其重要的。尽管目前物价有所上涨，但是从结构上分析，物价上涨不会大面积出现，我国的利率调整需要谨慎。中国人民银行已决定于7月15日起将金融机构存款准备金率下调0.5个百分点，维持市场流动性。另外，我国还可采取其他方式，例如增加货币发行、逆回购等方式来调节市场资金，促进经济稳定发展。