

中信证券首席经济学家诸建芳：

明年三大领域财政资金支持有望增加

发行节奏后置

中国证劵报：今年专项债发行和使用总体进度偏慢，有哪些原因？

诸建芳：今年专项债发行节奏相较于前两年总体进度偏慢，可以用“后置”来概括。前两年新增专项债发行集中在上半年，而今年则集中在下半年。原因可能包括两个方面：一是2020年专项债额度增加较多，达到3.75万亿元，部分资金使用效率不高，因此从资金匹配项目、确保形成实物工作量的角度，2021年初提前下达额度的必要性下降，更多专项债的发行使用集中在了下半年。二是近些年来，能够匹配专项债要求的优质项目有所减少。也正是这一原因，使基建投资增速回升幅度相对有限。

中国证劵报：在新增额度不低的背景下，专项债为何没有托起基建？

诸建芳：近些年来，专项债新增额度不低，但基建的增长并没有显著的提振，我认为主要原因可能包括两方面。

一方面是仅依靠财政资金对基建增长的拉动作用比较有限。专项债从2015年开始发行以来，早期更多的支持地方土储和棚改项目，后续专项债使用范围不断调整，要求增加对基建的支持，但总体来看传统基建项目占比有限，因此直接导致对基建拉动的财政资金规模有限。以今年的专项债使用范围来看，尽管泛基建（包括市政建设占比约28%、交通基础设施占比约22%、棚改占比约14%、园区建设占比约10%）的项目占比已经是一半以上，但市政建设和园区建设项目中对应资金体现到对基建指标的带动作用有限。

另一方面，尽管专项债发行范围中对基建相关项目的支持力度在加大，但由于地方缺少优质项目，因此实际中会出现项目在运行的过程中遇到问题，导致专项债的资金已经到位但无法投入使用，从而阻碍形成实物量和对基建增长的带动。

后续可能调整使用范围和方式

中国证劵报：专项债券资金在使用过程中还存在哪些问题？

诸建芳：当下，专项债主要面临优质项目缺乏，因此产生发行进度放缓，对基建增长等实体经济的带动有限等问题。综合专项债的规范和改革历史，我认为后续可能会进一步调整专项债的使用范围和方式。

此外，此前有省份公布了《关于2020年度省级预算执行和其他财政收支的审计工作报告》，审计报告中显示专项债在使用中存在资金闲置以及投向不合规等问题，甚至出现了发放工资、差旅费及购买理财等。预计后续对专项债资金的使用管理将更加严格规范。

中国证劵报：在稳增长背景下，明年新增专项债预计会有多少额度？能拉动基建投资快速增长吗？

诸建芳：年底召开的中央经济工作会议对2022年财政政策的表述是“保证支出强度”，这进一步强化了积极财政政策的预期，随着我国经济体量的不断壮大，财政积极发力的规模也将伴随增长。但积极的财政政策不仅体现在新增专项债规模，也体现在形成的实物工作量上。今年专项债发行后置，对应有一部分资金可能将在明年初形成实物工作量。

因此，综合考虑今年剩余的新增专项债规模以及未形成实物工作量的规模，我认为2022年新增专项债发行规模可能将扩大至3.5万亿元至4万亿元左右，并且进一步提升专项债使用效率，形成的实物工作量情况将好于今年。

中央经济工作会议另一个重要表述是“适度超前开展基础设施投资”，不同于上一次的语境仅是针对数字经济，此次的超前投资针对更大范围的基础设施，预计随着“十四五”的重大项目落地开展，对新旧基建均有显著的带动作用，托底经济增长。适度超前的投资也要求财政加快支出进度，符合会议对财政政策的要求。

明年发行节奏料前置

中国证劵报：相比今年，明年专项债

发行节奏会呈现哪些变化？

诸建芳：中央经济工作会议对于财政政策的表述是“保证支出强度加快支出进度”，这也将进一步落实到专项债上面。一方面，“保证支出强度”进一步强化了积极财政政策的预期，总体财政将保持支出强度不减弱。另一方面，财政政策“加快支出进度”，可能体现在明年专项债发行大概率要前置，在当前经济还未恢复到潜在增长水平的条件下，推动专项债形成实物工作量宜早不宜迟。

日前，财政部已透露向各地提前下达2022年新增专项债务限额1.46万亿元，为今年新增额度的40%。同时也强调，这次提前下达在额度分配上没有搞“一刀切”，而是充分考虑了各地项目资金的需求和施工条件。

我认为，不排除在明年“两会”前专项债还有第二批次的提前批新增额度会下达，第二批新增额度可能低于7300亿元，控制总的提前批额度低于2.19万亿元。专项债提前批的下达，有助于支持开年经济平稳运行，也会促使明年专项债的发行节奏前置。

中国证劵报：你认为，明年专项债投向会更侧重于哪些领域？

诸建芳：当前专项债使用过程中面临的问题是优质项目偏少，这主要与专项债使用的行业范围有限制、地方政府项目储备不足等因素有关，后续有可能对专项债的使用范围进行适度调整，更好配合“十四五”规划。

日前，财政部强调2022年的专项债将体现三大聚焦：经济补短板、政策重点方向以及“十四五”规划的重点项目等。在重点方向中，交通基础设施、农林水利、社会事业、冷链物流、市政和产业园区基础设施以及国家重大战略也是今年专项债的重点支持领域。除此之外，能源、生态环保和保障性安居工程在当前专项债中的占比并不高。因此预计2022年以上三个领域的财政资金支持较今年将有所增加。同时，财政部也提到要优先支持纳入国家“十四五”规划纲要的项目，以及纳入国家重大区域发展战略的重点项目，积极发挥专项债对重大规划和战略的支撑作用。

货币调控料稳健基调下偏松

交通银行金融研究中心首席研究员 唐建伟 资深研究员 夏丹

中央经济工作会议提出“稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕”。预计2022年我国货币政策不会出现跟随式收紧，也难有大幅宽松。货币调控将在稳健基调下偏松调节，并更多地运用结构性工具，为支持实体经济提供精准导向。在政策偏松背景下，社会融资与货币供给增速有望边际改善。

货币政策仍将“以我为主”

从我国面临的内外部环境分析，2022年我国货币调控不会出现跟随式收紧，也难有大幅宽松。

我国央行仍将坚持“以我为主”，不会跟随其他经济体收紧货币调控。一是我国在率先控制疫情蔓延的背景下，经济复苏领先于全球主要经济体，我国央行货币调控退出宽松、回归常态化的节奏也相应较早，因此不需要跟随即将到来的全球政策收紧潮而再次收紧；二是当前国内依然面临经济下行压力，且PPI上涨压力将在2022年逐步趋于缓解，货币环境收紧既不适宜、也无必要；三是信用方面将进行边际宽松，也需要流动性环境的配合。

同时，货币环境难有大幅宽松。一是从货币政策与经济增长的关系来看，国内经济增速下行并非由于流动性偏紧导致，因此通过放松货币环境来稳增长的效果也并不佳。二是从防风险的角度来看，国内物价上涨压力仍存，此时货币环境不宜大幅放松。三是从中美两国货币政策的联动性看，虽然我国央行坚持“以我为主”的货币调控操作基调，但在美联储明确收紧货币政策并可能连续加息的背景下，我国央行货币环境大幅宽松的政策空间并不大。如果我国央行大幅宽松，可能加大资金持续外流和人民币汇率大幅贬值压力。四是从近期央行政策操作风格来看，即使在疫情期间流动性出现缺口时，货币政策都没有贸然采取大幅宽松措施，在常态化下更不会。

货币调控稳健基调和结构特征不变

2022年货币调控将在稳健基调下进行偏松调节。日前举行的中央经济工作会议提出“稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕”，并依然强调加大对“小微企业、科技创新、绿色发展”的支持。这表明，一方面货币政策的稳健基调没有改变，2021年央行两次降准就是“灵活适度”的体现；另一方面货币政策的结构性特征也没有改变。预计2022年，货币调控稳健基调下仍有向松调整的空间，央行将继续采用MLF、OMO等多种常规工具调节中短期流动性，并综合利用全面或定向降准等操作加强跨周期和逆周期调节。并且，类似对冲式操作不应看作全面宽松，其效果也不宜被夸大。

2022年货币调控有望更多地运用结构性工具，为支持实体经济提供精准导向。一是用足结构性增量工具。包括已推出的3000亿元支小再贷款、2000亿元区域发展再贷款、2000亿元煤炭清洁高效利用专项再贷款，新创设的碳减排支持工具也将在2022年新增额度，后续将推动增量资金在小微、绿色领域精准落地。二是用好两项普惠小微直达工具资金接续安排。2020年至2021年10月，银行累计支持小微企业延期还本付息11.8万亿元，累计发放普惠小微信用贷款9.1万亿元，两项直达工具在支持普惠小微上发挥了重要作用。12月15日国务院常务会议对两项直达工具做出新安排，两项资金接续安排有望继续巩固普惠小微支持效果。三是可能会运用结构性优惠利率和差别存款准备金率工具，引导符合条件的金融机构为小微、三农、绿色、科创等重点领域和薄弱环节提供优惠利率融资。

社融和货币增速将边际改善

2022年，随着政策在稳增长、防风险的考虑下稳中偏松调节，新增社融规模将略有扩大，存量增速可能小幅走高并呈现前低后高态势。

一是新增信贷规模略有扩大，可能实现小幅多增。其中，房地产信贷偏紧局面将有所改观。12月中央经济工作会议强调“促进房地产业良性循环和健康发展”。预计2022年，将适当放松房地产开发贷款，缓解房企资金链紧张状况；支持居民购房刚需特别是首套房需求的正常释放，按揭贷款新增额度有望同比多增，放款速度加快，按揭利率也可能结构性回调。同时，普惠和绿色贷款将成为信用支持实体经济的重要抓手。截至2021年三季度末，人民币普惠金融领域贷款余额达到25.8万亿元，外币绿色贷款余额增至14.8万亿元。随着相关货币政策工具陆续落地，2022年普惠和绿色贷款增长规模依然可观。预计2022年新增人民币贷款规模约21万亿元左右，略高于2021年新增规模；信贷余额同比增速约11%，受基数效应影响有所下滑。

二是政府债券发行将维持较高水平。在积极财政政策发力稳经济的背景下，财政资金将更加积极发力稳经济。2022年地方政府融资力度不会减小，且政府债券发行进度可能前置。不过由于2021年地方政府债券发行节奏相对往年后置，部分资金实际使用延后，可能并不一定体现为2022年新发债券规模的明显增长。

三是直接融资新增规模有望提升。在债券融资方面，2021年前11月新增规模超3万亿元，较上年同期同比少约1.4万亿元。在政策环境逐渐改善下，信用风险事件的负面影响将逐渐淡化，2022年企业债券发行情况可能有所好转。在股权融资方面，2021年前11月非金融企业境内新增股票融资超过1万亿元。2022年在全面推行股票发行注册制改革的背景下，股权融资有望继续保持多增态势。预计2022年直接融资总计新增规模或达到5万亿元。

四是表外融资延续下降，压缩幅度可能收窄。资管新规过渡期于2021年底结束，但压降非标没有结束。从2019年以来的情况看，委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票的年均压降规模之和在1.6万亿元以上。预计2022年表外融资总体延续压降态势，压缩幅度或收窄至1.2万亿元左右。

综上，预计2022年新增社融规模约在34万亿元左右，社融存量增速约10.8%。在跨周期和逆周期调节以及基数效应的影响下，全年社会融资增速将呈现前低后高的走势。基于上述主要分项变化分析，结合广义货币增速与名义GDP增速相匹配的原则，预计2022年M2增速约在8.7%左右，较2021年略有提升。



中信证券首席经济学家诸建芳日前接受中国证劵报记者专访时表示，当前专项债使用过程中面临的问题是优质项目偏少，后续可能会调整专项债的使用范围和使用方式，对专项债资金的使用管理将更加严格规范。预计2022年能源、生态环保和保障性安居工程三个领域的财政资金支持较今年将有所增加。同时，不排除在明年“两会”前，专项债还有第二批次的提前批新增额度将下达。

此次专项债超前投资是针对更大范围的基础设施，预计随着“十四五”的重大项目落地开展，对旧基建均有显著拉动作用，托底经济增长。

● 本报记者 焦源源



视觉中国图片

多举措完善独立董事制度

国浩律师（上海）事务所资深顾问 黄江东

独立董事制度已运行20年，近期相关热点事件提供了一个重新审视、思考我国独董制度的契机。笔者认为，新的政策法规背景下，独立董事制度需从多方面进行完善。

发挥了积极作用也存在不足

2001年8月，中国证监会发布《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》（以下简称《指导意见》），我国A股市场引入独立董事制度，实施至今已经二十多年，对于提高我国上市公司质量发挥了重要作用。

独董制度完善了上市公司的公司治理结构。由于独董是与上市公司及管理层无利害关系的独立第三方，可以有效防止代理人通过职务便利损害其委托人利益。独立董事制度在保护中小投资者利益方面发挥了重要作用。根据相关规定，独立董事在履职过程中应重点关注上市公司的关联交易、对外担保、募集资金使用、社会公众股东保护、高管薪酬和信息披露等事项，对于相关重大事项独立董事应独立发表意见。独立董事对这些重大事项发表独立意见可以对控股股东起到监督作用，防止控

股股东滥用权力，损害中小投资者利益。独立董事制度对上市公司持续健康发展发挥了重要作用。较多上市公司在聘任独立董事时，会选择“行业专家+法律专业人士+会计专业人士”的模式。独立董事在上市公司中除了监督职能外，还可以起到咨询顾问的作用。独立董事在上市公司任职过程中，除参与重大事项的审议外，对公司日常经营管理提出意见建议，能够帮助上市公司持续健康发展。

也要看到，独立董事制度在实践中存在不足。

独立董事不“独立”。独立性是独立董事的首要要求，但目前上市公司独立董事常被诟病不“独立”，其根本原因可能在于独立董事的聘任机制。虽然《指导意见》要求独立董事必须具有独立性，但在具体要求上仅以任职关系、财产关系和亲属关系为判断独立性的标准。由公司提名并聘任独立董事的机制，很难有完全独立于公司的“陌生人”成为公司的独立董事。

独立董事不“懂事”。实践中，独董之所以被诟称为“花瓶”董事、“人情”董事，这既有制度的原因，也有个体的原因。独立董事往往是兼职担任，内部董事与独立董事间存在天然的信息不对称。发送至独立董事的财务报告往往已经过上市公司财务负责人等多方确认真实性，此时作为独立

董事（尤其是非财务专业的独立董事）很难发现问题。即使法律赋予独立董事聘请第三方审计机构的权利，但独立董事行使该权利并不具现实可行性。此外，确有一部分独立董事将此视为人情、福利，本身欠缺履行专业能力。

独立董事责任边界不清。实践中规制上市公司独立董事的仍较多为低位阶法规。这就导致独董履职缺乏指引、监管认定勤勉尽责缺乏标准。

独立董事权责失衡。以往独立董事承担行政罚款的数额通常较小，没有引起过多关注，但在新证券法证券集体诉讼制度下，独董亦将面临巨额的民事赔偿风险。

完善相关制度

针对独立董事制度的进一步完善，笔者建议，一是改进独董提名方式，增强其独立性。有学者提出可以建立独立董事的自律组织，由自律组织对上市公司独立董事进行自我管理，建立统一的准入标准，并对其职业标准、培训管理、履职考核等进行统一管理。在独立董事聘任方面，不再由上市公司自行提名任命，而是在自律组织的成员库中随机抽取，经组织的独立性审查后交由上市公司股东大会选举任命。此种做法能够在现有独立性要求基础上，进一步排除公司内部人提名所产生的不独立，值得参

考。但这种方式自律管理性较强，是否过于影响公司自主权，能否更好适应实际需要，亦需斟酌。

二是应明确独立董事的履职勤勉尽责标准。独董履职重点在于防止控股股东、实控人利用控制地位损害中小股东利益，重点关注公司重大关联交易、对外担保、管理层薪酬等可能具有实质关联交易性质交易的审议，对于相关交易的公允性进行审议，防止控股股东利用交易之名行输送利益之实，损害中小股东利益。

三是可对独董法律责任有所限制。在上市公司发生违法违规的情况下，应将独董和非独董区别开来，只要独董没有故意或重大过失，一般不应对其予以行政处罚。在民事责任上，只要独董没有故意或重大过失，一般不应追究其民事赔偿责任。此外，还应对其独董民事赔偿责任设定一个上限。

四是可通过董责险降低独董履职风险。当独立董事被追究法律责任时，上市公司可以通过董责险为其提供一定的保障，适当降低独立董事对上市公司信披违规民事责任的连带风险。根据上交所2019年发布的《引入董事责任保险构建上市公司激励约束机制的研究与启示》，截至2019年，美国上市公司对董责险的投保率超过90%，而2019年A股上市公司投保董责险的上市公司不足10%。