

光大证券首席宏观经济学家高瑞东：

供需是决定国际油价核心和基础因素

PPI或阶段性小幅回升

中国证劵报：近期国际油价较快上涨，会改变我国当前PPI下行趋势吗？

高瑞东：随着国际地缘局势紧张升级，国际油价快速上涨，成为近期主导PPI波动的关键因子。一方面，在国内保供稳价政策推动下，国内定价的煤炭、钢铁、建材等大宗商品价格表现相对温和，推动PPI同比继续回落。另一方面，由于石油产业链波及范围较大，油价上涨会加大输入性风险。在PPI中，与原油直接相关的石油和化工行业占比达15%以上。根据计算，若国际油价上涨10%，将影响PPI上涨0.5个百分点。

现阶段，地缘冲突引发的避险情绪和原油供给担忧，是影响油价的主线。考虑到欧美对俄罗斯原油出口的实际制裁力度有限，未来国际地缘局势的演变方向将决定油价的走势。根据我们的测算，若相关事件继续升级，油价可能冲高至120美元/桶-140美元/桶；而若相关谈判进展顺利，叠加伊核协议顺利推进，油价或见顶回落至80美元/桶-100美元/桶。

我们预计，若3月国际油价在120美元/桶以上的高位，4月PPI同比或出现阶段性小幅回升，随后重新进入下行区间。

中国证劵报：国际油价上涨推升全球通胀压力，将对美联储当前货币政策节奏产生哪些影响？

高瑞东：国际地缘局势紧张背景下，原油价格持续上涨，也推升美国通胀压力。美国2月能源价格环比上升3.5%，较上月抬升2.6个百分点。其中，汽油价格环比上涨6.6%，为美国CPI环比涨幅贡献近三分之一。

从通胀的角度出发，2月以来油价的快速上行，主要为情绪面推动，而非基本面导致。因此，在地缘冲突风险没有进一步升级的背景下，市场情绪修复的过程即油价回归至供需平衡点的过程，对通胀影响偏短期。

若相关谈判进展顺利，我们认为，美国通胀或在二季度回落，美联储没有全年激进加息的动力。若谈判未见成效，局势或将进一步发酵，这将延后美国通胀见顶时点，抬升美联储远期加息预期。

从经济基本面的角度出发，美联储在考虑货币政策收紧节奏时，需要在通胀和经济增长目标之间进行权衡，避免因加息而导致经济硬着陆。一方面，此次美联储加息为逆势加息，即因压制通胀而不得不加息。另一方面，在需求趋弱、供应链紧缩问题持续的背景下，美国经济增长动能面临较大不确定性。因此，美联储的考量，在于如何保证美国经济软着陆的同时控制好通胀。另外，美国股票、房屋等资产价格高企，激进加息对资产价格冲击剧烈，不利于维持金融稳定性。

总体而言，基于对通胀和经济增长目标之间的权衡，预计美联储加息前置，预计3月加息25BP，抑制需求并控制通胀。在通胀得到一定控制后，下半年放慢加息节奏。

对中下游企业盈利影响较大

中国证劵报：油价上涨会对哪些行业



光大证券首席宏观经济学家高瑞东日前接受中国证券报记者采访时表示，在当前油价涨幅较大的背景下，我国PPI同比增速或出现阶段性小幅回升，随后重新进入下行区间。供需仍是决定当前国际原油价格的核心和基础因素。市场对地缘紧张局势的预期和全球原油供需的博弈，是决定相关冲突发生后油价走势的关键。

他表示，为保障能源安全稳定供应，我国一方面应当持续推进能源尤其是煤炭的保供稳价工作；另一方面，应大力推动可再生能源高质量发展，加快实施可再生能源替代，缓冲外部影响。

● 本报记者 焦源源

产生影响？

高瑞东：国际油价上涨对中下游企业盈利影响较大。分行业来看，高油价背景下，利好上游石油开采、油服设备以及煤化工行业，而中游石油加工、化学工业，以及下游航空、纺织行业盈利则会有所影响。

上游行业中，石油开采行业直接受益于油价上涨，体现为开采业务的毛利率提升以及石油储备存货增值。其次，作为石油的替代品，高油价将提高煤化工产品的成本优势，煤炭开采行业利润随着油价上涨而同步抬升。在2009年至2011年油价上行周期内，布伦特原油价格自2009年1月的42美元/桶持续上涨至2011年4月的124美元/桶，期间石油和天然气开采业的销售利润率自13%大幅提高至36%，煤炭开采和洗选业的销售利润率自11%提高至14%。此外，当油价持续上涨后，将改善油企的现金流和盈利水平，进一步带动开采、勘测等资本性支出增加，间接利好油服设备行业。

中游行业中，对于以石油为原材料的石油加工和化工行业，高油价则会影响企业盈利。由于中游石化产品价格主要由成本推动，当油价温和上涨时，成本上涨的压力可以顺利传导至下游，而高油价则会减弱传导效应，直接影响盈利水平。回顾2011年至2012年高油价时期，布伦特原油价格持续高于100美元/桶，石油、煤炭及其他燃料加工业的销售利润率自3%回落至-2%，化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业的销售利润率分别自7%、6%回落至4%、3%。

下游行业中，以航空、纺织服装为代表的石油产品消费行业，由于原材料上涨的幅度往往超过其下游产品涨价的幅度，利润率均与油价负相关。以航空业为例，航油成本一般占航空公司营业成本的20%至30%，航油价格是影响航空公司利润水平的重要因素。2011年，当油价突破100美元/桶后，航空上市公司的利润率开始回落，直至2013年四季度，销售毛利率走低至7%，较2010年四季度减少10个百分点。

加快实施可再生能源替代

中国证劵报：相关地缘冲突解除后，原油价格会否进入下行通道？后续会如何演绎？

高瑞东：回顾以往地缘冲突期间的原油表现，可以发现，当局势尚未明朗时，油价的上涨不会结束。并且在冲突爆发前后约40个交易日內，冲突对原油价格的影响程度最为明显。而当事件全面爆发后，油价往往呈现快速回落态势。因此，油价能否再度冲高或回落，取决于国际地缘局势演变是否可控，而油价的长期走势，则取决于全球原油供需结构、经济基本面以及预期的调整。

第一，供需仍然是决定油价的核心基础。2014年克里米亚事件后，也存在相关能源制裁，但美国原油产量显著提升，导致油价在2014年显著下滑，并长期保持低位。

第二，市场对地缘紧张局势的预期和全球原油供需的博弈，是决定冲突发生后油价走势的关键。2002年10月，伊拉克战争使布伦特原油价格从25.5美元/桶的低点，一路上涨至2003年3月初的33.9美元/桶，涨幅达30%。此时油价已经充分包含事件所带来的溢价。2003年3月17日，战争全面爆发，油价应声下跌。一方面，前期对事件的预期落地，另一方面，OPEC抬升原油供给。2002年，OPEC月度平均供应为2530.7万桶/日，2003年增至2690.6万桶/日，而战争前的伊拉克产油量也只有200万桶/日。

因此，未来油价能否再度冲高或回落，取决于国际地缘局势演变是否可控。

中国证劵报：应对国际油价大幅波动，我国应该从哪些方面发力进一步保障能源安全？

高瑞东：能源是工业的粮食，是国民经济的命脉。为保障能源安全稳定供应，我国一方面应当持续推进能源尤其是煤炭的保供稳价工作，增加产量、产能和储备，稳定进口、价格和预期。另一方面，大力推动可再生能源高质量发展，加快实施可再生能源替代，缓冲外部影响。

去年底中央经济工作会议提出，要正确认识和把握碳达峰碳中和。要立足以煤为主的基本国情，抓好煤炭清洁高效利用，推动煤炭和新能源优化组合。要科学考核，新增可再生能源和原料用能不纳入能源消费总量控制，创造条件尽早实现能耗“双控”向碳排放总量和强度“双控”转变，加快形成减污降碳的激励约束机制，防止简单层层分解。



视觉中国图片

提升证券合规水平 为上市公司高质量发展保驾护航

● 国浩律师（上海）事务所资深顾问 黄江东

提高上市公司质量是资本市场的永恒主题。中国证监会在新发展阶段下，就如何推动上市公司在新的起点上实现更高质量发展作出诸多具体安排。其中一个重要方面，就是要加强上市公司合规管理，为公司高质量发展保驾护航。

公司的合规管理涉及面很广，如环境保护合规、劳动人事合规、安全生产合规、涉外业务合规、反洗钱合规、反垄断合规等，但对上市公司而言，证券合规是最普遍、重要的问题之一。

证券合规管理重要性凸显

何为证券合规？目前尚未见到相关法律法规有定义，相应的专项理论研究也不多见。笔者认为，证券合规就是上市公司在处理与证券事务相关的问题时应当依法依规，避免由于证券违法违规而被监管处罚、刑事追诉以及承担其他不利后果。上市公司证券合规最典型的内容有公司治理合规、信息披露合规、股份交易合规、高管行为合规、关联交易合规等。这些问题与每一个上市公司都息息相关，因而具有普遍性。此外，这些问题对于上市公司又极为重要，一旦处理不好可能造成非常严重的后果，甚至危及公司生存。从这个意义上讲，笔者认为，证券合规是上市公司高质量发展的底线与保障，是每家上市公司都要确保做好的基础工作。

如果没有合规保障，不但高质量发展是一句空话，甚至连基本的生存都会成问题。

近年来有不少上市公司因为违法违规而被栽大跟头，教训极其惨痛。根据证监会案件办理情况通报，2021年共办理上市公司虚假陈述案件163起，其中财务造假75起，同比增长8%；向公安机关移送相关涉嫌犯罪案件32起，同比增长50%。虚假陈述案件数量保持高位，重大欺诈、造假行为时有发生。相比操纵市场、内幕交易类案件的下降趋势而言，上市公司违法违规案件的持续多发引人注目。

可以说，上市公司证券合规管理的重要性越来越凸显，分析其内在原因，笔者认为主要有如下方面：一是基础法律制度趋严。2020年3月1日实施的新证券法大幅提高了证券违法行为的行政法律责任，罚款倍数提升到一至十倍，固定金额罚款普遍提升五至十倍。《刑法修正案（十一）》等出台，加大了对证券犯罪的刑事处罚力度，信息披露罪、内幕交易罪等最典型犯罪行为的最刑期从过去的7年提高到10年，同时在追诉标准上大幅降低了操纵市场罪の入罪标准，使得大量过去不能追究刑事责任的行为现在可以且必须追究了。基础法律制度是资本市场发展的四梁八柱，而且是最为刚性的。

二是监管政策上强调“零容忍”。自“建制度、不干预、零容忍”的九字方针提出以来，“零容忍”成为我国资本市场的关键词。2021年7月，中办、国办联合印发《关于依法从严打击证券违法活动的意见》，从8个方面详细规定了30余项具体举措。前不久，证监会、公安部等四部委公布《上市公司监管指引第8号——上市公司资金往来、对外担保的监管要求》，各相关部门加强监管合作，实施信息共享，共同建立监管协作机制，严厉查处资金占用、违规担保等违法

违规行为，涉嫌犯罪的依法追究刑事责任。可以说，近年来监管部门对欺诈发行、财务造假、内幕交易、操纵市场等典型违法行为始终保持高压态势。与公安机关的协作较以往更为紧密，移送公安机关的案件数量大幅上升。如果说，以往证券违法违规者还可能抱有一些侥幸心理的话，今后是越来越不可能了，其代价也将是越来越大的。

三是资本市场民事诉讼的兴起。新证券法增设了证券代表人诉讼制度，为投资者民事索赔完善了法律机制，尤其是在证券集体诉讼制度的典型案例康美药业案中，原告多达50000多名、赔偿金额则高达24.59亿元，成为资本市场里程碑式的事件。前不久，最高法院修订颁布《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》，较之原来更加贴近实践、可操作性更强，对保护中小投资者的民事权利更有利。资本市场上已经出现了一批专门代理证券投资者民事索赔的律师，一旦上市公司被立案、被处罚，就马上有律师征集投资者委托。可以说，我国资本市场上投资者民事索赔越来越规范，而对于索赔的主要对象——上市公司而言，其所面临的法律风险、经营风险无疑是较以前更大了。

完善证券合规管理机制

由上可见，近年来，由于法律制度的修改、监管政策的从严，上市公司面临的证券合规风险在加大，但与此同时，上市公司本身合规管理却明显不能与之相适应。其典型表现为：一是部分公司治理严重失范。尽管公司在上市时经过一系列的改造、辅导，但很多上市公司的治理结构仍存在不足。“三会”运作流

于形式，“一言堂”现象明显，对大股东、实控人缺乏有效制约，以至于资金占用、违规担保、不当关联交易频发。可以说，上市公司出现的一切严重问题都可以追溯到公司治理失范这个根本上。二是合规意识明显不足。公司上市后，很多实控人、高管还没有意识到对上市公司有更高、更多的合规要求，还按过去的习惯思维行事；有的认为信息披露上出问题无关紧要；更有甚者，挖空心思蓄意违规，乃至系统造假、恶意掏空上市公司。三是合规能力较为欠缺。有的公司属属“无知违法”，碰了红线而不自知。相关高管人员的合规能力明显不足。四是合规投入相对较少。部分公司并没有专职的合规人员，对合规工作重视不够。平时对合规培训、检查、问责不够重视，资源投入较少。

加强上市公司证券合规工作，从上市公司本身来看，要充分认识到做好证券合规的重要性、紧迫性，提高做好证券合规的积极性、主动性，从提升思想意识、规范公司治理、加强组织建设、增强合规能力、加大合规投入等方面着手，切实把证券合规工作抓好抓实。

从监管部门的角度来看，要建立指导、督促、评价机制，发挥外部监管的刚性强制作用和柔性指导作用，指导上市公司逐步建立、完善证券合规管理机制，探索建立对上市公司合规工作的监管评价体系，注重发挥合规表现优良公司的示范引领作用，对其给予一定的监管激励，对后进公司则要予以相应监管问责。

金融数字化转型 需重视规范化发展

● 浙江大学国际联合商学院 数字经济与金融创新研究中心联席主任 盘和林

数字金融成为今年两会上的热议话题。我国金融业已进入全新数字时代，数字金融蓬勃发展。但金融创新往往风险和机遇并存，金融机构需要重视规范化发展。在金融机构层面，应加强用户信息、数据的保护，同时配合主管部门加强对违规交易的监管。

数字金融转型存在紧迫性

当前我国数字金融线上线下发展齐头并进，一些金融机构逐步形成了完善的数字金融生态，金融机构通过数字化转型获得新的发展动力。

在线下，智能化、场景化成为数字金融转型的主要方向。一方面，传统网点转型为智能化网点，智能网点通过智能终端提升用户业务自助化水平，可自助化办理的业务越来越多，网点的“无人化”时代即将到来。另一方面，通过金融功能模块化，更多金融业务以功能模式嵌入到线下数字场景中，比如在新零售场景中结合消费信贷，金融机构通过数字金融转型，建立更多的金融功能服务入口，让金融业的服务内容更加多元。

在线上，金融业不断拓展互联网流量渠道。一方面，传统金融机构都建立了自己在线业务办理渠道，提高用户获取金融服务的便利性，让金融服务和产品随处可见。另一方面，金融业和互联网企业深度融合，尤其是金融和互联网应用的融合。利用金融服务强大的流量变现能力，既为互联网平台企业找到了流量变现途径，也让金融机构获取了流量入口。

在中小微企业融资支持方面，金融业以数字金融谋求缓解中小微企业的融资困境。一方面通过数字技术手段对中小微企业进行更加精准的风控定位和信用评级，以此来对中小微企业增信，提高中小微企业贷款额度。另一方面金融机构通过数字技术融合推出全新金融产品，对接融资供需。比如，开展供应链金融来支持中小微企业依托链主企业开拓融资渠道，通过ABS债在线销售来支持中小微企业发展。

当前，要全力推动金融业的数字化转型。数字金融推进的紧迫性在于，随着科技的发展，老百姓对于金融行业的需求正在发生根本性变化，传统金融的运营模式已不再适应数字化时代。比如，过去用户需要的金融服务包含公共缴费、现金业务等线下业务，但随着线上金融的发展，很多老百姓办理一般金融业务不再需要跑网点。

在数字时代，传统金融机构既要面对互联网金融企业的挑战，也要面对数字时代用户金融需求偏好的改变。面临严峻的金融市场竞争态势，传统金融机构只有依托数字技术在运营模式上全面突围，才有可能在未来金融领域市场竞争中占据不败之地。

以外促内寻求突围

数字金融发展也面临内外部的挑战。首先是部分传统金融机构存在严重的路径依赖，内部对于金融行业的变革认识不深，内部员工存在抵触情绪。比如在业务设置上，部分金融机构线上业务和线下业务存在“左右手互搏”现象，阻碍了金融机构数字金融业务的发展。

其次是传统金融机构经营者并不十分了解数字金融，对网点智慧和嵌入式、场景式的金融模式认知上存在差异。部分传统金融机构领导对数字金融的认知比较浅，部分数字技术落地后反而让金融产品和服务业务流程更加复杂。

再者是部分传统金融机构技术人才储备不足，传统金融机构现有的IT人才储备并不能应对金融行业数字化发展的浪潮。

最后是传统金融机构在互联网时代缺乏流量入口。传统金融依托传统基层网点来获得用户流量，相比于当前互联网巨头的用户流量获取模式，用户流量获取难度较大，成本较高，从而使得传统金融机构在业务拓展上处在弱势地位。

传统金融机构数字化转型可以采取以外促内的方式来寻求突围。在内部，传统金融机构要提升IT部门，尤其是数字金融转型主导部门的责任权重，要转换业务重心，调动各部门资源向数字金融靠拢，也可以从互联网金融领域挖掘更多人才，建立“能上能下”人才体系。在外部，传统金融机构可以和互联网企业合作。在数字技术转型方面，传统金融机构可以以依赖第三方金融科技企业的加持，解决内部人才不足的问题。

走规范发展之路

金融机构在发展数字金融的过程中，需要重视规范化发展。

随着数字金融快速发展，传统金融机构数字化转型已成为大势所趋。金融创新未来将进入爆发期，但需要注意的是，金融创新往往风险和机遇并存，金融创新上若是缺乏审慎，很容易引发风险。

如何让数字金融带来的创新能够长期可持续？笔者认为，需要金融机构在风险上给予重视，需要政府部门在规则上跟进监管。在政策层面，政府部门既要拿出系统的制度体系来保障金融业实现数字金融转型，也要通过监管科技的进步来监管金融的数字化创新。金融监管要从事后监管转向事前和事中监管，要对接金融机构数据流并对金融机构数据异常点实时监控，通过人工智能和数据分折来提前发现风险点。亦可开设金融监管沙盒，在可控环境内实施监管，让新产品/模式在真实市场环境中迭代验证，去伪存真，让用户在受保护的前提下接触新产品，享受新模式的效率而不被风险所伤。

在金融机构层面，应该加强用户信息、数据的保护，配合主管部门加强对违规交易的监管。在金融机构内部推进反洗钱、反欺诈、反舞弊，走出一条规范发展之路。