

# 研报精选

2022年3月6日 第63期

## 宏观专栏

### 《政府工作报告》点评：金融周期下行，财政加码稳增长

政府工作报告多措并举，货币政策继续发力，房地产监管政策也将确保房地产良性循环，而力度明显加大的是财政政策。基建将得到有力支撑，而大力减税降费将有利于企业投资回暖，消费亦将较2021年好转。

### 俄乌局势对全球供应链影响有多大？

报告认为，俄乌冲突对全球供应链的扰动逐步开始显现。由于俄罗斯和乌克兰的经济和产业更多偏向资源品和上游，因此整体上对全球产业链的直接影响相对偏小，且更多集中在大宗商品领域和部分欧洲国家。

## 专题聚焦

### 香港疫情情况更新

根据海外经验以及港大医学院第五波疫情模型推演，报告预计香港疫情3月中下旬或筑顶，加大疫苗接种仍是当前最好的疫情防护手段。短期看，疫情升级短期扰动线下活动和市场情绪，但中期趋势可能依然向好。

### 初见资管新规后时代——《中国银行业理财市场年度报告2021》的九个关键问题

银行业理财登记托管中心发布《中国银行业理财市场年度报告（2021年）》，银行理财的时代变局正在悄然发生。在存款自律定价机制落地、市场避险情绪或持续的背景下，报告对理财2022年规模增长更为乐观。

## 宏观专栏

### 《政府工作报告》点评：金融周期下行，财政加码稳增长

2022年经济增长目标设定为5.5%左右，与中央经济工作会议“以经济建设为中心”的基调一致。金融周期下行，经济增长驱动经历本世纪以来的第二次大切换，在私人部门杠杆率较高，而疫情有所反复的情况下，相比于传统的稳增长模式，财政政策的重要性凸显。政府工作报告多措并举，货币政策继续发力，房地产监管政策也将确保房地产良性循环，而力度明显加大的是财政政策，这与我们早前的预期基本一致。基建将得到有力支撑，而大力减税降费将有利于企业投资回暖，消费亦将较2021年好转。

#### 一、GDP目标5.5%左右，稳中求进

GDP增速目标定在5.5%左右是结合了现实需要和潜在能力后的综合考虑。从需要角度看，1) 稳增长是稳就业、保民生和防风险的基础，教育部预计，2022年高校毕业生规模1076万人，创历史新高，结构性就业压力仍然较大。今年实现5.5%左右的增长，扩大就业、增加收入就有基础。这也与中央经济工作会议中“稳字当头、稳中求进”、“以经济建设为中心”的思路相一致。2) 和中长期目标接续，十四五规划要求到2035年人均国内生产总值达到中等发达国家水平，这也要求2022年需要保持中高速增长。3) 压力增大时，主动作为，有助于引导预期、提振信心、调动积极性。供给收缩、需求不足、预期转弱的三重压力下，去年下半年我国经济下行压力加大，而今年疫情扰动、金融周期下行、外部形势更趋严峻，我国经济发展面临的挑战增多，设定5.5%左右的增速目标是“高基数上的中高速增长”，“必须爬坡过坎”体现了主动作为，有助于凝聚发展共识。调查失业率目标由2021年的“5.5%左右”调整为2022年的“5.5%以内”亦是如此。

从增长潜力看，由于受到疫情冲击影响，2021年中国实际GDP两年复合增速为5.1%，仍低于中国目前的潜在增速水平，国务院研究室副主任向东解读时表示，今年5.5%的增速目标符合现阶段我国潜在增长水平。

#### 二、金融周期下行，财政政策重要性上升

我们在《稳增长：从“德式套餐”到“日式套餐》指出，我国正面临本

世纪以来第二次增长动能大切换，稳增长模式发生转变，相应的稳增长政策侧重点亦有所不同，传统的稳增长模式主要依靠货币与监管政策发力，而新的模式下，财政政策的重要性推升。

1999-2008年是中国人口红利突出的时期，储蓄率上升，需求端体现为投资和出口经历高增长。2009-2018年是中国金融周期快速上行的时期，信贷与房价加速上行，也是城镇化加速时期。近几年来，随着人口红利的消失，金融周期步入下半场，全要素生产率将成为中国经济发展的重要动力，而科技创新将成为全要素生产率提升的重要支撑。

我们需要认识到本轮稳增长中两个结构性特征：1) 金融周期下行阶段，私人部门已债务高企、有待调整，再加杠杆的空间相对有限；2) 科技创新、数字经济、绿色经济将成为中国未来一段时间的重要发展动能。

稳增长模式发生转变，从传统的二元模式（主要依靠房地产和基建）转向多元模式，房地产要稳，基建提速，但不会大幅上升，而绿色、科创、消费等也都成为增长驱动力。

财政政策及准财政政策将扮演更大的作用。在“德式套餐”二元模式下，房地产和基建由于抵押品和隐性担保而乘数较高，“松货币”能较快传导到“宽信用”，而“日式套餐”下，房地产受房企信用风险暴露、基建受隐性债务存量化解和严谨新增制约，乘数下降，而绿色、科创由于技术限制，乘数较小，仅靠“松货币”较难实现“宽信用”，更要靠（准）财政来发力，且（准）财政可以缓解私人部门的债务压力，并能精准施策、优化结构。

### 三、财政力度明显加大，货币与监管政策亦助力稳增长

#### （一）财政力度明显加大

本次政府工作报告中财政政策的三大抓手即基建投资、减税降费和转移支付均有亮点：

1) 总量上财政支出强度显著提高。虽然今年一般赤字率从去年的3.2%调低为2.8%（一般赤字规模较上年下降2000亿元至3.37万亿元），但地方新增专项债仍持平于去年的3.65万亿元，而且去年未用资金的结转结余和调入预算稳定调节基金可为今年提供资金支持（刘昆部长表示通过跨年度调节，仅中央本

级财政调入一般预算的资金, 就达1.27万亿元, 相当于提高赤字率1个百分点), 同时特定国有金融机构和专营机构利润依法上缴近年结存利润达1.65万亿, 这些资金将支持财政支出强度加大, 今年一般公共预算支出规模比上年扩大2万亿, 广义财政(一般预算账户与政府性基金账户)支出目标增速达12.8%, 远高于2021年-1.0%的增速, 有助支持基建投资、加大转移支付力度。

**2) 出台减税退税“组合拳”, 减轻企业税负和现金流压力。**《报告》预计今年全年退税减税约2.5万亿元, 其中减税规模为1.0万亿元、留抵退税约1.5万亿元。减税政策中今年政府将针对科技型中小企业研发费用税前加计扣除比例从75%提高至100%, 鼓励企业加大创新投入; 而1.5万亿增值留抵税额直接退还企业, 将有利改善企业现金流、鼓励企业投资, 尤其是对正在进行大量投资或者生产销售周期较长的企业, 也将有力地支持科技创新、绿色转型方面的投资活动。

**留抵退税的意义重大。我们不妨举例说明。第一个例子关于长期投资。**举例来说, 假设一家企业当期投资1.13亿元购买固定资产、其中包括增值税1300万元; 购买原材料1130万元, 其中增值税130万元; 当期销售为2260万元、增值税260万元。如果不进行退税, 当期企业实际现金流为净支出1.02亿元(销售收入-原材料成本-当期投资), 并且获得1170万元的留抵税额, 用于抵扣今后的增值税。但实际上, 在正常进行销售的背景下, 企业一年需要交的增值税仅为130万元(260-130), 要用9年的时间才能将留抵税额用完、且没有利息收入, 对于企业占用了大量的资金; 如果进行留抵退税, 那么企业当期就可以从税务部门获得1170万元的资金。

**第二个例子关于生产销售周期。**如果企业购进购买原材料1130万元, 其中增值税130万元, 但是当期没有产生销售, 那么企业获得留抵税额130万元。如果进行退税, 那么企业在当期节省资金130万元, 对于原材料依赖程度大、利润率低、流动资金少的企业, 退税也将有力改善他们的现金状况。

**3) 中央对地方转移支付大幅增长, 有力保障政策落实。**从今年各地政府工作报告看, 因考虑到减税退税政策影响, 大都将今年一般公共预算收入增速定得较低。今年中央对地方的转移支付规模近9.8万亿元、较去年增加约1.5万亿元, 增长18%, 为多年来最大增幅。

## (二) 货币信贷总量增、结构优

**稳健的货币政策要加大力度，扩大新增贷款规模。**1) 本轮货币政策充足、精准、靠前发力，从去年12月以来已经开启降准降息，加大信贷投放，1月的货币信贷数据初现效果。2) 从目前货币政策的目标来看，PPI 与CPI通胀虽然有一定的上行压力，但不会明显制约货币宽松；汇率总体稳定，核心矛盾仍然是增长。在这个背景下，今年货币信贷继续总量增、结构优。降准降息仍有空间，但节奏要看财政发力速度以及经济恢复节奏。3) 央行提出让市场主体对融资成本的下降更有获得感，意味着央行可能在贷款利率之外，继续引导其他隐形融资费用下降，继续加大信用贷款的覆盖面，引导金融机构加强对小微企业中长期贷款的投放等。4) 报告首提“设立金融稳定保障基金”，重点领域的风险化解可能将继续加快。

## (三) 房地产监管：保障合理需求，因城施策良性循环

报告继续强调房住不炒、租购并举、全面落实长效机制，支持扩大保障性租赁住房供给，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。近期稳地产政策逐渐清晰。金融方面，3月2日，银保监会主席郭树清表示，“去年房价下降，房地产的泡沫化、货币化的问题发生了根本性的扭转”，3月4日银保监会发布《关于加强新市民金融服务工作的通知》，要鼓励银行满足3亿新市民的购房信贷需求；土地方面，京杭带动土拍“回温”，流拍率有所下降；地方层面，稳价格、松信贷、人才政策、购房补贴、财税优惠等政策出台，有的地区亦降低首付比。3月1日，河南、郑州宣布了一套全面的稳房地产措施，包括下调合格二手购房者的首付比例。我们预计后续可能会有更多城市发布稳房地产的政策。

## (四) 消费：修复收入和场景

本次政府工作报告提出要“推动消费持续恢复”，表述中提到了居民增收、业态恢复、物流建设、鼓励新能源汽车和家电消费等举措，基本延续了之前的消费政策基调，没有做额外的强力刺激。

目前影响消费的两个核心因素，是居民收入（与经济相关）和消费场景（与防疫相关）。尤其是去年下半年以来的消费增速回落，除了疫情反复以外，

更大的拖累是来自于居民收入增速的持续下滑。考虑到居民收入修复与经济相关、消费场景修复与防疫相关，伴随今年稳增长政策发力，居民收入有望实现企稳改善；疫情防控政策的适度放宽，也有助于餐饮、出游等消费场景的修复。我们预计在稳增长政策的支持下，全年的消费将呈现前低后高、逐季改善的趋势。以2019年为基期的复合增速，会较去年进一步改善。

展望未来，外需方面，虽然俄乌冲突给全球（尤其是欧洲）的经济增长带来一定的不确定性，但是短期来看，外需仍有韧性。内需方面，投资或将成为新发力点。1.5万亿元的增值税留抵退税如果有三分之一能再被用于投资，将提振固定资产投资增速约1个百分点。其中，制造业投资除了持续受到PPI、出口、利润拉动和产能利用率高位等因素的滞后拉动以外，在超预期的减税降费规模以及持续的信贷支持下，对于内需的支撑或将进一步加大。消费方面，我们预计在稳增长政策的支持下，消费可以实现温和增长。伴随今年稳增长政策发力，居民收入有望实现企稳改善；疫情防控政策的精准执行，也有助于餐饮、出游等消费场景的修复。我们预计全年的消费将呈现前低后高、逐季改善的趋势。综合来看，全年经济增速目标有望实现。

---

以上观点来自：2022年3月6日中金公司研究部已发布的《《政府工作报告》点评：金融周期下行，财政加码稳增长》

张文朗 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

彭文生 SAC 执证编号：S0080520060001 SFC CE Ref: ARI892

## 宏观专栏

### 俄乌局势对全球供应链影响有多大？

自俄乌冲突上周四升级以来已经有一周多时间，对全球市场的影响还在不断发酵，但脉络也逐渐清晰。第一个渠道的风险偏好和资金流向已然出现，但如果单纯只停留在这一层面的话影响相对可控（《地缘风险如何影响资产价格？》）。

第二个渠道的供应链扰动逐步开始显现，更值得关注。由于俄乌两国经济和产业结构的特点，此次供应链扰动主要体现在主要大宗商品上，如石油、天然气和小麦等，这一变化又会通过价格抬升和成本增加渠道，可能传导到通胀和货币政策上（《俄乌局势的影响路径与传导逻辑》）。目前，因冲突本身，局势不确定性下的暂缓，运输环节甚至部分交割清算效率降低（例如制裁部分银行和将7家银行剔除出SWIFT系统<sup>1</sup>）等多重因素导致的事实性供应扰动已经形成，进而推动主要大宗商品价格大涨（布伦特油价一度逼近120美元/桶，小麦价格也大幅走高）。但我们目前还不能确定的是这一轮供应冲击的影响强度和持续时间，毕竟目前还没有实质和针对性的制裁措施，例如SWIFT也并没有完全切断所有涉及能源贸易的银行（《俄乌局势叠加中美政策错位的资产含义》）。

第三个渠道是金融体系，但目前主要集中在俄罗斯境内的金融资产，尚未观察到蔓延到全球流动性的情形。面对金融制裁，俄罗斯境内资产已经出现明显的“股债汇三杀”局面和部分银行挤兑现象。作为应对，俄罗斯央行加息到20%，并停止对国外投资者国债付息等以避免资金流出压力。但是由于当前制裁已经限制了一部分存留在海外的外汇储备的使用、并禁止了一些银行的美元融资和交易，因此给俄罗斯主权债务和部分银行债务偿付都造成一定压力。这一渠道下风险的可能传导路径为：若债务主动或被动违约，一些机构敞口如果暴露过大导致亏损，进而再传染到更多金融机构，进而可能造成系统性的流动性风险，1998年俄罗斯债务违约进而导致LTCM破产即是如此。目前来看，不论俄罗斯对外负债敞口还是全球美元流动性状况看这一风险相对可控，但是

<sup>1</sup><https://www.reuters.com/business/finance/eu-excludes-seven-russian-banks-swift-official-journal-2022-03-02/>

否存在衍生品的隐性敞口以及接下来制裁的严厉程度仍值得密切跟踪（《俄乌事件升级的可能“市场冲击”》）。

**第四个渠道的影响通过全球贸易途径，对全球增长带来的可能压力。这一影响可能是相对中期且渐进的，而且以欧洲敞口更大。**

考虑到上述风险传导路径和目前的显性程度，我们在本文中聚焦供应链扰动，主要参照OECD TiVA（Trade in value-added）数据探讨此次俄乌局势可能的影响敞口。通过计算各国各行业进口俄罗斯中间品（gross imports of intermediate products）占各国各行业总进口比例（该占比越高表示在该行业对俄罗斯产业链上的依赖度更高），我们发现以下一些特点：

**1)分产品看，主要资源品是主导，例如石油、天然气、和农产品。**汇总分析后发现，主要国家对俄罗斯进口的敞口集中在农林牧渔（Agriculture, Forestry and Fishing）、矿物及采掘业（Mining and Quarrying）、化工及非金属矿物制品（Chemical and Non-Metallic Mineral Products）、基本金属及金属制品（Basic Metals and Fabricated Metal Products）水电燃气（Electricity, Gas, Water Supply, Sewerage, Waste and Remediation Services）、以及建筑业（Construction），其中包括石油和天然气的矿物及采掘业、化工及非金属矿物制品、基本金属及金属制品尤为明显，统计口径下的各国占比中位数达6.3%、3.3%和2.5%。这一点从主要产品俄罗斯出口全球贸易量占全球比例上也可以得到验证，例如天然气及原油出口分别为21%和12%，小麦及大麦分别为15%和11%。

**2)分市场看，东欧及部分西欧国家的依赖度更高。**分地区和国家看，包括美国、加拿大及部分南美国家的**美洲市场**对俄罗斯中间品进口的依赖度都相对较低。相比之下，欧洲要明显更高，**东欧国家**如捷克（矿物及采掘业占比72.1%；化工品及非金属矿物制品占比4.3%）、匈牙利（64.7%；5.7%）、波兰（66.6%；6.2%），还有土耳其（14.8%；5.0%）对俄罗斯的能源及金属矿物进口都有较高的依赖度；意大利、瑞典、荷兰及德国等虽然要低一些，但也明显高于其他地区，因此受到此次事件影响的波及也更大。**中国**对俄罗斯的进口依赖主要集

中于木材及纸制品（7.7%）、水电燃气（6.9%）及建筑业（9.6%）。东南亚国家敞口普遍都较低。

3) 部分商品的供应冲击还可能导致其他替代品紧缺，如欧洲天然气供给风险可能导致对传统燃料和其他新能源的需求加大。2021年，俄罗斯向欧洲输送的管道气约占欧洲天然气总进口量的35%。近期德国宣布暂停北溪二号之后<sup>2</sup>，考虑到缺气可能进一步加重欧洲能源短缺，传统燃料如煤炭及核能等其他能源替代不排除提上日程（欧洲发电结构中，核能占比27%、煤炭占比16%）。德国经济部长近期公开发言表示“从短期来看，为做好最坏打算，德国必须让燃煤电厂处于待命状态，不排除后期投入使用”；与此同时，德国经济部长表示加快德国太阳能及陆上和海上风电项目以及核能的再度建设也是可能计划<sup>3</sup>。

4) 一些中间生产环节或者生产其他产品所需关键原材料可能对产业链的影响，如汽车尾气催化剂所需要的钯（俄罗斯钯金全球出口贸易量占全球出口贸易量的26%），以及半导体所需要的氖气（乌克兰是用于芯片制造的激光器中氖气的主要生产国，供应美国90%以上的半导体级别氖气<sup>4</sup>）等等。

综合来看，由于俄罗斯和乌克兰的经济和产业更多偏向资源品和上游，因此整体上对全球产业链的直接影响相对偏小、且更多集中在大宗商品领域和部分欧洲国家。但是，如果这一供给缺失持续较长时间或者冲击较大幅度，造成不可逆的伤害，例如粮食播种等，那么其可能带来的蔓延风险会更为广泛，进而对于目前已经居高的通胀造成进一步压力。因此后续冲突局势、以及制裁力度依然是判断演变关键。

---

以上观点来自：2022年3月6日中金公司研究部已发布的《俄乌局势对全球供应链影响有多大？2022年2月28~3月6日》

刘刚 SAC 执证编号：S0080512030003 SFC CE Ref: AVH867

李赫民 SAC 执证编号：S0080120090056 SFC CE Ref: BQG067

王汉锋 SAC 执证编号：S0080513080002 SFC CE Ref: AND454

---

<sup>2</sup><https://www.reuters.com/business/energy/germanys-scholz-halts-nord-stream-2-certification-2022-02-22/>

<sup>3</sup><https://www.euronews.com/green/2022/03/03/europe-scrambles-to-keep-the-lights-on-as-it-sidelines-russian-gas>

<sup>4</sup><https://www.reuters.com/breakingviews/ukraine-war-flashes-neon-warning-lights-chips-2022-02-24/>

## 专题聚焦

### 香港疫情情况更新

香港疫情近况更新：仍在上行通道、死亡和重症较高；瞬时冲击较大使得医疗资源局部承压

香港疫情近期明显走高、新增确诊仍在快速上行通道、死亡和重症率偏高。在全球特别是欧美疫情都明显回落的背景下，中国香港疫情近期持续走高引发诸多关注。日均新增确诊病例2月9日首破千例后快速上行，2月25日首破万例，2月28日单日确诊一度高达34,466例，屡创新高。根据香港卫生署统计数据，目前累计确诊人数超过23.8万人<sup>5</sup>，而港大医学院估算累计可能有约170万人感染新冠病毒<sup>6</sup>（占到739万总人口的23%）。此外，瞬时的重症与死亡率较高，根据Our world in data的统计，当前中国香港10天滚动死亡率约为2%（vs. 美国的1.5%，更是远高于英国的0.23%）。

瞬时冲击较大使得医疗资源承压，港府坚持严格防控措施。此轮疫情发展较快，进而对香港医疗资源也造成了一定的压力。根据香港医院管理局数据，截至2月25日，香港公立医院总体住院病床使用率已接近90%，随着疫情持续升级，不排除仍将承压。这一基础上，港府制定了相较此前几轮疫情更为严格的防控措施，包括禁止两户以上聚会，限制餐厅用餐人数、强制佩戴口罩、以及考虑进行全员核酸检测等举措。中央政府也高度重视，与广东省共同研究制定和实施举措支持香港共同防控疫情。目前，中央援港的青衣方舱医院已开始接受患者，全部投入后可提供3900个应急隔离床位。

本轮疫情的特征：Omicron高传染性和香港自身特点导致传播较快；3月中下旬或筑顶；加大疫苗接种仍是最好防护

Omicron的高传染性以及香港自身特点（人口密度大、疫苗接种比例相对不高）是本轮疫情传播较快的主要原因。单从疫情自身特征看，本轮中国香港疫情并没有和去年底到今年初欧美爆发的疫情有本质不同，特别是由于

<sup>5</sup><https://www.coronavirus.gov.hk/chi/>

<sup>6</sup><https://covid19.med.hku.hk/en/Med-Fac/news/press/-/media/368B350C7DBA41BB90CBE1E26400AEDF.ashx>

Omicron病毒高传染性特征，瞬时冲击都非常大（例如美国在1月初疫情高峰时单日新增确诊接近137万人，还没考虑到无法检测到的案例）。不过，香港人口密度更高和疫苗接种比例（特别是加强针）偏低使其此轮疫情相比总人口的确诊数以及死亡和重症率都显得更高。中国香港人口密度为每平方公里7,040人，接近新加坡，但远高于欧美等国。此外，根据港府公布疫苗接种情况看，在整体加强针不高的背景下，老年人接种比例相对更低（80岁以上人口接种两剂及以上占比仅为30%，70岁以上人口比例也不足60%），这些都使得香港本轮疫情传播更快且重症和死亡率相对偏高。

海外经验显示，疫情从快速抬升到见顶一般持续3~4周。尽管当前疫情发展较快，但海外经验已经表明Omicron病毒毒性比此前毒株更弱，故重症与死亡率都低于此前几轮疫情，整体可控。从时间演变节奏上，本轮Omicron几个典型的案例（如南非、英国和美国）经验显示，从快速爆发到见顶一般持续3-4周左右，即便是疫苗接种比例更低的南非也是如此。上述规律与港大医学院2月28日模型推演的结论类似，该模型预计本轮疫情高点可能出现在3月中附近（日均新增18万人），但死亡和重症可能会相对滞后。不过，值得注意的是，尽管高人口密度和低接种率仍是短期挑战，但港府也在积极开展进一步加强针接种、开启使用青衣方舱医院以及联合商界开辟隔离酒店等多项举措，有望分担轻症患者以缓解医院资源紧张等问题，再加上中央政府的大力支持，都将有助于香港加速控制本轮疫情。此外，根据欧美经验来看，加大疫苗接种依然是当前最好的疫情防护手段。

对经济和市场影响：短期扰动线下活动和市场情绪、且适逢地缘风险和美联储加息临近；但中期趋势可能依然向好

短期而言，疫情升级叠加防控措施加强，都难免对经济活动特别是线下消费造成一定扰动，但根据欧美多轮疫情经验看，此种扰动更多为瞬时冲击，待疫情缓解后将逐步修复。不过，此次疫情适逢地缘风险和美联储加息临近（3月15~16日），香港金管局也会跟随加息，因此需要关注潜在叠加影响。近期港币兑美元持续走弱，目前已接近弱方保证（7.82）。

从市场角度，近期疫情升级、叠加地缘风险和监管等因素，共同打压了市场情绪和成交活跃度（港股日均成交约1200亿港币），市场明显回调并基本回吐年初以来涨幅，估值再度回到此前低位，其中疫情受损板块，如线下零售、博彩和商业地产更为承压。不过，考虑到港股市场多数实为中资公司，对疫情和外部地缘风险敞口相对较小，因此我们认为也无需在当前已经较低的估值水平上更为悲观，更不用说国内稳增长仍在持续推进。在我们看来，近期更多因情绪驱动的抛售反而有助于市场快速消化其他各种不确定性，达到“情绪底”。因此，虽然仍存在短期扰动，但我们仍然看好港股的中期前景。后续更多稳增长政策出台，不仅将有助于吸引南向资金流入，也会提升整体风险偏好。



---

以上观点来自：2022年3月3日中金公司研究部已发布的《香港疫情情况更新》

王汉锋 SAC 执证编号：S0080513080002 SFC CE Ref: AND454

刘刚 SAC 执证编号：S0080512030003 SFC CE Ref: AVH867

张巍瀚 SAC 执证编号：S0080122010112

## 专题聚焦

### 初见资管新规后时代——《中国银行业理财市场年度报告2021》的九个关键问题

银行业理财登记托管中心发布《中国银行业理财市场年度报告(2021年)》，我们认为银行理财的时代变局正在悄然发生。

**Q1: 2021年银行理财增速超预期，如何展望未来理财市场扩容？** 2021年银行理财同比增长12.3%，实现资管新规后最快增速。在存款自律定价机制落地、市场避险情绪或持续的背景下，我们对理财2022年规模增长更为乐观。

**Q2: 过渡期内银行理财的转型表现？** 保本型理财产品已全部完成压降；净值化转型进度已完成93%；同业理财大幅压降97.5%，多层嵌套基本清除。

**Q3: 2021年哪类产品发力助推银行理财增长超预期？** 一级低风险产品、T+0型产品、开放式产品是2021年增量理财产品的主力。

**Q4: 现金管理类理财产品占比不降反升意味着什么？** 2H21现金管理类理财产品规模增长提速，占比提升至32%。现金类产品转型压力或低于市场预期。

**Q5: 银行理财资产荒加剧，如何实现破局？** 资管新规发布以来非保本产品配置非标资产规模已压降超40%；直投权益类资产配置比例与规模继续双降。债券类资产，尤其是高评级债券，成为资产荒背景下理财主要的增配资产来源。我们认为，把握权益资产的时代红利，可能是破解资产荒问题最有效的手段。

**Q6: 理财客户风险偏好一定低，这是否是一个真命题？** 理财产品投资者中实际上有22%的客群风险偏好位列四级和五级（成长型、进取型），目前理财产品布局可能并未有效对接存量投资者中高风险资产的配置需求。

**Q7: 理财产品代销江湖：市场格局与展业环境如何？** 跨行代销尚处起步阶段，规模占比5.5%，股份行规模领先；中小银行转向代销业务趋势已得验证。

**Q8: 打破刚兑后，理财产品的收益表现如何？** 理财产品收益波动相对稳健，实现3.49%的平均收益。月内发生破净情况的产品数量占比均值仅为1.2%。

**Q9: 如何评估FOF产品的短期与长期作用?** 2021年FOF型产品发力, 存续规模1536亿元。短期内, FOF产品或成为规模增长、布局权益资产投资的有效手段; 但从中长期来看, 大力发展直投或是更具性价比的选择。



---

以上观点来自: 2022年2月28日中金公司研究部已发布的《初见资管新规后时代——  
《中国银行业理财市场年度报告2021》的九个关键问题》

王子瑜 SAC 执证编号: S0080120070123

张帅帅 SAC 执证编号: S0080516060001 SFC CE Ref: BHQ055

## 附：一周主要研报回顾

### 宏观

- 2022.2.28 中国图说中国宏观周报：对俄制裁升级影响几何？
- 2022.3.1 中国宏观专题报告：稳增长：“政策三角”的进度
- 2022.3.1 中国宏观热点速评：2月PMI点评：反季节性主因需求扩张和就地过年
- 2022.3.3 中国宏观热点速评：从国新办吹风会看两会政策
- 2022.3.3 中国宏观热点速评：2月经济数据前瞻：出口强劲，融资继续改善
- 2022.3.4 中国宏观专题报告：数字经济月报：全球新动向
- 2022.3.5 海外宏观周报：油价上涨如何影响美国通胀？
- 2022.3.6 中国宏观周报：《政府工作报告》点评：金融周期下行，财政加码稳增长

### 策略及大宗商品

- 2022.2.28 主题策略：稳增长：新阶段，新挑战，新结构
- 2022.2.28 大宗商品：东南亚：供给恢复，约束仍存
- 2022.3.1 A股和港股行业首选：2022年3月
- 2022.3.1 主题策略：行业配置月报：“情绪底”渐近，风格更平衡
- 2022.3.3 主题策略：香港疫情情况更新
- 2022.3.3 大类资产配置月报（2022-03）：全球市场震荡后的风险与机会
- 2022.3.3 海外策略：俄乌局势叠加中美政策错位的资产含义 海外资产配置月报（2022-03）
- 2022.3.5 全球资金流向监测：外资流出A股，南向流入加速
- 2022.3.5 海外策略：从非农和供应链看疫情改善的效果 疫情复工周度追踪（3月5日）
- 2022.3.5 大宗商品：政府工作报告解读：需求稳增长，供应有保障
- 2022.3.6 海外市场观察：俄乌局势对全球供应链影响有多大？ 2022年2月28~3月6日
- 2022.3.6 海外中资股策略：两会继续部署“稳增长”政策
- 2022.3.6 A股策略周报：两会部署稳增长方向

### 固定收益

- 2022.2.28 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2022.2.28 中资美元债周报：新发放量，二级市场整体走弱
- 2022.2.28 简评：净值转型规模增长，债券配置比例提升——2021年理财年报点评

- 2022.2.28 招投标备忘录：国开债22年第1、3期，21年第18期增发——利率债招标分析
- 2022.3.1 简评：春节错位致2月份PMI回升，上游好于下游 ——2月PMI数据分析
- 2022.3.1 简评：交运类转债：稳中向好的真实诠释
- 2022.3.1 招投标备忘录：农发债21年第10期、22年第1期增发——利率债招标分析
- 2022.3.1 资产证券化分析周报：2021年ABS二级市场交易特征回顾&公募REITs周报
- 2022.3.2 简评：AMC参与房企风险化解工作简评
- 2022.3.2 简评：上22转债投资价值分析
- 2022.3.2 简评：2022年3月十大转债
- 2022.3.2 招投标备忘录：国开债21年第17期、22年第4、5期增发——利率债招标分析
- 2022.3.2 简评：进出口行浮息债再现，丰富投资品种 ——进出口行2022年第一期以DR007为基准浮息债发行点评
- 2022.3.2 简评：丝路视觉转债投资价值分析
- 2022.3.3 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2022.3.3 简评：隐债“清零”地区特征及信用资质影响
- 2022.3.3 简评：成都银行转债投资价值分析
- 2022.3.3 简评：盘龙药业转债投资价值分析
- 2022.3.3 简评：城投利差回落，地产分化加剧 ——2022年2月行业利差跟踪
- 2022.3.3 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2022.3.3 招投标备忘录：贴现国债22年第8、9期新发——利率债招标分析
- 2022.3.4 中国可转债策略周报：年初的“无可避免”与“精雕细琢”
- 2022.3.4 中国信用策略月报：收益率上行空间有限，配置需求仍存
- 2022.3.5 信用债收益率跟踪周报：一级供给回落，银行资本补充债券收益率上行明显
- 2022.3.5 简评：各项政策发力，引导企业活力回升和融资成本下行，仍有利于债券利率下行 ——2022年政府工作报告点评
- 2022.3.5 中国利率策略周报：从金融机构行为看债市核心矛盾

## 行业

- 2022.2.28 传媒互联网：周报：市场关注游戏版号进程，芒果TV内测互动小说阅读平台
- 2022.2.28 交通运输物流：双周报：国际货代的模式迭代与格局演进

- 2022.2.28 日常消费：零研月报：1月多数品类商超销售增速改善
- 2022.2.28 银行：初见资管新规后时代——《中国银行业理财市场年度报告2021》的九个关键问题
- 2022.2.28 银行：银行周度观察：金融支持实体经济的十大方向
- 2022.2.28 公用事业：煤价调控力度增强 火电向好催化启动
- 2022.2.28 金融：数字金融月报：数字人民币用户爆发增长；股票用户保持较高活跃度
- 2022.2.28 机械：重申推荐新能源装备，关注出口链成本压力
- 2022.2.28 机械：光伏设备：终端需求+技术变革驱动，建议把握底部布局机会
- 2022.2.28 建筑与工程：年后建筑调研反馈：“稳增长”正在发力
- 2022.2.28 主题研究：1Q光伏需求强劲，第二批大基地逐渐明朗
- 2022.2.28 汽车及零部件：业绩快报密集发布 成本端压力仍存
- 2022.2.28 日常消费：周思考：白酒基本面稳健向好；大众品动销平稳
- 2022.2.28 传媒互联网：2021年广告市场回顾：广告大盘疫情后持续复苏，梯媒连续两年双位数增长
- 2022.2.28 化工：关注新能源材料布局机会，全球化肥景气持续时间或将超预期
- 2022.2.28 航空航天科技：关注俄乌局势变化，板块当前性价比较高
- 2022.2.28 医疗健康：中金医药月度10+7组合：2022年3月组合
- 2022.2.28 金融：中金看海外 公司 | 邓白氏：老牌企业征信及商业信息提供商
- 2022.2.28 软件及服务：超视频化：场景升级之基，交互体验之纽
- 2022.2.28 家电及相关：LED光源升级，亮度达入门级激光电视水平
- 2022.3.1 纺织服装珠宝：每周聚焦：关注金价上涨对金饰消费的促进
- 2022.3.1 房地产：周报#281：2月新房销售仍处底部
- 2022.3.1 新能源汽车：软包需求高增，铝塑膜国产替代进行时
- 2022.3.1 金融：海外财富管理4Q21业绩点评：客户资产创新高、并购协同显成效、业务增长焕生机
- 2022.3.1 物业管理服务：物业行业观察一：如何看待行业营商环境
- 2022.3.2 非酒类食品饮料：乳业月报：近期国内外奶价有所分化，国内乳品消费延续稳健
- 2022.3.2 博彩及奢侈品：二月总博彩收入环比上升22.3%，春节前夕旅游限制放宽
- 2022.3.2 物业管理服务：物业行业观察二：物企科技化实践与方向
- 2022.3.3 基础材料：新能源材料系列（五）-硅碳负极产业化脚步临近
- 2022.3.3 科技：AI基础设施系列之：东数西算蓄势待发，AI芯片有望受益

- 2022.3.3 银行：稳增长与化风险——促进经济金融良性循环和高质量发展新闻发布会点评
- 2022.3.3 家电及相关：为何看好智能微投、激光电视增长潜力
- 2022.3.3 博彩及奢侈品：奢侈品月报：2022年2月
- 2022.3.4 电力电气设备：光伏：国内开局良好，海外预期强化
- 2022.3.5 房地产：开年楼市调研：底部震荡，分化延续
- 2022.3.5 传媒互联网：关注进口影片定档，票房大盘或有弹性
- 2022.3.5 金融：详解国际清算格局，关注数字人民币进展
- 2022.3.6 金融：周报：全面注册制渐行渐近
- 2022.3.6 钢铁：“稳增长”信号再强化，看好2Q板块行情
- 2022.3.6 银行：《政府工作报告》的金融信号



## **法律声明**

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

---

**如有进一步需求，请联系：**

吴慧敏 huimin.wu@cicc.com.cn

吴婷 ting.wu@cicc.com.cn

左烜暄 xuanxuan.zuo@cicc.com.cn