



▲分析料中國將加快推進高水平對外開放，包括穩步擴大規則、規制、管理等制度型開放。 中通社

百年變局之下，國家間金融競爭加劇。而從俄烏衝突發展來看，國際金融競爭和金融安全至關重要。因此，堅持走中國特色金融發展道路，就是要嚴格區分於其他國家的金融發展模式。國家金融治理是中國特色金融發展道路的基礎，更是應對國際金融競爭的關鍵。

中國金融發展堅持「以我為主」



金融觀察 鄧宇

上海金融與發展實驗室特聘研究員

回顧世界金融史可知，一個國家的崛起離不開金融體系的有效支持。當今的發達經濟體，無一例外不具備強有力的國家金融能力，通過資本市場的穩定繁榮、銀行金融系統的完善，以及金融監管體系的建立，不僅實現了金融資源配置效率最大化，促進了實體經濟快速發展，而且為全球投資布局提供了重要支撐，但過度依賴金融發展而脫離實體經濟也會醞釀出潛在危機。

當前的世界格局正處於一個激烈變化的過程，國際金融的競爭正朝着「意識形態」與國際權力鬥爭的方向延伸。在今次俄烏衝突中，歐美競相推出金融制裁措施，破壞了國際金融秩序和規則，對全球金融安全構成了新的挑戰，這預示着未來國際金融競爭環境將趨於複雜。

中長期來看，「國際市場紅利期」可能持續壓縮，美元在統治國際貨幣體系長達七十年之後，正不可避免地步入衰退軌道。憑藉暫時的競爭優勢，美國也許還能維持一段時期的美元本位，但基於國際貨幣均衡的角度，全球貨幣金融領域的公共產品必將迎來結構變革。對大國而言，未來國際金融競爭意味着既要重視國家金融治理，也要注重國際金融安全體系建設。

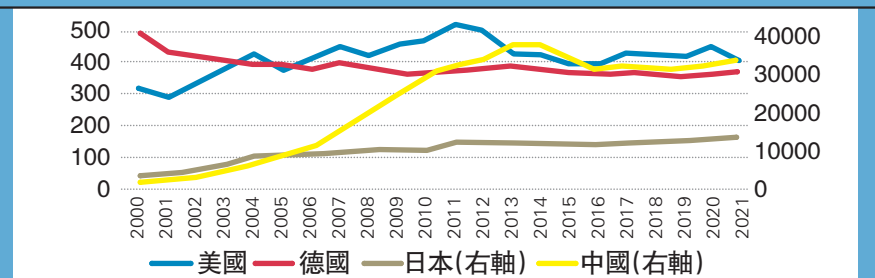
但凡經濟高度發達的國家和地區，金融行業的國際競爭力都較強勁，並具備完善的配套機制。傳統國際貨幣體系和規則建立在以發達經濟體利益為核心的基礎上，顯然對新興經濟體的發展極為不利。例如俄烏衝突期間，歐美切斷了俄羅斯銀行與環球銀行金融電信協會（SWIFT）的聯繫，將國際公共金融基礎設施的中立轉向了政治化，反映出國際金融安全可能受到嚴重威脅。

金融競爭倒逼金融治理

縱觀拉美及東南亞國家，之所以出現嚴重的債務危機，其直接原因在於債務偏高，而儲備資產嚴重不足，難以按約償還債務。深層次原因是國家金融治理存在缺陷或短板，包括貿然實行經濟金融自由化政策、過度放鬆金融監管，以及嚴重依賴國際資本等。相較於其他新興市場國家，中國的儲備資產基本保持平穩。統計顯示，2015–2021年間中國的外匯儲備規模一直保持在比較均衡的發展水平，基本上穩定在3.2萬億美元左右。

由於外商直接投資持續增加、貿易順差仍保持一定規模優勢，中國積累了較大規模的外匯儲備資產，近幾年逐漸加強外匯儲備管理，通過持有不同組合的國債、增加黃金儲備等方式，合理分配外匯儲備資產，以便能夠分散風險，主要目標是確保國家金融資產的安全和穩定。從這個層面來看，國家金融治理就不僅僅在於技術和市場，而是拓展到了國家金融競爭領域，要求具備更健全的

近年全球主要經濟體外匯儲備(億美元)



數據來源：世界銀行、國際貨幣基金組織、Wind 註：數據截至2021年末

金融市場機制，在市場開放和金融安全上保持平衡。

金融作為現代經濟的核心，是一國實現經濟可持續增長、社會健康穩定發展的重要基礎和工具。推進國家治理體系和治理能力現代化，需要充分發揮市場在資源配置上的決定性作用。中國作為全球重要性國家，在金融治理方面汲取了許多經驗教訓，始終堅持「以我為主」的金融改革與金融開放進程，有的放矢。近年來，中國圍繞金融工作「服務實體經濟、防控金融風險、深化金融改革」三大任務推行了一系列金融治理體系建設，取得了較大成績。

金融制度關乎金融安全

中國的經濟發展成績有目共睹，擁有巨大的市場發展潛力，穩步擴大金融開放，為境外投資者增持人民幣資產、增加對中國市場投資提供了便利通道。聯合國貿易和發展會議（UNCTAD）數據顯示，2010–2021年間中國FDI（境外資金直接投資）存量規模從5868.82億美元增加至20640.18億美元，僅次於美國，增幅近252%，同期日本、德國的增幅分別為19.6%、19.2%。疫情發生兩年以來，中國吸引外資的優勢持續增強，並連續兩年創下歷史新高。

美國、英國及日本、新加坡等發達經濟體均力圖打造具有國際競爭力的金融市場，為國際投資者創造更多的通道，離岸金融市場、外匯交易市場，以及全球資產管理中心、財富管理中心都成為爭奪要地。北京、上海、香港在構建國家金融能力建設方面，具備非常深厚的基礎和廣闊的發展空間。北京明確作為國家金融管理中心，上海着眼於全球資產管理中心和人民幣跨境使用樞紐，香港則定位於離岸人民幣中心，通過差異化定位、系統化推進，國家金融能力建設將邁上新台階。

自2001年加入世界貿易組織（WTO）以來，中國金融改革進程明顯加快，金融發展水平大幅提升。國際貨幣基金組織（IMF）金融發展指數顯示，中國金融發展指數從1982年的0.23升至2020年的0.67，已經超過發達市場（2020年0.63），而且遠高於新興市場（2020年0.33）；中國在金融市場指數的表現成長最快，從1982年的0.24上升至2020年的0.7，超過了發達市場（2020年0.54），但與美國和日本（2020年分別為0.9和0.86）相比較還有一定差距，這也意味着未來的發展空間更大，仍有必要持續深化改革，探索穩步推進金融開放的最佳路徑。

面對外部環境的變化，未來推動高水平開放，統籌發展與安全的重要性正在上升。全球金融格局正面臨兩大趨勢：一是全球金融「陣營化」趨勢加快，針對第三方的金融制裁可能會有升級，由此將產生「二級制裁」風險，將威脅國家金融安全；二是產業鏈價值鏈的轉移趨勢加快，全球產業鏈體系正在悄然發生變遷，將對傳統的國際金融合作帶來新的衝擊。

今後一段時期，中國將加快推進高水平對外開放，其中包括穩步擴大規則、規制、管理、標準等制度型開放，涉及到貿易結構轉型、外資開放、共建「一帶一路」以及自由貿易試驗區提升戰略、人民幣國際化等重點領域。因此，未來需要對內夯實金融治理體系，對外提升國際金融競爭能力，着力防範內外系統性金融風險。

結論與展望

國際經驗已經證明，缺乏自主性和獨立性的金融治理模式將難以真正服務於國家利益，拉美、東南亞國家的經驗教訓是前車之鑒。同時，歐美寬鬆貨幣政策驅動下的債務型經濟模式不僅透支了國家信用、扭曲了財政與貨幣政策的功能，還助長了國家財政赤字和過度金融化，致使國家、企業和居民均陷入到高債務、高槓桿的困境。2008年全球金融危機及2020年新冠流行期間，歐美國家的貨幣政策引發的負面效應嚴重衝擊國際金融市場秩序，俄烏衝突期間針對俄羅斯的金融制裁、凍結外匯儲備等現象，充分反映了國際金融競爭環境正在發生變化。

雖然現代金融理論體系源於歐美，但並不意味着「放之四海而皆準」。中國特色金融發展道路需要加強理論創新，突出國情特色。一方面需要加強國家金融治理和國家金融能力建設，堅定深化金融改革和穩步擴大金融開放的路徑模式，持續完善金融監管體系，增強防範化解金融風險的能力，並推動金融機構公司治理建設和金融市場法治化建設；另一方面需要積極探索構建具有中國特色的自主知識體系，從理論創新、學科建設及國際學術交流、產學研融合等各領域開拓思路，加大中國特色金融發展道路研究，促進中國現代特色金融體系走向學理化、國際化。

此外，在未來推進高水平制度型開放進程中，既要統籌設計路線圖，也要加快創建穩健可靠的金融開放制度環境，以中國式現代化的國家金融治理建設和國家金融能力建設為本，應對日益複雜多變的國際金融競爭。

（本文謹代表個人觀點）

內房刺激措施有待加碼



財經萬象 薛洪言

星圖金融研究院副院長

經過去年11月的快速反彈後，A股地產板塊進入盤整階段，整體跑輸大盤。2022年12月12日至2023年1月10日，申萬地產指數累計下跌7.33%，在31個大類行業中位居倒數第二，跑輸滬深300指數7.81個百分點。與此同時，穩地產政策一直密集出台，板塊回調的原因還是強預期與弱現實的對抗下，疲弱的現實再次佔據上風，導致市場對地產板塊復甦勢頭不敢抱太大期待。

從數據上看，2022年百強房企全口徑銷售金額為7.29萬億元（人民幣，下同），同比下降42.3%；銷售面積為4.5萬平方米，同比下降46.7%。其中，12月百強房企銷售金額同比下降31.8%，降幅雖有收窄，但銷售並未實質性回暖。進入2023年，地產銷售繼續負增長，截至1月8日，30大中城市周度銷售面積環比降40.2%，且不同城市明顯分化，一線和強二線城市表現較好，三四線及以下城市購房情緒仍處低位。

考慮到2022年以來各地累計出台寬鬆性政策七百餘條，首套房貸利率也降至2010年以來的新低，新房銷售仍未企穩，難免讓市場憂慮。物業作為家庭財富的主要承載物，不僅僅是投資性購房買漲不買跌，剛需和改善性需求同樣買漲不買跌。以首付款30%計算，如果房價下跌10%，居民在不同的時點買房，要麼節約三分之一的首付款，要麼損失三分之一的首付款，理性的選擇自然是等等看。

對於投資者而言，重要的不是現狀，而是對未來的預判。當市場情緒普遍低迷時，若地產未來銷售超預期，地產板塊也會有超預期行情。那麼，地產銷售究竟能否企穩呢？基於已有政策來看，似乎效果有限，但考慮到仍未出台的政策工具箱，我們應該充滿信心。

首先，政策端對於穩地產具有強烈的訴求。中央經濟工作會議明確提出支持住房改善需求，滿足行業合理融資需求，有效防範化解優質頭部房企風險，改善資產負債狀況。尤其會議將房地產相關表述納入到「防範化解重大經濟金融風險」項下，凸顯了地產對經濟發展牽一髮動全身的影響。

其次，地產不穩，經濟難興。作為現階段國民經濟支柱產業，某種意義上，地產不穩，經濟難興。1）只有房價企穩，居民購房信心才能企穩，推動

銷售面積正增長，在這個意義上，地產銷售要麼量價齊升，要麼量價齊跌，很難降價促量；2）中國居民部門約70%的資產為不動產，房價不穩或低迷下行會通過財富效應的負反饋影響消費信心，繼而抑制消費回暖；3）作為金融體系最主要的抵押物，房價企穩才能為實體部門加槓桿打開空間。

最後，政策工具箱仍有空間。多年來，為抑制房價過快上漲，政策端層層加碼，現在逐步取消不合時宜的緊縮政策本身就有刺激效果。目前，針對一線和強二線城市的限購、限貸措施仍有明顯鬆動空間，筆者預計將在未來一段時間逐步落地。就房貸利率而言，市場普遍期待5年期LPR（基礎貸款利率）會再次調降。同時，在構建房地產新型發展模式的背景下，長租房建設成為地方施政重點，近期已有地方政府出面購買新建商品房用作長租房，接下來預計有更多地方效仿，以團購的形式增加需求。

此外，新房房價說到底還是個供需的問題，2021年下半年以來開發商拿地積極性大幅減弱，對應兩年以後的新房供給預計大幅萎縮，也會對房價預期產生強力支撐。

銷售料重拾增長

總之，鑒於房價企穩的重要性和政策端仍顯富裕的工具箱，2023年房價企穩是大概率事件，全年地產銷售面積有望實現同比個位數正增長。但不同區域之間、房企之間會出現分化，上市龍頭房企有望強者更強。

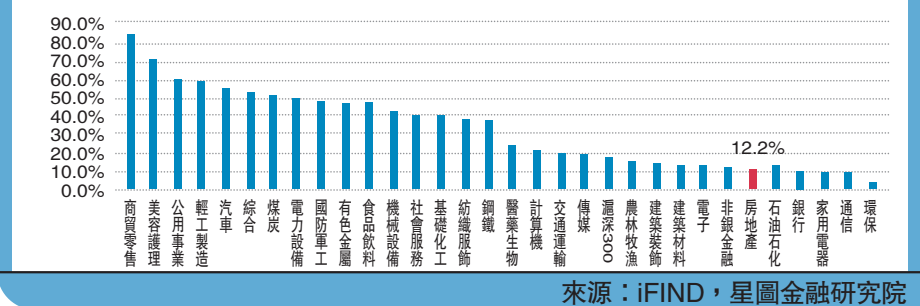
從行情演繹來看，只要地產銷售確定性企穩，市場將開始演繹龍頭房企的份額提升邏輯，以及需求回暖之下短期的新房供需缺口邏輯，估值有望持續抬升。但由於地產行業中長期邏輯發生變化，地產開發主業呈現去金融化、製造業化的特徵，整體利潤增速會下台階，壓制地產板塊演繹空間。

短期邏輯向好、長期邏輯中性偏下，在2023年的行情演繹中，地產大概率會出現明顯分化，自持物業收租和物業管理等提供永續現金流的模塊佔比越高，行情佔優的概率越大。

地產板塊雖然受長邏輯壓制，但就2023年上半年來看，地產政策仍將密集出台，疊加龍頭房企估值仍處低位，在政策刺激下，地產板塊大概率仍會有超預期表現，也將跑贏大多數板塊。進入下半年，隨着地產回暖，政策邊際效應減弱，市場風險偏好抬升，屆時長邏輯向好的成長板塊將更具配置價值。

各行業最新市淨率分位

（2018年12月31日至2023年1月10日）



來源：iFIND，星圖金融研究院

就業市場轉差 美息見頂不遠



樓市智庫 陳永傑

中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁

聯儲局上次議息的點陣圖中值顯示，今、明年底聯邦基金利率預期中值，分別為5.1厘、4.1厘。據外電報道，預料政策訂訂委員會將把更多注意力轉向就業最大化，預料今年聯儲局變得趨向鴿派。今年底5.1厘的息口，見頂雖不中亦不遠矣。

點陣圖中值顯示，今、明年底，聯邦基金利率預期中值分別為5.1厘、4.1厘，高過去年9月預期的4.6厘、3.9厘，預期2025年底中值為3.1厘，高過之前預期的2.9厘，亦維持較長期預期中值於2.5厘不變。

聯儲局下調今年及明年經濟增長預測，預計今年經濟增長0.5%，增幅低過之前估計的1.2%；預計明年增長1.6%，略低過之前預測的1.7%。聯儲局維持2025年經濟增長1.8%的預測，長期增長預期中值，亦維持於1.8%不變。

聯儲局上調PCE通脹率預測，預計今明兩年通脹率分別為3.1%及2.5%，高過之前預計的2.8%和2.3%；預計2025年通脹率為2.1%，高過之前預計

的2%，較長期預測中值則維持於2%。聯儲局上調失業率預測，料今年美國失業率均為4.6%，兩者都高過之前預估的4.4%。2025年為4.5%，高過之前預測的4.3%。長期預測中值為4%，維持不變。

聯儲局點陣圖有一定參考價值之外，隨着聯儲局決策層換血走向鴿派，未來加息壓力亦得以紓緩。過去一年，聯儲局重手加息造成全球投資市場及經濟異常波動，亦因聯儲局中有比較多激進鷹派要求大力加息遏抑通脹所致。

聯邦公開市場委員會委員進行年度輪換之後，聖路易聯儲銀行行長布拉德、克利夫蘭聯儲銀行行長梅斯特，以及堪薩斯聯儲銀行總裁喬治都將失去投票權，三人均支持大幅加息以遏制通脹；新上任被視為立場中性的波士頓聯儲銀行行長科林斯亦將失去投票權。即將獲得公開市場委員會投票權的包括：目前被視作堅定的鷹派明尼阿波利斯聯儲銀行行長卡什卡里、被視作鴿派人物的芝加哥聯儲銀行新任行長古爾斯比芝。費城聯儲銀行行長哈克及達拉斯聯儲銀行行長洛根，均被視作中間派。

幾乎所有成員都認為今年底聯儲局的目標利率將超過5厘，無人預計減息。在目前市場環境下，不再加息已是上上大吉。