

GEIF研究报告

全球宏观金融与资产配置报告

2021战略与预测



中国科学技术大学

University of Science and Technology of China

国际金融研究院全球经济与国际金融研究中心
(GEIF)



目录

第一部分	
全球政治：世界秩序重构与中美关系变局	01
第二部分	
全球经济：避险资产依然具有吸引力，高度重视美股高波动性	09
第三部分	
中国经济：温和通胀下的资产配置机会	17
第四部分	
金融科技：新冠疫情对金融科技服务的系统性影响仍在深化	24

2021战略与预测 全球宏观金融与资产配置报告

主 管：中国科学技术大学国际金融研究院

主 办：中国科大国金院全球经济与国际金融研究中心（GEIF）

顾 问：余玉刚

总 编：张 明

主 编：吴 林

副主编：倪金节

执 笔：张 明 吴 林 肖立晟 郑联盛

葛天任 倪金节 李玮瞳



中国科学技术大学

University of Science and Technology of China

国金院全球经济与国际金融研究中心(GEIF)

中国科学技术大学官方网站 www.ustc.edu.cn

中国科学技术大学国际金融研究院官方网站 iif.ustc.edu.cn

第一部分 全球政治

世界秩序重构与中美关系变局

一、2020年全球变局

1、疫情与世界秩序重构

2020年是新冠疫情黑天鹅加速世界秩序向着大分化、大转型方向演进的关键一年。这是自二战之后，人类世界所面临的最为严重的一次危机事件。截至2020年12月30日，根据霍普金斯大学全球新冠疫情统计报告显示，全球确诊病例已超8000万例，死亡超170万人。新冠疫情犹如一次全球性的社会实验，在原本已经陷入重重危机的世界秩序基础上，不仅按下了经济发展的暂停与倒退键，甚至还按下了社会分裂与政权转移的加速键。

目前，尽管世界上最著名的分析家和各主要研究机构出版了各类研究报告，但是还没有一个能够准确并详细预知新冠疫情对世界历史所产生的巨大影响。我们认为，新冠疫情显然将加速四个方面的重大变革：第一，新冠疫情将加速世界经济下行和分化的大趋势，这是由于各国采取的货币超发政策与国内社会分化状况加剧所导致的，**2008年以来的世界经济和金融危机并没有得到根本解决，反而雪上加霜，而危机不过是被货币政策的短期应对所掩盖。**第二，新冠疫情将加速国内社会分化所引起的国内政治转向与国际政治经济秩序重组，由于国内与国际政治相互激荡影响，全球脆弱地区的政治与经济风险将加剧或发生连锁效应。第三，新冠疫情将推动数字化社会的加速到来，各国在新技术和数字社会建设方面的竞争将更加激烈，数字社会的最重大影响乃是透明社会的悄然来临。第四，新冠疫情推动疫苗民族主义兴起，加速东亚国家共同体价值的复兴，从世界文明史的角度看这具有划时代意义，或许西方中心的世界文明体系将从此逐渐瓦解。

2020年是新冠疫情黑天鹅加速世界秩序向着大分化、大转型方向演进的关键一年。



图1 新冠疫情全球蔓延
(来源：约翰霍普金斯大学全球疫情地图，截至2020年12月30日)

2、中美关系出现重大变局

2020年最具影响力的政治经济事件莫过于美国大选及其政权更替。这次美国大选是美国历史参选人数最多、不确定性最大但同时也最令人沮丧的一次政权更替。尽管特朗普输掉了大选，但仍有7000万人参与选举并为这个举止超常的总统投下选票。这一事件对美国来说，无论在何种意义上都不能说是一种确定性政治的来临，因为美国社会高度分化的基本现实并没有得到改变，反而因为大选而得到强化，新冠和政治的巨大冲击力推动美国国内的政治暴力与示威事件的蔓延（图2）。这一事件对世界来说，或许由于拜登政府重回美国传统建制派国际路线而变得确定性大增，然而这种确定性已然由于美国国内的诸多复杂矛盾而变得不确定，但美国国内的情况绝非是伤及根本，这一点需要国内决策者有着清醒认知。中美关系在此种大环境下迎来重大变局。首先，特朗普下台，但特朗普主义的幽灵却在美国乃至欧洲大陆徘徊，这从总体上讲不利于中国发展战略的推进。第二，美国对华战略的“对抗性”并无根本性改变，特朗普开启了对华强硬的政治魔盒，尤其值得注意的是共和党年轻一代领导力量对中国的敌意和消极看法正在逐渐形成并在国会发挥影响。第三，政治和经济上的脱钩虽然是一种“话术”，但话术的恶劣影响正在潜移默化，如不加遏制就会导致长期消极影响，高开低走，高科技脱钩、意识形态竞争将成为至关重要的战略竞争工具。最后，中国对美政策出现微调，尽管官方仍然观望为主，但寻求合作、理性务实的声音仍然是中国方面的主流。

美国共和党年轻一代领导力量对中国的敌意和消极看法正在逐渐形成，并在国会发挥影响。

Political Violence, Demonstrations, & Strategic Developments in the US
(24 May - 22 August 2020)

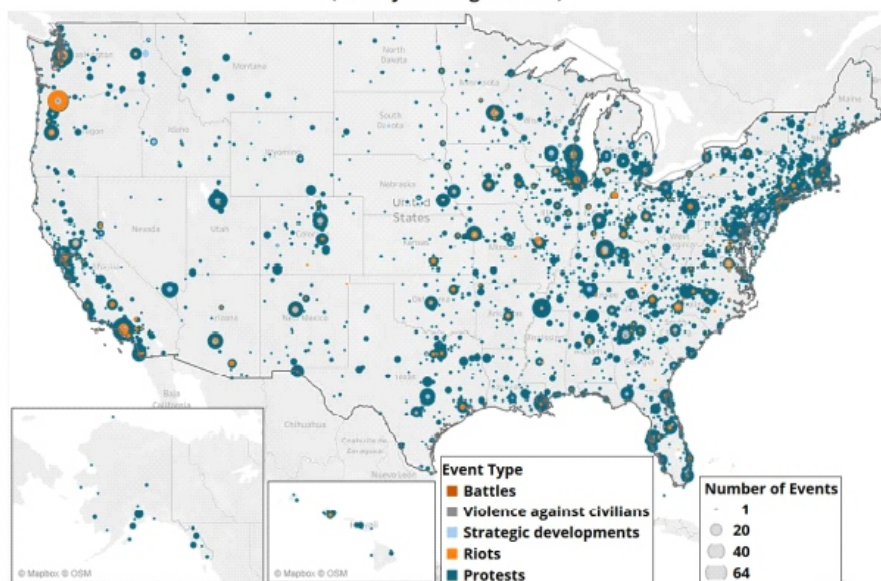


图2 2020年美国政治暴力、示威与政治表达状况
(来源: The US Crisis Monitor, Bridging Divides Initiative,
Princeton School of Public and International Affairs,
Liechtenstein Institute on Self-Determination.)

3、世界经济下行背景下的“双循环”战略

2020年，由于世界经济运行的本身处于相对衰弱期，加之新冠疫情与中美关系变局的影响，世界经济正在面临至少三大短期挑战。第一，全球化宽松政策超发货币所可能带来的影响不应被低估。第二，国际金融危机风险或将在脆弱国家和地区出现并引起连锁反应。第三，受疫情和中美关系影响，中国的“双循环”战略已经开始发挥作用。中国的双循环战略并非仅仅着眼于外部世界变化，同时也是国内经济发展和产业转型升级的要求所致。当前，中国决策层正在重新布局今后至少15年乃至30年的发展战略，这些战略不仅包括双边与多边投资贸易协定的签署，例如RCEP、中欧自由贸易、中非合作、加入CPTPP等，还包括中国经济高质量发展的系列战略，例如国家科技创新战略、中国制造2025、双一流大学建设、职业教育发展战略、区域发展与一体化战略等，乃至包括社会与再分配调整的系列战略，例如对医疗、住房、就业、教育、收入分配等五大重点民生领域的战略性调整。因此，决不能简单将双循环战略看成是经济战略，而应是一个综合性的国家进入新发展阶段的综合性战略举措。新时代的双循环战略不仅是十四五规划开局之关键，更决定中国今后三十年的发展走向。双循环战略的重要影响在于两个方面：第一，中国将减少对世界的依赖，而增加世界对中国的依赖；第

新时代的双循环战略不仅是十四五规划开局之关键，更决定中国今后三十年的发展走向。

二，中国将减少对传统增长模式的依赖，增加社会包容性与绿色可持续性。这些战略已经在2020年底的中央经济工作会议上得到贯彻、落实和部署。

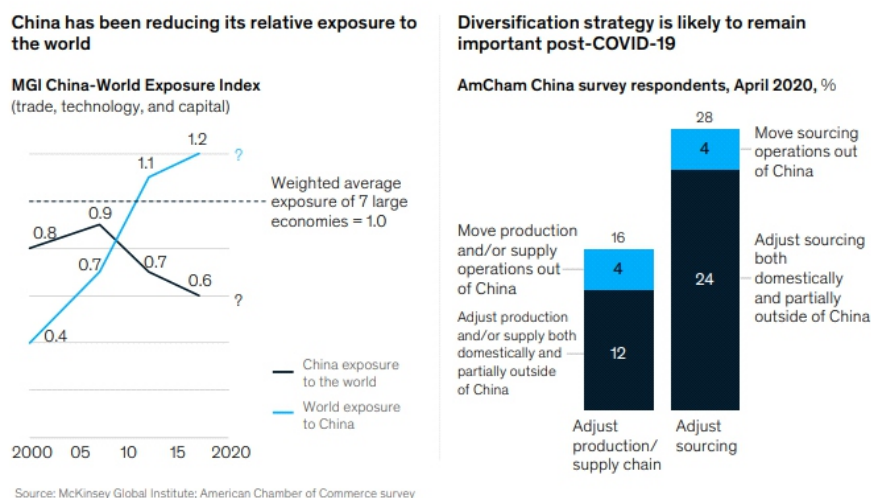


图3 世界主要经济体对中国的依赖与变动
(来源：麦肯锡《中国消费者报告2021》)

预计今后中美重新贸易谈判的可能性大增，美国对华的巧竞争、软制衡战略重新形成。

二、2021年全球展望

1、中美竞争将在科技与贸易规制等重点领域展开

展望2021年，全球政治经济趋势分析的重点仍是中美竞争。拜登政府仍会将中国作为最主要的战略竞争对手，只不过技术与方法与特朗普政府有较大不同，其最主要差异在于以美国国内问题解决为核心，不排除与中国就部分重要问题进行合作。拜登政府的对华战略调整有如下原因：第一，受利益集团影响、盟友以及中美理性对话等因素影响。美国金融、军工等重要利益集团对美国政治影响相比下降，但其全球利益链条的中国因素仍具有重要份额。第二，美国国会两党要求遏制中国崛起的声音也在不断增加。这是由于国际金主与美国政党政治的密切联系，由于国际盟友要求美国修复与盟友关系的声量不断增加，因此重新修复盟友关系与对华关系质变联系在一起就顺理成章。第三，拜登政府寻求自身的政策主线和政策共识凝聚。例如，拟任的美国国家安全顾问、中国通杰克·沙利文提出，特朗普政府没有重视的四大力量即美国国内投资、美国盟友力量、国际组织力量、美国的价值观，这是拜登政府所可能重视的政策方向。第四，意识形态和传统建制派国际政治路线的延续。扩充七国集团，加入韩国、印度，建立民主十国的设想，不仅意识形态竞争会更加分明，而且战略军事上遏制俄罗斯、伊朗、中国会更加明显，同时提升印太安全对话机制、加强印太战略。总之，在对华政策方向

上，我们认为拜登政府将会反对打贸易战，因为这损害美国商界的根本利益，但在台湾、香港、新疆、南海、西藏等问题上则很可能有过之而无不及。预计今后中美重新贸易谈判的可能性大增，美国对华的巧竞争、软制衡战略重新形成，这一点也是我们最为担忧且认为最为有效的对华战略。这一点已经可以从拜登执政团队可能的最主要成员的对华态度和政治观点中得到印证。（图4）

姓名	职务	对华态度	政治观点
安东尼·布林肯 (Antony Blinken)	拟任国务卿	“对抗性”和“竞争性”的，但也是“合作性”的	“与其他国家合作，也可以在另一个重大外交挑战上带来额外的好处：通过推动贸易、技术投资和人权的多边努力与中国展开竞争，而不是迫使单个国家在两个超级大国的经济之间作选择。”
杰克·沙利文 (Jake Sullivan)	拟任国家安全顾问	竞争、合作、影响	“我们需要走一条中间道路——一条通过开放、公平、基于规则的地区秩序鼓励中国崛起的道路。”
珍妮特·耶伦 (Janet Yellen)	拟任财政部长	竞争、合作、解决全球贸易问题	“如果两个经济超级大国无法找到共同点，世界甚至可能因技术而分裂成相互竞争的团体，使贸易复杂化，并使全球整合更加困难。”
亚历杭德罗·马约卡斯 (Alejandro Mayorkas)	拟任国土安全部长	主张谈判、合作、解决网络安全问题	曾牵头与以色列和中国展开网络安全协议谈判

图4 美国新任总统拜登执政团队主要成员对华政策观点分析
(来源：GEIF, 中科大)

随着拜登政府执政团队及其政策展开，中美将在如下重点领域展开竞争：第一，主要的核心重点在科技创新领域，尤其是科技创新涉及国家网络安全，乃至美国全球霸权体系的基础，因此科技竞争将是短期重要关键领域。第二个重点领域是“规制”之争：这些规制涉及劳工权利、环境保护、知识产权、强制转让技术等，尤其是数字经济规则。根据哈佛大学肯尼迪学院贝尔福中心研究指出，国家网络实力指数排名，中国处于第2位（图5）。网络实力的关键是数字经济实力，而数字经济竞争的关键是规则制定权之争。第三个重点领域是价值观竞争，这种价值观竞争将体现在冬奥会、建党百年等重大事件的网络舆论战之上，这方面我们需要做好准备。第四个最为重要领域就是安全问题，这里的主要是台海问题，当然需要提醒的是，中国海外军事、商业利益保护能力的提升十分重要。第五个重点领域是金融，美国政府将可能通过多种手段阻挠中国企业美国上市、投资中国股市以及打压人民币国际化等。

无论是中美关系变局，还是双循环战略实施，中国都必将推动双边和多边投资合作，在合作中寻求新发展、塑造新格局。



图5 贝尔福国家网络实力指数前10名
(来源：经济学人，哈佛大学贝尔福中心)

2、中国将推动更多双边和多边投资合作

无论是中美关系变局，还是双循环战略实施，中国都必将推动双边和多边投资合作，在合作中寻求新发展、塑造新格局。目前最为重要的且最为值得关注的三个重点领域：第一，中国已经加入RCEP与寻求加入CPTPP，这表明中国高层已经下定决心延续当年的以外促内的改革战略。如图6所示，RCEP与CPTPP之间实际上既有产业链的联通之处，共性多于差别，又有大国战略因素的影响（图7）。二者主要区别在于，CPTPP对经济质量要求更高，而RCEP则包容性更强。第二，中欧贸易投资协定很有可能签署，且对欧洲短期利益明显，对中国长期战略利益明显，但中国仍需持慎重态度对待欧洲政治体系与法律体系。第三，中俄加强全面战略合作，中俄能源、军事等领域的合作将会有新的机遇。

中俄加强全面战略合作，中俄能源、军事等领域的合作将会有新的机遇。

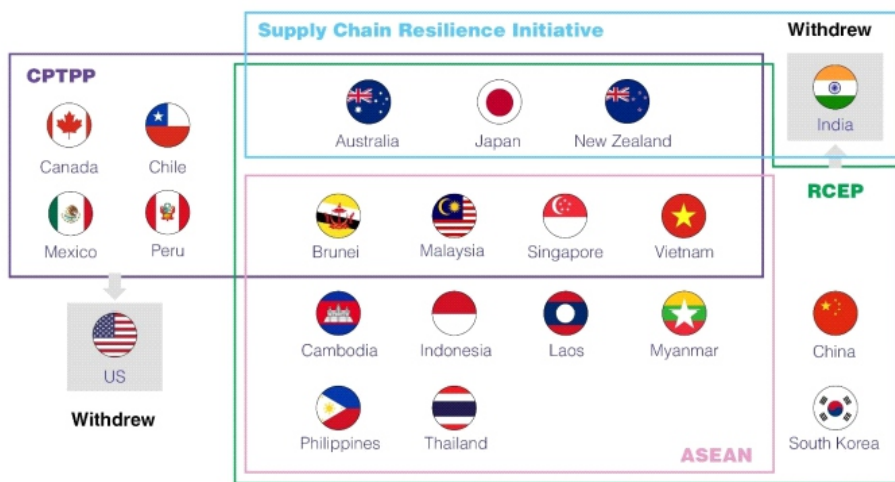


Chart based on design by Nikkei Asia

图6 RCEP与CPTPP之间的区别
(来源：Fung Business Intelligence, 2020)

	RCEP	CPTPP
GDP	US\$25.84 trillion	US\$11.20 trillion
(% of world total)	(29%)	(13%)
Population	2.27 trillion	0.51 trillion
(% of world total)	(30%)	(7%)
Trade	US\$10.42 trillion	US\$5.78 trillion
(% of world total)	(28%)	(15%)

Source: World Bank, ITC Trade Map; compiled by Fung Business Intelligence

图7 RCEP与CPTPP国家间比较
(来源: Fung Business Intelligence, 2020)

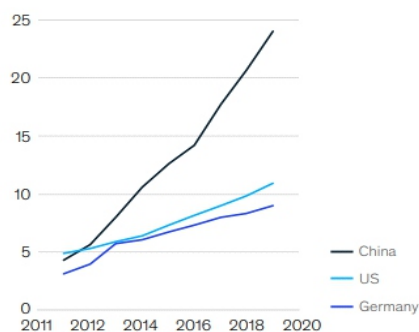
2021年将是中国自主型科技创新的加速之年，也是数字社会转型的加速之年。

3、“十四五”规划开局加速自主科技创新与数字社会转型

基于前文分析，中国新发展战略的关键5年在于今后5年，而其中2021年既是建党百年，也是十四五规划开局之年，可谓是重中之重。十四五规划内外双循环战略实施的基本落脚点就是高质量发展，高质量发展的基本落脚点就是国家科技创新战略，国家科技创新战略的基本落脚点就是智能制造，而智能制造的关键在于《中国制造2025》所规划的十大产业的核心技术突破，而十大产业核心技术突破的关键除了传统企业转型升级、数字化改造之外，还有整个社会的数字化、政府的数字化转型。显然，2021年将是中国自主型科技创新的加速之年，也是数字社会转型的加速之年，而同时中国数字技术及其相关产业的竞争将会影响国际格局和国内发展新格局。由于中国已经成为数字经济领域的国际领导者，加之新冠疫情加速了数字消费和商务的普及，与中国社会代际变化、消费升级、关键竞争性主导产业相关的领域的机遇将增多，相关空间、区域等附带增值空间也将增加。尤其需要强调的是，在社会影响方面，一个透明的、敏捷的、可追溯的、全球领先的数字社会已经在中国诞生，而其广泛风险亦未可知。

China has long been a global leader in the digital economy

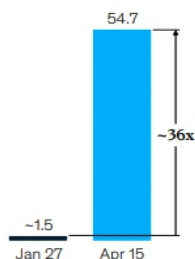
E-commerce as share of total retail value, %



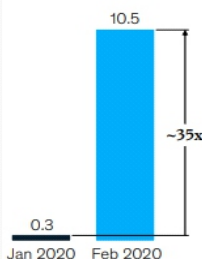
Source: iResearch and MOFCOM for China; eMarketer for other countries; literature search; McKinsey analysis

Consumers and businesses have accelerated their use of digital since COVID-19

Online medical consultations, WeDoctor number of registered doctors on their free consultation platform (in K)



Virtual property "showrooms", Beike VR virtual property showing sessions between agents and prospective buyers (in Mn)



(来源: 麦肯锡《中国消费者报告2021》)

在疫情加速变革的大背景下，企业最为重要的战略或许就在于推进数字化战略的全面转型。

三、发展战略与投资策略

1、疫情发展趋势关乎中国长期产业发展

综上所述，全球和中国的疫情发展趋势，不仅关乎各国内外政治经济走向，而且关乎最为重要的国内经济社会改革进程。谁的疫情恢复快，谁就会在新的技术革命中取得先机，当然取得先机能否保持先机则在于能否将经济增长势能建立在社会团结与可持续性之上。

这里不妨乐观估计，尽管新冠病毒变异增加了防控风险，但疫苗和社会共识将加快中国经济社会的恢复，疫情对相关产业的影响恐怕最为重要的是科技创新与企业管理的数字化转型，以及更为广泛的社会与政府的数字化转型。在此意义上，新的发展战略应该建立在对数字化产业的分析与数字化社会对企业管理的渗透方面。

2、全球量化宽松下的房地产、股市、金融风险

全球量化宽松的大环境下，国际资本流动将最有可能进入的无外乎是房地产、股市、债市，尤其是中国的房地产、欧美股市与债市。当然，中国房地产尤其是住房市场紧控政策不可能发生根本改变，而世界性的金融风险或许正在悄然集聚。因此，在考虑中国长期的产业发展与投资方向时，2021年依然需要加入金融风险因素的考虑。这一点对企业、国家乃至家庭而言都是至关重要的。

3、企业战略与管理的数字化转型

在风险大增、机遇难料、疫情加速变革的大背景下，企业最为重要的战略或许就在于推进数字化战略的全面转型。本轮数字化技术的创新源自于制造业企业生产和管理的重新定义与效率改变，其最根本的动力在于欧美人工成本高企与制造哲学的迭代，但10年来的演变表明，数字化转型已然成为全社会乃至公共部门的选择，数字化创新不只是制造业，而是扩展到全产业链条之上，乃至社会运行之上，因而加快推进企业管理的数字化转型实乃当前最为重要的创新举措。

第二部分 全球经济

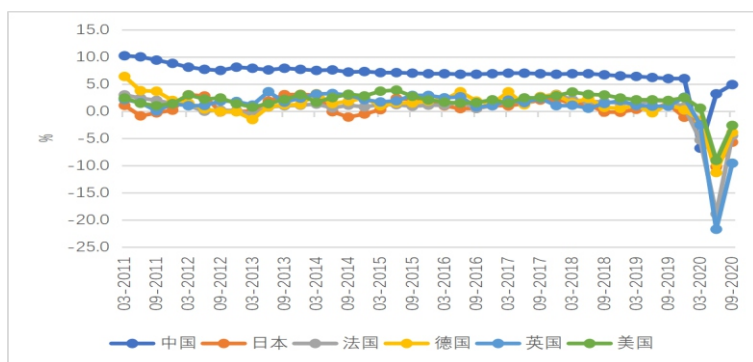
避险资产依然具有吸引力， 高度重视美股高波动性

一、2020年新趋势

1、全球经济陷入二战后最深的衰退，中国与主要发达经济体形成显著增长差

在新冠疫情冲击之下，全球经济增速由2019年的2.9%陡降至2020年的-4.4%（IMF2020年秋季预测值）。2020年的经济增速显著低于全球金融危机之后的经济增速（2009年的-0.1%），且是二战之后和平时期全球经济最深的一次衰退。由于疫情率先在中国爆发，而中国政府对疫情防控得力，导致中国经济在2020年第一季度触底，第二季度反弹。而其他发达国家经济均在2020年第二季度触底，第三季度反弹。上述格局导致从2020年第二季度起，在中国经济与其他发达经济体之间的增长差距显著拉大（图1）。例如，中美季度GDP同比增速之差在2019年第四季度为3.5%，2020年前三季度分别为-7.4%、12.2%与7.5%。中国经济从2020年第二季度起迎来大规模短期资本流入、人民币兑美元汇率从2020年6月起持续快速升值，背后均与中美增长差导致的中美利差拉大有关。

图1 中国与主要发达经济体的增长差在2020Q2显著拉大



数据来源：CEIC。

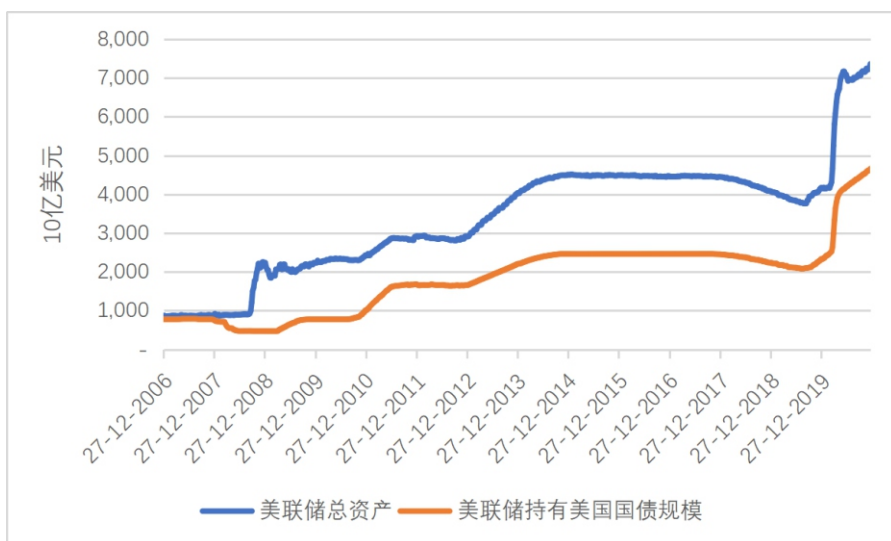
2020年的经济增速显著低于全球金融危机之后的经济增速，且是二战之后和平时期全球经济最深的一次衰退。

发达国家中央银行集体实施极度宽松货币政策，加剧了全球负利率的格局。

2、主要发达经济体实施大规模财政抗疫与极度宽松货币政策

为抗击疫情与抑制衰退，主要发达经济体均采取了大规模财政抗疫政策与极度宽松货币政策。财政政策方面，根据美国智库CSIS的统计，G20国家抗疫财政支出占本国GDP的平均值为8%，英国、法国等国家甚至超过了15%。美国政府针对新冠疫情的第一轮财政刺激规模合计3.1万亿美元，显著超过了次贷危机爆发后的1.9万亿美元。货币政策方面，美联储在新冠疫情爆发后连续两次下调联邦基金利率，联邦基金利率重新回到零利率。美联储资产负债表则由2020年年初的4.17万亿美元攀升至2020年12月16日的7.36万亿美元（图2）。欧元区、日本央行的资产负债表上升程度也与美联储相仿。发达国家央行集体实施极度宽松货币政策，加剧了全球负利率的格局。

图2 新冠疫情后美联储大规模扩张资产负债表

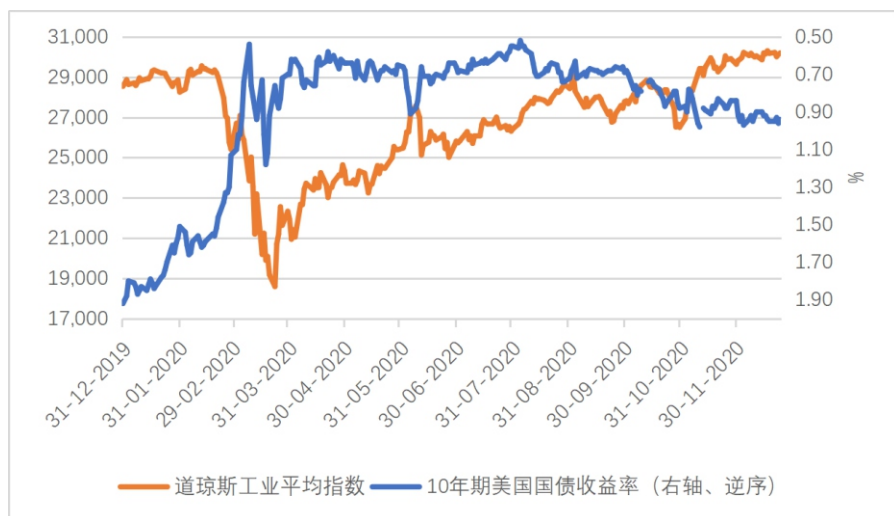


数据来源：CEIC。

3、风险资产价格在2020上半年剧烈调整，避险资产总体表现良好

在2020年第二季度新冠疫情集中爆发期间，全球范围内风险资产价格暴跌（例如美股与原油），避险资产价格暴涨（例如美国国债、黄金与美元）。例如，在2020年3月，道琼斯工业指数最深时下跌了37%，并在连续8个交易日内发生4次熔断。又如，同期内，美国10年期国债收益率由年初的1.8%左右急剧下行至0.5%上下（图3）。然而，随着疫情在一定程度上得到控制，以及发达国家实施极度宽松货币政策，导致全球风险资产价格在2020年下半年显著反弹。美国三大股指均已再创历史新高，油价由每桶20美元反弹至40美元以上。避险资产价格也出现一定程度的回落，美国国债、黄金与美元均是如此。

图3 2020年美国股市与国债市场的表现



数据来源：CEIC。

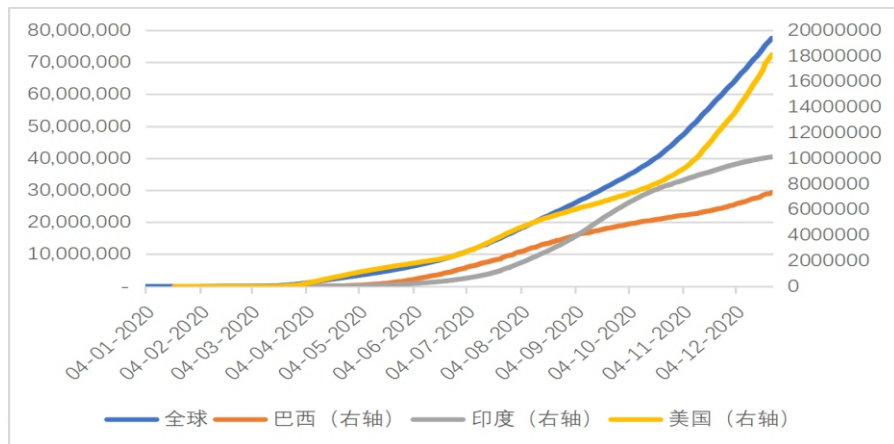
二、背后的原因

1、新冠疫情的冲击前所未有，且仍在快速蔓延

新冠疫情的深度与长度超过了之前有关各方的想象。截至2020年12月24日，全球范围内已经有7753万人确诊。作为全球疫情最严重的的三个国家，美国、印度、巴西的确诊人数分别达到1809万、10122万与732万人（图4）。在2020年秋冬季度，新冠疫情在欧洲与美洲均显著反弹。疫情的重灾区正在由发达国家切换到新兴市场国家。从全球范围来看，新冠疫情蔓延的速度并未下降。在英国已经发现新冠病毒变异后的新毒株，毒株传播力更为惊人。目前来看，疫苗大规模推广的时间与覆盖面依然存在较大不确定性。在2021年，新冠疫情的传播依然具有较强的不确定性，各国不能掉以轻心。

2021年，新冠疫情的传播依然具有较强的不确定性，各国都不能掉以轻心。

图4 全球与重点国家的新冠疫情累计确诊人数



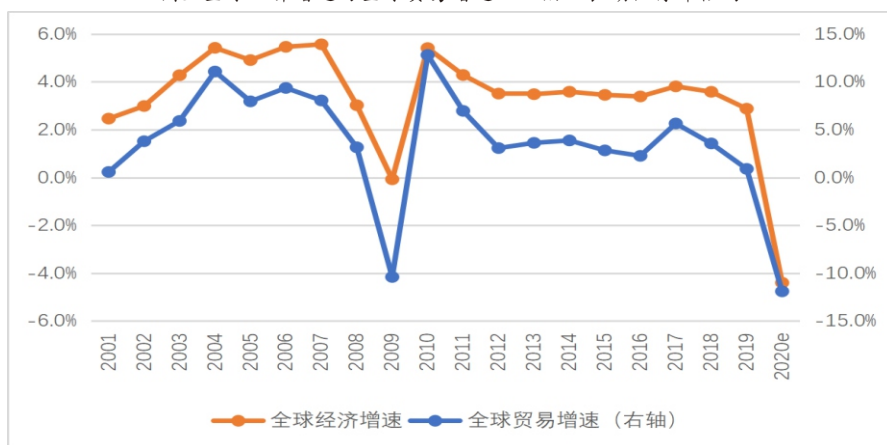
数据来源：CEIC。

注释：数据为WHO数据，截至2020年12月24日。

即使走出新冠疫情，全球经济依然处于缺乏新增长点的困境。

在2008年全球金融危机爆发之后，全球经济一度出现V型反弹，但好景不长，全球经济增速从2011年起不升反降，陷入了美国经济学家萨默斯所谓的“长期性停滞”。导致长期性停滞格局的深层次原因，包括技术进步对经济增长的贡献下降、全球收入与财产分配失衡加剧、全球化速度放缓等。在2008年全球金融危机爆发前的较长时期内，全球贸易增速显著高于全球经济增速；而2008年至今，全球贸易增速变得低于全球经济增速（图5）。这说明从全球金融危机爆发以来，贸易全球化的速度已经在放缓。新冠疫情的爆发不仅没有扭转全球经济的长期性停滞格局，反而进一步强化了这一格局。即使走出新冠疫情，全球经济依然处于缺乏新增长点的困境。

图5 全球经济增速与全球贸易增速双双陷入长期性停滞格局



数据来源：CEIC。

3、宏观经济理论发生新变化，很多国家开始采用MMT理论实践

尽管现代货币理论（Modern Money Theory, MMT）目前在国际主流经济学界仍处于人人喊打的弱势地位，但新冠疫情爆发之后的发达国家政府事实上已经成为MMT理论的实践者。MMT理论的核心观点是，主权国家政府不必过度担心以本币计价的政府债务过高，因为主权国家政府有能力通过印钞来为本币债务还本付息。此外，主权国家政府也可以通过调整货币量来控制通货膨胀。事实上，全球金融危机之后，全球经济陷入了所谓的“三低一高”格局（也即低增长、低利率、低通胀、高债务），这客观上为MMT的流行创造了环境。但MMT的实施有无政策边界，中长期影响究竟如何？目前还存在诸多争议，我们对答案知之甚少。

三、2021年新展望

1、2021年全球经济复苏程度存在不确定性，未必能够出现足够强劲的V型反弹

根据IMF2020年秋季报告的预测，2021年全球经济增速将反弹至5.2%。即使出现5.2%的反弹，其实仅仅意味着2021年全球GDP规模将恢复到2019年的水平，我们不能因此过于乐观。但迄今为止，越来越多的观点开始担心**2021年全球经济增速未必能达到5.2%**。原因之一，是新冠疫情仍在快速蔓延，疫苗大规模推广的节奏与效果仍存在不确定性；原因之二，从历史经验来看，大规模危机冲击对实体企业以及金融机构的负面影响，会在危机结束后的两三年内逐渐暴露出来；原因之三，美国总统大选后，中美经贸摩擦走向依然面临重重不确定性。全球经济的复苏规模，可能由目前预期的V型转变为U型或者耐克型。各国内部，不同收入水平的人群受危机冲击不同，将会发生所谓的K型复苏（也即收入更高的群体复苏更快、收入更低的群体复苏更慢），而K型复苏对经济增长而言并非好事。

2、新兴市场经济体复苏显著滞后于发达经济体，部分新兴市场经济体可能爆发金融危机

从历史经验来看，在遭遇大规模负面冲击后，新兴市场经济体人均收入恢复到危机前的水平，通常要比发达国家晚上两年至三年。这一现象背后的主要逻辑，是发达国家通常有能力在危机冲击下实施大规模逆周期财政货币政策来对冲危机影响。而新兴市场国家则由于各种外部或内部约束（例如高债务或高通胀），而没有能力实施大规模宏观对冲政策。在新冠疫情冲击下，新兴市场国家出台逆周期政策的力度明显弱于发达国家，时机也明显晚于发达国家。此外，即使疫苗大规模推广，我们也不难预期，疫苗大概率先在发达国家大规模实施，之后才可能在新兴市场大规模推广。**这意味着疫苗推广将会在短期内继续强化新兴经济体与发达经济体的非对称复苏格局。**对处于疫情重灾区，且本国经济金融基本面比较脆弱的拉美国家而言，不排除在2021年爆发经济金融危机的可能性。

K型复苏对经济增长而言并非好事。

3、中美关系可能出现一段缓和期，但中期走向依然面临不确定性

拜登总统即将上台施政。从其竞选发言以及内阁人选安排来看，拜登是一个成熟老道的政客，大概率会重拾奥巴马政府时期的多边主义经济外交策略。在美国国内，新政府将致力于抗击疫情与出台大规模财政刺激方案，在

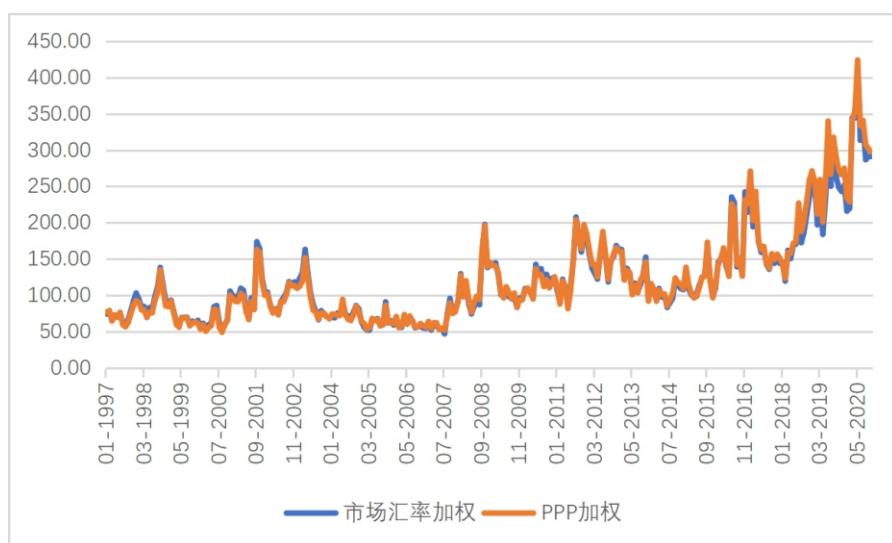
全球范围内，新政府将会重新入群与团结盟友。我们认为，在短期内，中美经贸摩擦不会继续加剧，而且有明显缓和的可能性。然而等拜登政府完成布局之后，中期中美博弈依然面临较大的不确定性。2021年，中美关系可能迎来宝贵的缓和窗口期。

四、资产配置建议

1、避险资产依然具有一定的吸引力，尤其是调整之后的黄金与美元，美债建议适当减持

在2020年，全球经济政策不确定性指数达到历史性峰值（图6），这也是黄金价格在2020年创出历史新高的最重要原因之一。在2020年下半年，黄金价格与美元指数均显著回调。黄金价格由每盎司2000美元以上回落至1800美元附近，美元指数由2020年3月的103下行至目前的90左右。我们认为，考虑到2021年全球新冠疫情、经济复苏、中美关系依然存在一系列不确定性，避险资产的价格不会持续单边下行。如果黄金价格下行至每盎司1600美元，美元指数下跌至85-86左右，那么它们就重新具备了配置价值。美国10年期国债收益率在2021年有望从目前的0.9%上升至1.5%，在此之前，应适当减持美国国债。

图6 全球经济政策不确定性指数走势



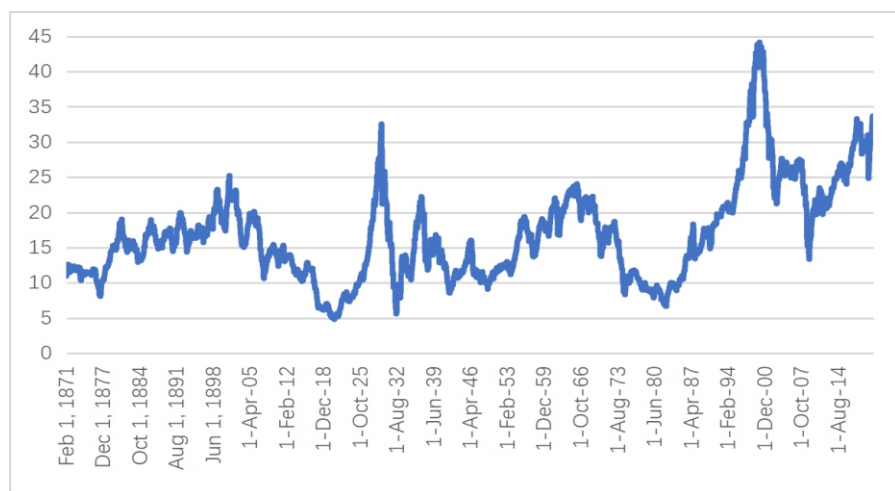
数据来源：CEIC。

目前美国股市估值处于历史性高位，仅仅低于2000年互联网泡沫破灭前后。

2、风险资产依然应小心谨慎，要高度重视美股可能出现的高波动性

虽然美国三大股指在2020年下半年重新创出历史新高，但不能就此认为美国股市将开启新一轮牛市。首先，目前美国股市估值处于历史性高位，仅仅低于2000年互联网泡沫破灭前后（图7）。其次，和历史上每次美股熊市相比，2020年疫情造成的熊市持续时间太短、下跌幅度太浅，因此2020年的美股下调可能仅仅是一连串调整的开始。再次，美国股市呈现出典型的头部化特征。排名前五的互联网蓝筹占到标普500市值的20%，且其表现显著好于其他400多只股票。换言之，头部化特征导致大多数美国上市公司基本面不尽如人意的情况下，仅凭少数股票业绩就能导致指数创出新高。这一格局背后隐藏着较大的不确定性。因此，在2021年，我们要高度重视美股可能出现的高波动性，在特定冲击下，不排除美股在2021年再次熔断的可能性。

图7 美股的希勒市盈率目前依然处于历史性高位



数据来源：<https://www.multpl.com/shiller-pe>。

3、估值偏低的H股在2021年上半年具有较强的配置价值

我们对2021年中国股市的表现较为乐观（具体请见第三部分）。但相比于中国股市，我们认为香港H股更是一个值得关注的价值洼地。如图8所示，虽然长期以来上证A股的市盈率持续高于香港H股，但截至2020年12月24日，上证A股与香港H股的市盈率分别为15.4倍与8.0倍，两者之间几乎相差一倍。如此之高的估值差距在历史上也是较为少见的。更重要的是，从历史经验来看（图8），每当A股与H股估值差距到达峰值之后，两者之间的差距将倾向于显著缩小，而缩小的方式主要是H股估值反弹。

每当A股与H股估值差距到达峰值之后，两者之间的差距将倾向于显著缩小，而缩小的方式主要是H股估值反弹。

这一规律意味着，2021年，H股相对于A股出现更快估值修复将是大概率事件。我们建议投资者高度关注这一潜在机会。

图8 上证A股与H股市盈率之比较



数据来源：CEIC。

第三部分 中国经济

温和通胀下的资产配置机会

一、国内经济稳步复苏，通货膨胀触底反弹

1、消费进入复苏快通道

国内大循环战略刺激消费内需。十四五文件强调，2021年开始要立足国内大循环，深挖国内巨大需求潜力，以国内大循环引领国际循环，提升内需质量。2021年消费预期继续加强。预计消费需求继续回升可能成为2020年四季度和2021年一季度总需求继续加速的主要动力之一。社会消费品零售总额同比增速从2020年前2个月的-20.5%反弹至11月的5.0%，但仍远低于8-9%的潜在增速。同时，由于海外疫情仍非常严重，境外消费需求收到强制抑制，这部分消费潜力2021年仍将在国内得到释放。随着境外游被迫暂停，我们预计其中很大一部分需求可能会折回国内。如果国内居民每年出国旅行净支出为1-2万亿元，这相当于GDP的1-2%，一旦释放对2021年消费将起到明显提振。

必选消费亮眼，预计2021年可选消费持续复苏。如果说2020年疫情后期消费复苏主要还是以必选消费拉动，可选消费场景直到三季度才有所恢复。展望2021年，由于消费场景将完全重现甚至超过疫情之前，必选消费增速预计放缓，可选消费飞速上涨，出现真正的“报复性”反弹。

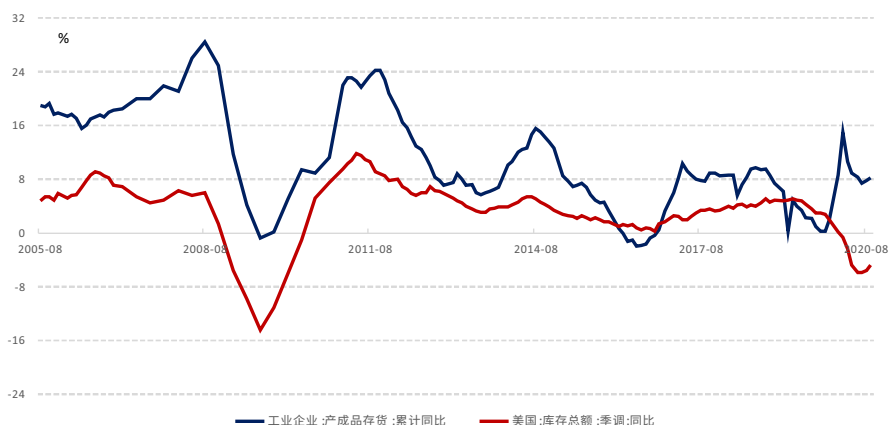
2、制造业投资加速反弹，房地产和基建保持韧性

工业企业即将进入主动加库存周期，预计2021年制造业投资达到6%左右。根据统计局公布的2020年11月PMI数据来看，PMI数据延续下半年以来的加速上行势头，当前我国内外需求同步上行。随着PPI的确定性上行以及工业

2021年部分行业即将进入被动去库存向主动加库存的周期，带动制造业投资继续上行。

企业利润增速回升，库存周期上行周期即将启动，带动企业扩张产能。11月的PMI结构数据中，原材料库存指数已经从48%的低位开始上行至48.6%，产成品库存指数也开始企稳回升，从44.9%上升至45.7%，呈现需求扩张，拉动库存周期上行的趋势。我们认为2021年部分行业即将进入被动去库存向主动加库存的周期，带动制造业投资继续上行，预计2021年制造业投资增速达到6%左右。

图1中美库存对比



数据来源：Wind。

预计2021年
专项债发行
将会显著下
行，赤字率
将恢复到
3%的水平。

基建投资增速不及预期，专项债支撑力度有限。2019年至今基建投资进入平稳期。2019年基建投资增速（含电力燃气行业）增速修复至3.3%。2020年1~11月累计增速3.3%，全年基建投资约在4%左右。2020年经历了罕见疫情冲击，基建投资依然保持一定克制。主要是因为专项债对基建的支撑力度下降。根据财政部统计，2020年1~10月全国发行地方政府债券61218亿元。其中，发行一般债券21412亿元，发行专项债券39806亿元，专项债而言已经超过了2020年发行计划。然而，由于缺乏足够的配套项目，地方政府专项债支出进度较慢，没有有效支持GDP复苏。这种情况会持续较长时间，我们预计2021年专项债发行将会显著下行，赤字率将恢复到3%的水平。

“房住不炒”依旧延续。房地产方面，2020年政府工作报告和政治局会议表述均延续2016年房住不炒的主基调，因城施策和促进房地产市场平稳健康发展依然是调控的核心手段和动态目标，新型城镇化建设、老旧小区改造、城市群协同发展为行业的长期健康发展贡献新的增长动力。2020年8月住房和城乡建设部、人民银行联合召开房地产企业座谈会，研究进一步落实房地产长效机制，并制定地产融资“三道红线”，核心内容即形成重点房企资金监测和融资管理规则。从拿地数据可以看出，疫情对需求侧的冲击尚未完全消化，同时“三条红线”的出台对房地产杠杆举债加上了紧箍咒。10月恒大事件让企业都看到了政府对于控制整体杠杆率的决心。2019年11月全国房地产企业总共住宅用地拿地171宗，2020年6月以来连续5个月下降至两位

2021年出口 预计基本稳定，经常账户顺差对GDP的拉动与2020年相差不大。

全球复苏仍是外贸核心推动因素。受疫情及其应对政策的影响，2020年全球贸易陷入深度衰退，绝对下降规模与2008年全球金融危机时期相当，但相对国内生产总值（GDP）的降幅明显低于2008年。随着疫情形势的好转，2021年全球贸易将明显修复，但修复力度存在正反两方面作用因素。虽然一季度出口预计有掉头趋势，但2021年在疫苗顺利落地的前提下，全球需求复苏拉动依旧占据主导，且拜登正式上台后中美贸易摩擦肯定有所缓和，至少双方就第二阶段协议有极大概率达成一致。考虑到拜登新政府下美国贸易政策可能回归国际规则和多边机制，以及区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）正式达成，2021年出口预计基本稳定，经常账户顺差对GDP的拉动与2020年相差不大。

4、通胀温和上行

CPI同比增速有望在2021年3月触底反弹。2020年7月以来的CPI环比负增长中，全部来自于食品因素。考虑到基期效应以及能繁母猪存栏不断回升等前瞻指标预示猪肉供给改善。

PPI同比增速有望在2021年3季度回正。新冠疫情对中国工业品价格的负面影响在2020年5月达到最大值。随着疫情控制的好转，叠加财政货币政策的刺激，6月以来PPI同比增速不断回升，但修复力度放缓，特别是10月与9月PPI同比增速一致（-2.1%），边际无任何改善。这主要因为进入秋冬季以来欧美疫情反复，部分国家甚至重回封锁，影响经济运行，打击了生产者信心。9月和10月，大宗商品价格指数环比依次回落2.0%和0.4%。进入11月以来，疫情控制改善、疫苗研发取得明显进展，大宗商品价格指数环比提升1.4%，预期工业品价格也将环比改善。

5、货币政策即将退出纾困政策，向正常货币环境转换

2020年，中国人民银行直接提供资金接近4万亿元，大幅提升银行信用派生能力，为疫情后经济复苏奠定了良好的货币金融环境，2021年即将考虑退出部分疫情期间的紧急救助政策。目前央行出台的多数政策额度已用完，普惠小微企业信用贷款支持计划在2020年12月31日截止，普惠小微企业贷款延期工具将于2021年3月31日截止。降准不存在退不退出问题，个别政策由金融机构自主把握。

争议焦点应该是与再贷款再贴现相关的优惠政策是否要再度续作（在疫情期间，推出了三次，规模分别5000亿元、1万亿元、4000亿元。前两次均为央行提供100%优惠资金，央行再贷款表内操作，第三次为新工具，40%优惠资金，通过SPV操作），以及是否出台进一步的宽松政策以稳住货币增速。超过2万亿元的再贷款再贴现退出必然要分批次，央行也需要通过公开

预计随着户籍制度不断破冰，城市群建设的稳步推进，房地产将逐渐由城市中心区域向周围发散。

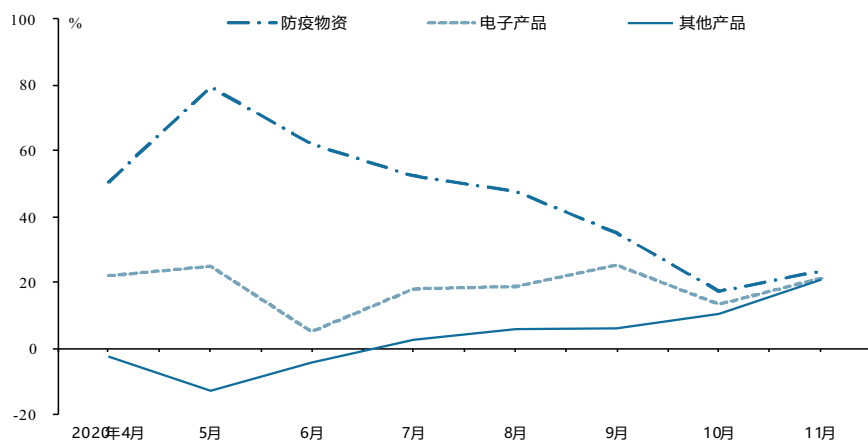
数，10月仅有28宗。拿地总价也从1.1万亿元下降至2020年10月255亿元。

房价即将止跌回升。房价展望方面，通过历史数据回测发现，新开工面积大约领先房价指数4个月左右，预计2021年二季度随着通胀预期回稳，房价进入上行区间。我们预计随着户籍制度不断破冰，城市群建设的稳步推进，房地产将逐渐由城市中心区域向周围发散。具体指标方面，2021年新开工面积受疫情冲击和融资收紧影响维持在-2.5%，竣工面积方面如果疫情得到有效控制，累计工程逐渐竣工面积同比达到7%左右，房地产投资增速达到7%左右。

3、出口增速缓慢回落

2020年出口超预期的主要原因是海外生产停滞和库存周期启动。2020年整体出口规模远超预期，一方面有我国在疫情防控方面领先全球的因素，另一方面库存周期启动也是外需提振的主要原因。根据WTO数据，中国自2001年加入WTO以来，出口份额占比一路上升至2015年最高的13.73%，随后占比开始下行，2019年前维持在13%左右。2020年疫情以来，上半年我国出口出现短暂坍塌。随着一系列保外贸措施的落地以及疫情防控巨大成就，我国供应链在下半年开始恢复迅速。截止2020年2季度，我国在全世界主要国家出口份额已经达到17%，高于2019年疫情之前4个百分点。在2020年的前10个月，中国与欧盟的贸易顺差继续保持较大水平，从中欧班列数据来看，2020年上半年，约40%的火车是在中俄之间通行，其余约有2000列火车前往欧盟国家，而只有900列火车返回中国。但由于经常账户有较强的均值回归特性，目前出口主要由于海外供给坍塌造成的替代效应推动，如果疫苗超预期落地，海外复工进程必定加快，到时我国出口占比预计会明显下降。

图2 疫情对中国出口结构的影响



数据来源：Wind，GEIF计算。

周期股与通胀走势较为一致，大宗商品价格和周期股价见顶时间基本一致，资产价格一般稍有领先。

1、疫情过后的线下服务需求恢复

全球疫情高峰预计将在2021年初出现，并随着疫苗的使用开始缓步退潮，到下半年全球人口的线下流动可基本正常化（但未达到疫情前水平）。可以从三个角度分析疫情受损后修复的板块，一是国内线下服务类的行业，包括旅游、酒店、餐饮、演艺、影视、院线、医疗服务等等。二是国内外出行增加利好的原油、汽车、铁路、高速、航空、机场、邮轮等等。三是受益于宏观经济恢复的后周期银行、保险。

至于出口导向的制造业、或者疫情贡献出口增量的行业（机电、机械、纺服、家电、轻工等），需求端的上升可能由海外恢复的供给提供，2020年供需错配下的出口替代效应是否能在2021年维持有不确定性，所以目前还很难判断这些行业后续的运行方向。与贸易活跃程度相关的集装箱、航运、港口将继续维持景气，在RCEP签订协议的背景下有提升估值预期。

2、通胀逻辑相关行业2021年迎来机会

周期股与通胀走势较为一致，大宗商品价格和周期股价见顶时间基本一致，资产价格一般稍有领先。全球通胀逻辑将在2021年兑现。在弱美元的背景下，美元定价的大宗商品行业，包括有色、石油、化工、农产品等等，均有通胀背景下的涨价趋势。而这些行业中的大部分，在疫情期间经历了供给侧出清和库存去化，且生产端的恢复速度会落后于需求端，从供需角度看也正处于周期启动时点。譬如化工中2020年已有表现的细分小品种，包括六氟磷酸锂、有机硅、钛白粉、尼龙66等涨价概念。至于国内定价的钢铁、煤炭、建材等行业，由于老基建和地产保持稳定低增速，预计机会以阶段性为主。其中煤炭天然气有拉尼娜冷冬预期，偏短期。建材受美国基建拉动的可能性较小，可适当关注2021年的玻璃、玻纤和装配式建筑趋势。

3、5G投资时钟进入应用生态相关行业

5G的投资时钟，遵循基站建设—>终端产品—>应用生态的顺序，这与上一轮4G的投资规律相吻合。在应用端，5G可以覆盖传媒娱乐、车联网、工业互联网、智慧交通、智能家居、机器人、教育医疗等各种应用场景。目前机构超配行业中已有5G手机链（电子）和整车相关（整车销量复苏、电动车高增、车用半导体紧缺），这两个行业都处于景气周期，预期都比较充分，2021年将进入业绩兑现期。而目前适合开始左侧布局的，就是与消费终端相匹配的应用生态层，包括手机应用的云游戏，电脑端应用的VR/AR，有线宽带应用的超高清视频，汽车应用的智能座舱和自动驾驶。此外还有室外机器人（清洁、配送、服务功能）预计发展较快，而工业/民用领域的工互和云应

市场操作向金融体系提供流动性以保证基础货币的稳定和金融市场稳定，或者再次降准提供流动性并提高货币乘数。

6、财政政策即将退出纾困政策，广义赤字下降2%左右

2020年，我国国债和地方政府专项债的发行规模均较2019年同期大幅上升，财政收支赤字规模扩大。经济恢复正常后，财政政策的重点是2021年中央和地方的支出规模，而不局限于纾困，预计2021年广义赤字下降2%。抗疫财政支出政策已明确到期时间，且政策针对的税种也较为详细、与抗疫密切相关，多数政策在疫情后没有延期的可能性，增值税和社保减免早已到期。即将到期且可考虑延期的仅有加工贸易企业内销税款缓税利息。相比于财政抗疫政策的延期，争议焦点更可能是2021年是否要退出大规模的财政刺激政策，考虑到抗疫国债和专项债即将退出，预计2021年广义预算赤字率会比2020年低至少2个百分点。

考虑到抗疫国债和专项债即将退出，预计2021年广义预算赤字率会比2020年低至少2个百分点。

二、资产配置逻辑：疫情恢复、通胀、5G应用、银行利差

必选消费、医药、科技、新能源等板块具有长期逻辑，若有回调依然是再次介入机会。从当前业绩预期和估值水平的匹配度上看，2020年几个板块大约已透支了3年左右的业绩预期，除非估值回落或者政策、业绩层面超出预期，否则较难继续打开上行空间。但由于业绩的确定性较强，这几个板块在2021年仍会有较高的市场关注度。在其他板块中，结合景气度、估值和机构低配程度，我们认为有四大逻辑将确定性的兑现，细分领域中不乏位置相对合理、存在预期差的行业，可能是2021年获取超额收益的主要方向。

图3 2020年股市结构性特征显著



数据来源：Wind。

用预计落地会较慢。

4、存贷利差走阔利好银行板块

随着经济修复以及货币政策回归常态，贷款利率有望温和上升，带动息差企稳回升。2020年工业企业利润同比增速上升，很大一部分来自银行主动让利。根据央行2020年三季度货币政策估算，截至10月底全银行系统已经累计让利1.25万亿。商业银行平均净利润同比从前期5%下降到-9.41%，这其中包含部分银行主动暴露风险的原因，但是更重要的还是缘于利差收窄。银行让利主要是央行稳住贷款利率不上行，而银行存款端成本迅速上升，压缩银行净利润。目前银行净息差已经压降到2%的历史低位，银行ROA也受到明显拖累，让利规模显然不可能长期持续，也无此必要。预计随着经济增长的持续复苏，银行让利在2020年四季度结束，2021年实际融资利率可能提高，利好银行板块。

银行让利在
2020年四季度
结束，2021年
实际融资利率
可能提高。



第四部分 金融科技

新冠疫情对金融科技服务的系统性影响仍在深化

金融科技是新兴技术应用于金融体系的期限转换、信用转换、收益转换和风险转换之中，促进金融与科技结合，并凸显了科技的资源要素整合功能。金融科技应用于金融服务体系之中，不仅是一个需求匹配的过程，而且是一个供给创造需求的过程。2020年新冠疫情全球大流行凸显金融科技发展潜力，金融科技监管强化、传统金融机构数字化转型深化以及央行数字货币试点发行应用，金融科技发展进入新发展阶段。2021年金融科技创新发展与监管强化将有一个再平衡过程，金融机构数字化转型将更加分化，金融科技国际应用与竞争将深化，金融科技国际标准制定成为重要政策议题。

一、2020年金融科技发展新趋势

（一）新冠疫情凸显金融科技发展潜力

新冠疫情爆发加快金融科技应用步伐。新冠疫情是本世纪以来最为重大的传染病危机，给全球卫生健康安全以及经济社会稳定发展造成了重大的负面冲击。新冠疫情冲击下，国内国外数字经济和无接触金融服务发展全面提速，展示出经济发展新动能的强大生命力。在众多数字化服务新业态当中，金融服务的线上化、数字化尤为引人注目。疫情冲击下，消费者消费行为可能发生重要改变，网络消费将成为首选。2020年天猫双11成交额增长近1000亿元，再创历史新高。

新冠疫情冲击下，国内国外数字经济和无接触金融服务发展全面提速，展示出经济发展新动能的强大生命力。

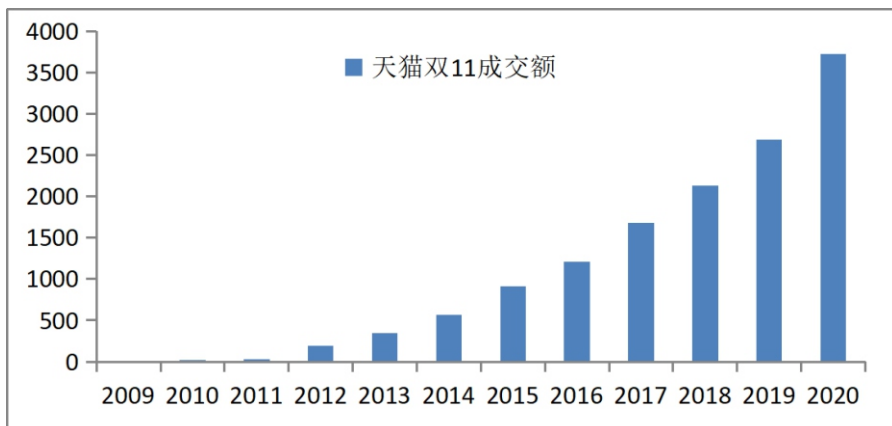


图1 天猫双11购物节成交额 (资料来源：天猫及GEIF整理)

新冠疫情加快经济社会数字化转型进程，催生了多样化金融科技业务及服务模式。一是非接触式智能化金融服务蓬勃发展；二是金融服务场景化进一步丰富；三是不同维度数据整合和业务拓展取得新的突破；四是金融科技服务B端取得了重要进展；五是金融机构与金融科技关系发生重大改变，从竞争关系演进为竞争合作关系。金融科技对国民经济运行的积极作用在扩大内需、支持企业、服务居民等多个方面发挥的作用较为明显。商业银行与金融科技企业协同配合，发挥各自比较优势，共同为居民和小微企业提供有效金融服务和抗疫综合服务。

(二) 央行数字货币试点发行

随着大数据、云计算、区块链等新兴技术与金融部门融合逐步深化，新兴支付手段广泛应用于现实生活情景，金融科技已成为金融体系不可忽视的重要力量，其中区块链技术应用使得数字货币成为重要的学术与政策话题。广义数字货币被界定为价值的数字化表现，可作为支付手段进行电子化形势的交易、转移及存储，大致可以分为虚拟货币、电子货币和加密数字货币。数字货币主要涉及发行的主体、存在的方式、使用的机制以及交易的实现等要素。

中央银行数字货币是中央银行以账户或以令牌持有的电子化负债。货币当局发行的以国家信用作为保障的数字货币是数字货币发展中的关键。由于实物现金使用大规模减少，同时私人部门加密货币不断干扰甚至侵蚀交易、支付、结算等系统，数字货币未来可能成为货币当局服务社会的新方式，央行数字货币发行与应用成为重要的政策任务。在国家深化金融供给侧结构性改革，强化支付结算等金融基础设施建设的战略要求下，央行数字货币研究应用成为金融供给侧结构性改革和畅通国民经济循环的基础性工程。

2020年中国央行数字货币研究、发行及应用试点取得重大进展。人民币

在疫情中长期冲击之下，居民和企业金融服务的需求、供给及业态发生改变，比如交易成本、行为以及习惯等产生重大且深远的变化。

2020年中国央行数字货币研究、发行及应用试点取得重大进展。

数字货币采用两层体系结构和两层交付系统。2020年数字人民币试点已基本完成顶层设计、标准制定、功能研发、联调测试等工作，将先行在深圳、苏州、雄安新区、成都及未来冬奥场景进行内部封闭试点测试。深圳、苏州等试点区域金融机构的数字人民币应用场景的设定，主要集中在零售、交通卡充值、餐饮等小范围场景封闭试点，未来数字人民币应用场景可能会延伸到医疗、教育、电子商务服务、旅游、文化消费等更多场景，进一步提升多样化场景的支付效率与金融服务体验。

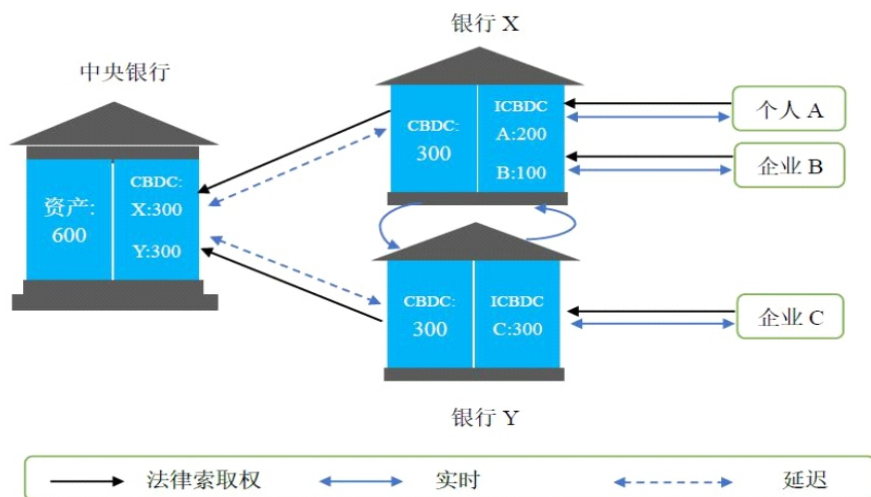


图2 央行数字货币的双层架构

资料来源：BIS（2020）、宏观经济学会（2020）

（三）金融科技监管强化

金融科技在以互联网、区块链、云数算和人工智能等为代表的新兴技术支撑下蓬勃发展，为金融发展持续提供了创新活力。金融科技推动金融创新，成为全球跨界融合创新的典型代表，新技术、新业态、新理念正深刻改变金融服务的供给体系。但是，金融科技发展及其相关创新对金融服务供给结构、供求匹配以及风险布局等带来了实质性变化，对金融监管体系带来了更为显著监管挑战，金融创新和金融监管的平衡问题十分凸显。

第三方支付监管强化，监管机构开出巨额罚单。自互联网金融风险专项整治开展以来，第三方支付领域已经实现了客户备付金集中存管，非银行支付机构网络支付清算平台建设取得积极进展。但是，近期支付领域风险点集中于网络新型违法、反洗钱、个人信息保护等三个领域，监管当局连续开出第三方支付巨额罚单。2020年4月30日央行针对第三方支付机构首张过亿的罚单，为1.16亿元。机构被罚原因集中于未按规定开展备付金集中交存和反洗钱不利。第三方支付领域的违规行为屡禁不止，违规获利数额不断攀升，

通讯网络新型违法、反洗钱、个人信息保护等领域的风险防范工作压力仍然较大。

网络借贷领域风险持续收敛，互联网金融专项整治及互联网借贷风险监管取得决定性成果。2020年全国网络借贷等互联网金融领域风险持续收敛。多地成立工作专班，指导督促有关重点网贷机构做好转型工作，加快清退进度。网贷机构的机构数量、借贷规模和参与人数连续28个月下降，网络借贷领域风险持续收敛，专项整治工作取得实质性成效。全国实际正常运营的网贷机构从最高峰3000多家（总数超过1万家）压降下行，截止2020年11月中旬实际运营网贷机构已完全归零。中国网络贷款“过山车”式的发展演进画上令人唏嘘的句号。

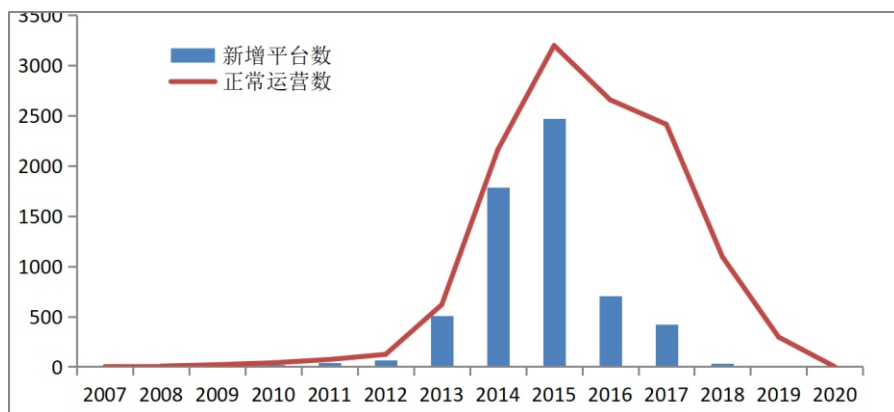


图3 中国网络贷款平台数量变化

资料来源：零壹财经及GEIF整理

金融科技监管日益强化，网络小额贷款新规出台。2020年11月初，《网络小额贷款业务管理暂行办法（征求意见稿）》规定，在单笔联合贷款中，经营网络小额贷款业务的小额贷款公司，出资比例不得低于30%；小额贷款公司通过银行借款、股东借款等非标准化融资形式，融入资金的余额不得超过其净资产的1倍；通过发行债券、资产证券化产品等标准化债权类资产形式融入资金的余额不得超过其净资产的4倍。《办法》的出台深刻影响金融科技公司的网络小额贷款业务，或是个别金融科技公司上市暂缓的重要原因。因相关金融科技公司上市所处金融科技监管环境发生变化等重大事项，可能导致其不符合发行上市条件或者信息披露要求。

二、根源分析

（一）金融科技不仅有效匹配需求，而且能通过供给创造需求

新冠疫情冲击不仅是一个总需求冲击，而且是一个总供给冲击，全球面

中国网络贷款
“过山车”式
的发展演进画
上令人唏嘘的
句号。

临需求不足和供给不畅的双重压力。同时，在疫情中长期冲击之下，居民和企业金融服务的需求、供给及业态发生改变，比如交易成本、行为以及习惯等产生重大且深远的变化。金融科技通过技术与金融融合可较为有效地满足新冠疫情冲击下跨时间和跨空间的金融需求，同时通过创造新的业务模式、应用、流程、产品或体系，对金融市场、金融机构或金融服务的供给方式造成实质性影响。

当金融和科技真正融合之中，移动互联、人工智能、大数据、云计算、区块链等技术真正应用中金融体系的期限转换、信用转换、收益转换以及风险转换之中，金融科技不仅延伸、升级并创新了金融服务理念、思维、流程及业务等方面，更重要的是，金融科技在金融体系中凸显了需求供给匹配和资源要素整合功能，能够较为有效满足需求、管理产业链并缓释供给约束。由于疫情是一个中长期的需求与供给冲击，无接触、智能化、跨空间的金融科技服务创新仍将深化，金融科技发展的潜力巨大，并带来相关产业发展，比如物流等。

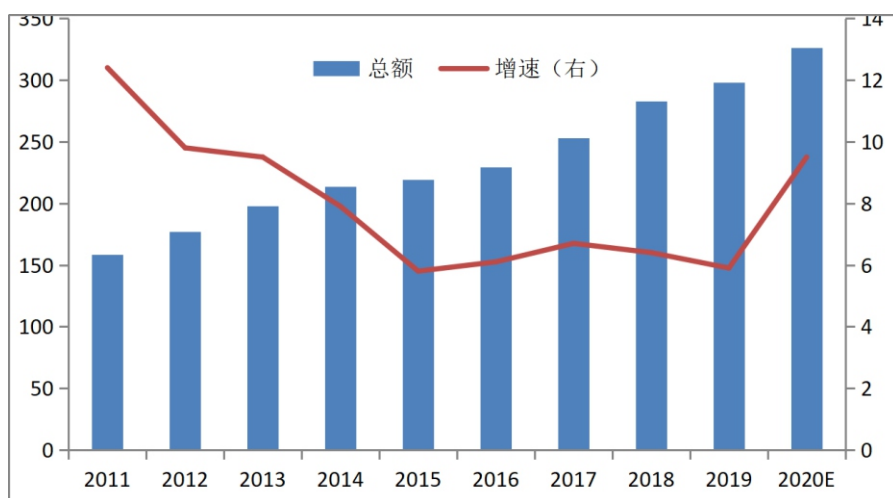


图4 中国物流成交总额及增长速度

资料来源：中国物流与采购联合会。2020年数据为GEIF预测值。

中国第三方支付仍保持较快增速，但将进入一个以存量市场争夺为主的时期。

（二）央行数字货币创新发展具有多重因素

金融科技创新深刻改变支付结算体系，对金融基础设施体系、金融供求关系及资源配置产生深远影响。特别是第三方支付以及私人部门发行数字货币对金融体系的系统性影响及潜在风险尚未得到评估或验证。中央银行研究发行数字货币具有多重根源。一是作为现金的一种系统替代，尤其在无现金社会中有效把控货币发行及政策传导。二是宣告国家政权，在数字化社会中强调中央银行及其背后国家主权的本质。三是建设现有支付系统的备份，完善支付清算体系，保障基础金融服务和金融基础设施稳定性，确保金融稳定

与安全。

当然，央行数字货币与第三方支付的功能关系值得关注。特别是中国人民银行发行的数字货币是电子化“现金”，核心功能是支付结算，这必然导致与第三方支付机构的竞争和合作关系。严格意义上，央行数字货币对第三方支付服务具有“替代性”，二者更多是竞争关系。从风险防控角度，央行数字货币对第三方技术风险应对、减少市场分割和防止市场垄断具有积极意义；但是，从应用效率上，央行数字货币未必能够提供比第三方支付更为便捷的支付服务。整体地，中国第三方支付仍保持较快增速，但将进入一个以存量市场争夺为主的时代。

央行数字货币对第三方技术风险应对、减少市场分割和防止垄断具有积极意义。

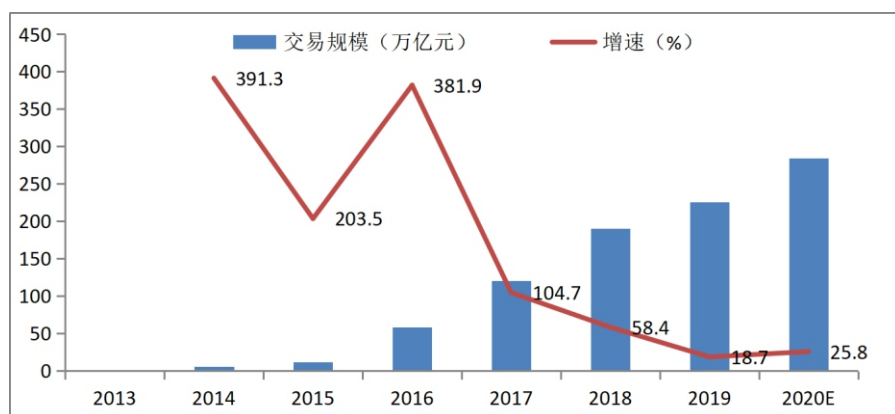


图5 中国移动支付交易规模及增速

资料来源：艾瑞咨询。2020年数据为GEIF预测值。

（三）金融科技风险确实没有获得足够重视

金融科技创新与传统金融创新存在显著差异性，同时金融科技创新具有多样的风险特殊性，金融科技创新对金融监管体系的挑战更加多元，带来了金融创新与金融监管的权衡问题更为凸显。一是金融科技创新的技术化使得金融监管机构难以适从，监管机构难以有效辨析金融科技创新的直接与间接风险，尤其是“头部效应”显现后，监管机构即刻警惕系统重要性风险，这形成金融科技创新与传统监管范式的适应性错配。二是金融机构创新的跨界化使得金融风险较难控制，金融市场与金融产品的跨界化会导致监管边界的模糊与重叠，从而产生监管真空与监管漏洞，形成混业经营与分业监管的制度性错配。三是金融科技创新的高效性使得金融科技公司认为技术创新可逾越监管或制度的藩篱，但是，技术创新并不改变金融本质，金融监管坚持的是底线不可逾越，这就形成技术逾越与风险底线的基因型错配。这三个“错配”的本质是系统性风险防控，为此，加强金融科技创新的监管具有合理之处。

三、2021年发展趋势前瞻

(一) 新冠疫情对金融科技服务的系统性影响仍在深化

目前，主要经济体史无前例的政策救援使得金融风险得以缓释，金融服务有序进行，资产价格屡创新高。但是，新冠疫情演进存在三大不确定性：一是疫情全球大流行扩散程度不确定性；二是全球政策应对及其有效性存在不确定性；三是疫情对全球经济金融系统的冲击存在不确定性。三大不确定性使得金融科技及其在金融体系中的应用面临不确定性：机遇与挑战并存。机遇在于新冠疫情冲击深化对金融科技创新及服务产生日益强烈的需求，同时将会极大地促进金融科技的供给创新，并带动相关产业的增长，比如各个地区数字经济发展水平。挑战在于新冠疫情大流行将会冲击金融体系稳定性，金融科技机构较难独善其身，比如其服务边界面临约束，再如其自身融资将会受到市场的约束。

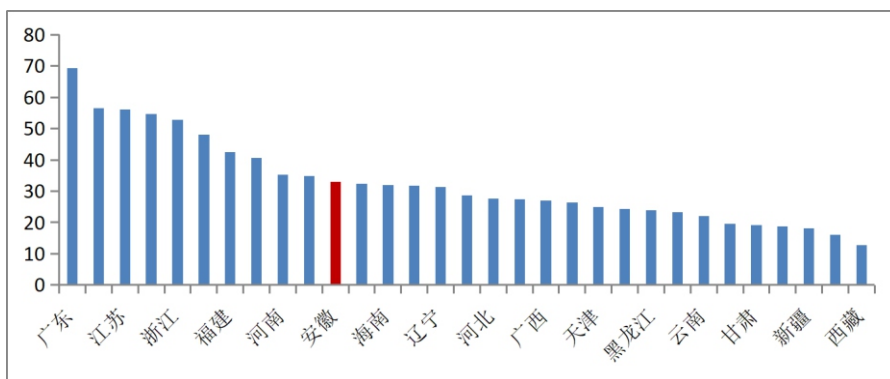


图6 各省数字经济发展指数排名

资料来源：中国信息通信研究院

在金融科技影响之下，银行部门整体呈现一种相对弱势的状态，数字化转型已持续多年。

(二) 传统金融机构数字化转型将明显分化

在金融科技影响之下，银行部门整体呈现一种相对弱势的状态，数字化转型持续多年。过去几年来，银行通过多样化战略布局进行应对，大致有设立电商平台、发展直销银行、建设交易银行、开展综合服务以及构建开放平台等五种模式。同时，包括主要的国有银行、多家股份制银行和少数城商行及农商行都在深化数字化转型，数字化技术、资金、人才等投入巨大，但是，数字化转型将因转型战略、实施模式、企业文化以及金融服务供求匹配等的差异性而呈现巨大的分化。一种情况是数字化转型卓有成效，金融机构迅速在传统业务竞争和金融科技创新中胜出；另一种情况是数字化转型不力，持续的资源投入没有获得应有回报，数字化转型成为“鸡肋”甚至是负担。

经济下行导致的信用风险、监管强化带来的监管成本以及金融科技创新引致的非典型竞争将使得部分商业银行面临困顿的战略抉择，尤其是中小银行可能呈现迅速边缘化的态势，同时中小银行风险加剧将成为显性问题。不同类型的银行在资产结构、负债模式、中间业务、技术应用、场景服务和数字化转型战略等进行再定位，寻找适合自身转型发展的路径。

机构	金融科技子公司	注册/开业时间	主要业务
工商银行	工银科技有限公司	2019年3月	系统研发、托管服务、生态云、科技产品输出、科创企业投资
农业银行	农银金融科技有限责任公司	2020年7月	技术创新、软件研发、产品运营与技术咨询
中国银行	中银金融科技有限责任公司	2019年6月	技术创新、软件研发、产品运营、技术咨询
建设银行	建信金融科技有限责任公司	2018年4月	金融机构、政府及公用事业、企业及通用解决方案
交通银行	交银金融科技有限责任公司	2020年8月	金融信息科技、计算机科技、机电科技、软件科技领域内的技术开发、技术咨询
平安集团	金融壹账通	2015年12月	商业科技云、人工智能、大数据分析、区块链技术
招商银行	招银云创信息技术有限公司	2016年2月	金融基础云、金融业务云、金融IT规划、技术咨询
民生银行	民生科技有限责任公司	2018年4月	金融云、IT系统建设、技术咨询等
兴业银行	兴业数字金融服务股份有限公司	2015年11月	金融信息云、银行及非银机构系统解决方案
光大银行	光大科技有限公司	2016年12月	金融云、IT系统建设、云缴费等
华夏银行	龙盈智达科技有限公司	2018年5月	人工智能、大数据、区块链、云平台等
北京银行	北银金融科技有限责任公司	2013年8月	大数据、AI、物联网、云计算、区块链

表1 国内部分银行数字化转型机构设置及业务安排

资料来源：GEIF整理

（三）金融科技创新与金融监管匹配进入再权衡

金融科技创新与金融监管匹配需进入一个新的权衡过程。P2P“监管”中的“信息中介”和“信用中介”的定位分歧，其后互联网金融专项整治，再到2020年底所有P2P清退出市场，这个过程值得金融科技创新者反思，也值得金融监管机构反思。一方面，金融科技机构要坚持技术是金融服务创新工具，而不是逾越监管体系“利器”之定位，理性认识金融科技创新背后的金融本质及风险特征。坚决避免垄断及不正当竞争，坚决依法依规开展金融活动并坚持金融业务持牌经营，坚决杜绝违法违规行。另一方面，监管当局更需要以金融本质而非“词语表达”作为监管依据，构建一个长期、动态视角的金融科技监管长效机制，以缓释金融科技创新引致的风险与监管问题。对金融科技创新各项要素和运行机制进行监管强化及完善，更重要的是对监管法律、体制机制、限制性监管、监管豁免及消费者保护等进行了匹配性改进或创新，不断完善金融科技创新的监管体系。

金融科技创新
与金融监管匹
配需进入一个
新的权衡过
程。

金融科技引领的技术进步具有多重性和重叠性，凸显了技术创新及协同增效作用，并在重塑全球经济和国际金融体系。

（四）金融科技创新国际标准博弈深化

新冠疫情全球大流行使得数字经济和金融科技发展加速，国际社会对金融科技应用关注度迅速提高，金融科技创新的国际标准问题成为一个显性的政策议题。金融科技是国际金融市场金融创新的主导驱动力之一，成为全球跨界融合创新的典型代表，是各个经济体金融体系竞争力的着力点。目前主要的金融科技包括大数据、云计算、区块链、人工智能、数字货币和生物识别等，应用领域涵盖了支付、交易结算、信贷、零售银行、投资理财和保险等。金融科技引领的技术进步具有多重性和重叠性，凸显了技术创新及协同增效作用，并在重塑全球经济和国际金融体系。

金融科技应用标准已提升至二十国集团的政策议程。2020年10月G20财政部长会议围绕数字货币运用、洗钱风险和数字货币作为支付形式的挑战等进行专题讨论，碎片化的数据标准和互联互通不足被广为诟病，相关标准制定将逐步提上日程。2020年10月金融稳定理事会认可了支付与市场基础设施委员会（CPMI）发布《加强跨境支付:全球路线图的基石》，未来将着力提高数据质量和直通式处理，积极推广应用全球法人识别编码和金融通用报文，并加快协调制定全球数据交换API标准和个人识别码标准。数字货币、移动支付、密码算法等多个领域的基础设施建设和标准制定正在博弈深化之中。

四、投资建议

未来金融科技公司的估值有三个不确定性：一是国际标准视角下的全球应用及其监管适用性，这将决定金融科技公司是一个本土公司还是国际化公司。二是国内金融科技监管强化和金融机构数字化转型重获竞争力的影响。监管强化的广度和力度会影响金融科技创新的范畴，而传统金融机构数字化转型将会在特定领域或业务上形成同质化竞争。三是央行数字货币应用对第三方支付业务的替代程度及竞争关系。金融科技公司的延伸业务都是建立在支付入口之上的，支付业务被部分替代将会导致对其他高价值业务的负面影响。

金融科技长期竞争优势毋庸置疑，传统金融机构并非一无是处，关键的投资变量是估值与波动。具体的投资建议：一是具有全球竞争力的金融科技公司；二是细分领域的龙头金融科技公司；三是技术竞争力凸显的金融科技服务公司；四是数字化转型卓有成效的传统金融机构。

关于中国科学技术大学国际金融研究院 全球经济与国际金融研究中心（GEIF）

中国科学技术大学国际金融研究院全球经济与国际金融研究中心（USTC IIF Center for Global Economic and International Finance Research，英文简称为GEIF），创办于2018年。聚焦宏观经济、数字经济以及国际金融研究，为中央及地方政府、中国企业发展提供决策咨询与智慧参考。使命愿景为“参谋宏观决策，服务企业发展，打造具有国际影响力的中国权威智库”。

本中心主任由中国社会科学院金融研究所副所长、国家金融与发展研究室副主任、研究员、博士生导师张明先生担任。中国科学技术大学管理学院副教授、EDP/EE中心主任吴林先生担任执行主任，负责中心全面运营管理。财经作家、华为董事长原媒体助理倪金节先生担任主任助理、办公室主任。

本中心目前汇聚了中国科学技术大学、中国社会科学院、清华大学、南京大学、工银国际、兴业证券、国元证券、天风证券、太平洋证券、凯石资本、弈泰资产等经济学界、金融界、科技界、商业界20多名一流专家学者担任研究员及特邀专家。



■ 风险提示

本报告仅代表本中心研究团队成员个人观点，不构成任何投资建议。投资有风险，决策请谨慎。

