



孙彬彬：未来策略重心 怎么看



意见领袖 | 孙彬彬/宋雪涛/刘晨明/吴先兴



摘要:

主要内容:

宏观: 8 月出口和今年各行业出口份额变化情况

策略: 美国 50 年公平与效率摇摆史的产业启示

固收: 金融稳定报告可以读出哪些关注点?

金工: 市场处于上行趋势, 配置走向均衡

宏观: 8 月出口和今年各行业出口份额变化情况

今年 1 季度中国出口占世界贸易的比重为 14.3%，环比回落 1.7%，但仍较疫情前的 2019 年高出 0.9%。后续随着发达国家劳动力供给恢复、新兴市场供应链修复，整体出口份额难免继续回落，但具体到行业层面而言，不同行业的出口份额变动情况将具有明显的结构性特征，是否具有比较优势和主要竞争国家的复工状况决定了订单的粘性。

我们分析了各行业在疫情前的出口份额变动情况，认为有三类行业在疫情后有望保持住出口份额：第一类是医药和化工品，如药品、杂项化学产品、塑料及其制品、有机化学品、鞣料涂料等；第二类是机械和金属粗加工产品，如锅炉机械器具及零件、贱金属工具、钢铁制品等；第三类是整车和汽车零配件。

策略：美国 50 年公平与效率摇摆史的产业启示

我们复盘并总结过去 50 年，美国执政风格反复在效率与公平间摇摆的经验，以把握当前侧重公平背景下的产业政策脉络。

1. 公平与效率之间反复横跳，是美国政党切换的一大规律。选民基础不同，使两党在意识形态方面存在一定分歧，进而造成执政理念上的显著差异，具体体现为共和党更注重效率，而民主党更注重公平。落实在政策层面，民主党主张扩大福利开支、扶持社会弱势群体取得平等地位；共和党则主张降低税收和福利开支、减少公共开支。

2. 克林顿经济学是美国由效率切换至公平的一次成功实践。90 年代

初，美国面临总量边际下行、政府杠杆较高、失业率上升等经济问题，克林顿主要从三方面解局：

1) 扩大中产阶级比重，通过结构性加税等弥合贫富差距

克林顿经济学为中低收入群体与中小企业降税减负的同时通过提高税率、推行遗产税等手段增加高收入企业与个人税收，提高了美国居民部门整体收入。

2) 鼓励信息技术等新兴产业发展

克林顿通过加大国会科研经费投入、让利科技企业等政策令信息技术等萌芽期产业迅速成长，确立了 21 世纪初美国在 IT、医疗等前沿领域的领先地位。

3) 压减财政赤字，化解政府杠杆危机

对高收入个人与企业的结构性加税，新兴产业扩张带来的所得税增量，以及股市繁荣带来的资本利得税增量，支撑了财政收入放量并实现预算扭亏为盈。

3. 在中期策略《开辟新战场：新一轮周期是属于硬科技的盛宴》中，我们做出研判，未来中期维度的宏观政策变量将围绕一个核心：从“效率优先”到“兼顾公平”。在过去 30 年效率优先的时代，积累、容忍了很多问题，当前到了兼顾公平的时代，核心就是要解决效率优先时代的后遗症。我们总结下来，之前的后遗症与克林顿上台初期类似，主要包括三个方面，

对应地或可借鉴克林顿经济学把握相关的宏观政策与产业政策脉络：

1) 后遗症之一：债务和杠杆风险。财政跨周期调节即将启动与政府部门去杠杆并存，对财政发力提出了“花小钱办大事的要求”，中期产业政策料将持续向高端制造业倾斜。

2) 后遗症之二：诸如寻租、腐败、垄断、环境污染的等灰色地带。对应地，反腐败、反垄断、碳中和将大力推进。落实到产业层面，主要有两大方向：①汲取美国互联网泡沫破裂教训，规范 IT、金融、教育等高 TFP 边际行业发展；②对低 TFP 部门实施产业结构升级调整，使其“高端制造化”，如碳中和推进能源供应领域的新能源替代等。

3) 后遗症之三：狭义贫富差距拉大。中央强调推进共同富裕，政策上体现为完善初次分配、再分配、三次分配的多层次分配制度，对应解决贫富差距部门性、阶级性、地域性的三大差异。

4. 预计在兼顾公平的背景下，高端制造类行业中期市场表现将持续优于传统行业。参考美国 50 年效率与公平切换史，侧重效率的政策环境有利于传统行业与消费行业，侧重公平的政策环境有利于科技、高端制造、金融行业的市场表现。

固收：金融稳定报告可以读出哪些观点

9 月 3 日中国人民银行发布《中国金融稳定报告（2021）》，如何看待当前国内金融风险？如何处置与推进？本文进行简要解读。

2020 年以来，国际形势严峻复杂，国内改革发展稳定任务艰巨繁重。防范化解重大金融风险攻坚战取得了重要阶段性成果，在宏观稳杠杆、处置金融风险和整顿金融秩序方面均较好的实现了既定目标，金融风险整体收敛、总体可控。

当前百年变局和世纪疫情交织叠加，世界进入动荡变革期，国内外不稳定性不确定性显著上升。国内防控疫情输入压力依然较大，经济恢复不均衡、基础不牢固，金融风险仍然点多面广，区域性金融风险隐患仍然存在，部分企业债务违约风险加大，个别中小银行风险较为突出。

下一阶段，常态化阶段的金融防风险工作要继续坚持稳中求进工作总基调，守住不发生系统性金融风险的底线。在继续统筹推进常态化疫情防控和社会发展的同时，保持宏观金融政策的连续性、稳定性和可持续性，处理好恢复经济和防范风险关系，促进经济平稳健康运行。

工作重点转向健全金融风险预防、预警、处置、问责制度体系，构建防范化解金融风险长效机制，推动中小金融机构改革化险，着力降低信用风险，维护股市、债市、汇市平稳运行，严密防范外部风险冲击。

如何看待当前宏观问题与银行业风险？

宏观问题方面，一是经济增速放缓导致的宏观杠杆率上升风险，因此要处理好恢复经济和防风险关系，促进经济平稳健康运行；二是可能的跨境资本冲击，目前来看，这部分影响有限，但从前瞻性、全局性和主动性

考虑，仍需加强监控。

金融业风险方面，银行压力测试结果表明，2022 年经济底线假设约 4.78%，中小银行压力较大，补资本问题突出且急迫，还需要关注证券、保险业违约传染风险。

央行金融机构评级结果表明，风险整体可控，高风险机构较去年数量减少、占比下降；分结构类型看，大型银行评级结果较好，高风险机构仍主要为农合机构与村镇银行；分区域看，绝大多数省份存量风险已压降，

金融风险如何应对？报告要求：

健全金融风险预防、预警、处置、问责制度体系，构建防范化解金融风险长效机制。

全力做好存量风险化解工作，坚决遏制各类风险反弹回潮；以“在线修复”为主稳妥化解中小金融机构风险，持续推动中小金融机构改革化险；加大银行体系不良资产核销力度，分类施策补充中小银行资本；健全金融风险问责机制，对重大金融风险严肃追责问责，有效防范道德风险。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_35019

