

## 追根溯源，以史为鉴——金融控股公司 的国际经验（一）

从全球看，多数发达国家的金融行业以金融控股公司为基础实行混业经营，并根据国情形成了各自独特的混业模式。各国金融控股公司大体分为三类：一是纯粹型金融控股模式，母公司一般不从事具体金融业务，而是作为公司经营策略的制定者和决策者，负责从事股权管理和重大资产的投资运作等事宜。二是经营型金融控股模式，主要特点是“多个法人、多块牌照、多种业务”，母公司既负责主营业务，也控股子公司开展其他金融业务。三是全能银行模式，以商业银行为法人主体、以银行业务为主的金融控股公司，下设证券、保险、信托等各个子部门，分别经营不同的金融业务，为“单一法人、多块牌照、多种业务”。

金融控股公司在各国的产生背景与发展历程不尽相同，但同时也表现出来一些具有金融控股公司共性的优势与局限。优势方面，具体表现为：在宏观上，有利于风险控制和宏观审慎监管，也能进一步优化金融业结构；在微观上，具有规模经济、范围经济和协同效应，能够促进金融产品多样化创新以满足客户的全方位金融业务需求。局限方面，具体表现为：关联交易带来的风险隔离机制的失效，管控成本上升，大到不能倒的道德风险，资本金重复计算及杠杆率过高，以及加剧资本脱实向虚倾向。总结归纳金融控股公司的国际经验，有助于更好地探索出适合我国金融控股公司的发展路径与运营模式。

### 风险分析

（1）既有政策落地效果及后续增量政策出台进展不及预期，地方政府对于中央政策的理解不透彻、落实不到位。（2）秋冬季节流感频发，新冠疫情新增确诊人数上升，全国疫情防控压力仍然较大。（3）经济增速放缓，宏观经济基本面下行，经济运行不确定性加剧。（4）今年以来，股票市场、外汇市场、房地产市场等均较为低迷，市场情绪存在进一步转劣可能，国际资本市场风险传染也有可能诱发国内资本市场动荡。（5）土地出让收入大幅下降导致地方政府债务规模急剧扩大，地方政府债务违约风险上升。（6）地缘政治对抗升级风险，俄乌冲突不断，国际局势仍处于紧张状态。

## 政策研究

胡玉玮

huyuwei@csc.com.cn

13811821478

SAC 执证编号：S1440522090003

研究助理：冯天泽

fengtianze@csc.com.cn

15120034020

发布日期：2022年12月28日

### 相关研究报告

## 目录

一、金融控股公司的定义与经营特点.....	1
二、金融控股公司的产生背景和发展历程.....	2
（一）美国.....	2
（二）英国.....	3
（三）日本.....	3
（四）德国.....	3
三、金融控股公司的优势分析.....	4
（一）有利于风险控制和宏观审慎监管.....	4
（二）优化金融行业结构.....	4
（三）规模经济、范围经济和协同效应.....	5
（四）金融产品多样化创新，满足客户对金融业务的全方位需求.....	5
四、金融控股公司的局限与风险.....	5
（一）关联交易带来的风险隔离机制的失效.....	5
（二）管控成本上升.....	6
（三）道德风险（大到不能倒）.....	6
（四）资本金重复计算及杠杆率过高.....	6
（五）加剧资本脱实向虚倾向.....	6
风险分析.....	7



## 一、金融控股公司的定义与经营特点

金融控股公司一词最早起源于美国，1999年美国《金融服务现代化法案》有关银行控股公司组织结构的条款中首次提出了“金融控股公司”（Financial Holding Company, FHC）这一法律术语，但是并未给出确切定义。在巴塞尔银行监管委员会、国际证监会组织、国际保险监督协会共同组建的联合论坛（后文简称联合论坛）发布的《金融控股集团监管规定》和《金融集团监管原则》中，将金融控股集团定义为“在受监管的银行业、证券业或保险业中，实质从事至少两种金融业务，并对子公司有控制力和重大影响的所有集团”。2020年9月，国务院发布《国务院关于实施金融控股公司准入管理的决定》，人民银行发布《金融控股公司监督管理试行办法》，这是我国首次发布金控公司相关政策文件，其中对金融控股公司做出了如下定义：“依法设立，控股或实际控制两个或两个以上不同类型金融机构，自身仅开展股权投资管理、不直接从事商业性经营活动的有限责任公司或股份有限公司。”

金融控股公司以混业经营为基础，能促进资源要素在各行业间高效联动，有助于优化资源配置，推动金融产品创新；但同时也容易造成多个主体和行业间的风险联动，提高系统性金融风险。从全球看，目前多数发达国家的金融行业都是以金融控股公司为基础实行混业经营，并根据国情形成了各自独特的混业模式。一般可以将各国金融控股公司分为三类：纯粹型金融控股模式、经营型金融控股模式与全能银行模式。

**纯粹型金融控股模式下，母公司一般不从事具体金融业务，而是作为公司经营策略的制定者和决策者，负责从事股权管理和重大资产的投资运作，通过兼并、收购或投资来控股独立的子公司，再由子公司开展具体金融业务。**纯粹型金融控股模式允许商业银行、券商和保险机构之间相互结合，但禁止银行与非金融实业公司结合。纯粹型金融控股模式以美国为例。美国的金融控股公司是银行控股公司（BHC）的一种。控股一家或多家商业银行的集团公司需向美联储申请注册为银行控股公司。控股母公司仅仅负责整个集团的战略规划和子公司的股权投资及管理，旗下非银子公司可以从事“与银行密切相关的金融业务”。如果一家银行控股公司及旗下存款机构满足资本充足和管理良好等条件，并且《社区再投资法案》评级为“满意”，则可以进一步向美联储申请成为金融控股公司。相较于银行控股公司而言，金融控股公司可以从事更为广泛的金融活动。除银行控股公司允许的业务以外，金融控股公司还可设立非银子公司开展证券承销与交易、保险承销和股权投资等非银业务。

**经营型金融控股模式下，母公司既负责主营业务，也控股子公司开展其他金融业务，即“多个法人、多块牌照、多种业务”。**母公司与子公司之间设有防火墙，存在一定的风险隔离，在危机发生时可以在一定程度上控制子公司风险向其他子公司或母公司蔓延。商业银行可以通过并购证券、保险、信托等非银金融机构，迅速扩张成以银行为母公司、以其他金融机构为子公司的金融集团。经营型金融控股模式以英国的金融控股公司为例。英国金融控股公司的发展以银行业务为主，其他金融业务多通过所控股子公司进行，业务涵盖证券、保险等领域。与美国金融控股公司对开展非金融业务有着较为严格的限制不同，虽然英国不允许银行直接持有非金融企业股权，但可通过间接的方式，以附属公司的形式进行持股经营，且在持股比例方面没有明确限制。因而，对大多以银行作为母公司的英国金融控股公司来说，除了多元化金融业务，还可同时经营工商企业投资活动。如汇丰集团除了经营银行、证券、保险等金融业务外，在国内外也开展着技术和咨询服务、房地产、基建、航运、铁路、化工等非金融业务。

**全能银行模式是以某商业银行为法人主体、以银行业务为主的金融控股公司，下设证券、保险、信托等各个子部门，分别经营不同的金融业务，即“单一法人、多块牌照、多种业务”。**这种模式首先出现在荷兰，而

后在德国发展成熟，并被许多欧洲国家所采用。全能银行模式的业务范围广，可以经营金融领域内的所有金融业务，包括商业银行业务、证券业务、保险业务和其他金融业务。以德国为例，德国《银行业务法》规定，全能银行的经营范围包括存贷款业务、信托业务、证券业务等所有金融业务。同时，德国的全能银行拥有以机构投资者进行证券投资的权力，德国的证券市场实际是由银行运营和控制的。全能银行模式是高度一体化的混业经营，可以最大程度上实现金控集团资源、信息共享，经营效率较高。但全能银行模式各业务之间相互融合，没有风险隔离效应，风控难度较大。此外，由于业务领域广泛，服务全面，全能银行能够取得更大的范围经济效益。因为客户网点多、客户源稳定，因此易于开展业务，全能银行开展相似的零售保险业务，成本也较保险公司低。同时，全能银行可将各类资产负债进行风险组合，以稳定现金流，并降低风险。

**表 1:金融控股公司的主要模式与优缺点**

模式	特征	优点	缺点
纯粹型 (以美国为代表)	母公司自身不从事业务经营,仅进行股权管理和重大资产的投资运作,制定战略规划,具体金融业务由控股子公司经营	1. “防火墙”制度在各子公司间建立起有效的风险隔离,有助于降低系统性风险 2. 统一战略规划,提高整体资本运作效率 3. 各子公司独立性强,利益冲突较小 4. 有利于实现规模经济和范围经济	1. 各子公司间协调、沟通成本较高,协同效应较弱 2. 公司内部共同营销活动,容易滥用客户信息与交易资料,危害消费者权益,也可能因为彼此间业务的利害冲突损害客户利益
经营型 (以英国为代表)	母公司从事具体业务经营,且大都是以银行业务为主的公司,其他金融业务由控股子公司经营	1. 兼具灵活性和审慎性 2. 中等程度的风险隔离 3. 银行母公司指导下,具备一定协同效应	1. 子公司危机可能会传染给其他子公司或银行母公司 2. 不同业务之间存在一定的利益冲突
全能型 (以德国为代表)	以某商业银行为法人主体、以银行业务为主的单一法人主体金融机构,下设其他各类金融业务子部门	1. 彻底的混业经营,信息、资源共享,协同效应显著 2. 规模经济与范围经济强 3. 有效满足客户的一站式需求 4. 有利于金融产品创新	1. 缺乏有效风险隔离,不同业务风险易传染 2. 各部门业务往来较多,容易产生利益冲突 3. 业务复杂度高,监管成本较高

资料来源: 中信建投整理

## 二、金融控股公司的产生背景和发展历程

### (一) 美国

美国的金融发展经历了“混业-分业-混业”的过程。在 1933 年之前，美国商业银行可以从事投资银行业务，银行可将储蓄资金挪用于证券投机活动。繁荣的证券投机活动将股价推升至前所未有的高度，最终在制度性监管缺位的情形下，以 1929 年股市崩盘而惨烈收场。因此，1933 年《格拉斯-斯蒂格尔法案》通过，规定金融机构不得同时从事商业银行和投资银行业务，并严格限制人员兼任、关联公司交易和银行并购等事项，杜绝监管规避行为。自此开始，美国正式开启了金融分业经营的时代。进入上世纪 70 年代后，除商业银行外的其它金融机构在更宽松的监管约束下，开展了一系列金融创新，如开设货币市场共同基金，这些金融创新极大地削弱了商业银行负债端的成本控制能力。另一方面，上世纪 80 年代的信息和计算机革命降低了资本市场交易的信息成本，企业因而转向商业票据和债券市场筹资，这又使得商业银行资产端的贷款业务承受空前压力。

在巨大的竞争压力下，商业银行寻求业务突破的冲动愈加强烈。1987年开始，为保持银行业的活力和竞争力，更为了防止产融结合，美联储有限度的放开了商业银行从事其它金融活动的限制。1987年，美联储重新阐释了1933年法案的第20条，允许银行控股公司通过设立子公司从事部分证券业务。到了20世纪90年代，全球金融国际化程度逐渐提高，面对欧洲全能型银行来势汹汹的跨国竞争，完全的分业经营明显已不能满足时代的需要，美国对于金融机构的监管逐渐放开。1999年，美国颁布了《金融服务现代化法案》，废除了1933年《格拉斯-斯蒂格尔法案》关于银行与证券、保险分业的法律规定；废除了1956年《银行控股公司法》关于银行控股公司不能从事保险业务的规定。法案允许金融机构全面涉足银行业、保险业和证券业等领域，并放开交叉销售金融产品的限制。这标志着美国金融分业经营的结束和混业经营的重新开始，现代化的金融控股公司随之快速涌现。

## （二）英国

自二战结束到20世纪80年代，英国证券行业实行分业经营，证券承销、证券经纪和自营等业务严格分离，金融行业缺乏竞争活力，导致原本领先的国际经济金融地位不断下降，英国政府不得不考虑推行更为自由化的经济金融政策来维持本国金融业的国际竞争优势。1986年10月，英国政府发动了一场规模宏大的金融改革——“金融大爆炸（London's Big Bang）”，大幅减少金融监管，对英国传统金融业和世界金融业均产生了较强的冲击，引发了全球金融自由化浪潮，其标志性事件是《金融服务法》的实行，具体包括允许外国资本进入英国市场，废除各项金融投资管制，允许经纪商与交易商两种职能互兼，允许银行提供综合性金融服务等内容。银行类金融机构开始作为金融控股公司的前身，进入金融业混业经营和综合经营领域。1987年通过的《银行法》不仅明确金融机构在行业内可以混业经营，还允许金融机构持有工商企业的股份，以及国内外金融机构交叉持股等。此举使得英国逐渐涌现出一批超级金融机构，业务领域涵盖了银行、证券、保险、信托等各个方面。

## （三）日本

日本的金融混业经营发展路径与美国相似，经历了“天然混业-强制分业-法律混业”的发展过程。20世纪20年代后期，日本金融业日趋集中，呈现出天然混业状态。1929年资本主义世界发生经济危机后，日本金融业受到巨大冲击，日本政府决定效仿美国对混业经营进行遏制，并于1947年颁布《禁止垄断法》，严禁设立或经营纯粹型控股公司。1993年日本开始允许商业银行间进行兼并收购，并于1996年开始推动金融改革，1997年新修订的《禁止垄断法》对控股公司重新做了定义和规定，同年通过的《金融控股公司整備法》、《银行控股公司创设特例法》对银行控股公司、证券控股公司、保险控股公司分别做了定义和规定，金融控股公司的法律地位得到了初步认可。1998年颁布《金融体系改革法》，允许日本银行以子公司的形式从事全能化金融服务，彻底放宽了各项金融业务之间的限制。这标志着日本金融业进入了法律混业的时代。1999年8月，日本第一劝业银行、富士银行、兴业银行首先宣布以组建联合控股公司的形式合并为金融控股公司。此后，瑞穗、三菱东京、UFJ、三井住友四大金融控股公司也相继形成。

## （四）德国

一直以来，德国都坚持着金融混业经营制度，全能银行占其主导地位。19世纪50年代时，德国处于工业化快速发展的关键时期，银行对企业融资提供了全方位支持，除了贷款服务外，银行还帮助企业发行股票、债券，甚至直接投资于实体企业。与此同时，法律上并未对产融结合有着严格限制。基于此，许多综合性全能银行相继建立，为德国国民经济发展起到了至关重要的作用。

二战之后，德国银行业长时间保持割裂发展态势。西德实行美国式的分业经营制度，直到 20 世纪 50 年代后期才逐渐恢复到战前的混业经营制度。东德按照苏联模式实行计划经济下的中央集权式银行体制。直到 90 年代两德统一后，混业经营制度下的全能银行模式才逐渐得到恢复。

两部法律为德国的全能银行发展奠定了法律基础：1957 年 7 月 26 日，德国政府颁布了《联邦银行法》，四年之后又于 1961 年 7 月 10 日，颁布了《银行法》，为德国的全能银行发展提供了法律依据并且奠定了法律基础。这两部法律，为银行业广泛参与证券、保险、信托等业务及投资于工商企业，提供了广阔的发展空间和法律依据，形成了德国银行资本与工商企业及建筑业等的产权交融、交叉持股混业经营的全能银行金融体制。德国的全能银行具有诸多的权力：一是从事商业银行和投资银行的零售及批发业务的权力和义务；二是持有工商企业股权的权力；三是享有以机构投资者的身份进行证券投资的独占权力；四是各行业发放贷款和提供融资活动的权力。因此是最彻底的、综合化程度最高的全能银行。

### 三、金融控股公司的优势分析

通过对国际经验的比较分析可以发现，全球各主要经济体的金融体制都逐渐由分业经营转向混业经营，建立并发展金融控股公司已经是各个经济体重新走向金融混业经营的必经之路。作为混业经营的主要载体，金融控股公司在经济转型升级过程中具有诸多优势，具体表现为：**在宏观上，有利于风险控制和宏观审慎监管，也能进一步优化金融业结构；在微观上，具有规模经济、范围经济和协同效应，能够促进金融产品多样化创新以满足客户的全方位金融业务需求。**

#### （一）有利于风险控制和宏观审慎监管

金融控股公司将银行体系和证券、信托、保险、资产管理等多元化金融业务置于同一集团架构之下，构成在宏观金融体系之中的一个小型金融系统。金融控股公司的母公司对各子公司的财务状况有着更加直接和全面的监管，内部的风险管理体系有助于高效实现风险识别，能在风险积聚的早期及时预警并进行风险控制，最大程度上规避风险所带来的损失；在子公司爆发风险时，母公司也能够及时快速地进行信用支持并开展救助，避免风险进一步传染和扩大，将风险控制在有限范围中。因此，金融控股公司可以作为整个宏观金融体系之中一个相对独立的单元体来看待，监管完善、经营规范的金融控股公司有较强的风险抵御能力，也能有效降低内部风险向外传播的速度和力度，使得整个宏观金融系统更加稳定。另一方面，金融控股公司也为宏观审慎监管提供了很好的抓手，便于监管机构搭建监管体系，进行宏观审慎监管，包括对母公司的资本充足率要求、并表报告要求、日常沟通和检查等，也包括各监管部门对各个子公司进行的分业功能监管。总而言之，金融控股公司能够促进整个金融体系提高宏观审慎监管效率，有效管控系统性金融风险。

#### （二）优化金融行业结构

从国际经验来看各国的融资结构，英、美等“市场主导型”国家的金融体系长时间来都以直接融资为主导，德、日等传统意义上的“银行主导型”国家，近十几年来其直接融资比例也不断攀升。而在中国的金融体系中，以商业银行为主导的间接融资始终占据重要地位，资本市场直接融资比重则一直处于较低水平。根据中国人民银行统计，截至 2021 年 12 月，企业债券和非金融企业境内股票存量合计为 39.39 万亿元，仅占社会融资规模存量的 12.54%。党的十九届五中全会提出，全面实行股票发行注册制，建立常态化退市机制，提高直接融资比重，要将这作为“十四五”时期资本市场实现高质量发展的战略目标和重点任务。进一步发展资本市场、提高直接融资比重，对于深化金融供给侧结构性改革、加快构建新发展格局、推动经济高质量发展具有重要意义。

义。通过资本市场直接融资为企业发展筹措资金，有利于快速合理地进行资金配置，提高资金使用效率，也能有效降低企业融资成本，纾解中小企业和创新企业的融资难融资贵问题，为其提供更为广阔的融资渠道，有助于解决经济转型升级中的资金短缺问题和经济发展不平衡问题。金融控股公司模式综合了银行、证券、保险等各项金融业务，有利于推动银行业的资本、客户、渠道、信息等各类资源流向证券、保险等非银行金融业，促进非银行金融业的发展，进而有助于推动资本市场高质量发展，促进多层次资本市场体系建设，扩大直接融资规模，改善经济融资结构，降低宏观杠杆率。与此同时，金融控股公司作为宏观审慎监管的有力抓手，能够有效传递监管机构的政策意图，提高对金融行业进行结构性调整的能力和效率。

### （三）规模经济、范围经济和协同效应

金融控股公司的规模经济源自于金融基础设施共享和品牌效应。因为金融基础设施投资巨大，特别是金融企业的科技投入越来越高，更多的业务量可以摊薄金融基础设施的固定成本，降低要素使用的平均成本，提高要素报酬率，是金融控股公司规模经济的主要来源之一。金融控股公司所具有的大型规模体量也能带来较强的品牌效应，能以成本更低的方式吸引客户，获取客户信任。

金融控股公司的范围经济和协同效应体现在促进金融机构推动资源整合和共享，降低营运成本，从而有助于实现多产品联合生产成本低于单一产品生产成本总和，即达到生产方面的范围经济。例如商业银行和投资银行的业务协同，在拓展投行业务中延伸银行传统优势产品和服务，实现交叉销售与协调发展，能够有效为公司客户提供一体化批发金融服务，在融资渠道和客户关系管理上获得竞争优势。另一方面，集团信誉存在溢出效应，金融控股公司的信誉在各个金融分业务之间具备延伸性，更广的金融业经营范围会提升集团整体信誉水平，从而拓宽融资渠道、降低融资成本。

### （四）金融产品多样化创新，满足客户对金融业务的全方位需求

随着中国经济转型升级、金融市场的深化及金融创新的提速，企业客户的金融需求早已不再局限于存、贷、汇等传统业务，而是包含存贷汇、债券发行、资金管理、风险管理、结构融资、贸易融资、并购顾问、资本重组等在内的一站式产品和全方位、多层次服务。不管是单纯的商业银行服务，还是单纯的投行服务、保险等服务都难以全方位满足实体经济的需求。金融控股公司可以实现规模经济、范围经济和协同效应，有助于推动资源集中、平台整合和渠道共享，优化金融资源配置，推动金融机构产品和服务创新，节约客户的搜寻成本和交易成本，从而为企业和居民客户提供综合化、一体化、多样化的金融服务，更好地服务和支持实体经济的发展。

金融控股公司旗下具备多元化金融业务子公司，各业务和产品间的交叉销售更加市场化，透明度高，有利于促进深度金融创新，如“金融产品超市”或“一站式金融服务”，旨在更好地服务客户多元化的金融需求，提供涵盖银行、证券、信托、保险、资产管理等业务的全方位金融服务。

## 四、金融控股公司的局限与风险

金融控股公司在发展过程中也体现出了一些局限和潜在风险，具体表现为：**关联交易带来的风险隔离机制的失效**，管控成本上升，大到不能倒的道德风险，资本金重复计算及杠杆率过高，以及加剧资本脱实向虚倾向。

### （一）关联交易带来的风险隔离机制的失效

当金融控股公司中的一家金融机构可以销售附属公司的产品时，其销售人员和经理人具有一种内在动力来推销这些产品，并有可能向客户提供不客观的产品建议，从而损害客户利益。除此之外，金融控股公司内的企业可能会把某一公司的内幕消息提供给集团内的投资银行子公司，使其利用所获得的信息来进行内幕操作，赚

取非竞争性利润，扰乱市场秩序，损害其他投资者权益。2022年8月30日人民银行起草的《金融控股公司关联交易管理办法（征求意见稿）》将关联交易做了分类。按照交易主体不同，将关联交易分为金融控股公司本级关联交易和附属机构关联交易，前者受人民银行监管，后者受金融监管部门监管。按照管理目标不同，集团内部交易重点防范虚构交易、转移利润、隐藏风险、监管套利等问题，集团对外关联交易重点防范利益输送风险。按照交易类型不同，将关联交易分为投融资类、资产转移类、提供服务类及其他，以便于开展统计分析和风险管理。

## （二）管控成本上升

随着集团组织结构的复杂化，内部交易可能会变得规模庞大，不仅监管当局难以了解其风险，就连集团总部也可能难以掌握其总体效果。以花旗银行为例，在次贷危机之前的几年时间内，其固定收益部已经预感到次级贷款的风险，开始减少这方面的贷款，然而其CDO（担保债务凭证）部门还在增加这方面的风险敞口，次贷危机以后金融调查委员会指出，花旗银行已经出现“大到不能管”的问题，因为信息在花旗银行已经不能自由地流动了。

## （三）道德风险（大到不能倒）

金融控股集团往往存在财务杠杆过高、风险属性不一致和组织结构复杂等特点，在信息不对称时，其产生的道德风险尤为突出。金融控股公司可以通过资产转移，将高风险资产全部注入独立的高风险子公司。在盈利状态时，金融控股公司会维持生产经营，最大化自身利益；在亏损状态时，金融控股公司的母公司未必会如监管层所愿向子公司注入资本以使其摆脱困境，而是选择违约，风险损失最终由债权人承担，以此通过在集团成员机构内不同资产安排来榨取全部或部分债权人权益。

## （四）资本金重复计算及杠杆率过高

母公司对子公司的这种投资持股和子公司与子公司之间的投资持股，构成了被投资公司的资本。从会计核算角度来看，资产类科目“投资”转变成了所有者权益类科目“资本”，使得金融控股公司资本产生虚增，资本重复计算，但实际上整个集团内部并没有增加额外的资本。由于各个金融实体的资本需要满足对应的监管部门的监管要求，资本重复计算的后果是高估了集团总实际资本，导致集团的净偿付能力实际上低于单个机构偿付能力之和。

## （五）加剧资本脱实向虚倾向

随着金融控股公司的快速扩张，部分金融控股公司逐渐忽视自身实业主营业务发展，而盲目向金融业扩张，加剧了资本脱实向虚倾向，助长资产价格泡沫，加剧产业空心化，变相挤压实体经济的发展资源，削弱企业创新发展能力，背离服务实体经济发展的初衷。

## 风险分析

(1) 既有政策落地效果及后续增量政策出台进展不及预期，地方政府对于中央政策的理解不透彻、落实不到位。(2) 秋冬季节流感频发，新冠疫情新增确诊人数上升，全国疫情防控压力仍然较大。(3) 经济增速放缓，宏观经济基本面下行，经济运行不确定性加剧。(4) 今年以来，股票市场、外汇市场、房地产市场等均较为低迷，市场情绪存在进一步转劣可能，国际资本市场风险传染也有可能诱发国内资本市场动荡。(5) 土地出让收入大幅下降导致地方政府债务规模急剧扩大，地方政府债务违约风险上升。(6) 地缘政治对抗升级风险，俄乌冲突不断，国际局势仍处于紧张状态。

## 分析师介绍

胡玉玮：中信建投政策研究团队负责人。经济学博士、牛津大学博士后、欧盟访问学者。曾担任中国证监会研究院国际金融部负责人、西班牙对外银行（BBVA）驻华代表（养老金与保险）、经济合作与发展组织（OECD）经济学家。世界银行、国际货币基金组织等国际组织顾问专家，中国社科院、中国人民大学、上海对外经贸大学客座研究员。参与或主持多项国际、国家和部委重大经济金融领域研究课题，多篇政策研究报告获党中央、国务院领导批示或批转。主要研究领域：宏观经济、国际金融、资本市场。

## 研究助理

冯天泽：中信建投政策分析研究员，北京大学理学学士、金融学硕士，香港中文大学经济学硕士，曾任职于国家外汇管理局和中金公司，主要研究领域包括：宏观政策、金融监管、汇率及外汇储备等。联系电话：15120034020；邮箱：fengtianze@csc.com.cn。

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

## 中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层

上海

上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室

深圳

福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层

## 中信建投（国际）

香港

中环交易广场2期18楼

电话：(8610) 8513-0588  
联系人：李祉瑶  
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

电话：(8621) 6882-1600  
联系人：翁起帆  
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

电话：(86755) 8252-1369  
联系人：曹莹  
邮箱：caoying@csc.com.cn

电话：(852) 3465-5600  
联系人：刘泓麟  
邮箱：charleneliu@csci.hk