

「封面故事」

「十四五」新动能： 科技创新与碳中和

私人 银行

智观世界

金融科技的中国时代：中国金融科技的发展与建议

家企天下

家族信托、家国之爱

私银社群

「君子伙伴，与爱同行」

问道陶朱

公募基金2020年回顾及2021年展望

文以行远

宋人擅审美，凭什么？

见筑生活

上海红色记忆（1920-1949）

财经
CAIJING

私人
银行

二〇二二年三月

任重道远
君子同行



Scan the
WeChat QR code

Web: www.icbc.com.cn
Hot line: 95588



P19

智
观
世
界



P22

封
面
故
事



P36

家
企
天
下

前言

十三载至诚同行，新征程致远相伴 / 5

智观世界

前沿

金融科技的中国时代：中国金融科技的发展与建议 / 8

宏观

探析我国乡村振兴与城市化解决之路 / 14

“双循环”格局下的“升维发展” / 18

——2021年中国经济展望

封面故事

“十四五”新动能：
科技创新与碳中和 / 22

家企天下

传承

家族信托、家国之爱 / 30

——工银私人银行家族信托宣传片正式发布

杜建英：保持初心，为年轻人铺好创新路 / 31

管理

拥抱数字普惠，助力小微企业持续成长 / 35

创新的七种机会 / 38



P48

私
银
社
群



P61

问
道
陶
朱



P75

文
以
行
远



P91

见
筑
生
活

私银社群

君子伙伴

“君子伙伴，与爱同行” / 46

——万源公益行

问道陶朱

策略

众流归海，百舸争流 / 50

——公募基金2020年回顾及2021年展望

净值化推动开放式理财产品加速发展 / 54

潮平两岸阔，风天一帆悬 / 56

——2021年第一季度大类资产配置回顾与展望

财富管家

A股港股同跌，牛市要结束了吗？ / 61

文以行远

古文

宋人擅审美，凭什么？ / 66

悦读

数学、常识和运气 / 69

——数学家如何征服华尔街

影想

扶贫，需要“马得福”，也需要“丁真模式” / 72

艺术空间

艺术收藏交易新格局正在形成，中国拍卖行如何接招？ / 74

见筑生活

共业

上海红色记忆（1920-1949） / 80

旅行

武汉的老城新生 / 86

非遗

桃花坞年画：贴在门上的民俗风情画 / 90



主办单位

中国工商银行私人银行部

协办单位

《财经》杂志

采编中心

出版人 / 李宝权

主编 / 邹慧丽 陈坚 殷仲洁

副主编 / 沈玥

编审 / 毕培艺

统筹 / 张羽 刘畅

联合出版人 / 刘霄 何刚

主编 / 康娟

主笔 / 吴海珊

编辑 / 郭力群 彭韧

策划编辑 / 富饶

流程制作 / 梅丽莎

视觉中心

视觉总监 / 黎立

美术编辑 / 颜斌 于宗文 张玲

运营统筹

崔毅

*版权所有 侵权必究

免责声明:

本刊文中观点和建议仅供参考,在任何情况下,我行及作者均不对由于依赖文章中的任何意见或观点而导致的损失承担任何责任;文中观点受制于市场及其他条件的变化,不应作为对未来事件发展的预测或对未来投资的保证。

十三载至诚同行，新征程致远相伴

文 / 中国工商银行私人银行部总经理 李宝权

春回大地，万物复苏。工银私人银行业务于2008年春天在黄浦江畔扬帆起航。作为国内首家持牌经营的私人银行机构，十三载栉风沐雨，工行私人银行在中国财富管理领域不断砥砺前行，开拓创新。从提供专属金融服务，到多元化、一体化的境内外投融资解决方案；从财、投顾专业队伍，到“一点接入，全局响应”的“1+N”综合服务；从非金融服务，到线上线下生态链服务贯通；从“诚信相守，稳健相传”经营理念，到“君子伙伴，与爱同行”公益主张，工银私人银行承载社会责任和财富托付，努力践行财富管理使命。

今年是“两个一百年”的历史交汇点，也是“十四五”开局之年。“十四五”规划纲要明确了“创新、协调、绿色、开放、共享”的新发展理念，确立了以国内为主，国际国内双循环相互促进新发展格局。作为国内私人银行的领航者，工银私人银行将顺应时代潮流，勇立时代潮头，推动财富管理行业高质量发展。依托集团跨领域、跨区域优势，产品、信息优势，关注创新、绿色、城乡联动发展投资机遇，为客户提供参与产业投资信息和机会；汇聚客户力量，发挥桥梁纽带作用，支持养老、医疗、科技、教育、扶贫等产业客户投资；做深专业服务，丰富受托资产品类，实现全委托财富

传承新模式；整合服务资源，聚焦企业家客户高层次综合化服务需求，为企业家客户提供专属服务平台；融入科技金融发展，完善资产风险收益匹配模型，实现“人工+智能”的专业投顾服务；聚焦精准扶贫，拓展公益扶贫渠道，引入培育更多元的扶贫项目，丰富公益服务体系。

十三载至诚同行，新征程致远相伴。工银私人银行将继续往开来，砥砺前行，谋篇全方位布局，谋划高质量发展，与伙伴并肩携手，引导财富向善责任，成就财富社会价值，助力“共同富裕”理想，为实现“两个一百年”美好愿景，谱写新篇章，铸就新辉煌！

李宝权

2021年3月

e起偕行 极智尊享

工行手机银行私人银行尊享版2.0发布



扫一扫识别二维码
体验工行手机银行尊享版



智
世界
观



金融科技的中国时代： 中国金融科技的发展与建议

文 / 辛路

中国金融科技具备了更加扎实的制度基础和更深厚的政策底蕴，必将迎来守正创新和规范发展的黄金时代，为全球金融科技健康可持续发展树立中国标杆和中国样本



图/视觉中国

伴 随着全球化以及数字经济迅猛发展，金融科技（Fintech）已成为近年来国内外热搜程度很高的专业词汇。金融科技深刻改变了我们的工作和生活，如移动支付已替代现金支付，为国民生产和消费带来极大的高效和便利，而法定数字货币则可能改变人类几千年来传承的货币形态和持币习惯，进而衍生形成新的金融范式和经济模式。今天，“无科技、不金融”已成为业界共识，我国的金融机构、科技企业、监管部门等都密切关注金融科技发展，并成为其中重要和不可或缺的推动力量。金融科技发展也备受全球资本市场高度关注，金融科技领域创业和投资方兴未艾。那么，什么是金融科技，其本质和内涵是什么？我国金融科技发展和趋势如何？

根据国际金融稳定理事会（FSB）2016年给出的定义，金融科技（Fintech）指技术驱动的金融创新，旨在运用现代科技成果改造或创新金融产品、经营模式、业务流程等，推动产生新的商业模式、应用、过程或产品，从而对金融市场、金融机构或金融服务的提供方式产生重大影响，推动金融发展提质增效。中国人民银行（央行）2019年发布《金融科技（FinTech）发展规划》指出，坚持创新驱动发展，加快金融科技战略部署与安全应用，是深化金融供给侧结构性改革、增强金融服务实体经济能力、打好防范化解金融风险攻坚战的内生需要和重要选择，明确了我国金融科技发展的战略定位和重要意义。那么，金融科技的本质属性是什么，究竟是科技还是金融（Tech or Fin），金融科技概念与数字金融（Digital Finance）、互联网金融（Internet Finance）有何异同？实践发现，有机构披上金融科技外衣，以科技名义行金融之实，实质可能逃避监管或构成监管套利，为此有必要进一步正本清源。2019年，国际清算银行（BIS）下属机构金融稳定协会

（FSI）对31个国家和地区的金融科技政策进行比较，提出了“金融科技树”的概念框架，其中树根为具备主导地位的监管政策，树干为人工智能、区块链、云计算、大数据等关键核心科技，树冠为包括保险科技、资管科技、数字支付、智能投顾在内的金融业务和应用。在这一体系框架下，互联网金融、金融科技、数字金融等概念得到了统一，其本质都是技术驱动的金融创新，只是看待问题的角度和位置不同而已。

政府和金融监管部门充分肯定金融科技对推动经济金融高质量发展的重要作用。一方面对金融科技发展总体上持鼓励、包容、促进的积极态度，出台鼓励发展的政策和规划等；另一方面也吸取金融领域风险防范治理经验，明确了金融科技创新发展要以审慎监管为前提，适时加强了金融科技创新监管工作部署。从概念和本质上看，新一轮科技革命和产业变革的背景下，金融科技作为金融与科技深度融合创新的产物，是科技进步驱动的金融创新，既然是金融创新，就具备了金融属性和风险特征，属于金融业务范畴，应该纳入持牌经营或与持牌机构业务合作，按金融业务属性接受监管。2020年10月25日，央行原副行长、中国互联网金融协会会长李东荣出席第二届外滩金融峰会指出“所有的金融业务都该纳入监管，不管你叫‘移动金融’‘互联网金融’‘金融科技’还是‘数字金融’‘智能金融’，它们的本质还是金融，所以这条原则必须贯穿始终”，指明了金融科技的根本属性和监管原则。2021年3月5日政府工作报告明确提出“强化金融科技监管，确保金融创新在审慎监管的前提下进行”，明确了金融科技创新发展的根本遵循：以监管合规为基本前提。至此，我国金融科技发展已告别了野蛮生长、无序竞争的旧时期，进入了监管护航、守正创新的新时代。监管领航、护航的作用和意义在于促

进金融科技守正创新，回归推动金融发展提质增效和加强风险防控的本源，回归金融服务实体经济健康发展的初心使命。我们有理由相信，在全球金融科技蓬勃发展的背景下，中国金融科技具备了更加扎实的制度基础和更深厚的政策底蕴，必将迎来守正创新和规范发展的黄金时代，为全球金融科技健康可持续发展树立中国标杆和中国样本。

从全球范围看，以金融科技推动金融创新发展已成为大势所趋。一是大多数国家已充分认识到发展金融科技的重要意义。国际货币基金组织（IMF）调查显示，三分之二的国家和地区充分认识到金融科技的重要价值，着手制定相关的政策和规划，谋求从战略层面推动金融科技发展，提升融资、创新和应用能力。二是加强金融科技监管已成为各国普遍共识。目前，全球已有超过50个国家和地区已设立或计划设立监管沙箱，约20个国家和地区的金融监管部门开展监管科技应用探索，超过40个国家和地区已设立创新办公室或创新加速器。美国、英国、新加坡、IMF等全球金融监管部门和相关国际组织推动建立了跨境监管沙箱“全球金融创新网络”。与此同时，金融科技的快速发展吸引了全球资本市场关注，金融科技领域投融资持续活跃。数据显示，近五年来金融科技投融资累计交易数量接近13000起，交易金额约4700亿美元，其中2019年发生的交易数量共计2693起，交易总金额为1357亿美元。

中国金融科技走到了哪一步？

从中国实践看，经过多年不懈努力，我国金融科技发展取得了举世瞩目的成就，也存在进一步提升的巨大空间。主要概述如下：

一是政府和金融监管部门牵头进行了较为完备的顶层设计和制度规划。按党中央、国务院同意的有关文件精神，2016年3月，中国人民银行会同银监会、证监会、保监会

等部委牵头组建了国家级金融行业自律组织——中国互联网金融协会，首次实现了跨领域、跨业态、广覆盖的金融行业自律管理。在监管部门指导下，中国互联网金融协会从金融、科技、业务、标准、规范、风险管理、教育培训等维度对互联网金融、金融科技从业机构开展自律管理，建立行业基础设施，完善行业公共服务体系，致力于促进我国互联网金融、金融科技行业规范健康发展，助力监管部门打赢防范化解金融领域风险攻坚战，取得了瞩目的成就。2017年5月，人民银行成立了“金融科技委员会”，牵头开展金融科技发展战略规划和政策指导，并于同年6月发布《中国金融业信息技术“十三五”发展规划》，明确提出加强金融科技研究与应用。2019年2月，国务院批复北京服务业扩大开放综合试点方案，首次明确在北京建立国家级金融科技示范区，探索建立金融科技监管沙盒机制。2019年8月，人民银行发布《金融科技（FinTech）发展规划》，明确我国金融科技工作的指导思想、基本原则、发展目标、重点任务和保障措施，为我国金融科技发展指明了方向。中国银保监会、证监会在各自监管领域出台了推动金融科技发展与加强行业监管的相应政策措施，并注重利用监管科技手段赋能行业发展及提升监管水平。2019年6月，人民银行行长易纲出席陆家嘴论坛指出，未来全球金融增长点在于金融科技，国际金融中心竞争的焦点也在金融科技。北京、杭州、上海、广州、深圳、南京、重庆、成都等城市陆续发布符合自身实际情况的金融科技发展规划和指导意见，积极推进区域金融科技产业发展。2019年10月，经人民银行批准，世界银行和中国互联网金融协会共建的“全球数字金融中心”落户杭州。北京、上海、深圳、杭州等城市明确建设具有影响力竞争力的国际金融科技中心。

二是中国版“监管沙盒”正式推出，启

动多个城市区域试点，为金融科技发展保驾护航。监管沙盒（Regulatory Sandbox）概念由英国政府于2015年3月提出，按照英国金融行为监管局（FCA）的定义，“监管沙盒”是一个“安全空间”，在这个安全空间内，金融科技企业可以测试其创新的金融产品、服务、商业模式等，并能够实现金融科技创新与有效风险管控的双赢局面。中国版金融科技“监管沙盒”由中国金融监管部门人民银行发起，将国际经验与中国实践相结合，目的在于引导持牌金融机构在依法合规、保护消费者权益的前提下，推动金融科技守正创新，赋能金融服务提质增效，营造安全、普惠、开放的金融科技发展环境。2019年12月，人民银行在北京首次启动金融科技创新监管试点，截至2020年12月，已有北京、上海、重庆、深圳、雄安新区、杭州市、苏州、成都、广州等九市（区）先后成为试点地区发布金融科技创新监管试点应用名单，已公示60个金融科技创新项目，业务领域覆盖供应链金融、手机POS创新应用、小微企业在线融资、非接触金融服务、政务数据融合产品、数字风控产品、智能银行、智能化农村金融服务等。中国金融科技创新监管机制秉承了柔性监管、功能监管的理念，侧重于“技术沙盒”，在信息披露、试验技术先进性、普惠金融导向性方面特点突出，符合中国国情且具有中国特色，对我国金融科技创新发展起到了积极、正面的引导效果。2018年以来，人民银行共组织发布50多项金融科技标准，涉及云计算、区块链、人工智能、大数据等新技术应用以及数据交换、安全风控等各个方面。金融科技创新监管和标准制定实现了有机结合、相互促进，为金融科技守正创新夯实了基础。

三是我国金融科技应用水平和总体规模全球领先，且仍存在较大发展空间。从支付领域看，2020年我国移动支付用户规模7.9

亿人，移动支付普及率和规模稳居全球首位。从银行业态看，商业银行普遍以金融科技为优先战略加快数字化转型，截至2020年11月，国有五大行及七家股份制银行成立金融科技子公司，金融科技深入银行信贷、支付、风控、营销、反洗钱等各业务条线。2019年，银行金融机构网上银行交易笔数超过1600亿笔，交易金额超过1600万亿元；手机银行交易笔数超过1200亿笔，交易金额超过330万亿元，行业离柜率超过90%。从保险业态看，保险科技显著拓宽了保险覆盖范围，基本养老保险已覆盖近10亿人，基本医疗保险覆盖超过13亿人，保险机构运用视频连线 and 远程认证等科技手段，实现业务关键环节线上化，2020年上半年，互联网人身险保费收入同比增长12.2%，互联网财产保险公司保费收入同比增长44.2%。传统保险机构成为保险科技发展主力军，以中国平安为例，截至2020年6月累计申请科技专利26008项，连续两年居全球金融科技专利申请榜第一位。从资管行业看，券商、基金、银行理财、信托、私募基金、第三方理财等资产管理机构正加大金融科技投入，重点提升营销获客、风险定价、投研管理、资产配置等方面能力，但整体技术应用水平和业务规模与国外巨头相比仍有较为明显的差距。数据显示，全球资产管理规模前10位的智能投顾公司中，美国占据8席。以全球最大的资产管理公司贝莱德为例，率先实现资产管理行业数字化、智能化、在线化，其开发的阿拉丁资管平台管理约15万亿美元的资产，约占全球金融资产的7%，2019年其技术投入为2.89亿美元。根据贝莱德未来规划，其金融科技服务收入未来占比将达到20%-30%。从我国科技平台企业看，作为金融科技领域的重要参与主体，科技平台企业在技术研发、账户联通、风险管理、精准营销等方面与金融机构加强合作，客观上丰富了金融市场的



北京服贸会上的工商银行服务机器人。图/人民视觉

主体多元性，增加了市场竞争活力和有效供给，提升了用户体验。以腾讯为例，2020年第二季度腾讯金融科技及企业服务业务收入为298.62亿元，环比增12.79%，同比增30.47%。占总收入的比重为26%，金融科技已成为其重要业务支柱和收入来源。毕马威评选的2019年100家全球金融科技创新者名单中，我国企业有10家，并成为前10企业数量最多的国家。

对我国金融科技发展的四点建议

2020年11月3日《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》正式发布，明确了“稳妥推进数字货币研发”“提升金融

科技水平”“完善现代金融监管体系，提高金融监管透明度和法治化水平”等目标要求。站在新的历史起点，对我国金融科技守正创新发展的建议如下：

一是加快金融领域数据要素产业化。数据已成为决定金融业高质量发展的关键因素，金融机构数字化转型首先要满足数据安全、合规、高效获取的基本要求。按照《中共中央国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》要求，以人民银行发布的《多方安全计算金融应用技术规范》等行业标准为依托，综合应用多方安全计算、联邦学习、区块链、大数据、云计算等金融科技手段，加快构建统一、安全、合规的金融领域数据要素服务平台，对规范金融业数

据要素生产流通全过程，打破数据不合理壁垒和垄断，切实保护数据安全和用户信息隐私，助力打造经济金融高质量发展新动能有重大意义。

二是提升金融科技标准的有效供给。“一流企业做标准。”金融科技要守正创新发展，离不开标准的加持、规范和赋能。2018年以来，人民银行共组织发布50多项金融科技标准，涉及云计算、区块链、人工智能、大数据等新技术应用以及数据交换、安全风控等各个方面，较好地满足了金融科技规范发展的基础要求。当前，全球金融科技发展日新月异，争夺国际国内金融科技标准话语权、提升标准供给能力尤为关键。总体上看，新兴技术在金融领域标准供给与快速增长的技术业务发展需求相比尚存在一定缺口，大型金融机构和科技平台公司参与制定和有效应用金融科技标准还有较大的提升空间。应凝聚共识、形成合力，进一步丰富人工智能、大数据、云计算、区块链等新型技术在金融业应用的标准，提升金融科技创新发展的话语权、竞争力和规范性。

三是促进以监管科技强化金融科技的风险管理。做好风险管理是金融业务发展的第一要务，也是金融科技守正创新的重要前提。移动互联网时代背景下，金融科技具有“供给主体多样性、客户群体长尾性、多重风险交叉性和跨界融合复杂性”的特征，金融科技没有改变金融的本质功能和风险属性，而且在互联网特别是移动互联网条件下，金融科技活动更容易产生业务、技术、网络、数据等多重风险的叠加效应，提升了金融科技风险构成的复杂度，增大了风险防控和安全保障的难度。因此，要大力发展监管科技，进一步扩大金融科技创新监管试点和推广范围，提升监管运用新兴技术的能力和水平，建立和完善覆盖业务、技术、网络、数据等各领域各环节的全面风险监测管理体系，使

金融科技创新可能带来的各类风险始终处于可管、可控、可承受范围内，为金融科技创新发展创造良好的生态环境。

四是加大力度推进金融科技新型基础设施建设。2020年3月中共中央政治局常务委员会召开会议提出加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度，吹响了加快和完善新型基础设施建设的号角。基础设施建设事关全局性、战略性、协同性，在金融领域，金融科技新型基础设施包括信息类基础设施、融合类基础设施和创新类基础设施等三类。其中，信息类基础设施重点构建金融科技底层技术生态和支持服务体系，如新型绿色IDC（数据中心）、金融云服务、智能算力中心等，为行业提供底层支撑和技术赋能，实现整体上降本增效、统一规范、自主可控。融合类基础设施应侧重构建行业公共应用和统一数据服务体系，如现代化支付系统、法定数字货币DC/EP、征信基础设施、数字函证平台、供应链金融信息服务平台等，为行业提供应用级和数据级的安全可信服务，把握金融科技创新发展话语权和自主权。创新基础设施侧重于建立新型创新研发机构，如数字货币研究所、全球数字金融中心等，提升金融科技发展的创新力、影响力和公共产品研发力。总体上看，在金融监管部门指导和行业共同努力下，我国金融科技新型基础设施近年来取得长足发展，但有效供给仍相对不足，中小金融机构在某些基础设施领域相对弱势，部分行业头部机构依托技术优势、资金优势形成垄断地位的趋势较为明显。未来，应在监管部门指导下引入产学研投等社会各界力量，加强金融科技新型基础设施的规划、建设和供给，促进基础设施规范化、集约化、规模化发展，提升我国金融科技整体应用能力和发展水平。[4]

（作者为中国互联网金融协会金融科技发展与研究专委会委员；编辑：康娟）

探析我国乡村振兴与城市化解决之路

文 / 郜晓文

乡村振兴和城市化不是矛盾对立的关系，而是互为前提、相互促进的关系，归根到底是要打破城乡二元结构，重塑城乡关系

今

年是“十四五”规划的开局之年，全面建设社会主义现代化国家的新征程将开启。20世纪70年代，美国社会学家英格尔斯提出现代化的指标体系，包括人均GDP、农业产值比重、非农就业比重、服务业比重、城镇化率等10个具体指标，为世界各国衡量现代化水平提供了一种普遍接受的标准。

根据英格尔斯的理论，中国一些发展指标已经达到现代化水平。比如，非农就业比重、平均寿命、成人识字率、人口自然增长率等几个指标，中国与其他五个现代化头部国家之间差距不大。但是，在农业产值比重和城镇化率两个指标上，中国与发达国家差距较大。

数据显示，2018年中国农业总产值达到65815.73亿元，占GDP总值已降至6.7%。相比发达国家，美国的农业产值比重为0.86%，英国0.61%，德国为0.72%，日本为1.24%，大部分发达国家的农业人口比重都不到2%。2018年，中国乡村人口数为5.66401亿人，比重为40.42%。

再看城镇化率指标。美、英、法、德的

城镇化率普遍在80%左右，目前中国最新的城镇化率已超过60%，仍然有巨大的潜力。

改革开放以来，我国城乡经济均取得巨大发展，但也形成了二元化的经济结构。由于教育、医疗等公共服务供给不充分，农村劳动力的人力资本投资水平相对较低，西部和东北地区接受高中及以上教育的农业从业人员比重不超过7%，这是农业现代化和经济转型升级过程中必须面对的重大问题。

在全球范围内，劳动力流动障碍越小的国家农业劳动力人均耕地面积越大，农产品出口竞争力越强。以2011年全球经验为基准，我国若能通过转移农村劳动力适当提高农均耕地面积，使得农业劳动力占比能和农业占GDP的份额相匹配，那么我国的粮食净输入将下降约89%。因此，通过城市化转移农业劳动人口，是农业现代化和乡村振兴的必由之路。

目前，中国的城市化模式主要以发展大城市和中心城市为主，县城在吸纳农村人口方面的作用比较有限。据统计，2009-2018年的10年，前20大城市的常住人口总和增长了4440万人，GDP总和增长了19.3万亿



元。与之相比，三四五线城市人口流失，县城人口除了接收一部分农村转移人口，同时也向大城市输送人口。总体上，县城人口数量趋于停滞，导致服务“三农”的能力缺少人口支撑。

事实上，县域在经济上的重要性一点不比二三线城市低。县域经济是城市经济和农村经济的联结点，在承接产业转移、优化经济结构、推进工业化和新型城镇化、吸纳农村剩余劳动力等方面发挥着重要作用。县域经济是实施乡村振兴战略的主阵地、主战场，是我国乡村社会稳定与发展的关键所在，当前尤其需要增强县域经济发展内生动力。

未来10年，我国大城市化的加速，越来越多的人口，将进一步蜂拥进入大城市、尤其是前20大城市。县域经济的发展面临着重大的挑战，亟待引起国家政策层面的重视。

今年两会期间，新华社受权发布了《国民经济和社会发展第十四个五年规划和

2035年远景目标纲要（草案）》，提出走中国特色社会主义乡村振兴道路，全面实施乡村振兴战略，强化以工补农、以城带乡，推动形成工农互促、城乡互补、协调发展、共同繁荣的新型工农城乡关系，加快农业农村现代化。

20世纪80年代，著名社会学家费孝通率先提出了“苏南模式”。他认为，这些地区的农民依靠发展乡镇企业，提升了地区的经济竞争力，而乡镇企业促进农业和农村发展，推动农业经济和城镇化发展。这些年，尽管人们对苏南模式有各种评说，但是不可否认，“苏南模式”促进资源流动，搞活了城乡经济，其经验仍具启示意义。

2016年公布的地区国内生产总值（GDP）来看，全国有21个县（市）突破了千亿元，其中，江苏占了8个，数量最多，昆山、江阴、张家港和常熟的地区国内生产总值都超过了2000亿元，成为苏南经济发展的缩影。近年

落实乡村振兴的关键在于破除制度障碍，为打破城乡二元结构扫除障碍。
图/视觉中国

来，我国南方一些地区，尤其是珠三角和长三角地区县域经济发展较快，因地制宜推动发展，形成了一些有代表性的成功经验，可总结推广。

县域经济发展的短板在乡村。当前，我国乡村发展仍然受城乡二元经济结构、农业发展现代化、农民收入结构非农化、农业劳动力人力资本水平较低、农村人居环境等问题制约。

实施乡村振兴战略是党中央对“三农”工作的全面部署，是破解城镇化进程中乡村发展困境的根本途径。县域经济发展的关键在于乡村，乡村振兴的基础是实现农业现代化，激发县域经济发展的动力。因此，乡村振兴的核心要立足乡村，通过发挥乡村振兴对县域经济的支持作用，促进城乡要素、资源、产业等方面的深度融合，不断提高城乡基本公共服务均等化水平。

从国际经验来看，规模经济是农业现代化的必由之路，“大农场”的美国模式远比“小农经济”的日本模式有竞争力。法国、加拿大、澳大利亚等发达国家都采用这种模式。与中国国情类似的发展中国家中，巴西也采用了大农场模式，因而在过去30年成为了世界粮仓。

巴西的政策是通过不断的城市化，转移大量农村人口，为农业规模经营创造条件，然后再引入国外资本，对其农业生产模式进行改造，效果显著。在农业不断增产的同时，巴西的贫困人口比例从2003年的24.9%下降到2014年的7.4%。

值得指出的是，这种鼓励农业规模经营的做法和“二战”后的法国，以及19世纪末20世纪初的美国非常类似。在这些传统农业发达国家，即便政府一直在补贴规模经营，但劳动力留在农村的意愿持续降低，城市化率依然在攀升。这说明，越来越少的农村劳动力养活了越来越多的城市人口，这正是农

业现代化的一般性特征。

从“十四五”规划的政策来看，我国乡村振兴是在农业现代化和城市化的基础上提出，包括以下几个重要支点：一是提高农业质量效益和竞争力。二是发展县域经济，推进农村一二三产业融合发展。三是实施乡村建设行动。四是健全城乡融合发展体制机制。这是一个从产业到人口、从经济到社会的更加全面的现代化路径。

政策的核心仍是提高农业产值比重和减少农业就业人口，既遵循了发达国家的城市化的经验，也体现了中国农业国的历史传统。当前，落实乡村振兴的关键在于破除制度障碍，为打破城乡二元结构扫除障碍。

一方面，深入推进户籍制度改革，建立覆盖常住人口的城市公共服务体系，尤其是二三线城市，应对进城务工人员提供平等就业机会，享有医疗、廉租房和子女教育等公共服务。城市以更开放的姿态接纳农村转移人口，不只是为实现农业规模经营打下基础，更是整个国民经济更为健康可持续发展的重大战略，是迈向社会主义新时代的必由之路。

另一方面，进一步推进土地流转，尤其是经济欠发达地区的土地流转，在人口流出的同时再引导资本下乡，使生产要素合理配置，进一步提高生产效率。如果离开了农业劳动力转移向城市和农村土地流转，农业的规模化、机械化、资本密集化是没有根基的。先鼓励在城市就业和安居，后推进退出农村的耕地和宅基地，是兼顾城市和农村协调发展的选择路径。

总之，乡村振兴和城市化不是矛盾对立的关系，而是互为前提、相互促进的关系，归根到底是要打破城乡二元结构，重塑城乡关系。要改革城市制度和农村土地制度，解决中国经济发展的“三农”短板。
(作者为《中国慈善家》杂志学术召集人；编辑：康娟)



私银专享

传世丰裕
鑫满益足

工银安盛人寿
鑫丰益保险产品计划

鑫安理得 稳稳给付享安心
鑫花怒放 灵活规划添惊喜
鑫心相印 抵御风险显关爱
鑫悦成福 三项责免更贴心

A款计划组成：工银安盛人寿鑫丰益年金保险
工银安盛人寿满盈宝终身寿险（万能型）
B款计划组成：工银安盛人寿鑫丰益年金保险
工银安盛人寿金账户年金保险（万能型）

万能保险结算利率超过最低保证利率的部分是不确定的。
本产品由工银安盛人寿（合作机构）发行与管理，代销机构不承担产品的投资、兑付和风险管理责任。

ICBC 工银安盛人寿
ICBC-AXA LIFE AXA

全国客户服务热线：95359
www.icbc-axa.com



微信订阅号 微信服务号 满e保 APP

“双循环”格局下的“升维发展”

——2021年中国经济展望

文/程实 王宇哲

2021年中国“双循环”新格局将加速成形，并深刻重塑经济发展的新动能与新机遇



程实，工银国际首席经济学家，工银国际董事总经理

“汇”内外之力，奏发展强音。”2021年是中国“十四五”的开局之年，也是构建“双循环”新发展格局的关键一年。面向2035年远景目标，从注重“量”和“速”的增长转变为强调“升维发展”，是“十四五”期间中国经济的主基调。立足于高质量发展这一根本出发点，“双循环”新格局主动适应全球百年大变局，是中国从经济大国迈向经济强国、推动构建人类命运共同体的关键一步。通过对内深化改革与对外扩大开放，2021年中国“双循环”新格局将加速成形，并深刻重塑经济发展的新动能与新机遇：在内循环方面，消费引擎释放新动力，投资引擎转向新重心；在外循环方面，出口展现新韧性，人民币资产承担新角色；在宏观政策方面，货币政策不急转弯，财政政策减额增效。

“内循环”：消费引擎与投资引擎“双轮驱动”

消费引擎释放新动力。聚焦当下，中国经济正在步入“多元消费时代”，海量消费

潜力有望从三个方面渐次释放。第一，新型城镇化发展，叠加收入分配体制、社会保障体系的优化，将进一步推动消费升级的重心下沉，使其更广泛地惠及广大居民，由此面向大众、低线城市和农村地区的高性价比国产品牌将收获新一轮增长。第二，90后、00后等年轻世代的消费能力逐步崛起，叠加数字经济的跃迁，个性化、多样化的市场将茁壮成长，细分市场的领跑者有望享受年轻一代的个性化溢价，“线上+线下”的互动式消费将催生新的市场增量。第三，随着中国社会消费需求从“必选型”向“可选型”转变，叠加全球疫情时期服务进口需求的长期回流，未来国内的旅游、文娱、医疗、教育等服务类消费将获得更宽广的发展空间。无论是在总量上还是结构上，2020年12月就业数据均与上年基本持平，居民的预防性储蓄动机有望进一步削弱，促使居民消费信心延续2020年8月至今的上升趋势；2020年第四季度，消费升级类商品销售提速，叠加城乡居民人均收入比值的收窄，也预示着伴随消费升级重心向低线城市、农村地区的下

沉，新的消费增量有望打开。综合以上因素，2021年消费引擎不仅有望将社会消费品零售总额增速推升至15%左右，亦将驱动服务业的大幅回暖。

投资引擎转向新重心。面向“双循环”新发展格局，中国在全球价值链中的地位有望迎来新一轮优化，其中国内价值链将加速发展，形成更具深度和效率的垂直分工体系。从研发设计到品牌营销再到加工制造，中国产业全链式升级的路径将被打通。展望未来，我们预期作为“科创头雁”的研发设计环节有望实现重大技术突破，从而带动国内产业链整体跃迁，加上以“国牌潮货”为代表的品牌营销环节同步升级，最终将促进加工制造环节大幅进步。2020年第四季度，全国工业产能利用率为78.0%，重归近年来的最高值，较2017年-2019年均值水平的增幅进一步扩大。至2020年12月，PMI新订单指数维持高位，而产成品库存指数则从近年来的低位逐步反弹，“主动补库存”趋势渐显。趋紧的生产能力，叠加2021年全球经济逐步复苏的向好预期，有望推动中国制造业投资渐次反弹并成为投资扩张主动力，全年固定资产投资增速有望升至7%左右。

“外循环”：数字经济与人民币资产“双星闪耀”

数字经济展现新韧性。2020年，新冠疫情大流行削弱了资源、人口等要素供给，扰乱了全球产业链和价值链，同时也对弱势群体形成不对称冲击，进一步激化了民粹主义和保护主义。在疫情的冲击下，“要素投入*生产效率=稳健增长”的“黄金范式”趋于崩塌，而具备大规模生产、创新生产、精细化定制三项基本能力的中国数字化生产则有望成为全球新增长模式的引领者。从生产要素看，在传统要素边际回报递减的历史趋势下，数据作为新的要素投入，有望贡献更



游客在海南的免税店选购商品。图/中新

高的边际产出。尤其是在疫情影响全球经贸交流的困境之中，数据要素更具跨地区流动的便利性优势，全球产业链、供应链、价值链有望围绕数据要素进行重构。从生产效率看，围绕数据展开的新一轮技术革命方兴未艾。无论是“硬技术”（芯片、5G、工业互联网等），还是“软技术”（AI、区块链等），都决定了数字化生产将成为生产效率提升的前沿阵地。当前，中国经济的数字化升级领跑全球，同时已成为全球价值链的三大中枢之一。由此，如果能加速推进数字化生产的变革，中国经济一方面有望助力全球迭代“黄金范式”、重塑国际大循环，另一方面能够从国际经贸体系的被动跟随者升级为主动引领者，从根本上避免脱钩、防范外部风险。得

益于全球经济复苏，叠加中国数字化生产与供应链优势，2021年中国出口增速有望达到7%，为国内稳增长、稳就业提供重要助力。

人民币资产承担新角色。全球疫情时代下，传统货币政策体系陷入困境，新型避险资产逐步崛起，人民币资产在全球经济“疫”变中将迎来定位升级，承担三重新角色。

新角色之一，人民币资产将是全球长线资金的“压舱石”。2021年国际资本料将保持对中国市场的长趋势流入，原因有三：经济层面，得益于疫情的有效控制，中国较之其他主要经济体下滑幅度更浅、复苏进程更快；金融层面，人民币资产与其他主要资产的相关性较低，有望在市场动荡中提供稳定性；政策层面，美联储调整货币政策框架后，超宽松货币政策将长期延续，预计将推动美元指数长趋势下行，而中国货币政策有望在2021年回归常态，人民币汇率有望保持长期稳态。

新角色之二，人民币资产将是对接数字红利的“连通器”。在全球视野下，中国央行数字货币在技术层面、实践层面具有先发优势，有望在全球新经济的支付、结算、定价功能中占据领先份额。2020年10月，深圳率先投放1000万“数字人民币红包”，DCEP首次开启公众测试。以DCEP为支点，货币政策工具的数字化升级有望从“加速普惠金融深化、加强货币政策直达性、跨越流动性陷阱”三个层面提升政策效力。由此长期来看，“人民币-DCEP-全球新经济资源”的关系链有望被率先打通并持续夯实，人民币将成为在全球新经济领域高效交易、配置资源的关键工具之一。

新角色之三，人民币资产将是全球格局剧变的“标的物”。全球大变局下，世界经济金融体系将迎来系统性变化，也将带动世界货币格局的深度调整。本着“新经济对应新货币，新强国造就新强币”的逻辑，人民币

资产将是“买入”这一剧变局势的合意标的物。

政策红利：货币政策与财政政策“不急转弯”

货币政策回归常态。2020年，中央经济工作会议明确提出“2021年宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性”，对于货币政策要求“灵活精准、合理适度”。一方面，基于消费和投资两大引擎，同时考虑到全球疫情时代供给侧优势所支持的中国出口韧性，以及经济政策的“不急转弯”，2021年中国经济增速料将在前两个季度强势冲高，然后逐季回归至长期中枢水平。为了保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，我们认为货币政策也将于2021年年中开始回归正常化。另一方面，会议也明确要求“保持宏观杠杆率基本稳定”，平衡好恢复经济与防范风险的关系。因此，2021年货币政策将以“稳杠杆”而非“去杠杆”为基调，较2020年下半年的边际调整力度不会过大。立足于此，虽然海外疫情的不确定性以及美国新一轮刺激政策或将引致美元指数的双向波动，但是人民币汇率预计将在双向浮动中保持总体平稳，年内有望稳定在6.4左右。

积极财政减额增效。在财政政策方面，中央经济工作会议要求“提质增效、更可持续”。一方面，“提质增效”意味着2021年财政政策的操作上会更加精准，支出重点料将优先落在高质量发展的领域以提升政策的有效性，例如以5G技术为代表的新基础设施建设。另一方面，“更可持续”意味着积极财政的规模将适度下调，财政赤字与政府债券发行也会渐进回归正常水平，类似于2020年非常态下的赤字扩张将不再延续。^[1]

（作者程实为工银国际首席经济学家，工银国际董事总经理，王宇哲为工银国际资深经济学家；编辑：康娟）

封面故事



“十四五”新动能： 科技创新与碳中和

文/沈石 李奥

新问题与新任务同行，新挑战与新机遇共存。企业只有围绕科技创新与绿色发展，才能与时代共振，实现可持续发展

内蒙古乌兰察布市辉腾锡勒草原上的风电机组。图/视觉中国

2020年10月底，党的十九届五中全会审议通过了一份关乎中国经济未来前景的重要文件——《中共中央关于制定国民经济和社会发展的第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》（以下简称《建议》），其中明确提出了“十四五”时期我国经济社会发展的主要目标、重点任务。

在“两个一百年”的历史交汇点上，《建议》从创新发展、低碳转型、乡村振兴等众多角度为今后5年乃至15年的中国经济社会发展提供了行动指南。

核心建议概括起来便是：一个新奋斗目标：全面建设社会主义现代化国家；统筹两件大事：发展和安全；新发展阶段、新发展理念、新发展格局三个“新”贯穿全文；全面建设社会主义现代化国家等“四个全面”新布局；创新、协调、绿色、开放、共享五大新发展理念指引“十四五”高质量发展；经济发展取得新成效，改革开放迈出新步伐，社会文明程度得到新提高，生态文明建设实现新进步，民生福祉达到新水平，国家治理效能得到新提升六个发展目标勾画“十四五”发展新图景。

整体来看，这次规划主要围绕国内国际“双循环”、推动科技发展和绿色发展，相当

程度上淡化了以经济增长速度作为硬性发展目标的理念。中国经济发展更加强调要“显著提高质量和效率”、经济“持续健康”发展，再次确定了高质量增长的新发展战略。

在3月5日-11日召开的两会期间，与会代表审查并通过了《国民经济和社会发展的第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》。

2021年是中国共产党成立100周年，是“十四五”开局之年，也是全面建设社会主义现代化国家新征程起步之年，这些背景赋予了这一年非凡的意义。新问题与新任务同行，新挑战与新机遇共存。企业应当围绕科技创新与绿色发展，与时代共振，实现可持续发展。

科技创新是第一动力

根据规划，“十四五”时期包括12个重点领域的任务。

招商证券在一篇研报分析中指出，这12项任务形成了一个三层次的架构。第一层次是科技创新，这是“十四五”时期的第一动力：无论是国内高质量发展的需要，还是全球科技竞争加剧的格局，都决定了科技创新位列第一。

第二层次是宏观政策。在供给侧，要建立现代产业体系，提升产业链与供应链的现代化水平，既要自主性地技术创新，也要在战略性新兴产业、现代服务业、基础设施、能源、数字化等领域实现突破；在需求侧，要加快构建以国内大循环为主体，国内国际双循环相互促进的新发展格局，以及解决经济体制改革的根本问题——政府与市场的关系。

第三层次是结构政策，包括乡村振兴、区域协调发展与新型城镇化、文化软实力、绿色发展、对外开放、人民生活与应对老龄化、国家安全、国防和军队现代化。

坚持创新在我国现代化建设全局中的核心地位，而科技自立自强则是国家发展的战

略支撑。

2020年底召开的中央经济工作会议，也把“强化国家战略科技力量”和“增强产业链供应链自主可控能力”，排在2021年重点任务前两位。

北京大学国家发展研究院院长姚洋分析认为，关键领域的技术自主之前也提过，但是没有十九届五中全会提得这么明确。“为什么在这个时间点上特别提自主技术？我想其原因跟国际环境的变化高度相关。高科技方面我们一定要努力实现技术自主，特别是芯片领域，因为这是未来整个高科技产业的基础之一。如果不能摆脱美国对我们的封锁，我们的高科技不可能行稳致远，这对我们是一个挑战。”

姚洋也强调，自主技术创新的具体做法值得深入研究和探讨。他认为，在那些技术路线比较明确的产业中，国家把资金动员起来集中给一个或几个企业去做是可能的，而在多数创新领域，一定要把创新交给企业，政府真正要做好的是保持市场竞争的公平。

中国企业研究院首席研究员李锦撰文指出，运用市场化机制激励企业创新有两个方式：一是强化企业创新主体地位，鼓励领军企业组建创新联合体，拓展产学研用融合通道，健全科技成果产权激励机制，狠抓创新，强化创新激励，在加快实现科技自立自强方面发挥支柱带动作用。二是对科技项目与科技人员，直接提出改革科技重大专项实施方式，推广“揭榜挂帅”等机制。

目前，“十四五”国家重点研发计划重点专项正陆续公布。截至2月9日已经公布了55个重点专项2021年度项目申报指南。

重点专项是国家重点研发计划组织实施的载体，聚焦国家重大战略任务、以目标为导向，从基础前沿、重大共性关键技术到应用示范进行全链条创新设计、一体化组织实施。根据科技部最新的公开信息，科技部

2020年初面向67个部门地方和2400多家科研单位，征集了1.6万份重大研发需求。具体来看，“十四五”重大研发需求征集面向重大战略基础前沿，以及能源、交通、信息技术、制造、材料、空间技术、农业、资源环境与海洋、生物医药与生命健康、社会事业与公共安全等领域，主要征集各项强国战略、新兴产业增长点、高质量发展和民生改善、关键核心技术竞争力以及国家安全，迫切需要通过科技创新予以破题和解决的重大需求，特别是针对具体应用场景的协同攻关需求。

海外媒体和投资机构都注意到了中国发展自主科技的雄心和由此带来的机会。路透社援引相关报告称，对中国来说，技术自主创新变得比以往更重要。未来五年，预期中国会对基础研究、前沿研究和先进技术领域提供更多支持，加强知识产权保护，并更加鼓励技术创新。

彭博社称，新的五年规划将中国在教学上的自力更生提升为国家战略支柱，从人工智能到5G技术、自动驾驶汽车、芯片等，都可以成为创新的基石。

瑞士银行表示：“预计政府将承诺更多措施来发展本土技术，尤其是半导体技术和先进制造业，并在未来几年继续推动数字经济发展。”

在创新工场董事长兼CEO李开复看来，中国正迎来科技驱动的产业升级黄金时期。过去十年，2C是中国最好的创业机会，美团、拼多多等2C公司依托互联网和人口红利成为了各自领域的头部公司。但同时，与先进的2C前端不匹配的是相对落后、劳动密集的后端。“中国经济下个十年增长的核心动力将来自科技带动B端的效率提升和供给侧创新，产业升级将由2B创业模式主导。”

脱碳引领产业链重构

在“十四五”规划和2035远景目标的



资料来源：Wind，招商证券 制图：颜斌

一系列政策议程中，绿色发展理念贯彻始终，“碳达峰”和“碳中和”也首次被写入了编制中的经济和社会五年规划，这是中国经济走向高质量发展的另一个重要支点，也是科技创新落地的一个重要出口。

2020年9月，中国国家领导人习近平首次向全球明确中国走向零碳经济的时间点：在2030年前实现碳达峰，2060年之前实现“碳中和”。这意味着，中国计划用30年时间从“碳达峰”走向“碳中和”，时间跨度远远小于欧美发达国家计划的50年。

所谓“碳达峰”是指，经济活动造成的二氧化碳的排放不再增长，达到峰值之后逐步降低。“碳中和”则是指，企业等经济主体通过节能减排等形式抵消自身产生的二氧化碳排放量，实现二氧化碳“零排放”。从2006年开始，中国一直是全球最大的碳排放国，目前约占全球碳排放的三分之一，高于美国和欧盟的碳排放总和。

根据《巴黎协定》，全球要把温度升高幅度控制在2摄氏度之内，就要在2065年至2070年左右实现“碳中和”。为此，各国纷纷制定了碳中和目标，欧盟、英国、加拿大、韩国等计划在2050年之前实现“碳中和”。

长期以来，中国能源消费结构以化石能源为主，在2019年时达到85%左右，其中煤炭消费比重约占六成。其次，我国经济仍处于中高速发展阶段，制造业增加值占GDP比例近1/3，工业对能源消耗的需求仍处于高位（工业能源消费占全国总量比重的65.6%）且将在2030年前将继续上升。这意味着碳排放也处于上升阶段，到2019年，能源消费和碳排放分别比2006年增加了69.7%和47.2%。第三，现阶段我国制造业在全球产业链中仍处于中低端，产品能耗高，我国单位GDP能耗为世界平均水平的1.5倍，发达国家的2-3倍，能源结构和经济发展的绿色低碳转型任重而道远。



中美绿色基金董事长、原国家发改委财政金融司司长、发展规划司司长徐林近日曾表示，目前不少发达国家已经实现碳排放和经济脱钩，但中国仍处于碳排放增加阶段，尚未达到峰值。这意味着与发达国家相比，中国从“碳达峰”到“碳中和”的时间大大缩短，对中国是一个很大的挑战。

目前，关于碳达峰路径存在两种声音：一种是“十四五”“十五五”期间对碳排放的控制稍松，在2030年前达到相对较高的峰值，然后开始下降；另一种是从“十四五”开始严格控制碳排放，提高政策和行动力度，在2030年前达到一个相对合理的峰值，然后开始一个先缓后急的下降。前者下降的曲线会非常陡。无论采用哪种路径，“十四五”将直接决定能否完成2030年前碳达峰。

绿色金融及责任投资知名专家、独立咨询机构商道纵横创办人兼总经理郭沛源认为，建设“零碳国家”的首要途径是调整能源结构、逐步降低甚至放弃化石能源。同时，还应提升各行各业的能源效率，特别是制造业的能源效率，这样可以实现用更少的能源创造更多的产出。

清华大学气候变化与可持续发展研究院的一项研究估算，在温度升幅被控制在2或1.5摄氏度目标下，未来30年中国的能源系统需新增投资约100万亿至138万亿元，约占每年GDP的1.5%至2.5%以上。

国家气候战略中心战略规划部主任柴麒敏曾估算，到2030年年均投入3.7万亿，相当于目前中国全社会固定资产投资的6%左右，中央财政每年投入约5000亿元。

高盛的一份研究报告预计，到2060年，中国清洁能源技术基础设施投资规模将达到16万亿美元（约合104万亿元人民币），创造4000万个净新增工作岗位并推动经济增长。

高盛认为，中国计划到2060年实现净零碳排放的计划将从“十四五”规划开始推动中国经济转型。“要实现净零碳排放，中国需要付出数十年的艰苦努力，推动经济和能源生态系统的转型。”

其报告指出，中国的碳排放具有独特性，不仅因其规模庞大，而且因其行业结构与其他国家不同。2019年，中国80%以上的碳排放来自于两大排放行业：发电、工业和工业排废，而这两大排放都与能源关系重大。同时，出口行业贡献了中国二氧化碳毛排放量的20%左右。

2021年3月4日，安徽合肥市肥东县，正在建设中的一处水库渔光互补光伏电站项目。图/视觉中国

“这凸显出能源对于中国的重要性，意味着中国的能源结构转变成成为短期和中期内脱碳进程的最重要决定因素之一。”报告称。

相关研究也表明，中国要实现2060年前碳中和，2040年左右就要实现电力系统的近零排放，2050年左右要实现能源系统的近零排放。

在电力和电气化方面，高盛预计，到2060年以风电和光伏发电为主的新能源发电量将增至当前三倍。此外，在工业领域，清洁氢能和“碳捕获”设备也将成为实现“碳中和”目标的重要技术。

业内解读指出，碳中和不仅仅只是能源的事，它是一场脱碳引领的社会经济大调整，与产业链等方方面面都有关系。碳中和目标意味着一个以化石能源为主的发展时代开始结束，一个向非化石能源过渡的时代来临，将深刻影响下一步能源结构的调整、新技术变革创新、产业链的重构、重组和新的国际标准。

海图研究院的一篇研究中指出，在碳达峰、碳中和的目标实现过程中，除了要关注能源生产、能源消费，还要关注产业发展。

产业领域大致可以分为碳中和供给限制产业和新增需求产业。一方面，随着传统火电的逐步退出，加之“碳中和”目标中对碳减排的要求，煤炭、石油等传统能源产业供给与发展会有所限制，这就牵动着持续的供给侧改革。另一方面，电力生产需要大规模应用清洁能源，也需加大清洁能源配套设备生产、改良终端消费产品的制造工艺，所以，碳中和会带动对如硅料、铜、锂、镍等清洁能源应用相关金属需求的增加，同时光伏、低碳技术、新能源新材料等领域将可能实现爆发式增长。

面对“十四五”低碳发展要求，企业应该如何进行绿色转型？

郭沛源预计，和以往落实节能减排政策一样，2060目标也会层层分解，各省市、各

部委、各行业将会在不久的将来面临碳中和的政策目标约束。

同时，“企业将在建设‘零碳国家’中承担主体责任，因为碳排放多与经济活动相关，即便居民生活消费排放，也往往是由企业提供服务的。”他说，“因此，企业、特别是高排放行业的企业和各行业的龙头企业，有必要未雨绸缪，及早采取行动。”

据不完全统计，截至2021年3月，北京、上海、广东、江苏等省市已经明确提出碳达峰时间点。北京市《2021年政府工作报告》提出：“十四五时期，碳排放稳中有降，碳中和迈出坚实步伐。”《上海市国民经济和社会发展规划第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》写道：“着力推动电力、钢铁、化工等重点领域和重点用能单位节能降碳，确保在2025年前实现碳排放达峰，单位生产总值能源消耗和二氧化碳排放降低确保完成国家下达目标。”广东已要求“制定实施碳排放达峰行动方案，推动碳排放率先达峰”。

3月1日，中国最大的能源公司之一——国家电网公布了“碳达峰、碳中和”行动方案，引发各界广泛关注。公司表示，将充分发挥“大国重器”和“顶梁柱”作用、当好“引领者”“推动者”“先行者”，系统梳理输配电各环节、生产办公全领域节能减排清单，深入挖掘节能减排潜力，实现企业碳排放率先达峰。其中，到2025年，公司输送清洁能源占比达到50%。

广东省低碳产业技术协会理事长周永章教授说：“观念最重要。企业必须摒弃以前‘不惜牺牲环境为代价来发展经济’的落后观念，充分理解环境与经济双赢是大趋势，要用低碳环境友好的方式达到经营发展的目标，推动低碳转型，满足绿色发展需求。通过节能降耗减排增效，低碳转型不是成本，而是新的经济增长点。”

（编辑：康娟）



家族信托、家国之爱

——工银私人银行家族信托宣传片正式发布

文 / 中国工商银行私人银行部

家族的传承，承载着泱泱中华几千年亘古不变的信念。中国财富人群及家族在完成家族财富的创造之后，如何进行财富的管理与传承，使家族基业长青，正是影响个人和家族乃至整个社会的关键问题。家族所要传承的不仅仅是财富，更是一种永恒的精神。

在今天的家族财富管理与传承领域，各类金融和法律工具并不稀缺，但对于传承背后的逻辑与方法，仍缺少深度探寻。工银私人银行《家族信托、家国之爱》访谈宣传片诞生的初衷，就是希望能够以更加生动和鲜活的方式，向您展示一场与爱、与家族、与传承相关的直接且深入的对话。

《家族信托、家国之爱》以更纯粹的访谈对话方式，从“小爱到大爱、小家到大家”的维度，关注和解析中国财富人群及家族、企业面对的系统性问题。从财富保护、管理与传承出发，围绕“爱的责任、爱的引导、爱的凝聚”，讲述家族信托背后的故事。

通过此片，我们希望呈现的不仅仅是财富管理的工具，更是对这些工具的深度思考

及深入探寻，通过主持人、企业家、家族财富管理专家的交流对话，我们得以看到家族传承、基业长青背后的思索，并希望借此片，表达对创富一代企业家在中国社会与经济发展中所做出的历史性贡献的敬意。

作为国内首家持牌私人银行专营机构，工银私人银行已积累了丰富的家族财富管理经验 and 成功案例，为客户提供可持续、可信赖的家族信托综合顾问服务。工银私人银行通过出任家族信托相关服务的总协调人，督促信托公司、投资顾问分别尽职尽责履行好事务管理和投资管理职能，让您的家族财富源远流长、家族精神生生不息。

我们也即将于今年积极探索并落地公益慈善解决方案与股权家族信托业务，希望与客户一起，承担更大社会责任、创造更大社会价值。工银私人银行还将持续打造面向企业家客户的公私一体化综合服务平台，与善者同行，与智者为伴，工银私人银行与企业家客户共同奋斗拼搏，把握时代脉搏，绘就祖国美好未来。



扫描二维码查看
工银家族信托综合
顾问服务介绍

杜建英：保持初心，为年轻人铺好创新路

文 / 齐菁

鼓励创新最重要的是两方面：人才激励机制和容错的氛围

在加入宗总团队并带领娃哈哈集团一路登顶中国食品饮料行业翘楚后，杜建英再次回归初心，重新开始创业。2008年，她创立了三捷投资集团，支持生物医药、教育、新能源、新材料等产业的发展。怀着娃哈哈校办企业出身的情怀，杜建英在教育和创新的道路上不惜重金，不惧艰险。2014年，她个人出资创办了杭州娃哈哈双语学校（WBS）、杭州娃哈哈外籍人员子女学校（WIS）、杭州娃哈哈未来城培训中心（WLC）等非营利国际化教育机构。2018年，她还向施一公领衔的西湖大学捐款，支持中国历史上第一所由社会力量举办的新型基础学科研究型大学。

近期，本刊远程视频采访了杜建英，就经营哲学、创业经验、企业家情怀、社会责任与社会价值、财富传承进行了深入对话。一个多小时访谈里，杜建英提到最多的词就是“创新”。在她看来，创新不仅是当前中国企业和社会面临的巨大挑战，是年轻人最应该具备的能力，更是推动国家发展和社会进步的决定性力量。以下是采访摘编：

创新是中国当前面临的巨大挑战

问：今年是“十四五”开局之年，立足新发展阶段、贯彻新发展理念、构建新发展格



杜建英，三捷投资集团创始人；杭州娃哈哈双语学校/杭州娃哈哈外籍人员子女学校创办人、学校理事会理事长；杭州上城区娃哈哈双语学校教育慈善基金会发起人、主要捐赠人；西湖大学创始捐赠人、荣誉董事；曾任美国康科德私立高中校董。
图/受访者提供

局。您认为当前中国企业发展面临的最大挑战是什么？

杜建英：我觉得现在这个时代对中国来讲，最大的挑战就是创新能力不足，是“真正”创新能力。此前四十多年中国的发展可以说是应用了全球科技创新发展的成果，同时高标准建设。但我们自己在基础科学研究方面的创新还比较弱，在前沿科技的发展方面对世界的贡献还不是很大，所以现在在很多方面也受到别人的制约。所以我们一定要定下心来，专注基础科学研究，这也是为什么要支持西湖大学的初衷。

问：未来发展需要什么样的创新人才支持？

杜建英：我认为做创新，一定首先要对一件事情有热情，有理想。只有特别热爱，才会下功夫钻研，才能在遇到困难和挑战时坚持下去。我们西湖大学的饶毅教授就分享过，中国人以前总是把科学研究看得很苦，好像做科研是很难的事情，但其实对他来说，做科研首先是能收获快乐，从来不觉得苦。

这对于基础教育的启发就是要帮助孩子找到他最热爱的、最擅长的一件事，让他愿意终其一生去探究，在困难当中也不会放弃。这是我们现在基础教育需要解决的根本问题，帮助孩子发现自己的特质，保护好他们的好奇心和想象力，扬长避短，而不是千篇一律一刀切。我觉得中国如果要塑造培养创新人才，得从小抓起，有这样一些教育的体系能够保证创新人才的培养。

问：您其实一直在坚持做多种创新，在鼓励创新方面，您有哪些经验可以分享？

杜建英：我觉得鼓励创新最重要的是两方面：人才激励机制和容错的氛围。要有胸怀去让年轻人创新，给他们提供资金、资源等各个方面的支持和激励，同时也要明白，任何创新都不是一蹴而就的，90%的创新都会失败，要给年轻人犯错的机会，让他们在

犯错中成长。

理想和热情造就伟大的领导者

问：您如何描述自己的管理风格？

杜建英：刚柔并济。我本身没有那么锋利，而且从娃哈哈时期起，我们就非常注重“家”文化。所以对员工，我的整个管理上会多从关怀和激励的角度出发，考虑怎样让他们在企业平台上实现理想和自己的价值。但同时也需要非常讲究规则。没有规矩不成方圆，所以“刚”的部分体现在企业的管理制度上。

从管理学校来讲，具体教学我会交由校长团队负责，但会把控学校的发展方向及办学愿景，以及对学校管理团队的支持。尤其是像我们学校是区别于传统教育，我最重要的任务就是要让这些真正在探索具有中国特色民办教育的团队，没有后顾之忧去做。

问：如何能让所有员工能够跟上公司变化的脚步，提高员工的参与度和积极性？

杜建英：共情很重要，应该要让团队成员都清楚，无论是企业或学校，你的追求到底是什么，我们的愿景是什么。比如娃哈哈学校，我希望做真正有中国特色的国际化教育，培养有中国文化自信和国际视野的中国使者，这个愿景和目标从上到下都是非常明确的。再比如做投资，我自己也有一个愿景，就是希望支持真正对社会或产业有积极正向推动作用的创新企业，也要让团队清楚，我们应该选择什么样的项目来投资。

因此，我认为，提高员工参与度就是要把你的愿景跟团队沟通清楚，与大家产生共情，向着同一个目标，做到企业和员工的双赢。

另外，我觉得要让员工知道必须要改变自己，才能跟得上时代变化的脚步。因为现在不确定性的东西太多，我们无法用相同的自己得到不同的未来，要勇于改变才能够立

于不败之地。从管理角度讲，还要配合适当的激励制度，形成促进员工改变的推动力。

问：作为中国改革开放第一代企业家创业者，您完整地经历了中国市场开放、参与全球市场竞争的过程，并且成绩不俗。在您看来，做企业家、创业最重要的是什么？

杜建英：算不上第一代，但我确实是有机会经历了中国整个经济发展改革的过程。回顾自己的工作经历，我认为，做企业家或者做创业最重要的还是保持初心，专注主业。这是创业能够持续做下去的根本。

单纯重视商业利益很容易让创业变成投机。保持初心，对于创业者和企业家来说非常重要，因为企业的发展过程中一定会有许多诱惑，要能够坚守底线，专注，然后再加上天道酬勤，会有比较好的一个结果。

问：什么造就伟大的领导者？

杜建英：伟大领导者我觉得最重要的就是要有理想和热情。世界上很多伟大的领导者，他们真的是在改变世界，比如比尔盖茨、乔布斯、任正非等等，他们对所做的事业充满了理想和热忱，所以即便遇到最艰难的时刻，他们也会坚持。像西湖大学施一公校长，创办一所靠社会力量去办学的新型大学困难是非常大的，如果没有这份理想，是无力支撑他这种举动的。

问：能否谈谈您现在的理想是什么？

杜建英：作为中国改革开放发展的受益者，现在我很希望自己能够搭建一些平台回馈给年轻人。所以我投资的很多是一些非常早期的项目，特别是生物医药行业或者制造业，我觉得是非常值得去投资的方向。在我早期的工作经历中，也常常会到一些贫困地方去建厂，所以我后来自己创业做的事情也是聚焦在对社会有价值、对人的身心健康有所帮助的领域，同时也是自己熟悉且了解的领域。

如果有一个年轻人的团队，有理想、肯



为娃哈哈一年级学生朗读英文绘本。图/受访者提供

付出，我就很想去支持他们去走一条创新路。有的时候看到一个团队在我们的资金或资源的支持下，发展迅速，真的比赚钱更令人欣慰。不仅自己的价值得到了体现，我还从年轻人身上学到很多东西，他们带给我的新理念也会启发我的下一个投资。

问：要想打造基业长青的企业，企业的优势、企业家的智慧如何进行传承？

杜建英：这个关键看掌门人的胸怀。无论是做一个企业的创始人还是掌门人，要有及早培养有理想的接班人和团队意识，为企业发展奠定储备力量。让我印象深刻的是，杰克·韦尔奇在书中提道，他上任董事长的第一天就在思考下一任该由谁来接班。现代企业要想真正做到传承下去，成为一个百年企业，企业家的胸怀和格局一定要大。此外，现代社会非常讲究合作，在一个充分竞争的市场环境下，光靠一个人的决策是远远不够的，所以要非常重视团队的培养。

问：您典型的“工作的一天”会怎么度过？

杜建英：我是经历过“997”的人，甚至经常晚上工作到11点才回家。当时是很有激

情的，但今天到我这个年龄再来看，我觉得工作和家庭之间必须要有一个平衡，否则损失健康，损失了陪伴家人的机会就得不偿失了。

目前我的生活比较朝九晚五，会花更多的时间跟孩子去交流和沟通。培养对社会有用的下一代，也是我们为人父母的责任。这其实也是一份工作，这份工作没做好，不仅影响家庭，将来肯定也影响社会。所以我现在会在工作期间，提高效率、更加专注，然后留出时间去陪伴家人，关注健康。

问：您承担着企业领导者、投资人、教育者、母亲等众多角色，如何做到工作生活平衡？

杜建英：其实我也做不到切换自如，但必须要有意识地去做。很多把时间都花在工作上的人会觉得家里小孩有人带就放心，或者是不太能预估到陪伴的缺失对孩子或者对社会带来的影响。我觉得这个其实是很值得去思考的。尤其是在当今世界，很多网络上的东西会带给孩子负面影响，特别是我们办企业或者投资企业，也要在价值观上有些改变，无论是自己还是员工的人生都需要一个平衡。

积累的财富是沉甸甸的社会责任

问：除了职业理想，年轻人也会有对美好生活的追求。在树立良好的财富观方面，你有什么建议？

杜建英：现在年轻人追求物质生活水平，我觉得是人之常情，我们年轻的时候也曾追求过。但是以一个过来人的经历来讲，我认为不能不去追求财富，但不要过度追求，避免精神生活的匮乏。财富越多责任越大。财富还会花掉你很多的精力，你不去理它觉得可惜，去理它就要处理很多问题和烦恼。如果有富余的钱，投入在一些有意义的事情上，哪怕是公益不赚钱的东西，你换回来的这份快乐是不一样的。

一定要注意平衡适度。有的时候我们也看到很多反面教材，当你真的已经是在一个很高的水准下，还在不断追逐时，最终会被反噬。所以，对财富也要有敬畏之心。

问：您对财富传承有哪些建议？

杜建英：我的感受是，如果我们的下一代受到了比较正向的价值观教育，他们可能并不看重父母的财富，而是更加注重自己价值的体现。千万不要剥夺了我们孩子展现他们自己才华的机会，如果只是让孩子继承家业，就是剥夺了他们体验我们年轻时候创业所体会到的从无到有，从零到一，从不成功到成功的那份经历和自豪。我们给了孩子很好的教育，就要相信他们的能力和判断。

问：财富即责任的观点非常新颖，的确是非常正能量的看法。

杜建英：对，其实核心还是要让财富产生一个正向的作用。因为我们往往局限于一个人的能力，比如说办大学，我不可能去做施一公要做的事情，但是我可以支持他做。这就是将你的财富交给一些专业的人去做一些有意义的事情，我觉得这样很开心，自己去做可能还做不好。我希望更多的人能想通这一点，让他们的财富也发挥更大的社会价值。

问：您认为在这方面，私人银行能做些什么？

杜建英：私人银行首先是帮助你的财富保值增值。但同时，私人银行其实拥有丰富的高端客户资源，可以集合大家的力量去做一些慈善。我了解其实国外一些私行就有这样的部门，帮助客户去做慈善。他们会聘请专业团队，全球探索社会需求，然后设计公益项目，反馈给私人银行客户，帮助客户的财富实现社会价值。因为很多时候个人想做一些慈善公益的事情，也不了解门道，这方面是可以大力开发的方向。

（编辑：康娟）

拥抱数字普惠，助力小微企业持续成长

文 / 中国工商银行普惠金融事业部 陈昭旭

近年来，我们在不断创新融资产品、提升融资服务质效的同时，持续打造涵盖“融资、融智、融商”的普惠金融综合服务体系

近年来，普惠金融已成为社会各界关注的焦点，成为当前社会经济金融发展需求。依托金融科技为驱动的数字普惠已成为业界发展趋势，推动普惠金融服务的可获得性和便捷性明显增强。2020年，在党和国家的坚强领导下，金融机构持续推动数字普惠发展，全国小微企业有贷户数和普惠型小微企业贷款余额都有明显增长，发展数字普惠的动力和信心持续增强。但与小微企业在国民经济中的价值贡献相比，数字普惠的推动力度仍有较大提升空间。如何立足新发展阶段，更好地支持实体经济，推动数字普惠高质量发展，依然是金融机构当前面临的挑战。

近日，中国工商银行普惠金融事业部副总经理（兼网络融资中心总经理）陈昭旭接受了本刊专访，就工商银行如何发展数字普惠、服务小微企业，以及如何通过普惠金融提升私人银行客户服务质效进行了阐述。

问：国家号召金融支持实体经济，发展普惠金融，工商银行是如何理解和落实的？

陈昭旭：工商银行名字中就带着“工”和“商”，是依靠工商信贷起家的，一头连着千家万户，一头连着工商百业，始终与小微企业风雨同舟、携手共进。近年来，工商银行深入贯彻落实党中央、国务院决策部署，将普惠金融作为提高服务实体经济质效，助力新发展格局形成的重要举措。坚持数字普惠的发

展方向，构建数字化经营管理体系，持续提升金融服务能力，努力打造“普惠金融综合服务标杆银行”。

截至2020年末，工商银行普惠贷款余额超过7000亿元（银保监普惠口径，下同），小微企业首贷、续贷、信用贷款、制造业贷款等占比均实现提升，支持实体经济成效不断显现。其中，数字普惠业务余额超过5000亿元，是2018年初的14倍，体现出典型的新型业务特征，业务增量占全部普惠业务增量超过九成，已经成为了普惠业务发展主力军。

问：工商银行是如何通过发展数字普惠提升小微企业金融服务质效的？

陈昭旭：我们从2018年开始，坚持以数字化转型为抓手，逐步构建起以“场景化获客、智能化运营、数字化风控”为特征的数字普惠服务新模式，不断提升金融服务能力与响应水平。

“场景化获客”方面，把数据作为生产要素，深挖企业结算、交易、信用等数据，切入小微企业生产经营各类场景，精准描绘客户画像，打造以数据驱动为特征的场景获客模式，实现主动授信，快速提升企业融资覆盖面，做到“让数据多跑路，让客户少跑腿”。

“智能化运营”方面，打造以智能决策为支撑的运营模式，有效提升服务效率。加快决策引擎建设，线上部署业务决策模型，实现信贷业务的智能决策，大幅提升业务办理



陈昭旭，中国工商银行普惠金融事业部副总经理兼网络融资中心总经理

在工商银行普惠业务中，数字普惠业务已经成为了发展主力军。
图/视觉中国



效率；强化5G、人脸识别等技术应用，推进远程业务运营，打造非接触服务模式，实现金融服务由“面对面”向“屏对屏”升级。

“数字化风控”方面，依托大数据分析、人工智能等金融科技手段，打造全流程风控体系。准入阶段，利用客户在交易、活动时留下的足迹信息，进行数据综合分析和交叉验证；存续期阶段，通过数据模型对客户经营行为、信用情况、资金用途等进行持续动态监测预警。风险评估更加精准，预警更加有效。由此，将风险成本下降红利反哺小微企业，业务呈现可持续性发展态势。

问：工商银行在数字普惠领域创新的主要产品有哪些？

陈昭旭：我们坚持科技引领，不断深化大数据、人工智能等前沿科技在普惠金融领域的应用，按照“易用、智能、便捷”的产品设计理念，创新打造了“信用类经营快贷、抵质押类网贷通、数字供应链”三大数字普惠产品线。客户从我行手机银行等渠道申请，系统实时审批，在线签署借款合同，线上发放贷款，随借随还，额度循环使用，为小微企业提供7×24小时不间断的金融服务。

经营快贷方面，针对小微企业缺乏有效

抵质押问题，利用交易、纳税、海关等多维数据，打造“两个一”信用贷款服务模式。应用大数据风控模型在线准入，最快实现“一分钟授信”；业务线上自动审批，最快实现“一分钟放款”。单户贷款额度最高500万元，通过提供抵押、质押等增信措施的，最高可至1000万元。共为近110万户小微企业授信超过8500亿元。

网贷通方面，构建覆盖全国超过240个城市、40万个小区的优质房产数据库，推出拳头产品“e抵快贷”，打造“押品在线评估、业务自动审批、风险在线监测”的线上抵押贷款新模式，业务办理效率较传统线下抵押模式提升80%。单户贷款额度最高可达1000万元，融资期限最长可达10年。

数字供应链方面，挖掘产业链贸易流、资金流和物流信息，打造覆盖产业链各环节的融资产品，实现贸易背景信息自动校验，快速、精准满足供应链上下游企业融资需求。根据产品类型、交易场景智能确定融资额度，最高可达交易订单金额的100%。共落地数字供应链近2000条，业务场景持续丰富，客户服务覆盖面不断扩大。

问：工商银行数字普惠的客户发展策略有

哪些？

陈昭旭：近年来，我们围绕“一体两翼、全量客户”的发展策略，以行内客户及数据资源为发展主体，行外及区域特色场景为有效补充，持续扩大客户边界，丰富服务内涵。一是积极挖掘行内客户丰富的结算、代发工资等数据资源，创新结算、用工、商户等融资场景，提供专属融资服务；二是持续强化银政、银企合作，构建“政府、产业、金融”支持小微企业生态圈。积极对接税局、海关、产业链龙头企业等优质合作方，搭建线上获客渠道，将融资服务嵌入外部场景，创新推出税务、跨境、物流等融资场景，通过开放式运营，实现多方合作伙伴共享互联与优质客户的快速获取。三是持续挖掘区域特色场景资源，创新园区、医保等区域性融资场景，更好地满足区域性小微企业融资需求。2020年末，累计推出融资场景超过400个，服务客户数近40万户，增长超过100%。

问：随着服务客户群的不断扩大，针对其中有企业背景的私人银行客户，工商银行是否有配套专属的数字普惠产品？

陈昭旭：工商银行积极发挥集团资源优势，持续将普惠金融服务渗透到私人银行客

户中，2020年服务近3万户私人银行客户。同时，为更有针对地满足私人银行客户融资需求，工商银行充分发挥数字普惠产品线上化、数字化优势，创新打造了私人银行客户专属普惠融资产品“私银尊享贷”，基于客户持有金融资产数据及其名下小微企业的经营、结算数据，为私人银行客户及其子女经营的企业提供专属线上融资服务，融资额度最高可达1000万元，更专注服务高净值客群融资需求。目前，该产品已在上海、广东、江苏等多个地区发布。

问：普惠金融服务除了满足小微企业融资需求外，还能够提供哪些助力小微企业成长的增值服务？

陈昭旭：工商银行的普惠金融服务不仅局限于融资服务，近年来，我们在不断创新融资产品、提升融资服务质效的同时，持续打造涵盖“融资、融智、融商”的普惠金融综合服务体系。全力为私人银行客户在内的小微企业主提供综合化金融服务，全方位支持小微企业不同成长阶段的各项金融需求。

“融资”服务方面，持续提供多元化产品服务，将融资服务嵌入小微客户生产经营各个场景，将“有力度、有温度”的融资服务送到小微客户身边。“融智”服务方面，我们以“工银普惠行”“万家小微成长计划”等系列活动为抓手，在超过500个城市组建专属服务小组，组织“进企送智”服务活动超万次，推荐客户参加工信部中小企业领军人才等培训项目，帮助小微企业主科学决策，实现快速发展。“融商”服务方面，我们面向全球发布“环球撮合荟”跨境撮合平台，吸引来自亚洲、欧洲、美洲等40多个国家和地区、30多个行业的近2万家企业入驻；举办第三届进博会“一带一路”贸易洽谈会等多场跨境撮合活动，累计达成跨境合作意向540余项，合作金额近百亿。为小微客户开辟业务新渠道，开拓商业新空间。

创新的七种机会

文 / 彼得·德鲁克 (Peter F. Drucker)

编者按: 创新有多少成分是灵感, 多少成分是勤奋和努力? 如果主要成分是前者, 那么管理层的角色就十分有限: 聘用合适的人, 然后走开。如果主要成分是后者, 管理层就必须扮演更强有力的角色: 设立适当的岗位和流程、制定明确的目标及相关的措施, 并审视每一步的进展。彼得·德鲁克, 以其特有的高超精明, 所持立场居于两者之间。是的, 他在本文中写道, 创新是实实在在的工作, 它可以而且应该像任何其他公司职能一样进行管理。可是这并不意味着它与其他商业活动并无二致。事实上, 创新的工作是认知而非行事。

德鲁克认为, 多数创新性的商业理念源自对7个领域的机会进行的系统分析, 其中一些领域存在于特定企业或行业内部, 一些则存在于更广泛的社会或人群思潮中。精明的管理者会确保他们的企业对所有这7个领域保持明确的关注。不过, 分析能让你做的只能到此为止。一旦你发现了某个吸引人的机会, 你仍然需要放飞想象力才能做出正确的响应——这可以称之为“功能性灵感”。

尽管如今对“创业个性”出现了许多讨论, 但是在过去30年里与我合作过的企业家中, 没有几人具备那些个性, 而我认识的许多人——销售人员、外科医生、新闻记者、学者、甚至音乐家——确实拥有这些个性, 但又丝毫不具创业精神。我遇到的所有成功企业家具备的共同点不是某种个性特征, 而是对系统性创新行为的执著。

无论在现有企业、公共服务机构, 还是

某人孤身在家中厨房开创的新企业, 创新都是创业精神的具体功能。它是企业家可以凭借的一种手段, 要么用来创造新的赚钱资源, 要么赋予现有资源创造财富的更大潜力。如今, 在创业精神的正确定义方面存在诸多困惑。一些观察家用这个词来指所有的小企业; 另一些人则指的是所有的新企业。然而, 在实践中, 许多业已成名的企业会从事极其成功的创业行为。因而, 这个词并不是指企业的规模或年代, 而是指某种特定的活动。这种活动的核心是创新: 在企业的经济或社会潜力范围内努力创造有目的的、重点突出的变化。

创新的源泉

当然, 有的创新来自于灵光一现。然而, 多数创新, 尤其是成功的创新, 源于对创新机会会有意识的、有目的的追求。这种机会的四个来源存在于企业或行业内部: 意外之事、

不和谐因素、工艺需求以及行业与市场变化。

在企业之外的社会与知识环境中, 还存在三个额外的机会来源: 人口统计数据的变化、认知的变化以及新知识。

诚然, 尽管这些来源在风险、难度和复杂性特征方面各有不同, 但却又互相重叠, 创新的潜力很可能同时存在于多个领域。不过, 综合起来, 它们占了所有创新机会的绝大多数。

1. 意外之事

首先看看最轻易、最简单的创新机会来源: 意想不到的事情。在20世纪30年代初, IBM开发了第一台现代化的记账机, 是为银行设计的。可是各家银行在1933年并没有购买新设备。拯救了这家公司的——根据该公司的创始人及长期CEO老托马斯·沃森 (Thomas Watson, Sr.) 经常讲述的故事——是它利用了一次意想不到的成功: 纽约公共图书馆 (The New York Public Library) 希望购买一台机器。与各家银行不同的是, 在“罗斯福新政”实施之初的那些日子里, 图书馆有钱, 沃森向各家图书馆售出了一百多台原本卖不出去的机器。

十五年后, 当人人都认为计算机是为先进科技工作而设计之时, 企业出人意料地对一种能够制作工资单的机器产生了兴趣。当时拥有最先进机器的Univac拒绝了商业应用。可是, IBM立刻意识到, 自己可能面临着意想不到的成功。它在Univac机器的基础上进行了重新设计, 用于工资单制作等普通用途, 五年之内就成为了计算机行业的领袖, 这一地位它一直保持到今天。

意想不到的失败同样可能成为创新机会的重要来源。人人皆知, 福特Edsel是汽车史上最失败的新车。然而, 似乎鲜有人知道, Edsel的失败在很大程度上为该公司后来的成功奠定了基础。福特当初规划的Edsel是到当时为止的美国汽车史上设计最精心的一

款车, 目的是让该公司拥有完整的产品线, 以此与通用汽车展开竞争。尽管对该车进行了规划、市场研究和设计这一切工作, 可是当它遭遇惨败的时候, 福特意识到, 汽车市场正在发生的某些事情与通用及其他每一个人设计、营销汽车的基本设想背道而驰。市场不再主要根据收入群体来划分; 新的细分原则是我们现在所称的“生活方式”。福特的响应就是野马 (Mustang), 这款车赋予了该公司独特的个性, 使其重新成为了行业领袖。

出人意料的成功和失败是成效卓著的创新机会之源, 因为多数企业对它们嗤之以鼻, 置之不理、甚至耿耿于怀。1905年左右合成了第一种非成瘾性麻醉药奴佛卡因 (novocaine) 的德国科学家当初的意图是将其用于截肢等重大外科手术。然而, 外科医生更倾向于在这些手术中采用全身麻醉; 他们现在仍然如此。奴佛卡因倒是迅速引起了牙医的兴趣。它的发明者余生都是在从口腔学院到口腔学院的旅行中度过的。他发表演讲, 禁止牙医在非他原本意图的用途中“滥用”他的伟大发明。

诚然, 这是一种讽刺, 不过它表明了管理者通常对意想不到之事采取的态度: “这本不该发生的。”企业的报告制度进一步深化了这种反应, 因为它们将人的注意力从意料之外的可能性上引开。典型的月报或季报在第一页上就列出了一堆问题——结果未达到预期的方面。当然, 这些信息是必需的, 以帮助预防业绩的下滑。不过, 这也妨碍了人们对新机遇的认知。对一个可能之机的首次认可通常涉及到的是某家企业做得比预算更好的领域。因此, 真正的创业型企业有两个“首页”——一个问题页和一个机会页——而管理者在两者上所花的时间是一样的。

2. 不和谐因素

爱尔康实验室 (Alcon Laboratories) 是



创新是勤奋努力而不是天赋的才能。图/视觉中国

20世纪60年代的成功事例之一，因为该公司的共同创始人比尔·康纳（Bill Conner）利用了医学技术中的一个不和谐因素。白内障手术是世界上第三或第四常见的外科手术。在过去的300年里，医生将其系统化，程度之深，以至于仅剩的一个“老式”步骤就是切断韧带。眼外科医生已经学会了圆满成功地切断韧带，可是这与手术的其余部分如此不同，如此格格不入，以至于他们通常害怕这一步骤。这就是不和谐。

此前的50年时间里，医生已经知道有一种酶可以分解韧带而无须切割。康纳所做的一切就是在这种酶中添加一种防腐剂，使其具有几个月的保存期。眼外科医生迅即接受了这种新的化合物，而爱尔康发现自己身处

全球垄断地位。十五年后，雀巢高价收购了这家公司。

存在于某一过程的逻辑或节奏中的这种不和谐只是产生创新机会的可能性之一。另一机会之源是经济现实之间的不和谐。比如，凡是某一行业的市场在稳步增长而利润率却在下降时——比如说，1950年至1970年之间发达国家的钢铁行业——就存在着不和谐。具有创新性的响应是：小钢铁厂。

期望与结果之间的不和谐也可以开启创新的可能性。在上个世纪之交后的50年里，造船厂和航运企业都在努力提高船舶的速度，并降低其燃料消耗。即便如此，他们在提速和削减燃料需求方面做得越成功，远洋货运公司的经济状况就越糟糕。到1950

年左右，如果说远洋货运公司尚未死去的话，那也是奄奄一息了。

然而，这一切问题之所在就是行业的设想与现实之间的不和谐。真正的成本并非来自于干活（即，航行于海上），而是来自于不干活（即，闲置于港口）。一旦管理者明白了成本真正之所在，创新就是顺理成章的事了：滚装船和集装箱船。这些涉及旧技术的解决方案只是将铁路运砂企业用了30年的东西应用到了远洋货运企业。视角的转变而非技术的转变完全改变了远洋运输业的经济状况，使其成为了过去二三十年里主要的增长行业之一。

3. 工艺需求

在日本开过车的任何人都知道，该国没有现代化的干线公路系统。它的公路依然沿袭着10世纪为——或者被——牛车铺设的道路。这一系统对汽车和卡车之所以行之有效，是因为对20世纪30年代初以来用于美国干线公路的反光镜进行了改装。这种反光镜让每一辆汽车可以看到还有哪些车从六个方向中的任何一个驶近。这一小小的发明就是利用了工艺需求，使得交通得以平稳运行，将事故降低到最低程度。

我们现在所称的媒体起源于1890年左右为回应工艺需求而开发的两项创新。一项是奥特马尔·默根特勒（Ottmar Mergenthaler）的莱诺铸排机（Linotype），它使得快速大量生产报纸成为可能。另一项是社会创新，即，现代广告，发明者是第一批真正的报纸出版商：《纽约时报》的阿道夫·奥克斯、《纽约世界报》（New York World）的约瑟夫·普利策（Joseph Pulitzer），以及威廉·伦道夫·赫斯特（William Randolph Hearst）。广告使它们有可能近乎免费地发布新闻，而利润来自于市场营销。

4. 行业与市场变化

管理者可能相信，行业结构是上帝规定

的。然而，这些结构可能——而且的确经常——在一夜之间发生变化。这些变化为创新创造了巨大的机会。

美国商界近几十年来获得巨大成功的故事之一就是最近被衡平人寿保险社（Equitable Life Assurance Society）收购的Donaldson, Lufkin & Jenrette经纪公司。DL&J由三名年轻人创办于1960年，三人均毕业于哈佛商学院。他们意识到，随着机构投资者占据主导地位，金融行业的结构正在发生变化。这几名年轻人几乎没有资本，也没有人脉关系。尽管如此，他们的公司在几年之内就成为了佣金谈判活动的领军者，华尔街表现最出色的企业之一。该公司是第一家注册成立并上市的企业。

同样，行业结构的变化为美国的医疗卫生提供机构创造了大量创新机会。在过去的10或15年里，独立的外科及精神科诊所、急救中心及医疗保健组织已在全国各地开张。电信业在行业剧变——在传输领域【因媒体控制接口（MCI）和Sprint在长途服务领域的出现】和设备领域（因Rolm等企业在私人交换分机制造领域的出现）——之后也出现了类似的机会。

当一个行业快速增长之时——关键数字似乎是在10年或更少的时间内增长40%左右——它的结构会发生改变。一心捍卫自己既得利益的老牌企业通常会在新来者挑战他们的时候进行反击。实际上，当市场或行业结构发生变化时，传统的行业领军企业会一再忽视增长最快的细分市场。新机会极少会与行业一直以来接近市场、定义市场或组织起来服务市场的方式相契合。因此，创新者极有可能长期无人理睬。

5. 人口统计数据变化

在创新机会的外部来源中，人口统计数据是最可靠的。人口统计上的事情可以让人知道时间周期，比如，将在2000年前进入

美国劳动力队伍的每一个人都已出生。然而，由于政策制定者通常忽视人口统计数据，那些留意并利用这些数据的人可以获得巨大的回报。

日本人之所以在机器人技术方面处于领先水平是因为他们关注人口统计数据。在1970年左右，发达国家的每一个人都知道，当时出现了生育低谷和教育爆炸；大约一半或更多的年轻人在中学毕业后仍在求学。结果，可在制造业中从事传统蓝领工作的人数必然会减少，到1990年时已变得不足。人人都知道这一点，可是只有日本人针对它采取了行动，他们现在在机器人领域有10年的领先优势。

地中海俱乐部（Club Mediterranee）在旅游度假业领域的成功也同样如此。到1970年时，细心的观察者可能已经看到，欧洲和美国出现了大量富有且受过教育的年轻人。由于对他们的工薪阶层父母享受的那种假期——在布莱顿（Brighton）或大西洋城（Atlantic City）度几周夏日——不满意，这些年轻人成为了一个充满异国情调的新版青少年“聚集地”的理想客户。

管理者们早就知道人口统计数据很重要，可是他们一直认为人口统计数据变化缓慢。然而，在本世纪，它们变化并不缓慢。事实上，因人口数量上——以及在他们们的年龄分布、教育、职业和地理位置上——的变化而产生的创新机会属于创业追求中回报最大、风险最小一类机会。

6. 认知的变化

“杯子是半满的”与“杯子是半空的”是对同一现象进行的描述，但却具有截然不同的含义。将管理者对杯子的认知从半满改变为半空，这会开启巨大创新机会。

比如，所有事实证据都表明，在过去的20年里，美国人的健康状况以前所未有的速度得到改善——无论以新生儿死亡率、高龄

老人存活率、癌症（肺癌除外）发生率、癌症治愈率，还是以其他因素来衡量。即便如此，集体忧郁症仍笼罩着整个国家。人们从来没有像现在这样关注或担心健康。突然之间，似乎一切都会引起癌症或退化性心脏病，或者过早丧失记忆力。杯子显然是半空的。

美国人非但没有为健康方面的巨大改善感到高兴，反而像是在强调自己离长生不老尚有多远的距离。对事物的这种看法创造了许多创新的机会：医疗保健新杂志市场、运动课程及慢跑设备市场以及各种健康食品市场。1983年，美国成长最快的新企业是一家制造室内运动设备的公司。

认知的变化并不会改变事实，但它可以改变含义——而且非常迅速。电脑在不到两年的时间里就从被人视为一种威胁、只有大型企业才会使用的东西转变为人们买来申报所得税的东西。经济状况不一定会决定这种变化；事实上，它们可能与变化并不相干。决定人们将杯子看成半满还是半空的东西是情绪而非事实，而情绪的变化通常无法量化。不过，情绪并非奇风异俗，它是具体有形的，可以进行定义，可以得到测试，可以利用来寻求创新机会。

7. 新知识

在创造历史的创新中，那些基于新知识——无论是科学、技术，还是社会知识——的创新都名列前茅。它们是创业精神的超级明星；它们得到了报道和资金。它们是人们在谈论创新时通常所表达的本意，尽管并非所有知识型创新都很重要。

知识型创新在所花的时间、伤亡率、可预测性以及给企业家带来的挑战方面不同于其他所有创新。就像多数超级明星一样，它们可能性情多变、反复无常、难以管控。比如，在所有的创新中，它们拥有最长的研制周期。从新知识的出现到其提炼成可用的技术，这期间有持久的时间跨度。然后，这种

新技术还要经过很长一段时间才能以产品、流程或服务的形式在市场上出现。总的来说，所涉及的研制周期大约为50年，这一数字在整个历史中没有明显缩短。

要取得成效，这类创新通常需要的不是一种知识，而是多种知识。看看影响力最大的知识型创新之一：现代银行业。创业银行理论——即，有目的地使用资本来促成经济发展的理论——是由拿破仑时代的圣西门伯爵（Comte de Saint-Simon）提出的。尽管圣西门声名显赫，但直到他去世30年之后的1825年，他的两个门徒雅各布·佩雷尔（Jacob Pereire）和伊萨克·佩雷尔（Isaac Pereire）兄弟才建立了第一家创业银行莫比利埃信托（Credit Mobilier），并开创了我们现在所称的金融资本主义。

然而，佩雷尔兄弟并不懂得现代商业银行，这种银行差不多是在同一时间在海峡对面的英国发展起来的。莫比利埃信托颜面尽失地失败了。几年之后，两名年轻人——一名是美国人J.P.摩根（J.P. Morgan），另一名是德国人格奥尔格·西门子（Georg Siemens）——将法国人的创业银行理论与英国人的商业银行理论相结合，创立了第一批成功的现代银行：位于纽约的摩根大通公司（J.P. Morgan & Company）和位于柏林的德意志银行（Deutsche Bank）。十年之后，一名年轻的日本人涩泽荣一（Shibusawa Eiichi）将西门子的理念应用于自己的国家，从而为日本的现代经济奠定了基础。这就是知识型创新始终运作的方式。

再举一例，计算机需要不少于六个方面的独立知识：

- 二进制算法；
- 19世纪上半叶查尔斯·巴比奇（Charles Babbage）对计算机器的设想；
- 赫尔曼·霍利里思（Herman Hollerith）为美国1890年人口普查发明的打孔卡；

- 1906年发明的电子开关三极管；
- 伯特兰·罗素（Bertrand Russell）和阿尔弗雷德·诺思·怀特海（Alfred North Whitehead）在1910至1913年间发展的符号逻辑；
- 源自于第一次世界大战期间研制有效高射炮的失败尝试的编程与反馈概念。

虽然到1918年的时候，所有这些必要的知识都已具备，但是第一台可操作的数字计算机直到1946年才面世。

持久的研发周期以及不同类型知识交融整合的需要可以解释知识型创新特有的节奏、吸引力及其危险。在漫长的孕育期内，人们议论有余、行动不足。然后，当所有元素突然聚合在一起的时候，就会出现巨大的兴奋与活跃以及大量猜想。比如，1880至1890年期间，发达国家创立了近1000家电气设备企业。此后，就像往常一样，出现了暴跌和动荡。到1914年，只有25家尚存。20世纪20年代初，美国有300至500家汽车公司；到了1960年，只剩下了4家。

虽然可能有难度，但知识型创新是可以进行管理的。成功需要对那些促成创新所需的各种知识进行仔细分析。J.P.摩根和格奥尔格·西门子在建立他们的银行企业的时候就是这么做的。莱特（Wright）兄弟在研制第一架可操纵的飞机时也是这么做的。

仔细分析目标用户的需求——尤其是能力——也至关重要。这看上去可能有点矛盾，但知识型创新比其他任何类型的创新更依赖市场。英国企业de Havilland设计并建造了第一架客机，可是该公司没有分析市场需求，因而未能发现两个关键因素。一是布局结构——即，拥有投放于航线的合适载荷量及合适尺寸，使飞机可以给航空公司带来最大的利益。另一个因素同样平淡无奇：航空公司如何才能负担如此昂贵飞机的购买资金？由于de Havilland未能进行充分的用户分析，

波音和道格拉斯这两家美国企业接掌了商业喷气式飞机行业。

创新的准则

有目的的系统性创新始于对新机会的来源进行分析。根据背景环境的不同，来源在不同的时间具有不同的重要性。比如，人口统计数据对于炼钢等基础工业加工的创新者来说可能并不重要，尽管莱诺铸排机的成功主要是由于找不到足够熟练的排字工人来满足巨大的市场。同样，对于为满足人口数据变化或税法所创造的需求而对某一社交工具进行革新的人而言，新知识可能不具有太大意义。不过，无论哪种情形，创新者都必须分析所有的机会来源。

由于创新既是概念性的，又是认知性的，未来的创新者还必须走出去看、问、听。成功的创新者会左右脑并用。他们以分析的方式弄清楚必须进行什么样的创新才能不负机会。然后，他们走出去看看潜在用户，研究他们的期望值、价值观和需求。

欲出成效，创新必须简单，而且必须重点突出。它应该只做一件事；否则会令人困惑。实际上，一项创新能够得到的最大赞扬就是人们会说：“这是明摆着的事嘛，我为何没有想到？这太简单了！”即使是能够开拓新用户和新市场的创新也应该让其针对某一特定、明确和精心设计的用途。

卓有成效的创新从小处入手。它们并不宏大。它可以是让运行于轨道上的移动车辆能够获得电力，这种创新使有轨电车成为可能。它也可以是将相同数量的火柴放入火柴盒（过去是50根）的初步想法。这一简单想法让火柴盒的自动装填成为可能，让瑞典人垄断了全球的火柴达半个世纪之久。相比之下，那些会“给一个行业带来革命”的宏大想法不太可能行得通。

事实上，无人能够预测某一特定创新最

终结果是恢弘的事业还是小小的成就。可是，即使结果并不显著，成功的创新依然从一开始就是以成为标准制定者、决定新技术或新行业方向、创造处于——并且保持——领先地位的事业为目的的。如果一项创新从一开始就不以领导地位为目标，它就不太可能具备充分的创新性。

最重要的是，创新是勤奋努力而不是天赋的才能。它需要知识，通常需要足智多谋，也需要专注力。有的人相比他人显然是更具才华的创新者，但他们的才华存在于明确界定的领域。事实上，创新者极少从事多于一个领域的工作。尽管托马斯·爱迪生（Thomas Edison）取得了系统性的创新成就，但他只从事电气领域的工作。金融领域的创新者，比如花旗银行，不太可能在医疗卫生领域从事创新。

就像在其他任何努力中一样，创新中存在才华、存在智谋、存在知识。可是，当该说的一切都已说完，该做的一切都已做到的时候，创新所需的努力、专注、志在必得地工作。如果缺乏勤奋、毅力和执著，那么才华、智谋和知识都无济于事。

当然，创业精神远不止系统性的创新——比如，独特的创新策略以及创业管理原则，这些在老牌企业、公共服务机构和新企业中都同样需要。不过，创业精神的根本基础还是系统性的创新行为。

彼得·德鲁克是位于加州克莱蒙特的克莱蒙特研究生大学彼得·德鲁克管理研究生院的社会科学与管理学Marie Rankin Clarke教授。他已为《哈佛商业评论》撰写过二十多篇文章。本文最初改编自他的著作《创新与创业精神：实践与原则》（*Innovation and Entrepreneurship: Practice and Principles*, Harper & Row出版社，1985年）。

（翻译：时青靖；编辑：康娟）

私
社
群
銀



图/视觉中国

“君子伙伴，与爱同行”

——万源公益行

文/中国工商银行私人银行部

地处大巴山腹地的四川万源市区位独特，自古就是秦巴地区重要的商贸集散地，是川陕之间的重要通道，素有“万宝之源”的美誉

2021年3月9日，春寒料峭中，中国工商银行私人银行部一行人由该部党委书记李宝权带队，来到了工行总行定点帮扶的万源，开展“君子伙伴·与爱同行”公益活动。

架设爱心桥梁，4万学子受益

万源市曾是国家级贫困县，也是工行的4个定点扶贫县市之一，2020年2月刚刚实现脱贫摘帽。

2018年，工银私人银行启动了“君子伙伴·与爱同行”公益项目，面向工商银行私人银行客户、合作方以及行内私银条线，在线上线下开展公益募捐，致力于改善工行定点扶贫的4县市的住校学生的学习生活条件。

三年来，该项目已累计募得善款200余万元。在总行驻点干部、基金会和学校的共同支持下，项目捐赠的热水器、暖心冬被、免洗洗手液等物资，已帮助了4万名莘莘学子改善学习生活环境。

“非常欣慰工行私人银行部能够成为连接客户爱心与孩子们的桥梁，为各位提供更好的学习生活条件，也为引导社会财富向善做出了一点小小的贡献。”李宝权在万源市茶垭乡中心学校举办的公益捐赠仪式上表示。

作为公益项目发起以来的首发项目，热水器项目覆盖学校最广、受益学生最多，切实改善了学生的生活条件，深受山区学生们欢迎。在万源市茶垭乡中心学校举办的公益捐赠仪式上，私人银行部向万源市教科局捐赠了100台暖心热水器，并为总行“童心港湾”项目私行对口帮扶点进行了揭牌。

工银私人银行“君子伙伴，与爱同行”捐赠暨“童心港湾”揭牌仪式。





私人银行部将筹备成立首单公益慈善信托，并积极参与总行“童心港湾”留守儿童关爱项目，为当地留守儿童提供开展福利和保护服务的固定场所。

脱贫不是终点，助力健康快乐成长

私人银行部一行还在万源对工行定点帮扶的乡村振兴项目进行了实地调研。

工行总行自1995年以来先后对四川巴中南江县、通江县、达州万源市、凉山州金阳县三县一市开展定点扶贫工作，25年来走出了一条具有工行特色的教育扶贫、卫生扶贫、产业扶贫、绿色扶贫、金融扶贫、救灾扶贫相结合的扶贫开发新路子。

2020年是脱贫攻坚战的收官之年，工行定点扶贫的三县一市虽全部脱贫摘帽，但“脱贫摘帽不是终点，而是新生活、新奋斗的起点”。

接下来，私人银行部还将继续对总行定点扶贫的四个贫困县市加大帮扶力度，在关

注学生物质生活的同时，将力量延伸至学生的学习条件与精神层面，全方位助力山区学生们实现健康快乐成长。

今年，私人银行部将筹备成立首单公益慈善信托，并积极参与总行“童心港湾”留守儿童关爱项目。该项目为当地留守儿童提供开展福利和保护服务的固定场所，通过亲情陪伴、情感关怀、自护教育，促进他们健康成长。

“站在‘两个一百年’的历史交汇点和十四五规划起点，在共同富裕理想的指引下，工银私人银行将持续开展公益活动，积极引导‘财富向善’，成就财富社会价值，凝聚私人银行客户及社会公众的力量，履行大行担当和社会责任。”李宝权说。



问道
陶朱

众流归海，百舸争流

——公募基金 2020 年回顾及 2021 年展望

文 / 中国工商银行私人银行部投资顾问团队

权益类基金市场将出现结构性市场分化行情，低估值叠加盈利持续改善行业将迎来机会



图/IC

当

今世界正经历百年未有之大变局，新一轮科技革命和产业变革深入发展，国际力量对比深刻调整，和平与发展仍然是时代主题。在这一背景下，国内经济在全面改革的深化、创新能力的提升、农业基础的稳固、区域发展的协调等方面将有提升。《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》（以下简称《建议》）明确了短期与长期发展的“新目标”，所追求的是经济、科技、产业、国民素质、生态环保等领域全方位提升的发展目标。《建议》还指出

了加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，这将对未来一段时间的经济社会发展具有决定性指导意义。“十四五”规划对于金融行业提出了更高的要求，金融供给侧改革的大背景下，公募基金行业受到了前所未有的关注和重视。为积极实践响应国家号召，公募基金作为坚持长期投资、价值投资理念的专业机构投资者，正逐步成为实体经济直接融资的重要工具。

一、公募基金通过资本市场支持实体经济

近年来，公募基金持续加大对制造业、信息技术、社会工作等领域的配置比例，支持国家经济结构调整与产业转型升级。同时通过产品创新、投资模式创新等手段不断为实体经济注入新鲜血液。2018年超千亿战略配售基金相继发行以支持新经济领域发展，亦有国企改革基金、民营企业纾困基金入市，基础设施公募REITs业务规则积极筹备等，公募基金助力实体经济进行直接融资的广度和深度持续提高。

截至2020年末，公募基金投资股票合计约5.30万亿元，其中持有A股市值合计约4.86万亿元，约占沪深两市流通总市值的7.55%，为近五年来最高水平。

二、创新升级赋能公募基金业

资管新规的实施加速了资产管理行业转型步伐，公募基金凭借其扎实专业的主动管理能力，规范透明的产品运作，长期积累的净值化管理经验，在行业转型之中脱颖而出。同时，公募基金自身在产品线完善、投资工具创新等方面也有着与时俱进的改变。如，2020年12月31日，分级基金正式退出基金市场，科创板主题基金、“固收+”基金、摊余成本法债基等密集发行，首批公募MOM基金获批，量化对冲基金亦再次开闸等。同时，互联网引流模式、金融科技融合等加速公募

基金服务模式不断创新，2020年2月，第三批基金投顾试点获批，至此，基金公司、第三方独立销售机构、银行、券商四类机构均已加入基金投顾市场。

三、公募基金行业核心观点

（一）管理规模破20万亿，核心竞争力持续凸显

2020年是公募基金行业的重要分水岭，这一年，伴随着A股市场估值不断抬升，公募基金行业也出现了跨越式增长，展现出极大的发展潜力。截至12月31日，公募基金总管理规模首次突破20万亿元，达20.35万亿，环比增长37.27%；基金总数量达7373只，环比新增了1086只；基金总份额达18.34万亿份，环比增长19.51%。公募基金总管理规模占资产管理市场总规模比重持续

提升，截至2020年三季度末，该比重约为32.13%，相较2019年末提高了3.75个百分点。

（二）权益资产配置比显著提升，产品结构逐步完善

1.股票型和混合型基金总资产净值规模占比有所提高，货币基金占比则大幅下降，债券基金占比小幅下降。截至2020年末，股票型和混合型基金总资产净值规模约6.86万亿，共占比33.72%，环比提高10.87个百分点；债券型基金总资产净值规模约5.00万亿，占比24.58%，环比降低2.98个百分点；货币市场型基金总资产净值规模约8.14万亿，占比39.98%，环比降低7.76个百分点。

2.股票投资市值占公募基金资产净值比持续提高，截至2020年末，股票投资总市值约5.30万亿，占比达27.25%，环比提高8.87个百分点。其中，制造业投资总市值占基金资产净值比重持续提高，截至2020年末，制造业投资市值占比达17.01%，环比提高7.15个百分点。

（三）拥抱个人养老机遇，公募FOF扩充养老第三支柱

1.我国人口老龄化程度持续加深，65岁及以上老年人口占比及总人口数量持续上行。根据国家统计局数据，截至2019年底，65岁及以上老年人口占比升至12.6%，而出生率则持续降至10.48%。传统养老体系中第一、二支柱承压。2019年11月，国务院印发《国家积极应对人口老龄化中长期规划》，将应对老龄化问题提升到了国家战略层面。

2.自2018年公募养老FOF基金开始发行成立，截至2020年末，A/C份额分开计算，市场上已有119只养老FOF基金成立，总管理规模合计约589.87亿元，正式突破500亿大关。从投资目标来看，有59只为目标日期养老基金，总管理规模约144.54亿元；有60只为目标风险养老基金，总管理规模约

445.32亿元。从最短持有期来看，三年期持有期养老FOF数量最多，为68只。从管理规模来看，一年期持有期养老FOF总管理规模最大，约392.89亿元。

（四）“固收+”产品爆发，引流居民储蓄转向资本市场

在非标业务受限、银行理财打破刚兑、P2P退出历史舞台，银行理财产品收益下降的大环境下，“固收+”产品成为了很多稳健型投资者的选择。2020年，以“固收+”策略中发行量最多的偏债混合型基金为例，年内新成立168只，总发行份额达2627.82亿份。

（五）主动权益类基金收益居首，翻倍基超百只

根据东财基金指数，2020年全年，偏股混合型基金、普通股票型指数涨幅均超50%，分别高达56.79%和54.08%，这得益于过硬的主动管理能力。截至2020年末，A/C份额分开计算，翻倍基金数量已超百只。

（六）固定费率下行大势所趋，浮动费率基金表现优异

高固定管理费率虽为主旋律，但公募基金固定管理费率下降已是大势所趋，如近些年，被动指数型基金规模效益显著，平均管理费率呈明显下降趋势。同时，兴全、国泰、富国、华安、中欧、华泰柏瑞成立的首批6只浮动管理费率基金运作已满一年，超额收益明显，回撤控制严格。2020年，该6只基金收益率均超过40%，平均收益达61.38%，同期沪深300涨幅27.21%。

四、2021年基金市场展望

（一）宏观：经济复苏，柳暗花明

展望2021年，机构普遍对GDP增速整体保持乐观态度，认为随着疫情影响逐步消退和新冠疫苗的接种，国内经济增长将逐步恢复至疫情前水平，全球经济大概率也将开始逐步恢复，整个经济的修复链条很可能将

由国内结构性修复扩展到全球经济修复。流动性方面，去年的中央经济会议上也指出将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，预计市场流动性仍将保持平稳状态。

（二）权益类基金：降低预期，均衡配置

过去一年，公募基金市场估值不断攀升，整体业绩亮眼。2021年，投资者应适当降低预期收益率，聚焦个股优选和均衡配置。政策面上，证监会提出“大力发展权益基金”战略方针，同时围绕“十四五”规划，低估值叠加盈利持续改善行业将迎来机会；资金面上，保险、银行理财子公司、外资机构等市场增量资金将加速入场。叠加注册制和退市新规制度影响，权益类基金市场将出现结构性市场分化行情。

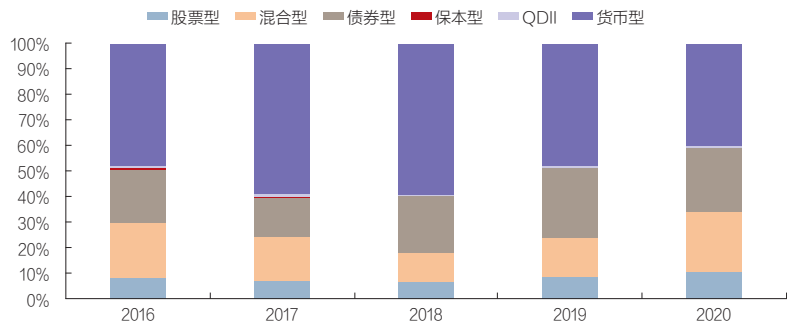
（三）债券类基金：“固收+”策略优势凸显

货币政策面上，央行行长易纲提出，2021年货币政策要“稳”字当头，保持正常货币政策空间的可持续性。债券市场利率或将保持低位运行。同时，保险、养老金和年金等长线机构投资者，将在资管新规过渡期内，向净值化管理转型。在此背景下，以攻守兼备为优势的“固收+”基金产品将迎合机构投资者需求，成为银行理财产品的有效替代。“固收+”产品以“优质债券+股票”作为组合的增强策略，具有“低波动率+适度收益增厚”的策略优势。

（四）QDII基金：美股收敛，港股发力

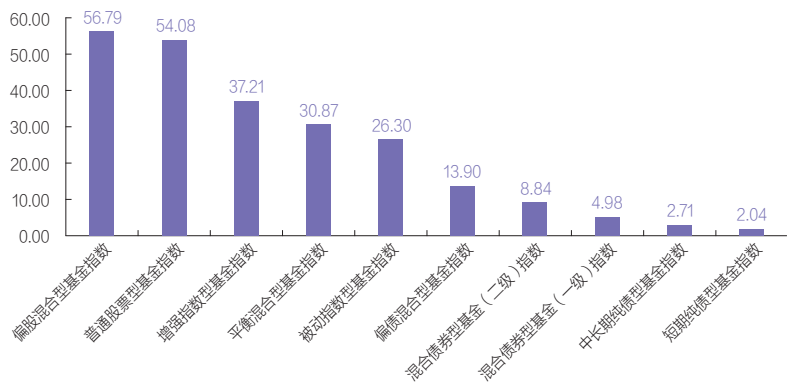
QDII基金能够在全球范围内进行资产配置，有效分散单个市场的投资风险。港股市场方面，进入2021年，预计港股波动格局能随着不确定性降低而有效消减，港股市场估值尚处于低位，市值结构逐渐转变为新经济主导，有望在未来几年获得良好的投资回报。美股市场方面，随着拜登当选美国总统，未来美国经济将迎来复苏，中期美股有望继续走强，但波动程度可能加剧，大概率将呈阶段性投资机会。

图1：近五年公募基金市场产品结构



资料来源：Choice，东方财富证券研究所；数据截至：2020-12-31 制图：张玲

图2：2020年基金指数收益（%）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所；数据截至：2020-12-31

净值化推动开放式理财产品加速发展

文 / 中国工商银行理财业务部

工银理财产品表现尤为突出，固收类平均收益超全市场平均业绩基准 25%

2020年以来，面对新冠疫情带来的严峻挑战，在“资管新规”“理财新规”等一系列政策文件指引下，理财产品净值化成为普遍发展趋势，同业银行机构加快布局新规理财，全市场新规理财业务迎来加速发展期，并涌现诸多新特点、新变化、新趋势。

一、理财子公司的产品布局体系逐渐形成

截至2020年末，全市场银行理财子公司累计发行2621只新规公募理财产品，较2019年末发行量增长859%，呈环比逐季递增趋势。2020年是新规银行理财蓬勃发展的一年，银行理财行业加速转型变革，呈现诸多新趋势：一是理财子公司加快设立，累计开业家数突破20家，涵盖国有大行、股份制银行、城农商行以及中外合资理财公司；二是发行量增速显著提升，国有大行头部效应显现，其中工银理财新发理财占比24%，居行业首位；三是形成“固定收益类为主、混合类为辅”的产品格局，积极试点权益类产品，其中固定收益类占比78.9%、混合类产品发行量较去年提升561%；四是顺应资管新规要求，中长期限产品布局增多，一年以上产品占比超六成；五是产品投资策略种类日趋丰富，如绝对收益策略、挂钩策略等成为传统纯债类产品的重要补充品种。

二、大行理财子公司专业能力凸显

2020年以来，受新冠疫情冲击影响，国内货币政策总体维持偏宽松格局，中短期限利率震荡趋降，DR007利率中枢由年初的2.4%下探至2%；长期限利率受国内宏观经济“V”字复苏带动，呈“由降转升”“震荡上行”趋势，十年期国债收益率一度上探至3.35%，较年内低点上行幅度达87bps。商业银行理财子公司以固收为主的产品布局，产品呈现业绩相对稳定、净值波动小的特点。一是2020年全市场银行理财平均业绩基准同样呈“短降长升”变化趋势，180天以内理财产品平均业绩基准年末较年初下行10-30BP，2年以上理财产品平均业绩基准年末较年初上行20-40BP。二是大行在理财产品专业管理突出，业绩基准列市场前列。全市场固收类新规理财平均收益5.24%，相比之下工银理财产品表现尤为突出，固收类平均收益超全市场平均业绩基准25%，位于同业前列，在四大行处于领先地位；三是震荡行情下新规银行理财稳健性优点突出，平均最大回撤显著低于同类公募基金产品，固收类产品风险收益比明显优于公募债基。

三、工行私人银行专享理财领先同业

2020年全市场共发行371只私银专属公募新规产品，较2019年提升773%，其

中工行私人银行专享理财产品232只，占比63%，居市场首位。工银理财私银专享产品有如下三大优势：一是从数量上看，私银新规理财起步早、发展快，发行量位居市场首位；二是从类型上看，同业私银产品供给集中于固定收益类，我行混合类、固收类产品供给更加均衡；三是从业绩基准上看，比行内，我行私银产品维持稳定优势；比同业，部分期限存在显著优势。总体来看，我部新规理财整体竞争力较优，领先同业形成全天候、全策略、全谱系产品布局，具备显著先发优势。

工银理财私银专享开放式产品以固收类资产为基础，投资风格稳健，历史业绩表现良好，债券类资产好中选优，有效增强投资组合的抗波动能力，在客户整体资产组合中起到稳定锚的作用，实现行稳致远的投资目标。我部结合产品历史业绩表现及产品特性，推荐以下三类产品。

一是现金管理类产品——私银添利宝（19GS2801）。PR1级理财产品，每工作日8:30-15:30开放，申赎实时确认，赎回即时到账，业绩表现良好，截至2021年3月3日，产品成立以来平均七日年化收益率为2.83%，

适合所有客户。

二是纯债高频定开产品——私银鑫添益日开（19GS2815）及周开（19GS2816）产品。超短期PR2级理财产品，每工作日或每周首个工作日开放，产品运作稳健，历史业绩良好，截至2021年3月1日，19GS2815成立以来年化收益率为3.46%，19GS2816成立以来年化收益率为3.39%，产品接近“零回撤”，远低于同类产品及债券类基金，适合多数客户。

三是高风险收益比产品——私银智合、鑫鼎利持盈产品。多种中短期限的PR3级理财产品，产品投资策略聚焦“固收+”策略，以优质固收类资产打底，适度投资权益类资产，攻守兼备、能涨抗跌，力争增厚产品收益水平。持盈产品以最低持有期为特色，每个工作日开放申购，产品过最低持有期后每个工作日可赎回，为客户提供最好的流动性选择。我部推荐20GS2824、20GS5891、20GS2822、20GS2858、20GS2823、20GS5894六只产品（详见下表），期限覆盖30-365天，投资风格稳健，历史业绩良好、回撤较低，适合C3风险等级以上客户。

高风险收益比持盈开放式产品

最短持有期（天）	产品代码	产品系列	产品类别	风险评级	开放日	业绩比较基准	成立以来年化收益率	信批日期
30	20GS2824	鑫鼎利	固定收益类	PR3	每个证券工作日的09:00至17:00	中债-高信用等级中期票据全价（1-3年）指数年化收益率（万得代码:CBA03423）+1.50%	3.12%	2021/2/26
90	20GS2822	鑫鼎利	固定收益类	PR3	每个证券工作日的09:00至17:00	中债-高信用等级中期票据全价（1-3年）指数年化收益率（万得代码:CBA03423）+1.60%	3.65%	2021/2/26
90	20GS5891	智合	固定收益类	PR3	每个证券工作日的09:00至17:00	中债-高信用等级中期票据全价（1-3年）指数（万得代码:CBA03423）年化收益率*60%+1.60%	3.33%	2021/2/26
180	20GS2858	鑫鼎利	固定收益类	PR3	每个证券工作日的09:00至17:00	中债-高信用等级中期票据全价（1-3年）指数（万得代码:CBA03423）+1.70%	3.78%	2021/2/26
270	20GS2823	鑫鼎利	固定收益类	PR3	每个证券工作日的09:00至17:00	中债-高信用等级中期票据全价（1-3年）指数+1.80%	4.33%	2021/2/26
365	20GS5894	智合	固定收益类	PR3	每个证券工作日的09:00至17:00	中债-高信用等级中期票据全价（1-3年）指数（万得代码:CBA03423）年化收益率*60%+2.50%	4.40%	2021/2/26

潮平两岸阔，风正一帆悬

——2021 年第一季度大类资产配置回顾与展望

文 / 中国工商银行私人银行部投资顾问团队

科技创新、产业自主、扩大内需、收入增长与收入分配、碳中和与绿色发展等几大领域，以及强化反垄断和防止资本无序扩张等政策操作如何落地成为本次两会的关注重点

新冠疫情的影响贯穿2020年资本市场，超常规财政政策和货币政策支持，叠加经济增长缓慢复苏，主导了全球大类资产表现。中国率先走出疫情阴霾率先复工复产，步入复苏阶段，同时宽松刺激政策开始发力，A股利率步入修复阶段；而随着超量流动性注入，美元荒消退，避险资产在情绪带动下迅速回暖。去年下半年，美国大选、英国脱欧引发全球地缘政治愈发不明朗，中美之间在科技、金融、媒体等领域的摩擦不断加码，而疫情二次冲击下的全球复苏节奏差异显著，多因素共振下的全球大类资产表现分化但多数波动加剧。进入“十四五”元年，国内经济的好转和海外疫情与政策风险交织，新冠疫苗接种步伐加快以及美国有望短期内退出新一轮刺激政策的利好因素催生了全球经济反弹的新一轮乐观预期，而如何通过资产配置从容应对，就让工商银行私人银行部与大家一同战略再配置。

一、全球市场表现回顾

（一）疫苗接种加速推动疫情回落，经济活动缓慢复苏成为一季度主要线索

在疫苗加持下全球疫情明显回落，较为明显的为美国从每日新增的25万人峰值在2月大幅回落至7万人，英德日等发达国家疫情同样呈回落态势。在此背景下，高频经济活动指标显示出全球交通与餐饮出现恢复迹象，经济活动摆脱疫情冲击的可能性正在增加，但疫苗推广对经济活动的实质性提振作用短期内尚未完全体现，有待未来进一步观察。

（二）经济恢复趋缓提升刺激政策预期，通胀预期快速攀升

美国2月密歇根大学消费者信心指数初值76.2，消费增速高位回落且创6个月新低，这无疑与非农就业恢复大幅放缓相关，同时

政府补贴效应也在退坡，提升了新一轮刺激政策的预期。当前美国参众两院已经通过协调程序，这意味着拜登的1.9万亿美元财政刺激计划仅需要获得国会的简单多数即可通过。在此背景下，近期美国通胀预期快速攀升，10年期盈亏平衡通胀率已升至2.2%，推动美国10年期国债收益率一度升破1.50%。

（三）“就地过年”实施效果正面，春节期间消费进一步修复

在“就地过年”政策下，国内尤其东部地区春节期间的消费都出现了明显的增长，超出先前市场对于消费普遍的负面预期；但消费板块仍成为A股节后高开低走的主要拖累，而究其原因，资金面“机构抱团”松动远比基本面影响权重更大。此外，市场即将进入两会前瞻期，预计“提振消费内需，改善收入增长及收入分配”仍会延续成为关键领域。

二、宏观经济及政策展望

（一）资本市场深化改革持续推进，或放宽境内个人投资限制

2020年下半年以来，随着我国经济的稳步复苏，出口形势总体向好，经常项下货物贸易顺差不断扩大，企业结汇需求旺盛，服务贸易逆差则显著改善。同时，美联储量化宽松政策的进一步加大、全球美元流动性的充裕，叠加人民币兑美元汇率预期偏强和我国资产价格收益率的相对优势，也吸引了

国际资金大量流入，使得我国银行体系外币资金较为富余。在此背景下，国家外汇管理局资本项目管理司司长叶海生发文表示将研究有序放宽个人资本项下业务限制、推进境内金融衍生品市场对外开放、推动证券公司外汇业务试点等事项，是在我国国际收支趋于改善、外币资金供给较为充足的背景下，旨在进一步拓宽外币资金运用渠道，对于丰富居民在海外的资产配置，改善外汇市场供求失衡状况，对稳定人民币汇率预期、推进资本项下金融对外开放均具有现实意义。

若允许境内个人在年度5万美元便利化额度内开展证券、保险投资，其影响将体现在三个方面。一是推动“藏汇于民”，激发居民购汇需求，将汇率风险的承担主体由银行转至居民，由居民来分享汇率波动所带来的收益和风险。二是利好高净值客户群体，主要由于高净值人群海外投资风险偏好较高，政策放松对这部分客群形成利好，但同时也需注意政策并未增加个人5万美元的额度限制，政策放松所带来的对外投资增长仍有待观察。三是需警惕汇率预期反转所带来的负面效应，目前若以M2/外汇储备来衡量外汇配置比例，我国居民的外汇资产财富保有量仍较低，若后续人民币汇率升值预期反转，政策放松可能会重演过去“811”汇改所导致的资本外逃。此外，本次发文也配合了人民银行做好粤港澳大湾区“理财通”试点，满足粤港澳大湾区居民投资理财需求，

进一步带动大湾区整体的金融发展。

（二）从政府工作报告前瞻两会，关注政策有序倾斜

政府工作报告及各部委表态是历年两会关注的重点。结合中央经济工作会议及近期各部委的工作安排，科技创新、产业自主、扩大内需、收入增长与收入分配、碳中和与绿色发展等几大领域，以及强化反垄断和防止资本无序扩张等政策操作如何落地成为本次两会的关注重点。值得关注的，在去年因疫情不确定性未设立量化增长目标后，今年增长目标数字重返两会舞台，预期目标设定为6%以上。此前，中国31个省级行政区发布的2021年的增长率目标都在6%左右，约四分之一省区目标是8%或更高，“6%以上”的官方提法可以说非常保守了。

（三）春日渐进，但新基金发行市场已在悄然“降温”

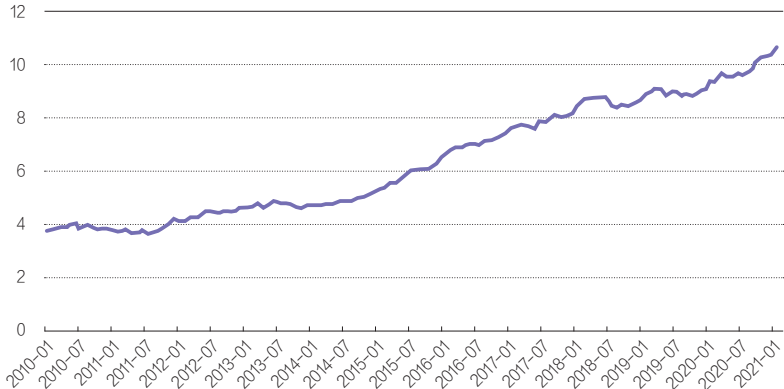
与年初时的火爆景象相比，1月底以来的基金发行市场出现明显的降温迹象。这主要反映在，一日售罄的基金数量有所减少，且多只基金最终成立规模与募集规模上限有较大差距。例如汇添富价值成长均衡投资2月3日发布公告称，将提前结束募集，募集规模上限为80亿元，该基金最终成立规模为44.12亿元。

从长期来看，在刚兑打破、利率下行背景下，零售资金将是公募业务未来最重要的新增资金来源，市场预计到2025年零售业务将为公募基金创造约16万亿元的增量资金规模；而以银行和保险为主的金融客户仍将是公募基金重要的机构客户，市场预计到2025年，包含金融机构和养老金在内的机构客户将会为中国公募基金市场带来约12万亿元的增量资金。

三、后疫情时代下的均衡配置

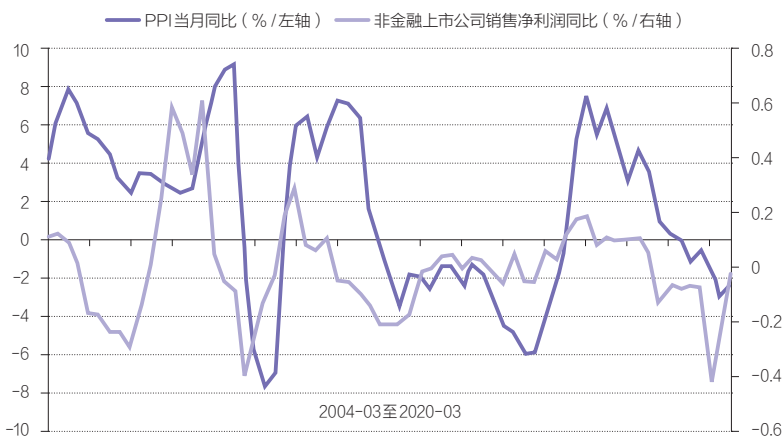
权益资产: A股市场在春节前后的几个

图1: 我国M2/外汇储备不断提升



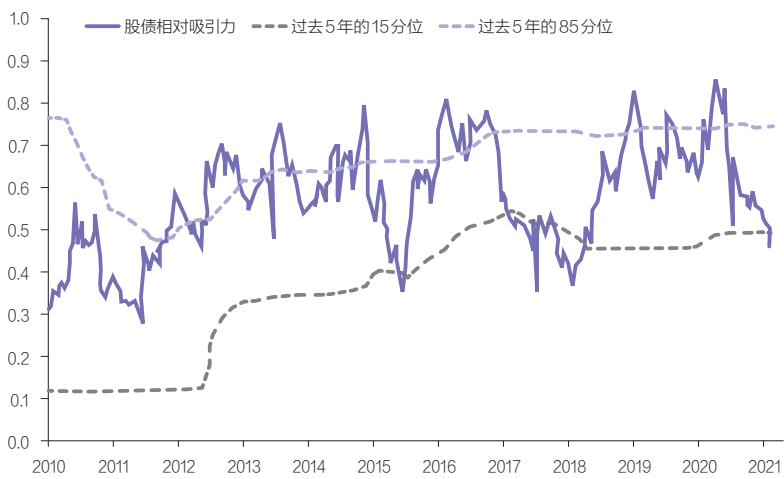
资料来源: Wind, 银保监会 制图: 张玲

图2: 全A非金融净利率与PPI趋势较为一致



资料来源: Wind

图3: 股债相对吸引力处低位凸显债券配置价值



资料来源: Wind

表1: 发展粤港澳大湾区保险产品的相关文件

时间	文件	主要内容
2019.02	《粤港澳大湾区发展规划纲要》	支持开发创新型跨境机动车保险和跨境医疗保险产品，为跨境保险客户提供便利化承保、理赔等服务
2020.11	《中国银保监会办公厅关于推进粤港澳大湾区人身保险产品有关工作的通知》	推进粤港澳大湾区创新型跨境医疗保险产品、2020 版定义粤港澳大湾区专属重疾险产品等大湾区人身保险产品
2021.02	《关于在粤港澳大湾区开展“跨境理财通”业务试点的谅解备忘录》	加强“跨境理财通”业务试点监管合作、深化粤港澳金融合作

制表: 张玲

图4：美国实际利率反弹主导近期黄金弱势

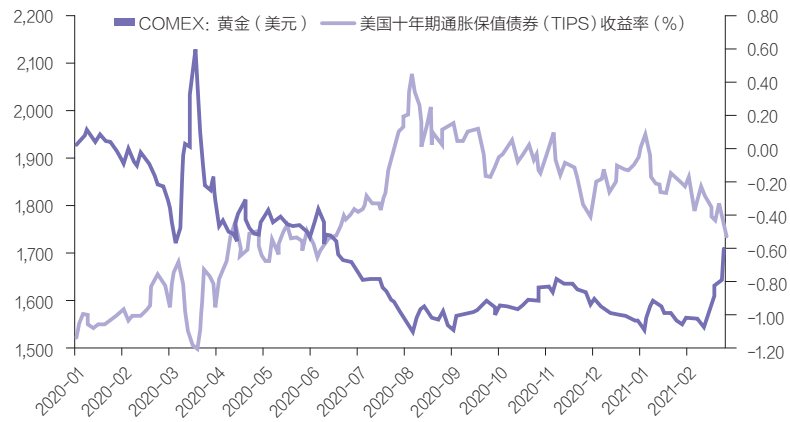
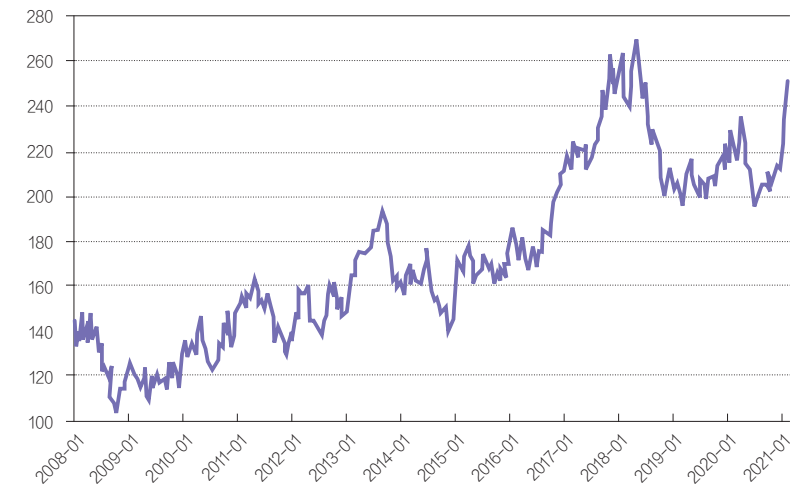


图5：WTI原油期货总持仓量不断上升（万张）



交易日风格变化剧烈，核心原因是春节期间累积的海外疫情退潮和全球复苏预期，包括在春节近1周的时间内海外新增确诊急速回落，油价、铜价大涨，市场在节后迅速拉高有色等周期股，而估值过高致使抱团股一度呈现踩踏走势。往后看，由于美联储的货币政策基调尚未变化，在流动性充裕和海外需求继续复苏的双重带动下，全球定价的商品如原油、铜等价格上行压力较大，后续PPI有望持续上行，这将为权益市场周期板块带来较为有利的宏观环境。

固收资产：一季度以来债券市场整体交投情绪疲弱，受央行公开市场资金投放力度

始终低于预期，春节期间海外权益大宗大涨引发输入性通胀预期、以及发达国家国债收益率普遍反弹等逻辑的影响，风险偏好快速上行，给国内债券市场带来明显调整。但本次由美债主导的再通胀交易并不完全由需求恢复所主导，实质更与海外工业品原材料供给层面恢复程度较慢有关，整体内涵实则与国内供给侧结构性改革逻辑较为类似，资产价格通胀“预期”目前并没有向政策制定层面有实质性传导，近期央行相关表态也是佐证，所以收益率曲线上移所带来的是配置和交易价值的再现。

贵金属资产：今年以来金价弱势开局，春节过后更是明显下滑。就归因来看，尽管美联储维持宽松政策给予金价一定支撑，但伴随疫苗的加速接种与疫情的显著好转，以及美国1.9万亿美元刺激政策推出在即，市场对未来经济复苏的乐观预期以及未来通胀的预期显著升温，通货再膨胀交易导致美债收益率大幅攀升，金价因此显著承压回落。目前来看，市场更多在对未来通胀的担忧以及对美联储缩减购债规模的前瞻，美债收益率或将震荡上行走势，从而对金价产生不小的压力。

能源资产：今年以来原油价格大幅上涨主要受到供需两端利好推动，一方面在供应端，美国得州超预期的寒潮对能源行业造成重创，导致美国原油产量大幅下降，叠加OPEC+增产幅度不大，为油价提供上行动力；另一方面在需求端，伴随疫苗接种加速，全球新增病例显著下降，经济活动与原油需求逐步恢复，叠加美国1.9万亿美元刺激计划的政策预期进一步提升经济复苏与需求恢复预期，亦支撑油价。就后市而言，能源商品需求有望逐步回到疫前水平，而供给端回升节奏可能有所滞后，供需紧平衡状态大概率得到延续，油价或在震荡行情中保持偏强势。



A股港股同跌，牛市要结束了吗？

文 / 吴海珊

每一年股市都会有一到两次的大调整，现在所处的窗口就是今年的大调整之一

进入2021年，A股和港股同时出现了较大幅度下跌，截至3月8日，A股已经回吐了2021年的全部涨幅。尤其是在2020年出现较大涨幅的抱团股和科技股，平均下跌幅度超过20%。

股市的下跌造成了权益类基金的大幅度的下滑，甚至有基金在最近十多个交易日下

跌超过20%，导致部分基民止损赎回，基金经理不得不卖出股票，进一步对股市造成压力，形成所谓踩踏。

刚刚开始不久的牛市是否就要结束了？

影响股市最大的因素是资金。只要市场有足够的资金，股市就会出现增长。股市是否会下跌的实质问题是，市场是否会出现流

动性短缺。这一波的股市下跌，部分来自于过去一年的获利回吐，但更多的是担心市场流动性出现短缺。最有影响力的事件就是最近美国10年期国债收益率的上升，导致市场担心使用贴现率进行估值的科技股的价值会因此受到影响。

根据以往经验，短缺的开始往往始于美联储加息。美联储的加息会导致新兴市场资金的流出，带来股价的下跌。当前，虽然中美市场对货币政策紧缩的担忧情绪都在上升，但两国央行尚未有实质性动作，而且美国还刚刚通过了1.9万亿美元的刺激方案。

因此，当前的牛市格局并没有结束，只是市场一个短期调整。尽管抱团股和科技股出现了比较大的回调，但是周期股和低估值股在这一波下跌中，却显示出不错的走势，获得了投资者的青睐。

A 港股同震

截至3月8日收盘，上证指数和深证成指已经回吐了2021年以来的全部跌幅，分别从高点回撤了8.3%和14.9%，创业板则从高点下跌了21.5%。

在这一波下跌中，跌幅最大的正是2020年上涨最好的抱团股，尤其是白酒、医疗、科技行业。

抱团股一般指机构集中买入的股票，2020年抱团股都出现了较大的涨幅，甚至翻倍。

股市的下跌，尤其是抱团股的下跌，导致权益类基金出现了大幅下跌。有数据显示，春节以后已经有基金净值下跌了近30%。基金净值的回撤可能会导致部分基民赎回资金，基金经理不得不继续卖出其所持有的股票，进一步打压股价。其实就在不久前，中国公募基金还是推动股价上涨的动力。鉴于2020年的良好业绩，2021年初，公募基金突破18万亿大关。如今却成为这一波下跌中最让人

担心的因素。

不过在这一波的下跌中，金融、地产、保险等周期股显示出了强烈的抗跌性，“碳中和”概念股则是近期A股赢家。

跟A股同步，港股最近也出现下跌。不过，港股跌幅最大的是恒生科技指数，自高点下跌近27%。曾经作为港股明星的科技公司，包括腾讯控股（HK0700）、小米集团（HK1810）、比亚迪股份（HK1211）、美团-W（HK3690）等都出现了比较大的跌幅。不过，港股的低估值、高股息的银行、地产板块则成为资金青睐的对象，地产股出现了罕见大涨。

相比于A股抱团股难以理解的突然瓦解，港股的下跌显得更容易理解。

最先触发下跌的导火索是，2月24日，香港特区政府突然表示，计划将股票印花税税率上调30%，由当前买卖双方按交易金额各付0.1%，提高至0.13%。之后，香港财政司司长进一步表示，不排除进一步增加印花税的可能。也是当天，资金大量流出港股。以沪深港通为例，当天净流出达到近200亿元。截至发稿，2021年南向资金（通过港股通流向香港）只有五天是净流出的，分别是2月24日、26日，3月4日、8日和9日，其中2月24日流出最多，其次是3月8日共流出131.8亿元。

接着，3月2日中国银保监会主席郭树清在讲话中警示，欧美发达国家的金融市场和实体经济背道而驰，要注意国外金融市场的泡沫。这一讲话再次引发了市场对于高估值公司的担忧。

美国实际利率的上升，则是造成投资者心理恐慌的一个重要因素。美国时间2月25日，代表名义利率的10年期美国国债收益率从1.4%以下升到1.52%，盘中更是一度升至1.614%，创下2020年2月14日以来最高水平。收益率的上升正是由通胀预期与美债

实际利率上涨合力推动的，意味着流动性宽松程度下降。另外从估值角度看，实际利率的上升会直接影响到成长型公司估值的贴现率，也正因如此，科技公司在这一波的跌幅中较大。

美联储主席鲍威尔3月4日的讲话未能向投资者保证央行将继续抑制债券收益率和通货膨胀预期，10年期美国国债收益率再次突破1.5%。股市出现进一步抛售。

货币政策恢复正常的节奏，未来将继续牵动着股市的神经。

抱团股还在吗？

3月8日，A股高开低走，尾盘加速暴跌，抱团股再次遭到抛售，多只白酒公司被砸到跌停。

在经过较大的调整之后，抱团股的投资者是该割肉还是进入了一个买入机遇？

瑞银中国首席策略师刘鸣镝倾向于后者，她表示：“大多数抱团股之所以变成抱团股，是因为它们业绩好，尽管当前有一些机构在调仓位，但在目前的经济状况下，只要抱团股业绩继续向好还会有投资人愿意进场的。那些有业绩的抱团股还是会受到追捧。”

市场上跟她一样，对抱团股、尤其是白酒公司看好的机构不在少数。白酒公司一直被市场看重是优质资产，尤其是高端白酒公司，它们市场占有率高，毛利率能达到70%以上，而且业绩确定性强。

中金公司发布研报称，经过近期调整，中国白酒高端龙头和次高端多数公司的估值已回落，结合行业增速及未来3-5年的确定性成长趋势，白酒板块已进入价值布局区间，下跌空间有限。

春节前后，贵州茅台、五粮液、泸州老窖等公司的市盈率已经超过60倍，山西汾酒达到了100倍，但经过这一轮调整，当前白酒高端龙头市盈率已经回落到40多倍，次高

端的多数公司市盈率已经回落至30多倍。

中金公司认为，调整之后，多数重点公司相对于2021年的合理价格，还有20%的上行空间。

也有机构没有这么乐观，认为白酒板块估值扩张已经不具备可持续性，赚取业绩成长的收益空间已经逐步清晰，从长线资金收益来看，按40-45倍市盈率中枢估值，未来3-5年，优质白酒公司的复合收益率在10%以上。

现在对于抱团股来说，最担心的是，公募产品是否会出现赎回潮。如上所述，赎回潮会导致股票进一步下跌。

公募产品收益率中位数已从春节前的高点10.7%回落至0.0%，其前100大重仓股的收益率也从18.3%回落至-1.6%。

中信证券认为，公募产品出现赎回潮的可能性很低。因为渠道调研显示，存量产品并没有发生明显的赎回潮。在市场快速下行阶段，投资者往往不会立刻止损退场，而是保持观望，等待市场止跌回升、产品净值修复到一定程度时，才会逐渐启动赎回。另外，之前大量公募产品新发，机构端待配置资金规模依然庞大，只不过短期市场调整影响了其配置节奏，后续流入节奏会更平稳。

相比于白酒公司，科技公司的估值就高很多了。以比较热门的宁德时代和比亚迪来说，市盈率最高达到200倍。有数据显示，恒生科技指数32只成分股的整体动态估值为60多倍，其中不乏一些还在亏损中的公司。

刘鸣镝表示，她在做研究的时候发现具备三种特征的公司往往会获得估值溢价——品牌、创新、平台，而互联网公司基本都占到了。她认为，尽管这些公司当前的估值看上去比较高，但是并不能说明，投资者会完全抛弃它们，未来业绩将是一个最重要的参考因素。

牛市终结了吗？

抱团股和科技股引领下的下跌，让投资者担忧，是否刚开始不久的牛市要就此终结。

回答这个问题有两个因素非常重要，一个是主要央行货币政策，一个是企业盈利情况。

3月4日，美联储主席鲍威尔表示，美联储要实现政策目标还有“很长一段路要走”，但是并没有表示会立刻采取措施应对近期国债收益率上升的问题，只是说“值得注意”，单一看待某个收益率或者价格水平是不合适的，美联储正在关注整个金融市场的情况。鲍威尔还称，经济重启可能“对价格造成一定上行压力”，但他重申，美联储在改变政策之前将保持“耐心”。

换句话说，美联储处于观望的状态，并没有确定下一步措施。富国银行的分析师认为，如果10年期美国国债在几周内升至1.75%的话，美联储可能会改变态度。

于此同时，美国已经通过1.9万亿美元的新一轮刺激计划。2020年，美国出台了多轮经济刺激方案，向个人、小企业、机构、地方政府直接发放美元。而这些对去年美国股市和房地产市场形成了刺激。这一次也不例外。

所以判定美国货币政策转向为时过早。瑞银的美国首席经济学家认为，在9月份的美联储会议上，美联储会缩减量化宽松政策，但是不会调整利率，直到2022年底以前都会维持在零。

中国对于货币政策的目标是，保持“灵活精准、合理适度”的基调。瑞银预测在第二季度到年中，利率不会出现什么变化，9-10月份可能会通过逆回购和MLF中期借贷利率上调5个基点。

鉴于此，刘鸣镝认为，中国公司业绩应该是第二季度最好，龙头公司的估值顶点在秋天。

比起货币政策的转向，未来企业盈利将

对公司估值起到更重要的作用。

刘鸣镝表示，每一年股市都会有一到两次的大调整，现在所处的窗口就是今年的大调整之一。尽管股价有回调，但是这些企业经营状况是良性的，“我觉得这是一个买入机会。”

她认为，沪深300将达到6100点。截至3月10日收盘，该指数为5110点，这意味着将有16%的增长；她对恒生指数的预期是36000点，有近24%的增长空间。

但随着板块轮换，如何选择投资标的仍是个问题。

中信证券建议，月度维度可适当增仓大金融中的地产、保险等低估高性价比防御板块；并延续对化工、有色等强景气度顺周期板块的配置；同时短期重点关注“碳中和”主题下受益最明显的钢铁。

碳中和是A股最近最热门的主题了。这跟最近的政府工作报告中多次提到了碳中和、核电有关。中国的目标是到2030年实现碳达峰，到2060年实现碳中和。

在周期股的选择上，刘鸣镝提出，要分清周期股的性质。一种周期股是成熟的周期股，行业存量没有特别大的变化，但是由于通胀预期、供求短期有一些波动，很快就会到达估值的“天花板”，石油、港口就是这类公司；另一类属于在2020年估值较低，成长性较好的，如化工、材料等标的公司；还有一类是过去一年无法进行海外扩张的公司。她认为，最好的周期股是本身产品线增长比较强，市场集中度高，在内地和海外都具备不错的市占率，业绩增长可持续的时间段长的。

中金公司建议投资者布局受益于强劲出口、消费和服务复苏的行业标的，以及存在旺盛需求的部分周期性板块。

（编辑：康娟）

