

ESTABLISHED 1922

NEW YORK INSTITUTE OF FINANCE

纽金中国

where
Wall Street
goes to school™

财经观察周报

NYIF China Finance Review Weekly

第 324 期 2024.03.25-2024.03.31

纽金美国: www.nyif.com

纽金中国: www.nyif.com.cn

纽金中国学习平台: learning.nyif.com.cn

中国	中国经济复苏步伐加快，刺激措施开始显效.....	11
	资本市场的强监管严监管大幕已经拉开.....	13
全球	美银深度报告：未来空中交通离我们不远了吗？.....	19

本周关注

美国消费者信心的“真相”

来源：东吴证券陶川团队

昨晚公布的美国耐用品订单数据超预期，但实际上美国谘商会消费者信心指数继续指向疲软。基于此，东吴证券认为美联储最早将在今年 Q2 末开启，最晚在三季度开始进行政策转向，降息 3 次的大方向不会改变。

昨晚市场被耐用品订单的超预期“点燃”，却或多或少忽视了一个“微言大义”的指标——谘商会消费者信心指数。毕竟消费才是美国经济的“压舱石”。昨晚该指标的读数似乎透露了一个“矛盾”的信号：**谘商会消费者信心指数继续指向疲软**；但密歇根消费者信心以及当前的零售销售情况整体并不差。那么**“谁是谁非”**？我们觉得站在未来一至两个季度的维度上，**前者透露的信号可能更有信号意义**，这也意味着当前美国“no landing”+美联储“嘴硬”的预期组合很可能是站不住脚的。



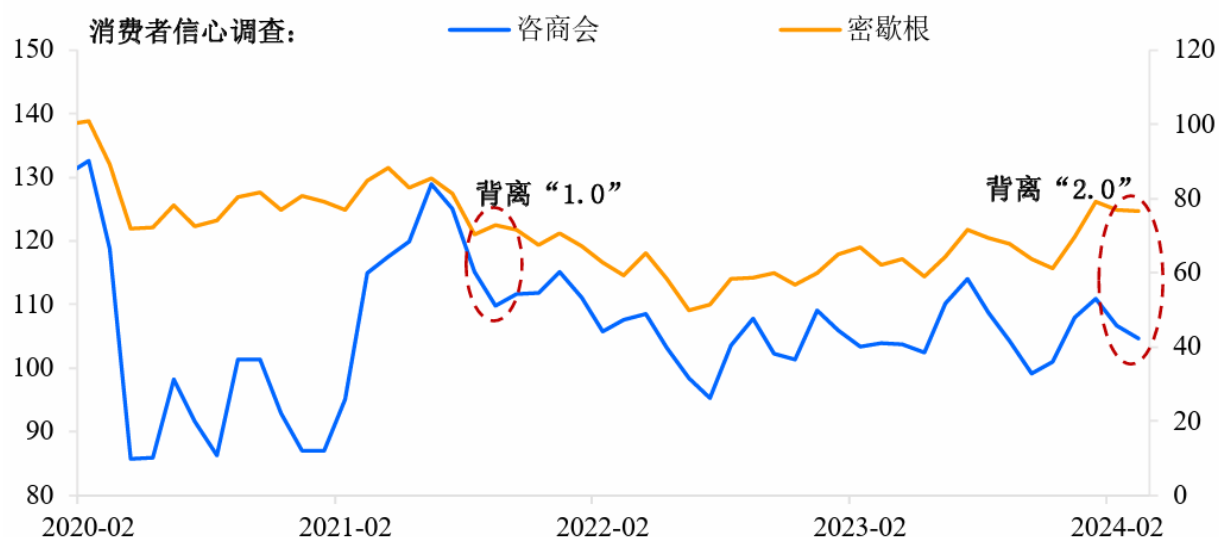
点击访问

纽金中国课程商店

courselist.nyif.com.cn



图1: 谘商会和密歇根调查释放出的消费者信心信号矛盾



数据来源: Conference Board, 密歇根大学, 东吴证券研究所

消费者情绪通常被看作美国经济的晴雨表, 上次出现背离还是在 2021 年底和 2022 年初, 彼时谘商会消费者信心明显比密歇根调查来的乐观。紧随其后的是, 消费的韧性对美国经济的支撑可谓是“稳稳的幸福”, 这也成为了美联储史诗级加息 525bp 底气的来源。

因此在上述矛盾的背后, 我们认为有三个问题值得探讨: 一是两者缘何一上一下? 二是哪个更能映射实际的消费状况? 三是未来降息怎么变?

首先, 究竟是什么造成了两者的背离? 从调查问卷来看, 我们不难发现, 两个指数反映的侧重点就存在明显不同: 谘商会调查中 60% 的问题与就业状况挂钩, 而密歇根的调查问卷则是设置了更多通胀相关的内容 (图 2)。

图2：密歇根消费者信心调查与谘商会消费者信心调查对比

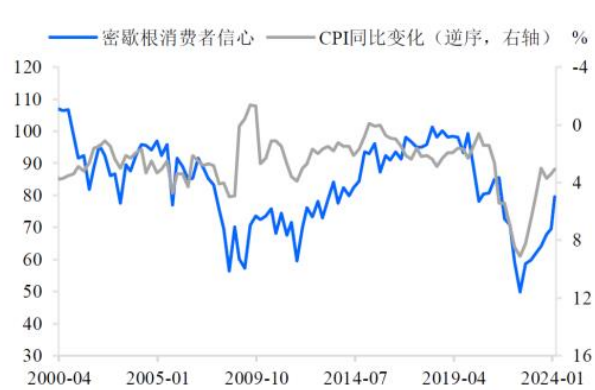
	密歇根消费者信心	咨商会消费者信心
来源	密歇根大学	世界大企业联合会
统计范围	500户家庭	5000户家庭
对未来预期最长时间期限	5年	6个月
更侧重于	通胀及收入预期	就业状况
调查问卷的问题	您认为在未来五年内，您（家庭）的收入增长超过通胀的几率有多大？	当前的商业状况：好、坏、正常？
	在未来12个月内，您认为物价会普遍上涨？还是下降，还是保持现在的水平？	目前的就业状况：工作机会多，不太多，还是很少？
	您认为未来五年汽油价格会上涨吗？	对未来6个月的商业状况的预期：更好，更差，还是不变？
	您认为在未来12个月内，您所在社区内与您类似的房屋价格会发生什么变化：是会快速上涨？适度增长、保持不变、适度下降还是快速下降	对6个月后就业状况（雇用那个条件）的预期：工作增加，减少，还是不变？
	您认为现在是购买大型家居用品的好时机还是坏时机？	对6个月后家庭总收入的预期：增加，减少，还是不变？

注：密歇根消费者信心调查问卷总共15页，上述表格中截取部分问题；谘商会调查消费者信心调查问卷共5个问题

数据来源：Conference Board，密歇根大学，东吴证券研究所

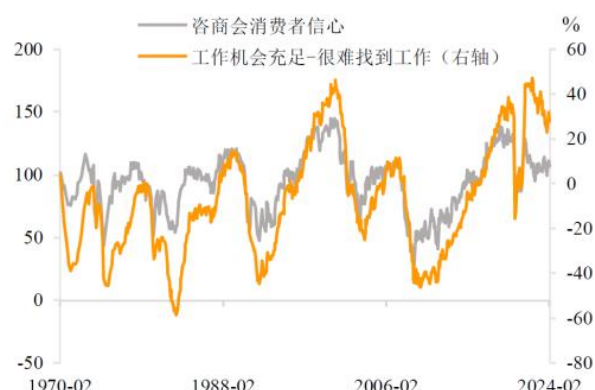
因此，密歇根指数对价格的变动反映可能更加迅速，而谘商会指数则对劳动力市场更为敏感（图3-4）。

图3：密歇根消费者信心与通胀强负相关



数据来源：密歇根大学，东吴证券研究所

图4：谘商会消费者信心状况与就业市场相关性高

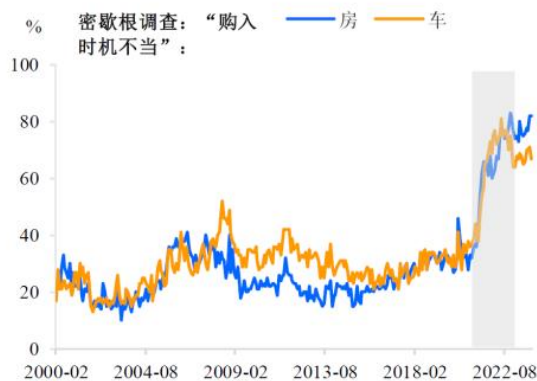


数据来源：Conference Board，东吴证券研究所

从历史经验来看，疫后背离“1.0”：通胀上与就业热，谘商会的信心显著高于密歇根：2021年底至2022年初，密歇根和谘商会消费者信心释放相反的信号。彼时宏观经济环境也呈现明显特征：通胀持续飙升，一路上涨至9%的顶峰；而因为疫后就业供需结构的变化，美国劳动力市场十分的火热。

从调查细项中看，这一点也得到验证。通胀使得消费者心态发生了变化，密歇根信心指数回落：无论是对于车还是房，消费者因为价格“不友好”美国居民都不想为高价而买单，因此信心受到了一定的打击（图 5-6）。而因为就业火热，谘商会消费者信心的读数却明显上涨（图 7-8）。

图5：2022 年消费者不认为是买房、车的好时机



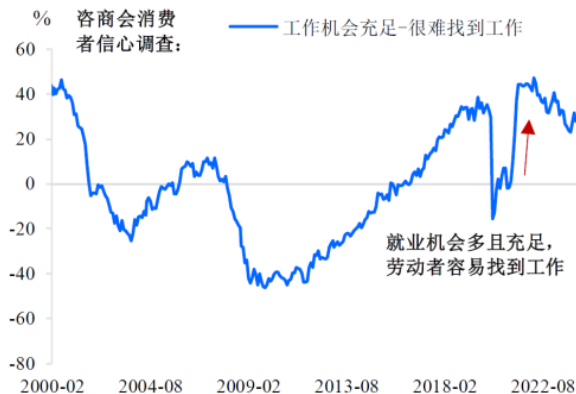
数据来源：密歇根大学，东吴证券研究所

图6：消费者因为价格“不友好”，消费信心下降



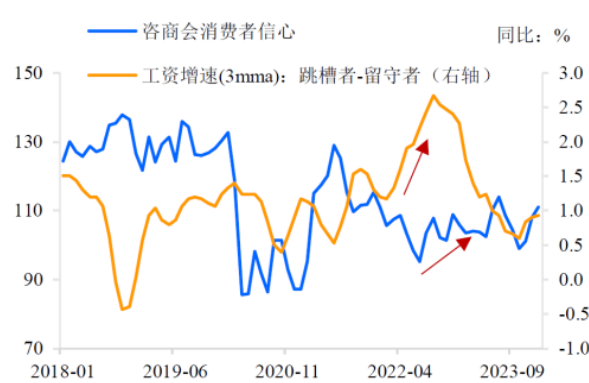
数据来源：密歇根大学，东吴证券研究所

图7：2022 年就业市场火热，就业机会多，工作好找



数据来源：Conference Board，东吴证券研究所

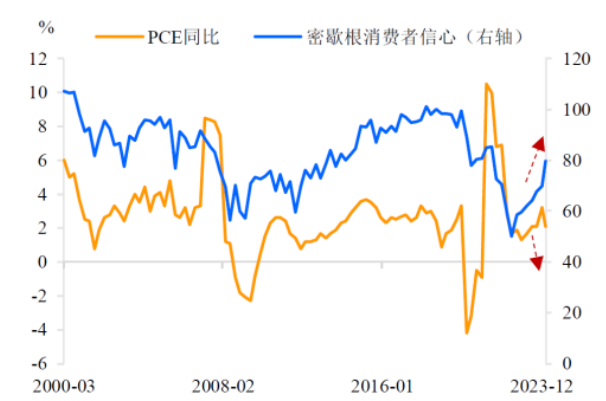
图8：跳槽后工资多，消费者对劳动力市场预期强



数据来源：Conference Board，东吴证券研究所

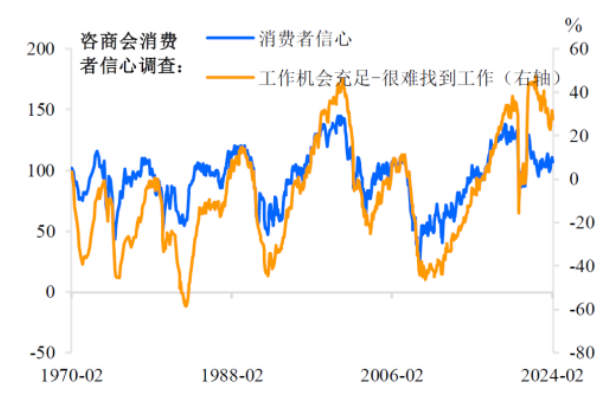
怎么看疫后背离“2.0”？通胀下+就业缓=密歇根比谘商会调查更乐观。调查显示自 2022 年以来，劳动力市场就业机会一直呈现下降趋势，导致了消费者对劳动力市场的看法逐步恶化，谘商会消费者信心指数下降；而密歇根消费者信心指数的提振则是源于当前通胀压力的逐步缓解以及通胀预期稳定锚定在较低水平（图 9-10）。

图9：通胀下行下密歇根消费者信心明显上升



数据来源：密歇根大学，东吴证券研究所

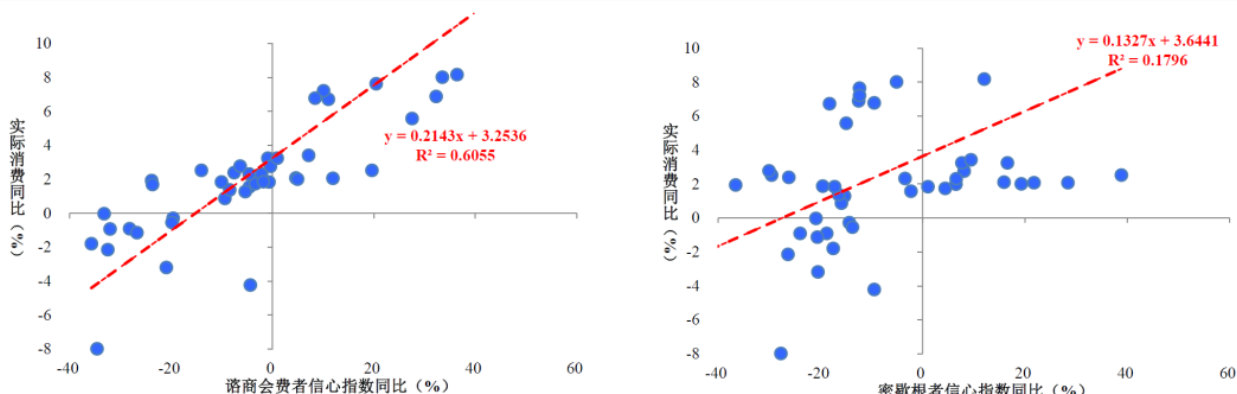
图10：就业机会减少导致谘商会消费者信心下降



数据来源：Conference Board，东吴证券研究所

其次，这次哪一个的“体感”更准？我们认为谘商会反映出的消费者信心，可能对美国消费的走势更具有指引性。因为从历史情况来看，谘商会指数不仅统计上与实际消费的拟合度更高，而且对实际消费预测的大方向更准确（图 11）。例如 2021 年中至 2023 年初，两者出现多次背离，而在出现分化的时候，随后的消费支出大多都证明了谘商会的正确“预感”。

图11：相比于密歇根消费者信心，谘商会消费者信心在大方向上更具有预测效果



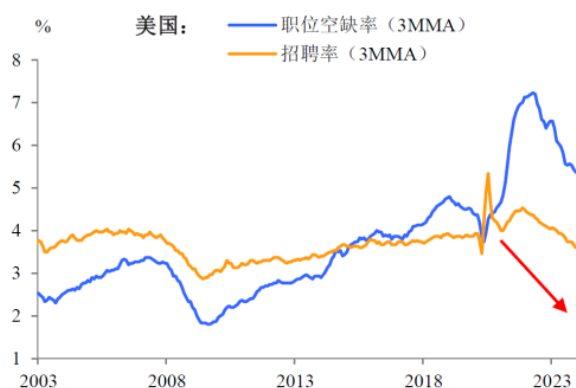
注：时间范围选取新冠疫情开始（2020 年 1 月）至 2024 年 1 月。

数据来源：Conference Board，密歇根大学，Bloomberg，CEIC，东吴证券研究所

从基本面来看，当前消费环境的恶化也一定程度上印证了谘商会消费者信心的走弱。相较于密歇根调查，谘商会消费者信心指向的经济和政策走向更为准确。具体来看：

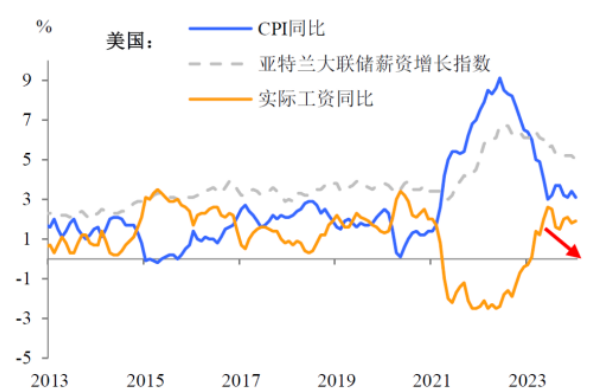
一是，就业市场逐步降温。多项指标指向当前美国劳动力市场持续降温：职位空缺数呈现不断下行趋势、招聘率也已经回到疫情前水平，火热的招聘需求显著收缩。劳动力市场供需的逐步平衡下居民薪资增速步入稳定下行轨道，消费者实际购买力也在通胀韧性下遭遇瓶颈。（图 12-13）

图12：劳动力市场明显降温



数据来源：Wind，东吴证券研究所

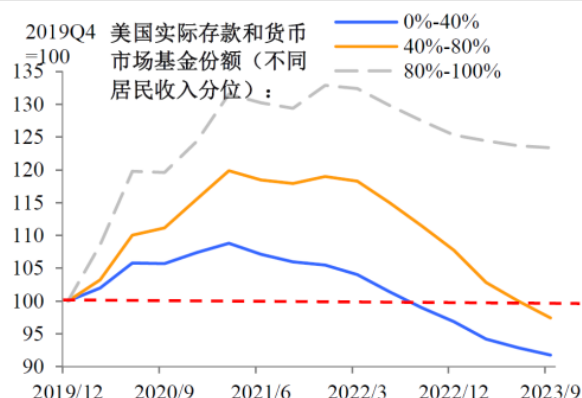
图13：劳动力供需平衡下工资增长受限



数据来源：Wind，东吴证券研究所

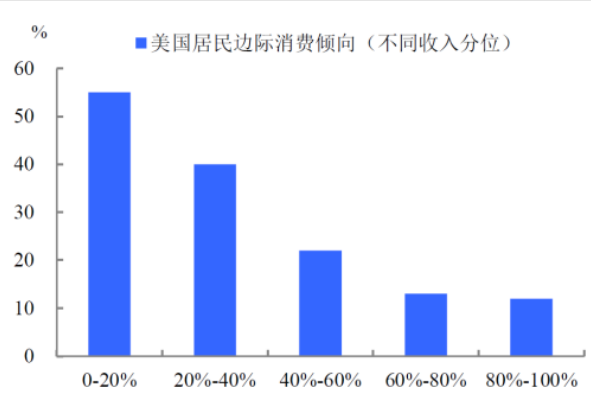
二是，低收入群体超额储蓄消耗完毕。截至2023年Q3疫情期间积累的超额储蓄基本消耗殆尽，尤其是边际消费倾向最高的中低收入群体。当前超额储蓄的唯一支撑在于80%以上收入分位的群体，但中低收入居民实际存款和货币市场基金份额已经回到疫情前水平，这也意味着整体消费的动能已经大幅减弱。（图14-15）

图14：中低收入群体超额储蓄消耗完毕



数据来源：US Distributional Financial Accounts, BEA, 东吴证券研究所

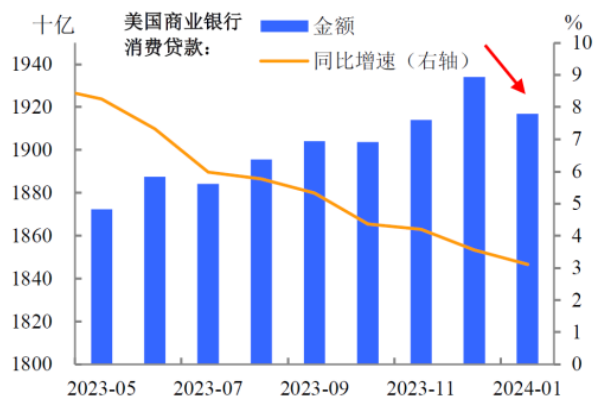
图15：中低收入群体边际消费倾向最高



数据来源：University of Pennsylvania，东吴证券研究所

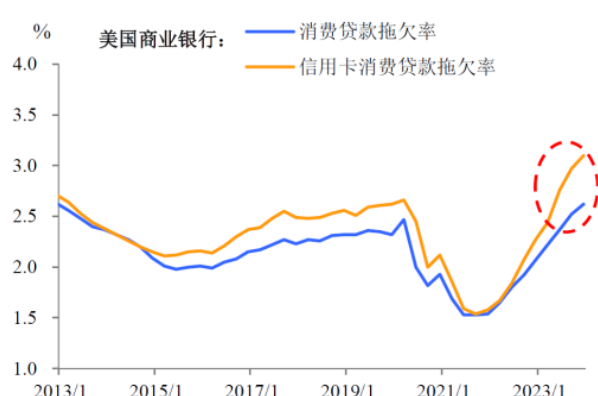
三是，高利率下银行消费信贷收紧。持续的高利率下美国银行“日子”并不好过，信贷条件整体偏紧，消费贷款增速持续下行，1月消费贷款规模更是出现大幅下降。与此同时，当前居民贷款违约情况也较为严峻，2023年末居民消费信贷拖欠率达到了近十年新高，居民偿债负担较大。随着2024年财政“兜底”的减弱，居民的付息压力将再上台阶，削弱消费能力（图16-17）。

图16: 商业银行消费贷款锐减



数据来源: CEIC, 东吴证券研究所

图17: 美国居民消费贷款拖欠率持续上升

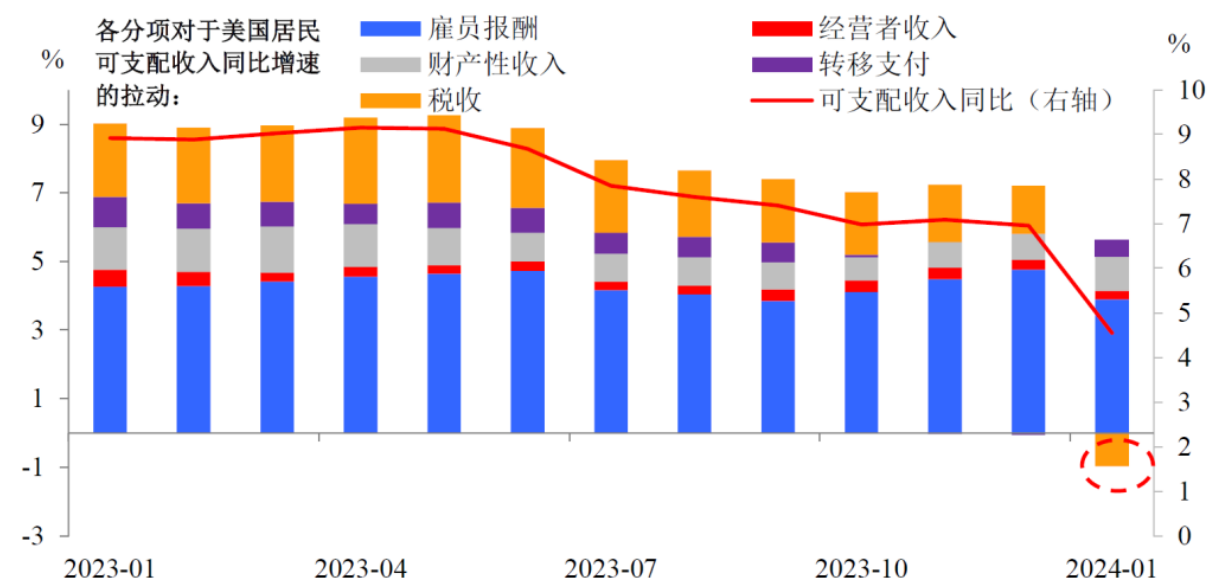


数据来源: CEIC, 东吴证券研究所

四是，政治环境的不稳定让美国消费者更加“纠结”。在收入、储蓄和信贷收紧的三重压力下，美国居民整体消费倾向转弱。叠加美国大选临近，经济环境存在更多变数。在两党分歧的持续演绎下，家庭居民的消费面临更多不确定性。

结合上述线索，信心低迷指向的消费退坡已经初具“雏形”。在前期持续低迷的消费意愿传导下，2024年美国消费恶化的趋势将愈发明显。高利率、财政脉冲放缓及美国大选的滞后影响将继续拖累消费和经济的表现。**1月居民可支配收入同比增速在个税起征点上调幅度收窄的拖累下已经开始出现明显下滑**（图18），随着收入能力的下降，美国实际消费也将受到制约。我们预计最迟在Q2消费会出现降温，拖累整体经济表现。

图18: 税收拖累下，美国居民可支配收入同比增速大幅下滑



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

这隐含了怎样的政策含义？**我们认为未来消费状况是站在“至少降息 3 次”一边的。**虽然今年以来就业及通胀频频超预期，市场对下半年是否还降 3 次存在较大的不确定性。但我们认为谘商会消费信心的低迷正持续释放着消费走弱和劳动力市场降温的信号。随着后续消费、就业逐渐疲软，通胀很可能在二季度后回归稳定下行趋势。**基于此，我们认为美联储最早将在今年 Q2 末开启，最晚在三季度开始进行政策转向，降息 3 次的大方向不会改变。**

中国上市银行（A 股）（人民币元）

	代码	银行	价格	每股收益	每股净资产	市盈率	市净率
1	000001	平安银行	10.52	2.39	20.74	4.39	0.51
2	002142	宁波银行	20.63	3.87	30.47	5.34	0.68
3	002807	江阴银行	3.70	0.43	5.93	6.47	0.62
4	002839	张家港行	3.97	0.64	6.53	4.62	0.61
5	002936	郑州银行	1.95	0.30	4.80	4.83	0.41
6	002948	青岛银行	3.23	0.61	6.71	5.30	0.48
7	002958	青农商行	2.70	0.55	5.94	3.69	0.45
8	002966	苏州银行	7.16	1.03	10.39	5.23	0.69
9	600000	浦发银行	7.13	1.25	24.69	5.70	0.29
10	600015	华夏银行	6.48	1.66	20.02	3.91	0.32
11	600016	民生银行	4.05	0.77	12.02	3.96	0.34
12	600036	招商银行	32.20	5.81	42.68	5.54	0.75
13	600908	无锡银行	5.14	0.76	8.24	5.05	0.62
14	600919	江苏银行	7.90	1.40	11.18	4.24	0.71
15	600926	杭州银行	11.11	2.43	18.77	4.58	0.59
16	600928	西安银行	3.39	0.43	6.84	5.93	0.50
17	601009	南京银行	8.96	1.48	13.05	4.55	0.69
18	601077	渝农商行	4.66	0.88	10.08	3.99	0.46
19	601128	常熟银行	7.14	1.20	8.99	5.96	0.79
20	601166	兴业银行	15.78	3.13	33.43	3.78	0.47
21	601169	北京银行	5.66	0.96	11.61	4.44	0.49
22	601187	厦门银行	5.22	1.01	11.32	5.18	0.46
23	601229	上海银行	6.72	1.59	16.79	4.23	0.40
24	601288	农业银行	4.23	0.59	6.67	5.35	0.63
25	601328	交通银行	6.34	0.93	11.94	5.11	0.53
26	601398	工商银行	5.28	0.75	9.26	5.25	0.57
27	601528	瑞丰银行	4.96	0.64	8.18	5.80	0.61
28	601577	长沙银行	7.75	1.86	16.44	4.18	0.47
29	601658	邮储银行	4.75	0.76	7.80	4.67	0.61
30	601665	齐鲁银行	4.29	0.88	8.59	4.90	0.50
31	601818	光大银行	3.12	0.64	7.50	3.67	0.42
32	601825	沪农商行	6.77	1.08	11.40	4.71	0.59
33	601838	成都银行	13.60	2.14	16.09	4.77	0.85
34	601860	紫金银行	2.55	0.37	4.87	5.19	0.52
35	601916	浙商银行	2.99	0.46	5.77	4.83	0.52
36	601939	建设银行	6.87	1.02	11.50	5.04	0.60
37	601963	重庆银行	7.36	1.23	13.71	4.49	0.54
38	601988	中国银行	4.40	0.59	7.36	5.56	0.60
39	601997	贵阳银行	5.39	1.17	15.05	3.47	0.36
40	601998	中信银行	6.24	1.37	12.24	4.56	0.51
41	603323	苏农银行	4.51	0.80	8.47	4.21	0.53
		平均				4.80	0.54

中国上市银行（H 股）（港币元）

	代码	银行	价格	每股收益	每股净资产	市盈率	市净率
1	00416	锦州银行	—	0.10	4.92	14.28	0.28
2	00939	建设银行	4.72	1.47	12.54	3.22	0.38
3	00998	中信银行	4.17	1.43	13.23	2.92	0.32
4	01216	中原银行	0.30	0.10	2.31	2.88	0.13
5	01288	农业银行	3.30	0.85	7.27	3.88	0.45
6	01398	工商银行	3.94	1.13	10.10	3.50	0.39
7	01551	广州农商行	1.60	0.28	6.84	5.66	0.23
8	01578	天津银行	1.78	0.66	11.03	2.71	0.16
9	01658	邮储银行	4.09	0.97	8.50	4.22	0.48
10	01916	江西银行	0.70	0.26	7.05	2.74	0.10
11	01963	重庆银行	4.31	1.54	15.03	2.79	0.29
12	01983	泸州银行	2.15	0.33	3.65	6.61	0.59
13	01988	民生银行	2.71	0.88	13.09	3.06	0.21
14	02016	浙商银行	2.29	0.60	6.29	3.84	0.36

数据日期：截至本周五收盘价

经济数据

• 中国

3 月份，随着企业在春节过后加快复工复产，市场活跃度提升，制造业 PMI 升至 50.8%，重返扩张区间。高技术制造业、消费品行业、装备制造业 PMI 分别为 53.9%、51.8%和 51.6%，均高于制造业总体水平，其中高技术制造业生产指数和新订单指数均高于 55.0%，相关行业产需加快释放。

• 美国

美国 2 月核心 PCE 物价指数月率 0.3%，预期 0.30%，前值 0.40%；年率 2.8%，预期 2.80%，前值 2.80%。美国 2 月个人收入月率 0.3%，预期 0.40%，前值 1.00%。美国 2 月个人支出月率 0.8%，预期 0.50%，前值 0.20%。美国 2 月实际个人消费支出(PCE)环比 0.4%，预期 0.1%，前值 -0.1%。

美国第四季度实际 GDP 年化季率终值 3.4%，预期 3.20%，前值 3.20%。美国第四季度实际个人消费支出季率终值 3.3%，预期 3%，前值 3%。美国第四季度企业获利年化季率终值 3.9%，前值 3.7%。美国至 3 月 16 日当周续请失业金人数 181.9 万人，预期 181.5 万人，前值 180.7 万人。美国至 3 月 23 日当周初请失业金人数 21 万人，预期 21.2 万人，前值 21 万人。

• 全球

欧元区 2 月 M3 货币供应同比 0.4%，预期 0.3%，前值 0.1%。

中国上市银行（H 股）（港币元）

	代码	银行	价格	每股收益	每股净资产	市盈率	市净率
15	02066	盛京银行	1.02	0.09	10.06	11.31	0.10
16	02139	甘肃银行	0.40	0.04	2.37	9.22	0.17
17	02558	晋商银行	1.59	0.35	4.43	4.54	0.36
18	03328	交通银行	5.14	1.39	13.01	3.69	0.40
19	03618	重庆农商行	3.24	1.07	11.03	3.03	0.29
20	03698	徽商银行	2.36	1.08	8.83	2.19	0.27
21	03866	青岛银行	2.07	0.66	5.98	3.14	0.35
22	03968	招商银行	30.95	6.36	38.53	4.87	0.80
23	03988	中国银行	3.23	0.87	8.02	3.73	0.40
24	06122	九台农商行	1.09	0.23	3.43	4.65	0.32
25	06138	哈尔滨银行	0.26	0.06	4.93	4.12	0.05
26	06190	九江银行	6.48	0.57	11.18	11.45	0.58
27	06196	郑州银行	0.81	0.29	5.27	2.80	0.15
28	06199	贵州银行	1.64	0.29	3.18	5.58	0.52
29	06818	光大银行	2.25	0.86	8.17	2.62	0.28
30	09668	渤海银行	1.02	0.38	5.67	2.65	0.18
31	09677	威海银行	2.80	0.35	3.87	7.94	0.72
32	09889	东莞农商行	6.91	0.96	8.31	7.17	0.83
		平均				4.91	0.35

香港上市银行（港币元）

	代码	银行	价格	每股收益	每股净资产	市盈率	市净率
1	00011	恒生银行	85.65	7.58	79.39	11.30	1.08
2	00023	东亚银行	9.32	1.64	36.09	5.69	0.26
3	00222	闽信集团	2.29	0.54	13.61	4.25	0.17
4	00440	大新金融	17.98	3.91	95.44	4.59	0.19
5	02356	大新银行	5.57	1.15	21.74	4.83	0.26
6	02388	中银香港	20.95	2.97	29.13	7.05	0.72
7	02888	渣打集团	67.00	6.08	120.90	11.01	0.55
		平均				6.96	0.46

全球主要上市银行（美元）

	代码	银行	价格	每股收益	每股净资产	市盈率	市净率
1	BAC	美国银行	37.92	3.85	33.09	9.86	1.15
2	BBVA	BBVA 银行	11.84	1.34	8.96	8.85	1.32
3	BCS	巴克莱	9.45	2.04	17.32	4.62	0.55
4	BK	纽约梅隆	57.62	3.82	52.56	15.09	1.10
5	BNS	加拿大丰业	51.78	5.01	47.33	10.34	1.09
6	C	花旗集团	63.24	7.02	108.39	9.01	0.58
7	COF	第一资本金融	148.89	13.94	143.03	10.68	1.04
8	DB	德意志银行	15.77	2.34	33.23	6.74	0.47
9	HSBC	汇丰控股	39.36	6.33	46.75	6.21	0.84
10	ING	荷兰国际	16.49	2.30	17.11	7.16	0.96
11	JPM	摩根大通	200.30	16.46	107.54	12.17	1.86
12	KEY	KeyCorp	15.81	1.64	14.79	9.64	1.07
13	LYG	劳埃德银行	2.59	0.43	4.00	6.09	0.65
14	MFG	瑞穗金融	3.98	0.03	5.19	117.79	0.77
15	MS	摩根士丹利	94.16	6.05	60.58	15.56	1.55
16	NWG	NatWest	6.80	0.80	10.04	8.49	0.68
17	NYCB	纽约社区银行	3.22	3.80	15.31	0.85	0.21
18	RF	地区金融	21.04	2.46	17.73	8.56	1.19
19	SAN	桑坦德银行	4.84	0.67	6.30	7.23	0.77
20	SMFG	三井住友	11.77	1.01	13.84	11.66	0.85
21	UBS	瑞银集团	30.72	2.14	18.59	14.38	1.65
22	USB	美国合众	44.70	3.78	34.59	11.82	1.29
23	WFC	富国银行	57.96	4.42	49.25	13.11	1.18
		平均				14.17	0.99

数据日期：截至本周五收盘价

市场综述

• 中国

本周 A 股上证指数下跌 0.23%，收于 3041.17 点，深证成指下跌 1.72%，收于 9400.85 点，创业板指下跌 2.73%，收于 1818.20 点。3 月上证指数月度累涨 0.86%，深证成指累涨 0.75%，创业板指累涨 0.62%。

• 美国

道指本周累涨 0.84%，本月累涨 2.08%，一季度涨 5.62%；标普 500 指数本周累涨 0.39%，本月累涨 3.1%，一季度涨 10.16%；纳指本周累跌 0.3%，本月累涨 1.79%，一季度累涨 9.11%。其中，标普 500 指数、道指均创历史收盘新高。

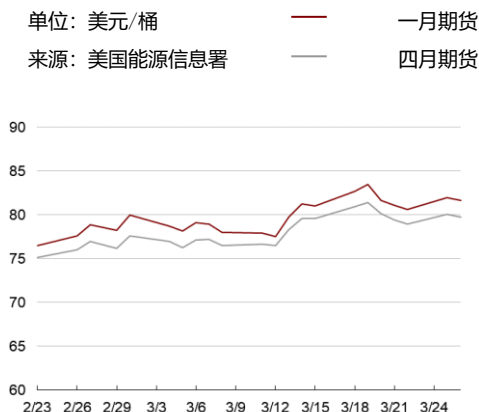
• 欧洲

欧洲股市单季表现为一年来最佳，基于对降息和经济增长的乐观情绪，投资者预计上涨面会从大型股扩散到其他股票。复活节假日到来前夕，斯托克欧洲 600 指数收盘上涨 0.2%，单季涨幅达到 7% 左右。周四的上涨受到零售和媒体板块的推动。

原油

NYMEX 原油期货 30 天价格走势

单位：美元/桶
来源：美国能源信息署



中国经济复苏步伐加快，刺激措施开始显效

2024.4.1 华尔街日报

衡量中国制造业活动的一个官方指标在此前连续五个月处于萎缩区间后，于3月重回扩张区间。

中国庞大的制造业在经历了五个月的下滑之后，于3月份恢复了扩张。随着近期一系列刺激措施开始发挥作用，经济企稳的迹象再添一个。

中国国家统计局周日公布，衡量中国工厂活动的一个官方指标从2月份的49.1升至50.8，高于《华尔街日报》(The Wall Street Journal)调查的经济学家预测的50。50是扩张与萎缩的分水岭。

在周日公布这一乐观数据之前，1-2月的一系列指标显示，在制造业的带动下，中国经济今年开局稳健，出口超出预期，工业企业利润恢复增长。

中国领导层最近将今年的经济增长目标设定在5%左右，虽然近期一系列数据的乐观表现将有助于缓解他们面临的紧迫压力，但鉴于旷日持久的房地产萧条还没有见底的迹象，通货紧缩的压力很可能会持续下去，许多经济学家表示，中国政府仍需要推出更多的扶持政策，以实现这一相对较高的目标。

陷入困境的房地产巨头碧桂园(Country Garden Holdings)上周四意外宣布，需要更多时间去评估财务状况，将无法在规定时间内发布年报，这是房地产行业陷入困境的最新迹象。

与此同时，另一家行业领军企业、总部位于深圳的万科企业(China Vanke)去年净利润暴跌46%，创下自1991年上市以来的最大降幅。该公司在上周四提交给证券交易所的一份公告中表示：“规模过快扩张时期，部分投资判断过于乐观，这些项目消化还需要一段时间。”

由于借贷需求不振，再加上对银行利润下降和人民币汇率走软的担忧，货币政策受到制约，因此外界普遍预计今年财政刺激措施将在拉动需求方面发挥主导作用。尽管中国央行最近的声明提到将进一步放宽货币政策，但经济学家表示，鉴于美国联邦储备委员会(Federal Reserve, 简称：美联储)降息时间的不确定性，中国央行近期不太可能下调银行存款准备金率和利率。

中国领导层已经开始担心，虽然近期出台了放松货币政策的举措，但过多的流动性并没有流入实体经济。本月早些时候，中国总理李强警告说，应避免资金沉淀空转。

在中国领导人习近平数月前的讲话发表后，最近几天，有关中国领导层正在考虑大力增加流动性的猜测升温。在去年 10 月份对金融监管机构的讲话中，习近平呼吁中国央行充实货币政策工具箱，并在央行公开市场操作中逐步增加国债买卖。

不过，鉴于实施更多货币宽松政策面临的制约和局限性，大多数经济学家认为实施的可能性很小。他们说，中国不太可能实施美国式的“量化宽松政策”，即指定央行购买政府债券。

摩根士丹利(Morgan Stanley)的经济学家告诉客户：“在同一次讲话中，中国政府发表了偏紧缩的言论，称在去杠杆化的过程中，需要对货币和信贷供应进行加紧管控，我们认为这表明中国政府仍倾向于收缩银根。”

中国法律禁止中国央行直接在一级市场上购买国债，过去二十年来，中国央行一般也不在二级市场购买国债。

瑞银(UBS)经济学家汪涛上周四告诉客户，习近平似乎并没有要求推出量化宽松或激进的刺激政策，而是扩大中国央行公开市场操作的选择，这应有助于增加央行的灵活性。

汪涛说，中国央行仍有相对充裕的空间通过传统措施放松货币政策，这意味着央行不太可能采用非常规政策工具。

无论如何，随着经济出现初步反弹迹象，短期内中国政府采取紧急干预措施的可能性有所下降。

周日公布的制造业 PMI 数据显示，生产指数重返扩张区间，从 2 月份的 49.8 反弹至 3 月份的 52.2。与此同时，从业人员指数从 2 月份的 47.5 升至 48.1，表明制造业用工景气度有所改善。

新订单指数从 2 月份的 49 升至 53，新出口订单指数从 2 月份的 46.3 升至 51.3，一年来首次超过 50 的临界点，表明全球对中国产品的需求有所改善。

另外，中国统计局周日称，涵盖服务业和建筑业活动的中国非制造业 PMI 3 月份升至 53，而 2 月份为 51.4。服务业商务活动指数从 2 月份的 51.0 升至 52.4，建筑业商务活动指数从 2 月份的 53.5 升至 56.2。

中国上周公布的数据显示，1-2 月出口额同比增长 7.1%。尽管数据表现乐观，但中国官员一再警告称，今年外贸形势极为严峻，并指出，针对制成品，尤其是中国产电动汽车的保护主义前景不断升温。电动汽车是中国最有前景的出口产业之一。

为了让国内经济摆脱对大规模基础设施和房地产开发投资的依赖，中国政府一直在向国内庞大的制造业投入巨资，力求推动电动汽车和可再生能源等高科技产业的发展。这种情况令人愈发担忧此类产品生产过剩将促使西方国家政府考虑征收高额关税。

在3月初举行的全国人大年度会议上，李强强调了制造业升级和科技创新，经济学家称，这种政策组合可能会进一步加剧对产能过剩的担忧。

总部位于纽约的荣鼎集团(Rhodium Group)的分析师上周二在一份报告中写道，中国政府已经意识到外界的担忧，采取的应对措施可能围绕于淘汰落后产能和让最缺乏竞争力的企业退出市场，同时继续支持其他企业的产能扩张、创新和出口。

<https://cn.wsj.com/articles/%E4%B8%AD%E5%9B%BD%E7%BB%8F%E6%B5%8E%E5%A4%8D%E8%8B%8F%E6%AD%A5%E4%BC%90%E5%8A%A0%E5%BF%AB-%E5%88%BA%E6%BF%80%E6%8E%AA%E6%96%BD%E5%BC%80%E5%A7%8B%E6%98%BE%E6%95%88-8f85eac4>

资本市场的强监管严监管大幕已经拉开

2024.3.22 梧桐树智库

一、资本市场的强监管严监管大幕已经拉开

(一) 在前期资本市场表现低迷背景下，证监会承受着来自各方的巨大压力，曾被称为“券商屠夫”的新任证监会主席吴清自2024年春节以来采取了一系列动作，向市场释放出“资本市场的强监管严监管大幕已经拉开”的清晰信号。

具体看，今年春节以来，新任证监会主席先后于2月18日、2月27日与3月6日亮相，回应市场呼声；3月15日，证监会集中发布4份政策文件和2份公告，对拟上市企业、上市公司以及中介和投资机构等市场参与主体提出一系列强监管严监管要求。

(二) 之所以认为资本市场的强监管严监管大幕已经拉开，理由主要有，

1、之前银保监体系在2017年集中开展“三三四”专项治理工作之际，资本市场的注册制改革刚刚启动，彼时的资本市场尚被各种政策呵护。故本次强监管严监管大幕的拉开实际上是证监会体系的一次补课。

2、中央金融工作会议提出“五大监管”以及“监管长牙带刺、有棱有角”“管行业必须管风险”“管合法更要管非法”等一系列要求，金融监管总局则在此基础上创设“兜底监管”，负责资本市场监管的证监会也需要有更积极表现。

3、中国资本市场现在面临的不仅仅是发展问题，更多是监管不足的问题。故此次新任证监会主席应该是带着强监管严监管的任务来的，需要做一些事情。

现在国家队把 A 股推上 3000 点之后，政治任务基本已经完成，剩下的工作需要由证监会完成，即打扫干净屋子再请客，这里的“打扫干净屋子”便是强监管严监管的体现。

（三）资本市场的强监管严监管大幕究竟意味着什么？参照之前银保监体系的做法，大幅提高现场检查比例、加大处罚与公示力度、化解存量风险以及扶优限劣是常规路径。这意味着，资本市场需要回归本源，各参与者均会面临超乎想象的严格监管，即强监管、严问责。

需要说明的是，从文件内容来看，资本市场的强监管严监管浪潮至少会持续五年。例如，证监会提出力争通过 5 年左右的时间，基本形成“教科书式”的监管模式和行业标准。

二、针对中介机构与投资机构

中央金融工作会议提出“培育一流投资银行和投资机构”，3 月 15 日证监会则相应发布《关于加强证券公司和公募基金监管加快推进建设一流投资银行和投资机构的意见（试行）》，提出了一系列要求。其中，值得关注的要点大致如下，

（一）树立大局意识：要求把功能性放在首位，盈利性放在次要位置

证监会明确要求中介机构与投资机构要树立大局意识，把功能性放在首要位置，正确处理好功能性与盈利性关系，显著加大功能性考核的权重，这意味着中介机构与投资机构首先要履职尽责，不能把自身赚多少钱放在首要位置，即要更多体现政治性与人民性。预计后续还会有一系列政策文件来细化强化这一要求。

（二）目标：5 年内形成 10 家头部机构、10 年内形成 2-3 家国际投行与投资机构

1、为响应中央金融工作会议的要求，证监会提出力争通过 5 年左右的时间，推动形成 10 家左右优质头部机构，2035 年前形成 2-3 家具备国际竞争力和市场引领力的投行与投资机构。这个方向实际上已经很清晰，对象应该也已经确定，即后续投行与投资机构之间的分化也会日趋明显，风险承受能力较差、无法适应市场的尾部投行与投资机构将会退出舞台。

为推动一流投行与投资机构的形成，证监会明确将会拓宽优质机构资本空间、支持头部机构通过兼并重组和组织创新等方式做优做强，即头部机构将会获得政策层面的更多支持。

2、支持头部机构聚焦主业有序设立专业子公司，更好服务实体经济与居民财富管理，即凡是有利于服务实体经济与财富管理的政策诉求大概率均可以得到满足，故各机构在争取相关政策时应积极往这方面靠。

3、明确研究探索推进跨境经纪业务试点，支持证券公司通过投融资、财务顾问、跨境并购等专业服务助力中资企业“走出去”。

显然，能够享受这些政策支持的机构应该也是头部优质机构。

(三) 提高强监管严监管、履职尽责要求以及问责处罚力度

1、首先是强化对中介机构与投资机构开展业务的强监管要求，主要体现在（1）审慎开展高资本消耗业务（中介机构和投资机构开展的业务基本不怎么消耗资本），限制其对外融资；（2）坚持回归本源理念，即“看不清管不住则不展业”；（3）纵向覆盖境内外各级子公司及分支机构，横向覆盖各类业务、场景及人员；（4）加大对公司治理、关联交易、投行业务、创新业务、境内外子公司及分支机构、异地经营等领域的监管力度；（5）全面提升对场外衍生品等重点业务的监管，加强对底层资产、资金流向、杠杆水平的看穿式监管。

2、在强监管严监管方面，对机构及从业人员利益输送、违规融资、不公平对待、误导销售、恶性竞争及为监管套利、绕道减持、内幕交易提供通道服务等违法违规行为进行严惩。

3、压实中介机构“看门人”责任，端正经营理念、切实履行信义义务，对中机构建立常态化滚动式的现场监管机制、以三年为一个周期、原则上做到全覆盖。也即，中介机构要扛起防范财务造假的责任。同时，明确提出严格落实“申报即担责”，并落实机构和人员“双罚”，意味着中介机构的压力比以前更大了。

(四) 净化行业生态，加强对从业人员的监管

从业人员日常表现是导致市场对行业机构感观不好的一个重要原因，为此证监会提出，

1、要加强从业人员管理，严把任职“入口关”。

2、要弘扬“五不”文化（不逾越底线、不唯利是图、不急功近利、不脱实向虚、不胡作非为），坚决纠治拜金主义、奢靡享乐、急功近利、“炫富”等不良风气，坚决破除“例外论”“精英论”“特殊论”等错误论调。

3、针对围猎监管、不当入股等廉洁从业突出问题加强问责惩治。

4、要提高专业能力，摒弃明显基金经理现象。

（五）防范化解风险方面

1、在流动性支持方面，除发挥好行业基金、风险准备金等作用，还提出研究建立公募基金托管人（一般为银行与券商）授信机制，强化头部机构的流动性支持等。

2、提出综合运用兼并重组、司法重整、破产清算等措施稳妥处置风险机构。

三、针对拟发行上市公司：“注册+审核”并行、大幅提高要求，实施新股发行逆周期调节

从《关于严把发行上市准入关从源头上提高上市公司质量的意见（试行）》的内容来看，在注册制的基础上，进一步强化了对拟发行上市公司的审核机制，提高了上市公司的标准与门票，这意味着注册制已经不是原来的注册制了。

（一）对拟上市企业提出更高要求：聚焦“业绩变脸”“圈钱”等，严审特定公司

1、要求股东在招股说明书中承诺，上市后三年内业绩出现大幅下滑的，采取延长股份锁定期等措施。

2、严审“伪科技”、突击冲业绩等问题，对财务造假、虚假陈述、粉饰包装等行为。

3、严禁以“圈钱”为目的盲目谋求上市、过度融资等。

（二）强化监管机构与中介机构责任

除拟发行上市公司要履行第一责任人外，证监会强调要压实中介机构“看门人”责任、突出交易所审核主体责任以及派出机构在地监管责任等，即每一个环节的负责机构与负责要履职尽责，否则会被问责。以交易所的审核主体责任为例，其需要关注，

1、强化对拟上市企业的客户、供应商、资金流水等方面的审核力度，把防范财务造假、欺诈发行摆在发行审核更加突出的位置。

- 2、对信息披露质量存在明显瑕疵、严重影响审核的，依规予以终止审核。
- 3、严密关注拟上市企业是否存在上市前突击“清仓式”分红等情形，严防严查，并实行负面清单式管理。
- 4、强化新股发行询价定价配售各环节监管，从严监管高定价超募。

再以证监会派出机构在地监管责任为例，其需要重点关注板块定位、产业政策和“关键少数”口碑声誉以及对现场检查中的撤回企业“一查到底”，切实落实“申报即担责”等。

(三) 实施新股发行“逆周期调节”，大幅提升现场检查比例

证监会提出综合考虑二级市场承受能力，实施新股发行逆周期调节，同时大幅提升现场检查比例。这意味着，必要时证监会可以同步加大对拟上市企业的检查力度，并在市场行情不好的时候暂缓 IPO 进程与力度等。

(四) 对拟上市企业提出更高要求，关注未盈利企业和“伪科技企业”

- 1、审慎评估各板块定位，要求拟上市企业与拟申报板块定位相符，同时可能会提高部分板块的上市门槛。
- 2、从严审核未盈利企业，针对科创属性企业会逐单听取行业相关部门的意见，即一些“伪科技”企业可能很难再登陆资本市场。
- 3、督促企业按照发展实际需求合理确定募集资金投向和规模，防范大股东资金占用、公司治理机制空转等问题。
- 4、要求企业上市前制定上市后分红政策等回报中小投资者措施，并向市场充分披露。
- 5、是加强拟上市企业股东穿透式监管，严厉打击违规代持、以异常价格突击入股、利益输送等行为，防止违法违规“造富”。

四、针对上市公司

《关于加强上市公司监管的意见（试行）》对上市公司提出了一系列要求，旨在保护投资人与上市公司自身利益，主要聚焦四个方面。

(一) 严惩业绩造假

3月18日披露的恒大地产造假已经打了样。在业绩造假方面，聚焦以下要点，

- 1、将会推动出台上市公司监督管理条例和出台背信损害上市公司利益罪司法解释、制定资本市场财务造假综合惩防工作方案，严肃惩处大股东侵占上市公司利益、第三方配合造假行为。
- 2、加强上市公司年报监管和现场检查，对高风险可疑类公司循环筛查.....强化对上市公司重要往来主体、关联方等信息的收集串并。
- 3、严肃整治造假多发领域，主要包括五类行为，即（1）长期系统性造假和第三方配合造假；（2）欺诈发行股票债券行为；（3）滥用会计政策、会计估计，随意调节利润的财务“洗澡”行为；（4）通过融资性贸易、“空转”“走单”进行造假的行为；（5）在侵占上市公司利益、掏空上市公司过程中伴随的一系列造假行为。
- 4、对审计评估机构坚决“一案双查”、并联立案，对串通舞弊等违法案件从重处罚。
- 5、鼓励内部人与中介机构举报。

（二）防范利用“身份”“交易”和“工具”等进行绕道减持

- 1、完善减持规则体系，构建以减持管理办法为核心，董事和高管、创投基金减持特别规定为补充的“1+2”规则体系。
- 2、严格规范大股东减持行为，如严格执行破发、破净、分红不达标的上市公司控股股东、实际控制人不得通过二级市场减持的规定（无控股股东、实控人的持股比例超过5%的第一大股东参照执行）以及要求大股东单次减持计划区间最长不超过三个月等。
- 3、坚持实质重于形式，防范利用“身份”、“交易”和“工具”绕道减持。
- 4、责令违规主体购回违规减持股份并向上市公司上缴价差。

（三）加强现金分红，推动一年多次分红

- 1、对分红采取强约束措施，如对多年未分红或股利支付率偏低的上市公司，通过强制信息披露、限制控股股东减持、实施其他风险警示（ST）等方式加强监管约束以及明确回购注销金额纳入股利支付率计算等。
- 2、多措并举提高股息率，如督促财务投资较多的公司提高分红比例、增大分红权重以及督促不分红或分红偏少的公司提高分红水平等。

3、推动结合半年报、三季报进行一年多次分红，如进一步明确中期分红利润基准、简化中期分红审议程序、推动在春节前结合未分配利润和当期业绩预分红以及引导优质大市值上市公司中期分红等。

（四）推动加强市值管理，从业打击“伪市值管理”

- 1、制定上市公司市值管理指引，研究将上市公司市值管理纳入内外部考核评价体系。
- 2、推动优质上市公司积极开展股份回购，引导更多公司回购注销，以及要求主要指数成份股公司明确股价短期大幅下跌等情形下的回购增持等应对安排.....要求未增持或回购的破净公司在定期报告中说明改善公司投资价值的相关举措等。
- 3、支持上市公司通过并购重组提升投资价值.....研究对优质大市值公司重组快速审核.....加强对重组上市监管力度，进一步削减“壳”价值。
- 4、“零容忍”从严打击借市值管理之名，实施选择性或虚假信息披露、内幕交易和市场操纵等违法行为的“伪市值管理”。

五、关注针对腐败的一些提法

（一）聚焦政策制定权、行政审批权、监管执法权、处罚问责权等关键权力，坚决打击弃守监管职责、破坏监管秩序、制造金融风险、侵害中小投资者权益等资本市场新型腐败和隐性腐败问题。

（二）削减离职人员“职务身份价值”这一根本。

<https://www.weiyangx.com/433603.html>

美银深度报告：未来空中交通离我们不远了吗？

2024.3.26 华尔街见闻

随着城市化进程的加速和交通拥堵问题的日益严重，“低空经济”概念占据了越来越多的新闻头条。

据麦肯锡统计，2023 年，围绕 eVTOL（电动垂直起降飞行器）、商用无人机、可持续航空和超音速飞机等未来空中交通领域的融资超过 45 亿美元，涉及 151 笔交易。2004 年以来，未来空中交通领域累计融资额已达到 220 亿美元。而其中发展最为迅猛的、商业化落地速度最快的，是商用无人机和 eVTOL。

根据美国银行最新发布的研究报告，商用无人机和 eVTOL 领域正处于技术进步、监管框架完善和减碳目标推动下的快速增长期，未来有望渗透到更多应用场景。

无人机市场正在蓬勃发展 配送成本随技术进步持续降低

首先来看商用无人机领域。

随着多家公司的无人机设计获得监管部门的批准和认证，以及一系列新型操作平台的出现，无人机送货成为一个快速增长的商业机会，例如药品、食品和包裹的送货。

根据麦肯锡的数据，无人机送货的数量已从 2018 年的 6 千次激增到 2022 年的近 90 万次，预计 2023 年将超过 100 万次（上半年已送货 50 万次），这些公司包括 Zipline、谷歌旗下的 Wing、Matternet、SwoopAero、Flytrex 和 Manna。随着技术的不断进步和监管的不断完善，规模经济有望加速增长。

美银分析师指出，得益于技术的提升和应用场景的扩展，无人机市场规模自 2018 年以来以超过 100% 的复合年增长率（CAGR）增长，目前已经达到 34 亿美元，并预计到 2030 年将增长至 55 亿美元。2023 年，全球商业无人机交付量超过了 100 万次。无人机交付不仅提高了效率，还显著降低了碳排放，咨询机构麦肯锡认为，无人机交付的每包快递碳排放比传统燃油车辆低 85-90%，Zipline 甚至表示可降低至 97%。

就监管框架而言，针对这些无人机的限制已经越来越宽松。

分析师写道：

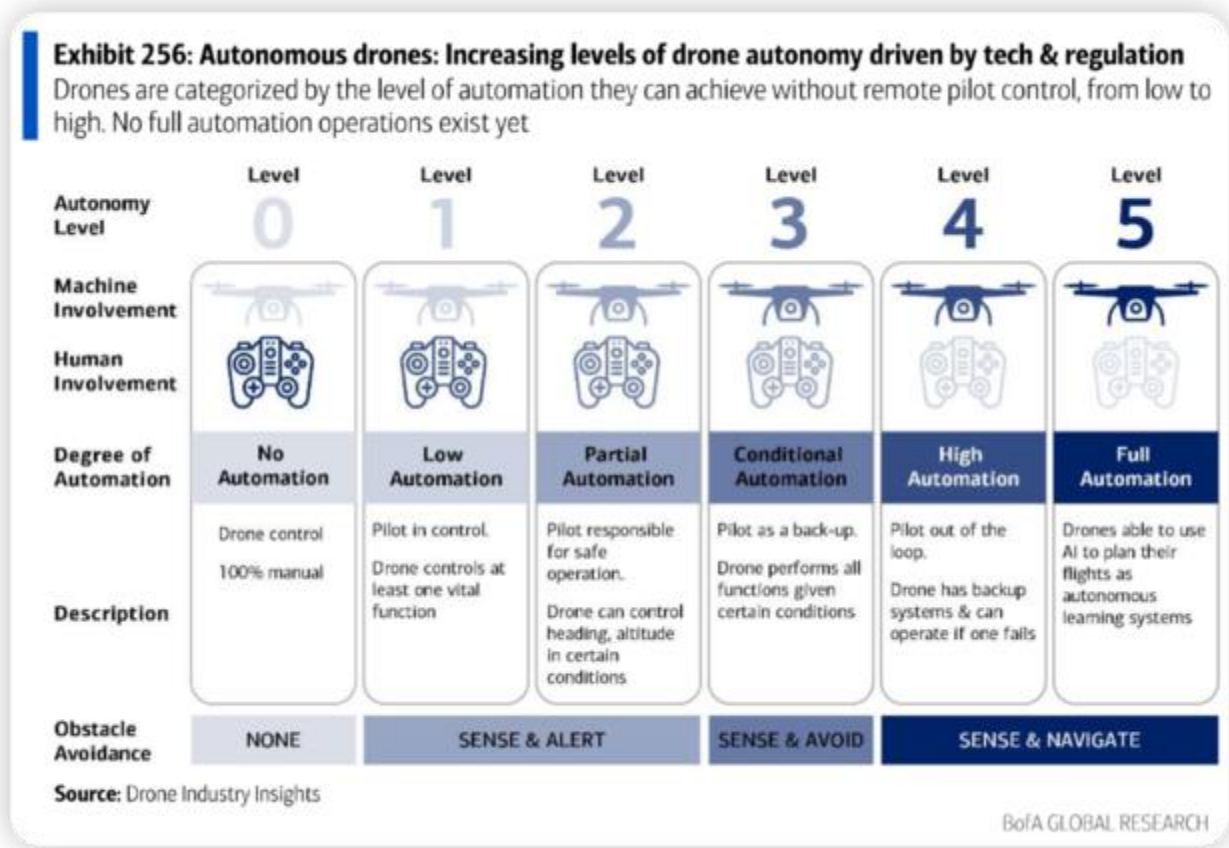
监管机构对商用无人机的运营设置了一些限制，但随着越来越多的服务得到验证，这些限制也开始放宽。例如，美国联邦航空管理局规定了 5 个阶段的认证程序（Part135），截至 2023 年，Wing、亚马逊、Flytrex、UPS 和 Zipline 已获得了这些认证。

不过，除了限制同时飞行的无人机数量外，运营商还必须部署目视观察员，以监督视线范围内的无人机操作。但这些限制也开始放宽：11 月，美国联邦航空局批准了 Zipline 的超视距（BVLOS）作业，其他几家运营商也希望获得同样的许可，以便扩大作业规模。

而监管之所以能够给商用无人机开绿灯，主要是因为无人机有着显著的成本优势，而且这一优势还会随着运输量的增加和监管机构对操作限制的减少不断放大。

据麦肯锡估计，无人机配送运送单个包裹的成本为 13.5 美元，其中 95% 为人工成本。在道路基础设施薄弱或无法集中交付货物的地区，无人机与其他运输方式相比已经具有成本竞争力，而且，通过增加每个观察员操作的无人机数量，将使成本降至 1.80 美元。如果能进一步提高自动化程度、完全取消观察员，配送成本还可以更低。

全自动的无人机并非天方夜谭。类似地面上的自动驾驶车辆，GPS、摄像头和雷达/激光雷达等传感设备，自主执行某些功能或整个航线。随着机载计算和传感设备的能力不断提高，无人机自动化的程度也在不断提高。



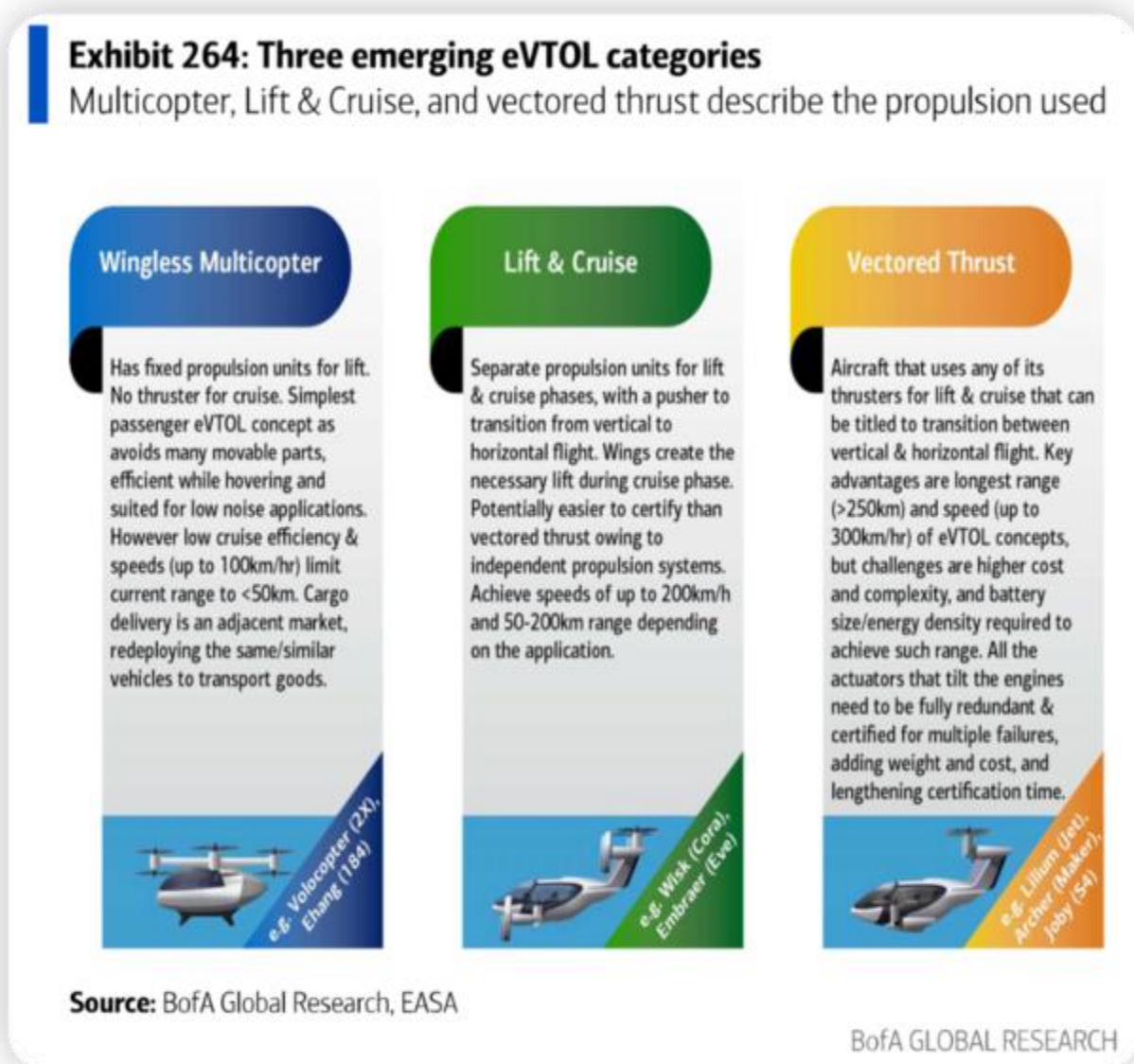
目前，大多数商用无人机已经发展到 L3 级（操作员视线范围外安全导航，但仍可根据需要进行远程驾驶或控制）。更先进的 L4 级（高度自动化）无人机正在商业化，可用于工业检查等复杂、危险的作业场景。

eVTOL：新一代商业飞行器

近期热炒的 eVTOL，是一个前景同样诱人的新领域。

简单科普一下，eVTOL 是一种全新的轻型商用客/货机的一种新分类，可以像直升机一样垂直起降，但使用电力推进。较轻的重量、分布式推进和较低的复杂性旨在使它们与传统直升机相比更加机动、高效和低成本。与商用飞机相比，它们的设计飞行高度更低，最初由飞行员驾驶，最终在法规允许的情况下实现完全自动飞行。

从类型上划分，eVTOL 可以分成四种：第一种是传统的电动旋翼机（如电动化传统直升机），剩下的三种则是目前最热门的新品种：



1.多旋翼无人机没有机翼，更类似于大型商用无人机。

2.升力与巡航飞机的起飞和巡航推进装置是分开的。

3.倾转旋翼机或基于管道风扇的矢量推力飞机使用相同的推进力进行起飞和巡航。

这三种飞机的主要区别在于它们使用的推进器，能达到的航程/速度，以及运行的认证和技术要求。

分析师表示，作为一种新型的轻型商用飞行器，eVTOL 不仅有垂直起降能力，还有卓越的飞行效率，预计最早将在 2024/2025 年获得商业运营认证。eVTOL 的目标市场不仅仅是货物运输，还包括城市空中出行，有望成为未来城市交通的重要组成部分。

不过，eVTOL 的商业化需要满足严格的安全标准和监管要求。欧洲航空安全局（EASA）要求 eVTOL 的安全水平必须与商业航空公司相当，即灾难性故障的概率为十亿分之一，而且还需要能够在紧急情况下进行控制性的紧急着陆。

此外，eVTOL 基础设施的建设，如“垂直起降场”（Vertiports），也是商业化的关键，**这些设施的建设和运营成本可能会超过七百万美元。**

尽管大规模应用仍然存在重重困难，但分析师相信，随着技术的进步和规模的扩大，eVTOL 的运营成本有望大幅下降：**麦肯锡测算 eVTOL 运营成本将降至每座位英里 0.5 至 2.5 美元，较传统直升机降低 80%。**预计首批 eVTOL 服务将于 2024 年在巴黎奥运会上通过认证并投入商业运营。

对于潜在市场规模，机构的预测各不相同。美银分析师写道：

2025-30 年 eVTOL 的收入预测从 5-9 亿美元不等，但 2035 年后迅速上升，客运服务收入从 900-1500 亿美元不等（根据 Pitchbook，相当于当前全球航空公司收入的 19%），如果包括物流无人机交付（根据 OliverWyman），则上升到 2500 亿美元。要实现这一目标，到 2035 年，eVTOL 飞机需要取代相当于 25% 的城市包裹递送、10% 的出租车和汽车租赁、5% 的城市间公交出行、1% 的城际火车出行和私家车使用。

根据 eVTOL 制造商 Volocopter 的说法，主要用例包括：**1) 商务旅行（更快地实现到机场/城市中心地带的点对点转机）；2) 旅游（观光或前往具有 eVTOL 起降功能的特定地点，这可能会成为一个差异化优势）；3) 通勤（从郊区出发）；以及 4) 紧急服务（仅在这一部分，估计就有 5000 架 eVTOL 飞机的潜在市场）。**

<https://wallstreetcn.com/articles/3711246>

声明

本周报由纽约金融学院上海运营公司（以下称“纽金上海”）制作。本周报中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但纽金上海对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本周报中的信息、意见等在任何时候均不构成对任何人的个人推荐，仅供参考之用。本周报所载的观点并不代表纽金上海或任何其关联公司的立场。对依据或者使用本周报所造成的一切后果，纽金上海及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

Disclaimer

This report is edited and produced by an operating entity of New York Institute of Finance in Shanghai(hereinafter referred to “NYIF Shanghai”). Although information and opinions presented in this report have been obtained or derived from public sources believed by NYIF Shanghai to be reliable, NYIF Shanghai neither expressed nor implied any representation or warranty of accuracy and completeness of such information and opinions. Nothing in this report constitutes a personal recommendation to any individual. Opinions presented in this report do not necessarily represent NYIF Shanghai and its related companies. For all the consequences occurred by using this report, NYIF Shanghai and/or its related persons shall not bear any legal responsibility.



👉 微信扫码关注，获取更多资讯

微信公众号： nyif-china

公众邮箱： china@nyif.com

官方网站： www.nyif.com.cn