



金融与发展评论

2021年第5期 / 总第5期

2021年10月26日

目录

会议速递

2021年首期金融科技沙龙 金融科技与资产管理行业发展	1
中美竞争下供应链安全与全球化贸易政策研讨	2

专家视角

呼唤新一轮财政体制改革（殷剑峰）	4
资管新规过渡期临近 银行理财子公司转型提速（曾刚 王琪）	8
金融发展、资产泡沫与实体经济：一个文献综述（王永钦等）	11
北交所是新三板改革的“质变”（邵宇 陈达飞）	22
银行理财“双池”新模式的潜在风险及对策（王增武 唐嘉伟）	25
美国通胀已现拐点（刘晓曙）	28
小微企业融资并非解决不了的世界难题（周琼）	34
限电限产对经济存负面扰动，能耗双控政策或增加灵活性(董忠云)	45

2021 年首期金融科技沙龙

金融科技与资产管理行业发展

为推动上海建设具有全球竞争力的金融科技中心，助力打造黄浦区“金融科技”增长极，促进营造金融科技核心技术、应用场景、监管创新的全方位发展生态环境，在上海市黄浦区科学技术委员会和上海市黄浦区金融服务办公室的指导下，上海金融与发展实验室和黄浦区科技创新中心联合举办金融科技系列沙龙。

2021 年 9 月 24 日，首期金融科技沙龙——“金融科技与资产管理行业发展”在上海市黄浦区成功召开。沙龙由上海金融与发展实验室主任曾刚主持。沙龙围绕金融科技对资管行业销售端格局的影响与趋势、金融科技在资管行业投资端的应用与趋势、金融科技与财富开放平台构建等主题展开了深入交流与讨论。上海市黄浦区人民政府副区长王翥出席并讲话，他表示，黄浦是上海的“心脏、窗口和名片”，始终走在引领金融发展的最前沿。黄浦区积极鼓励和支持科技与金融深度融合，提高金融活动的质量和效率，区内金融科技蓬勃兴起，已经涌现出一批优秀的金融科技企业和典型应用场景。黄浦有基础、有条件、有使命成为金融科技的排头兵。真诚欢迎金融科技领域企业家到黄浦投资兴业。（此段根据王区发言或有微调）来自腾讯、京东科技集团、上海安硕信息技术、东方微银科技、江苏润和软件、上海富数科技有限公司、中泰证券研究所、东方财富、广银理财、上海利得金融、达泰资本、君联资本、方正富邦基金、国枫律师事务所等机构的嘉宾，出席本次沙龙并参与研讨。

中美竞争下供应链安全与全球化贸易政策研讨

自拜登上台以来，华盛顿在执行层面加大对华政策调整力度，构筑的供应链安全圈将中国公司排除在外。今年7月，拜登提名曾在奥巴马政府国防部工作的艾伦·埃斯特维兹(Alan Estevez)担任商务部产业和安全局 BIS 负责人，意在加强跨部门协作机制；中国政府也出台《出口管制法》、《反外国制裁法》在有限范围内予以回应。可见，中美的供应链博弈必然会对相关领域公司产生巨大影响。

9月8日，上海金融与发展实验室联合 Focus 咨询，全球化研究中心与美资咨询公司 FTI 举行了“中美竞争下供应链安全与全球化贸易政策研讨”的主题沙龙活动，荣幸地邀请了四位重磅嘉宾——上海金融与发展实验室理事、东方证券首席经济学家邵宇先生，戴尔科技亚太合规部总监吴水平先生，FTI 咨询公司总监前美商务部 BIS 工作人员赵培宁女士，FTI 咨询公司常务董事谢骄宁先生，一同围绕当前供应链安全和全球化贸易政策开展研讨。

全球供应链安全下宏观形势和资本市场动态 邵宇

首先，上海金融与发展实验室理事、东方证券首席经济学家邵宇博士从宏观角度分享了供应链视角下全球地缘政治形势与资本市场的变化。他在演讲中提到，如今中国面临着百年未有之大变局，意味着自然估值体系将得到全新的调整，过去40年坚持的以资本利得最大化、给股东最高回报、跨国公司最大利润的逻辑，可能要告一段落。经济领域的全球范围竞争，将会进一步白热化、全面化、冷战化，中国需要和对手竞争供应链、FDI(外国直接投资)，竞争核心技术以及创新，乃至竞争通讯、货币系统。但在中美竞争的大背景之下，互利共赢的合作也要继续深化开展，前段时间美国气候特使克里访华，就是一个好的开始，不同于特朗普的全面竞争战略，拜登政府有意在气候、经贸这两个领域与中国进行合作，寻求一些更深层次的交流。从宏观角度来说，中国和美国这两个全球最大的经济体，需要解决的问题是一致的，一是如何保持在世界的领先地位，二是如何保证国内民众相对的共同富裕。我们的方案和结果可能最终会不同，这将构成未来我们的竞争、我们的投资、我们整个生活最重要的背景颜色。希望企业和公司能够直面这个底层变化，找到切实可行的估值方法和合适的战略。

贸易合规对地区供应链的影响 吴水平

其后，戴尔科技亚太合规部总监吴水平先生，结合从业经历分享了贸易合规层面的一些经验。贸易合规在全球范围内都是一个比较新鲜的行业，它负责支持企业和供应链的进出口，在最快速时间内符合一个国家的相应管制、法规，以最经济的方式进入到它的市场；此外，它对企业或者项目提供一些具体的法律法规咨询，以及企业内部的风险管控。针对美国对华加征关税以及其他制裁管控，导致中国的相应业务及

供应链方面的影响，吴总监提供了四点建议：第一，企业应组织成立贸易合规架构，从上至下传达贸易合规指令；第二，有了组织架构之后，需要专业的从业人员服务这个体系，并完善办事流程提高效率；第三，找寻值得信赖、资质良好的商业伙伴，能够满足企业对贸易合规方面的期望；第四，做好对内对外的尽职调查，避免细小环节引发大的纰漏。这不单是贸易合规人员，更是整个供应链和企业管理层需要日常关注的一些问题。

美国商务部工业安全局执法机构及最新动态 赵培宁

来自 FTI 的赵培宁女士从 BIS 执法机构运作的视角，为企业如何处理合规问题和出口管制问题提供了借鉴参考。BIS（工业与安全局）是美国商务部下属的副部级局，根据 EAR 出口管制条例和出口管制改革法来执行所有的工作，包括负责出口许可证审核发放，监管受管控产品出口是否合规等，该部门的作用是确保美国经济、技术安全，从而保证在科技上的领先地位。BIS 具有行政和刑事的执法调查权，一旦有不合规之处，会对企业进行严格的处罚，美国本土企业在上世纪八、九十年代经历了一系列教训后，对出口管制和合规问题非常严肃。因此，中国企业在和美国企业打交道的过程中，合规成本相应地也在不断增加。需要进口美国受管控产品的企业，应该有信心正常地面对美方的合规要求。另外，着重注意对美信息的传达和信息的表述，以免造成误解。

当前复杂形势下的企业合规思路 谢骄宁

最后一位嘉宾是 FTI 咨询董事谢骄宁，他分享了一些与贸易合规、出口管控、经济制裁相关的经验与见解。谢骄宁先生从事出口管制方面的研究已有 15 年时间，见证了中国出口管制体系从无到有，从被其他国家制裁，慢慢走向用我们的政策保护我们自己国家利益和企业法人的权利。针对出口管制合规，他认为企业需要从四个方面考虑：第一，是什么？即对照中美管制清单，对相关物项进行科学归类，以判断其是否在管制清单上，以及对应的管制措施，切莫主观臆断物项属性或盲目认为出口管制合规工作与自己无关；第二，去哪里？即产品卖给什么国家和地区，需要考量目的国家和地区的风险等级和所面临的制裁措施；第三，给谁用和怎么用？最终用户和最终用途的核查与监督是出口管制合规工作的核心内容；第四，在出口产品的过程中，要专业全面地和政府监管机构沟通以做到合规；第四，注重数据安全，按照有关标准对数据进行评估分级，然后采取相应的保护措施。

四位嘉宾接连进行主题发言之后，迎来了问答环节，嘉宾们围绕着台积电搬至美国的话题，展开了深度研讨交流。

呼唤新一轮财政体制改革

殷剑峰 上海金融与发展实验室理事长 浙商银行首席经济学家

地方债务（地方政府直接或者通过城投、平台公司间接承担的债务）风险已经成为影响我国经济平稳发展的重大问题。2015年财政部推出“开前门、堵后门”的政策之后，地方债务融资渠道逐渐脱离原先隐秘的各种影子银行和“银行的影子”，转向了公开的债券市场。这种债务融资透明化的过程对于降低地方融资成本、延长债务融资期限产生了积极的作用，但是，另一方面，由于地方政府债券、城投债券等两种主要地方债务工具均为银行和非银行金融机构持有，地方债务风险有可能通过公开的债券市场传染、放大成为系统性金融风险。

1、我国政府债务的特点和两个不平衡

化解地方债务风险的前提自然是理解其成因。对此，我们先来看一下我国政府债务的三个重要特点：第一，与其他主要经济体相比，我国政府债务的总体负担较轻。2020年，在新冠疫情冲击下，欧美日等发达经济体的广义政府杠杆率（政府债务/GDP）大幅上涨，德国的政府杠杆率最低，为70%，美国和意大利已经高达160%，而日本更是高达260%。

相比之下，2020年我国的国债、地方政府债券、城投债券等三项政府债务的存量规模不到57万亿，加上其他政府负债，政府杠杆率仅为60%。从今年的财政收支状况看，由于疫情后我国经济恢复得最快，今年上半年全部公共财政收入已经超过了2019年同期的水平，而上半年的公共财政支出却低于2019年同期。与财政收入大涨、支出下降相对应的是，截止今年6月份，中央财政在央行的存款已经高达4.6万亿。换言之，一方面大家在担心地方债务风险，另一方面，中央财政却有大量闲置资金趴在央行账户上。

第二，我国政府债务负担呈现中央负担较轻、地方负担较重的央地不平衡特征。在其他主要经济体中，政府债务都是以中央财政或联邦财政的债务为主。例如，在单一制国家的日本，2020年中央政府债务占全部政府债务的86%；而在联邦制国家，虽然地方政府的自主权较大，但政府债务依然是联邦政府债务为主，例如，在联邦制的美国 and 德国，2020年联邦政府债务占政府债务的比重分别为79%和64%。

我国同日本一样，都属于单一制国家，但自2009年以来我国政府债务就一直是以地方政府为主。2020年，在包括国债、地方政府债券、城投债券、平台贷款等各种直接或间接的政府债务中，中央政府债务（国债）的占比只有34%。所以，如果不考虑货币统一、财政分散的欧元区（从统一的货币区看，欧元区各成员国的国债实际上也是地方政府债），那么，在主要经济体中，只有我国的政府债务是以地方政府债务为主。

第三，我国地方政府债务呈现区域不平衡的特点，东部沿海地区债务负担较轻、中西部较重，发达地区债务负担较轻、不发达地区较重。仅以地方政府债券和城投债券这两种地方债务为例[1]，2009年地方债务呈现出杠杆率与人均GDP正相关的关系，即经济越发达的地区，杠杆率越高；但2009年之后，地方政府杠杆率已经与人均GDP呈现出负相关的关系，即经济越落后的地区，杠杆率越高。

根据我们的最新统计，2020和2021年，各地债务（只包括地方政府债券和城投债券）的总还本付息额与财政收入（只包括一般公共预算收入和政府基金收入）之比在不发达地区高达43%，比发达地区高出10个百分点。2021年，部分省市（如西南地区的贵州、东三省、天津等地）的总还本付息额/财政收入将高达60%以上。可以说，如果不借新还旧，这些地区基本不可能用财政收入来还本付息。而且，即使是仅仅偿还利息，有些地区也是困难重重。

2、财政体制、政府事权与政府债务

我国政府债务的特点表明，从中央和地方的“总盘子”看，政府债务问题至少远不如其他主要经济体那么严峻，风险主要来自政府债务的两个不平衡：央地不平衡和区域不平衡，而这两个不平衡都与财政体制有关。在《金融大变革》一书中[2]，笔者曾经区分了两种类型的财政体制：公共财政体制和增长型财政体制，两种财政体制的核心差异在于政府的功能和事权划分。

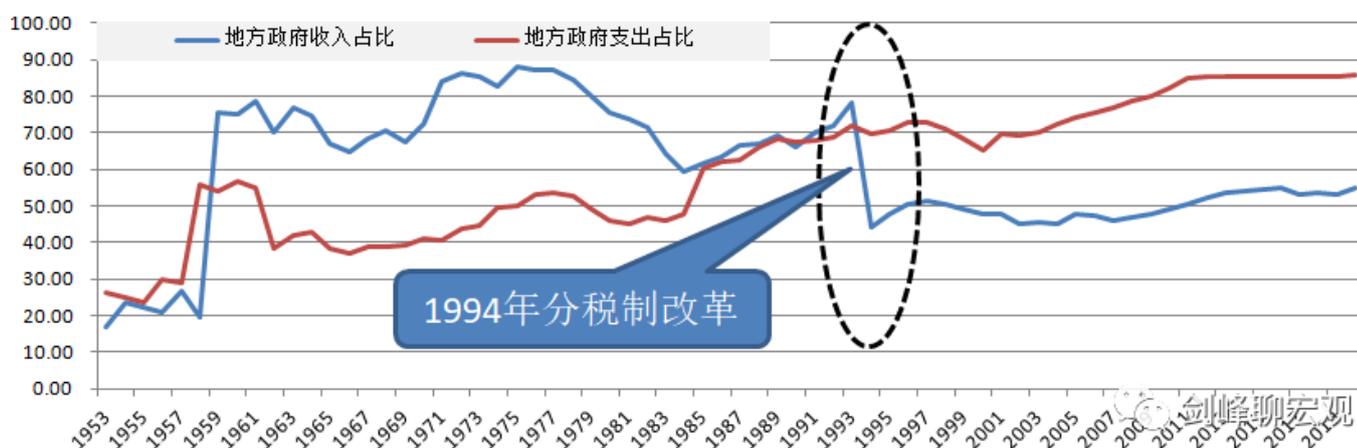
在公共财政体制中，政府的角色是“守夜人”，其功能主要是为经济提供公共产品，如国防、治安以及基本的养老、医疗、教育服务等。中央/联邦和地方政府的事权按照公共品的属性进行划分，全国性的和跨地区的公共品是中央/联邦事权，区域性的公共品则属于地方事权。在公共财政体制下，公共品的属性决定了中央/联邦事权要大于地方事权：在一国内部，由于生产要素的自由流动，对全国性的公共品需求远大于对区域性公共品的需求，特别是涉及劳动力自由流动的基本养老、医疗和教育更是属于跨区域和全国性的公共品。特别是在人口老龄化、人口增长率持续下降甚至人口负增长的背景下，用于老年人的养老保障和医疗支出、用于鼓励生育和降低生育成本的各种支出都属于全国性的公共品，这更是极大地强化了中央/联邦事权。

在增长型财政体制中，政府是经济活动的积极参与者，是“有为政府”，其功能体现于通过规制、产业和信贷政策、基建投资等活动推动经济增长。增长型财政是经济起飞和工业化时期的典型特征，从18世纪早期重商主义的欧洲诸国到第一次工业革命时期的英国、德国以及19世纪西进运动中的美国，政府都积极参与到经济活动中。二战后日本的崛起、上世纪80年代东亚“四小龙”的腾飞以及我国的改革开放，都离不开有为政府。在增长型财政体制下，对于一个地域辽阔的大国而言，地方的事权一般大于中央/联邦的事权：各地政府都需要通过优惠政策吸引生产要素向本地集中，通过基建投资推动本地经济发展，地方和地方之间是相互竞争的，而中央的主要职责在于宏观协调，防止地区经济分割。

由于政府事权分配的差异，在公共财政体制和增长型财政体制下，政府债务的分布就完全不同：对于前者而言，财政支出主要在中央/联邦，因而收不抵支形成的政府债务也主要是在中央/联邦；对于后者而言，财政支出乃至政府债务都是以地方为主。以美国为例[3]，在上世纪30年代之前，州和地方政府的支出占到全部政府支出的70%，政府债务也是以地方为主——这些债务也常常是依靠当地银行的融资。1929年大萧条重创了美国经济，在1933年

开启了罗斯福新政后，为了推动全国性的公共工程建设（如跨州公路系统），建立全国性的社保体系，联邦政府的开支迅速上升到 50%以上，国债也取代了地方政府债务，成为全国性的安全资产。从那以后，美国在公共财政体制的框架下完善了联邦与地方间的事权分配，事权上收，债务也随之上收，以往时不时就发生的地方政府过度负债问题得以解决。

我国是典型的增长型财政体制，财政支出中用于经济事务的支出（主要是政府直接和间接进行的投资活动）比重远远高于其他主要经济体，而公共服务支出的比重较低。由于发展经济主要是要发挥地方的积极性，地方政府的支出比重高达 85%——这甚至超过了分权程度最高的联邦制国家。同时，1994 年分税制改革后，地方财政收入的比重下降到 55%左右。在 55%的地方财政收入和 85%的地方财政支出之间的亏空，依靠的就是中央财政的转移支付。至于地方债务问题，在 2008 年全球金融危机爆发前，中央对地方负债有严格限制，而且，经济繁荣使得地方政府也无需太多依赖债务融资。



2009 年的“四万亿”改变了一切。客观地说，“四万亿”为中国经济的恢复做出了重要贡献，我们今天所看到的遍布全国的高铁系统、新能源等等皆有赖于这一刺激政策。但是，与当年美国应对 1929 年大萧条不同，我们应对“四万亿”依然依靠的是地方财政支出，而对于地方政府债务融资，也从原先的严格限制变成了默许和完全认可。所以，在增长型财政体制下，应对危机造成了事权乃至债务的过度下放，这是当前我国政府债务两个不平衡的关键原因。

3、新的财政体制改革

1994 年的分税制改革是在增长型财政体制下进行的央地分权安排，由于发展经济主要靠地方，因而事权也主要在地方，同时，为了平衡各地发展的差异，并约束地方过度的投资热情，财权上收到中央。在当前，这种体制不仅通过事权下放、债务下放造成了愈发严重的地方债务问题，而且，也完全不能适合中国经济发展的新要求。在分税制改革 27 年之后，我们呼吁新一轮财政体制改革。与分税制改革集中于财权的分配不同，新一轮改革应该聚焦于事权的调整和分配。

新的财政体制改革，基本方向就是从增长型财政体制转变为公共财政体制，这要求财政支出从以经济事务性支出为主转向以公共服务支出为主。我国经济已经度过了大规模工业化阶段，即将从中等收入国家迈入高收入国家行列。在后工业化阶段，社会对于公共服务的需求将不断上升。同时，我国也正在经历快速的人口老龄化，人口增长

率迅速下降：2010 年劳动年龄人口（15-64 岁）占比达峰，2015 年劳动年龄人口总数达峰，在不远的 2027 年前后，总人口将要达峰。这种严峻的人口态势是对未来中国经济社会发展乃至国家安全的最严重挑战。应对人口问题的挑战需要发挥财政的作用，财政支出应该更多地用于补贴生育、降低生育成本的领域，而不是再去盲目地搞什么基建投资。

在新的财政体制下，中央和地方的事权和支出责任要做重新的分配，应该从增长型财政体制下更多地发挥地方的积极性，转向公共财政体制下更多地发挥中央的积极性。当前我国在基本的养老、医疗和教育领域尚未实现全国统筹，这是影响劳动力自由流动的主要障碍。剔除这一障碍，必须由中央财政担当起相应事权。对于我们当前面临的严峻人口问题，这也是全国性而非地区性的问题，同样需要、也只能依靠中央财政。可以看到，中央财政每年在人民银行账户上都趴着数万亿的闲置资金，而且，越积越多。想象一下，如果财政补贴生育，每个孩子补贴 10 万元，那么，当前中央财政在央行的 4.6 万亿闲置存款可以补贴 4600 万个孩子。虽然财政补贴未必能大幅提高生育率，但北欧国家的经验表明，这至少可以稳定生育率和总人口。

在新的财政体制下，应该以国债替代地方债务，同时，对于经济发展和财政状况不同的地区实行不同的债务融资政策。事权向公共服务和中央的转向自然意味着要以国债来取代地方政府债务，而且，增加国债的发行也是人民币摆脱对美元的依附、建立主权信用货币体制的基石[4]。对于地方政府的债务，应该采取存量逐步化解、增量分类限制的政策。存量债务需要逐一甄别，厘清责任，必要时完全可以以国债取代；至于增量债务融资，在经济发展好、财政可持续的地区可以允许自主发债，经济落后、财政收入不稳定的地区可以通过加大中央转移支付力度或者利用政策性银行贷款融资。

总之，新时期依然需要有为政府，只不过政府的作为应该从工业化时期推动大规模投资转向后工业化和人口老龄化时期的公共服务；新时期依然需要发挥中央和地方两个积极性，只不过需要更多地发挥中央财政的积极性。

[1] 殷剑峰、王蒋姜、麦丽斯，“我国地方政府债务的区域不平衡问题研究”，《金融评论》2020 年第 1 期。

[2] 殷剑峰，《金融大变革》，社科文献出版社 2014 年第一版。

[3] Bordo, Michael D., Agnieszka Markiewicz and Lars Jonung, 2011. "A Fiscal Union for the Euro: Some Lessons from History", NBERworking paper, No. 17380.

[4] 殷剑峰、韩爽，“财政稳经济、货币稳债务——高政府债务背景下的财政货币政策配合”，《经济社会体制比较》2021 年第 5 期。

内容来源：《经济》杂志

资管新规过渡期临近 银行理财子公司转型提速

曾刚 上海金融与发展实验室主任 国家金融与发展实验室副主任

王琪 上海金融与发展实验室研究员

2021年是资管新规过渡期的最后一年，银行理财市场的净值化转型已进入冲刺阶段，理财子公司也逐渐成为银行理财市场的主角。预计随着资管新规过渡期的结束，理财子公司将成为银行资管业务的主要载体，银行理财行业的发展也将步入全新的阶段。随着A股上市银行半年报披露完毕，各家银行理财子公司的经营状况随之浮出水面。

理财子公司整体盈利能力大幅度提升

综合上市银行半年报披露情况来看，2021年上半年，理财子公司运营状况有以下特征：

一是整体盈利能力大幅度提升。在已公布的上市商业银行半年报中，有18家上市银行披露了理财子公司的经营情况。整体来看，这18家上市银行理财子公司全部实现盈利，总盈利额为101.18亿元。理财子公司的利润来源主要包括投资管理费和销售服务费，投资管理费包括固定管理费和浮动管理费。2021年上半年理财子公司净利润会出现明显增长，一方面是由于理财子公司新发理财产品规模不断增加，另一方面则是因承接母行的理财产品越来越多，产品管理规模大幅上升，使得净利润增速也大幅提升。

二是单个理财子公司盈利能力差别较大。2021年上半年，在已披露业绩的18家理财子公司中，兴银理财业绩最为突出，报告期内实现净利润19.83亿元，较2020年全年利润增加6.38亿元，增幅达47.43%，一举成为2021年上半年“最赚钱理财子公司”。从母行类型来看，股份制银行理财子公司“业绩”相对优异：18家理财子公司中，2021年上半年净利润排前5的均为股份制银行理财子公司，分别为兴银理财、招银理财、信银理财、平安理财和光大理财，分别实现净利润19.83亿元、15.57亿元、9.9亿元、8.20亿元、6.91亿元。

2021年上半年净利润排行榜榜五之后，才是6家国有大行理财子公司：名次依次为交银理财、农银理财、建信理财、中银理财、中邮理财、工银理财，分别实现净利润6.06亿元、5.85亿元、5.29亿元、4.85亿元、4.47亿元和3.33亿元。其中，建信理财净利润同比增幅较高，超过300%。六大行的理财规模不输股份行，但盈利能力差距还是较为明显。

三是理财市场集中度大幅上升。理财产品规模方面，截至2021年6月底，共有11家A股上市银行理财子公司披露了理财产品规模，合计达到10.09万亿元，其中，招银理财以2.64万亿元位居首位，较上年末增长7.76%，且均为表外理财产品；兴银理财规模达1.61万亿元，较上年末增长9.02%；工银理财、农银理财的产品规模也在万亿以上。根据银行业理财登记托管中心发布的《中国银行业理财市场半年报告（2021年上）》显示，截至2021年6月底，理财产品存续规模达25.80万亿元。按规模计算，上述11家银行理财子公司贡献了近全市场一半的理财产品

品规模。随着资管新规过渡期时限逐渐临近，商业银行理财业务将全部纳入子公司，从现有情况来看，新增理财子公司数量有限，理财市场集中度或将继续提升。

四是净值型产品逐渐占据主导地位。面对资管新规过渡期倒计时，今年上半年理财产品净值化转型提速明显。根据《中国银行业理财市场半年报告（2021年上）》，2021年上半年，理财产品存续规模为25.80万亿元，同比增长5.37%。其中净值型理财产品占比近八成，存续规模为20.39万亿元，相较于去年同期提高了23.9个百分点。具体到理财子公司看，招银理财管理的理财产品余额为2.64万亿元，较上年末增长7.76%。其中，新产品余额占比为80.68%，达2.13万亿元，占比较上年末提高了12.92个百分点。兴银理财管理的理财规模为1.61万亿元，较期初增加1331亿元，增长9.02%；其中，符合资管新规的新产品规模为1.35万亿元，占比达83.69%。而农银理财管理的理财产品余额达1.12万亿元，均为净值型理财产品。

五是积极培育权益类投资能力。与商业银行内部的理财业务相比，理财子公司的优势，除了产品端销售门槛降低外，投资范围的扩大，也让理财子公司可以为客户提供更为丰富的产品体系。也正因为此，各家理财子公司纷纷将培育权益类投资能力作为中长期发展的重点之一，同时在产品端也展开了初步的尝试。从目前的情况看，相关工作仍处于起步阶段，股份制银行相对更积极。截止到2021年6月末，已备案的银行理财子公司产品中权益类产品达到14只，其中8只是在今年发行并成立，光大理财及招银理财各有3只权益类理财产品，是目前市场上发行权益类理财产品最多的银行理财子公司，宁银理财、信银理财、华夏理财各有两只，工银理财、贝莱德理财各有1只。

过渡期临近，理财子公司仍面临一定调整压力

伴随着2021年底资管新规过渡期的逐渐临近，我们发现，部分商业银行（特别是国有六大行）及其理财子公司仍面临一定的调整压力，具体表现在：

一是部分商业银行理财产品尚未转移至理财子公司。在已经获批开业的理财子公司中，部分商业银行已将存量理财业务逐步迁移至理财子公司，但产品迁移过程中仍然存在一些问题，主要体现在，按照监管层的态度，理财子公司应“洁净起步”，因此，银行对不合规产品的整改效率也影响理财子公司的承接节奏。从2021年半年报中我们不难发现，国有商业银行由于既有产品存量较大，迁移节奏相对较慢，如，建设银行及其理财子公司产品规模合计18493.93亿元，其中建设银行理财产品规模9031.27亿元，建信理财子公司产品规模9462.66亿元，考虑到资管新规过渡期即将结束，相关工作仍比较繁重。

二是非净值型产品仍占据一定的比例。资管新规过渡期即将结束，银行理财的整改工作正处于最后冲刺阶段，在推进“老产品”压降的同时，部分银行的净值型产品比重已持续上升至80%以上，但也还存在一些挑战。

从部分银行披露的信息看，比如建设银行半年报显示，截至2021年6月底，建行净值型理财产品1.23万亿元，较年初增加2416亿元；保本理财产品283亿元，比年初减少了285亿元；兴业银行半年报显示，6月末标准净值型理财余额9953.12亿元，新增1630.42亿元，净值型产品占理财总量的82.97%。从公开数据中不难发现，各家银行非净值产品仍占有一定比例，而且，部分净值型产品在估值上也面临与其他资管机构一致性的要求，相关调整预计还需要一定的时间。

银行理财行业将步入全新阶段

理财公司快速发展并成为理财市场的主体，顺应了资管新规的要求，不仅为资管市场的发展注入了新生力量，也开启了银行理财业务规范、可持续发展的新阶段。与之相对应，配套的理财监管细则不断完善，9月8日，银保监会发布《理财公司理财产品流动性风险管理办法（征求意见稿）》，旨在加强理财产品流动性风险管控，保护投资者合法权益，进一步夯实了理财公司的监管制度体系。此外，理财行业的集中登记、第三方托管和信息披露等中介性服务不断发展，理财市场基础设施建设不断完善，也为理财子公司发展创造了更为适宜的市场环境。

按照监管的意图，到2021年底，理财子公司将完全代替商业银行，承担理财产品的设计及销售工作，理财产品将由净值型理财产品替代固定收益类理财产品，理财产品潜在风险将由投资者承担。鉴于此，我们认为，理财子公司应当从以下几个方面提升自身能力，以适应监管及市场的要求：

一是提升产品管理能力。伴随着全面净值化时代的到来，理财产品线的安排、标的资产的行情、理财子公司投研能力、全面风险管理能力都将成为净值型理财产品业绩基准的有力支撑。如兴银理财的“天天万利宝”固收+产品，其超额收益不仅提升公司业绩，更有助于吸引更多潜在投资者。理财子公司刚成立不久，短期内，与公募基金的合作是其首选：从已披露的公募基金中报数据来看，多家银行理财子公司出现在上市基金的前十大持有人名单中，借道公募基金委外投资仍为银行理财子公司参与权益市场的主要方式之一。

二是拓宽合作渠道。理财子公司的业绩源于其产品规模的不断扩大，除母行代销以外，拓宽合作渠道是眼下的当务之急。如交银理财实现行外代销产品余额1764.11亿元，占比17.13%，行外代销规模在理财子公司中排名第一。我们认为，委外代销业务不仅能拓宽理财子公司合作渠道，也是拿不到理财子公司牌照的中小银行进入理财业务的唯一渠道。

三是强化投资者保护与教育。打破刚兑实现投资风险的买者自负，是资管新规的核心要义，也是银行理财产品净值化转型的主要目标。在这个过程中，提高对投资者权益的保护和教育是非常重要的基础性工作。一方面，需要进一步强化理财业务从设计、销售以及投资等各个方面的投资者保护和信息披露要求，压实受托人责任，这也是目前各类理财子公司监管制度（包括销售新规、流动性风险管理规定等）重点规范的领域。理财子公司需要根据相关要求，逐步完善相关管理制度，切实做好对投资人合法权益的保护。另一方面，也需要针对理财净值化之后，理财产品风险、收益特征的变化，加强与投资者的沟通、教育，培育更为理性的投资理念，为理财产品的转型创造更为良好的市场环境。

四是引进国际上成熟的战略投资者。与欧美等发达经济体相比，我国资管业务发展时间较晚，理财子公司更是刚设立不久，各项业务仍处于摸索阶段，适时引进国际上成熟的战略投资者是当下理财子公司优先考虑的选项。通过引入外资战略投资者，可逐步解决发展瓶颈问题，借助国际先进经验，进一步完善公司治理结构及产品体系，从而更好地服务投资者。

（内容来源：21世纪经济报道）

金融发展、资产泡沫与实体经济：一个文献综述

王永钦 上海金融与发展实验室学术委员会委员 复旦大学经济学院教授

高 鑫 德国曼海姆大学经济系博士生

袁志刚 复旦大学经济学院教授

杜巨澜 香港中文大学经济系副教授

一、引言

金融发展对经济发展有重要的影响，好的金融体系可以将资金从低效率的持有者转移给高效率的使用者，促进经济发展。至少从熊彼特（Schumpeter, 1911）开始，经济学家们就开始认识到并强调金融体系对于企业家精神的释放和经济发展的重要性；当代的发展经济学研究也强调并证实了信贷约束是经济发展的一个重要制约，促进经济发展的一个重要途径就是要缓解信贷约束，释放企业家精神，从而促进经济的增长（如 Banerjee, 2003）；金融发展还会通过更好的风险分担（保险）来提高生产效率，降低经济的波动，促进经济的发展（如 Ramey and Ramey, 1995）。

但上述文献均忽略掉了如下两个重要问题：什么样的金融体系能促进实体经济的发展，而不是资产泡沫的发展？什么样的金融体系能减少经济的波动，避免经济周期性地被金融危机所困扰？近年来的金融危机，特别是 2008 年爆发于美国金融体系的全球性金融危机促使经济学家们思考，金融体系与实体经济的内在关联究竟是什么。特别地，资产泡沫在其中发挥着什么作用？

金融体系对经济的发展模式有着深远的影响。例如，经济学家们开始回过头来反思和研究德国和日本的发展道路（Eichengreen, 2006）。在 1985 年前，日本和德国的发展道路几乎是完全相同的：发达的制造业、出口导向的发展战略和银行主导的金融体系；但在 1985 年后，两国走上了不同的发展道路：1985 年，日本政府放松了金融管制，允许原来通过邮政储蓄系统只能流向实业发展的资金可以流向房地产领域，结果在短短的五年时间内，日本的泡沫经济发展到了巅峰，终于在 1990 年资产泡沫破裂，日本经济从此陷入了迄今尚未走出的长期萧条；而德国则一直通过房租管制等手段对房地产部门进行严格的规制，限制了房地产市场的泡沫，其实体经济持续保持强劲地增长。

在这样的历史背景下，最近几年对资产泡沫与实体经济之间关系的研究方兴未艾。经济学家们对于资产泡沫的成因及其对资源配置的影响，以及资产泡沫在经济增长和波动中所发挥的作用，已经有所研究并得出了一些非常重要的洞见。所以，很有必要通过一条清晰的逻辑主线，来对最近的相关文献进行系统地梳理。从中整理得出的理论

洞见一方面可以帮助我们更好地理解这些文献之间的内在联系，另一方面可以帮助我们更好地理解资产泡沫与实体经济之间的关系，以制定更好的政策，来促进经济更健康地发展。

有关资产泡沫与实体经济之间关系的研究对于中国而言更有着特殊意义。中国的经济在过去三十多年中取得了快速的发展，中国也已经成为世界第二大经济体。但是，近年来，学术界和政策界都担心中国是否已经出现了资产泡沫，特别是在房地产领域。在过去几年内，随着房地产价格的飞涨，很多工业企业放弃了原来的制造业发展，转而热衷于在房地产等资产市场上投机。这使得人们担心中国是否会步日本的后尘，走上泡沫经济的发展道路。另外，迄今为止，历史上所有的发展中国家在金融自由化的过程中都爆发过金融危机。金融改革和金融发展是中国当前最重要的政策议题之一，对于中国在经济发展中如何避免或者缓解经济波动，如何在金融自由化的过程中避免金融危机的困扰这些问题，在理论层面上应该都有充分的研究，并在政策层面未雨绸缪，从而通过必要的金融改革来促进经济更有效率和更平稳地增长。

值得注意的是，在方法论上，相关文献都采取了一般均衡这种稳健的方法，将不完全信息和不完全合同导致的问题嵌入到（不完全市场）一般均衡中，为理解真实世界的现象和制定政策提供了扎实的基础。任何文献综述都要有所取舍，我们将忽略基于非理性行为的文献，因为基于非理性行为的文献迄今尚没有形成统一的理论范式。

本文其余部分将沿着如下逻辑主线展开：第二部分论证金融市场的不完全性（金融市场欠发达）是如何导致资产泡沫的产生的；第三部分讨论资产泡沫与实体经济的关系，即什么情况下资产泡沫会缓解经济中的扭曲，什么情况下又会加剧经济中的扭曲，使得经济增长偏离黄金律；第四部分讨论金融发展、资产泡沫与经济波动之间的关系；第五部分进一步分析制度质量是如何影响金融发展和金融结构的；第六部分分析金融开放如何会放大一个经济体的经济中的扭曲并加剧经济波动；第七部分讨论中国金融改革和金融发展需要注意的一些问题。

二、金融市场的不完全性与资产泡沫的产生

资产泡沫指的是资产的价格偏离了基本面的情形。如果一种资产今天的价格高，只是因为投资者相信明天它的价格会上涨，而与经济的基本面没有关系，那么泡沫就存在了（Stiglitz, 1990）。泡沫可以说是一种资产的定价扭曲。在完全的金融市场上，对应于每种可能的未来的状态（states of the world），事前都可以通过对应的金融工具及其组合来对冲掉风险，所有的资产都能够得到正确的定价，因而是不会产生资产泡沫的。资产泡沫的产生是由于金融市场的某种不完全性，即缺乏某种或者某些可以用于在不同的状态之间配置资源的金融资产。金融市场的不完全性有很多不同的表现形式，我们仅讨论其中主要的表现形式。

第一种金融市场的不完全性来自隔代交易者之间不能交易，即这样的金融市场是缺失的，因为未来的交易者还没有出生，这就是经济学中著名的跨际迭代（OLG）模型。在 Samuelson（1958）开创性论文的基础上，基于跨际迭代模型讨论资产泡沫产生和演变的文献开始大量出现。Tirole（1985）在 Samuelson（1958）的基础上证明，在理性经济人的前提下，资产泡沫只会无限期模型中存在；而在有限期内，根据逆向归纳法，最后一期的交易者将不会购买该泡沫资产，从而倒数第二期的交易者也将不会购买，以此类推，这样在均衡中就不会出现泡沫。所以，OLG模型中的无限期是在理性预期中出现资产泡沫的关键条件。

如果市场参与者对于经济的基本面不能达成足够的共识，那么即使在有限期内也可能会出现泡沫。Allen et al. (1993) 进一步从共识 (common knowledge) 的角度指出，如果投资者之间对于市场的基本面的看法不是共识，那么在离散时间且有限期的情况下，在理性预期均衡中也会出现泡沫。他们证明了泡沫存在的三个必要条件：(1) 泡沫发生期间，交易者拥有私人信息；(2) 交易者受到卖空的限制；(3) 市场的情况在交易者之间不是共识。在这里，卖空限制也起了关键的作用，卖空的限制使得悲观者的观点不能反映在价格上，价格只反映了乐观者的观点，从而使得价格过高。

第二种金融市场的不完全性来自可以用作抵押品的资产的匮乏。信息问题和合约的实施问题都会导致信贷约束，使得有效率的项目得不到融资。信贷市场上信息不对称导致的逆向选择和道德风险，会使得信贷市场出现信贷配给 (Stiglitz and Weiss, 1981)；合约的不完备性也会导致信贷约束。在这种情况下，足够的抵押品可以放松企业面临的信贷约束，提高经济的效率。在这个意义上，Farhi and Tirole (2012) 认为，外部流动性越稀缺，可抵押的公司收益越有限，也就是信贷约束越严重，泡沫越有必要也越容易产生。

第三种金融市场的不完全性表现为，金融市场中缺乏为未来不确定的状态进行保险和保值的金融工具，这样经济主体 (消费者和生产者等) 就要承受难以化解的风险，从而不能在不同的状态之间平滑自己的消费和产出。例如，由于道德风险问题，不存在一种针对劳动收入波动的保险。金融市场的这种不完全性不仅使得经济主体的风险分担达不到最优水平，而且会影响到生产效率，因为生产者会放弃那些预期产出高但风险也高的项目。

在一般均衡中，金融市场的不完全性会扭曲那些现有资产的定价，使得一种资产要发挥多种职能。例如，如果金融市场是完全的，那么土地的价格只等于其未来产出的贴现值；但如果存在信贷约束，那么土地的价格除了未来产出的贴现值外，还包含了其充当抵押品的价值。类似地，在完全的金融市场上，均衡的住房价格应该等于其未来居住效用的贴现值，但如果存在信贷约束和风险约束，那么均衡的住房价格还应该包含住房的抵押品价值和保险价值。如果我们再引入跨际迭代问题，那么住房价格还会有更大的定价扭曲。

金融市场不完全导致资产泡沫这个思想得到了 Caballero and Krishnamurthy (2006) 以及 Caballero et al. (2008) 的支持。在大部分发展中国家，一方面存在市场不完全性，另一方面较差的制度环境又放大了市场的不完全性，为资产泡沫的产生提供了条件。发展中国家金融市场的不完全性的一个重要表现就是金融资产的匮乏，其中一个表现是居民和企业缺乏可以充当抵押品和保值手段 (store of value) 的资产，房地产市场往往充当了抵押资产和可保值的资产。一旦放松土地和房地产市场管制，资金就会纷纷流入这些市场；在一个封闭而快速发展的经济体中资产泡沫便开始产生并且愈发膨胀起来。

总之，信贷约束和风险约束是经济发展的两个重要制约，金融市场的不完全性会严重地制约经济发展，经济欠发达反过来又会加剧这两个约束，从而使经济陷入贫困陷阱中。而金融发展就是通过金融市场的完备化 (completion) 来放松信贷约束、风险约束等来更好地配置资源的过程。

三、资产泡沫与实体经济：缓解还是加剧经济中的扭曲

在金融市场不完全的情况下，经济中的投资水平会偏离社会最优的水平，既可能高于社会最优水平，也有可能低于社会最优水平。资产泡沫既可以“挤出”投资，也可以“挤入”投资，因而既可以缓解经济中的扭曲，也有可能加剧经济中的扭曲。

（一）资产泡沫的有利方面：缓解经济中的扭曲

如果在没有任何摩擦和扭曲的完全的市场下，在最优的配置中，经济增长中资本的边际产出应该等于人口的增长率，这被称为“黄金律”；同时在竞争性市场上，资本的边际产出应该等于利率。所以，利率等于人口的增长率。但是，当存在跨际迭代导致的市场不完全时，利率将偏离人口的增长率。一种可能是利率低于人口增长率，这意味着利率过低而投资过多，这就是动态无效率问题（Diamond, 1965）。

在这种 OLG 情况下，如果能够“挤出”一些投资，就可以缓解经济中的动态无效率，泡沫资产就是一种可以挤出一定的投资而缓解经济动态无效率的金融工具。Tirole（1985）引入了资产泡沫。在一种均衡中，资产泡沫可以吸收一部分储蓄，从而提高利率，并挤出一些投资，使得经济恢复到动态有效率的黄金律。从某种程度来说，资产泡沫克服了 OLG 中的市场不完全，使得金融体系完备化了，从而可以消除投资的动态无效率。值得注意的是，只有当经济处于动态无效率时，才可能存在资产泡沫。

在经济中存在信贷约束的情况下，经济中缺乏可以用作抵押品的金融资产，很多有效的项目得不到融资，投资在社会意义上是不足的。这种情况下，泡沫资产本身可以作为一种抵押品，从而可以放松企业的信贷约束，使企业可以获得更多的外部融资，即可以“挤入”投资，从而提高经济的效率，促进经济增长。Farhi and Tirole（2012）在 OLG 的基础上进一步引入企业的信贷约束，来研究资产泡沫的作用。他们通过考查内部流动性（inside liquidity）和外部流动性（outside liquidity）论证了资产泡沫“挤入”和“挤出”投资的机制：内部流动性是指受到信贷约束的企业发行的证券（以企业未来的投资收益做抵押），外部流动性则是来自经济中其他部门的资产（资产泡沫本身属于一种外部流动性）。由于泡沫资产可以充当抵押品（保值功能），因而受信贷约束的企业会投资于泡沫资产，这会使得利率上升，外部流动性的供给增加，此时非企业部门成为外部流动性的净供给者，资产泡沫使得资产从非企业部门转移到了企业部门，从而“挤入”了投资，此时资产泡沫与投资是“互补”关系。因此，与 Diamond（1965）及 Tirole（1985）不同的是，存在信贷约束的情况下，资产泡沫对投资的“挤入”会缓解经济中的动态无效率；而且更有趣的是，存在信贷约束时，即使在经济动态有效率的情况下，泡沫也会在均衡中存在，因为泡沫在均衡中承担了缓解信贷约束的功能。

资产泡沫对不同生产率的企业可能具有不同的影响。Martin and Ventura（2012）进一步引入了企业的异质性，通过分析资产泡沫对不同类型企业的不同影响，研究了资产泡沫对经济增长的影响。从投资者角度来看，今天的资产价格依赖于市场对未来资产价格的预期：当投资者乐观时资产价格上升，企业净值增加，放松了投资者的信贷约束，并改善了投资的配置，同时也促进了资本积累和消费；当投资者悲观时，将出现相反的情形。在一个投资者受到信贷约束的经济中，资产泡沫提高了生产率高的投资者的抵押品的价格，从而使他们能够获得更多的信贷，其投

资也更多。这样，资产泡沫使得信贷市场上的资源从生产率低的投资者那里转移到了生产率高的投资者那里。在引入了企业的异质性后，我们看到，资产泡沫不仅影响到经济的总体效率，还会在不同的企业之间产生再配置效应。

资产泡沫不仅影响到信贷资源在不同企业之间的再配置，还会影响资源在消费品和投资品之间的配置，从而可能会提高资源配置的效率。Ventura (2012) 通过区别消费品和投资品，认为资产泡沫减少了非生产性的投资，降低了投资品的价格，使得生产率高的投资者投资更多。同时，资产泡沫也使得资源从非生产性的投资者那里转移到了生产性的投资者那里。

(二) 资产泡沫的不利方面：加剧经济中的扭曲和波动

在一定的条件下，资产泡沫又会加剧经济中的扭曲，并加剧经济的波动。这部分我们侧重于讨论经济中的效率扭曲，而在后面专门讨论周期性波动。资产泡沫毕竟会吸收一部分储蓄，这在总量上会“挤出”一些投资；如果泡沫资产充当抵押品时放松企业信贷约束的作用（“挤入效应”）比较小，那么资产泡沫的存在就会使得投资水平低于社会最优水平 (Martin and Ventura, 2012; Farhi and Tirole, 2012)。资产泡沫对资源配置的净效益将取决于“挤出效应”和“挤入效应”的相对大小。资产泡沫破灭的时候对实体经济投资的“挤出”效应更加明显：资产泡沫的破灭往往引起利率下降，外部流动性的供给随之增加并且需求增加，此时非企业部门成为外部流动性的净需求者，资产泡沫使得资产从企业部门转移到了非企业部门，从而“挤出”了投资，此时资产泡沫与投资是“替代”关系。

资产泡沫对资本配置最为严重的影响是引起资金从实体经济部门流向业已过度繁荣的房地产市场和证券市场。在“挤出效应”占主导的情况下，资产泡沫会吸引众多单纯出于投机或者资产保值动机的投资者，从而使社会有效投资或者说生产性投资下降，生产部门萎缩，投机盛行，资源配置效率低下，长期内经济增长缺乏动力。日本在 20 世纪 80 年代通过立法和行政命令对不动产投资采取各种优惠政策，并且通过修改证券交易法、放宽企业上市资格标准等举措把民间资金吸引到房地产市场和股票交易市场。日本的地价和股价从 1984 年左右开始上升，地价和股价的上涨又进一步将资金吸引到了股票和房地产市场，投机热潮兴起，生产性投资下降，实体经济部门受到挤压。

通过以上的讨论，我们看到，资产泡沫对实体经济效率的影响高度依赖于金融结构、金融发展程度和有效的监管，在评价资产泡沫的影响时，需要清楚地识别出经济中存在哪种或者哪几种金融市场的不完全性，需要研究它们之间的交互作用对经济的效应。金融发展和资产泡沫，除了影响经济增长之外，还会影响到经济的周期性波动，我们在下一部分更深入地讨论金融发展对经济波动的影响。

四、不完全金融市场、金融结构与经济波动

传统的实际经济周期模型假设金融市场是完全的，因此金融体系是不起作用的（或者说对经济的影响是中性的），唯一引起经济波动的是实际的技术冲击。Bernanke and Gertler (1989) 在实际经济周期中最早地引入了融资合约中的代理问题来研究金融市场是如何加剧经济的波动的，这里的金融合约的代理问题是 Townsend (1979) 意义上的高成本的状态验证 (costly state verification)，即投资者和企业之间的信息不对称来自状态的难以验证性。代理成本的存在意味着，企业在使用来自投资者的外部资金时必须付出额外的成本，因此企业将首先利用自己的自有资金进行投资。这样企业的资产负债表的净值 (net worth) 就变得很重要：在经济状况好的时候，企业的净值比较

高，企业的融资成本就比较低，企业的投资就会比较高，这会推动经济的繁荣；相反，在经济状况差的时候，企业的净值比较低，而融资成本就变得高了（因为必须从外部融资），从而会抑制企业的投资，这样会使得经济更加萧条。经济周期就这样被金融合约的问题放大了。值得注意的是，在 Bernanke and Gertler（1989）的模型中，企业受到的局部的负面冲击，会转化成整体的经济波动。他们发现企业资产负债表的净值对经济波动的影响与费雪（Fisher，1933）早年提出的债务—萧条理论是非常一致的，或者说在一定程度上模型化了费雪的理论。

与 Bernanke and Gertler（1989）的状态不可验证性这种合约问题不同的是，Kiyotaki and Moore（1997）关注了金融合约的不完备性，从而明确地引入了抵押品约束问题；另外的一个不同点是，他们还在经济中引入了异质性：经济中有一个高效率的生产部门和一个低效率的生产部门。在他们的模型中，生产性资本既参与生产过程，又可以充当外部融资的抵押品。在经济繁荣的状态，生产性资本的价格较高，从而能够为融资提供的抵押价值也越高，企业就越能得到有效的融资；而在经济萧条的状态，生产性资本的价格很低，其作为抵押品的价值也很低，企业的融资就会受到很大的制约。这样，合约的不完备性引起的抵押品约束的问题也会加剧经济的波动性。

Kiyotaki and Moore（1997）的一个缺陷是，在他们的模型中借债的杠杆率相对而言是外生的，因此他们模型中的金融合约不是内生的。Geanakoplos 与他的合作者们发展了一个内生抵押约束和内生杠杆率的一般均衡理论，如 Geanakoplos and Zame（2014）。这个理论的核心思想是，由于经济中抵押品的稀缺，不同抵押品的金融合约（即使它们的其他方面如收益是相同的）是不同的，均衡的金融合约的价格是由金融合约市场和抵押品资产市场的互动决定的，即抵押品资产的价值是在与金融合约的价格互动中内生决定的。值得注意的是，金融合约进而金融市场的不完全性在他们的模型中是内生决定的：只有那些具有足够抵押的金融合约才能在均衡中出现和得到交易，而大量的金融合约在均衡中是不会出现的。

Fostel and Geanakoplos（2008）进一步在这个内生金融合约理论的基础上发展出了一个动态的杠杆周期理论来理解杠杆率和资产价格的周期性波动。在他们的模型中，投资者是异质的：他们对经济的未来具有不同的看法，乐观的投资者更看好未来（认为好的状态会以更高的概率出现），悲观的投资者则相反（认为坏的状态更有可能出现）。乐观者将是资产的购买者，而悲观者将是资产的出售者，在投资者连续分布的情况下，均衡的资产价格是由边际（在卖与买之间无差异的）投资者的类型决定的。经济中出现坏消息会引发金融危机。坏消息会动摇投资者的信心并增加他们之间看法上的分歧，紧张的放贷者会要求更高价值的抵押品，这样就会出现去杠杆化；而恰恰是那些乐观的人会去借钱买资产，所以乐观者会遭遇去杠杆化，资产价格会暴跌；资产价格暴跌则会进一步加剧这个去杠杆化的过程。按照这个理论，在经济繁荣时期，杠杆率过高；而在经济危机时期，杠杆率过低。这个理论对于我们理解当代金融体系具有重要的意义，因为当代金融体系的很多金融合约背后都有抵押品资产，如引发近期金融危机的电子银行体系中的资产抵押证券（ABS）。这个理论的一个重要的政策含义是，通过对杠杆率进行适当的监控，政府的干预可以缓解经济的周期性波动。

实证方面的研究也确认了金融发展对经济增长的波动性具有重要的影响。Ramey and Ramey（1995）在一篇有影响的研究中，发现了金融发展和经济增长的波动性显著负相关，而且这种关系非常稳健，他们将其解释为金融发展

与经济增长波动性之间的因果关系。Aghion et al. (2010) 进一步区分了不同的项目：生产率低的短期项目和生产率高的长期项目。在金融市场完全的情况下，长期项目的收益是反周期的，会降低经济的波动；而在金融市场不完全的情况下（存在信贷约束和风险约束），长期项目更容易遇到流动性风险。因此，金融市场的不完全会同同时决定经济增长的高波动性和低增长率。他们的这些发现得到了跨国面板数据的验证。

五、制度质量和内生的金融结构

我们还需要进一步追问，究竟是什么因素决定了一个国家的金融体系的结构和不完全程度呢？接下来，我们将讨论一些代表性文献，这些文献研究了一个国家的制度质量和结构对于金融体系和金融发展的重要决定作用；换言之，金融市场的完全性程度和金融结构是内生的。一个经济体的制度质量会对其金融结构进而对金融市场的完全性有重要的影响。这里所说的制度主要是指在投资者的产权保护、合约实施等方面所建立的正式的法律制度和非正规的制度。具体而言，制度对金融结构有三个方面的影响。

首先，制度影响到金融体系中均衡的金融合约。我们前边讨论过，合约的不完备性和信息不对称问题是金融市场失灵的主要原因。不同的金融工具对法律体系等制度基础设施的要求是不同的。从金融体系设计的角度来讲，债权类金融工具（相对于股权类金融工具来说）更适合法律体系不健全的国家。这是因为，从状态验证的角度来讲，债权的法律实施在事后只需要对两种状态（states of the world）——正常状态和（违约）破产状态进行验证，而股权的实施则需要对无穷多的状态进行验证（Townsend, 1979）。换言之，债权只要是非违约状态，就是对信息不敏感的（information insensitive），因此不容易在金融市场引发逆向选择，从而维持正常的金融交易（流动性）；而股权是对信息最敏感的，也是最容易引发逆向选择的。最近的经济学研究发现，债权是能够最大化交易量（流动性）的金融工具，而股权是最小化交易量（流动性）的金融工具（Dang et al., 2015），其他的金融工具则介于这两个极端之间。所以，对于制度比较弱的发展中国家来说，最适合的金融工具是债权类金融工具，而不是股权类金融工具。这些理论发现已经得到了“法与金融”文献（La Porta et al., 1998）的实证支持。Du（2008）的实证研究也发现，在腐败程度高的国家，企业融资呈现出股权集中和依赖于债权融资的特征，这有助于保护投资者的利益。

其次，制度质量还会内生地决定债权类金融工具的最优期限。Diamond（2007）深入研究了法律制度与一国金融结构之间的关系。他认为当对投资者的保护较差时，就有必要对借贷进行监管，这将导致银行主导的金融体系或家族企业。对银行实施监管的法律环境是一国金融体系成功的关键。当法律的实施成本较高或存在腐败时，金融合约必定是短期性的。法律保护力度以及法律实施的成本决定了银行或企业债务的期限结构。如果一国的金融活动以及投资行为均是短期性的，必然不利于一国的长期发展。

最后，制度质量还会内生地决定一个国家的债券类工具的杠杆率。当一国的制度质量较弱时，投资者担心金融合约的违约，所需要的抵押率一般较高，这会使得信贷约束更为严重。传统文献比较关注债务合约的利率，而没有关注杠杆率。实际上，在存在信息和合约问题时，借贷双方会同时考虑利率和杠杆率，它们都在均衡中被内生地决定（Geanakoplos, 2010）。制度质量（对债权人权利的保护程度）越高的国家，所需要的抵押率（抵押品占贷款的

比例)就越低,相应地,杠杆率就越高;反之则反是。更进一步,制度质量还影响到哪些资产可以用作抵押品,制度质量越低,流动性高的资产越容易成为抵押品,而流动性低的企业专用性资产则越不容易成为抵押品,反之则反是。Liberti and Mian (2010) 等的实证研究验证了上面的理论。

总之,制度质量会影响到金融合约的结构(如,股权还是债权、期限结构、杠杆率等),进而会影响到金融市场的完全性程度(金融发展程度)。接下来,我们将会看到,在金融开放的情况下,国内的制度质量还会影响到金融开放与经济发展和经济波动之间的关系。

六、金融开放的作用:缓解还是放大国内经济的扭曲

与贸易开放不同的是,金融开放对经济增长和经济波动的影响是非常复杂的。金融自由化对一个经济体带来的影响取决于其金融发展程度。在经济波动方面,金融市场的摩擦可能放大经济的周期性波动,也可能成为经济波动的一个来源。开放经济条件下引起经济波动的一个重要方面就是资本流动的波动,而金融发展程度同样是影响资本流动波动的一个重要因素。

在资本账户开放的情况下,实际汇率——非贸易品和贸易品的相对价格——也成了经济波动的一个来源:经济繁荣时一国实际汇率上升,挤压了利润,借贷和投资下降,经济增长放缓(Aghion and Banerjee, 2005)。另一方面资本流动使得情况更为复杂,它使得经济繁荣时投资增长过快,本来在封闭的资本市场上由于资本数量有限,经济对于资金流冲击的反应是有限的,但资本市场的开放使得资金来源更为复杂多样,使得经济波动的范围和幅度扩大(Aghion and Banerjee, 2005)。此外,Aghion and Banerjee (2005)还论述了另外一种引起经济波动的机制:在经济繁荣时期,随着投资的增加,国内要素的价格因需求增加而提高,这最终使得投资者的借款能力下降,由此国内要素的需求也随之下降。此时,宏观经济经历了一个衰退期,国内要素的相对价格下降,由于投资不足一部分要素也被闲置。然而,随着要素价格的下降,利润又开始增加,投资也被拉动起来,新一轮经济繁荣又开始出现。在此过程中金融发展程度扮演着重要角色:金融发展程度较低时投资水平也较低,投资需求不足以推高国内要素的价格;金融发展程度较高时投资需求总能维持一个正的国内要素价格;金融发展程度中等时资金流的冲击成为经济波动的一个来源。

以上文献都没有明确地将资产泡沫引入分析。Ventura (2012)首次将资产泡沫明确地引入到国际资本的流动中进行分析。他假设国际产品市场是高度一体化的,从而长期内各国的经济增长率正相关,这意味着储蓄率高的、技术先进的、政策更灵活的国家平均来说更富裕,但增长速度较慢,而国际金融市场由于交易成本、信息不对称以及政策性壁垒等不是一体化的,从而各国金融市场上有不同的资本回报率。这样,资产泡沫自然很容易在那些资本的期望回报率低于经济的平均增长率的国家产生,因为其缺乏高效率的项目(Ventura, 2012)。在生产率较低的国家产生的资产泡沫,吸收了一定的储蓄,从而挤出了一些低效率的投资,并增加了本国消费。这种需求的变化降低了各国间投资品相对于消费品的价格,增加了高生产率国家的投资,从而改善了资源在各国间的配置。由于这种资源的转移是通过价格变化而完成的,并没有涉及资本流动,因此在这种情形下资产泡沫是对国际资本流动的一种替代。总体而言,资产泡沫通过改善投资的效率提高了世界经济增长率。而同时在经济的波动方面,由于资产泡沫使得投

资从低生产率的国家流向了高生产率的国家，世界经济对于这些高生产率的国家产生的冲击会更加敏感，换言之，这些高生产率国家经济的波动会转换成世界经济的波动。

传统观点认为：金融自由化将引起资本流入，使投资增加，经济波动性下降，经济得到发展；此外，正如经常账户自由化使得发展中国家能够获得先进技术一样，资本的自由流动还可以使得国内金融市场加速发展，从而资本和个人风险在国内得到更为有效的配置和分担。然而，各国的经验表明，金融自由化并不必然带来上述结果。在一些经济发展程度较高的新兴市场国家，确实获得了大量资本流入，但在另外一些经济发展程度较高和大部分经济发展程度较低的国家，资本流入量很低甚至为负（Bonfiglioli, 2008）。总之，金融自由化给一个国家带来的资本流动净效应是不确定的，并且也使得消费和产出的波动性增大（Kose et al., 2003），有时还会引起金融市场大幅动荡甚至产生金融危机。金融自由化给不同国家带来的不同影响，大致取决于三个方面：该国的经济发展程度，该国的金融发展程度，以及该国的制度质量的好坏（Broner and Rigobon, 2006; Papaioannou, 2009）。传统观点之所以与现实情形相背离，是因为传统观点忽略了金融自由化过程中的合约实施问题，忽略了外国和本国债务合约的相互影响，并隐含地假设对外国债务合约有可能违约而本国债务合约总是能够被实施。然而这种差别对待在现实金融市场中几乎是不可能的；例如，在债券和股票市场上，对外国投资者的歧视就很困难，因为他们可以在二级市场上将这些资产转手。

Broner and Ventura (2010) 则明确地将债务合约的实施问题引入到金融自由化研究中。他们的模型可以解释，为什么一些新兴市场经济国家在金融自由化之后只有很少资本甚至负资本流入。其原因在于当债务合约的执行无法差别对待时，违约不仅影响外国投资者，也影响本国投资者。违约一旦发生，国内投资者的部分甚至全部储蓄将流向国外，这种“资本外逃”意味着金融自由化不仅增加了高风险的外国资本，也减少了风险性较低的本国资本。这样总的资本流量虽然增加了，但资本流动的净效应却是不确定的。他们的模型也可以解释，为什么一些经济发展程度较高的新兴市场经济国家的金融自由化带来了大量的资本流入。原因也在于当债务合约的实施无法差别对待并且国内金融市场较完全时，本国与外国的债务合约都将被执行，机会主义的违约将减少甚至消失，因此国外借贷的风险降低，资本流入增加。

另外，他们的模型还可以解释，为什么金融自由化会引起金融市场动荡以及产出、消费等的波动性增大。这主要取决于投资者关于未来状态的看法对上述两种效应的影响。如果投资者较悲观，认为违约发生的可能性较大，他们就会将大量储蓄转向国外，资本流入较少甚至为负。如果相反的情形出现，投资者较乐观，认为违约发生的可能性较小，那么储蓄就会留在国内，资本流入较多。

值得注意的是，由于发展中国家的金融市场不完全，金融全球化后企业不仅面临国内的信贷约束，还面临国际抵押品（如企业用于借款抵押的出口部门的收益等）短缺所引发的国际信贷约束。Caballero and Krishnamurthy (2001) 首次考虑了国内抵押约束和国际抵押约束这两个约束的互动，导致利率上升和国内资产的低价交易，从而使得银行的资源再配置功能减弱并削弱了企业应对冲击的能力，加剧了外生冲击的影响。例如，尽管存在国际信贷约束，然而新兴市场国家却存在过量的以美元计价的债务。Dookey (1997) 认为固定汇率为美元计价的企业债务提

供了免费的保险,因而鼓励了以美元计价的借贷。然而,事实上各个新兴市场国家却不尽是固定汇率制度。Caballero and Krishnamurthy (2003)认为:选择以何种货币计价的债务等价于在国际抵押品短缺时购买多少保险的问题;以本国货币计价的债务保险程度更高,而不完全金融市场造成的扭曲使得这种保险的价值被低估,从而国内企业更多地选择了以美元计价的债务。

在实证研究方面, Broner and Rigobon (2006)的研究发现,新兴市场国家较发达国家而言资本流动的波动性更大。他们认为经济发展水平可以作为这一波动性的一个很好的指标。他们主要考虑了反映不同国家不同经济特征的两个变量——人均 GDP、金融发展程度、制度质量。他们通过利用 1990—2003 年间的跨国数据就资本流动的波动性与上述三个变量的关系所做的实证研究发现,人均 GDP、金融发展程度、制度质量与资本流动的波动性负相关,而且这三个变量的解释力,从强到弱依次是金融发展程度、制度质量和人均 GDP。Du (2000)提出了金融自由化后的外资流入通过制度因素影响经济和金融危机的分析框架。他指出,由于债权投资的透明度以及债务拖欠的可证实性,使得外债债主相对于股权投资者更能减少当地政府和企业管理层对其利益的侵蚀。在新兴的资金吸收经济体中,由于其不健全的法律制度和公司治理结构,外资的流入倾向于以外债为主,尤其是短期外债,而不是以外商直接投资或股权投资为主。因此,不健全的法律制度会引起外资流入中的杠杆率升高,从而导致更频繁的、破坏程度更深的金融危机。他利用 1997—1998 年的亚洲金融危机作为案例提供了经验佐证。

七、金融发展、金融结构与经济发展:对中国的若干启示

金融体系和实体经济的关系是复杂的,金融发展和金融创新对实体经济造成的影响值得密切关注和研究。2008 年的全球性金融危机爆发以来,美国的学界对如何对金融体系进行改革也进行了系统的思考(参见 French et al., 2010; Gorton, 2012)。中国正处在金融自由化的十字路口,一方面国内的金融体系高度不完备,这种金融市场的不完全对经济造成了很大的影响,已经造成了中国经济的严重失衡(如 Song et al., 2011)。金融改革和发展是中国改革所面临的重要议题,也是复杂的议题。我们在此不拟给出中国金融改革的详细的路线图,而只是结合最新的发展经济学进展,给出若干重要的分析视角。

(1) 金融体系不健全的体系更应该注意和监控资产泡沫。在一国金融体系不完备的情况下,泡沫资产可以成为保值的一种工具,因而可以作为抵押品而放松企业受到的信贷约束,这都会提高资源配置效率,“挤入”投资从而促进经济增长。然而,资产泡沫也有一些不利方面——资产泡沫的堆积超过一定的限度,则会“挤出”投资,并且会加剧经济波动乃至经济危机的风险。发展安全资产(特别是政府债券)有助于挤出一些泡沫,改进资源配置,并会缓解全球失衡(Caballero, 2006)。

(2) 在金融结构方面,中国要注意债券类和股权类资产的平衡发展。对信息不敏感的债权类金融工具是一把双刃剑:其对信息不敏感减少了逆向选择,增加了金融市场的流动性;但是由于其对信息不敏感,市场主体缺乏搜集信息的激励,造成金融体系的透明度低,从而会“静悄悄”地积累系统性风险。同时,债权类投资在投资风险分担方面不如股权类投资,容易引起多米诺式的债务违约风险,加剧金融体系的脆弱性和系统性风险,进而引发经济波动。因此,债权类资产泡沫相对于股权类资产泡沫对经济的破坏性更大(Gorton and Ordonez, 2014)。债权类金融工

具也会通过杠杆周期加剧经济波动和引发金融危机。值得注意的是，政府的隐性担保会加剧信贷泡沫的积累（Acharya et al., 2011）；经济繁荣时期积累的债务泡沫在经济下行期会使经济主体（如家庭、企业和政府）陷入到债务积压（debt-overhang）：家庭和企业会首先修复自己的资产负债表，而不去消费和投资，会使经济陷入长期的日本式停滞。

最近债务引发的全球性金融危机，使得经济学家开始关注债权和股权类金融工具之间的平衡，这正是源于债权和股权分别在提高流动性（债务类合约对信息不敏感）和分散风险方面的相对比较优势。自然地，经济学家已经开始结合债权和股权这两类金融工具的优点探索新的金融工具（如 CoCos 债券等）。

（3）产权体系的改革可以缓解信贷约束，促进金融发展。我们看到，克服债务人违约风险、缓解信贷约束的一个重要方法是债务人向债权人提供足够的抵押品，而发展中国家的问题往往是缺乏足够的抵押品。但是，实际上，De Soto（2003）发现发展中国家其实并不乏资产（像土地、住房等），但是由于这些资产的产权界定不清，因而不能用作抵押品而成为“死资本”（dead capital），从而不能转化为促进经济发展的资本；他认为，这是发展中世界陷入发展陷阱的根源。在这个意义上，只要这些“死资本”能够用作抵押品，就可以通过缓解经济体的信贷约束而释放经济发展巨大而惊人的潜能。中国的大量资产由于产权不明确，实际上是一种“死资本”；特别是中国广大农村地区的土地也是一种沉睡的“死资本”，没有真正进入现代经济体系。对于中国这样的发展中国家来说，信贷约束是经济发展的紧约束，如果能够将土地变成真正的资本，对经济发展的巨大推动力可能是惊人的。

（4）在国内金融体系比较健全的前提下，再进行比较稳健的金融开放。我们已经看到，与贸易开放不同的是，金融开放往往会放大国内经济中的扭曲，并会加剧经济波动，甚至带来金融危机。韩国在资本账户开放两年后就受到了金融危机的冲击，拉丁美洲的金融自由化更是提供了历史的教训。另外，需要指出的是，在金融市场不完全的情况下，我们处在一个次优的世界中，这意味着：金融发展和实体经济的关系远非线性关系，金融监管也会起到重要的作用；如果缺乏有效的监管，即使金融发展程度很高的国家也会积累巨大的系统性风险。除了金融监管之外，长期的制度建设也非常重要，特别是在促进金融股票市场和债券市场发展的法律体系方面：对中小投资者（股东和债权人）更好的保护会促进资本市场的发展，更有效的破产和清算程序、打破政府的刚性兑付会有助于风险的定价和提高资本市场的效率；在金融全球化的格局下，中国可以以自贸区的负面清单管理为契机，借鉴和吸收普通法系保护投资者等方面的好的规则，以更好地促进中国的金融发展。最后，在中国的金融开放方面，经济学家和政策制定者需要结构性的模型，识别出经济中存在哪些约束为紧的金融市场的不完全性，并理解这些不完全性之间的相互作用，才会有更好的改革顺序安排和实施效果。这方面的很多问题都有待经济学家进一步的理论和实证研究。

（内容来源：《金融研究》2016年第5期）

北交所是新三板改革的“质变”

邵宇 上海金融与发展实验室理事 东方证券首席经济学家

陈达飞 东方证券宏观研究员

9月2日晚，国家主席习近平在2021年中国国际服务贸易交易会全球服务贸易峰会的致辞中表示，继续支持中小企业创新发展，深化新三板改革，设立北京证券交易所，打造服务创新型中小企业主阵地。这是继习主席在2018年11月5日首届中国国际进口博览会开幕式上宣布在上海证券交易所设立科创板并试点注册制之后，中国多层次资本市场的又一次完善、进步与地位的跃迁，也必将提升资本市场服务实体经济的能力。

设立北京证券交易所是新三板改革的题中之意。自2013年正式揭牌运营以来，新三板已经走过了九个年头，已经成为资本市场服务中小企业融资的主要平台。但在早期，由于挂牌公司质量参差不齐和投资门槛过高等原因，新三板的流动性较低，未能很好的发挥资本市场的投融资功能，出现了“劣币驱逐良币”现象。自2019年一系列改革举措之后，如降低投资者资金门槛（基础层从500万降到200万，创新层降至150万，精选层降至100万）、正式设立精选层等，新三板秩序得以重建。

截至9月2日，新三板挂牌公司总数为7304家（2016年12月19日突破1万家），总市值近2万亿元，合格投资者超170万户（为2019年年末的7.3倍）。信息技术行业挂牌公司数量位居第一，为1278家，总市值占比31.3%，紧随其后的为工业，挂牌公司数为1170家，市值占比28.6%。

中小企业的重要性可从就业、产出或税收等多个视角去论证，但笔者更想强调其在制造强国、“卡脖子”技术攻坚和创新驱动发展战略中的作用。这又可以从中小企业与“专精特新”的关系中窥见一斑。“十四五”规划期间，中国将要培育一万家专精特新“小巨人”企业。据不完全统计，共有近800家正在或曾经在新三板挂牌的企业被纳入工信部专精特新“小巨人”名单。在今年7月19日公布的第三批专精特新“小巨人”企业名单中，有213家为新三板挂牌公司，还有211家曾经在新三板挂牌。从目标与现状比较看，资本市场服务实体经济任重道远，新三板服务创新型中小企业前景可期。北京证券交易所的设立，是新三板改革从量变到质变的跃迁，整体上抬升了创新型中小企业发展定位，也更有助于发挥资本市场的直接融资功能，提升要素配置效率。

竞争性市场有助于实现资源的“帕累托最优”分配和社会福利最大化，是福利经济学第一定理的基本要义。这种静态效率只是自由市场经济的一个稳态，而非常态。常态是非稳态，是向稳态无限趋近，阶段性反复，而后又再次趋近的过程。经济增长就是在这种波浪式的非稳态中实现的。在《创新：经济增长的奇迹》一书中，经济学家威

廉·鲍莫尔 (W. Baumol) 认为, 自由市场经济之所以有效的机制是: 竞争导致的利润被平均化的压力迫使企业不断地进行创新。

当下, 中国正在掀起一轮“反垄断”的监管热潮。对于这个问题的讨论, 大多是从垄断不利于创新的角度去谈的。实际上, 在一定程度上, 获取部分垄断势力是企业开展创新的动能, 也是创新成功的奖赏。但是, 随着互联网的兴起和“零边际成本”社会的到来, 规模越来越成为企业垄断势力的来源。这不仅可能降低在位企业自发创新的内在动力, 还将阻碍竞争者的创新, 无助于整个社会的进步。

关于市场结构、企业规模与创新的关系, 不是简单地大企业更有助于创新, 还是小企业更有助于创新的问题, 大企业和小企业在创新中都发挥着重要作用, 他们在创新的不同阶段、不同领域有着各自的分工, 发挥协同效应, 形成创新的“多样性红利”, 也共同受益于这种红利。所以, 反垄断不能陷入反对大企业的怪圈。大企业的高利润如果是更富于和更善于创新的结果, 就具有一定的合理性。专精特新“小巨人”也都是细分领域的领军企业, 市场占有率均较高。反垄断监管应更多的关注企业行为和市场准入, 而非经济绩效这些基本面信息。高利润、高研发投入、高劳动报酬是一个良性循环。

技术变革带来的“连续的工业革命”是经济社会向前发展的第一推动力, 这是创新理论奠基者熊彼特的核心信条。熊彼特还认为, 在推动技术变革和创新的扩散中, 信用制度发挥着至关重要的作用。在《商业周期》这本奠基性的作品中, 熊彼特将资本主义定义为“通过借贷而实现创新的私有制经济形式”。他强调, 重大创新的集聚依赖于资本的力量, “信用制度以这样活那样的形式发挥了关键作用”。实际上, 在这本谈商业周期的作品中, 谈论金融资本的篇幅甚至超过了前者。

在《政府、市场与增长: 金融体系和经济转型的政治》中, 齐斯曼 (Zysman, 1983) 将金融体系分为三种类型: 第一是以资本市场为主导, 发行股票是企业进行长期融资的主要类型, 银行更多的是提供短期融资, 以英国和美国为代表; 第二种类型是以银行信贷为主导, 资本市场的作用相对有限, 以法国为代表; 第三种也是以银行信贷为基础, 但金融机构可以自主支配资金和定价, 政府较少干预, 以德国为代表。在第一种类型与第三种类型的金融体系中, 市场在金融资源配置中起决定性作用, 但在第二种类型中, 非市场力量起决定性作用。

不能简单地说哪类金融市场更优, 各有适用的经济发展阶段。阿瑟·克罗伯 (Arthur Kroeber, 2011) 认为, 东亚后发国家为了追求全面的产业发展战略, 尽快获取经济增长和技术自主, 提升国际竞争力, 形成了对配置型金融体系的依赖, 其基本特点之一就是主银行的金融结构。这种金融体系的优点是可以集中资源发展重点产业, 正如西达·斯考切波 (Theda Skocpol) 所说的: “就一个国家创设或强化国家组织、雇佣人员、凝聚政治支持、补贴经济企业和资助社会项目的现有能力 (及潜在能力) 而言, 该国筹集和部署金融资源的手段所能告诉我们的, 超过任何其他单一要素。”

至今, 以银行间接融资为主导, 国有银行为主体仍然是中国金融结构的一个特征。在后发国家经济起飞的早期阶段, 一个重要的发展瓶颈就是资本积累不足, 这也是新中国成立尤其是改革开放以来经济建设面临的重要难题。周恩来总理在《关于发展国民经济的第二个五年计划的建议》中说: “国家建设规模的大小, 主要决定于我们可能

积累多少资金和如何分配资金。”在 1957 年第一届全国人民代表大会第四次会议上，著名经济学家马寅初发表了“新人口论”重要演讲，认为“我国最大的矛盾是人口增加得太快而资金积累得似乎太慢”，故主张把人口控制起来，进而降低消费比率，增加资金积累。

过去 40 多年改革开放的伟大成就，得益于主银行的金融市场结构。但对于中国经济的下一步改革而言，资本市场应该发挥更加重要的作用。大量研究显示，资本市场的发展对于高科技企业和依赖外部融资的企业创新有正向激励作用，而银行信贷则对此有负面作用。古斯塔沃·曼索（Gustavo Manso, 2011）的研究显示，激励创新的契约有如下特征：短期内允许试错，容忍失败，同时在长期内又给予成功高额的回报。创新是一种高风险、高回报和高度信息不对称的活动，以互联网、人工智能和大数据等为代表的新一代创新型企业，在早期阶段很难获得银行贷款和其他债务融资，只能依靠资本市场。

北京证券交易所的设立是中国多层次资本市场改革的又一里程碑，将助力专精特新“小巨人”成长为“隐形冠军”的主阵地，与上海证券交易所和深圳证券交易所形成掎角之势，助力中国经济向创新驱动发展模式转型。

（内容来源：宇观新时代）

银行理财“双池”新模式的潜在风险及对策

王增武 上海金融与发展实验室理事

唐嘉伟 中国社会科学院金融研究所

资金池—资产池的新模式

银行理财以其“稳收益、低风险”的特性，自推出之日，备受投资者的青睐。2005年刚推出时，银行理财以结构票据形式体现，即内置金融衍生品的固定收益类产品。为应对2008年全球金融危机的爆发，国内推出4万亿元的经济刺激计划，外加地方政府的配套资金需求，银行理财也随之演变为“变相的信贷投放工具”。先是通过银行理财购买本行的信贷资产，然后是多家银行对倒信贷资产，再次银信合作以及银基或银券乃至多方合作的影子银行或银行的影子等。这其中最为代表的业务结构是“资金池—资产池”模式（以下简称“双池”），利用期限错配原理，一方面保证了客户的基本收益，一方面保证了企业的长期融资需求。“双池”模式最大的风险莫过于赎回和违约风险等，前者是针对客户而言的，后者则是针对企业而言的。

多轮监管下，“双池”模式已消失。近期的一则新闻报道又将“双池”模式推到了聚光灯下，即“体外资金池—资产池”模式。具体运作模式为：银行理财产品同时投向多只信托计划或券商资管计划等形成大资产池，资产池内的产品则主要通过购买少部分采用市值法估值的ABS、公募债等产品和大部分采用成本法估值的私募债产品，如私募公司债、PPN、定向ABN、银行优先股等来实现收益的可预期化。从部分产品的净值化表现来看，基本呈直线缓步上涨形，即使在债券市场发生较大调整时，净值由于采用公允价值计量的产品占比较小的原因而波动不大。从另一个角度来看，对于信托、券商资管通道方来说，此举可以为其增加收入来源；对于信托来说，还可以在实现“非标转标”的同时包装成“服务类信托”，满足监管的转型要求。因此，从其模式来看，拥有着“通道”+“资产池”的特征（见图1）。



图1 新型银行理财“体外资产池”模式

资料来源：根据21世纪经济报道《市场疾风骤雨银行理财为何风平浪静？理财“体外资产池”风险调查》整理。

新模式下的潜在风险

虽然资管新规明确了“金融机构应当做到每只资产管理产品的资金单独管理、单独建账、单独核算，不得开展或者参与具有滚动发行、集合运作、分离定价特征的资金池业务”，但是从银行理财借道信托或券商资管构成一只信托计划或券商资管计划来看，实质上仍然是通过体外资产池规避了此监管要求，至少存在如下六个方面的潜在风险。

期限错配问题。从“双池”模式的流动情况来看，信托计划或券商资管计划可以通过多个银行理财产品的不同申赎情况，实现“变相滚动”存续。但是，由于底层资产一般为期限较长的私募产品，目前市场上最为常见的期限为三年期，而且理财产品的申赎期会远低于产品存续期限，因此期限错配仍然是该模式的重要风险之一。

流动性风险问题。这里所指的流动性风险问题主要针对于底层资产，考虑到信托计划或券商资管计划大部分均购买了私募类产品，因此底层资产流动性会存在一定的缺陷，若发生大规模的投资者赎回，产品的清偿较为困难，影响到对应标的的二级市场价格，极端时会发生踩踏行为。

信用风险问题。私募产品在信息披露以及发行要求上与公募产品相比更为宽松，对投资者适当性方面的要求也更高，主要原因还是从风险发生的可能性来看，私募产品有更大的信用风险问题，因此若市场环境发生较大变化，成本法的估值方式有失公允。

风险传染问题。该模式结构本质上仍然是银行理财的通道类业务，而非信托或券商资管的主动管理类业务，一方面是增加了产品的通道成本，另一方面其实也会造成风险在各个机构之间的传染。

底层资产适用估值方法问题。按照资管新规的规定，符合以下条件之一的，可按照企业会计准则以摊余成本进行计量：一是资产管理产品为封闭式产品，且所投金融资产以收取合同现金流量为目的并持有到期。二是资产管理产品为封闭式产品，且所投金融资产暂不具备活跃交易市场，或者在活跃市场中没有报价、也不能采用估值技术可靠计量公允价值。

当前，采用此模式的银行理财产品主要是符合了第二点，然而，目前私募债实际上也有较为公允的市场化价格，比如中债估值、上清所估值等，公私募产品的利差也基本会稳定在一个区间内波动，市场化的参考方式还是有一定的判断基准。采用市值法还是摊余成本法仍然值得商榷。

通过理财产品变相给企业放贷的问题。从目前部分银行的投资模式来看，理财子公司仍然没有完全从银行中脱离出来，因此在通过理财产品绕道给信托或资管计划投资时仍然会存在给企业变相放贷的问题，脱离了银行理财子公司资产管理的本源。

应对新风险的些许思考

资管新规产生的根源是金融杠杆迅速上升，“长链条”“资金池”“刚性兑付”“加杠杆”等多种乱象加剧了资产泡沫风险，而对于当前的新型银行理财体外资产池运行模式来说，虽然没有了多层嵌套问题，但是本质上仍然是用体外资产池以及估值方式的争议性使得产品偏向于“固收”类产品，存在前述六大问题。更进一步从银行理财产品的发展来看，此模式实质是风险转移，从资管新规前的“放大杠杆做收益”到现在的“下沉资质做收益”，问

题从杠杆问题变成了信用问题。其中隐藏的风险问题不容忽视，在债券市场发生剧烈波动或者底层资产违约时，投资者会发生如下可能损失：一是原有投资者发生踩踏，后卖投资者遭受损失；二是产品若没有及时变更净值，在发生风险后，后入投资者给前面投资者“买单”。为此，提出以下相关建议。

第一，监管机构要关注此类产品的发行情况，关注“体外资产池”的运行，摸清底层资产配置情况，识别信用风险。事实上，从2021年6月11日中国银保监会、中国人民银行发布的《关于规范现金管理类理财产品管理有关事项的通知》来看，要求银行现金管理类产品投向以货币工具为主，不得投向信用等级在AA+以下的债券以及资产支持证券，不得新增银行永续债、二级资本债等投资，也是对现在的“市场乱象”进行了一定的整治。进一步来看，仍需要针对“纯通道”类业务加强监管，同时针对估值方式，建议进一步要求金融机构优先市值法的运用。

第二，对于银行理财机构来说，要继续加快净值化转型，提高投研能力和大类资产配置水平，打造理财“硬实力”，在原有客户的基础上提供更高层次的投研服务，加强投资者教育。

第三，公众投资者要加强净值化产品的投资理念，充分认识到“理财有风险”，关注理财产品配置情况与机构的投研能力，而非“预期收益”。

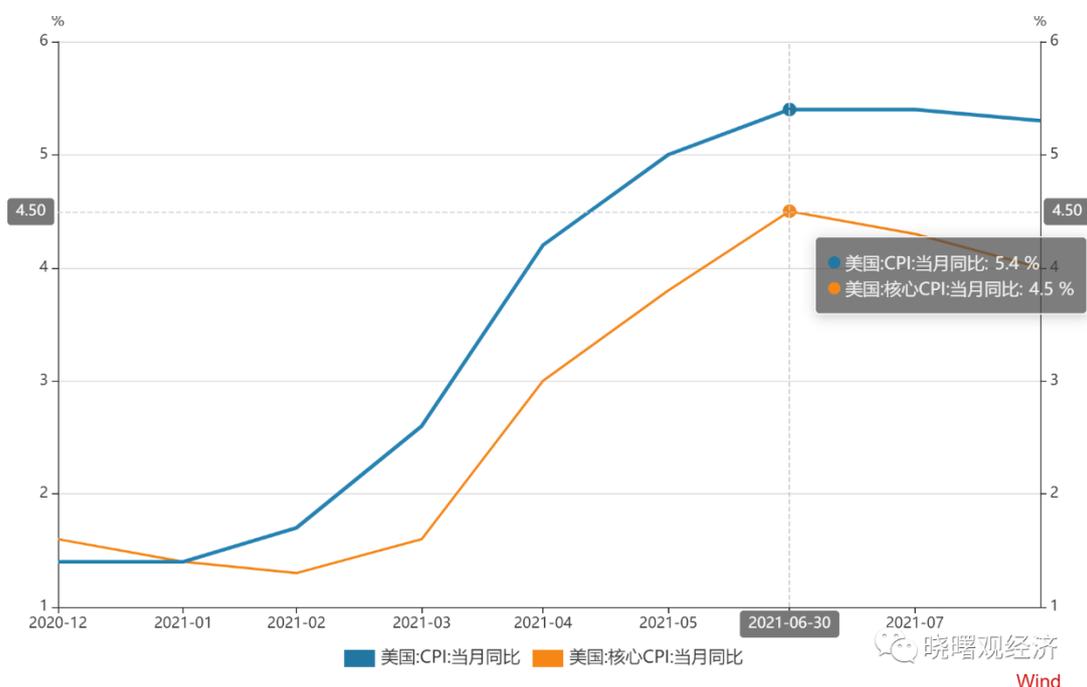
（内容来源：银行家杂志）

美国通胀已现拐点

刘晓曙 中国资产管理人论坛理事 青岛银行首席经济学家

一、美国陷入通货膨胀漩涡后已出现向下拐点

美国消费者物价指数（CPI）同比从今年3月份开始持续攀升处在高位，3月2.6%、4月4.2%、5月5%、6月5.4%，刷新2008年8月以来的最高涨幅；核心CPI同比也是持续处在高位，3月1.6%、4月3.0%、5月3.8%、6月4.5%，也创下1991年11月以来最大涨幅。引发市场广泛讨论，美国是否将陷入长期高通胀还是只是遭遇了临时性的高通胀？



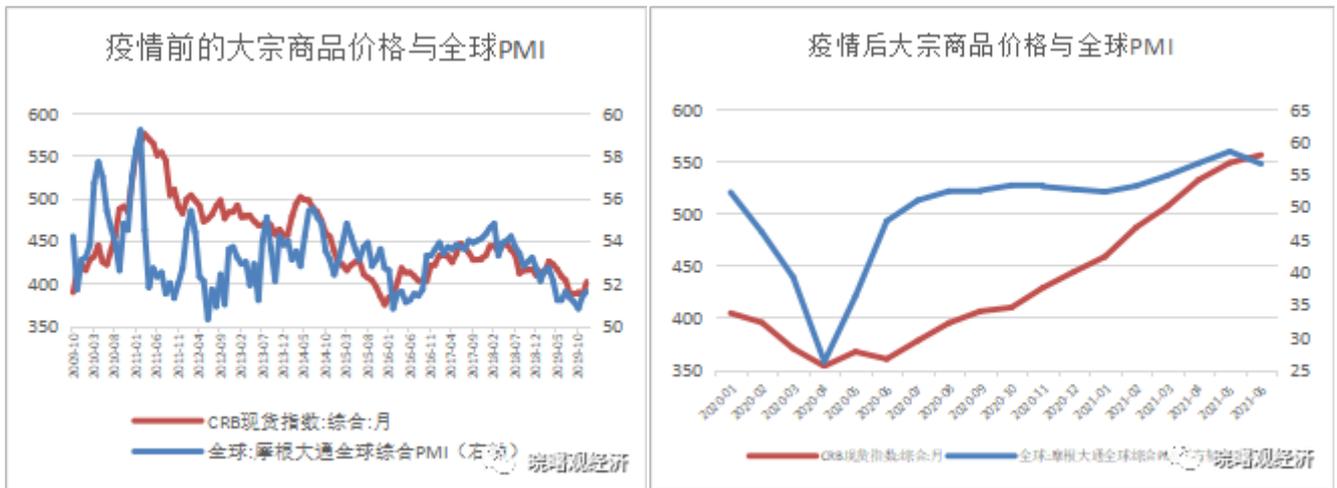
我们曾撰文指出美国通胀是临时性的（参见《中美通货膨胀：差异、原因及后续走势》）。随着更新数据的披露，可以看到美国通胀已开始掉头下行，6月份成为CPI及核心CPI同比近年来的峰值拐点。

二、高通胀的成因：成本推动、需求拉动以及货币带动

(1) 成本推动：大宗商品原材料价格快速上涨，推动了CPI上涨

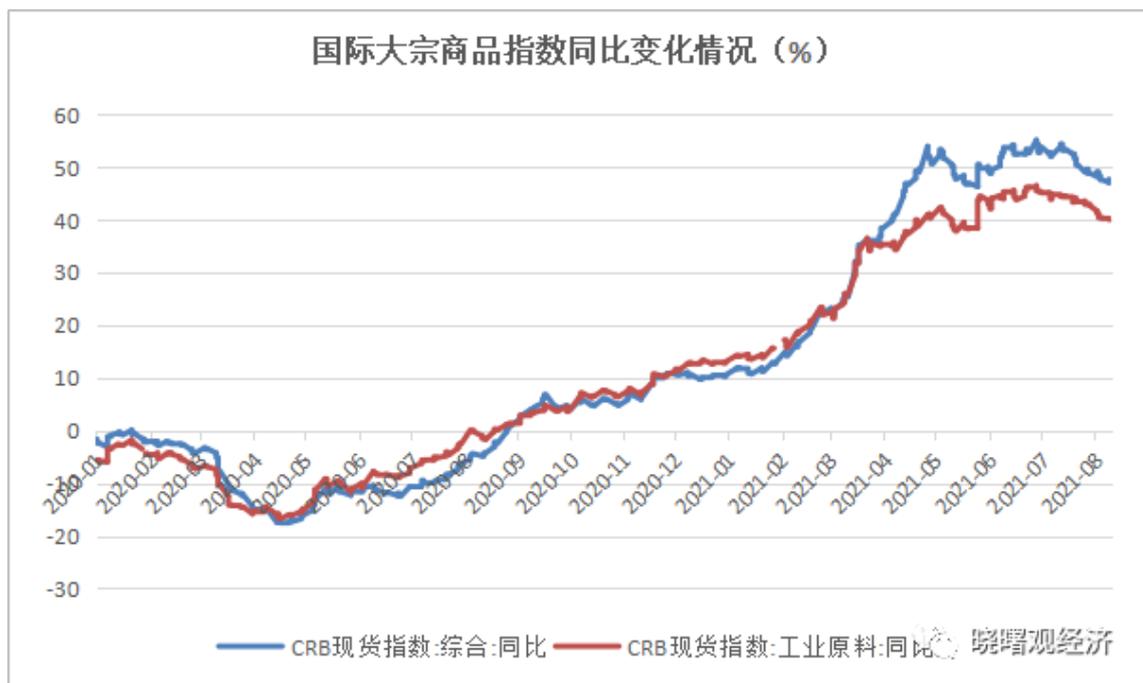
成本推动是指由上游成本上升推动下游消费品价格上涨，即由PPI向核心CPI传导。

从历史经验来看，全球大宗商品价格走势与全球经济景气度高度一致。不论是在疫情前还是疫情后，经济需求波动是引起大宗商品价格波动的根本原因。今年初以来，全球经济的持续复苏带来对大宗商品的需求扩张引起了全球大宗商品价格大幅上涨。



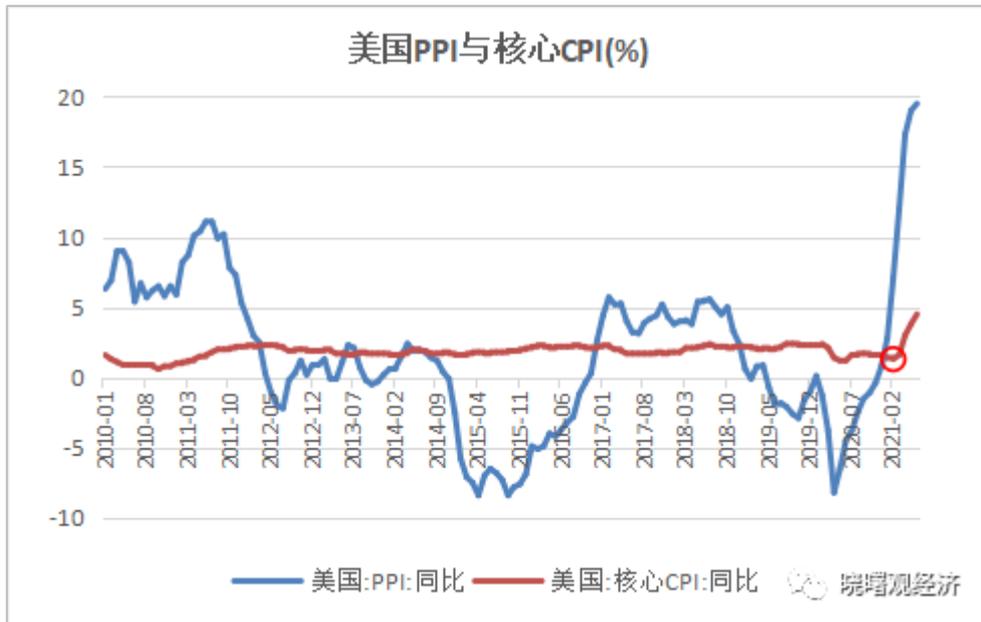
在需求扩张因素之外，全球错位复苏加剧了大宗商品价格的上涨幅度。作为铜、铁矿石、农产品等大宗商品资源供给端的新兴市场，人口基数大、密度高，医疗体系也较发达国家更为脆弱，疫苗接种进度远远落后于工业国和消费国。疫情的反复以及疫苗接种率较低影响了矿产的开采和运输，导致大宗商品资源的供给放缓。一边是大宗商品供给放缓，一边是全球特别是发达经济体的需求扩张，两者之间的错配带来了短期供需失衡，进一步拉升了大宗商品价格上涨。

观察 CRB 指数、CRB 工业原料指数变化情况会发现，疫情以来大宗商品和工业原材料价格整体呈上升趋势，尤其是今年 4 月份以来，两个指数同比涨幅分别超过 50%和 40%。



大宗商品等上游原材料价格的上涨推升了产业链上游产品价格，导致了美国 PPI 出现了大幅同比上涨。

进一步比较美国 PPI 与（核心）CPI 的变动情况可以发现：与 PPI 的大起大落相比，美国的（核心）CPI 涨落幅度要小得多，也就是说，正常情况下，单纯的成本推动难以引起消费者价格的高通胀，PPI 的大幅波动难以完全传导至（核心）CPI。但是，今年以来 PPI 指数连续八个月出现大幅上涨，8 月份数据更是创自 1974 年以来的新高 19.8%，推动美国（核心）CPI 出现了较大幅度的上涨。



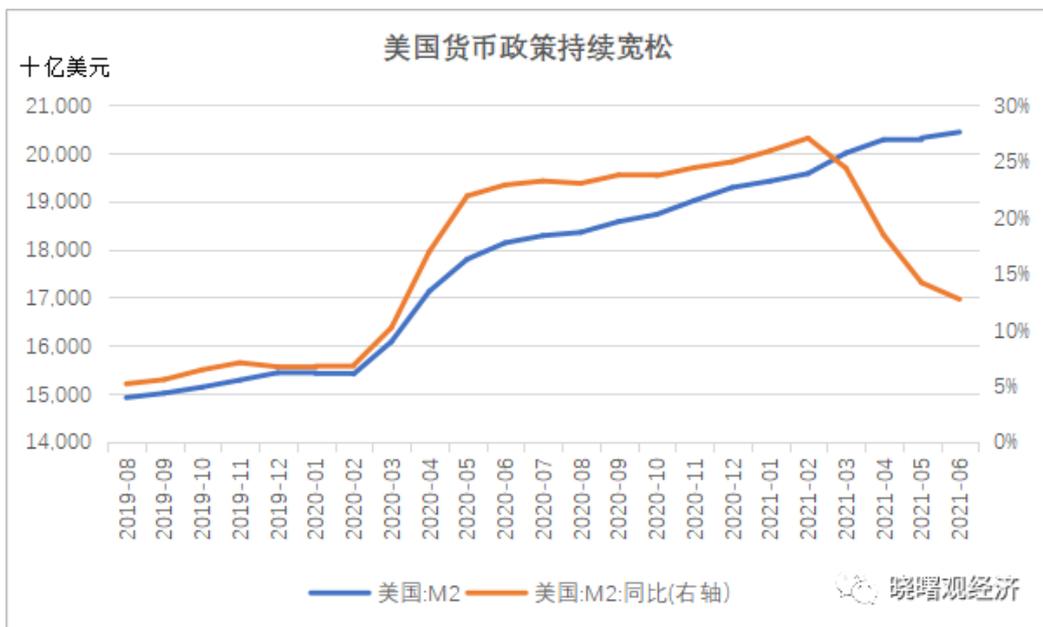
(2) 货币带动：持续宽松的僵硬货币政策引起美国消费品价格大幅上涨

著名经济学家、货币学派创始人弗里德曼曾说过：一切通货膨胀都是货币现象。尽管话不能说的这么绝对，但是，货币因素是引发通货膨胀，特别是疫情发生以来美国通货膨胀的重要因素。

根据数量方程式，货币数量（M）与流通速度（V）的乘积始终恒等于物价水平（P）与商品及服务数量（Q）的乘积，即有 $MV= PQ$ ，等价的也可表述：物价水平（P）的增速取决于货币数量（M）的增速能否与商品及服务数量（Q）的增速以及流通速度（V）的变化相适应。在正常状态下，货币流通速度相对稳定。

今年以来，美国物价快速上涨，这跟美国一年多来持续宽松的僵硬货币政策有显著关系。去年疫情发生后，美国为了刺激经济复苏采取了超宽松的货币政策，广义货币 M2 增速持续高涨，至今年 2 月 M2 增速更是达到 27.0%，创下二战以来新高。疫情发生后，保持社交距离的措施在一定程度上阻碍了人员、商品、要素等的流动。这些阻碍意味着交易难度的上升、交易成本的增加。受此影响，交易数量也会有所下降，货币流通速度也随之放缓。货币流通速度(V)受到阻滞，抵消了货币超发对物价的冲击，因此，在 2020 年美国并未出现令人担心的通货膨胀。

但是随着疫情的常态化以及疫苗的普及，美国经济持续复苏,生产、消费也逐步恢复正常，货币流通速度(V)逐渐正常化，而美国广义货币 M2 继续保持两位数的增速，发生货币严重超发。在两年 GDP 平均增速并未显著提高的条件下，根据数量方程式的恒等式要求，美国国内物价(P)必然上涨。

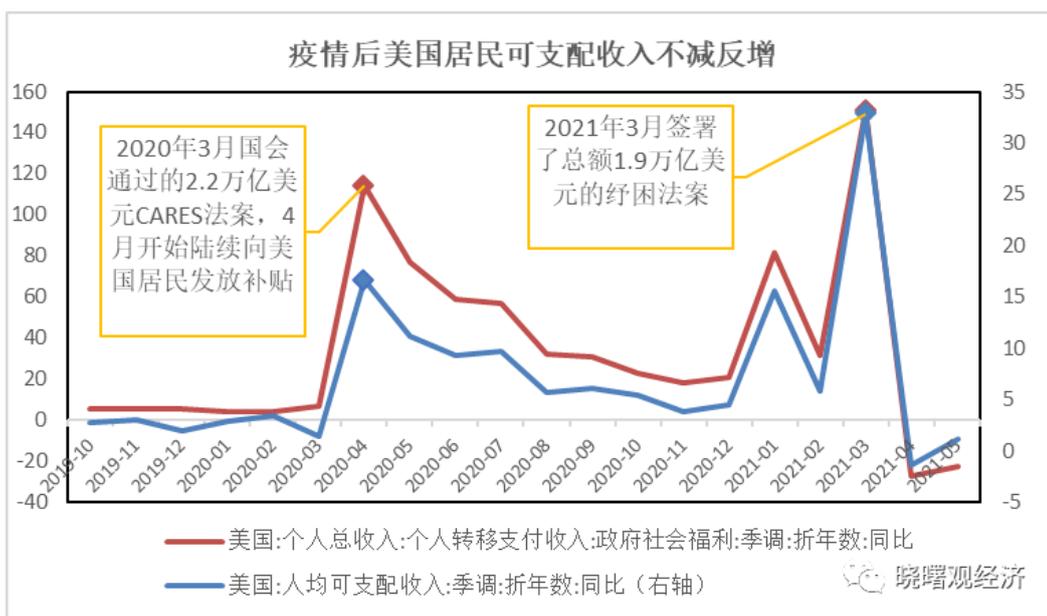


此外，与货币流通速度不相称的货币超发会降低实际利率，刺激投资和消费需求，引起上游工业品价格和下游消费品价格上涨；同时，也会通过财富效应和预期作用直接拉动居民消费，带动消费品价格的持续快速上涨。

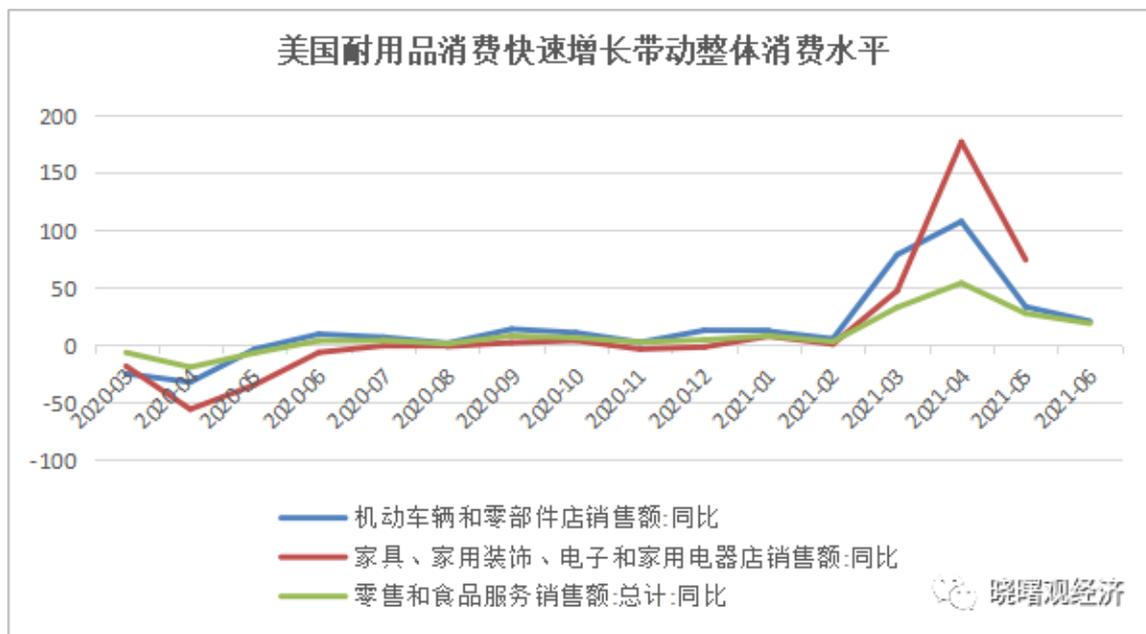
由于大宗商品等原材料价格波动较少受到货币政策的影响，货币政策更多是影响消费品价格，美国持续宽松的货币政策因此导致了美国的（核心）CPI 高涨。

（3）需求拉动：财政刺激下，美国临时性需求强劲

美国总需求刺激政策同样也带动了物价上行。去年上半年特朗普政府颁布了 2.2 万亿纾困法案，直接将 2 万亿美元给到企业和居民；今年 3 月份拜登的 1.9 万亿财政刺激又直接向美国民众提供了高额救济金（年收入为 7.5 万美元或不足 7.5 万美元的个人，以及年收入为 15 万美元或不足 15 万美元的夫妇每人获得 1400 美元救助支票），美国居民收入并未因疫情而受损，部分居民收入甚至大幅增加。疫情后，美国人均可支配收入与个人接受政府转移支付的同比走势基本一致，增长最快的两个时点也刚好对应着两次大规模的财政“发钱”。



美国直接发钱的措施，让美国人均可支配收入大幅增长，全民的消费能力及消费需求大幅上升。特别是，美国耐用用品的需求迅速回升，成为美国经济持续修复的重要推动力。今年3月以来，美国的零售销售大幅上升，其中以汽车、家居用品、电子产品为代表的耐用用品销售强势反弹并快速增长带动了美国消费整体水平。在消费端强劲需求的拉动下，上游生产成本的上涨一改过去难以传导至下游及消费品价格，CPI 跟随 PPI 的大幅上扬出现跟涨。美国此轮通货膨胀过程中需求拉动型、成本推动型两种类型都有，最终呈现生产者价格指数 PPI 与消费者价格指数 CPI 均出现大幅度上涨的局面。



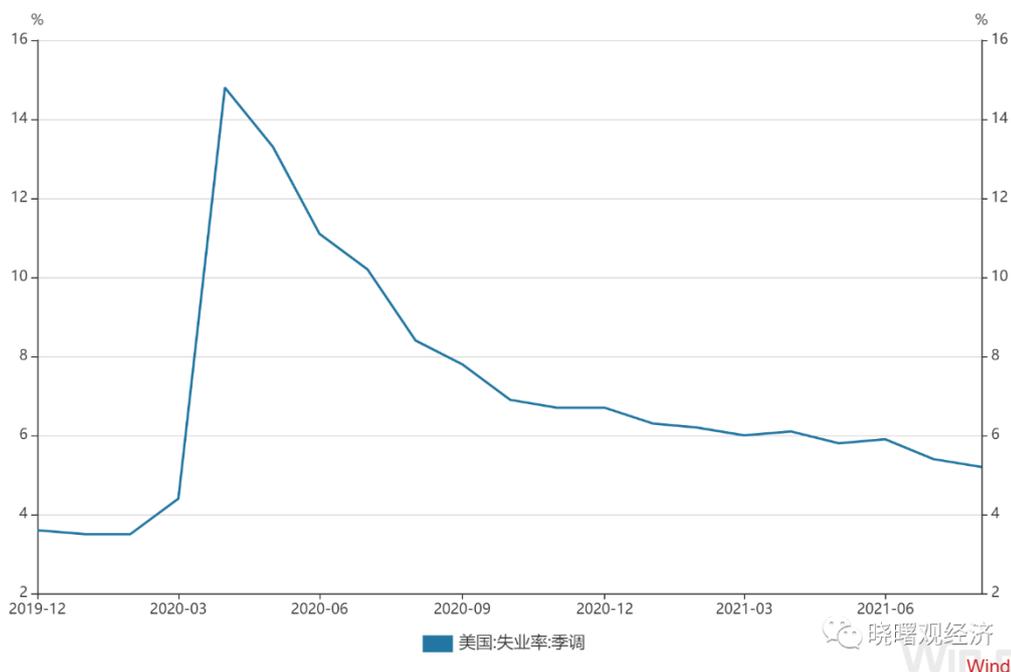
概括起来，全球经济总体复苏叠加全球错位复苏引起大宗商品原材料价格发生了罕见的上涨幅度，推动（核心）CPI 上涨；同时，在美国持续宽松的货币政策以及多轮财政政策刺激下，货币带动与需求拉动叠加成本推动共同发力，最终引起了消费者价格指数出现高通胀局面。

三、美国通货膨胀拐点已现：成本推动、需求拉动以及货币带动开始乏力

首先，经济在向常态回归。一方面，随着全球疫苗接种速度不断加快，大宗商品原材料的供需错配将得到逐渐纠偏，价格意外冲击将逐步回复正常，成本推动因素开始卸力。另一方面，美国经济总需求（包括大宗商品原材料）下降。中国经济自去年4季度（更准确地说是11月份左右）需求增长触顶，美国经济延续了次贷危机后经济周期波动紧跟中国步伐的节奏，需求增长也在今年3月份触顶，随后放缓进入下行阶段。中美两大经济体需求增长的放缓将影响大宗商品原材料的需求，弱化成本推动力度，间接降低（核心）CPI 同比增幅；美国经济总需求的放缓还将直接降低（核心）CPI 同比增幅。



其次，美国强刺激政策已开始回撤。在货币政策方面，随着就业数据的改善以及疫苗接种的普及，美联储的量化宽松政策已逐步弱化。可以看到，美国广义货币供给量 M2 同比增速在 3 月份已开始回落。在财政政策方面，随着美国失业率的降低、经济的复苏以及财政赤字的不断扩大，美国再次大规模发放补贴的可能性几乎为 0。同样可以看到，4 月份美国居民收入同比已大幅回落。强刺激政策的退出让货币带动及需求拉动的高通胀开始变瘪。



因此，6 月份美国 CPI 及核心 CPI 同比出现的高点不是临时性的高点，而是阶段性拐点。

（内容来源：晓曙观经济）

小微企业融资并非解决不了的世界难题

周琼 上海金融与发展实验室特聘高级研究员

很多人说“中小/小微企业融资是世界难题”。但这个难题不是哥德巴赫猜想、黎曼假设那样的智力挑战，既非无解也不超纲，是优秀学生能做的出来的难题。世界上已经有些国家解决得很好。中国其实也已经解决得相当不错了。

浦文昌（2019）在《美国德国法国日本是如何解决中小企业融资难问题的？》一文中指出“不少人认为，中小企业融资难属于世界难题，不可能克服。其实不然。经合组织的研究报告指出：经合组织国家没有中小企业存在普遍融资缺口的报告。其大多数中小企业都能从银行和其他信贷机构获得足够的信贷。而大多数非经合组织经济体的中小企业资金普遍短缺。”

中小企业融资，大部分靠银行信贷，小部分靠资本市场等其他方式。小企业贷款之所以难，主要是因为单笔金额小、运营成本高、风险较高，风险调整后的收益率相比其他贷款低，银行的动力不足。

从发达国家情况来看，一方面，由于国家的重视，采取了政府信用担保等一系列措施，建立了一整套机制，降低银行风险成本，另一方面，由于社会资金供给越来越充裕，大企业贷款利率极低，有时信贷需求也不足，利率相对较高的小微企业贷款对银行的吸引力上升。因此，银行发放小微企业贷款的动力增加。近十几年来，在非经济金融危机时期，并不存在普遍性的中小企业融资难，中小企业融资不成为社会关注的热点问题。在 2008 年金融危机、2020 年至今的新冠肺炎疫情影响下，大中小企业普遍出现经营困难，中小企业融资缺口有所上升，政府采取了直接补贴和增加担保等帮扶措施，融资一般不成为企业经营中最大的难题。

中国的情况与之类似。而且政府对银行发放小微企业贷款的激励约束考核更为有力，辅之以金融科技的发展下数据驱动的线上化贷款，降低贷款机构运营成本，小微企业贷款近年有突破性的发展。

一、欧元区小企业融资等情况

欧央行从 2009 年开展的企业融资调查（简称 SAFE: Survey on the Access to Finance of Enterprises），对欧元区中小企业融资缺口情况做了持续的调查分析。

SAFE 每半年一次。最近的一期是 2021 年 6 月发布的第 24 期。调查在 2021 年 3 月 8 日到 4 月 22 日间进行，针对 2020 年 10 月到 2021 年 3 月间的情况。样本量共有 11007 个企业，其中 91% 的企业（10054 个）雇员在 250 人以下。调查报告有 50 页，内容丰富。主要依据这一期报告，部分结合历史报告，摘译如下：

1. 关于中小企业的融资缺口

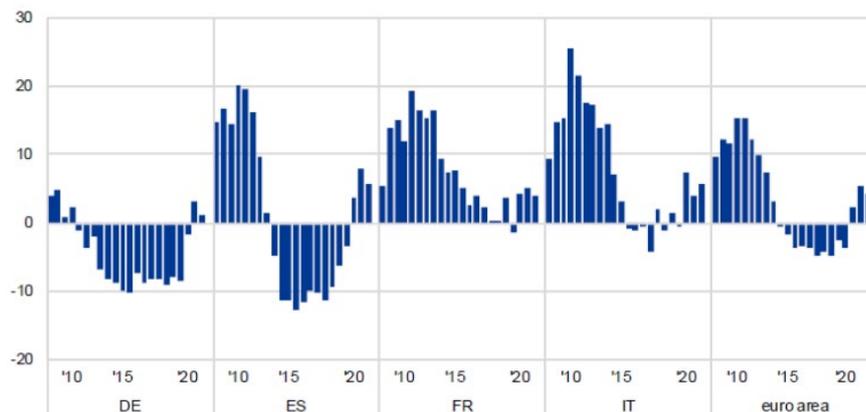
从 2010 年 3 月到 2021 年 3 月的调查反映，总体上，欧元区中小企业在 2010-2015 年存在融资缺口（柱图上为正，表示融资需求增加、融资可获得性降低），2015-2019 年不存在融资缺口，2020-2021 年因为新冠疫情，又出现融资缺口，但因为各种扶持政策，融资缺口并不严重。

在欧元区，各国情况也颇有差异。图 1 中欧元区经济总量最大的 4 个国家，德国的情况最好，除了 2010 年、2020 年，几乎不存在融资缺口，西班牙情况也较好，但法国和意大利绝大部分时间存在融资缺口。

图 1：欧元区中小企业融资缺口

Changes in the external financing gaps reported by SMEs across euro area countries

(over the preceding six months; weighted net balances)



Q5. For each of the following types of external financing, please indicate if your needs increased, remained unchanged or decreased over the past six months.
 Q9. For each of the following types of financing, would you say that their availability has improved, remained unchanged or deteriorated for your enterprise over the past six months?

Base: SMEs for which the instrument in question is relevant. Respondents replying with "not applicable" or "don't know" are excluded. Figures refer to rounds 3 (March-September 2010) to 24 (October 2020-March 2021) of the survey.
 Notes: See the notes on Chart 13. The financing gap indicator combines both financing needs and the availability of bank loans, credit lines, trade credit, and equity and debt securities issuance at firm level. For each of the five financing instruments, the indicator of the perceived change in the financing gap takes a value of 1 (-1) if the need increases (decreases) and availability decreases (increases). If enterprises perceive only a one-sided increase (decrease) in the financing gap, the variable is assigned a value of 0.5 (-0.5). The composite indicator is a weighted average of the financing gaps for the five instruments. A positive value for the indicator indicates an increase in the financing gap. Values are multiplied by 100 to obtain weighted net balances in percentages.

来源：Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area, ECB, 202106

2. 关于企业经营中最大的困难

企业经营中的最大的困难，6 个选项中，中小企业选择最多的是获得人才（skilled staff or experienced managers 有技能的员工或有经验的管理人员），其次是找到客户，选择最少的是融资。对最大的困难，选择获得人才的占 21%（上一期调查是 19%），选择找到客户的占 20%（上一期是 22%，位列最大困难之首），选择监管压力的占 12%（上一期是 11%），选择生产成本的占 12%（上一期是 11%），选择竞争压力的占 10%（上一期是 9%），选择融资的占 9%（上一期是 10%）。

希腊的中小企业选择融资是最大困难的占 18%（上一期希腊是 22%，意大利是 14%），是欧元区各国中最高的。德国的中小企业选择获得人才是最大困难的占 28%，是最高的，而意大利仅有 13%、西班牙仅有 12%的中小企业选择这一项。

为什么德国有双元制教育的成功经验，还这么缺乏有技能的员工呢？《德国的七个秘密》中讲到“德国当代的经济成功再次引发劳动力短缺。然而不同于早期经济奇迹，这一轮短缺的是大量高技术工人和拥有高人力资本的人才。”

对比一下历史：2009年9月第1期调查报告：中小企业对企业经营中最大的困难，选择最多的是找到客户（占27%，反映了金融危机时需求的疲软），其次是融资（占17%），再次是竞争压力（占13%）。选生产成本、获得人才的各占9%（可见那时失业率高，招人困难不大）。而2015-2019年，融资一直在6个困难中排名最后。2015年6月发布的第12期，选择最多的是找到客户（占26%），获得人才、生产成本、竞争压力各占14%，监管压力占13%，融资占11%。2020年5月发布的第22期，是新冠疫情出现之前的正常情况，选择获得人才的占24%（上一期调查是28%，持续位列最大困难之首），选择找到客户的占21%（上一期是22%），选择生产成本、监管压力和竞争压力的各12%（和上一期相比变化不大），选择融资的占8%（上一期是7%）。

图2：欧元区企业面临的重大困难（按企业规模分）

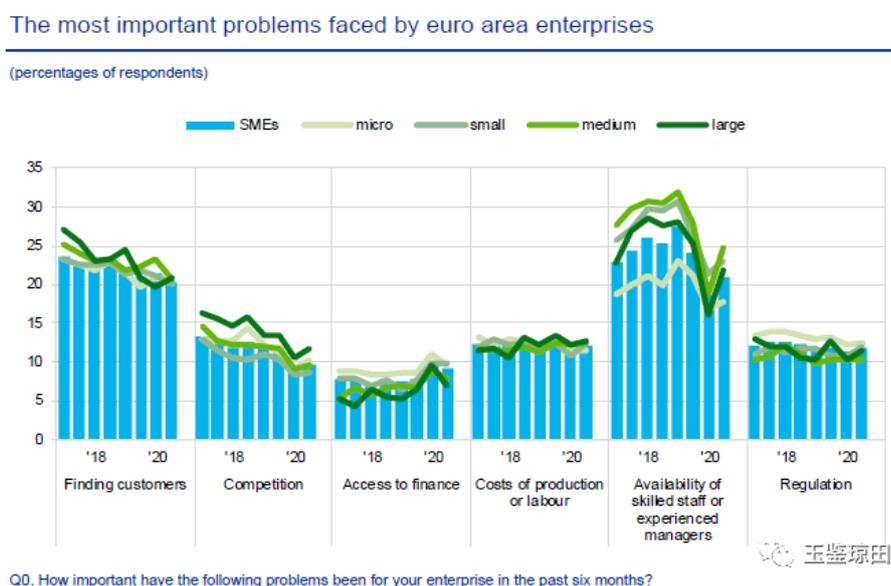
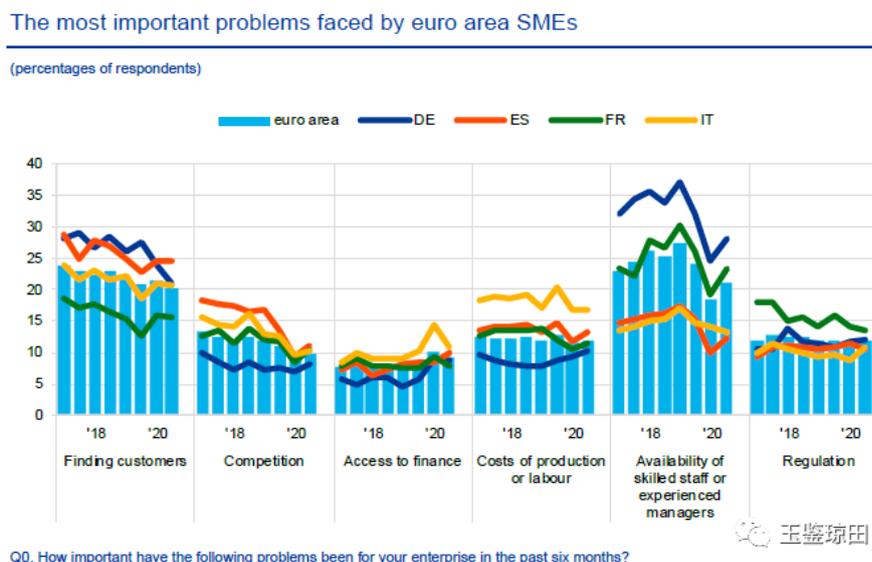


图3：欧元区企业面临的重大困难（按国家分）



3. 关于贷款情况

2015 年中之后第一次，微型企业认为银行贷款的可获得性降低，而大企业认为回到疫情之前的水平。

对银行信贷需求增加的中小企业比降低的多 12%，上一期是 20%，对信用额度需求增加的中小企业比降低的多 10%，上一期是 16%。认为银行贷款可获得性改善的小企业比恶化的多 3%，上期是 6%。

27%的中小企业申请了贷款（上一期是 38%）。完全申请到所需贷款的比例是 73%，被拒贷的比例是 4%。42%的大企业申请了贷款，申请成功的比例是 83%，被拒贷的比例是 1%。

中小企业贷款的利率平均比大企业高 112 个基点，中小企业平均贷款利率为 2.5%，大企业平均为 1.3%，微型企业平均为 3.2%。

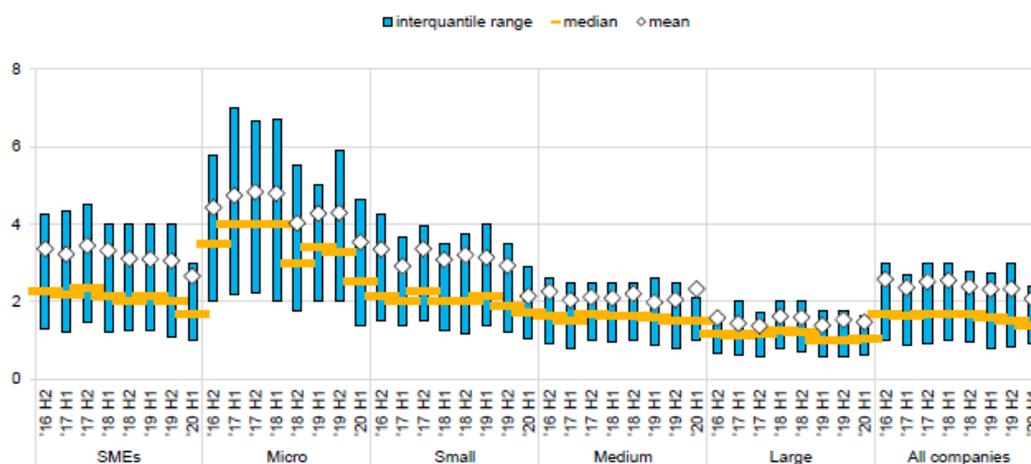
2020 年 4 到 9 月中小企业贷款的利率平均比大企业高 63 个基点，2018 年 4 到 9 月是 170 个基点，2016 年 10 月到 2017 年 9 月都是 180 个基点。

欧元区贷款利率整体波动下行。2014 年微型企业贷款利率最高能到 10%，近两年最高到 6%。

图 4：欧元区企业贷款利率（按企业规模分）

Interest rate charged for a credit line or bank overdraft to euro area enterprises

(percentages)



Q8B. What interest rate was charged for the credit line or bank overdraft for which you applied?

Base: Enterprises that had successfully applied for a credit line or bank overdraft or that did not apply because the cost was too high.

Figures refer to rounds 16 (October 2016-March 2017) to 23 (April-September 2020) of the survey.

Notes: The interquartile range is defined as the difference between the 75th percentile and the 25th percentile. The survey was introduced in round 11 (April-September 2014).

4. 关于经营情况和政府支持

新冠疫情造成中小企业经营困难，但是比上一期有所好转。

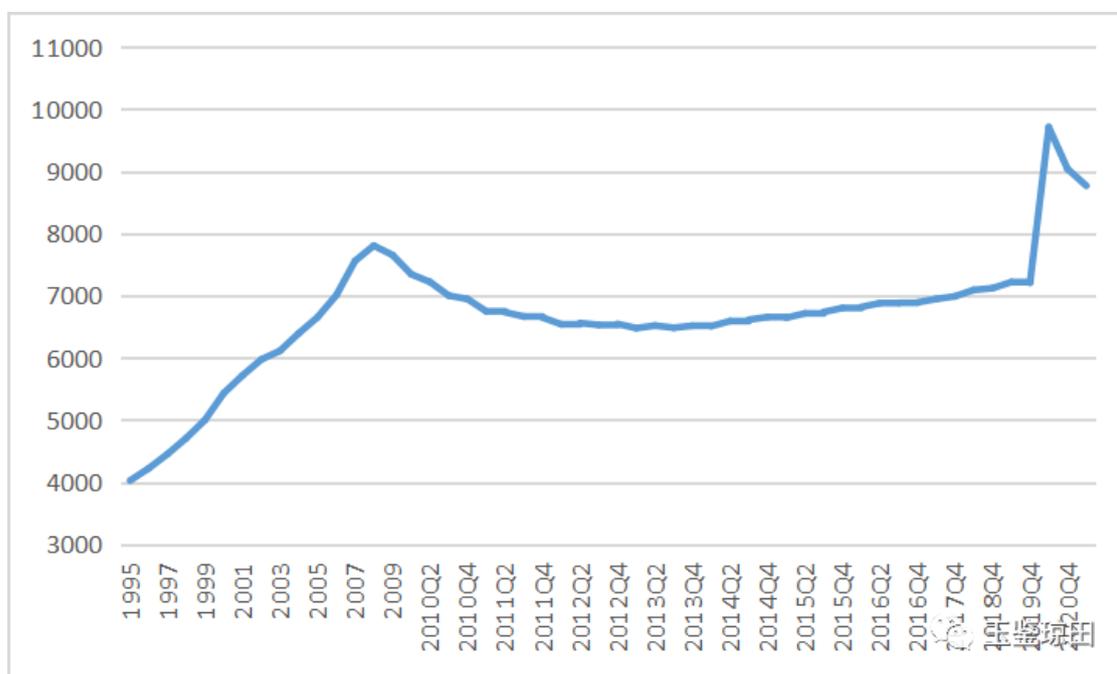
收入减少的中小企业比收入增加的多 29%，不过相比上一期的 46%，已经有所改善。利润减少的中小企业比利润增加的多 35%，上一期是 47%，也有改善。

50%的中小企业称获得了政府在工资支付方面的帮助，25%受益于税收减免和暂缓支付，32%获得了其他方面的政府支持。

二、美国小企业融资等情况

从美国联邦存款保险公司（FDIC）统计的美国银行业小微企业贷款（单户 100 万美元以下的工商企业贷款和单户 50 万美元以下的农业贷款）余额看（图 5），2008 年末达到 7806 亿美元的历史高点，然后下降又缓慢上升，2019 年末为 7207 亿美元，2020 年 6 月末比上年末增长 35%达到 9710 亿美元，2020 年末、2021 年 6 月末下降到 9039、8768 亿美元。主要是因为疫情加大了对小微企业的信贷支持。2020 年 3 月，时任总统特朗普签署《冠状病毒援助、救济和经济安全（CARES）法案》，包括“薪酬保护计划”（PPP）和经济伤害灾难贷款（EIDL），以 SBA 现有 7(a) 计划框架为基础，面向合格小企业提供 3490 亿美元联邦担保贷款。

图 5：美国单户 100 万美元以下小微贷款余额 单位：亿美元



数据来源：FDIC

从近十年美联储年报看其对小企业贷款情况的描述和判断，反映了自 2008 年金融危机后小企业贷款从难以获得基本上可以满足需求，调查统计印证了这个变化。美国全国独立企业联合会 2021 年 7 月公布的小企业乐观指数报告（the NFIB Small Business Optimism Index）表明，49%的小企业主报告其人员需求不能被满足，创 48 年新高，只有 1%的小企业主认为融资难是他们经营中最大的困难。只有 2%的小企业主报告其借款需求不能被满足，23%的小企业主称其信贷需求都能被满足，61%的小企业主称对贷款不感兴趣。只有净 2%的小企业主认为上一次贷款获得比以前更难。不过从 2019 年美联储对非银行线上贷款的调查看，小微企业还是有一些贷款需求未能得到满足，非银行的互联网贷款部分地满足了这一需求，但也存在利率过高、信息披露不透明等问题。

美联储近十年年报中对小企业贷款的描述：

2011 年年报：小企业借款条件持续比大企业更紧，它们的信贷需求也相对较弱。但是出现了一些改善的迹象。

2012 年年报：市场融资情况改善。但是对信用评分低的借款人贷款依然很紧，小企业的借款条件逐渐改善，速度弱于大企业。

2013 年年报：小企业融资条件改善。100 万美元以下小企业贷款的利率和大企业贷款利差降低。

2014 年年报：虽然整体上工商企业贷款在 2014 年下半年增长较快，但 100 万美元以下的小微企业贷款仅略有增长，看起来主要原因是需求疲软。银行对小企业的贷款标准，据报告，比过去的中位情况有所收紧，尽管过去几年有很大放松。

2015 年年报：对大型非金融公司的信贷保持强劲，小企业的融资也变得可获得性更好了。

2016 年年报：小企业信贷的增长受到抑制（subdued）。美联储委员观察到金融机构对投机级公司、小企业、工商企业的融资有所收紧。美联储对银行和金融科技提供的消费信贷、小微企业信贷进行调查研究，分析新业态模式对消费者、小企业和金融机构的影响。

2017 年年报：小企业融资渠道保持通畅（favorable），虽然信贷增长缓慢，但调查数据显示这主要是由于信贷需求不旺。

2018 年和 2019 年年报用了同一句话：小企业融资情况保持（与需求）相适应（Financing conditions for small businesses have remained generally accommodative.）。2018 年写“对小企业的贷款量近几个月有所反弹，最近的贷款表现指标保持强劲。” 2019 年写“小企业信贷增长受到抑制。”

2019 年年报提到美联储委员会和克利夫兰联邦储备银行联合开展了一项研究，在 2019 年 12 月发布报告“不确定的条件：小企业借款人浏览线上贷款网站时发现了什么？”

美联储的小企业信贷调查（SBCS: Small Business Credit Survey)发现,2016 年只有 16%的寻求贷款的小企业主申请过非银行的线上贷款，2017、2018 年升至 24%和 32%。美联储调查发现，这些线上贷款的综合年利率（APR）在 10%-80%之间，贷款期限一般在 6-18 个月之间，额度一般在 10 万美元以下。申请线上贷款的多是规模小、成立时间短的小微企业，信用风险较高，它们申请线上贷款的审批通过率是 76%，申请大银行贷款的通过率是 34%，小银行是 47%。贷款申请人选择线上贷款的两大主要原因是速度快、审批通过率高。但是线上贷款的净满意率（满意的人比率减去不满意的人的比率）比传统银行低的多，才 33%，大银行是 55%，小银行是 73%。主要是贷款利率过高，还款方式等条件苛刻。因为《真实借贷法》（Truth in Lending Act）适用于消费者个人贷款，不适用于企业贷款，线上小微企业贷款的利率、还款方式等贷款条件不够透明。报告也提出了把小微企业贷款纳入《真实借贷法》等建议。

看来美国对互联网贷款的管理也并不比中国更先进，连强制要求披露年化利率也没有做到。难怪今年 6 月巴菲特和芒格接受 CNBC 采访时对中国对互联网金融的管理颇为赞赏。

三、部分国家小微企业贷款情况

OECD 对各国中小企业贷款情况作了个统计（各国报的），虽然可能有些数据不一定准确，有些指标各国不完全一致，有的数据缺失，毕竟提供了一个参考。

大体上，各国中小企业贷款利率高于大企业，不良率也较高。只有韩国，2013-2018 年 2012 年中小企业贷款不良率还低于大企业。之前中小企业不良率高于公司贷款整体，2013 年公司贷款不良率从 2012 年的 1.66% 升到 2.39%，同期中小企业贷款不良率 1.96% 升至 2.11%，2018 年小企业贷款不良率降至 1.11%，公司贷款不良率仍有 1.88%。所以大企业和中小企业贷款利率也较小，只有 37BP。

表1：部分国家中小企业贷款利率和不良率（2018年）

	中小企业贷款利率	大企业贷款利率	中小企业贷款不良率	公司贷款不良率
美国	5.16	4.9	1.41	1.12
中国	5.17	5.07	2.82	2.05（2017年）
日本	0.9（长期贷款利率）	0.58（短期贷款利率）		2.52
英国	3.44	2.7		
法国	1.48	1.03		3.28
巴西	21.5	8.6	4.29	2.45
意大利	3.1	1.8	28.4	
加拿大	5.7	3.64		
韩国	3.82	3.45	1.1	1.88
澳大利亚	5.29	3.56		0.81
墨西哥	17.7	11.8		1.6
西班牙	1.89	1.69		7.79（2017年）
俄罗斯	10.08	9.17	12.38	6.51
印尼	12.69	11.01	3.35	2.4
智利	8.3	3.8	5.9	2.5
白俄罗斯	9.92		1.71	1.39

来源：Financing SMEs and Entrepreneurs 2020, An OECD Scoreboard
https://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/financing-smes-and-entrepreneurs-2020_061fe03d-en
 注：公司贷款（business loan）不良率含小企业。中国中小企业贷款不良率OECD有口径数据为2.58%，2018年2.82%为入行数据。

有的国家大企业和中小企业利率水平和不良率相对情况看起来较为合理。比如美国，情况非常好，2018 年公司贷款不良率 1.12%，中小企业不良率 1.41%，都很低，大企业贷款利率 4.9%，中小企业 5.16%，利息收入能较好地覆盖风险。中国贷款利率和美国接近，不良率略高于美国（表 2）。智利，中小企业贷款利率比大企业高 400 多 BP，中小企业贷款不良率比公司贷款整体高 3 个多百分点。印尼，中小企业贷款利率比大企业高 100 多 BP，中小企业贷款不良率比公司贷款整体高 1 个多百分点。印尼的大企业和中小企业贷款利差从 2007 年的 414BP（中小企业 16.3%，大企业 12%）下降到 2018 年的 168BP。

有的国家中小企业经营情况和贷款情况明显改善。比如白俄罗斯，2016-2018 年，中小企业贷款利率从 20.20%、12.17% 降到 9.92%，中小企业不良率也从 6.95%、3.34% 下降到 1.71%。由于利率高，即使不良率较高，看来还是可以完全覆盖风险。

有的国家中小企业情况不佳，利率不能覆盖风险。比如意大利，中小企业不良率从 2008 年的 12% 升至 2016 年的 31.3%，2018 年略降至 28.4%，但中小企业贷款利率从 2008 年的 6.3% 降到 2016 年的 3.2%、2018 年的 3.1%，收益完全不能覆盖风险。法国虽然不良率没有意大利那么高，公司贷款不良率 2007 年至 2018 年一直在 3% 以上（无单独的中小企业不良率数据），但大企业和中小企业贷款利率却都在 2% 以下，这样的定价无法覆盖风险。所以法国、意大利中小企业融资缺口大，贷款难问题突出（图 1、图 3、表 2）。

表2：美国中国法国公司和中小企业贷款利率和不良率（2007-2018年）

项目	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
美国												
公司贷款不良率	1.22	1.88	3.91	3.46	2.01	1.34	1	0.8	0.87	1.57	1.33	1.12
中小企业贷款不良率	2.14	2.62	3.24	2.62	1.9	1.44	1.21	1.22	1.22	1.28	1.34	1.41
中小企业贷款利率	7.96	5.16	3.82	4.09	3.95	3.76	3.55	3.39	3.33	3.46	4.94	5.16
大企业贷款利率	8.05	5.09	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25	3.26	3.51	4.1	4.9
中国												
公司贷款不良率					1.26	1.21	1.25	1.49	2.04	2.07	2.05	
中小企业贷款不良率					1.75	1.65	1.66	1.97	2.59	2.6	2.58	2.82
中小企业贷款利率							8.39	7.51	5.23	4.77	5.78	5.17
大企业贷款利率							7.72	7.47	5.26	4.89	5.4	5.07
法国												
	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
公司贷款不良率	3.7	3.66	4.71	4.56	3.96	4.06	4.25	4.14	4.05	3.9	3.62	3.28
中小企业贷款利率	5.1	5.42	2.86	2.48	3.11	2.43	2.16	2.08	1.78	1.78	1.48	1.48
大企业贷款利率	4.52	4.76	1.96	1.57	2.23	1.72	1.46	1.3	1.19	1.19	1.1	1.03

来源：同上。

可惜 OECD 上没有德国的数据。日本也缺乏相应口径的统计数据，日本贷款利率只按短期和长期分，没有中小企业贷款利率，不过都很低，贷款利率 1% 以下。

据中国银保监会披露，2020 年 1-7 月我国银行业新发普惠性小微企业平均贷款的利率为 5.93%，其中五大银行新发放普惠性小微贷款利率为 4.25%。2021 年上半年，企业类贷款利率为 4.62%，较上年末下降 0.05 个百分点。其中，普惠型小微企业贷款利率为 5.65%，较上年末下降 0.23 个百分点。

四、对比和思考

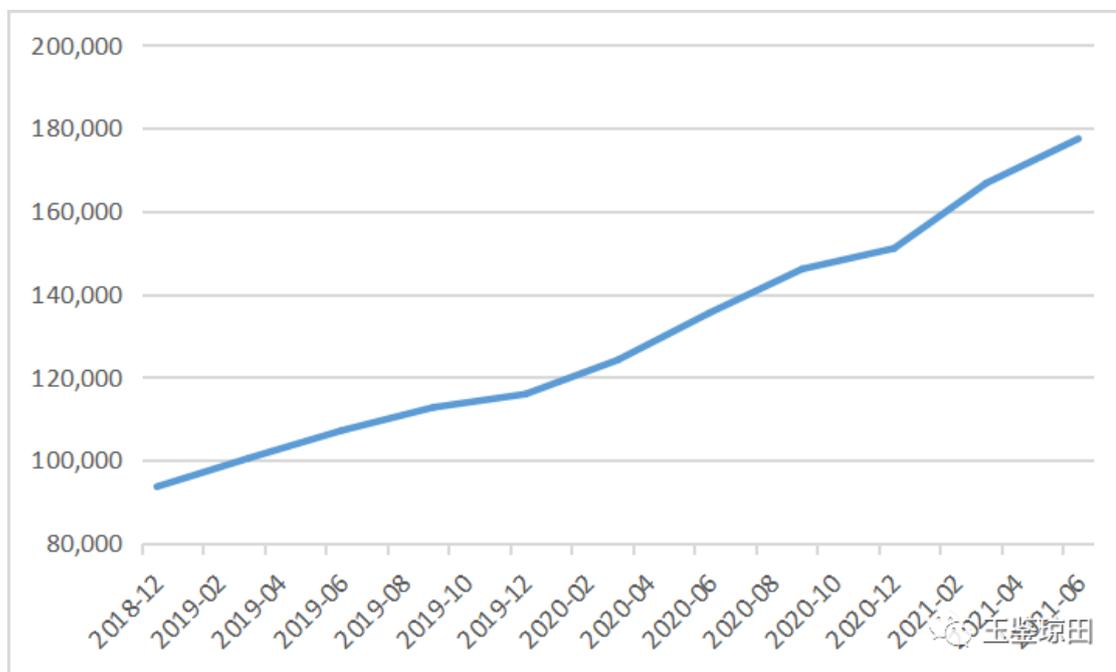
历史上，发达国家中小企业融资曾经也是难题。“麦克米伦缺口”（小企业融资缺口问题）就是 1931 年英国议会成立的麦克米伦委员会提出的（指由于金融机构担心向中小企业提供贷款风险和成本过高，中小企业的资金需求大于银行能提供的贷款额度）。但现在美国、德国等发达国家中小企业融资总体已经不太难了。不过一定程度的信贷配给总是存在的，总有少数企业不能符合贷款条件。在经济危机时，小企业比大企业更脆弱，这时国家也会采取各种救助措施。

在中国，小微企业融资难融资贵仍是一个持续受到关注的问题。但是，小微企业融资难到底有多严重，是不是小微企业经营中面临的最大问题呢？

总量上，中国小微企业贷款余额已是全球第一。根据美国联邦存款保险公司（FDIC）数据，2018、2019、2020 年末单户 100 万美元以下的美国银行业小微企业贷款为 7121 亿美元、7207 亿美元、9039 亿美元。根据人行统计，2018-2020 年中国普惠型小微企业贷款（单户 1000 万元以下）余额为 9.36 万亿元、11.6 万亿元、15.1 万亿元（2019 年以前人行口径为单户 500 万元以下，2018 年末余额为 8 万亿元，因此用银保监会数据 9.36 万亿元）。2020 年末比 2018 年末，美国小微企业贷款余额增长 27%，中国增长 63%。2020 年末，美国商业银行业资产规模 20.56 万亿美元（约合人民币 134 万亿元），约为中国商业银行资产规模（266 万亿元）的一半。2020 年末，美国银行业小微企

业贷款余额 9039 亿美元（折合人民币 5.89 万亿元），约为中国普惠型小微企业贷款的 39%。2020 年中国 GDP 为美国的 70%，而小微企业贷款余额已是美国的 2.6 倍。2021 年 6 月末，中国小微企业贷款余额 17.7 万亿元，是美国 5.66 万亿美元的 3.1 倍。

图 6：中国单户 1000 万元以下普惠型小微贷款余额 单位：亿元



数据来源：人民银行，WIND

我国中小企业贷款各项指标在世界上都处于较好水平。根据 OECD 调查，2018 年各国中小企业贷款占全部企业贷款比重的中位数为 40.41%。我国为 64.96%，高于其他发展中经济体和多数发达经济体。我国中小企业贷款不良率处于较低水平。我国中小企业贷款利率与美国接近，低于其他发展中国家。

近几年在国家的高度重视下，监管部门出台了一系列鼓励支持和激励要求银行业金融机构发放小微企业贷款的政策，例如人行 2018 年开始对普惠金融领域贷款增量或余额达到一定比例的商业银行实施定向降准，并适当给予再贷款支持，银保监会发布《关于 2021 年进一步推动小微企业金融服务高质量发展的通知》，要求银行业金融机构 2021 年努力实现普惠型小微企业贷款较年初增速不低于各项贷款增速，有贷款余额的户数不低于年初水平的“两增”目标，五家大型银行要努力实现普惠型小微企业贷款全年增长 30% 以上。

中国的小微企业贷款近年快速增长。经营状况良好的小微企业成为多家银行争抢的对象，利率进一步下降，审批放款速度大为提高，特别是线上贷款。大型银行的下沉“掐尖”抢走了一部分中小银行的优质客户。小微企业贷款市场的竞争较为激烈，供给较为充分。当然也还存在一部分科创型中小企业缺乏抵押物贷款，中小企业贷款多为期限较短的流动资金贷款，不能满足中小企业较为持续的资金需要等问题，还需要继续创新，优化产品和服务。但从总量上，下一步中小企业贷款可能更需要保持平稳发展而非快速发展。

欧美中小企业调查显示中小企业经营中最大的困难是人才和市场，是一种比较正常合理的情况。如果这两大问题能够解决，企业能正常经营，那获得融资不会太困难。目前中国很多中小企业面临的困难已经与之类似。建议央行或其他机构参考欧央行和美国 NFIB 的调查，将企业经营中最大的困难排序纳入调查，可以更好地了解中小企业的困难所在，有针对性地解决。

对于东部中小企业招工难有很多报道。我在中小企业调研中也发现这较为普遍。

例一：东部省份，年销售额几千万、有 100 多个员工的企业，企业主说，本县企业招不到工的现象普遍。本厂员工来自贵州、江西、云南的居多，工人一个月 5、6000 元，有社保。在老家，只要收入能有外出打工的一半，他们就不想来了。原来说企业要严管理，现在员工是上帝，我们都很关心员工，每天观察员工言行，怕他们思想波动，辞职不干了。我们对过年前坚持到最后走的，报销回家的交通费，过完年最早来的，也报销交通费、发红包。我说听说有的企业到村里去招工，大巴车一起拉来，这是不是个办法？企业主说一个地方集中的劳务输出，也有风险，出现矛盾的话，亲戚朋友全走，影响大，所以分散招工也有分散的好处。

例 2：东部省份，2020 年销售额刚过亿元的企业，企业主说，公司去年有一线员工 140 人，现在 200 人，增加了 60 人。200 人中有 110 个去年的老员工，90 个新员工。原来在劳动力市场招工，招来的人不太稳定，经常干不了多久就走了，现在主要通过老员工介绍新员工的方式招工，老员工介绍的新员工上班一周试用被录用，给介绍人 200 元，再做三个月，给介绍人 300 元，再做三个月，给介绍人 300 元，即成功招人工作半年以上给介绍人 800 元，这种方式招来的新员工更稳定。可见企业为招工也是想尽办法。

例 3：一位 IT 行业的小企业主说，2010-2015 年期间在主流招聘平台招聘外贸业务员，要求本科毕业，能用英语交流，一周之内每天都能收到上百份简历，且绝大多数为刚毕业或毕业不久的年轻人，但这两年发布招聘广告，一周之内才能收到十几份简历，而且绝大多数是 30、40 岁以上。

据国家统计局，2020 年末中国有农民工 28560 万人，其中本地农民工 11601 万人，外出农民工 16959 人，分别比 2008 年增长 27%、36%、21%。例 1、2 反映在中西部经济发展之后，愿意外出务工的农民减少。例 3 反映本科以上学历的劳动力供给也不是足够充裕。不过中国本科毕业生人数还在增长，2010 到 2015 年从 259 万增长到 359 万，2020 年是 421 万人，短缺也许是局部的。但随着未来人口增长下降，企业招工会越来越困难。

融资对企业来说当然是一个问题，但也并非所有企业都需要融资。中国的信贷供给已经较为充分了，不仅经营情况较好的大型企业多家争抢，较好的中小型企业都有几家银行竞相提供服务。过于强调融资难问题和将过多精力放在融资上的企业，可能还是自身缺乏技术、市场或存在盲目扩张、应收账款过高等问题。

中小企业融资，是一个需要政府、银行、企业各方持续付出努力去解决的问题。中国金融监管部门、银行业金融机构已下大力气投入做了很多工作，需要对中小企业融资状况有更全面客观的评估。希望未来中小企业融资难融资贵不再经常成为热点难点问题。

参考文献：

1. 浦文昌. 美国德国法国日本是如何解决中小企业融资难问题的? . 澎湃新闻. 2019-04-21
 2. 周琼. 银行业支持实体经济发展的国际比较和借鉴. 中国银行业. 2019-03
 3. 理言. 美国小微融资之道——70 年的启示. 平安普惠金融研究院. 2020-04-23
 4. OECD. Financing SMEs and Entrepreneurs. https://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/financing-smes-and-entrepreneurs-2020_061fe03d-en
- 参考央行研究局课题组. 小微企业融资的国际比较与中国经验. 金融时报. 2020-06-01

(内容来源: 玉鉴琼田)

限电限产对经济存负面扰动，能耗双控政策或增加灵活性

董忠云 中国资产管理人论坛理事 中航证券首席经济学家

近期我国东北、广东、江苏、浙江等多地出现限电限产引发舆论和资本市场的广泛关注。如9月23日以来，东北多地发布限电通知，波及居民用电，拉闸限电对当地居民的生活造成了较大的影响；企业方面，多地限电限产对企业生产造成扰动，且限电限产的范围不仅涵盖钢铁、水泥、化工等高耗能产业，也开始涉及其他行业。据wind统计显示，9月以来，有34家上市公司发布了包含关键字“限产”、“停产”、“限电”、“能耗双控”的公告，而8月仅有4家。34家公司中，除少数公告“停产”的公司是基于自身原因外，其余基本都与能耗双控政策、限电政策相关。

表：9月以来包含关键字“限产、停产、限电、能耗双控”的公司公告汇总（截止9月27日）

公告日期	公告标题
2021-09-27	康平科技:关于公司受限电影响临时停产的公告
2021-09-27	湖南黄金:关于子公司受限电影响临时停产,减产的公告
2021-09-27	金岭矿业:关于受限电影响情况的公告
2021-09-27	罗普斯金:关于公司临时限电停产情况的公告
2021-09-27	中农联合:关于全资子公司受限电影响情况的公告
2021-09-27	ST华鼎:关于限电停产情况的公告
2021-09-25	吉鑫科技:全资子公司关于受政策影响临时部分停产的公告
2021-09-25	金浦钛业:关于公司全资子公司临时限产停产的公告
2021-09-25	优彩资源:关于公司受限电影响情况的公告
2021-09-25	利民股份:公司关于全资子公司受限电影响临时停产的公告
2021-09-24	润丰股份:关于公司限电影响情况的公告
2021-09-24	蓝丰生化:关于公司受限电影响临时停产的公告
2021-09-24	南京化纤:公司关于全资子公司受供电影响临时停产的公告
2021-09-23	双乐股份:关于公司受能耗双控影响临时停产的公告
2021-09-23	聚杰微纤:关于公司全资子公司临时停产的公告
2021-09-23	锦鸡股份:关于子公司临时限产的公告
2021-09-23	蒙娜丽莎:中证鹏元关于关注蒙娜丽莎集团股份有限公司控股子公司受限电影响的公告
2021-09-23	西大门:关于公司接政府节能降耗通知临时停产的公告
2021-09-23	迎丰股份:关于公司临时停产的公告
2021-09-23	天原股份:关于子公司受能耗双控影响的自愿性信息披露公告
2021-09-23	*ST澄星:关于公司和子公司停产、减产的公告
2021-09-22	延江股份:关于公司及子公司同安区工厂临时停产的公告
2021-09-22	晨化股份:关于全资子公司受限电限产影响的公告
2021-09-22	红宝丽:关于子公司泰兴化学有限公司PO装置临时停产的公告
2021-09-22	卓越新能:关于全资子公司厦门卓越受疫情影响临时停产的公告
2021-09-18	神火股份:河南神火煤电股份有限公司关于控股子公司云南神火铝业有限公司受限电影响情况的进展公告
2021-09-18	石大胜华:关于垦利分公司部分装置停产的公告
2021-09-17	云铝股份:云南铝业股份有限公司关于公司限电影响情况的公告
2021-09-16	帝欧家居:关于控股孙公司受限电限产影响的公告
2021-09-14	蒙娜丽莎:关于控股子公司受限电影响情况的公告
2021-09-14	云天化:关于下属子公司临时停产的公告
2021-09-09	湖南黄金:关于三级子公司临时停产的公告
2021-09-07	沧州大化:沧州大化股份有限公司关于TDI装置停产检修的公告
2021-09-02	万华化学:烟台工业园TDI、PO、PDH装置停产检修公告

资料来源:wind,中航证券研究所

综合各方面信息来看，我们认为多地出现限电限产的原因包含主动与被动两个方面。

主动因素在于政府为实现能耗双控目标的政策主动作为。8月17日，国家发改委发布《2021年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表》，其中指出，未完成双控进度目标，且实际值与目标值差距大于目标值10%的地区为一级预警，亮红灯，表示形势十分严峻。文件显示，在能耗强度降低方面，青海、宁夏、广西、广东、福建、新疆、云南、陕西、江苏9个省（区）上半年能耗强度不降反升，为一级预警；在能源消费总量控制方面，青海、宁夏、广西、广东、福建、云南、江苏、湖北8个省（区）为一级预警。两项均为红色预警的省（区）有7个，比一季度增加了3个。这意味着，多地政府存在加强政策调控力度以完成双控目标的压力，因此可以看到，8月以来，多地出台了针对高耗能企业的限电限产政策。

另一方面，被动因素在于，在“双控”政策引导下，国内煤炭产能受到抑制，供应能力受限，同时疫情等因素又导致外部煤炭进口放缓，而我国经济持续从疫情冲击中复苏，特别是出口持续好于预期，表现强劲，对国内生产及能源需求提供有力支撑，上述因素合力之下造成煤炭供需错配严重，煤炭价格大幅攀升。而煤炭作为发电的上游，煤炭量缺价涨又引发发电企业原材料供应不足，生产能力受限，同时成本大幅抬升，发电利润受到极大的压缩甚至出现大幅亏损，导致电力生产意愿明显不足，制约了电力供应。电力供应不足之下，只能被动性通过限电限产来缓和供需矛盾。

本次范围较广的限电限产预计会对我国总体经济运行造成较明显的影响。供给端冲击或有助于部分行业格局重塑，淘汰高能耗产能，但从整个宏观经济的能源结构调整，到微观企业优化生产技术实现生产能耗降低，都需要一个过程，很难一蹴而就。我国的目标是降低GDP单位能耗，用更少的排放来推动经济的快速发展，但以停工停产的方式来实现能耗双控的目标，对于实现长期内降低GDP单位能耗，提高能源使用效率，用更少的碳排放来推动经济发展这一目标作用较为有限，反而对短期内的社会生产甚至民生造成负面冲击。目前来看，限电限产对经济造成的短期阵痛难以避免，生产、消费都会受到负面扰动，并进一步拖累经济动能。

从通胀角度来看，虽然限电限产会抑制对煤炭等上游原材料的需求，或有助于缓和上游原材料价格上涨压力，但却会造成通胀压力向下游产品传导和扩散。对于受限电限产政策影响的企业来说，除了自身经营受损外，由于产品交付受到影响，其下游企业的生产也会受到干扰，可能造成下游产业链环节的供需矛盾也相应加剧，推动相关环节产品价格上涨，形成供需矛盾和通胀向下游逐级传递的结果。目前这种现象在部分产业链条上已经有所体现，比如在新能源汽车电池产业链上，因为云贵地区对磷化工企业限电，导致供应缺口扩大，黄磷价格出现飞涨；云南地区的限电以及新疆地区的限煤政策等导致金属硅产能供给持续偏紧，带动金属硅价格大幅上涨，据生意社统计，截止9月24日，全国金属硅报价61125元/吨，较此前一周五上涨20000元/吨左右，涨幅为45.83%。

在这种情况下，工业品有涨有跌，PPI受到的综合影响较难判断，虽未必会造成PPI同比进一步超预期上行，但大概率会增加政策研判和应对的难度。而后续电价如果出现上调，将相应增加CPI通胀的压力。

综合来看，限电限产措施大概率将压低经济增速，同时提升通胀形势的复杂性，增加宏观调控的难度。9月28日，经济日报发表头版评论指出，无论是煤炭供应不足，还是“能耗双控”目标倒逼，各地在采取限电措施时，都应

坚持从实际出发，遵循实事求是原则，防止从一个极端走向另一个极端，以牺牲企业正常生产经营秩序为代价，追求不切实际的高指标，会给来之不易的经济复苏势头制造新的困难。同时，针对当前供电形势，国家电网公司在 9 月 27 日表示，将全力以赴打好电力保供攻坚战，保障基本民生用电需求，最大可能避免出现拉闸限电情况，坚决守住民生、发展和安全底线。

上述信号显示，目前“双控”相关的政策措施可能并不是最优解，存在改进的空间，政策面或将积极做出应对以降低相关负面影响。我们认为，有必要增加政策在目标制定和具体执行过程中的灵活性，做到因地制宜，因时制宜。

最后，落地到对 A 股市场的影响。总量上看，限电限产压低经济增速将令上市公司业绩承压，同时由于问题主要出在供给端，叠加通胀形势的复杂性，预计货币政策实施宽松进行应对的概率不大，同时宏观调控难度提升，或增加政策不确定性与市场避险情绪。因此，我们认为股市受到的总体影响偏利空，但影响程度还取决于后续相关政策是否会有所调整。结构上看，限电限产或将改变工业生产链条上的利润分布。由于限电限产对相关行业上下游的影响不同，在通过抑制上游需求来抑制上游价格的同时，也通过抑制下游供给来推升下游价格。因此，产业链条上的利润分布或将从此前的集中于上游，逐步开始往下游扩散，因此配置上也应该相应调整。前期大幅上涨的采掘、有色、钢铁等板块近日均出现明显回调，可能显示相关板块股价已经充分反映甚至透支了价格上涨的因素，目前市场谨慎情绪已经有所升温。因此，建议减少上游配置，可从部分受益于产品供需结构紧张、价格大幅上涨的上市公司中寻找机会，但供需结构的人为扭曲能持续多久存在较大的不确定性，需要关注政策调整的风险。

（内容来源：云观经济）