



金融与发展评论

2022 年第 5 期 / 总第 11 期

2022 年 10 月 20 日

目 录

专家视角

发展资产管理是完善我国金融体系的重要路径（李扬）	1
欧元陨落（殷剑峰）	4
亚洲的美元情结——亚洲金融危机 25 年祭（殷剑峰）	10
2022Q2 银行业运行（曾刚 王伟）	17
困与破：科技型中小企业金融服务创新（曾刚）	29
商业银行转型金融发展的重点（曾刚 徐文华 谭林）	33
积极的财政政策，美国靠国债，中国更靠地方债（周琼）	39
美国通胀接力：若隐若现的“曙光”（邵宇 陈达飞）	45
工业互联网给银行业小微金融发展带来的机遇与挑战（刘晓曙 朱连磊）	54
基建对金融数据的支撑越来越强（李奇霖 杨欣）	58
历次危机与美元紧缩下，新兴货币贬值中的强势货币分析（董忠云 符旻）	62

发展资产管理是完善我国金融体系的重要路径

李扬

上海金融与发展实验室 首席专家

资产管理是独特的金融活动

中国学术界在讨论金融体系的时候，通常使用两分法即分为“间接融资为主”和“直接融资为主”，前者是银行主导型的金融体系，后者则是市场主导型的金融体系。一般认为，理论上市场主导型的金融体系更优一些，因为其能更好地应对一些剧烈变化，但其实两种金融体系差异并不多，只是存在适应与否的问题。

从上个世纪开始，发展直接融资始终是中国改革的目标之一，但是实践的发展其实并不如人意。在直接融资和间接融资之间其实还有其他一些金融活动，如资产管理、财富管理，均显示出不同于直接融资和间接融资的品格，而且资产管理和财富管理能够契合广大金融产品和服务的消费者日益增长的对金融产品和服务的需求，这就是为什么资产管理、财富管理这么多年方兴未艾的基本原因。

当然，由于历史和法治环境的不同，资产管理在不同的国家呈现出不同的样态，服务内容和风格也存在区别。不过可以确定的是，它是广大金融产品和金融服务消费者面对的主要金融活动，并且在中国的发展还很欠缺。

资产管理市场发展的改革意义

历史上，我国银行间接融资占全部社会融资的比例始终稳定在 80% 以上，但是从 2012 年开始，随着各类资产管理业务的蓬勃发展，银行的间接融资占比急剧下降，至 2015 年下半年已经降到 60% 以下。当然，有人可能会把资产管理归为直接融资，但事实并不完全是这样。不过，资产管理的发展确实有助于实现降低银行间接融资占比的任务。2015 年下半年后开始整顿资管行业，银行间接融资占比慢慢又回升至 80% 以上。

回顾历史可以看出，既然降低银行间接融资的比重是金融改革的目标之一，那么发展资产管理市场就是一个非常重要的抓手，不能把眼光只盯在直接融资上，中国应发展具有中国特色、丰富多层次的资本市场。

2018 年 4 月，央行正式发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（简称资管新规）。各银行金融机构开始建立独立资管机构。至今已形成规模。这些发展，构成我国资产管理行业的坚实基础。如果将资产管理分为银行类、证券类、保险类、信托类、基金类等等，从产品上来看还没有很大的突破。

要想真正实现产品分类的突破，真正满足广大金融产品和服务的消费者的需要，必须要打破原有体系和基本机制，即发展资金信托。

直接融资整个交易中只出现一个合约，比如，国债就是投资者和政府一个合约，股票就是投资者和股票对应的公司一个合约，资金融通过程中的金融机构只是提供服务，而未发行和交易以自己为主体的任何信用工具。间接融资涉及两个合约，在整个交易过程中，金融中介机构如银行一方面与筹资方订立一个放贷合约，另一方面则代表筹资方和投资方订立一个借款合同，两个合约完成一项资金运转的活动。信托融资事实上涉及两个合约，一个是资金盈余方与资金短缺方的借款合同，另一个则是金融中介机构也就是信托机构与委托人的诚信责任合约。从资金运转来说，这种合约和直接融资相像，但是从责任和法律关系来说分担不同，信托融资中的信托机构需要承担法律义务。

风险分担机制不同

在直接融资里，金融中介机构仅承担与中介服务相关的操作、法律、合规、声誉风险等，交易中最重要风险如信用、市场、流动、财务风险是由资金交易双方承担的。间接融资的绝大部分风险由金融机构承担，资金盈余方只需承担金融机构的信用风险，资金短缺方则主要关心自己的经营风险和财务风险。信托融资是“卖者尽责，买者自负”，所以投资方和筹资方都要承担整个交易中的信用、市场、流动性和财务风险，作为中介机构的信托机构则承担由信托规制所确定的“信用义务”的责任和风险。

定价机制和服务收费规则不同

直接融资中证券公司只是帮助定价，同时为自己所提供的信息加工和服务收取费用。间接融资的收费有两个，一个是风险定价费，间接融资中金融中介机构几乎承担了绝大部分风险，因此就需要为风险定价；另一个则是金融服务费，银行的这些收费一般会以息差的方式表现出来，但也可能还有其他的服务费用收取方式。信托融资的规则比较复杂，它的风险定价大致上类似资产的定价，但是并不完全一样，服务定价则参照间接融资的标准，即信托活动的收费类型包含风险承担，但更多的是服务提供。

下一步改革的方向

坚持受托人定位

资产管理的机制是信托，通过信托，我们对原有基础产品进行改造，改造过后的产品和服务能够更好地服务投资者，满足投资者的需求。现在各种各样的理财产品、财富管理产品之所以为大家所熟知，一方面是因为它弥补和克服了现有的其他基础产品的缺陷，另一方面则是因为它还保留了一定的基础产品的特征。信托公司应当是通过提供服务来获取受托报酬，而不是去赚取利差。这是具有直接融资特点的资金信托的基本要义，也是信托贷款与银行贷款的根本区别。总之，要想真正发展理财、发展资产管理，就一定要坚守受托人定位开展融资信托业务。在业务领域方面，信托则要向科创企业、中小微企业、“两新一重”建设领域倾斜，服务实体经济发展。

进一步改革法律与监管环境，并针对信托的特点施行监管

中国法律借鉴了大陆法系，在这套系统中，本来作为一个业务的信托在中国便变成了机构，从而只有信托投资公司才能做信托业，这就不利于信托业、资产管理行业的发展；而在英美法系下，受认可的机构都可以做信托，这种宽松的条件更利于资产管理、平台和通道的发展。下一步，中国《信托法》的修订在沿着既有的路完善的同时，还应当合理吸收英美法系中关于信托的精神，进一步完善法律环境和监管环境。同时，还应针对信托的特点施行监管，将分业监管和统一监管相结合，功能监管和机构监管相结合，宏观审慎监管与微观审慎监管相结合，并基于信托契约的高度不完备性和信义关系对受托人的强约束关系，对信托融资加强行为监管。

进一步强化证券投资

无论是资产管理还是信托业的发展，均要强化证券投资，也就是说，我们发展出的新产品要支持投到社会基础证券上，在此基础上，才能进一步产生出资产管理的产品，这些产品是经过整合、修正和磨合的，更能符合人们的需要。强化证券投资需要强化其中的权益类投资，尤其需要关注股权投资类业务的拓展。所以，以往强调的发展直接融资也即发展权益类的投资可以通过发展资产管理市场的这条路，走出一条康庄大道。下一步要继续挖掘资产管理的无穷潜力，深入推动中国金融的改革和发展。

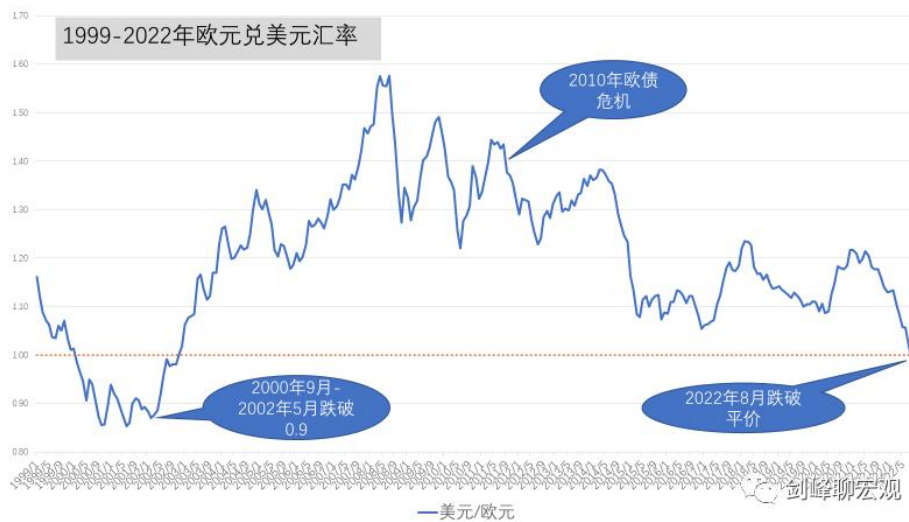
（内容来源：IMI 财经观察）

欧元陨落

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

近期欧元兑美元汇率大幅下挫，8月下旬以来已经跌破平价（1欧元兑换不到1美元）。1999年1月欧洲货币联盟成立，欧元正式启动，从那时算起欧元已度过了23个年头。在欧元启动的第二年，欧元也曾经跌破平价，在2000年9月至2002年5月间一度跌到0.9以下。不过，从2002年11月开始迄今，在长达20年的时间里，即使是在2008年全球金融危机和2010年欧债危机期间，欧元都保持着对美元的相对强势地位。



所以，一个自然的问题就是，近期欧元的颓势只是一个短暂现象吗？我们的结论是否定的。近期欧元的颓势是2010年欧债危机的延续，随着政府杠杆率的持续飙升，加之能源价格上涨导致的巨额贸易逆差，欧元区的瓦解未必不可能。

1、欧元历史

自公元476年西罗马帝国灭亡之后，欧洲就再也没有统一过。虽然大航海之后的财政革命、金融革命和工业革命让西欧诸国成为全球的统治者，但列强之间战争不断。从第一次工业革命算起直至二战结束，通过战争方式，最接近于实现欧洲大陆统一的就是拿破仑的法兰西帝国和希特勒的法西斯德国，最终二者也都因为陷入与英国和俄罗斯/前苏联的两线作战而失败。

二战结束后，通过和平手段实现欧洲在经济、军事和政治上的联合成为欧洲大陆国家、尤其是法国和德国的梦想。在经济方面，1951年《巴黎条约》建立了包括法国、德国在内的6国煤钢共同体，1957年《罗马条约》建立了欧洲经济体共同体（欧共体），1972年欧共体主要国家开始实施共同体各成员国

货币对美元的联合浮动机制，1978年联合浮动汇率机制进一步发展为包括建立欧洲货币单位和欧洲货币基金体系的欧洲货币体系（European Monetary System, EMS），1992年《欧洲联盟条约》（又称《马斯特里赫特条约》，简称“马约”）决定自1999年1月1日起建立欧洲货币联盟（European Monetary Union, EMU），实行单一货币——欧元，欧洲经济和货币一体化进程进入一个崭新的高潮。

欧元之所以能够打破过往三千年的主权货币历史，成为第一个超主权货币，这一方面是因为欧洲各国对“和平统一”的向往，另一方面也得到了理论的支持，即所谓的“最优货币区理论”。这一理论始于1961年罗伯特·蒙代尔的一篇论文——“最优货币区理论”（A Theory of Optimum Currency Areas），蒙代尔的基本逻辑是，在两个国家间，如果生产要素、特别是劳动力可以自由流动的话，那么，当一国衰退、另一国繁荣时，劳动力就可以从前者流动到后者，进而确保充分就业。由于劳动力的跨国流动取代了汇率浮动，成为调节两国经济的机制，这两个国家的货币就可以实施固定汇率——固定汇率的极端就是统一的货币。

然而，最优货币区理论忽略了国家主权及其背后的财政体制的作用。实际上，即使是劳动力的自由流动也依赖于统一的财政体制，因为只有财政统一了，才会有统一的社保福利安排和真正统一的劳动力市场（一个典型的例子就是不能享受城市社保福利因而难以在城市立足的中国农民工）。而且，在财政分散的情况下，经济弱国有着充分的动机从统一的货币区中攫取利益。总之，统一的欧元区根本缺陷在于，各成员国的财政政策是独立的。这种货币统一、财政分散的财政货币体制为欧元危机埋下了伏笔。

2、2010年欧债危机

在欧元区19个成员国中，经济发展水平向来差异较大。其中，德国、法国、意大利、西班牙是前四大经济体，经济份额占到欧元区GDP的75%。传统上一般将德国、法国两个主导国家以及荷兰、比利时等归于经济发达的“北方国家”，而将意大利、西班牙以及爱尔兰、希腊等归于经济落后的“南方国家”（在2010年欧债危机后，受到重创的法国已经跌落到南方国家的行列）。从欧元区成立前一直到成立后，北方国家和南方国家素有芥蒂。北方国家担心南方国家利用统一的货币区“揩油”，南方国家忌惮北方国家霸道。

2010年欧债危机起源于希腊政府债务违约，后来蔓延到意大利和西班牙，这几个南方国家的国债在市场中完全丧失了流动性。为了救助南方国家，欧央行（ECB）先是于2010年推出了SMP（Securities Markets Program），2012年又推出了ESM（European Stability Mechanism）和OMT（Outright Monetary Transactions），2015年最终推出了大规模的QE计划。这些措施名目繁多，但在本质上都是债务货币化——让成员国央行（National Central Bank, NCB）购买本国国债。

债务货币化还改变了欧元的发行机制，扭曲了欧元区内的资源配置。欧债危机前，欧元的发行是由ECB根据各成员国的经济规模按比例分配。债务货币化后，随着各个成员国央行购买本国国债，赤字大、债务负担重的南方国家NCB就可以发行更多的欧元。这些欧元通过Target系统（欧央行内部国际支付命令系统，ECB's internal international system of payment orders）支付给了赤字小、债务负担轻的北方

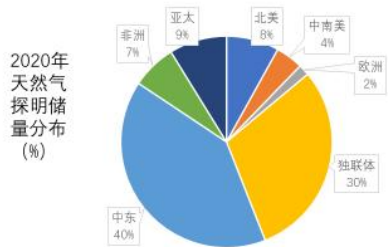
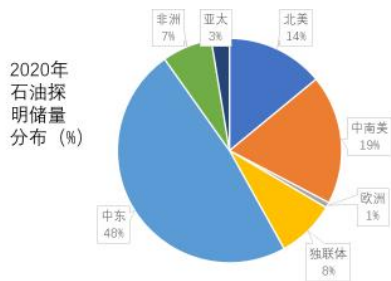
国家（主要是德国），用以偿还先前的债务和继续购买商品服务。于是，在 Target 系统中，北方国家不断累积盈余，而南方国家不断累积赤字。



以欧元区最大的债主、德国和最大的两个债务国、意大利和西班牙为例。2008 年全球金融危机之后，德国央行在 Target 系统的净债权不断累积，对应的是意大利和西班牙央行不断累积的净债务。2019 年，德国央行的净债权超过了 9 千亿欧元，后两者的净债务则达到近 8 千亿欧元。2021 年，德国央行的净债权进一步上升到近 1.3 万亿欧元，后两者的净债务则超过了 1 万亿欧元。所以，本质上看，这就是南方国家向北方国家“打借条”——如果用黄金来清算的话，按照 1800 美元/盎司的黄金价格，大约等于 2 万吨黄金。随着高政府债务已成既定事实，欧元区已经难以回到《稳定与增长公约》规定的情形（赤字率不超过 3%、政府杠杆率不超过 60%）。在政治联盟、进而统一财政难以达成的情况下，欧元区的存续就取决于德国能够忍受多大规模的南方“借条”。

3、欧洲的能源脆弱性

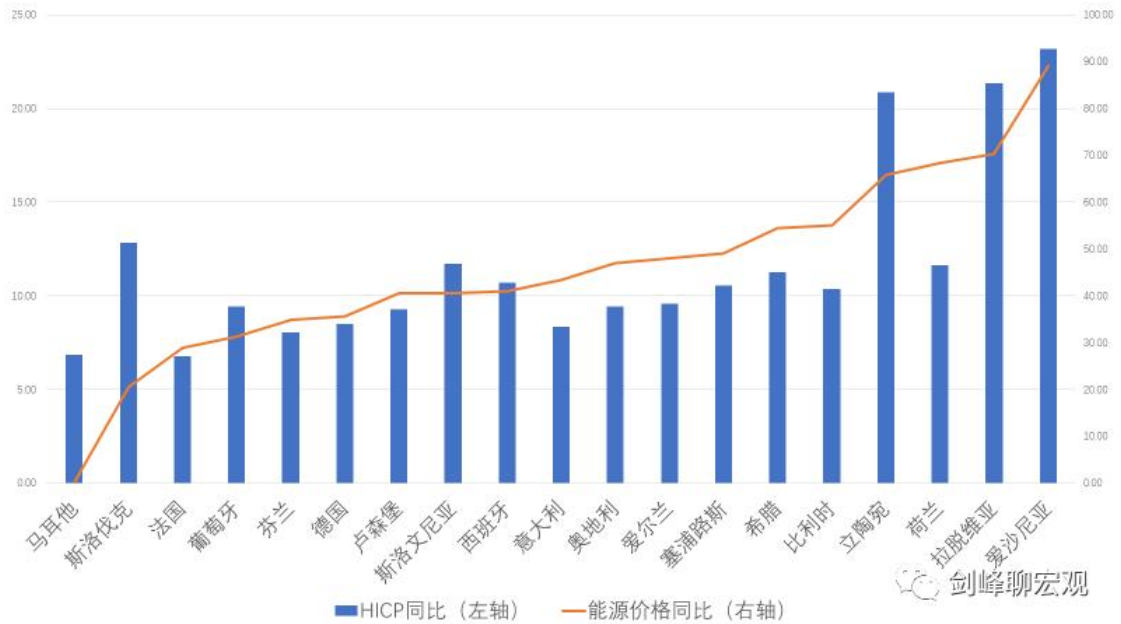
近期欧元兑美元跌破平价背后是美元的相对强势，而美元强势的背后是石油和天然气。实际上，自今年 3 月份以来人民币对美元的持续贬值也是因为能源价格上涨助推了美元的相对强势。全球的基本经济格局是中、美、欧三足鼎立：在全球制造业供应链和贸易网络中，形成了以中国为中心的亚太、以德国为中心的欧洲和以美国为中心的北美等三大子网络。在这三大子网络中，唯有北美能够实现能源的自我平衡。



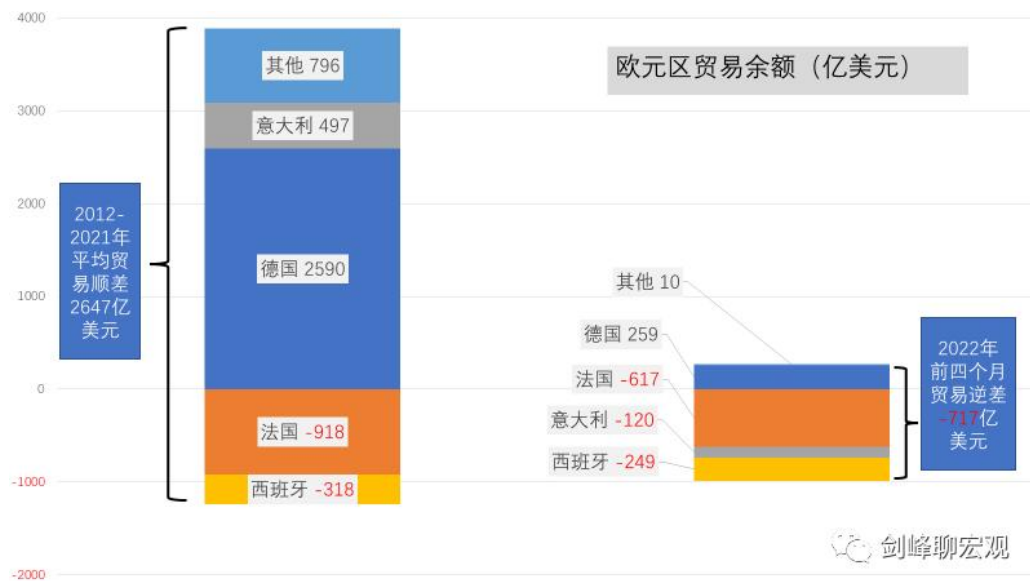
截止 2020 年，全球石油和天然气探明储量主要集中在中东、独联体（以俄罗斯为主）、中南美和北美，亚太和欧洲的石油探明储量只有全球的 3%和 1%，天然气探明储量只有全球的 9%和 2%。从产量上看，中东、北美和独联体位居石油、天然气的前三位。由于能源分布结构与制造业分布结构的错位，亚太和欧洲分别成为石油和天然气供求缺口最大的地区。能源供求的区域分布错位使得能源成为全球最大的单一贸易商品。在 2011-2021 年间，全球进口货物中，全部制造业产品占比为 71%，仅紧随其后的就是占比达 14%、以石油和天然气为主的能源。相比欧洲而言，尽管中国是全球最大的石油进口国，但是，由于中国的能源消费以煤炭为主，中国的煤炭生产和消费又能够基本实现自我平衡，加上中国拥有全球规模最大、发展速度最快的新能源，因此，能源价格上涨对中国物价水平和经济的影响要小得多。然而，在严重依赖石油、特别是天然气进口的欧洲，能源价格上涨的冲击正在引发恶性通货膨胀和史无前例的贸易逆差。

4、欧洲的能源危机

无论是欧元区的北方国家，还是南方国家，2022 年 3 月俄乌战争爆发后，飙升的石油和天然气价格都对其形成了严重的冲击。首先是恶性通货膨胀。随着全球原油和天然气价格迅速飙升，原油价格甚至一度达到 1861 年以来的最高峰值，欧元区消费价格协调指数（Harmonized Index of Consumer Price, HICP）中的能源价格涨幅高达 40%，在部分国家甚至是翻倍的上涨。能源价格推动了 HICP 的快速上涨，7 月份欧元区 HICP 平均同比高达 10%以上，在一些边缘国家（如爱沙尼亚），甚至超过了 20%。



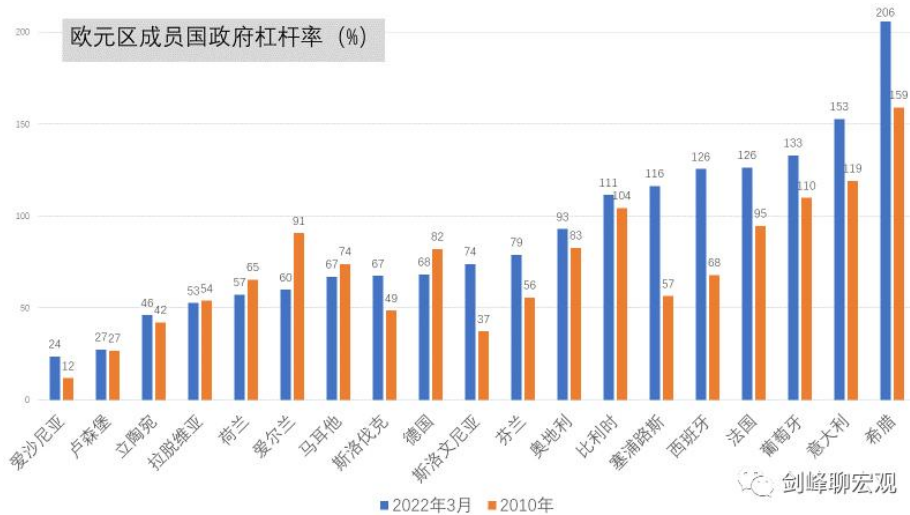
除了恶性通货膨胀之外，能源价格上涨的还导致了巨额的贸易逆差。将欧元区 19 国分为德国、法国、意大利、西班牙和剩余 15 个其他国家，在历史上，如 2012-2021 年的十年间，德国、意大利和 15 个其他国家一般是贸易顺差，法国和西班牙则是持久的贸易逆差。由于顺差远远超过了逆差，所以，整个欧元区长期呈现高额的贸易顺差——这是支撑过往 20 年欧元相对于美元强势的主要原因。但是，随着能源价格的飙升，能源进口额大幅上升，欧元区的贸易平衡发生了变化。



从目前最新的数据（截止 2022 年 4 月）看，德国和 15 个其他国家的贸易顺差大幅缩小到 259 亿美元和 10 亿美元，法国和西班牙的贸易逆差飙升到 617 和 249 亿美元，而作为传统的贸易顺差国，意大利也发生了 120 亿美元的贸易逆差。由于德国等国的贸易顺差大幅小于法国、意大利和西班牙的贸易逆差，整个欧元区出现了 717 亿美元的逆差。照此推算，欧元区全年的贸易逆差可能高达 2000 亿美元。特别是作为传统逆差国的法国和西班牙，在前四个月的贸易逆差就几乎相当于过去全年的 80%。

5、新欧债危机

在出现巨额贸易逆差的同时，欧元区政府杠杆率也大幅上升。比较 2010 年和截止今年 3 月的政府杠杆率，除了德国、爱尔兰、马耳他之外，其余国家都出现了不同程度的上升。在当年引发欧债危机的希腊，政府杠杆率已经突破了 200%，而在法国、意大利、西班牙等三大经济体，政府杠杆率也大幅上升，西班牙的政府杠杆率接近于翻倍。



回顾 1992 年的英镑危机、1997 年的亚洲金融危机和近两年阿根廷比索兑美元的大幅度贬值，欧元区已经具备了爆发货币危机的三大基本要素。首先是贸易逆差。由于石油、天然气的结算货币主要是美元（以及俄罗斯卢布结算令后的卢布），欧洲能源进口形成的逆差是外币负债，外币负债的不断积累对本币汇率形成持续压力。其次是政府高杠杆。南方国家的高政府债务是一个长期的结构性难题（例如由于人口负增长和老龄化），除了印钞票，几乎无解。然而，统一的欧元区约束了南方国家印钞的能力。最终，要么是德国妥协，要么是南方国家退出。最后是恶性通货膨胀。抑制通胀要求 ECB 加息，但加息将进一步削弱南方国家的经济和财政。这也是在面对通货膨胀的时候，ECB 缩手缩脚的主要原因。

我们曾经指出，从当前再往后的至少十年间，全球将处于一个巨大的能耗跃迁点。随着全球人均收入水平的继续提高，人均能耗量将会大幅提高。所以，能源的相对价格效应将会继续强化。如果这个判断是正确的话，那么，能源匮乏、财政分散的欧元区将面临越来越大的压力。欧元区瓦解并非不是一个选项。

（内容来源：剑峰聊宏观）

亚洲的美元情结——亚洲金融危机 25 年祭

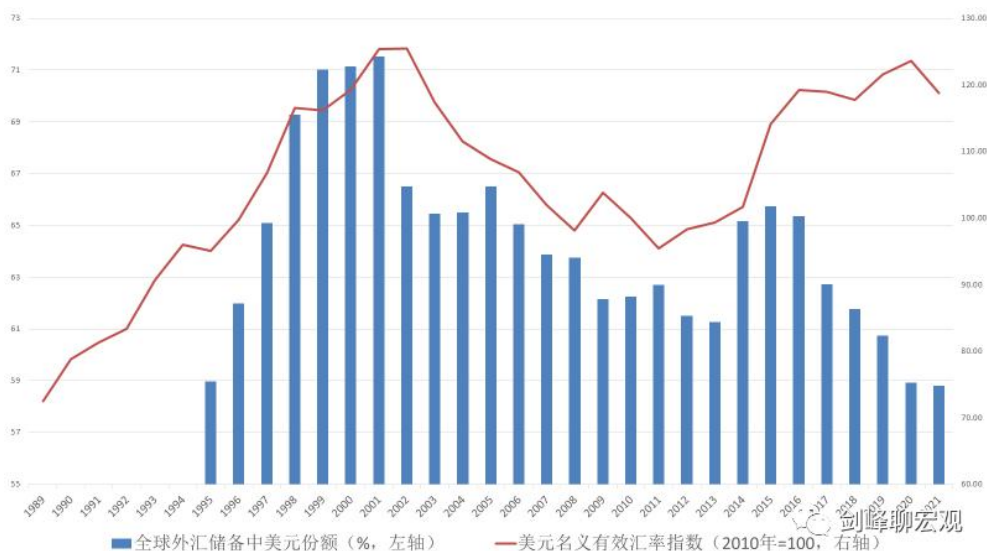
殷剑峰 上海金融与发展实验室 理事长 浙商银行 首席经济学家

1997 年亚洲金融危机已经过去 25 年了。回顾这场危机，正是发生在上世纪 90 年代强势美元重拾霸权地位的十年间。危机重创了实施盯住美元固定汇率制度的东南亚国家，但有意思的是，危机过后，美元在亚太的地位非但没有下降，反而形成了覆盖范围更广、经济影响力越来越大的亚洲美元区，从而极大地强化了美元在全球的霸权地位。未来美元的霸权地位是继续走强还是开始衰落，尚存在很大不确定性。不过，确定的一点是，在亚洲经济已经崛起之际，在俄乌战争后美元信誉已经严重受损之时，亚洲是应该反思一下过往的美元情结，选择一条走出美元阴影之路。

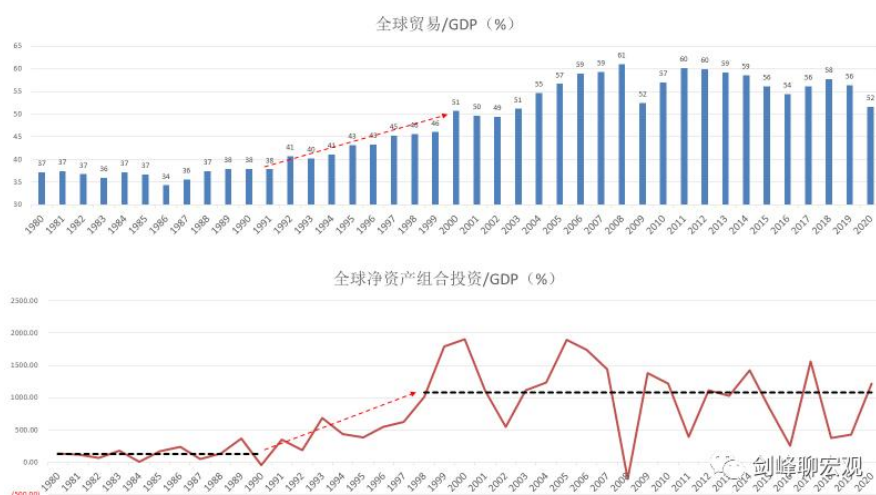
一、危机的背景：美元重拾霸权

二战结束后，形成了两个平行的世界：东方世界是以苏联为核心的经济互助委员会（经互会），苏联的转账卢布成为经互会的贸易结算货币；西方世界是以美国为核心的西方国家，在美元与黄金挂钩、其他国家货币与美元挂钩的布雷顿森林体系下，美元成为霸权货币。1972 年布雷顿森林体系崩溃后，美元霸权一落千丈，日元和德国马克的地位得到很大提高。

当全世界都看衰美元时，美国将手伸向了石油。1973 年，美国与沙特阿拉伯达成协议，沙特石油出口全部只收取美元，美国给予沙特军事庇护。1975 年，美国与石油输出国组织（OPEC）达成类似协议，OPEC 的石油出口全部使用美元，这些美元回流到美国，成为美国金融市场的支撑，石油美元正式形成。自 1976 年、即美国与 OPEC 达成石油美元协议的第二年起，美国的经常账户就转向了持久的逆差。随着不断累积的贸易逆差，美国的净国际投资头寸不断缩小。



1989年，柏林墙被推倒，经互会走向瓦解，美元由此渗透到曾经的东方世界。同年，美国的净国际投资头寸转变为永久性的负值，通过贸易逆差和累积对外美元负债来向全世界倾泻美元流动性成为美国的特权。1990年，曾经一度希冀通过日元国际化来挑战美元霸权的日本发生了严重的房地产泡沫危机，并在此后陷入长期停滞。两个挑战者相继失败之后，美国开始引领信息技术革命，这使得美元在整个90年代都处于强势上升态势。1989年，美元名义有效汇率口指数为72，到2001年信息技术泡沫破裂时达到125。与此同时，美元在全球外汇储备中的份额也快速上升，1995年美元占比为59%，到2001年达到72%，远高于同期美国GDP和贸易占全球的份额（分别为24%和14%）。

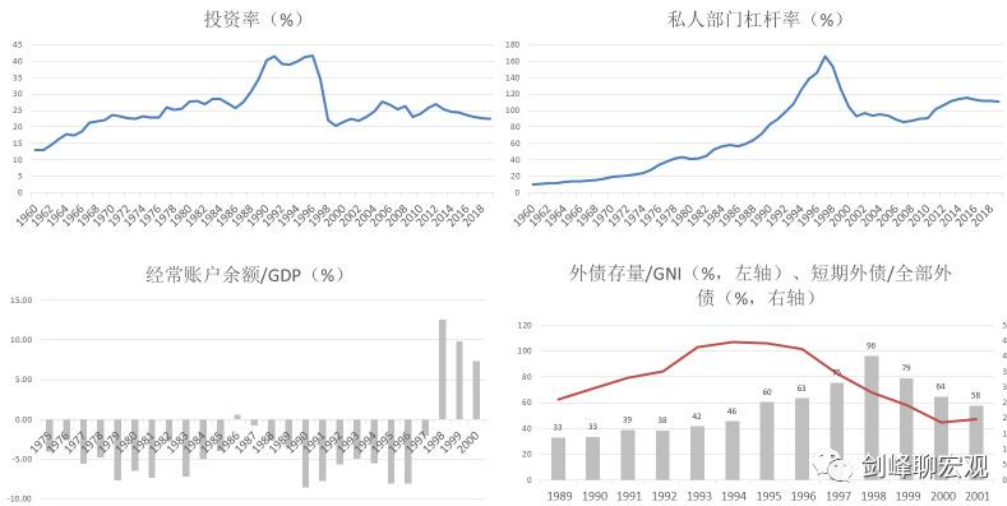


两个世界合并后，随着美元重拾霸权，经济全球化也得到快速推进。以全球贸易为例，在前苏联解体后的1991年，全球贸易/GDP为38%，到1997年达到45%。与经济全球化相比，金融全球化的步伐更是令人惊叹，而金融全球化的突出表现就是跨境资本流动的速度迅速加快。仅以资产组合投资的净流动规模为例（图2）。在1990年前，全球净金融资产组合投资的规模平均为全球GDP的1.3倍，1990年后快速上升，从1998年迄今，净金融资产组合投资的平均规模已经是全球GDP的将近11倍——这还仅仅是金融资产组合投资的净值，如果是全部资产组合投资的话，那将是全球GDP的百倍以上。

二、危机的后果：亚洲美元区

有关亚洲金融危机的研究早已经汗牛充栋，但大多数研究都着眼于亚洲国家自身的缺陷，如制度性腐败、依赖高投资的增长方式、落后的金融体系以及过早的金融自由化等等。即使是少数对不合理国际货币体系和国际游资的指责，也是不疼不痒。25年后回顾那场危机，我们需要记住当时的大背景：在上世纪90年代，美元重拾霸权，经济和金融全球化进入新高潮，经济金融自由化的理念深入人心。

亚洲危机前后泰国的部分经济金融指标



泰国是最先陷入亚洲金融危机，也是亚洲国家中最先实施激进的金融自由化改革的国家——即使是作为当时亚洲第一大、全球第二大经济体的日本，也只是迟至 1996 年桥本龙太郎上任首相后才推出日本版本的金融大爆炸改革。以泰国为例，在国内裙带资本主义弊端还未根除的时候，1992 年泰国匆忙放弃了对资本金融账户的管制，美元流动性迅速向泰国国内倾泻。1992 年，泰国外债/GNI 为 38%，到 1997 年飙升到 75%。在飙升的外债中，超过 40% 是短期外债。外债的流入推动了国内信用扩张，私人部门杠杆率从 1989 年的 72% 飞跃到 1997 年的 167%。国内信用扩张又导致国内投资热潮，本来就很高的投资率在 1994 至 1996 年三年间一度超过了 40%。

与世界绝大多数国家一样，在全球贸易和金融交易都使用少数储备货币、尤其是美元的情况下，泰国借取的外债是外币负债，不是可以随意增加的本国货币。因此，偿还债务最终只能靠经常账户盈余。然而，在危机爆发前的 25 年间，泰国有 24 年是经常账户逆差。直到危机爆发后，大家才彻底明白，有资格保持长期逆差的只能是极少数拥有关键储备货币的国家——事实上美国几乎是唯一可以这样做的国家。在外债飙升、经常账户长期逆差的同时，泰国一直维持着盯住美元的汇率制度。自上世纪 50 年代以来，除了 1972 年布雷顿森林体系瓦解和 80 年代初之外，泰国铢兑美元汇率就几乎没有调整过

在强势美元的背景下，一个几乎没有动过、又充满了各种明显缺陷的盯住美元体制自然成了国际游资袭击的最佳目标。1997 年 7 月，在游资攻击下，泰国铢暴跌。紧接着，货币危机在 8 月传染到同样有着各种缺陷的马来西亚，甚至导致一向坚挺的新加坡元暴跌。10 月，国际游资转向攻击香港联系汇率，11 月中旬韩元兑美元汇率暴跌，韩国寻求国际货币基金组织的救援。即使是作为当时的第二大经济体，日本也在 97 年下半年遭到严重冲击，一系列银行和证券公司破产。至此，源自泰国的货币危机演变为遍布亚洲的金融危机。

在遭受惨重的经济损失之后，危机终于在 2000 年结束，而危机的结束在很大程度上得益于美国发生了危机。1998 年底俄罗斯债务危机导致美国长期资本管理公司 (LTCM) 发生巨额亏损，1999 年美国股市受到冲击。2000 年，美国股市网络科技股暴跌，信息技术泡沫破裂。从此，美元自 80 年代以来不断

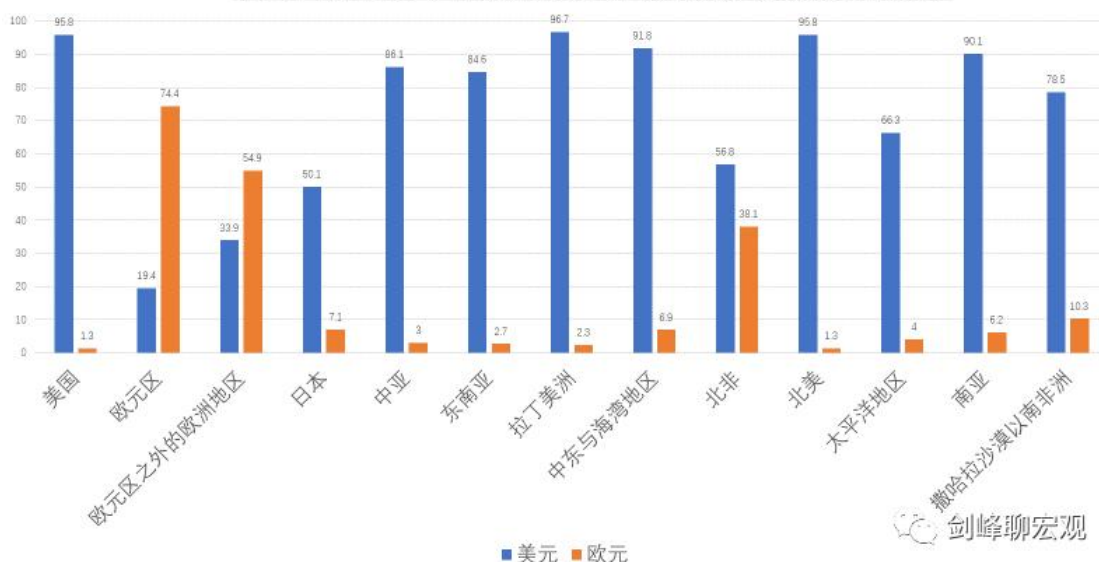
走强的格局发生逆转。从 2001 年到 2011 年间，美元名义有效汇率指数进入十年下跌的通道。在美元指数下跌的十年间，美国又遭遇 2008 年全球金融危机的冲击，中国则顺势崛起为全球最大的制造业国、最大的贸易国和第二大经济体。

虽然亚洲国家安然度过了这场危机，但危机造成了一个持久的心理阴影：对美元匮乏的恐慌。危机后不久，亚洲经济体就纷纷表白了对美元的“忠心”：2001 年 1 月 3 日，韩国中央银行宣布 2000 年底外汇储备较往年同比增幅 30%，达到创纪录的 962 亿美元；1 月 8 日，香港金管局宣布香港外汇储备为 1075 亿美元，仅次于日本和中国大陆；1 月 11 日，日本大藏省公布数据显示，日本外汇储备 3616 亿美元，位居世界第一。于是，曾经因为盯住强势美元而受害的亚洲非但没有摆脱美元，反而在美元弱势的时候选择了通过积累外汇储备的方式继续绑定美元。



以中国和日本两个最大的亚洲经济体为例。2007 年后，中国和日本分列全球外汇储备规模第一大和第二大国家，两国外汇储备在 2013 年最高时相当于全球外汇储备的 44%。2013 年后中国外汇储备规模有所下降，但直到 2021 年中日外汇储备占全球的比重依然高达 37%。虽然没有关于中日外汇储备具体币种构成的数据，但从美元在全球外汇储备的份额就可以知道，其中大部分都是美元。在 1990 年泡沫经济危机和 1997 年亚洲金融危机之后，日元在国际货币体系中的地位江河日下，而人民币在 2015 年汇改之前事实上一直是盯住美元。随着中国崛起为整个亚太经济圈的中心枢纽，这就导致整个亚太地区的货币通过人民币形成间接盯住美元的亚洲美元体系——这一体系也被称作“后布雷顿森林体系”。

全球主要区域出口贸易中美元和欧元计价结算的比重 (%)

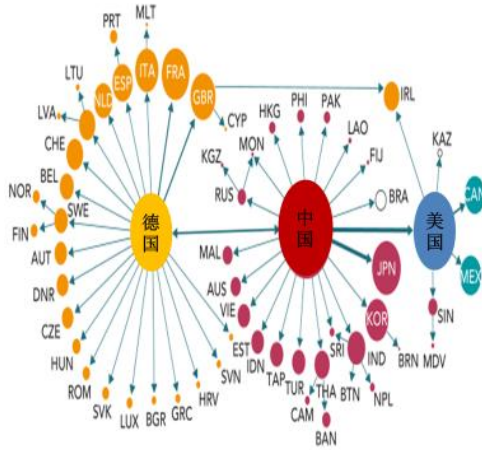


亚洲美元区极大地强化了美元在全球货币体系中的地位，成为继石油美元之后对美元霸权的又一重要支撑。对此，有学者比较了美元和欧元等两大关键储备货币在全球各区域的使用情况，发现美元在全球各区域中都是最为重要的贸易计价结算货币。在石油、天然气储量最高的中东与海湾地区、拉丁美洲和北美，美元作为计价结算货币的比重高达 90% 以上。在依靠制造业和对外贸易的亚洲各区域，美元作为计价货币的比重都在 80% 以上，即使是日本的出口贸易中也有 50% 以上的份额是使用美元。相形之下，使用欧元多于美元的地区只有欧元区自己和欧元区以外的欧洲。即使是在北非这个法国传统的殖民地，欧元的使用也要少于美元。所以，欧元只是局限于欧洲的区域性货币，而欧洲正在遭遇历史上最严峻的能源危机和财政危机。

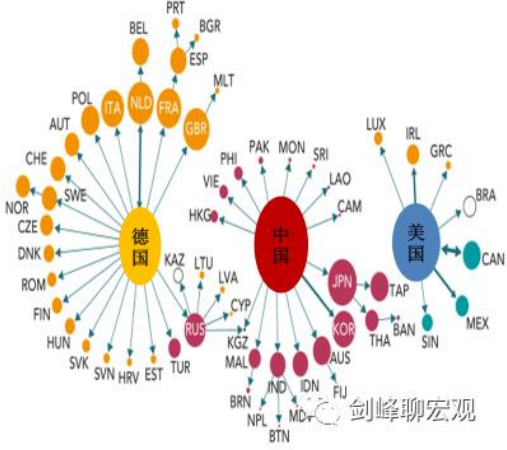
三、危机后的反思：亚洲往何处去

在当今世界的经济格局中，已经是三足鼎立，形成了以德国为中心的欧洲贸易网络，以美国为中心的美洲贸易网络，以及以中国大陆为中心的亚太贸易网络。在贸易网络结构图中，代表每个国家的圆圈越大，就说明贸易规模越大。显然，以中国大陆为中心的亚太贸易子网络在规模上远远超过了其他两个子网络。然而，唯有亚太贸易子网络没有自己的关键储备和贸易货币，欧洲子网络有欧元，美洲子网络有美元——这也成为了亚太子网络中的关键货币。

传统贸易网络（2017年）



价值链贸易网络（2017年）



一个值得关注的现象是：美元霸权正在受到削弱。前面我们已经提到，自 1976 年美国开始出现持久的贸易逆差，自 1989 年开始出现持久的对外净负债（净国际投资头寸小于零）。净国际投资头寸与累积的经常账户余额之间存在如下关系： $\text{净国际投资头寸} = \text{累积经常账户余额} + \text{对外净资产的估值效应}$ 。如果净国际投资头寸大于累积经常账户余额，对外净资产的估值效应就大于零。当该国是对外净负债的时候，这就意味着由于该国持有的对外净资产的升值，该国实际的对外净负债要小于通过经常账户逆差积累的负债，该国即享有货币特权——通过经常账户逆差分享他国经济果实、同时又不用承担过度债务的特权。



长期以来，美国就一直享有货币特权。由于美国对外资产主要是风险高、收益高的权益类资产，而对外负债主要是风险低、收益低的固定收益证券（如美国国债），美国可以用高的对外资产净收益来抵消经常账户逆差带来的负债增加，从而保证美国对外偿债的可持续性。美国货币特权经历了三个阶段：第一个阶段是 2001 年前，货币特权基本稳定时期，美国对外净资产的估值效应大于零，但基本保持不变；第二个阶段是 2002 至 2010 年，货币特权上升时期，对外净资产的估值效应不断上升；第三个阶段是 2010 年后，货币特权不断下降，并最终在 2020 年由正转为负值，美国货币特权消失。对于美国货币特权消失的成因，国际经济学界正在探讨，一时还难以做出最终的判断。不过，一个确定的判断是，如果

美国对外净资产的估值效应持续转为负值，那么，美国对外净负债将会以超出贸易逆差的速度累积。美元霸权即使不会立即终结，也将因此而严重受损。回顾当年亚洲金融危机，尽管危机的爆发同亚洲国家自身内在的体制机制缺陷密切相关，但从外部环境看，那就是亚洲在经济起飞过程中绑定了强势美元。如今，在亚洲经济已经崛起之际，在俄乌战争之后美元信誉严重受损之时，是否还要缠绵于当年的美元情结，为什么美元就能够在“不合理”的国际货币体系中获得特权乃至霸权，区域主导国家是否能够引领亚洲走出美元阴影，都值得好好反思。

(内容来源：剑峰聊宏观)

2022Q2 银行业运行

曾刚 上海金融与发展实验室 主任

王伟 中国社会科学院研究生院

一、2022 年二季度银行业面临的宏观环境

2022 年第二季度，乌克兰危机对全球宏观经济的影响渐趋稳定，美、英等国通胀水平继续在历史高位徘徊，国际金融市场大幅震荡，大宗商品价格屡创新高，美元指数和美债利率都大幅走强，“滞涨”风险不断上升。国内方面，受国际环境复杂多变、国内疫情散发等超预期因素影响，我国经济下行压力加大，二季度 GDP 同比增长 0.4%，较 2022 年一季度下降 4.4 个百分点，经济运行经受较大波动。但也应看到，尽管房地产投资跌幅进一步扩大，6 月份以来，经济修复有一定提速，出口、基建和制造业投资成为疫后修复的主要拉动。此外，因疫情所处阶段不同，我国与西方主要经济体在经济周期存在一定错位，西方提前开启偏紧的货币政策，也会对我国在货币、财政政策上的发力节奏以及银行信贷资产投放策略上带来干扰。

2022 年二季度央行货币政策以稳为主，总体特征表现为灵活精准、合理适度。6 月末，广义货币（M2）、狭义货币（M1）同比分别增长 11.4%、5.8%，增速分别比上月末高 0.3 个、1.2 个百分点，社会融资规模增量为 5.17 万亿元，比上年同期多增 1.47 万亿元。6 月末社科院口径宏观杠杆率约为 266.02%，环比增加 3.0 个百分点，比一季度下降 6.5 个百分点。6 月企业贷款加权平均利率为 4.16%，较去年同期下降 0.42 个百分点，处于有统计以来低位。6 月末，人民币对美元汇率中间价为 6.7114 元，较上年末贬值 5.0%，仍在合理均衡水平上保持基本稳定。LPR 发挥市场利率改革效能，今年以来，1 年期和 5 年期以上 LPR 分别下降 0.1 个、0.2 个百分点，“市场利率+央行引导→LPR→贷款利率”的货币政策传导机制更加通畅，企业贷款利率为有统计以来新低。

2022 年二季度，银行业监管政策密集落地，金融监管力度持续增强，央行就《金融稳定法》正式征求意见，在防范化解金融风险、健全金融法治的决策部署、建立维护金融稳定的长效机制提出了更多要求；银保监会发布《商业银行预期信用损失法实施管理办法》为商业银行预期信用损失法实施提供了标尺准绳，《理财公司内部控制管理办法》开始征求意见，为理财公司构筑全面有效的内控管理制度提供了指导。

二、银行业经营情况

资产规模增速保持平稳

2022 年二季度，根据银保监会发布的监管指标数据，我国银行业金融机构本外币资产总额 367.7 万亿元，同比增长 9.4%，商业银行总资产 310.5 万亿元，同比增长 10.4%。其中，大型商业银行本外币资

产总额 151.4 万亿元，占比 41.2%，同比增长 11.2%；股份制商业银行本外币资产总额 65 万亿元，占比 17.7%，同比增长 7.8%。总体来看，整个银行业资产规模和增速仍然处于相对较快的增长阶段。

贷款增速较快依然是资产增速变化的主要来源。2022 年上半年新增人民币贷款 13.68 万亿元，同比多增 9192 亿元；6 月末广义货币（M2）和社会融资规模存量同比分别增长 11.4%和 10.8%，较上年末分别上升 2.4 个和 0.5 个百分点。央行也要求信贷总量保持稳定增长，继续加大对于重点领域和薄弱环节的支持力度。

资产结构方面，今年以来货币政策通过在前瞻性、精准性、自主性方面加强引导，信贷结构持续优化，制造业、小微企业等重点领域和薄弱环节进一步得到支持。一是制造业贷款比重触底回升，制造业贷款比重从 2010 年 17%趋势性下行至 2020 年 9%的势头得到遏制，2022 年 6 月末回升至 9.4%。其中，制造业中长期贷款自 2020 年 6 月以来持续保持 20%以上的高增速，贷款总量增长和期限结构优化同步推进，有力支持了制造业增加值占 GDP 比重筑底企稳，由 2020 年低点的 26.3%回升至 2022 年 6 月末的 29%。二是普惠小微贷款发力，助企惠民成效显著。2022 年 6 月末，普惠小微贷款余额达 22 万亿元，是 2018 年末的 2.7 倍，占全部贷款的比重提升至 10.6%；普惠小微授信主体达 5239 万户，是 2018 年末的 2.9 倍。三是基建投资和房地产等资金密集型领域信贷需求趋势性转弱。基建投资结构向城市更新、社会事业等民生领域倾斜，传统“铁公基”贷款需求转弱，贷款比重由 2010 年的 25%降至 2019 年以来的 19%左右，房地产贷款比重也由 2019 年峰值的 29%回落至 2022 年 6 月末的 25.7%。

从存款方面看，存款增速稳步回升，与贷款增速基本保持匹配。6 月末，金融机构本外币各项存款余额为 257.7 万亿元，同比增长 10.5%，比年初增加 19.1 万亿元，同比多增 4.3 万亿元。人民币各项存款余额为 251.1 万亿元，同比增长 10.8%，比年初增加 18.8 万亿元，同比多增 4.8 万亿元。外币存款余额为 9867 亿美元，比年初减少 103 亿美元，同比多减 1400 亿美元。

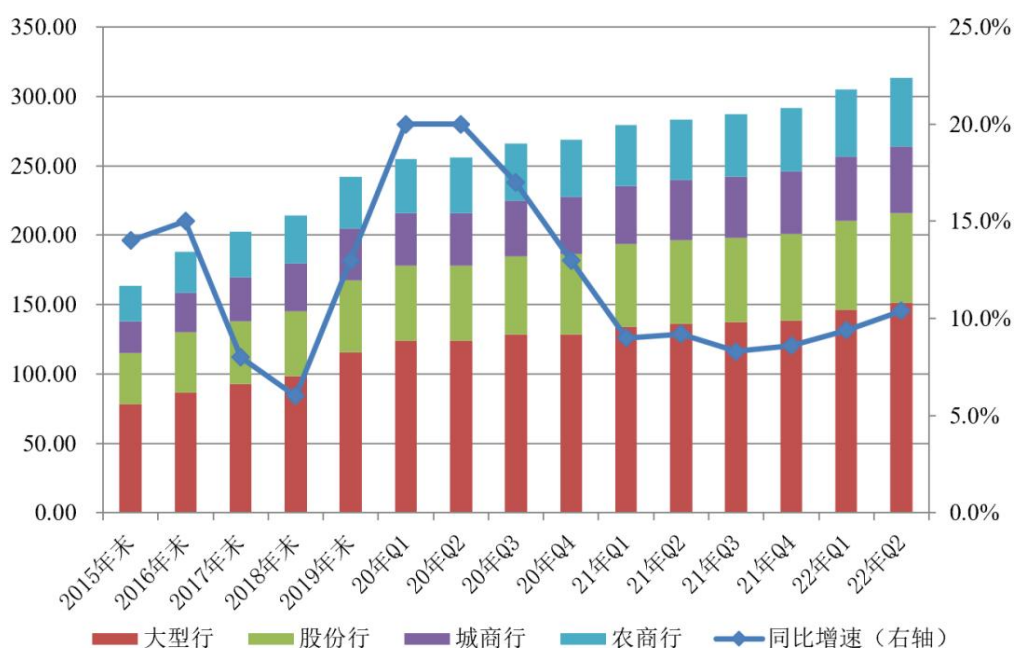


图 1 商业银行资产及资产增速变化趋势 (单位：亿元)

数据来源：中国银保监会。

净利润增速下降，城商行依然低增长

2022年二季度末，商业银行累计实现净利润12217亿元，同比增长7.1%，较2021年增速出现一定程度下降。分机构类型看，大型银行、股份制银行、城商行、农商行利润增速同比分别为6.2%、9.7%、5.4%和7.6%，总体增长较为平稳，但城商行利润增速仍低于其他银行。城商行表现较弱与部分非上市城商行息差收窄和信用成本较高存在一定关系。相对而言，商业银行的盈利效率有所提高，平均资本利润率为10.1%，较上季末下降0.81个百分点。平均资产利润率为0.82%，较上季末下降0.08个百分点。

全国性银行和地方性银行之间的盈利也在进一步分化。通过分析部分上市银行的季度报告可以发现，尽管城商行利润增速趋缓，但江浙等优质区域上市银行盈利依旧保持高增长态势，从目前已披露中报的上市城商行净利润表现看，江浙地区上市城商行上半年净利润同比增速都在20%以上，高质量的上市城商行和一般城商行业绩形成鲜明对比。除此之外，区域、结构分化加剧也进一步拉大银行间经营差异，经济更具活力、高净值客户集中的江浙地区以及具有国家战略政策优势的成渝地区随经济回暖业绩迅速回暖，而处于区域经济金融发展较慢的城商行仍面临不良资产出清的挑战。

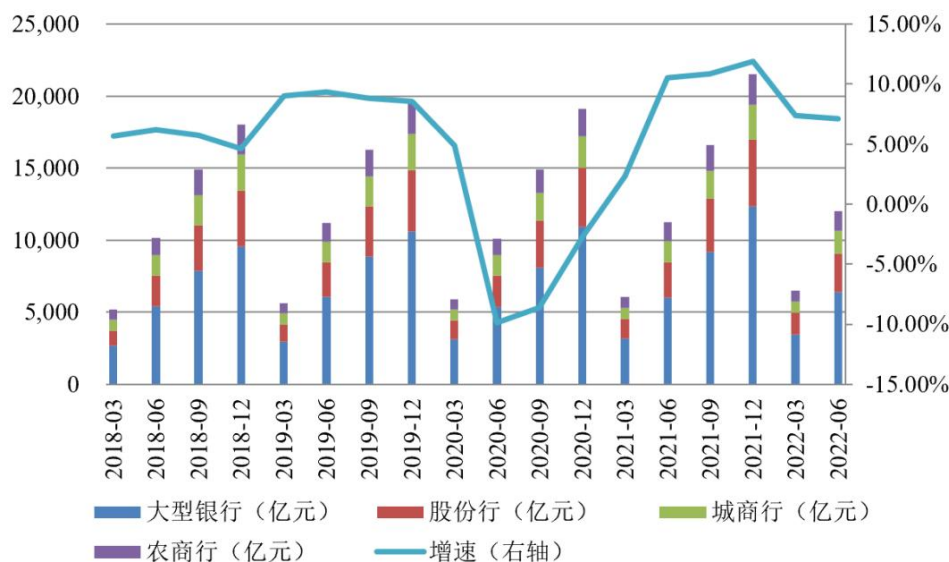


图2 商业银行净利润及增速变化趋势

数据来源：中国银保监会。

净息差继续下行

以净息差衡量各类银行的盈利能力，2022年二季度末商业银行整体净息差为1.94%，环比继续下降3BP，较去年同期下降了12BP，2020年，净息差连续两个季度低于2%。大型银行、股份行、城商行、农商行净息差同比变动-8BP、-15BP、-17BP和-18BP。今年以来净息差出现明显下降，来源于贷款重定价、让利实体经济、企业信贷需求持续走弱等多种因素的影响。一是受疫情和国外政治、贸易环境影响，宏观经济下行压力仍然明显，导致企业有效信贷不足，同时政策驱动银行加大信贷投放，供需两方面影响压缩了银行贷款定价空间；二是监管和货币政策也强化了银行资产收益率下行趋势。6月末，1年期和5年期以上LPR分别为3.70%和4.45%，分别较上年12月下降0.10个和0.20个百分点。6月末，贷款加

权平均利率为 4.41%，同比下降 0.52 个百分点，其中大型银行和股份制银行中长期贷款的占比要高于城农商行，受到政策利率下行的边际影响更大。三是负债端成本下降受到信贷需求不足、存款市场竞争激烈等因素制约，无法有效下降，影响了净息差的改善。对中小银行而言，受制于融资渠道和管理水平，其负债成本下降难度更大。四是受地产产业链拖累，房地产贷款和按揭贷款利息收入存在较大影响，潜在净息差风险不容忽视。具体而言，住房贷款占比较高的银行受到的负面影响更大一些。由于国有行住房贷款占比普遍高于其他银行，其净息差受到的负面影响高于其他类型银行。后续应继续推动加强银行负债成本管控，以保持银行体系净息差的相对稳定运行。



图 3 商业银行净息差变化趋势

数据来源：中国银保监会。

风险状况

1. 不良资产余额增速有所回升

截至 2022 年二季度末，商业银行不良贷款余额为 2.95 万亿元，增速回到了 5.8%，较前两个季度增速有所加快，但总体还是继续保持低增长态势。从最近几年不良贷款余额走势来看，不良资产余额上升的趋势已经得到遏制，资产质量改善明显，不良资产上升幅度持续低于资产增速。

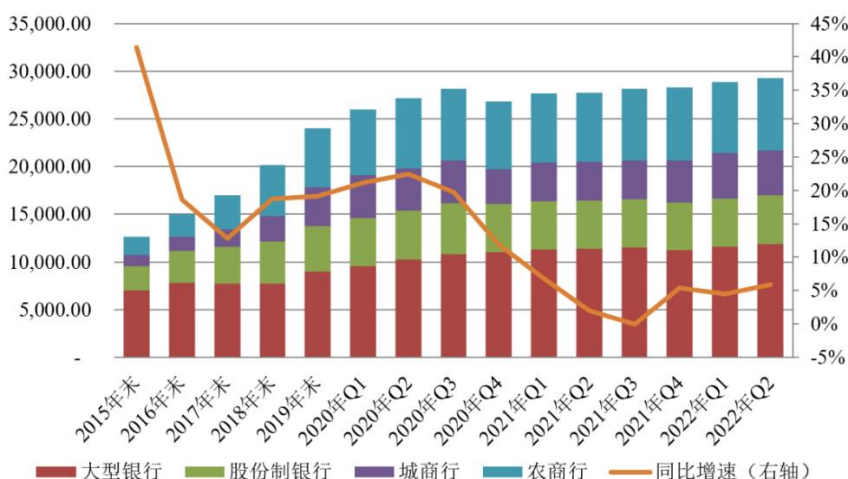


图4 商业银行不良资产余额变化趋势(单位：亿元)

数据来源：中国银保监会。

2022年6月末商业银行整体不良贷款率1.67%，同比下降9个BP，连续七个季度出现下降。其中，大型银行不良率1.34%，同比下降11个BP，总体保持较低水平；股份制银行不良率1.35%，同比下降了7BP；城商行不良率为1.89%，较去年同期上升了7个BP，农商行不良率3.3%，同比下降了28BP。总体来看，大型银行和股份行的不良率持续改善，城商行和农商行不良率依然较高且存在较高反复性。其中，城商行是二季度唯一不良率上升的银行类别。而农商行由于前期增长加快，目前仍然处于3.3%的高位，压降形式依然较为严峻。近年来整体不良率的下降，一方面得益于银行经营业绩改善与信贷投放逆周期扩张，但更大程度上还是来自商业银行加大了不良贷款的核销力度，各家银行在监管政策引导下，从2021年开始普遍增加了不良贷款核销的力度。

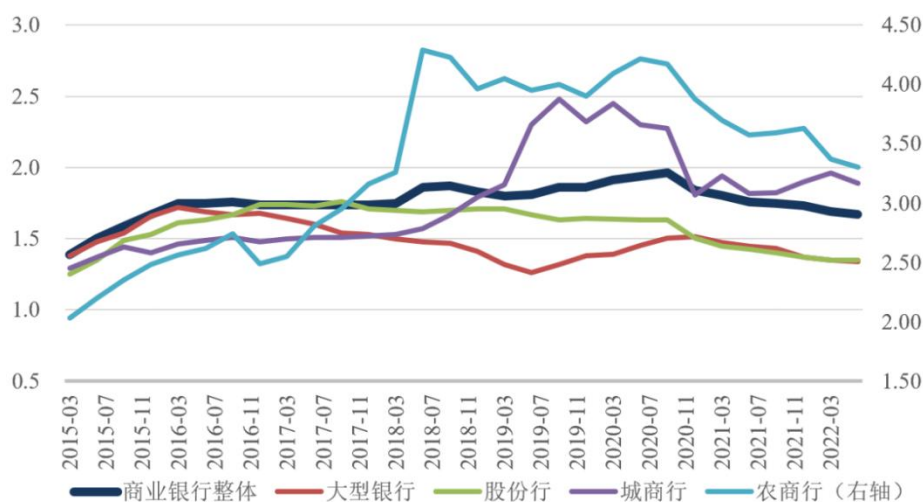


图5 主要类型银行不良率变化情况

数据来源：中国银保监会。

从关注类贷款指标来看，二季度潜在不良资产质量形势仍不容乐观。6月末，银行关注类贷款余额4.03万亿元，同比增加7%，增幅为2020年3月份以来最高，已经处于近几年的较高水平。关注类贷款规模与占比的上升表明，现阶段及未来一定时间，新增不良可能面临较大增长压力。

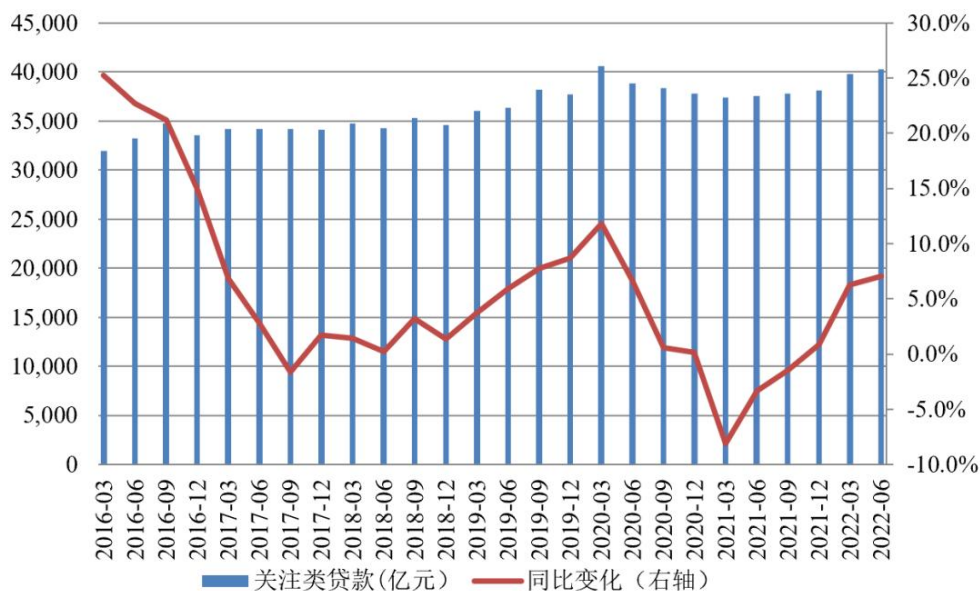


图6 商业银行关注类贷款余额及同比增速变动

数据来源：中国银保监会。

2. 风险抵补能力较为稳健

拨备覆盖率体现了银行抵御预期损失的能力。2022年二季度末，商业银行贷款损失准备余额为6.01万亿元，同比增长12%。拨备覆盖率为203.8%，较去年同期增了11个百分点，连续7个季度上升。拨备覆盖率的连续上升，反映商业银行风险抵补能力持续加强，当前总体拨备情况依然高于监管要求，且在全球范围内仍处于稳健水平，风险抵补能力仍处于合理区间。尽管大中型银行的抵补能力较为稳健，不同类型银行风险抵补能力也呈现收敛态势，但城商行和农商行仍低于平均水平。其中，大型商业银行的拨备覆盖率为245%，较去年同期增加了20个百分点。大型银行本身拨备覆盖率较高，远超最低标准，整体较为稳健。股份制商业银行拨备覆盖率为213%，较年初增加了4个百分点，保持了比较稳健的不良资产核销力度。城商行6月末拨备覆盖率为191%，较年初减少了1个百分点，也属于稳健范围内。农商行拨备覆盖率为137%，较年初上升8个百分点，但仍大幅低于150%的安全区间。

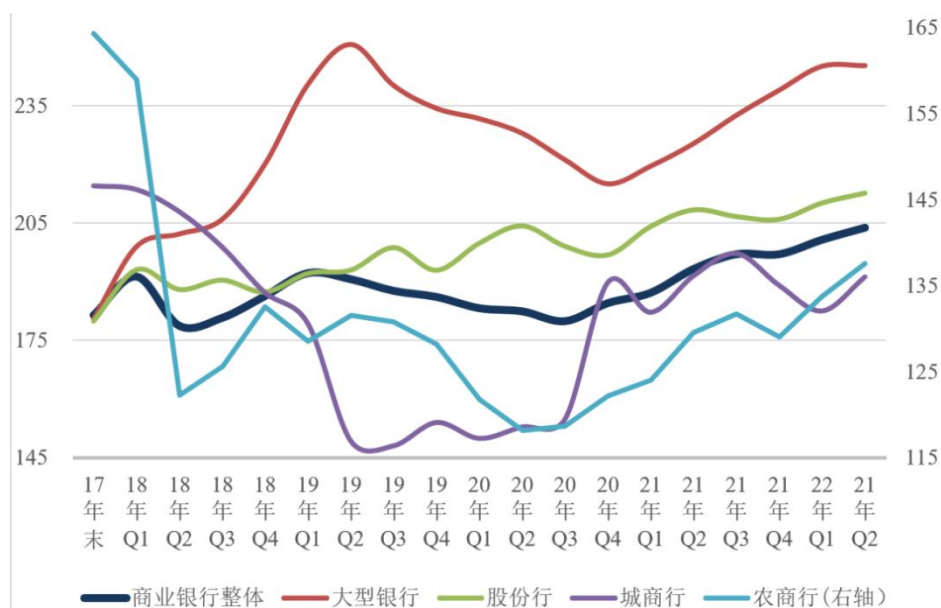


图 7 主要类型银行拨备覆盖率变化

数据来源：中国银保监会。

2020 年以来，疫情叠加实体经济下行可能带来的违约风险，银行业大幅提高了风险抵御能力。当前，虽然新冠疫情仍然呈现局部爆发态势，但整体上已经得到有效控制，部分优质商业银行可以适当降低拨备计提，回归常态化发展战略，在释放盈利的同时适度增加信贷投放，从而进一步强化金融对实体经济的支持力度。但对于不良率高企，同时风险抵补能力较为欠缺的农商行，出于对未来风险因素的考虑，要高度关注这些金融机构的盈利能力和抗风险能力。

3. 流动性指标保持稳定

流动性比例。2022 年 6 月末，商业银行整体流动性比例为 62.27%，同比增加 5 个百分点，总体保持稳定态势。分银行类型来看，大型银行、股份行、城商行、农商行流动性比例分别上升 4.4、2.6、7.3、8 个百分点，均存在一定的边际改善。

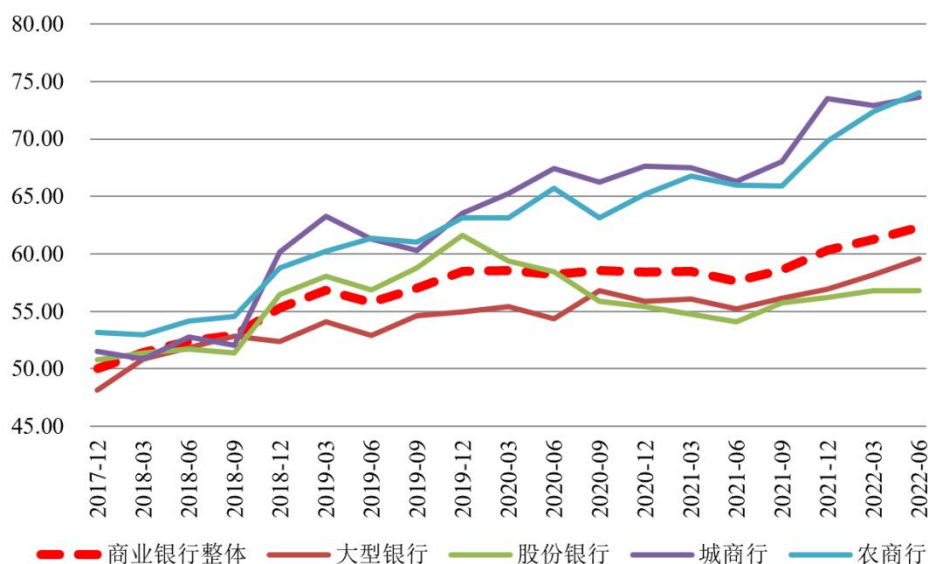


图 8 主要银行类型流动性比例变化 (单位：百分比)

数据来源：中国银保监会。

2022 年 6 月末，人民币超额备付金率 1.67%，同比下降 0.1 个百分点；存贷款比例（人民币境内口径）为 78.44%，同比上升 0.5 个百分点。存贷比呈现继续上升的态势，也意味着资本补充压力持续存在，需要进一步增强流动性风险管理，提升资产负债的期限与规模匹配度，谨防流动性风险事件的发生。

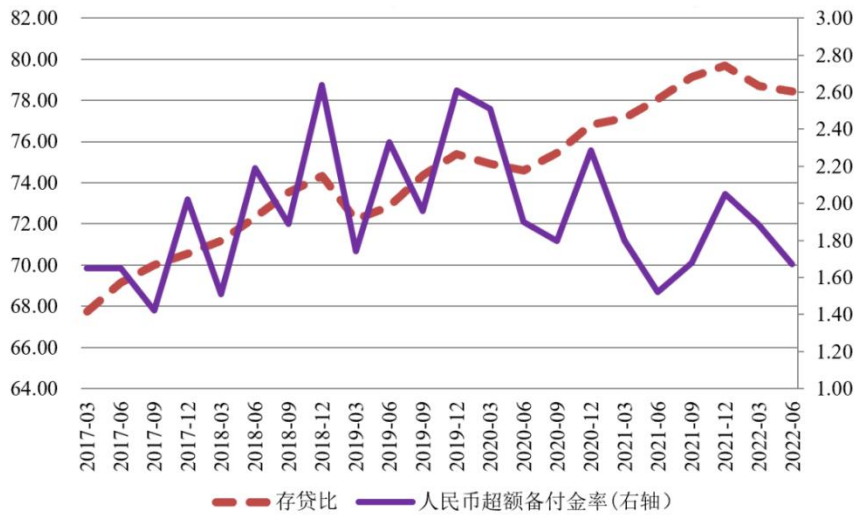


图9 商业银行整体超额备付金率与贷存比变化 (单位: 百分比)

数据来源: 中国银保监会。

流动性覆盖率是衡量商业银行短期流动性的重要指标, 2022年6月末流动性覆盖率为146.3%, 环比上升3个百分点, 同比上升5个百分点, 高于《商业银行流动性风险管理办法》中要求的100%监管指标。流动性覆盖率一般由银行持有的流动性较好的利率债来满足, 这些资产的收益率相对较低, 流动性覆盖率回调一定程度也体现了商业银行对于流动性成本的考虑。

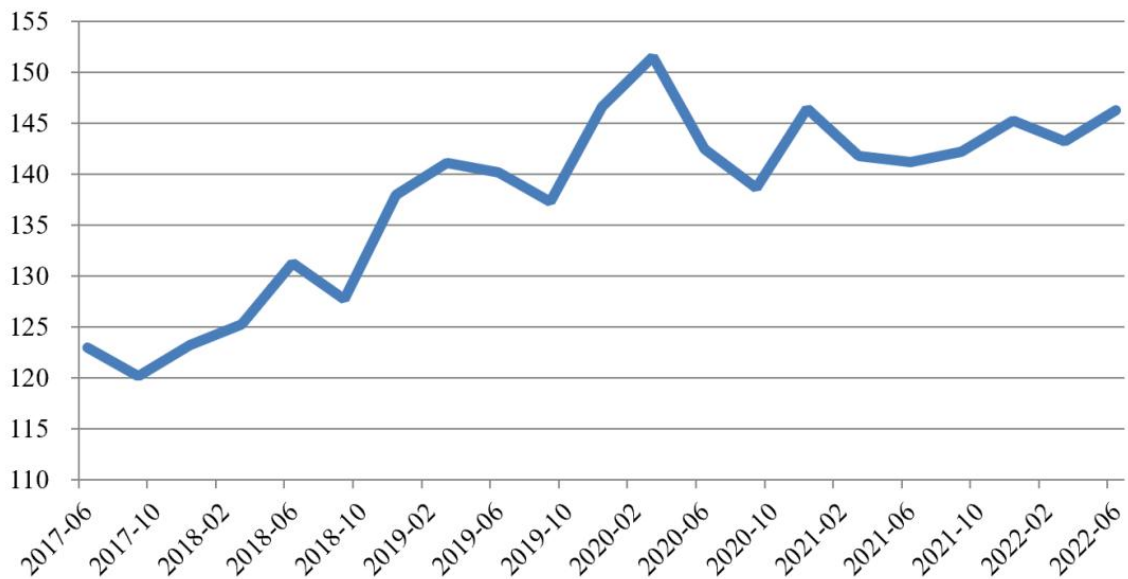


图10 商业银行流动性覆盖率变化趋势

数据来源: 中国银保监会。

从上面分析可以看出, 商业银行的各项流动性指标数值都满足监管指标的下限。但需要注意的是, 商业银行流动性包括结构性流动性指标和日间流动性指标, 商业银行在满足结构性流动性指标的前提还是需要加强日常流动性管理, 保证备付的稳定性。未来大型银行流动性风险管理的要点仍然应该是不断提高额外流动性的运用效率, 最大化资金利用价值; 股份制商业银行则需要重点保持流动性指标的稳定,

并对市场流动性压力情景做好充分的准备；中小银行流动性风险面临较大挑战，未来还是应该在加强核心负债、降低负债成本、增加资本金补充方面多下功夫。

4. 资本充足率小幅下降

2022年6月末我国商业银行核心一级资本充足率、一级资本充足率、资本充足率的平均水平分别为10.5%、12.1%、14.9%，各项资本充足率较上年末和一季度末均略有下降。上半年主要资本充足指标下行，主要受到银行分红和信贷增速较大影响。从分子端看，上半年为银行集中分红的时段，导致资本净额出现一定幅度下降；从分母端看，6月为传统信贷旺季，风险加权资产相应扩大。尽管一季度出现小幅回调，总体来看，近年来商业银行资本充足率还是有较为显著的提升，这一方面在于近年来监管对银行的资本补充要求更高，特别是2021年实施的系统重要性银行附加资本要求后，主要银行均加强了资本补充力度，相关数据表明，2021年以来商业银行资本补充累计超过2万亿元。另一方面，商业银行在资产端优化资产结构，加强绿色信贷，降低房地产等方面的资产配置，风险资产占用也有一定优化，2021年以来风险加权资产增长的幅度要小于资本的增长速度，对资本充足率的提高也形成一定支撑。预计下半年分红因素的消除，叠加监管推动地方专项债补充中小银行资本，补资本压力将有所缓解。

进一步分析可以看到，在资本结构上，核心一级资本充足率较年初下降了26个BP，其他一级资本充足率下降了1个BP，二级资本充足率下降了2个BP，核心一级资本的下降幅度要大于其他一级资本和二级资本补充速度。核心一级资本补充乏力的主要原因除了上述的分红因素外，还在于利润增长相较于规模增长而言相对滞后，影响了内源性资本补充力度，少数城商行核心一级资本充足率甚至已接近监管要求红线。核心一级资本作为银行抵御风险最核心的工具，增长幅度会直接影响市场对银行的风险预期，这些银行应通过定增、可转债等方式，积极补充核心一级资本。其他一级资本对资本充足率的贡献为1.56%，与上季度末基本持平，体现了近年来监管引导银行多渠道、多层次补充资本的政策在持续发挥作用，资本结构合理性也在提升；二级资本充足率贡献率依然偏低，贡献度依然偏低，也在一定程度上拖累了总体资本充足率的提升。二级资本债是商业银行补充二级资本的主要渠道，2022年在政策支持下，商业银行可以适当拓展二级资本债补充资本的渠道。

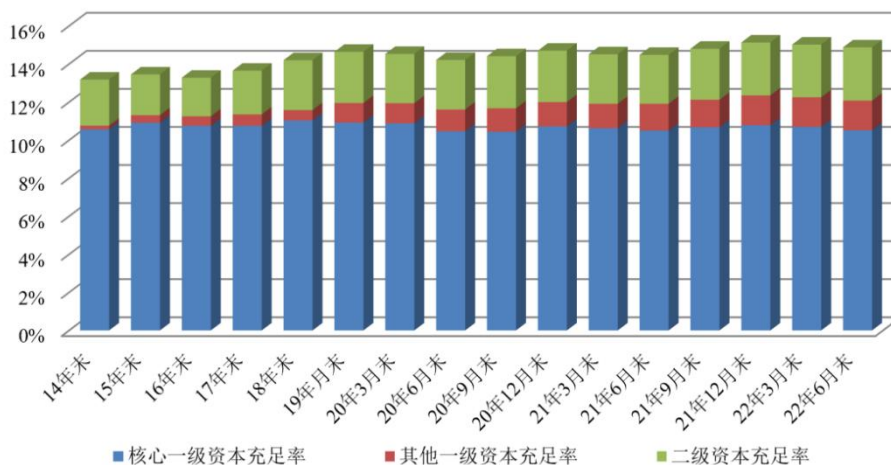


图 11 资本充足率结构变化趋势

数据来源：中国银保监会。

分银行类别来看，大型银行资本充足率为 17.3%，要显著高于其他银行，且近年来资本充足率一般保持较为稳健的增长。股份行、城商行、农商行资本充足率分别为 13.3%，12.7%，12.3%。2022 年二季度，各类银行资本充足率均略有下降。从历史数据来看，农商行的资本充足率近年来总体处于下降趋势。

2021 年发布的《系统重要性银行附加监管规定（试行）》以及总损失吸收能力管理办法出台后，尽管短期来看对银行充足率冲击尚不明显，我国 19 家系统重要性银行均满足附加资本要求，短期内尚无资本补充压力，也未见对银行经营管理产生明显影响，但长期来看，对于部分资本补充乏力、资本管理相对薄弱的银行后续资本压力可能增大。当然，为支持四家大型银行顺利实现全球系统重要性银行的监管达标，还需要在相关资本补充工具方面（TLAC 工具）作相应的安排，预计有关部门后续还会出台相关的政策。

相对于处于头部位置的系统重要性银行，中小银行的资本补充压力相对较大。根据中央经济工作会议精神，商业银行在 2022 年将继续加大对实体经济的支持力度，叠加监管对资本要求趋严，而对于中小银行而言，资本补充渠道较窄，资本充足情况需要重点关注。在金融加大对实体经济支持力度的背景下，商业银行特别是中小银行需拓宽资本补充渠道，积极采用包括永续债、二级资本债等多种途径缓解资本压力。

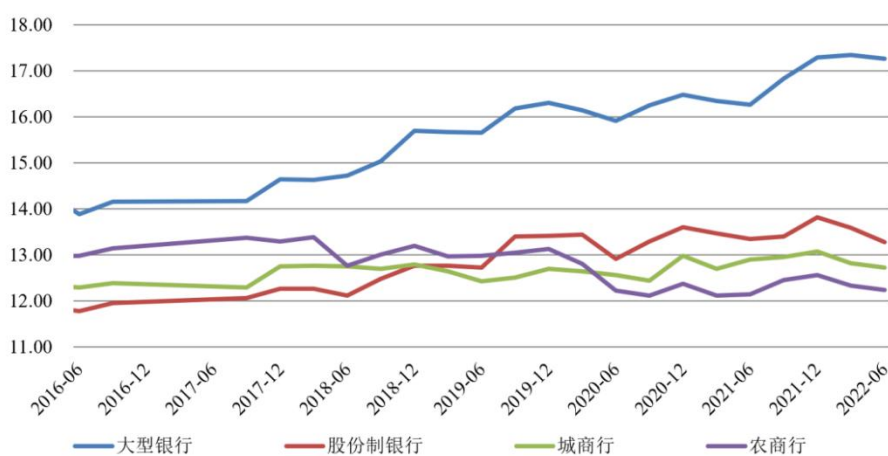


图 12 不同类别银行资本充足率变化趋势

数据来源：中国银保监会。

三、2022 年三季度运行展望

银行业市场结构步入拐点，市场集中度有望回升

与全球银行业集中度上升的趋势不同，改革开放以来，中国银行业集中度呈现快速下降的趋势，其变动趋势对银行体系的竞争环境和运行状况产生了深远的影响。

一是银行业机构数量快速攀升。2009~2021年，我国银行业机构数量由3679家升至4057家（不含非银行金融机构）。其中，商业银行由240家升至1805家，新增机构主要包括：农村信用社和合作银行改制成商业银行；民营银行准入放开，2021年底已成立17家民营银行；外资银行由37家增至41家。其它类型银行则从3439家降至2214家，主要是农村信用社、合作银行和城市信用社的改制重组，三类机构分别减少了2479家、173家和11家。与此同时，村镇银行机构数量快速上升，新增1479家。截至2021年末，中国共有银行业机构4057家，机构总数较2009年增加402家。

二是银行业集中度持续下降。根据银保监会数据，2021年末，工商银行、农业银行、中国银行、建设银行和交通银行五大行的资产在银行业金融机构中的占比35.56%，较2008年下降约15个百分点。从变化趋势看，2018年以前集中度下行较为显著。2007年到2017之间，五大行资产总额占银行业比重从53.2%快速下降到了35.5%，2018年之后逐渐趋于平稳，在2020年之后还略有回升。

三是银行业竞争加剧，净息差持续收窄。行业竞争的日趋激烈，叠加利率市场化改革，中国银行业的净息差水平持续下行，从2012年9月末的2.77%下降到2022年3月末的1.97%。分机构类型来看，中小银行（特别是农村商业银行）净息差降幅最为显著，在2019年末到2022年3月末的两年时间中，净息差从3.02%快速下降到2.06%。这一方面与2019年以来大型银行下沉所带来的竞争有关，另一方面也与农村中小银行居民储蓄（特别是定期存款）占比较高，抬高了负债成本有关。净息差的迅速下降，给中小银行的经营带来了持续的挑战。

总体上看，中国银行业日趋激烈的市场竞争导致银行特许经营权价值下降，部分经营效率偏低、经营空间狭窄的机构尝试通过过度承担风险来寻求发展机会。同业业务、资管业务等成为这些机构进行加杠杆和跨区经营的常见手段。这些风险承担行为，虽带来了一些短期的财务收益，但在长期内加剧了机构脆弱性（特别是加大了流动性风险），也给金融体系带来了潜在的系统性风险隐患。

展望未来，在我国经济发展进入全新阶段、金融需求增长持续放缓，以及金融监管体系日趋完善和规范的背景下，中国银行业的市场结构变化已趋近拐点，行业集中度持续下降的趋势可能会出现根本性变化。在未来较长一段时间，行业集中度企稳且小幅回升、行业机构数量适度减少、竞争环境趋于规范和适度，将成为行业演进中的主要特征。在这个过程中，通过兼并（合并）等方式来处置存量风险，实现高危机构平稳、有序退出，在实现银行业市场结构优化的同时，守住不发生系统性金融风险的底线，是未来一段时间我国金融工作的重要内容。

聚焦负债成本和资产质量，保障银行业稳健运行

2022年商业银行应在强化负债成本管控、加强风险管理以及优势营收领域继续发力，保障业务稳健运行。在强化负债成本管控方面，随着银行体系资产端定价逐步趋于下行，负债成本稳定的重要性也更为凸显。目前银行在负债成本上面临存款成本较为刚性、存款期限定期化等制约，但随着存款业务到期重定价，存款报价机制改革红利在2022年进一步释放，叠加降息带来的市场化负债成本下降，有助于银行通过主动结构性调整来控制成本。在资产质量风险管理方面，2022年商业银行资产质量潜在压力主要来自于房地产市场风险仍未完全出清以及弱资质地方融资平台存在较大现金流压力两个方面，随着逆周

期和跨周期安排下经济逐步企稳，银行资产质量有望维持大体稳定。在营收方面，随着银行加大财富管理业务布局、理财转型持续推进、疫情后银行卡及投行等相关业务恢复性增长等因素影响，预计财富管理、投行业务、资管业务等进一步带动中收增长，支撑银行业营收的上行空间，财富管理先进银行的优势将会更加突出。未来营收增速较好的银行仍将具有以下优势：一是深耕优质区域和客群经营能力强的银行，可以通过提高信贷增速和加强息差韧性来提升业绩表现。二是在居民理财意识增强的背景下，渠道能力强、客群基础好的银行，可以在中收业务方面持续发力，从而实现轻资本和稳收益。

配合深化 LPR 改革，引导贷款利率有序下行

8月22日，新一期贷款市场报价利率（LPR）出炉。当日，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布：1年期 LPR 为 3.65%，5 年期以上 LPR 为 4.3%，分别较上一期下调 5 个和 15 个基点。LPR 已经成为银行贷款定价的基准，相关调整具有较强的方向性和指导性。本次 LPR 已是今年年内第三次调整。1月20日，1年期 LPR 和 5 年期以上 LPR 分别下调 10 个基点、5 个基点。5月20日，1年期 LPR 与此前报价持平，为 3.70%；5 年期以上 LPR 下调 15 个基点，至 4.45%。本次 1 年期 LPR 和 5 年期以上 LPR 再次双双下调。

2019 年 8 月，央行改革完善 LPR 形成机制，新的 LPR 报价方式改为按照公开市场操作利率加点形成。作为深化利率市场化改革的重要一步，LPR 已逐渐替代贷款基准利率成为贷款利率定价的“锚”，每月定期发布。

当前经济延续恢复发展态势，但部分指标仍有波动，需求收缩、供给冲击和预期转弱“三重压力”叠加，经济运行面临较大挑战。在这种背景下，央行通过中期借贷便利利率的下调带动 LPR 的下行，主要目的还是为了降低实体经济的融资成本，为重点行业领域的需求恢复提供更好的环境，以货币政策的适度调整助力经济稳增长。从纵向看，经过过去多轮调整，1 年期 LPR 累计降幅更大，5 年期以上 LPR 相对 1 年期 LPR 偏高。从当前发展环境看，房地产市场企稳、制造业和基建投资都需加大力度，这些方面与中长期贷款有着较强关联。此时以更大幅度下调 5 年期以上 LPR，有利于充分挖掘内需潜力，促进行业平稳发展，为稳经济提供支撑。根据相关政策，5 年期以上 LPR 不仅关乎企业中长期贷款，还与个人住房贷款利率挂钩。本次 LPR 调整对新发放和存量个人住房贷款均会产生影响。从增量看，LPR 下调带动房贷利率调降，有助于降低购房成本，促进楼市回暖。从存量看，LPR 调降也有助于降低存量房贷利率，减少居民利息支出成本。这实质上相当于增加了部分居民的可支配收入，是金融对实体的让利，将为改善民生、促进消费发挥积极作用。总体来说，两个期限 LPR 的下调，都将带来利好。1 年期 LPR 下调也将带动其他期限的贷款利率下行。

下一步仍需继续深化 LPR 改革。中国人民银行在 7 月发布的《中国区域金融运行报告（2022）》中指出，下一步要继续深化 LPR 改革，完善 LPR 报价机制，不断提高 LPR 报价质量，使中央银行政策利率通过市场利率向贷款利率和存款利率的传导更加顺畅。LPR 改革形成了良好的政策利率传导机制，降低了实体经济融资成本，有效发挥了政策支持实体经济的功能。中国人民银行日前发布的《2022 年第二季度中国货币政策执行报告》显示，6 月份企业贷款加权平均利率为 4.16%，处于有统计以来低位。未

来货币政策还是要以 LPR 为抓手，在总量上保持稳健，而在结构性货币政策工具上更多发力。总量稳健，持续推动实体经济融资成本下降，提升融资便利性。结构层面，用好精准直达的货币政策工具，进一步为国民经济薄弱环节和重点领域提供支持，稳定经济大盘。

（内容来源：国家金融与发展实验室）

困与破：科技型中小企业金融服务创新

曾刚 上海金融与发展实验室 主任

科技型中小企业是极具活力和潜力的创新主体。国内外形势对企业的当前运营和未来发展产生了广泛和深远的影响，相对于大中型企业群体，中小企业自身抵抗风险的能力较弱。财税、金融、科技等支持政策组合发力，不断优化企业的成长环境。

融资困局：初探浅尝，捉襟见肘

作为“专精特新”企业的代表，科技型中小企业的金融服务有以下几方面的特征：

一是期限长。相比基础性的传统信贷，专精特新中小企业更需要覆盖企业全生命周期的成长型、长期性资金支持。

二是贷款金额比一般的中小企业更高。央行的数据显示，截至 2021 年末，专精特新企业户均贷款余额为 7582 万元。

三是对股权融资的需求更为旺盛。“专精特新”企业大多数需要长期研发投入，流动性回收需要一定时间周期。相对于债务融资，股权融资没有本金偿还压力。通过股权融资能够更好地帮助“专精特新”企业进行长期研发。

针对上述金融需求的特征，现有的供给体系还存在许多缺陷，不能完全支持科技型中小企业的融资需求，总体上表现在以下几个方面：

第一，有针对性的融资服务金融机构缺乏。具体到科技型中小企业，目前，关于专门为中小企业提供贷款服务的科技银行、科技支行、社区银行的建立尚处于初步探索阶段，产品同质化严重，缺少有针对性的专业化融资服务机构。针对中小企业融资的网络融资平台与中介服务平台较少，信贷供给市场层次不够丰富。此外，风险投资机构的发展还不够成熟，表现在风险投资机构数量较少、风险投资基金规模较小、退出渠道不畅、运作机制不健全、信息不对称问题严重、与其他融资供给主体合作较少等。

第二，中小企业融资供给市场体系不够健全。信贷市场信息不对称问题严重，融资性担保贷款发展不够成熟，信贷产品创新不足；股票市场层次不够丰富，市场之间缺乏流通机制，市场进入、退出渠道不畅，中小企业股权融资规模较小；债券市场不够发达，针对科技型中小企业的创新型债券仍处于初步发展阶段，中小企业债券融资因额度限制导致发行规模较小；保险市场对科技型中小企业融资支持不够，相应保险产品较为缺乏。

第三，各供给主体与市场之间缺乏联动机制。政策性金融服务对政府政策的依赖较大，政府提供的中小企业财政资金市场化机制不够成熟，政策性金融与商业金融的合作力度不大，导致政策性资金运转

效率较低。股权融资与债权融资联动业务尚处于试点阶段，商业银行、风险投资机构、中介服务机构等各具优势的科技型中小企业融资服务机构之间的合作不够深入，产品创新空间较大。

融资破局：政策组合，投贷联动

（一）发展知识产权评估，化解信息不对称难题

不动产抵押物的缺失是制约中小企业融资的重要因素之一。也正因为此，探索新的抵质押模式，已成为中小企业金融服务创新的重点。具体到科技型中小企业，知识产权质押融资是目前最受关注的领域，亦是监管鼓励的方向。而从长期看，知识产权质押等创新融资方式的发展，离不开知识产权评估、市场建设等方面的完善。

首先，构建知识产权评估的有效机制和规范流程。目前我国主要由会计师事务所对知识产权进行价值评估，且主要采取传统的评估方法，分层次构建指标体系对知识产权进行综合评价的方法也比较常见，但是各指标的权重确定往往比较主观，导致不同的估计方法下价值评估的结果差异较大，可信度较低。

近年来随着金融科技快速发展，一些金融机构探索运用金融科技手段实现知识产权评估，通过大数据技术实现知识产权在金融领域的“信用化”，以一系列量化指标评价企业的持续创新能力，并对创新能力强、有市场潜力的企业给予差别化增信支持，解决科创企业仅凭财务指标难以获取银行融资的困境。通过“技术流分析+团队分析+企业经营分析”三位一体的评估，利用创新产品科技创业贷给予企业贷款支持，解决中小科技企业“评价难、融资难”的问题。

其次，建立全国统一的知识产权交易平台。知识产权的流动性差，变现复杂。但由于我国知识产权交易不活跃，变现需要一定周期，且知识产权交易信息流动不畅，再加上其价值受法律因素、时间因素和市场因素影响大，金融机构在企业违约时处置质押物较为困难，对其变现价格也难以确定。这给金融机构和担保机构带来较大的处置风险。

上海作为全国要素市场的聚集地，再叠加上海金融法院的制度优势，可以考虑建立全国统一知识产权交易数据库，更加客观地为交易双方提供参考数据。在产权交易数据库的基础上，为后期知识产权政策评估或全国性的知识产权交易市场建立奠定基础。

（二）强化财政支持，完善科技型中小企业风险分担机制

在2021年10月的国办发布会上，银保监会相关负责人提出“推动地方政府对比较好的‘专精特新’中小企业提供政府性的担保、风险补偿等”。截至目前，北京、江苏、天津、河南等地均已出台了“专精特新”中小企业培育计划和支持举措，其中均有涉及包括设立“专精特新保”政策性融资担保产品或“专精特新贷”业务风险补偿准备金等内容。

地方性政府性的担保、风险补偿基金的设立有助于建立有效的风险分散机制，缓解专精特新企业的融资痛点，但是基金规模有限，基本由地方财政出资，且作为政策性金融业务，缺乏持续补充资本金的渠道。目前来看，只有个别省市建立了针对专精特新企业的担保、风险补偿基金。未来，应进一步完善相关制度，特别是要逐步建立并完善担保、补偿基金的资本（资金）补充渠道，以确保风险补偿制度长

期的可持续性；另一方面，进一步细化对担保补偿基金的考核，确保相关资金的使用效率，撬动更多的社会资金进入“专精特新”领域。

（三）立足科技型企业需求，构建综合化金融服务体系

在实践中，科技型中小企业在行业、规模、发展质量等方面差异较大，金融机构需要满足不同企业的多元化融资需求，应从以贷款为主的服务模式，升级为“表内+表外”“商行+投行”“债权+股权”“融资+融智”的综合化、全方位服务。此外，很多专精特新中小企业都是置身于产业链或者供应链之中，通过运用金融科技手段完善供应链平台，可以很好地帮助银行识别专精特新中小企业和企业的需求。

投贷联动模式是集直接融资与间接融资于一体的一种联动模式，即将债权与股权进行相融合。其中，商业银行负责对科创型中小企业发放贷款，而投资者或风险投资机构对科创型中小企业进行股权融资。近年来，在政策推动下，符合条件的银行业金融机构积极探索投贷联动金融服务模式。从银行视角来看，“投贷联动”在实践中可分为内部模式（与专业子公司的合作）和外部模式（与外部投资机构合作）两种。从未来看，该模式可以进一步完善的空间包括：

一是联合建立风险控制机制。在投贷联动模式中，由于科创型企业通常会有较大的变动与风险，这导致投贷主体中存在着一定的矛盾。所以，在投贷联动这一过程中，投贷双方（银行与证券、基金等专业投资机构）可以在企业生命周期的不同的阶段，联合建立风险控制机制，包括事前风险评估机制，事中控制机制以及事后退出机制，以有效控制参与各方风险。

二是进一步发挥政府作用，提高投贷联动模式融资服务能力。政府加入有助于缓解“专精特新”融资瓶颈，实践中，地方政府通过成立引导基金以及科技型企业担保基金等多种方式，在增加资金供给的同时，有效分散“专精特新”企业的融资风险，对增强市场活跃度，提高融资效率发挥了非常重要的作用。

三是优化监管制度，适度放宽对商业银行限制。适度放松包括并表在内的监管要求，降低投资业务对银行资本的损耗，以促进商业银行相关业务创新。

（四）强化政府作用，探索服务模式创新

由政府牵头，组织社会组织、金融机构、园区、企业等多方面共同建立中小企业的信用体系，促进银企对接。一方面鼓励银行业金融机构与“专精特新”企业、“小巨人”企业及主管部门建立信息对接机制，精准获客，开发专属金融产品。另一方面加强产业园区与金融机构的合作，共同服务专精特新中小企业。很多专精特新中小企业位于园区中，并且产业园区有规模效应的集中，也更了解园区内客户的情况，同时园区背靠地方政府，能够帮助这些企业获得更加直接和准确的支持。商业银行配合地方对园区在产业政策、财税甚至其他方面给予支持，为园区中的专精特新中小企业提供全方位、全生命周期的金融或其他服务，从而给企业的成长带来更加全面的支持。同时，这样也有利于银行贷款的风险防控。

此外，在信息基础设施建设方面，2021年11月银保监会《关于银行业保险业支持高水平科技自立自强的指导意见》中提出，鼓励地方政府建设科技企业信息平台，共享工商、社保、知识产权、税务、海关、水电等信息，通过搭建科技成果转移转化项目数据库等，缓解银行保险机构与科技企业之间的信

息不对称。2022年，上海联合征信正式成立，并推出了“沪信融”APP。在地方征信平台信用服务基础设施建设中需要注意以下两方面：一是需要注意数据的广度、质量，二是需要注意信息安全和保护。一方面强化对银行等接入机构信息管理要求，获取的信息不得用于为企业提供融资支持以外的活动；另一方面要依据“最小、必要”原则进行脱敏处理，防范数据泄露风险。

（内容来源：复旦金融评论）

商业银行转型金融发展的重点

曾刚 上海金融与发展实验室 主任

徐文华 宁波银行 公司金融部总经理

谭林 中国社科院金融所 博士后

2019年，经合组织（OECD）率先提出“转型金融”（Transition Finance）的概念，指在经济主体向可持续发展目标转型的进程中，为它们提供融资以帮助其转型的金融活动。转型金融专注于设计企业转型轨迹、惩罚条款、激励机制等，促进实体经济的减排和业务转型，包括为研发提供资金，以在低碳经济中保持竞争力。转型金融的本质是引发实体范围的变革，从而降低转型风险。

对社会经济而言，转型金融通过对转型风险精准度量、定价，能充分发挥金融市场价值发现作用，有效激发煤炭、钢铁、水泥等高碳行业转型的内生动力，从而促进实体经济低碳转型。对金融机构而言，转型金融有利于金融机构科学认知碳达峰与碳中和目标的实现路径，不至于错过碳密集产业转型升级中的投资机会；对行业技术路径进行前瞻性的预判，将风险关口前移，有效避免转型风险、信用风险、流动性风险和声誉风险；由于支持对象技术迭代更新的不确定性，对金融机构自身管理水平、人员素质等都提出了更高要求，转型金融开展有助于金融机构自身破茧重生，实现自身供给侧改革和高质量发展。

一、转型金融与绿色金融

近年来，国际上对转型金融已开展广泛的研究和讨论，如经合组织（OECD）、气候债券倡议组织（CBI）、国际资本市场协会（ICMA），欧盟、日本等政府和研究机构等。虽然国际上尚未就其具体界定和标准达成一致，但已形成一些共识。归纳起来，转型金融是金融机构根据不同国家、地区碳中和目标及实现路径，对高碳行业在技术改造、产业升级、节能降碳等领域支持，促进传统行业减少污染、实现向低碳或零碳转型，同时降低转型风险等各类风险暴露的金融服务。

从融资支持的角度看，转型金融至少具备三个核心要素：一是显著的减排效应和明确的转型目标与路径；二是获得支持的主体要按照可衡量、可报告、可核查（MRV）的原则强化信息披露；三是转型金融产品要设计配套的激励或惩罚措施，如融资条件要与转型目标实现情况挂钩。

转型金融概念与传统上的绿色金融相比，二者之间有关联也有区别。转型金融与绿色金融都是为应对气候变化、促进社会低碳转型和环境改善提供金融服务。但两者在支持标准和对象、产品种类和特点、发展规模和阶段上均存在较大差异。在支持标准和对象方面，绿色金融支持对象是实体企业采购或投资标的等静态描述，而转型金融标准则是一个动态的技术路径。与绿色金融相比，转型金融支持领域不仅包括在转型中受益的主体，也包括面临转型困境的主体如何实现可持续发展。在产品种类和特点方面，转型金融产品有发行溢价和收益率折扣、息票递增等惩罚机制、环境效益与融资成本挂钩、强制信息披

露等特点。在发行规模和阶段方面，绿色金融经过近二十年的发展，已经形成了相对成熟的政策体系、产品体系和风控体系，而转型金融尚处于理论探索和发展初期。

二、转型风险与转型金融

除了支持减排目标的实现，促进经济社会的低碳转型外，防范和应对转型风险，也是转型金融的一个重要方面。所谓转型风险，是指人类在应对由环境气候变化风险的过程中，由政策变动、技术变化以及公众和投资行为变化所带来的风险。

政策方面。为应对气候变化，全球各国相继出台促进可再生能源发展、抑制传统化石能源消费的政策，包括提高资源税以及发展碳排放市场等。能源政策变化一方面会加大全球能源价格的波动，影响企业经营的稳健性和居民生活水平。另一方面，在环保政策趋严的背景下，高额碳税以及其他相关的政府处罚措施，也会让高碳行业企业面临更大的经营风险。

技术方面。实现碳减排的主要路径，在于能源结构转型升级。这不仅对包括能源在内的技术创新提出了更高要求，也给各类技术创新带来了新的风险。一方面，技术创新会增加企业前期研发费用、设施改造的费用以及新工艺带来的费用，这会导致企业经营成本的上升。另一方面，清洁能源、节能、清洁运输、绿色建筑等领域的技术创新将显著降低新能源成本，在提升新能源企业竞争力的同时可能恶化传统能源企业的经营状况。

公众或投资者方面。在绿色消费意识逐渐普及的趋势下，公众将增加对环境气候友好型产品和服务的关注，愿意为环境气候友好型产品和服务支付更高的溢价。投资者由于环境气候风险意识的提高，可能主动退出在“棕色”资产领域的投资而更青睐于“绿色”资产，绿色企业可能受到更多市场参与者的青睐，获得更高的市场价值。但与此同时，传统能源企业的市场价值将出现波动，相关投资风险将加大。

实体经济的转型风险不可避免地会传递到金融领域，并构成金融机构所面临的新的风险挑战。具体而言，低碳转型背景下，能源政策、新能源企业竞争等多方面因素将影响传统能源企业的还款能力，进而增加商业银行的信用风险。此外，经济低碳转型意味着很大一部分已勘测出的传统能源原料不能开采，成为搁浅资产，这些资产的价值随之下降，引起市场价格波动；同时银行所持有的碳密集型资产预期收益将减少，导致银行市场风险上升。声誉风险方面，社会向低碳转型过程中，若银行依然为“三高”（高污染、高能耗、高耗水）企业提供融资或大量持有碳密集型资产，银行面临的声誉风险也极有可能上升。所有这些，意味着银行在支持“双碳”目标的过程中，必须要增强对转型风险的评估和管理，强化压力测试，提升各项业务的环境风险评估能力，而这些应对转型风险的工作，理应成为转型金融的重要内容。

三、转型金融的实践探索

目前，已有部分国家央行和政府组织围绕转型金融开展实践。2019年，马来西亚中央银行发布了气候变化和基于原则的分类法供公众咨询。分类法没有提出单独标签，而是强调活动必须有助于实现《巴黎协定》目标；也不提供技术筛选标准或阈值，而是将其留给受监管机构利用第三方验证者或国家、地区、全球的认证和标准来证明合规性。2020年，日本环境金融研究院发布《气候转型金融指引》明确转

型金融募集资金使用、项目评估和公司战略选择必须有可量化目标、确定的转型过程和结果、审计等方式进行收益管理、外部评估等。2021年，新加坡绿色金融业特别工作组（GFIT）公布了关于新加坡分类法的咨询建议，针对国际不一致、过度的合规负担、路径依赖和经济覆盖不足等问题，围绕农林、建筑业、运输、能源和工业等五大行业，设计“红绿灯”活动分类系统。

部分国际金融组织和金融机构也对转型金融进行有益探索。欧洲复兴开发银行制定的《绿色转型债券框架》提出，转型债券要满足四方面要求：资产必须在实施公司气候治理战略的范围内；资产必须有助于其所在国实现《巴黎协定》确定的目标；资金必须用于能源效率、资源效率、可持续基础设施等中的一项或多项；脱碳目标或资源效率绩效必须超过行业平均水平。星展银行制定《可持续和转型金融框架和分类》指出，支持的资产必须满足《巴黎协定》轨迹，取代更多碳密集型选择，遵循IEA可持续发展情景的指导；借款人必须在过去12个月内表现出以下情况之一：从碳密集型活动中撤资，开展有助于绿色或降低碳密集型活动的业务或研发，证明排放强度降低超过国家或地区来实现脱碳行业平均水平。

近年来，绿色金融政策和市场发展迅速，根据人民银行公布的数据，2021年末，我国绿色信贷余额16万亿元，居全球第一，但在我国银行业信贷总额中的占比仅为8.3%。这意味着，在当前的绿色金融体系下，我国经济活动的主要部分，仍未被纳入在绿色金融支持的范围，特别是高碳行业的企业仍很难获得绿色融资的支持。考虑到“双碳”目标是涉及整个经济社会的全面转型，只聚焦于狭义的绿色金融，显然无法充分发挥金融对低碳发展的支持作用。

在这种背景下，我国也开始了对转型金融问题的关注。2021年初，中国银行和中国建设银行分别发布《转型债券管理声明》和《转型债券》框架，明确定义了转型债券并给出了合格项目类别。2021年1月，中国银行成功定价发行转型债券（包括5亿3年期的美元债券和18亿2年期的人民币债券），募集资金主要用于天然气热电联产项目、天然气发电以及水泥厂余热回收项目等。2021年4月，中国建设银行在新加坡发行了20一元人民币两年期转型主体债券，涵盖项目包括电力、燃气、蒸汽、制造和钢铁行业等。

2021年4月，银行间市场交易商协会图慈湖可持续发展挂钩债券（SLB），并发布了《可持续发展挂钩债券（SLB）十问十答》，指出，可持续发展挂钩债券是指将债券条款与发行人可持续发展目标相挂钩的债务融资工具，并将挂钩目标分为关键绩效指标（KPI）和可持续发展绩效目标（SPT）。截至2021年末，国内共有21家主体发行25只可持续发展挂钩债券，债券发行规模合计353亿元。

2022年4月，中国人民银行在年度研究工作会议提出，要以支持绿色低碳发展为主线，继续深化转型金融研究，实现绿色金融与转型金融的有序有效衔接，形成具有可操作性的政策举措。我国转型金融的研究和实践有望加速。

总体上来看，全球范围内，对转型金融的研究和实践都还处于初级阶段，转型金融的产品和规模相对有限，主要集中在对减排项目的资金支持方面，且融资工具以债券为主。在我国仍以间接融资占据主导的金融结构下，显然无法充分发挥转型金融对经济社会低碳发展的支持作用。此外，管理转型风险所需要的基础设施建设以及在金融机构层面的管理、产品创新能力培育上，仍有较多的工作需要探索。

四、转型金融发展建议

从银行业而言，发展转型金融离不开外部、内部两个方面的能力建设。在外部，需要国家对低碳转型的实施路径（包括行业层面和区域层面等不同的维度）做出更系统、清晰地规划，并建立、完善转型金融的政策体系和基础设施。在内部，需要商业银行切实转变经营理念，将低碳转型融入到银行的企业愿景、发展战略、信贷文化、政策制度、管理流程、产品服务等各个环节之中，建立一套行之有效的低碳转型长效发展机制。

（一）国家层面的重点工作

1、总体谋划，做好顶层设计

《联合国气候变化框架公约》提出“共同但有区别的责任”，我国必须根据自身国情、发展阶段、能源结构、产业方向、技术储备等，建立以我为主的转型金融体系，其前提是各行业要按照“30 达峰 60 中和”目标，制定清晰的技术路线图和转型路径。

一是从碳排放占比较大行业，如建筑、钢铁、水泥等先行启动，将各自行业技术分为国际顶尖、国际一流、国内一流三个档次，不定期的及时更新和发布，为转型金融明确重点领域。

二是依托现有各行业协会、专业委员会，尽快建立独立、专业、高效的第三方认证体系，有效解决金融机构在转型金融中信息不对称、逆向选择、专业性评估不足等问题。

三是加强国际交流与合作，在转型金融标准制定、目录和政策体系等方面形成与国际社会对话机制，增进共识。避免因转型风险造成的次生风险，如煤电行业不平稳转型，导致境外项目搁浅，企业和金融机构信用风险增加。

2、建立转型金融政策体系

环境气候风险管理工具的不足是目前低碳转型和绿色金融发展进程中的重要阻碍。针对待解决的碳核算体系问题，在标准选择以及体系搭建路径方面，仍需积极探索。

一是开发适合我国实际的碳核算方法。碳核算，即企业和资产的温室气体排放核算，是环境气候转型风险分析和环境气候信息披露的重要组成部分。企业或资产的碳排放量与碳排放强度直接影响持有该资产和与之有金融业务关系的金融机构的风险。针对不同的适用对象或核算主体，国际上已经形成一些通用的碳核算方法。相关部门可借鉴国际经验，开发更适合我国实际情况的方法，对持有各种资产类型的碳排放进行核算。需要指出的是，在低碳转型过程中，碳核算体系具有较强的基础设施特征，因此，其构建可能需要金融监管部门和地方政府参与和主导。

二是制定转型金融支持目录，以增加转型金融的可操作性与透明性。金融监管部门可会同科技部门、行业主管部门，制定分行业的转型金融目录，并根据各行业的科技发展水平，及时调整、优化、完善目录，对金融机构支持行业转型情况进行科学评价。

三是建立完善监管政策体系，加强对转型金融指导，引导金融机构加大对高碳排放行业转型能力、风控体系建设。加大专业人才储备、强化 ESG 管理、完善以合同管理为核心的贷后管理体系、建立配套评估体系等。

四是优化资本计量规则，鼓励商业银行投放转型金融资产。资本约束是商业银行经营中最大的制约，银行业监管部门要优化商业银行资本计量方法，对转型金融类贷款的资本消耗设置折算权重，通过减少资本消耗鼓励银行加大投放力度；对于转型金融类贷款的五级分类，降低后三类贷款的风险资本计提比例要求。

（二）商业银行层面的重点工作

1、从经营理念上达成共识

将支持低碳发展的理念融入银行战略规划、企业文化及治理架构中，着力打造“低碳银行”，统筹绿色金融与转型金融，加强支持双碳的整体战略谋划和顶层设计，并从金融理念上形成共识。一是管理层形成共识。董事会或高级管理层要形成共识，自上而下地推动转型金融的发展。二是员工知晓，让全行员工都知道发展转型金融的重要性和必要性。

2、优先发展转型金融类业务

一是做好转型金融贷款产品的创新。积极探索碳排放权质押贷款、国际碳保理融资、碳收益支持票据等业务；发行低碳主题信用卡，为个人客户提供新能源汽车贷款、绿色住房信贷。在供应链金融领域，可以围绕低碳企业中的核心企业，对碳供应链进行整理，在各个碳生产的节点上垂直细分的领域选准服务对象与重点，以支持低碳企业的核心企业为切入口，发展供应链融资，支持上下游的中小微企业。

二是应用商业银行的投资银行产品。商业银行的投行部门在做债券主承业务时，优先承销转型金融主题的债券，如为实现碳达峰和碳中和而发行的债券。鼓励用投贷联动的方式提供融资，支持高碳排放企业向低碳或无碳经营模式转型。

三是建立基于转型金融的内部管理机制。比如，设立碳转型贷款专项额度，确保支持碳转型的信贷规模；加强转型信贷产品研发；在信息充分披露的基础上，针对触发事件的不同类型，科学设计触发该惩罚机制，包括利率递增；约定提前还款、追加抵质押物等。

3、科学设计业务流程，提高服务效率

一是加快金融科技的应用，实现“线下业务线上化、线上业务移动化”。特别是在疫情持续反复、居家办公成为常态化的环境下，要丰富移动工具（如手机、ipad）的功能，实现用移动工具为小额度低碳转型类贷款、票据、供应链融资的审批、出账和资金提用提供全流程的线上服务，实现线上全流程管理，提升服务效率与质量。二是优化业务流程。从账户开立、资金划拨与对账、贷款发放与归还设计全套业务流程，提高业务处理效率。

4、做好转型金融的引导

一是明确授信导向。商业银行的授信部门在制定每年的授信政策时，要明确哪些行业、哪些产品是可以作为发展转型金融的对象，以支持发展转型金融业务。行业政策方面，要规定哪些行业可以准入，如建筑、钢铁、水泥等高碳行业；产品政策方面，要和行业政策组合使用，如对于符合转型金融准入条件的行业，优先使用碳排放权质押贷款，对于转型金融的核心企业，优先使用供应链融资，等等。

二是明确考核政策。通过对银行内部各级经营单位和业务人员设置考核指标，来推动转型金融的发展。如考核碳排放贷款投放量、发行碳主题信用卡数量等。

三是适度价格倾斜。分为对内与对外，对内通过调整 FTP 实现，如降低转型金融贷款的资金成本，使得经营单位做此类业务有利润；对外，降低转型金融产品的定价，如对于绿色信贷产品、碳排放信贷产品的定价，低于一般贷款。

四是对转型金融的贷款质量提高容忍度。产业转型过程中，企业会产生阶段性经营不佳的情况，从而影响银行贷款的风险评级。银行要提高转型金融类贷款不良率的容忍度，对于五级分类中后三类的贷款，适当减少风险资产计提比例，减少对经营单位和业务人员的业绩扣减。

5、防范转型金融风险

一是加强贷后管理，防范转型风险。转型金融需要考虑的变量和因素多，其中关键因素之一的技术进步具有动态博弈、迭代更新特点，需要金融机构在开展转型金融时加强贷后管理，有效防范转型风险。通过获取税收、水费、电费、碳排放等外部数据，建立分析模型，通过大数据分析，实时掌握企业经营情况，及时做出策略调整。

二是加强信息披露，减少信息不对称。转型金融要求可衡量、可报告、可核查，对企业主体信息披露的全面性、准确性、及时性均提出较高要求，商业银行要加强先进技术运用，强化尽职调查、贷前评审、贷后管理。

三是兼顾多目标，强化 ESG 管理。转型金融要兼顾能源安全、物价（通胀）、就业和收入分配、社区发展、生态环境和生物多样性等因素。在多目标下，需要转型企业、金融机构按照 ESG 要求开展，加强声誉风险管理。

四是推进环境气候风险压力测试工作。压力测试可提前评估商业银行面临的物理风险和转型风险的极限值，从而促进银行重新审视存量资产配置，加快各类业务的低碳转型。当前已有部分银行尝试进行了相关压力测试，但因为采用的标准、范围各异，测试结果的科学性有待提高。建议商业银行借鉴国际和国内先进同业经验，在监管机构权威引导下开展更加科学的环境气候压力测试，积极应对转型过程中的潜在风险。

（内容来源：《银行家》2022 年第 7 期）

积极的财政政策，美国靠国债，中国更靠地方债

周琼

上海金融与发展实验室 特聘高级研究员

近年来，美国的国债规模增速远高于市政债，而中国的地方债规模增速高于国债。中国的国债和地方债都是逆周期的财政政策工具，甚至地方债承担了更主要的扩张性财政政策作用。而美国主要将国债作为逆周期调节工具，市政债并非经济周期调节工具。

中美数据对比

近年来，中国和美国的国债和地方政府债增长速度呈现出相反的趋势。中国是地方政府债发行规模高于国债，美国是国债发行规模远高于市政债（即美国的地方政府债）。新冠肺炎疫情以来这一分化更为显著。2019年末，中国的地方债余额是国债的1.31倍，2022年6月末上升到1.48倍。而美国的市政债余额2019年末仅为国债的23%，2022年3月末下降到17%。

中国的地方债余额2017年5月超过了国债，现已成为中国余额最大的债券品种，2022年6月末占全部债券余额的24.9%，其次是金融债（政策性银行、商业银行、保险公司、证券公司等发行的债券）占23.1%，国债占17.3%。

美国的国债是美国余额最大的债券品种，2021年末占全部债券余额的42.8%，其次是抵押贷款相关债券（MBS）占23.1%，市政债仅占7.7%。

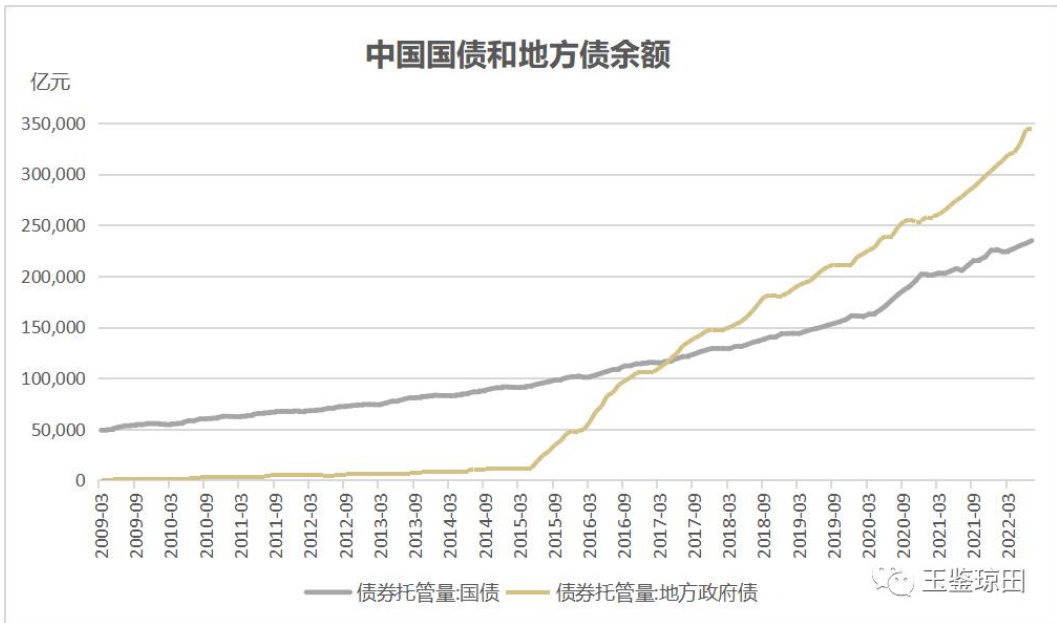
国债余额，中国约为美国的1/7，中国的地方债余额已超过了美国市政债。

2020年1月至2022年6月累计，中国国债和地方债分别发行17.1万亿元和19.18万亿元，占债券发行总量的25.9%和29.1%，美国国债和市政债分别发行11.23万亿美元和1.18万亿美元，占债券发行总量的36.2%和3.8%。

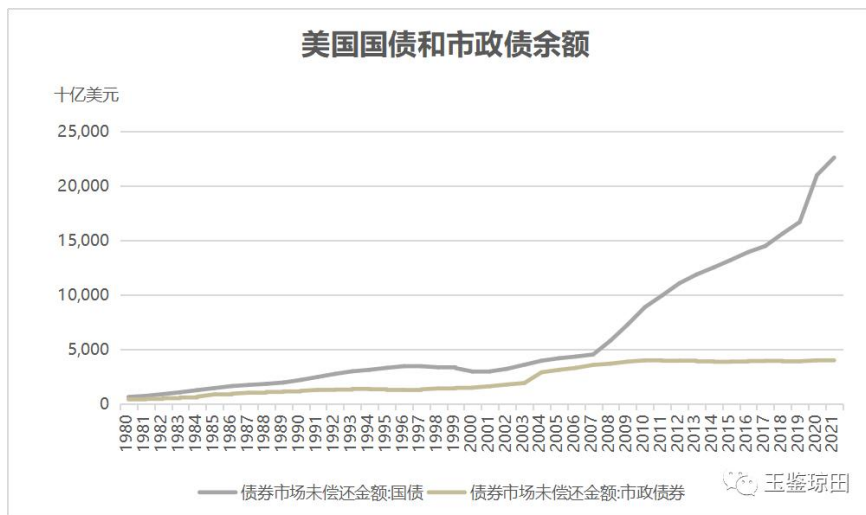
可见，对于以哪级政府作为主要的发债主体，中国和美国有不同的选择。

中国和美国的国债和地方债余额						
时间	中国			美国		
	国债 (万亿元)	地方债 (万亿元)	地方债/国债	国债 (万亿美元)	市政债 (万亿美元)	市政债/国债
2019年末	16.1	21.12	131%	16.67	3.9	23%
2020年末	20.18	25.45	126%	20.97	3.98	19%
2021年末	22.53	30.3	134%	22.58	4.05	18%
2022年3月	22.5	31.92	142%	23.28	4.04	17%
2022年6月	23.2	34.34	148%	/	/	/

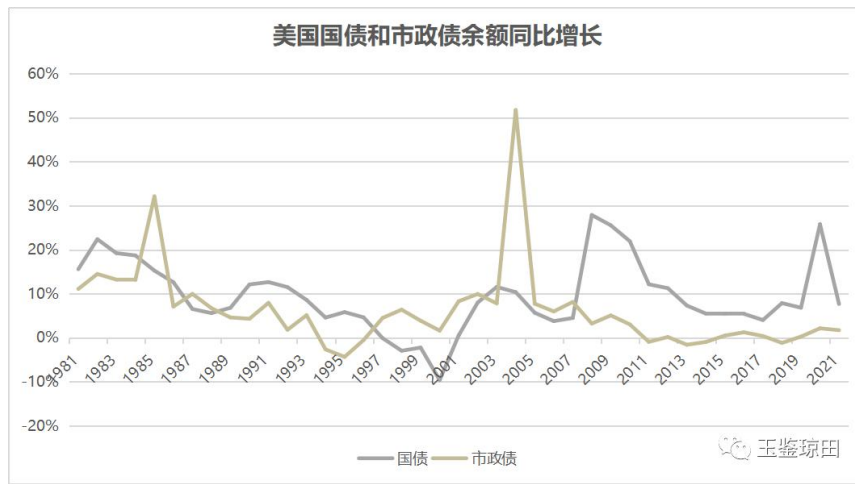
数据来源：中国债券信息网，SIFMA，Wind



数据来源：中国债券信息网，Wind



数据来源：SIFMA，Wind



中国地方债和美国市政债的比较

1、发展历史

美国市政债历史悠久。一种常见说法是 1812 年纽约市政府为筹资修建运河发行了美国第一支市政债券。但美国市政债条例制定委员会主席兼首席执行官琳内特·凯利（2018）称早在 18 世纪，美国就已经开始发行市政债。美国是联邦制国家，联邦政府授予地方政府（州政府及州以下政府）自行决定投资哪些公共项目、如何为公共项目融资的权力。在美国发市政债是地方政府主要但不是唯一的融资渠道。

中国 1950 年第一次发行地方债，1968 年建立了不欠外债、内债的财政制度，此后很长一段时期不再发行地方债。2009 年开始发行地方债，迅速经历了地方政府不得发债到发债是唯一合法举债渠道的转变。1994 年颁布的《中华人民共和国预算法》规定，“除法律和国务院另有规定外，地方政府不得发行地方政府债券”。

为应对美国次贷危机引发的世界经济危机，2009 年，国务院同意地方发行 2000 亿元债券，由财政部代理发行，列入省级预算管理。考虑到旧预算法的规定，此次发行经过了国务院特别批准。地方债经过 2009 至 2011 年的中央代发代还阶段，2011 至 2014 年的地方自发、中央代还阶段，演变到 2014 年之后的地方自发自还阶段。2014 年全国人民代表大会常务委员会修改《中华人民共和国预算法》，规定：“经国务院批准的省、自治区、直辖市的预算中必需的建设投资的部分资金，可以在国务院确定的限额内，通过发行地方政府债券举借债务的方式筹措。举借债务的规模，由国务院报全国人民代表大会或者全国人民代表大会常务委员会批准。省、自治区、直辖市依照国务院下达的限额举借的债务，列入本级预算调整方案，报本级人民代表大会常务委员会批准。除前款规定外，地方政府及其所属部门不得以任何方式举借债务。”明确了地方政府债券为地方政府举债融资的唯一合法渠道。

2、分类

中国地方政府债券包括一般债券和专项债券。一般债券是为没有收益的公益性项目发行，主要以一般公共预算收入作为还本付息资金来源的政府债券；专项债券是为有一定收益的公益性项目发行，以公益性项目对应的政府性基金收入或专项收入作为还本付息资金来源的政府债券。美国市政债分为一般责

任债券和收益债券。一般责任债券主要由发债主体的税收收入及其他全部收入来支撑。收益债券主要以对应项目的收益来支撑，如收费公路、港口、机场等。中国的一般债券和美国的一般责任债券、中国的专项债券和美国的收益债券类似。

3、发债主体

中国仅省、自治区、直辖市和经省级人民政府批准自办债券发行的计划单列市人民政府有权发行地方债。美国地方政府及其相关实体，包括州政府、城市、乡镇、住房中心、公共医疗机构、机场、港口等 5 万多个发行主体可发行市政债。

4、规模限制和监管

中国的地方政府一般债务和专项债务规模纳入限额管理，由国务院确定并报全国人大或其常委会批准，分地区限额由财政部在全国人大或其常委会批准的地方政府债务规模内根据各地区债务风险、财力状况等因素测算并报国务院批准。财政部各地监管局负责对地方政府债券的监督检查，规范地方政府债券的发行、资金使用和偿还等行为。人民银行和证监会监管债券交易市场。

美国联邦层面没有权力约束州政府债务，由州议会通过立法规定本州及以下层级政府债务上限。常用的限额指标包括：偿债率(债务支出/经常性财政收入)；人均债务(债务余额/当地人口数)；人均债务收入比(人均债务/人均收入)；负债率(政府债务余额/GDP)。发行市政债无需获得上级政府批准。发行一般责任债需要经过严格的预算审批程序，通常需要经过选民投票同意。收益债则无需选民投票，只需议会同意。由于美国对发债主体的评级区分度较大，信用评级成为约束地方政府举债的重要力量。市场发展初期，美国市政债除“反欺诈条款”外豁免《证券法》监管，但 1975 年纽约市政债违约，加之税法改革吸引了大量个人投资者投资市政债，促使美国国会立法对市政债实行“有限监管”，并创设了自律组织市政债规则制定委员会（MSRB）。概括而言美国地方政府和议会对市政债进行财政监管，美国证监会（SEC）、美国金融监管局（FINRA）和 MSRB 通过监管市政债金融中介，间接管理市政债。

5、预算约束

美国的地方债实行完全的预算硬约束，上级政府对下级政府的债务危机奉行不援助原则。至今已发生过多起市政债违约事件。如 2014 年 7 月，美国底特律市向美国联邦法院申请破产保护，有近 200 亿美元债务的底特律市成为美国历史上最大的申请破产保护的的城市。但总体上美国市政债违约率低于公司债，市政债被视作较为安全的投资品种。根据穆迪的统计，1970-2016 年投资级市政债累计违约率为 0.09%，高收益市政债累计违约率达 8.17%，全部市政债违约率为 0.15%。中国虽然在《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号）就提出“硬化预算约束，防范道德风险，地方政府对其举借的债务负有偿还责任，中央政府实行不救助原则”。不过中央可以通过转移支付方式调节地方财政收支。目前尚未发生地方债违约事件，投资者对这一原则的执行持观望态度。《国务院办公厅关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》（国办发〔2022〕20 号）明确“坚持省级党委和政府对本地区债务风险负总责，省以下各级党委和政府按属地原则和管理权限各负其责。”

中美国债和地方债发展态势区别的原因

中国的国债和地方债都是逆周期的财政政策工具，甚至近年来地方债承担了更主要的扩张性财政政策作用。而美国主要是将国债作为逆周期调节工具，市政债并非经济周期调节工具。这是中美国债和地方债发展态势不同的原因。按美国财政部数据，2021年末美国国债总额为29.62万亿美元（比2010年末增长111%），未偿国债总额为28.43万亿美元，按美国证券业与金融市场协会（SIFMA）数据，2021年末美国国债余额为22.58万亿美元，比2010年末增长155%。巨额的美国家债，成为全球基准性金融工具，背后有美国维护美元的全球霸主地位、弥补贸易逆差、实行财政赤字货币化政策等原因。新冠疫情以来美国宽松的财政和货币政策，以国债的进一步扩张为基础，通过国债为高福利支出、基础设施建设等融资。而市政债由于受地方自我约束较强，增长非常缓慢（2021年末余额比2010年末仅增长2%），有的年份还出现还款超过发行，余额负增长。

中国地方政府债，一方面是将原来的地方政府存量债务置换为地方债，另一方面成为主要的实施积极财政政策的工具，来带动扩大投资，所以规模扩张迅速。2021年末地方债余额是2010年末的76倍，比2015年末增长528%，而同期国债余额只增长了260%和120%。时任财政部国库司副司长周成跃（2013）曾撰文指出，“近几年来我国地方政府债务规模增长较快，尤其是地方政府筹资平台债务呈现快速增长态势，地方政府债务规模甚至大于国债规模。这种现象在主要发达国家乃至新兴市场国家中比较少见。究其原因，与地方政府依靠筹资平台举债配合中央政府实施积极财政政策有一定关系。”周成跃认为，“从经济学原理及美国、德国、日本等大国中央和地方政府间财政关系分析，促进宏观经济持续健康发展是中央政府职能，为此中央政府需要实施逆周期调节经济的财政政策，以及中央银行实施逆周期调节经济的货币政策；地方政府没有促进宏观经济稳定发展职责，不宜实施逆周期调节本地经济的财政政策。”

而《财政部关于对地方政府债务实行限额管理的实施意见》（财预〔2015〕225号）规定，“地方政府债务总限额由国务院根据国家宏观经济形势等因素确定，并报全国人民代表大会批准。年度预算执行中，如出现下列特殊情况需要调整地方政府债务新增限额，由国务院提请全国人大常委会审批：当经济下行压力大、需要实施积极财政政策时，适当扩大当年新增债务限额；当经济形势好转、需要实施稳健财政政策或适度从紧财政政策时，适当削减当年新增债务限额或在上年债务限额基础上合理调减限额。”也就是明确了地方债是逆周期调节的工具。

十年前地方政府债务问题就引起关注，通过国家审计署的审计摸排家底。现在已通过发行地方债将隐性债务逐渐显性化。新冠疫情以来，财政支出增多，收入减少，多数地方政府面临更大的财政压力，而且部分城投债甚至部分地方国企债务，可能还有赖于地方政府。进一步加大地方债发行恐令地方政府难以承受。建议今后国家适当增加国债发行，合理控制地方债发行规模。

参考文献

- 1.琳内特·凯利.美国市政债市场发展.中国金融,2018(6).
- 2.彭睿,姜超.美国市政债管理模式对我国的借鉴与启示.金融经济,2017(12).
- 3.覃汉,王佳雯.美国市政债与中国地方债的比较研究.中国货币市场.2021(10).

4.万泰雷,李松梁.市政债制度国际经验.中国金融,2018(6).

5.张锐.美国国债的扩张机理、风险揭露及其溢出效应.对外经贸实务,2021(11).

6.中国人民银行连云港市中心支行课题组.美国市政债券市场发展、监管及对我国的启示.金融纵横,2016(8).

7.周成跃,韦士歌.美国市政债务管理与市场之考察、体会及启示.债券,2013(6).

(内容来源:玉鉴琼田)

美国通胀接力：若隐若现的“曙光”

邵宇 上海金融与发展实验室 理事
陈达飞 东方证券财富研究中心 总经理

核心结论

美国 9 月 CPI 同比上涨 8.2%，预估为 8.1%，前值为 8.3%；美国 9 月 CPI 环比上涨 0.4%，预估为 0.2%，前值为 0.1%。核心 CPI 同比 6.6%，为新高，主要贡献为服务和核心服务，同比增长分别为 7.38%和 6.67%，均为新高。如果看 6 个月环比，核心 CPI、服务与核心服务也创了新高。相比 8 而言，9 月数据更“差”。因为 8 月表 1 中 CPI 指标的 6 个月和 3 个月环比数据均出现了拐点。

截止到 2022 年 8 月，能源、非耐用商品和商品价格指数的高点已经出现，食品、耐用商品、核心商品、核心服务、服务、核心 CPI 和 CPI 还在创新高。7 月以来，能源和非耐用商品价格的下降带动商品整体价格下行，CPI 涨势趋缓。但食品和服务业价格指数及同比涨幅的拐点都还没有未出现。服务价格的粘性较强，或成为通胀“接力”的“最后一棒”。它主要取决于工资和劳动力市场条件。通胀前景仍不乐观，还远没有到押注右侧的时候。最值得关注的“灰犀牛”是全球性大罢工。

CPI同比和环比（折年率）	22-09	22-08	22-07	22-06	22-05	22-04	22-03	22-02	22-01	21-12	21-11	21-10	21-09	21-08	21-07	21-06	21-05	21-04	21-03	21-02
CPI：同比	8.22	8.25	8.48	9.00	8.52	8.22	8.56	7.91	7.53	7.10	6.83	6.24	5.39	5.21	5.28	5.34	4.94	4.15	2.66	1.68
环比：1个月	4.63	1.42	-0.23	15.87	11.69	3.98	14.89	9.57	7.74	6.90	8.39	10.40	4.93	4.00	5.44	10.53	8.42	7.89	7.66	5.24
环比：3个月	1.94	5.69	9.16	10.59	10.26	9.55	10.83	8.13	7.73	8.62	7.96	6.48	4.81	6.69	8.18	8.95	7.98	6.91	5.30	4.03
环比：6个月	6.29	8.05	9.46	10.85	9.30	8.73	9.84	8.12	7.16	6.77	7.39	7.40	6.93	7.40	7.62	7.18	6.04	4.90	3.72	2.90
CPI：核心：同比	6.66	6.32	5.91	5.91	6.01	6.13	6.44	6.42	6.04	5.48	4.95	4.59	4.04	3.96	4.20	4.45	3.81	2.97	1.66	1.29
环比：1个月	6.91	6.81	3.75	8.48	7.58	6.83	3.89	6.06	7.00	6.74	6.28	7.23	3.05	2.20	3.77	9.61	8.97	10.27	3.66	1.81
环比：3个月	5.85	6.38	6.64	7.68	6.13	5.62	5.68	6.64	6.71	6.79	5.55	4.18	3.02	5.21	7.49	9.69	7.68	5.26	2.02	1.05
环比：6个月	8.50	8.20	7.81	8.31	7.25	6.45	6.00	5.23	4.56	3.98	4.07	4.15	4.08	4.23	4.48	3.99	3.41	3.11	2.28	1.77
CPI商品：同比	9.56	10.51	12.00	13.43	13.03	12.89	14.23	13.08	12.43	12.22	11.95	10.55	9.04	8.88	9.08	8.93	8.14	6.74	4.15	2.19
环比：1个月	-3.08	-9.04	-6.54	24.67	15.82	-3.58	25.29	-15.53	9.29	11.43	14.16	16.65	7.37	7.00	8.63	20.35	14.38	10.57	12.95	8.58
环比：3个月	-6.19	2.94	11.35	12.37	12.58	12.48	16.92	12.20	11.74	14.25	12.86	10.42	7.71	12.10	14.62	15.28	12.77	10.80	9.60	8.10
环比：6个月	3.00	7.81	12.09	14.91	12.58	12.29	15.88	12.73	11.23	11.12	12.67	12.71	11.65	12.63	12.90	12.63	10.56	7.89	6.08	4.83
CPI：核心商品：同比	13.37	13.99	13.77	14.24	16.95	19.40	23.40	24.72	23.45	21.38	18.85	16.95	14.63	15.24	16.74	17.23	12.99	8.80	3.39	2.69
环比：1个月	0.04	0.92	0.46	1.57	1.37	0.36	-0.85	0.88	1.99	2.38	1.72	2.17	0.62	0.71	0.90	4.12	3.64	4.02	0.33	-0.26
环比：3个月	2.83	5.91	6.83	6.64	1.76	0.77	4.03	10.58	12.30	12.66	9.08	7.03	4.48	11.52	17.54	24.02	16.15	8.18	0.37	-0.14
环比：6个月	4.76	3.85	3.81	5.37	6.20	6.55	8.41	9.95	9.77	8.64	10.43	12.44	14.38	14.07	13.04	12.21	8.00	4.24	0.23	1.10
CPI：服务：同比	7.38	6.82	6.28	6.23	5.74	5.37	5.10	4.79	4.57	4.02	3.78	3.66	3.20	3.02	3.03	3.22	3.06	2.63	1.77	1.36
环比：1个月	9.68	8.01	4.05	10.29	9.03	9.07	7.94	5.76	6.95	4.11	4.38	6.42	3.42	1.82	3.51	4.69	4.81	6.02	4.31	3.28
环比：3个月	7.29	7.50	7.84	9.54	8.74	7.64	6.92	5.63	5.17	4.99	4.76	3.90	2.92	3.35	4.35	5.20	5.07	4.55	2.74	1.73
环比：6个月	8.50	8.20	7.81	8.31	7.25	6.45	6.00	5.23	4.56	3.98	4.07	4.15	4.08	4.23	4.48	3.99	3.41	3.11	2.28	1.77
CPI：核心服务：同比	6.67	6.08	5.57	5.49	5.16	4.91	4.65	4.39	4.09	3.70	3.43	3.27	2.91	2.72	2.80	3.04	2.90	2.49	1.65	1.27
环比：1个月	9.44	6.96	4.21	8.36	7.38	8.67	7.14	6.42	5.29	4.15	4.49	5.15	2.83	1.71	3.55	4.55	4.55	4.31	3.00	3.00
环比：3个月	6.91	6.55	6.69	8.20	7.78	7.46	6.31	5.31	4.66	4.61	4.17	3.05	2.42	3.00	4.15	4.95	4.76	4.26	2.91	1.58
环比：6个月	7.62	7.23	7.13	7.32	6.60	6.10	5.50	4.77	3.87	3.53	3.60	3.61	3.70	3.91	4.22	3.79	3.20	2.87	2.09	1.50

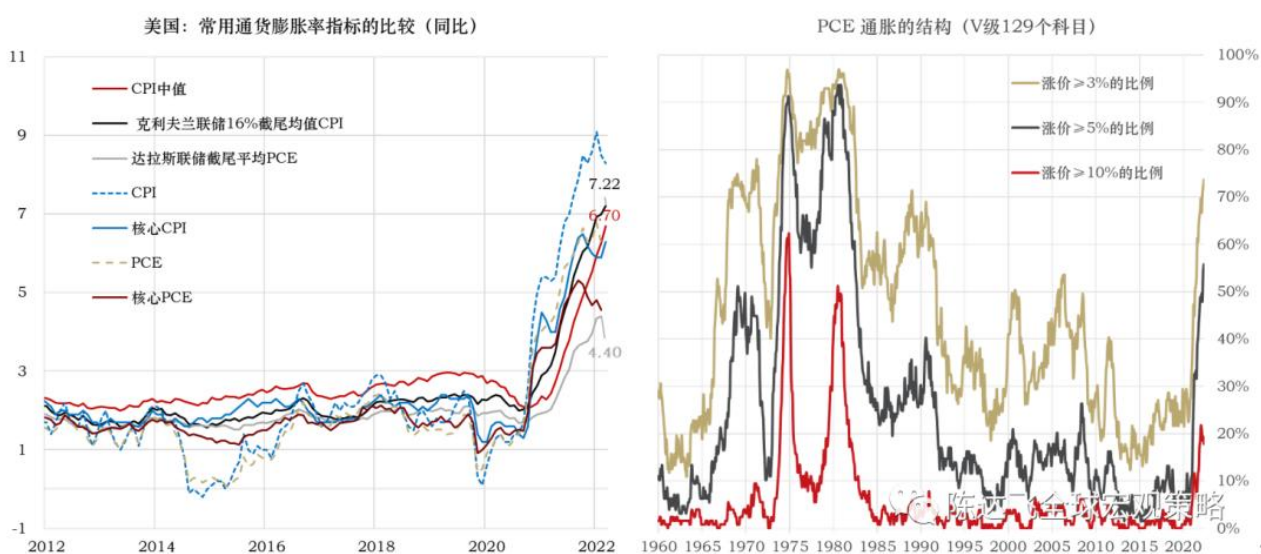
年度	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02	2022-01	2021-12	2021-11	2021-10	2021-09	2021-08	2021-07	2021-06	2021-05	2021-04	2021-03	2021-02	2021-01	2020-12	2020-11	2020-10	2020-09	2020-08	2020-07	2020-06	2020-05	2020-04	2020-03	2020-02
CPI	8.22	8.28	8.48	9.00	8.82	8.92	8.96	7.91	7.93	7.10	6.83	6.24	5.99	5.21	5.28	5.34	4.84	4.16	2.66	1.68	1.38	1.14	1.18	1.40	1.33	1.03	0.79	0.74	0.36	1.93	2.32	
核心CPI	6.66	6.82	6.91	6.91	6.91	6.13	6.44	6.42	6.04	5.48	4.99	4.59	4.04	3.96	4.20	4.40	3.81	2.97	1.96	1.29	1.29	1.40	1.84	1.83	1.72	1.71	1.64	1.20	1.46	2.12	2.36	
食品	13.24	13.38	13.92	15.43	15.14	13.97	8.81	7.91	6.98	6.27	6.12	5.32	4.99	3.72	3.42	3.38	2.16	2.27	2.47	3.63	3.81	3.92	3.72	3.99	3.96	4.01	4.07	4.80	4.50	3.81	3.92	3.42
能源（右轴）	18.87	23.91	22.92	41.64	34.95	30.16	32.17	25.68	27.64	29.42	33.05	29.82	24.87	25.05	23.89	24.81	28.09	24.87	13.95	2.25	-3.69	-7.34	-9.89	-9.92	-7.62	-8.86	-10.79	-12.22	-18.27	-17.83	-5.76	2.60
商品	8.56	10.51	12.00	13.42	13.05	12.89	11.28	12.43	12.22	11.95	10.95	9.04	8.88	9.08	8.93	8.14	6.74	4.15	2.19	1.41	0.68	0.17	0.30	0.56	0.19	-0.79	-1.16	-2.48	-2.48	-0.41	1.19	
核心商品	6.69	7.00	6.88	7.12	6.88	6.70	11.70	12.38	11.73	10.69	9.43	8.47	7.31	7.62	8.37	8.62	6.90	4.60	1.69	1.34	1.87	1.60	1.42	1.28	1.30	0.37	-0.66	-1.07	-0.99	-0.81	-0.17	-0.01
核心服务	7.14	7.84	7.94	8.40	11.36	13.97	17.38	18.74	18.84	18.73	14.90	13.28	11.80	12.76	14.24	14.89	10.32	7.39	3.74	3.37	3.90	3.81	3.86	3.42	2.99	1.81	-1.17	-0.97	-0.49	-0.74	-0.82	-0.98
非耐用商品	10.82	11.99	14.30	18.23	14.26	12.79	13.11	10.67	9.80	10.34	10.64	9.41	7.95	7.41	7.17	6.84	7.47	6.55	4.20	1.71	0.82	-0.33	-1.12	-0.88	-0.47	-0.33	-1.24	-1.44	-0.40	-0.22	-0.27	1.90
服务	7.28	8.02	8.28	8.23	8.74	8.37	9.10	4.79	4.87	4.02	3.78	3.66	3.20	3.02	3.03	3.22	3.08	2.83	1.77	1.38	1.23	1.82	1.71	1.71	1.90	2.04	2.32	1.86	1.68	2.08	2.68	2.98
核心服务（季度化）	6.69	6.98	6.87	6.88	6.81	6.81	6.88	6.98	6.08	5.70	5.43	5.27	4.81	4.72	5.00	5.38	4.69	3.68	2.87	2.59	2.88	3.10	3.18	3.24	3.84	3.92	4.04	3.99	3.20	2.88	2.88	2.18
CPI	3.15	4.02	4.73	5.43	4.65	4.06	4.82	4.06	3.98	3.70	3.70	3.70	3.70	3.70	3.81	3.93	3.02	1.48	1.38	1.45	1.41	1.69	1.87	1.64	0.76	0.22	-0.28	-0.43	-0.77	-0.47	0.61	1.10
核心CPI	3.43	3.18	3.09	3.37	3.22	3.11	3.14	3.07	2.74	2.46	2.71	2.94	3.20	3.28	3.22	3.94	3.18	1.81	0.82	0.69	0.96	1.46	1.99	1.14	0.84	0.89	0.83	0.12	0.28	0.22	0.48	1.12
食品	8.88	8.94	9.30	9.06	9.52	8.10	8.10	6.00	4.98	4.12	4.26	4.06	3.93	2.78	2.82	2.97	1.68	1.21	1.02	0.92	0.89	0.90	0.98	1.18	2.83	2.89	2.80	2.86	3.24	2.76	1.49	1.39
能源（右轴）	-8.52	6.40	18.19	26.00	18.21	16.66	24.95	19.26	11.53	12.39	13.65	11.66	6.97	10.97	15.91	15.21	17.07	16.26	17.40	12.69	8.71	8.07	9.97	7.41	-3.45	-9.26	-11.99	-14.26	-17.43	-15.87	-4.32	4.45
商品	1.80	3.90	6.05	7.45	6.29	6.16	7.94	6.36	6.62	5.56	6.34	6.58	5.82	6.21	6.48	6.31	5.28	3.84	2.04	2.41	2.47	2.46	2.72	2.89	1.07	-0.22	-1.03	-1.74	-2.48	-2.33	0.90	0.35
核心商品	2.38	1.93	1.90	2.48	2.10	2.27	4.20	4.97	4.89	4.32	4.22	4.22	4.19	4.09	4.82	4.15	4.00	2.12	0.11	0.55	1.73	2.37	2.40	2.29	1.58	0.79	-0.08	-0.79	-0.96	-0.46	-0.42	0.48
核心服务	1.61	0.79	0.76	1.63	2.81	3.83	5.44	7.00	7.12	6.66	6.63	9.78	11.92	10.97	10.87	5.44	5.77	3.18	0.43	1.61	3.32	4.71	4.90	4.08	3.90	1.73	0.17	-0.96	-0.71	-0.64	-0.30	-0.21
非耐用商品	3.72	5.51	6.01	10.53	8.23	7.46	8.95	6.14	4.85	5.16	5.56	4.95	3.82	4.27	4.73	4.74	4.81	4.25	3.97	3.01	2.83	2.01	2.84	2.21	0.22	-1.26	-1.68	-2.29	-3.27	-3.13	-0.69	0.78
服务	4.25	4.10	2.91	4.16	2.63	3.23	3.00	2.82	2.29	1.99	2.04	2.07	2.04	2.11	2.24	1.99	1.71	1.55	1.14	0.88	0.77	1.20	1.84	1.06	0.62	0.47	0.88	0.42	0.37	0.64	1.27	1.86
核心服务	3.81	3.61	2.87	3.86	3.30	3.08	2.78	2.38	1.94	1.77	1.80	1.81	1.88	1.98	2.11	1.90	1.60	1.44	1.08	0.79	0.87	1.12	1.28	1.04	0.89	0.82	0.61	0.48	0.41	0.69	1.31	1.62
货币供应量（季度化）	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02	2022-01	2021-12	2021-11	2021-10	2021-09	2021-08	2021-07	2021-06	2021-05	2021-04	2021-03	2021-02	2021-01	2020-12	2020-11	2020-10	2020-09	2020-08	2020-07	2020-06	2020-05	2020-04	2020-03	2020-02
CPI	0.49	1.42	2.59	2.99	2.97	2.99	2.71	2.09	1.51	1.16	1.09	1.02	1.20	1.67	2.05	2.24	1.99	1.79	1.52	1.51	2.71	3.53	4.44	0.70	1.16	1.42	0.96	-0.37	-1.18	-1.00	-0.64	0.47
核心CPI	1.42	1.25	1.45	1.52	1.52	1.40	1.42	1.66	1.68	1.70	1.39	1.04	0.78	1.30	1.87	2.42	2.92	3.22	3.00	3.29	3.29	3.21	3.83	4.87	1.18	1.18	0.67	-0.25	-0.85	-0.28	0.48	0.81
食品	2.70	2.91	3.30	3.06	3.06	3.90	3.81	2.40	2.19	2.12	2.64	2.17	1.96	1.78	1.68	1.85	2.88	3.68	4.91	6.69	6.88	6.80	7.22	8.28	2.81	3.81	2.83	2.48	2.87	0.98	0.77	0.77
能源（右轴）	-11.26	-2.52	6.64	8.71	12.04	11.77	16.96	9.29	4.28	7.50	7.63	6.65	4.78	5.69	4.41	3.51	4.49	9.30	12.80	11.50	6.56	3.44	1.97	2.01	4.48	2.31	2.29	-7.59	-16.13	-16.03	-7.02	-1.93
商品	-0.28	0.74	2.84	3.09	3.14	3.12	3.23	3.08	2.99	3.96	3.21	2.61	1.93	2.02	2.66	3.82	3.19	1.70	2.40	2.03	1.21	0.83	0.98	1.14	1.82	2.23	1.42	-0.73	-2.49	-2.43	-1.01	0.10
核心商品	0.71	1.48	1.71	1.66	0.44	0.10	1.01	2.68	2.07	2.17	2.27	1.78	1.12	2.88	4.39	4.01	4.04	2.05	0.98	-0.03	0.07	0.02	0.88	1.66	2.35	1.80	0.87	-0.78	-1.00	-0.42	0.00	0.04
核心服务	0.67	1.50	1.19	0.94	-0.72	-0.42	0.69	3.27	4.27	4.72	3.61	2.73	1.85	4.84	6.84	5.30	6.88	2.49	0.13	-0.07	-0.30	0.30	1.68	3.89	4.40	2.98	0.44	-1.08	-0.83	-0.26	0.19	0.10
非耐用商品	-2.68	0.51	2.85	4.82	4.98	4.97	1.78	3.10	3.37	3.03	2.85	2.40	2.07	2.84	2.47	1.72	1.69	2.30	3.97	3.07	2.01	0.97	-0.06	0.32	1.03	2.60	1.89	-0.80	-0.77	-0.80	-1.51	0.20
服务	1.82	1.87	1.96	2.38	2.19	1.91	1.78	1.41	1.29	1.29	1.19	0.97	0.73	0.84	1.09	1.27	1.14	0.89	0.41	0.41	0.48	0.48	0.74	0.88	0.70	0.12	-0.12	-0.40	-0.14	0.64	0.78	
核心服务	1.73	1.64	1.67	2.05	1.95	1.88	1.58	1.33	1.17	1.18	1.04	0.76	0.60	0.78	1.04	1.24	1.20	1.08	0.68	0.40	0.37	0.39	0.38	0.31	0.73	0.92	0.73	-0.14	-0.41	-0.12	0.89	0.82
货币供应量（季度化）	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02	2022-01	2021-12	2021-11	2021-10	2021-09	2021-08	2021-07	2021-06	2021-05	2021-04	2021-03	2021-02	2021-01	2020-12	2020-11	2020-10	2020-09	2020-08	2020-07	2020-06	2020-05	2020-04	2020-03	2020-02
CPI	0.39	0.12	-0.02	1.32	0.97	0.33	1.28	0.80	0.68	0.58	0.70	0.87	0.41	0.33	0.45	0.68	0.70	0.84	0.64	0.44	0.24	0.32	0.14	0.06	0.23	0.40	0.32	0.50	-0.06	-0.80	-0.33	0.13
核心CPI	0.58	0.57	0.31	0.71	0.83	0.57	0.22	0.91	0.94	0.95	0.82	0.60	0.28	0.18	0.31	0.58	0.78	0.85	0.50	0.15	0.05	0.06	0.18	0.17	0.18	0.41	0.85	0.18	-0.08	-0.42	-0.28	0.28
食品	0.76	0.79	1.03	0.99	1.17	0.87	0.99	1.02	0.88	0.49	0.76	0.87	0.80	0.89	0.66	0.72	0.46	0.56	0.28	0.28	0.21	0.34	0.03	0.16	0.06	0.11	0.29	0.60	0.48	1.48	0.31	0.21
能源（右轴）	-2.11	-2.02	-4.56	7.21	3.90	-0.79	11.23	5.47	0.90	0.88	0.45	3.73	1.19	1.89	1.63	0.87	0.68	-1.19	0.86	4.89	2.79	3.71	-0.14	-0.22	1.23	0.90	2.18	0.86	-1.83	-20.21	-4.77	-1.68
商品	-0.28	-0.78	-0.54	2.06	1.32	-0.20	3.11	1.28	0.71	0.99	1.19	1.39	0.81	0.88	0.72	1.70	1.25	1.88	1.05	0.72	0.69	0.71	-0.09	0.01	0.48	0.77	0.58	0.26	-0.11	-1.57	-0.52	-0.06
核心商品	0.02	0.46	0.23	0.78	0.69	0.18	-0.42	0.44	1.00	1.19	0.88	1.04	0.81	0.88	0.48	1.04	1.82	2.01	0.16	-0.13	0.06	0.04	0.02	0.00	0.60	1.08	0.88	0.07	-0.18	-0.64	-0.18	0.18
核心服务	-0.12	0.49	0.80	0.79	0.18	0.06	-0.92	0.46	1.17	1.61	1.44	1.																				

整体而言，PCE 通胀率与 CPI 通胀率走势基本一致，前者的水平值和波动性都更低。这可以从两者的编制与计算方法上得到解释（McCully et al.,2007）。一方面，PCE 价格指数的覆盖面更广，因为个人支出总额占美国 GDP 的近 70%。它衡量的是所有消费项目的价格变化，而不仅仅是消费者自掏腰包购买的项目；另一方面，覆盖面的不同直接导致了权重的差异，并且，PCE 权重的调整更加频繁。例如，保健服务在 PCE 和 CPI 中的权重为分别为 22%和 9%，因为前者包含了消费者自掏腰包支付的保险费、免赔额和共同支付额，以及雇主提供的保险、医疗保险和医疗补助支出，后者只包含了消费者的直接开支。再比如住房，其在 PCE 中的权重仅为 23%，而在 CPI 中的权重为 42%。这意味着，保健服务价格的上涨对 PCE 价格指数的影响远大于对 CPI 指数，而住房对 CPI 的影响更大。PCE 价格指数包含了商品价格变化引起的替代效应，能够更准确的刻画消费者真实生活成本的变化。

货币政策属于总量政策，影响的是总需求。美联储不太会因为物价的波动性和单一行业（或商品）价格的大幅上涨而改变政策立场。所以，美联储更关注核心价格指数，它从整体（headline）价格指数中剔除了波动性较高的食品和能源。核心价格指数的波动性显著低于整体价格指数（图 12，左图）。但是，核心价格指数仍然会受到食品和能源以外的单一行业商品或服务价格的间接影响。如何更好地区分价格的波动和趋势、结构性上涨和普遍性上涨就成为货币政策当局关心的话题。

为此，克利夫兰联储编制了 CPI 和 PCE 的中位数（median）通胀率和 16%截尾平均（trimmed-mean）通胀率。达拉斯联储也编制了一个截尾平均通胀指标，排除了 PCE 价格指数中涨幅最低的 24%和最高的 31%的科目（55%截尾平均通胀），在剩余的 45%的科目中进行加权平均。相较于核心价格指数而言，中位数和截尾平均通胀率的波动性更低，其中，最低的为达拉斯联储的截尾平均 PCE 通胀率——用其代替泰勒规则中的通胀率而得到的修正的泰勒规则能够更好的拟合政策利率的走势（Koenig, 2019）。此外，还可以计算不同价格涨幅的商品数量的占比，以考察通胀的结构（图 1，右图）。

图 1：如何观察通胀的趋势和结构？



数据：美联储，CEIC，东方证券财富研究

大流行冲击初期，整体与核心价格涨幅均出现了不同程度的下行。整体价格涨幅下降更大，整体CPI和PCE通胀分别在4月和5月达到0.41%和0.1%的低位——2020年1月的读数分别为2.5%和1.9%，主要原因是原油价格从2020年初的65美元/桶降到了4月底的20美元，后因OPEC与俄罗斯达成减产协议（约全球产量的10%）而企稳。直到2020年底，通胀率都显著低于疫情前。但从2021年1季度开始，在低基数、宽松政策支持下的复工复产和疫情冲击下的供给约束（供应链和劳动）等多重因素共同作用下，美国物价开始加速上行。

截止到2021年6月底，价格指数的同比涨幅由高到低排名依次为：CPI（5.4%）、核心CPI（4.5%）、PCE（4%）、核心PCE（3.5%）、16%截尾平均CPI（2.9%）、CPI中值（2.2%）、PCE中值（2.2%）、55%截尾平均PCE（2.0%）。整体物价的大幅上行和趋势指标的相对稳定说明通胀尚不具备广泛的基础。从结构上看，价格涨幅大于10%、5%和3%的科目数占比分别为11.6%、32.6%和45.0%。在两次石油危机期间，1973年12月的数值分别为12.6%、48.0%和74.8%，1978年11月的数值分别为11.2%、71.7%和92.1%。三个时点涨幅大于10%的科目数占比非常接近，但2021年6月涨价大于3%和5%的科目占比明显偏低。结构指标与趋势指标的结论相一致。

在2021年4月的例会声明中，鲍威尔首次提出“临时通胀假说”，称通胀的攀升是由临时性因素（transitory factors）引起的。在2021年7月的《货币政策报告》中，美联储详细描述了通胀的形势，解释了原因，回应了市场对于通胀的两种看法：（1）在不改变货币政策的情况下，随着经济回归常态，通胀压力会自行消退；（2）通胀压力是持久的，将迫使美联储不得不转变政策立场。当时的通胀压力应该是美联储预期内的。在专栏中，美联储主要从通胀预期的角度论证了“临时通胀假说”。因为多个维度的中长期通胀预期指标均显示，2%的通胀目标仍被锚定。FOMC直到2021年11月例会（期间共有5次例会）决定启动Taper时才放弃这一假说。

从后视镜中来看，至少在2021年2-3季度，“临时通胀假说”是有一定可信度的，只是经过3季度的短暂修正后，通胀的趋势和结构进一步恶化，致使美联储不得不加快正常化的步伐。截止到2022年7月，虽然核心PCE和核心CPI在2022年3月出现了阶段性顶部，但CPI中值和两个截尾平均通胀指标还在创新高。“临时通胀假说”成了鲍威尔的一个污点。

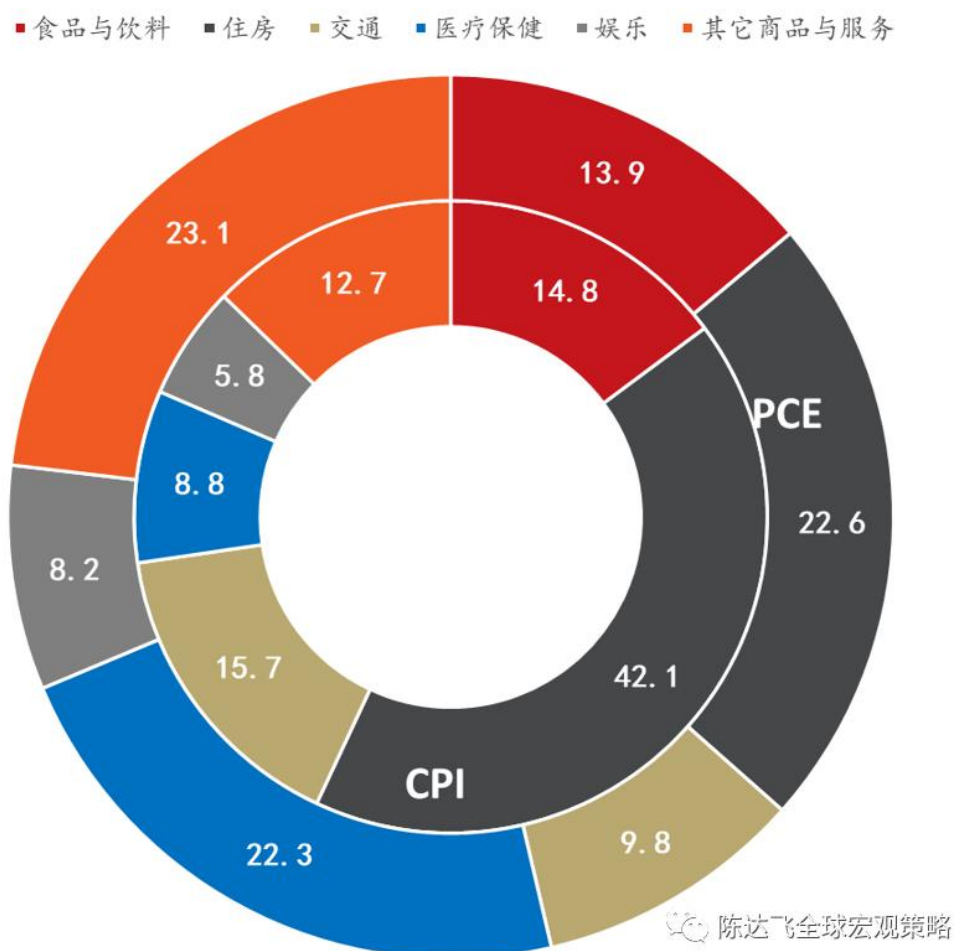
通胀的临时性与持久性之辨

只有清楚地了解哪些商品或服务在涨价及其原因之后，才能更准确的判断未来的价格走势。一个常见的分析思路是打开价格指数的“黑箱”，拆分细分商品或服务在总体价格指数变化中贡献，重点分析权重较高的或贡献较大的科目的价格变化的原因。如果涨价的原因是季节性的，或者是外生冲击驱动的，通胀就可能是临时的。由于持久通胀往往是临时通胀的“接力”，也不应忽视潜在的涨价因素。

在CPI的篮子中（图2），商品与服务一级分项的权重约为39%和61%，相比上世纪90年代初而言，商品下降了5个百分点，服务增加了5个百分点。在8个行业分类中，权重排名前三的分别为：住房（42.1%）、交通（15.7%）和食品饮料（14.8%），合计占比约四分之三。在PCE篮子当中，住房

(22.6%) 和医疗保健 (22.3%) 是权重最大的两个单一项目，前者较 CPI 低 19.5 个百分点，后者较 CPI 高 13.5 个百分点。

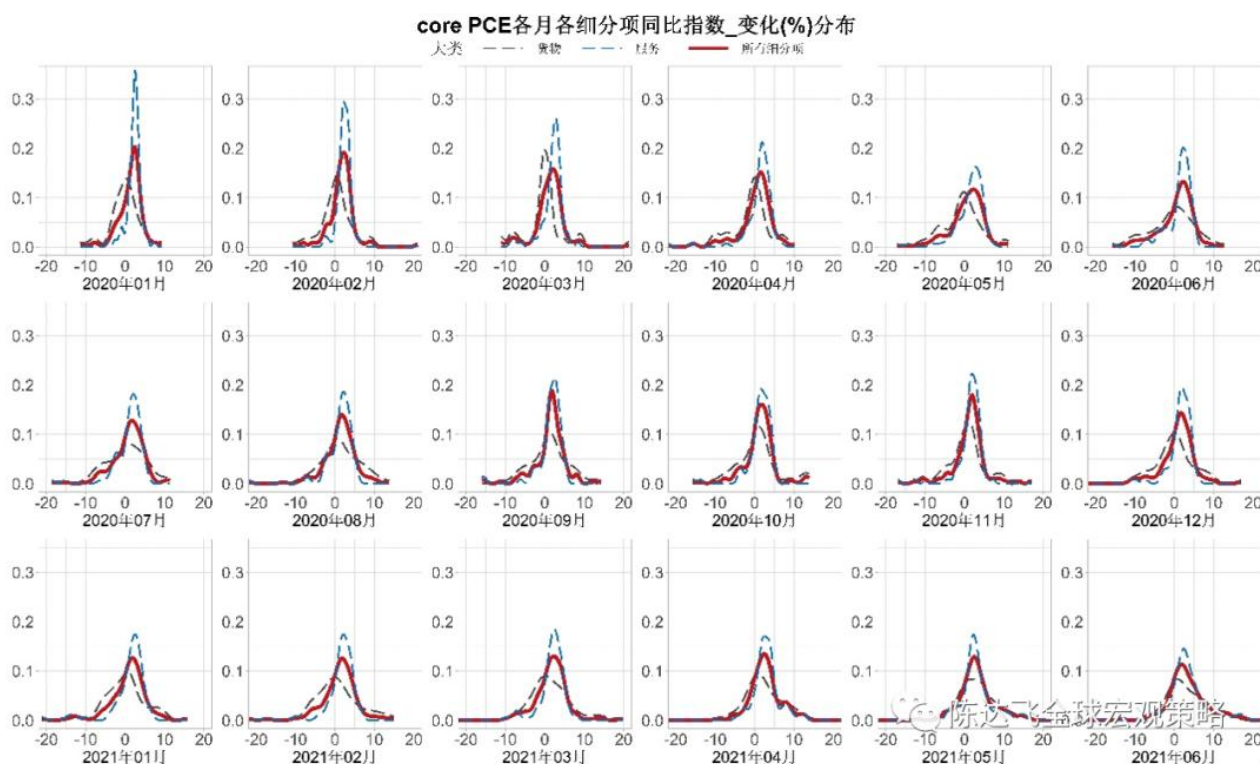
图 2：美国 PCE 和 CPI 价格指数的权重



数据来源：CEIC, 东方证券财富研究

可先从物价涨幅的分布中整体把握新冠疫情对物价的影响（图 3）。以核心 PCE 篮子中的 121 个细分项目为例。从 2020 年 3 月到 2021 年 6 月，物价涨幅的分布经历了从正态到左偏，再回归到正态的变迁。期末的峰度低于期初，左右两侧都呈现出肥尾特征，表明存在涨跌幅都较大的科目，而且随着时间的推移，右侧的肥尾特征更明显。商品和服务项目的分布存在一定的差异，服务的尖峰和左偏特征更加明显。这符合大流行冲击的特殊性。因为大量服务业要求密切接触，受到的冲击也更显著。在商品中，耐用品和非耐用品也有差异，前者从疫情前持续 25 年的负增长（平均-1.9%）转变为正增长，2021 年 6 月同比增速达到了 7.2%。这与复苏早期不断扩张的耐用品消费可相互验证——耐用品消费对服务消费形成了替代。

图 3：大流行期间 PCE 物价的分布（2020.01-2021.06）

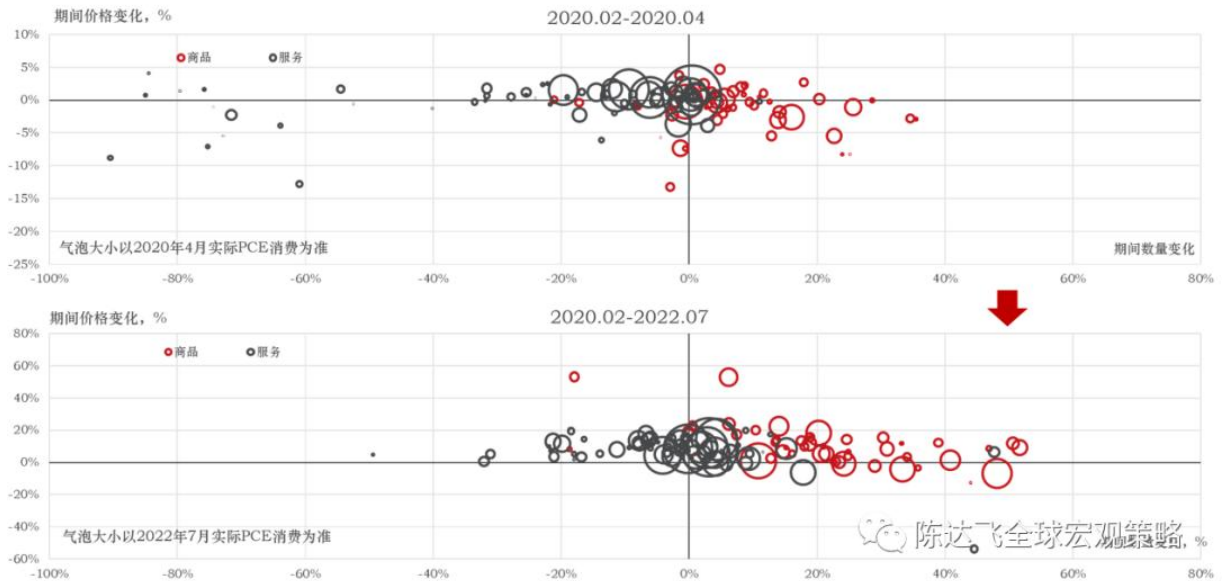


数据来源：BEA，CEIC，东方证券财富研究

整体 PCE 通胀的第一波上涨主要源自商品。基数效应是一个重要解释，因为物价同比涨幅较大的商品与 2020 年 3-5 月下跌的商品类似，主要是能源和交通运输业（比如新车和二手车）。2021 年 5 月，核心商品 PCE 同比涨幅达到了 8.58%，能源和交通运输业物价同比上涨了 28%和 20%，约贡献了当期通胀的 1/3——从 2020 年 3 月到当年年底，能源和交通运输业物价指数的涨幅均为负。商品 PCE 和核心商品 PCE 同比增长的高点分别出现在 2022 年 1 月和 2 月，读数分别为 11.5 和 15.3%。至 2022 年 7 月，已经分别降到了 5.6%和 10.8%。比较而言，服务业 PCE 的上行趋势较缓，且主导了核心 PCE 的走势。

逻辑上，如果物价的涨跌主要是由疫情冲击导致的，那也将随着疫情的消退和复工复产的推进而回归常态。旧金山联储经济学家夏皮罗（Shapiro）从数量与价格两个维度区分了新冠敏感型（COVID-sensitive）和非新冠敏感型（COVID-insensitive）科目——如果某商品或服务的价格或数量从 2020 年 2 月到 4 月发生了显著的变化，则是新冠敏感型的，反之则是非新冠敏感的（Shapiro, 2020a; 2020b）。如图 4（上图）所示，数量降幅较大的科目基本上属于服务业，其中，降幅 80%到 100%之间的有娱乐、旅行、酒店、赌场、餐饮和航空运输等。航空运输和酒店的价格也大幅下降，分别达到了 23%和 13%。商品方面，数量降幅分布在 40%-60%之间的项目包括：汽车、珠宝、手表、服装和鞋类，其中，二手车价格下降了 13%，其它项目价格降幅均在 10%以内。

图 4：新冠疫情对消费行为的影响——基于对 PCE 项目量价的分解



数据来源：BEA，CEIC，东方证券财富研究

在核心 PCE 中，新冠敏感型科目的权重达到了三分之二，是大流行期间价格变化的主要来源。疫情前，新冠敏感型科目在核心 PCE 通胀中贡献了约 0.8-1 个百分点，2020 年 4 月骤降到 0.3%。由于基期效应，2021 年 2 季度的贡献陡增至 2.6%，相当于同期 PCE 通胀中的四分之三。在新冠敏感型科目中，保健服务与二手车（汽车与卡车）对通胀的贡献最大，但原因不尽相同。

在疫情之前的 5 年中，保健服务在核心 PCE 通胀中的贡献约等于 0.2 个百分点。疫情扩张了保健服务需求，叠加与流行病相关的医疗保险支付立法变化（Shapiro，2020a），使其贡献在 2021 年 1 季度增加到了 0.6 个百分点。然而，紧急救济措施是暂时的，取消后将成为价格上涨的拖累因素。实际上，PCE 医疗保健服务的价格增速在 2021 年 3 月就进入下降通道。

与疫情相关的社交隔离措施降低了公共交通需求，提升了二手车需求。又由于芯片的短缺限制了供给，新车供求缺口的扩大使二手车对通胀的贡献从疫情之前的-0.1%提高到了 2021 年初的 0.5%。IHS 生产商调研数据显示，芯片短缺状况将在 2021 年 3 季度之后有所缓解（但直到 2022 年初或仍将处于供不应求的状态）。

2021 年 2-3 季度，在商品价格涨幅持续回落的带动下，美国通胀压力有所放缓。后疫情时代的临时通胀是否是中长期持续通胀的前奏，未来通胀是否还会从美国扩散到其他国家（或地区）？这些问题在当时都是未知的。在世界主要经济体中，只有美国核心 CPI 通胀超过了 4%，排在第二的是英国（3.1%），中国核心 CPI 通胀和欧元区调和通胀仍低于 2%，日本还挣扎在通货紧缩的边缘。

美联储仍信心满满地强调通胀的临时性。在当时的一篇评论文章中，笔者也认同“临时通胀假说”的可信性，但强调这一“临时性”是建立在历史归因和局部分析基础之上的，并未考虑到未来潜在的涨价因

素。2021年下半年，随着疫苗的接种和服务业的重启，曾经拖累通胀的服务业转而成为通胀的驱动力，如航空和住宿等。病毒还在持续变异，必将拉长服务业复苏的周期。核心CPI通胀的高点出现在2022年2月，主要是因为核心商品通胀出现拐点（12.4%）后大幅下行。然而，受俄乌冲突和西方国家对俄制裁的影响，能源价格在2022年继续上涨，拐点直到6月才出现。食品和服务业（核心与非核心）通胀率直到8月还未出现拐点。前者是外生的，主要受自然环境、季节性和俄乌冲突的影响，后者则主要取决于美国国内的工资涨幅。短期内，美国劳动力市场仍将维持供不应求的状况，工资上涨具有一定的刚性，会对服务价格形成支撑。“工资-物价螺旋”的演绎是未来通胀走势的关键。

截止到2022年7月底（图4，下图），大多数商品和服务科目的价格均已经回到疫情之前，与2020年2月相比还存在负价格缺口的商品有：信息处理设备（-6.68%）、视频和音频设备（-4.2%）、摩托车（-3.4%）；服务有：电信（-6.3%）和保险（-1.2%）等。除汽车（新车和二手车）等少数商品外，商品消费量已基本超过了疫情之前的水平。但仍有大量服务消费存在数量缺口，如摄影（-49.4%）、娱乐活动门票（-32.1%）、露营（-31.1%）等。虽然PCE当中的商品（整体与核心）价格同比涨幅仍高于服务（整体与核心），但前者已经在2022年初出现了拐点（分别为2022年1月和2月）。至2022年底，PCE商品价格同比涨幅或下降至与PCE服务价格同比涨幅相等的水平。服务消费仍在恢复的路上，其在名义PCE支出中的比重超过65%，是近期、也将是未来一段时间内美国通胀的主要驱动因素。

后疫情时代持久通胀的形成并不是一蹴而就，在不同阶段往往有不同的驱动因素。由于疫情冲击的广泛性和非对称性，通胀也存在普遍性和前后相继的特征。与疫情前（2020年1月）相比（图5，左上），CPI商品比CPI服务价格指数跌幅更大，最大跌幅分别为-2.5%和-0.2%。在商品中，非耐用品价格较耐用品价格回落幅度更大，最大跌幅分别为-3.8%和-0.2%，其中，能源价格最大跌幅达到了18%。物价指数的谷底基本出现在2020年5月。从2020年6月到2021年6月，价格反弹幅度的排名与下跌幅度排名基本匹配——能源领涨，商品大于服务，耐用品大于非耐用品。至2021年初，上述CPI大类价格均已回到疫情前。

所以，始于2021年2季度的第一波通胀包含了显著的基数效应，叠加超预期的经济复苏弹性，确实具有较强的临时性特征。但美联储低估了供应链约束的持久性和消费需求的韧性，也高估了劳动供给的弹性。到2022年8月，除能源、非耐用商品和商品价格的高点已经出现，食品、耐用商品、核心商品、核心服务、服务、核心CPI和CPI还在创新高。7月以来，能源和非耐用商品价格的下降带动商品整体价格下行，CPI涨势趋缓。但食品和服务业价格指数及同比涨幅（图16，右上）的拐点都还没有未出现。服务价格的粘性更强，或成为通胀“接力”的“最后一棒”。它主要取决于工资和劳动力市场条件。较为乐观的是，CPI及其分项的6个月或3个月环比的高点均已经出现。供求关系是决定价格的终极力量。从价格中也能读到供求关系的变化。时至2022年9月，对通胀的前景可以适当乐观一些了。

图 5：通胀接力——食品、耐用商品和服务价格还在创新高



数据：CEIC，东方证券财富研究

在通胀接力的过程中，货币发挥着“穿针引线”的作用。美国在疫情期间实施的极度宽松的货币与财政政策大幅提高了居民可支配收入和储蓄率，持续支撑着内需，也是美国较其它西方经济体通胀率更高的主要原因（Jordà et al., 2022）。2022年初来，财政支出的收缩开始对GDP增速形成拖累。美联储非常规政策的正常化已经开始对利率敏感性部门的需求形成压制。但是，一方面，通胀的结构仍是供给主导；另一方面，本次美联储启动正常化的进程落后于宏观经济形势，加息对总需求的影响又存在一定的滞后性，长端实际利率转正明显滞后于加息周期。所以，美联储只能“快进式”加息。在前瞻指引中，美

联储明确只有看到“数个月低通胀数据”才确信通胀正在向 2%的政策目标收敛。笔者认为，为了锚定中长期通胀预期，在服务价格和工资上涨的拐点出现之前，美联储都不会轻易释放“鸽派”信号。

（内容来源：陈达飞全球宏观策略）

工业互联网给银行业小微金融发展带来的机遇与挑战

刘晓曙 中国资产管理人论坛 理事

朱连磊 青岛银行 博士后研究员

摘要：工业互联网能够有效连接分散化的中小微企业，并助力中小微企业提质降本增效和数字化转型升级，不断推动企业生产方式和经营方式的变革。面对工业互联网带来的经济新形势，银行业应充分发挥资源优势、调整业务结构、完善服务体系，推动小微金融业务发展，积极应对工业互联网带来的机遇与挑战。工业互联网作为新一代信息技术与工业经济深度融合形成的新型经济业态和应用模式，以数据为生产要素，以数字化、网络化、智能化为发展方向，能够有效连接分散化的中小微企业，并助力中小微企业提质降本增效和数字化转型升级，不断推动企业生产方式和经营方式的变革，为经济增长注入新动能。面对工业互联网带来的经济新形势，银行业的金融服务模式需要做出相应调整以适应新发展阶段。当前，银行业正面临大型金融科技公司业务竞争和监管日趋严格的双重压力，作为服务中小微企业高质量发展的主力军，应充分发挥资源优势、调整业务结构、完善服务体系，推动小微金融业务发展，积极应对工业互联网带来的机遇与挑战。

一、工业互联网给银行业小微金融发展带来的机遇

工业互联网赋能产业链转型升级，围绕产业链的转型升级部署创新链，从而推动产业链和创新链融合。在此过程中，将催生大量的工业基础数据，这些数据经过加工处理后将转变为对金融机构有用的信息。以工业互联网产生的信息流为引领，银行业资金流的决策和控制将更加有据可依。信息流与资金流的统一整合，将有助于银行业为中小微企业提供更优质的金融服务，促进形成互利共赢、共同发展的利益共同体，为银行业小微金融带来发展机遇。

一是增加拓客渠道，降低获客成本。稳定的客户群体是银行业可持续经营的基础。现阶段，银行业大多仍凭借传统的网点和营销团队获客，但由于其网点数量和覆盖范围有限，获客能力难以与大型金融科技竞争。随着金融科技公司不断创新客户服务模式，银行业的传统获客渠道受到极大的冲击，获客能力的短板日益凸显。银行业普遍存在获客渠道单一、获客效率低、获客成本高等问题，拓宽获客渠道、提高获客效率成为银行业小微信贷业务稳健发展的首要任务。工业互联网作为企业之间的连接器和企业发展的助推器，在沟通企业与金融机构方面具有显著的优势，可发挥信息通道的作用，搭建平台汇

集大量企业，为银行挖掘潜在客户。通过工业互联网平台获客，不仅可以突破时间和空间的限制，有效拓展客户数量，还可以利用工业互联网的网络效应和边际成本递减的特性，大幅降低获客边际成本。

二是打通信息壁垒，防范潜在的信用风险。受制于企业尤其是中小微企业与银行间的信息不对称，银行往往因无法准确评估企业的信用水平而拒绝放贷。信息不对称是导致中小微企业难以获取信贷的障碍，也是导致中小微企业融资难题的根源之一。此前，由于银行缺乏有效可靠的信息获取手段，致使信息壁垒长期存在。工业互联网可以连接人、机器等各类工业要素，加速海量数据汇集，为打通信贷双方信息壁垒提供了契机。银行利用工业互联网平台所汇集的企业生产运营、研发设计、运营管理等数据，结合税务、工商等公共数据，挖掘数据价值，助力打通信息壁垒。利用工业互联网，一方面，可以更加清晰地认识中小微企业的生命周期，完成对企业生存状态的尽职调查，建立企业异常经营的风险预警机制，提高对贷款信用风险的把控能力；另一方面，可以缓解尽职调查、授信审查管理成本过高的问题，进而降低中小微企业融资成本。

三是推动小微金融服务模式转变，降低运营成本。自互联网金融兴起以来，快捷、便利、客户体验优异的互联网金融服务模式和价值共创模式赢得了消费者的青睐，推动着银行业零售业务服务模式的改变。但银行业小微金融服务模式仍有调整空间。由于工业互联网的应用场景差异化极大、碎片化特征明显，导致其发展低于预期；因此，工业互联网的发展需要新的价值共创模式来推动，需吸引客户、企业、金融机构等参与者共同参与其价值创造过程。银行融入工业互联网的价值共创体系，将大幅拓展其客群数量，扩展其业务范围；但想要融入价值共创体系，还需改变银行产品主导价值创造的逻辑，转变小微金融服务模式，以适应产业经济数字化发展的需要。工业互联网为银行业推动小微金融服务模式转变提供了契机，有助于银行业构建自身核心竞争力。银行业搭建数字化服务体系，不仅可以增强服务能力、提高服务效率，而且可以提升人均效能、降低运营成本。

二、工业互联网背景下银行业小微金融发展面临的挑战

相比于传统小微金融发展模式，工业互联网助力下，虽然银行业小微金融在拓展获客渠道、缓解信息不对称、防范信贷风险及降低运营和获客成本等方面均可有很大程度的提高，但银行业在服务中小微企业方面仍面临一些挑战。

一是数据与科技赋能下小微金融发展方式尚需摸索。工业互联网的重要作用在于增加了银行可获取的数据量，而银行面临的挑战在于如何挖掘工业互联网提供数据的价值，摸索出一条数据与科技赋能下的小微金融业务发展路径。在银行的资产结构中，国企、基建、房地产、地方政府融资平台等占有相当的比重。这些资产要么信用等级高或抵质押物价值高，要么有政府隐性担保，业务风险较低。然而，小微金融业务完全不同于上述业务，存在抵质押物价值少、信用等级低、违约率高等问题，对业务发展方式和信贷风险管理有着完全不同的要求。低风险业务的路径依赖使得银行业缺乏发展小微金融业务的方法和能力。发展小微金融是一项系统性工程，需要新的发展理念引领，配套制度、科技、人员等各个方面的建设，明确小微金融的发展思路，规划清晰的发展路径，建立小微金融业务体制机制，提升金融科技在小微金融业务中的应用。这将对银行业的一项系统性挑战。

二是小微金融数字化服务模式尚需探索。工业互联网作为促进小微企业数字化转型的关键支撑和重要推动力，在产业端可提供真实可靠的产业数据，在银行端连接便捷优质的金融资源，成为连接产业和金融之间的纽带。要想将金融服务嵌入到工业互联网发展中，银行业需要探索建立相适应的小微金融数字化金融服务模式。数字化金融服务模式可反映在两个方面，一是创新小微金融信贷产品，二是利用金融科技手段优化业务流程。一方面，针对小微金融业务金额小、频度高、周期性短的特征，需探索大数据增信模式和数据决策机制，建立配套的小微金融产品体系，提高信用贷款比例。这意味着银行业的授信审批机制、风险管理、产品创新、业务流程等都将面临调整压力。另一方面，多数银行业务流程仍集中于线下形式，业务线上化、数字化转型滞后，客户体验有待提升。因此，银行业需提高对业务数字化转型的认知度，通过金融科技手段不断优化业务流程、提高服务效率。这将对银行，尤其是科技水平薄弱的中小银行带来一定的挑战。

三是小微金融信贷文化尚需建立。工业互联网带来了小微金融业务发展的机遇，但能否把握住这个机遇考验着银行的风险识别能力、风险评价能力、风险管理能力等。在当前银行的信贷文化中，由于缺乏对第一还款来源的把控力，往往过分依赖第二还款来源，而中小微企业的现金流不确定性较大，且抵质押和保证等手段也不适用，第一、第二还款来源均不能达到银行信贷风险管理的要求，所以多属于银行的长尾客户，不能享受银行的信贷支持。这反映出银行在小微金融业务的风险识别、风险评价、风险管理等方面存在一些短板，亟需建立全新的小微金融信贷文化，加速转变风险识别、风险评价、风险管理等思路。培育小微金融信贷文化，有助于统一思想、凝聚力量，促使发展小微金融成为授信审批、业务拓展、风险管理、科技支撑等部门的共识，针对性地提升小微金融业务的信贷风险管理能力，持久性地推进业务发展。如何建立小微金融信贷文化，成为银行小微金融可持续发展的核心问题。

四是小微金融客户管理水平尚需提升。随着工业互联网的发展，可获取的中小微企业信息量剧增，批量化地获取中小微企业客户成为可能。如何管理好更多的客户及利用信息实现精准服务成为银行业客户管理领域的难题。多数银行受限于科技实力，客户管理系统无法满足业务需求，例如，部分客户信息仍需要手工统计。客户信息统计不完整以及大数据技术运用缺乏，使得银行业在客户分析、客户维护、客户服务等方面存在较多短板和不足。例如，多数中小银行普遍未建立中小微企业的分层管理体系，未根据企业生命周期对中小微企业进行分层分类，即分成初创期、成长期、成熟期及衰退期，未能细分客群主要特征和金融需求，也未能设计并形成相对标准的产品体系和服务策略。只有建立精细化的客户管理体系，才能满足不同客户的需求、提高客户忠诚度、拓展客户价值。客户管理的最终目标是吸引新增客户、留住存量客户并充分发掘现有客户价值。提升客户管理水平是银行业的一项长期任务。

三、银行业小微金融发展的对策

第一，提升小微金融战略定位，探索小微金融发展模式。一是深化小微金融发展战略，优化业务结构。在金融脱媒和息差收窄的背景下，银行业应加速重构业务结构，加快调整客户结构，推动客户结构下沉；同时，整合现有资源，挖掘新兴业务渠道，为下沉市场客户提供符合其需求的金融产品和服务。二是发挥工业互联网平台产业链供应链核心节点的作用，探索小微金融业务发展模式。发挥机制灵活的

优势，推进与工业互联网平台企业的合作，按照一平台一方案的原则，挖掘企业需求痛点，完善产业金融布局，改善产业内外部金融生态环境，提升产业金融服务能力，探索产融协同有序、风险清晰可控的小微金融业务发展模式。三是完善场景化金融服务，延伸小微金融服务边界。围绕工业互联网应用场景，构建场景金融生态，有机结合金融服务与生产生活，融合金融服务与非金融服务，借助金融科技拓展小微金融服务范围，提升小微金融服务的便捷化和智能化水平，加强场景数据获取和分析能力，实现信息流的动态监控和现金流的可视可控，打造风险可控的场景金融生态圈。

第二，坚定走数字化发展之路，打造小微金融服务特色。一是循序渐进推进数字化进程，提升数字化服务水平和能力。利用工业互联网赋能经济转型升级的机遇期，以工业互联网相关的线上化新业务为突破口，加快丰富线上产品和服务功能，循序渐进地引入数字技术，逐步提升金融科技应用和数字化水平，加强小微金融业务的数据支撑作用，逐步降低运营成本。二是践行以客户为中心的服务理念，搭建小微数字化、定制化服务体系。注重金融服务中的客户参与，发掘客户尚未得到满足的关键需求，加强线上线下协同配合，并借助大数据分析技术及时发现服务中的薄弱环节，不断优化服务流程，提升客户体验，重构客户关系，使小微金融服务趋向定制化和互动化。三是探索小微业务数字增信模式，打造小微金融服务特色。加强与工业互联网平台的合作，发掘平台积累的企业数据，并积极对接工商、税务、海关等公共部门数据，整合企业的分散数据信息，搭建以银行为核心的大数据体系，构建基于大数据分析的中小微企业风险评估模型，探索数据增信模式，减少对抵质押物的过度依赖，提高信用贷款比例。

第三，构筑小微金融信贷文化，转变小微金融风险管理思路。一是培育小微金融信贷文化，健全小微金融长效发展机制。优化小微金融业务管理机制，注重培育员工小微金融信贷文化，强化风险意识，培养专业化的小微金融客户经理团队，建立科学的小微业务信贷考核导向，健全小微金融的激励约束机制，完善小微业务发展的长效机制，促进内部资源向小微金融业务倾斜。二是创新小微业务信贷产品和服务模式，转变风险管理思路。依托工业互联网平台，提升数据信息获取和分析能力，发挥信息流的引领作用，以信息流带动形成资金流的闭环，增加小微金融业务现金流的把控力度，用好地方政府贷款风险补偿专项资金及中国人民银行支小再贷款等政策，适度分散信用风险。三是构建数据资产价值评估模型，创新数据资产抵质押业务。在数据确权 and 确保数据真实性的前提下，建立客户数据管理系统，用于收集、存储和分析工业互联网汇集的企业经营过程产生的所有信息和数据，并以此为基础构建科学的数据价值分析和评估模型，促使数据完成从资源到资产的转变，进而探索数据资产作为抵质押物的授信审批机制。

第四，提升客户管理水平，提供小微金融综合服务。一是构建小微金融客户分层分类管理体系，强化客户管理。发挥区域资源优势，借力工业互联网平台数据、政务数据等拓展本地客群，建立小微客户风险识别评价标准，利用行业、区域、供应链、企业生命周期、公共数据等数据，细分区域小微目标客户群，为中小微企业精准画像，建立优质小微客户名单。二是以小微客户需求为导向，提供一体化、全生命周期的小微金融综合服务。强调为中小微企业提供连贯、长期的服务，透过工业互联网深入了解企业生产经营、财务状况等，结合行业发展前景、区域经济发展情况，提供结算、现金管理、资产托管、

结构融资等服务，满足企业全生命周期的金融需求，培养高黏性的企业客户群。三是搭建小微金融的配套投行服务体系，加强与风险投资基金、产业基金等机构的合作。小微金融应以商业可持续的原则，大力发展投行业务，加强投贷联动，并与产业基金等第三方合作，满足客户的直接融资、权益融资等资金需求，配套财务顾问、并购、债券、咨询等服务，丰富金融解决方案，培育潜在优质客户。

(内容来源：《国际金融》2022年第7期)

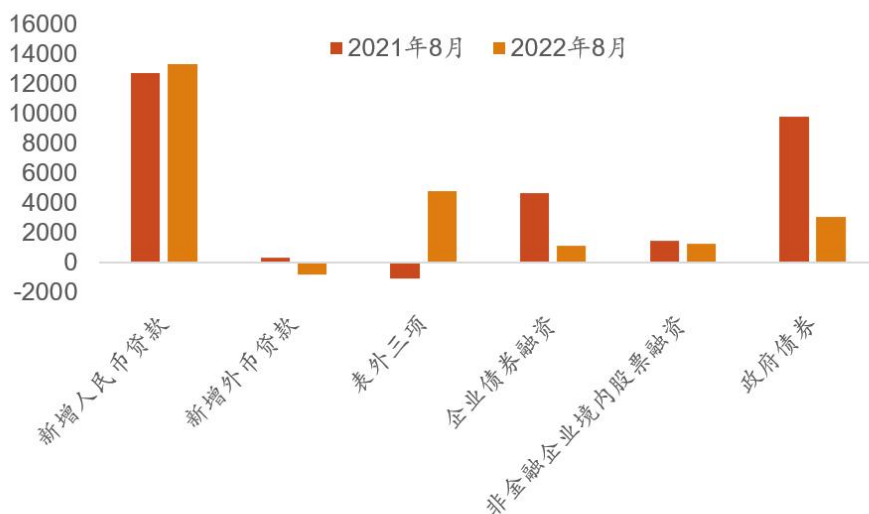
基建对金融数据的支撑越来越强

李奇霖 中国资产管理人论坛 理事 红塔证券研究所所长

杨欣 红塔证券研究所

2022年8月末社会融资规模存量为337.21万亿元，同比增长10.5%，增速较上月下滑0.2个百分点。当月增量为2.43万亿元，比上年同期少5571亿元。其中，政府债券融资和企业债券融资是最大的拖累项，8月同比分别少增6693和3501亿元。非标融资是最大的支撑项，合计同比多增5826亿元。其中委托贷款同比多增1578亿元；信托贷款同比少减890亿元；未贴现的银行承兑汇票同比多增3358亿元。信贷规模也回升了，社融口径下对实体经济发放的人民币贷款增加1.33万亿元，同比多增631亿元。货币供应方面，8月末，广义货币(M2)同比增长12.2%，增速分别比上月末和上年同期高0.2个和4个百分点；狭义货币(M1)同比增长6.1%，增速比上月末低0.6个百分点，比上年同期高1.9个百分点。下面我们就来对数据进行具体分析。

图 1. 社融数据一览 (亿元)



资料来源: wind, 红塔证券

从总量来看，社融存量同比增速较上月（10.7%）下滑0.2个百分点至10.5%，当月增量为2.43万亿元，比上年同期少5571亿元。

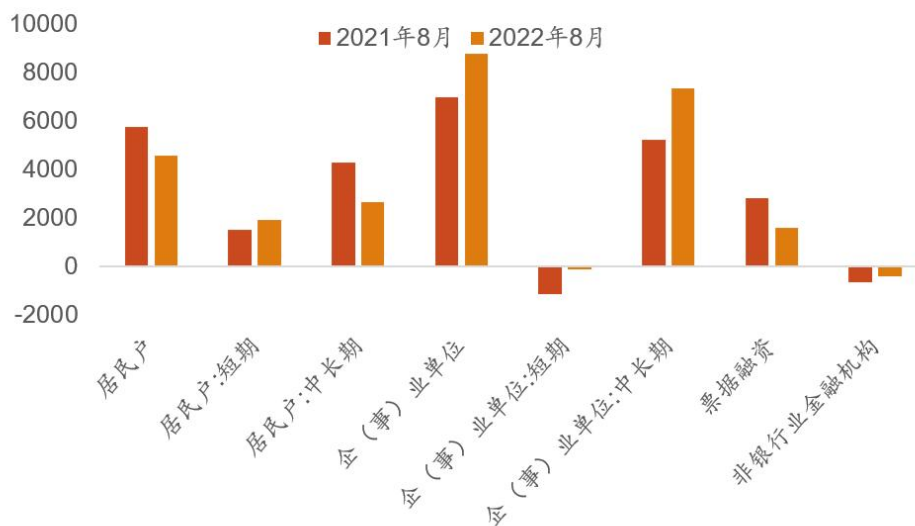
最大的拖累项是政府债券，当月新增3045亿元，同比少增6693亿元。今年政府专项债发行已经接近尾声，新增的5000亿元地方专项债结存限额尚未发行，而去年专项债发行后置，三季度正是发行高峰期，基数走高，所以同比来看新增量就大幅减少，拖累8月的政府债融资规模。第二大拖累项是企业债券，8月增量为1148亿元，同比少增3501亿元。当前货币环境宽松而企业债券融资偏少主要是因为隐性债务治理压力下城投一级发债受到了较大的约束，虽然环比增长了414亿元，但同比增量依旧为负，

成为社融的拖累项。**第三大拖累项是外币贷款**，8月减少826亿元，同比多减1173亿元，主要是因为美元升值加速导致外币借贷成本增加，所以市场主体借外币的动力下降。

社融的支撑项则来源于人民币信贷和非标融资。

先来看信贷的情况，信贷口径下8月新增人民币贷款1.25万亿元，同比多增390亿元。信贷总量的回升主要来自于供给端的推动：财政扩张带动的基建投资相关贷款需求和消费刺激政策带来的贷款需求。

图 2. 当月人民币贷款结构（亿元）



资料来源：wind，红塔证券

表内票据属于信贷，常被银行拿来冲量以完成信贷投放目标。8月票据利率呈现了先降后升的走势，从票据利率出现转折的时间点来看，信贷改善的一个重要影响因素可能是稳增长对信贷的支撑作用在增强。在中央强调稳增长以后，银行纷纷开始加码信贷投放对接项目，票据融资需求随之减少，8月票据融资新增1591亿元，较上月和去年同期分别减少了1545和1222亿元。

图 3. 无三农的国股票据转贴利率 (%)



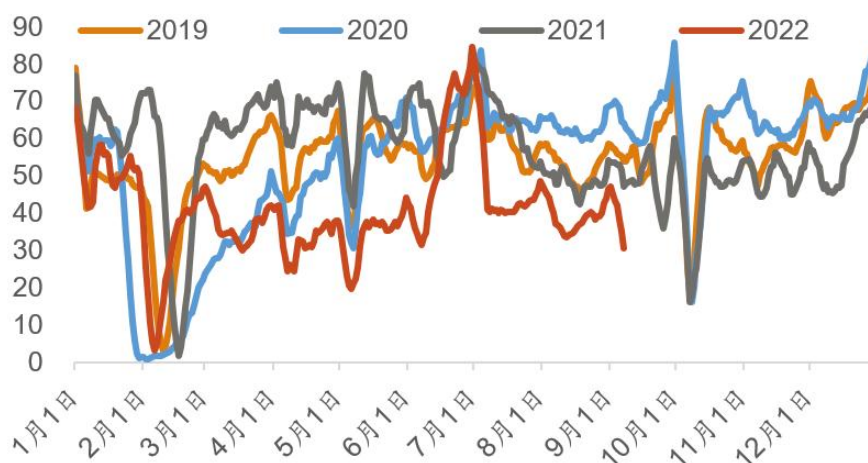
资料来源: wind, 红塔证券

分部门看，企业新增贷款 8750 亿元，其中，短期贷款减少 121 亿元，同比多增 1028 亿元；中长期贷款增加 7353 亿元，同比多增 2138 亿元。可以看到支撑企业信贷的主要是中长期信贷，我们认为这可能与基建投资扩张、信贷可配套的基建项目增多有关。今年以来基建相关的财政扩张政策的力度一直较强，在第一批专项债基本发行完毕的背景下又迎来 3000 亿元的政策性开发金融工具。这笔资金用于补充包括新型基础设施在内的重大项目资本金或为专项债项目资本金搭桥，目前这批额度已经全部完成投放，支持重大项目超过 900 个。

从资金结构看，基建项目的资本金占有所有资金的 20%~30%，剩下的 70%~80%是投资款，大部分来源于银行贷款。当资本金未达到一定条件时，基建企业无法向银行申请贷款，项目也就无法开工。所以资本金是项目得以继续融资的基础条件。这笔 3000 亿元的可以用作资本金的政策性金融工具能够有效推动更多项目达到商业银行融资门槛，进而拉动更多社会资本参与以及盘活部分沉淀的专项债，对扩投资、稳增长的意义十分重大。住户贷款增加 4580 亿元，同比少增 1175 亿元。其中，短期贷款增加 1922 亿元，同比增加 426 亿元；中长期贷款增加 2658 亿元，同比少增 1601 亿元。短期贷款回升可能是因为在政策刺激下，居民购车的意愿度上升，通过汽车贷或者刷信用卡等方式推动了短期融资规模增加。

据乘联会初步统计，2022 年 8 月国内乘用车市场零售销量 187.9 万辆，同比增长 29%，环比 7 月份增长 3%。中长期贷款同比增量依旧为负。一是反映出按揭贷款利率相比于居民理财收益率仍高，叠加不确定预期下超额储蓄的需求，提前还贷的购房者居多。二是反映出居民的购房意愿仍较低，居民资产负债表和预期受损，导致大部分城市的房价目前尚未企稳回升，而且房企信用风险还未消除，居民更多还是选择先持币观望。8 月以来 30 大中城市商品房销售面积依旧不乐观。

图 4.30 大中城市商品房成交面积（万平方米）



资料来源：wind，红塔证券

再来看一下非标融资情况。8月新增未贴现银行汇票 3485 亿元，同比多增 3358 亿元；新增信托贷款-472 亿元，同比少减 890 亿元；新增委托贷款 1755 亿元，同比多增 1578 亿元。非标融资增多一方面是因为在 3 年过渡期以及半年多来的资管新规执行下，此前的不合规业务基本已经被压降完毕，资管行业已经轻装上阵，积极发展新业务。另一方面则可能是受到各地公积金贷款政策放松的影响。调研了解到，在多地放松公积金贷款政策后，地产为促销允许业主用公积金付房款，部分居民将商业房贷转为公积金贷款，增加了委托贷款的规模。

今年以来，信贷的增长主要是靠基建大项目配套融资的带动作用，实体内生的融资需求仍然偏弱。8 月末，广义货币(M2)同比增长 12.2%，增速比上月末提高了 0.2 个百分点，但狭义货币(M1)同比增长 6.1%，增速比上月末还低了 0.6 个百分点。M2 增速高增可能与前期减税降费规模较大且基建带动信用派生加速相关，但 M2 和 M1 增速差进一步走阔，可见资金活化的程度低，企业找不到好的投资方向，不愿意购买原材料、补库存和扩大规模，选择通过定期存款增厚投资收益。我们认为未来实体的融资需求可能还是要靠基建项目来带动。目前第二批 3000 亿元额度的可用作补充项目资本金的政策性金融工具有待下发，5000 亿元的专项债限额要在 10 月底前发行完毕，财政资金的持续到位可以有效推动基建项目的进展。同时，随着高温限电等对施工的干扰减弱、以及政策压力下各地政府及金融机构集中力量推动稳增长，基建项目进程会得到快速推动，进而撬动更多社会融资。

当然，政策也在全方位发力，其他方面对融资需求的拖累也会减少。比如不少城市在积极推动房企复工复产以实现保交楼的目标，房企开工回款后会带动融资增加。再比如国常会提出对部分事业单位、新型基础设施和中小微企业等新增设备购置与更新的贷款，以及加大对服务业信贷支持，这些举措都有助于推动实体融资需求进一步回升。

(内容来源：奇霖宏观)

历次危机与美元紧缩下，新兴货币贬值中的强势货币分析

董忠云 中国资产管理人论坛 理事 中航证券 首席经济学家

符旸 中航证券研究所 首席宏观分析师

摘要

本文比较历史上四次美元升值或危机阶段中新兴市场货币表现，找出各阶段中表现强势的货币并分析其强势的原因：

美联储货币政策收缩推动的美元升值（2021年6月至2022年9月16日）这一阶段，多数新兴市场货币兑美元贬值，体现了美元流动性收紧，资本流出的影响。其中，俄罗斯卢布、墨西哥比索与巴西雷亚尔表现强势，2021年6月1日以来兑美元贬值幅度很小或升值，且今年以来兑美元均为升值。2022年2月俄乌冲突爆发后，俄罗斯面临欧美方面的严厉制裁，俄罗斯卢布迅速出现大幅贬值。但3月开始，俄罗斯开启卢布保卫战，通过一系列措施令卢布扭转颓势，开始持续升值。墨西哥比索的强势与经济回暖、较大幅度加息、受益于高油价等因素有关。巴西雷亚尔的强势主要源于其大幅加息和较好的贸易顺差。

Taper 恐慌及 2014 年 7 月开始的美元走强阶段（2013 年 5 月 23 日至 2016 年 12 月 31 日）这一阶段，除港币外，主要新兴市场货币均兑美元贬值，贬值幅度受各自经济体内经济、通胀、利率等多重因素的影响。港币采取兑美元的联系汇率制度，美元与港币的利差可以反映香港市场上的流动性状况，其与港币汇率表现高度相关。期间 LIBOR-HIBOR 持续处于较低水平，反映香港流动性较为充裕，并未出现资金的大幅流出。

金融危机爆发后的新兴市场货币贬值（2008 年 3 月 1 日至 2009 年 2 月 28 日）这一阶段，除人民币和港币外，其余新兴市场货币均出现不同程度的贬值。人民币在金融危机期间的升值是 2005 年人民币汇改后人民币持续升值过程的延续。同时，我国启动了“四万亿”刺激计划，令经济迅速恢复高增长，也对人民币也形成了显著支撑。港币能在这一阶段实现小幅升值，主要源于 2008 年 9 月开始的一轮大幅升值，当时美联储已经实施开始大规模宽松措施，LIBOR-HIBOR 利差出现持续性的收窄甚至倒挂，推动港币汇率走强。同时，历史上看，港币走强往往伴随着资金流入中国内地，因此港币汇率的强势也与国际资金相对看好我国经济发展形势相关。

97 年亚洲金融危机爆发后的新兴市场货币贬值（1997 年 7 月 2 日至 1998 年 12 月 31 日）亚洲金融危机的影响并未止步于亚洲，也波及了世界其他国家和地区，这一阶段，除亚洲新兴市场外，俄罗斯、南非、巴西等新兴市场货币也出现贬值。这期间表现强势的货币有人民币、港币和阿根廷比索。人民币方面，1997 年亚洲金融危机爆发后，中国政府出于支持香港特区政府应对外部冲击和承担地区大国责任的目的，宣布人民币不贬值，同时通过扩张性财政政策大幅度增加基础设施投资，有效扩大内需，成功

应对了亚洲金融危机的冲击。港币在亚洲金融危机期间遭受到了来自海外投机者的猛烈攻击。1998年8月下旬，香港特区政府决定对国际炒家予以反击，开启香港金融保卫战，动用外汇储备支撑港元汇率，最终维系了港币汇率和香港金融市场的稳定。这背后也离不开内地的大力支持，人民币承诺不贬值以及内地庞大的外汇储备规模为香港打赢金融保卫战提供了坚实的底气。阿根廷从1991后开始实行比索与美元1:1的固定汇率制，在亚洲金融危机期间，因并未处在危机中心，阿根廷比索继续维持固定汇率。本文比较历史上四次美元升值或危机阶段中新兴市场货币表现，找出各阶段中表现强势的货币并分析其强势的原因。

图1 历史上四次美元升值或危机阶段



资料来源：Wind，中航证券研究所

一、美联储货币政策收缩推动的美元升值（2021年6月至2022年9月16日）

本轮美元升值周期始于2021年6月，一直持续至今。本轮美元升值主要在于美国就业市场恢复较好，同时通胀大幅抬升，倒逼美联储货币政策快速收紧。2021年6月，当时美国CPI同比已经明显高于美联储政策目标（2021年4月美国CPI同比为4.2%，5月为5.0%），市场对美联储宽松货币政策转向的预期开始升温。在2021年6月的议息会议上，美联储大幅上修了2021年经济增长及通胀预期，并上调了2022年加息的概率，进一步推升市场对美联储将开始逐步收紧政策的预期。此后，2021年11月，美联储正式启动Taper，2022年3月美联储完成Taper并开始加息，6月开始启动缩表，美元流动性持续收缩。统计2021年6月1日以来和今年以来的主要新兴市场货币表现，可以看到多数新兴市场货币兑美元贬值，体现了美元流动性收紧，资本流出的影响。其中，俄罗斯卢布、墨西哥比索与巴西雷亚尔表现强势，2021年6月1日以来兑美元贬值幅度很小或升值，且今年以来兑美元均为升值。

表1 截止 2022 年 9 月 16 日的新兴市场货币累计贬值幅度（负值表示货币升值，下同）

	今年以来	2021 年 6 月 1 日以来
美元兑土耳其里拉	36.90%	114.70%
美元兑斯里兰卡卢比	80.05%	84.74%
美元兑巴基斯坦卢比	35.51%	55.49%
美元兑阿根廷比索	39.72%	51.50%
美元兑南非兰特	10.84%	28.60%
美元兑韩元	16.38%	24.98%
美元兑菲律宾比索	12.32%	20.32%
美元兑泰铢	11.19%	18.31%
美元兑新台币	12.94%	13.47%
美元兑马来西亚林吉特	8.85%	9.90%
美元兑印度卢比	6.94%	9.84%
美元兑人民币	9.90%	9.68%
美元兑新加坡元	4.35%	6.52%
美元兑印度尼西亚卢比	5.30%	5.03%
美元兑越南盾	3.50%	2.58%
美元兑港币	0.67%	1.14%
美元兑巴西雷亚尔	-5.62%	0.76%
美元兑墨西哥比索	-2.18%	0.60%
美元兑俄罗斯卢布	-19.69%	-18.60%

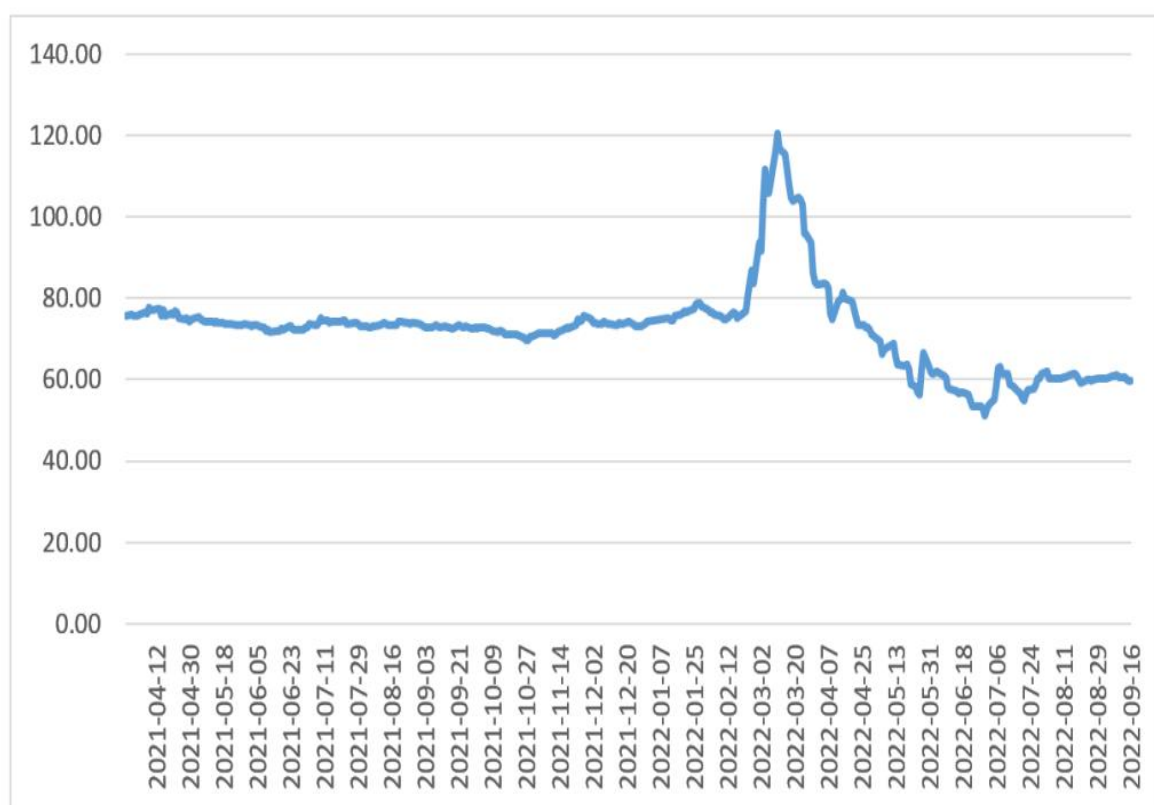
资料来源：Wind，中航证券研究所

俄罗斯方面，2022 年 2 月俄乌冲突爆发后，俄罗斯面临欧美方面的严厉制裁，俄罗斯卢布迅速出现大幅贬值。但 3 月开始，俄罗斯开启卢布保卫战，通过一系列措施令卢布扭转颓势，开始持续升值。首先，俄罗斯推出了多项支撑卢布汇率的资本管制措施，包括：强制俄罗斯出口企业把外汇收入的 80% 进行结汇；禁止民众携带逾一万美元等值外汇现金出境；俄罗斯居民每人每月汇款至海外金额不得超过 5000 美元等。其次，俄罗斯央行还大幅提高利率水平。在卢布兑美元汇率暴跌超 21% 的 2 月 28 日，俄

央行直接加息 1050 个基点，将基准利率从 9.5% 翻倍上调至 20%，创下二十年新高，在阻止卢布暴跌的同时，防止大规模银行挤兑的发生。第三，西方国家对俄罗斯能源出口的限制措施推高了能源价格，但

并不能减少能源需求，这反而扩大了俄罗斯的能源出口收入。同时，俄罗斯颁布“卢布结算令”，对于不友好国家，俄罗斯要求用卢布结算天然气和石油，这也增加了国际市场上对卢布的需求量。

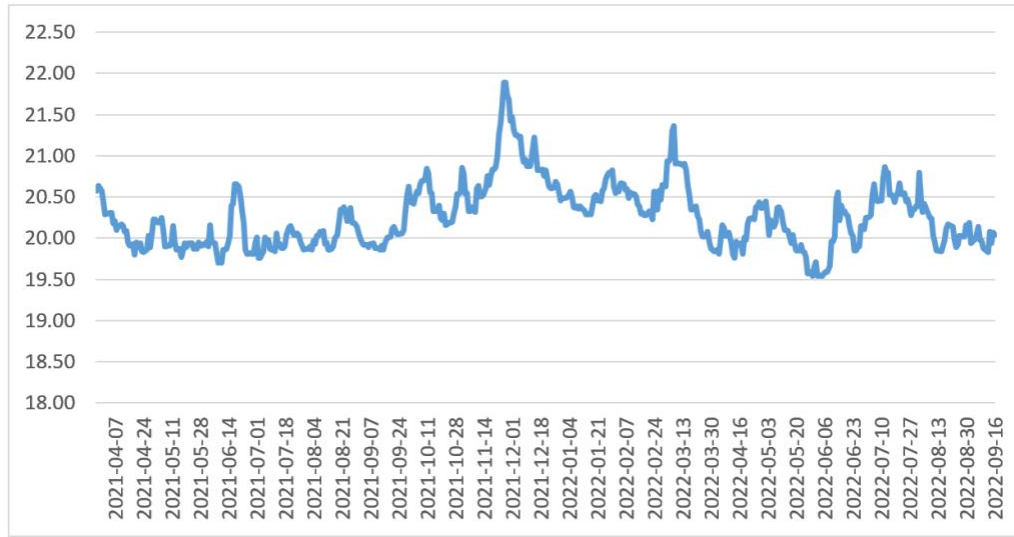
图2 美元兑俄罗斯卢布



资料来源：Wind，中航证券研究所

2021 年 6 月以来，墨西哥比索和巴西雷亚尔兑美元基本维持了宽幅震荡走势，且今年以来均有小幅升值。墨西哥经济自 2021 年开始出现回暖迹象，墨西哥央行 2021 年 6 月至今已加息 450BP，加息幅度在新兴市场中处于较高水平。同时，墨西哥是产油国，受益于高油价。上述因素对墨西哥比索形成支撑。巴西雷亚尔的强势表现一方面源于其国内利率的快速抬升，2021 年 6 月至今，巴西基准利率已经上调了 1025BP，在新兴市场中加息幅度居前；另一方面，巴西近两年的贸易顺差处于历史较高水平，助力汇率维持稳定。

图3 美元兑墨西哥比索



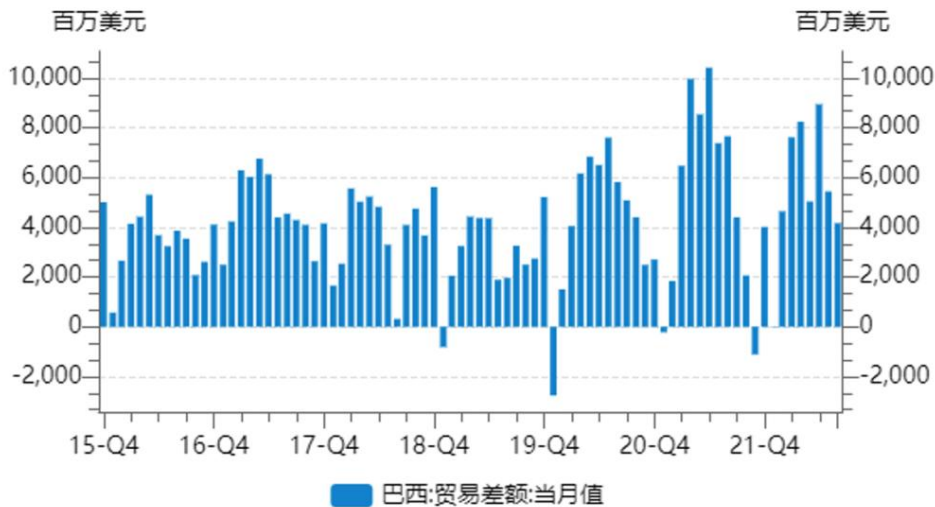
资料来源：Wind，中航证券研究所

图4 美元兑巴西雷亚尔



资料来源：Wind，中航证券研究所

图5 巴西贸易顺差维持较高水平



资料来源：Wind，中航证券研究所

二、Taper 恐慌及 2014 年 7 月开始的美元走强阶段（2013 年 5 月 23 日至 2016 年 12 月 31 日）

此轮美元指数走强是从 2014 年 7 月开始的，但更早之前，在 2013 年 5 月 23 日，时任美联储主席伯南克在国会听证会上“突然”表示将缩减购债规模，从而引发 Taper 恐慌开始，新兴市场货币就在资本外流的压力下开始了贬值。随后，由于美国经济稳步复苏，而欧洲经济出现下滑，美元指数从 2014 年 7 月初的 80，一路上行至 2015 年 3 月 13 日的 100.15，8 个多月的时间，美元指数涨幅高达 25%。此后美元指数一直维持在高位运行，直到 2016 年年底见顶（最高 103.3）。这一阶段的美元走强，进一步引发了新兴经济体的货币贬值压力。统计 2013 年 5 月 23 日至 2016 年 12 月 31 日期间，主要新兴市场的货币表现。结果显示，除港币外，主要新兴市场货币均兑美元贬值，贬值幅度受各自经济体内经济、通胀、利率等多重因素的影响。

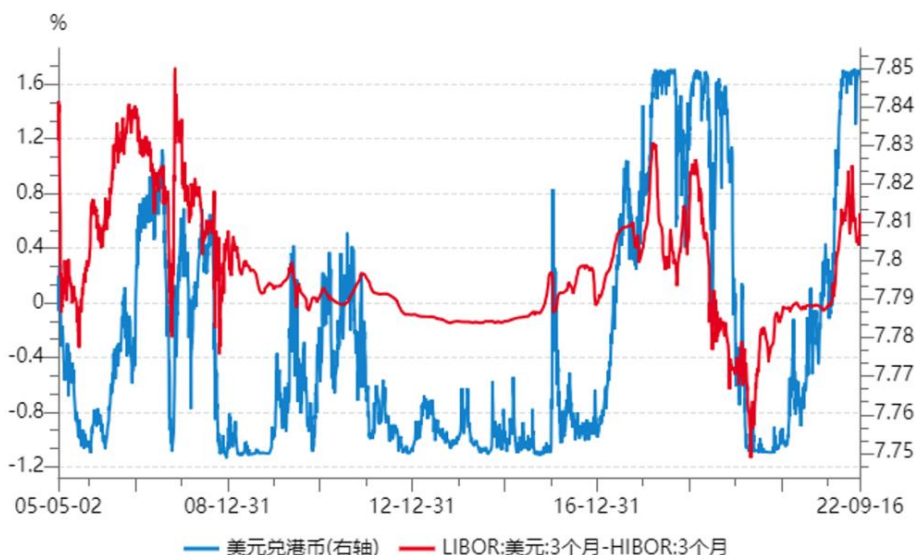
表2 新兴市场货币贬值幅度比较（2013 年 5 月 23 日至 2016 年 12 月 31 日）

	贬值幅度
美元兑阿根廷比索	202.38%
美元兑俄罗斯卢布	94.56%
美元兑土耳其里拉	91.25%
美元兑墨西哥比索	66.75%
美元兑巴西雷亚尔	59.03%
美元兑马来西亚林吉特	48.47%
美元兑南非兰特	44.33%
美元兑印度尼西亚卢比	38.23%
美元兑印度卢比	22.64%
美元兑菲律宾比索	20.39%
美元兑泰铢	20.15%
美元兑斯里兰卡卢比	17.44%
美元兑新加坡元	14.54%
美元兑人民币	13.27%
美元兑越南盾	9.25%
美元兑新台币	8.50%
美元兑韩元	8.24%
美元兑巴基斯坦卢比	5.89%
美元兑港币	-0.08%

资料来源：Wind，中航证券研究所

港币采取兑美元的联系汇率制度，香港金管局规定了港元的强弱方兑换保证水平，当港币汇率触及到 7.75 和 7.85 两个边界水平时，可以触发兑换保证，金管局此时需通过卖出、买入港币维持汇率稳定。美元与港币的利差（用“伦敦美元同业拆息利率 LIBOR-香港港币同业拆息利率 HIBOR”表示）可以反映香港市场上的流动性状况，其与港币汇率表现高度相关。可以看到，2013 年 5 月 23 日至 2016 年 12 月 31 日期间，美元兑港币大部分时间处于接近 7.75 的强保水平，主要源于期间 LIBOR-HIBOR 持续处于较低水平，反映香港流动性较为充裕，并未出现资金的大幅流出。

图6 港币汇率与港美利差



资料来源：Wind，中航证券研究所

三、08年金融危机爆发后的新兴市场货币贬值（2008年3月1日至2009年2月28日）

08年金融危机在2007年就已经出现危机征兆，2008年3月，贝尔斯登因流动性不足和资产损失被摩根大通收购，2008年7月中旬，美国房地产抵押贷款巨头房地美和房利美报出巨额亏损，9月15日，雷曼兄弟申请破产，金融危机全面爆发。此后，随着美国财政和美联储对金融系统全力施救，金融危机在2009年3月之后逐渐平息。结合美元指数与新兴市场货币走势，我们统计了2008年3月1日至2009年2月28日的各新兴经济体货币表现。结果显示，除人民币和港币外，其余新兴市场货币均出现不同程度的贬值。

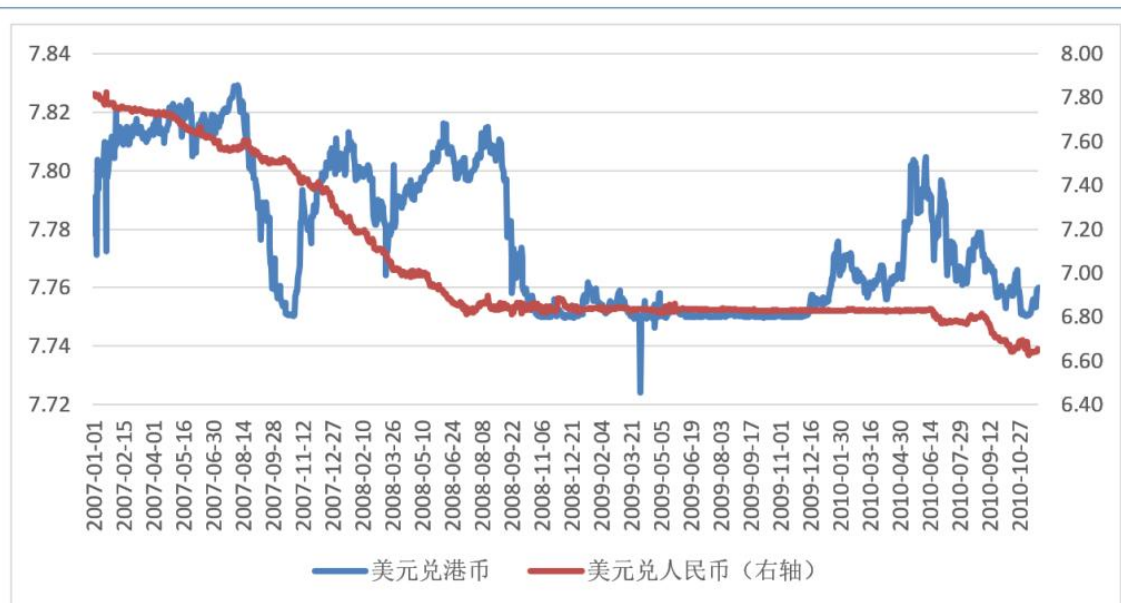
表3 新兴市场货币贬值幅度比较（2008年3月1日至2009年2月28日）

	贬值幅度
美元兑韩元	63.10%
美元兑俄罗斯卢布	48.12%
美元兑墨西哥比索	42.49%
美元兑土耳其里拉	41.73%
美元兑巴西雷亚尔	37.88%
美元兑印度尼西亚卢比	33.30%
美元兑南非兰特	30.65%
美元兑印度卢比	27.50%
美元兑巴基斯坦卢比	27.08%
美元兑泰铢	21.35%
美元兑菲律宾比索	20.70%
美元兑马来西亚林吉特	15.82%
美元兑新台币	13.20%
美元兑阿根廷比索	12.84%
美元兑新加坡元	11.12%
美元兑越南盾	9.65%
美元兑斯里兰卡卢比	5.92%
美元兑港币	-0.33%
美元兑人民币	-3.81%

资料来源：Wind，中航证券研究所

人民币在金融危机期间的升值是 2005 年人民币汇改后人民币持续升值过程的延续。2005 年 7 月 21 日，中国人民银行宣布我国放弃盯住美元的固定汇率制，开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。此后人民币升值的过程一直持续到 2008 年年中。2008 年，为应对全球金融危机的影响，我国适当收窄了人民币波动幅度，人民币汇率形成机制改革一度暂缓。同时，我国启动了“四万亿”刺激计划，令经济迅速恢复高增长，且为全球增长提供了重要动力，中国资产的整体回报率远高于同期其他国家，对人民币也形成了显著支撑。2008 年年中开始，人民币汇率开始稳定在 6.8 附近窄幅波动，直到 2010 年 6 月 19 日，中国人民银行宣布结束金融危机以来一直实施的实际上钉住美元的汇率制，重新启动人民币汇率形成机制改革，调升了人民币兑美元汇率的波动幅度，人民币才再次回到了升值过程。港币能在这一阶段实现小幅升值，主要源于 2008 年 9 月开始的一轮大幅升值，两个月时间内美元对港币汇率就从 7.8 附近跌至 7.75 的强方兑换保证水平。从利差的角度看，当时美联储已经实施开始大规模宽松措施，LIBOR-HIBOR 利差出现持续性的收窄甚至倒挂，推动港币汇率走强。同时，历史上看，港币走强往往伴随着资金流入中国内地，因此港币汇率的强势也与国际资金相对看好我国经济发展形势相关，当年“四万亿”计划的推出确实令我国在全球主要经济体中率先走出了金融危机的冲击。

图7 港币与人民币汇率走势



资料来源：Wind，中航证券研究所

四、97年亚洲金融危机爆发后的新兴市场货币贬值（1997年7月2日至1998年12月31日）

亚洲金融危机以 1997 年 7 月 2 日，泰国宣布放弃固定汇率制，转而实行浮动汇率制为开端，基本到 1998 年底结束。统计 1997 年 7 月 2 日至 1998 年 12 月 31 日期间的主要新兴市场货币表现，结果显示，亚洲金融危机的影响并未止步于亚洲，也波及了世界其他国家和地区，除亚洲新兴市场外，俄罗斯、南非、巴西等新兴市场货币也出现贬值。这期间表现强势的货币有人民币、港币和阿根廷比索。

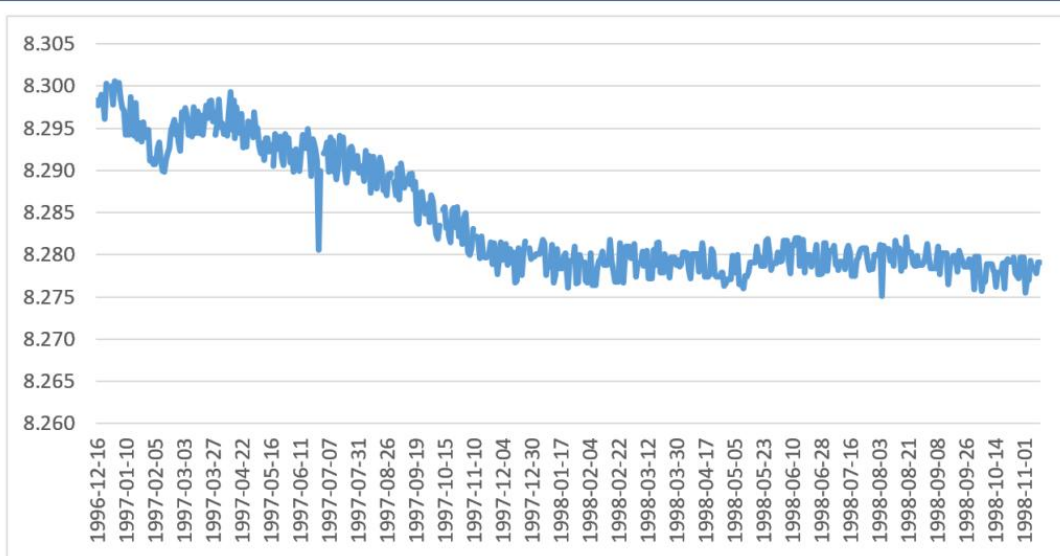
表4 新兴市场货币贬值幅度比较 (1997年7月2日至1998年12月31日)

	贬值幅度
美元兑俄罗斯卢布	256.62%
美元兑印度尼西亚卢比	228.76%
美元兑土耳其里拉	111.53%
美元兑马来西亚林吉特	50.16%
美元兑菲律宾比索	47.25%
美元兑韩元	34.24%
美元兑南非兰特	29.90%
美元兑泰铢	25.54%
美元兑墨西哥比索	24.49%
美元兑巴基斯坦卢比	22.98%
美元兑越南盾	19.11%
美元兑印度卢比	18.87%
美元兑新台币	15.75%
美元兑新加坡元	15.35%
美元兑巴西雷亚尔	12.20%
美元兑斯里兰卡卢比	9.68%
美元兑阿根廷比索	0.00%
美元兑港币	-0.02%
美元兑人民币	-0.16%

资料来源: Wind, 中航证券研究所

人民币方面, 1997年亚洲金融危机爆发后, 外部需求迅速转弱, 人民币汇率承受巨大的贬值压力。但中国政府出于支持香港特区政府应对外部冲击和承担地区大国责任的目的, 宣布人民币不贬值(1998年我国汇率制度由有管理的浮动汇率制转为盯住美元的固定汇率制), 同时通过扩张性财政政策大幅度增加基础设施投资, 有效扩大内需, 成功应对了亚洲金融危机的冲击。

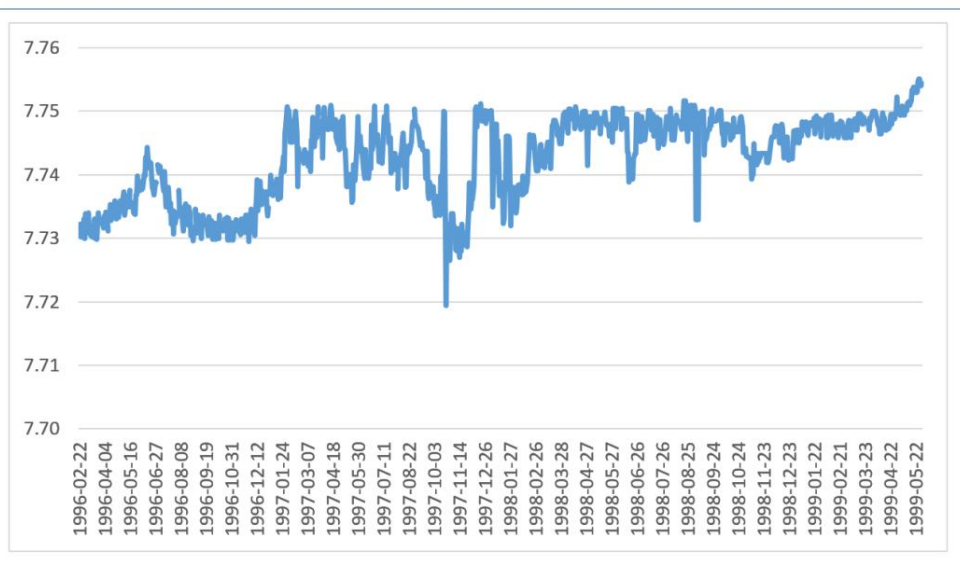
图8 美元兑人民币汇率



资料来源: Wind, 中航证券研究所

港币在亚洲金融危机期间遭受到了来自海外投机者的猛烈攻击——投机者利用港币的固定汇率机制和香港资本自由流通之便利，同时做空港币和港股并从中获利。1998年8月下旬，香港特区政府决定对国际炒家予以反击，开启香港金融保卫战，动用外汇储备支撑港元汇率，最终维系了港币汇率和香港金融市场的稳定。这背后也离不开内地的大力支持，时任国务院总理的朱镕基，在海外媒体面前公开表示，“只要特区政府向中央提出要求，我们将不惜一切代价维护香港的繁荣稳定，并且我们也将保护香港的联系汇率制度。”人民币承诺不贬值以及内地庞大的外汇储备规模（1998年8月时为1407亿美元）为香港打赢金融保卫战提供了坚实的底气。

图9 美元兑港币汇率



资料来源：Wind，中航证券研究所

阿根廷从1991后开始实行比索与美元1:1的固定汇率制，在亚洲金融危机期间，因并未处在危机中心，阿根廷比索继续维持固定汇率。但亚洲金融危机对阿根廷经济也产生了波及，1998年开始，阿根廷GDP增速快速下滑，1999年开始连续4年GDP同比负增长，外债规模快速攀升。最终，2001年底，巨额债务导致阿根廷爆发金融危机。2002年初，阿根廷政府宣布放弃固定汇率，阿根廷比索随即开启了快速贬值。

图10 美元兑阿根廷比索



资料来源：Wind，中航证券研究所

（内容来源：云观经济）