



上海金融与发展实验室
SHANGHAI INSTITUTE FOR FINANCE & DEVELOPMENT

内部资料 注意保存

金融与发展评论

2022年第6期 / 总第12期

2022年12月20日

目录

会议速递

首期长三角绿色金融沙龙——绿色债券创新与实践成功举办 1

专家视角

静待春来——学习中央经济工作会议精神（殷剑峰） 13

三种通胀格局——2022Q3 中国宏观金融（殷剑峰 张旻） 16

准财政发力，地方财政受限——2022Q3 地方区域财政（殷剑峰 王蒋姜） 32

摸着石头过河，抓住银行业数字化转型三个重点（曾刚） 41

特定养老储蓄产品吸引力在哪？（曾刚） 43

2022Q3 银行业运行（曾刚 王伟） 46

中国经济绿色转型路径、结构与治理（张平） 58

重构金融结构，缩小收入差距（王永钦） 73

美国金融危机救市的启示（周琼） 78

不一样的正常化（邵宇 陈达飞） 86

ESG 提升商业银行发展水平路径研究（刘晓曙 吴洋） 96

一轮来自理财的信用冲击（李奇霖） 104

前景愈发清晰，反弹愈发明确（董忠云 王茹丹 王玉茜） 108

首期长三角绿色金融沙龙——绿色债券创新与实践成功举办

二十大报告提出，要“完善支持绿色发展的财税、金融、投资、价格政策和标准体系，发展绿色低碳产业，健全资源环境要素市场化配置体系”。为贯彻落实二十大精神，推动长三角绿色金融的创新和发展，进一步加快跨省域、跨地区相互融合、相互促进、相辅相成的一体化绿色金融发展，提升上海国际绿色金融枢纽地位，在上海市地方金融监督管理局协调处、上海市发改委长三角处的指导下，上海金融与发展实验室发起举办长三角绿色金融系列沙龙。

2022年12月2日下午，在申港证券股份有限公司上海分公司的支持下，上海金融与发展实验室、联合赤道环境评价股份有限公司联合主办首期“长三角绿色金融沙龙”，沙龙主题是“绿色债券创新与实践”。盐城驻沪办、江苏商会、南通驻沪办、嘉兴驻沪办、民生证券、西部证券、洮利基金、维引资产、元亨祥集团、中国投资咨询等机构代表参会。

上海市地方金融监督管理局协调处处长冯旭光介绍了本市在推动绿色金融发展过程中所做的一些探索工作。一是做好顶层设计，将打造国际绿色金融枢纽作为国际金融中心建设的重要目标，目前已经初步形成以“两个文件、一部立法”为核心的绿色金融制度框架；二是在金融产品创新方面先行先试，如上海清算所支持发行的全国首批可持续发展挂钩债券、中证上海环交所推出的首批碳中和指数、宝钢股份在上交所成功发行全国首单低碳转型绿色公司债券、中央结算公司发布首批全国碳排放配额系列价格指数等；三是加强绿色金融宣传，通过解放日报连载报道“绿色金融在上海”，为期一个月连续宣传上海在推动绿色金融方面的行动和成效。同时，上海正在申建国家绿色金融改革创新试验区，未来将围绕发展绿色债券市场，建立上海绿色债券项目储备，支持在沪金融机构和企业发行碳中和债、绿色项目收益债等各类绿色债券，推动完善发债机制，降低发债成本，促进上海绿色债券市场发展。

上海金融与发展实验室主任曾刚、联合赤道环境评价有限公司贾纳婵分别就双碳目标下的绿色金融实践、绿色债券产品创新与评估认证实践发表了主旨演讲。申港证券股份有限公司投行债券部王钊民针对绿色债券承销与发行进行了详细介绍。

曾刚主任在活动总结中表示，上海金融与发展实验室将充分发挥上传政府部门政策解读与下达机构项目落地的链接作用，形成有机整体，推动绿色金融企业端、市场端服务于国际绿色金融枢纽建设。本系列沙龙在搭建绿色金融交流平台的同时，也将总结出可复制可推广的绿色金融领域优秀成果，助力长三角绿色金融取得更大的发展。

嘉宾主旨演讲实录。

发言实录：双碳目标下的绿色金融实践

曾刚 上海金融与发展实验室主任

非常感谢上海市地方金融监督管理局作为业务指导单位，对我们长期的支持和指导。借今天的机会，汇报一下我们在绿色金融方面的研究。

我个人在绿色金融方面做了非常长时间的跟踪和研究。在最近一波政策发布之前，很早我们就在做相关的研究和实践了，特别是在商业银行领域。最近，我们的研究内容也在不断更新和推进。特别是“双碳”目标提出后，绿色金融所涵盖的内容更加丰富，涵盖的范围有更多扩展，这当中也催生了对中介服务的更多需求。

在商业银行发展绿色金融方面，上海作为国际金融中心是具有优势的。上海已经是低碳发展的城市了，因为工业生产已经外移，自身减排的压力并不大，实现“碳达峰”相对比较容易。上海是作为金融中心支持高排放地区的减排。也就是说，减碳在产业端，发生在长三角的其他城市，但是金融服务的策源地在上海，上海是作为真正的绿色金融枢纽来发挥作用的。这作为整个上海未来发展的重点或者国际金融中心建设的一个新高地，有非常大的空间。因为，一方面，上海的金融发展拥有非常完整的体系；另一方面，长三角是中国制造业的重要基地，而制造业又是减排和绿色发展中的重要内容。目前，中国人民银行在全国开展的绿色金改试验区，比较有代表性的如湖州、衢州，都在长三角地区。以后，我们可以每年把长三角和其他地区的试验区聚集起来，召开关于绿色金融的峰会，或者长三角经济论坛。这对于通过绿色金融的辐射，让整个长三角的绿色金融试点做得更好会有很多的帮助，所以我们这个沙龙是一个好的开始。

一、绿色金融、转型金融和碳金融

1. 绿色金融

广义的绿色金融，是指与绿色发展相关的金融都叫绿色金融。从研究者的角度来看，二十大报告提出，整个经济社会要绿色发展，所有支持这些绿色发展的金融都应该叫绿色金融。狭义绿色金融是有严格标准的，有明确的绿色产业目录，是对纯绿色行业的支持。实际上，未来有发展潜力空间的不仅仅是在这个目录中，而是向外延伸的部分。从国家的角度来看，二十大规划了六个方面的主要任务，将绿色发展和高质量发展相并列。高质量发展指的是经济发展，那么绿色发展和经济发展就是并列的，这意味着绿色发展是一个非常广泛的概念，是关乎生产方式、发展理念、环境的。绿色发展所涉及的内容非常广泛，不仅包括绿色产业目录的内容，还涉及很多传统行业。

2. 转型金融

国家要实现“碳达峰”和“碳中和”，尤其是“碳达峰”，实际上要实现减排。这样一个经济体，每年的碳排放就规定这么多，那么实现减排的话，最有效的减排方法是什么呢？那就是把排放高的行业的排放降下来，但是又不能够简单地一关了之，要保证能源供给的同时减排。这是很重要的一个内容，但这却不是传统绿色金融的范式，因为传统的煤电行业属于高能耗行业，不在绿色发展行业的目录中，不是传统绿色金融支持的范畴。但是，从“双碳”的角度来看，恰恰是这些传统制造业的低碳减排过程，才是对中

国这样的发展中国家来讲是最重要的，是真正的绿色发展。比如，欧洲基本上已经是“碳达峰”，剩下的主要是什么时候实现“碳中和”而已。“碳达峰”意味着欧洲的能源市场都已经是绿色的，这也就是为什么欧洲对天然气那么依赖，因为煤炭已经不开采了，能源结构早已经转型了。但是我们国家的自然资源禀赋决定了，能源结构中60%以上还是煤炭等化石能源，不可能一下子就实现能源转型。我们有经济发展的需要，又要实现减排的目标，就需要推动传统行业的低碳转型，这就是转型金融。从广义的范畴来看，转型金融是绿色金融的一部分，但是现在的绿色金融涵盖范畴是不够的。关于转型金融，我认为应该成为上海发展广义绿色金融中的一个重要内容，并且有很大的发展空间，因为长三角是国家的制造业中心，全都是需要转型的行业。

浙江省衢州市是比较成功的案例。衢州是传统制造业集中的城市，过去的金改试验就是把低碳转型的要素怎么融入到传统行业的转型过程中。但是原来只是靠自己，并没有与其他金融中心城市，特别是像上海这样的城市实现对接。技术升级和产业转型需要资金，实践中可以与上海这样的金融中心城市去对接，将已实施的转型实践与金融之间形成交集，这样可以进一步地促进广义绿色金融的发展。

二十大报告指出要加快发展方式绿色转型，完善支持绿色发展的财税、金融、投资、价格政策和标准体系。绿色发展需要金融非常多的支持，未来上海可以在这个层面上做一个广义的支持绿色发展的金融中心，而不是狭义的绿色金融中心。因为仅仅狭义的绿色金融，从规模上看，满足绿色贷款的规模也就20万亿，债券可能1万多亿，与上海这么庞大的金融资产相比，规模就太小了。要把眼光放开，将上海建设成支持广义绿色发展的金融中心。绿色转型包涵转型的内容，是要推进污染防治、生态多样性的，是要“碳达峰”的，这些都可以构成未来上海金融发展的中心，支持绿色发展的金融内容是非常丰富的。

广义的绿色金融或者说支持绿色发展的金融的一个方向就是狭义的绿色金融，包括绿色债券、绿色信贷等，这些都是有相应的标准、相应的目录和相应的比较成熟的政策支持体系。在这个方向上，中国在全球范围内的发展也是领先的。但是从规模上看，狭义的绿色金融在我们现有金融体系当中占有的规模还是有限的。这也是为什么上海也在提绿色金融，但一直没有成为其发展中重要的一个点。狭义的绿色金融在金融体系中的占比一直难以提高，是因为狭义的绿色金融是指向特定的绿色产业的，而绿色金融的体量与绿色产业在GDP中的占比应该是相当的。绿色产业的占比本来就不高，也就百分之几的比重，意味着绿色金融的占比也不可能超过这个比值，绿色金融的占比差不多也就在7%、8%左右。

要成为发展的主流和重点，聚焦于狭义的绿色金融是不够的，要关注转型金融。当一个城市（长三角有很多这样的城市）原有的制造业发展到一定程度时，是需要向低碳的绿色发展转型，这一过程当中所需要的金融支持，实际上就属于广义绿色金融的范畴，也可以说是支持低碳转型的金融，所以转型金融是现在非常重要的一个话题。今年转型金融在债券市场上有试点，有挂钩的，也有“碳中和”的，未来发展空间是非常大的。转型金融要落到具体的项目，而上海缺乏这样的项目，需要和长三角其他城市的具体企业去挂钩。

3.碳金融

碳金融和转型金融是挂钩的。转型金融是要实现碳的减排，是要实现减排的指标。减排指标经过核证之后就是一个可以交易的碳配额。企业通过发行债券筹集资金用于实现减排，如果在上海环境能源交

易所认证之后可以进行交易，转型债券发行多了后就会有回报，一方面，会推高转型金融债券的收益率水平；另一方面，增加了环境交易所碳排放市场碳资产的来源，这有利于二者之间的互动。

上海的优势在于，一方面，周边有转型金融的需求，尤其是制造业的减排；另一方面，在上海要推进碳市场的发展，因此这两面的内容是可以协同发展的。需要注意绿色产业和碳金融之间是没有什么关系的，因为绿色产业本来就是低碳的，不存在任何排放的问题，也就不存在配额的问题。但转型金融和碳金融是挂钩的，因为转型金融是减排的过程，减排的指标可以产生出来，是可以认证的。转型金融和碳金融可以协同起来去推动的，可以一起来研究和探讨。从上海的角度看，绿色金融的发展，要从原来的绿色金融概念，逐渐扩展到转型金融，然后再与碳金融结合起来。这样看，整体规模和占市场的比重就非常大了，可以成为上海金融中心一个新的发展重点。

二、绿色金融的发展实践

狭义绿色金融有支持目录，明确指出了绿色产业当中的投向。但是不同的绿色融资工具现在的标准各不相同，绿色债券有证监会审核、交易所发行上市的绿色公司债，也有中国人民银行审核的绿色金融债，还有由银保监会监督的银行的绿色信贷。现在的标准还不完全统一，但是未来也许人民银行是要统一的。据统计，2021年银行绿色贷款的余额是15.9万亿，今年估计可到20万亿，同时绿色保险和绿色债券发展也很快，其中绿色债券现在是全球排名第二，绿色贷款全球排名第一。但是位于全球第一水平的20万亿绿色贷款，在上海的整个金融资产规模当中的占比还是很低的，而且也看不到还能有多快的发展，因为绿色贷款对应的是具体的产业，如果这些产业在GDP中的占比不能够提高的话，那么金融融资的规模也不太可能提高。所以目前绿色金融发展到这个水平，已经非常不错了，已经基本上和绿色产业在GDP当中的占比是相称的，而且有可能还略高一点。

在狭义绿色金融层面上，政策体系一定要完整，生态环境部、中国人民银行等都有一些监管评价的方法。特别是中国人民银行去年推出，基于激励相容机制，凸显精准直达的碳减排支持工具，以“先贷后借”为绿色信贷行业提供一个低成本的资金来源，这是未来中国人民银行在转型金融领域，可能会大量使用的方法。

绿色金融需要注意的，一个是融资期限可能会比较长，另一个是回报上不见得有特别好的回报率，需要融资成本更低一些。发债当然是一种方式，如果未来绿色债券投资的风险权重可以改变的话，发行绿色债券是完全可以讨论的。因为现在为了支持普惠小微企业的贷款，在银监的资本充足率计量当中是把小微企业的风险权重给调低，因为银行发同样规模的贷款，给小微企业是少的。那么，比照小微企业贷款的专项政策，在满足条件的情况下，对于绿色债券或者绿色贷款，可以按照较低的权重计算风险资产和计提风险准备，这样可以在需求端和投资端，提升投资者对这类金融工具的投资热情。

同时，人民银行用再贷款工具进行金融支持，或许可以将市场上已经发行的绿色债券作为它的公开市场操作，就与美联储做QE一样，美联储做QE是要到市场上寻找债券，被选中的就是基础货币抵押品。以后为了支持绿色发展，可以选取绿色债券作为基础货币的抵押品，这显然会拉动这类债券的市场需求，因为是央行接受其作为抵押品的，但凡央行接受的在市场的流动性都是有溢价的。从政策工具的角度来看，绿色金融发展很快，未来转型债券发展起来后，政策的支持意味着市场的空间是很大的。

三、转型金融的实践探索

转型金融对于中国是比较重要的。绿色金融是静态的，所谓静态就是公布支持名录，符合名录的就可以发放贷款，贷款后具体干了什么，有什么样的结果，银行是不管的。绿色信贷基本上是这样的，绿色债券可能好一点。绿色信贷基本上就是在准入阶段严格按名录把关，但对结果却没有把控。

转型金融关在准入阶段可能不关注是否是绿色，但是要求项目过程能够产生绿色或者减排的效果。所以转型金融关注的是项目本身的减排计划、减排的实施情况，以及最后的核证。这对中国这样的发展中国家比较有意义，因为按照 2035 年碳达峰的话，我们还有好多年的时间达到碳中和。未达峰意味着碳排放还得向上涨，上涨的这个过程中就需要真正动态的减排，在具体的项目上实现减排的目的。所以针对这种情况，转型金融的概念最近几年被提出来，最早是在欧盟以及在全球范围内的一些债券发行的尝试当中做了一些转型金融。中国对转型金融特别感兴趣，今年人民银行明确提出将绿色金融、转型金融作为重点研究的主题，探讨实现绿色金融与转型金融有效的衔接，现在已经开展了一些研究。预计未来的发展是首先从债券市场，再到银行信贷，主要是因为债券市场相对更加标准化，信息更加透明，同时专业服务机构可能更多。在中国的融资主体中银行仍然占据着绝对的主导，如果转型金融要产生真正的效果，还是要拓展到银行信贷方面的应用。

今年在刚刚闭幕的 G20 峰会上，发布了由中国牵头制定的《G20 转型金融框架》。在 G20 峰会上提出，正是由于中国高度关注这个事情。其他国家比如欧盟，对这个事情的关注不多，是因为欧盟已经不需要转型金融了，因为已经碳达峰后，减排的压力不大，而是实现中和。发展中国家比如中国和印度就非常关注转型金融，说到底就是因为发展中国家减排的压力还很大，还要实现高排放到低排放的转型过程。《G20 转型金融框架》在 G20 的层面上批准后，下一步就是标准制定和落实实施，这会带来原有的绿色金融概念的进一步拓展。所以绿色金融中心或者支持绿色发展金融中心，转型金融是非常重要的。

从融资支持的角度看，转型金融与绿色金融是有区别的。绿色金融是相对静态的，就是符合目录准入条件的就可以。但是转型金融关注的是显著的减排效应和明确的转型目标与路径。在贷款之前，需要一个可行性报告书，而且不仅包括财务的计划，还有一个减排的计划，这两者要联合实施。如果财务上达标了，但转型目标没实现，也会有惩罚措施，去动态推动项目要到达实实在在的减排目标。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。

转型金融的动态性，首先体现在支持范围很广，不光是绿色产业，所有理论上的传统制造业都可以是转型金融。长三角的制造业，全部可以在转型金融范畴之内。黑色的煤炭行业也是可以转型的，央行就有煤炭清洁化的再贷款，这样市场规模会非常大。

其次，转型金融对专业技术门类的要求很高。原来绿色金融的要求比较简单，只要在白名单里面，符合条件就发放贷款，之后就不管了，这样对银行或者金融机构没有特别其他的要求。但是转型金融不同，银行或者金融机构要看得懂计划，如果这个企业不会，需要给企业做咨询，这也是上海作为金融中心以后要做的事情了。因为当给周边企业做金融支持进行转型时，这个企业可能并不知情，或者连碳账户可能都没建立起来，那企业很难知道要减多少、怎么减、用什么样的技术来减，这时金融中心的作用就凸显出来，需要告诉企业怎么做，帮助企业建立好项目，这需要大量的投行和相关的中介服务。在中国除了几个主要城市以外，能够系统性的提供这种服务的城市应该是不多的。未来应该在这个方向上培育专业性的机构，去形成一整套比较完整的体系，这与传统绿色金融对主体的要求程度是完全不同的。

市场规模扩大了，技术含量也高了，里面可探讨的空间很多。这里面需要各种各样的中介服务机构，甚至还包括专门做碳核算的中介服务机构，也可能会带来对物联网设备的需求，因为怎么去指导，靠人是不行的，需要用物联网设备不断地去传感，去了解，而且需要用区块链去自动记录且不可篡改。这需要技术去做的，这会带来一整套的技术革新，和此相关的整个底层的金融基础设施都将发生很多新的改变。

在这些方面，要鼓励新机构的形成，鼓励新的尝试，鼓励基础设施的搭建和标准的构建。我们现在才刚刚起步，政府层面还没有系统地去思考这些问题，人民银行目前也只是研究一些标准的设立。但也有了一些实践的案例，比如衢州虽然地方小，但是在非常小的范围之内做了一些实践，有些经验或许可以在更大的层面上去复制、提炼、标准化，然后在更高的层面上去运用。

目前转型金融在债券层面上已经开始了实践。绿色债券可以分成两类，一类就是原来目录上的绿色债券，另一类是和“碳排放”挂钩的债券，这个债券更接近于转型债券，转型的目的就是要实现减排，而且债券发行主体不一定是绿色行业，比如华电虽然也有清洁能源，但还是传统能源的提供商。所以从某种意义上来看，低碳转型和“碳中和”挂钩的债券，国内已经开始在尝试，但是现在才刚刚开始，还需要注意到，第一，很多标准还没有建立起来；第二，还需要建立相关的激励机制，发行这种债券，投资人要有好处，融资人也能得到好处，要么就是成本更低，要么就是期限更长，这个过程还可能提供其他的中介服务，帮助企业怎么去实现减排。如果和碳市场挂钩，那么减排所产生的碳资产，可以作为一个交易的配额在市场上进行交易，这些都可以成为新增的收益。

这都还需要一个过程，还没有形成统一，都在探讨过程当中。债券估计是在上海发行，在这个过程中确立标准，培育中介服务机构，再逐步衍生产品，然后和碳市场之间建立联系。这些标准一旦形成，可以进一步地向银行信贷领域拓展。因为本质上都是债务工具，只不过债券的信息披露要求更高一点，银行贷款理论上没有信息披露的要求。从现在的监管要求来看，以后人民银行可能会要求进行信息披露。相关的监管规则也要求银行向“碳中和”方向发展，要求银行这边所有信贷发出去的贷款，需要掌握客户的碳排放是什么情况。现在离目标还远，但这是一个渐进的过程，以后一定会有越来越多的需求。我认为转型金融是未来发展的一个重点。

四、转型金融的发展建议

第一，顶层设计的标准。标准可以包括政策体系、产品体系、激励机制和工具等。人民银行在设计标准，但上海也可以适时的以各种方式去参与，因为至少可以制定市场端的标准，因为市场就在上海。现在的标准主要还是在公司层面上，绿色债券是有相应标准的，但是涉及转型类的债券，现在还没有标准。需要研究标准怎么建立起来，产品体系怎么丰富起来，中介机构的服务体系怎么建立，这个过程当中也需要探讨一些激励机制和工具。这个激励机制工具可以是人民银行的工具，但如果人民银行没有工具，上海在地方政府这个层面上，可不可以建立一些激励机制，去创建一些工具引导发展，我认为是可以的，比如引入一些特定的风险分担的机制引导市场的发展。

第二，专业能力的培育。转型金融对于中介机构的需求是非常大的，这相当于金融市场的发展或者上交所的发展，离不开会计师事务所和律师事务所这样的一些行业，因为需要这样的中介为市场服务。转型金融，或者绿色金融市场，都需要大量的中介服务机构。比如碳核算的机构、碳资产管理的机构，

实际上与会计师事务所很像，因为提供的信息是转型的重要数据源，与基于财务报表数据去进行分析是一个道理。转型金融需要的中介服务机构很多，未来的发展空间是极其巨大的。

第三，科技的支撑。转型金融未来是要大量地依赖科技，包括绿色债券也是一样。信息的核准到底准不准，到底对不对，都要依赖科技去判断。所以下一步真正要做的，是要技术做支撑的。比如碳账户的核算，要用技术去采集各种信息进行核算。所以，这个领域会催生一些新的科技企业，特别是在物联网领域，因为转型金融不靠物联网是不行的，所以有可能出现我们要培育的重点企业，可能是未来的另一类的金融科技企业。我们现在依赖的底层都是数据，转型金融也要依赖数据，所有能提供这些数据的科技企业都值得关注。

最后，人才的培养也是非常重要的。

转型金融应该成为我们关注的重点。从上海来讲，依托长三角要充分发挥金融市场的优势，同时又正好发挥了长三角制造业基地的优势，二者的结合正好构成了低碳转型的重点，既一方面实现了减排，另一方面又实现了经济的可持续发展，同时丰富了金融产品的类型，形成了金融中心发展新的重点。以后，转型金融所占的比重就会越来越高，从现在的7%，以后可能10%、20%，甚至50%及以上都有可能。看银行的贷款，在资产负债表当中接近300万亿的贷款中，才20万亿的绿色贷款，剩下的都是不绿色的。理论上讲，剩下的都应该算转型金融，因为我们的绿色发展是要让所有的都变成绿色的，要把整个资产负债表上资产端剩下的90%多都转成绿色的，这些就都是转型金融，这个转型金融的市场空间是非常巨大的。对于金融发展来讲，这个过程其实就是金融不断地和实体相伴发展的过程。总的来看，金融支持绿色发展的绿色金融、转型金融和碳金融三个重点方面，都在上海范畴之内，怎么去协调、怎么去整合，同时把这个主题正好放在长三角一体化发展的概念当中，这是国家战略的落实，也是转型金融、绿色金融的落实，同时又是一个新的增长点的开拓。

谢谢大家！

发言实录

贾纳婵 联合赤道环境评价有限公司

首先非常荣幸，长三角绿色金融沙龙的第一期由我们联合赤道参与联合主办，这是监管部门、市场以及各位同仁对联合赤道很大的认可。今天参会的主体构成很丰富，有监管部门、科研团队、发行主体、投资人、承销机构以及我们这样的评估机构，绿色债券的发展和落地离不开这些主体的参与和支持，也使得我们今天的交流活动更具意义。今天主要围绕绿色债券的产品创新和评估实践进行分享，从发行人实施、投资人如何受益、监管要求，以及如何选择更合适可持续类债券产品等相对实际的角度为大家介绍绿色债券。首先简单为大家介绍一下联合赤道。联合赤道是联合信用控股子公司，兄弟公司联合资信是信用评级机构，是头部评级机构之一，大家都很熟悉；联合赤道是联合信用在2015年投资的新板块，主要负责绿色金融、低碳环保和检测认证三大类业务。成立之际，正面临环评改制，仅耗时一年多，联合赤道获得了生态环境部颁发的最后一块甲级牌照，这主要是依赖于我们公司的专业技术团队，包括多

位省部级资深专家、60多位注册咨询师、注册环评师等，同时也是我们区别于国内其他绿色金融服务机构的核心竞争力。去年，联合赤道成立华南、华北和华东三个区域中心，华东区域中心位于上海，主要负责长三角及周边区域相关业务。

很多企业见到我们第一句话会问，这个领域太新了，你们有什么资质吗？我们怎么来选第三方评估机构，谁来了都跟我们讲绿色金融，我们怎么辨识？在今年之前，国内是没有发布过这样的注册名单的。今年的9月份，绿标委发布了“绿色债券评估认证机构市场化评议注册名单”，共有18家企业单位入选，联合赤道以第一的成绩位列榜首，这是市场、监管以及各部门专家对我们过去几年深耕的认可。从2015年到现在，经历了国内绿色金融发展前期的五年，到“双碳”政策的发布绿色金融快速发展的这两年，我们取得的一些成果得到了认可，去年联合赤道荣获国际金融论坛（IFF）颁布的“IFF全球绿色金融奖”，获奖的机构除联合赤道外都是金融机构，如易方达基金、中行、兴业、花旗等，联合赤道是唯一一个获奖的第三方评估机构，另外CBI在2020年度报告中就给予我们最大的外部评估机构的肯定。

接下来正式开始今天的分享，共包括三部分，分别是绿色债券的政策发展，标准与评估认证以及产品和案例。关于政策背景，包括“双碳”政策发布后的市场变化以及二十大的指导精神，前面各位领导已详细介绍，我简单带过。

随着“双碳”目标发布，绿色金融作为实现双碳目标的重要抓手，被提到了前所未有的高度，相关市场主体也受到了最大的激发。国内“1+N”的双碳政策体系大家都了解，在顶层设计的两个文件中绿色金融的发展有全面的概述，包括发展各类绿色金融产品、健全绿色金融标准体系，设立绿色低碳基金等，这是绿色金融发展总指挥棒，未来很多年都将依据此进行创新和发展。

上海的绿色金融一直走在前面。今年发布的《上海市浦东新区绿色金融发展若干规定》，也是国内立法的第二个地方，浦东新区金融局也组织开展了一系列的宣贯活动。今天参会的主体建议大家活动后对这个文件研读，文件里提到的绿色金融产品太丰富了，适用于各种客户需求的产品，基本规定中都涵盖。“双碳”政策发布后，各类型的公司对市场投资需求进行了预测，有100多万亿，200多万亿，也有预测500多万亿的。不管是100、200，还是500，但达成的共识就是它至少是百万亿级的市场需求，我们需要投到各种绿色的产业以及转型产业。如此庞大的资金需求，如何有效落到产业端？这就依托于重要载体-绿色金融产品，包含信贷、债券、基金、保险、租赁、信托、票据等。今天主要分享绿色债券。那我们怎么做呢？首先讲一条原则，《中国绿色债券原则》，此项原则发布后，国内绿色债券要求达成统一，且募集资金要求百分之百必须投向于某个绿色项目。对于绿色项目的界定，根据绿债目录确定，项目需要符合相关目录要求，而资金使用需要百分之百投向符合的项目。

那接下来我们讲讲绿色债券的标准，国际上有GBP绿债原则，包含十大类绿色项目，如可再生能源、能效提升、污染防治等。CBI《气候债券标准》，包含新能源、交通、水资源、建筑、土地使用和海洋、工业，废弃物处理和信息技术，涵盖范围较广。ICMA先后发布了绿色债券原则、社会债券原则和可持续发展债券指引。境内外发行的绿色债券均可申请CBI贴标认证，境内绿色债券已落地非常多的国际国内双贴标认证案例。国内绿债标准主要为2021年发布的《绿色债券支持项目目录》，今年发布的《中国绿色债券原则》重申要求统一对标此目录。国内绿色债券发展初期，标准是不一致的。到2016年，人民银行、证监会等七部门发布的《关于构建绿色金融体系的指导意见》是行业内顶层设计文件，《意

见》中首次给出了绿色金融的明确定义。在此之前，国际上的叫法很多，包括可持续金融、环境金融等。对于国内，《意见》中把绿色金融定义为支持三大类，并列举了引用场景。此后，《绿色产业指导目录（2019版）》发布，这是人行对绿色信贷的统计口径，银保监会有单独的统计口径，所以目前绿色信贷是不统一的。到2021年发布《绿色债券支持项目目录(2021版)》后，绿债标准初步统一。《绿色债券支持项目目录(2021版)》一共支持六大类。第一大类是节能环保产业，节能环保产业包含能耗提升、可持续建筑、污染防治、水资源，这与CBI的较为相近，先有国际上的绿色债券，后有国内的绿色债券，所以此目录其实跟国际上的衔接度非常高。经常有客户提出双贴标的需求，达到国内国际的全部认可，此类基本上都能满足，因为标准比较相似。第二大类是清洁生产产业，指从事生产全过程的废物减量化、资源化和无害化的相关产业。第三大类是清洁能源产业，包含风电、光伏等新能源，以及上游的装备制造。第四大类是生态环境产业，包括绿色农产品、乡村振兴、农村环境整治等。第五大类基础设施，主要就是建筑，上海住建局对建筑要求较高，新建建筑星级需满足一定级别，所以这类项目大部分都满足绿色金融的标准要求。最后一部分是绿色服务，像我们这样的咨询机构，就是为大家做绿色服务，绿色金融也是支持的。以上是我们国内绿债目录包括的六大类项目类型。

募集资金用途我们刚刚提过了需要专款专用于绿色项目，今年发布的《中国绿色债券原则》，要求绿债纯度提升，必须百分之百专项用于绿色产业。钱投出去了，准入是可以的，怎么跟踪呢？我们所有的绿债可设专户监管，若无专户，可设一般户做监管户，并做监管台账，进行定期披露。所以绿债，整体上从发起到落地到存续期，这一套体系现在是非常完整的。在《原则》发布之前，我们经常说到绿债，第一个想到的产品主要是碳中和债、蓝色债，还有绿色ABS等常规的绿债产品。《原则》中把上述提到的碳中和债、蓝色债等都归为普通绿色债券，另外将碳收益绿色债券、绿色项目收益债券等纳入绿债范围内，规范了绿债品种范围。

绿债一旦跨境或设计境内外投资人时通常需要双贴标，相对较为复杂。那怎么来跟国际对话？目前唯一一个全球公认就是中欧《共同分类目录》，去年在联合国气候变化大会正式发布，今年6月进行了更新。更新版目录类别一共有72项减缓气候变化的经济活动，类别与绿债目录有相似之处，但不完全等同。例如，国内绿债目录不支持高铁项目，仅支持货运铁路。但《共同分类目录》（更新版）支持高铁项目，这是在大家共同探索基础上的进一步优化，也是国际国内双方共同认可项目类别。此外，目录里面还做了其它探索，涵盖了碳排放、碳足迹，项目类别较为全面，已有不少落地案例。在资本市场领域，如建行、工行、招行、兴业、中行及农行，在发行绿色金融债时，都贴标《共同分类目录》。在信贷市场领域，各种贴标《共同分类目录》的国际银团也相继落地，如11月国银金租应用《共同分类目录》标准发放18亿的绿色银团贷款。《共同分类目录》是绿色债券领域比较新的标准，得到监管部门支持、国际市场认可，未来必将受到市场欢迎。

绿色债券成功发行后，除了可提升声誉和知名度外，真正获益的点在哪？我们把这种优势称之为“好省、好卖、好听”。“好省”是什么呢？所有的监管都有绿色通道，此类创新贴标的绿色债券报到监管部门以后，有专门的通道审核，省时省力，快速便捷。为什么叫“好卖”？国内多年一直在培育绿色投资人，投资人的规模目前已经初具形态，社会认可度较高。同时，投资人对绿色的认可度也较高，所以只要贴绿标的产品也比较好卖。此外，发行人也会享受到实际的优惠。据统计，现在有75%以上的绿色债券有

明显的发行优势，利差中位数基本在 60-70BP，给发行人带来实实在在的好处。对于投资人，最大的受益点是无违约。目前，绿色债券存续规模已达 1 万多亿，截至 2021 年年底，根据人行总行领导公布的数据，绿债未出现违约，绿债的信用度非常高，这对投资人是非常负责的。

那如何做好绿债工作呢，我们做一个总结，第一步，限定募集资金用途，确定专款专用；其次，筛选项目，严格对照目录要求选项目；最后对资金进行管理，跟踪期适时披露。上述四个环节关键要素评估时重点关注，也受监管机构重点关注，发行人需要做好相关工作。

接下来逐个给大家介绍一些绿债产品，第一个绿色金融债。目前工商企业主体尤其是城投公司发行绿债占比很高，但绿债发展初期，绿色金融债市场占比较高，超过 50%，市场上的发行主体主要为金融机构，而工商企业主体的活跃度较低。金融机构这么多年也一直引领创新，随着新标准的发布，中行总行、农行总行以及其他金融机构、租赁类企业等，市场敏锐度较高，反应迅速，相继落地诸多首单案例，如建行 2022 年成功发行可持续发展挂钩绿色金融债。

第二是绿色公司债，此类产品与在座的城投公司密切相关。例如，2022 年，江苏高科技投资集团发行绿色专项公司债券，用于投资业务方向符合绿色产业的创新创业公司股权，属于股权出资的案例。上海临港绿色公司债用于偿还四个绿色建筑银行贷款。无锡产业集团是用于太阳能发电装备制造类项目。说到这儿，大家通常会问，绿色项目的上游绿债也都支持啊？除了刚刚提到的太阳能发电装备制造，还有新能源汽车相关产业，根据目录大家能知道，新能源汽车的生产是符合绿债目录要求的，新能源汽车电池生产也符合，那再上游是否仍符合呢，比如正负极材料，大家总会习惯性认为服务于此类绿色产业的都应予以支持，但实际上绿债目录非常严格，目录中不包含的产业，均不予支持，正负极材料就不可以。

第三个产品碳中和债。2021 年 3 月，交易商协会发布《关于明确碳中和债相关机制的通知》，遵循的准则是“可计算、可核查、可检验”。碳中和的碳减排效益一定要可计算，可计算是用于发行前量化评估，可核查和可检验是用来确保碳减排成效，这是碳中和债的核心要求。而目前，国内碳中和债的支持领域仅包含五大类，其中清洁能源、清洁交通和可持续建筑这三大领域因项目易识别，成为市面上碳中和债募集资金投向最多的领域。如工业低碳改造类项目，碳中和债发行数量较少，因此类项目发行人识别有一定难度，其次大家对此类项目不敏感，所以市场上相关案例较少。工业低碳改造中余热余压利用、节能电机风机的改造等项目可以发行碳中和债。最后就是其他具有碳减排效益的项目，如“碳汇林”。去年一季度，交易商协会推出了全国首批碳中和债，共六支碳中和债，募集资金投向水电站、抽水蓄能、绿色建筑项目建设以及偿还绿色项目贷款，其中四支是由联合赤道评估认证。债券市场掀起“碳中和”热，热到什么程度？有的企业为了做一笔碳中和债，有的发行规模仅几千万。

第四个产品绿色资产证券化，作为绿色产业重要融资工具，绿色资产证券化市场活跃度较高，绿债的要求包括募集资金 100%用于绿色产业领域，也可以是涉及的基础资产 100%来源于绿色产业。当然，也可以双绿，资产端绿，用途绿。举几个例子，绿色资产证券涉及的基础资产包括可再生能源项目产生的应收电价补贴、应收上网的电费、公共交通运输收益权、污水处理供水供气的收益权、地铁客票的收费权、新能源汽车的个人贷款等。今年 4 月，中国金茂成功发行全国目前最大规模的碳中和 CMBS，也是由联合赤道评估认证。

蓝色债券产品，大家肯定好奇怎么就能贴蓝色？支持海洋保护和海洋资源可持续利用的一种新型债务融资工具，称之为蓝色债券。蓝色债券的支持范围包含海水淡化、海上风电、海洋能的利用等。落地案例主要集中在山东、江苏等近海城市，如由联合赤道认证的山东青岛水务集团发行 3 亿元的蓝色债券，募集资金用于海水淡化项目建设。另外市场也有很多双贴标案例，某一项目既是蓝色债券支持领域，也是碳中和债支持领域，可开展双贴标；既是乡村振兴支持的项目，又符合绿债目录，可以双贴标；既是乡村振兴，又是可持续挂钩，也可以双贴标，目前市面上已落地诸多类似案例。

第一笔全国的绿色市政债落地江西省，募集资金用于地下管廊的建设。此后，绿色市政债相继落在海南、广东，相关案例不多。中资企业离岸市场绿色债券，是中资主体赴境外、海外发行绿色债券。如明阳智慧能源集团赴澳门大湾区发行的澳门首笔工商企业绿色债券。对于此类债券，什么时间去发，对企业的成本更划算，以及为什么去发，我们可以做一个考量。2021 年，横琴粤澳深度合作区发布《横琴粤澳深度合作区支持企业赴澳门发行公司债券专项扶持办法（暂行）》，提出按照募集资金规模的 0.8% 给予一次性奖励，再额外给予 50 万元外部评审费用扶持。香港发布《绿色债券资助计划》，通过绿色金融认证计划取得认证的费用可获全数资助。发行人也可享受相关优惠政策。

前面所述均为狭义上的绿色债券产品，可持续债券市场，或者叫贴标债券市场一般包括“GSS”债券和转型类债券。其中，“G”代表 green，指绿色债券，包含普通绿色债券、碳中和债、蓝色债券等。第一个“S”代表社会责任债券，适用于对社会有明显效益的项目。如 2021 年，远东宏信成功发行全国首单社会责任债，该笔债券由联合赤道认证，募集资金用于支持清洁交通、污水处理等项目。对环境和社会均有明显效益的项目，这就是第三个“S”，可持续发展债券。近年来，GSS 债券对于助力可持续发展融资方面发挥着不可或缺的作用。为实现“双碳”目标，绿色债券作为最主要的融资工具，对绿色低碳发展至关重要，然而对于全球碳排放起关键作用的高碳企业，却没能发挥其应有价值。为支持适应环境改善和应对气候变化，市场上创新推出转型类债券，包括低碳转型债、低碳转型挂钩债、可持续发展挂钩债，均可归为转型类的债券，这是在资本市场的创新。随之信贷市场也创新推出 ESG 挂钩贷款、可持续发展挂钩贷款、碳中和挂钩贷款、碳减排挂钩贷款等，甚至金融机构支持客户去做碳足迹披露挂钩贷款，发挥了金融机构在双碳工作中的促进作用和引导作用，所以现在市面上类似案例越来越多。

信贷产品在此不予过多赘述，回到今天的主题债券产品。对于债券产品的落地，若客户要求资金不能完全限定，那项目如何继续推进？这种形势下，可持续发展挂钩债的好处尤为明显，因不限资金用途获得市场广泛认可。此外，面对绿色资产荒，找不到绿色资产，怎么办？企业为支持可持续发展，制定多项减排目标，投入大量资金用于节能减排工作，是否能给予支持？为响应市场需求，助力和鼓励企业可持续发展，监管部门创新推出可持续发展挂钩债 SLB，发行人设置一个可持续发展目标，并且列清实施路径，然后三方机构去评估是否可达、可行、可校验。如果不能按时完成设定的可持续发展目标，会面临债券利率调升或提前赎回等惩罚措施，这些措施必将有效保障指标结果的科学、客观、公正，切实保护投资人利益，真正促进可持续发展和低碳转型目标实现。

可持续发展挂钩债券目前市场上已落地较多案例，如城投公司业务范围主要涉及基础设施建设，绿色属性主要是绿色建筑，挂钩指标可定绿色建筑建成的面积，这种指标易实现，且易校验。对于融资租赁公司，挂钩指标可选择绿色租赁业务占比。此外，诸如钢铁、水泥等高碳行业的创新改造，可选择单

位产品能耗、氮氧化物减排量等指标。随着各类行业的可持续发展，指标逐渐多样化。尤其是正处“十四五”规划初期，各个企业在编制五年规划时，一般都会设双碳专篇或绿色专篇，规划将来五年内的发展目标，SLB 就是与发行人的五年规划相结合，实质敦促企业有计划、有目标地实现可持续发展。

可持续发展挂钩债创新推出后，首批落地七单案例，其中四单是由联合赤道评估认证。落地案例中挂钩指标较为多样，如新能源项目挂装机容量，火电项目挂钩供电耗煤，钢铁项目挂钩单吨粗钢的氮氧化物减排量。挂钩指标可挂钩一项或多项，如陕西煤业化工挂钩三个指标，包含吨钢综合能耗、火电供电标准煤耗、新能源的装机规模，三个指标将来全面发展。指标的设定可根据企业自身的特点及业务的规划来确定。

2022 年，监管部门创新推出转型债券。转型债券不同于挂钩债券，募集资金需要专款专用投向转型项目的建设、偿还贷款等用途，这与绿色债券逻辑一致，称之为投向类的债券。投向类债券交易所和协会之间稍微有点差别，大家可根据自己的特点选择发行场所。交易所不限八大行业，支持领域类别较为广泛，如数据中心，此类能耗较大，企业采取各种措施节能降耗，但此类项目绿债不予支持，随着转型债券的推出，数据中心节能降耗被涵括在内。而协会创新推出的转型债券主要集中在八大行业，已落地首批案例中，发行人主要为钢铁、化工、有色、火电等高碳密集型企业，募集资金均 100%用于项目建设，首批落地案例共 5 笔，其中有三笔由联合赤道评估认证。

时间关系，以上就是今天给大家分享的所有内容，绿色债券与转型债券双轮驱动，两者作为金融支持绿色发展双支柱，相辅相成，有效衔接。绿色产业用绿色的工具，高碳转型、减排产业，用转型工具。目前，债券市场已非常成熟，只要大家有合适的规划和项目，都能选到合适的产品。谢谢大家，欢迎大家提问交流！

静待春来——学习中央经济工作会议精神

殷剑峰

上海金融与发展实验室 理事长

刚刚召开的 2022 年中央经济工作会议为明年定下了五项政策和五项工作任务，提出要优化调整疫情防控政策，顺利渡过流行期。由此，对中国经济影响最直接、影响程度最大的疫情防控因素被彻底消除。在历经三年、终于进入后疫情时代之际，结合以往历次中央经济工作会议的主要内容（见下表），对若干重点细节进行揣摩品味领会，以期把握政策脉络。

年份	形势判断	工作总基调与主线	政策与工作重点
2012	稳中有进	稳中求进	宏观调控、农业、产业结构、城镇化、民生、改革开放
2013	稳中有进、稳中向好	稳中求进	粮食安全、产业结构、债务风险、区域协调、民生、对外开放
2014	稳步发展	稳中求进	稳增长、新增长点、农业、经济空间格局、民生
2015	稳中有进、稳中有好	稳中求进、“三去一降一补”	产能过剩、降成本、房地产库存、有效供给、金融风险
2016	缓中趋稳、稳中向好	稳中求进、供给侧结构性改革、“三去一降一补”	“三去一降一补”、农业供给侧、实体经济、房地产
2017	总结十八大以来取得的历史性成就	稳中求进、供给侧结构性改革	供给侧结构性改革、市场主体活力、乡村振兴、区域协调、全面开放、民生、住房制度、生态文明
2018	宏观调控目标较好完成，稳妥应对中美经贸摩擦，长期向好发展前景不变	稳中求进、供给侧结构性改革“六稳”	制造业、国内市场、乡村振兴、区域协调、经济体制改革、全方位对外开放、民生
2019	金融风险有效防控，改革继续深化，人民群众获得感、幸福感、安全感提升	稳中求进、供给侧结构性改革“六稳”	新发展理念、三大攻坚战、民生、积极的财政政策和稳健的货币政策、高质量发展、经济体制改革
2020	总结十三五成就，同时指出形势复杂严峻，要增强忧患意识	稳中求进、供给侧结构性改革“六稳”、“六保”	构建以内循环为主的双循环格局，主要任务是：国家战略科技力量、产业链供应链自主可控、内需战略基点、改革开放、种子和耕地问题、反垄断和防止资本无序扩张、大城市住房、碳达峰碳中和
2021	需求收缩、供给冲击、预期转弱	坚持以经济建设为中心，稳字当头，稳中求进，供给侧结构性改革	七项政策：宏观政策、微观政策、结构政策、科技政策、改革开放政策、区域政策、社会政策 五个正确认识：共同富裕、资本特性、初级产品、重大风险、碳达峰碳中和
2022	需求收缩、供给冲击、预期转弱，外部环境动荡不安	发展是党执政兴国的第一要务，稳字当头，稳中求进，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来	五项政策：积极的财政政策、稳健的货币政策、发展和安全并举的产业、科技、教育、人才、科技、自立自强的科技政策、兜底民生底线的社会政策 五项重点工作：扩大国内需求、加快建设现代化经济体系、扩大内需、加大吸引和利用外资、有效防范化解重大经济金融风险

首先，此次会议对形势的判断更为严峻。观察 2012 年以来的历次中央经济工作会议，对形势的判断在 2020 年前后有很大差异。在 2020 年之前，虽然在总结过往成绩之后，都会指出经济存在下行压力，但言语之中不乏乐观成分。例如，2018 年会议判断：“长期向好发展前景不变”，2019 年会议认为：“人民群众获得感、幸福感、安全感提升”。2020 年对形势的判断开始发生变化，这次会议在总结十三五成就之后，旋即指出形势严峻复杂，要求增强忧患意识。2021 年首次提出“三重压力”：需求收缩、供给冲击、预期转弱，对形势的判断彻底翻转。2022 年延续了 2021 年的基本判断，同时指出动荡不安的外部环境对国内的影响加剧。孟子曰，生于忧患，死于安乐。忧患意识取代乐观情绪，意味着不再折腾，发展是第一要务。

其次，在工作基调不变的情况下，经济工作的主线从供给侧转向以需求侧为主。自 2012 年以来，“稳中求进”是贯彻始终的工作总基调。从 2016 年开始，历年经济工作会议的工作主线都是供给侧结构性改革

改革。即使是在 2020 年对形势判断发生改变之后，特别是在 2021 年会议上提出三重压力之后，依然是要“坚持以供给侧结构性改革为主线”。但是，在 2022 年会议上，这个主线消失了，提法改为“把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来”。这一方面意味着，多年的政策实践表明，与有效供给不足为本质特征的计划经济完全不同，在市场经济条件下，有效需求不足是经济发展的主要矛盾；另一方面，有为政府与有效市场的主次位置可能发生转变。观察多年来供给侧结构改革的许多做法，都是有为政府主动和积极地去修正市场中存在或可能存在的问题，而扩大内需则是放水养鱼，要积蓄和发挥市场的力量。

第三，在政策与工作重点中，扩大消费和增加就业成为重中之重。在 2020 年前，政策和工作重点的指向比较发散，政策的着眼点更多地在于长远的经济发展，而不是应对眼下短期的经济周期下行。所以，每年的经济工作会不主要是商定来年的具体“战术”，而都是在讨论宏大的战略。2020 年首次提出以内循环为主的“双循环”战略，2021 年再次将积极的财政政策和稳健的货币政策作为政策重点，但总体看，这两年对国内需求不足的问题重视不够。2022 年的政策和重点工作发生了很大改变。在 2022 年五项政策中，积极的财政政策成为名列第一位的政策；在五项重点工作中，扩大国内需求成为第一项任务，而在国内需求中，“要把恢复和扩大消费摆在优先位置”。消费离不开收入，收入离不开就业，所以，2022 年会议明确“社会政策要兜牢民生底线。落实落细就业优先政策，把促进青年特别是高校毕业生就业工作摆在更加突出的位置”。由于民营企业在就业方面发挥着绝对主导的作用，对就业的真正重视就意味着对民营企业的真正重视。

第四，不再提“那种意义”的“资本”，对“平台”的态度也悄然转变。在 2020 年中央经济工作会议中，提出的重点任务之一就是“强化反垄断和防止资本无序扩张”，这种提法立刻引起了社会强烈反响。虽然 2021 年中央经济工作会议将有关提法改为“要正确认识和把握资本的特性和行为规律”，提出了几个“要”，但人心依然不稳，市场依然心有余悸。2022 年会议没有再提往年“那种意义”的“资本”，只是在五项工作安排的的第一项工作、即扩大国内需求的任务中说道：“鼓励和吸引更多民间资本参与国家重大工程和补短板项目建设”。在对 2023 年五项工作任务安排中的第三项中，更是明确说道：“切实落实‘两个毫不动摇’。针对社会上对我们是否坚持‘两个毫不动摇’的不正确议论，必须亮明态度，好不含糊。”在第二项工作任务中说道：“支持平台企业在引领发展、创造就业、国际竞争中尽显身手”。纵观全球，引领所以，对于过往几年主要以民营高科技企业为对象的反垄断和抑制政策，在矫枉过正之后，现在已经发生根本变化。

第五，在坚持绿色、双碳的同时，不再做大规模的政策动员。2020 年提出“双碳”政策，本意非常好，也完全符合发展趋势，但是，由于政策执行过程中矫枉过正，在 2021 年引发了严重的能源短缺和能源价格的快速上涨。虽然 2021 年会议提出“要正确认识和把握碳达峰碳中和”，指出双碳“不可能毕其功于一役”，要“加快形成减污降碳的激励约束机制，防止简单层层分解”，但“既要”与“又要”中的哪个“要”更加重要，疫情封控之下，人们也无暇去思考。2022 年会议没有再连篇累牍地讨论减污降碳的问题，而是在产业政策中提出“在落实碳达峰碳中和目标任务过程中锻造新的产业竞争优势”。这基本厘清了双碳与发展

的关系：前者是手段，后者是目的。双碳不是简单地减污降碳，而是要通过减污降碳给产业结构调整和发展带来新机遇。

第六，在继续强调房住不炒的同时，对房地产企业的态度悄然转变。防范化解系统性、区域性金融风险是历年中央经济工作会议的重点之一，而风险又主要来源于房地产领域，因此，对房地产的态度历来都比较严厉。这次会议的态度有所转变，提出“要确保房地产市场平稳发展”。虽然从人口增长率持续下滑、甚至很快人口负增长的角度看，中国房地产市场长期向下的趋势已经确立，但是，与其他国家相比，中国房地产市场的风险主要不是家庭部门过度加杠杆所致，因为中国家庭部门按揭贷款的利息保障倍数（家庭储蓄/按揭贷款利息）远远高于其他国家。中国房地产市场风险主要来自房地产企业杠杆率和负债成本太高，而这种状况又与防风险政策矫枉过正不无关系。为此，2022年会议提出要“满足行业合理融资需求……有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况”。在人口负增长的大背景下，房地产已经难堪支柱角色，但至少不能把它变成导火索。

展望2023年中国经济，尽管三年疫情已经耗干了许多家庭的储蓄，消费回暖之路漫漫；尽管全球经济还处于周期下行的过程，中国经济还存在一些尚未解决的深刻结构性矛盾；尽管来年如何实施积极的财政政策、稳健的货币政策以及其他政策尚需讨论，尤其是财权上收、事权和债务下放的财政体制还将面临更大的考验；但是，回顾学习过往迄今的历次会议精神，品味其中细微但重要的变化，我们或许可以长舒一口气：从2023年开始，中国经济发展或将进入一个与过去十年完全不同的新的政治经济周期。

静待春暖花开。

（内容来源：剑峰聊宏观）

三种通胀格局——2022Q3 中国宏观金融

殷剑峰 上海金融与发展实验室 理事长

张旻 国家金融与发展实验室 宏观金融研究中心助理研究员

摘要

第三季度我国经济顶住压力恢复向好，但是经济发展中的结构性矛盾依旧突出，使得总需求呈现生产需求改善、生活需求疲软的特征，反映出我国正面临内需不足导致的内生性通缩。

第三季度信用总量增长放缓，居民消费信心不足和地方政府合规融资空间见顶是主要原因。企业部门信用融资加快，但是有近一半的资金以定期存款“窖藏”。机械制造业和生产性服务业改善，而市场内需不足导致消费品制造业和生活型服务业疲软。政府部门信用增速放缓，财政延续“减收增支”特征，中央发力难以缓解地方政府财政困难的局面，地方政府的赤字和债务压力抬升。居民部门信用增速延续放缓，消费需求疲软，货币窖藏现象显著。在多重因素影响下，就业压力仍然较大。居民收入和支出增速回升，有望进一步释放消费潜力。

今年以来，美国、中国、欧元区和日本呈现出三种不同类型的通胀格局，即美国的内生性通胀、中国的内生性通缩和欧、日的输入性通胀，三种通胀格局的原因、影响和应对措施各有差异。从长期趋势来看，中国的内生性通缩是人口负增长的自然结果。从短期态势看，疫情冲击是最直接因素，且随着欧美经济的收缩，疫情的反复冲击可能会给经济带来一定压力。对于我国经济面临的长期问题，在党的二十大之后，随着各项政策措施的推行，最终将得到彻底解决。

一、宏观经济

今年我国经济面临的困难挑战明显增多，一方面，美元升值与乌克兰危机外溢引发世界经济深度调整，对我国外贸格局、物价水平带来不稳定因素。二是国内新冠肺炎疫情存在较大不确定性，对企业和居民信心造成反复冲击。通过高效统筹疫情防控和经济社会发展，加快稳经济一揽子政策落实，第三季度我国经济顶住压力恢复向好。但是，我国经济发展中的结构性矛盾依旧突出，在一定程度上削弱了经济复苏力度，其一是“供给冲击、需求收缩、预期转弱”三重压力持续存在，使得消费需求偏弱，制约经济增长后续动力，其二是房地产行业深度下滑，使得相关的投资和消费活动减弱，对经济形成较大拖累。因而，**总需求呈现生产需求改善、生活需求疲软的特征**：消费在食品和能源的价格因素支撑下有所改善，但多项基本生活类消费疲软，导致消费对经济增长的贡献远低于去年同期（图1）；机械制造业的韧性使得我国净出口延续高增，同时，海外需求放缓对消费品、地产周期产品的压力已然显现；基建和机械制造业支撑固定资产投资快速增长，而消费品制造业普遍放缓，房地产和畜牧业投资下滑形成较大拖累。结合物价水平来看，**我国正在面临内需不足导致的内生性通缩**。

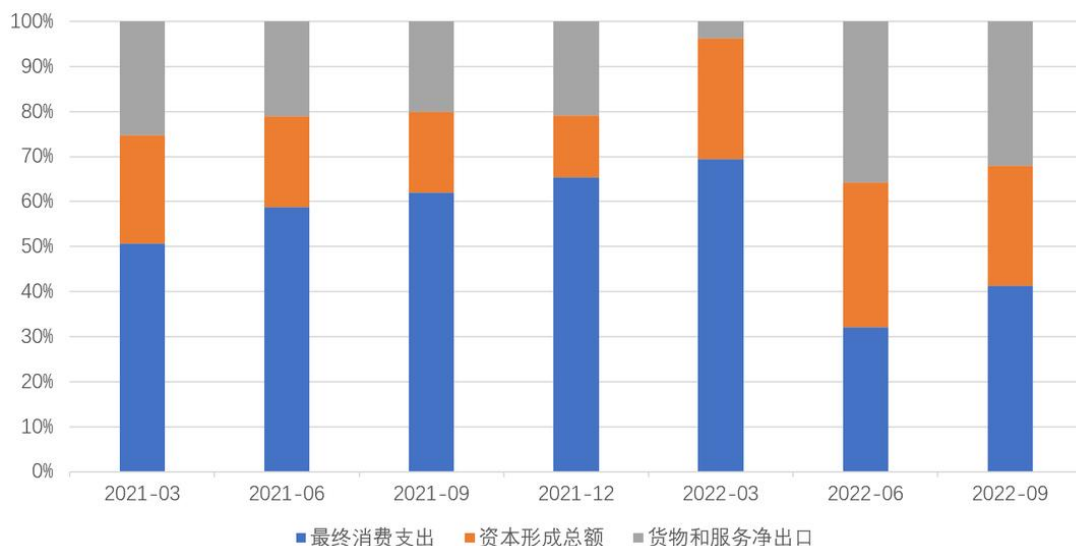


图 1 GDP 累计同比贡献率 (%)

数据来源：Wind。

机电产品韧性支撑净出口保持高增，同时，消费品和房地产周期产品的出口压力显现。美元升值与乌克兰危机外溢推动大宗商品价格持续高涨，引发全球贸易格局突变，日本、德国等制造业经济体被迫转为贸易逆差，而资源型经济体的贸易顺差明显扩大。三季度我国的贸易顺差以 54% 的速度持续高增（图 2），现已占全球总顺差比重的三分之二。我国之所以能够保持顺差优势，一是东盟对我国净出口的贡献提升。美国、欧盟和东盟是我国主要贸易顺差来源国，占比分别为 49%、33%、18%。年初生效的《区域全面经济伙伴关系协定》（RECP）促进了我国与东盟国家的贸易增长，使得东盟对我国净出口的贡献持续提升，在一定程度上对冲了欧美需求走弱的压力。二是我国制造业产品竞争力增强。机电产品是我国主要的顺差来源商品，第三季度净出口增幅保持在 30% 左右。尽管全球贸易格局向联盟弱式垄断演进，但是我国制造业凭借着完备的产业体系和完善的配套能力，在工业中间品供给的数量和质量方面都有了全面提升，巩固了我国在全球产业链供应链格局当中的世界工厂地位。三是汽车出口高增。能源危机造成日本、德国汽车出口大幅下滑，同时也为我国新能源汽车出口创造了市场机遇。在国内汽车优惠政策的助力下，我国新能源汽车出口井喷式增长，前三季度出口数量和金融同比增长均超过一倍。虽然制造业的韧性支撑我国净出口持续高增，不过，海外经济周期下行对我国非制造业出口的压力已然显现，主要体现在服装、鞋靴、皮革箱包等消费品出口放缓，以及家用电器、音视频设备及零件等地产周期产品出口下降。

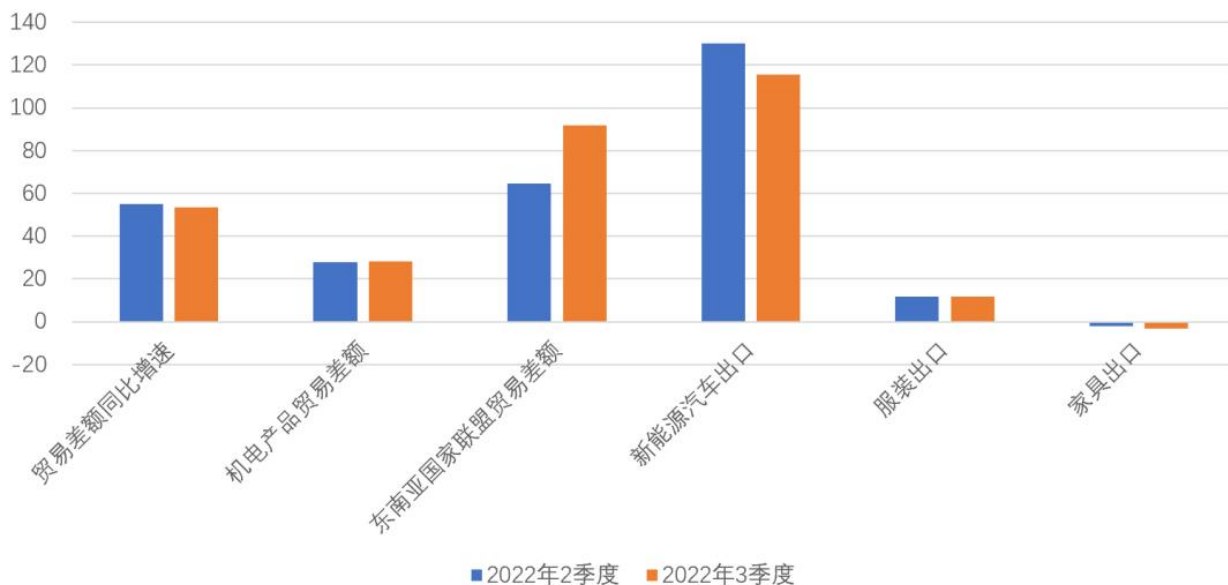


图 2 主要贸易指标累计同比增速对比 (%)

数据来源：Wind。

基建、机械制造业投资支撑固定资产投资快速增长，房地产投资和畜牧业投资形成拖累。出口带动机械制造业的投资快速增长，同时稳增长政策依托基建投资进一步发力显效。不过，房地产开发投资和畜牧业投资增速大幅下降，拖累固定资产投资完成额增速从第二季度的 6.1% 小幅下滑至第三季度的 5.9%（图 3）。从产业来看，**第一，房地产开发投资深度萎缩。**今年房地产投资、筹资、拿地、开工、施工、竣工、销售等多项指标持续下降。虽然多个城市的地产调控政策出现不同程度的松动，但是受到住房需求趋势性降低、居民收入修复缓慢、市场主体信心不足等一系列因素的影响，房地产行业持续全面深度下滑。**第二，畜牧业投资降幅加深，**虽然猪肉价格回升，但是受到养殖成本抬升以及去年高基数作用影响，畜牧业投资延续下降。**第三，生产类制造业投资好于生活类制造业，**在工业复苏、外贸韧性和政策利好因素的支撑下，机械制造业较快增长。但是，终端需求不足，导致消费品制造业投资增速普遍放缓。**第四，服务业投资冷暖不一，**疫情冲击使得接触性服务业投资放缓，基建投资带动交运仓储投资提速。工业需求和数字产业发展使得信息传输、软件和信息技术服务业投资加速增长。资本市场震荡和去年高基数压力导致金融业投资连续 8 个月下降。**第五，基建带动相关产业投资加快，**基建投资增速从第二季度的 9.3% 提高至 11.2%，创下 2021 年 5 月份以来最高增速，带动交通运输、仓储和邮政业、电力、热力、燃气及水的生产和供应业以及水利、环境和公共设施管理业这三个产业投资增速同步提升，建筑业降幅延续收窄。

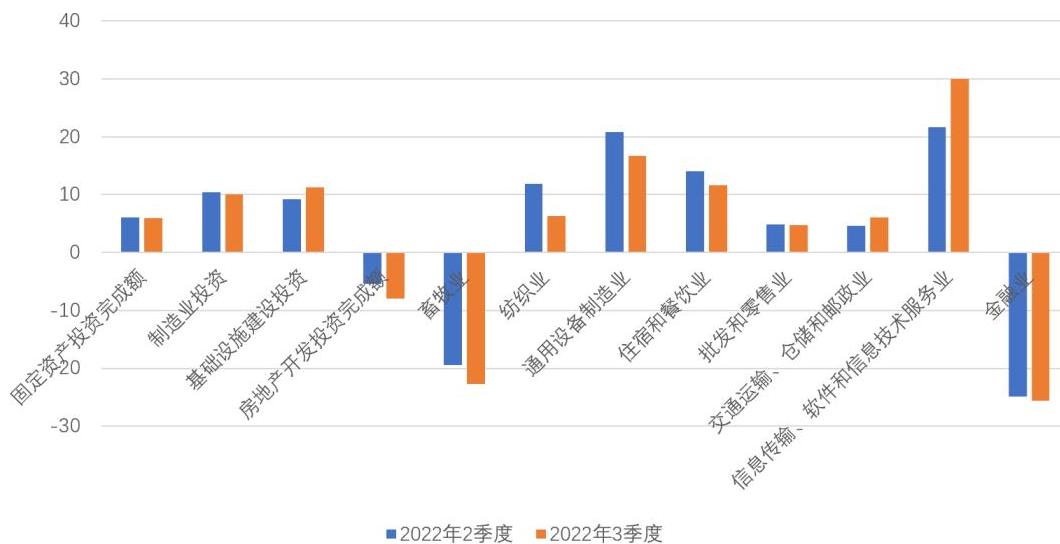


图3 主要投资指标同比增速对比 (%)

数据来源：Wind。

消费改善主要受到价格因素支撑，多项基本生活类需求恢复较慢。随着促消费政策持续显效，商品零售逐步改善，社会消费品零售总额增速从上季度的-0.7%提高至0.7%。但是，剔除价格因素之后，社消实际增速仍未转正。从限额以上企业商品销售情况来看，商品消费改善主要来自于能源和食品消费快速增长（图4），这两项占总体消费的比重将近三分之一。相比之下，其他基本生活类需求恢复较慢，日用品增长2%，纺织、服装、化妆品同比下降。部分升级类消费需求释放，金银珠宝类、体育娱乐用品类增速由负转正，书报杂志类和文化办公用品类增长近7%。地产行业低迷蔓延至消费领域，导致家具和建筑装潢材料消费延续负增长。在政策支持下，汽车拉动消费的作用开始显现，汽车零售增速由负转正。由于疫情多点多源多链散发，对餐饮业修复形成长期干扰，餐饮收入持续下降。



图4 主要消费品零售指标同比增速对比 (%)

数据来源：Wind。

在国内稳价保供政策持续发力和去年高基数效应的作用下，第三季度 PPI 通胀快速回落，整体 PPI 和生产资料 PPI 当月同比增速分别从去年 10 月份的高点 13.5% 和 17.9% 已回落到当前的不足 1%。不过，工业原料价格走势并不一致。煤炭的定价权在国内，随着煤矿产能加速释放，9 月份煤炭采选业价格已经由涨转跌。而石油和天然气价格取决于国际市场，由于西方国家仍难摆脱俄罗斯能源的制约，国际能源市场持续紧张，国内石油和天然气开采业价格涨幅有所回落但仍处历史相对高位。价格效应从上游向中下游进一步传导，生活资料 PPI 和 CPI 当月分别上涨 1.8% 和 2.8%，其中涨幅贡献较多的是猪肉、燃料和粮食，主要是受到上游成本抬升、去年基数较低和部分消费需求恢复等多重因素的影响。虽然 CPI 整体似乎有通胀压力，但是核心价格和服务价格却持续通缩——当月核心 CPI 增速同比下滑至 0.6%，服务 CPI 增速同比下滑至 0.5%，两个指标已经连续 6 个月不高于 1%。在有效需求不足、劳动力市场疲软背景下，私人消费对经济的支撑作用仍显不足。

二、宏观金融

第三季度信用总量规模为 333.4 万亿元，同比增速从上季度的 10.4% 下滑至 9.9%，为去年第四季度新一轮政策发力以来首次增速放缓。从融资渠道来看，信贷融资延续 2020 年第三季度以来的放缓趋势，主要是受到居民消费贷款增速下滑的拖累；债券融资增速放缓，归因于地方政府债券、城投债和部分企业债券融资增速下滑；非银行金融机构创造的信用增速降幅继续收窄，其中，委托贷款增速转正，2018 年以来的资管新规整改取得阶段性成果，金融服务实体经济的渠道进一步拓宽。从融资部门来看，生产需求改善支撑企业信用融资增速加快（图 5）；中央政府的支出责任增强使得信用融资速度提升；财政发力前置导致下半年地方政府信用融资增速快速回落；居民消费贷款尚未出现趋势性改善，信用融资增速延续放缓。

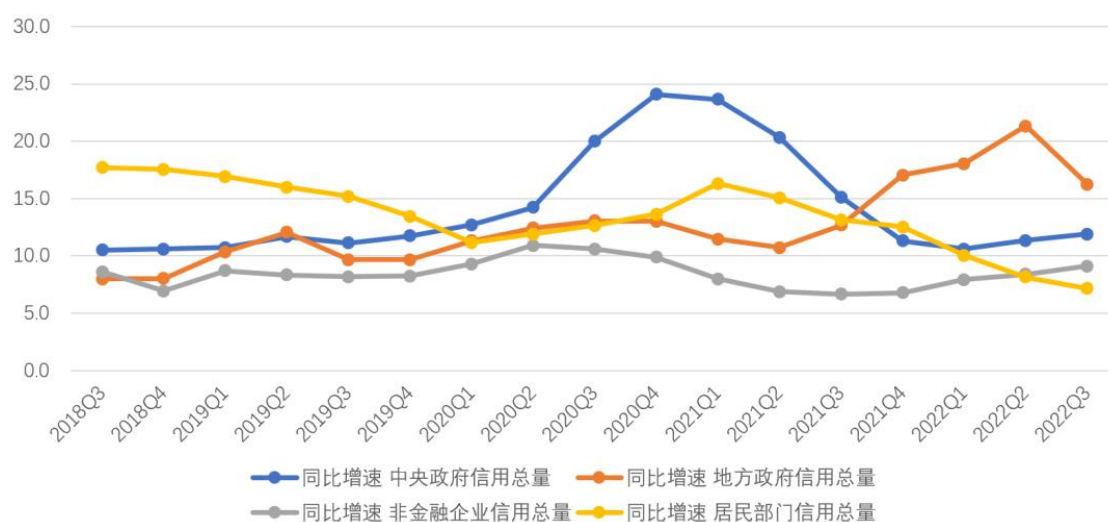


图 5 非金融部门信用总量各部门信用总量同比增速 (%)

数据来源：国家金融与发展实验室。

企业部门

第三季度企业信用总量余额为 182.4 万亿元，同比增速从第二季度的 8.4% 提高至 9.1%（图 6）。从融资渠道来看，企业信贷融资的规模和结构同步改善，规模增速从第二季度的 12.2% 提高至 12.7%，其中，短期贷款和中长期贷款双双提速，票据融资增速放缓但仍处于历史相对高位；同期债券融资增速从 3.7% 下滑至 2.6%，公司债和企业债增速放缓，中期票据和短期融资券融资加快；非银行金融机构为企业创造的信用增速从 -8.4% 收窄至 -5.4%，委托贷款恢复正增长，结束了 2018 年第一季度以来的萎缩态势，信托贷款降幅延续收窄。虽然企业融资加快，但是有近一半的资金以定期存款形式“窖藏”，第三季度企业信用融资增加 2.9 万亿元，定期存款增加 1.4 万亿元。企业信心仍显不足，难免使得货币政策驱动实体经济的效果打折扣。

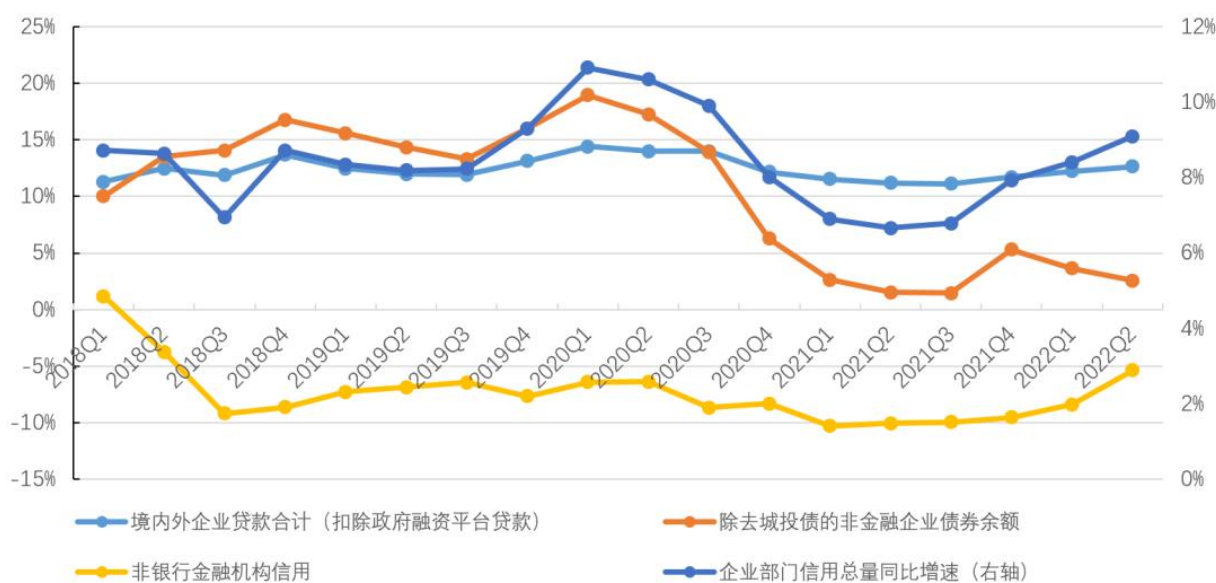


图 6 非金融企业信用总量各科目同比增速 (%)

数据来源：国家金融与发展实验室。

机械制造业的改善程度优于消费品制造业。国内工业原材料的稳供保价政策持续显效，带动上游采矿业产能和利润进一步向常态回调（图 7）。同时，基建发力叠加出口增长扩大了工业产品需求，使得中下游机械工业的成长空间逐步释放，专用设备、电气机械及器材、汽车、仪器仪表等制造业均呈现出产能加快、利润改善的特征。制造业用能需求高增，也拉动电力、热力的生产和供应业的产能加快、利润修复。但是，消费品制造业恢复仍然较慢。疫情反复与房地产市场疲软导致消费品需求不足，农副食品加工、纺织、医药等制造业的产能增速下滑、利润延续下降。从景气指数来看，9 月份制造业的生产 PMI 处于扩张区间，而三项订单 PMI 都在收缩，制造业整体 PMI 紧邻荣枯线上端，反映出供需复苏不平衡导致制造业的恢复基础尚不稳固。分企业规模来看，大型企业的生产、订单和价格 PMI 均优于中、小型企业，意味着保市场主体的政策还需进一步向中小微企业落实。基建发力带动建筑业生产活动加快，建筑业生产和需求 PMI 分别为 60.2%、51.8%。

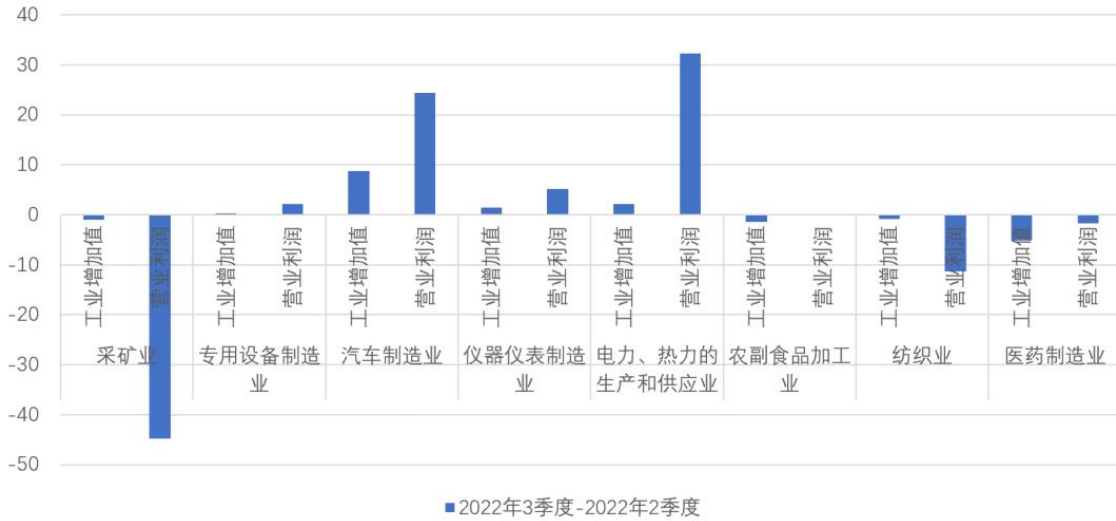


图7 工业增加值与利润同比增速变化幅度（百分点）

数据来源：Wind。

生产性服务业的景气度高于生活性服务业。受到制造业供需恢复的拉动，金融业和信息传输、软件和信息技术服务业等生产性服务业保持快速增长（图8），生产性服务业PMI指数也处于高度扩张区间，9月份邮政、电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务等行业PMI指数均高于60.0%。而生活需求仍显疲软，虽然交运仓储、批发零售和住宿餐饮业等消费性服务业增速回升，但是距离常态水平尚有差距，生活性服务业PMI指数处于深度收缩区间，零售、航空运输、住宿、餐饮、居民服务等接触型聚集型服务行业PMI均低于45.0%。

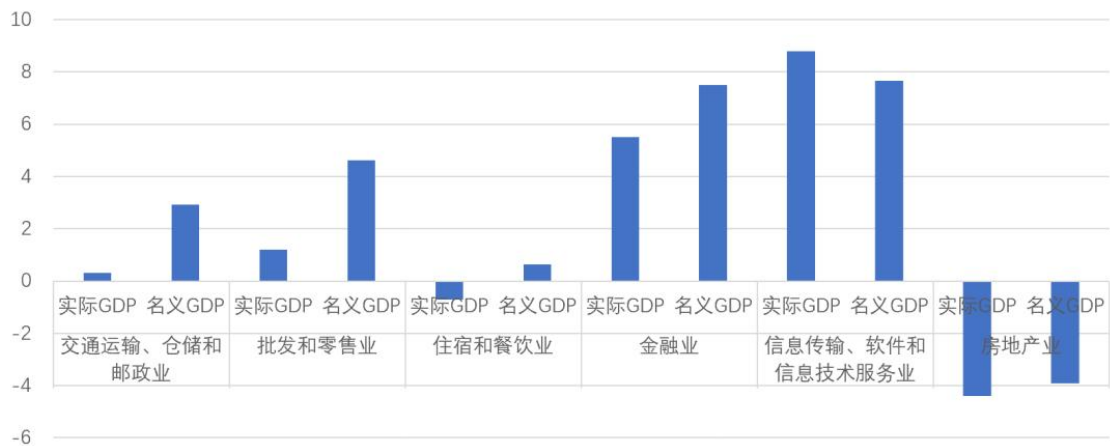


图8 主要服务业GDP同比增速(%)

数据来源：Wind。

政府部门

第三季度政府信用总量余额为76.5万亿元，增速从上季度的18%下降至14.8%，为去年第四季度财政政策转向积极以来首次放缓（图9）。其中，中央政府信用增速从11.4%小幅加快至11.9%，国债筹资加快以强化需求引导供给；地方政府信用增速从21.3%下滑至16.2%，地方政府债券和城投债融资增速

双双放缓，前三季度地方政府合规融资空间基本见顶。虽然地方债务融资增速回落，但是实物工作量持续形成，支撑基建投资延续高增，反映出政府投资实效进一步凸显。在财政收入下降、税期因素以及去年高基数的影响下，第三季度财政性存款同比下降，使得财政发力空间进一步紧缩。需强化对资金和项目使用管理的衔接政策，以平稳过渡第四季度的政府融资空档期。



图9 政府部门信用总量同比增速 (%)

数据来源：国家金融与发展实验室。

政府财政延续“减收增支”特征，赤字和债务压力加大。中央和地方政府收入持续下降，一方面，这与今年税式支出力度大有关，相关税种的税收收入持续下降，另一方面，这也与疫情和房地产市场因素的负面影响有关，部分企业效益和土地出让收入表现不佳。因而，非税收入成为支撑财政收入增长的主要动力，主要在于原油价格上涨带动石油特别收益金专项收入增加、地方政府加大盘活闲置资产力度、矿产价格上涨带动资源收入增加。与此同时，中央和地方政府的财政支出保持增长，支出结构呈现重民生轻基建的特征。政府性基金收入增速持续负增长，土地使用权出让收入下降是主要拖累因素。与上半年表现不同的是，第三季度政府性基金支出累计增速不断下降，除了土地出让收入对应的支出下降以外，专项债发行放缓也使得基建类基金支出增速回落。此轮“减收增支”财政政策已经持续六个月，中央政府发力难以缓解地方政府财政困难的局面，第三季度地方政府的一般公共财政收支赤字和政府性基金收支赤字同时达到历史同期最高赤字水平。多地区的财政空间逐渐缩小，而稳民生、稳基建的压力还在不断加大。同时，新增债务空间较小，化解存量隐性债务的压力也在逐渐攀升。要化解地方政府的赤字和债务压力，根本还在于对中央和地方政府之间财权事权与支出责任不匹配的财政体制进行改革。

大部分地区城投债净融资额下降，弱资质主体和地区下降更明显。地方的财政压力对城投公司的项目回款和财政补贴产生影响，与去年同期相比，今年第三季度城投债总发行量低、总偿还量高，导致净融资额同比下降60%。分发行主体来看，AA级及以下主体净融资规模降幅最大，其次是AAA级和AA+级，AA+级主体占总净融资规模的比重超过90%。分发行地区来看，全国19个地区城投债净融资额同比

下降，包括浙江、山东、广东、上海等经济发达地区；11个地区呈现净偿还态势，多位于西南、西北、东北。从发行利差来看，以AA+级为例，大部分省份发行利差较去年同期收窄，而云南、甘肃、贵州、青海、吉林、天津的发行利差同比上升。

居民部门

第三季度居民信用总量余额为74.5万亿元，同比增速从上季度的8.1%下滑至7.2%，延续了2021年第二季度以来的放缓趋势（图10）。疫情反弹与房地产市场下行，导致居民消费需求疲软，短期和中长期消费贷款延续放缓，目前均处于历史较低增速水平。银行业继续推动普惠型小微企业贷款增速、户数“两增”目标落实，使得居民短期及中长期经营贷款增速改善。与企业部门相比，居民的货币窖藏现象更为显著，第三季度居民信贷融资增加1.2万亿元，居民定期存款增加2.4万亿元，定期存款增量是信贷融资增量的两倍，比例远超往年同期水平。

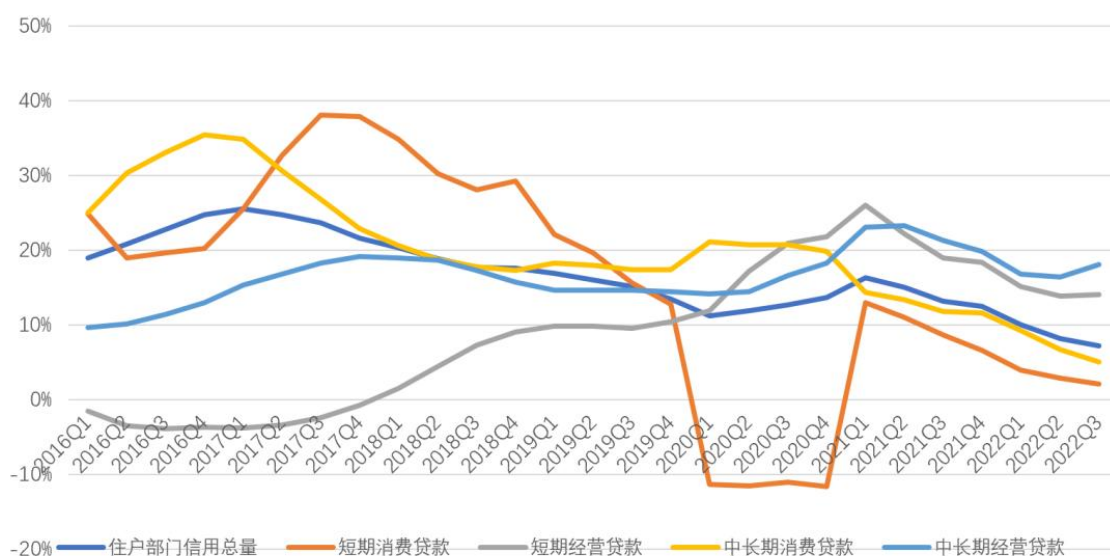


图 10 居民部门信用总量同比增速 (%)

数据来源：国家金融与发展实验室。

虽然国家和地方层面都密集推出许多稳岗扩就业政策，但是，在经济发展放缓、结构性就业矛盾持续、疫情不确定性、毕业生总量高增等多重因素影响下，第三季度就业压力依旧较大，城镇调查失业率为5.5%，与第二季度持平。毕业生群体就业形势有所改善，16至24岁人口失业率从第二季度的19.3%下降至17.9%。9月份疫情多地多点散发，使得当月主体人群和农民工失业率小幅上升，25至59岁人口失业率为4.7%，较第二季度上升0.2个百分点，本地户籍人口失业率为5.4%，上升0.1个百分点，外来农村户籍人口失业率为5.5%，上升0.2个百分点。

居民收入和支出增速自去年第二季度以来首次回升。扣除价格因素，全国居民人均可支配收入的实际增速从第二季度的3%提高至3.2%，已经连续三个季度高于GDP增速，主要得益于工资性收入、经营净收入增长改善。全国人均消费性支出的实际增速从第二季度的0.8%提高至1.5%，食品、生活用品及

服务、交通和通信支出增速提高。若居民收入能够延续改善，将进一步释放居民消费潜力，增强内需对经济增长的拉动作用。

三、三种通胀格局

今年货币政策力度很大，前三季度 M2 增加 24 万亿元，增量超过 2021 年全年水平，拉动 M1 增速自年初以来持续回升（图 11）。但是宽流动性对经济增长的刺激力度不及往年，前三个季度经济实际累计同比增速分别是 4.8%、2.5%、3%，并且经济复苏过程中出现三种分化，一是上游和中下游的分化，二是生产活动和生活活动分化，三是房地产行业和其他行业的分化。分化的根本原因是内需不足，由此，我国正呈现出与其他发达国家不同的通胀格局。

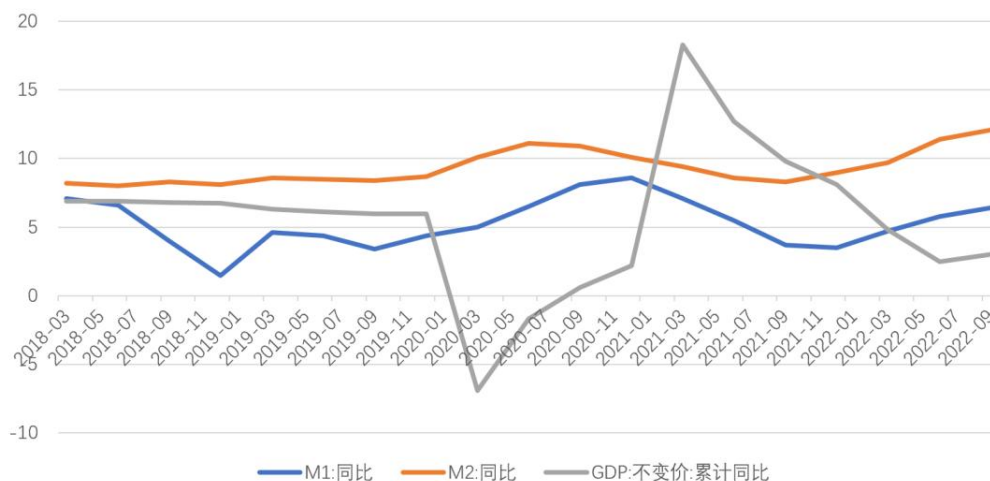


图 11 货币供应与经济增长增速 (%)

数据来源：Wind。

在美国、中国、欧元区、日本等前四大经济体中，今年以来呈现出三种不同类型的通胀格局，即美国的内生性通胀、中国的内生性通缩和欧、日的输入性通胀（图 12）。三种通胀格局的原因、影响和应对措施各有差异。

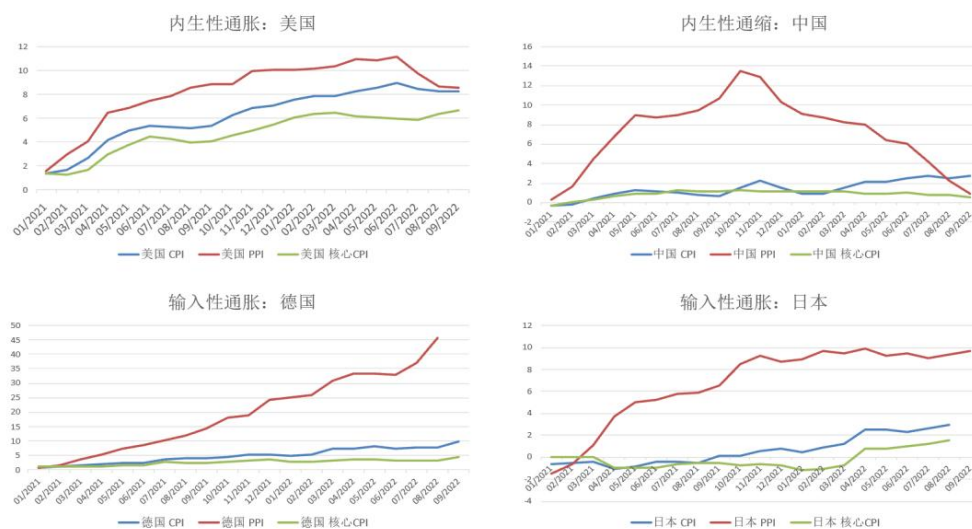


图 12 2021 年 1 月-2022 年 9 月前四大经济体的通胀态势 (%)

数据来源：CEIC。

注：“核心 CPI”为扣除食品和能源的 CPI。

内生性通胀：美国

美国的内生性通胀是经济内部总需求扩张导致的需求拉动型通胀，受旺盛需求的拉动，这种通胀表现为几乎同时上涨的 PPI、CPI 和核心 CPI。自去年 3 月份以来，美国的 CPI 和 PPI 同时高企，今年 9 月份 CPI 和 PPI 高达 8% 和 9%，特别是核心 CPI 也录得近 7%，各项物价指数均为两次石油危机以来的最高值。

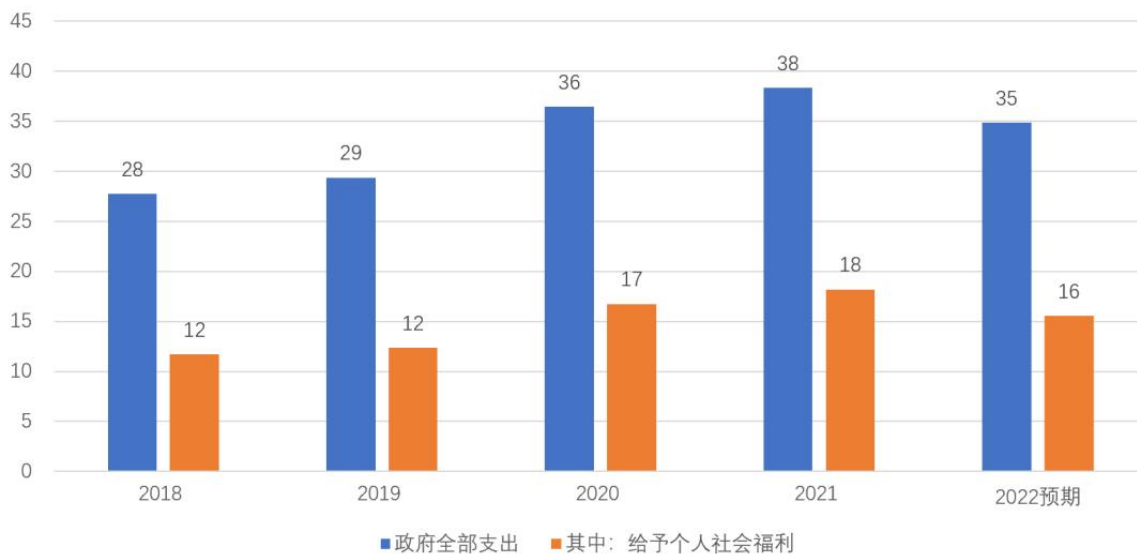


图 13 美国政府支出 (万亿美元)

数据来源：CEIC。

为了应对两次石油危机以来最为严重的通胀压力，自今年 3 月份以来，美联储采取了持续、大幅度加息的激进紧缩政策。然而，回顾疫情以来美国的财政货币政策可以发现，当前这场通胀恰恰是 2020 年新冠疫情爆发后，美联储联手美国财政部采取的极其激进的 MMT（现代货币理论）政策所致。简单地说，就是“直升机撒钱”。首先是美国政府史无前例的财政扩张政策。在疫情爆发后的 2020 和 2021 两年，美国政府全部支出分别为 36 万亿和 38 万亿美元，两年合计较往年增加了 16 万亿美元。增加的财政支出主要是用于补贴受疫情影响的美国家庭部门。2020 和 2021 两年财政给予个人的社会福利支出分别为 17 万亿和 18 万亿美元，两年合计较往年增加了 11 万亿美元——在两年疫情期间，每个美国人平均获得了相当于人均年收入一半、共计约 3 万美金的政府补贴。

财政支出的大幅增加当然不是来自于征税，而是来自于史无前例的货币扩张政策。2008 年美国狭义货币供应量为 1.63 万亿美元，至 2019 年达到 4.04 万亿美元，11 年时间只增加了约 2.4 万亿美元。新冠疫情爆发后，2020 年美国狭义货币供应量飙升到近 18 万亿美元，2021 年底达到近 21 万亿美元。仅仅用两年时间，货币扩张了 5 倍之多，增加了 16 万亿美元——这与美国财政支出两年增加的数额完全相等。

货币供应量飙升的背后是美联储大规模的“扩表”：从2020年初至2021年底，美联储资产从4.4万亿美元翻番达到8.9万亿美元，其中，美联储持有的美国国债占国债存量的比重从13%上升到24%，持有的资产证券化产品占存量的比重从41%上升到69%。

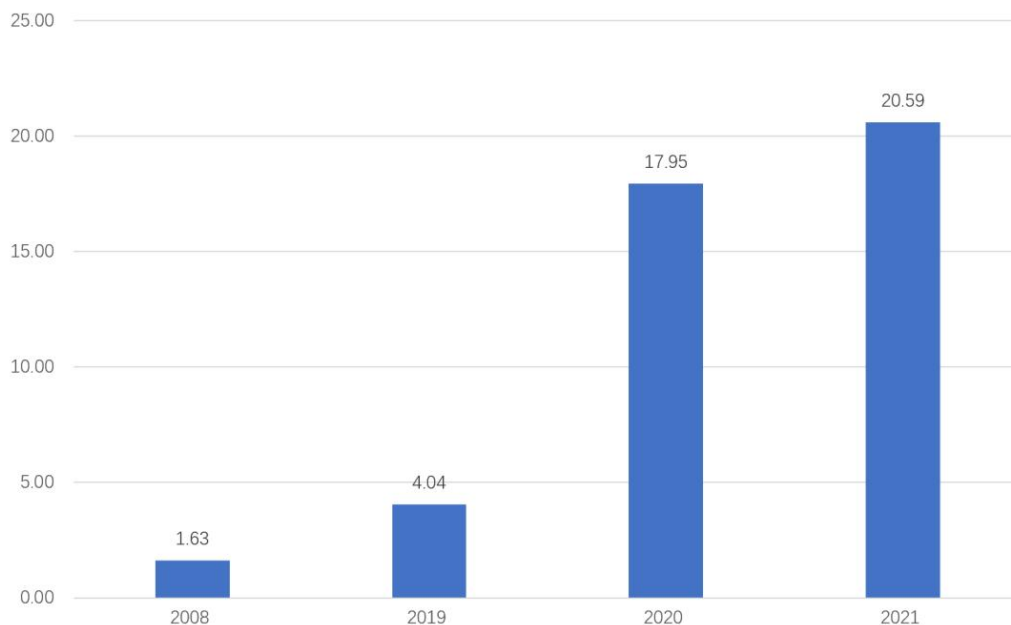


图 14 美国狭义货币供应量 M1 (万亿美元)

数据来源：CEIC。

所以，美国的通胀完全是因为货币政策印钞票、财政政策补贴家庭的结果——这是二战以来从未发生过的情况。对于这种量化宽松导致的通胀，仅仅是加息这种价格政策很难收回数量政策（量宽）泼出去的“水”。可以看到，尽管美联储在缩表，但截止8月份美国的M1依然保持在21万亿美元。同时，与2000年、2005年加息相比，美国联邦基金利率尚处于较低的位置（图15），更不用说跟两次石油危机期间相比——当时联邦基金利率超过了20%。



图 15 2000 年以来美、欧、日货币政策基准利率

数据来源：同花顺。

总之，为应对两次石油危机以来最严重的通胀，美联储加息缩表的步伐还将至少持续到明年上半年，直至美国经济出现明显衰退的迹象。在此期间，美元将继续保持强势地位。

输入性通胀：欧元区和日本

欧元区和日本的输入性通胀是国际石油、天然气价格上涨导致的成本推动型通胀，在内需羸弱的情況下，这种通胀表现为飙升的 PPI，但同时低得多的 CPI 和核心 CPI（图 12）。尤其是严重依赖俄罗斯能源的欧元区，能源价格涨幅已经远远超过两次石油危机期间。以德国为例，自 2021 年下半年全球石油、天然气价格上涨以来，PPI 就高达两位数，今年由于俄乌战争，8 月份更是达到 46%。与高企的 PPI 相比，德国的 PPI 和核心 CPI 要低很多，但在 9 月份 CPI 达到了 10%，核心 CPI 达到近 5%，均为二战以后的历史最高水平。

对于当前的通胀问题，欧央行于 9 月份采取了加息措施（图 15），预期至年底可能继续加息 75 个 bp。然而，由于两个原因，欧央行加息政策可能收效有限。其一，与美国的内生性通胀不同，欧元区面临的输入性通胀取决于外部石油、天然气价格。之前的报告中我们提到，全球正处于一个能源需求大幅跃迁的时期，能源价格可能将长期维持在高位。以石油价格为例（图 16），虽然石油现价在 2022 年已经达到 1861 年以来的历史最高位，但是，从石油可比价看，截止 2021 年依然只有 71 美元/桶，远低于两次石油危机期间的 110 美元/桶和 2011 至 2013 年间的 120 美元/桶。

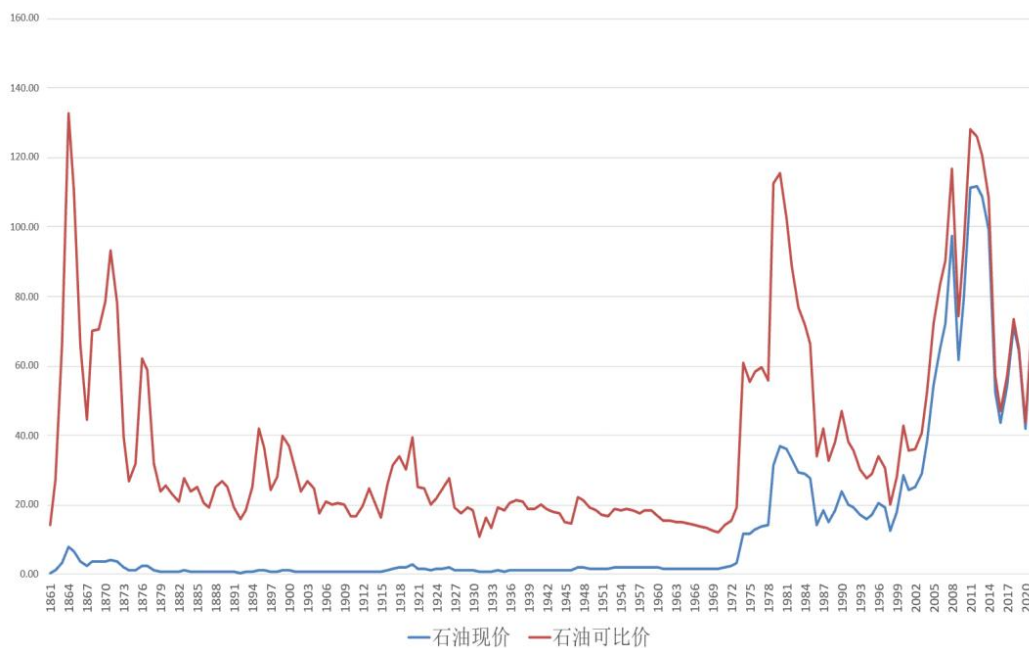


图 16 1861-2022 年石油价格

数据来源：CEIC，英国石油公司。

其二，欧元区 19 个成员国的各项经济指标正在迅速分化，加息可能导致南方国家经济雪上加霜。从欧债市场的反应看（图 17），自今年 3 月份俄乌战争以来，希腊、意大利等南方国家的国债相对于德国国债的利差再次大幅上升，充分反映了市场对南方国家再次陷入主权债务危机的担忧。



图 17 希腊和意大利十年期国债与德国国债利差 (bp)

数据来源：CEIC。

与欧元区相比，由于对俄罗斯能源的依赖较低，日本输入性通胀的程度也要低很多。PPI 自去年底以来维持在 10% 左右的水平，同时，受长期人口负增长的影响，核心 CPI 在今年 4 月份之前一直是负增长，4 月份开始正增长，但最高也只有 1.6% 的水平。由于通胀压力较低，截止 10 月份，日本无担保隔夜拆借利率（日本银行的货币政策基准利率）依然为负值，日本的负利率政策已经维持了 6 年（图 15）。

内生性通缩：中国

与美、欧不同，中国正在面临的是内需不足导致的内生性通缩（图 18）。观察中国的 CPI，近期似乎有通胀压力。自今年 4 月份以来，CPI 已经连续 5 个月突破 2%。9 月份，CPI 中粮食和猪肉价格同比高达 3.6% 和 36%，受此影响，CPI 达到了 2.8%。然而，观察中国的核心 CPI 和 PPI，则是一番通缩景象。核心 CPI 自 4 月份就跌破 1%，9 月份仅为 0.6%。一般以为，核心 CPI 在 1% 以下就可以认为经济进入到通货紧缩状态。与此同时，去年下半年以来由能源生产资料价格推动的高 PPI 持续回落，今年 9 月份已经低至 0.9% 的水平。按照这种趋势，第四季度可能就会进入到 PPI 通缩状态。

从长期趋势来看，中国的内生性通缩是人口负增长的自然结果。2010 年中国劳动年龄人口占总人口比重达峰，2015 年劳动年龄人口达峰，2022 年很可能总人口达峰。在这种人口态势下，自 2011 年以来，整个投资增长率就一直处于趋势性下滑的态势，第二产业（尤其是制造业）、第三产业（尤其是房地产

业) 都呈现出投资持久萎靡的状态。在投资萎靡的过程中, 名义贷款利率和真实贷款利率也都处于下降的趋势。投资增长率和贷款利率的双双下降反映的是人口负增长的长期影响: 资本边际报酬持久下滑。

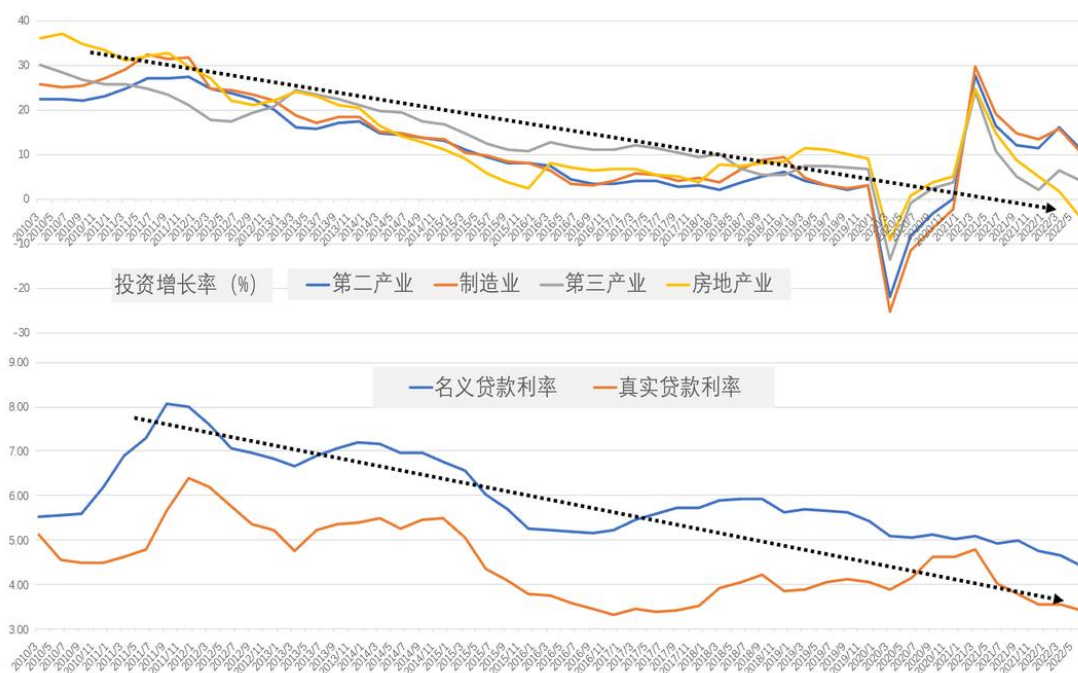


图 18 中国的投资增长率和贷款利率

数据来源: CEIC。

注: “名义贷款利率”为贷款加权平均利率; “真实贷款利率”为名义贷款利率减去核心 CPI。

从短期态势看, 疫情冲击是造成内需不足和内生性通缩的直接因素。疫情冲击使得居民和企业的信心受挫, 内需疲软。今年截至 9 月份, 在地方政府专项债的带动下, 累计社融同比增速保持在 12%左右, 但是, 非金融企业中长期贷款增速仅为羸弱的 3.8%, 居民中长期贷款更是低至-50.9%。9 月份的城镇消费同比为 2.5%, 海关统计的进口同比陷入负增长。

能够反映当前疫情影响的一个直接指标是新冠肺炎疫情的医学观察人数(图 19)。自 2020 年初新冠肺炎疫情爆发以来, 医学观察人数有三个高峰: 其一是 2020 年初疫情刚爆发时; 其二是今年 3 月份上海疫情爆发期间; 其三是今年 9 月份以来。从 10 月 15 日起, 医学观察人数已超过 40 万人, 正接近今年 3 月份的高点。

新型冠状病毒肺炎:医学观察人数(现有):中国

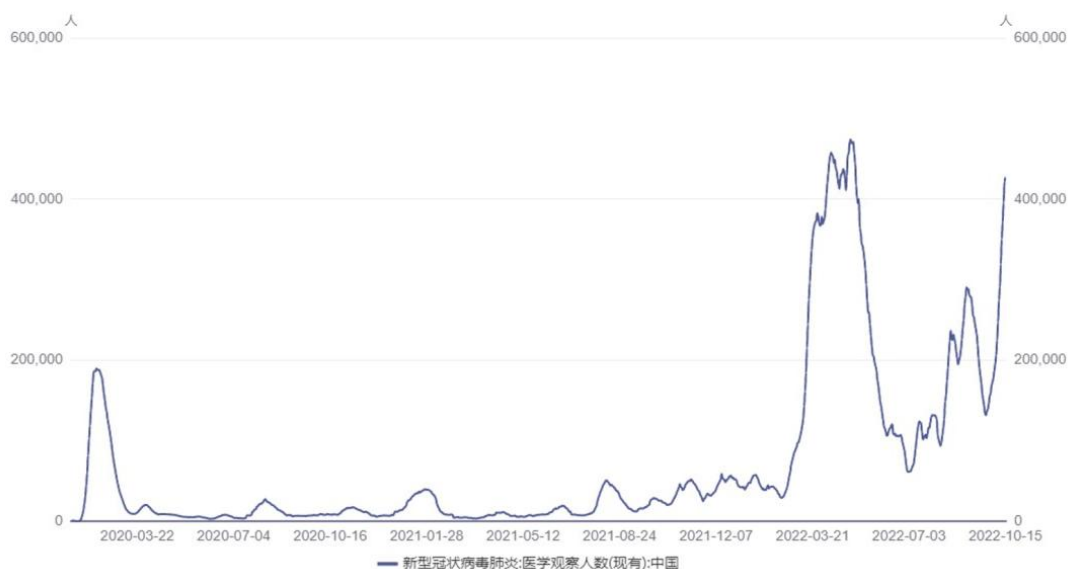


图 19 新冠疫情医学观察人数

数据来源：同花顺。

随着欧美经济的收缩，疫情的反复冲击可能会给经济带来更大压力。对于我国经济面临的长期问题，我们认为，在党的二十大之后，随着各项政策措施的推行，最终将得到彻底解决。

下阶段，首先是要持续加大保供稳价政策力度，保障产业链供应链顺畅运转，释放中下游企业及中小企业的盈利空间。其次，在疫情常态防控下保证正常的生产生活秩序，加强财政、货币、产业、就业、收入等系列政策的协调配合，扩大民间投资，促进居民消费，提振内需。最后，防范化解房企资金链风险，尽快探讨推进房地产发展新模式。财政政策方面，一是调整中央与地方的财权事权与支出责任之间的分配，由中央财政承担更多的支出责任，减轻地方政府的财政压力。二是适当扩大地方政府的财政空间，通过现金补贴、税式支出、转移支付等方式支持实体经济发展，稳定和提振市场信心。三是强化衔接资金项目管理，打好第四季度收官之战。货币政策方面，一是强化结构性货币政策工具的使用，支持重点领域和薄弱环节，撬动更多有效投资和消费。二是维护房地产市场融资平稳，引导个人住房按揭贷款利率下行，支持刚性和改善性住房需求，推动“保交楼”专项借款加快落地使用。三是保持货币政策的相对独立性，继续实施逆周期调节和跨周期调节，以扩大内需为战略基点，深化“以国内大循环为主体、国内国际双循环”新发展格局，释放经济增长的内生动力。

（内容来源：国家金融与发展实验室）

准财政发力，地方财政受限——2022Q3 地方区域财政

殷剑峰 上海金融与发展实验室 理事长

王蒋姜 国家金融与发展实验室 宏观金融研究中心助理研究员

摘要

2022年财政政策前置发力，下半年财政发挥积极作用助力稳增长的空间受限。收入端，第三季度一般公共预算收入持续负增长，政府性基金收入持续下滑，专项债发行大幅回落，净融资额下滑至历年同期最低规模。支出端，疫情常态化下，民生支出需求进一步提升。持续减收增支背景下，一般公共预算赤字和政府性基金赤字均达到历史最高峰。下半年财政积极发挥稳经济作用主要靠准财政工具。财政稳民生由传统财政支撑，而稳投资稳基建则主要由准财政工具发挥作用，通过政策性开发性金融工具撬动社会资金参与基础设施建设，扩大财政的投资乘数，有效发挥财政引导投资作用。第三季度中央财政发力，但难以缓解地方财政压力。第三季度中央和地方财政收支表现出增量和存量变动相悖的特征。从增量来看，第三季度地方收入增速高于中央，而支出增速低于中央，地方收支矛盾趋缓，但地方财政赤字规模增幅远高于中央，创历史新高。同时，第三季度国债发行较高，地方债发行大幅回落，但债务存量增速地方明显高于中央。可以看出，虽然第三季度中央开始发力，但难以改变地方政府财政困难的局面，根本解决之道在于中央和地方政府之间的事权和支出责任的改革。第三季度多地地方财政空间逐渐缩小，各地稳民生、稳基建的压力都在不断加大。一是第三季度除资源型地区外的省份财政收入均大幅下滑，但支出需求持续增长，各地财政赤字规模不断扩大。二是房地产市场冲击下，土地财政收入下滑，难以支撑基建项目支出。三是在防范化解债务风险的背景下，专项债发行空间逐渐见顶，各地新增债务空间较小，化解存量隐性债务的压力也在逐渐攀升，同时债务的还本付息也进一步挤压地方政府的财政空间。积极的财政政策需要财政空间的支撑。第三季度传统财政稳民生，准财政稳基建，财政空间已经见顶，更需要财政政策和金融工具的配合来引导社会资金的参与，尤其需要注意，明年各项救助纾困政策到期，需要财政政策和货币政策有效协调配合来助力政策实现由非常规转为常规化发展的平稳过渡。

一、第三季度准财政接力

2022年第三季度积极财政继续助力经济稳增长，准财政工具成为基建投资的主要支撑。2022年财政政策整体前置，下半年财政存量空间逐渐见顶，财政稳经济力度不减的情况下，准财政工具成为支撑稳基建、稳民生、稳经济的主要方向。

传统财政空间紧缩

财政收入增速降幅收窄，非税收入成为主要支撑力。首先，第三季度一般公共预算收入持续负增长，但降幅有所收窄，1-9月一般公共预算收入增速-6.6%，扣除留抵退税因素后增速为4.1%，财政收入增速

有所回升。留抵退税政策持续助力企业纾困，截至9月20日，已退增值税留抵退税款达2.2万亿元，其中中小微企业占比达92%。其次，受留抵退税政策持续影响，三季度税收收入增速持续下滑，1-9月税收收入累计同比-11.2%，但留抵退税的政策影响不断缩小，8月税收收入当月同比首次回正，扣除留抵退后累计增长1.1%，9月留抵退税基本完成，预计第四季度税收收入增速可以回升。最后，第三季度非税收入成为支撑公共财政收入增长的主要动力。第三季度非税收入持续高速增长，1-9月累计增速达23.5%（图1），其中9月份当月同比增速近40%，主要原因在于原油价格上涨带动石油特别收益金专项收入增加以及地方政府加大盘活闲置资产力度以及矿产资源价格上涨带动的收入增加。

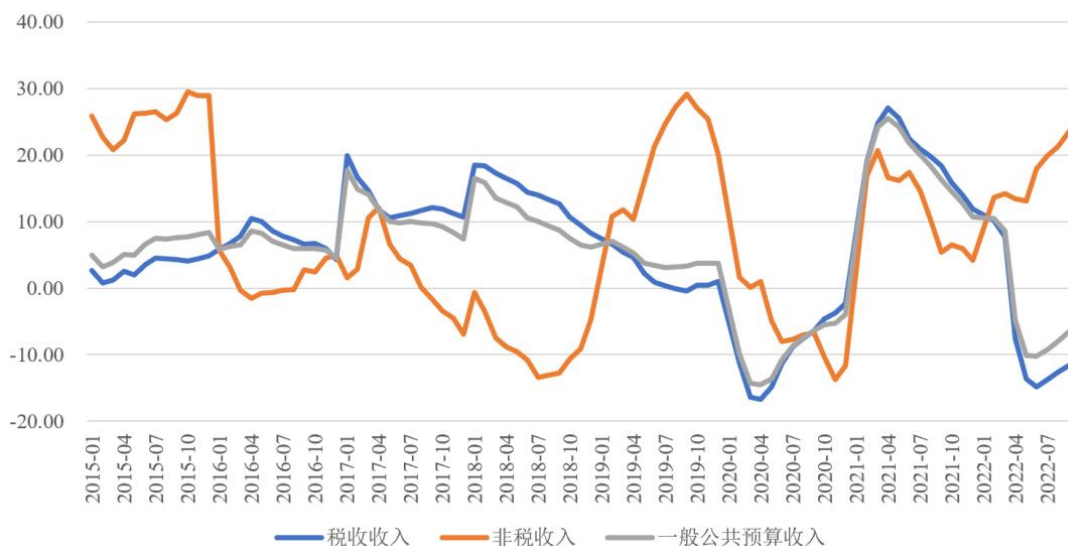


图1 一般公共预算收入、税收收入及非税收入累计同比增速变化 (%)

数据来源：Wind，国家金融与发展实验室。

财政支出结构变动，支出进一步倾向民生领域。上半年财政支出进度较慢，第三季度财政支出进度明显加快，推动财政资金尽快进入实体经济，截至9月底，财政支出累计已完成预算进度的71.3%，支出进度与去年相当。1-9月一般公共预算支出累计同比增速6.2%，支出增速持续增长，支出更多倾向于社保就业及医疗卫生等民生类支出。其中卫生健康支出增速最快，1-9月卫生健康支出累计同比增长10.7%，仅9月当月同比增速达到24.6%，成为带动支出增长的主要因素（图2），第三季度全国各地疫情相继爆发，疫情的持续发展以及核酸检测等常态化支出责任，已经对各地财政支出形成很大的压力。与上半年支出表现不同，第三季度基建类支出增速放缓，城乡社区事务、交通运输、农林水事务等基建类支出增速在9月均大幅回落，上半年增速较快的科学技术支出增速也在9月大幅回调，第三季度财政支出呈现明显的重民生轻基建的特点。



图2 一般公共预算支出项目当月同比增速变化(%)

数据来源：WIND，国家金融与发展实验室。

政府性基金收支增速持续背离，但差距在不断缩小。第三季度政府性基金收入增速持续负增长，1-9月全国政府性基金预算收入累计同比-24.8%。其中，国有土地使用权出让收入累计同比增速-28.3%。与上半年表现不同的是，第三季度政府性基金支出累计增速不断下降，1-9月累计增速下滑至10.6%，相对于6月底29.5%的增速下降了近20个百分点，其中9月政府性基金预算支出当月同比增速为-40.3%。其中国有土地使用权出让收入安排的支出下滑幅度不断扩大，9月累计同比下降至-15.2%，较年初2月份下降了7个百分点（图3）。同时其余基建类基金支出增速也大幅回落，主要原因在于第三季度专项债发行放缓，难以支撑政府性基金基建项目支出。

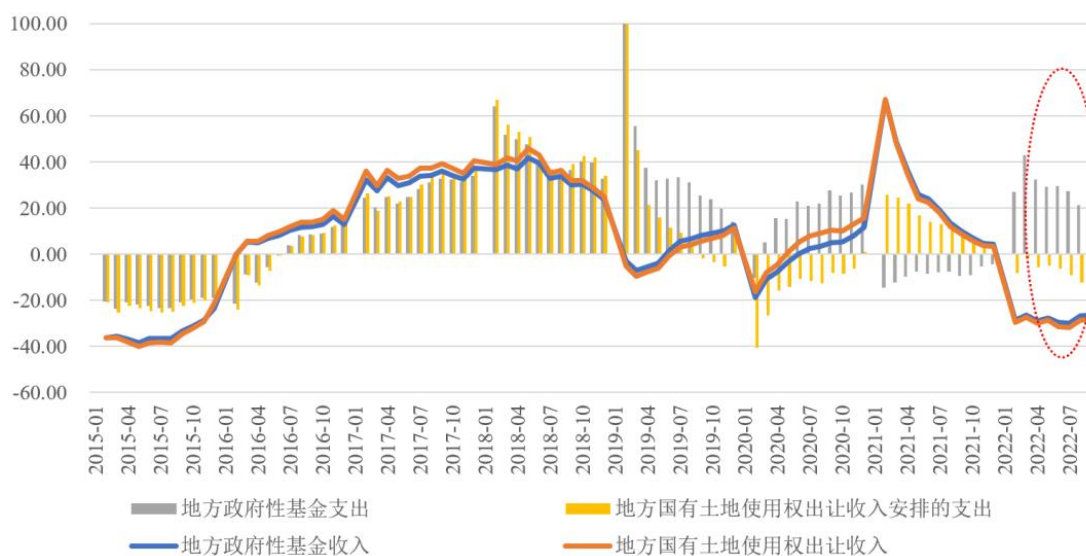


图3 全国政府性基金收支同比增速变化(%)

数据来源：WIND，国家金融与发展实验室。

专项债发行回落，地方政府债券发行进入尾声。第三季度地方政府债券发行呈现规模小、专项少、新增少三个特点。一是第三季度地方政府债券发行大幅回落，7-9月份整体发行仅1.1万亿元，同比增速-51.7%，远低于往年同期发行规模（图4）。二是专项债发行速度大幅下滑，第三季度一般债券发行规模占比较高，主要受财政政策前置影响，上半年专项债已发行全年限额的92.9%，可发行空间见顶，支撑基础设施建设的空间也大幅缩小。三是新增债券发行比重较小，今年新增地方政府债券发行集中在上半年，第三季度发行地方政府债券多以再融资债券为主，8月再融资债券发行占比上升至84%，同时净融资规模为自发行以来季度历史最低，也为历史同期首次净融资进入负值。

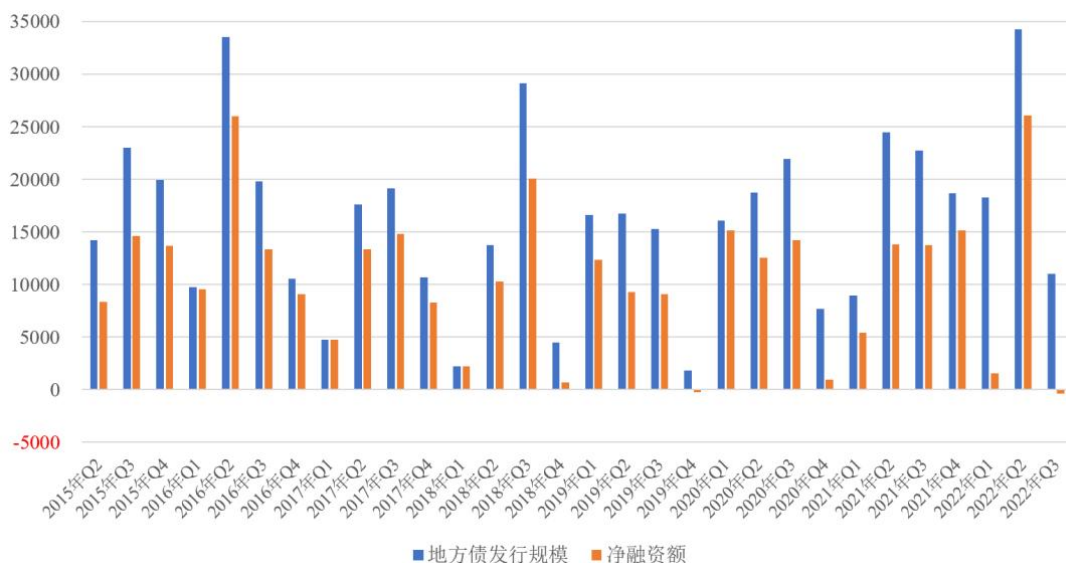


图4 地方政府债券发行与净融资规模变化（亿元）

数据来源：WIND，国家金融与发展实验室。

第三季度财政持续减收增支，财政赤字不断扩大。1-9月总财政赤字（一般公共预算赤字+政府性基金赤字）7.2万亿元，达到历年最高峰。一般公共预算收入累计增速持续低于支出增速，即使扣除留抵退税后的公共财政收入增速也低于支出增速，公共财政赤字增至3.7万亿元，为历年同期最大赤字规模，政府性基金收支增速差距虽然在不断缩小，但基金收入增速下滑幅度较大，政府性基金赤字远高出历年所有时期赤字规模。可以看出，在疫情常态化发展下，税收收入增速缓慢，政府性基金收入在土地市场冷却的背景下持续下滑，仅非税收入的增长难以补充财政空间，传统财政工具难以支撑财政稳经济的需求，同时地方政府债券发行空间见顶，下半年财政助力稳经济更需要准财政工具发挥作用。

准财政工具助基建

下半年财政积极发挥稳经济作用主要靠准财政工具。财政稳民生主要由传统财政收入支撑，而稳投资稳基建则主要由准财政工具发挥作用，借助金融工具，与财政政策相互配合，通过政策性开发性金融工具撬动社会资金参与基础设施建设，扩大财政的投资乘数，有效发挥财政引导投资作用。

第一，增加 3000 亿元政策性金融工具助力经济回稳。由国家开发银行、中国农业发展银行设立专门的基础设施基金公司，运用政策性、开发性金融工具，通过发行金融债券等方式支持重大基础设施项目，补充包括新型基础设施在内的重大项目资本金，为专项债项目资本金搭桥，扩大有效投资。政策性金融工具的推出对于下半年尤其是第四季度财政支出特别是基建支出形成强有力的支撑。

第二，盘活 5000 多亿元地方政府专项债务限额存量。第三季度财政部指导地方政府依法用好专项债务结存限额，同时扩大专项债券资金投向领域和专项债券用作项目资本金的范围，重点支持交通基础设施、能源、农林水利、生态环保、社会事业、城乡冷链等物流基础设施，市政和产业园区基础设施，国家重大战略项目，保障性安居工程，以及新能源项目和新型基础设施项目建设，尽快在 10 月底前发行完毕，为第四季度重点基础设施建设项目提供充足的资金。

第三，调增政策性银行 8000 亿元信贷额度。自 2022 年 6 月起增加三大政策性银行对农业、水利、航空等各项重点基础设施建设的银行信贷额度以支持基础设施建设。央行重启抵押补充贷款（PSL），通过政策性银行向实体经济释放更多的流动性，10 月 8 日，央行公布三家政策性银行净新增抵押补充贷款 1082 亿元，PSL 余额自 2020 年 2 月以来首次月度正增长，通过政策性金融工具扩大重点领域信贷需求，面对经济下行压力，为基建、地产等重点领域提供更多的低成本融资资金，撬动更多信贷需求，推动经济稳定发展，同时中央财政对 2023 年 3 月 31 日前实际投入到项目的基金股权投资额予以贴息支持，推动重要项目有序落地。

二、第三季度中央发力，难以缓解地方财政压力

第三季度中央和地方财政收支表现出增量和存量变动相悖的特征。从增量来看，第三季度地方收入增速高于中央，而支出增速低于中央，但反映在赤字规模中，地方赤字增速高于中央，赤字规模创历史新高。另外，第三季度国债发行较高，地方债发行大幅回落，但债务存量增速地方明显高于中央。可以看出，虽然第三季度中央开始发力，但难以改变地方政府财政困难的局面，根本解决之道在于推动中央和地方政府之间的事权和支出责任改革。

地方收支矛盾趋缓，难解赤字压力

从收入端来看，第三季度中央和地方的总财政收入增速均在回升，但央地表现大为不同。第三季度地方政府主要表现为一般公共预算收入增速上升较快，尤其 9 月地方政府公共财政收入当月同比大幅提升至 11.65%。中央政府性基金收入增速回升较快，9 月累计同比增速回正，地方政府性基金收入持续负增长，主要受土地出让收入拖累。

从支出端来看，第三季度中央和地方的总财政支出增速均在下滑。第三季度中央政府主要表现为一般公共预算支出增速持续上升，1-9 月累计同比增速增至 7%，而地方政府一般公共预算支出增速小幅下降。从政府性基金支出来看，受土地市场冷却以及专项债发行回落影响，中央和地方政府性基金支出增速均在下滑，国有土地出让收入安排的支出和其他基建项目支出增速同时下降。

从收支增速变动来看，地方政府收支矛盾趋缓，但赤字规模依旧持续上升至历史最高峰（图 5）。原因在于 2022 年财政稳经济政策整体前置，上半年稳经济主要为地方政府发力，承担主要支出责任，第

三季度虽然中央开始发力，但很难缓解地方政府的财政压力。一方面，疫情常态化以及稳就业等民生类支出责任依旧由地方政府承担；另一方面，房地产市场降温，土地市场冷却的情况下，地方政府的土地出让收入持续下滑，中央和地方政府之间因权责不对等形成的财政压力分化进一步加大。第三季度中央政府主要表现为一般公共预算收支顺差的扩大，政府性基金收支自5月以来一直保持基金赤字。而第三季度地方政府一般公共预算收支和政府性基金收支赤字均在持续扩大，并同时达到同期最高赤字水平。

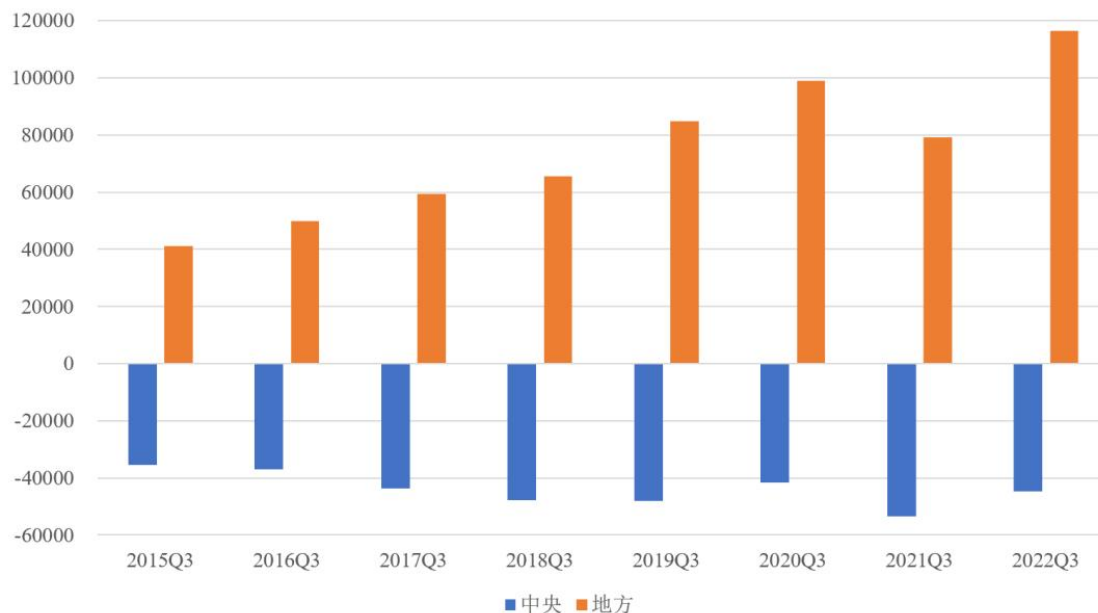


图5 中央及地方总财政赤字¹规模变化（亿元）

数据来源：WIND，国家金融与发展实验室。

国债发行加快，难缓地方债务风险

政府债务发行结构大变动，国债成为债务发行主力。第三季度政府债务发行以国债为主，国债发行同比增长60.6%（图6），发行规模占总政府债务²的比重为55.5%，为2015年以来季度发行最高占比。而受上半年债务发行前置影响，第三季度地方政府债券发行空间较小，发行增速大幅下滑，第三季度发行同比降至-51.7%，发行占比仅20.13%，为历年同期最低占比，同时城投债受严监管和经济形势下行影响，发行同比持续下滑，且净融资额仅0.2万亿元。可以看出，第三季度政府债务融资以中央政府的国债融资为主。但结合政府债务的存量规模来看，国债余额较去年同期增长11.8%，相对于第二季度债务存量占比仅提升0.75个百分点，而地方政府债券余额同比增长20.3%，在政府债券中占比依旧保持最高，城投债发行速度虽然减慢，但债券存量比重并未发生变动。从杠杆率水平来看（图7），自2020年末起中央杠杆率³一直保持稳定在20%左右，而地方政府杠杆率⁴持续上涨，第三季度依旧高达40.5%，主要原因在于上半年专项债的大规模发行造成地方政府债务压力不断增加，即使第三季度国债发行加速，并不能改变地方政府债务风险持续上升的局面。

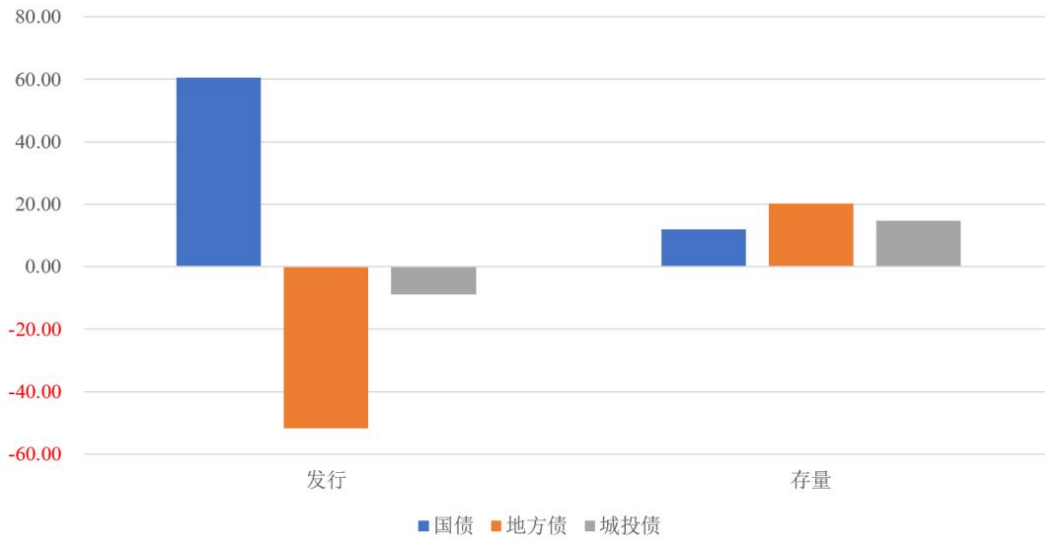


图6 2022年第三季度债务发行和存量同比增速对比 (%)

数据来源：WIND，国家金融与发展实验室。

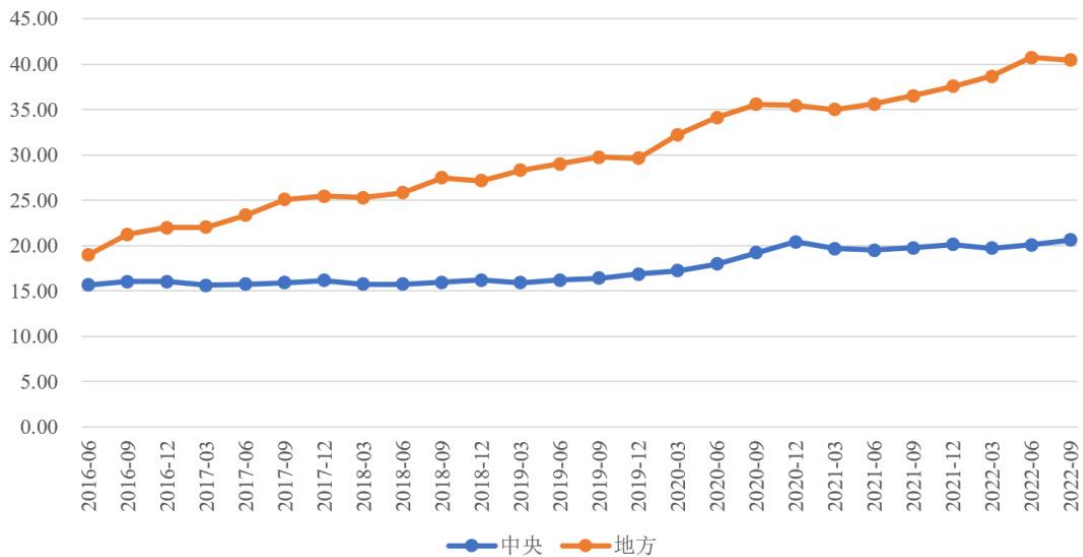


图7 中央及地方政府杠杆率水平变化 (%)

数据来源：WIND，国家金融与发展实验室。

三、地方财政空间受限

第三季度多地地方财政空间逐渐缩小，各省市稳民生、稳基建的压力都在不断加大。一是多地财政收入持续下滑，但支出需求持续增长，各地财政赤字规模不断扩大。二是房地产市场冲击下，土地财政收入下滑，难以支撑基建项目支出。三是在防范化解债务风险的背景下，专项债发行空间逐渐见顶，各地新增债务空间较小，同时化解存量隐性债务的压力也在逐渐攀升。

从收入端来看，第三季度除资源型地区外的省市财政收入均大幅下滑。截至2022年8月，仅内蒙、山西、陕西、新疆、宁夏和江西的财政收入实现正向增长，其中以煤炭资源为主的内蒙、山西、陕西、新疆受煤炭和石油价格大幅上涨的影响，财政收入增速均在17%以上，尤其内蒙古8月累计同比增速达

31.7%，扣除留抵退税因素后的财政收入增速更高，均远高出其他省份的财政收入增速，可以看出资源型地区的财政收入增速主要源于矿产资源相关税种的高速增长。扣除留抵退税后，东北地区的辽宁、吉林、华中地区的上海、江苏以及华南地区的广东、海南财政收入依旧负增长，这主要是受疫情冲击的影响。另一方面，各省市的土地出让收入除甘肃实现同比正增长之外，其余省市的土地出让金同比均明显下滑，宁夏、内蒙古、山西下滑幅度相对较小，而华中华南地区同比增速均下滑超 30%。

从支出端来看，第三季度除河南、天津外，其余地区财政支出都明显正增长。进一步来看，只有内蒙、山西、陕西、新疆地区的支出增速低于收入增速，其余省市的支出增速均明显高于收入增速（图 8）。因此，仅从一般公共预算来看，除资源型地区外，各地均面临收不抵支的状态，财政收支平衡压力较大。反映到财政赤字，截至 2022 年 8 月，仅上海市实现财政收支盈余，其余所有地区财政赤字不断扩大，均达到历年同期最高值。但上海市 9 月数据表明，9 月上海财政收支也由盈余转为赤字，为历年同期之最。因此，总的来看，全国各地地方公共财政均面临很大的压力，财政持续收不抵支，难以维持日益增长的公共需求。

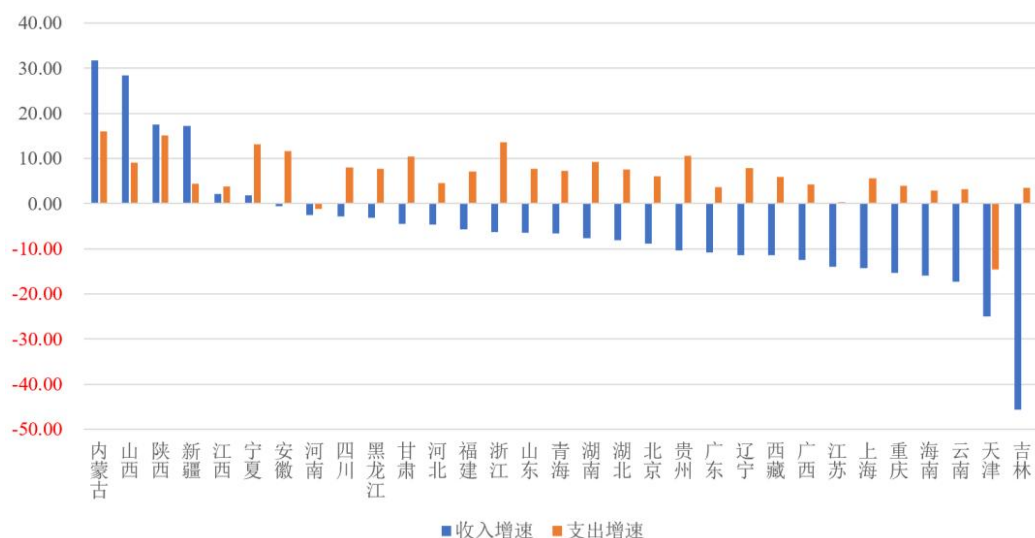


图 8 2022 年 1-8 月各省市一般公共预算收支累计同比增速 (%)

数据来源：各省市财政厅，国家金融与发展实验室。

在防范化解债务风险的背景下，各省市债务空间也进一步紧缩。第一，目前各地隐性债务化解依旧任重道远。2022 年财政部通报多起地方政府违规举借新增债务和化债不实的情况，基本从源头上限制了地方政府向外融资的渠道，城投债发行也陷入低潮期，同时也缩窄了合规化解存量隐性债务的方式，对于地方政府本就困难的财政资金进一步形成了负担。第二，多地债务发行已达到债务限额，地方政府债务这一合规融资空间已经见顶。截至 9 月底，各地地方政府债券发行基本接近尾声，基本上完成了今年的政府债务限额。第三，债务的还本付息进一步挤压地方政府的财政空间。公共财政支出中债务付息增速一直高增长，9 月累计同比 7.2%。虽然第三季度各地政府专项债发行缩减，但债务存量规模依然可观（图 9）。整体专项债券的余额增速在 30% 以上，而受房地产市场影响，专项债券的偿债资金来源一

一地方政府性基金收入大幅缩减，地方政府债券未来偿债资金困难，进一步挤占了地方政府的财政可用空间。

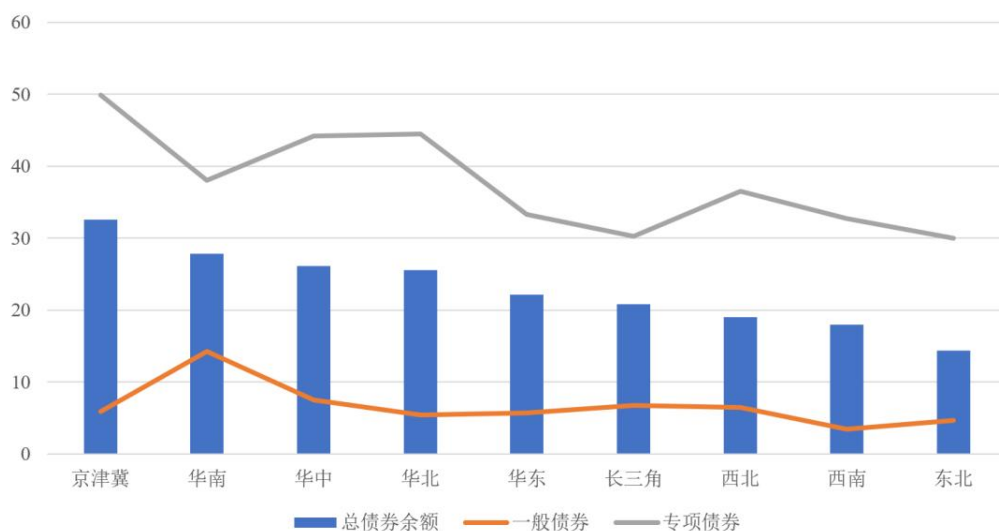


图9 2022年第三季度各地区地方政府债务余额同比增速排序(%)

数据来源：CEIC，国家金融与发展实验室。

四、积极财政需要货币政策的协调配合

当前我国经济面临疫情、地缘冲突、经济滞胀等短期冲击以及供需失衡、贫富分化、老龄化等长期结构性问题，党的二十大报告中提出首要任务是高质量发展，经济的高质量发展需要从供给和需求端同时进行改革。需求端来看，我国投资需求下滑，消费需求增长乏力，出口需求增长不稳，供给端制造业、服务业等企业创新能力和创新动力都不足，推动供需结构性改革离不开财政政策的支持。财政政策需要更加积极保障有效供给和扩大有效需求，在供给端，需要积极的财政政策通过税收、补贴等方式推动新兴产业、制造业、服务业的健康发展，需求端需要积极的财政政策通过扩大支出等方式保障民生发展，刺激消费需求。积极的财政政策需要合理的财政空间支撑。一是最大化财政资金使用效率，财政政策应更加注重精准和可持续，积极促进产业的转型升级，进而形成良好的产业税收循环。二是加大国债的发行力度，必要时可以发行特别国债弥补经济发展所需的财政资金。三是财政和货币政策的协调配合。财政政策积极发力，货币政策稳定配合，第三季度传统财政稳民生，准财政稳基建，合理运用金融工具，配合财政政策来引导社会资金的参与，扩张信贷需求。尤其需要注意，明年各项救助纾困政策即将到期，需要财政政策和货币政策有效协调配合来助力政策实现由非常规转为常规化发展的平稳过渡。

[1]总财政赤字为一般公共预算赤字与政府性基金赤字之和。

[2]总政府债务包含国债、地方政府债券和城投债。

[3]中央杠杆率=国债余额/GDP。

[4]政府杠杆率=(地方政府债券余额+城投债余额)/GDP。

(内容来源：国家金融与发展实验室)

摸着石头过河，抓住银行业数字化转型三个重点

曾刚 上海金融与发展实验室 主任

数字化首先要搞清楚银行数字化的目的

2022年初，银保监会出台了《银行业保险业机构数字化转型指导意见》，为机构的数字化转型提供了系统的知道。但实践中，我们还是要回答一个问题，银行为什么要数字化转型？我认为，数字化转型为了提高效率，否则就没办法适应新的市场环境。数字化核心在于搞营销，营销就是要找到客户，接入数字场景。这不是简单的科技应用和提升效率的问题，而是没有数字化的形态无法适应外部环境的变化问题。现在资产端变得如此稀缺，所以我们要加速数字化的进程。所以，首先要讲清楚：数字化的核心目的是要解决怎样更好的服务实体经济的问题，因为实体经济已经高度数字化了，银行不数字化就服务不好数字经济，而且金融又要依靠实体获得回报的，长期来看没有数字化能力的银行也是没有生存能力的银行，所以，在我看来银行数字化是一个很大的挑战，必须要迈过这个坎。这一点是很现实的。

不同的银行数字化的目标和路径是不同的

大行科技赋能小行有一定的道理，但也不完全对。你有很好的产品和很好的理念，但我一是用不起，二是我的客户也不支持我用这个。因为我的客户能够负担的成本有限。所以，但完全靠大行赋能依然不够，我们需要外部的，金融科技企业的赋能，专门为小银行、中小银行提供服务他们特色客户差异化的服务。银行数字化一定是有差异化的数字化，大行小行有差异，而且提供服务的供给市场结构也是多元化、多层次的，这样才能满足多元化、差异化的需要。数字化的大方向是一致的，但是大家要根据各自的情况往这个方向走，走不同的距离、走不同的深度。

进入新发展阶段，中国特色资本市场的建设目标

所谓整体理念，要说所有的东西都一次性到位是很难的，对银行也是一样。既然大家都在探索，不如抓住几个重点先做好，在此基础上再推动整个机构的数字化转型，这是我们实践中的体验。还是要以摸着石头过河的态度，抓住重点做。目前做数字化的重点主要在于如下三个方面。

首先，场景端。这一点对银行最重要，它是销售是客户服务的基础。银行数字化最大的挑战和动能，就在于传统线下网点的客户服务能力是在下降的。用场景建设，实际上就是新的网点建设。场景既有自己经营的，也有和其他人合作的，这是用户获取和价值开发的能力。这是金融科技应用最重要的领域，因为银行现在必须要考虑到竞争中怎样把“护城河”、把客户留住，所以场景端建设的数字化是最重要的。

其次，资产端。最大的压力来自于资产端的投向，资产端就要去发现好的客户，怎么去对客户进行准确的风险评估和定价，所以，场景端获取之后，把场景端的客户要转化成有效的资产，这就需要风控和定价的能力。资产端获取已经成为了核心能力，需要科技加持和场景结合。当然资产端还包括场景嵌入，既包括零售端各种场景的搭建，也包括对公端各种产业和数字金融。但是企业端 To B 端刚刚开始，

这块的做法又不同于零售端，恐怕要沿着供应链来做。理论上讲，借助金融科技手段有效控制相应的风险，这是一个很好的拓展方向。

最后，数据底层能力。数据底层建立和数据应用能力贯穿了全过程，不光在客户获取和资产应用上，还可以应用到内部管理上。所以，资产端数据中台也是一个非常重要的基础，需要构建现有的数据基础，打通各种数据源、统一格式，同时还要把内部外部数据融合，在此基础上强化数据分析能力。数据分析能力需要特别强调一点：数据和科技是两码事，科技相当于装备能力，武器很先进；但有先进的武器就一定能打好仗吗？不见得，坦克多不见得打得赢，这取决于有没有数据分析能力，以及用数据分析给实际作战提供有效的参谋指导，所以硬件和软件是两件不同的事情。银行传统看重硬科技，对硬件比较看重，对软能力不太重视，这一点在未来要发生变化。长远看软的部门和硬的部门还是要分开，这是两种不同能力，科技开发是技术端的事情，提供运算能力提供支撑，但是有了运算能力不一定能打赢仗，恐怕天上还需要有卫星，要做定位，要帮助你做清晰的分析，现代化的战争就是如此，银行数字化的情况也是如此。我认为，要把数据分析能力和科技能力分开来讨论，有科技能力并不代表必然有数据分析能力。目前一些银行开始成立专门的数据分析部门，并和科技部门一样向前台业务部门，将数据分析的结果直接用于对业务的指导。原来我们为了实行敏捷组织，把科技开发前置到一些业务部门中，这是不够的。科技部门是负责技术开发的，不见得能够给出有效的分析。

总体上，对银行数字化的认识和重视是非常重要的，它也是一个必然趋势。但是也要知道在这样的发展过程中，它还有很多值得探讨的话题。怎样实现差异化的发展还需要每家不同的银行实际探索。在考虑顶层设计的同时，建议展望方向时抓住几个重点，至少把业务层面银行最核心的部分先跑起来，由此带动整个形态的转化，这个过程中肯定还涉及到银行网点的转型，内部组织管理架构的调整，这些过程是业务发展之后带动其它调整。所以，实践中摸着石头过河，我们做规划也好，规划的实践也好，可能会取得更好的效果。

（内容来源：IMI 财经观察）

特定养老储蓄产品吸引力在哪？

曾刚 上海金融与发展实验室 主任

近日，中国首批特定养老储蓄试点正式启动。根据中国银保监会和人民银行 2022 年 7 月发布的《关于开展特定养老储蓄试点工作的通知》，开展特定养老储蓄试点，是为了规范发展第三支柱养老保险，加快推进商业养老金融业务发展，进一步丰富养老金融产品供给，满足人民群众多样化养老需求。因此，这一产品有几个非常显著的特点。一是特定养老储蓄具有非常强的养老金融特征，涵盖期限很长，也为需求设定了相应的条款和服务支持。二是其是个人养老金账户可以购买的储蓄产品。

个人养老金账户是本次改革的核心，账户中的资金专门用于养老，享受税收优惠；但同时账户资金投向也有着严格的限制。特定养老储蓄产品就是可以购买的产品之一。此外，还有个人养老理财、个人养老金保险产品以及个人养老公募基金等产品。

结合来看，特定养老储蓄产品的推出，是给养老金制度改革作配套的制度建设。因为产品越丰富，资金账户的建立和发展基础也就越牢固。

特定养老储蓄产品吸引力在哪里？

本次特定养老储蓄试点产品包括整存整取、零存整取、整存零取三种类型，涵盖 5 年、10 年、15 年、20 年四个期限。这也是根据《关于开展特定养老储蓄试点工作的通知》作出的具体安排。具体来看，其主要有三方面优势。

第一是收益上具备相对优势。首批特定养老储蓄试点产品涵盖 5 年、10 年、15 年、20 年四个期限，每 5 年为一个计息周期。目前定出的利率大概在 4% 左右，这与现在银行很多 5 年期定期存款利率约 2.7% 左右相比高了很多。当然，因为其期限更长，所以收益也更高；但即便是期限更长，目前相对收益和普通 5 年期存款相比，还是具有很强吸引力的。

第二是具备养老产品特征。一般的养老账户到了退休年龄才能支取，特定养老储蓄产品有较长封闭期，设定了办理购买的条件。如 35 岁可以购买，购买 20 年后 55 岁可以支取。这和养老账户一些安排接近，因此其带有一定养老属性。尽管可能对一般的客户不见得有吸引力，但是对一些具有养老需求的客户，这样的产品设计具有一定吸引力。

第三是最重要特点是特定养老储蓄可以直接通过个人养老金账户购买。个人养老金账户在缴存、投资、支取时都可以享受相应的税收优惠，它跟一般产品相比，在收益上的优势可能会更加明显，是一个专属的产品。

特定养老储蓄试点究竟要试什么？

根据《关于开展特定养老储蓄试点工作的通知》，特定养老储蓄试点。由工、农、中、建四家大型银行在合肥、广州、成都、西安和青岛五个城市开展特定养老储蓄试点，单家银行试点规模不超过 100 亿元，试点期限为一年。

银保监会和人民银行将密切跟踪特定养老储蓄试点情况，加强监督管理，确保试点安全稳健开展，切实维护消费者合法权益。同时，及时总结评估试点情况，适时研究推广试点经验，推动商业银行更好服务多层次、多支柱养老保险体系建设。

笔者认为，**试点将具体注重三方面经验总结和评估。**

一是测试产品设计。主要方面就包括要测试特定养老储蓄在产品层面能不能满足养老需求，特别是收益性的需求；可能还包括养老支出层面上的保障安排等。比如，储户可能会提前支取，但和一般的存款相比，提前支取的损失可能要更小一些。

二是测试客户需求。个人养老金市场是一个亟须发展的蓝海，也是中国社会保障体系当中非常重要的组成部分。但是老百姓到底是否有这样的需求？需求到底有多大？一方面与市场自身发展程度有关，另一方面也跟理财观念有关。所以试点过程中，我们一方面是要看市场的现实状况，另一方面也希望能够推动老百姓逐步形成养老理念。

三是试点过程中还要测试整个养老体系建设。个人养老金账户可以购买很多类产品，特定养老储蓄作为其中一类产品，它的产品体系怎么逐步去完善？是否还可以细化？未来收益率是否还可以根据市场供求变化情况、实际投资收益率状况等进一步提高？这些实际上都还在探索范围之内。

特定养老储蓄产品怎么买？

个人养老金账户现在才刚刚开始积累，确实需要较长的时间积累。根据 2022 年 4 月 21 日国务院办公厅发布的《关于推动个人养老金发展的意见》，参加人每年缴纳个人养老金的上限为 12000 元。每年可以享受相应的税收优惠。但缴存的上限也是动态可变的，根据养老需求与经济发展情况，未来还有上调空间。这样也为个人养老金账户资金积累创造了更好的条件。

目前来看，养老储蓄以及相应的养老理财类产品，其实也可以用其他账户去购买的，只不过其他账户去购买时就无法享受个人养老金账户资金购买时的一些税收优惠。所以，如果我们现在有养老需求，其实可以做两手准备。一方面，逐步把个人养老金账户建立和充实起来，把里面的投资逐步多元化；另一方面，养老金账户以外的银行资金，其实也可以根据养老的需求进行相应的配置和投资。

养老服务市场化运营将会如何改变个人养老观念？

无论是从个人养老金账户的设计，还是目前养老产品设计来看，市场化运营的制度设计，是希望大家建立起长期的储蓄或者投资理念。个人养老金账户在退休之前是封闭运行的，只能等到退休时才能使用。而特定养老储蓄产品 35 岁可以购买，20 年到期，55 岁可以支取。

这样的办理条件也是在培养大家长期储蓄的理念，因为养老实际上是一个未雨绸缪的过程。让大家在年轻的时候，能工作的时候，把一部分收入用于长期投资的专项使用，这个过程长期封闭，反倒有可能获得更好的投资收益。

因为从全球范围来看，养老金的投资期限可以很长，投资回报率比一般金融产品投资收益要好很多。这一方面更好帮助了投资者满足养老的专项需求；另一方面在这个过程当中也帮投资者抬高了真实投资回报率。

（内容来源：中新经纬）

2022Q3 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

摘要

2022年三季度，商业银行总资产仍保持较快增长，但净利润增速出现较大幅度回调，总体风险抵补能力仍较为稳健。2022年9月末，我国银行业金融机构本外币资产总额373.9万亿元，同比增长10.2%，连续两个季度保持10%左右的增速。9月末商业银行累计实现净利润17085亿元，同比增长1.2%，较上季度末出现较大幅度回调，其中农商行同比下降57.4%。商业银行整体净息差为1.94%，与二季度末持平，较去年同期下降了13BP。商业银行不良贷款总额为2.99万亿元，增速回到5.6%，较上季度增速有所回落，总体还是继续保持低增长态势。整体不良贷款率1.66%，同比下降9个BP，连续八个季度出现下降。拨备覆盖率为205.5%，较去年同期增了8个百分点，连续八个季度上升，反映商业银行风险抵补能力在持续加强。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10.64%、12.21%、15.09%，各项资本充足率较6月末有所上升。商业银行整体流动性覆盖率为142.7%，环比下降3个百分点，和去年同期基本持平，流动性比例为61.66%，和上季度持平，同比上升3个BP，总体保持稳定态势。展望2022年四季度，商业银行应继续支持实体经济方面发力，持续强化重大风险的化解和防范能力；完善中小银行特别是农商行的管理机制，增强其经营能力；进一步聚焦负债成本和资产质量，保障银行业稳健运行。

一、2022年三季度银行业面临的宏观环境

2022年三季度，发达经济体增长持续下滑、通胀严重且面临衰退风险。10月份IMF预测2022年和2023年全球GDP将分别放缓至3.2%和2.7%。当前，欧美日主要经济体已经出现经济收缩态势，日本出现日元大幅贬值和债券抛售现象，欧盟高通胀和经济衰退趋势明显，美国在加息和缩表的重压下，预期2023年出现经济衰退的可能性较大。面对复杂严峻的国内外形势和多重超预期因素冲击，我国较好地统筹疫情防控和经济社会发展，国民经济顶住压力持续恢复，主要指标恢复回稳。2022年前三季度我国国内生产总值同比增长3.0%，其中三季度同比增长3.9%，比二季度加快3.5个百分点。

2022年前三季度央行货币政策灵活适度，保持连续性、稳定性、可持续性，政策传导效率增强，金融支持实体经济质效进一步提升。信贷总量增长稳定性增强，1至9月新增人民币贷款18.08万亿元，同比多增1.36万亿元；9月末人民币贷款、广义货币（M2）、社会融资规模存量同比分别增长11.2%、12.1%和10.6%。信贷结构持续优化，9月末普惠小微贷款和制造业中长期贷款余额同比分别增长24.6%和30.8%。三季度人民银行持续释放贷款市场报价利率（LPR）改革红利，优化存款利率监管，推动实

际贷款利率进一步降低。9月企业贷款加权平均利率为4.0%，同比下降0.59个百分点，处于有统计以来低位，10月新发放个人住房贷款利率为4.3%，较上年末下降133个基点。三季度，强美元带动人民币汇率继续调整，9月末，人民币对美元汇率中间价为7.0998元，较上年末贬值11.4%，在本轮人民币汇率调整过程中，央行也通过调节外汇存款准备金率、外汇风险准备金率、全口径跨境融资宏观审慎调节参数等市场常见的外汇政策基本已经出台。

2022年三季度，银行业监管政策持续落地，金融监管力度不减。在整体金融监管方面，三季度银保监会发布《中国银保监会办公厅关于进一步推动金融服务制造业高质量发展的通知》，人民银行发布《黄金租借业务管理暂行办法》《金融控股公司关联交易管理办法（征求意见稿）》。金融监管机构在落实金融服务实体经济、规范黄金租借业务的开展以及金融控股公司关联交易管理方面提出了新的要求。在商业银行行为监管方面，银保监会、人民银行发布《关于进一步促进信用卡业务规范健康发展的通知》，对信用卡业务经营管理、发卡营销、授信管理及风险控制进行了规范。银保监会发布《中国银保监会关于加强商业银行互联网贷款业务管理提升金融服务质效的通知》，对商业银行互联网贷款业务的经营行为作出了约束。监管处罚方面，在“稳增长、稳市场主体、稳就业、保民生”的整体基调下，三季度，银行业监管态势整体平稳，罚单数量较去年同期小幅度上升，罚没金额较去年同期有所下降，大额罚单也呈显著的下降趋势。

二、银行业经营情况

资产规模仍保持较快增长

2022年三季度末，我国银行业金融机构本外币资产总额373.9万亿元，同比增长10.2%，占银行业主体的商业银行资产总额315.3亿元，同比增长10.9%，连续两个季度保持10%以上增速。其中，大型商业银行本外币资产总额154.6万亿元，占比41.3%，同比增长12.7%；股份制商业银行本外币资产总额65.2万亿元，占比17.4%，同比增长7.2%。总体来看，整个银行业资产规模和增速在过去两年短暂回调后又恢复了较快增长。贷款增速较快依然是资产增速变化的主要来源。今年前三季度，我国人民币贷款增加18.08万亿元，同比多增1.36万亿元。其中9月份人民币贷款增加2.47万亿元，同比多增8108亿元。截至9月末，我国本外币贷款余额216.55万亿元，同比增长10.7%；人民币贷款余额210.76万亿元，同比增长11.2%，增速比上月末高0.3个百分点。央行货币政策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，三季度以来房地产贷款增长有所恢复。根据央行数据，9月末，企（事）业单位中长期贷款比年初增加8.7万亿元，在同期全部企业贷款增量中占比为59.8%。制造业中长期贷款同比增长30.8%，比全部贷款增速高19.6个百分点，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。普惠小微贷款余额同比增长24.6%，比全部贷款增速高13.4个百分点；普惠小微授信户数5389万户，同比增长31.7%。房地产贷款也有所回暖，2022年三季度末，

房地产开发贷款余额 12.67 万亿元，同比增长 2.2%，增速比上半年高 2.4 个百分点，比上年末高 1.3 个百

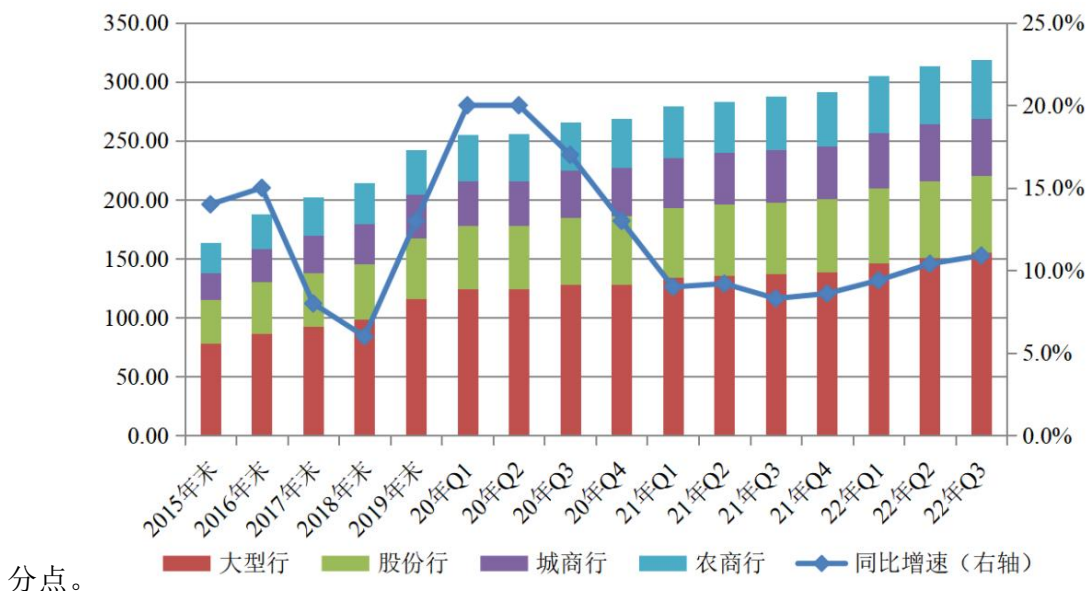


图1 商业银行资产及资产增速变化趋势（单位：亿元）

数据来源：中国银保监会。

净利润增速回调，农商行大幅下降

2022年三季度末，商业银行累计实现净利润 17085 亿元，同比增长 1.2%，较上季度末出现较大幅度回调。从相对效益指标看，三季度商业银行平均资产利润率 0.75%，也是自 2007 年以来的最小值。分结构类型来看，今年前三季度，国有大行、股份制银行、城商行和农商行累计实现净利润分别为 9752 亿元、4027 亿元、2217 亿元和 764 亿元，同比增长分别为 6.34%、9.04%、15.59%、-57.74%，农商行净利润出现大幅下降，也拖累了三季度商业银行整体利润增速。进一步分析可以看到，农商行净利润同比降幅较大，一方面来自资产质量的压力，这既影响平均收息率，也影响不良贷款核销与减值损失计提；另一方面则是来自负债成本的压力，主要是导致利息支出增长过快，影响营业收入增长。所以，农商行在后续业务发展中，需要进一步稳增量、提质量、调结构、控成本。

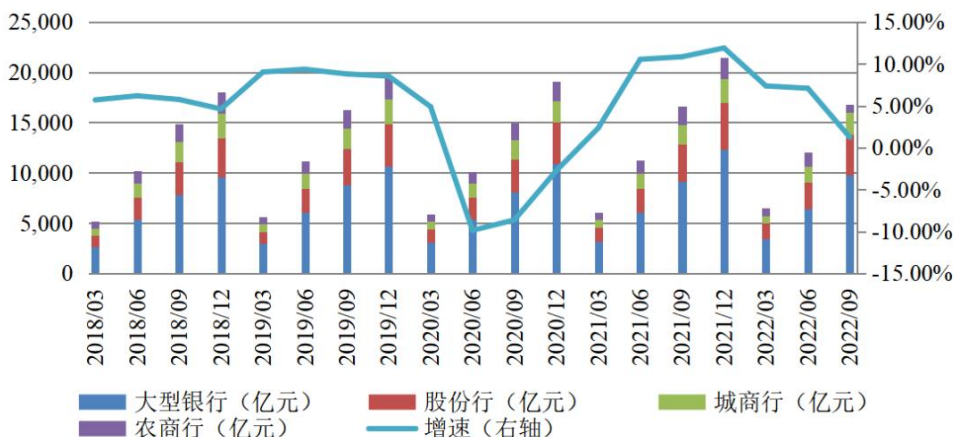


图2 商业银行净利润及增速变化趋势

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年三季度末商业银行整体净息差为1.94%，与三季度末持平，较去年同期下降了13BP，而且今年以来净息差是自2010年以来首次低于2%，前三个季度还表现出逐季下行趋势。大型银行、股份行、城商行、农商行净息差同比变动-10BP、-14BP、-15BP和-21BP，农商行息差下降幅度明显较快。今年以来净息差出现明显下降，主要受到贷款重定价、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。9月末，1年期和5年期以上LPR分别为3.65%和4.3%，分别较6月末下降0.05个和0.15个百分点，也带动贷款加权利率持续下行。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。四是不良贷款核销也会对利润和净息差带来冲击，今年前三季度，金融机构累计核销7934亿元，比上年同期增加1291亿元；比2020年前三季度也多290亿元。商业银行在不良贷款核销上依然维持较大力度。此外，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。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。

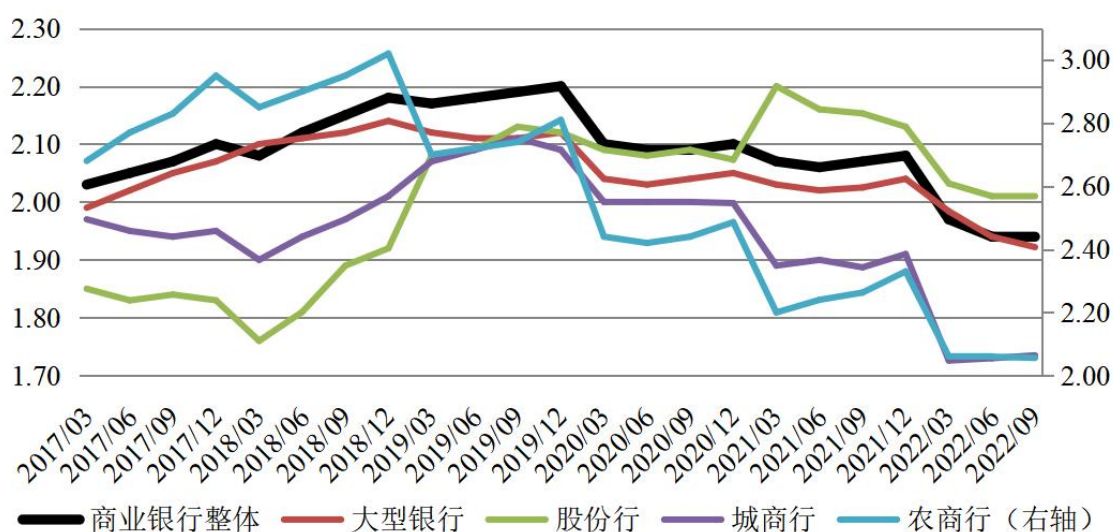


图3 商业银行净息差变化趋势

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落

截至2022年三季度末，商业银行不良贷款总额为2.99万亿元，增速回到了5.6%，较上季度增速有所回落，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。

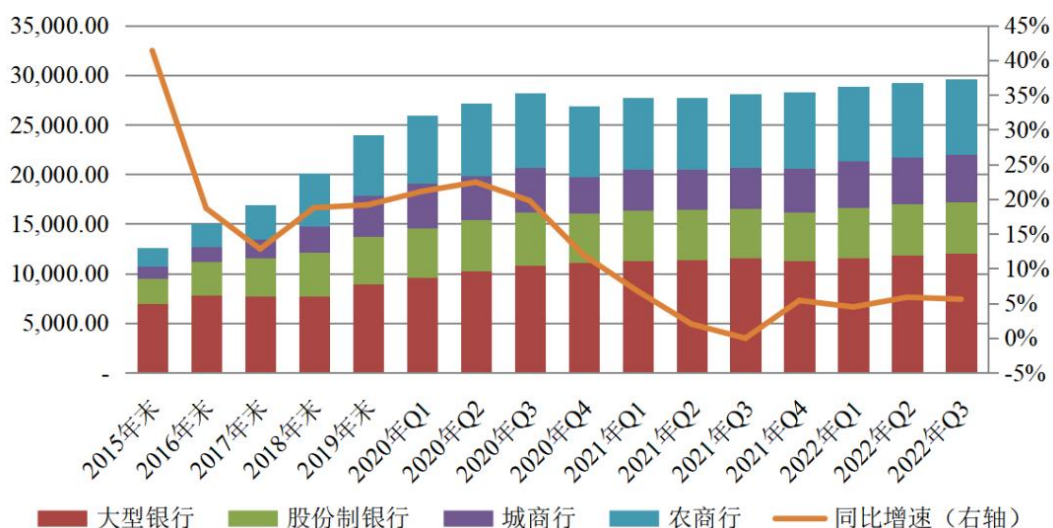


图4 商业银行不良资产余额变化趋势（单位：亿元）

数据来源：中国银保监会。

2022年9月末商业银行整体不良贷款率1.66%，同比下降9个BP，连续八个季度出现下降。其中，大型银行不良率1.32%，同比下降11个BP，总体保持较低水平；股份制银行不良率1.34%，同比下降了6BP，城商行为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30BP，农商行不良贷款的下降在于加大了贷款核销力度，这也对其短期利润和净息差带来一定压力。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，城商行是三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，压降形势依然较为严峻。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。

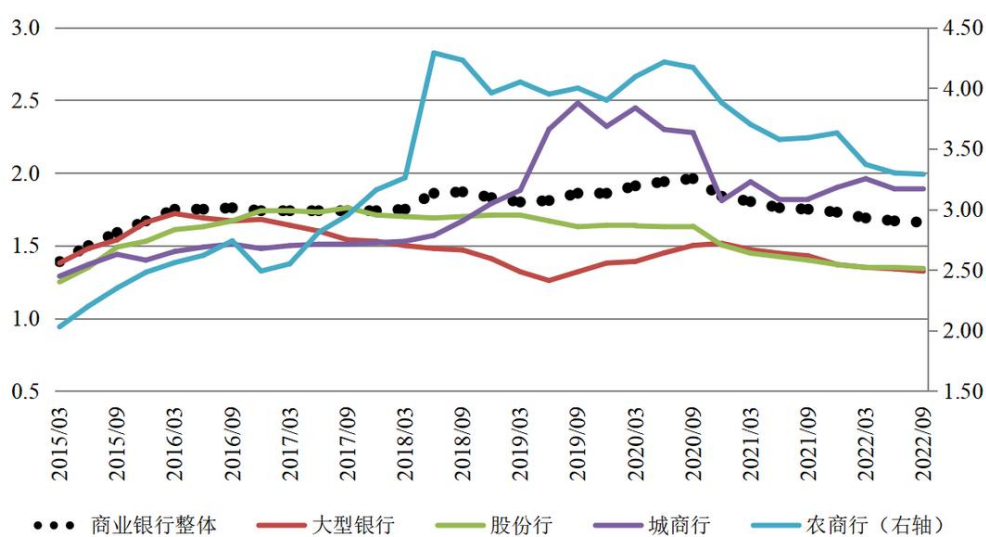


图5 主要类型银行不良率变化情况

数据来源：中国银保监会。

从关注类贷款指标来看，三季度潜在不良资产质量形势仍不容乐观。9月末银行关注类贷款余额4.02万亿元，同比增加6.1%，增幅较二季度有所回落，但仍处于较高水平。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。

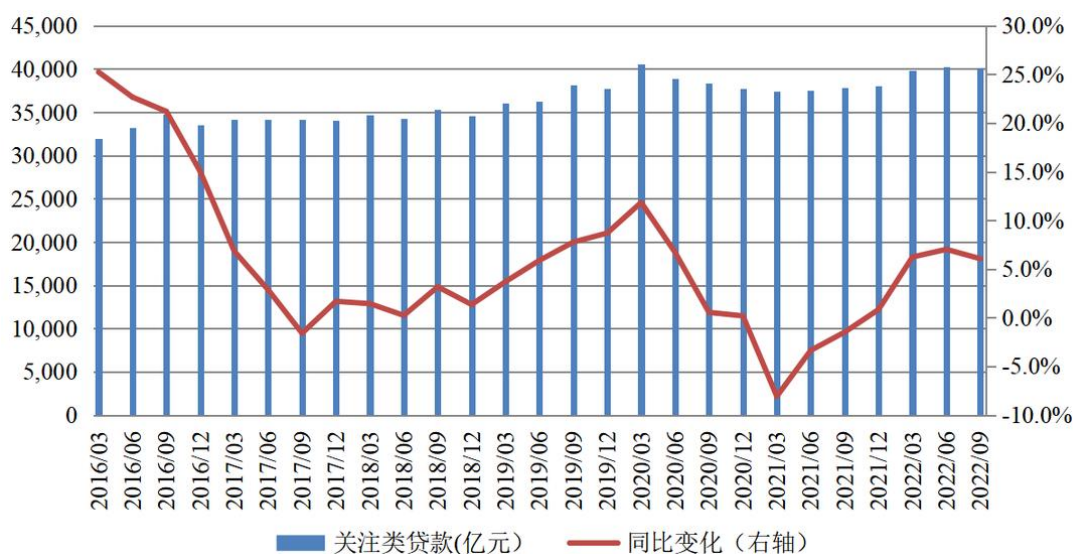


图6 商业银行关注类贷款余额及同比增速变动

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年三季度末，商业银行贷款损失准备余额为6.15万亿元，同比增长10%。拨备覆盖率为205.5%，较去年同期增了8个百分点，连续八个季度上升。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247%，较去年同期增加了14个百分点，增长幅度较上季度有所放缓，但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%，和上季度持平，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。城商行拨备覆盖率为195%，近四个季度持续提升，也属于稳健范围内。农商行拨备覆盖率为140%，较年初上升10个百分点，但仍大幅低于150%的安全区间。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。

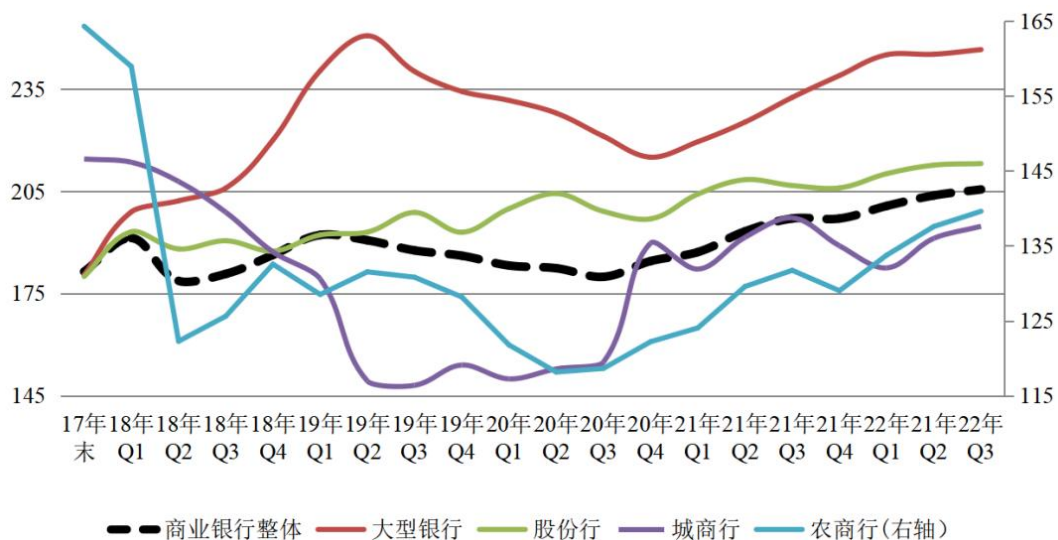


图 7 主要类型银行拨备覆盖率变化

数据来源：中国银保监会。

3. 流动性指标边际改善

流动性比例。2022 年 9 月末，商业银行整体流动性比例为 61.66%，和上季度持平，同比上升 3 个 BP，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、农商行流动性比例同比分别上升 2.1、0.8、7、8.7 个百分点，均存在一定的边际改善。

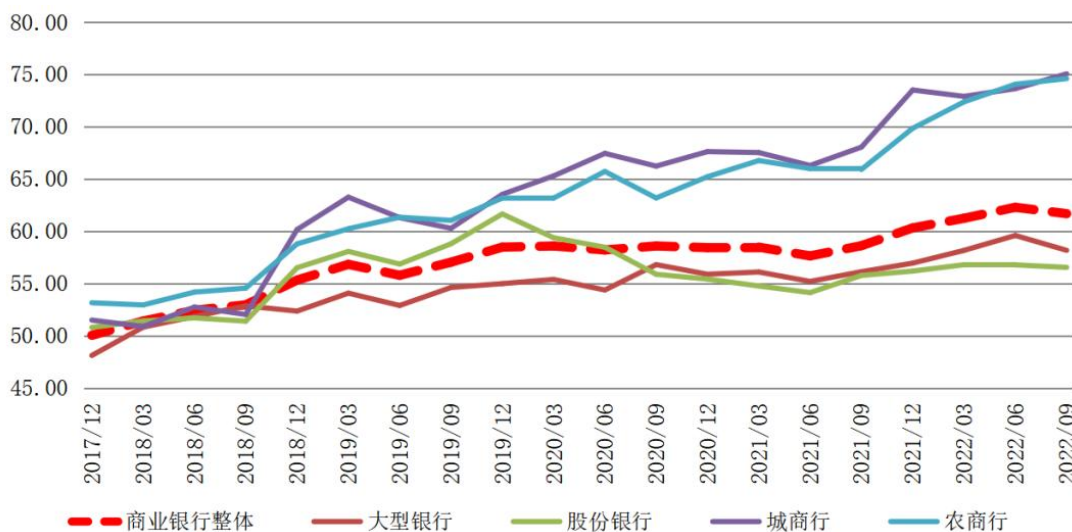


图 8 主要银行类型流动性比例变化（单位：百分比）

数据来源：中国银保监会。

2022 年 9 月末人民币超额备付金率 1.56%，同比下降 0.1 个百分点；存贷款比例（人民币境内口径）为 78.7%，同比下降 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。

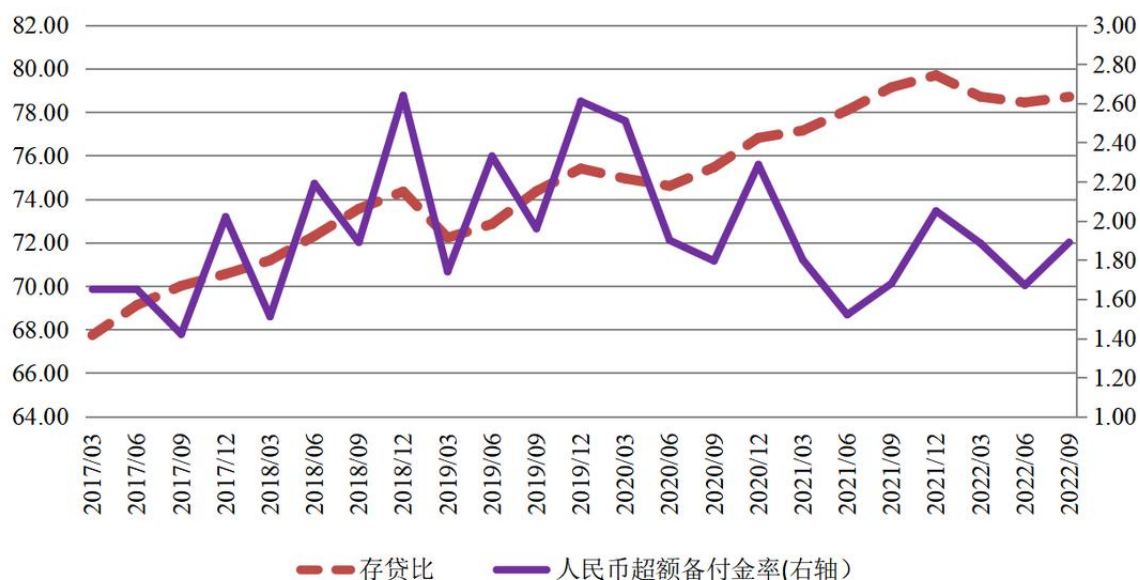


图9 商业银行整体超额备付金率与贷存比变化（单位：百分比）

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9月末流动性覆盖率为142.7%，环比下降3个百分点，和去年同期基本持平，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。

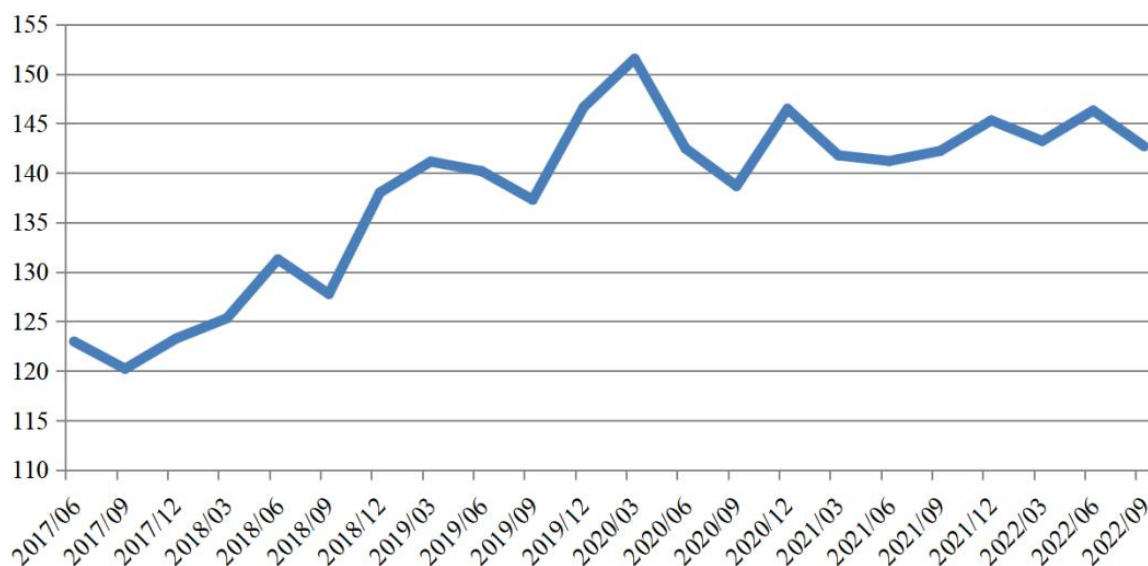


图10 商业银行流动性覆盖率变化趋势

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，上述流动性监控指标主要还是静态指标，只能反映某一时点上银行的流动性情况，商业银行在此基础上还应该建立事前对流动性需求和供给进行计算的方法和技术，从而能更加准确掌握流动性的供给、需求

以及缺口的变化。与此同时，不同银行需要采取差异化的流动性管理策略，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. 资本充足率有所回升

2022年9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10.64%，12.21%，15.09%，各项资本充足率较6月末有所上升，这主要在于三季度以来，随着银行分红因素的消除，叠加监管推动地方专项债补充中小银行资本，商业银行补充资本能力有所上升。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。在资本充足率结构上，核心一级资本充足率较年初下降了14个BP，其他一级资本充足率保持不变，二级资本充足率则增加了10个BP。通过分析发现前三季度资本充足率结构呈现以下特点：一是，二级资本债的发行规模加大对资本充足率的回升起到了重要支撑作用，WIND数据显示，今年前三季度，二级资本债以发行便捷等优势受到商业银行青睐，前九个月，该类债券发行规模已突破6000亿元大关，达6367.65亿元，较去年同期激增114.21%，且已超去年全年的发行水平。二是，利润增长相对于规模增长而言相对滞后导致核心一级资本补充乏力，部分中小银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，商业银行可通过定增、可转债等方式，积极补充核心一级资本。

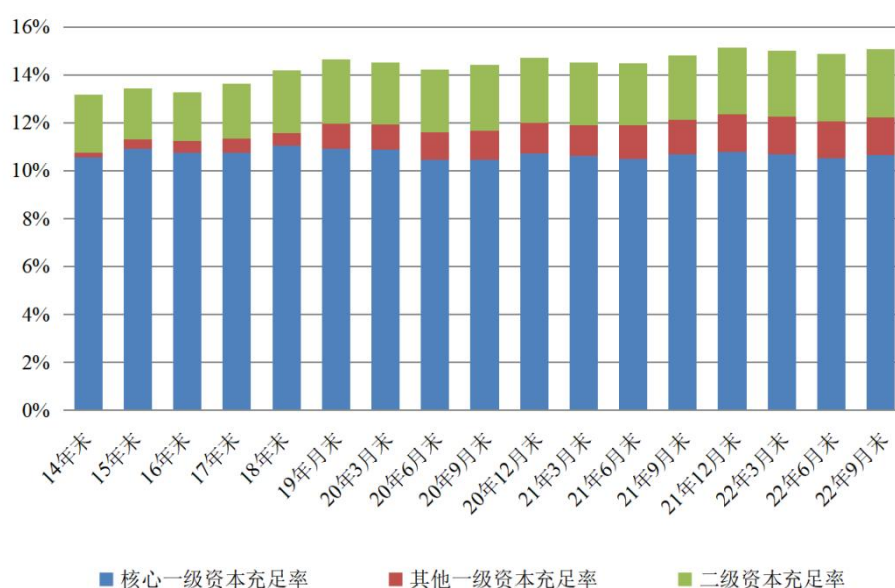


图 11 资本充足率结构变化趋势

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 17.6%，较年初上升了 32 个 BP，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 13.5%、12.9%、12%，分别较年初下降 27BP、23BP 和 53BP，今年以来，这三类银行资本结构性问题仍然突出，即总资本充足率尚存较大缓冲空间但核心一级资本充足率压力较大，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。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，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。

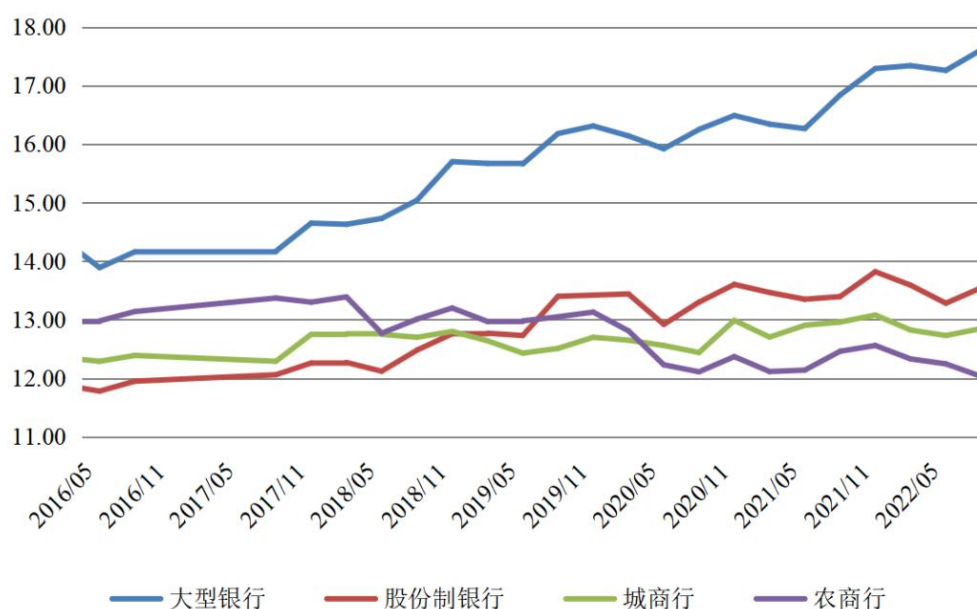


图 12 不同类别银行资本充足率变化趋势

数据来源：中国银保监会。

三、2022 年四季度运行展望

商业银行应继续在支持实体经济方面发力

今年以来，商业银行作为我国金融业的主体，在稳健货币政策的支持下，在金融助力稳经济大盘中发挥着至关重要的作用，为实体经济提供了有力支持。从信贷的增长来看，截至三季度，整个银行业的信贷增长速度快于 GDP 增长速度，一定程度上表明货币信贷总量给实体经济提供了充分支持；从价格来看，随着 LPR 的下降以及商业银行加权平均贷款利率的下行，整个实体经济的综合融资成本在持续下行。展望四季度，银行业依然需要紧紧扣住服务实体经济这个核心环节，促进经济高质量发展。第一，要加

强对产业升级、绿色低碳的发展、新型基础设施、乡村振兴、自主科创等重点领域的支持，助推实体经济结构进一步优化；第二，助力实现共同富裕，要加强对普惠金融、小微企业、新市民、养老金融农村金融等薄弱环节的支持；第三，对安全方面的支持，包括粮食安全、能源安全、供应链产业链安全等；第四，使用金融科技、数字化手段不断提高自身运行效率、进一步提高金融服务的精准性、降低实体经济融资综合成本。

持续强化重大风险的化解和防范能力

二十大报告指出，“要加强和完善现代金融监管，强化金融稳定保障体系，依法将各类金融活动全部纳入监管，守住不发生系统性风险底线”。所以防范和化解重大风险，守住不发生系统性风险的底线，仍是未来一段时间金融工作的重要内容。2021年以来，监管部门坚持毫不松懈防范化解金融风险，全力做好存量风险化解工作，重点推进了政策性银行、农信社、互联网金融等重点领域的机制改革，下一步仍应夯实金融稳定的基础，全力做好存量风险化解工作，坚决遏制各类风险反弹回潮，防止在处置其他领域风险过程中引发次生金融风险。具体包括探索市场化、法治化方式支持中小银行化解风险和补充资本。考虑到中小银行资本补充渠道有限，永续债认购倍数不足等问题，后续政策可着重于进一步支持资本补充工具的创新和落地，以更好的服务实体经济和防范化解风险；加强对系统重要性银行的监管，推动银行按时满足附加监管指标，制定恢复计划与处置计划建议，落实信息报送等审慎监管要求，及时进行风险提示；健全金融风险问责机制，对重大金融风险严肃追究问责，有效防范道德风险。通过处理好稳增长和防风险的关系，牢牢守住不发生系统性金融风险的底线。

农商行经营形势不容乐观，需继续深化改革

三季度末，农商行净利润为764亿元，同比下降了57.4%，降幅较大，结合近年来农商行的净息差降幅显著（2018年末到2022年9月末，农商行净息差从3.02%快速下降到2.06%），不良率高企，农商行整体经营形势不容乐观。这固然与外部经济环境下行以及大型银行下沉所带来的竞争压力有关，但农商行自身的深层次体制机制矛盾在其中仍起到重要作用。一是农商行体系的管理体制尚未完全理顺，这主要体现在省联社与一些自身治理能力比较强、业务经营好的优质法人机构的矛盾愈发突出。尽管省联社在上一轮改革中对扭转农村信用社基础薄弱、风险高企、案件频发的局面发挥了积极作用，但省联社自身的管理约束不强，权责不对导致其对辖内法人机构在产品业务创新、科技系统支持等方面支持力度不足。二是治理机制仍不健全。农商行虽然在形式上搭建了公司治理架构，但实质上仍存在着董事和高管选择范围窄、股东数量多、股权结构散、治理能力弱等。这种治理结构容易被高管和少数关键人控制，少数股东入股动机不纯，通过股权代持、隐瞒关联关系等不当手段控制机构，操控机构成为“提款机”。三是业务创新转型滞后，体现在产品层面对农村金融需求变化挖掘不深，贷款期限、担保和还款方式等方面设计不够灵活等，科技支持方面，农商行数字基础薄弱，资金、技术和资源有限，数字化人才缺乏，信息科技系统支撑不足。2022年，以浙江省联社改革为浙江联合农商行为起点，新一轮省联社改革拉开了帷幕。之后，广东省联社、辽宁省联社、河南省联社等改革方案陆续出台或经监管部门通过，改革模式各不相同。从根本上看，各省联社应结合自身特点，差异化选择改革路径，但须坚持几个工作重点，

一是要优化管理机制，探索与农村中小银行特色相适应的公司治理体系，提高农商银行群体的市场竞争力；二是要加快数字化转型，提升经营管理能力，坚守支农支小战略定位，强化对全面乡村振兴的支持；三是在改革过程中，要压实各方责任，积极、稳妥化解金融风险，守住不发生系统性风险的底线。

聚焦负债成本和资产质量，保障银行业稳健运行

2022年四季度商业银行仍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。

（内容来源：国家金融与发展实验室）

中国经济绿色转型路径、结构与治理

张平

国家金融与发展实验室副主任 上海金融与发展实验室理事

2021 年是中国全面开启绿色转型的元年，按碳达峰和碳中和的 2060 计划目标，中国需要 40 年才能实现绿色转型，而且需要从自我实践和转型摩擦中积累经验，进而在转型中推动中国经济走向高质量发展。

全球经济的绿色转型思想源于早期罗马俱乐部发表的《增长的极限》，文中将自然资源耗尽纳入增长分析中。随着有关碳排放、温室效应的科学研究的不断增加，逐步形成了关于二氧化碳等温室气体排放与气候灾害的理论和实证研究。首次把碳排放、气候灾害和经济联系在一起进行研究的是诺德豪斯，他构建了碳排放导致气温升高并影响经济增长的理论，完成了碳排放与经济增长的总量研究，成功地引入了碳排放的社会成本实证研究，其动态综合气候变化模型(Dynamic Integrated Model of Climate and Economy, DICE)成为全球政策分析的基础工具，形成了发达经济体以碳排放价格为调节基准的总量治理模式和绿色转型路径。之后，有关自然资源约束、碳排放对经济影响的论文大量涌现，如 Acemoglu、Aghion、Krusell 等的研究。中国研究碳排放总量路径模拟的学者众多，有代表性的是清华大学和中国科学院的研究团队，他们在设定温度、控制目标情形下模拟了碳排放总量发展路径。

为实现绿色转型，中国也开展了一系列实践，积累了绿色治理经验，如设立了 8 个区域性的碳交易市场，对太阳能等新能源发电和电动车行业进行补贴激励，对汽车行业采取积分制交易，2021 年开启电力行业碳排放额交易等。但是现实中“拉闸限电”等转型摩擦依然存在，这揭示了在碳达峰和碳中和总量转型目标背后，不同经济体采用的不同转型路径和治理模式。发达经济体绿色转型治理以“价格”为导向，基于气候可能造成的经济损失，根据不同贴现率，计算碳排放的社会成本，并将其作为总量治理的重要指标进行碳排放额度拍卖，推动碳交易价格持续上涨，引导企业投资和转型。发达经济体把碳排放的社会成本计算得很高，采取加快绿色转型的激进模式，这是因为发达经济体的高碳排放产业大多已经转移到国外，全面进入了碳中和阶段。新兴经济体仍处于工业化时期，碳达峰和碳中和并进发展，绿色转型与产业转型升级需要高度关联，总量治理难以解决问题。中国经济的绿色转型是推动能源—产业转型升级，会带来效率、技术的进步，同时转型必然会出现摩擦成本，如高碳排放的传统产业被抑制、失业人数增加、投入资本被“搁浅”、引起价格波动等，这些摩擦成本必须被逐步吸收，否则成本过高会导致转型中断。绿色转型需要依靠政府来推动，也需要市场力量的激励，政府通过有效的监管以及机制设计来保证转型的平稳进行，并对退出进行干预，其他交由市场激励。因此中国经济的绿色转型要与产业技术进步和产业升级关联讨论。

绿色转型不是靠市场“自发秩序”就能实现的，而是一个全新的转型实践。绿色转型始于绿色发展共识，政府基于共识进行机制设计，通过干预价格，再利用市场激励，推动体制转型。基本思路是政府对碳排放的外部性进行管制或运用相关工具来提高碳排放价格，利用碳排放配额管制与碳排放价格上涨抑制传统产业发展，再通过财政补贴、碳交易、绿色金融等多种方式诱导绿色产业发展，逐步实现对高碳排放传统产业的替代。

本文正是基于对中国经济绿色转型的现实考察，从绿色转型成本—产业转型升级收益入手，对比发达经济体的总量治理与中国分类治理的实践，形成研究框架；再从转型的框架入手，分析绿色转型过程中资源再配置的摩擦成本和如何实现效率补偿，讨论转型的路径、结构、顺序和公共政策。有关绿色转型的讨论有很多，本文未必能精准论证其全貌，希望提供一个中国经济绿色转型的研究框架、视角和相关逻辑。

一、绿色转型下的经济增长、治理与转型理论

现代经济增长是依赖石化能源和自然资源投入的增长。自然环境的破坏和空气污染导致了人们开始改变社会偏好，提出了“可持续”理念。研究碳排放对全球气候的影响是这一偏好转变的标志性事件。二氧化碳属于无味气体，广泛存在于大自然中，其工业化排放的温室效应导致全球气温升高，形成全球气候异常的外部性，对经济增长有着非线性伤害。从这一问题的科学计算到经济学理论实证，再到社会运动，完成了社会偏好的转变。进一步地，学者们将工业文明以来增加的碳排放因素加入经济增长模型中，最后形成了二氧化碳减排对增长总量、结构和治理的讨论。因此，偏好共识和碳减排总量研究成为了绿色转型的基础。各国都开始聚焦于绿色转型摩擦成本、碳减排治理模式和相关公共政策的研究，如引入碳排放温室效应的经济增长模型，讨论绿色转型下经济增长和社会福利效用；从碳排放的社会成本入手，讨论经济转型中总量治理的“价格机制”；基于经济转型框架，讨论资源再配置过程中的能源—产业结构变化等。

1. 碳排放引起气候异常的经济增长模型

“碳排放的温室效应引起经济灾难”已经成为共识。由此，经济增长的总量模型向碳排放导致温度变化、引起经济损失的方向拓展。诺德豪斯的 DICE 模型为碳排放引致气候灾难的经济增长理论奠定了基础，后来拓展为全球气象委员会(Intergovernmental Panel on Climate Change, IPCC)的总体评估模型(Integrated Assessment Models, IAM)。“碳排放导致气候灾难并形成了外部性”也逐步成为共识，全球达成了限制碳排放与控制温度的同一目标。Nordhaus 和 Moffat 在标准生产函数中拓展了一个碳排放引起气候变化、影响经济发展的函数 D ，成功地将气候变化与经济增长损失联系起来，并增加了治理函数 Λt ，把政策模拟导入生产函数模型中。

$$Y(t) = (1 - D(t))(1 - \Lambda(t))F(A(t), K(t), L(t)) \quad (1)$$

其中， D 与 Λ 分别代表损害函数与治理函数，且 $1 \leq D, \Lambda \leq 1$ 。增加损害和治理系数后，没有改变生产函数性质。气候损害函数 $D(t)$ 表示气候变化的经济损失，依据天气变化导致经济损失的简化模型，

$D(t)=\Psi_1 TAT(t)+\Psi_2 TAT(t)^2$, 也可简化设定 $D(t)=\Psi_1 TAT(t)\Psi_2$, TAT 表示全球平均气温, Ψ_1 为线性影响系数, Ψ_2 为非线性影响系数。

$$\Lambda_t = \theta(t) \frac{\mu(t)^{\theta_2}}{\theta_2} \sigma(t) \quad (2)$$

上述治理函数中 $\sigma(t)$ 表示在不干预情形下, 二氧化碳排放量与 GDP 之比, 即碳排放强度; $\mu(t)$ 表示碳排放控制率, $\theta(t)$ 用来刻画碳捕获和封存(CO₂ capture and storage, CCS)技术对于碳排放治理成本的影响, θ_2 是非线性影响。此时, 二氧化碳的边际减排成本(生产端 CO₂ 的排放价格)可以定义为

$$\Lambda'_t = \theta_1(t)\mu(t)^{\theta_2-1}$$

这两个函数就构成了成本—收益框架, 说明了碳排放能形成长期性气候灾害, 需要在当期做出防范, 降低当期人的福利(增长)。碳排放导致未来经济(福利)的损害贴现就是碳排放的社会成本, 可以依据碳排放损害的社会成本给碳排放进行定价, 抑制当前碳排放, 减少未来伤害。治理函数同样重要, 对碳排放的限制强度越高, 就越能降低当期碳排放, 减少对未来气候和经济的损害, 但是会抑制当期的经济增长。DICE 模型依据标准的新古典增长理论中设立的家庭效用函数为人口加权效用的折现和, 即家庭效用最大化:

$$\sum_{t=0}^{T_{max}} \beta^t U[c(t), L(t)] \quad (3)$$

其中, $c(t)$ 表示时期 t 时的人均消费, 即 $c(t)=C(t)/L(t)$ 。此外, $\beta = \frac{1}{1+\rho}$, ρ 为主观贴现率, β 即为居民的主观贴现因子, 即 β 取值越大, 居民越有耐心。诺德豪斯选用新古典增长模型中最为常用的 CRRA 型效用函数, 即 $U(c(t)) = \frac{c(t)^{1-\eta}-1}{1-\eta}$ 。参数 η 表示代际不平等厌恶系数。效用函数中贴现率的设定成为碳排放社会成本贴现的关键。模型建立在内生增长模型基础上, 通过引入气候变化的减排治理成本函数和损失函数, 使社会福利函数最大化, 得到最优的减排—增长路径。Barrage 在效用函数中加入了温度变化 $U(c(t), T(t))$, 还有学者加入了资源变量 S , 把福利函数转变为 $U(c(t), S(t))$ 。但是把资源和温度因素引入福利函数并没有特别的意义, 在模型运用中基本被舍弃。

国内学者沿着诺德豪斯和 IPCC 的路线更多地分析了中国达到碳中和的路径和约束。如郑艳等给出了中国福利分析的框架, 计算各地区因为气候变化导致的福利损失, 构建各地区福利的加权分析体系, 但是其实证指标均为气候敏感度, 并非温度变化本身, 是把长期问题进行年度实证, 地方效用函数本身仍然用 CRRA 效应函数来计算, 进而演算了多种函数形式的影响。

经济学家把气候灾难这一变量纳入增长模型中, 构造了一个损失函数, 依据灾难损失贴现衡量了碳排放形成灾害的社会成本, 推动了绿色转型。碳排放的外部性决定了政府通过征税或使用相关等价工具, 利用价格信号推动高碳排放经济向低碳排放经济转型。气候变化是个复杂系统, 而且时间跨度长, 不适

合运用相对静态的经济学模型来估计，独立计算碳排放的社会成本问题与相关治理方式及转型战略研究就成为了绿色转型的热点。

2.碳排放社会成本计算与战略选择

温室效应导致气候变暖是一个长时间演化的复杂过程，用带贴现的模型模拟的碳排放社会成本结论差别很大。经典贴现率模型为 $r = \rho + \eta g$ ， ρ 为纯时间偏好率（rate of pure time preference），也称时间贴现率， g 代表消费增长率， η 为代际不平等厌恶系数。

贴现率计算简单，但是反映在贴现率背后的价值观不同，一般分为三个派别。一是市场渐进派，以诺德豪斯为代表，主张基于现有市场情况计算贴现率，即根据市场中消费者的行为和资本的真实回报率，由生产者利率或消费者存款利率来决定贴现率，实现社会资源最大化。这一派别坚持渐进转型，提出了“气候政策斜坡”理论，即当期慢行减排可以降低当期损失，并能平衡未来损失，进而做出平衡决策，认为 2100 年温度升高将导致 GDP 损失 3%，碳排放的社会成本只有 20 美元/吨。二是基于目标的伦理派，以斯特恩为代表，主张依据减排的目标来计算贴现率。他从伦理的角度考虑贴现率，以时间偏好为贴现标准，人为设定低的社会贴现率为 1.4%，计算出碳排放的社会成本为 200 美元/吨，主张用 GDP 的 1% 来推动减排。阿罗称这一派为伦理派，因为他们强调为了控制温度必须采取强力的碳排放惩罚措施，加大支出，不惜放慢经济增长速度来推动减排。三是灾变风险派，主张依据灾变风险分布厚尾特性，做动态贴现。温度变化引起气候灾难的风险概率迅速变大，厚尾分布特征明显，贴现率要反映这种趋势，采用下递减贴现率(Decline Discount Rate, DDR)，而非简单等权贴现率。这一派别以魏茨曼为代表，他从 2007 年开始针对气候灾难的不确定性，讨论贴现与公共决策的选择、险加权的贴现等问题，引领了气候灾变风险讨论的方向。他用递减贴现率计算的碳排放社会成本为 183 美元/吨，其社会成本值非常接近斯特恩的计算结果，但是论证方法不同;其政策取向与伦理派相当，偏向于防患于未然，认为当期的转型政策应当更加激进，对现有的公共政策持悲观态度。

国内相关碳排放的社会成本研究集中于贴现率的分析，但是缺乏专门计算中国碳排放社会成本的论文。中国的碳排放社会成本计算大多参照国际标准（见下表 1），国内实际成交价则处于 35-45 元/吨，而欧洲国家的成交价已经突破 90 欧元/吨。中国与发达国家碳排放的社会成本差距说明了发展阶段的差距，也说明了中国选择了比较温和的转型路线。正是由于存在市场派、伦理派、灾变派不同的气候变化导致经济受损的计算方法，使碳排放成本为每吨 10-200 美元不等。根据不同的碳排放社会成本，会得到不同的治理策略。市场派提出渐进策略，而伦理派、灾变派提出了更激进的治理方式，并模拟出不同的通向零碳的路径。如欧洲国家通过拍卖碳额度，再利用碳排放市场交易来获得市场定价，不断提高碳排放价格，选择的就比较激进的转型策略。

表 1 不同方法估算中国碳排放社会成本（美元/t）

核算方法	RICE 2010	FUND 2013	PAGE 2011	PNAS 2017	Tol 2019
中国碳排放的社会成本	4.99	2.5	3.43	6.55	2.37

数据来源：表中数值参考 Nordhaus (2017) 和 Tol (2019) 的估计结果，根据 2010 年美元价格计算所得。参见 William D. Nordhaus, “Revisiting the Social Cost of Carbon,” *Science*, Vol. 114, No. 7, 2017, pp. 1518-1523; Richard S. J. Tol, “A Social Cost of Carbon for (Almost) Every Country,” *Energy Economics*, Vol. 83, NO. C, 2019, pp. 555-556。前三列为美国跨部门温室气体社会成本工作组使用的计算碳排放社会成本的方法。

3. 绿色转型中的结构问题

在总量分析的基础上，研究经济增长的学者们开始讨论绿色转型的结构性问题，通过设立两部门模型，即传统高碳排放的“脏部门”和利用清洁能源的清洁部门，进行转型分析。阿西莫格鲁等讨论了从“脏（高碳排放）技术”转向清洁技术的理论，并以此框架研究了能源部门的转型问题。阿吉翁等从汽车产业转型入手，实证研究了汽油车向电动车转型问题。上述研究证明了如下结论：（1）靠自由市场是无法实现绿色转型的，绿色转型需要政府干预。在两个部门（清洁投入和污染投入）高度可替代的情况下，果断干预确实有必要。如果不加以干预，经济将迅速走向一场环境灾难。已经形成市场规模和先投入的生产力将导致“脏部门”具有市场竞争优势，所有创新和生产都会引向该部门，清洁部门将在竞争中失败，加剧环境退化。（2）政府干预是对“脏投入”的外部性进行收税，对清洁技术研发进行补贴，从而刺激清洁部门技术进步速度快于“脏部门”技术进步速度。最佳的环境监管应该始终使用进项税（碳税）来控制排放，使用补贴或利润税来影响研究方向。（3）市场规模和价格在技术变化中起核心作用。市场规模效应将创新引至规模不断增长的部门，而价格效应则将创新引导至价格较高的部门，这些都需要政府干预，只有给予清洁部门生产或需求补贴，扭曲价格才能使清洁部门逐步形成市场规模和价格优势。如关于汽车行业的研究发现，高燃油税会推动新能源车的技术发展，提高销售量。（4）企业的技术具有路径依赖特征，传统的“脏公司”更有可能专注于“肮脏创新”。这种路径依赖关系也适用于“清洁(以及肮脏)创新”，这一事实说明，应当尽早采取行动，将激励措施转向应对气候变化的创新才是可取的。（5）环境政策与贴现率一样有效，能积极引导创新，二者可以相互替代。绿色转型包括两类：一是能源转型，从高碳排放的石化能源（如煤、石油等）为主导转向清洁能源（如核电、太阳能等）为主导，最终实现每度电的零碳排放；二是终端部门的电气化替代转型，降低直接高碳排放能源和原材料的使用率，包括工业、交通和建筑行业的转型。在能源转型过渡期间节能也很重要，很多产业转型都是从节能开始的，但是节能本质上是企业竞争及自我运营的决策问题。

4. 中国绿色转型的研究框架和文章结构

中国的绿色转型与发达经济体的绿色转型存在很大区别。一是发展阶段不同。发达经济体已经进入后工业时代，大量的高碳排放产业转移到后发经济体，当前主要任务是采用比较激进的方式加速减少碳排放。中国等新兴经济体仍处于工业化阶段，任务是在实现工业化碳达峰的同时进入碳中和的低碳发展路径，更倾向于走渐进式道路。二是发达经济体与新兴经济体在能源与产业双转型上的侧重点不同。发达经济体的绿色转型集中在能源转型上，产业转型跟随其后，转型政策上一直主张提高碳排放成本，转

型摩擦成本表现在总量上。新兴经济体的重化工产业本身就具有高碳排放特性，绿色转型是双转型，即能源转型和产业转型并重，转型摩擦更复杂，成本也更高，降低转型摩擦成本是关键，同时需要结构转型。三是绿色转型治理具有多样性。发达经济体注重利用碳税或对等工具来承担社会成本，靠高成本抑制社会各个层面的高碳排放，高价格可以刺激绿色能源产业和低排放产业发展，相关支持政策则用于补贴绿色技术研发等。其治理思路是加大碳排放的总量控制，推高碳排放额度交易价格，是“总量碳排放额度管制+碳排放价格上涨”为主导的转型治理。新兴经济体的绿色转型涉及能源—产业转型升级，会出现很多冲突，需要多样化的分类治理，需要依据自我实践进行全新探索，很难以总量为目标走激进的转型道路。

从国际上的总量模型分析看，模型简化的效用函数是代表消费者，没有区分高碳排放和低碳排放的产业。这样就会产生大量的失业者，使他们的效用直接受损。生产模型是损失函数乘总量函数，进而形成了一个不断放缓的增长路径，忽视了后发经济体希望通过绿色转型刺激经济增长的问题。要替代传统能源和生产方式，政府就必须承担绿色成本，但是社会成本总体负担过重就会引起通货膨胀，因此需要讨论更多的成本分担方法，避免价格波动引起的福利损失。

绿色转型引起价格上涨的摩擦是经常发生的。2015年法国爆发的“黄马甲骚乱”、2021年全球能源价格上涨导致的中国“拉闸限电”等，从根本上来说，都是能源—产业绿色转型摩擦的一种价格反应。绿色转型摩擦表明，向碳中和过渡时期具有高度复杂性和不确定性。转型不可能只有一条道路，各国应按自己的路径设计转型机制，降低福利损失。我们必须深思如何实现绿色转型的平稳化过渡，制定好相关政策和分类治理机制，安排好绿色转型的顺序，在转型中提高全要素生产率，通过提高产业转型升级的效率来吸收转型的摩擦成本。

基于以上分析，下文集中探讨如下问题：（1）为实现中国绿色转型的平稳化过渡，必须引入关于结构性的讨论，降低转型中的结构性摩擦，而不仅仅是总量减排。（2）中国要通过绿色转型获得更好的经济增长和科技进步，不能因为绿色转型使经济增长速度放缓。这需要考虑三个部门的替代过程，即新旧能源（及相关产业链）替代、产业中的电气化替代以及快速增长的数字化产业发展。只有这样，新的产业升级才能吸收传统部门衰弱带来的“成本”，更快的技术进步、更高的生产效率、更持续和廉价的能源才能吸收转型成本。（2）放弃激进的总体治理思路，转为契合中国实际的渐进式思路，以行业激励诱导新兴绿色产业发展，同时推进电力市场化改革，加强公共政策的管理，探索符合中国的绿色转型发展的道路。

二、中国绿色转型中的摩擦成本、路径与顺序

中国在绿色转型实践中遇到的现实挑战包括吸收摩擦成本、寻找产业结构和市场替代条件、决定绿色转型的路径和顺序。

1. 绿色转型的摩擦成本

被严控的高碳排放部门和被鼓励的绿色部门完全是异质的，总量模型忽略了绿色转型的异质性特征。绿色转型就是一个替代过程，即当前高成本的绿色部门对低成本的高碳排放部门的替代。新旧部门的

“起落”形成了受损部门和受益部门，导致部门间的损失分担方式不同。这需要平稳过渡。根据中国的实际，本文归纳绿色转型摩擦的经验化事实包括如下内容：

总量福利损失。能源转型导致成本上升引起的福利损失是绿色转型的摩擦成本之一。绿色能源价格在初期都会比石化能源价格高，但是稳定性差，因此使用绿色能源就要承担绿色溢价，即承担绿色能源成本高于石化能源成本的部分，直到绿色发电成本低于石化能源成本，价格才能恢复并有所降低。能源转型过程中首先会提高价格，这意味着降低了消费者的福利。因此有必要为绿色能源的使用提供成本补贴，以提高绿色能源的生产、使用范围和竞争力。

能源—产业绿色转型的不均衡冲击。传统高排放产业逐步被“淘汰”，出现失业、地区发展不平衡、中小企业难以承担绿色成本等问题。以煤炭产业为例，按照碳排放的要求，如果碳捕捉技术的水平没有大幅度提高，2050年煤炭产业会在现有的产量下继续压缩90%，直至逐步消失。煤炭生产工人的利益、煤炭资源丰富地区的发展都会直接受到影响。另外，石化、炼钢、水泥、汽油车等都是被抑制发展的部门。目前很多产业已经不再增加投资，导致了阶段性供给不足。需要关注这些成本的吸收时间、产业和社会的合理分担比例等。

能源转型与产业转型不同步引起的摩擦。能源转型和产业转型是有差别的，前者聚焦于控制碳排放，并非能源使用的总量约束，核心是每度电的碳排放持续下降，意味着清洁能源生产占比越来越高，能源生产绿色化；后者是降低生产过程中直接石化能源的消耗和石化原材料的排放，产业电动化转型是其中的重要一步，如汽车电动化、钢铁电炉短流程等。能源和产业转型相互推进，也相互摩擦。如果能源转型没有完成，映射到产业上就是能耗总量和碳排放强度的双控约束。如耗费电力就是增加碳排放，政府把节能作为解决碳排放的首要目标就源于此。产业电气化转型后电力消耗更大，对电力质量要求更高，会使能源与产业转型不同步，按节能要求则会延缓产业电气化进程。再如新兴数字化转型过程中也会遇到同样的问题，特别是基于大数据、AI、云服务所需要的数据中心(Interner Data Center, IDC)以及5G等新数字基础设施的建设均会耗费大量能源。当前阶段耗电就意味着碳排放高，绿色能源转型、产业电气化和数字化转型都需要更多的能源，这已经构成了协调发展与能源约束的摩擦成本。

国际贸易冲突。2021年7月欧盟委员会发布了欧盟碳边境调节机制(Carbon Border Adjustment Mechanism, CBAM)的立法提案，提出以碳汇价格为基准对部分进口货物征边境碳税，并将在2022年完成立法，2026年开始全面实施该法案。美国民主党提案拟于2024年1月1日开始以美国国内环境成本作为定税标准。虽然这些提案不符合WTO原则，但是其实施已经不可避免。可见，绿色转型中的国际贸易冲突也是重要的转型成本。

绿色转型不仅存在目标与约束的简单逻辑，更涉及现实转型的结构性冲突。因此，转型成本最小化是中国绿色转型过程中最重要的考量指标。

2.中国能源—产业绿色转型的结构与市场条件

绿色转型有两个明显特征：一是三大产业结构转型并举，即能源—产业的三重绿色转型，包括绿色能源转型、产业电气化转型和数字化转型；二是绿色转型是靠管制—补贴的政府干预启动的，直到绿色

部门形成市场竞争力，产业更迭替代逐步转向市场替代，不再靠政府干预。政府采取补贴“退坡”制度，从直补慢慢转向基于碳排放交易的企业间相互补贴机制，形成“碳排放额度管制—碳排放交易—市场替代”过程。

越来越多的经验分析表明，绿色转型的市场替代条件成熟度越高，绿色转型越平稳。2020年中国碳排放集中在能源、钢铁、水泥、化学品、交通、建筑方面，预计中国的煤电厂和重工业资产的“寿命”会延续25—35年(见图1)。中国能源—产业转型任务极其艰巨，下面分别讨论能源转型、产业转型和数字化发展的机遇和挑战。

第一，绿色能源转型以控制碳排放为目标，致力于推动绿色电力消费。中国的碳排放主要来自石化能源的生产和消费，降低碳排放就是要降低能源转化中的石化能源发电量，推动发电中的每度电含碳量下降，逐步降低工业、交通和建筑等行业的石化能源消耗量，转为使用电气。电气化降低了能源直接转换效率，增加了电力消费，但是电力生产无法降低碳排放，产业电气化反而因为消费过多的电力导致更高的碳排放。绿色电力消费的增加有助于扩大再生能源的市场规模，提升绿色能源的竞争力。降低碳排放的根本是能源改造，特别是再生能源发电占比的提高和消费，即通过电网改造、储能发展、氢能等方法有效地提高再生能源发电比重，降低发电的含碳量。节能是企业竞争决策的内生部分，不是宏观管制的目标，当期以能源转换效率为重要管制对象的方法是在能源转型不充分条件下的中国经济绿色转型的路径、结构与治理 75 过渡性措施，对降低转型摩擦和提高企业竞争力有重要意义。因此，能源转型与产业电气化转型相结合才能实现控制碳排放的目标，而不能简单地进行电力总量管制。只有能源转型成功，使电力中的含碳量下降，产业电气化才能在增加能源消费的基础上降低碳排放。

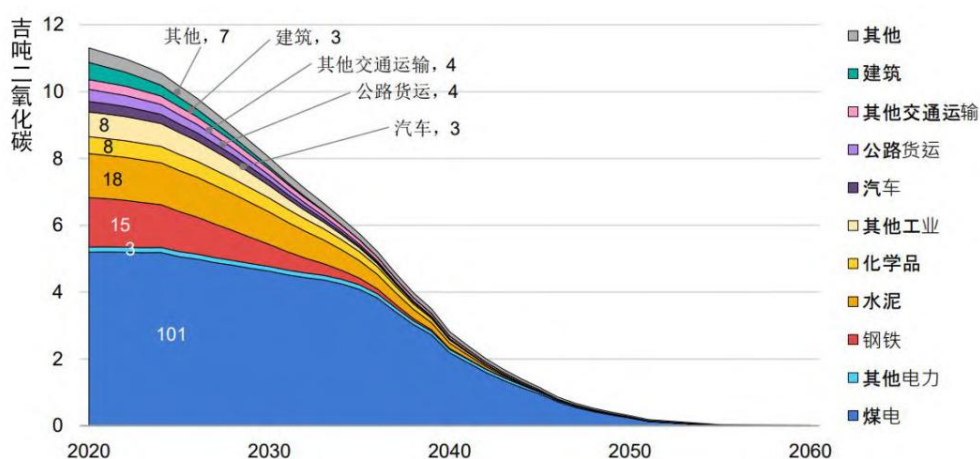


图1 中国现有能源相关基础设施在典型“寿命”假设和运行条件下的二氧化碳排放量

说明：排放量根据典型的运行条件（如容量系数、燃料比重和里程）预测，以2020年为基准年。图中以数字标出的面积大小代表各细分部门的累计排放量，单位为吉吨，排放量按直接排放计算。参见国际能源署：《中国能源体系碳中和路线图》，<https://www.iea.org/countries/china>。

从表2可以看出，越是减少碳排放，电力总需求越高，二者有替代关系，工业、交通、建筑的电气化需要降低了碳排放，增加了电力消费。但是增加电力消费与降低碳排放不是相悖的。

表 2 2020—2050 年中国电力需求估算（单位：10⁴ 亿 kw·h）

	2020 年	2030 年				2050 年			
		政策情景	强化政策情景	2 度情景	1.5 度情景	政策情景	强化政策情景	2 度情景	1.5 度情景
电力总需求	7.27	9.18	9.45	9.61	10.04	11.38	11.91	13.13	14.27

说明：数据来源于清华大学气候变化与可持续发展研究院：《中国长期低碳发展战略与转型路径研究》，《中国人口·资源与环境》2020 年第 11 期。

第二，产业电气化是绿色转型的重要战略步骤。产业电气化转型和再生能源转型有着相同的非市场化转型特征。交通中的汽车电动化转型从补贴开始，逐步退补，到 2018 年结束补贴，形成了从政策过渡到准市场化转型的过程，即通过管制汽油车比例，要求汽油车生产商购买电动车积分，通过积分补贴方式提高电动车竞争力，对汽油车进行市场化替代直到全部使用电动车。钢铁、石化等部门电气化难度依然很大整体工艺转型需要国家进行一定的财政资助和激励。电气化能源转换效率要比传统石化能源直接转换效率低，但是如果发电源头是太阳能等再生能源，则消费电力本身是无碳排放的，而且再生能源使用的边际成本趋向于零，这样产业电气化就是低碳排放，也具有了可持续的低成本竞争力。按照壳牌集团的预测，2060 年中国电气化率将达到 60%，交通设施将基本实现电气化，建筑能源供给将全面实现电气化。中国工业电气化的产业转型任重而道远。很多重化工业的电气化不仅仅是能源问题，也涉及大量原材料投入的生产流程改变，但是这方面并没有达到市场化可自动替代的“阈值”区间。如钢铁的长流程减排转到短流程电炉，需要完成工艺、原材料的全面转型，目前这一过程仍然举步维艰。煤炭、冶金、化工相关产业要逐步实现被管制到零的水平，将使大量的产业走向萧条，由此导致的资本搁浅和产业链上下游受冲击等多方面问题都需要政府的财政、金融支持，这样才能实现相关产业的平稳退出。

第三，绿色能源转型的市场化条件逐步成熟。中国的当务之急就是能源脱碳，这是非常大的挑战。煤炭在中国能源结构中占比最大，随着碳捕捉技术的发展，到 2060 年，煤炭发电占总发电量的比重将降到 3%—10%，能源转型靠核能、水电和太阳能、风能共同完成。

图 2 显示，与石化能源相比，再生能源成本快速降低，而且具有两个优势：一是成本下降符合摩尔定律；二是其生产的边际成本几乎为零。从能源成本优势看，再生能源替代石化能源已经具备了成本优势，不需要过高的绿色成本补贴。再生能源价格下降与其使用的规模高度相关，如全球已安装了 580 吉瓦的太阳能光伏发电系统，自 2010 年以来这一数据增长了 14 倍，2019 年的太阳能光伏发电价格与 2010 年价格相比下降了 82%，从 0.378 美元/千瓦时降至 0.068 美元/千瓦时。根据 IRNA 的预测，太阳能光伏发电成本仍有继续降低的潜力，当其价格降至 0.039 美元/千瓦时，成本将比 2019 年再降 42%。当前的太阳能价格已经低于石化价格，但是太阳能等再生能源的不稳定性以及储能技术发展未有突破，出现大量“弃风弃光”现象。



图 2 各种能源发电价格变化趋势

说明：数据来源于 Max Roeser “Why Did Renewables Become So Cheap So Fast?” <https://ourworldindata.org/cheap-renewables-growth>。单位：美元/兆瓦时。

第四，产业数字化的发展带来了大量电力需求。新增能源需求是在以“算力+万物互联”为基础的产业数字化基础上发展起来的，“算力+万物互联”以计算中心(IDC)和 5G 通讯为代表，2020 年二者耗能占中国耗电总量的 1.6%，到 2035 年中国数据中心和 5G 总用电量约是 2020 年的 2.5—3 倍，将达 6951 亿—7820 亿千瓦时，占中国全社会用电量的 5%—7%。数字化产业升级直接会提高新增电力的消费。1993—2018 年中国数字化经济增加值年均增长 17%，增速仍在加快。由于数字化产业处于高速增长期，且利润高，代表了中国经济发展的未来。因此，数字化产业可承担的绿色成本可以高于一般企业，可以使其电力需求直接与绿色再生能源挂钩，通过购买绿证或投资新能源来补贴传统能源。

以上分析可以看出，虽然中国能源转型迅猛发展，但是在储能、电网、能源稳定性等方面存在不足。总体上看，工业电气化转型、汽车工业的电动化转型基本上进入了市场替代阶段；钢铁、化工、建材的全产业链电气化改造需要政府支持，不可能完全由市场来推进；数字化产业升级主要受制于能源的绿色转型，本身有节能需要，但是其发展无关碳排放，应该属于被鼓励的产业。

3.绿色转型的路径和顺序

中国经济在绿色转型中要实现技术进步，利用市场化规模来吸收转型成本，进而推动经济增长。本文模拟了一个转型路径图(见图 3)。高碳排放部门的 D 增长曲线在 2030 年碳达峰后，其 GDP 增长速度也同样见顶，受到严格的限制，一直下滑到碳捕捉技术能提供的碳排放额度水平才能实现碳中和。2030 年后，经济增长的动力来自再生能源、产业电气化和产业数字化转型，这构成了 C 增长曲线。从现有的三个代表性产业看，太阳能、数字化转型、电动汽车成本下降的速度符合摩尔定律，而且再生能源和数据化生产也符合“边际生产成本等于零”的共享规律。在新兴绿色产业带动下，经济再造过程的 C 增长曲线在 2040 年后逐步替代传统重化工产业，技术进步、增长速度和规模都会引领中国总量生产函数 T 的持续增长。总量 T 曲线是 C 和 D 曲线数值的叠加，其增长的路径持续向上，是通过绿色部门的兴起和电气化过程替代原有工业化过程，激励技术进步，促进可持续发展和经济增长，而不是 DICE 模型模拟的带有损失函数的增长。当然如果转型不当，摩擦加大，绿色转型被打断和延迟也是有可能的。

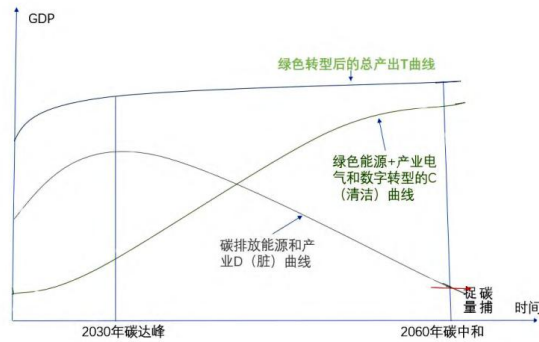


图3 中国经济绿色转型路线

绿色转型路径决定了转型顺序:(1)再生能源发电。再生能源的成本下降与其发电规模高度相关,由于电网和储能改造进度慢于装机水平,“弃风弃光”比例过高,再生能源发电比例上升缓慢。随着分布式发电的兴起,其直接使用速度加快,且装机越多,组件成本下降越快,发电成本也随之下降。因此绿色再生能源转型需要政府加大力度推动电网改革和电网改造。(2)在绿色能源转型的过渡期间,放开数字化产业升级,按现有的节能要求不必限制其能耗总量。可以使产业数字化转型与再生能源消费挂钩诱导投资向绿色产业倾斜,推动绿色能源转型和数字化转型的相互促进。(3)工业、交通、建筑的电气化过程。非市场化替代主要集中在工业部门,要逐步推进电气化的补贴改造。工业电气化的核心是钢铁、水泥、化肥的电气化转型,应当在碳达峰后再加速调整。优先推进的交通电气化转型已经初见成效,电动汽车进入市场化替代阶段,应继续加速推进这一优先转型。建筑电气化过程与能源转型一致,是依靠管制来推动市场化替代。

再生能源、数字化转型、电动汽车的技术迭代和规模经济推动了能源转型、数字化转型和工业电动化使其具有了市场化的替代特征,构造了具有加速特征的新增长曲线。通过政策和市场的双重激励推进新的产业发展和技术进步,才能吸收绿色转型成本,使中国经济增长和技术进步的速度、质量保持优势。

三、中国绿色转型的分类治理和碳排放社会成本

碳中和机制是政府依据国际承诺和国内碳减排目标而设计的公共治理机制,通过碳排放管制和绿色补贴等激励绿色转型,具有政府直接干预的性质。这一转型涉及众多利益相关者,需注意公共观念和利益的协调。从绿色转型的初始条件看,高碳排放公司(产业)的规模和效率都强于低碳排放的绿色公司(产业),仅靠市场机制无法推动高碳排放公司(产业)转型。全球为克服碳排放的外部性、解决气候变暖问题,依赖于碳排放价格的调整,避免搭便车。不同的初始条件下,各国政府探索不同的绿色转型速度、治理机制和路径。发达经济体提出征碳税总量治理模式,认为只有计算出合理的碳排放社会成本才能较好地推动绿色转型,采取以碳排放价格为基准的管制与治理框架,虽然实践中也遇到多种挫折,但是总量治理仍是欧美国家的首选。后发国家以节能减排管制、激励新能源发展等为导向,实行类似于保“幼稚企业”的政策,推动新旧产业更迭,这是分产业进行的“控制+激励”分类治理模式,以激励为主。预计后发国家碳达峰后,会逐步向总量治理与分类治理结合的方式过渡。

中国政府依据减排的产业分布进行分类治理,通过“做好激励”启动渐进式绿色转型。一方面限制高排放产业和企业的碳排放量;另一方面靠增加补贴诱导绿色产业和企业的生产规模扩张。随着绿色产业

竞争力的逐步提高，政府通过“退补”的方式，利用碳排放额度管理，推动积分制，推进碳排放额度交易、绿证交易，让高碳排放的企业购买碳额度及其等值的积分、绿证，为绿色企业提供补贴，推动绿色部门替代传统部门，最后再通过市场竞争进行完全替代。这一过程需要政府对碳排放进行持续监管和对淘汰企业进行资助，保障其平稳转型。中国的分类治理以产业部门或地区为依托，一个产业选取一种治理方式和目标。如汽车积分制、电力的绿证交易、在 8 个地区设立碳汇市场等，这样的转型方式不需要付出全社会额外碳价上涨的代价，推动了产业的绿色平稳转型。直到 2021 年中国提出了总量目标管理模式，引起了“拉闸限电”摩擦。这说明中国需要谨慎采用总量治理模式，未来转型依然要以分类治理原则继续推动行业性脱碳进程。到 2030 年碳达峰后，总量治理将逐步扮演重要角色，基于碳排放额度市场交易信号来配置全社会资源，协调与国际气候规则一致化进程，不再完全是“一个产业，一个地区，一个公共政策”的治理方式，通过加强全国统一监管与治理才能完成绿色转型。

1. 中国经济绿色转型的治理实践

由于发展阶段不同，中国与发达经济体有着不同的转型治理路线。发达经济体已经进入后工业社会，早已经完成碳达峰，流量已经下降，进入碳中和的绿色转型阶段，相对忽略绿色转型摩擦。欧洲着重于全境内和全行业的碳排放额度交易，能源与产业同时快速转型，政府管制以碳排放额度交易价格为激励基准。美国侧重于市场化的责任投资、ESG(Environment, Social Responsibility, Corporate Governance)和绿色供应链及各州政府的管制和补贴，加大绿色基础设施投资，加快绿色转型进程。新兴经济体正处在工业化阶段，也是全球碳排放增量的主要来源。新兴经济体转型第一阶段的目标是在完成工业化的同时实现碳达峰，而后通过绿色转型进入碳中和阶段，转型难度和摩擦远远大于发达经济体。中国属于最有担当的新兴经济体，政府做出了在 2030 年碳达峰和 2060 年碳中和的承诺，其实践路径必然与发达经济体的经验不同。从治理和产业转型的角度，中国都探索出了独特道路。

中国经济绿色转型具有如下特征：其一，遵循清洁发展机制(Clean Development Mechanism, CDM)的要求开展了清洁生产，淘汰落后产能，提升了能源的利用效率，而后遵循《温室气体自愿减排交易管理暂行办法》构建了 8 个碳排放交易市场，设立了 300 多个方法论来计算自愿减排量，推动了中国循环经济发展。其二，政府积极推行新能源制造和新能源汽车的补贴政策，设计了相应的汽车积分制。这些政策刺激了新能源、电动车及相关产业链的发展，制造优势和市场规模优势使中国成为全球太阳能组件、风能组件成本最低和生产规模最大的国家，顺利地达到了新老能源市场替代的基准条件。其三，在全国开展电力行业的碳排放额度交易，启动了全国碳排放额度交易市场，并即将启动碳期货交易。中国现有的碳排放额度交易市场价格波动很小，碳定价低于国际定价，这也是由中国国情所决定的，需要平稳过渡。其四，中国的治理实践也是“摸着石头过河”，按照分类治理原则，先试点再推广，如电力转型和电动车转型代表了两个不同的方向，即产业转型和能源转型。其五，重视市场化改革，如 2021 年能源价格波动倒逼电力市场改革，把市场机制引入电力市场。电力市场改革直接促进了分布式电力发展，这是中国绿色能源转型的关键。其六，发展绿色金融，责任投资、ESG 等自下而上的绿色转型治理模式在中国发展很快，加大了绿色转型的微观动力。

2. 中国绿色转型下的监管推动和市场化改革激励

各类企业都具有技术依赖特征，绿色转型意味着较大的资本支出，因此中国的绿色转型一定要有监管推动和政府激励。同时，碳达峰和碳中和的绿色转型全过程也需要市场化激励机制，因为最好的治理方式是市场化推动的绿色能源转型。在减排第一阶段，应基于清洁生产机制和自愿减排交易淘汰落后产能。第二阶段由政府进行财政补贴，再利用各地方碳排放额度交易，鼓励新兴绿色产业发展。第三阶段进入能源和产业转型的阈值区间，即全面转变期，扰动和摩擦开始频繁显现。这一时期，全球都感受到了绿色转型引起的能源价格波动。中国也受到影响，但是纠偏很快。配合监管是第三阶段的主要任务，推进电力市场化改革是第三阶段绿色转型的基准。

3. 碳排放交易的治理成本及定价策略

由于绿色转型是非一般的市场化转型，是通过治理机制设计推动的产业转型，存在能源—产业转型的摩擦，也必然包含了治理成本。通常表述的治理成本涵盖如下内容：(1)制度套利，如企业骗补。但是随着补贴“退坡”，让企业与企业互补或市场配额交易，制度不再会被套利。(2)转型目标与原有的发展目标偏离加大，对经济增长的冲击过大，提高了当期的经济风险。特别是在绿色转型过程中，政府是最重要的发动者，一旦过度强化这方面约束则会偏离以经济建设为中心的轨道，引起供给的负向冲击。(3)利益锁定下的路径依赖。如果过度依赖政府干预资源配置，就会长期扭曲要素价格，形成一批利益相关者，因此要素扭曲性设计需要一个合理的退出计划，避免利益锁定。(4)政府干预与市场机制相互配合的失败，即虽然强调了管制转型，但是缺少对市场激励的认识。中国的转型应在监管的推动下，重视市场化机制，重视基于市场激励的绿色转型。碳排放交易价格在总量治理上意义依然重大。欧盟已经经历了三轮碳交易额度拍卖，碳期货价格最高突破了每吨 90 欧元，这意味着能源价格上涨压力持续升高。碳排放额度的理论价格是依据控温目标模拟的 GDP 损失总量贴现为当期减碳的社会成本，由此构造了一个碳定价对减碳目标的政策制定基准。中国当前处在碳排放额度交易定价的形成阶段，2021 年全国实施了电力部门的碳排放额度交易定价，但是仍有工业、交通、建筑等产业部门没有纳入统一交易市场中。中国碳排放额度全国交易市场已经开启，但是没有金融机构和相应的期货市场配套，也没有全国总量的碳额度拍卖，依然处于分类治理和形成定价机制的过程中。中国碳汇价格为每吨 45 元人民币，与欧洲碳价相差比较大。2030 年中国实现碳达峰后，总量政策变得重要，需要实现“搞对价格”与“激励为主”的分类治理的有机融合。总量治理为全面碳中和提供了一个政府拍卖碳排放额度的政策基准，为全民减碳形成了一个社会定价基准，也能够引导企业和机构投资。碳排放定价与管制政策可以相互补充，提高脱碳战略的效益。碳排放定价机制可以激励人们追求去碳化，同时提高去碳化的灵活性，通过提供明确的价格信号，加速碳捕捉等低碳技术产品的投资和应用。

四、中国绿色转型的公共政策取向

全球的绿色转型都要通过政府管制和公共政策框架来引导，但是绿色转型依然面对很多的挑战，必须不断审视目标—激励—福利框架来衡量中国的绿色转型发展。一个不断循环的政策考评框架有利于公共政策的实施，本文构造了中国绿色转型的公共政策自我改进的动态框架(见图 4)。从图中可以看出：(1)

是否达到自我承诺目标是衡量基准，未达到目标则需要对政策力度与目标进行反思，考虑目标冲突导致的转型摩擦、政策执行激励不足和协调困难导致的执行效率低等问题，进而进入政策再整合阶段。(2)通过政策再整合修订目标，推动绿色转型进入正轨。如果只有总量能源限制政策，没有鼓励再生能源消费的政策，则不利于推动再生能源发展。“拉闸限电”的方式符合当期碳排放总量，但是不利于经济增长，将导致电价上涨。上述都属于目标激励不相容的矛盾需要进一步修正。(3)评估福利、包容性和可持续性。绿色转型不能损害经济增长，不能靠通货膨胀方式遏制消费进而降低福利也不能对于受损部门视而不见，因此需要通过政策补贴或其他方式降低损失，使传统受损企业平稳过渡。

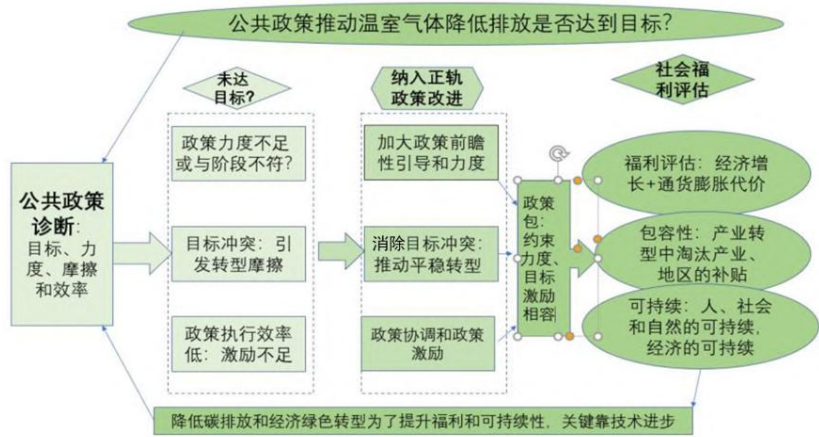


图4 公共政策选择与评估的整体取向

2021年是中国绿色转型的元年，2022年国家发展和改革委员会调整了公共政策目标(如鼓励再生能源发电，再生能源电力消费不纳入能源总消耗考核目标中)，强调利用市场方式解决问题(如鼓励市场定价、分布式发电、绿证交易等)。但是从公共政策动态框架上看，绿色转型的公共政策仍需在如下方面进行改进：(1)从重视总体能耗和碳排放的“双控目标”转向单一控制“碳排放”指标，强化碳排放的额度，削减自我承诺目标的力度。(2)鼓励新能源消费 使产业数字化与再生能源消费挂钩，促进绿色投资。(3)不应继续把节能指标作为公共政策的根本目标。可以按标杆企业的要求节能，以降低当期的能源约束。提升能源效率是企业内生问题，虽然短期内可以靠行政监管，但是这不是公共政策的目标所在，最终应当靠市场机制特别是价格机制来解决这一问题。(4)把促进新兴清洁产业发展、产业电气化转型、数字化升级与限制高碳排放的传统产业发展放到同等重要的地位上。放松对能源消费总量的约束，鼓励电力消费大户通过绿证交易等方式加大再生能源消费，用绿证补贴再生能源和投资再生能源，为产业数字化拓展能源发展空间。高度重视产业电气化过程，从全产业链的角度进行转型监督与补贴激励，让高碳排放产业平顺退出，否则会使行业和区域转型摩擦过大。5)促进市场化发展，中国的新兴绿色产业已经进入市场替代阶段，但是打破垄断推进电力市场的改革、在新旧产业替代过程中推进市场激励，都离不开政府监管。(6)增加“二元化”的融资策略，降低绿色金融融资成本，通过低利率信贷和债券发展打开利率缺口，通过金融成本的“二元化”推动绿色产业的投资规模再扩大。(7)重视绿色转型中对技术创新的研发补贴。(8)进一步探索积分制、ESG等自下而上的激励方式形成市场化替代中的微观主体替代意识。(9)碳交易市

场依然是最重要的政策定价基准，应当为碳汇交易定价，尽快推出碳期货并允许金融机构加入，其为进入碳中和阶段发挥更积极的作用。

公共政策的制定与行政复杂性、刺激创新等补贴激励的可持续性、应对不确定性的能力有关。产业转型中“起落”的分配效应包容性)、物价波动的福利损失、公众接受度等是一个需要精心设计的系统性政策组合。绿色转型同样也会遇到能源—产业转型的摩擦挑战。中国面临的挑战更多、更复杂，但是中国政府协调能力强、纠偏快，也积累了丰富的转型经验。中国在逐步探索中已经走上了公共政策与市场激励相结合的推动绿色转型的特色道路。

（内容来源：国家金融与发展实验室）

重构金融结构，缩小收入差距

王永钦

上海金融与发展实验室 学术委员会委员

中国目前已经转向高质量发展阶段。高质量发展不仅强调做大“蛋糕”，还要实现更好地分享“蛋糕”。中国收入不平等的特征是：收入不平等程度较高；城乡收入差距较大；私人财富积累与收入差距扩大相关。在很大程度上，中国发展不平衡不充分的问题，与金融体系尤其是金融体系背后的抵押品这一基础要素密切相关。

收入差距与金融结构的关系

金融发展是经济发展的重要驱动力，但金融发展不一定促进社会共同富裕，金融结构对社会收入和财富结构的影响很大。过多的债务融资、过高的杠杆、金融监管缺位等因素的结合可能加剧经济周期波动。过于侧重债务（尤其是银行信贷）的金融体系容易产生风险，并且风险分担的功能不足。经济周期波动加剧和风险分担不足二者结合，共同成为收入差距扩大的催化剂。

以 2008 年全面爆发的全球金融危机为例，这场危机的根源在于私人债务，尤其是住房债务（Mian 和 Sufi, 2015）。居民和企业使用抵押贷款购买房产，银行创造出大量信用，使房价被抬高，高房价又意味着能从银行借得更多贷款，环环相扣，杠杆升高。在经济上行期，富人获得了很高的资本回报，低收入群体占有的资产（同时也是抵押品）少，通过资产升值和获得信用取得的收益较低。

在经济受杠杆驱动走向繁荣的过程中，风险也逐渐积累。银行和众多非银机构为了加大放贷力度，到资本市场上寻求融资，主要手段是以房贷为基础资产，打包发行 MBS（Mortgage-Backed Security）。MBS 又被用作抵押进行融资，发行 CDO（Collateralized Debt Obligation）[1]，继续抵押组成 CDO 平方（CDO Square）等，每加一层杠杆，都会撬动底层资产的价值。证券化资产的投资者又从货币市场获得极短期的资金。层层抵押的债务结构，以及货币市场极短的资金期限，使得整个金融体系很容易因为底层资产恶化而发生严重的挤兑和抛售事件。2006 年前后，美国房价开始下跌，房贷违约增加，基于房贷建立起来的复杂金融体系内生去杠杆，又促使美欧短期融资市场崩溃，最终衍生为 2008—2009 年的全球金融危机，并蔓延为大衰退。

在经济衰退时期，债务经济风险分担不足的弊端凸显，低收入人群受到比高收入人群更重的损失。风险分担功能是指当损失发生时能由金融合约的双方共同承担损失。债务合约具有刚性，即使经济恶化，债务人依然需要偿还原本的债务。因此与股权相比，债务合约是一种反保险（anti-insurance）。当发生金融危机，低收入人群在失业、收入下降的同时，还要偿还大量债务，并且可能因偿债而丧失掉在经济上行时期高价购买的房产（抵押品止赎），这些房产被富人低价接手。此外，低收入者持有的金融资产很少，在经济修复过程中难以通过金融市场获得补偿。杠杆、收入差距和金融危机总是密切相关的，

2008—2012 年的大衰退，以及 1929—1933 年的大萧条发生之前，家庭杠杆和收入差距都达到了惊人的高水平（Kumhof 等人，2015）。

中国还没有经历一个完整的经济周期，但债务杠杆同时驱动经济增长和收入差距扩大的现象已显现。中国的主要融资方式是贷款，在这样的体系里，抵押品的分配往往决定了信用的分配，以及抵押品升值的收益分配。在中国，占普通居民财富最大比重的是房产，居民债务最大来源也是房产。低收入群体抵押品较少，因而从信用繁荣中受益不足。

以类股权工具平抑股市波动

如前文所述，过多依赖债务会使一个经济体的经济周期波动加大，并且风险分担功能不足。与债务不同，股票等股权合约天然具有保险的特征。这是因为股权的收益是状态依存的：如果公司发展好，利润丰厚，在偿债之后有足额剩余，那么可以向股东分红；如果经营不好，利润不足，可以不向股东支付任何回报。由于具有风险分担属性，股权也就更不易于加剧经济周期波动：考虑到未来可能共同承担损失，股权投资者投入资金时会谨慎一点。实际上退一步看，所谓的信用创造本身就是债务的创造，而不是股权活动[2]。此外，由于股权是状态依存的，股权在提供保险（股权持有者收益的下界不是本金金额而是 0）的同时，其收益没有上界，因而适合分享发展红利。

因此，发展健全股市，对企业融资和个人分享经济红利都是有益的。好的股票市场是把蛋糕和大家分享，中国股市的这一功能目前可能有所欠缺。从 2000 年到 2016 年，中国小市值股票年化收益率为 15.28%，大市值股票年化收益率为 6.78%，长期企业债年化收益率为 4.57%，10 年期国债年化收益率为 3.56%，1 年期国债年化收益率为 2.7%。从收益情况看，小市值股票年化收益大于大市值股票，股票收益高于债券。不过，股票价格波动性远远大于债券的波动性，小市值股、大市值股、长期企业债、长期国债、短期国债的年化收益标准差分别为 76.03%、55.95%、8.81%、7.99%和 1.77%，股票风险调整后收益并不高（Hu 等人，2020）。并且，中国股市波动大，散户投资者的股市投资典型特征是跟风追涨、频繁操作、持有周期短。股市投资可能反而加剧了收入差距，使大量收益从中小散户转移到大户、超大户手中。

于是，发展健全股市的逻辑之一就在于平抑股市波动，使股市增长更加稳定。其中重要的举措就是提高机构化投资，尤其是长期资金投资占比，如保险资金、养老金。除了股票市场本身，发展新型的股权类工具也是有益的，例如中国如今已推出的公募 REITs。从美国、新加坡等市场的经验来看，成熟的 REITs 市场具有较高的分红、较好的二级市场流动性和较高的个人投资者参与率，个人投资 REITs 可以获得平稳持续的现金回报。

更进一步的，股权的保险功能也许可以和债务相结合，从而弥补债务工具的不足。例如，设计具有类股权（equity-like）属性的个人债务工具，作为现有保险体系的补充。这一思想由来已久，米尔顿·弗里德曼在 1962 年就构想过设计类似股票的教育贷款，与传统固定还本付息的贷款不同，这类贷款的借款人还款与其未来收入挂钩。罗伯特·席勒认为，如果将贷款还款计划和收入挂钩，可能引发道德风险问题。

对此，他建议构造一种收入指数，例如以行业中位数为基础的收入指数，将贷款与这种收入指数而非具体的个人收入挂钩。这样的设计，可以解决道德风险问题，实现了债务融资和风险分担的有效结合。

以普惠金融改进债务融资模式

如果发展股权类的金融工具是对债务的替代和补充，普惠金融则是对传统债务融资模式进行改进。传统信贷多依赖抵押品，抵押品分配往往决定了信用资源的分配，这既导致了小微企业以及低收入群体难以获得信用，也催生了房产的泡沫。目前来看，普惠金融做出的一大改变，就是降低信贷对传统抵押品（土地房产）的依赖。普惠金融借助大数据技术，可以在满足风控的前提下，以无抵押的形式放贷，其实相当于将个人数据制造成了通用形式的抵押品。中国目前普惠金融生态体系主要通过三大类金融机构开展：互联网小额贷款、消费金融和互联网银行。

以消费金融的业务模式为例。消费金融公司的业务主要分为自营、助贷和联合贷款三类。自营业务以个人无抵押贷款为主，例如在线上业务中，客户通过 APP 提交个人信息和同意个人征信的授权，随后消费金融公司在线上完成审批，一般几秒钟便能出具审核结果，从而进行授信。消费金融的助贷业务主要是商业银行贷款业务的延伸。通常小微客户的征信信息比较少，银行等金融机构难以获取这类客户的信用资质，从而无法发放贷款，消费金融公司则利用网络平台等的信息优势向银行、信托等金融机构推荐客户，并从中收取引流服务费。联合贷款则是前两种模式的融合，消费金融公司和银行、信托等有贷款资质的机构共同出资发放贷款，并进行相互独立的风控的贷款业务。总的来看，以消费金融公司为代表的普惠金融，独特的优势便是更好地利用了信息资源。

不过目前来看，普惠金融还存在一些问题，在说帮助缩小收入差距方面，可能还有待发展。一方面，普惠金融本质上是债务活动，依然存在信贷供给过度、债务积累过多的隐患。另一方面，抵押品形式的创新不一定能克服抵押品分配对收入差距的负面影响。在传统信贷中，低收入群体的债务是高收入群体的资产，因此加剧了两群体之间议价能力的不对等。类似的，在普惠金融中，低收入群体数据的控制权也有可能归于高收入群体，从而加剧议价能力的不对等和收入差距，这与数据保护和使用相关制度的建设密切相关。

改革住房金融体系和土地制度

在中国，债务一大部分是基于房地产抵押的，调整债务结构，也就必然与改革住房金融体系和土地制度有关。住房金融体系主要包括住房开发建设融资、购买或租赁住房借贷和住房金融资产交易或证券化。住房问题的关键在于，住房除了用来住，还承担了投资品、抵押品的功能，这使其具有了远远超出其居住功能的价值。由于社会形成了房价上涨的预期，银行便乐于提供房贷，投资者乐于贷款买房，信用供给和信用需求两方面都被刺激。在 2008 年金融危机时期，中国推出了“四万亿”计划，这原本是一项财政刺激计划，但由于通过贷款来实施，实际上成了远超四万亿的大放水。大量资金流向了房地产，以及效率较低的国有部门，造成了资金浪费，并助长了资产泡沫和债务积压。并且，由于资金想要入房市，而政策限制资金入房市，影子银行便迅速扩张，通过各类通道业务桥接资金进入房地产部门，也造成了许多风险隐患。

根据抵押品的逻辑，如果抵押品为债权人提供了充分的保险，那么债权人就有足够的动机放贷。例如，在危机前的美国，最常见的房贷模式是长期限浮动利率、低首付、鼓励提前偿还和再融资。这种模式让次级购房者承担了太多风险，也激励了银行发放次级贷款。因为在这种模式下，低收入者房贷的价值几乎完全取决于房产本身的升值，而与借款人收入情况关系不大（Gorton, 2010）。此外，发达的房贷二级市场，和与之相关的房贷证券化技术，让银行和非银金融机构能轻松将贷款出表，于是在事前有更大的动机发放更多低质量的贷款。

与美国模式不同，德国模式的住房金融体系更能抑制信用过度供给。德国的住房金融体系有几个鲜明特点。首先，德国的银行放贷时，抵押品评估是基于抵押贷款价值（MLV, Mortgage Lending Value），而非即时市场价值。MLV 估值是审慎地根据经验评估的，在贷款期限内任何时候出售时预期可以实现的财产价值，评估不考虑与暂时的宏观经济波动和投机行为相关的价值变化，所以在给定贷款价值比（LTV, Loan-to-Value）下，基于 MLV 发放的贷款，不太会因为房市投机泡沫而大幅增长，反过来也就不易于刺激形成房产泡沫。其次，德国金融机构流行以房贷为抵押池发行担保债券（而非资产证券化）进行再融资，而担保债券融资中，投资者对于发行人和抵押品有双重追索权，相比资产证券化的出表，不太会助长银行信贷供给动机。最后，德国住房贷款的贷款价值比较低，租房市场和廉价住房很成熟，也是德国能够避免住房泡沫化的重要原因。

住房金融制度改革可能限制房产抵押对信用创造的推动，土地改革则可能改变抵押品的分布，从而更直接地缓解收入差距问题，因为城乡收入差距是中国收入差距的重要组成部分。中国由于特殊的历史背景，农村土地和住宅产权界定一直不是很明晰，经过了多年的农地改革，如今农地的自由流转和抵押依然存在障碍。整体上，土地改革可以使农村大量“沉睡”的土地，变为活起来的资本。其核心在于一定要有自有产权。这可能有多方面的好处，第一，农地改革增加经济体中的抵押品，可以降低城市房产泡沫；第二，农地资产升值可以缩小城乡差距；第三，农村抵押品的增加给予了农村人口更多的获取信用、从事生产、创新创业或投资活动的机会。

利用创新型货币政策

中国是少有的明确将解决不平等问题的国家。2021年8月20日，人民银行召开党委会议传达学习中央财经委员会第十次会议精神时指出，要把促进共同富裕作为金融工作的出发点和着力点。2008年以来，影子银行体系膨胀、杠杆上升、风险逐渐堆积，在这一背景下，党的十九大报告正式将“防范化解重大风险”列为三大任务之一，并出台了一系列去杠杆政策。并且，由于去杠杆背景下企业融资的结构性矛盾日益突出，央行愈发重视运用结构性的创新型货币政策工具。例如2018年6月1日，央行扩大中期借贷便利（MLF）担保品范围，允许优质的公司信用类债券以及小微、绿色和“三农”金融债在银行间市场用作 MLF 的担保品，以进一步加大对中小企业、绿色经济等领域的支持力度。

中国目前拥有基于抵押的一系列创新型货币政策工具，形成了覆盖长短期限的流动性投放安排，和以 OMO 为短期政策利率、以 MLF 为中期政策利率、以 SLF 和央行逆回购利率为上下限的利率走廊机制，能更高效地实施逆周期性调控，维持市场流动性平稳。

基于抵押的创新型货币政策在促进实现共同富裕方面有以下的的作用。其一，货币政策通过赋予目标企业债券抵押属性，直接降低这部分企业的债券融资成本（王永钦和吴嫻，2019）。其二，基于抵押的流动性投放，配合贷款发放指引，可以针对性地为特定部门投放贷款。其三，MLF 操作利率成为贷款报价利率 LPR 的基准，为市场提供了公开透明的贷款成本，利于利率市场化，便于政策利率向企业融资成本的传导。其四，由于货币政策只赋予了银行利用表内资产获得再融资的能力，也会潜在地抑制影子银行活动。

共享式的发展需要重构中国现有以土地和房地产作抵押、以银行信贷为主的金融体系。美国也是花了很长的时间才完成了从明确地以特定资产作抵押的融资模式转变到隐性地以企业的剩余资产和现金流作抵押的融资模式，因此中国的法治改革就显得尤其重要。法治环境的改善可以创造更多的抵押品，改善中国的金融结构，有助于实现中华民族的伟大复兴。

注释：

[1]CDO 可以基于 MBS，也可以基于其他类型资产的现金流，比如贷款（Collateral Loan Obligation）、债券（Collateral Bond Obligation）。

[2]试想银行向企业注入股份，企业将增加的现金存在在银行体系中，似乎银行的股权投资创造了信用，但这并非股权投资本身创造了信用，而是股权这项资产作为抵押品，创造出了信用。再者，考虑股权质押对经济波动的影响，其影响其实并不由股权投资买卖行为造成，而是由质押股权融资这一债务活动造成。

参考文献：

[1] Gorton G B. Slapped by the invisible hand: The panic of 2007[M]. Oxford University Press, 2010.

[2] Hu G X, Pan J, Wang J. Chinese capital market: An empirical overview[J]. Critical Finance Review, 2020.

[3] Kumhof M, Rancière R, Winant P. Inequality, leverage, and crises[J]. American Economic Review, 2015, 105(3): 1217-45.

[4] Mian A, Sufi A. House of debt: How they (and you) caused the Great Recession, and how we can prevent it from happening again[M]. University of Chicago Press, 2015.

[5] 王永钦，吴嫻. 中国创新型货币政策如何发挥作用：抵押品渠道[J]. 经济研究. 2019, 54(12): 86-101.

（内容来源：复旦金融评论）

美国金融危机救市的启示

周琼

上海金融与发展实验室 特聘高级研究员

亨利·保尔森，1999-2006年任高盛董事会主席兼首席执行官。2006-2009年任美国财政部长。蒂莫西·盖特纳，2003-2009年任纽约联邦储备银行行长，2009-2013年任美国财政部长。本·伯南克，2006-2014年任美联储主席。他们各写了一部回忆录（保尔森《峭壁边缘》，伯南克《行动的勇气》，盖特纳《压力测试》），记录美国在2008年金融危机中如何拯救金融机构，避免金融体系的崩溃，反思救市的经验教训。这对我们如何解决目前的房地产危局也不无启示。

一、美国2008年金融危机救市情况

救市措施，不得不为盖特纳参与过1995年墨西哥金融危机、1997年亚洲金融危机和2008年美国次贷危机的救援计划制订。他在《压力测试》中写道，“任何危机在开始时都会不可避免地陷于误诊的迷雾，你也许能识别某些脆弱迹象会导致严重的危机，比如资产价格的暴涨和杠杆率的戏剧性扩张，但你不能够确认最初的市场混乱是健康的调整，还是整个系统的崩溃。有序地对过热市场去杠杆化是件好事，尽管一些大公司在此过程中会破产。资本主义经济就应该这么运转：脆弱、虚胖、经营不善的企业给充满活力的竞争者让路。创造性的毁灭过程会给幸存者灌输纪律意识。但是，如果担忧与不确定积聚了太多能量，有益健康的修正就会失控。你不希望中央银行反应迟钝，任由其存款人和债权人通过挤兑导致一连串的灾后大甩卖，企业出于对现金的渴望而不得不在低迷的市场中出售资产，从而进一步压低资产价格，导致更多的现金短缺和更疯狂的甩卖，一旦这个动态的银行挤兑和市场甩卖开始，就将如脱缰的野马难以控制，并使经济付出巨大的代价。”“我们不得不用道德风险来解决金融危机，不得不承担一些额外的风险来保护投资者和机构。用泰德·杜鲁门的话来说，他们是有效应急措施的连带受益者。”“我们在亚洲金融危机时期所有的辩论几乎都会在10年后全球金融危机里重演：严厉的爱与无条件的爱；《旧约》对纵火犯正义处罚与对无辜者的实用主义；透明与宽慰；紧缩与刺激；流动性与偿付能力。对于每个国家，我们商讨金融危机发生多久之后才应该积极干预，如果危机继续恶化将会发生什么，我们想救的人是否能够信任，并履行他们的承诺。我们发现提供更少的资金反而成本更高，就像总统塞迪略所说，当市场反应过度时，政策也会反应过度。虽然没有人愿意不设置附加条件白白拿出钱提供救助，然而，太多的附加条款又可能阻碍救助。应对危机，没有简单的公式可以套用。它需要灵活性、创造力和谦卑之心，而非毫不动摇的原则。”

伯南克在《行动的勇气》中写道，“2007年9月12日，在向英国议会提交的一份报告中，英国央行行长默文·金没有指名道姓地对欧洲央行和美联储提出了尖锐批评。他在报告中写道‘提供这种流动性支持……会鼓励过度冒险，为未来的金融危机播下种子。’然而，到我们9月18日宣布降息的时候，

默文似乎已经改变了主意。在我们那次例会结束后的第二天，英国央行首次宣布将为英国货币市场注入长期资金。默文之所以改弦更张，是因为全球金融危机已经蔓延到了英国的大街上。那场危机的后续演变给我的感受是：‘散兵坑里没有无神论者，金融危机中没有空想家。’默文与其他国家的央行行长最终都跳进了散兵坑，采取了救市措施。”

“不会去救援谁”？

从2007年8月，法国巴黎银行宣布冻结下属三只投资美国住房抵押贷款支持证券因此面临亏损的基金，金融危机已经拉开序幕。保尔森2008年3月帮布什总统准备他在纽约的经济俱乐部的演讲时，对于讲话的内容，他们几乎在所有方面都达成了一致，除了一个关键点——保尔森建议总统不要说出我们“不会去救援谁”这样的字眼。总统说，“我们确实不会去救援谁，不是吗？”保尔森自己也认为不会，而且救援行动是他最不希望看到的事情。但又补充说：“总统先生，问题在于整个系统太过脆弱，假如某个金融机构面临绝境，我们也不知道我们会被迫做些什么。”就在3月14日布什发表讲话之前，由于贝尔斯登面临破产风险，财政部和美联储不得不采取救助措施，保尔森跟布什去请示汇报，带着一点黑色幽默提醒总统：“总统先生，现在您可以把演讲中的那句‘不会去救援谁’拿掉了。”

为陷入危机的金融机构寻找买家

保尔森为了拯救金融机构，煞费苦心、拼尽全力，为贝尔斯登、雷曼、美林等风雨飘摇的金融机构到处找买家。比如劝美国银行收购雷曼。2008年9月9日，“我拨通了肯·刘易斯（美国银行董事长兼CEO）的电话。他说他一直在关注着雷曼的状况，我告诉他我们希望他认真地考虑一下购买这家公司的可能性。我指出，雷曼现在的价格比过去低得多。他能不能尽快地再做一次更详细的考察呢？刘易斯告诉我，‘这家公司我们已经看过好几遍了，我们认为风险相对于我们的所得来说过于大了。’但他也表示，如果他也能以一种类似贝尔斯登那样的方式把商业房地产资产剥离，他或许会愿意买下雷曼。我说我们不能再投入政府的钱，催促他尽快给我们一个明确的答复。接下来他提出了另一个问题。美国银行已经于1月份以41亿美元的价格买下了房贷机构国民金融公司，美国银行希望美联储能以某种方式放宽他们的法定资本要求。这件事并不在我的管辖范围之内。我告诉肯我会把他的问题转告盖特纳和伯南克。我让他给迪克·富尔德（雷曼董事长兼CEO）打电话，尽快开始作尽职调查。接下来，盖特纳和我接通了迪克的电话。我提到了我对刘易斯的认真程度的怀疑，但迪克非常激动。‘关键在于速度，’他对我们说，‘刘易斯的人能不能今晚就过来？我们愿意24小时工作。’于是我给肯打电话，催促他尽快组建一支队伍。随后，我们在下午5点召开了一个与克里斯·考克斯（美国证监会主席）、盖特纳、伯南克和财政部幕僚的电话会议，研究雷曼一旦倒闭后的对策。”2008年9月11日，“下午5点多一点，刘易斯打来了电话。他说与美联储的资本充足率问题多少已经有着落了，伯南克答应他美联储会尽力去解决这个问题。但好消息到此为止。‘我们仔细地研究了一下雷曼兄弟，发现他们有很多让我们头疼的资产，很抱歉我们不能做这个交易。’我不会让他这么轻易地脱身。‘如果有人帮助你处理那些不良资产，你还愿意跟进吗？’‘你们说过政府不会拿钱，’他指出，‘你们改变主意了吗？’‘不，我们没有。但我的想法是，如果你提出一个可以接受的报价，我们就能让行业中的其他人帮着出资处理你不愿意接收

的那些资产。就像是当年收购长期资本管理基金的财团。’刘易斯已经目睹摩根大通在美联储的帮助下收购了贝尔斯登，所以他自然会试着寻求一切可能的帮助——无论是政府还是私营部门的帮助。他同意拿出一个方案，稍后再与我联系，我说我会去接触华尔街的公司。我告诉他，我们必须在星期日之前达成交易，所以我周五晚之前必须听到他的初步意见。”

直接帮美国国际集团选 CEO

2008年9月15日，雷曼申请破产，金融市场风雨飘摇，评级机构大幅调低了美国国际集团（AIG）的信用等级。AIG需要得到850亿美元的贷款承诺，否则面临破产。9月16日一早，保尔森打电话给布什总统，告诉他可能必须让美联储出面拯救AIG，布什同意。保尔森、盖特纳和伯南克在8点钟开了一个多小时的会，制订了行动计划：盖特纳负责过桥贷款的具体事务，保尔森负责给AIG找一位新的CEO。保尔森请人提建议，Allstate保险公司前CEO埃德·利迪（Ed Liddy）被推荐。“我马上邀请利迪出任AIG的首脑。这份差使没有吸引力，可是我想不起还有谁有能力、有胆魄接手。”（利迪以1美元的年薪应邀担任了AIG的CEO，直到2009年8月退休）。9月16日晚上9点，美联储宣布介入拯救AIG。公司批准了为期两年的总额为850亿美元的贷款，以AIG的资产作为抵押，包括其下在监管之列的子公司的股份，贷款由AIG出售资产来偿还。政府持有AIG 79.9%的股权，保留了否决给股东分红的权力。

系统性解决方案+对重要机构的一揽子救助方案

2008年9月17日，随着形势的进一步恶化，为了保护金融系统的稳定性、降低系统性金融风险，保尔森等决定必须向国会申请紧急授权和财政权力来应对危机。保尔森对财政部的人说，我们要想办法抢在市场前面稳定金融系统，避免另外几家机构接二连三地倒闭。“现在到了紧要关头，我们这次救火，必须一举成功，眼下我们要直击这次危机的软肋。”保尔森给大家立了两条规矩，在解决问题时必须遵守。首先，政策必须是令市场简单易懂的。第二，我们的行动必须是决定性、全方位的。9月19日，美国政府颁布了新的一揽子政策，以支持流动性，稳定市场。财政部以汇率稳定基金给货币市场基金作担保，避免投资者将资金从货币市场基金抽逃。美联储发布了资产支持商业票据货币市场资金流动性工具（美联储向美国存款机构和银行控股公司发放无追索权贷款，为他们向货币市场共同基金购买高品质的资产支持商业票据提供融资）。在支持流动性的另一项行动中，美联储宣布，它将购房利美和房地美的短期债务。美国证券交易委员会发布命令，10个交易日内禁止799只金融股票的卖空交易，这项命令可以延长到30天（名单漏掉了几家大公司，证监会后来又把它们添了进去）。在保尔森、伯南克等的争取下，2008年10月，国会通过并由布什签署的《2008年经济紧急稳定法案》出台，该法案的核心是“不良资产救助计划”，即授权财政部7000亿美元资金用于资产担保和购买问题资产，帮助危机银行消化有毒资产。向国会申请授权的会上，议员斯潘塞·巴屈斯问，要给银行注资，为何不购买股票，而要购买资产？保尔森解释：这个计划不是为了安抚即将破产的银行；我们希望金融机构卖掉非流动性资产，让我们给他们创造一个市场。此举可以鼓励健康银行的资金自由流动，帮助他们清理资产负债表，打破信贷的阻滞不畅。其实美国用购买资产和优先股的方式，是为了避免将银行国有化。

7000 亿美元怎么确定的呢?保尔森写道, 财政部立法事务助理部长凯文·弗罗默跟他商量“公众和国会一听 5000 亿美元, 肯定不高兴。这个数字已经不可思议。听到 7000 亿美元他们会不会更加不高兴。如果再多一点, 接近 1 万亿, 可能会有问题。”“我们选择 7000 亿美元这个数字, 不光出于政治判断, 也有市场预期在里面: 美国大概有 11 万亿美元的住房抵押贷款, 大部分是好的。我们只需要购买其中的一小部分, 提供透明度, 激发市场活力即可。我们相信, 7000 亿美元足以达到这个效果。然而, 7000 亿这个数字还是让许多美国人以及国会震惊。”“参议员们探讨了问题资产救助计划的具体细节, 并追问 7000 亿美元的数字问题。我们怎么得出这个数字的? 我说这是我们能拿出来、市场尚可接受的最多预算。”2008 年 11 月 19 日, 花旗的股价跌到 6.4 美元(2007 年初是 55 美元、2008 年初是 29 美元), 信用息差从前一天的 240 基点狂升到 361 基点。保尔森跟布什说, “如果花旗崩溃了, 后果不堪设想。我们说过不会让一家具有系统重要性的银行倒闭, 我们不能让它倒。”布什回答说: **“花旗不能倒。”** 财政部和美联储商议决定, 政府对花旗援助的第一笔款项是 50 亿美元, 来自问题资产救助计划, 联邦存款保险公司紧接着会拿出 100 亿美元。美联储会以非追索性贷款的形式资助其余项目。为了充实花旗的资本, 政府将以购买收益率为 8% 的永久性优先股的形式为其投资 200 亿美元, 此举还会伴以 70 亿美元的优先股作为保证金, 以及相当于公司股份 4.5% 的认股权证。

“大到不能倒”?

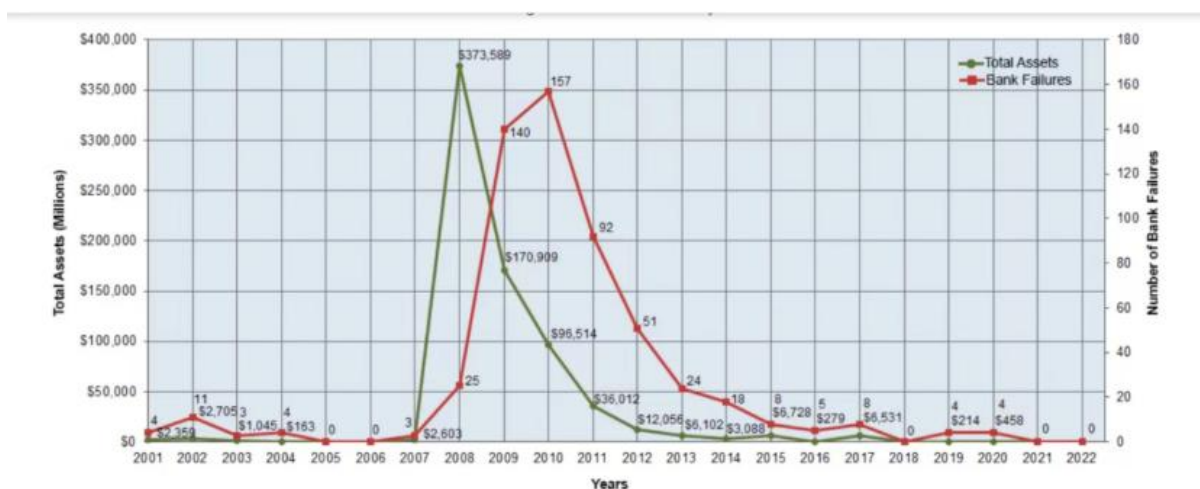
伯南克写道, “公众对救助举措感到不满, 而且左派和右派日益强烈地要求任由那些‘大到不能倒’的金融机构走向破产倒闭。”为促成摩根大通收购贝尔斯登, 纽约联邦储备银行以贝尔斯登的房贷类资产为担保向摩根大通提供 300 亿美元的贷款。保尔森写道, “这一交易在美国也饱受争议。尽管有许多评论者认为这是一个足以拯救金融系统的大胆壮举, 但也有同样多的人认为这是不可容忍的, 是道德风险酿成恶果的一个明显的例子。他们认为我们应该任由贝尔斯登倒闭。这一阵营中不乏要人, 其中一个参议员理查德·谢尔比, 他认为这一举动开了一个‘恶劣的先河’。公平地说, 我能理解我的批评者们的观点。原则上说, 我与他们一样也不愿意拿纳税的人钱去冒险拯救一家让自己陷于困境的银行。但我的市场经验告诉我(而且我始终相信我的看法是正确的), 金融系统所面临的风险太大了。我相信我们已经做到了我们所能做的一切。”

但是雷曼的破产, 重创了市场对大型金融机构的信心。保尔森写道, 在雷曼破产后, “我不想表现得政府很无能。比如, 我不能说, 我们没有宪法赋予的权力来拯救雷曼, 虽然这是事实。这么说会让摩根士丹利立即倒掉, 虽然它的财务状况比雷曼好得多, 却也已经由于即将到来的重创而不堪承受。失去摩根士丹利以后, 接着会轮到高盛。如果它们都纷纷倒闭, 金融系统乃至整个经济系统可能灰飞烟灭。”所以美联储和财政部出台了上述一揽子政策, 国会通过《2008 年经济紧急稳定法案》, 大型金融机构没有再倒闭了。对“大到不能倒”的金融机构冒过多的风险让社会(纳税人)承担后果的问题如何解决呢? 监管机构的解决方法之一是让大型金融机构面临更高的资本水平要求。大型金融机构的股东和高管层必须决定他们扩大经营规模之后带来的经济效益是否足以抵消由此引发的额外负担。

救市措施的成效和影响

到 2009 年初，美国的救市举措防止了金融市场的彻底崩溃，信心逐步恢复。2009 年 3 月 9 日后，美国股市触底回升，并由此开启了美股十几年的牛市，直到 2022 年开启下跌。**对政府来说，救市政策非常成功，不仅阻止了金融市场的崩溃，救助资金收回本息还盈利了。**到 2010 年末，不良资产救助计划的最终实际使用资金为 4330 亿美元。2011 年 3 月，美国财政部宣布，美国政府向银行提供的 2450 亿美元的救助资金已经收回 99%，累计给政府产生了 200 亿美元的收入。美国政府通过出售金融危机期间获得的 AIG 股份总计获得收益 227 亿美元，其中财政部获得 50 亿美元，美联储获得 177 亿美元。保尔森写道：“我们通过资本收购计划在金融机构中持有优先股股权的决定——以及联邦存款保险公司的债务担保——成功地稳定了震荡不安的银行业。总共有近 700 家大大小小的健康银行从该项目中获益，该项目为这些机构总共投资达 2150 亿美元。我相信纳税人将因这些银行投资而获利。我们本来预计会有大约 3000 家银行加入这个计划，壮大其借款能力。遗憾的是，因反对金融机构使用问题资产救助计划资金而爆发的政治风波导致很多银行撤回了申请，还使另外一些银行根本就没提交申请。”

对金融机构来说，重塑了竞争格局。华尔街五大投行中，监管部门帮雷曼寻找买家失败，雷曼破产，贝尔斯登被摩根大通收购，美林被美国银行收购，高盛和摩根士丹利转为银行控股公司。商业银行中，2007 年末资产规模前五大银行是摩根大通、美国银行、花旗集团、美联银行、富国银行，金融危机中富国银行收购了美联银行，升至第四。2008-2010 年三年间，美国共有 322 家银行经营失败，占 2001-2021 年 561 家经营失败银行的 57%。



美国银行业经营失败数量和资产额

来源：FDIC

小结

从美国的救市情况来看，初期虽然美联储和财政部看到了问题也努力去救助问题机构，但力度还是不够，不能阻止更多的机构陷入危机和市场信心的崩溃，直到雷曼破产，危机愈演愈烈，才出台了系统性解决方案，对符合条件的金融机构都敞开供应资金，对重要机构有专门的一揽子救助方案，这才遏制

了危机。这个过程也是复杂、纠结、充满矛盾斗争的。但结果挺理想，避免了美国经济的崩溃和更多大型金融机构的倒闭，而且政府救市资金都安全收回并获得不错的回报。

二、我国的房地产危局

中国房地产上市公司的资产负债率仅次于银行和非银金融。金融业是高杠杆行业，这是金融的天然属性。房地产和金融密切相关，房地产的开发、销售都需要金融支持，房地产也是最受银行欢迎的抵押物。但中国的房地产公司高杠杆、高周转模式走向了极致，这是特定发展阶段的产物。中国房地产业在过去十几年中狂飙突进。中国最大的四家房地产公司 2020 年的营业收入，是 2007 年的 27.35 倍。日本、美国、香港三大房地产公司 2020 年营业收入仅为 2007 年的 1.48、1.75、2.66 倍。头部的房地产公司，近两年平均资产负债率，中国在 80% 以上，日本约 70%，美国约 40%，香港不到 40%。“高杠杆是宏观金融脆弱性的总根源”。高杠杆的行业非常脆弱，一旦出现流动性危机就可能债务违约，多米诺骨牌倒下。

央行和住建部 2020 年 8 月对房地产融资出台“三道红线”，限制房地产公司的杠杆率，是有必要的，甚至可以说，这限制出台晚了，又难以预见时机不对。“三道红线”叠加其他监管政策，又遭遇疫情影响下经济下行、居民收入不振，房地产销售下降，今年以来我国房地产行业陷入危局。今年前 9 个月，商品房销售面积、销售额同比下降 22.2%、26.3%，房地产开发投资同比下降 8.0%，房屋新开工面积同比下降 38%。众多民营房地产公司股债双杀，对房地产企业的恐慌情绪从“差等生”向“优秀生”蔓延。国家采取了一系列政策措施，收到一定成效，但局面尚未根本扭转。2022 年 11 月 11 日，中国人民银行、银保监会下发《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》。这样力度更大的一揽子措施，有利于增强市场信心，预计会对缓解房地产公司的困境起到积极作用。

银行、建筑和房地产是目前中国 A 股市净率最低的行业，都低于 1，即市值已低于净资产。从美国情况来看，金融 2012 年之后都是市净率最低的行业，在 2008 年金融危机中，房地产成了市净率最低的行业，2010 年和 2011 年市净率都低于 1，此后在美股牛市中估值走高，2021 年达到 2.59 的高点，在美股各行业中估值处于中等水平。金融机构出现问题时外部性更强，2008 年美国金融危机时金融机构的问题比我国目前房地产行业的问题波及面更广、恶化速度更快，需要更大的救市力度。杠杆率仅次于金融机构的房地产公司，外部性也很强。房地产危局如果持续下去，对银行、财政、公众、经济发展等各方面的影响也会很大。在行业系统性的危机面前，再大的企业都很脆弱，不健康的企业出问题会拖累大家对健康企业的信心，这时还是需要国家信用介入，采取非常规政策措施，才能恢复市场信心。当然，政策设计殊为不易。对房地产企业来说，金融支持只是缓解流动性危机，根本性的缓解要靠房地产销售的回暖，长远健康发展还需建立新的发展模式。

A股上市公司各行业资产负债率

行业名称	2021年	2020年	2019年	2015年	2014年
银行	91.57	91.83	91.86	92.68	92.99
非银金融	84.70	84.34	83.93	85.62	86.37
房地产	79.46	79.09	79.03	76.57	74.90
建筑装饰	74.14	74.11	74.98	77.99	79.74
商贸零售	64.66	59.98	59.59	61.31	61.92
综合	64.40	54.96	55.70	64.00	59.89
公用事业	64.23	61.38	62.72	63.45	65.79
家用电器	61.64	61.43	60.88	59.18	61.86
汽车	58.39	60.26	59.47	57.73	57.27
环保	58.05	59.63	58.31	47.80	49.83
交通运输	57.56	57.91	55.80	57.13	58.93
电力设备	57.16	55.82	57.27	57.19	56.90
农林牧渔	57.07	48.07	47.52	41.28	45.54
钢铁	54.84	56.73	56.51	67.50	66.05
机械设备	53.18	54.51	54.13	53.41	54.57
有色金属	52.69	54.32	55.53	57.15	58.46
国防军工	52.38	50.50	49.22	65.02	64.48
社会服务	50.60	46.31	43.70	43.74	36.93
石油石化	50.15	50.64	51.43	46.02	50.21
电子	50.06	53.57	54.21	44.16	44.29
建筑材料	49.17	45.69	49.05	53.92	53.97
轻工制造	49.07	48.65	50.53	53.68	54.58
煤炭	49.03	49.29	49.00	54.12	50.64
基础化工	46.38	51.06	51.67	52.52	57.81
计算机	43.86	44.72	44.63	43.00	43.68
纺织服饰	43.83	41.01	40.60	48.45	46.33
医药生物	42.12	43.68	44.43	44.64	42.15
通信	41.07	47.79	48.00	57.39	56.75
传媒	38.04	39.17	38.01	37.73	38.27
食品饮料	34.68	33.52	35.09	32.98	33.27
美容护理	31.96	38.26	42.55	49.21	43.25

注：本表按2021年末资产负债率从高到低排列。

来源：Wind

A股上市公司各行业市净率					
行业	2022-11-11	2022-10-28	2021-12-31	2020-12-31	2019-12-31
食品饮料	6.19	5.52	9.05	11.25	6.81
美容护理	5.06	4.61	6.32	6.07	3.36
电力设备	3.98	3.80	5.96	4.20	2.32
社会服务	3.49	3.14	3.76	7.69	3.68
国防军工	3.41	3.45	4.28	3.63	2.45
计算机	3.34	3.17	4.44	4.32	4.16
医药生物	3.26	3.13	4.49	5.21	3.66
农林牧渔	3.09	2.90	3.46	4.23	3.71
电子	2.73	2.61	4.30	4.71	3.99
有色金属	2.67	2.40	3.41	2.87	2.21
家用电器	2.52	2.49	3.58	4.23	3.32
基础化工	2.42	2.26	3.32	2.11	1.65
机械设备	2.38	2.25	2.92	2.81	2.21
汽车	2.32	2.13	2.90	2.57	1.66
轻工制造	2.21	2.04	2.88	3.07	2.38
商贸零售	2.12	1.90	2.36	1.47	1.42
综合	1.95	1.78	1.56	2.21	1.93
传媒	1.79	1.60	2.56	2.83	2.63
公用事业	1.78	1.74	2.07	1.53	1.57
纺织服饰	1.76	1.63	2.34	2.08	1.89
环保	1.66	1.55	2.06	1.70	1.70
煤炭	1.51	1.53	1.31	1.04	1.03
交通运输	1.48	1.43	1.66	1.63	1.56
建筑材料	1.45	1.31	1.87	2.31	2.09
通信	1.30	1.28	1.71	2.42	2.77
非银金融	1.21	1.11	1.56	2.09	2.01
石油石化	0.98	0.95	0.98	0.92	1.02
钢铁	0.98	0.89	1.31	1.01	0.95
房地产	0.92	0.82	1.04	1.20	1.49
建筑装饰	0.91	0.88	1.04	0.89	1.06
银行	0.51	0.51	0.63	0.72	0.85

注：本表按2022年11月11日市净率从高到低排列。

数据来源：Wind

美股上市公司各行业市净率											
日期	2022年9月	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2013	2012	2011	2010
信息技术	6.23	8.81	7.82	5.88	4.66	4.79	3.83	3.63	3.02	2.94	3.34
日常消费品	4.22	4.24	3.89	3.74	3.26	4.01	4.10	3.88	3.38	3.36	3.11
医疗保健	3.83	4.73	4.67	4.24	3.79	3.93	3.41	3.49	2.83	2.79	2.56
可选消费	3.79	4.44	4.58	3.44	2.94	3.20	2.90	3.69	2.77	2.35	2.65
工业	3.72	4.44	4.35	4.11	3.08	3.61	3.43	3.03	2.53	2.50	2.69
材料	2.05	2.23	2.14	1.84	1.50	1.93	1.88	1.75	1.71	1.74	2.27
房地产	1.91	2.59	1.98	1.97	1.62	1.91	1.89	2.09	1.20	0.72	0.94
能源	1.87	1.53	1.20	1.55	1.25	1.69	1.65	1.81	1.65	2.03	2.16
公用事业	1.79	1.75	1.58	1.56	1.56	1.66	1.58	1.56	1.47	1.57	1.40
电信业务	1.45	1.54	1.34	1.53	1.45	1.69	1.84	1.57	1.59	1.44	1.40
金融	1.08	1.23	1.01	1.12	0.99	1.21	1.09	1.06	1.01	0.73	1.03

注：本表按2022年9月市净率从高到低排列。

来源：Wind

参考书目：

- 《峭壁边缘：拯救世界金融之路》，（美）亨利·保尔森著，乔江涛等译，中信出版社 2010 年版
- 《行动的勇气：金融危机及其余波回忆录》，（美）本·伯南克著，蒋宗强译，中信出版社 2016 年版
- 《压力测试》，（美）蒂莫西·盖特纳著，益智译，中信出版社 2015 年版
- （内容来源：玉鉴琼田）

不一样的正常化

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

2013年 Taper 的经验是，在官方失业率水平下降到 6.5% 以下，通货膨胀率持续、大幅超过 2% 和金融市场压力指数处于低位的条件下，Taper 的条件便已成熟，但这并未考虑疫情冲击的特殊性和经济复苏的非均衡特征。每一次经济衰退，弱势群体受到的负面冲击都会更严峻，与优势群体的差距也会进一步扩大。QE 在托底整体经济和阻遏风险传染的同时，也会通过资产价格组合效应加剧财富分配的不均等，影响经济复苏的持续性，强化“零利率下线”约束的长期性。大流行冲击的特殊性在于，大量就业者退出了劳动力队伍，劳动参与率大幅下降，这使得官方失业率显著低估了真实失业水平和失业缺口。劳动市场的非实质性进一步进展成为正常化的“绊脚石”。在 2021 年 7 月的例会上，FOMC 首次讨论了 Taper，11 月正式启动时失业率已经下降到 4.6%，CPI 通胀率飙升到 6.2%。这一次，美联储明显“落后于曲线”（behind the curve）。

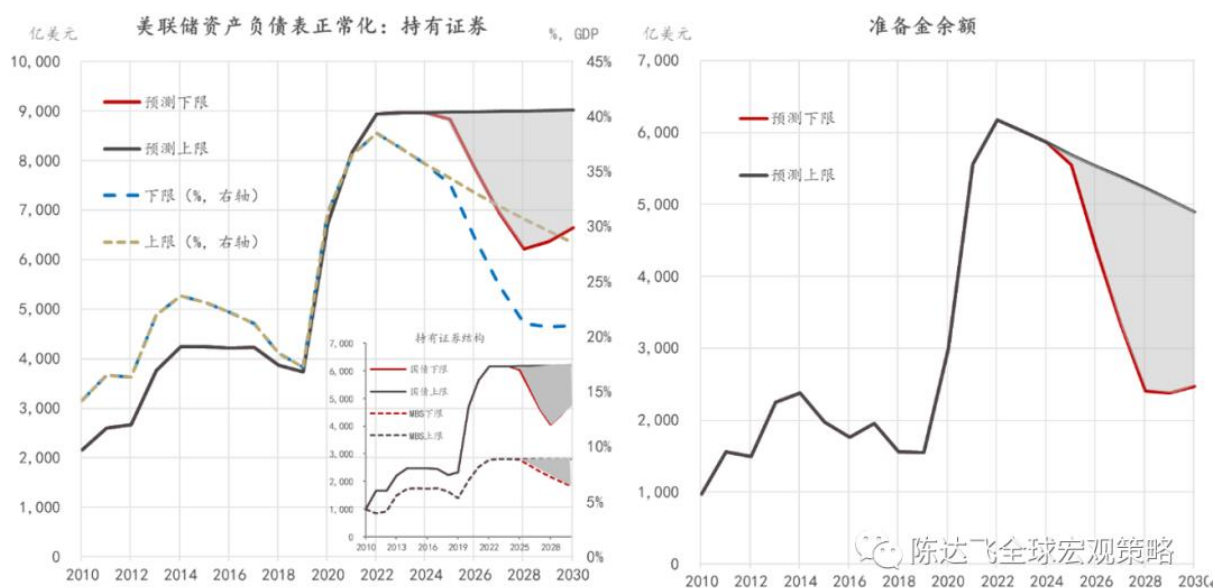
一次迟到的正常化

随着经济的强势复苏和通胀的快速反弹，市场在 2021 年初遭遇了一场迷你版本的“缩减恐慌”。截止到 3 月中旬，10 年期美债收益率已经突破 1.7%，标普 500 指数从年初的 4,800 点下降到 4,200 点以下，回撤 13%，VIX 指数升至 36——至今 仍为疫情后的高点。美联储在 4 月的例会上首提通胀是由“临时性因素”（transitory factors）驱动的。在 6 月例会后的国会听证中，鲍威尔明确表示“不会提前行动”，即“不会基于对通胀的担忧而先发制人地提高利率”。这等于放弃了“逆风而行”规则，也可以解释这一次正常化为什么会落后于市场。这是耶伦和鲍威尔的一个不同之处。

QE 和 QT 的影响在方向上相反，但在力度上却是非对称性的。非对称性的影响因素之一是私人部门的行为。QE 时期，FFR 为零利率，长期国债收益率也比较低，私人部门从危机前的净负债方变为净资产方（从资金的需求方变为供给方），这使美联储在购买国债时，支付的是较高的价格。反之，在实施 QT 时，利率一般处于上行阶段，如果再等到私人部门的融资需求恢复时再缩表，利率上行和资产价格下跌的压力会更大。2021 年 2 季度，美国私人部门的信贷需求已经在恢复。美联储“静悄悄地缩表”的时间窗口正在消失。

在正常化的抉择上，美联储犯了刻舟求剑的错误。根据纽约联储 2021 年 3 月份对一级交易商和市场参与者的调查，美联储公开市场操作年报（2020 年）展望了 2030 年之前美联储资产负债表的演化路径（图 1）：2021 年维持每月 1,200 亿美元资产购买规模，2022 年初启动 Taper，2022 年底停止扩表。10-12 个月的 Taper 周期，意味着每个月缩减规模为 100-120 亿。截止到 QE 结束，美联储总资产规模将达 9 万亿，占 GDP 的比重为 39%，准备金规模达 6.2 万亿。

图 1：美联储资产负债表规模回归常态的路径（预测）



数据来源：美联储公开市场操作年报（2020），东方证券财富研究

报告的预测是在非常严格的假设条件下做出的，具体包括：（1）利率。有效联邦基金利率的中值在 2023 年 3 季度前稳定在 12.5 个基点，至 2026 年底将升至略高于 2% 的水平，长期联邦基金利率的中枢为 2.25%，10 年期国债收益率和 30 年期固定一级抵押贷款利率在较长期内将分别升至 2.5% 和 4.1%。（2）资产负债表。资产方面，再投资阶段的最小持续期为 3 年，期间，到期国债和 MBS 均以同等金额购买相应资产，在内生增长时期，MBS 到期金额被用于购买国债。负债方面，不同科目的增速大致等于名义 GDP 增速（3.95%），但计算的起始点有差异，准备金是 2019 年 12 月的 1.7 万亿，至 2030 年将增至 2.4 万亿，TGA 账户在 2020 年 2 季度末降至 5,000 亿的合理水平，而后每年增长 3.95%，至 2030 年底增至 7,150 亿，类似地，截止到 2030 年，流通中的现金将增至 3.9 万亿。

事后看，预测与现实的偏差巨大。笔者当时从几个方面判断，正常化的进程大概率会前移。经济学上的预测基本上都是有条件的，故可从假设条件入手：（1）在 6 月份的市场参与者调查中，2023 年 3 季度的 FFR 中位数预测由 3 月份的 0.18% 升至 0.38%；（2）2 季度的通胀率远超预期；（3）与 3 月相比，6 月 FOMC 例会对经济复苏更乐观，利率点阵图也显示 2023 年 FFR 目标区间显著上移。会后，亚特兰大联储主席博斯蒂克（Bostic）表示，由于经济加速复苏，他支持在 2023 年底之前加息两次，首次加息日期提前至 2022 年，并在未来 3-4 个月时间内做出 Taper 的决定。这意味着，Taper 或提前至 2021 年 3-4 季度——与实际路径相符。

第二个参照系是 2013-2019 年正常化的经验或教训。正常化的条件和政策选择基本上是围绕“双重使命”进行权衡的。在 2013 年 5 月释放 Taper 信号时，美国核心 CPI 和 PCE 同比增速均低于 2%，且自 2012 年 2 季度开始就处于下行区间，费城联储 SPF 调查或亚特兰大联储 BIE 调查均未显示出预期通胀升

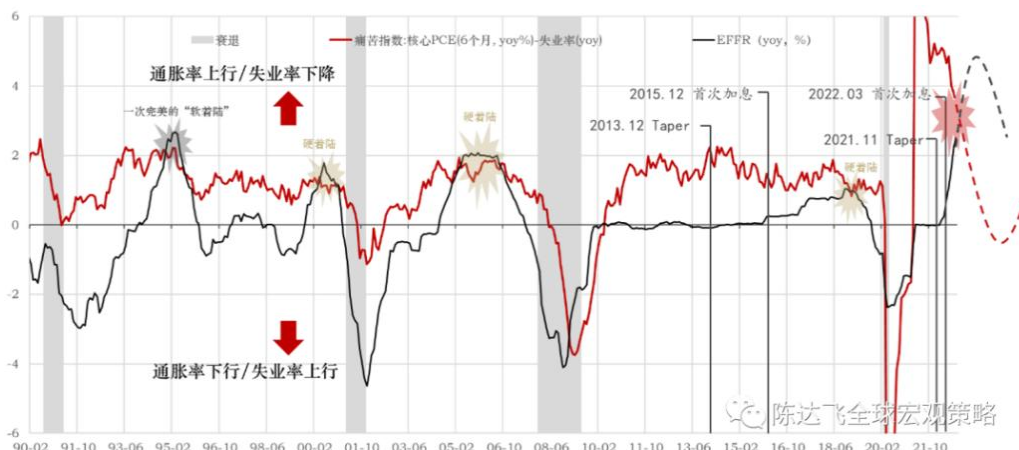
温的压力。即使 2015 年 12 月第 1 次加息时，核心 CPI 只有 2.1%，核心 PCE 甚至下降到了 1.28%。就业方面，狭义（U3）和广义（U6）失业率分别为 7.5%和 13.9%，每周初领失业救济金人数为 35 万。比较而言，2021 年 6 月的失业率更低（U1 和 U3 失业率分别为 5.9%和 9.8%），通胀率更高（核心 CPI 为 4.5%，核心 PCE 为 3.8%）。

第三个参照系是货币金融市场的流动性条件。芝加哥或圣路易斯联储的金融状况（或压力）指数均可反映，2021 年中金融市场的流动性状况好于 2013 年中。价格方面，以 EFFR 和 1 年以内的国库券利率为代表的货币市场利率基本运行在利率走廊中枢（0.125%）以下。数量方面，2021 年 3 月以来，美联储重启逆回购工具，5 月后显著提速，6 月还对利率走廊进行了一次技术性调整。这说明流动性已经出现了过剩。截止到 7 月底，逆回购分流的准备金规模已超过 1 万亿美元。这与财政一般账户（TGA）释放的流动性规模相当。TGA 账户从 2020 年 9 月的峰值 1.8 万亿下降到了 2021 年 7 月底 0.6 万亿，降幅 1.2 万亿。逆回购增幅占 TGA 缩减规模的 83%。但这并不改变流动性已经过剩的结论。虽然总资产仍在以每个月 1,200 亿美元的速度扩张，准备金规模已经在探顶。

类似地，对比 2013 年 12 月和 2021 年 11 月启动 Taper 时的宏观和流动性状况，或者根据新泰勒规则、LMCI 等指标，也能得到美联储过晚启动正常化的结论。所以，无论是逻辑上，还是经验上，正常化的条件在 2021 年中都已经成熟。根据正常化的次序，美联储需要在加息之前完成 Taper，而为了规避缩减恐慌，必须提前与市场沟通。这些都需要时间。但在当时，“临时通胀假说”和就业的“非实质性进一步进展”，及通胀与就业的结构分化特征仍阻碍着 FOMC 成员达成一致意见，更何况新冠病毒仍在变异。正常化的矛盾在于，它或许有助于给经济降降温，但也有可能加剧复苏分化，并终结脆弱的复苏进程。反之，推迟正常化可以延长复苏周期，促进经济增长的正义，但也增加了未来通胀的不确定性。QE 对于提振就业和改善就业结构的边际效用在递减，对于提升通胀的持续性的边际效用却在增强。推迟启动正常化的结果就是，必须压缩正常化的周期（即加快正常化的节奏）。

《联邦储备法案》赋予美联储的法律义务要求其对于通胀率和失业率以及它们的变化（即一阶倒数）做出反应——更低的通胀率或更高的失业率对应着更低的 FFR。为综合考察美联储的政策权衡，可构建美联储的“通胀痛苦指数”（Inflation Misery Index, IMI），等于核心 PCE 的 6 个月环比变化率减去失业率在过去 12 个月的变化。指数越高——通胀率上行越快，或失业率下行越快，当下或未来的通胀压力越大。经验上，通胀痛苦指数与 FFR 显著正相关（图 2），即当通胀压力上升（或就业压力下降）时，美联储会收紧货币政策。反之，当通胀压力下降（也即就业压力上升）时，美联储则会放松货币政策。本质上仍是泰勒规则的逻辑。但这次不一样。2022 年 3 月以来，通胀痛苦指数高位回落，美联储却在快速加息，如同两辆相向而行的高速列车。美联储希望在“撞击”之前调转方向，开始降息，否则会加剧美国经济“硬着陆”的风险。

图 2：美联储通胀痛苦指数与联邦基金利率



数据：CEIC，东方证券财富研究；说明：PCE 通胀率的 6 个月环比变化，失业率为 12 个月同比变化。

站在 2022 年 10 月前瞻，通胀痛苦指数回落的趋势是确定的。因为失业率确定向上，核心 PCE 6 个月环比变化确定向下——高点出现在 2021 年 8 月（5.3%），2022 年 8 月已经下降到 4.4%。另一方面，美联储年内还将加息 100-125bp。所以，2022 年底两条曲线大概率出现撞击。1960 年来共出现 10 次撞击（EFFR-通胀痛苦指数连续两个月为正），其中 9 次对着 NBER 经济衰退。唯一的例外是 1995 年由格林斯潘导演的一次堪称完美的“软着陆”。9 次当中有 6 次撞击领先于衰退，其中 4 次领先期数在 10 个月以内。

这次会例外吗？另一个关键的问题是，撞击持续多久美联储在会降息呢？——经验上看，撞击发生之后，降息周期的开启也就不远了。这一次或显著滞后。

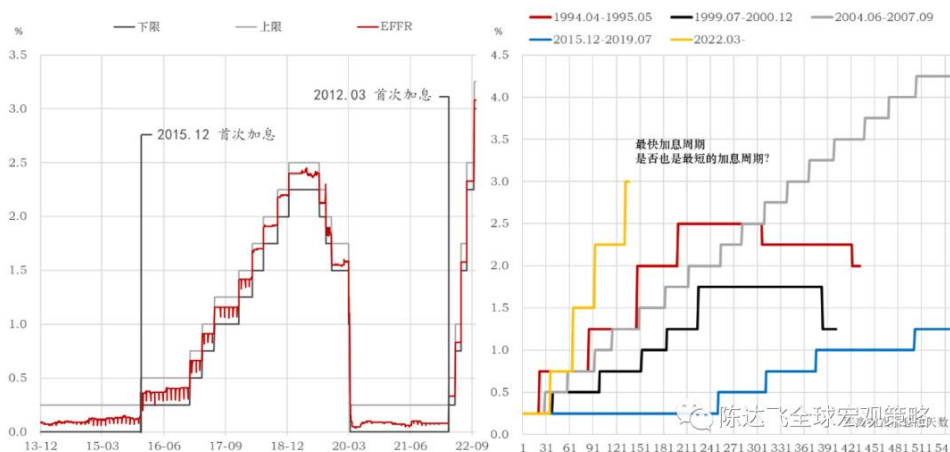
一次压缩的正常化

鲍威尔终于在 2021 年 8 月的杰克森·霍尔会议上释放了 Taper 信号，并于 11 月例会正式启动 Taper，从 11 月底开始每月减少 150 亿美元（100 亿国债，50 亿机构债/MBS）的资产购买规模。按既定节奏，Taper 将于 2022 年 6 月结束。鲍威尔在会后的声明中表示，随着经济环境的变化，不排除加速 Taper 的可能性。从鲍威尔在国会听证中的表述可知，加速 Taper 的概率较高。12 月例会决定将 Taper 的规模增加至 300 亿美元（200 亿国债和 100 亿机构债/MBS），结束日期提前至 2022 年 3 月。

杰克森·霍尔会议之后，4 季度启动 Taper 已经成为共识，故没有造成恐慌。市场随即开始博弈加息。9 月的利率点阵图显示，FOMC 将首次加息的时点提前至 2022 年 4 季度。从 9 月到 11 月，纽约联储的一级交易商调查结果显示，加息进程可能再次提前。交易层面反映出的信息是，2022 年将加息 2-3 次。芝加哥商品期货交易所美联储时钟（FED Watch）显示，2022 年 7 月首次加息的概率为 88%。最终，在 3 月结束 Taper 后，美联储跳过“再投资阶段”，决定直接加息 25bp。5 月例会决定继续加息 50bp，并决定从 6 月开始缩表：6-8 月每月减少 475 亿资产（300 亿国债，175 亿机构债/MBS），9 月以后扩大到每月 950 亿。截止到 9 月例会，美联储已经连续 5 次加息，6-9 月的 3 次例会均加息 75bp。FFR 目标区间从 0-25bp 升至 300-325bp。市场预计在 2022 年剩下的两次例会中，美联储可能还会分别加息 75bp 和 50bp。

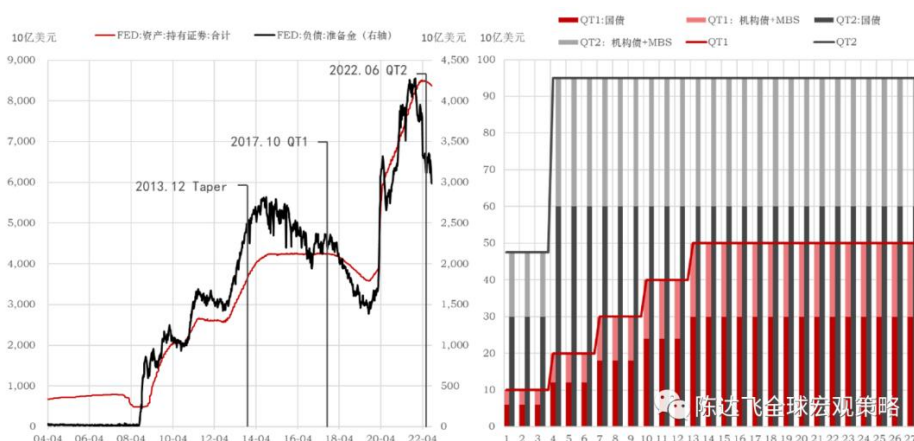
届时，目标区间将升至 425-450bp，与 9 月的经济预测摘要一致（2022 年底 FFR 中值预测为 4.4%）。从 9 月开始，美联储缩表规模的上限提高至 950 亿美元/月，将加剧市场的流动性压力。无论是与 1990 年以来的另外 4 次加息周期比较，还是与 2017-2019 年的缩表周期比较，本轮美联储紧缩周期都是超越历史的（图 3、4）。

图 3：美联储加息节奏的比较



数据来源：美联储，CEIC，东方证券财富研究（数据截止到 2022 年 9 月底）

图 4：美联储缩表节奏的比较



数据来源：美联储，CEIC，东方证券财富研究（数据截止到 2022 年 9 月底）

在 7 月会议纪要的倒数第二段，FOMC 首次提到了“紧缩过度”的风险。纪要称，已经观察到前期加息对利率敏感部门（如房地产、汽车、耐用品消费等）的紧缩效应，还将扩展到更广泛的经济中。在展望未来的政策时，FOMC 确实有考虑在未来某个时点放慢加息的节奏，并在利率上升到合宜位置后保持一段时间，观察通胀是否在收敛到 2% 的目标水平。有些分析认为这是美联储释放的“鸽派”信号。在当时的评论文章中，我们强调主要矛盾仍是“紧缩不足”，次要矛盾才是“紧缩过度”。

或许是为了纠正市场的错误解读，鲍威尔在 2022 年 8 月的杰克逊·霍尔会议上更加简洁有力地传递了“鹰派”信号。在演讲的上半部分，鲍威尔总结了美国宏观经济的运行，认为虽然边际趋缓，但动能依然强劲。对通胀的表述是，虽然 7 月 CPI 通胀率下降了，但远高于政策目标，重要的是通胀的传导还

在继续。就业市场“非常强劲”，供求明显失衡。货币政策延续了7月例会的基调，认为再来一次不同寻常的大幅度的加息可能是合适的……但在某个时点，随着货币政策的立场进一步收紧，放缓加息的步伐可能是合适的。

影响较大的是下半部分。基于对“大滞胀”时期高且不稳定的通胀和“大缓和”时期低且稳定的通胀的认识和比较，鲍威尔总结了三个教训：第一，央行能够且应该承担起实现低而稳定的通胀的责任；第二，通胀预期会自我实现，所以锚定通胀预期是当下货币政策的重要任务；第三，在确定通胀朝着2%的政策目标收敛之前，应坚定地执行紧缩的货币政策立场，因为时间拖得越久，经济损失就越大。鲍威尔的潜台词是，如果伯恩斯早点收紧货币政策，滞胀不会持续这么久，通胀预期也就不会这么顽固。从而，沃尔克也就不需要如此过度地紧缩，经济损失也不会这么大。美联储希望尽早地将利率提高到合宜的高度，尽快地压制需求，降低通胀中枢。

会后，FOMC官员纷纷在公开场合表达坚持到底抗击通胀的决心。副主席布雷纳德9月7日在清算所和银行政策研究所（Clearing House and Bank Policy Institute）的演讲中称，“不能过早地打退堂鼓”，“直到通胀降下来之前（as long as it takes），都会保持紧缩的政策立场”。9月季度例会基本延续了杰克逊霍尔会议以来的基调。

杰克逊霍尔会议当日，美元指数收涨，黄金收跌，长端美债利率快速上行，标普500等主要大盘指数的跌幅均超过了4%。市场加速修正6月中旬以来对经济衰退和美联储降息的预期。截止到9月底，标普500指数已累计下跌500点，降幅12%，创年内新低。10年期美债收益率也超过了6月的高点（3.5%），一直上升到4%的高位，连个月增加了140bp。与此同时，美元指数也升到了115的高位，为2002年5月以来的新高。在全球金融市场迸发了一次不小的恐慌。

联邦基金利率和美国国债利率是全球风险资产定价的锚。美元流动性是全球流动性的基础。所以，每一次美联储政策紧缩周期总会对应着金融市场的动荡。例如：上世纪80年代初沃尔克紧缩周期直接导致了拉美债务危机；格林斯潘1994-1995年和1999-2000年紧缩周期分别导致了1997年亚洲金融危机和2000年科网泡沫的破裂；格林斯潘-伯南克时期2004-2007年紧缩周期引发了2007-2009年金融危机；大危机之后的2015-2018年加息周期对应着新兴市场国家的汇率和金融市场动荡。既然这一次紧缩周期是“急刹车”，美元的强势表现和全球和美国金融市场波动性的提升也算是意料之中的。超市场预期的是通胀的刚性和就业的韧性，以及美联储实施过度紧缩政策的决心和对美国经济衰退的容忍度。通胀的趋势仍是决定未来美联储政策立场的主要因素。

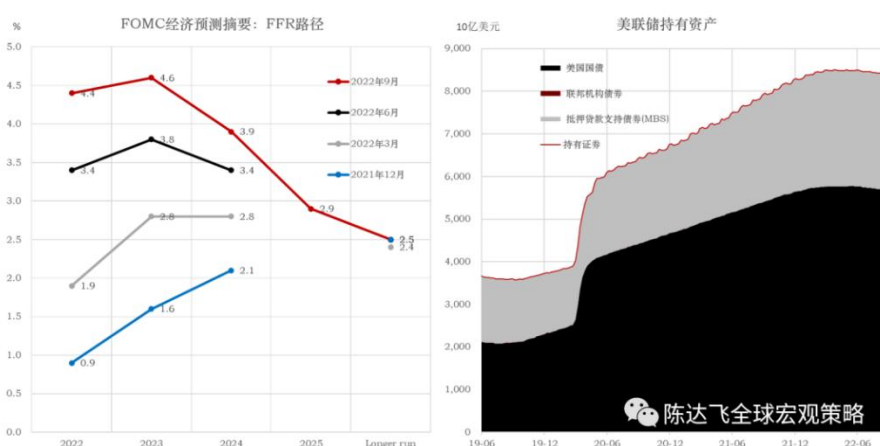
正常化前瞻：加息与缩表的终点

从2022年3月到9月，美联储已经加息300bp，IORB已经升至3.15%。根据9月的点阵图和经济预测摘要，年内还将加息125bp（11月加息75bp，12月加息50bp），2023年加息25bp，2024年降息70bp。比较2021年12月以来的4次经济预测摘要可发现，2022-2024年的加息路径在持续抬升（图5，左图）。以2022年的加息幅度为例，与2021年12月相比，2022年3月增加了100bp，6月又增加了150bp，9月再次增加了100bp。2021年12月预测的是一条平缓、漫长的加息周期；2022年3月是“倒U型”路

径，FFR 盘踞在高位的时间长达 2-3 年；2022 年 6 月和 9 月都是“倒 V 型”路径，后者 FFR 的高点更高，加息与降息的斜率更大。这与美联储“加息前置”（front-loading）的思路是一致的，目的是尽快压制通胀。

缩表方面（图 5，右图），6-8 月美联储总资产累计减少了 880 亿，其中，证券减少了 730 亿——主要是中长期名义债券，占减持上限的 51%。9 月缩表开始提速，当月总资产减少了 320 亿美元，证券减少了 340 亿。在 6-9 月的 4 个月时间里，美联储总资产累计减少了 1,200 亿，证券减少 1,070 亿，其中，国债减持了 980 亿——占 1,500 亿上限的 65%，MBS 减少了约 90 亿——占 875 亿上限的 10%。前 4 个月缩表进度偏慢一者是因为 MBS 减持规模过低。另一方面，随着通胀的上升，通胀补偿债券（TIPs）的本金增加了 130 亿。

图 5：加息路径前瞻与缩表的进度

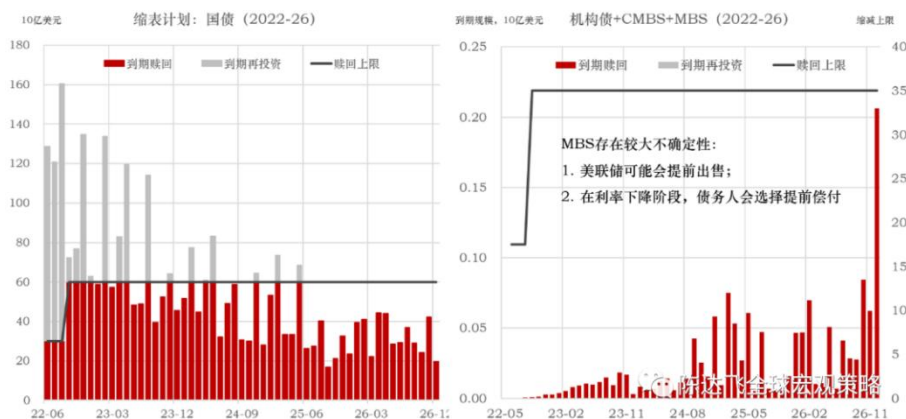


数据来源：美联储，CEIC，东方证券财富研究

先加息，后缩表是正常化的一般流程。所以，加息的进度快于缩表是预期之内的。如同第四章分析的，在充足准备金框架下，FFR 是主要政策工具，也是货币政策影响需求的主要变量，缩表的功能一是辅助加息，二是降低资产负债表成本。由于美联储一般不会提前出售持有的证券，而是等其自然到期，所以，缩表的进度取决于持有证券的剩余期限结构。减持国债的路径有较高的确定性（图 6，左图），如果当月到期的国债规模超过减持上限，超过的部分会续做。

MBS 的期限以 30 年为主，15 年期占比只有 12.2%，所以，短期内自然到期的规模远低于减持的上限（图 6，右图），但未来或将面临较高的提前偿付风险。因为大流行期间，SOMA 账户增持的 15 年期 MBS 利率以 1.5% 和 2.0% 为主，30 年期 MBS 利率以 2.0% 和 2.5% 为主。截止到 2022 年 9 月底，15 和 30 年期抵押贷款固定利率已分别上升到 6% 和 7%。一旦美国经济进入到实质性衰退阶段，长期利率将会下降，MBS 提前偿付的规模会显著提升。2019 年 5 月之后美联储减持的 MBS 规模就显著增加，这与当时利率的下降有直接关系。由于 SOMA 增持 MBS 主要发生在 2020-2021 年，贷款利率的上行主要发生在 2022 年，所以存在较厚的“缓冲带”。Taper 结束之前，15 年和 30 年期抵押贷款固定利率的峰值分别为 3.2% 和 3.9%，在利率下降到次水平之前，MBS 的提前偿付风险都较小。

图 6：缩表的上限与路径



数据：美联储 SOMA 账户，东方证券财富研究（2022 年 5 月底的数据）

当前，市场关心的是：与 2022 年 9 月的加息路径相比，FFR 中枢还会进一步抬升吗（2022 年底为 4.4%，2023 年为 4.6%）？什么时候开始降息，触发条件是什么？缩表会加快吗，终点在哪里？

如同耶伦所说的，没有一条预设的货币政策路径。后疫情时代宏观经济运行的波动性显著提升，FOMC 的决策也必须建立在实际数据，而非模型预测数据之上（Cook，2022）。投资者与其将交易建立在模糊的、需要不断修正的预测上，不如化繁为简，步步为营，从美联储的“双重使命”出发，抓住通胀这个主要矛盾和“紧缩不足”这个主要关切。

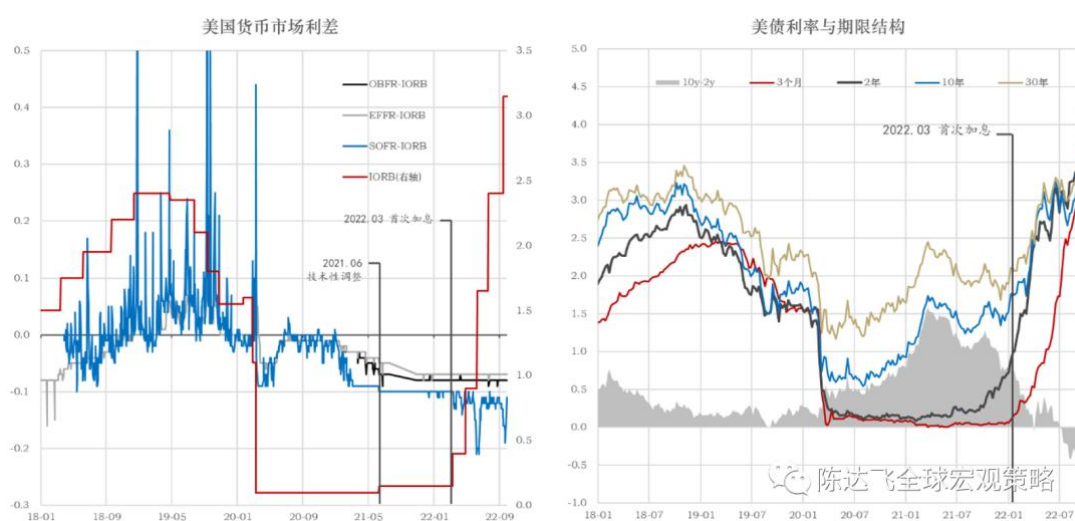
正常化的进程主要看 FFR，合宜水平主要看通胀。根据前文的分析，只要能源和食品价格不再创新高（或涨幅趋缓），整体通胀较难超过前期高点（9%），但通胀的趋势仍有向上攀升的动能。这主要是因为服务业仍处于高景气区间。2022 年 1-9 月，美国 ISM-PMI 指数始终位于景气区间，其中，非制造业和商业活动 PMI 指数均高于 55。9 月，非制造业 PMI 分项指数中除了库存指数位于枯荣线（50）以下——主动去库存，其它分项指标均高于 50，其中，就业指数达到了 53，为 4 月以来的新高。10 月初，亚特兰大联储对美国 3 季度的 GDP 实时预测从 9 月中旬略高于 0 的位置上升到了 2.7%。芝加哥联储构建的全国经济活动指数也 6-7 月的负值区间反弹至正区间。劳动力市场依然“非常紧张”，ECI 口径的工资涨幅或边际趋缓，但仍将处于高位。虽然加息已扭转了房价上行的趋势——拐点出现在 2022 年 6 月，但其向租金的传导还存在 13 个月左右的时滞。FOMC 理事沃勒在最新的发言中预计，房租上涨压力将持续到 2023 年（Waller，2022a）。因此，服务业通胀压力还将持续存在。

综合而言，虽然通胀不乏一些乐观的迹象，但还远没到美联储改变政策立场的时候。不得不防的一个潜在风险是“工资-物价螺旋”（wage-price spiral）。如果出现蓝领工人的罢工潮，“大滞胀”重演的风险会显著提升。美联储必须保持“过度紧缩”的货币政策一段时间，直到扭转通胀的趋势。直到 2022 年 10 月，FOMC 都不认为最近的通胀数据可支撑其下调加息路径（Waller，2020a；Cook，2022）。

除通胀和劳动力市场状况之外，还需关注全球金融市场风险和需求收缩的前景。这是美联储“风险管理”职能的重要内容。瑞信（Credit Suisse）风波、欧洲滞胀难题和欧元区的政治困局，以及大宗商

品价格下行过程中新兴市场经济体的货币或债务风险，都是“灰犀牛”事件。随着缩表的提速，其产生的流动性效应也会增强，从而推动美国货币市场利差和长端利率上行。一旦 SOFR 等短期利率与 IORB 的利差由负转正——IORB 从“地板”变为“天花板”，则说明流动性紧张的状况从资本市场传导至货币市场。美联储首先可能对利率走廊进行技术性调整，如扩大 IORB 与区间上限的利差，或通过增加回购或缩减逆回购规模向市场注入流动性等（图 7，左图），以压制货币市场利率的波动。期限利差方面，美国国债 1Y-10Y 利差和 2Y-10Y 利差已经倒挂，3M-10Y 利差的倒挂近在咫尺（图 7，右图），预计 11 月例会前后期限利差会全面倒挂，从而加剧衰退预期。这被认为是抑制美联储加息空间的一个因素。当然，缩表或负债侧准备金吸收工具的使用都有助于缓解利差的倒挂。不应过分强调单一金融风险事件对美联储紧缩的政策立场的影响，因为其最大的风险是通胀预期脱锚（Brainard, 2022; Cook, 2022）。

图 7：美国货币市场利差和国债期限利差



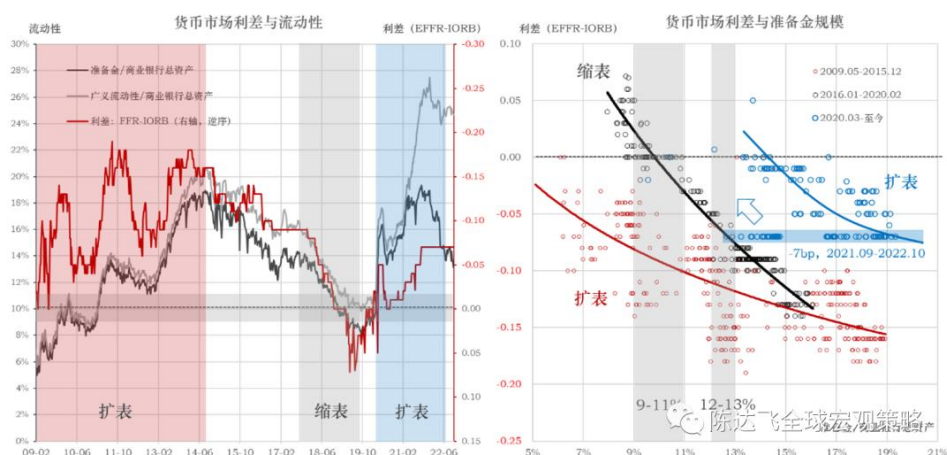
数据来源：CEIC，东方证券财富研究

一般来说，当 FOMC 判断 FFR 达到合宜水平后，就会根据流动性状况调节缩表进度，先阶梯式降低缩表规模，而后停止缩表。再过一段时间，美联储资产负债表将进入内生增长阶段。技术层面观察缩表问题，应从资产端转移至负债端，重点关注准备金规模。根据 2017-2019 年缩表的经验，FOMC 理事沃勒认为，准备金占 GDP 的比重达到 8% 是可作为合宜准备金规模的一个参照系（Waller, 2022b）。2022 年 9 月的水平是 11.6%，比 2021 年 9 月的峰值（17.8%）降了 6 个百分点。这主要是因为逆回购规模增加了（峰值时超过了 2.6 万亿）。截止到 10 月初，广义流动性（准备金+逆回购）仍高达 5.6 万亿，占 GDP 的比重为 22%。

以 2022 年 9 月底的数据为准，按照每月 950 亿规模缩表速度粗略测算，还需吸收 3 万亿广义流动性、耗时 2.5 年才会达到 8% 的临界值。这意味着，缩表的终点位于 2025 年上半年（1 季度末为 8.9%，2 季度末为 7.8%）。以 2022 年 9 月经济预测摘要中的联邦基金利率路径为参照，假定终止加息的时间是 2023 年（任意时间），那 2025 年 1 季度才终止缩表就是不合理的。2018-2019 年的经验是两者间隔不超过 1 年。这一次可能会更短。缩表的终点会随加息终点的前移而前移。

需强调两点：第一，不宜照搬 2013-2019 年的正常化经验，这次不一样的是美联储的负债结构，广义流动性的变化还受到财政部发债节奏的影响；第二，美联储屡次强调，加息与缩表的决定是分离的，所以，不应排除缩表更早结束的可能性。由于 2020 年以来准备金需求曲线明显外移（图 8，右图）——相同的准备金规模（准备金/商业银行总资产，或准备金/GDP）对应着更高的利差（联邦基金利率-IORB）。后疫情时代的最优准备金规模（准备金/GDP）大概率高于 8%，或准备金/商业银行总资产高于 9-11%。这意味着缩表很可能会提前结束——无论是笔者推算的 2025 年 1 季度，还是美联储的估计 2025-2026 年。

图 8：货币市场利差与流动性



数据：美联储，Wind，东方证券财富管理；参考：Afonso et al., 2022；

简单起见，结合正常化的一般流程和第 4 章对于缩表功能的阐述，重点应关注加息周期。当加息周期结束了，缩表周期的终点也就不远了。实践中，可密切观察货币市场利差的准备金敏感系数。当系数为 0 时，表明准备金是过剩的，缩表还会继续。当系数开始缓慢的向下偏离 0 时，说明准备金从过剩变为充足。美联储会密切关注流动性状况，随着系数的增加（绝对值），美联储很可能会放缓缩表的节奏。当系数加速变大时，则说明准备金正在从充足变为短缺，预示缩表行至尾声。截止到 2022 年 9 月底，系数还未显著地偏离零——利差对准备金的下降不敏感，说明银行间的流动性还是过剩的，谈论缩表的终点尚早。

（内容来源：宇观新时代）

系统论视角看经济运行

刘晓曙

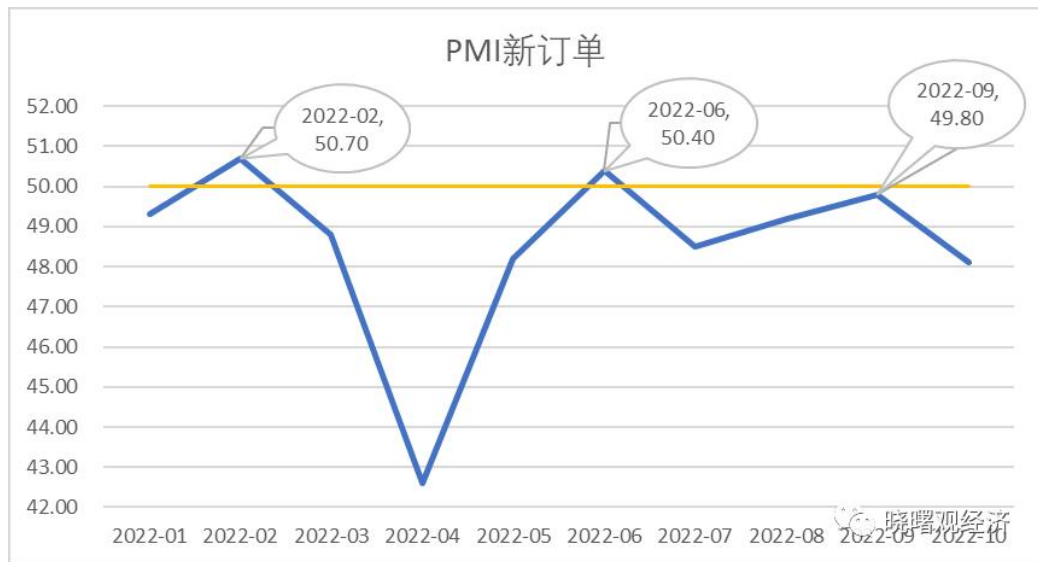
中国资产管理人论坛 理事 青岛银行 首席经济学家

在今年1月份撰写的《利率走势何时反转》一文中，我们提出：“在经济探底回升前，国债收益率走势仍将继续呈现震荡下行趋势。至于经济何时触底，依据经验：需求大概率在2022年1季度触底，10年期国债收益率触底的时间也大概率与此同。”在3月份撰写的《经济复苏与债券市场走势》一文中，我们根据实证分析结果指出：经济短周期已在2022年1月触底，进入新一轮周期；10年期国债收益率已触底及上行趋势已确立。

的确，我们可以看到：10年期国债收益率从2020年11月19日开始趋势性下行以来在今天的1月24日触及2.68%的低点后开始趋势性上行，直至3月10日抵达2.85%。但是，自此以后，10年期国债收益率并没有延续之前的走势，而是出现了反复震荡，两次反转上行至2.85%附近时都收到阻力，改为掉头下行，甚至在8月18日下行至2.58%，大幅低于我们之前认定的“底部”2.68%。



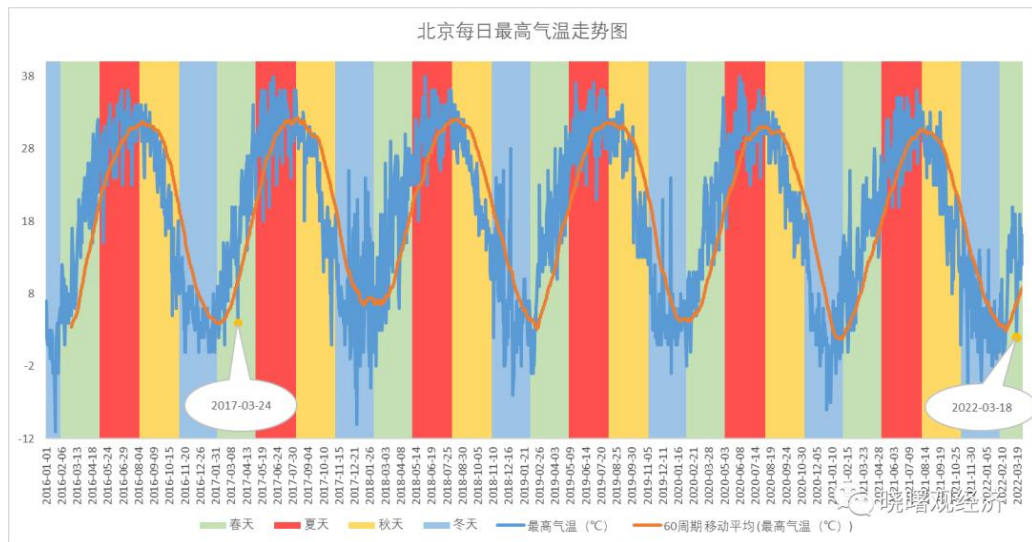
作为度量经济短周期指标之一 PMI 新订单的走势也是高低不一。尽管蕴含了向上的张力，新订单指数在今年2月与6月两度突破了50的荣枯线，处在荣枯线之上，但均又回落至荣枯线以下；9月份PMI新订单指数差点再度上冲回到荣枯线之上，但是没有成功，10月份新订单指数又转向下行。



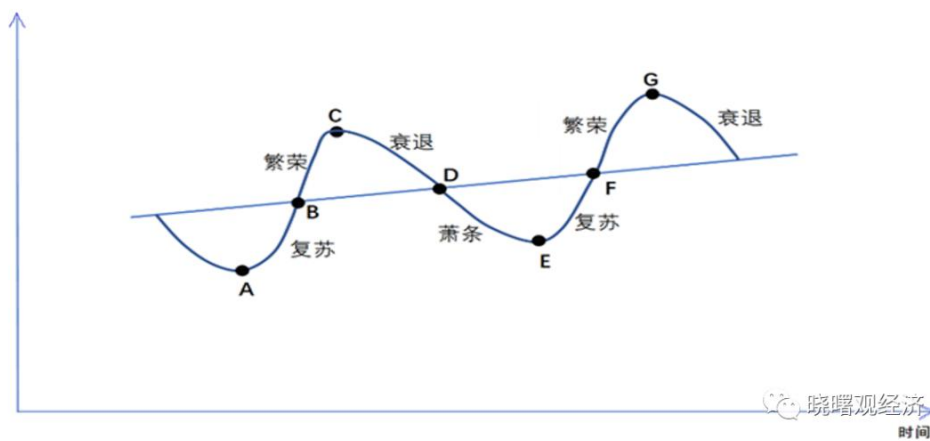
无论经济短周期还是十年期国债收益率，似乎都没有如我们之前所预期的那样触底后复苏或上行。是我们的认知框架出了问题还是现有框架里某些因素出现了超预期的变化？下一步经济会怎么走？10年期国债收益率又会怎么走？

经济周期现象由看不见的“季节”力量所驱使

李叔同有一首诗，很有意思，我把它略作修改，如下：叶子那么信任风，风却吹落了树叶，可我后来才发现，吹落树叶的不是风，而是季节。这首诗很有意思，它寥寥数语就道尽了我们在认识事物最容易发生的谬误：我们常常归错因，把事情的先后发生看做因果关系。风吹过，树叶掉了，风成了树叶掉落的原因；类似的，我们摇晃树，苹果掉了，摇晃树成了苹果掉落到地上的原因。但事实上，让树叶落下根本的原“因”是季节到了，风吹过只是“缘”，恰巧吹过带落了树叶；苹果掉到地上的根本的原“因”是牛顿万有引力，摇晃树，只是帮助苹果离开树掉到地上。也就是说，大千世界中事物的变化、演化背后其实都为看不见的规律、力量所支配。风吹过、摇晃树都是一种偶然的“缘”，如果非要讲因果，它们只是直接原因，而不是内在的、根本的原因。在我们周围的世界，有许多很有规律的模式和事件一再重复的发生。譬如，虽然每天的气温有波动变化，但是先人们通过不断的总结归纳，发现每日天气背后隐含明显的规律：一年有春夏秋冬四季，遵循寒来暑往的不变秩序。虽然在某些时候会天气出现异常，例如在今年3月18日北京出现倒春寒，气温骤降至0度附近，甚至比冬天里一些日子还要冷，但是，冬去春来的秩序并没有改变，气温很快得到回到春天的状态。



自然有季节，经济亦有季节。经济的季节就是经济生活中那些周期性波动、重复发生的模式。我们通常把经济的季节性称之为经济周期。



1913年，美国经济学家韦斯利·米切尔出版了《经济周期》，他指出：一个完整的经济周期包括：（繁荣）扩张、衰退、然后（萧条）收缩、最后是复苏，这个阶段重复发生。我们中国人对经济周期的认识虽然相对较晚，但是对周期的认识却很早就有，比如，《道德经》里提到“反者，道之动”，又比如《复卦·彖辞》里提到“复，其见天地之心也”，更通俗的表达是：物极必反、否极泰来。不过，我们也要注意其中的些微差别，注意不到这一点就会导致“周期”论的滥用，比如人口周期等。凯恩斯在《通论》中说：“所谓周期……我们还指：向上与向下运动在时间先后及期限长短二点，**都有相当明显的规则性。**”如果只有物极必反、否极泰来，而变动期限上没有一定的规则性，恐怕不适合称之为周期。尽管韦斯利·米切尔指出，周期的四个阶段会“重复发生，但不定期”，但并不意味着经济周期的长度没有规则或规律。事实上，我们所熟知的朱格拉中周期长度约10年左右，短周期时长约3-4年（可参见《经济短周期或已进入被动补库存阶段》）。

系统论视角看经济周期运行

就像树叶尽其一生会时常遭遇风的吹动一样，经济系统的运行也始终会受到外部环境的影响。这些外部的影响因素包括疫情、地震、旱涝等自然因素，也包括财政政策、货币政策、监管政策等人为因素。现实经济分析时，大家对经济体系的环境影响因素通常非常关注，反倒对影响经济体系运行的内在因素以及经济运行的根本之因、内在规律有时关注的不够。相当部分的原因是由于经济体系离不开环境，分析师们容易错把环境当成经济体系的一部分，也容易在理解经济体系运行时出现错把风当成树叶掉落的“因”这样的问题，比如宽松货币政策使得经济复苏繁荣。既然经济体系离不开环境，我们对经济体系的运行就应该从系统论的高度来认识它。以量子力学为例，由于量子系统总不可避免的要和周围的环境发生相互作用，因此，它是一个开放系统，它的演化不是么正的，但如果我们将该量子系统和周围的环境一起考虑，这个复合系统就是一个封闭系统，它的演化遵循薛定谔方程：

$$\dot{\rho}_{S+E} = -i[H, \rho_{S+E}]$$

其中：

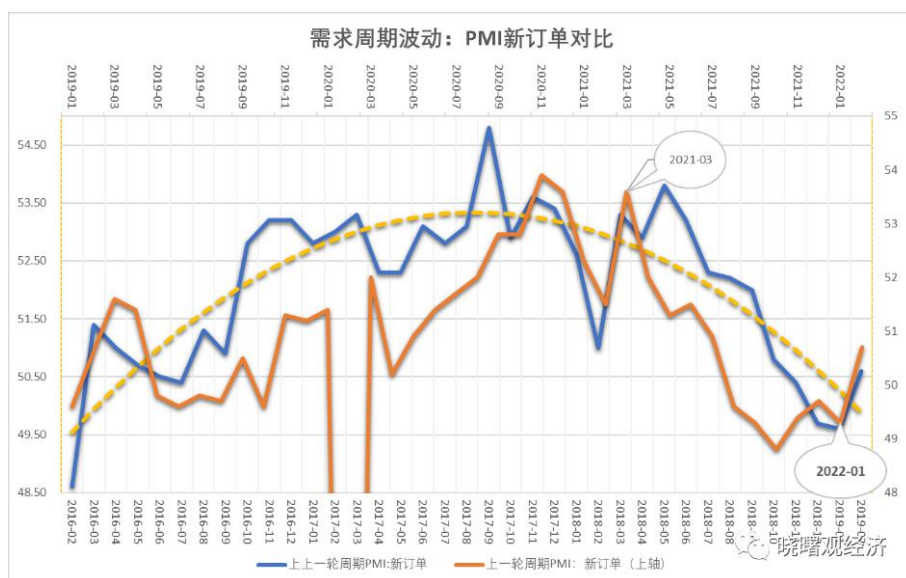
$$H = H_S \otimes I_E + I_S \otimes H_E + H_{SE}$$

H 表示复合系统的总哈密顿量， H_S 表示系统 S 的哈密顿量， H_E 表示环境 E 的哈密顿量， H_{SE} 表示系统与环境的相互作用。只有当系统与环境的没有耦合作用时，即 $H_{SE} = 0$ ，该系统与环境的演化就是分离的，这时，量子系统的演化才是独立的。但大多数时候， $H_{SE} \neq 0$ ，因此，量子系统和环境的演化就变得复杂了。量子系统不再是封闭体系，而变成了开放体系，它的演化既受到 H_S 的支配影响，还受到与环境的相互作用 H_{SE} 的影响。作为耗散的开放系统，信息可以从系统流向环境；同样，环境对信息保持“记忆”一段时间后，这部分信息也可以从环境返回到系统，引起开放系统的非马尔科夫涨落。也就是说，站在量子系统的角度来看，演化过程受到了随机的扰动。

回到经济系统也是一样的。无论是疫情、干旱、地震这类自然因素还是财政货币政策、监管政策、政治运动等人为因素，经济系统都是无法做到和这些因素绝缘的，它也是一个开放系统。环境使得经济系统的走势具有涨落性，会引起经济系统偏离沿着自身规律发展的内在趋势。所以，我们观察经济，特别是大国经济，既要看数据升降之“形”、市场变化之“态”，更要把握长期发展之“势”。

经济周期现象是经济系统遵循内生规律运行在外部环境中的表现。它具有三个重要特性：（一）自相似性。历史虽不会重复细节，但过程总是相似，如萨缪尔森所说：没有两个经济周期是完全一样的，但它们有许多相似之处，虽然不是一模一样的孪生兄弟，但可以看得出它们属于同一家族。（二）隐蔽性。受耗散系统的涨落影响，我们看到的经济体系相关数据升降与市场变化是有形的“形”与“态”的变化，隐藏在这些形态背后的所谓经济周期性波动的“势”并不能为人们直接的、感性的认知，需要人们通过间接的、理性的方式才能认知到它。（三）韧性。尽管经济体系作为开放系统，存在非马尔科夫涨落不可避免的，但是只要没有足够大的外生力量破坏经济系统的结构，经济系统内生的周期波动具有的自相似性就不会消失。以新冠疫情发生以来的经济走势为例，尽管 2020 年以来（PMI 新订单）需求遭遇严重

冲击，但超越简单的数据升降分析，我们可以看到 2019 年 1 月至 2022 年 1 月期间 PMI 新订单经历了和 2016 年 2 月 2019 年 1 月期间相似的倒 U 型走势，而先递增后递减的倒 U 型走“势”是经济周期的典型运行特征。

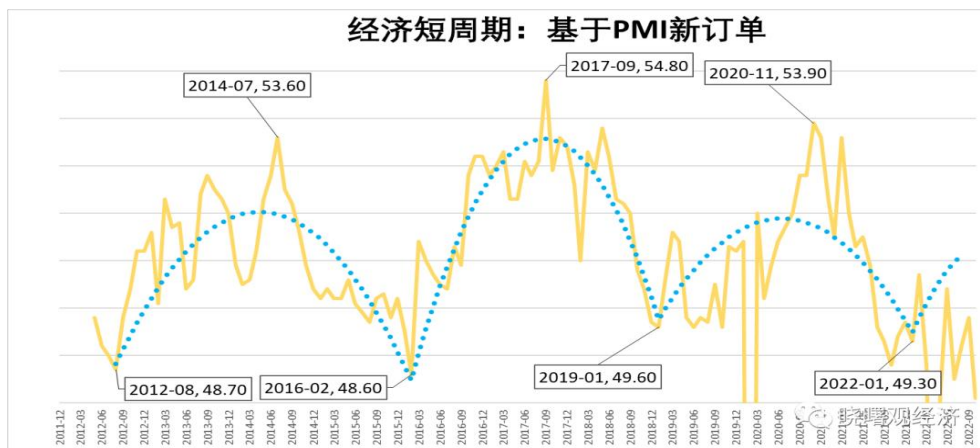


如果说上面的表述过于晦涩，在不影响理解的情况下，可以把系统论视角下的经济的周期波动简化为两个部分组成：一是内生波动。它由经济体系内在结构所产生的基本波。经济体系的内在结构决定着波动的周期性，还决定着波动的基本状态，即决定着一定时期内的波幅、波高、波深、波位和波长等。二是外生波动。它是由经济体系之外的冲击作用于内生波动而产生的叠加波。外在冲击并不决定波动的周期性，而是对每一具体周期的波幅、波高、波深、波位和波长等产生影响，使基本波发生变形。

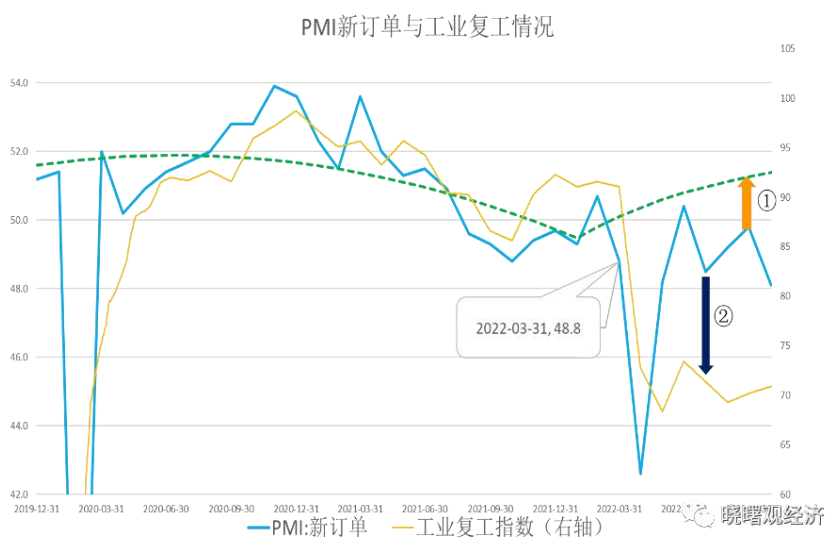
因此，在分析经济运行时，我们既要有整体看待经济体系与环境的思维，更要有把经济体系和环境二分法简化的意识，关注外生波动，更关注内生波动。以内生波动为基础叠加外生波动为辅的简化方式，可能是当前我们认识经济这个开放系统的最好框架。

案例 I：系统论视角看当下经济

在《经济复苏与债券市场走势》中，我们曾指出：经济短周期触底回升已进入新一轮周期。但是在其后几个月内 PMI 新订单的数据升降变化不一，时上时下，看起来并没有表现出和经济复苏内在的“势”相一致。什么原因呢？

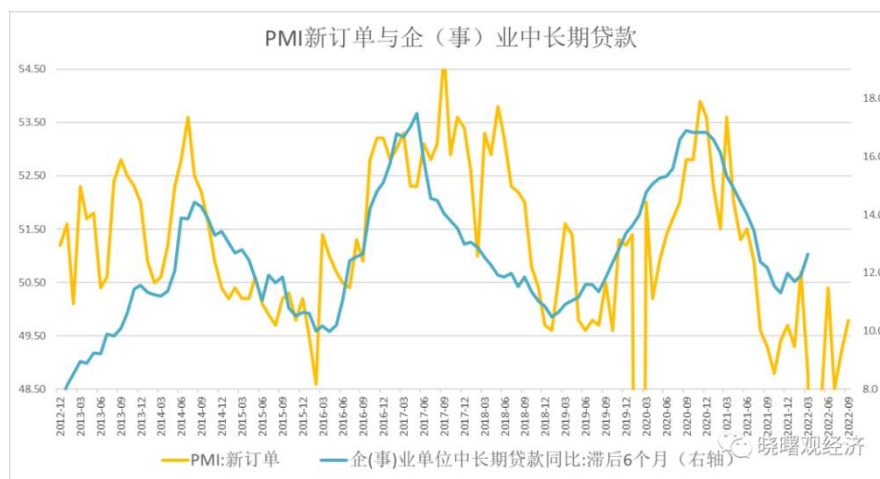


还是得回到简化了的系统论视角来看。首先，内生波动方面。今年以来，向上的“势”一直都在。2月与6月PMI新订单指数两度向上突破50的荣枯线，处在荣枯线之上；尽管7、8两月又相继滑落至荣枯线以下，但9月份再度上冲，几乎回到荣枯线之上。也就是说，在起起伏伏中，看不见的周期之“势”如无形的手，一直试图拉着需求（PMI新订单）往上走。这股力量就是周期复苏扩张力量。其次，外生波动方面。外生的环境因素有很多，疫情当然是今年最主要的外生因素之一。受疫情冲击影响，工业复工指数自今年3月末起出现了断崖式下降，至10月31日指数值为70.9%，尚不及2020年3月20日的71.1%。工业复工的不足，是一股向下的力量，拖拽着需求（PMI新订单）不让他向上，严重影响到了经济的复苏扩张。内生向上与外生向下的两股力量很胶着，导致了PMI新订单的起落不定。



数据来源：Wind，作者整理

未来一段时间，经济短周期向上的势头仍旧在。金融数据也可以印证这一点。企业中长期贷款同比增速底部拐点已经呈现，同比增速持续提升的中长期贷款将支持工业经济特别是制造业进一步扩大生产经营。



制约经济下一步持续复苏扩张的外部因素主要还是来自疫情。如果疫情有所缓解，工业复工指数有所回升，经济则将重回短周期的正常轨道。2020年，或许可以作为我们判定当前处在经济周期什么位置以及未来会走向哪里的好案例。

案例 II：系统论视角看当下利率波动

在《利率何时反转》文中，我们说：我国国债收益率变动有着与经济短周期现象相仿的周期规律性；短周期才是引起我国国债收益率周期性波动的根本原因。流动性之于国债收益率大致相当于风与落叶的关系。

我们曾研判10年期国债收益率受经济短周期触底进入新一轮周期的影响，在年初触底后会呈趋势性上升。但是，我们只看到1月24日至3月10日这一小段时间10年期国债收益率是完全符合预期的，其它时间则出现了反复震荡，出现了较大预期偏离。

要解释今年以来10年期国债收益率的运行轨迹，也是要回到简化了的系统论视角来看。首先，经济内生波动方面。3月10日以后，虽然10年期国债收益率并没有延续之前的趋势，而是出现了反复震荡，但随后的两次上行反转都直接指向1月24日触底反弹以来至3月10日的峰值2.85%；即使两次上行在遇到2.85%阻力线后改为掉头下行，甚至在8月18日下行至2.58%后，10年期国债收益率依然不改上攻势头，试图突破2.85%阻力线，截至最近的11月18日，又已回升至2.83%。10年期国债收益率屡挫屡攻的背后恰恰反映了经济短周期内生向上的现实。其次，经济外生波动方面。和PMI新订单遭遇反复上下的原因一样，10年期国债收益率在3月份以后的反复震荡也主要受疫情反复给工业经济复工及经济复苏带来的负向冲击。工业复工指数在3月末出现断崖式下降，拖拽住经济短周期不令其向上，这一点是压制10年期国债收益率难以突破2.85%阻力线的主要原因。此外，如果对3月后的工业复工指数用放大镜来看，大致可以看到，工业复工指数的起伏波动几乎与10年期国债收益率的上下波动方向一致，也就是说，疫情的反复成为往下拖拉10年期国债收益率的重要外生力量。（注：11月14日10年期国债收益率较前一个工作日大幅跳升10bp至2.8345%，并持续保持在2.8%以上，这与11月12日国务院联防联控机制新闻发布会介绍优化调整疫情防控措施密切相关。）



数据来源：Wind，作者整理

因此，未来一段时间 10 年期国债收益率往哪里走取决于疫情的反复与否及严重程度。若是没有疫情这个拖累力量，今年以来 10 年期国债收益率应该是波动上行的，而不是在 3 月后反复震荡的；若是没有疫情的拖累力量，经济短周期的内生向上力量将拉着 10 年期国债收益率继续上行直至遇上本轮周期的波峰附近。

总结与展望

经济体系不可避免的要和周围的环境发生相互作用，是一个开放系统。作为开放系统的经济体系，非马尔科夫涨落是不可避免的。站在经济体系的角度，这种涨落在经济运行过程表现为经济受到了充满不确定性 (uncertain)、随机的扰动，或者说出现了对经济内在运行轨道的偏离。因此，在分析经济运行时，要关注“风”，识别“风”，度量“风”的影响，更要关注经济体系自有的“季节”。只有这样，才能在观察经济时，既看到数据升降之“形”、市场变化之“态”，又看到经济发展长期之“势”。

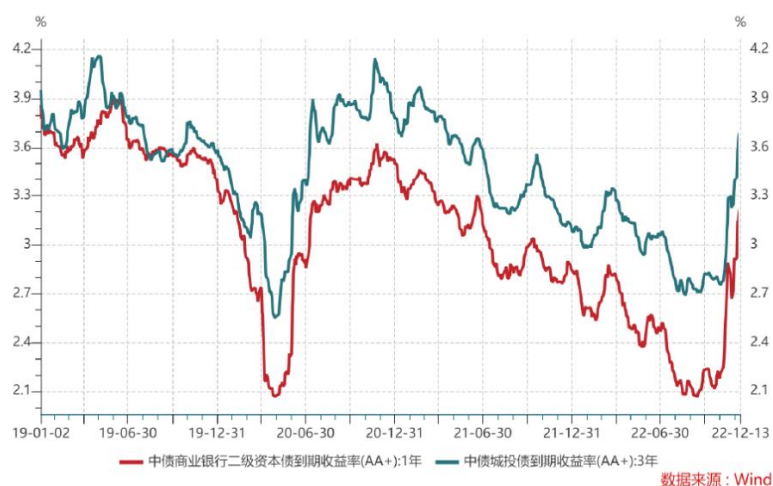
(内容来源：晓曙观经济)

一轮来自理财的信用冲击

李奇霖 中国资产管理人论坛 理事

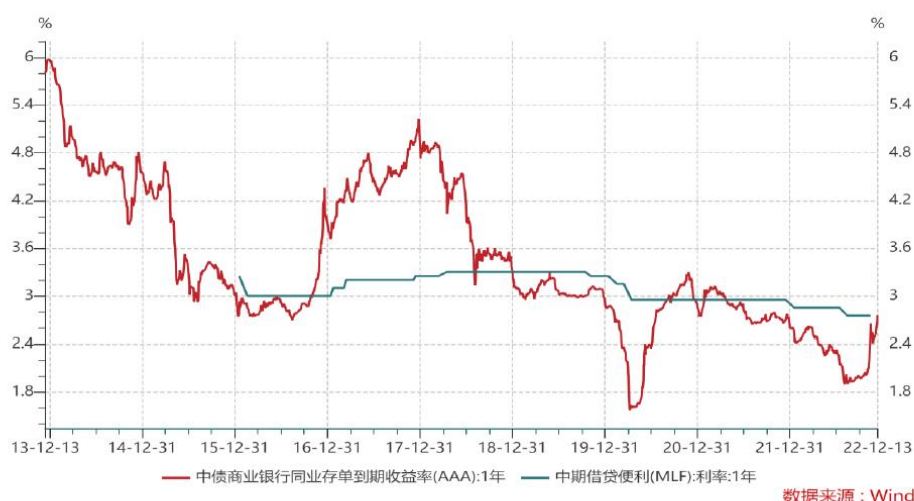
当前的债券市场，尤其是信用债市场、二级资本债、永续债及同业存单收益率明显上行，陷入了一轮“抛售潮”。11月初，3年期AA+的城投债收益率是2.75%，现在已快速上行到了3.9%；AA+银行二级资本债收益率只有2.2%，现在已经到了3.4%；1年期AAA的同业存单收益率当前突破了2.75%，已经比1年期MLF政策利率要高了。

图 1. 城投和商业银行二级资本债收益率近期明显上行



资料来源：Wind, 红塔证券

图 2. 1年期AAA同业存单收益率已经高于MLF利率



资料来源：Wind, 红塔证券

目前看，基本面似乎支撑不了这么大幅度的债券市场调整，没有看到经济数据的明显回升、没有看到明显的通胀压力（CPI 同比降了，PPI 同比已经转负），没有看到金融数据的企稳（存量社融同比增速

继续下行到了 10%)，顶多是存在疫情防控放松后基本面未来也许会好转的预期。如果基本面支撑的论据不足，寻找收益率上行的原因只能从流动性层面去找了。**债券市场收益率快速上行与“非理性抛售”大概率来源于银行理财赎回所造成的恶性循环。**

一、不一样的银行理财

在资管新规以前，理财产品的估值多是成本法、预期收益型报价，产品是资金池运作。这种模式在债券市场波动和买理财的投资者之间建立了缓冲地带，因为只要债券市场不跌太惨，买理财的投资者基本感受不到债券市场的波动，因为最后收益多是刚兑的，买的理财产品报价是 1 年期 3.5%，投资者 1 年后大概率就能拿到 3.5% 的收益。但资管新规后不一样了，产品账户分离了，产品报价是净值型了，净值型的产品其业绩表现与债券市场收益率是高度相关的，债券市场收益率上行的时候净值往往会跟着跌。如果债券市场收益率上得快，理财产品搞不好还会“破净”。这会严重降低理财产品投资者的持有体验，原因很简单，去银行买理财产品的投资者一般都是风险偏好低的，感情上很难接受理财产品还会“亏钱”的事实。从理财产品的投资和运营端来看，理财产品净值化后，由于缺少市场化的机制和环境，投研能力没跟上，完全参考公募债基的做法会比较困难，而且即使有市场化考核的公募债基过去在零售市场也没发展起来（主要靠同业做规模），因此理财机构只能另辟蹊径：1、为避免频繁申赎对产品运营、投资管理造成较大的难度，多数理财产品都会设计成定期开放型的；2、为满足客户流动性管理的需要，可以灵活申赎的产品就设计为类似货基的类货币型。3、如果规模扩张得快，实在没法管，就会委外给有投研能力的机构。

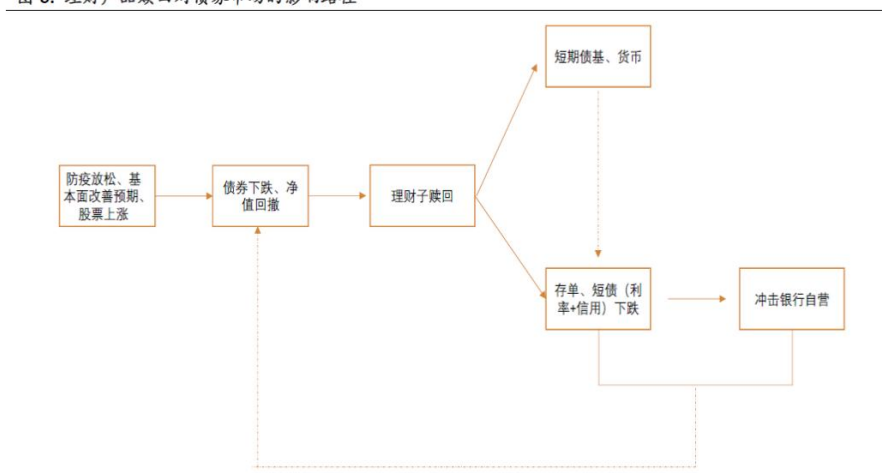
二、市场环境的变迁

在三季度以前，整体市场环境都是非常有利于债券市场的。从基本面看，疫情反复和地缘政治冲击导致稳增长压力大，企业和消费者信心也都不强。从流动性环境看，央行利润上缴、财政留抵退税、货币宽松支持及实体融资需求萎靡导致银行市场资金面异常宽松，资金利率持续在 7 天逆回购政策利率之下运行。实体融资需求弱叠加减税，使得社融和 M2 增速明显背离。没有较强的实体融资需求，社融增速上不去，但有减税支持，社会面钱不缺，所以 M2 持续走高，这意味着金融机构负债端有资金但没有好的资产，同时企业和消费者因信心弱还构建了预防性储蓄，也衍生出理财需求，金融市场流动性是充裕的。从债券市场本身看，地方政府隐性债务治理高压叠加地产债信用风险，导致一级市场发行明显减少，钱多但优质资产少，于是呈现出“资产荒”，市场可以通过借用低资金利率优势不断回购加杠杆，在优质资产上增厚收益，隔夜回购成交量一度突破了 7 万亿。在宏观基本面预期不明之际，股票市场的表现是偏弱的，股票吸引不了资金进入，而理财产品至少可以“不赔钱”，所以今年前三季度理财产品发行得比较多，随着理财产品规模扩容，钱进来了不可能不配，强化了债券的牛市。但到了 11 月，宏观环境发生了变化，一个是金融 16 条支持房企，第二个是防疫政策放松，这两点让投资者的心态发生了微妙的变化。金融市场是看预期的，虽然现在经济基本面没看到向上的支撑，但不妨碍大家认为未来会更好，如果未来房地产会好，稳增长也发力了，疫情放松后人流、物流、资金流也重新畅通了，那宏观环境显然会向有利于股票的方向迁移，未来经济基本面向好对债券市场来说是不利的，于是市场收益率开始上行。

三、恶性循环的产生

当债券市场收益率上行，理财产品又都是净值型的，当理财产品净值出现回撤，投资者的持有体验就会下降，这个时候投资者可能就会选择赎回。再加上股票市场开始好起来，11月股票上涨了8.91%，而理财产品报价偏低（毕竟债券市场收益率已经下行了相当长一段时间），股票赚钱效应起来了很快就对理财产品资金产生了分流效应。所以从11月的金融数据看，11月居民存款新增了2.25万亿，这一方面源于消费者信心减弱产生的超额储蓄，一方面也是因为理财产品赎回变多导致存款趴在账上。与此同时，11月非银行业金融机构存款新增了6680亿，可能是资金流入股市形成的保证金存款。问题来了，当理财产品开始赎回，而理财产品大部分资金的最终流量又是债券市场，会导致投资经理不得不抛售债券，债券市场收益率会进一步上行。而当债券市场进一步上行反过来又会形成理财产品净值继续下行，投资者持有体验感进一步下降，进而导致赎回和债券市场收益继续上升。这就形成了“债券市场收益率上行-理财产品赎回-债券市场收益率进一步上行-理财产品进一步赎回”的恶性循环。当然，市场最终传导的路径可能比想象中的要复杂。前文提到过，因为理财机构自身管理能力有限，运营模式上多为定开、类货币及委外三种，尤其是类货币，为规避久期风险，提高账户的流动性管理能力，其持仓中有相当多的短债和同业存单。当类货币产品被赎回，同业存单即存在被抛售的风险，而当同业存单被抛售，依赖同业存单的中小行债券市场配置能力就会减弱，于是理财产品规模下降向部分银行的自营传导，加剧了市场调整及恶性循环。

图 5. 理财产品赎回对债券市场的影响路径



资料来源：Wind，红塔证券

如果考虑到有相当多的理财产品是定开型的，考虑到理财净值下跌和“破净”导致客户的持有体验较差，定开型的产品陆续到期后多会选择不再续作，这会让理财赎回产生的恶性循环的时间冲击被拉长。更重要的是，理财赎回对不同债券品种产生的冲击是不一样的。1、**相比于利率，对信用的冲击更大。**原因有两点，一个是信用债的流动性不如利率，当遇到产品集中赎回，投资经理不得不“加点成交”，这点在中低评级、长久期信用债体现得更为明显，否则卖不出去；第二个是利率债跌深了是有人接盘的，比如受冲击较弱的大行自营和保险机构，但中低评级信用债可能过不了大行和保险的风控，没有负债稳定的大机构可以接盘中低评级信用债。2、**二级资本债和永续债受到的冲击更大。**这个逻辑跟中低评级信用债类似，广义基金是二级资本债的主要持有者，理财占25%，各类广义基金占比36%，加起来差不多

60%，理财和各类广义基金在流动性上又有千丝万缕的联系，当理财产品被赎回，二级资本债和永续债被抛售的压力尤为显著，因为银行自营二级资本债和永续债有较大的资本占用压力。

四、未来展望

目前看，当前信用债二级市场的调整已经影响到了一级市场，11月社融同比之所以下降到了10%，在很大程度上就是受到了企业债发行的拖累，11月新增的企业债融资仅新增596亿，去年同期是4006亿，12月可能更糟。中低评级信用债快速调整会抬高区县城投融资成本、降低发行意愿，在基层财政吃紧之际，相对低成本的债券市场再融资能力受到约束，不利于有效控制城投信用风险。此外，在部分中小银行净息差快速下行、盈利能力减弱，内生造血能力减弱之际，二级资本债发行难会削弱中小银行资本补充能力，陷入“资本金不足-信用收缩-盈利能力下降-资本金更加不足”的恶性循环。当前的宏观环境是“强预期、弱现实”，因阳性病例增多被迫减员使得生产、物流、消费均存下行压力，疫情防控放松后服务消费需求快速修复、劳动力供给不足导致服务业通胀的逻辑短期很难兑现，维持平稳的流动性环境仍有必要。短期看，得增加接盘容量，引导保险资金、银行自营及证券自营有序承接被市场抛售的债券，不仅是要增持国债，更重要的是要扩大信用债、银行二级资本债、永续债的持有规模，降低市场波动率。长期看，应加强投资者教育，销售过程中应严禁明示暗示预期收益率，强化风险提示和客户经理培训，杜绝“唯规模论”的发展倾向，鼓励理财子公司差异化竞争，通过差异化的、有特色的产品设计及扎实的投资业绩吸引客户，用有竞争力的市场化表现反哺规模扩张，加快推进理财子市场化体制机制改革等等。对于负债端稳定的机构，非基本面因素的流动性冲击将衍生出千载难逢的配置机遇，即使怕未来经济复苏导致债券走熊，当下也可以缩短久期，规避久期风险，只聚焦高票息，为2023年做准备。

(内容来源：奇霖宏观)

前景愈发清晰，反弹愈发明确

董忠云 中国资产管理人论坛 理事

王茹丹 中航证券研究所 宏观策略分析师

王玉茜 中航证券研究所 宏观策略研究助理摘要

摘要

在精准防疫的主基调下疫情对经济的影响有望减轻，此外还存在多重因素利好市场上行：1) 美联储加息有望放缓，国内迎来降准，流动性方面利好市场反弹。2) 地产有望迎来逆境反转，有望带动经济企稳，为 A 股上行提供支撑。3) 前期受避险情绪影响资金流出较多，随基本面好转后续资金再次流入的潜力较大。在目前市场背景下，国有企业相较过往已逐渐显现出更具价值的一面，建议挖掘结构性机会。

理由为：1) 国有企业作为国民经济的重要支柱，随中国特色估值体系的建立或将获得溢价。2) 在经济弱复苏背景下，国企以各行业龙头公司为主，盈利韧性较强，增长较为稳健。3) 目前国企处于相对底部估值区间，估值修复空间较大。

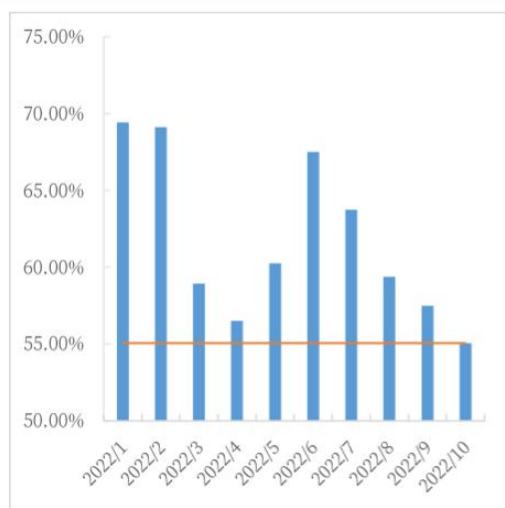
投资建议：精准防疫的主基调下疫情对经济的影响有望减轻，叠加流动性保持宽松、地产逐步企稳、基金仓位回升空间较大等多方面利好因素，市场反弹确定性较强。在目前市场背景下，国有企业相较过往已逐渐显现出更具价值的一面，建议挖掘结构性机会。目前国企估值水平已处于历史底部区间，随着市场更好地认识国企内在价值，估值有望加速修复。建议关注交通运输，房地产，银行等领域中随疫情好转、政策帮扶有望逆境反转的有关国企，以及国企属性与赛道属性相结合的成长性国企，特别在“十四五”强军计划背景下，增长确定性较高的军工央企上市公司。

市场回顾

在精准防疫的主基调下疫情对经济的影响有望减轻，此外还存在多重因素利好市场上行：1) 美联储加息有望放缓，国内迎来降准，流动性方面利好市场反弹。海外方面，美国联邦储备委员会上周发布的 11 月货币政策会议纪要显示，多数美联储官员倾向于尽快放缓加息步伐，以降低过度紧缩的风险。这意味着美联储或将在 12 月货币政策会议上将加息幅度下调至 50 个基点，加息步伐有望放缓，对全球市场流动性的压制作用或将有所减轻。国内方面，中国人民银行决定于 2022 年 12 月 5 日降低金融机构存款准备金率 0.25 个百分点（不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构）。在稳增长目标下，货币政策将会继续为实体经济的恢复发展提供支持，流动性将继续保持合理充裕；2) 地产有望迎来逆境反转，有望带动经济企稳，为 A 股上行提供支撑。近期稳地产政策不断发力，11 月 14 日，银保监会、住建部、人民银行三部门发布《关于商业银行出具保函置换预售监管资金有关工作的通知》，防范化解房地产企业流动性风险，促进房地产业良性循环和健康发展；11 月 23 日，人民银行、银保监会又正式印发《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》，从保持房地产融资平稳有序、积极做好“保交楼”

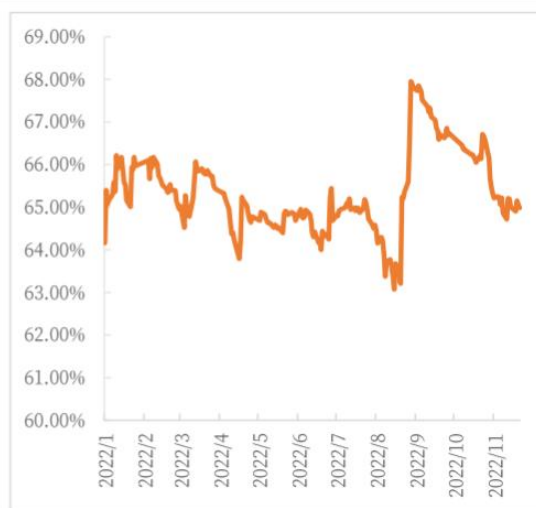
金融服务等六个方面提出 16 项具体措施，随后交通银行、农业银行、中国银行、工商银行、建设银行、邮储银行相继与房企完成授信。地产是我国经济的支柱产业，链条较长，牵涉面较广，地产企稳对经济步入良性循环具有重要意义。而股市是经济的晴雨表，随地产复苏带动经济回升，A 股有望稳步上行；3) 前期受避险情绪影响资金流出较多，随基本面好转后续资金再次流入的潜力较大。机构仓位方面，根据 Wind 估算，截至 11 月 24 日公募基金中开放式基金的股票投资比例为 64.98%，较年中高点已下降 2.97%；华润信托阳光私募股票多头平均仓位数据显示，自 6 月以来私募股票仓位持续下降，10 月已降至 55.06%，为全年最低位，随基本面企稳后续资金的再次流入有望对市场的趋势性上行形成支撑。

图1 华润信托阳光私募股票多头平均仓位 (单位：%)



资料来源：华润信托官网,中航证券研究所整理

图2 Wind 估算开放式基金股票投资比例 (单位：%)



资料来源：Wind,中航证券研究所整理

在目前市场背景下，国有企业相较过往已逐渐显现出更具价值的一面，建议挖掘结构性机会。理由为：1) 国有企业作为国民经济的重要支柱，随中国特色估值体系的建立或将获得溢价。国有企业作为公有制的重要实现形式，在中国经济中的地位举足轻重。习近平总书记多次做出重要指示，要求做优做强国有企业。从申万一级行业分类的角度，建筑装饰、煤炭、石油石化、钢铁、公用事业、国防军工、银行、交通运输、通信等行业国企营收占比均在 80%以上。可以看到，国有企业在战略性和基础性的行业中具有举足轻重的地位。11 月 21 日，中国证监会主席易会满在 2022 金融街论坛年会上，强调要探索建立具有中国特色的估值体系。在这样的政策背景下，市场对国企的重视程度有望抬升，国企或将获得估值溢价；2) 在经济弱复苏背景下，国企以各行业龙头公司为主，盈利韧性较强，增长较为稳健。从 10 月经济数据看，我国目前经济运行隐忧仍然较多。往后看，我国稳增长压力依然较大。在经济弱复苏背景下，国企相对盈利韧性较强。2021 Q2 以来民企投入资本回报率大幅回落，而国企表现却较为稳健，体现出了逆风下的增长韧性。自 2021 Q2 起，国企净利润同比增速保持在全部 A 股企业之上，即使在 2022 Q3 二者均出现回落的情况下，国企净利润同比增长率仍领先全部 A 股上市企业 0.16%。国企以各行业龙头公司为主，预计 2022 Q4 仍有望保持较为稳健的业绩增长。3) 目前国企处于相对底部估值区间，建估值修复空间较大。市盈率方面，目前 A 股全部企业、国企、民企市盈率分别处于近十年 38.30%，

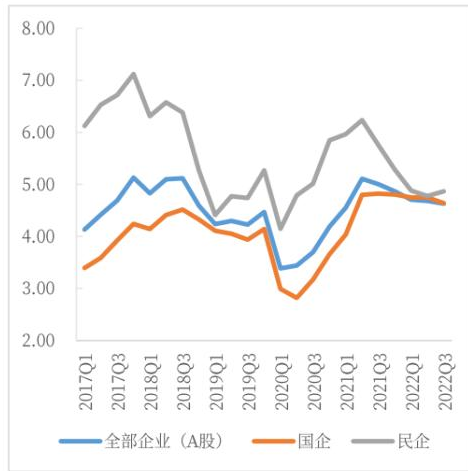
17.50%，57.50%分位值，国企估值处于相对较低区间。市净率方面，截至2022年11月22日，A股共有237家市净率<1的国企上市公司，约占全部国企数量的17.81%，破净率远高于民营企业的3.60%。国企破净企业主要集中在交通运输、房地产、银行等随疫情好转、政策帮扶有望逆境反转的行业。随着中国特色资本市场的不断完善，低估值国企具有较大修复潜力。从分红的角度看，近年来国企分红总额持续提升，年度分红率（分红总额/归母净利润）也呈上升趋势，但较民企、全部A股分红率仍有一定提升空间。今年5月国资委在《提高央企控股上市公司质量工作方案》中明确指出要鼓励上市公司进行现金分红，往后看，在政策的支持下国企分红率的提升有望带动国企估值加速修复。

表1：申万一级行业分类下2021年国企营收占比（单位：%）

行业名称	国企营收占比
建筑装饰	96.06%
煤炭	93.61%
石油石化	88.98%
综合	88.48%
钢铁	87.69%
公用事业	86.73%
国防军工	85.48%
银行	85.48%
交通运输	84.96%
通信	81.30%
建筑材料	72.18%
有色金属	66.82%
汽车	60.15%
非银金融	56.63%
环保	50.04%
商贸零售	49.55%
食品饮料	48.14%
传媒	47.66%
基础化工	47.12%
机械设备	47.12%
社会服务	45.71%
医药生物	37.96%
房地产	37.48%
纺织服装	36.72%
计算机	33.83%
电力设备	25.06%
电子	21.93%
家用电器	17.47%
农林牧渔	15.67%
轻工制造	12.39%
美容护理	8.17%

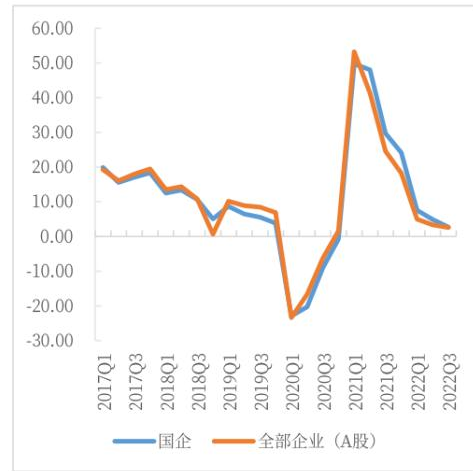
资料来源：Wind,中航证券研究所整理

图 3 投入资本回报率 ROIC(TTM, %)



资料来源: Wind,中航证券研究所整理

图 4 国企及 A 股全部上市企业净利润同比增速 (单位: %)



资料来源: Wind,中航证券研究所整理

图 5 国企分红总额及分红率逐年走高



资料来源: Wind,中航证券研究所整理

图 6 国企分红率具有提升空间 (单位: %)



资料来源: Wind,中航证券研究所整理

投资建议: 在精准防疫的主基调下疫情对经济的影响有望减轻, 叠加流动性保持宽松、地产逐步企稳、基金仓位回升空间较大等多方面利好因素, 市场反弹确定性较强。在目前市场背景下, 国有企业相较过往已逐渐显现出更具价值的一面, 建议挖掘结构性机会。目前国企估值水平已处于历史底部区间, 随着市场更好地认识国企内在价值, 估值有望加速修复。建议关注交通运输, 房地产, 银行等领域中随疫情好转、政策帮扶有望逆境反转的有关国企, 以及国企属性与赛道属性相结合的成长性国企, 特别在“十四五”强军计划背景下, 增长确定性较高的军工央企上市公司。

(内容来源: 云观经济)