

金融与发展评论

2023 年第 1 期 / 总第 13 期

2023 年 2 月 20 日

目录

会议速递

第 4 期金融科技沙龙—金融支持创新，推动科创金融发展成功召开..... 1

专家视角

积极推动金融业的数字化转型（李扬）..... 5

重要的是恢复信心和正常的经济秩序（李扬）..... 8

财政的“钱”去哪了？（殷剑峰）..... 16

静待春来——2022 年宏观经济金融形势总结和展望（殷剑峰 张旻）..... 22

为什么中国人不消费？（殷剑峰）..... 33

财富管理行业的转型与重构（曾刚）..... 41

2023 年金融服务高质量发展的重点（曾刚）..... 43

金融伦理推动数字普惠金融高质量发展（曾刚 燕翔）..... 46

这十年，上海自贸试验区敢闯敢试，改革创新不断突破（张湧）..... 50

法治建设与金融高质量发展——来自中国债券市场的证据（王永钦）..... 53

美联储非常规政策正常化路径及展望（邵宇）..... 58

经济转型下的银行信用风险管理（刘晓曙 朱连磊）..... 62

2022 年经济怎么看（李奇霖 符旻 卢婉琪）..... 67

“阳康牛”，加配成长（董忠云 王茹丹 王玉茜）..... 72

首期长三角绿色金融沙龙——绿色债券创新与实践成功举办

2022 年 12 月 30 日，在上海市黄浦区科学技术委员会的指导下，上海金融与发展实验室和黄浦区科技创业中心联合举办第 4 期金融科技沙龙——“金融支持创新，推动科创金融发展”。

2022 年 11 月 21 日，中国人民银行、国家发展改革委、科技部、工业和信息化部、财政部、银保监会、证监会、外汇局等八部门联合印发《上海市、南京市、杭州市、合肥市、嘉兴市建设科创金融改革试验区总体方案》，从健全科创金融机构组织体系、推动科创金融产品创新、充分利用多层次资本市场体系、推进科技赋能金融、夯实科创金融基础、扎实推进金融风险防控等 6 个方面，提出了 19 项具体政策措施。

本次沙龙由上海金融与发展实验室主任曾刚教授主持。沙龙主要围绕科创金融的产品、工具和服务创新，以及如何构建广渠道、多层次、全覆盖、可持续的科创金融服务体系进行探讨。研讨主题包括科创金融发展面临的机遇与挑战、各类科创金融市场参与主体的业务开展与创新、科创金融相关监管政策的优化以及科创金融的标准化建设等。

来自银行、券商、投资公司以及科技公司等机构的嘉宾出席本次沙龙并参与研讨。

嘉宾主旨演讲实录。

发言实录

刘汛

上海安硕信息技术股份有限公司 副总经理

感谢曾主任的邀请！我从 2015 年开始在华瑞银行从事科创金融工作，华瑞银行在 2016 年加入了中国银监会统一召集的 10 家投贷联动试点银行的工作，一直到今年，我在科创金融领域一线已经工作了 6 年左右的时间。我到了安硕信息科技公司以后，主要是学习和从事金融科技方面的一些工作，和原来的科创金融已经有了一定的距离，所以我主要是把我以前在科创金融工作方面的一些体会，简单地跟大家分享一下，更多的还是听仍然工作在科创金融一线的专家和领导的意见，我简单的分享一下。

从科创金融从业者的角度尤其是银行从业者的角度来说，目前大家对科创金融的定义是有区别的，这也是原来在银行从事科创金融业务时碰到的一个较为困扰的问题。因此，我认为需要把科创金融的定义界定清楚，这对于后面一些观点和措施的引出是一个必要的前提。在不同的机构或不同的场合，大家对科创金融的定义存在较大的差异，我以前经常参加人民银行、科委、政府机构牵头召集的各类会议，当大家谈到科创金融概念的时候，都觉得里面的内涵区别比较大。科创金融其实是发源于科技金融的，

这样一个概念已经发展很多年了。尤其是在上海，上海科技金融的发展已经很完备，在各级政府和科委的组织下，从市一级、区一级包括到园区一级等等，对于科技金融以及科技信贷等概念的发展，已经拥有了多年的发展基础。

科创金融这个概念，一字之别，实际上是近些年提出的一个比较有创新意义的概念，科创金融应该是服务于那些独创性很强的科技企业，它们位于整个科技产业结构金字塔的顶部。整体而言，个人认为科创金融和科技金融二者是对整个产业结构变化的反映，从整个科技产业的角度来说，其实它是一个金字塔结构，大部分科技企业相当于金字塔底部，是一个基础，它构成了整个科技产业的基础。科技企业可能数量很多，但是独创性是不是足够强，我认为是需要去甄别的。独创性越强的科技企业，可以认为它已经具备了科创企业的特征，因此科创企业应该是位于整个科技产业结构金字塔的上端或者顶部的。

开展科创金融业务的时候，我们需要制定科创金融战略，因此我们需要明确科创金融的具体内涵到底是什么，这也决定了实际的市场和客户定位。刚才听到很多领导在谈及的时候，我感觉大家也已经从各自的角度阐述了不同的市场和客户定位。总的来说，个人的感受是科技金融从科技企业的角度去切入，受众面会更广，从银行的角度来说业务容量会更大，但是客户的成长性和爆发力可能会更差一些，金字塔越往上的科创企业独创性越强，业务容量也会更小，但是客户的成长性和爆发力则会越强，**所以不同的科创金融服务机构可能会有不同的服务定位。从投资机构角度来看，**科创金融应该是服务于那些客户成长力和爆发力比较强的科创企业，它追求估值的迅速成长。**从券商角度来看，**也会比较关注这个方面，因为需要有 IPO 的潜力，有上市的可能性等等。**但是从银行角度来看，**可能区别会比较大，不同银行在这个方面的定位存在着较大的差异。例如，由于银行规模的差异，设定一个比较大的科创金融或科技金融基础业务量的话，可能市场定位上必须偏基础一些；如果银行的规模相对较小，则需要把科创金融业务做成一个更有特色的业务，使科创金融的独创性更加突出一些，这会给整个业务的安排带来显著的变化。在开展科创金融业务时，大家可能会把自己客户的定位和市场的定位明晰出来，这会产生一系列显著不同的安排。**目前，国内科创金融业务绝对规模较小，但是发展潜力巨大。**我从事科创金融工作时间不长，有 6 年左右的时间，但是我能深刻感受到科创产业整体能够代表未来中国产业经济的新走向，它是带动未来新经济的引擎和驱动器，所以科技产业本身的升级，也意味着科技金融一定会逐步向科创金融进行升级。随着整体产业的升级和发展，科创金融有很大的发展前景，因为和传统的金融相比，房地产、政府平台融资等业务可能是银行的支柱板块，而科创金融整体业务规模较小，真正专业化从事科创金融的金融机构占比也并不高，因此这对开展科创金融业务的金融机构是一个很大的机会，可能是一块很有前景的蓝海。

科创企业股权和债权融资比例存在着失衡，容易滋生企业控制权或股权稀释等问题，应努力构建多层次科创金融发展体系。相比于传统产业，科创企业对于股权融资或直接融资的依赖度远远大于债权融资或间接融资，创新属性越强的企业，这一点就越突出。那些高成长、估值增长非常快的头部优质科创企业，发展融资主要是来自于股权等直接融资，来自于债权等间接融资在早期还是偏少一些，近些年中国科创企业的发展可能很大程度是受益于股权投资机构的扶持。这种路径依赖形成了以后，可能对于很多头部科创企业的创始人来说，他们对股权投资圈非常熟悉，但是对信贷圈或银行圈不是很熟，距离比较远，他们对于很多债权融资的规则以及对于企业发展的作用，整体理解不深，这样会促使一些处于发

展早期的优质科创企业产生股权和债权融资比例失衡的情况，从长期来看会对企业的发展造成一些不太均衡的影响，特别是企业控制权或股权稀释等问题。对于那些有了路径依赖的科创企业来说，一些资金可能会应用到企业的生产循环中去，它可能会首先通过股权融资来满足融资需求，如果这部分资金能够通过股权和债权互相配合的方式给到企业，这对企业来说，可能是一个更好的机会，对于债权机构来说也是一个很好的机会，这方面需要科创金融能够多层次发展，以期给科创金融发展带来新的气息。

从银行债权融资的角度来看，科创金融在具体的技术、产品和服务方面，还存在着较大的提升空间。例如，与股权投资机构和券商相比，债权机构对科创企业属性、行业特征等的研究理解以及不同发展阶段的具体诉求，甚至一些具体的技术问题和发展前景等等，都需要有一个逐步提高和深化的过程。**从产品和服务方面来看，债权融资存在很多有待突破的技术难点。**对于债权机构来说，核心是如何破解轻资产企业（科创企业）无法提供太多传统意义上的合格抵押品或者担保物等问题。在此过程中，如何更好地服务于成长较快、不确定性较高以及信用风险不低的轻资产科创企业？如何把控好它的信用风险？这都是债权融资的难点。

投贷联动作为国内科创金融发展的基础性工具之一，目前整个业务模式远未成熟，机构操作也存在着较大的差异，监管层面需要解决一些基础的规范性和合规性问题。投贷联动是一种较好的科创金融发展模式，针对杭州银行领导提到的问题，当时监管部门也推出了一些相应的试点，受多种因素影响，较为实质性措施最后没有得到全部落实。对资质较为完整的银行或债权机构来说，若能把投贷联动技术进行充分的应用，某种意义上能帮助解决刚才提到的风险抵补问题。据我所知，很多资质比较齐全的银行，例如中国银行、招商银行以及杭州银行等等，已经解决了投贷联动的技术问题；但是对于一些中小银行来说，还是比较困难的，我之前供职的银行规模较小，在资质上有很大的缺陷，因此无法完整的实现投贷联动的投和贷之间的联动，它有一个核心的问题，即在债权投资的基础上获得企业部分的认股权，如果认股权的持有、退出等环节存在问题，则导致资质的合规性问题，整个投贷联动业务模式将无法形成闭环，对于中小银行而言，这将是一个较大的机制性障碍。国内投贷联动的业务模式远未成熟，进行投贷联动业务实操的机构在具体做法上也存在着较大的差异。例如认股权问题，在企业准备进入IPO时如何进行操作，这是一个较大的分歧点；一些机构在企业IPO前，它的认股权一定要实现退出，还有一些机构希望它的认股权能够进入IPO，这些都需要在法律、产品初期设计等方面有一个良好的架构或路径设计。为了促进科创金融良性发展，投贷联动作为其基础性工具之一，应解决它的一些规范性和合规性问题。

未来，科创金融需要朝着从科向创的方向进行发展，积极探索构建创始人融资体系。银行为科创企业提供债权融资服务时，大部分做的都是对公贷款，资金是给到企业的，这就需要企业创始人提供一个连带责任保证，因此会产生一个与头部或优质科创企业难以匹配的点，双方容易在这个问题上形成分歧，难以达成一致，可能需要企业的创始人提供连带担保责任；从企业的角度来看，企业创始人个人所占股份不大，那为什么整个企业的经营风险需要由个人来承担呢？况且对于头部或优质科创企业来说，它获得股权融资是非常容易的，因此会更加强化科创企业的股权融资倾向。对于优质科创企业来说，在企业的整个生命周期中，它的估值增长是非常快的，然而随着天使轮、A轮、B轮、C轮等多轮次的融资，企业最原始最初的创始人团队股权在每一轮次融资后都会产生不同程度的稀释，到C轮以后甚至Pre-IPO

轮以后，创始人股权可能已无法达到他自己设定的预期，已经低于他对企业自身把控的需要。所以有很多创始人在融资过程中，都会产生一个诉求，即希望在融资的过程中自己也可以成为投资人；但对于创始人来说，资金可能是一个较大的问题，他无法采取股权融资那样的有效操作，最终只能无奈的去接受股权稀释。对自身企业发展有充分信心的创始人来说，很希望在合适的轮次参与自身企业的跟投，核心问题依旧是资金制约，如果有相应的金融机构能够为创始人在合适的契机提供个人股权融资的话，一方面能解决创始人提供连带责任担保的对公贷款矛盾问题；另一方面，由于资金本身是给到企业创始人或创始团队的，创始人将是天然的债权人，他将自然地承担起第一还款责任，银行风控也将得到强化，最终跟创始人自身的需求又是高度匹配的。但是，根据目前整个银行业的监管法规来看，银行直接为创始人提供股权融资仍存在着许多合规性障碍，如果按照并购贷款进行操作，创始人或创始团队需要较多自筹资金进行投资，对他们来说压力仍然很大。我一直在考虑债权投资机构方面能否有所突破，利用自身资质的灵活性或产品的创新性等等，为科创企业提供更多的科创金融服务，这样也能够加强创始人和债权机构之间的联动。

把握好产业赛道选择和政策合规性要求，对机构开展科创金融业务至关重要。与传统金融相比，科创金融在产业、行业或赛道选择方面十分重要。一方面，由于科创企业创新性非常强，从初创到发展再到成熟，是一个长期的发展过程，本质上也是一个试错的过程；由于是试错，所以在整个发展过程中，企业的产品定位、服务模式以及整体战略定位，都会发生多次的调整和变化，赛道本身的定位和选择不一定合理，需要很审慎的论证和把握。科创金融业务在赛道或行业层面的风险明显大于传统金融业务，因为传统金融产业已经处于成熟阶段，它的业务模式、监管政策、行业政策以及游戏规则都已较为固定，所以不确定性就会降低，整个赛道出现重大问题的可能性也较低。对于银行来说，更多需要做的是选择行业或赛道里的优质企业。科创金融业务面对的是创新性较强的科创企业，产业赛道本身风险很大，决策如果再出现问题将会引发整个赛道集中式或系统性崩溃式风险，这一点特别重要。**另外，机构要高度重视监管政策的影响。**相关产业在不断发展变化，科创企业的监管政策也在发生不断地调整 and 变化，整个企业的服务和产品等能否始终符合国家政策导向，是一个特别值得关注的因素，一旦出现了政策偏差，对科创企业和债权机构而言，都将是巨大的考验。

从金融机构的角度来看，科创金融是一项巨大的系统工程，开展科创金融业务需要具备一些重要的基础性条件。首先，整体战略定位较为困难；对于大型银行而言，由于科创金融总体业务量偏低，因此很难提升到总行支柱战略的层面，在此过程中需要解决考核激励、资源配置等一系列问题；对于中小银行而言，受规模限制，科创金融可能会成为它的支柱战略，但是在科创金融的发展初期，中小银行仍会面临诸多瓶颈制约，例如存款派生难、工作成本高、潜在风险大，以及认股期权退出不确定等一系列矛盾问题。其次，对于金融机构来说，如何在整个银行的考核激励、资源配置等一系列问题上做好统筹安排，包括形成长期的战略定力，这些都是科创金融业务快速发展的重要基础条件。

积极推动金融业的数字化转型

李扬

国家金融与发展实验室 理事长 上海金融与发展实验室 首席专家

党的二十大报告指出，“加快发展数字经济，促进数字经济和实体经济深度融合”。这是党中央深刻洞察世界百年未有之大变局，清醒把握新一轮科技革命和产业变革的发展方向，并根据中国国情，敏锐抓住新的战略机遇期作出的重大决策。

数字经济是继农业经济、工业经济之后，人类社会所经历的第三种重要社会经济形态。根据金融稳定理事会（FSB）的定义，“数字经济是指以使用数字化的知识和信息作为关键生产要素、以现代信息网络作为重要载体、以信息通信技术的有效使用作为效率提升和经济结构优化的重要推动力的一系列经济活动”。作为基础的生产要素的差别，构成了不同社会经济形态的基本区别。数字经济之所以与过去不同，就在于它不断将人类业已拥有的知识和信息数字化，并不断将数字化的知识和信息移转到现代信息网络上，依托信息通信技术组织社会生产。在现实中，数字经济主要通过数字产业化和产业数字化两条路径形成和发展。

所谓**数字产业化**，是通过现代信息技术的市场化应用，将科技创新成果转化为推动经济社会发展的现实动力。质言之，数字产业化的目的，是将数字化的知识和信息转化为生产要素，通过信息技术创新、管理创新和商业模式创新融合，不断催生新产业、新业态、新模式，最终形成数字产业链和产业集群。如电子信息制造业、信息通信业、软件服务业等，都是基于数字技术发展起来的新产业，而层出不穷的云相册、云盘、打车软件、数字电视等产品，便是这些新产业多样化的具体形态。

所谓**产业数字化**，则是指利用现代信息技术对传统产业进行全方位、全角度、全链条改造。产业结构优化升级是提高我国经济综合竞争力的关键举措。现代信息技术对经济发展具有独特的放大、叠加、倍增作用。研究表明，数字化程度每提高10%，人均GDP可增长0.5%—0.62%。产业数字化以“鼎新”带动“革故”，以增量带动存量，通过推动互联网、大数据、人工智能的普及应用，促使现代科技同实体经济深度融合，从而不断提高全要素生产率。

在我国，发展数字经济已被提到战略高度。在“十四五”规划中，数字经济核心产业增加值占GDP的比重，要从2020年的7.4%提高到2025年的10%。这意味着，在未来几年中，数字经济核心产业的年均增长率要达到11.57%以上。假设产业数字化的速度如同数字产业化一样也达到11.57%，则到2025年，由产业数字化和数字产业化共同构成的我国数字经济占GDP的比重将超过50%，并使中国数字经济的发展

展居于世界前列。这是令人兴奋的光辉前景。金融业作为国民经济的血脉，理所当然要跟上整体经济的数字化发展进程。金融业的数字化发展，应被置于金融与科技不断融合以推动金融不断创新对实体经济提供服务的方式和路径的历史进程中来认识。金融与科技结合，一直是金融发展进程中的重要内容和典型特征。金融稳定理事会提出，金融科技是技术带来的金融创新，能创造新的业务模式、应用、流程或产品，从而对金融市场、金融机构或金融服务的提供方式带来重大影响。按照这样的理解，自改革开放至今，我国金融业发展与科技的结合，大致经历了三次浪潮。

第一次浪潮，改革开放初期到 20 世纪末，我国金融业依托计算机技术、网络技术等手段，以业务操作电子化、系统联网化、标准统一化为重点，实现了“从手工到电子、从单机到联网”的历史性突破，基本摆脱了手工操作的落后局面。

第二次浪潮，进入 21 世纪，金融业在电子化建设的基础上，充分运用信息通信技术、数据库技术等新手段，重点围绕数据集中化、渠道网络化、管理信息化等领域，大力推进金融业的信息化发展。

第三次浪潮，随着人工智能、大数据、云计算、区块链等新一代信息技术的出现，金融和技术呈现进一步深度融合的趋势。在提升金融效率、优化业务流程和降低经营成本等方面，新技术显示出巨大的商业价值和应用空间。不过，金融数字化转型既是金融电子化、金融信息化的延续，又与前者存在巨大差异。信息化是对金融业务需求的响应，是对传统业务效率的改善和提升，在这个过程中，技术的作用是辅助性的。数字化转型则不同，是金融同数字化的生产和生活交互的产物，是新的数字技术从根本上改造传统金融业存在和运作方式的革命性变化。

由于数字经济并不是对原有经济体系的补充和融合，而是对传统经济的变革和重塑，金融的数字化转型应被视为金融业的革命。不过，这并不意味着金融的本质发生变化。国际咨询公司就“如何进行数字化转型”这一问题对全球部分金融机构的高管发起问卷调查，收到的反馈显示，大家一致认为，技术固然是数字化转型的核心，但启动数字化转型的核心动力仍来自客户需求。这就是说，万变不离其宗，金融说到底仍是一种社会活动。但是，在确认这个本质的同时，还需要看到，**就服务实体经济而论，与此前的金融相比，数字化基础上的金融在逻辑和方式上都存在巨大差异。**

传统金融的基本功能是“融资中介”和“资金分配”，其存在的前提是资金的最终提供者与资金的最终使用者之间的信息不对称。金融机构作为专业的机构，可以利用自身的信息优势，在全社会范围内进行跨主体、跨周期、跨区域的资产配置，并管理这个过程中不可避免的各类风险。在这种情况下，金融机构相对于各类非金融领域的客户，处于优势地位。在数字经济时代，金融服务实体经济的逻辑开始转变，主要原因在于，**数据将替代资本成为金融业核心资产**。海量的数据和算法分析将逐渐解决信息不对称问题，而日益密集快捷的互联网则大大降低了交易成本。由此，当“长尾人群”获得金融服务的便捷性提高，客户规模迅速扩大之时，金融机构作为信息中枢和融资中介的重要性将会下降，“去中介化”可能成为新的发展趋势。

综上所述，对于金融业而言，数字化的发展酝酿着一次重大革命，可能彻底改变金融业的面貌。其中，既可能有新的发展机遇，如更多的客户、更多的应用“场景”、更多的产品和服务等，但也可能带来

新的严峻挑战。目前，能够预见的挑战是，作为传统金融业支撑的大量物理网点和柜员，其规模将会萎缩；而面对“去中心化”的冲击，从中央到地方的“层级”结构可能逐渐丧失必要性。简言之，金融业的数字化转型是金融发展面临的又一次“创造性破坏”。因此，在积极推动传统金融业数字化转型的同时，要管理好转型过程中不可避免的风险，积极应对所面临的新挑战。

内容来源：中国社会科学报

重要的是恢复信心和正常的经济秩序

李扬

国家金融与发展实验室 理事长 上海金融与发展实验室 首席专家

2023 年 1 月 6 日，以“高质量发展与中国债券市场”为主题的第八届中国债券论坛在云端举行。中国社会科学院学部委员、国家金融与发展实验室理事长、第一创业债券研究院副理事长李扬教授参加论坛并发表演讲。本文系李扬教授所作的主题发言，业经作者审定。

我的发言题目是“重要的是恢复信心和正常的经济秩序”。这个期望不仅是对中国而言，也是对世界而言。目前，全球经济都处在比较低迷的状态之中，而且已历数年。我们唯有振奋信心，戮力同心，才能够渡过难关。

一、全球经济：弱势中的变化

首先来看全球经济形势。我用“弱势中的变化”来加以概括，表达的是两个判断，一是经济仍呈弱势，二是已经开始发生了一些变化，值得进一步关注。

1.1 经济形势仍不乐观

对于 2023 年世界经济的走势，国际组织普遍比较悲观。这种悲观前所未有的。大家知道，经济预测是国际经济组织的本职工作之一，而且，不断修改预测也是其工作的常态。根据过去的惯例，这种修改多以鼓足信心为目标，因而上调预测值的情况居多。但是，最近两年我们看到了相反的情况，国际组织的预测值经常下调，有时还连续下调，可见对形势之悲观。对于当前经济下行趋势的持续，国际组织也明确给出了解释，主要是中国、美国、欧洲这三大经济体继续处于增长停滞状态，拖累了全球经济增长。同时，将近三分之二的国家的经济增长均呈下行趋势。据此，**国际货币基金组织警告道：世界有可能发生第二次世界大战之后的第三次全球性金融危机。**对于这凶险的预言，我们不可掉以轻心。

1.2 通货膨胀的发展

我们过去多次说过，此次通胀的原因十分复杂，因此对策也多样化，进而，这些对策所带来的问题也比过去多。说到通胀，人们都会背诵弗里德曼的一句名言：“通货膨胀无论何时何地都是货币现象”。然而，查查历史，这一判断早在上个世纪后 20 年便已不那么具有普遍适用性；至于本轮通胀，再套用此论，更有刻舟求剑之嫌。对于本轮通胀，我们至少可以识别出三类导因。一是**供给端因素**，新冠疫情、乌克兰危机、中美贸易摩擦、全球化格局转变等等，都从根基上侵蚀了产业链、供给链和价值链的稳定性，从供给侧极大地冲击了整个世界经济，推动了物价上涨。二是**需求侧冲击**。这指的是，世界上的主要国家从本世纪以来，都在实施扩张性宏观调控政策。特别是，应对次贷危机和新冠疫情冲击，各国当

局甚至实行了无节制的“放水”政策。宏观调控政策的全面放松，从需求侧为通胀提供了支撑。三是**货币当局对于通胀的突然到来没有思想准备**。客观地说，在此次通胀发生之前，全世界曾经历过长达四十年的无通货膨胀时期；准确说，此次通胀之前，全球面对的主要风险是通货紧缩。应当看到，由于承平过久，大多数货币当局对于通胀是无感的。因此，当通胀突然降临，各国货币当局的第一反应都认为是短期冲击，因而并没有及时采取措施，以致于通胀率频频跃升，年内便达到令人色变的 9% 左右。其后便是迹近惊慌失措的加息，到岁末年初，利率上升至 30 余年来的高点。然而，由于通胀的导因并非只有需求一端，固着于使用传统的货币政策在需求端进行压制，其副作用——经济衰退——势难避免。需要指出的是，此次通胀大概率上不会延续太久，因而我们认为，**通胀虽然汹汹而来，但是由于需求侧的因素并不强，并且供给侧的因素比较容易化解，所以，在新的一年里，其发展趋势有可能发生改变**。不过，值得关注的是，在供给侧，一种成本推动型的通胀，即薪资上涨引发的通胀开始显示出较强的势头，这可能成为 2023 年的新挑战。国际社会预测，全球通胀将于 2022 年底、2023 年初达到高峰，2023 年中期可能迎来拐点，之后则可能降至 3% 以下。至于美国，其 CPI 增速从 2022 年 6 月便开始回落，预测 2023 年将下落至 3.8% 左右。当然，新兴市场经济与发达经济体面对的通胀局面略有差别，由于经济结构多有扭曲且应对手段较少，新兴市场及国际国家的情况可能会严重一些。但是无论如何，**控制通胀可能不会成为 2023 年的主要问题，应对衰退、促进增长，可能成为主要的政策目标**。如果政策重点发生位移，那么几乎所有的宏观调控政策都将相应调整。我认为，2023 年，至少下半年以后，我们必须做好应对经济发展格局变化以及相应的宏观调控政策调整方向的挑战。继续看通胀。我们注意到，一年来，通胀的结构也在发生变化，其中，食品、能源、核心商品、核心服务等领域的物价上涨程度以及变化趋势出现了差异。现在观察到的是，能源和核心商品价格下跌迅速，食品价格相对稳定，但是核心服务价格稳步上升。2022 年，能源、食品价格曾经暴涨，有分析者据此推断这些产品的价格飙升将是长期现象，这显然看漏了此几类商品价格变化的驱动因素。对此，我们曾明确表达过不同看法。现在，那些争论的是非已由实践给出了判断，今后我们需要关心的是，**核心服务价格的上升可能会成为 2023 年支撑通胀的主导因素**。因为，在发达国家的产业结构中，服务业占比高达 80% 以上，而核心服务更主宰着价格的走势，这不仅对人们的日常生活产生很大影响，而且可能对很多商品的生产成本产生向上的推动力量。另外，有相当多的服务是不可贸易品，因而，此类产品价格上涨，可能会对各国经济恢复产生复杂的影响。

1.3 债务泛滥

据国际金融协会（IIF）的数据，2021 年底，全球债务总额已达 303 万亿美元，相当于同年全球 GDP 的 3.51 倍。如此高的债务密集度，不仅反映出全球的金融上层建筑仍在脱离实体经济而“自娱自乐”，更说明金融的效率仍在降低。这确实是令人担忧的事情。在全球债务中，美国政府债务高达 31.1 万亿美元（截至 2022 年 10 月 3 日），规模最大。事实上，美国是造成全球债务膨胀的主要推手之一。但是，

由于其享有各种各样的特殊地位，比如美元作为主要国际储备货币，以及美联储货币政策客观上对世界各国都产生影响，美国自身的问题反而没有那么严重。其他国家（特别是新兴市场国家和中低收入国家）的债务问题则比较严重。**我们统计了各国整体债务中私人债务的占比，这是研究国际债务问题的一个重要指标。**在二战之后的一段时间内，国际资本流动的主体是发达经济体政府和国际组织的官方资本，在学术界，如此形成的债务被称为“软债务”，指的是它们不仅利率很低，而且期限极长，本金偿还的压力不大。这种债务属于援助性质，一般不会对借贷国产生实质性负面影响。但是，如果是私人资本，那其效果就大相径庭了。在一定意义上，20 世纪末的亚洲金融危机，就是由于韩国、泰国等国外债中的私人资本比重过高，集中出现债务违约造成的。遗憾的是，目前，广大中低收入国家正面临这种局面。统计显示，中低收入国家的外部债务中，私人债务占比已从 2010 年的 46% 上升至 2021 年的 61%。这一变化，提高了债务成本，增大了债务风险，可能成为引发债务危机的渊藪。我们认为债务危机的阴影将再次降临。一方面，部分新兴市场和发展中经济体将陷入主权债务困境。另一方面，在发达经济体中，除了美国、日本等拥有国际储备货币的国家，其他如爱尔兰、西班牙、意大利、希腊等部分欧洲国家，都可能再度陷入主权债务困境。在所有债务国中，**美国无疑是一个特殊的存在。美元仍然是最主要的国际储备货币，这个特殊地位，使得他可腾挪的空间比任何国家都大。**统计显示，目前美国政府债务中，由各国央行和国际组织持有者高达 30% 以上。在中国，截至 2022 年 6 月底的 2.08 万亿美元的对外投资头寸、以及截至 2022 年末的 3.12 万亿美元的外汇储备中，超过 70% 都是以美国政府债为主的美元定值资产。换言之，美国政府的债务负担的相当部分是由美国之外的机构承担着，而且，在这些国家手里，美国政府债券均被视为十分宝贵的财富。这种状况当然是极不合理的，**我们必须设法改变之，改变的基本途径就是另起炉灶，就是推进人民币国际化。**但是，在这种格局依然保持的时期内，我们仍须接受这一痛苦的事实，相应地，美国政府的债务问题就远不像数字所显示的那样严重。这种不合理的格局可以进一步在全球投资头寸结构及其演化中清晰地看出来。IMF 于 2022 年底公布的国际投资头寸表显示，本世纪以来，就全球而言，在债务国一方，主要是美国、若干欧洲国家以及少数最不发达国家；在债权国一方，主要是中国、日本、石油输出国和少数其他欧洲国家。到了 2013 年，债权国的格局依然故我，但债务国一方却有了重大变化：美国的净债务占去全球的一半；到了 2022 年，该比例径直上升到接近 90%。这种状况，进一步向我们展示了国际金融秩序之不合理性。

1.4 名义利率和实际利率

1950 年以来的全球利率走势堪称大起大落，不过，1970 年代至 1980 年代中期形成了一个高台，其中，1980 年代中期更是出现了一个接近 19% 左右的峰顶。从那以后，全球利率逐渐下行，上世纪 90 年代初至 2021 年，全球经历了一个将近 30 年的低利率时期，其间，从 2007/2008 年开始，全球甚至出现长达十余年的超低利率乃至负利率局面。这种局面自 2022 年 3 月因美联储激进加息开始改变，该月，联储宣布加息 50 个基点，到 12 月 15 日，经过连续七次加息，联邦基金目标利率已达 4.25~4.5%。由于美

国的通货膨胀率开始下降，预计 2023 年美联储的加息步调将逐步放缓，全年中，利率剧烈波动的局面很难再出现。这种状况，将显著影响到全球金融市场的运行，特别是债券市场。由于多数债券都是利率产品，利率走势的趋势性变化，自然会对债券的收益率以及债券市场的运行产生全面、深远的影响。**深入分析，就金融和实体经济的关系而言，更应当关注的是实际利率水平的变化。**我们注意到，本世纪以来，由于名义利率水平长期超低，扣除通胀之后的实际利率水平在相当长时期内接近零或负值。2020 年以来，为了尽快恢复被疫情冲击的经济，发达经济体的实际利率水平均更落到零以下，这为实体经济的恢复提供了有利的金融环境。然而，今年以来，随着名义利率水平的渐次提升，发达经济体的实际利率也开始升至正值。新兴经济体和发展中国家的情况更差一些，只是在 2021 年前后，这些国家实际利率出现负值，全球名义利率上升之后，这些国家的实际利率很快转正，在巴西和俄罗斯，2022 年甚至达到 3~5% 的水平。理论和实践都告诉我们，利率作为主要的流通费用，构成实体经济运行的主要成本，它的上升，无疑会对实体经济的活动产生较强的约束作用。

1.5 汇率

2022 年，我们强烈感受到美元的强势。原因有很多，经济恢复相对较好，就业市场繁荣，利率水平不断上升，资产市场价格上涨等等，导致大规模的海外资金回流美国市场。截至 2022 年 8 月末，2022 年美国的国际资本流入规模已高达 1.15 亿美元。资本流入激发了全球对美元日益强劲的需求，美元指数升值幅度高达 14.7%。其他国家的货币则面临着日益加剧的贬值压力，包括日元、英镑、欧元，以及广大发展中国家的货币。人民币自然也受到影响，2022 年，人民币兑美元汇率长期飘在 7:1 以上。好在岁末年初之时，人民币对美元汇率降到 7:1 以下。我们预计，**在 2023 年，像 2022 年这种强势美元的情况不太会再现，人民币对美元的汇率大概率将维持在 7:1 以下。**毫无疑问，美元走强对全球金融乃至经济的运行有着较大的影响，在国际金融市场上，利率产品和汇率产品互相影响、互相渗透、互相衍生。因此，汇率和利率变化应当成为 2023 年需要特别关注的又一个因素。

1.6 美国经济金融状况

由于美国经济的体量大，且有着足够的能力影响全球经济金融的治理机制，我们必须关注它的未来发展。2022 年的美国经济比较复杂。在一些方面，境况有所好转，比如通货膨胀率降下来了，利率水平上升的可能性因而也减少了。我们特别要注意美国联邦政府的财政状况。2022 年美国联邦政府的财报宣告，其赤字较上年有很大的减少：2022 财年，美国联邦政府财政赤字录得 1.375 万亿美元，较上年的 2.776 万亿美元减少了足足一半；联邦财政赤字占 GDP 的比重，也从上年的 12.3% 骤降至 5.5%。这个变化非常重要。**我们应当清楚地认识这样的经济联系：对于主权国家而言，所谓的通货膨胀、利率上升、债务危机、经济衰退等等，无不与国家的财政赤字有关。为什么大家对财政赤字特别关注，尤其对财政赤字和政府债务的货币化保持高度警惕，根本的原因就在于，在一个主权国家内，财政的状况，构成一切经济金融运行的最基础因素。**如今，美国的财政赤字发生如此大的变化，我们当然应当密切关注其后

续的影响。为了强化大家对财政运行特别是财政赤字对金融运行的影响的认识，不妨回顾一些历史事实。在上个世纪末克林顿政府时期，美国政府财政曾连续 2 年出现过盈余。在“健全”的财政政策指引下，美国财政部便开始在市场上净额购回美国政府债券，致使债券市场上联邦政府债券急剧减少。出乎所有人意料的是：这样一项十分“健康”的财政政策操作，很快就在金融市场上掀起“不健康”的轩然大波。首先是美国金融体系中的流动性急剧萎缩，继而便是全球金融市场的流动性枯竭。一时间，全球都在探讨美国政府债券市场与金融系统流动性的关系，进一步则开始讨论财政政策和货币政策的新联系。中国或许是受此冲击最大的国家，因为那时正值我国外汇储备高速增长时期，当年新增的年均 4000 多亿美元的外汇储备，一下子忽然无处“摆布”，以至于我们的央行在国际货币基金组织的安排下聚集了一批人，就此集中讨论了三天。我参加了当时的讨论。会上接触到的国债市场与政府债券市场的关系以及环绕它们展开的深度分析，给了我无法磨灭的印象。对于国债市场与金融体系流动性的关系，自那便成为我的研究方向之一。回忆这段历史是想提醒大家：**美国财政赤字的变化，在 2023 年及以后年度，必然会在金融市场上引起巨大的连锁反应，我们应当密切跟踪这一变化。**总之，美国经济固然并未达到“一天天坏下去”的程度，但是，陷入薪酬通胀、就业市场缺口的扩大，债务膨胀、金融条件迟迟改善不大、经济结构扭曲严重等的泥淖，2023 年的美国经济仍将充满不确定性。

二、中国经济：缓慢恢复

关于国内形势，我们给出的概括是“经济恢复比较缓慢”。总的判断是，2023 年上半年，经济恐难有效恢复，到了下半年，可望有比较显著的增长。

2.1 三大需求的动态

2022 年底的中央经济工作会对当时的形势有个著名的概括，即我国经济发展面临着“需求收缩、供给冲击、预期转弱”的“三重压力”。现在看来，这种状况并未扭转，年末似乎还有些恶化。**一是消费疲弱。**当前，论及经济恢复，很多人都把希望寄托在消费振兴上。对此，我们持消极态度。原因在于，**消费需要有不断增长的收入和较强的消费意愿为基础，而这些基础目前均不存在，且需要很长时间方能培养起来。**其一，消费首先需要有收入，但是，最近几年来，我国居民收入水平增加不快，中央在上世纪末就已提出的“提高工资在国民收入初次分配中的份额，提高居民收入占国民收入的比重”的目标，一直实现的不理想。**其二**，采用金融刺激手段来促进消费也是一途，但是，目前我国居民的债务负担很高，偿债压力较大；金融刺激的潜力也基本耗尽。2020 年底，我国居民的债务余额占可支配收入的比重为 137.9%（较美国的 95%高出近一半），相应地，我国居民每年的债务还本付息额占可支配收入比重也不断攀升，2020 年底，已经达到了 15%的极高水平（同期美国为 7.8%）。**其三**，疫情反复，致使大量市场主体经营困难，从根本上侵蚀了居民收入水平增长的基础，进一步抑制了居民的消费能力。以上三个原因长期存在，将使得我国的消费在短时间内很难提升。**二是投资增速全面下降。**这种状况已经延续数年，由于受到项目缺乏和资金短缺两大约束，恐难期望近期有较大改善。**我们特别关心的是，其中房地**

产投资依旧大幅下行。前不久刘鹤副总理在一篇文章中再次重申“房地产是国民经济的支柱产业”，固然描绘了一幅美好的前景，但是，市场仍在期待政策的细化和落实，至今未作积极反应。作为支柱产业的房地产投资趋势性下行，它的严重性可想而知。投资关乎未来，因此 2022 年的投资下降，会对 2023 年及以后的经济发展产生不利影响。三是对外经济活动比较疲弱。2019 年中美贸易摩擦升级，叠加其后连续三年的疫情冲击，我国对外经济活动总体承压下行。2020 年和 2021 年，由于中国在全球抗疫进程中一枝独秀，我国对外经济活动意外获得好收成。然而，进入 2022 年，国内外环境的变化，使得有利因素逐渐消逝。年初开始。我国出口金额就逐渐下滑，8 月份，出口环比更开始转负。诸种迹象显示，这种状况短期内较难扭转。多年来，中国经济的动力“内靠房地产，外靠进出口”，现在两大因素双双趋弱，无疑向我们提出了新的挑战。值得注意的是，经过四年的经营，美国对中国的围堵逐渐制度化，“小院高墙”、“产业回流”，直至“近岸外包”、“友岸外包”等等战略的实施，都会对未来中国的对外经济活动产生较大的抑制作用。

2.2 物价平稳

中国的物价水平尚属稳定。但是，应当知道，物价是一把“双刃剑”，它对不同的社会群体和不同的经济活动，影响可能完全不同。对于消费者，当然希望物价水平稳定，因为这样他们的购买力提高了；但对企业而言，它们则更希望物价徐徐上升，因为这有改善它们收入的作用。现代的货币政策大都实行通货膨胀目标值，即确定一个目标通胀率，且大都定在 2%。这是因为，经验告诉大家，2%的物价上涨是一个可以在生产和消费、企业和消费者之间达成稳定均衡的物价水平——企业因此有潜在获益，自不必论，居民购买力虽然受到些微侵蚀，但由于生产发展，由此带来的收入增长足可覆盖物价上涨而有余。

2.3 就业的结构性失衡

近年来，我国就业市场一直存在结构性失衡问题，这体现在四个方面。一是 16~24 岁、20~24 岁的城镇青年失业率比较高，目前均达到接近 20%。二是大学生、年轻人所青睐的行业，如教辅、教培以及很多高端服务业，由于各种各样的原因明显萎缩，损失了数以千万计的就业岗位。加之应届毕业生的就业意愿不足以适应经济下行压力，缓就业、慢就业现象延续，更使得这个问题十分突出。三是已外出务工的农民工劳动饱和程度整体不高，建筑、房地产等行业拖欠农民工工资的现象增多。失业人员再就业难度仍然较大，结构性矛盾突出。四是人力资本流动通道变窄。一个有效的社会，人力资本流动的通道应当比较顺畅。就是说，一个有效的社会结构，应能向所有人提供通过自己的努力改变现状的机会。然而，目前的状况显然还需改善。

2.4 财政压力增大

财政四本预算（一般公共预算、政府性基金预算、国有资本经营预算、社会保险基金预算）的平衡状况都不太好，在经济长期下行的背景下，这是很自然的事情。我想提醒大家的另一个重要的事实是，我国公共财政（一般公共预算）收入占 GDP 比重自 2016 年开始下降，如今仅为 17.7%。这是件不得了的

大事情。不妨回忆上世纪改革初期的情况。那时国家之所以下极大的决心推进改革，而且下决心啃财政体制这块“硬骨头”，很重要的原因就是财政的“两个比重下降”（财政收入占 GDP 比重下降，财政收入中中央财政收入占比下降），而且，当时财政收入占 GDP 的比重降到了 10% 以下，致使中央捉襟见肘。近年来我国一般公共预算收入占比的下降是由多种原因造成的。一方面，经济增长增速下行本就是减缓收入增速的原因；另一方面，为了刺激经济，激发市场主体的生产和投资积极性，我们连续数年减税降费，平均每年达 2 万亿元之巨。这两个因素叠加，自然形成财政收入占比下降的结果。问题在于，为了激活经济和解决这几年积累的民生问题，如今我们比过去任何时候都需要增加财政支出，偏偏此时收入相对下降，于是，赤字问题、债务问题、转移支付问题等等，都是不可回避的连带结果。我在前文讨论美国经济的时候，重点指出了其财政赤字减半的深远意义，并进一步强调了财政运行状况对于国民经济和金融运行的基础性意义。其实，十八届三中全会早就精辟指出：“财政是国家治理的基础和重要支柱，科学的财税体制是优化资源配置、维护市场统一、促进社会公平、实现国家长治久安的制度保障。”如今面临新的财政困境，我们尤其应当认真领会和落实这一论断。

2.5 货币政策宽松，资产负债表冲击显现

尽管发达经济体央行货币政策转向，但中国为应对疫情冲击和经济下行，不得不采取了相对宽松的货币政策，两次下调中期借贷便利（1 年期）利率和法定存款准备金比率，为市场提供了充足的流动性。宽松货币政策直接带动了 LPR 和商业银行贷款和债券发行利率下行，降低了企业的债务融资成本。然而，虽然货币宽松程度超出了我们的想象，但现在出现了一个更值得警惕的问题——资产负债表冲击。资产负债表冲击的典型现象都已经出现：在实体经济领域，企业从利润最大化转向负债最小化，既不投资，更少借钱；居民则从借债支出到增加预防性储蓄，减少借贷、减少支出。实体经济部门不投资、不消费，从需求面降低了经济恢复的动力。金融部门也一反常态亦然：从原来的限贷、控制贷款，转向积极推销贷款。至于央行，更是前所未有地采取政策扩张，并经常要求银行站在政治的高度来增加贷款的安排。这一切现象的出现非同寻常。在改革开放的历史上，类似的情况曾出现过三次，每一次都是因为经济状况下落到比较严重的境地。

2.6 债券市场：总量增长，收益率下行

2022 年我国债券市场总量有较大扩张，但市场收益率下行明显。尤其值得注意的是，相比发达经济体，我国债券市场的结构有所恶化——未清偿债务中，地方政府债和企业债等信用风险较大的券种比例增大，而中央政府债的占比有所下降。需要不断强调的是：在一个主权国家内，只有掌握着货币发行权的中央政府的债务不存在信用风险，其他债券，包括地方政府债券，都存在信用风险。2022 年市场结构的变化预示着，2023 年及以后中国的债券市场，恐怕会有一个非常大的结构性变化。近日，财政部针对地方隐性债务存量问题表示：坚持中央不救助原则，做到“谁家的孩子谁抱”。这一政策导向，将对 2023 年及今后我国的债券市场，乃至整体经济金融发展产生极为深远的影响。

三、结语：重要的是落实二十大的部署

以上的分析显示，进入 2023 年的中国经济仍然面对着严峻的挑战。然而，作为经济金融研究者，我们一直不把问题放在眼里，唯一惧怕的认识不到问题，更惧怕对策不当。好在这些我们惧怕的情况在中国都不存在。在党中央的英明领导下，“二十大”已经对我国未来的改革和发展做出了全面部署。落实这些部署，我国经济当能走出困境，再现辉煌。**党的“二十大”报告在“健全宏观经济治理体系”这一总题目下，论述了三个方面的问题。**一是加强财政政策和货币政策协调配合，着力扩大内需，增强消费对经济发展的基础性作用和投资对优化供给结构的关键作用。这是对未来宏观调控的总要求和总方向。二是健全现代预算制度，优化税制结构，完善财政转移支付体系。这勾画的是下一步财政体制改革的主要内容。三是深化金融体制改革，建设现代中央银行制度，加强和完善现代金融监管，强化金融稳定保障体系。健全资本市场功能，提高直接融资比重。这里强调了三点，中央银行、金融监管和健全资本市场功能。“二十大”报告中关于宏观调控体系改革和发展的论述惜字如金，就是在这种情况下，**还是将加强财政政策和货币政策协调配合放在显著的位置加以阐述。**在上文中，无论是分析国际形势还是国内形势，我们都是从金融讲到财政，从财政讲到金融，充分说明了这两大宏观调控政策体系之间存在着“剪不断、理还乱”的复杂关系。明乎此，我们便可体会到财政政策和货币政策协调配合被单独拿出来并置于首位加以阐述的深刻含义了。简单说，由于两大政策体系存在着你中有我，我中有你，且政策效应之间客观上是相互影响的，所以，它们之间的协调配合便至关重要；协调的好，便有一加一大于二的效果；反之，则可能大大削弱政策效果。二十大报告强调的另一个要点是扩大内需。这就明确告诉我们，今后一段时期，政策调控的重点在需求管理。大家知道，如果说计划经济的基本倾向是供应不足，市场经济的基本倾向则是需求不足。需求管理不仅要求尽可能增加企业和居民的有支付能力需求，还包含着一旦私人部门有效需求不足，须得启用政府需求予以弥补的要求。所以，财政的赤字或盈余，政府的债务融资等等，都是需求管理的题中应有之义。相应地，动用金融手段支持政府的融资活动，也成为货币金融政策必不可少的内容。在这里，我们又和财政政策和货币政策协调配合这一要求契合了起来。总之，面对新的局面，党的二十大已经做出了战略部署，落实这些部署，应是我们今年和今后一段时期的主要任务。为了顺利落实这些战略部署，我们需要恢复信心和恢复正常的经济秩序；需要完善顶层设计，加强财政政策和货币政策协调配合；需要多措并举，相互配合，形成正向合力。相信，我们有党中央的坚强领导，有社会主义制度的优越性，我们一定能够处理好上述矛盾，渡过难关。中国经济依然是世界上最靓的经济。

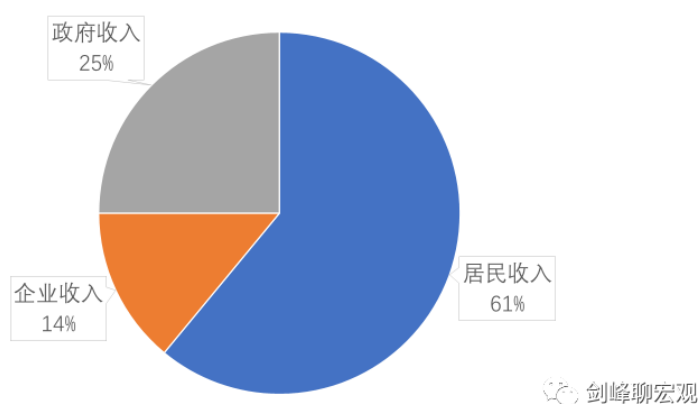
（内容来源：国家金融与发展实验室）

财政的“钱”去哪了？

殷剑峰 上海金融与发展实验室 理事长

在上一篇“为什么中国人不消费”中，我们看到，政府部门收入占比过高是我国居民部门收入占比过低乃至居民消费率过低的主要原因。实际上，那里的统计还低估了政府部门收入。如果考虑到在统计上被计入到企业部门收入、但实际上属于政府部门收入的国有土地出让金，那么，在 2012 至 2020 年间，政府部门收入占国民收入的比重将上升到 25%。

计入土地出让金后2012-2020年国民收入的部门分配结构（%）



既然政府部门收入占比远远超过其他国家，那么，财政的“钱”都去哪了？回答这个问题需要对中国财政支出的数据进行分析，而这是一件颇费周章的事情，因为中国财政支出的统计与其他国家都不一样。

一、打开财政支出的黑箱

财政支出包括政府消费和政府投资两大项：

财政支出=政府消费+政府投资

其中，政府消费首先就是一个从未被打开过的黑箱。按照我国国民账户的统计规则，政府消费被界定为“政府部门为全社会提供的公共服务的消费支出和免费或以较低的价格向居民住户提供的货物和服务的净支出”。显然，从字面上去理解，并不能知道究竟何为政府消费，相关统计也从未公布过政府消费的具体内容。

根据世界银行关于财政支出的统计口径，政府消费主要是用于如下几项的财政支出：“雇员报酬”（compensation of employees）、“商品和服务支出”（goods and services expense）、“补贴和其他转移”（subsidies and other transfers）。但是，在世界银行对各国财政收入与支出的统计中，唯独没有中国财政支出的数据（财政收入和政府负债的数据都有）。

参照世界银行的统计方法，本文根据国家统计局的资金流量表，并对照支出法 GDP 和财政部公布的数据对政府消费进行了推算。为了可阅读性，这里省却了具体的技术细节，直接给出统计的结果：

政府消费=劳动报酬支出+社保福利救助支出+统计误差

上式中，统计误差为支出法 GDP 中政府消费统计与本文统计的差额，在 2018 至 2020 年三年中统计统计误差平均不到 5%。

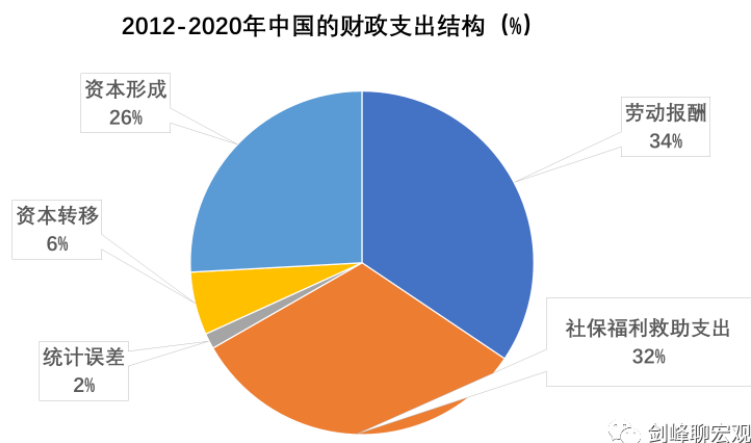
在财政支出中，政府投资相对透明。政府投资包括两块：其一，政府的资本形成，即政府直接从事的投资；其二，政府的资本转移，即政府将资金转移给企业，通过企业间接进行的投资。

于是，整个政府的支出就是：

政府支出=政府消费+政府投资

=（劳动报酬+社保福利救助+统计误差）+（资本形成+资本转移）

将本文统计的政府支出与财政部公布的财政支出进行对比，可以发现两者几乎完全相等。例如，2020 年财政部公布的财政支出为 24.57 万亿，本文统计的政府支出为 24.41 万亿。所以，统计方法上应该没有问题。



观察整个财政支出的结构，在 2012 至 2020 年间，基本上呈现出“三分天下”的格局：劳动报酬占比 34%，社保福利救助占比 32%，投资（资本形成与资本转移之和）占比 32%。至于统计误差，只占 2%。那么，这种三分天下的财政支出结构是否合理呢？以下我们将对比主要发达国家和新兴发展中经济体的财政支出结构，揭示中国财政存在的问题。

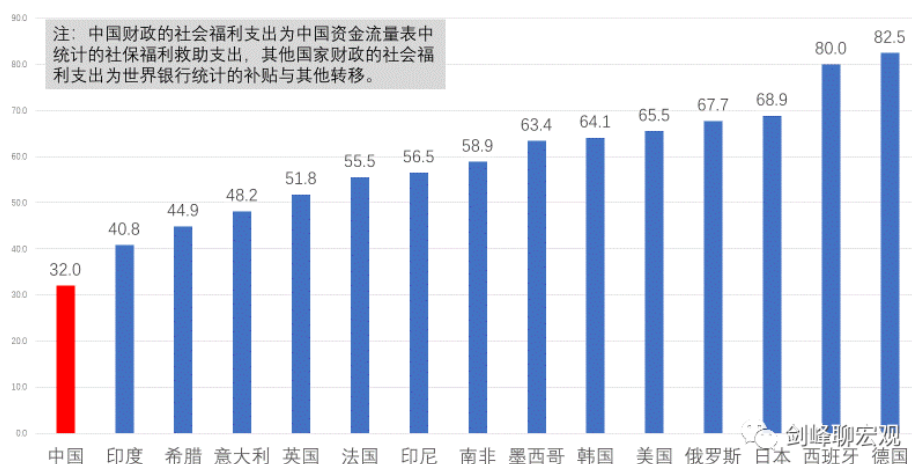
二、财政支出的跨国比较

中国当下的财政体制延续了 1994 年分税制改革后建立的基本框架。在笔者的《金融大变革》一书中，将这种财政体制称为“增长型财政体制”，以对应于成熟市场经济的公共财政体制。

除了央地分权结构存在差异外，两种财政体制的关键区别在于财政支出。在公共财政体制下，政府扮演的是“无形之手”的角色，主要职责是为社会提供公共品，因而财政支出以社会福利支出为主。在增长型财政体制下，政府扮演的是“援助之手”的角色，财政支出以政府投资为主，反映了发展中国家

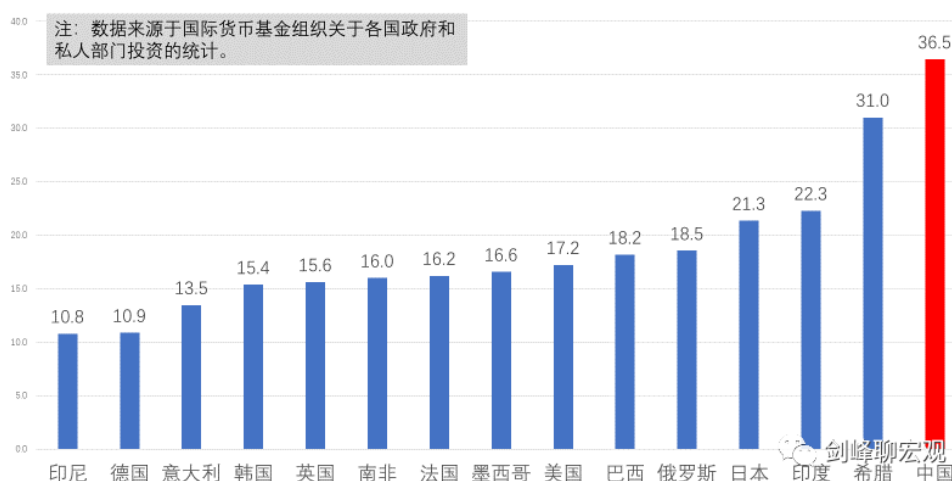
有为政府推动经济发展的主动作为。随着经济发展和市场的成熟，财政体制最终应该转向公共财政。然而，对 15 个发达和新兴发展中国家的比较表明，这种转向在很大程度上并没有发生，甚至“援助之手”的职能也出现了异化。从财政支出的跨国比较看，近些年中国财政体制呈现出三个特点：第一，“抠门财政”。

2012-2020年社会福利支出占政府支出的比重 (%)



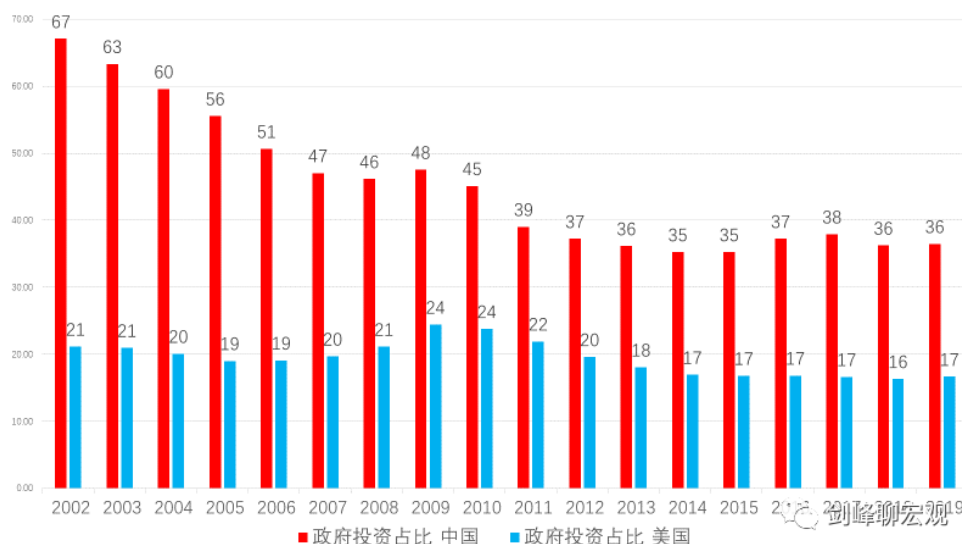
跨国比较的第一个发现是，中国财政的社会福利支出占比非常低。在 2012 至 2020 年间，中国福利支出占财政支出的比重只有 32%，在 15 个国家中排名倒数第一。中国的福利支出占比低于发达国家体现了不同发展阶段财政体制的差异，这尚可以理解，但是，低于发展水平相近的金砖国家、尤其是发展水平比中国差很多的印度，就实在是不好意思了。之前的报告已经指出，中国居民消费率低的主要原因在于居民收入占国民收入的比重低，后者就同居民获得的社会福利收入较少有着直接关系。第二，“投资财政”。

2012-2019年政府投资占全部投资比重 (%)



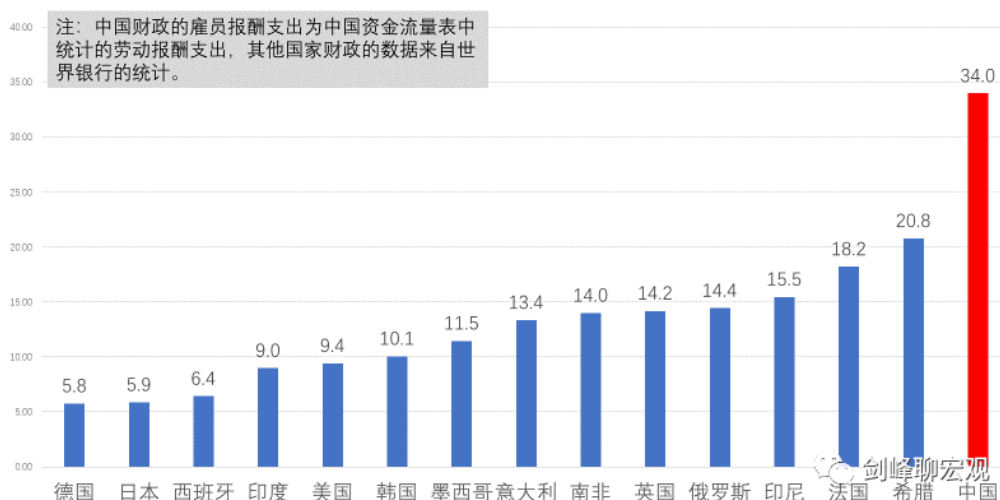
跨国比较的第二个发现是，中国财政支出中用于投资的比重非常高。以新冠疫情前八年的平均数据看，全部投资中，中国的政府投资占比高达 36.5%，居于第二位的希腊也高达 31%，日本和印度超过了 20%，剩下 11 个国家都在 20% 以下。所以，中国政府投资的比重不仅高于发达国家，也高于发展阶段相近、甚至发展水平不如我们的国家。之前的报告已经指出，在中国 GDP 的需求结构中，投资率远远高于

其他国家，这种发展模式难以为继。这里我们看到，高投资率的背后是政府投资过多。



从政府投资占比的时间序列数据看，从 2002 年到 2012 年，期间虽然 2009 年“四万亿”短暂地提高了政府投资占比，但总体趋势是私人部门投资增速远快于政府投资增速，从而导致政府投资占比不断下降。从 2012 年开始，由于政府投资增速的提升，政府投资占比长期稳定在 37%左右的水平。与同时期的美国相比，中国政府投资占比高出了 20 个百分点。第三，“吃饭财政”。

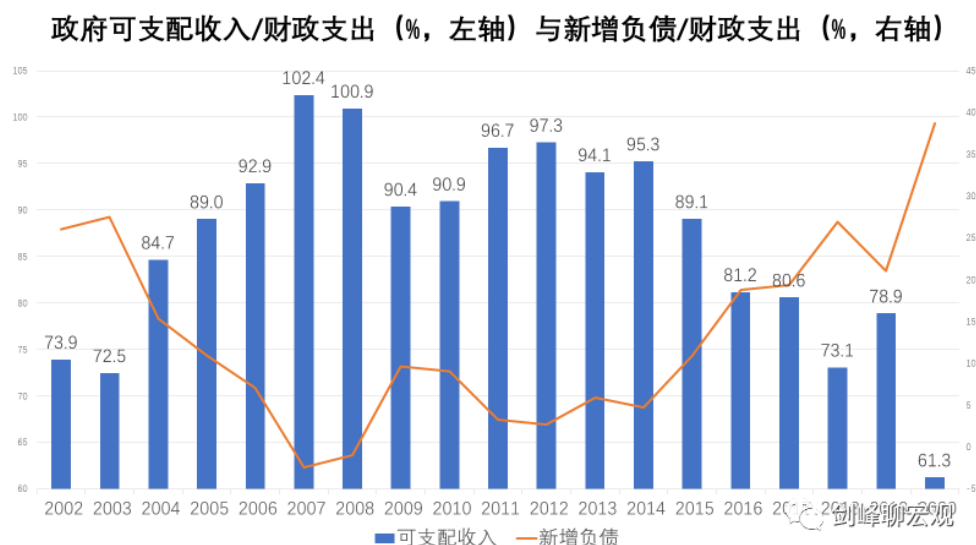
2012-2020年雇员报酬占政府支出的比重 (%)



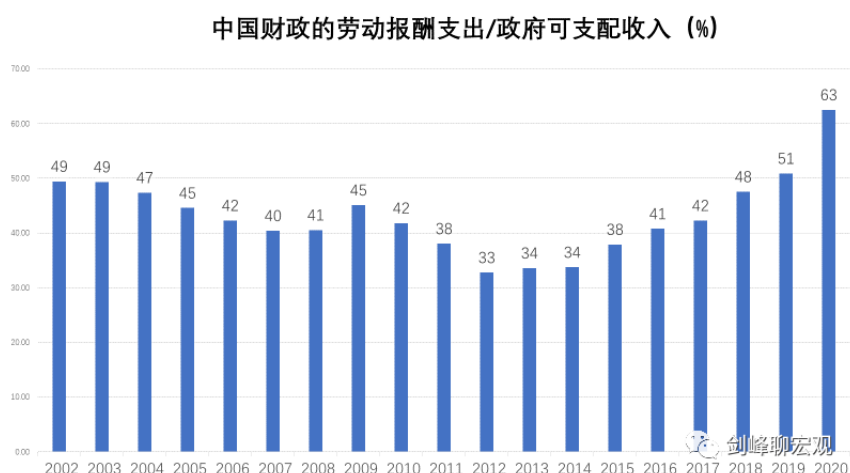
跨国比较的第三个发现是，中国财政支出中人员费用的占比奇高。从 2012 至 2020 年的平均数据看，中国财政支出中雇员报酬占比高达 34%，与居于第二位的希腊相比，高出了 13 个百分点，是其余 13 个国家的 2 倍到 5 倍。这一特点显然就与有为政府的“援助之手”角色相悖了。跨国比较的三个发现表明，中国政府支出的特征并不仅仅是发展阶段差异所致，其背后是财政职能发生了严重异化。尤其是财政支出中政府投资占比较高、人员费用占比奇高的特征，这说明，在过去多年间，政府这只“援助之手”已经干了太多本应该交给市场干的事情。

三、政府债务与财政赤字率

中国财政支出的三个特点不仅反映了财政职能的异化，也与近些年政府债务压力的不断加大有着直接的关系。财政支出的资金来源首先是政府获得的可支配收入，如果收不抵支，就得靠新增负债，即：
 财政支出=政府可支配收入+新增负债

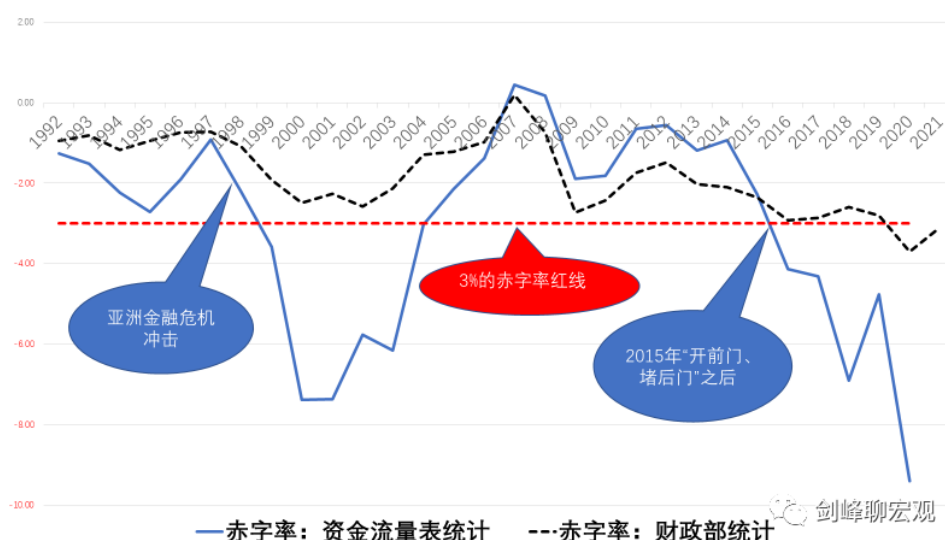


观察财政支出的资金来源中可支配收入和新增负债的比重，可以看到，在 2002 年到 2012 年间，财政支出总体的趋势是“量入为出”，政府可支配收入支撑了绝大多数的政府支出。即使是 2009 年“四万亿”，政府可支配收入也支撑了 90% 的财政支出。所以，许多人将今天中国的政府债务问题归咎于 2009 年“四万亿”导致的后遗症，这种说法并不正确。事实上，政府支出对债务依赖程度的显著上升是在 2015 年之后：2015 年政府可支配收入支撑的政府支出下降到不足 90%，同时，新增债务的比重不断上升，到了 2020 年财政支出中只有 61% 靠的是当年收入，剩下近 30% 的支出依靠债务融资。



财政收不抵支，以至于财政支出对债务的依赖程度不断上升，这一方面与一如既往的“投资财政”有关，但另一方面，更主要的原因在于“吃饭财政”。观察 2002 年以来政府可支配收入中用于劳动报酬支出的比重，在 2002 年至 2012 年间，除了 2009 年“四万亿”政策期间有短暂上升，总体趋势是不断下降的。2015 年之后，劳动报酬支出占政府可支配收入的比重不断上升，到 2020 年已经超过了 60%。近些

年公务员的工资收入没有大的提升（甚至可能是下降的），因此，财政劳动报酬支出的比重上升只能说明吃财政饭的人越来越多——这也解释了为何近些年报考公务员如此热门。



除了债务压力之外，每年财政收不抵支的另一个后果就是实际发生的赤字率早已经超过了 3%的赤字率红线。观察利用资金流量表统计的赤字率（赤字率：资金流量表）和财政部统计的赤字率（赤字率：财政部统计），可以看到，1992 年以来两种赤字率的走势完全相同，只是程度有差异，尤其是在经济遭遇冲击时，前者更大。例如，在 1998 年亚洲金融危机直至 2003 年期间，利用资金流量表统计的赤字率都超过了 3%。自 2015 年之后，这一赤字率再次超过了 3%，并且不断扩大。实际上，在 2020 和 2021 年，即使是财政部统计的赤字率也过了 3%的红线。所以，坚守 3%的赤字率已经无意义，也无可能。总之，1994 年分税制建立起来的财政体制框架，在今天已经到了需要做彻底改革的境地了。不仅财政的职能现异化，而且，财权上收、事权和债务下放的央地财政关系也是当前地方政府债务困境的溯源。

（内容来源：剑峰聊宏观）

静待春来——2022 年宏观经济金融形势总结和展望

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

2022 年我国经济复苏的重要引擎是净出口和基建，前者源于制造业韧性和价格因素支撑，后者受到积极财政政策推动。消费整体疲弱，物价结构呈现输入性通胀与内生性通缩并存的特征。房地产行业回暖主要在于相关政策进一步的细化和落实。近两年人民币汇率保持双向宽幅波动，韧性增强。我国采取不同于主要发达国家的宽松货币政策，为实体经济复苏提供了有利的金融环境。国内金融环境的特征是货币的信用派生能力减弱，大量资金沉淀在居民存款里，难以流向企业部门，核心原因是市场信心不足、预期不稳。企业部门复苏不平衡，能源工业的产能和利润更高，与生产需求有关的制造业和服务业复苏更快。地方政府赤字压力抬升，同时面临债务积累、隐性债务、债务集中到期等问题。由于收入修复慢与青年失业率较高，居民部门的消费意愿一直偏弱。2022 年我国总人口首次出现负增长，一旦成为长期局势，将对经济和金融都产生严重冲击。当前我国主要面临三个挑战，一是尽快恢复市场信心和经济秩序，二是防范化解地方政府的债务风险，三是重视解决“少子化”问题。同时，我国也存在三个重要机遇，一是推进“一带一路”建设，二是在落实双碳目标中加快锻造新的产业竞争优势，三是深化财政体制改革。预计 2023 年经济增速前低后高，复苏模式将是基建+内循环修复。如果市场信心延续恢复，房地产行业可能在下半年迎来改善。

一、宏观经济分析

2022 年我国经济复苏的重要引擎是净出口和基建。受到制造业韧性和价格因素的支撑，净出口延续高增，对经济增长的贡献率为 17.1%，高于疫情前同期水平（图 1）。中央出台的一揽子稳经济政策，包括专项债、政策性开发性金融工具、银行配套授信等，对基建投资的支持力度很大，出口红利和高端制造战略对制造业投资也起到一定促进作用，多因素共同支撑资本形成对经济增长贡献 50%，处于历史较高水平。疫情冲击增加经济下行压力，居民收入和就业修复偏慢，使得居民消费意愿疲软，最终消费支出对经济增长贡献仅为 32.8%，远低于往年平均 60%左右的水平。

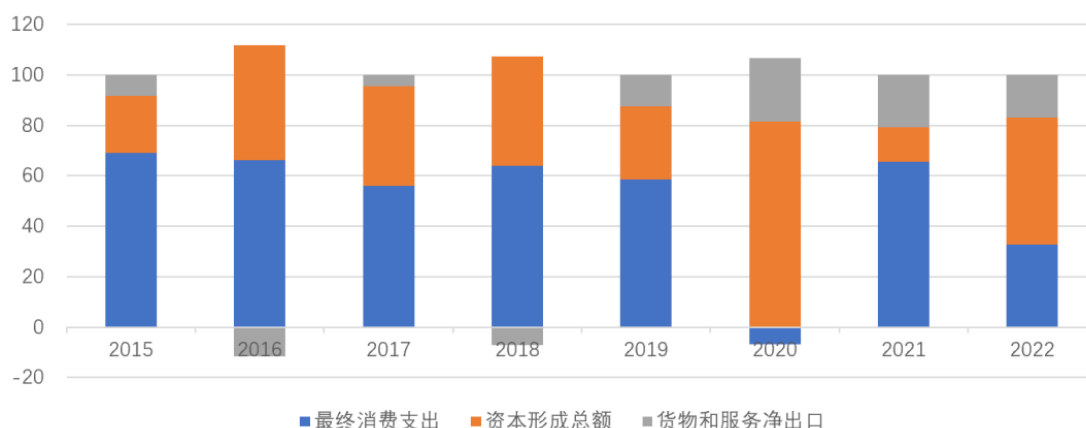


图1 三大需求对GDP累计同比的贡献率(%)

数据来源：Wind。

净出口延续了2021年以来的高速增长趋势（图2），年平均增速为43%，主要是基于制造业韧性和价格因素的支撑。在过去的十年间，我国制造业的增加值从2012年的2.7万亿美元，增加到2022年的4.8万亿美元，占全球的比重从22.3%提高至接近三分之一，即便是新冠疫情爆发后，全球制造业格局加速调整，我国仍稳居世界第一制造大国地位，在全球产业链供应链中起主导作用。不过，在全球经济减速的大环境下，我国制造业出口的压力也在持续显现，机电产品出口普遍呈现数量下降、金额增长的趋势，价格因素在其中的支撑作用更为明显。

明年我国净出口形势并不十分乐观。在各国消化通胀的努力下，以欧美为代表的海外需求持续收缩，工业原料价格涨幅出现回落势头，我国制造业出口高增的两大基础双双减弱，净出口可能会拖累明年经济表现，可以看到，2022年第四季度机电产品出口和净出口的当月同比增速已经转负。如果中美贸易摩擦持续升级，我国外贸将进一步承压。汽车出口或成为2023年外贸的亮点。在过去三年，中国汽车出口数量几乎每年都增加一百万辆，2022年达到311.1万辆，同比增长54%，这主要得益于我国汽车综合实力提升、新能源汽车消费带动以及政策协同发力，将缓解我国外贸的下行压力。

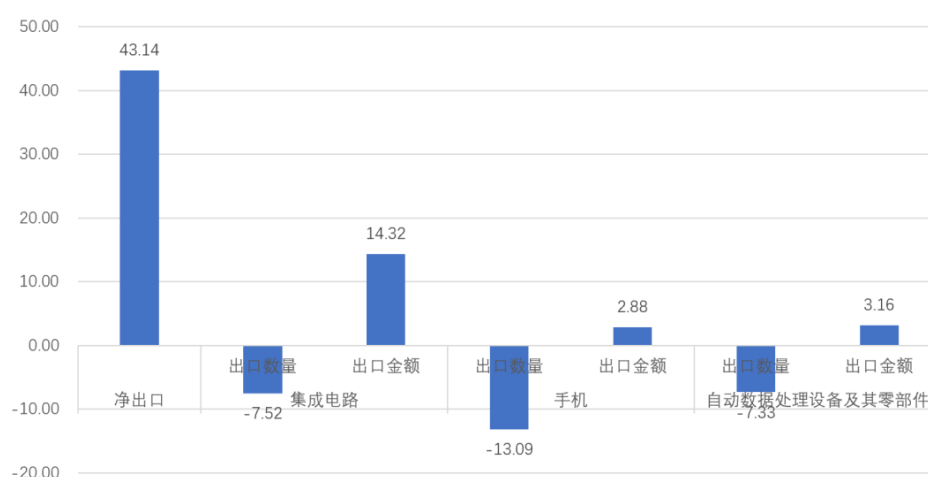


图2 2022年净出口及部分机电产品出口的年平均同比增速(%)

数据来源：Wind。

固定投资增速持续放缓（图 3）。在过去的一年里，作为经济支柱的房地产行业迎来深度调整，投资、筹资、拿地、开工、施工、竣工、销售等多项指标连续半年多下降（图 4），对相关制造业也产生了冲击，再加上消费端复苏滞后、机电产品出口压力增大，使得制造业投资增速放缓。不过，我国产业升级发展的态势没有改变。战略性新兴产业发展带动了高技术制造业市场需求，在财税、金融等组合政策的支持下，各地区积极推进制造业高质量发展，多个地方的新能源汽车、集成电路、光子芯片等高新技术产业项目陆续开工，过去两年高技术制造业投资平均增速为 30%左右，明显高于制造业总体增速。地方政府专项债券持续发力缓和了经济下行压力，拉动基建投资增速持续加快，全年累计增长 11.5%，增速高于过去四年水平。11 月份监管部门先后出台了一系列房地产纾困政策，从银行授信、债券融资、股权融资三个渠道打开房企融资空间，但是 12 月份行业数据尚未出现积极变化。行业信心恢复仍需时间，主要看相关政策进一步的细化和落实。

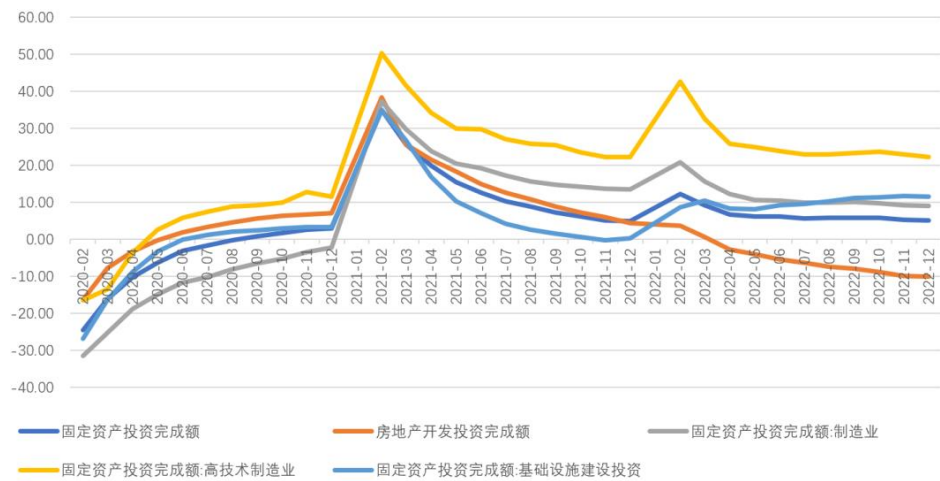


图 3 行业固定资产投资累计同比增速 (%)

数据来源：Wind。

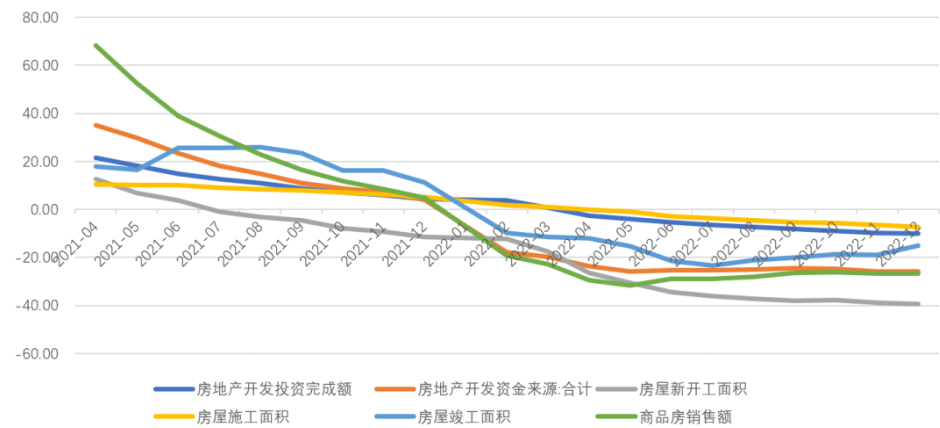


图 4 房地产行业部分指标累计同比增速 (%)

数据来源：Wind。

2022 年消费表现整体疲弱，是经济的拖累项。社会消费品零售总额全年累计同比下降 0.2%，商品零售增长 0.5%，餐饮收入连续 9 个月负增长，互联网商品零售增速也远低于往年水平。消费增长需要收入增长和消费意愿为基础，可这些基础目前都比较薄弱。居民收入增速放缓，2022 年全国居民可支配收入

增长 5%，较疫情前水平要低将近 4 个百分点。居民的消费意愿也很疲弱，这点在 2022 年的物价结构中已有所体现——食品、能源和消费品价格受成本推动明显上涨，而核心 CPI 和服务价格持续通缩（图 5），呈现输入性通胀与内生性通缩并存的特征。消费和投资是相辅相成的，缺乏消费支出，投资放缓也是自然结果。

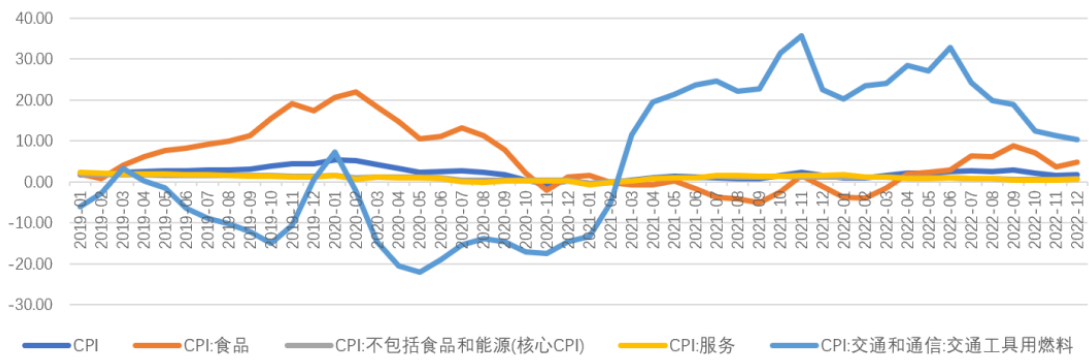


图 5 CPI 当月同比增速 (%)

数据来源：Wind。

结合近两年来看，人民币汇率保持双向宽幅波动，韧性增强。继 2021 年上涨 3.4% 后，2022 年美元指数又上涨了 5.4%，在全球独领风骚。美元强势的原因有很多，包括全球避险情绪上升、美国经济复苏较快、美联储抑制通胀大幅升息等等。美元升值使得大规模海外资金回流美国市场，导致其他国家货币暴跌，同期欧元、英镑、日元和人民币兑美元分别贬值 5.9%、10.6%、14.5% 和 9.2%。结合近两年来看，人民币汇率弹性增强，总体上保持双向宽幅波动（图 6）。2021 年人民币表现相当强势，CFETS 人民币汇率指数从 2020 年的 94.84 提高至 102.47，涨幅达到 8%，主要受到进出口贸易、国内外货币政策分化等因素支撑。由于 2022 年主要发达国家频频升息、国内经济复苏不及预期，使得人民币表现转弱，CFETS 人民币汇率指数下滑至 98.67，不过仍高于往年大部分水平，在全球主要货币中表现稳健。由于美国通胀率开始下降，2023 年美联储的加息步伐趋于放缓，美元升值的空间相对有限，预计 2023 年人民币兑美元波动幅度收窄，大概率会维持在 7 以下。

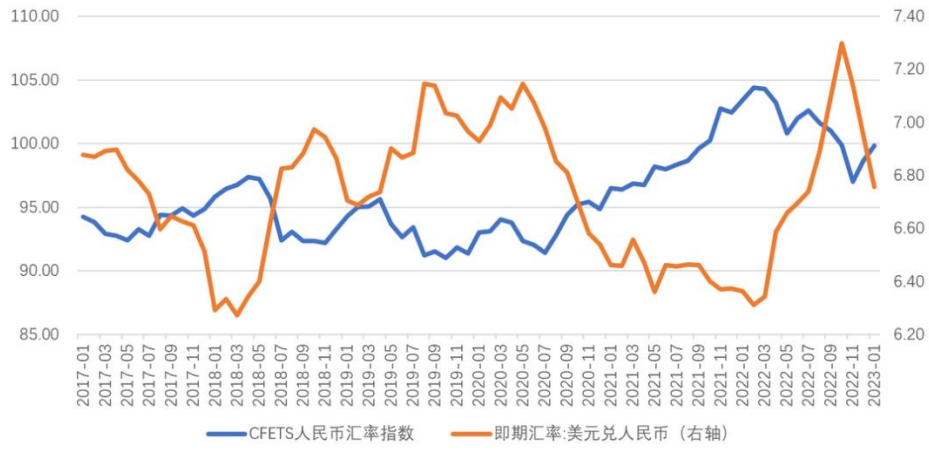


图 6 人民币汇率指数及对美汇率变化

数据来源：Wind。由

于通胀和经济表现的差异，2022 年我国采取了不同于主要发达国家的宽松的货币政策。2022 年人民银行共计降息 3 次，其中，1 年期 LPR 累计下降 15 个基点，5 年期 LPR 累计下降 35 个基点，中央对稳楼市的侧重更加明显。政策利率引导市场利率下行，资金利率、信贷利率、债券利率的利率中枢基本都低于 2020 年水平（图 7），为实体经济复苏提供了有利的金融环境。预计 2023 年货币政策可能继续保持稳中偏松的基调，从总量和价格层面进一步宽松的力度或将有限，从结构层面将会更加精准有力，重点支持普惠金融、科技创新、绿色发展等领域。2022 年还有一个令人关注的现象，美国 10 年期国债收益率上涨超过我国 10 年期国债收益率，是继 2010 年以来首次，这是中美经济表现和货币政策分化的结果，使我国承受了较大的跨境资本外流压力，前三季度，我国的非储备性质金融账户逆差为 2123 亿美元，主要在于证券投资中的债券投资逆差 2416 亿美元，几项数据均创下历史最高。随着外部压力缓和以及国内政策工具对冲，明年资本外流的压力有望缓解。

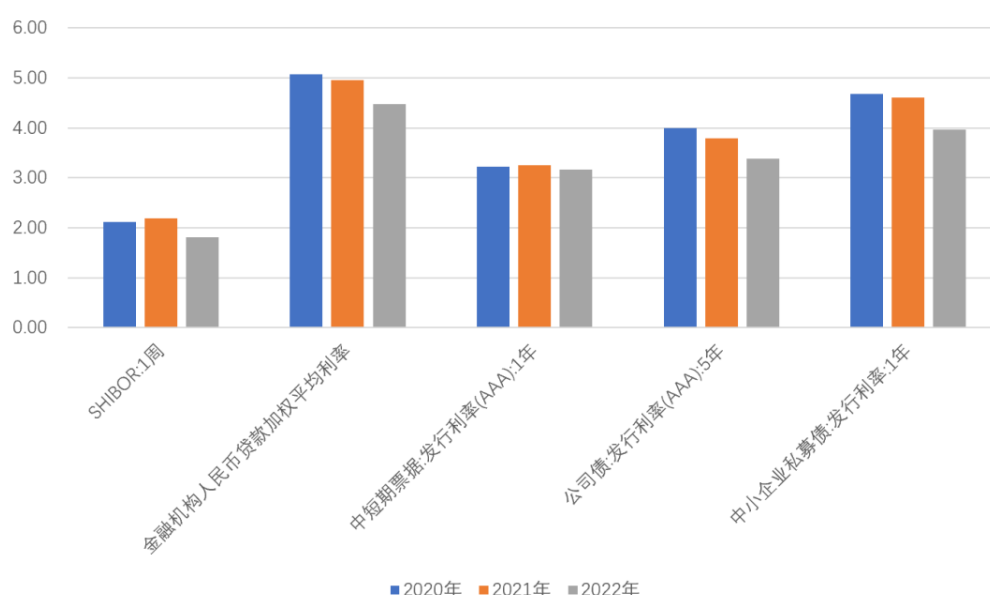


图 7 资金利率、贷款利率和债券利率全年均值 (%)

数据来源：Wind。金融机构人民币贷款加权平均利率为前三季度平均值。

二、宏观金融分析

2022 年非金融部门信用总量为 336.7 万亿元，较上年增加 28 万亿元，同比增长 9.1%，处于 2005 年有记录以来最低水平。M2 为 266 万亿元，较上年增加 28 万亿元，同比增长 11.8%。货币与信用增量相当，增速高于信用增速，这在历史上并不常见，反映货币的信用派生能力减弱（图 8）。从存款来看，企业和居民都呈现出明显的货币窖藏现象，企业体现为活期存款下降、定期存款高增，活期和定期存款分别减少 1880 亿元、增加 5.1 万亿元，增量较上年同期分别下降 134%、增长 40.4%；居民体现为活期、定期存款双增，活期和定期存款分别增加 4 万亿元、13.8 万亿元，增量较上年同期分别增加 153%、67%，反映居民消费需求不足，大量资金沉淀在居民存款里，难以流向企业部门，使得企业经营资金紧张、投资意愿不足，也不排除部分企业将活期存款转向理财产品进行套利。造成上述“少负债、多存款”现象的核心原因是市场信心不足、预期不稳。

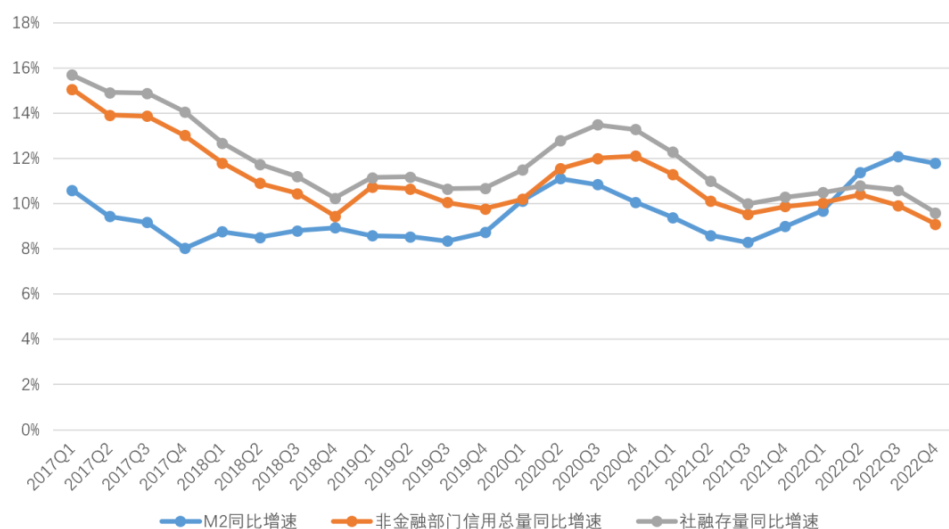


图8 货币及信用增速 (%)

数据来源：国家金融与发展实验室宏观研究中心，Wind。

□ 企业部门

第四季度企业部门信用总量为 184.25 万亿元，同比增长 9.88%，较上季度提高 0.7 个百分点，延续了 2021 年第三季度以来的增速上升趋势（图 9）。从贷款、债券、非银行金融机构创造的信用这三个融资渠道的变化来看，银行贷款增速较高，同比增长 13.1%，继 2021 年第三季度以来持续上升，其中，企业的短期贷款和票据融资增速比上年有明显提高，而中长期贷款和融资租赁增速都趋势性放缓，反映宽松的流动性减轻了企业的资金拆借压力，但是，受到消费复苏缓慢、产业链供应链阻滞和房地产市场触底的影响，企业信心仍显不足，在一定程度上制约投资和经营意愿；企业的债券融资（扣除了城投债）增速从 2022 年第一季度的 5.31% 持续下滑至第四季度的 -0.05%，是有记录以来首次负增长，其中，企业债、公司债、短期融资券、定向工具和资产支持证券的增速下滑趋势非常明显，其影响因素是多方面的，从一级市场来看，在宽流动性环境下，银行信贷和政府市场化融资对企业发债可能产生挤出效应，从二级市场来看，年末房企和防疫政策环境放松改善市场预期，使得债券收益率上行、权益市场偏好回升，债券类理财产品大面积赎回引发踩踏效应；非银行金融机构创造的信用同比增速从 2021 年第三季度的 -10.28% 逐季回升至 -0.27%，其中，委托贷款增速已经转正，信托创造的信用增速降幅收窄至个位数，反映 2018 年以来的表外融资严监管行动或进入收尾阶段。

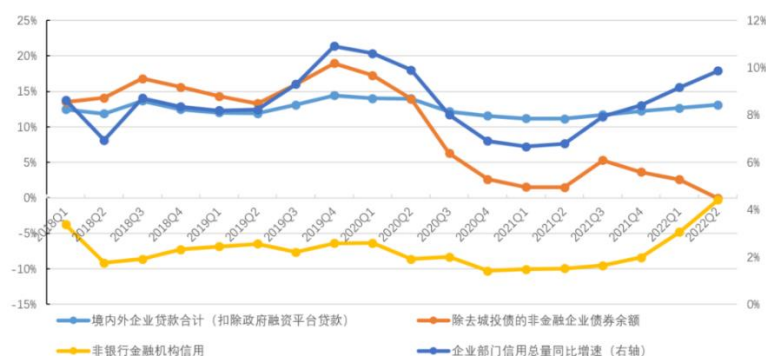


图9 非金融企业信用总量各科目同比增速 (%)

数据来源：国家金融与发展实验室。

在消费需求不足和工业原料价格上涨的双重压力下，企业部门复苏存在不平衡现象。表现一是能源工业与非能源工业的利润分配差距较大，采矿业、电气水行业的利润增幅要远高于其他制造业。2022 年采矿业利润同比增长 48.6%，电力、热力、燃气及水生产和供应业利润增长 41.8%，制造业利润同比下降 13.4%。表现二是与生产需求有关的制造业和服务业受到出口和基建的提振复苏更快，而与生活需求有关的制造业和服务业表现疲软。例如，专用设备、电气机械及器材、汽车等制造业的产能快速增长、利润改善，而农副食品加工、纺织、印刷医药等制造业的产能增速下滑、利润延续下降。生产性服务业如电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务等，其商务活动指数要普遍高于零售、住宿、餐饮、居民服务等生活性服务业。2022 年应该是疫情以来企业发展最困难的一年。持续三年的疫情干扰叠加房地产市场触底，冲击私人部门的信心和预期，多个经济和金融指标均体现出内需不足的特征，居民储蓄难以向企业流动，制约了企业的复苏进程，无论是制造业还是服务业，PMI 全年均值都低于 50%，中小微企业的受损程度更高。乐观的是，11 月份多项支持政策出台后，12 月份社会消费品零售总额当月同比增速从-5.9%回升至-1.8%，企业中长期贷款当月增长 264%，1 月份制造业和非制造业 PMI 均重返荣枯线之上，多项数据均体现市场主体信心正在加快修复。

□ 政府部门

第四季度政府部门的信用总量为 77.6 万亿元，同比增长 11.03%，继第三季度之后进一步放缓（图 10）。其中，中央政府信用增速比较稳定，基本保持在 11%左右；地方政府信用在下半年较快回落，增速从第二季度的 21.3%下滑至第四季度的 11%，处于疫情以来同期较低水平，主要是受到财政发力前置和地方政府隐性债务治理的影响，地方政府债券和城投债融资双双放缓，地方政府合规融资空间趋于见顶。2022 年政府存款增加了 1.8 万亿元，与上年增量基本持平，其中，财政性存款减少 2223 亿元，同比少增 110%，反映各级政府财政支出力度很大；机关团体存款增加 1.3 万亿元，同比多增 45%，这部分主要包括社保结余、住房公积金、机关团体存款等，受财政政策的影响较少。

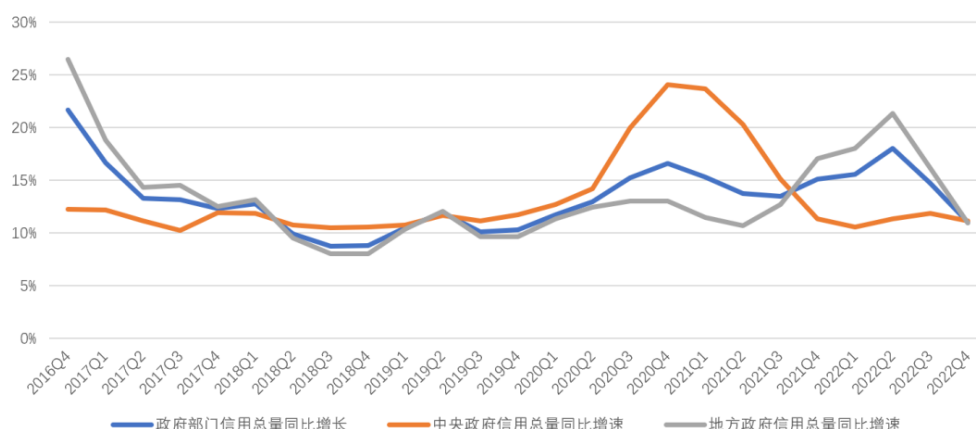


图 10 政府部门信用总量同比增速 (%)

数据来源：国家金融与发展实验室。

积极的财政政策使得地方政府的赤字和债务压力抬升，可能会掣肘后续财政政策的空间。2021 年财政收入指标完成较好，中央和地方的财政都有一定程度超收，为后续财政政策腾挪了空间。为了实现稳增长目标，2022 年的财政政策更加积极，全年新增的减税降费及退税缓税缓费超 4.2 万亿元，专项债规模超过 4 万亿元，力度超过 2020 年，推动经济总体回稳向好。政府财政普遍承压，尤其是地方政府的赤字压力和债务压力都有所上升。从财政层面来看，中央和地方基本都呈现歉收增支的特征。全国税收收入下降 3.5%，主要是受到税式支出力度加大、部分企业效益受损和土地交易下滑等因素影响。各级政府多渠道盘活国有资产来弥补减收，使得全国非税收入增长 24.4%。中央和地方支出增速都保持疫情以来较高水平，民生等重点领域支出得到有力保障。中央和地方政府的政府性基金也呈现收入增速远高于支出增速的特征，地产周期下行使得地方土地使用权出让收入同比降幅超过 20%。由于地方政府承担了较多的支出责任，其财政压力更加突出，一般公共财政收支和政府性基金收支赤字同时达到历史最高水平。

从债务层面来看，新增地方债大规模发行，使得地方政府债务余额快速增长。以信用总量/GDP 计算杠杆率，2022 年中央和地方政府的杠杆率分别为 21.3%和 43%，创下历史同期新高，较上年分别上升了 1.2 个百分点和 2.3 个百分点。除了债务积累问题以外，地方政府还面临隐性债务化解和债务集中到期等问题。隐性债务虽然不纳入政府财政预算管理、但最终需要政府间接承担偿还责任，主要是全球金融危机之后暴增的地方融资平台以地方政府信用背书而获取的巨额债务。2022 年地方政府债券余额为 34.9 万亿元，占 GDP 的比重为 29%，如果将政信合作、城投债加入统计口径，那么政府债务会扩大至 52 万亿元，占 GDP 的比重上升至 43%。此轮地方政府债券偿还高峰，已经从 2021 年开始。2021 年至 2026 年的年均偿还接近 3 万亿元，较 2018 年至 2020 年的年均偿还量高出一倍还多。

区域间经济发展的不平衡性有所增加，具体体现为，其一，资源型省份财政收入增长更快。受到大宗商品价格上涨的影响，中西部资源型省份的工业企业利润增长强劲，山西、内蒙古的全年财政收入累计同比增长 20%左右，增速远高于其他省份，主要依靠原油价格上涨带动石油特别收益金专项收入，和矿产价格上涨带动资源收入增加等特殊因素拉动。其二，弱资质地区的融资能力减弱。从社会融资规模数据来看，中部、东部省份的社融增长，而吉林、贵州等经济较弱省份融资较上年收缩。受到城投债监管趋严和地方政府信用背书能力减弱的影响，弱资质地区城投发行回落，2022 年云南、辽宁、天津、青海、贵州、甘肃等 9 个弱资质地区的城投债净融资呈现净偿还态势。预计随着国际大宗商品价格回落，区域间经济发展不平衡的现象会有所好转，不过还是会受到各地区政府债务风险处置能力的影响。

□ 居民部门

第四季度居民部门的信用总量为 74.9 万亿元，同比增长 5.4%，增速自 2021 年第二季度以来持续下滑。由于收入和就业修复慢，居民的消费意愿一直偏弱，短期和中长期消费贷款增速延续了 2021 年初以来的下滑趋势（图 11）。相较之下，居民短期和中长期经营贷款增速相对平稳，主要是受益于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。

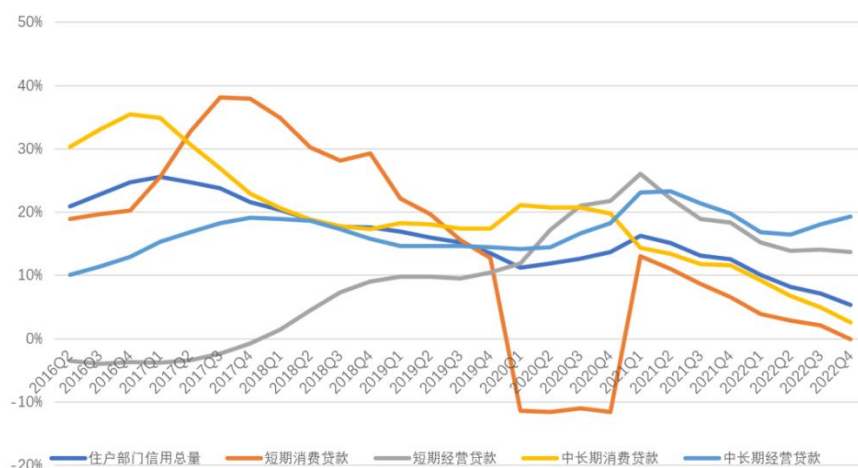


图 11 居民部门信用总量同比增速 (%)

数据来源：国家金融与发展实验室。

2022 年国家 and 地方层面密集推出许多稳岗扩就业政策，包括降低失业、工伤保险费率，阶段性缓缴三项保险费单位缴费部分，支出就业补助资金，发放稳岗返还、一次性留工培训补助、一次性扩岗补助等，使得就业局势保持总体稳定。但是青年失业率较高，16~24 岁城镇青年失业率年均 18%。造成该现象的原因，其一是经济下行压力加大，初次进入劳动力市场的青年群体普遍面临摩擦性失业。其二是由于疫情、周期或政策因素，往年吸纳劳动力较多的领域，如劳动密集型服务业、平台经济、房地产关联产业等，其就业吸纳能力都大大减弱。其三是存在劳动资源错配这一长期结构性矛盾，高校毕业生更加青睐新兴制造业和现代服务业的高质量岗位，而对用人需求较高的传统制造业、传统服务业岗位偏好较低。2022 年还有一个值得重视的现象是我国人口首次出现负增长。我国在 2010 年劳动年龄人口占比达峰，2015 年劳动年龄人口开始负增长，2022 年总人口出现负增长，人口减少 85 万人，出生人数低于 1000 万人，人口自然增长率为-0.6%，几项数据均表明我国可能由此正式进入人口负增长时代。国外案例早已证明，长期人口负增长会对经济和金融都产生严重冲击。在经济的供给侧，劳动力和资本、技术一起构成了经济增长的三个基本要素；在经济的需求侧，人口规模决定了整个经济的消费和投资规模。因此，人口负增长会产生严重的经济后果——长期停滞，其典型案例是日本。在长期停滞的过程中，由于年轻人失业率上升、收入水平下降，结婚生育的意愿大幅度降低，于是就形成了人口减少、经济萧条、人口进一步减少的恶性循环。从金融层面来看，当人口进入负增长后，房地产泡沫破裂极易引发私人部门资产负债表衰退，政府部门不得不增加负债弥补投资和消费缺口。由于人口减少与经济停滞形成恶性循环，政府部门的债务杠杆率会因分母收缩而大幅攀升。所以，要尽快扭转人口负增长趋势，在人口问题上要注重政策的有效性、连续性和稳定性。

三、2023 年的挑战、机遇与展望

从国际层面来看，全球供应链阻滞的现象自 2020 年以来一直没有完全修复。2022 年的地缘政治冲突引发全球粮食、能源、海运价格暴涨，使得全球产业链进一步陷入紊乱。在此形势下，各国对产业链主导权的争夺更加激烈，推动世界分工格局从全球化向区域化加速调整。为了遏制高企的通胀，主要发

达国家竞相加息，美元和美债收益率快速拉升，导致非美国国家、尤其是新兴国家，面临跨境资金流出、对美汇率贬值、风险资产估值调整、美元债务偿还压力攀升等问题。从国内层面来看，居民就业和收入修复不足，输入性通胀压力与内生性通缩压力并存，使得企业间复苏差异较大，非能源工业和与生活需求有关的制造业服务业恢复缓慢。海外需求和价格因素面临减弱，对机电出口、制造业投资和生产性消费都将产生影响。种种压力随着房地产市场触底进一步放大。市场主体信心不足使得扩张性政策的效果不及预期，成为制约经济复苏的首要原因。

综合而言，我国当前主要面临三个挑战：**一是尽快恢复市场信心和经济秩序。**为了顺利落实党“二十大”中提到的“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”，我们需要尽快恢复市场信心和经济秩序。对此，2022 年中央经济工作会议已经做出具体部署。首先是优化对疫情的判断，消除对中国经济影响最直接的短期因素。其次，明年的五项政策和五项工作任务向需求侧倾斜，将积极的财政政策列为第一位政策，将扩大国内需求列为第一项任务，在国内需求中，把恢复和扩大消费摆在优先位置，疏通居民部门到企业部门的资金流堵点。再次，对收缩性政策进行纠偏，例如平台反垄断、房企融资限制。一系列支持政策将在 2023 年进一步显效，助力市场信心和经济秩序修复。**二是防范化解地方政府的债务风险。**地方政府的债务风险与地方财政、中央财政、银行体系、地方国有企业都关系密切。因此，要进一步加快处置地方政府债务风险，严格规范地方政府举债，合理匹配地方债务水平与经济发展需要，多措并举推进债务风险化解，避免财政、金融与经济风险交叉溢出。推进全国财政工作会议部署落实，适度加强中央事权和支出责任。**三是重视解决“少子化”问题。**人口负增长是导致我国内生性通缩的主要原因。人口负增长一般兼具“老龄化”和“少子化”两个特征。我国很早就提出了积极应对老龄化战略，而少子化问题在近几年才得到重视。其实，后者才是扭转人口负增长的关键。2022 年 8 月份国家卫生健康委、国家发展改革委、中央宣传部等 17 个部门联合发布《关于进一步完善和落实积极生育支持措施的指导意见》，将婚嫁、生育、养育、教育一体考虑，涵盖财政、税收、保险、教育、住房、就业等六个方面。下一步更需各个部门和各级政府形成合力，保证国家生育支持措施在地方上落实见效。

同时，我国也存在三个重要机遇：**一是推进“一带一路”建设。**“一带一路”对深化我国对外开放程度具有重要意义，也是我国应对“逆全球化”浪潮的重要手段。过去两年我国与沿线国家的贸易加快增长，进出口规模年均增长 20%左右，占我国外贸总值的比重提升至 32.9%，较 2013 年倡议提出之际提高了 7.9 个百分点，将在一定程度上缓解欧美对我国需求下滑的压力。目前沿线国家对我国中间产品的依赖度较高，占出口规模的比重超过半数，能够以此倒逼制造企业升级来增强国内经济增长的内生动力。**二是在落实双碳目标中加快锻造新的产业竞争优势。**2022 年的国际能源危机使得各国对能源转型的需求更加急迫。中央经济会议进一步明确政策导向，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，服务于国家经济高质量发展目标。可以看到，新能源汽车出口正在成为国内汽车产业发展与对外贸易升级的重要增长点。**三是深化财政体制改革。**1994 年分税制建立起来的财政体制框架，其局限性日益突出，财权上收、事权和债务下放的央

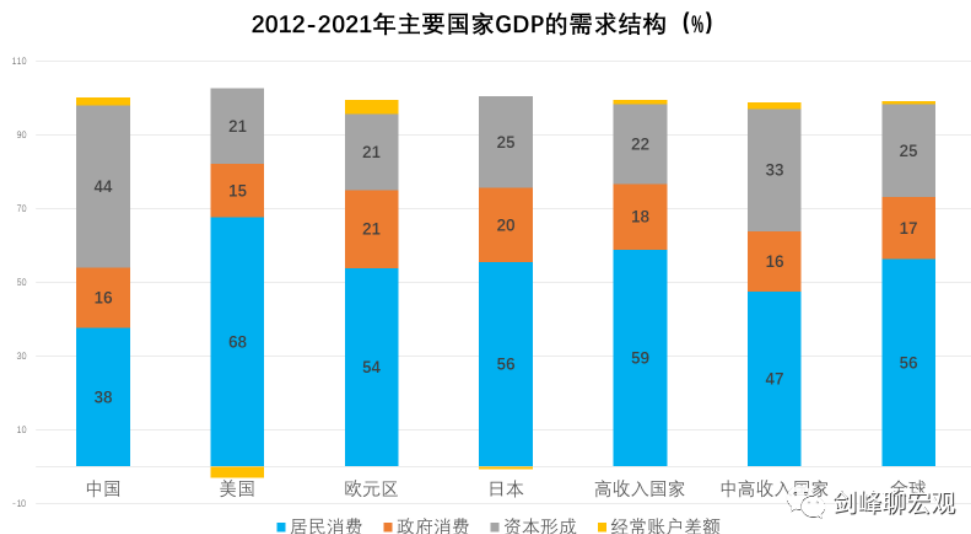
地财政关系正在成为当前地方政府债务困境的溯源。若能进一步推进财政体制改革工作，建立健全中央和地方政府之间财权事权与支出责任更为匹配的财政体制，那么将大大改善基层政府的财政状况，增强财政资源统筹和可持续性。2021 年我国经济的复苏模式是“出口+房地产”，2022 年的复苏模式是“出口+基建”，预计 2023 年的复苏模式将是“基建+内循环修复”。疫情防控政策放开对市场有明显的提振作用。根据高德地图提供的拥堵延时指数来看，北京、上海、广州、杭州、南京等主要地区的疫情爆发窗口期主要集中在 2022 年 12 月份和 2023 年 1 月上半旬，在春节前基本缓和。根据文化和旅游部测算，2023 年春节假期国内出游人次已经恢复至 2019 年同期的 88.6%，旅游收入恢复至 73.1%，春节旅游经济数据还是比较积极的，居民消费也出现恢复性增长。随着消费场景的恢复和就业的提升，居民消费将进一步向潜在增速修复。预计 2023 年经济增速前低后高，如果市场信心延续恢复，房地产行业可能在下半年迎来改善。

（内容来源：国家金融与发展实验室）

为什么中国人不消费？

殷剑峰 上海金融与发展实验室 理事长

经济发展的终极目的是消费，投资只是手段。投资减少了今天的消费，是为了增加明日的消费。消费不仅是目的，而且，消费也决定了投资是否有回报。如果一个经济体的投资越来越多，消费越来越少，那么，投资的回报率也会越来越低。最终，没有消费支撑的投资也将难以为继。



然而，观察 2012 至 2021 年间主要国家的 GDP 需求结构，中国居民消费率（居民消费/GDP）只有可怜的 38%，低于全球平均水平 18 个百分点，投资率（资本形成/GDP）则高了 19 个百分点。与发展阶段相同的中高收入国家相比，中国居民消费率低了 9 个百分点，投资率则高了 11 个百分点。与高收入国家、尤其是美国相比，消费低、投资高的特点更为显著。

1、决定居民消费率的两大因素

对 GDP 需求结构的跨国比较似乎表明，中国人就是巴尔扎克笔下吝啬的葛朗台，贪恋财富，却节衣缩食、锱铢必较。真的是中国人过于“吝啬”吗？我们可以将居民消费率进行一个分解：

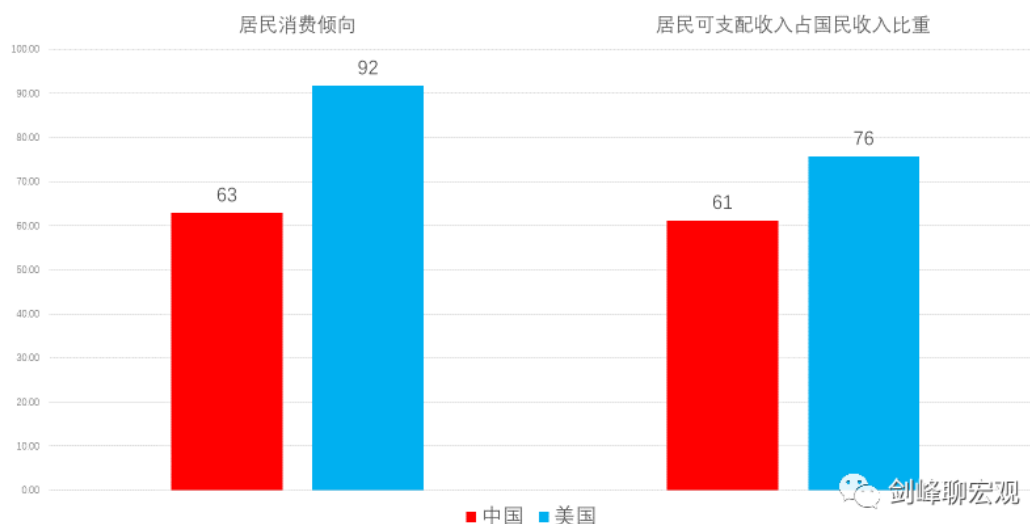
居民消费率=居民消费/GDP

=（居民消费/居民可支配收入）◇（居民可支配收入/GDP）

=居民消费倾向◇居民收入占国民收入的比重

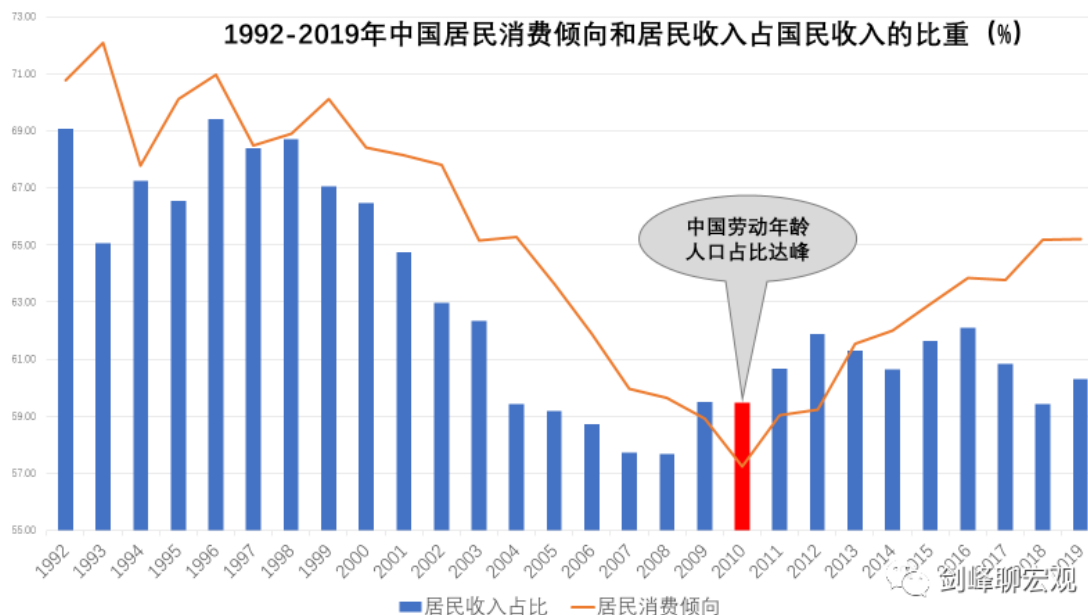
所以，居民消费率的高低取决于两个因素：其一，消费倾向，这等于每一元可支配收入中用于消费的比重；其二，国民收入中居民可支配收入的比重。

2001-2020年中美居民消费倾向和居民收入占国民收入的比重 (%)



在主要国家中，中美两国的总需求结构正好相反，中国是投资高、消费低，美国是消费高、投资低。比较中美两国居民收入占比和居民消费倾向就可以发现问题所在。在 2001 到 2020 的二十年间，中国居民收入占比平均只有 61%，而美国是 76%；中国居民消费倾向是 63%，而美国是 92%。

简单推算即可知道，在消费倾向既定的情况下，只要中国居民收入占比提高到美国的水平，居民消费率就将达到 48%，与中高收入国家平均水平相当；或者，在居民收入占比既定的情况下，中国居民消费倾向提高到美国的水平，居民消费率就将达到 56%，与全球平均水平相当。



那么，在居民收入占比过低和消费倾向过低两个因素中，哪一个对消费的影响更大呢？是前者。因为消费倾向依赖于收入，收入高，收入稳定，消费倾向自然也就高。而且，观察新冠疫情前的数据可以发现，自 2010 年中国劳动年龄人口占比达峰以后，居民消费倾向就在不断上升，相应的，居民储蓄倾向（储蓄/可支配收入）不断下降。

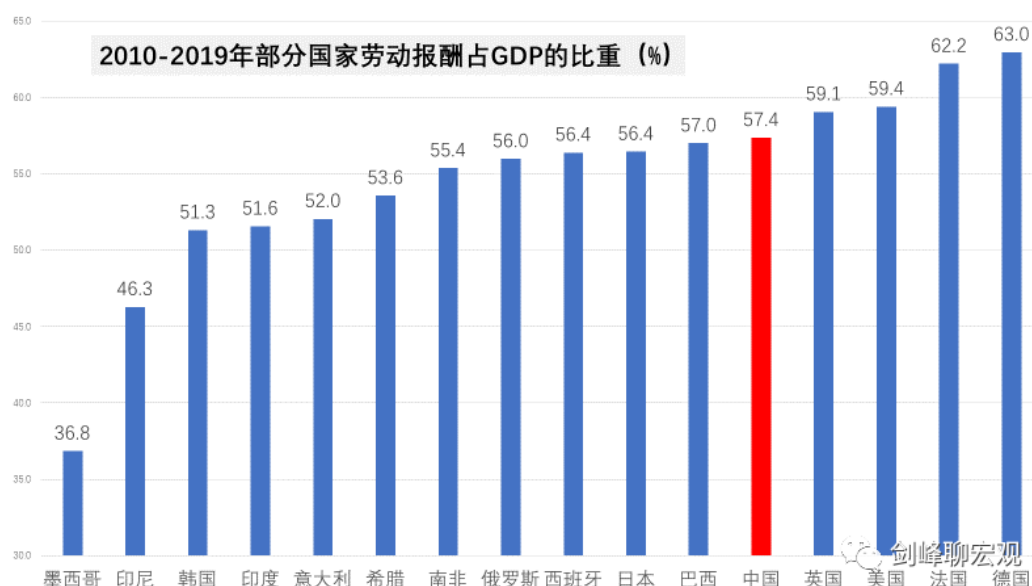
人达峰之后消费倾向的上升和储蓄倾向的下降符合生命周期理论：在人达峰前的人口红利阶段，获得收入、进而储蓄的劳动年龄人口较多，因而居民部门总体的消费倾向下降、储蓄倾向上升；在人达峰之后，退休的老年人口开始消费此前的储蓄，这必然导致消费倾向上升、储蓄倾向下降。然而，从人达峰之后的 2012 年算起，中国居民收入占比基本没有变化，2019 年的数据甚至还低于 2012 年。

所以，居民不消费不是因为“吝啬”，实在是囊中羞涩，“没钱”啊。可是，中国经济增长长期以来位居主要经济体首位，人均 GDP 离高收入国家水平仅一步之遥，那么，“钱”去哪儿了呢？这就涉及到收入分配的问题。

2、三种收入分配

收入分配是经济学中永恒的话题之一。一些人以为，与做大蛋糕相比，分蛋糕似乎是一件容易的事情。实际上，分蛋糕也挺复杂。这里有三种分法：第一，国民收入在生产要素之间、特别是资本与劳动之间的收入分配；第二，国民收入在居民部门内部人与人之间的分配；第三，国民收入在居民、企业、政府等国民经济部门之间的分配。三种分法中，最难的是国民收入的部门分配。

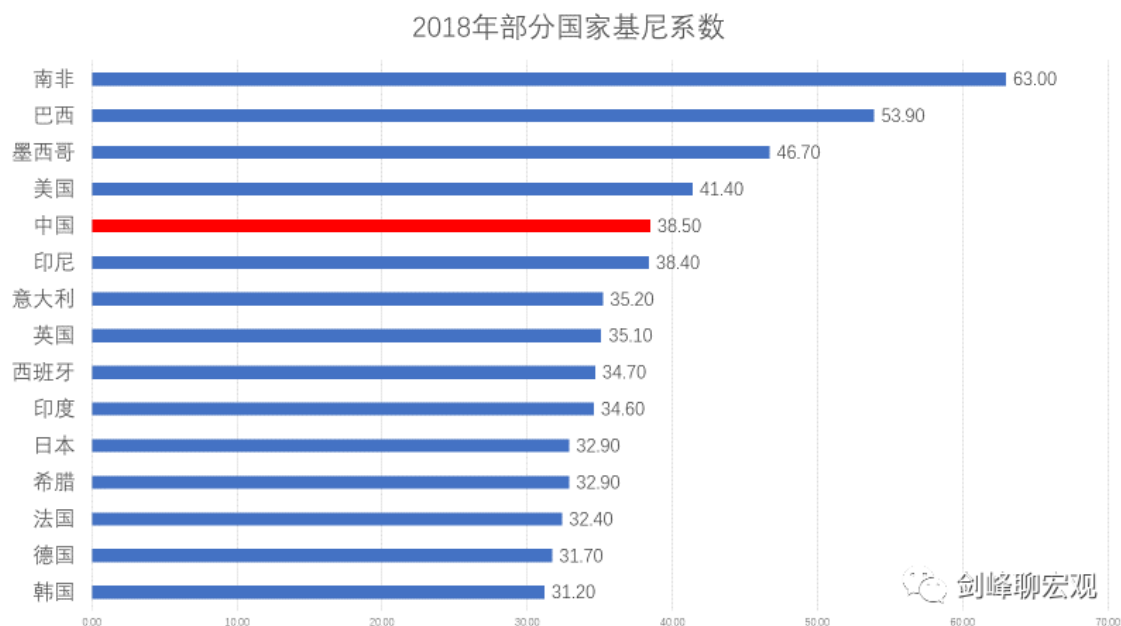
就第一种分配而言，在《资本论》中，通篇描述的都是资本与劳动之间的分配关系。由于资本对劳动的剥削，收入过低的工人阶级缺乏消费的能力，从而反过来又导致资本的过剩。一些人据此也以为，中国居民收入占比过低的原因就在于劳动报酬占比过低，因而提高劳动报酬在国民收入中的比重就成了自然的政策选项。然而，这种观点值得商榷。



确实，在过去二十年中，随着资本对劳动力的取代，在许多国家中，劳动报酬占 GDP 的比重都在不断下降。但是，横向比较看，中国的劳动报酬占比并不低。以 2010 至 2019 年部分国家数据为例，中国劳动报酬占 GDP 的比重为 57%。这一数值虽然比英、美、法、德四国要低，但高于其余 11 个国家。在中日韩三大东亚经济体和金砖国家中，中国劳动报酬占比都是最高。所以，劳动报酬占

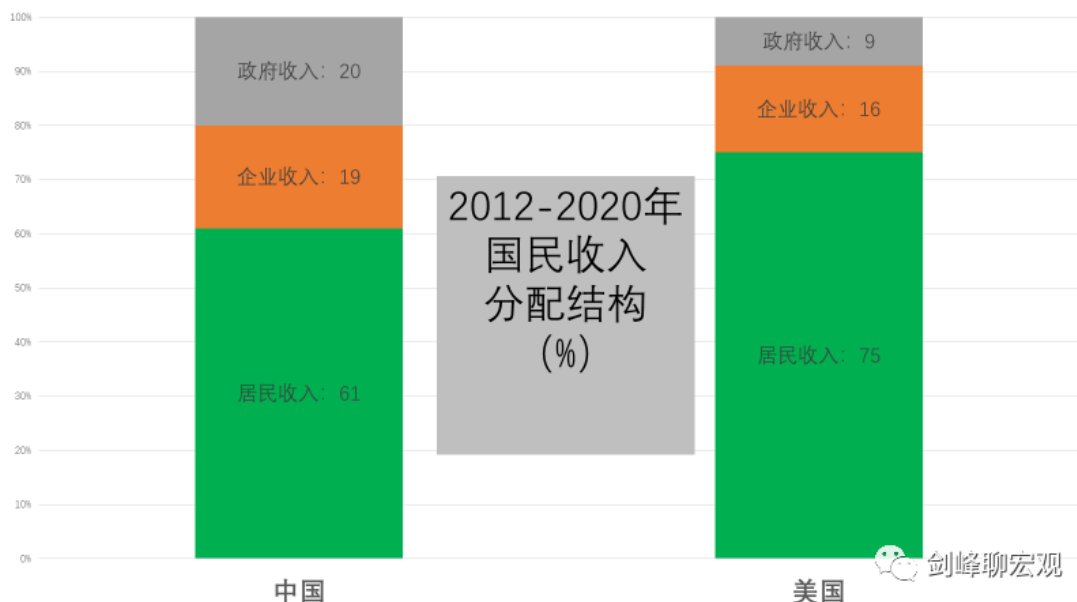
比不是居民“没钱”的原因，而且，这也解释不了居民消费率过低的问题。例如，巴西劳动报酬占比比中国略低，墨西哥劳动报酬占比则低至 37%，但两国居民消费占 GDP 比重都高达 64%左右。

与第一种收入分配直接相关的是第二种收入分配，即人与人之间的收入分配问题。资本剥削劳动的结果就是，在居民部门内部，形成了占有大部分收入和财富的少数富人和饥寒交迫的大多数穷人。富人，哪怕骄奢淫逸，也消费不完占有的财富；穷人，哪怕消费倾向再高，也无钱消费。于是，在每个人的消费倾向一定的情况下，这种人与人之间的收入分配差距拉大必然导致总体的消费能力下降。然而，这种观点也值得商榷。



基尼系数反映了人与人之间的分配关系，该系数越高，说明收入分配越不均等。比较部分国家的基尼系数，在 15 个国家中中国排名第五。这表明，在这种意义的收入分配问题上，中国确实有改善的空间。但是，无论是基尼系数比中国低的国家，如英国、印度、日本等，还是基尼系数比中国高的美国、墨西哥、巴西和南非，居民消费率都远高于中国的水平。而且，前面我们已经看到，基尼系数高于中国的美国，其居民收入占比也高于中国。所以，人与人之间的收入分配差距既解释不了居民收入占比过低的问题，也与居民消费率的高低无关。

第三种收入分配问题就是国民收入在居民、企业、政府等三大部门之间的分配。[1]这种分配的结果一目了然：居民收入占比较低，一定是其他部门收入占比较高的缘故。比较 2012 至 2020 年中美两国的国民收入分配结构，中国政府和企业部门的收入占比分别是 20%和 19%，而美国政府和企业部门的收入占比分别为 9%和 16%。



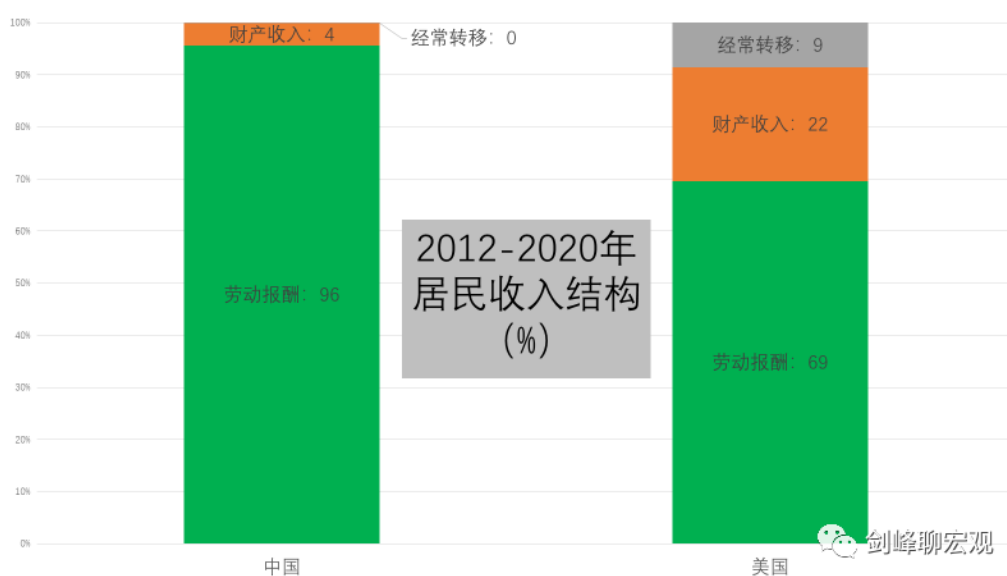
所以，中国居民“没钱”的根本原因在于，在国民收入的部门分配中，政府部门占有了过高比重的收入。

3、提高居民收入占国民收入比重的两个途径

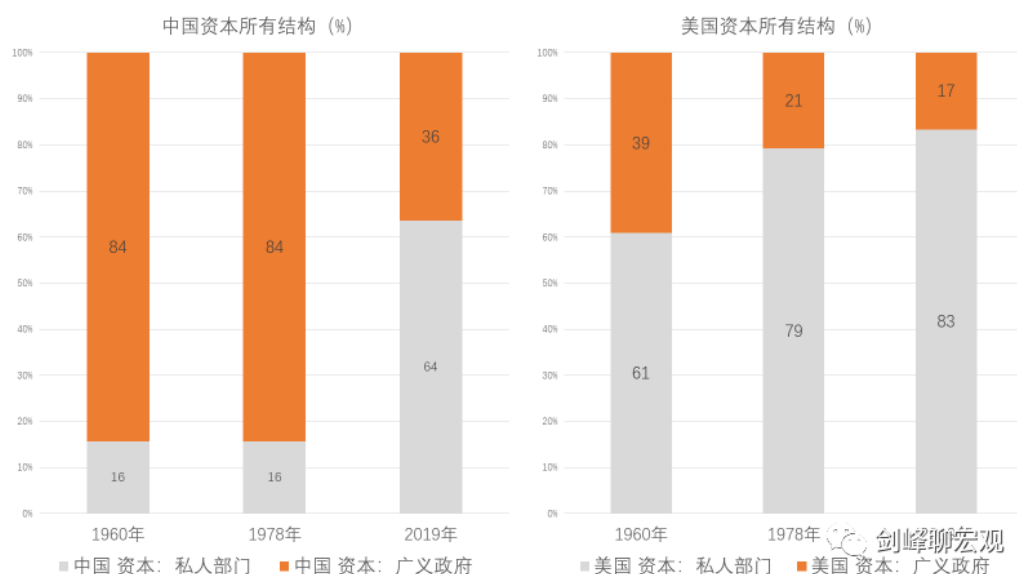
那么，如何提高居民收入占国民收入的比重呢？进一步观察中美居民收入的结构，可以发现问题的答案。中美关于居民收入的统计有所差异，但大体可以归于三项：

居民可支配收入=劳动报酬+财产收入+经常转移

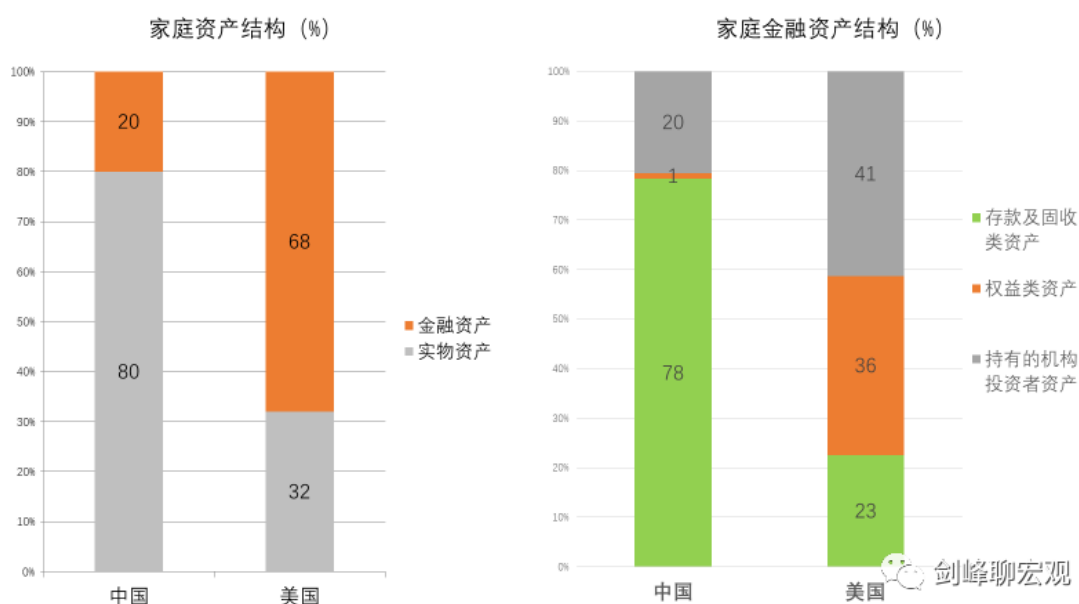
其中，劳动报酬主要是工资收入，在中国，这一项还包括与工资收入相差不多的增加值（可以理解为小微企业、个体户的经营收入）；财产收入包括利息、红利、租金等，财产收入和劳动报酬一起构成了初次分配的收入；经常转移是政府通过再分配给予居民的收入，这等于居民从政府那里获得的社会福利补助、再扣除缴纳的收入税和社保缴款之后的净额。



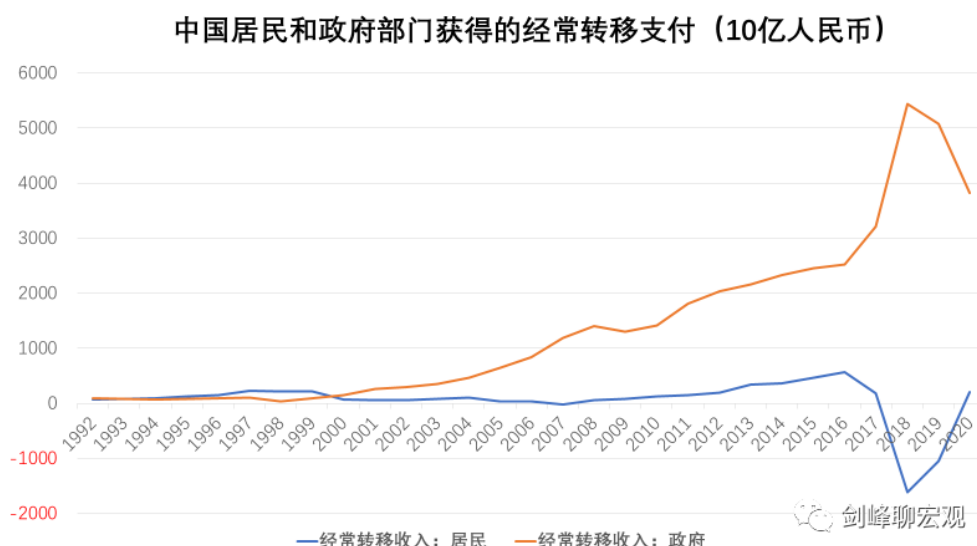
比较中美居民的三项收入，中国居民的财产收入只占 4%强，经常转移收入几乎可以忽略。相反，在美国居民的收入中，财产收入占到 22%，经常转移也达到 9%。所以，提高居民收入占国民收入比重两个途径就是增加居民的财产收入和经常转移收入——这两个途径都与政府部门收入占比过高有关。



要增加居民的财产收入，首先是要让居民部门拥有财产。如果不拥有财产，怎么能够获得财产收入呢？作为加入生产函数、推动经济增长的生产要素，资本是整个经济中财产收入的最终来源，所以，资本的所有权属性决定了居民财产收入。根据国际货币基金组织的统计，1978 年改革开放后，在中国资本所有结构中，私人资本大幅上升，但直至 2019 年私人资本占比也只有 64%，国有资本（即广义政府拥有的资本）占比高达 36%。相比之下，在美国的资本所有结构中，2019 年私人资本占到 83%的份额。



在资产一定的情况下，增加财产收入的方法之二是改善居民的财产结构。观察中美居民的财产结构可以发现中国居民财产收入低的第二个症结，即实物资产占比过高，在金融资产中存款类资产占比过高，这两项均是低收益的资产。相反，美国居民的金融资产占比很高，金融资产中权益类资产和持有的机构投资者资产（养老基金、共同基金、寿险等）占比很高。算起来，在美国居民部门金融资产中，直接和通过机构投资者间接持有的权益类资产达到 50%以上——这是居民财产收入较高的另外一个原因。



除了财产收入之外，提高居民收入占国民收入的比重，更加直接和迫切的途径是增加居民的经常转移收入。财政的职能之一就是再分配，即利用收缴的税收和非税收收入，反补给居民部门中的弱势群体。然而，观察中国经常转移的部门分布，政府部门得到的经常转移收入常年以来都远远高于居民部门。在 2018 和 2019 年，居民部门的经常转移收入甚至是负值。在新冠疫情爆发的 2020 年，虽然政府的经常转移收入有所下降，但仍然高达 3.8 万亿，居民的经常转移收入有所上升，但也只有区区不过 2 千亿。

这种景象与新冠疫情期间的美国形成了鲜明对比：在 2020 年和 2021 年两年中，美国政府财政支出较疫情前增加了共计 16 万亿美元，其中，支付给居民的个人福利增加了共计 11 万亿美元，占全部新增财政支出的 69%。所以，在疫情封控后，美国居民敢消费、愿消费、能消费，就是因为“有钱”啊。当然，庞大的财政福利支出也造成了高涨的 CPI——但与消费萎缩、经济低迷相比，这种代价还是值得的。

关于中国财政存在的问题，以往的研究已经指出，在初次分配环节中，财政通过较高的宏观税负占有了较大比重的收入，在再分配环节，又通过经常转移将部分收入转移给了自己。所以，财政职能的异化是中国居民收入在国民收入中占比过低的根本症结。这说明，当前的财政体制已经到了需要做根本调整和改革的境地了。以后我们将会分析中国财政体制的三个问题：以养人为主的“吃饭财政”、过多介入经济事务的“投资财政”、债务快速累积的“窟窿财政”。

总之，中国居民收入占比过低，乃至居民消费率过低，是因为财政金融两个方面的体制性掣肘。在三年疫情之后，随着就业的提升和消费场景的恢复，居民消费当然会得到一定程度的修复，但不能对之期待太高。在体制缺陷没有根除的情况下，居民消费过去没有、将来也不会成为拉动经济的主要动力。

[1]关于中国国民收入的部门分配及其对经济的影响，早在 2007 年李扬教授和笔者就做过分析，许多结论迄今依然成立。参见：李扬，殷剑峰，2007：“中国高储蓄率问题探究——基于 1992-2003 年中国资金流量表的分析”，《经济研究》2007 年第 6 期。

（内容来源：剑峰聊宏观）

财富管理行业的转型与重构

曾刚

上海金融与发展实验室 主任

近日，上海金融与发展实验室主任曾刚参加了深圳召开的“2022 年中国上市公司投资价值峰会暨中国投资基金群星峰会”，并作主题为《财富管理行业的转型与重构》的主旨演讲。

大家下午好！今天能来线下参会不容易，但还是很顺利地召开了，首先要祝贺；同时也感谢邀请，使大家有机会进行本次交流。资管行业过去在中国有很快的发展，当然也经历了一些调整，特别是资管新规推出后，不同子行业在过去一两年当中出现了一些分化。尤其是今年，在银行理财领域，转型过程中出现了一些新的现象，引发了一些市场关注以及我们后续对未来的预测。所以今天我想借这个机会跟大家谈一下财富管理行业。

从过去的发展来看，财富管理显示出非常强劲的发展势头，从公募基金，再到银行理财，过去的十几年中规模增长非常快，并且未来还有很大的发展空间。**原因在于两方面**，一方面是需求端，居民、企业财富的积累促使财富管理的需求持续提升，老百姓的财富管理意识也在不断增强，这是第一个动能。**另一方面**，金融机构也愿意向财富管理行业发展。银行发展理财业务、理财子公司，是因为传统间接融资在新的发展环境下有越来越多的约束，原有模式赚钱越来越辛苦。而这是由于息差在不断收窄，风险还在上升。同时，资管的约束导致资本消耗，传统业务卷出新高度，这说明传统业务已经到了一个饱和的边界。所以在这种背景下，金融机构要寻找新的发展空间，肯定要做轻资本业务、受息差收窄比较小的业务，以及不产生直接风险的业务，资管或财富管理业务是最符合这个要求的，同时还可以提高 ROE，因为这块业务不需要资本带来收入增长，对修复银行估值也有好处。很多上市的银行都在强调财富管理业务是转型的重点方向，给资本市场带来新的想象空间。从整个国家发展的背景来讲，由于财富管理业务和资本市场相关、和直接融资市场相关，因此资管市场仍是中国金融改革发展的重点。

党的二十大也提到金融，**首先**，是完善现有金融监管，建立健全金融风险的保障体制，近期全国人大将要通过《金融稳定法》；**其次**，是要把所有金融业务纳入到监管，守住不发生系统性风险的底线；**同时**，要健全资本市场功能，提高直接融资比重。前两块都是讲规范，**最后**，这就是讲发展，未来要做好资本市场业务。当然这个发展方向不意味着银行没有机会，只是业务的重心发生变化，银行也有理财子公司和财富管理平台。过去，财富管理行业经历了快速的发展，从原来很小的规模到目前 100 万亿以上的规模，我认为未来规模可能会更大，因为这是由底层逻辑推动的。所以不管资管新规怎么规范这个行业，供求关系决定着这个行业会持续地发展。

接下来我简单讲一下**未来财富管理行业的几大趋势**。**第一**，财富管理行业规模还要再扩大。虽然与过去相比规模是有所增加，但从中国金融机构整体来看，还是不够大。因为银行业的资产规模大概在 350 万亿以上，资管行业规模刚过 100 万亿，如果与西方主要国家的金融体系相比较，我们资管规模的

占比显然是不够的。在美国，机构投资者的资产规模可能超过商业银行。国内的投资机构如果做到跟商业银行规模相当，意味着至少可以做到 300 万亿。同时，行业可能会分化，不同行业发展的侧重会有所不同，大家会根据自身比较优势去寻找定位，寻求差异化发展。

第二，细分市场将出现新的机会。当财富管理行业从原来的高净值客户向长尾客户扩展过程中，可能会形成新的业务发展机遇，包括个人养老市场，还有现在特别热衷提到的“新市民”概念。我特别想强调的是在今年取得了快速发展的养老市场。养老市场不仅提供银行理财，还有保险、公募基金等相应的产品。对银行来说，由于每个人只有一个账户，个人养老账号当中资金积累有限，银行还要为客户免一些费用，因此短期内没有太直接的回报，但银行对这个“东西”却是疯狂哄抢。因为这是具有长期发展潜力的市场。首先它是一个重要的资助，从其他发达国家的金融体系来看，养老金是机构投资者的资金来源，或者说它在整个金融市场当中的占比非常高。中国现在一人一个账户，每年存入 1.2 万元，如果持续积累很多年，也是一个规模非常大的长期市场。这个过程中会形成围绕着客户探索相应的服务体系和平台等等，可探索的空间很大。

第三，行业的分工与合作会变得更加成熟。一个完整的生态从销售再到产品设计，再到投资，涉及到不同的环节，而不同的环节理论上来讲既可以由一个机构来完成，也可以由不同的机构来完成。尤其在我们现在这样专业化程度越来越高的发展金融市场当中，现在更多机构开始在细分市场中根据自己的特点去培养专业化能力，然后和其他机构一起合作，提升整个系统的效率。

第四，在数字化加速的过程中，科技能力比较强的金融机构已经开始去打造大型财富管理平台，把不同专业服务、不同机构的专业服务嵌到一个场景当中，并根据不同类型客户需求主体去打造不同类型的平台。

最后，是投资者的教育和陪伴。今年股票市场波动较大，公募基金的购买者有多年的经验，比较成熟，他们的赎回没有在市场上引起比较大的关注，但银行的两拨回撤引发市场高度关注，而且最近这一波还引发债券市场的波动，甚至债券市场风险要开始超过股票市场。这种问题的出现是由于资管转型过程中，产品已经实现了转型，但投资人的理念没有转型，出现脱节。资管新规过渡期的结束才只是银行理财的开始，这个过程一定伴随着投资者理念的逐步转化。金融机构需要自身不断完善，同时也需要第三方专业机构的加入，共同促进投资者投资理念转变，为整个银行理财、资管行业的可持续发展奠定更加坚实的基础。

（内容来源：钛媒体）

2023 年金融服务高质量发展的重点

曾刚 上海金融与发展实验室 主任

改革开放以来，我国产业发展经历了从低端向高端、从人力密集资本密集向智力密集型产业的转型升级，经济总量在快速增长后进入稳步发展期。随着人口老龄化的加剧、人力成本的上升、国际关系不确定性增加，粗放型增长须加快向集约型和创新型增长转变。正是基于这样的背景，党的二十大报告明确将高质量发展作为全面建设社会主义现代化国家的首要任务。报告指出，全面建设社会主义现代化国家的基础是坚实的物质技术，实现途径是坚持以推动高质量发展为主题，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，增强国内大循环内生动力和可靠性，提升国际循环质量和水平，加快建设现代化经济体系，着力提高全要素生产率，着力提升产业链供应链韧性和安全水平，着力推进城乡融合和区域协调发展，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

2022 年 12 月 15—16 日中央经济工作会议召开，对 2023 年经济形势及重点工作进行了研究和部署。会议立足长期视角，强调要全面贯彻落实党的二十大精神，扎实推进中国式现代化、着力推动高质量发展。同时，中央经济工作会议也聚焦短期经济压力加大、预期转弱的具体挑战，明确指出要“大力提振市场信心”，“更好统筹疫情防控和经济社会发展、更好统筹发展和安全，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，有效防范化解重大风险”，“推动经济运行整体好转，实现质的有效提升和量的合理增长，为全面建设社会主义现代化国家开好局、起好步”。

围绕党的二十大报告所规划的发展蓝图，以及中央经济工作会议对 2023 年经济工作部署，金融行业在 2023 年的工作重点应集中在以下几个方面：

一是支持扩大内需，助力稳经济、稳增长。扩大内需既是短期稳增长的主要着力点，也是长期构建“双循环”新发展格局的基础。为此，2022 年 12 月，中共中央、国务院印发了《扩大内需战略规划纲要（2022—2035 年）》，之后的中央经济工作会议则再度明确“要通过高质量供给创造有效需求，支持以多种方式和渠道扩大内需”。在这种背景下，金融也需要围绕重点客户需求，在住房改善、新能源汽车、养老服务等重点领域，加快产品和服务创新，加大金融资源倾斜力度。

二是服务实体产业升级。党的二十大报告明确指出，建设现代化产业体系，坚持把发展经济的着力点放在实体经济上，推进新型工业化，加快建设制造强国、质量强国、航天强国、交通强国、网络强国、数字中国。

围绕巩固和扩大产业链供应链优势环节的优势，以及补齐产业链供应链短板的目标，金融机构应加强对产业链的研究，立足自身能力和禀赋，积极探索支持产业链升级的金融服务创新。进一步加大对科技创新、制造业的支持，提高制造业贷款比重，增加高新技术制造业信贷投放。

此外，数字基础设施投资既是短期稳经济大盘的重要发力点，也是构建新发展格局的重要支撑。也正因如此，中央多次提出要“适度超前部署数字基础设施建设”。金融业应紧紧围绕数字经济发展领域的投资需求，积极、稳妥地参与和支持。

三是切实落实“两个毫不动摇”，加大对民营企业、小微企业的支持。党的二十大报告强调要“毫不动摇鼓励、支持、引导非公有制经济发展”，“优化民营企业发展环境，依法保护民营企业产权和企业家权益，促进民营经济发展壮大”及“支持中小微企业发展”。2022年中央经济工作会议则进一步明确要在“制度和法律上把对国企、民企平等对待的要求落下来，从政策和舆论上鼓励支持民营经济和民营企业发展壮大。依法保护民营企业产权和企业家权益”。

民营企业 and 中小微企业是解决就业、促进民生的市场载体，也是高水平社会主义市场经济体系不可或缺的重要组成部分。在实践中，金融业应依托产业数字金融创新（如供应链金融、产业金融场景等），加大对优质民营企业、中小微企业的支持力度，同时继续向实体经济合理让利，合理适度降低小微企业综合融资成本。

四是助力全面乡村振兴，缩小城乡差距。党的二十大报告指出“全面建设社会主义现代化国家，最艰巨最繁重的任务仍然在农村”。全面乡村振兴离不开金融的支持，为此报告进一步要求要“完善农业支持保护制度，健全农村金融服务体系”。金融服务乡村振兴应紧紧围绕“产业兴旺”“生态宜居”等重要目标，通过服务模式创新，通过科技赋能、扩大开放、增加消费、促进就业等策略，形成乡村经济的良性循环。支持农业现代化改革（绿色农业、污水治理），农产品加工（基础设施、公共服务），旅游文创（粮食安全、清洁能源）等一二三产业的整合与升级，构建乡村上中下游全产业链，最终打造具有中国特色的“一村一品、一县一产”。此外，在金融服务乡村振兴的过程中，还需发挥普惠金融降低贫困效应的直接作用机制，同时强化金融机构在环境、社会、治理（ESG）方面的引领作用，引导资金向绿色化、生态化的涉农项目倾斜。

五是加快绿色金融业务发展，支持低碳转型。党的二十大报告提出，中国式现代化是“人与自然和谐共生的现代化”“要加快发展方式绿色转型，实施全面节约战略，发展绿色低碳产业，倡导绿色消费，推动形成绿色低碳的生产方式和生活方式；深入推进污染防治”。绿色发展离不开金融的全面支持，从目前看，与低碳、绿色发展相关的金融创新，如绿色金融、转型金融、碳金融等，在国内已全面推开。未来，在行业标准统一的基础上，金融机构应继续完善公司治理、组织架构，根据不同产业绿色发展的实施路径，围绕低碳转型过程中的各类金融需求，探索差异化、精准化的服务模式。

六是有效防范化解重大经济金融风险，守住不发生区域性、系统性风险的底线。从金融体系外部来看，目前最大的风险挑战来自房地产市场。考虑到房地产行业直接和间接的GDP和就业贡献，以及与房地产相关的融资在金融资产中所占的比重，实现房地产行业平稳发展，是2023年稳增长和防风险的重要任务。在此背景下，2023年金融业应围绕保主体、保交楼、稳预期等重点，从供需两端优化改善房地产支持政策，畅通贷款、债券和股权融资等“三支箭”，保障房地产行业合理的融资需求，化解行业风险，实现房地产行业的健康可持续发展。

从金融体系内部来看，主要的风险挑战来自部分金融机构（少数中小银行及非银行金融机构）的风险处置。在过去几年风险处置经验的基础上，**2023**年要继续完善金融稳定制度建设，压实地方政府、监管部门和金融机构三方主体责任，结合金融机构区域特征、风险情况选择合适的处置方案，更好防范未来的风险形成，从而提高中小金融机构的运行效率。

（内容来源：《金融博览》**2023**年第一期）

金融伦理推动数字普惠金融高质量发展

曾刚 上海金融与发展实验室 主任

燕翔 中国社会科学院研究生院

近年来随着数字技术的不断创新，我国数字普惠金融快速发展。数字技术的运用一方面有效扩大了普惠金融服务的覆盖面，另一方面使得金融机构的服务效率大幅提升。中国人民银行 9 月发布的《中国普惠金融指标分析报告（2021）》中指出，目前我国普惠金融发展已由过去关注“有没有”上升到当前的“好不好”直至未来的“强不强”的阶段。数字普惠金融所服务对象本身就是社会中“弱势群体”，将其纳入到金融服务的体系中，提升金融服务的公平性，是发展数字普惠金融的重要意义之一。而数字普惠金融伦理问题一定程度上可能会加剧金融的不平等性，因此在推动数字普惠金融高质量过程中，需要更加关注可能衍生出的复杂多样的金融科技伦理问题与潜在风险，加强金融科技伦理治理。

一、数字普惠金融伦理的概念

伦理学主要关注和研究个人和组织的行为，涉及福利、职责、个人权利、公平、诚信、尊严等六大要素，是处理人与人、人与社会之间相互关系时所应遵循的基本价值理念和行为规范。同法律规范相比，伦理最大的不同在于其强制力来源更多的是一种被规范主体的精神认同，而非国家强制力的保证实施。金融伦理作为伦理学在金融行业中的运用，主要是指适用于广义金融活动的道德规范或行为准则，涉及从业人员的个人伦理问题以及金融机构和金融市场的伦理问题。

金融伦理的核心在于对金融消费者的保护。根据数字普惠金融的概念，其主要是指通过数字化的手段或数字技术为被正规金融部门排斥或服务不足的人口，提供各种金融服务。而数字技术本身作为一个中性概念，其在与普惠金融融合的过程中带来正向效应的同时，也可能产生一些诸如算法歧视、大数据杀熟、信息泄露、数字鸿沟、垄断等伦理问题。因此对于数字普惠金融伦理而言，不仅包括传统金融伦理，还包含数字技术运用中的金融科技伦理。金融科技伦理作为伦理学在金融科技领域的运用，是一种更加灵活和柔性的规则 and 标准，可以被简单的理解为金融科技发展过程中，金融机构、金融科技公司以及这些机构内的从业者所需要遵循的基本道德行为规范。

此外，在数字技术和普惠金融结合的过程中，金融机构与金融科技企业的界限变得模糊，其关联领域和风险存在一定未知数，法律和监管可能出现滞后。另外对于一些中小金融机构，由于其自身数字化能力不足，数字普惠金融业务的链条被拆解，产品设计、营销获客、信用评价、风险定价可能由不同主体协同完成，在分业监管、以机构为主体的监管框架下，容易发生监管空白的问题。数字普惠金融伦理作为自发、自觉的自律行动，它在法律和监管之前，能够有防范未知风险，支撑数字普惠金融高质量发展。

目前来看，我国在数字普惠金融伦理顶层设计方面日益完善。在传统金融伦理方面，我国相继出台了《金融消费者权益保护实施办法》、《银行保险机构消费者权益保护管理办法（征求意见稿）》，对金融消费者权益保护进行规范。在金融科技伦理方面，中国人民银行印发的《金融科技发展规划（2022-2025 年）》中明确指出，加强金融科技伦理建设，2022 年 10 月中国人民银行发布了《金融领域科技伦理指引》，从数据安全、包容普惠、公开透明、公平竞争等七个方面对金融机构、金融科技公司的金融科技伦理治理进行规范和指导，预防和化解金融领域的科技伦理风险。

二、数字普惠金融科技伦理失范行为表现

近年来随着数字技术在普惠金融领域中的应用不断深入，我们也看到，数字鸿沟、算法歧视、大数据杀熟等数字普惠金融伦理问题日益凸显，失范现象屡见不鲜。

1、数据伦理

2020 年中共中央、国务院印发的《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》中，数据已经被列为土地、资本、劳动力和技术之外最重要的生产要素。随着人工智能、大数据等数字技术在数字普惠金融领域应用的不断深入，新技术应用对数据形成高度依赖，需要依靠大量的、多维度的数据建模进行决策。由此产生的数据安全问题不仅关系到数字普惠金融产品和服务的质量，更涉及客户隐私保护和公共安全问题，因此应被高度重视。

数字普惠金融最大的优势之一在于其能够利用数字技术高效率解决“长尾客户”的信息不对称问题，更加准确地去识别客户的风险，来实现整体融资风险的下降，因此目前大部分数字普惠金融产品都是围绕用户数据的采集与分析展开。随着这些金融数据资源呈现爆发式增长态势，越来越多的敏感信息暴露在开放的网络环境中，数据安全事件时有发生。在信息搜集阶段，部分数字普惠金融服务机构超范围过度采集金融消费者的个人身份、行为、偏好等数据，存在侵犯消费者个人隐私的问题。另外海量数据的聚集也容易产生信息泄漏风险，甚至个别机构或数据管理人员在未经用户同意情况下随意共享或售卖数据资源，严重侵犯金融消费者的权益。而数字普惠金融所服务的对象，本身在获取和掌握金融知识、法律知识方面存在欠缺，缺乏数据安全和保护意识，因此其权益更容易受到侵犯。

2、算法伦理

算法技术是金融科技应用的底层基础，目前数字普惠金融产品基本依靠算法技术构建风险定价模型。随着算法在数字普惠金融领域应用的深入，算法应用的负外部性也逐渐显露，对社会公平和行业公平造成损害，具体表现为算法歧视、算法操纵和算法协同等，削弱了数字普惠金融的普惠性和公平性。

一些数字普惠金融服务机构利用算法的黑箱特性，对金融消费者实施差别定价，造成算法歧视，其最直接的表现就是大数据杀熟，例如对相同信用水平的不同主体给予不同的利率定价。但这种算法歧视并非是中立的，因为算法在风险定价过程中还隐含承担着金融机构或金融科技公司的主观意图以及算法设计者的价值观。此外，由于算法具有不透明性，金融机构、金融科技公司一方面可能在算法设计时通过“明示共谋”形成垄断，另一方面也可能由于算法设计理念、算法偏差等导致事实上抑制市场竞争的“默

示共谋”，进而破坏普惠金融市场的生态秩序。最后，一些数字普惠金融服务机构通过算法匹配金融消费者的消费倾向和偏好，通过产品与服务的趋同性的推荐和诱导，逐渐形成对金融消费者形成“隐性控制”。

3、数字鸿沟

“数字鸿沟”一直是关系社会公平公正和可持续发展的重要伦理议题，也是数字普惠金融高质量发展所需要解决的重要问题。尽管数字技术在普惠金融领域的广泛应用，很大程度上提高了金融服务的可获得性，推动了数字普惠金融的发展。但是数字化的服务，一方面依赖于手机、电脑等电子设备的操作，另一方面受理解能力弱、接受度低、适应性慢等因素制约，对于部分不会使用或者没有智能设备的老年、残障、农村偏远地区等特殊群体来说，仍然无法享受智能化服务带来的便利，由此带来数字鸿沟的问题。另外，一些数字普惠金融产品，没有针对特殊群体需求痛点优化金融服务体验及流程，使得这部分群体无法充分享受智能化服务带来的便利，进而加剧“数字鸿沟”问题。

三、政策建议

数字普惠金融发展的本质在于提升金融服务的广度、深度和效率水平，促进社会公平。因此未来在数字普惠金融发展过程中，需要重视伦理问题，坚持“科技向善”“数据向善”的基本原则，落实“以人民为中心”的金融发展观，加强数字普惠金融伦理治理。

1、强化金融科技伦理治理，将其纳入公司治理和经营发展战略

《金融科技发展规划（2022-2025）》中提出，建立健全多方参与、协同共治的金融科技伦理规范体系。对于提供数字普惠金融服务的各主体而言，需要主动承担社会责任，负责任、有道德地开展创新。一方面要严格按照《数据安全法》和《个人信息保护法》，将数据安全和金融消费者信息保护作为金融科技伦理治理的重点，提升机构内部的数字治理水平。同时建立数据安全和数据合规体系，搭建相应的制度框架。严格按照《金融领域科技伦理指引》要求，在获取用户授权的基础上，按照“最小必要”和“专事专用”原则进行数据采集和共享使用。

另一方面，在数字普惠金融产品和服务创新中所应用的各种金融科技手段，都需要以谨慎的态度，摸清各类新技术应用的潜在影响与风险，基于合法、公平、不伤害等伦理原则，在立项阶段做好把关论证，在开发测试阶段做好动态优化，在运行阶段做好评估优化。对于算法技术而言，要遵循公平、公正、透明的原则使用，算法技术运用的根本在于增进人民福祉，帮助各类数字普惠金融供给者更好的做出决策。金融机构和金融机构公司还需要自觉履行数字普惠金融发展中科技风险管理的主体责任，探索设立金融科技伦理委员会，在企业内部完善金融科技伦理审理，建立信息披露等常态化信息披露。

2、将金融消费者保护作为数字普惠金融伦理治理的落脚点

首先，各类数字普惠金融供给者需要完善金融消费者保护的组织架构，针对金融消费者权益保护的各项要求，完善金融产品、业务与服务，确保金融消费者权益保护工作贯穿从客群定位、产品设计、营销推广、定价收费等的各个环节。例如对于农村、老年人、残障人士等特殊群体的金融服务，可以运用数字技术针对性的优化金融服务体验，履行无障碍义务，根据群体特点提供差异化的金融产品和服务，建立“容错型”数字普惠金融产品交互机制。其次，加强金融从业者的专业素养，培养其金融伦理和科技

伦理意识，进而内化形成正确的价值观念、职业规范和行为准则，规范金融相关行为。最后，还需要强化金融消费者宣传、教育，推动金融消费者的金融知识普及、金融素养提升，帮助金融消费者理性借贷，可以借助金融科技手段，丰富金融消费者权益保护措施。

3、制定数字普惠金融伦理治理标准和自律公约

在外部治理方面，可以在行业层面制定数字普惠金融伦理治理标准和行业自律公约，在鼓励金融创新、提升金融普惠性和保护消费者权益三者中找到平衡点，为金融机构和金融科技公司提供正确的价值观引领，同时也为其具体实践提供操作指南。探索建立数字普惠金融伦理风险评估，可以借鉴新加坡金融管理局 FEAT（fairness, ethics, accountability and transparency）原则，从公平、道德、可问责和透明四个维度，通过第三方引导督促金融机构、金融科技公司安全合规开展数字普惠金融产品和服务的创新。

（内容来源：《中国金融》2023 年第 1 期）

这十年，上海自贸试验区敢闯敢试，改革创新不断突破

张湧 上海金融与发展实验室副主任

奋楫者先，勇为者成。上海这十年，极不寻常、极不平凡。历经两个一百年奋斗目标的历史交汇期，经受住百年变局与世纪疫情交织叠加的考验，在加快建设具有世界影响力的社会主义现代化国际大都市征途上，上海广大干部群众始终牢记习近平总书记的殷切嘱托，深入贯彻落实习近平总书记考察上海重要讲话精神和对上海工作的重要指示要求，以排头兵的姿态和先行者的担当，推动高质量发展，创造高品质生活，实现高效能治理，持续提升城市能级和核心竞争力，不断开创人民城市建设新局面。

当好先行者 推动高质量发展

2016年3月落成的上海中心大厦，以其中国第一、世界第二的高度，刷新了上海的天际线。“比天际线更耐看的，是上海经济发展的成绩单。”上海社会科学院党委书记权衡说，这十年，有一个数字值得关注：人均地区生产总值接近翻番，这是上海经济发展的一个重要指标。

党的十八大以来，上海在习近平新时代中国特色社会主义思想指引下，坚持面向全球面向未来，对标最高标准最好水平，吃改革饭、走开放路、打创新牌，踔厉奋发、苦干实干，城市综合实力显著跃升。全市地区生产总值连续跨过3万亿元、4万亿元两个大台阶，2021年达到4.32万亿元；人均地区生产总值达到17.36万元。全市产业结构不断优化，第三产业占地区生产总值比重显著拉高，第二产业质量不断提升，集成电路、生物医药、人工智能等先导产业发展壮大，航天航空、高端装备、新能源汽车等先进制造业取得长足进步。

上海奋力担起光荣使命，强化全球资源配置功能、科技创新策源功能、高端产业引领功能、开放枢纽门户功能。十年间，上海先行先试，城市核心功能实现质的飞跃：国际经济、金融、贸易、航运中心基本建成，国际科技创新中心形成基本框架，全球影响力不断增强。2021年，金融市场交易总额突破2500万亿元；上海港集装箱吞吐量超过4700万标箱，连续12年居世界第一；口岸货物贸易总额突破10万亿元，保持全球城市首位。

十年来，科技创新不断驱动上海高质量发展。2021年，上海高新技术企业超过2万家，每万人口高价值发明专利拥有量达到34件。上海推进科技创新中心建设办公室执行副主任彭崧说，起步于2015年的上海科创中心建设，取得了一系列实质性突破：重大成果不断涌现，一批大科学设施建成运营，新型研发机构茁壮成长，全球影响力持续增强。

“这十年，上海自贸试验区敢闯敢试，改革创新不断突破。”复旦大学上海自贸区综合研究院研究员张湧说，2013年，上海率先试点自贸试验区，“负面清单”“先照后证”等一批改革举措相继推出，超过100项制度创新成果在全国复制推广。2019年8月，中国（上海）自由贸易试验区临港新片区挂牌成立，特殊经济功能加速孕育，收获了一批突破性、引领性改革创新成果。“以前我们在中国市场的销

量只有 2 万瓶，参加两届进博会后，销量超过 100 万瓶。”德国如意之家商务发展总监康斯坦丁感叹。中国国际进口博览会在上海成功举办四届，成为世界企业进入中国的重要平台，中国开放的大门越开越大。

随着长三角区域一体化发展上升为国家战略，以上海为龙头的长三角发展走深走实，长三角生态绿色一体化发展示范区已推出 70 多项含金量高、示范性强的制度创新成果。示范区执委会副主任张忠伟说：“制度创新为长三角一体化、高质量发展提供了强有力支撑。”

提升获得感 创造高品质生活

2022 年 6 月 25 日上午，上海市第十二次党代会现场，报告讲到“中心城区成片二级旧里以下房屋 5 年累计已实施改造 308 万平方米，这一困扰上海多年的民生难题今年将历史性解决”时，全场掌声响起。“旧改，是照进居民心中的阳光。”黄浦区外滩街道宝兴居民区党总支书记徐丽华说。

人民城市人民建，人民城市为人民。十年巨变，更多的变化在百姓的生活中。

铆牢民心工程，一年接着一年干。一批老年人助餐点、幼儿托育点、早餐工程、老旧公房加装电梯等实项目完成，“老、小、旧、远”民生难题不断破解。2021 年，上海加装完成 1579 台电梯，是此前 10 年加梯总数的 3 倍。“创造高品质生活是满足人民对美好生活向往的必然要求，是我们一切工作的出发点和落脚点。”上海市委主要负责同志强调。

黄浦江畔，江风轻拂。刘洪三是山东人，儿子在沪工作，“最喜欢晚饭后出来跑跑步，在江边吹吹风。这样的上海，真好！”上海下大气力将生产性、封闭型滨江岸线转变为生活性、开放型的生态景观岸线，搬迁近 3500 家单位，换来两岸贯通 45 公里的滨江景观带。黄浦江两岸成为连续贯通里程最长、城市更新区域最大、城市功能最为丰富的世界级滨水区。

十年间，上海医疗卫生水平进步明显，2021 年居民人均预期寿命达到 84.11 岁。

上海老城核心区的永嘉路 309 号，绿荫浓密，悄然变身为一个袖珍的“口袋公园”——由政府拆除存在消防隐患的两排残旧住宅改造而成，周边居民的生活空间豁然开朗。不远的南昌路上，临街一整面墙，绘满写意山水。作为衡复风貌区（南昌路）综合改造作品之一，艺术家陈英杰在上海最冷的季节开始创作，将道路两侧满载的梧桐树纳入构图，“当梧桐树叶长出来，作品就完工了”。

喜欢上海，理由很多。通过扫码阅读等方式，实现建筑“可读”“可听”“可看”“可游”，人与城市更加紧密连接。一年一度的上海国际电影节、国际艺术节，是不少人盼望的节日。上海话剧艺术中心官微上，不少观众留言，“到安福路看戏，是来上海的美好理由之一。”

上海市第十二次党代会报告提出，“展望未来的五年，来自五湖四海的人们在这里创新创业、追逐梦想，人的个性得到尊重、才华得到展示、价值得以实现，创意灵感在这里迸发，时尚潮流在这里定义，美好生活处处可见……”秉持人民城市理念，上海突出城市人本价值，坚持把最好的资源留给人民，以更优的供给服务人民。

推进数字化 实现高效能治理

2500 万人口，831 公里轨交里程，12 万公里地下管线，近千幢 100 米以上高层楼宇……为了城市安全、稳定运转，每一个细节都不容懈怠。2017 年全国两会上，习近平总书记在参加他所在的十二届全国人大五次会议上海代表团审议时强调，走出一条符合超大城市特点和规律的社会治理新路子，是关系上海发展的大问题。

提升城市治理能力，上海向数字化要生产力——2019 年，以“一屏观全域、一网管全城”为目标的城市运行“一网统管”上线运营，72 个部门（单位）的 220 个系统、1202 个应用汇集，1.79 亿个智能物联终端每日汇聚、交换、共享约 10 亿条实时动态数据。“一网统管”成为提高城市治理现代化水平的“牛鼻子”工作，城市数字化转型全面推进。

建成近 30 年的杨浦大桥，布设了 17 类 1100 多个结构安全数据感知点，实时监测风速、温度、大地震动等环境数据，今年 1 月，智能巡查设备在主桥下游侧发现一条长 2.8 米、宽 0.2 厘米的纵向裂缝，即刻自动派单至维修人员，在最短时间内修复。一大批智能化城市应用场景，实现从预警到处置的闭环管理。

提升城市治理能力，上海广泛发挥人民主体作用。

2020 年 7 月，上海市人民建议征集办公室挂牌成立。“这不只是多块牌子，而是要进一步凝聚人民群众的智慧和力量。”上海市信访办、市人民建议征集办公室主任王剑华说。

地铁增设口罩自助售卖机；退役后的测量船“远望一号”整修一新，在黄浦江畔发挥爱国主义教育基地功能；全市 120 救护车统一安装行车记录仪……挂牌两年，上海市人民建议征集办收到群众意见建议 16 万条，报送市委、市政府的重要建议采纳率达 98.5%。

提升城市治理能力，上海秉持法治精神。

2019 年 7 月 1 日，《上海市生活垃圾管理条例》正式施行。3 年来，上海生活垃圾分类成效显著，可回收物回收量增长 1.3 倍，湿垃圾分出量增长 72.9%，有害垃圾分出量增长 13.9 倍，干垃圾处置量下降 27.8%。

2019 年 3 月起，上海市司法局联合多个部门连续出台 10 份企业轻微违法免罚清单，覆盖 9 个执法领域。截至 2022 年 6 月 15 日，上海市行政执法单位共适用免罚清单作出不予处罚决定 4760 余件。“在行政执法领域，精细划分轻微违法行为，对市场主体依法不予处罚，正是对城市治理精细化要求的有益探索。”上海市司法局局长陆卫东说。

以治理数字化牵引治理现代化，推动城市治理模式创新、治理方式重塑、治理体系重构，上海全面提升科学化、精细化、智能化水平，努力走出一条超大城市治理现代化的新路。

奋进新征程、建功新时代，明天的上海，将不断创造新奇迹、展现新气象。

（内容来源：人民日报）

法治建设与金融高质量发展——来自中国债券市场的证据

王永钦 上海金融与发展实验室 学术委员会委员

内容提要

债务是经济发展最主要的外部融资手段，债务的结构也会对高质量发展有深刻影响。债务合约的两种主要方式——银行贷款和债券在合约实施方面有着显著区别。前者主要明确以企业的资产(如房地产)作抵押；而后者则隐性地以企业的剩余资产或未来现金流作抵押，合约实施难度更大，更依赖于对债权人的法律保护。然而，现有研究多关注法律保护对银行贷款的影响，对债券市场影响的研究相对缺乏。本文利用 2019-2021 年间各地设立破产法庭这一自然实验，采用双重差分方法识别了债权人法律保护对企业债券的影响。研究发现，破产法庭的成立显著降低了当地企业债券在二级市场上的利差。进一步分析显示，抵押品的可获得性越强、抵押品价值不确定性越小、债权人对企业的控制权越强，破产法庭的效果就越强。相应地，对债权人法律保护的加强也降低了企业在一级市场的发债成本，并提升了企业债务结构中债券融资和长期负债的比例。本文的研究表明，法律实施的改进会有效促进债券市场的发展，改善中国的金融结构，促进中国的高质量发展。

关键词：法治 债务结构 金融结构 高质量发展

引言

债务是企业 and 经济发展最主要的外部融资方式。根据中国人民银行公布的社会融资数据，截至 2021 年末，股票余额仅占社会融资总额的 3%，其余为各类贷款、债券和票据。债务融资不仅是促进经济增长的重要力量(Levine, 1997)，债务的结构也会深刻影响经济发展的质量。从金融体系视角来看，债务结构主要表现为银行贷款(间接融资)和债券(直接融资)的相对构成；债务结构的演变内生于相应的经济发展阶段和制度环境。当一个经济体处于赶超阶段、远离技术前沿时，经济发展的主要任务是学习现有技术、动员资源，其抵押品不确定性小，此时银行贷款是更合适的金融工具，银行主导的金融体系在动员资源方面能发挥更大作用；而当一个经济体接近或处于技术前沿之时，经济发展的主要任务是技术创新，抵押品面临的不确定性更大，偏好安全抵押品的银行体系在创造信用方面会出现不足，在这个发展阶段直接融资(债券和股票)变得更为重要。

党的二十大报告指出，高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务，创新是第一动力。因此，构建与创新相适配的金融体系已刻不容缓。然而，与欧美等发达金融市场相比，中国金融体系中以银行信贷为主的间接融资占比过高，以债券市场和股票市场为主的直接融资发展不充分，这一结构性矛盾仍然十分突出。银行贷款对房地产抵押品的过度依赖不仅会制约企业创新，也会催生资产泡沫，积累金融风险，恶化收入分配，加剧经济发展的脆弱性。数据显示，截至 2021 年末，中国贷款融资存量占比为社会融资总规模的 66.5%，而企业债券融资和股权融资的占比分别为 9.5%和 3.0%；跨国比较表明，2019 年中美两国非金融企业贷款规模与债券规模之比分别为 6.9 倍和 1.4 倍，中国债券市场仍然

面临巨大发展空间。在此背景下，厘清影响中国债券市场发展的制度因素，对于提升金融服务实体经济的效率、有效推动企业创新、化解系统性金融风险 and 实现经济高质量发展具有重要意义。

金融合约是一种跨期的承诺。由于合约具备不完全性，有违约的可能性，因而需要某种抵押品。因此，法律体系是决定一个国家抵押品结构，进而影响其金融体系的基础性制度。相关研究表明，法律体系的差异决定了经济体中抵押品的种类，在此基础上构建而成的金融体系也会有所不同，投资者和债权人保护越完善的国家，其资本市场越发达 (La Porta et al., 1998)。从履约和抵押品的角度来看，债务合约可以分为两类 (Djankov et al., 2008; Lian & Ma, 2021)。一类债务是以明确的资产 (如土地、房产、金融资产) 作抵押，一旦债务人违约，抵押资产的产权则归债权人所有；另一类债务则是隐性地以企业的剩余资产和未来现金流作抵押，与企业的内在价值更相关。

对于明确以资产作抵押的债务来说，债权人可以通过获取抵押资产的方式弥补债务人违约带来的损失；而对于隐性地用企业剩余资产和未来现金流抵押的债务来说，一旦债务人违约，债权人最终需诉诸法律程序，实现债务合约的强制实施。因此，相较于明确地基于资产抵押的债务合约，隐性地基于企业剩余资产和未来现金流抵押的债务合约对法律实施的要求更高，对应到具体的金融资产，银行信贷、债券、股票对法律实施的要求依次提高。理论上，债务合约的实施情况决定着债务市场的功能。债务合约越容易被实施，债务合约的利率也越低 (Aghion & Bolton, 1992; Hart & Moore, 1994)。从这个角度看，大部分债券都是隐性地以企业的剩余资产和现金流作抵押的债券，而以特定物权作抵押或质押的债券占比约为 3%。相对于以外部资产抵押 (如房地产) 为主的银行贷款，隐性地基于剩余资产和未来现金流 (即项目的内在价值) 抵押的债券市场发展更加依赖于高质量的法律体系，尤其是有效的破产制度。

由于抵押品稀缺而不能创造资本是经济发展的重要约束，因而加强债权的法律保护，相当于“激活”了经济中潜在的抵押品，从而能够促进资本创造，对经济产生深远的影响 (De Soto, 2003)。最近的理论文献开始用资产的可抵押性来刻画不同国家的金融发展程度 (Phelan & Toda 2019; Fostel et al., 2019; 王永钦和祁鼎, 2020)，抵押品的质和量的提升会进一步提升金融体系的稳定性。由于抵押品的稀缺，很多发展中国家的抵押品局限于与企业内在价值关系不大的土地和房地产，这加剧了实体经济对这类资产价格的敏感程度。资产价格的上涨下跌会迅速通过抵押品渠道传递至实体企业，造成企业信贷的扩张或收缩，加剧了金融体系的脆弱性和周期性。20 世纪 90 年代日本经济危机期间，由于房地产价格暴跌，以房地产为核心的信用体系崩塌，日本实体经济的融资能力和投资活动也遭受重创 (Gan, 2007)。这表明隐性地以企业的现金流作抵押的债务有利于降低企业对资产价格波动的敏感性，提升金融体系的稳定性。

中国政府一直重视金融市场的法治环境建设，党的二十大报告明确指出，“必须更好发挥法治固根本、稳预期、利长远的保障作用，在法治轨道上全面建设社会主义现代化国家”。随着中国特色社会主义市场经济体制的深入发展，破产程序作为拯救不幸企业、淘汰落后企业的法律程序，在优化市场资源配置、健全市场经济体系中的作用愈发重要。为优化破产程序，提高破产审判效率。2018 年 12 月至 2021 年 4 月间，最高人民法院批复深圳、天津、济南、厦门等 14 个城市设立了专门的破产法庭，集中管辖全市范围内中级法院受理的公司强制清算和破产案件、衍生诉讼类案件及跨境破产案件等。破产法

庭为当地破产案件提供了专业、专门的审判队伍，同时实现了较强的独立性。破产法庭建立后，破产案件审理时间缩短了约 200 天，审判人员的受教育水平也有明显提升(Li & Ponticelli, 2022)，这为保障债务合约履行、保护债权人权利提供了制度基础。该政策的实施也为识别法律制度作用于债券市场发展的因果效应提供了重要的实验窗口。

本文基于中国在不同地区、不同时间设立破产法庭这一自然实验，采用多期双重差分法，分析债权人法律保护的加强如何影响债券定价和企业债务结构。研究结果显示，破产法庭的设立降低了企业债券二级市场交易利差。进一步分析表明，从债务合约层面来看，破产法庭的设立对于有具体资产作抵押、债权人保护条款更多、期限更短、信用评级更高的债券作用效果更强；从企业层面来看，外部融资依赖度更高的企业、国有企业发行的债券受到破产法庭影响更强；从地区层面来看，破产法庭设立对债券价格的影响在法治环境更好的地区更明显。此外，债权人保护的加强不仅影响了债券二级市场，也降低了企业在一级市场发行债券的成本，并进一步改善了企业的债务结构：债券融资的比例上升，贷款融资的比例下降；长期负债比例上升，短期负债比例下降。

本文的创新之处主要体现在以下几个方面：第一，关于破产制度如何影响债务合约这一主题。已有研究主要关注破产制度与银行贷款之间的关系，而较少研究破产制度对债券市场的影响。从合约结构来看，债券是与银行贷款截然不同的金融合约：银行贷款多以明确的资产(未必与企业内在价值相关的资产，如房地产)作为抵押，而债券则更多隐性地以剩余资产和未来现金流(即企业的内在价值)作为抵押。本文采用债券发行及交易数据，探究了破产法庭设立对债券定价的影响。弥补了现有文献的不足。第二，即使是针对破产法对银行贷款影响的实证研究，也多是采用跨国数据或跨国公司数据，而不同国家之间除了破产法的差异之外，也存在诸多法律制度以及经济、文化等方面的差异，很难识别破产制度与债务特征之间的因果关系。而中国破产法庭试点政策的实施，体现了同一个国家内部不同地区之间破产环境的差异，为研究破产制度差异带来的影响提供了一个理想的自然实验。基于此，本文采用企业层面的微观数据，利用破产法庭设立这一政策冲击，通过各地破产制度环境的差异识别了破产制度改进对企业融资成本以及债务结构的因果性影响。本文是较早用因果识别的方法系统研究破产制度对债券市场发展影响的文章。第三，更一般地说，鉴于抵押品均衡理论为金融学 and 宏观经济学提供了统一的方法，本文从实证上系统验证该理论，有助于理解法治、金融体系和实体经济之间的内在联系，而目前相关的实证文献仅限于提供一些特征性事实。从政策的角度来看，中国正处于金融结构转型和高质量发展的新阶段，本文也为理解法律制度如何促进中国金融结构完善和经济高质量发展提供了丰富的政策含义。

本文结构安排如下：第二部分对相关文献进行评述；第三部分对相关理论进行梳理，并提出假说；第四部分介绍本文的政策背景和数据来源；第五部分分析破产法庭设立对公司信用债二级市场利差的影响及其作用机制；第六部分进一步探讨破产法庭设立如何影响企业的发债成本和企业债务结构，并进行相应的稳健性检验；第七部分为结论和政策建议。

金融市场和信贷市场的发展与法治环境高度相关。经济学理论表明，由于合约的不完全性，因而在债务合约更容易被实施的情况下，债权人出借资金的意愿会更强 (Aghion & Bolton, 1992; Hart & Moore, 1994)。法律制度不仅影响着债务合约的价格和规模，也是债务期限等特征的决定性因素 (Diamond, 2004)。在实证层面，现有文献通过跨国数据研究表明，法律体系对信贷市场有重要的影响 (La Porta et al., 1997, 1998; Djankov et al., 2008)。

(一) 法律体系与债券市场的发展

法律与金融方面的文献较早研究了法律起源和法律体系对债务市场的影响。债权人法律保护、债务合约的实施水平与债务市场的发展密切相关 (La Porta et al., 1997; Djankov et al., 2008)。这类研究多依赖于一国债权人保护水平或破产效率指标，而法律制度是难以量化的抽象概念，指标构建过程中存在一定的主观因素。在此基础上，一些学者采用跨国微观数据验证了债权人保护对贷款融资的促进作用 (Qian & Strahan, 2007)。然而不同国家之间除了法律制度的差异，还存在许多其他层面的不同，采用跨国数据难以准确地识别法律制度对债务市场的影响。也有学者在中国市场环境下分析了法律制度对企业融资成本的作用，钱雪松等 (2019) 发现《物权法》出台后，与固定资产占比较高的企业相比，固定资产占比较低的企业的贷款成本显著降低。但是，上述研究都以银行贷款市场为主，少有文献探究法律制度对债券市场融资成本的影响。

(二) 债权人法律保护对企业债务结构的影响

理论研究表明，破产制度影响企业的债务融资行为。破产制度作为一种债权人保护的手段，可以弥补债券发行人自身存在的风险。安全性较高的企业可以通过发行债券来避免支付银行贷款要求的高额利息；高风险企业则只有在破产制度有效的情况下才能发行债券，而破产制度无效时，高风险企业无法发行债券，只能通过银行贷款融资 (Becker & Josephson, 2016)。清算成本越高的公司越倾向于发行公开的、非担保的、限制性条款 (covenants) 少的债务 (Alderson & Betker, 1995)。在中国市场环境下，债权人法律保护的加强将会如何影响企业的债务结构，仍是有待检验的问题。

(三) 债务的抵押品结构

近年来，学者们开始更进一步关注债务合约背后的具体抵押品结构。Rampini & Viswanathan (2020) 明确区分了以具体财产作为抵押品的担保债务 (secured debt) 和其他隐性的抵押品 (如剩余的资产或者现金流) 之间的关系。类似地，Lian & Ma (2021) 将债务划分为基于具体资产的债务和基于未来现金流的债务，发现美国非金融企业债务中，80% 都是基于未来现金流的债务；以营业收入衡量的企业未来现金流直接放松了企业的借贷约束，企业不容易受到资产价格下跌带来的负面影响，同时也会缓解资产抛售带来的影响。不过，Lian & Ma (2021) 的实证仅仅提供了一些特征性事实，而没有具体的理论框架和进行因果关系识别，本文则弥补了这些不足。在国内文献方面，一些学者分析了中国市场环境下影响债券定价的因素，如承销商评级 (林晚发等，2019)、合约条款设定 (史永东和田渊博，2016；杨国超和蒋安璇，2022)、担保 (林晚发等，2022)、股权质押 (史永东等，2021) 以及货币政策 (王永钦和吴嫄，2019；刘冲等，2022) 等。本文研究的是更基本的问题：法律制度对债券市场发展的系统性影响。

第三、四、五、六部分详见原文

结论与政策建议

法律和产权体系的落后、抵押品稀缺是限制发展中国家发展的重要因素。历史上，只有少数国家成功实现了这个转型(De Soto, 2003)。一个国家的制度结构(主要是法律和产权体系)决定了其抵押品结构，进而决定了其金融结构。本文利用中国破产法庭的设立这一自然实验，采用双重差分方法，使用债券和企业层面的微观数据，系统地研究了债权实施水平提升、债权人保护加强对债券市场及企业融资的影响。实证结果表明，债权人法律保护的增强降低了债券二级市场利差和一级市场的融资成本，也改进了企业的债务结构：债务融资能力提升，债券融资(直接融资)增加，金融机构借款(间接融资)下降。中国目前处于转型的关键时期，随着人口红利的逐渐消失，必须通过制度改革进一步激活沉睡的资本。本文具有如下重要的政策含义：

第一，法律制度的改进有助于降低债券市场的利差和发行成本，从而降低企业融资成本。加强债权人的法律保护，实际上等于激活了中国经济中潜在的抵押品(即企业的剩余资产和未来现金流)，从而有效缓解了困扰很多发展中国家的抵押品稀缺问题。债权人法律保护是一种帕累托改进的制度安排：既保护了债权人的合法收益，也降低了企业的融资成本，并改进了企业的债务结构。中国仍有很多潜在的抵押品(如农村土地、动产、无形资产等)，有待通过产权和法治改革来加以激活，这方面改革的空间是巨大的。另外，金融机构要更好地利用和整合信息系统，完善征信数据，创造出新的信息资产，进一步释放潜在的抵押品。

第二，从经济周期的角度看，以企业内在价值作抵押的债券融资可以减少传统银行体系对房地产部门的过度依赖，缓解房地产泡沫(房地产泡沫本质上是一个抵押品稀缺问题)，熨平杠杆周期和缓解系统性金融风险。从事后角度看，出现系统性金融风险后，抵押资产(如房地产)价值缩水。银行贷款也随之收缩，债券由于依赖的是企业内在的价值作抵押，因而在经济下行期会成为银行贷款的有效替代(Adrian et al., 2012)。

第三，历史上看，美国花了很长的时间才从主要以资产作抵押的体系转变为主要以未来现金流作抵押的体系，这背后的制度保障是更好的会计和信息披露制度、公司治理体系以及更好的破产制度(Benmelech et al., 2022)。20 世纪初，由于这些方面制度的缺陷，美国金融体系也主要依赖资产作抵押，随着制度的改进逐渐转变为主要依赖未来现金流作抵押。历史上，只有少数国家成功实现了这个大转型。习近平总书记指出，金融是国家重要的核心竞争力，金融安全是国家安全的重要组成部分，金融制度是经济社会发展中重要的基础性制度。笔者认为，金融的抵押品逻辑蕴含着中国未来转型成功的密码，这方面的改革是中国高质量发展和中华民族伟大复兴的关键。

(内容来源：《经济研究》2022 年 10 月)

美联储非常规政策正常化路径及展望

邵宇

东方证券 首席经济学家

上海金融与发展实验室 理事

在 2022 年 8 月的杰克逊霍尔会议上，鲍威尔释放了非常明确和强硬的“鹰派”信号。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。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%。截止到 9 月 7 日的 8 个交易日内，标普 500 已累计下跌 300 点，累计下跌 7%，10 年期美债收益率累计回升 30bp，且趋势尚未终止。美联储非常规政策正常化（下文简称“正常化”）的进程始于 2021 年 11 月启动缩减资产购买（Taper）。2022 年 3 月，Taper 结束，比最初计划提前了 3 个月，因为 2021 年 12 月 FOMC 决定加速 Taper。在 3 月的例会上，联邦公开市场委员会（FOMC）决定将联邦基金利率（FFR）提高 25 个基点（bp）。从 3 月到 8 月，FOMC 已经连续加息 5 次，FFR 的目标区间从 0-25bp 升到了 225-250bp，与 2019 年持平。与此同时，美联储从 6 月开始缩表，9 月提高缩表规模，从而提高市场的流动性压力。与 2013-2019 年的正常化周期相比，这一次可谓“急刹车”。

新货币政策框架

2020 年，美联储对“长期目标与货币政策策略”（Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy）作了重要修订，重新诠释了“最大就业”目标，首次提出了“平均通胀目标”。这基本等于放弃了沃尔克时代以来的“逆风而行”规则，转向了“适应主义”的货币政策。主要包括：

第一，将“最大就业”目标置于首要地位。新框架关注的是实际就业人数与最大就业人数的“缺口”（Shortfall），而旧框架关注的是实际就业人数与最大就业人数的“偏离”（Deviations）。“缺口”则是一个非对称目标，只要没有通胀风险（或其它金融风险），美联储不会仅仅因为失业率太低或在下降就收紧货币政策。“偏离”是一个对称的目标，其政策目标是最小化偏离度。当失业率高于潜在失业率时，意味着劳动力市场偏松，政策目标应该是缩小就业缺口，反之则意味着劳动力市场偏紧，可能产生通胀压力。这对应的就是“逆风而行”规则。考虑到货币政策的滞后性，为了预防通胀，美联储应该在劳动力市场进入到紧张状况之前就收紧货币政策。

第二，为了将长期通胀预期锚定在 2% 的水平，FOMC 寻求在一段时间内实现 2% 的平均通胀目标——平均通胀目标（Average Inflation Targeting, AIT），或“弹性平均通胀目标”（Flexible AIT，或 FAIT）。关键是如何理解“平均”？这意味着，如果历史通胀低于 2%，未来就能容忍高于 2% 的通胀，以补偿历史的缺口。但美联储并未明确平均通胀的计算区间，也未指明略超 2% 的通胀水平是多少。这种模糊性增加了政策的灵活性。时任美联储副主席克拉里达的答案是回溯 1 年（Clarida, 2021）。FOMC 成

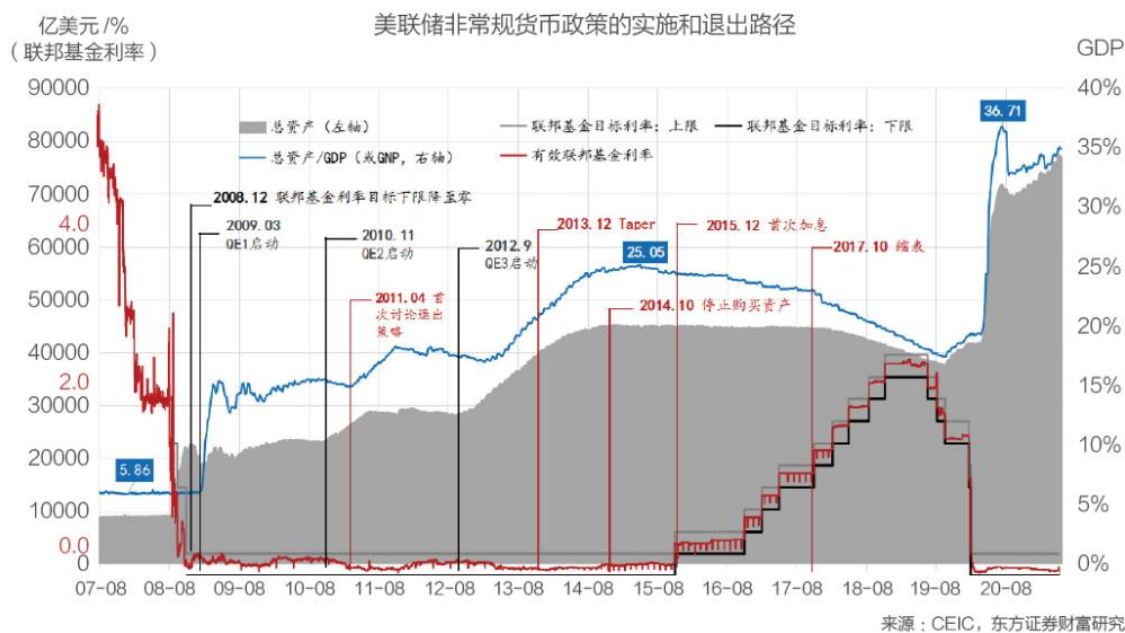
员布莱纳德认为，计算平均通胀的起点是 FFR 降至零时（Brainard，2021）。可知，平均通胀目标是规则与相机抉择的有机结合。

新框架具有内在的宽松倾向，这在一定程度上与货币政策的分配效应有关。美联储希望通过增加对短期通胀的容忍度来提升货币政策对劳动力市场的支持。2021 年 2 月，鲍威尔主席在纽约经济俱乐部（Economic Club of New York）发表了主题为“重返强劲的劳动力市场”的演讲。他认为，持续一段时间的强劲的劳动力市场可以产生可观的经济和社会效益，包括提高就业和收入水平，改善和扩大就业机会，缩小经济差距，修复“大衰退”对宏观经济和个人福祉造成的根深蒂固的伤害。并强调，当时离这样的劳动力市场“还有很长的路要走”。所以，在 2021 年 2-3 季度，虽然通胀压力已经明显增强，但美联储仍然强调劳动力市场尚未实现“实质性进一步进展”，不断推迟正常化，导致后来不得不加速正常化。

非常规政策正常化的路径

参照“大衰退”时期的经验，可将正常化的过程归纳为“四步走”（图 1）：第一步，Taper，此阶段，美联储资产负债表仍在扩张，只是速度边际放缓；第二步，再投资，滚动购买所有到期的资产，保持总资产规模不变；第三步，加息，即利率正常化，将联邦基金利率提高到与经济基本面相适应的水平；第四步，缩表，即资产负债表正常化，确定每月减持的国债和 MBS 上限，到期后不再滚动购买。所以，利率政策是先进后出，量化宽松是后进先出。

图 1：正常化的次序与节奏



在正常化过程中，资产负债表与利率操作是交叉进行的。无论是美联储还是投资者，对四时间点的把握都比较关键：首次加息、启动缩表、停止加息和终止缩表。这四个节点大致上是依次展开的：首次加息的时间点位于 Taper 结束后的再投资阶段；启动缩表的时点取决于 FFR 是否达到了美联储合意的短期目标利率水平，这又依赖于加息节奏的快慢；当利率达到（或接近）SEP 估计的中性利率水平时，再

结合经济和金融市场的运行情况，美联储将选择何时停止加息；终止缩表的时点更有弹性，一般而言，加息放缓之后缩表也会随之减速，而后终止。

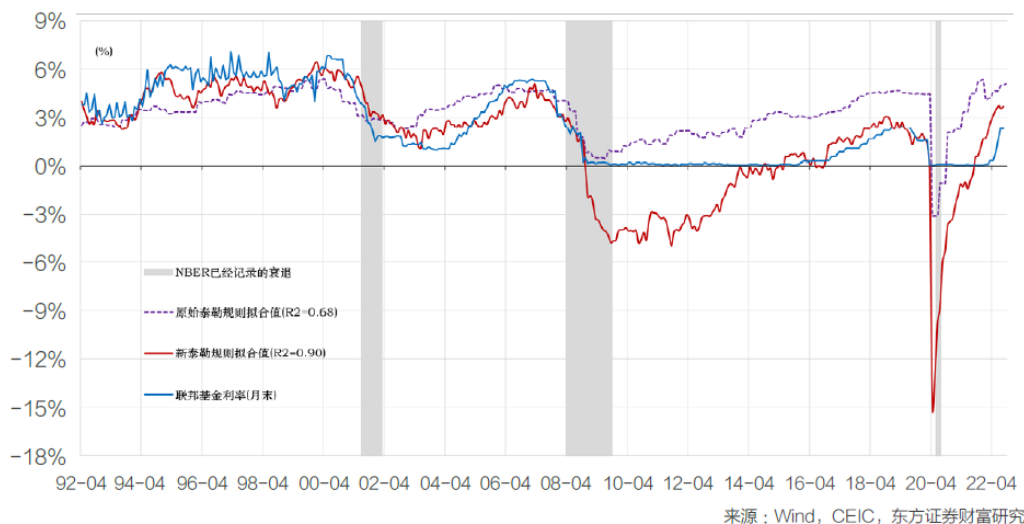
理解正常化的次序和节奏？美联储始终强调两点：第一，FFR 是主要政策工具；第二，资产负债表操作和利率操作的决策是分开的。笔者认为，利率充当着“阿里阿德涅之线”（Ariadne's Thread），贯穿整个正常化过程。缩表是辅助性的，因为，通过“地板体系”（Floor System，又称“利率下限机制”），美联储能有效地控制短期利率。那么，与经济金融环境相适应的短期利率是多少，美联储合适的政策立场应该是什么，就成了正常化进程中的关键。

自约翰·泰勒（John Taylor）1993 年的经典论文发表以来（Taylor, 1993），泰勒规则（Taylor Rule）已经成为分析（或预测）美联储政策利率走势的重要工具。2008 年大危机之后，由于原始泰勒规则拟合度的下降，出现了各种变形，目前已经发展成为“泰勒规则家族”。

大危机以来，美联储面临的经济环境和约束条件与上世纪末显著不同。它们既解释了传统泰勒规则为什么会失效，也促使美联储思考新的政策规则：第一，由于人口老龄化和劳动生产率的下行等，经济的长期潜在增长率不断下行，2012 年为 2.5%，2020 年为 1.6%；第二，自然利率持续下行，从 2012 年到 2021 年，FOMC 估计的实际自然利率只有 0.5%，中性名义 FFR 的中位数估计从 4.25% 下降到了 2.5%，说明美联储下调利率以应对负面冲击的空间大幅压缩；第三，截止到新冠疫情暴发，美国劳动力市场状况持续改善，失业率创近半个世纪以来的新低（3.3%），但工资反弹仍比较温和，美联储部分归因于自然失业率的下降（从 2012 年的 5.5% 降到了 2021 年的 4%）；第四，工资上涨并未传导到物价，“菲利普斯曲线”由向下倾斜转变为水平状态。这些事实已成为新货币政策框架的重要经验依据。

结合 2020 年的新政策框架，达拉斯联储研究员及政策顾问凯尼格提出了新泰勒规则（Koenig, 2019），使用 1991 年至 2008 年的月度数据对参数进行校准，并利用 2009 年至今的数据进行样本外预测（图 2），可知新泰勒规则有较好的拟合效果，可以更好地拟合 2015–2018 年的利率正常化路径。根据新泰勒规则隐含的加息路径，疫情之后美联储始终走在曲线的后面。8 月底，新泰勒规则隐含的联邦基金利率为 3.68%，超过实际值 150bp 有余。

图 2：联邦基金利率仍落后于泰勒规则隐含的利率



来源：Wind，CEIC，东方证券财富研究

紧缩不足与紧缩过度的权衡

在 7 月的会议纪要中，美联储首次提到了紧缩过度的担忧。这是“鸽派”信号，但媒体和市场都忽视了主要矛盾——紧缩不足。在 8 月的杰克逊霍尔会议上，鲍威尔纠正了市场的错误理解。在演讲的上半部分，鲍威尔总结了当前美国宏观经济的运行。整体而言，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，但仍远高于政策目标，重要的是通胀的传导还在继续。就业市场“非常强劲”，但供求明显失衡。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。在下半部分，基于对上世纪 70 年代“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，鲍威尔简洁有力地总结了三个经验教训：第一，美国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越大。

（内容来源：北大汇丰 PFR）

经济转型下的银行信用风险管理

刘晓曙 青岛银行 首席经济学家，资产管理人论坛 理事

朱连磊 青岛银行

银行信用风险管理的基本逻辑

我国商业银行信用风险管理已初步实现由主观向客观、由定性向定量、由静态向动态的转变。信用风险管理涉及授信审批、贷后管理、风险缓释等，贯穿信贷各个环节，其转变也已嵌入到信贷全流程中。一是风险识别初步实现由主观向客观转变。传统信贷风险识别主要依靠信贷管理者的经验判断，风险评价的主观性较强，之后逐渐转变为基于历史数据的数理统计分析评估借款人信用状况，风险识别的客观性增强。二是风险测定初步实现由定性向定量转变。以经验判断为主的风险识别模式，只能对风险进行定性评判。Creditmetrics、Creditrisk+、KMV 等信用风险量化管理模型的出现，能够对信用风险进行客观、科学的量化测定。三是风险管控初步实现由静态向动态转变。传统风险管理模式下，借款人信息的获取渠道有限、更新周期较长，借款人的信用风险程度变化无法有效衡量，风险管理主要表现为静态管理。伴随经济社会数字化转型推进以及风险量化技术的进步，借款人风险评估及管控所需的各类数据的获取渠道增多、处理能力增强，银行可以实现对借款人信用风险的动态监测和管理。

当前，我国商业银行信用风险管理的基本逻辑是依靠抵押品来管控信用风险，抵押品是缓释信用风险的主要抓手。尽管信用风险管理的模式、手段等都已实现较大的跃迁，但商业银行稳健风险偏好使得其无法摆脱对抵押品的依赖。从五大国有银行贷款类型占比数据可以看出：抵质押贷款占比呈现稳步升高态势，说明抵押品仍然是银行缓释信用风险的重要手段；虽然信用贷款占比也呈现上升态势，但其中相当一部分是依托政府信用的贷款。因而，当前近三分之一的信用贷款并不能认为是完全无抵押的纯信用类贷款，信用贷款也不能认为已经成为银行信贷的主导模式，以抵押品来管控信用风险的信贷基本逻辑并未改变。（见图 1）

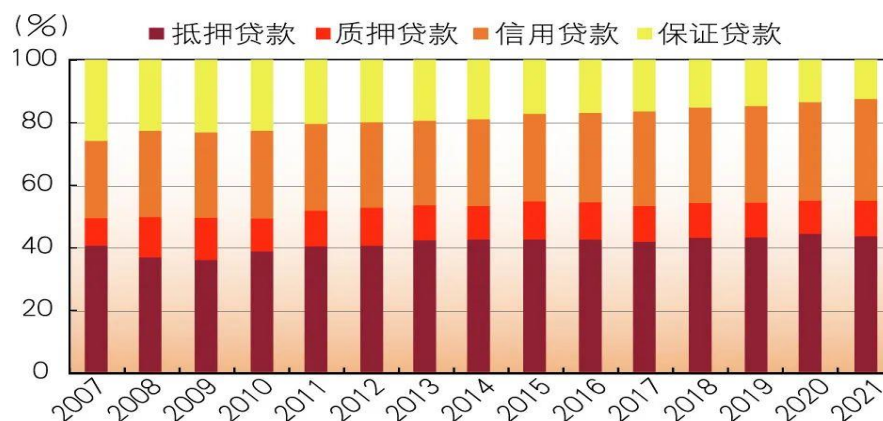


图 1 五大国有商业银行贷款类型占比

数据来源：Wind，其中 2019—2021 年为工农建交四大行的平均数据

由于我国经济发展变化大、银行在一些历史阶段经营较为粗放，加之缺乏权威的外部信用评级机构，无论是基于经验判断还是基于历史数据分析的信用评估，都难以准确反映借款人当前的信用状况，在我国信用保证、CDS 等信用风险缓释工具不完备的情况下，抵押品依然是银行授信决策、贷后管理、资产处置以及缓释信用风险等信用风险管理的主要依据。

表 1 上市国有银行和股份制银行房地产、基建及政府融资平台相关贷款比例（%）

名称	工商	农业	中国	建设	交通	邮储	招商	平安	华夏	中信	光大	浙商	浦发	民生	兴业
电力、热力、燃气及水生产和供应业	5.72	5.94	5.34	5.12	4.10	3.55	3.50	0.80	2.84	1.74	1.67	1.12	3.05	2.14	2.66
建筑业	1.71	1.71	1.89	2.38	2.40	1.86	2.17	1.60	4.52	2.17	3.99	4.27	3.46	2.79	3.38
交通运输、仓储和邮政业	15.22	12.20	11.03	9.38	11.64	10.94	8.00	1.60	2.40	2.97	2.90	0.85	3.88	3.14	3.30
房地产业	3.84	4.87	7.73	3.89	6.40	2.15	7.21	9.40	5.69	5.86	5.97	12.56	6.92	8.91	7.61
租赁和商务服务业	8.97	8.72	13.04	9.20	9.92	2.09	3.14	—	18.46	9.40	7.34	14.13	8.81	12.73	8.55
水利、环境和公共设施管理业	7.38	4.17	1.93	3.35	5.83	1.71	1.17	—	7.48	7.85	9.57	3.73	3.78	3.97	5.24
个人住房贷款	30.8	30.46	30.79	33.96	22.70	33.61	24.68	21.40	13.73	20.04	17.09	6.76	18.93	14.72	25.32
总计	73.64	68.07	71.75	67.28	62.99	55.91	49.87	34.80	55.12	50.03	48.53	43.42	48.83	48.40	56.06

数据来源：各家银行 2021 年年报

我国银行业主要依靠房产、土地及政府信用进行信用创造和信用风险缓释。成为适当的抵押品需要满足易估值性、易流通性和易控制性，价值易评估、流动性好、产权清晰且易控制的房产、土地因此受到银行的青睐。对房产、土地以及政府信用这些抵押担保品的高度依赖反映到商业银行贷款的行业分布结构上，就表现为房地产、基建及政府融资平台相关行业的贷款占比高。表 1 列举了上市国有大行和股份制银行 2021 年涉及房地产、基建及政府融资平台相关的贷款占比，包括房地产业、建筑业、个人住房贷款以及交通运输、水利、电力等公共事业行业，大多数银行在这些行业的贷款占比较高，平均达到五六成。由于银行在实际贷款业务中普遍加入需要抵押品的附加条款，其他行业企业贷款往往也需要有可抵质押的担保资产，房产、土地这类抵押品的不足成为制约这些企业融资可获得性的重要原因，也是导致贷款行业分布不均衡的重要因素。因此，依靠房产、土地等抵押品以及国企信仰、城投信仰等政府信用的贷款占比非常高，银行则依靠房产、土地及政府信用缓释信用风险。房产、土地价格上涨，导致抵押品价值增加及政府信用增强，进而提高可获得的信贷量，房产、土地、政府信用、信贷量之间彼此相互强化，使得银行的信用创造呈现螺旋式增长态势。

银行信用风险管理演进趋势

商业银行负债端保本付息的刚性要求以及维护经济金融稳定的监管要求，使其需要依赖信用风险缓释工具以转移或降低信用风险。结合我国金融体系的发展现状，可预见在今后较长时间里，抵押品仍将是我国商业银行缓释信用风险的主要抓手。随着房地产调控的持续及打破政府信用债刚兑的预期，未来可能导致房产、土地等抵押品缺乏以及政府信用收缩，这将对银行现有的信用创造模式及信用风险管理策略产生较大影响，迫使其扩大抵押品清单并发掘新的抵押品。与此同时，数字科技的不断成熟和深度应用，对银行的信用风险识别、抵押品监控等管理模式创新也将发挥重要作用。

信用风险缓释手段面临由有形抓手向无形抓手的扩展。

根据《商业银行押品管理指引》的规定，商业银行应至少将押品分为金融质押品、房地产、应收账款和其他押品等类别。金融质押品、房地产由于估值容易、权属清晰且易于控制处置，抵质押模式较为成熟，抵质押率也较高；应收账款和其他押品由于存在估值难、权属不清、处置难等问题，抵质押模式仍需探索。随着传统产业转型升级及新经济产业占比升高，企业资产结构中房产、土地等实物资产占比或将下降，知识产权、资产使用权、应收账款、货权等权益型资产占比或将升高。商业银行在服务客户特别是服务新经济客户过程中，不得不扩大抵押品范围，抵押品将会由房产、土地这类实物有形资产向权益型无形资产迁移。与之相对应，银行缓释信用风险的抓手面临由有形抓手向无形抓手拓展。更进一步，借款人的信用价值、数据资产等可视为新型无形资产。以公务员信用贷款为例，虽然名义上是信用贷款，不需要抵押品，但可视为以公务员声誉、未来收入折现等信用价值作抵押，因而风险管理的基本逻辑与抵押贷款相同，是以借款人信用价值这种无形资产为抓手进行风险管控的，并非完全无抵押、无担保。数字化转型为拓宽抵押品范围提供了可能，基于海量大数据，一方面可以缓解信贷双方信息不对称、为借款人增信，另一方面有助于评估借款人的信用价值，并形成数据资产。从依赖房产、土地等实物有形资产到依赖借款人权益型资产、信用价值、数据资产等无形资产，有利于推动信贷模式创新。

数字科技助力提升信用风险管理能力。

借助数字科技手段，可以提升贷前识别、授信决策、抵押品管控及处置保全等各个阶段的风险管理水平。一是提高资产价值评估的准确性。针对基于财务会计数据估算资产价值具有时滞性的问题，应用数字技术采集和分析信用数据、行为数据、政务数据、黑名单、公共数据等各类数据，结合传统资产价值评估方法，可以实现对借款人资产价值更加实时、准确的评估，进而增强银行贷前风险识别能力及贷中授信管理水平。二是提升抵押品管控能力。利用数字科技手段重塑抵押品估值、控制等重点环节的业务流程，加强抵押品的物理状态、使用状态及权属登记情况等的动态监测，对抵押品异常移动、丢失等情形可及时发出风险预警，有助于解决传统抵押品管控中管理成本高、风险监测不及时等问题。三是促进抵押品处置。通过建立抵押品的数字化管理系统，提高抵押品权属情况、物理状态等信息的可查性和可追踪性，加强与第三方电商平台、委托拍卖机构、工业互联网平台等合作，推动形成抵押品处置变现市场，促进抵押品处置效率提升，从而最大程度地保证银行利益及借款人权益。此外，应用数字科技还有助于提升银行贷后管理水平。应用知识图谱等先进技术加强信贷资金流向监测，监控贷款实际用途不真实、被挪用、流入高风险领域等违规行为，强化贷后管理、提高风险防控水平。

加强信用风险管理的建议

经济转型下，商业银行要更好地服务于传统产业转型升级及新经济产业发展，需要坚守风险管理基本原则，完善抵押品风险管理机制，构建基于客户价值的信用风险管理机制，建立场景化信用风险管控机制，为银行业务转型及产品创新奠定基础。

探索新型抵押贷款模式，完善抵押品风险管理机制。

如何解决抵押品不足难题以及管控抵押品风险，是破解融资难问题的关键，也是银行应对经济转型的重点之一。探索新型抵押贷款模式，涉及扩展抵押品清单以及如何克服当前抵押品管理中的估值、控

制、处置等难点问题。一是转变依赖房产、土地等实物抵押品的思维。经济转型过程中，企业尤其是新经济企业的资产负债结构面临较大改变，资产多为知识产权、专利权、资产使用权、应收账款等无形资产，房产、土地等实物资产有限。银行要满足新经济形势下的金融需求，首要任务是转变过分依赖房产、土地等实物抵押品的思维，扩展实际业务中的可选抵押品清单，探索适用于新经济企业资产负债结构的信贷模式。以专精特新企业为例，其应收账款、存货占总资产的比例接近三分之一，银行可以围绕如何盘活应收账款、存货资产重点发力，比如搭建数字仓单平台拓展存货作为抵押品，或搭建应收账款流转平台拓展应收账款为抵押品，进而提升金融服务能力。二是健全抵押品管理流程。银行的信贷链条一般较长，例如抵押贷款涉及客户营销、产品设计、授信审批、贷后管理、资产处置等，抵押品相关职责分散在分支行、授信审批部、信贷管理部、资产处置部、法律合规部等不同部门之中，职责分散会导致业务脱节、流程不畅。所以应设立专职的抵押品管理部门，建立与产品设计、授信审批、信贷管理等联合运作的抵押品管理机制，实现自上而下的抵押品全流程管理。三是加强抵押品估值、控制及处置管理。抵押品尤其是知识产权、专利权等无形抵押品的价值评估难度大，可以建立内外部抵押品估值协作机制，并注重银行内部资产评估专业人才的培养，切实提高抵押品估值水平；在开展传统信贷业务的基础上，辅之以投融资顾问、财务顾问等投资银行服务，掌握借款人财务状况、产品研发、管理能力等方面的信息，跟踪借款人实际运营情况，进而监测抵押品状态、管控抵押品风险；依托银行的客户资源和渠道优势，加强与专业担保公司、保险公司、政府担保基金等合作，并与行业自律组织合作，拓宽抵押品处置渠道。

创新信用贷款模式，构建基于客户价值的信用风险管理机制。

自互联网金融兴起以来，基于大数据的小额信用贷款快速发展，成为发展普惠金融的重要方式。信用贷款的进一步发展，需要解决风险大、处置难、风险把控能力弱等信用贷款发展面临的实际问题。一是提高对信用贷款的认识，创新信贷管理理念。发展信用贷款首先要破除依赖抵押品的思维，抵押品作为风险缓释工具并不能完全保证信贷安全，所以不应把是否有抵押品作为信贷支持的准入门槛。随着信用环境的不断改善，通过对借款人信用数据、行为数据、经营数据的分析，综合评估借款人的内在价值，合理设定贷款准入门槛、金额、利率等，构建基于客户价值的信用风险管理机制。二是加强小额信用贷款的集中度管理。严格小额信用贷款借款人准入标准，细化借款人群体特征，防范单一借款人类型、区域、行业等集中度过高的情况，避免借款人行为趋同导致的经营波动和违约风险。完善信用贷款客户管理系统，增加对借款人类型、区域等集中度的风险预警，加强信用贷款集中度风险监测。三是建立科学的信用贷款风险评估体系。针对信用贷款没有抵押品面临的处置难问题，信用风险管理的重心应从信用风险缓释环节前移至风险识别环节，并需要建立信用贷款整体风险评估体系。信用贷款风险评估即量化贷款违约损失的概率和程度，可采用前瞻性的情景分析法，预测分析各种情景可能产生的风险，并定期开展压力测试，制定针对性的风险防范措施，避免信用贷款导致的重大信贷损失。

打造场景金融服务模式，建立场景化信用风险管控机制。

金融交易的低频特性使得银行与客户间的联系不够紧密，银行可发挥自身信用中介作用，紧密围绕政务民生、消费医疗、产业链等场景，营造一种无处不在的金融服务场景，并建立场景化的信用风险管理机制。一方面，发挥客户资源优势，拓展金融服务场景。基于银行与地方政府、企事业单位等形成的良好合作关系，共同搭建政务、民生、医疗等非金融服务场景，并将金融服务无缝嵌入到非金融服务场景之中，形成以客户、企业、政府、银行为参与者的场景生态，进而根据场景中所需金融服务制定授信策略和风险管理措施。另一方面，基于产业链、供应链视角，建立主动预防型信用风险管理体系。产业链、供应链稳定是构建新发展格局的基础，信用风险管理可助力维护产业链、供应链稳定。一是数据交叉验证确保真实贸易背景。对于数字技术赋能生产、流通、分配、销售等全过程的供应链金融，通过与核心企业供应链管理系统对接，结合海关、税务、法院等数据，及时获得借款人资金流、物流等信息，交叉验证借款人资信的真实性。二是应用数字技术实现对抵押品的有效管控。通过物联网传感器、卫星定位系统等科技手段，对轮船、汽车、货物等实时跟踪定位，进而可以对其形态、移动速度、轨迹等行为数据进行估测，以实现对这类抵押品的有效监测和控制，拓展适用抵押品的范围。三是强化资金流的闭环管理。设置合理的预警指标和预警触发条件，识别可疑客户名单，实现在企业发生实质性风险之前捕捉预警信号，及时控制处置抵押品等化解风险。

（内容来源：银行家杂志）

2022 年经济怎么看

李奇霖 红塔证券研究所所长 首席经济学家 资产管理人论坛 理事

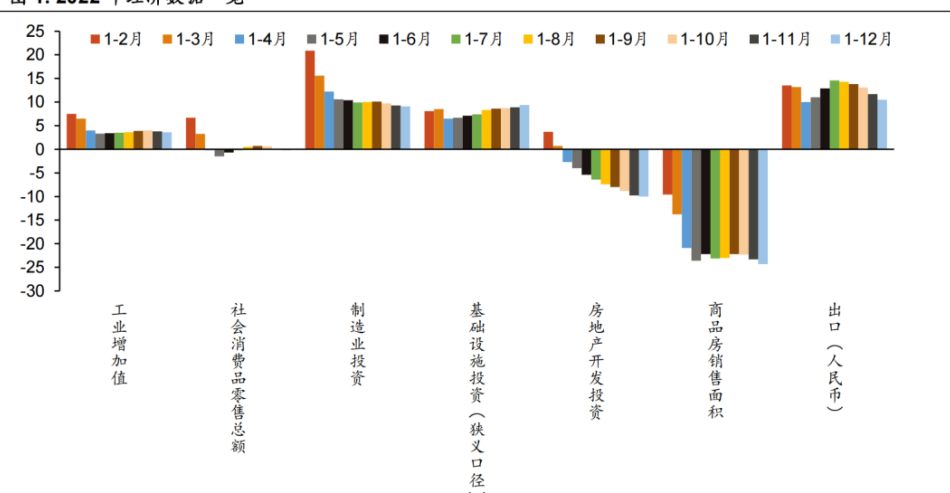
杨欣 红塔证券研究所

卢婉琪 红塔证券研究所

2022 年经济增长情况如何？

2022 年不变价 GDP 同比增长 3.0%，低于年初设定的 5.5% 的增速目标。

图 1. 2022 年经济数据一览



资料来源：wind，红塔证券（均为同比增速）

具体来看，出口是支撑我国去年经济增长的重要支柱，人民币口径下货物出口总额全年同比增长 10.5%，带动制造业投资维持高增速。基建也维持了高增长，全年同比增长 9.4%。

但是，地产和消费的数据不尽人意。

2022 年社零同比下滑 0.2%；商品房销售面积同比下滑 24.3%；房地产开发投资同比下滑 10.0%。

一是疫情的爆发和扩散冲击了消费场景，加剧了收入预期的不稳定性，再叠加未雨绸缪防范未来潜在风险的考虑，居民主动削减开支，消费大幅下滑。全年短期的小额的商品消费和餐饮消费，以及长期的大额的购房消费均减少了。

二是严监管政策下房企资金回流速度减慢，期房交付出现风险，再叠加房价上涨预期不再的因素，购房需求大幅下滑，地产供需两端陷入恶性循环。

居民的收入和支出数据也可以印证内需的萎靡情况。2022 年全国居民人均可支配收入名义同比增长 5.0%，扣除价格因素，实际增长 2.9%。

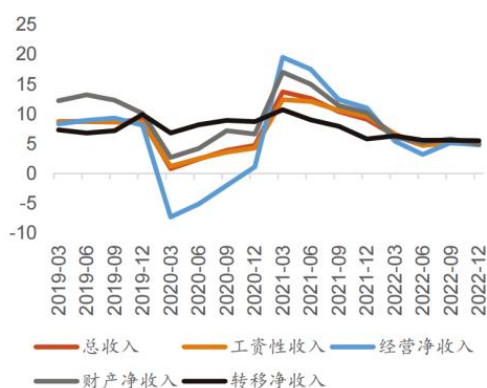
按城乡分，城镇居民收入增速降幅高于农村居民，因为城镇服务业发达，而疫情明显干扰了服务业。城镇、农村居民人均可支配收入名义同比增速分别为 3.9% 和 6.3%，实际同比增速分别为 1.9% 和 4.2%。

按收入来源分，四个渠道的收入增速都下滑了。其中经营净收入较去年下滑 6.2 个百分点，反映出疫情对个体户的生产经营活动造成明显干扰；财产净收入较去年下滑 5.3 个百分点，与大部分城市房价下跌，以及权益市场收益率下降有关。

居民也大幅缩减了消费。2022 年全国居民人均消费支出名义增长 1.8%，实际增速则下滑了 0.2%。其中，出行社交类的衣着消费同比下降了 3.8%，教育文化娱乐同比下降了 5.0%，其他分项的支出增速也远低于 2021 年。

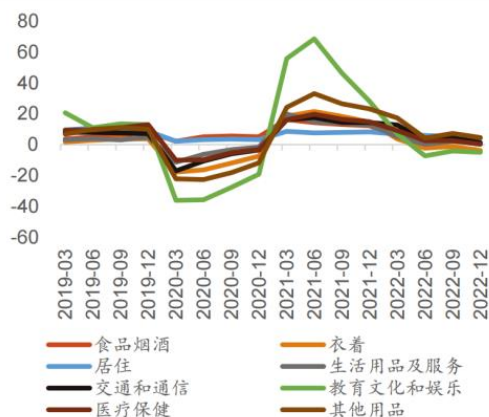
供给端方面，内需收缩后对生产带动作用减弱，再叠加疫情、限电、高温等因素的干扰，工业增加值全年同比增长 3.6%

图 2. 2022 年收入下滑



资料来源：wind，红塔证券（均为名义累计同比增速）

图 3. 2022 年消费减少

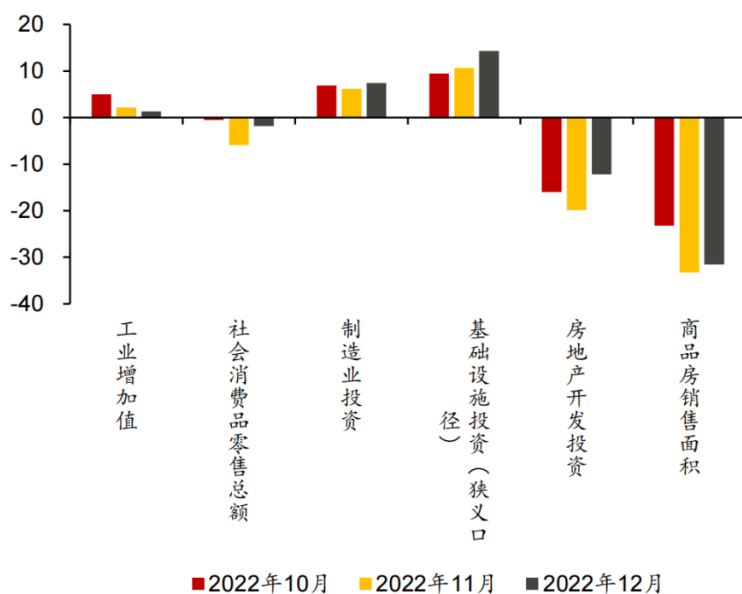


资料来源：wind，红塔证券（均为名义累计同比增速）

12 月经济发展有何边际变化？

此前，市场大多预测四季度 GDP 环比增速为负，但数据却环比持平了，经济恢复好于预期，边际变化来看，12 月数据有多个亮点。

图 4. 单月经济数据一览



资料来源：wind，红塔证券（均为同比增速，固投三项的数据经倒推得到）

第一，消费降幅明显缩小。

社会零售品消费总额同比下滑 1.8%，跌幅较上月收窄 4.1 个百分点。社零降幅的收窄主要有三个原因：一是防疫需求下，中西药品类同比增长了 39.8%，增速创历史新高；二是居家储备物资以及春节购置年货的需求驱动食品类消费出现高增速，粮油食品类同比增长 10.5%，饮料类同比增长 5.5%；三是线下门店逐渐恢复营业、年末部分补贴政策到期、春节临近消费需求前置以及不少汽车厂商降价共同驱动汽车消费增长，同比增速为 4.6%。

不过，其他的分项数据表明短期内疫情对消费的扰动增加。防疫优化后，全国多地迎来感染高峰，居民减少外出，线下消费以及社交类消费受到的冲击明显增加，可以看到餐饮消费收入同比跌幅扩大至 14.1%，化妆品类消费降幅扩大至 19.3%、金银珠宝类消费降低至-18.4%。

其实这一点也是好消息，因为这表明疫情冲击严重的时候可能已经过去了，之后随着感染峰值降低，居民陆续恢复外出，消费就会明显恢复。

第二，基建投资增速更上一层楼。

基建投资维持高增速，狭义口径下累计同比增长 9.4%，以倒推数据计算当月增速甚至达到了 14.3%。该数据与高频数据相悖，12 月石油沥青装置开工率平均是 30.8%，水泥发运率平均是 36.1%，分别环比下降 24.3%和 23.0%。

这是因为固定资产投资的统计采用的是财务支出法，而不是形象进度法，12 月可能受限于疫情、工人返乡等原因施工率下降，但基建合同签署、工程安排均在持续推进，社会配套融资积极落地，从财务支出上起到支撑作用。

金融数据也能证明基建资金的落地情况。12 月企业中长期贷款出现了 1.2 万亿元的高增长，与历史规律背离，除企业减少信用债发行转向增加银行贷款，以及制造业设备更新贷款密集投放的影响之外，更多是基建大项目密集推出撬动的贷款增长。

第三，制造业投资边际增强。

12 月制造业投资累计同比增长 9.1%（前值 9.3%），倒推计算后当月增速为 7.4%（前值 6.2%）。

原因有四点：一是刚需产品行业需求有韧性，驱动投资继续增长，农副食品加工业累计同比增长 15.5%，食品制造业累计同比增长 13.7%；二是国内优势产业保持高增速，比如电气机械及器材制造业累计同比增长 42.6%、汽车制造业同比增长 12.6%；三是在设备更新专项再贷款等政策支持下，制造业技术改造、产业升级、绿色转型等需求增加；四是部分企业对一季度修复的内需进行提前布局扩产，比如有色金属冶炼及压延加工业同比增长了 15.7%。

第四，地产行业供给端有了起色。

在保交楼贷款支持计划、股权融资调整优化等扶持政策密集落地后，行业供给端出现了小幅改善，12 月房企来源于国内贷款方面的开发资金累计降幅收窄了 1.5 个百分点，竣工面积降幅也较前值收窄了 4 个百分点。

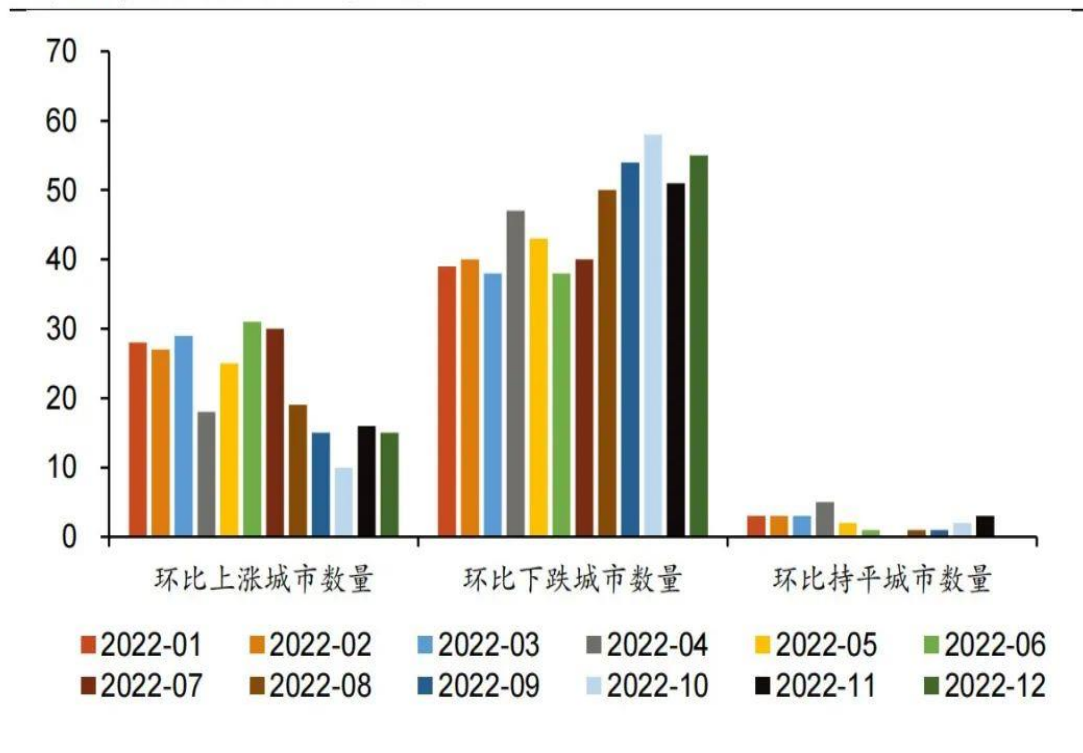
但是，坏的消息也存在。

一是地产销售数据还是处在低迷区间，累计同比下滑 24.3%，较前值降低 1 个百分点。

居民对商品房的需求可以分为刚性需求和投资需求，出于投资需求买房的前提是认为房价会上涨，但现在这个前提没了，统计局公布的 70 城中，房价下滑的城市数量在不断增加，投资性购房需求会大幅减少。

再考虑到国家政策核心一直是“房住不炒”，这就意味着未来商品房销售主要得靠刚性需求来带动，那么，究其根源就是得看人口的增长情况。2022 年我国人口已经出现了负增长，人口自然增长率为-0.60%，短期来看，这或许意味着商品房销售已经见顶了。

图 5. 房价大幅上涨趋势不再



资料来源：wind，红塔证券

二是生产大幅下滑，12 月工业增加值同比增长 1.3%，较前值下滑 0.9 个百分点。

一方面，疫情扩散使劳动力供给受到冲击，叠加工人提前返乡的影响，各行业人手明显不足（12 月 PMI 从业人员指数仅有 44.8%，疫情后读数仅次于 2020 年 2 月），生产效率受到显著影响。另一方面，国内工业企业还处在主动去库存阶段，在需求偏弱的时候，企业生产的积极性也是较弱的，不少企业也选择了主动调低产量预期、削减库存。

从各分项上来看，制造业受到的影响较大，当月仅同比增长 0.2%。其中，汽车制造业同比由 4.9%大幅下滑至-5.9%，我们认为这主要与车企人手不足有关。12 月主要汽车产地的地铁客运量出现明显下滑：长春同比下降 74.9%；上海同比下降 42.33%；重庆同比下降 62.1%；武汉同比下降 56.0%。

不过，部分受益于设备更新改造、绿色转型等政策支持的行业增速仍然较高，比如电气机械及器材制造业同比增长 10.8%。另外，由于 12 月天气变冷，加上大部分居民长时间居家，供电取暖需求骤增，电力、热力的生产和供应业同比增长了 8.6%。

2023 年一季度经济可能有哪些亮点？

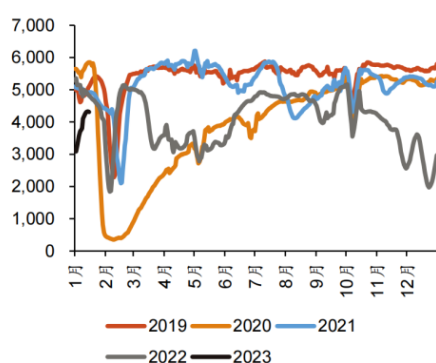
2023 年，在国内疫情防控优化，政策积极发力的情况下，我国经济预计呈现“内热外冷”的格局，内需的修复会支撑经济增长，再叠加低基数的因素，实现增长的难度不大。一季度的经济可能会有三个亮点。

第一，消费大概率会继续回暖。

参考海外经济体的先例，消费的回暖本质上还需要疫情形势出现积极变化。随着防疫优化政策的进行，1 月的高频数据显示居民生活半径已经开始恢复，需求在边际修复，预示着经济阶段性底部已经形成。

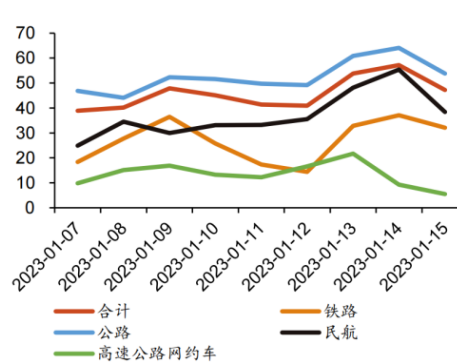
12 大主要城市地铁客运人次已经显著回升，全国客运量也已经比 2022 年同期显著修复，1 月 8 日以来同比增速都在 40% 以上。居民生活半径和城际出行的修复会推动消费特别是服务业消费的回暖。

图 6. 主要城市地铁客运量恢复（万人次）



资料来源：wind，红塔证券

图 7. 全国日客运量同比增速显著修复（%）



资料来源：wind，红塔证券

第二，地产供给端预计会继续修复。

有关房地产供给端的政策频出，1 月 13 日有关部门起草了《改善优质房企资产负债表计划行动方案》，围绕“资产激活”“负债接续”“权益补充”“预期提升”四个方面，重点推进 21 项工作任务。部分地区银行也与房企签订了战略合作协议，这些措施都有助于缓解房企压力，对房企供给端的修复有帮助。

第三，基建会继续发力。

12 月按财务支出法计算的基建投资高增速意味着各地政府发力意愿充足，基建投资相关资金落实到项目上的速度加快，再叠加部分省份在前置发行专项债，截至 1 月 17 日，1 月地方政府新增专项债净融资额达到了 3000 多亿元，预计春节后基建投资会继续保持高增速。

（内容来源：奇霖宏观）

“阳康牛”加配成长

董忠云 资产管理人论坛 理事

符昶 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

我们自 2022 年 12 月 25 日即在报告《坚定看多，六大信号显示 A 股有望迎复苏牛》中指出市场有望迎来牛市行情，并且连续四周强调 A 股配置时机已至，此后市场走势验证了我们的判断。经济企稳预期下 2023 年开年以来上证指数稳步抬升，各大宽基指数普遍上涨。

疫情防控政策放开后，消费复苏趋势已明，制造业企稳成为市场博弈的下一个拐点，带动成长风格反弹。2023 年至今成长风格表现较强，预计后续反弹空间仍较大。大国博弈背景下，地缘政治环境复杂，强国必先强军，军强方能国安，如期实现建军一百年奋斗目标，加快把人民军队建成世界一流军队，这是全面建设社会主义现代化国家的战略要求。当前我军建设正处在提质增效的关键阶段，军工黄金时代的大幕已然拉开，历史性大扩产的进程方兴未艾，要抓住窗口期，军工或为本次成长风格反弹中的黄金赛道。

六大信号显示“阳康牛”行情或已启动：

信号 1：第一波疫情冲击消退速度快于市场预期，经济有望加速修复。我们测算了全国 335 个城市的疫情感染情况，约有 97.31%的城市于 2022 年已完成第一波感染达峰，81.49%的城市在 2023 年春节后已结束第一波疫情，疫情对经济活动的影响或将快速消退。随居民对于病毒变异引发新型感染的担忧减弱，叠加春节过年效应，出行、消费数据加速修复。在稳增长政策的呵护下，居民储蓄或将流向消费，往后看经济有望加速修复，为 A 股上行形成支撑。

信号 2：美联储加息或将放缓，北向资金有望持续涌入。2022 年四季度 PCE 数据显示美国通胀明显降温，随着通胀数据的进一步下行以及经济衰退风险的逐步显现，美联储政策转向可能早于预期，逐步计价美联储转鸽将是 2023 年资本市场的重要主线，外部流动性环境对风险资产将逐步从压制转向利好。同时，2023 年美国大概率继续走弱，而我国复苏确定性较高，中美经济周期错位将推动全球比价视野下人民币资产配置吸引力增强，北向资金有望持续流入支撑 A 股上行。

信号 3：近期监管部门加大对机构投资股票市场的支持力度。目前第三支柱个人养老金投资公募基金刚刚起步，预计 2023 年将进入加速发展阶段，长期来看个人养老金对 A 股带来的增量资金规模或将达到万亿级别。此外，险资不断增大权益资产配置也有望为 A 股提供重要的长线增量资金。在监管部门对机构投资股票加大支持的背景下，机构增量资金有望对 A 股市场提供有力支撑，市场情绪或将加速修复。

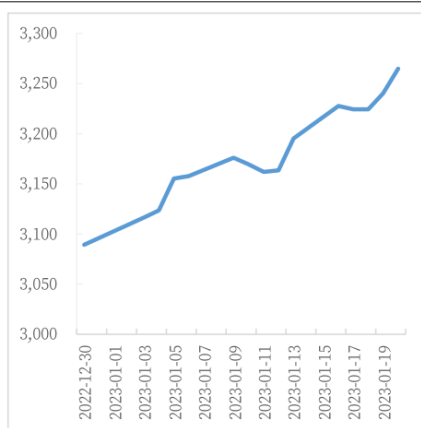
信号 4：较宽松的宏观流动性环境利好股市反弹。2023 年国内货币政策的外部约束或将明显降低，国内政策空间进一步打开。为支持经济复苏，预计央行将继续降准降息及使用结构性工具进行定向流动性输送，宏观流动性有望维持合理充裕甚至进一步宽松，对股市形成利好。

信号 5：资金面有望持续改善，存量博弈僵局或被打破。继 2022 年 11 月偏股型基金发行份额较 10 月反弹后，12 月偏股型基金发行端继续改善。根据过去五年历史数据统计，公募基金仓位触底后上证指数此后多随基金加仓出现反弹。后续公募基金发行和仓位均有望反弹，私募基金仓位也有望持续回升，资金存量博弈僵局有望被打破，形成市场上行动力。

信号 6：估值已调整到位，配置性价比已显现。横向来看当前股市相对债市吸引力较大，当前上证指数 ERP 已进入近十年较高位置，创业板指 ERP 已突破近十年正一倍标准差，科创 50ERP 处于上市以来极值区间。纵向观察过去十年数据，主要指数及大部分行业估值已调整至历史较低区间。市场整体估值已调整至低位，配置性价比已现。无论是横向比较还是纵向比较，目前 A 股估值均具有吸引力，当前位置介入机会大于风险。

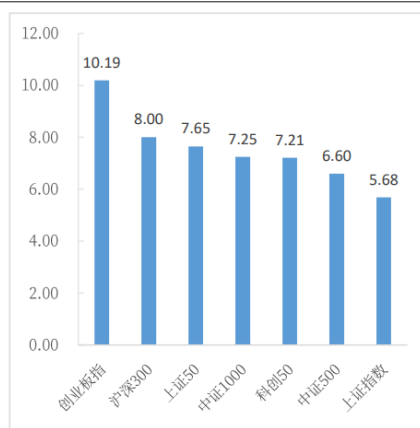
我们自 2022 年 12 月 25 日即在报告《坚定看多，六大信号显示 A 股望迎复苏牛》中指出市场有望迎来牛市行情，并且连续四周强调 A 股配置时机已至，此后市场走势验证了我们的判断。经济企稳预期下 2023 年开年以来上证指数稳步抬升，各大宽基指数普遍上涨。2022 年 12 月经济数据在整体较弱的同时，呈现一定企稳趋势：消费方面，社零同比和实际同比虽然继 10 月、11 月之后继续为负，但下滑幅度明显缩窄；投资方面，2022 年 12 月固投增速录得+3.1%，较 11 月的+0.7%改善，其中，制造业投资增速上行、基建投资增速下降但仍维持高位，二者投资增速均明显高于固投同比增速，房地产投资增速仍然为负，依然是固投的主要拖累项，但下滑幅度较 11 月缩窄。展望 2023 年，经济复苏的关键在消费和地产的恢复。疫情影响减弱叠加促消费政策不断落地，消费增速有望成为 2023 年内需增长的重要动力，同时，房地产回落势头减弱，对经济的拖累效应有望降低。预计 2023 年经济总体修复，全年 GDP 有望达到 4.5%-5%之间。经济企稳预期下 2023 年开年以来上证指数稳步抬升，各大宽基指数普遍上行，截至 2023 年 1 月 20 日，2023 年上证指数、沪深 300、上证 50、中证 500、中证 1000、创业板指、科创 50 累计涨幅均在 5%以上。

图1 2023 年至今上证指数呈上行趋势



资料来源：Wind,中航证券研究所整理（注：时间区间取 2022.12.30-2023.1.20）

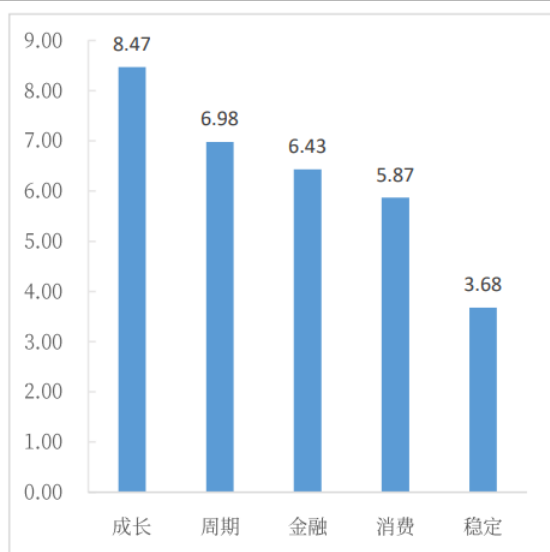
图2 2023 年至今各大宽基指数涨跌幅（单位：%）



资料来源：Wind,中航证券研究所整理（注：时间区间取 2022.12.30-2023.1.20）

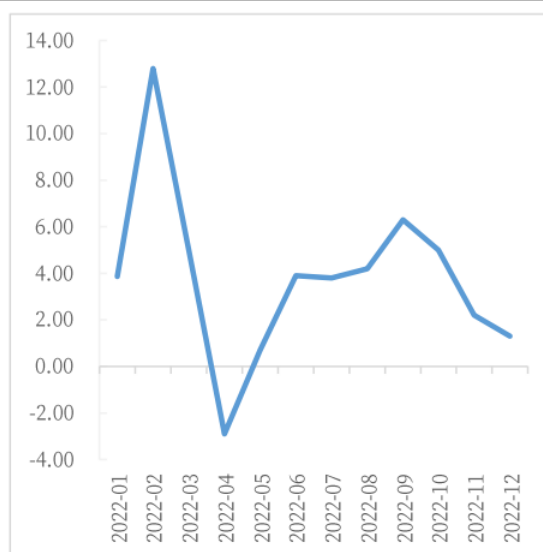
2023 年至今成长风格表现较强，预计后续反弹空间仍较大。疫情防控政策放开后，消费复苏趋势已明，制造业企稳成为市场博弈的下一个拐点，带动成长风格反弹，截至 2023 年 1 月 20 日成长风格涨幅领先，达 8.47%。2022 年 12 月初政府优化调整疫情防控策略，全国陆续迎来感染爆发峰值，人员到岗率和生产效率受到冲击，产业链和供应链的稳定性出现一定波动，但与 11 月相比工业增加值降幅仍有所收窄。2022 年 12 月，工业增加值同比+1.3%（市场预期+0.43%），较 11 月-0.9PCTS，但止跌趋势初显。根据历史规律，M1 增速普遍领先工业企业产成品存货增速 1 年左右，目前制造业 PMI 虽然仍处于收缩区间，但 M1 增速已于 22 年 1 月触底回升，23 年 Q1 工业企业有望步入补库存周期。且随疫情影响明显减弱，居民出行有望得到显著改善，消费场景的修复叠加春节节庆或对内需起到短期提振作用，拉动中游制造业盈利回升，工业生产修复节奏或将逐步加快，支撑成长风格持续上涨。从外围环境角度观察，当地时间 2023 年 1 月 7 日，麦卡锡当选美国众议院议长，此前他曾表示当选后将窜访台湾地区。大国博弈背景下，地缘政治环境复杂，强国必先强军，军强方能国安，如期实现建军一百年奋斗目标，加快把人民军队建成世界一流军队，这是全面建设社会主义现代化国家的战略要求。当前我军建设正处在提质增效的关键阶段，军工黄金时代的大幕已然拉开，历史性大扩产的进程方兴未艾，建议抓住窗口期，军工或为本次成长风格反弹中的黄金赛道。

图3 2023 年至今成长风格涨幅居前（单位：%）



资料来源：Wind,中航证券研究所整理

图4 工业增加值:当月同比（单位：%）



资料来源：Wind,中航证券研究所整理

图5 M1 增长率领先库存周期指标一年左右（单位：%）



资料来源: Wind, 中航证券研究所整理

我们认为“阳康牛”行情或已启动，并且市场可能在犹豫中持续上行，理由如下：一、第一波疫情冲击消退速度快于市场预期，经济有望加速修复根据脉策科技提供的最新数据，我们测算了全国 335 个城市的疫情感染情况，约有 97.31%的城市于 2022 年已完成第一波感染达峰，81.49%的城市在 2023 年春节后已结束第一波疫情，疫情对经济活动的影响或将快速消退。百度疫情搜索指数自 2022 年 12 月 21 日达峰后持续回落，2023 年 1 月 26 日较高峰降低 97.62%。随居民对于病毒变异引发新型感染的担忧减弱，叠加春节过年效应，出行、消费数据加速修复。2023 年 1 月 27 日同程旅行发布《2023 春节假期旅行消费数据报告》，数据显示，2023 年春节假期，同程旅行平台国内机票预订量较 2019 年同期增长 129%，汽车票预订量较 2019 年同期增长 230%，火车票预订量较 2019 年同期增长 18%。今年春节期间，国内长线游迅速复苏，出境游市场呈现快速增长的态势，短途周边游市场保持活跃。按预订增幅测算，西安、杭州、哈尔滨等城市的酒店预订量较去年同期增长超过 10 倍。据猫眼专业版数据，截至 2023 年 1 月 27 日中午 12 点 30 分，今年春节档总票房（含预售）已破 62 亿，超过 2022 年春节档 60.39 亿元的总成绩。目前居民部门囤积储蓄较多，2022 年 12 月，居民部门新增存款 2.89 万亿元；2022 年全年累计新增 17.84 万亿元，为 2005 年有数据记录以来最高值，同比上涨 28.99%。临近春节，辽宁、浙江、山西、天津、北京等多地发放消费券促进居民消费。在稳增长政策的呵护下，居民储蓄或将流向消费，储蓄率或将下降，根据 IMF 预测 2023 年中国国民总储蓄率或降至 45.74%，较前值下降 0.65%。往后看经济有望加速修复，为 A 股上行形成支撑。

表 1：部分城市第一波疫情达峰日期

日期	一线及新一线达峰城市	二线达峰城市	三线达峰城市	四线达峰城市	五线达峰城市
22 年 12 月 15 日	成都		绵阳, 洛阳, 德阳		陇南
22 年 12 月 16 日				十堰	
22 年 12 月 17 日	北京, 天津, 郑州, 武汉		秦皇岛, 沧州, 襄阳, 新乡, 商丘, 唐山	衡水, 孝感, 开封, 安阳	鄂州, 海东, 鹤壁, 三门峡, 乌兰察布
22 年 12 月 18 日	沈阳, 重庆	长春, 大连	南阳, 信阳	周口, 松原	荆门, 巴中, 普洱
22 年 12 月 19 日		昆明, 徐州, 兰州		平顶山	张掖, 武威, 辽源, 定西, 阳泉
22 年 12 月 20 日	南京	合肥, 潍坊, 南昌, 济南, 中山, 太原, 哈尔滨, 乌鲁木齐	九江, 岳阳, 宜春	抚州, 淮南, 大同	景德镇, 昌都, 吐鲁番, 金昌, 酒泉, 白城, 七台河, 中卫
22 年 12 月 21 日	上海, 苏州, 青岛, 长沙, 深圳, 广州	佛山, 南宁, 贵阳	临沂, 柳州, 常德		新余, 林芝
22 年 12 月 22 日	杭州, 东莞	嘉兴, 绍兴	赣州, 上饶, 银川	吉安, 日照, 黄山	萍乡, 鹰潭, 山南
22 年 12 月 23 日		烟台			日喀则, 固原
22 年 12 月 24 日				韶关, 鄂尔多斯	
22 年 12 月 25 日		福州, 厦门		三明	
22 年 12 月 26 日			莆田	龙岩, 梅州	
22 年 12 月 27 日					
22 年 12 月 28 日			吉林		
22 年 12 月 29 日					
22 年 12 月 30 日					
22 年 12 月 31 日					延边
23 年 1 月 1 日					
23 年 1 月 2 日					
23 年 1 月 3 日					
23 年 1 月 4 日					
23 年 1 月 5 日					阿拉善
23 年 1 月 6 日					
23 年 1 月 7 日					嘉峪关
23 年 1 月 8 日					
23 年 1 月 9 日					阿坝藏族自治州
23 年 1 月 10 日					州

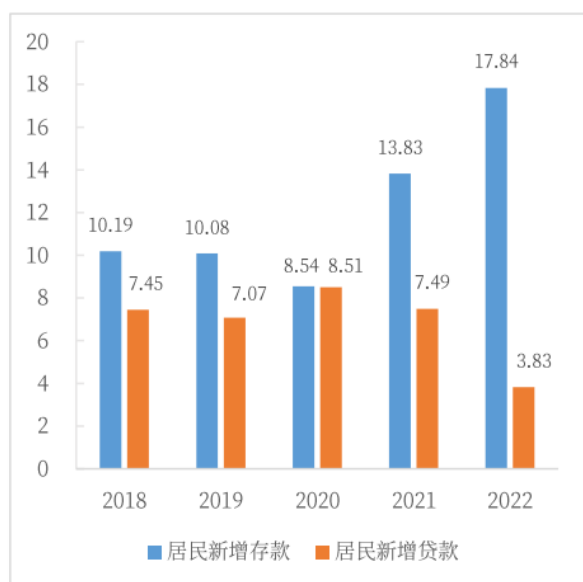
资料来源：脉策科技，第一财经，中航证券研究所整理

表 2：部分城市第一波疫情结束日期

日期	一线及新一线结束城市	二线结束城市	三线结束城市	四线结束城市	五线结束城市
22 年 12 月 31 日				十堰	
23 年 1 月 1 日				松原	
23 年 1 月 2 日					荆门
23 年 1 月 3 日					武威
23 年 1 月 4 日					
23 年 1 月 5 日	沈阳		洛阳, 德阳, 襄阳	淮南	乌兰察布
23 年 1 月 6 日		太原	秦皇岛		日喀则
23 年 1 月 7 日	武汉	南昌		大同	昌都
23 年 1 月 8 日		长春, 昆明, 中山	新乡		
23 年 1 月 9 日		徐州		平顶山, 孝感	固原
23 年 1 月 10 日	成都	大连, 合肥	南阳, 唐山	衡水, 抚州	鹤壁
23 年 1 月 11 日	南京				
23 年 1 月 12 日	北京, 青岛, 长沙	济南, 佛山	开封		
23 年 1 月 13 日	郑州	潍坊, 哈尔滨, 南宁, 贵阳, 嘉兴, 烟台	信阳		白城
23 年 1 月 14 日	深圳	乌鲁木齐	临沂, 沧州	安阳	中卫
23 年 1 月 15 日			银川	周口, 韶关, 日照, 鄂尔多斯	
23 年 1 月 16 日	东莞		绵阳		三门峡, 山南
23 年 1 月 17 日	天津, 苏州, 杭州		商丘		
23 年 1 月 18 日	重庆	福州		吉安	
23 年 1 月 19 日		绍兴, 厦门	柳州, 常德		
23 年 1 月 20 日		兰州		三明, 龙岩	
23 年 1 月 21 日			赣州, 莆田		
23 年 1 月 22 日			宜春		萍乡
23 年 1 月 23 日			九江		
23 年 1 月 24 日			梅州		
23 年 1 月 25 日					
23 年 1 月 26 日	上海, 广州				
23 年 1 月 27 日			吉林		
23 年 1 月 28 日			上饶		新余
23 年 1 月 29 日				黄山	景德镇
23 年 1 月 30 日			岳阳		
23 年 1 月 31 日					鄂州

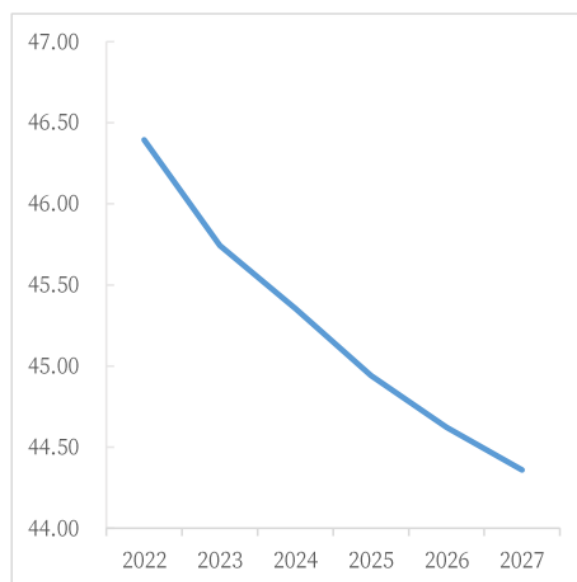
资料来源：脉策科技，第一财经，中航证券研究所整理

图6 居民新增存款及贷款当月值（单位：万亿）



资料来源：Wind,中航证券研究所整理

图7 IMF 预测:中国:国民总储蓄率（单位：%）

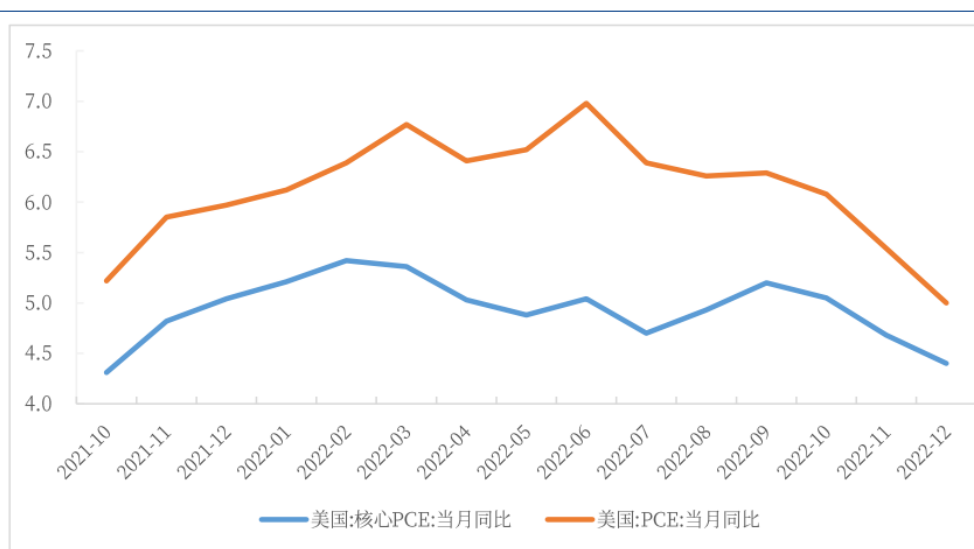


资料来源：Wind,中航证券研究所整理

二、美联储加息或将放缓，北向资金有望持续涌入

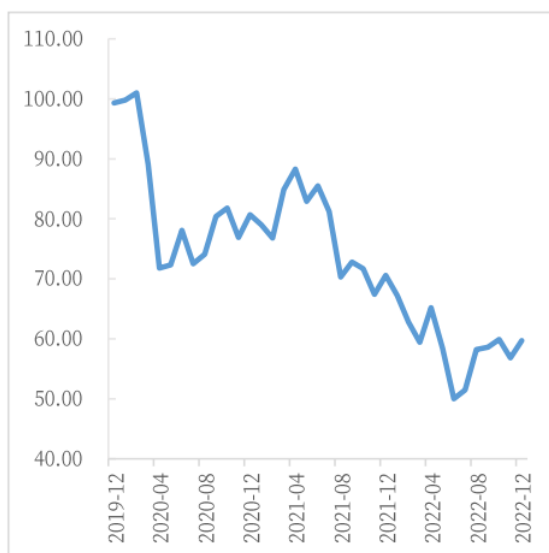
2022 年四季度美国通胀明显降温，加息或将放缓。2022 年四季度美国个人消费支出(PCE)物价指数年化季环比录得 3.2%，较第三季度的 4.3%有所下降，为 2020 年以来最慢增速。美国 2022 年 12 月个人消费支出 PCE 物价指数同比增长 5%，低于前值的 5.5%，为连续第六个月放缓。剔除食品及能源价格后，2022 年 12 月核心 PCE 物价指数同比增长 4.4%，低于前值的 4.7%，创 2021 年 10 月以来的 14 个月最低水平。往后看，随供应链瓶颈改善，2023 年通胀压力有望进一步缓和。2022 年为抗击通胀，美联储采取了 40 年来最大力度的加息政策，全年累计加息 7 次共 425BP，利率的迅速抬升能够通过压低需求来控制通胀，代价是经济受损。美国商务部 2023 年 1 月 26 日公布的数据显示，美国 2022 年四季度实际 GDP 年化环比增速为 2.9%，与三季度 3.2%的增幅相比出现放缓。目前美国 PMI 指数、消费者信心指数、就业等数据已经较高点明显回落。国际货币基金组织（IMF）在最新经济展望中将 2023 年美国经济增长速度下调至 1.0%，经合组织（OECD）预测美国 2023 年增速为 0.5%。我们认为 2023 年随着美国通胀数据的进一步回落，以及经济衰退风险的逐步显现，美联储政策转向可能早于预期，逐步计价美联储转鸽将是 2023 年资本市场的重要主线，外部流动性环境对风险资产将逐步从压制转向利好。同时，2023 年美国经济增长大概率继续走弱，而我国复苏确定性较高，中美经济周期错位将推动全球比价视野下人民币资产配置吸引力增强，北向资金有望持续流入支撑 A 股上行。自 2022 年 11 月起北向资金已连续 11 周保持净流入状态，体现了外资对后市的信心。

图8 美国个人消费支出（PCE）物价指数同比增长率（单位：%）



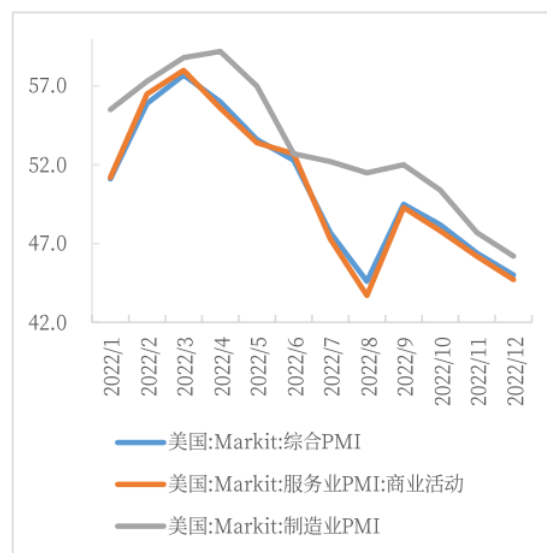
资料来源: Wind, 中航证券研究所整理

图9 美国:密歇根大学消费者信心指数



资料来源: Wind,中航证券研究所整理

图10 12月美国 PMI 数据继续走低



资料来源: 同花顺,中航证券研究所整理

三、近期监管部门加大对机构投资股票市场的支持力度

中央经济工作会议结束后，证监会指出要加快投资端改革，引导社保基金、保险基金、企业年金等各类中长期资金加大入市力度，推动养老金投资公募基金尽快形成市场规模。目前第三支柱个人养老金投资公募基金刚刚起步，预计 2023 年将进入加速发展阶段，我们预计 2023 年或将为市场带来 700 亿资金。长期来看，个人养老金对 A 股带来的增量资金规模或将达到万亿级别。此外，险资不断增大权益资产配置也有望为 A 股提供重要的长线增量资金。2022 年 12 月 23 日，银保监会表示，将完善分级分类差异化监管措施，鼓励偿付能力充足、资产负债管理能力较强的保险公司加大股票等二级市场权益类资产投资。积极创造条件，探索保险资金长期稳定投资股票模式，充分发挥机构投资者作用，加大优质上市公司股票投资。2023 年 1 月 11 日，银保监会数据显示，截至 2022 年 11 月，保险资金投资于股票和证券投资基金的规模为 3.18 万亿元，仅占保险公司总资产 26.94 万亿元的 11.8%，距离监管规定的保险

资金投资股票的上限 20%仍有较大距离，未来险资增配股市的空间充足。总体而言，在监管部门对机构投资股票加大支持的背景下，机构增量资金有望对 A 股市场提供有力支撑，市场情绪或将加速修复。

四、较宽松的宏观流动性环境利好股市反弹

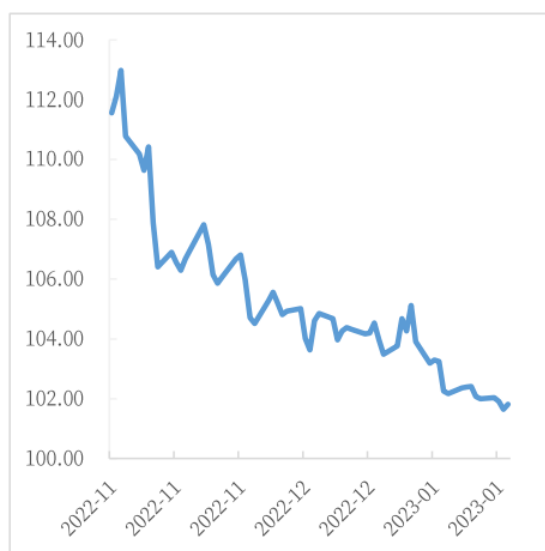
随市场对美联储继续放缓加息节奏的预期增强，2023 年 1 月 20 日中美 10 年期国债收益率利差倒挂程度较 2022 年 12 月 30 日大幅收窄约 48BP。前期导致人民币贬值的压力或已逐步消退，当前美元指数走弱，人民币兑美元汇率拉升。往后看，2023 年美债收益率有望随着通胀和经济弱化而回落，而我国国债收益率有望随着信用扩张和经济进一步复苏而抬升，中美利差倒挂的状态有望持续收窄，人民币贬值压力有望明显缓解，这意味着 2023 年国内货币政策的外部约束将明显降低，国内政策空间进一步打开。人民银行副行长刘国强在“2022-2023 中国经济年会”上表示，就中央经济工作会议提出的货币政策要求而言，可概括为“总量要够、结构要准”，而总量要够，就是 2023 年货币政策的力度不能小于 2022 年。因此，为支持经济复苏，预计 2023 年央行将继续降准降息及使用结构性工具进行定向流动性输送，宏观流动性有望维持合理充裕甚至进一步宽松，对股市形成利好。

图11 中美利差走势（单位：%）



资料来源：Wind,中航证券研究所整理

图12 美元指数走弱



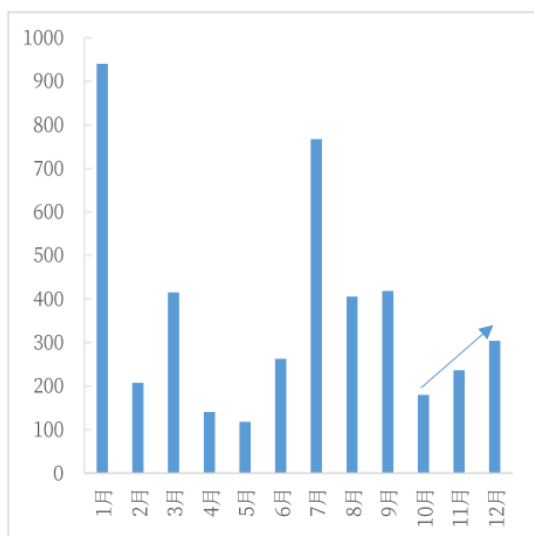
资料来源：Wind,中航证券研究所整理

五、资金面有望持续改善，存量博弈僵局或被打破

基金发行端持续回暖，整体基金仓位也有望提升。基金发行情况体现了投资者的总体情绪，同时也是市场增量资金的重要来源。继 2022 年 11 月偏股型基金发行份额环比 10 月增长 31.53%后，12 月偏股型基金发行端继续改善。按基金成立日计算，2022 年 12 月股票型+混合型公募基金新发行 303.87 亿份，较 11 月的 236.54 亿份增长 28.47%，验证了我们此前对 2022 年 12 月偏股型基金发行份额继续增加的预期。机构仓位方面，根据 Wind 估算，截至 2023 年 1 月 20 日，公募基金中开放式基金的股票仓位为 62.22%，较 2022 年全年高点已下降 9.20%，接近 2022 年全年最低点 62.13%，目前或已触底回升。根据过去五年历史数据统计，公募基金仓位触底后上证指数此后多随基金加仓出现反弹。目前，配置相对较为灵活的私募基金仓位已出现回升，华润信托阳光私募股票多头平均仓位 2022 年 11 月、12 月连续回升，

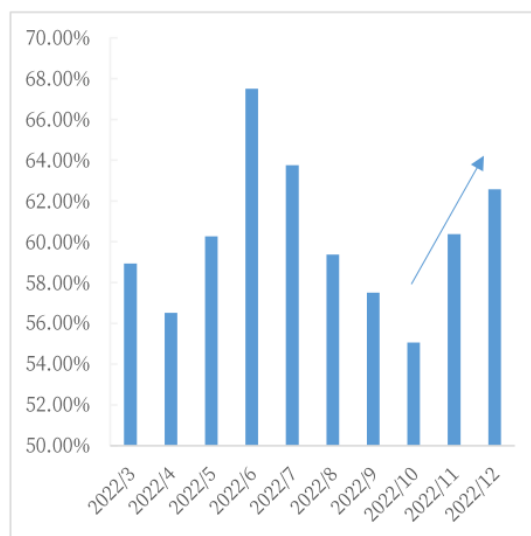
环比分别增加 5.31%，2.21%。综上，后续公募基金发行和仓位均有望反弹，私募基金仓位也有望持续回升，资金存量博弈僵局有望被打破，形成市场上行动力。

图13 2022年底股票型+混合型公募基金新发行份额自10月起持续回升（单位：亿份）



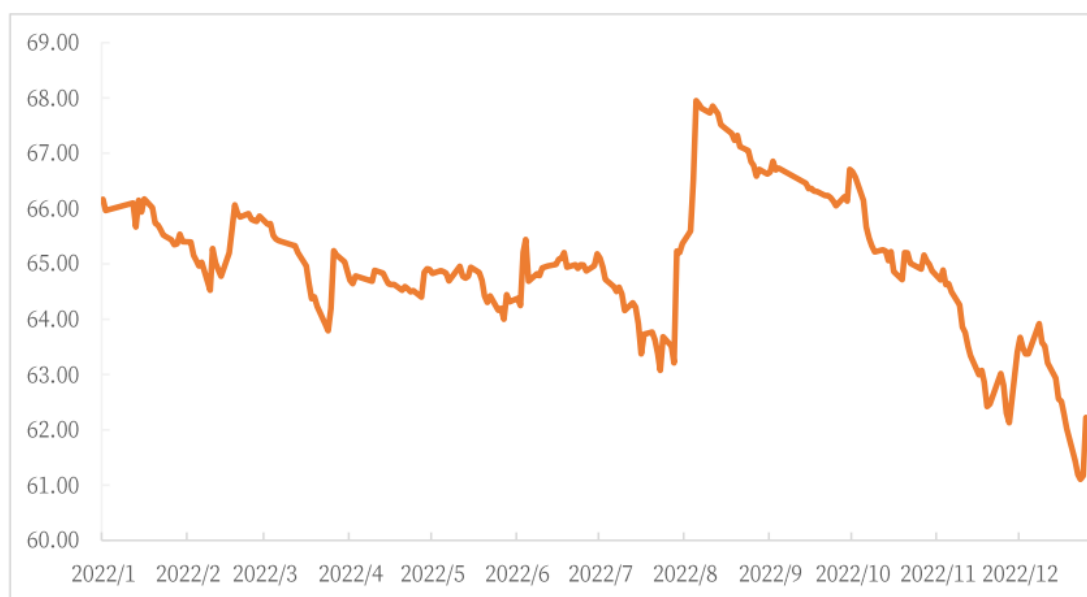
资料来源：Wind,中航证券研究所整理

图14 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15 公募基金中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

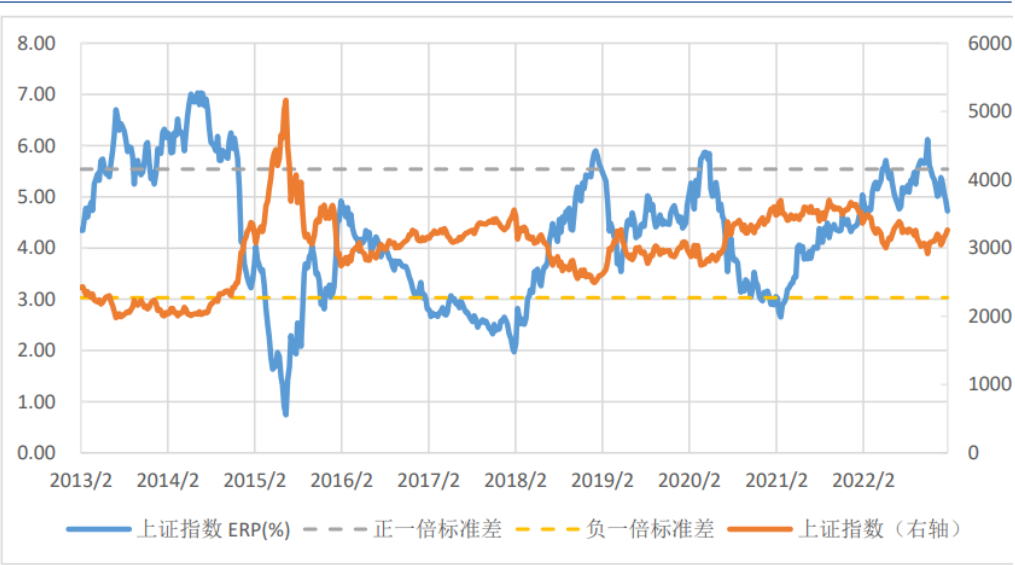
六、估值已调整到位，配置性价比已显现

横向来看当前股市相对债市吸引力较大，主要指数风险溢价已处于高位。从股债比价看，当前上证指数 ERP 已进入近十年较高位置，创业板指 ERP 已突破近十年正一倍标准差，科创 50ERP 处于上市以来极值区间，意味着股票相对于债券的吸引力已经显现。随盈利修复预期企稳，或有更多资金由债券转向股市。纵向观察过去十年数据，主要指数及大部分行业估值已调整至历史较低区间。截至 2023 年 1 月 20 日，创业板指、上证指数、深证成指等主要指数估值均处于近十年历史较低分位。31 个申万一级行业

中，61.29%的行业处于近十年 50%以下估值分位区间。市场整体估值已调整至低位，配置性价比已现。

综上，无论是横向比较还是纵向比较，目前 A 股估值均具有吸引力，当前位置介入机会大于风险。

图16 上证指数 ERP



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

图18 科创 50 ERP



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

表 3: 主要指数及申万一级行业估值情况

名称	PE(TTM)(2023.1.20)	当前 PE(TTM) 所处近十年历史分位 (%)
深证成指	22.95	53.62
上证指数	11.19	42.80
创业板指	39.47	23.40
农林牧渔	46.60	93.87
汽车	28.17	93.42
社会服务	62.04	92.97
商贸零售	31.75	82.57
食品饮料	36.87	77.24
公用事业	19.78	75.08
美容护理	42.62	67.31
房地产	12.15	59.95
机械设备	27.74	57.50
轻工制造	25.90	52.45
综合	30.57	51.42
钢铁	12.03	50.90
计算机	43.39	48.27
非银金融	16.67	46.07
建筑材料	12.55	39.91
纺织服饰	18.20	33.63
传媒	22.05	31.83
家用电器	16.01	28.76
环保	18.72	27.93
建筑装饰	7.93	17.74
电子	27.23	16.41
银行	4.66	15.01
电力设备	29.51	10.49
基础化工	15.02	8.39
医药生物	26.29	8.39
国防军工	50.20	7.57
石油石化	8.14	5.33
交通运输	8.48	4.09
有色金属	15.92	3.00
通信	15.99	2.67
煤炭	6.64	1.58

资料来源: Wind, 中航证券研究所整理

(内容来源: 云观经济)