

金融与发展评论

2023 年第 2 期 / 总第 14 期

2023 年 4 月 20 日

目录

会议速递

2023 金融业高质量发展大会暨第九届金融企业社会责任论坛在沪举行 1

专家视角

中国金融改革和发展进入新阶段（李扬） 5

唤醒乘数效应（殷剑峰） 16

财政收支分化，地方财政紧平衡——2022 年度地方区域财政（殷剑峰 王蒋姜） 28

2022 年度银行业运行（曾刚 王伟） 41

金融风暴来袭，欧美监管应做怎样的反思？（曾刚） 44

没有数字化能力的银行将难以生存（曾刚） 46

这服务业开放对制度型开放提出了更高要求（张湧） 46

“做对了一些”的伯南克（邓宇） 49

经济仍在修复（李奇霖 符昞） 52

关注紧缩后周期中的全球金融风险（董忠云 王玉茜） 56

2023 金融业高质量发展大会

暨第九届金融企业社会责任论坛在沪举行

2月23日，2023 金融业高质量发展大会暨第九届金融企业社会责任论坛在上海中国金融信息大厦举行。本次论坛由新华网、上海金融与发展实验室主办，国家金融与发展实验室、国家广告研究院、清华大学中国金融研究中心、中小银行互联网金融（深圳）联盟学术支持，中国传媒大学广告学院民族品牌研究中心承办。

论坛主题为“向实 向善 向未来”。来自金融领域、全国多所知名高校和学术研究机构的专家学者莅临会议，围绕绿色金融、转型金融、乡村振兴、普惠金融、ESG 实践等方面议题展开交流，凝聚金融助力可持续发展共识，探讨新时期金融在国家经济建设中责任与担当，传递与弘扬金融“向实”、“向善”社会价值，促进经济高质量发展，助力构建可持续发展新未来。

会上，新华网党委常委、副总裁杨庆兵向出席论坛的各位领导和嘉宾表达了热烈欢迎和衷心的感谢。他表示，经济是肌体，金融是血脉；实体经济一步一个脚印稳健发展，金融则是加速器、放大器。金融机构和金融人应始终牢记“为国家战略服务、为实体经济服务、为人民服务”的价值坐标。站在新的历史起点上，呼唤金融奋斗者再启新征程。

上海金融与发展实验室主任曾刚从“社会责任”角度进行了发言。他表示，社会责任对金融业的发展具有重要的意义。推动金融企业自觉履行社会责任，对实现整个金融的健康发展，以及国家的长远战略目标有重大意义。

主旨演讲环节，全国政协委员、上海交通大学上海高级金融学院执行理事屠光绍围绕“可持续金融”进行了三点分享。一是，可持续金融是经济社会可持续发展的关键资源，是高质量发展的重要内容，是金融企业存在社会责任的具体实践，意义重大。二是，可持续金融最精髓的是要处理好“商业行为和社会性关系”、“财务和非财务性”、“内部性和外部性”、“单一重要性和双重重要性”、“国际性和地域性”五大关系。三是，可持续金融也需要可持续，要筑牢可持续发展基础，完善可持续金融发展的机制，推动可持续性金融制度型开放。

中国社会科学院学部委员、国家金融与发展实验室理事长李扬指出，可持续发展高质量发展要从宏观、微观两个层面进行推进，要搭好宏观、微观理论框架，特别是确立好宏观理论框架，引导企业走向可持续发展。金融作为现代经济的核心，是国民经济的命脉行业，对资源配置起着重要作用，金融企业也承担着更重要的社会责任。

当日，论坛发布了《金融企业社会责任蓝皮书（2022）》、《中国科创金融发展报告（2022）》、《2022 年金融行业声誉风险数据分析报告》，为金融赋能实体经济高质量发展，提供强有力的智库支持。

此外，现场还对入选《金融企业社会责任蓝皮书（2022）》的企业颁发了入选案例证书以及 2023 金融业高质量发展大会暨第九届金融企业社会责任论坛优秀案例证书。

之后圆桌论坛，开设两个分组讨论环节，涵盖“科创金融支持高质量发展”、“金融企业品牌发展和声誉管理”两个主题。主题下，11 位专家学者分享经验、交流智慧，积极建言献策。高质量发展是一场耐力赛，需要各方协力、共同推进。作为金融领域专业性论坛之一，2023 金融业高质量发展大会暨第九届金融企业社会责任论坛举办，汇各方智慧，推动金融更好地服务实体经济高质量发展。

以下为嘉宾发言实录。

发言实录

屠光绍：可持续金融发展与金融企业社会责任

屠光绍

全国政协委员

上海交通大学 上海高级金融学院执行理事

上海金融与发展实验室 首席专家

近年来，可持续金融发展迅猛，且有很多具体的金融发展形态，例如绿色金融、普惠金融、ESG 金融及相关投资等。对于可持续金融的准确定义还有不同意见，但对可持续金融的基本定义还是有共识的，就是在金融活动中注重环境、社会和治理等方面的内容，并将以上内容与金融业务之间的相互关系统一纳入到金融活动中。因此，可持续金融既是金融体系的重要内容，又是金融领域新的拓展和金融功能新的深化，而且可持续金融为金融业整体发展带来了新的变化和特征。

一、可持续金融发展意义重大

当前，可持续金融发展引起了社会越来越多的关注，越来越多金融机构参与到可持续金融中。**第一，可持续金融是经济社会可持续发展的关键资源。**金融是促进经济社会发展的重要要素和资源，是国民经济的血脉，服务于经济发展和实体经济产业。社会越来越重视的高质量发展、可持续的发展，这既是全球的共同共同追求、也是中国进入新发展阶段后的重要任务。可持续发展离不开金融的支持，可持续金融是经济社会可持续发展的关键资源。**第二，可持续金融是金融高质量发展的重要内容。**经济社会高质量发展需要金融的高质量发展来服务和支持，金融的高质量发展体现在方方面面，其中一个非常重要的内容就是可持续金融，即如何通过金融体系的改革开放创新更好的为可持续发展提供金融资源，满足和适应经济发展的新阶段对于金融服务所提出的要求，比如绿色低碳发展、小微企业经营、乡村振兴等对于金融服务都有巨大的需求。**第三，可持续金融是金融企业承**

担社会责任的具体实践。可持续金融的主体是金融企业，可持续金融既是金融企业业务领域的拓展，为金融企业发展提供广阔的空间，也是金融企业的社会责任的体现，已经有越来越多的金融机构关注并参与绿色金融、普惠金融、ESG 金融等可持续金融实际业务的具体实践中。

二、可持续金融的五大关系

可持续金融属于金融范畴，有金融的基本特征和属性。然而，可持续金融作为金融领域的拓展，又有哪些新的特点？可持续金融发展的过程当中应当注重什么？要处理好什么样的关系？要回答以上问题，需要对可持续金融进行深入研究，从理论和实践上把握可持续金融发展的状况、路径和特点。通过初步的学习和了解，结合我自己的认识，就可持续金融的几个关系谈点不成熟的想法。

1，可持续金融发展的第一大关系，是**企业经营价值中商业性和社会性的关系**。金融产业、金融企业为实体经济服务，金融机构与实体企业、产业打交道。所以，可持续金融面对的第一个问题是在实体企业的经营价值判断。企业经营当然要讲“赚钱”、要创造价值，这就涉及到企业价值的判断问题，这其实也是个古老就有的问题，但与中国古代朴素传统价值观中“利”和“义”的含义不同，现在可持续金融所面对的企业经营价值中的商业性和社会性关系，具有现代市场经济发展、进入社会新阶段的新内涵，并不是彼此割，非此即彼的关系，而是在商业活动中体现社会价值，在履行社会责任中实现商业价值的经济活动。因此，不是简单地为了商业价值牺牲社会价值，也不是只要社会价值不要商业价值，企业经营价值中的商业性和社会性关系是内嵌到企业经营活动体系中的。

2，第二大关系，是**企业经营内容中财务性和非财务性的关系**。长期以来，大家主要关注企业的财务状况，也是分析和评价企业经营活动和能力的基础，财务报表，企业的收益以及成本等，是企业经营中财务性的主要内容。而现在环境、社会等内容，是企业经营中的非财务性内容，也是可持续金融要重点关注的内容，关注企业经营的整体，包括财务性和非财务性两个维度。

3，第三大关系，**企业经营属性中内部性和外部性的关系**。这是可持续金融非常重要的要素。环境生态、社会责任、公司治理等，都涉及企业经营的外部性和内部性的问题。例如碳排放的负外部性，普惠金融和乡村振兴的正外部性。如何促进企业经营活动的内部性和外部性的良性有效转换，这需要不断推动形成健全和完善的市场机制或社会导向来实现。例如，通过碳排放权市场来将企业碳排放的外部性转换为企业经营的内部性，这就为企业经营的绿色低碳和绿色金融、ESG 投资等可持续金融发展建立可持续的基础。

4，第四大关系，**企业经营报告中单一重要性和双重重要性的关系**。了解企业的经营情况，结合财务性和非财务性考虑，今后企业经营报告可能有两类，即财务报告和非财务报告，后者更为复杂，非财务报告就涉及重要性的问题。单一重要性是财务重要性，主要是环境、社会、治理等对企业经营和财务的影响，比如，绿色发展政策对企业营活动的影响；而双重重要性则是除了财务重要性还要关注影响重要性，关注企业经营活动对生态环境、社会责任等产生的影响。而单一重要性和双重重要性又会涉及股东利益和利益相关者利益的关系。

5, 第五大关系, **企业经营披露准则和标准中的国际性和地域性的关系**。金融机构如何了解企业包括财务和非财务的经营发展情况? 这对于可持续金融非常重要! 财务报告披露准则已经比较成熟, 全球都有了系统的体系。但非财务性层面, 则起步较晚, 涉及的内容也比较复杂, 全球尚未形成定论, 主要经济体都有主张, 形成一套全球通用的准则和标准可能也不现实, 各经济体和国家处于不同的发展阶段, 发展基础、发展目标、发展环境、发展任务和发展体制等不同, 但国际合作和贸易投资及资本资金流动又需要一些能比较的指标。因此, 是否有可能形成国际通行的基准与几套各具特色内容的标准并存的格局? 这值得国际合作, 共同努力。

三、可持续金融也需要可持续

可持续金融支持可持续发展必须以自身可持续为基础, 否则不可能实现发展的目标。可持续金融如何实现可持续, 有三个重点。

第一, 要**筑牢可持续金融发展的基础**。这个基础就是制度建设。这需要在环境、社会、治理等方面的非财务性信息披露准则和标准、企业可持续经营的评价体系、可持续经营的数据系统以及规则健全监管完善等方面系统推进。第二, 要**完善可持续金融发展的机制**。最重要的是完善和创新可持续金融发展的市场机制。二十大报告中提出, 进入高质量发展阶段, 必须要建立、构建高水平的社会主义市场经济体制。既要发挥市场配置资源的决定性作用, 还要发挥政府的积极作用。第三, 要**推动可持续金融制度型开放**。中国在全球发展中承担着大国责任。二十大报告中专门提到“制度型开放”。金融制度型开放是中国制度型开放的重要内容, 而可持续金融方面的制度型开放应该是金融制度型开放的重点领域, 这是因为可持续金融发展对全球而言既是全球趋势又是新的金融领域, 可持续金融领域包括准则、标准等在内的制度建设是全球竞争合作的新高地, 中国作为全球第二大经济体又是全球可持续发展的中坚力量, 应该积极主动参与、引领全球可持续发展方面的规则和标准制定, 既为全球的制度建设贡献力量发挥作用, 也为中国金融体系特别是可持续金融对标国际高水平、高标准制度建设提供支持, 从而中国能在可持续金融领域, 更多地参与国际制度规则的制定, 推动国际可持续金融的实践。

中国金融改革和发展进入新阶段

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

近日，李扬教授在《国际金融杂志》发表文章，分享了学习党的二十大报告的初步体会。他强调，中国共产党第二十次全国代表大会对我国的金融发展提出了明确的战略定位，金融体制改革仍需不断深化。完善流动性管理和债务管理体制，推进央行现代化改革，同时，继续健全资本市场功能，是今后若干年金融改革的重要内容。

中国金融改革和发展进入新阶段——学习党的二十大报告的初步体会

党的二十大开启了中国金融改革和发展的新阶段。为了更好地落实二十大精神，促进中国经济长期健康发展，需要根据变化了的国内外形势，对中国金融改革的背景、方向、内容和任务做些梳理。

一、中国式现代化是中国特色金融发展的基本遵循

党的二十大报告首次对中国式现代化的特色、内容和分步推进的战略安排进行了系统阐述，这是规划未来中国金融改革和发展的基本遵循。

值得注意的是，在方法论意义上，**报告凸显了中国式现代化的两个重要特点：第一**，现代化不是凭空产生的，它是人类社会的长期经济社会实践中共同创造出来的，因此，它有着超越民族国家的共同特征、共同内容、共同的运行机制和共同的发展规律；中国的现代化和中国金融业的发展必须全面吸收这些人类社会共同创造的财富。**第二**，由于资源禀赋、文化传统、历史渊源和现实国情等千差万别，世界各国现代化的内容和道路其实不尽相同。中国式现代化发生在一个拥有五千年文明史的社会主义大国中，显然具有自己的鲜明特色。

报告对经济金融问题的论述堪称惜墨如金，在第五章“加快构建新发展格局，着力推动高质量发展”的总标题下，共计只有不足 600 字的阐述。可以看到，**这段论述凸显了两大要点，即“加强财政政策和货币政策协调配合”和“着力扩大内需”**。前者从体制机制上确定了今后的宏观调控必须要在财政政策和货币政策协调配合的大背景下展开；后者则表明，宏观调控的重点是需求管理，它当然应是需求管理和供给侧结构性改革相结合的，但扩大内需更重要。

关于今后的金融改革，**报告强调了三项内容，一是建设现代中央银行制度；二是加强和完善现代金融监管、强化金融稳定保障体系；三是健全资本市场功能，提高直接融资比重。**

值得注意的是对中央银行制度的重视。根据《党的二十大报告辅导读本》的解说，“现代中央银行制度是现代货币政策框架、金融基础设施服务体系、系统性金融风险防控体系和国际金融协调合作治理机制的总和。建设现代中央银行制度的目标是建立有助于实现币值稳定、充分就业、金融稳定、国际收支平衡四大任务的中央银行体制机制，管好货币总闸门，提供高质量金融基础设施服务，防控系统性金融风险，管控外部溢出效应，促进形成公平合理的国际金融治理格局。”显然，报告实际上是用“建立现代中央银行制度”的提法，概括了我们已知的金融改革和发展的主要内容和领域。

限于篇幅，本文仅就中央银行和资本市场改革做些粗浅的分析。

二、现代中央银行制度：完善流动性管理机制

中央银行的基本功能，当然仍是调控货币供给总量和利率，为实体经济运行提供适当的货币金融环境，然而，经过 20 世纪 90 年代以来的发展，央行功能的聚焦点已然全面转换到流动性管理上，财政政策和货币政策的协调配合的关键也在于此。

传统上，中央银行主要通过再贴现、调整法定准备金率和公开市场操作三条渠道来施行货币政策。

再贴现是最早进入央行视野的政策工具，其理论背景亦十分深远，学术界用“真实票据说”概括了这项工具的内容、特点及其运行机制。但是，尽管历史久远，**实践很快就显示出它作为央行政策工具的缺陷**。这是因为，基于对商业票据的再贴现来调控基础货币，遵循的是微观经济的运行规则，因而本质上具有顺周期性，而这与央行遵循的宏观经济运行准则及其逆周期调控的基本立场相悖。这一缺陷，在经济陷入危机时暴露无遗，20 世纪 30 年代大危机中央行令人失望的表现便是例证。

调整法定准备金率一向被称为货币政策的“巨斧”。在历史上，存款准备金制度的初始功能是支付和清算。中央银行制度建立以来人们发现，存款准备金率可以成为央行进行宏观调控的便利工具。然而经过百余年的实践，中央银行家们逐渐认识到，**通过调整法定准备金率来调控货币供应虽有“大杀四方”的快感，但总体上可能弊大于利**。其一，由于其影响既大且广，用于小幅度调整货币供应（这是中央银行经常要做的事）便很困难。其二，对于那些准备金处于边际水平上（超额准备金率很低）的金融机构而言，提高准备金率可能立即引起流动性问题，而这是中央银行不愿看到的。其三，频繁变动法定准备金率可能给金融机构平添很大的不确定性，使它们的资产负债管理陷入困境。其四，调整法定准备金率在性质上属于行政性手段，这与整个经济和金融的市场化发展方向相悖。因此，20 世纪 70 年代中期以来，改革法定准备金率制度成为货币当局和金融理论界讨论的重要论题之一。

首先想到的是**对法定准备金制度进行完善**。循着这条思路，一方面，更多的金融机构及其负债进入了准备金制度覆盖的范围；另一方面，各种存款负债的多方面特性被更仔细地地区分，并适用于

差别性的准备金率。但是，金融自由化的迅疾步伐、金融创新的风起云涌和金融全球化的急速发展很快就使货币当局意识到，在新的经济和金融环境下，存款准备金制度的上述弊端逐渐显现，它可能已经不是一种合用的货币政策工具。因此，彻底改革准备金制度的动议便在 20 世纪 90 年代被列入各国央行的议程。

关于准备金制度的改革，曾经有过两种极端的意见。一种意见是把法定准备金率提高至存款的百分之百，基本“封冻”商业银行货币创造的功能；另一种意见则是完全取消法定准备金制度，主要依赖其他机制来进行宏观调控。实行百分之百准备金率的建议显然是基于对通货膨胀的恐惧，其主旨在于约束金融机构的放款能力，有效防止通货膨胀；而取消法定准备金制度的建议，则是基于金融市场迅速发展的背景，旨在为金融机构提供一个更为公平和有效率的竞争环境。20 世纪 90 年代以来，随着通货膨胀逐渐远去，通货紧缩反倒时而出现，前一种意见不再被人提起，而降低准备金率乃至取消法定准备金制度的意见则不仅受到重视，而且逐渐变为各国的现实。

当然，“零准备”并非无准备，相反，**金融机构虽然无需在中央银行保留一个正的准备金余额，但仍需在其资产结构中保留一个规模并不很小的现金准备。**在“零准备”制下，金融机构的资产结构中通常都被要求保有一定规模的现金资产；另外，为了保持流动性，这些金融机构还在其资产总额中持有相当份额的高流动性资产。在金融机构的资产管理战略中，这些高流动性资产通常被称为“二级准备”。

在上述改革之后，央行的功能便逐渐发生变化。从政策目标上看，流动性管理在央行诸多功能中居于核心地位（保持流动性合理充裕）；从政策工具上看，公开市场操作成为主要工具。可以看到，21 世纪以来，发达经济体的金融体系越来越依赖由政府债券市场提供流动性。基于此，央行的角色也逐渐从最后贷款人转变为最后做市商，也就是说，**央行的货币政策，无论是调控“量”或“价”，都主要通过其在金融市场中买卖政府债或高流动性的政府机构债来实现。**由于上述转变，财政政策和货币政策更深入地内在勾连在一起。事实上，20 世纪末以来全球债务规模的持续上升也助长了央行将政策目标聚焦于流动性管理的转变趋势。

2022 年年初的 LIBOR 形成机制改革也体现出相同趋势。改革的方向是彻底摆脱伦敦同业市场的“报价”机制，杜绝商业性机构的参与可能对市场信号造成的扭曲。改革的方向是全面转向流动性市场——或转移到政府债券市场，例如，美国和瑞士；或转移到数字化货币市场，例如，英国、日本和欧央行。

对应全球央行功能及其流动性管理发生的变化，以“建立现代中央银行制度”为改革目标的中国，显然也应围绕完善流动性管理体制来推进这一进程。事实上，近年来我国央行对货币政策目标的阐述中都凸显“保持流动性合理充裕”，表明已充分注意到国际上的这一动向。当然，**鉴于我国央行体制及金融机制的特殊性，这一转换需循序渐进。一是继续完善以中期借贷便利为主的流动性**

对冲机制，缓解财政收支对银行体系流动性造成的季节性和阶段性扰动。原因在于，财政收支任何的变动，客观上都会对各种金融机构和金融市场的运行产生或大或小的影响。二是**改革法定准备金制度**。目前中国畸高的法定准备金率是历史的产物，如今，实行高准备金率的条件已全面逝去。面对新的形势和任务，今后两年，为提高流动性而继续降准将是大概率事件；然而，降到一定水平，法定准备金率势将相对稳定。在准备金率不会再频繁且大规模变动的背景下，我们的货币政策势将主要依靠公开市场操作，并借以实现货币政策框架的现代化转型。三是**构建以无风险资产（国债）为中心的流动性对冲和管理机制**。协调财政政策和货币政策，逐渐建立以政府债券为基础的新的流动性管理机制。四是**以提高国库的收益性为导向，全面完善国库现金管理制度**。

在货币政策操作中突出流动性管理和公开市场操作，必然要求国债市场有较大的发展和改革。可以预见，在经济下行背景下，政府债务不断增长将是大概率事件。政府债务不断增长，仅仅依靠财政部门自身对不断增长的政府债务进行管理并不容易，因为政府债务生来就兼有财政和金融双重功能——它发行的规模和种类或许主要由财政政策决定，但是，一旦进入市场，它便成为重要的具有高流动性的金融资产，广泛进入各类金融机构和非金融机构的资产负债表，其运行便完全遵循金融规律。鉴此，**央行成为中央政府债券市场的主要参与者，进而通过在国债市场的操作来实施货币政策，便有了必要性和合理性**。2022年12月12日，财政部以2.48%的利率向有关银行定向发行了7500亿特别国债，同日，中国人民银行便从公开市场向一级交易商购买了等额国债。这一操作刻画了这一运作机制的两大要点：**其一，央行应当协助政府的筹资活动，参与国债市场的运行；其二，央行不能直接与财政部进行交易，其间需有严格的防火墙**。事实上，这种运作机制早在20世纪颁布的《中华人民共和国中国人民银行法》中就已明确规定了。

未来，央行和财政部应组建稳定的合作机制，共同依法管理中央政府债务。同时，要打通债券市场，打通银行信贷市场，在各市场间真正实现“互联互通”。在此基础上，完善货币市场体系，建立市场化的基准利率形成机制，并建立有效的利率体系，为完善债务管理提供基础。

三、健全资本市场功能

近年来，有关金融改革的文件直接提及的改革领域越来越少；但是，在改革任务单中，“健全资本市场功能”却从未缺席。二十大报告关于今后金融改革只提及了三个领域，其中便包含健全资本市场的内容。这既说明此项改革的重要性，也说明此项改革的艰巨性。

理论上说，资本市场是配置资本，特别是权益资本的场所和机制，其具体的表现，就是不断推出优秀的公司上市。在每个国家，上市公司都是该国最优秀的公司，因此，各国上市公司的结构能准确反映出这个国家的经济结构水平。进而，资本市场的运行，从上市到退市，发挥着引导一国经济结构调整方向并提供动力的功能，因此，资本市场的运行机制必须充分体现优胜劣汰的原则。本文认为，所谓完善资本市场功能，主要就是完善资本市场推出优秀上市公司的功能，要把最好的、

最能代表经济发展水平和方向的公司推上市场；同时，也要不断把那些已经落后的公司淘汰出场。

显然，这个过程引领着一个国家整个经济结构的调整。

观察资本市场状况的切入点就是分析上市公司的结构。不妨将全球前 20 家上市公司与中国前 20 家上市公司的结构做一比较。从这个比较中，可以找到完善我国资本市场功能的适当切口。

分析截至 2022 年年底的全球上市公司结构，我们可以读出很多有意义的信息。**其一**，从产业上看，高科技公司牢牢占据着上市公司的顶端。微软、脸书、亚马逊、谷歌、苹果、维萨、特斯拉、腾讯、英伟达、台积电位居榜首。**其二**，从国别（地区）看，美国明显占优，占据 15 席，其他则是沙特阿拉伯、中国、法国、瑞士、中国台湾各一家。**其三**，前 20 大公司的榜单中还有若干新型的大众消费公司——联合健康、强生公司、路威酩轩、沃尔玛、宝洁、雀巢等，这代表着经济结构调整大规模科技化和民生化的新方向。**其四**，各类资源性公司和传统金融机构，均从榜单上消失了。总结以上，如果说引领全球上市公司有一个决定性因素的话，那就是高科技在经济领域中的应用。高科技在各个领域的应用，既可能创造一个新的产业，同时更多的则是改造传统产业。这个趋势值得记取。

再看截至 2022 年年底中国资本市场的前 20 名榜单。有如下信息令人瞩目。一是茅台位居第一，且白酒公司共有 2 家；二是传统金融机构共有 8 家，占据主导；三是传统资源类公司共有 4 家，仍占有相当的地位；四是高科技公司只有宁德时代、比亚迪和迈瑞医疗 3 家；五是垄断免税贸易的中国中免进入前 20 名。

显然，中国上市公司的结构显得比较传统，显示出我国的经济结构还主要停留在传统的工业化阶段，而非现代的、信息化的和数字化的。这个比较给了我们一个非常大的压力，必须加紧对我国的上市公司结构进行调整，要让更多的科技含量高的公司上市，更要落实二十大的号召，加快数字化发展，让更多的数字化公司上市。同时，用现代化手段服务民生的公司也应是培养的对象。

接下来的问题便是，是什么妨碍了我们的科技公司上市？本文认为，至少有如下几方面因素。

第一，上市制度。迄今为止，我国对于公司上市还相当程度上保留着审批制，注册制已经推行多年，2023 年 2 月 1 日，中国证监会正式宣布，将全面实行股票发行注册制，但真正落实还需时日。很多人会问，这个制度有那么重要吗？回答是，当然重要，而且至关重要。审批制本质是行政机制，是行政化在我国资本市场中的体现。更重要的是，审批制作为一种选择机制，其基本倾向是接纳各种传统的工业企业和金融机构，而排斥高科技公司。

审批制对上市公司有很多要求，例如，要有多少资产、要有三年盈利等。这看起来不无道理。但是，从经济发展的历程看，只有那些传统的重资产的制造业企业才具备这些条件：它们大都拥有大片的土地、大量的厂房和设备，而且存续甚久，这些重资产通常都能评估出很高的价值。反观高科技公司，它们大都是轻资产的，且历史很短，若说有什么资产，大多还是无形资产，资产结构难

以满足审批制下上市的要求。再说盈利。高科技公司大多在一开始都没有什么利润，至少盈利不稳定，更不用说连续三年盈利；它们的价值，在于有无限的发展前景。然而，在审批制下，公司未来的发展前景不可能被确认，因而此类公司也很难被审批通过。在这个意义上，改审批制为注册制，不仅是加强我国资本市场的市场化改革的需要，更是提升我国产业结构、落实创新发展理念的需要。

第二，定价机制。在审批制下，上市公司的股票价格是由官方（发审机构）根据已知的若干资产的价格决定。其主要的根据一是过去的盈利，二是监管部门认为合意的市盈率。显然，审批制下的股票定价主要根据是公司的过去，而不是公司的未来。在注册制下，这个价格将主要由市场参与者依据市场规则确定，投资者们主要根据对公司未来发展前景的预期来为股票定价。

第三，需进一步完善我国投资者结构，培育合格的机构投资者。说起我国资本市场的投资者结构，大家习惯将之概括为“散户为主”。这其实只揭示了事实之一。很多人均未注意到的事实是，中国资本市场最主要的投资者其实是身份十分复杂的“一般法人投资者”，它们拥有上市公司 50%以上的市值。构成复杂的一般法人投资者作为主要投资者，是很中国特色的现象，其中很多法人是行政性机构。因此，一般法人投资者为主，不免会给资本市场带来浓厚的行政色彩；为完善我国资本市场功能，整个结构显然应当改变。

第四，退市机制，使得退市常态化。有人会问，入市确实重要，退市也这么重要吗？本文认为，退市同上市同样重要。一个市场，如果上市能遵循市场机制，退市也遵循市场机制，那么整个市场便可能是有效率的。在我国，由于上市不易，退市也就很难。大家一定注意到，对于地方政府而言，其发展金融的重要任务之一就是培养上市公司。为达此目的，各地方政府都会把大量的资源向一些地方企业堆集，然后把它们“培养”上市。如此形成的上市公司，自然不能随意退市。于是，即便公司出了问题，地方政府也要动员新的资源去救助。这样，中国资本市场上就出现了一个特有的概念，叫作“壳”。壳有价格，可以买卖，市场规模还很大。毋庸讳言，存在大量壳市场的资本市场，其效率不可能是高的。因此，完善资本市场功能的任务之一，就是要让公司退市常态化。

党的二十大开启了中国金融发展的新阶段，二十大报告提出了大量改革和发展的新课题。研究和落实这些课题，构成我们今后若干年的主要任务。

（内容来源：国家发展与金融实验室）

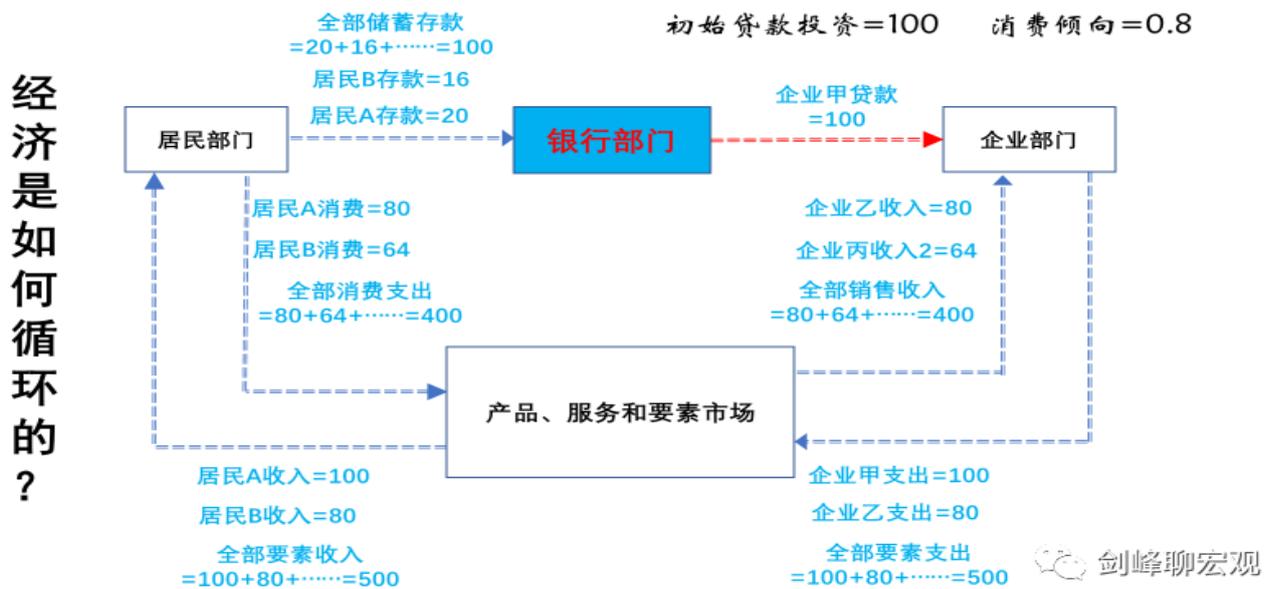
唤醒乘数效应

殷剑峰 上海金融与发展实验室 理事长

新的经济数据出来后，有人欢喜，有人忧愁。欢喜也对，因为投资这个油门已经轰响；忧愁也没错，因为消费这个发动机还是没劲。我们先来看看经济是如何循环的。

经济循环

在正常的经济中，企业是投资的主体，居民是消费的主体，经济循环就是一个支出创造收入的往复过程。一个部门的支出为另一个部门创造收入，企业部门的投资支出为居民部门创造要素收入，居民部门的消费支出为企业部门带来销售收入。如果某个部门不支出，则其他部门就没有收入，循环过程就会停顿下来。



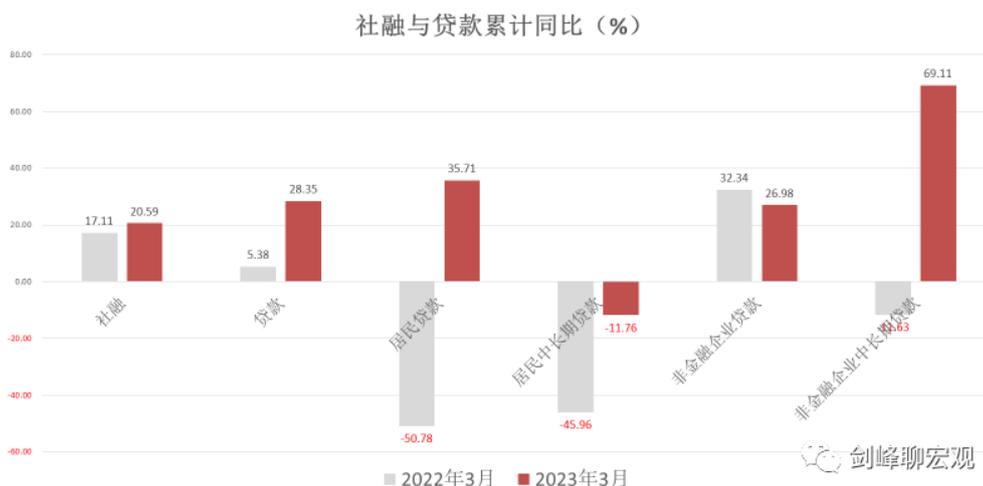
以一个简单的经济为例，其中有居民、企业和银行等三个部门，经济循环始于企业甲的贷款投资 100 元，居民部门的消费倾向（消费/收入）为 0.8。在第一轮循环中，企业甲获得银行部门的 100 元贷款后，为了生产资本品（即投资），在产品、服务和要素市场中支出 100 元购买居民 A 提供的要素服务，居民 A 获得收入后消费 80 元（=100 x 0.8），剩余部分存入银行形成储蓄存款 20 元；在第二轮循环中，居民 A 的消费构成企业乙的收入，为了生产消费品，企业乙用 80 元在产品、要素和服务市场购买居民 B 的要素服务，居民 B 获得 80 元收入，消费 64 元（=80 x 0.8），储蓄存款 16 元；居民 B 的 64 元消费又构成企业丙的收入……如此循环往复下去，最终产生的国民收入为 500 元：国民收入=投资 x 乘数=100 x

5=500 元=消费品 400 元+资本品 100 元其中，乘数等于（1-消费倾向）的倒数，消费倾向越大，则乘数也越大。所以，国民收入一取决于企业投资，二取决于由居民消费倾向决定的乘数效应。这里，企业投资就像汽车的油门一样，启动经济循环；居民的消费就像汽车的发动机一样，决定经济往复循环的次数和力度。

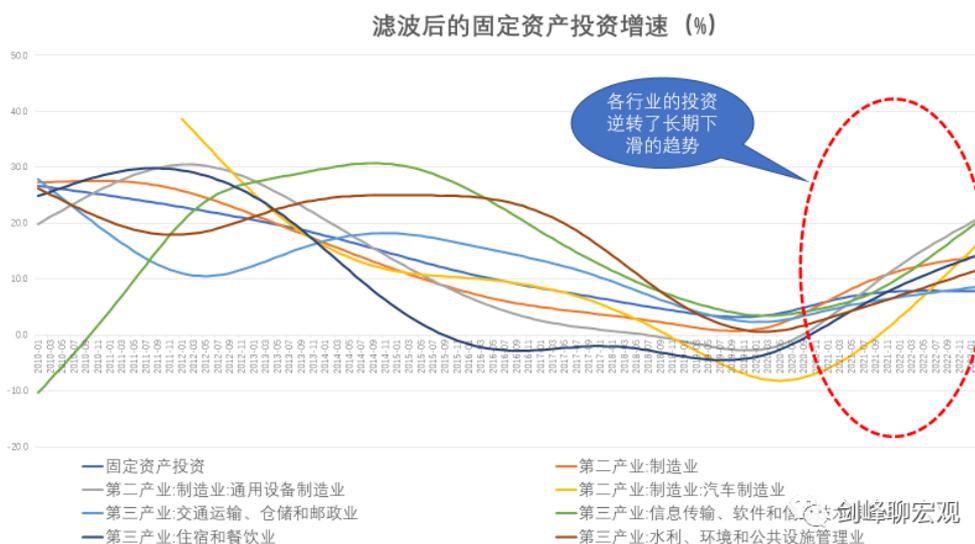
油门轰响

在理解经济循环的简单机理后，我们再来看当前的经济状况。首先，很清楚的一点是，油门已经轰响，新一轮经济循环已经启动。

油门已经踩下：社融贷款高增长



观察 3 月份社融和贷款的同比增速，并与去年同期做一对比。今年 3 月社融和贷款的增速分别高达 21%和 28%，远远超过去年。其中，企业中长期贷款的增速更是高达 69%，为过去 5 年来的最高值。

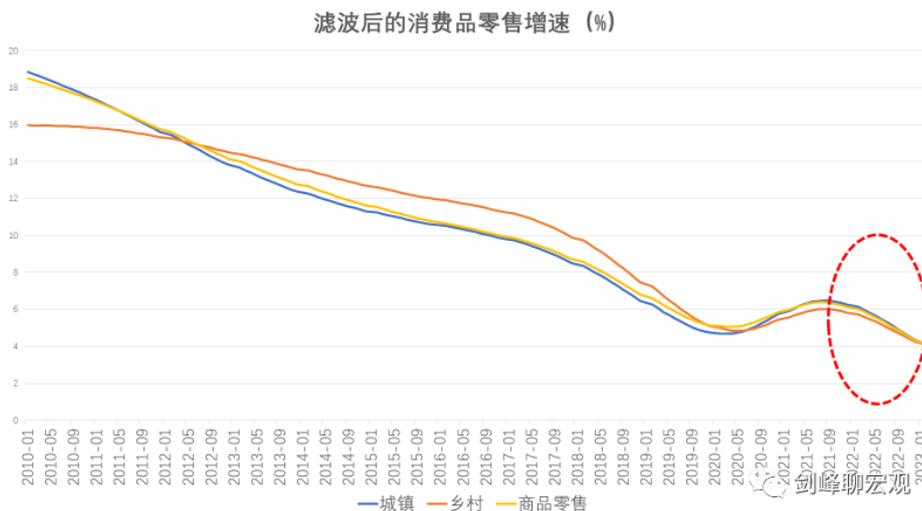


2010 年中国第一个人达峰（劳动年龄人口占比达峰）之后，投资呈现出长达十年的下滑趋势。这种令人担忧的状况正在发生翻转。在社融、贷款尤其是企业中长期贷款的带动下，固定资产投资以及绝大多数行业的投资都一改过往十年年来的下滑趋势，掉头向上。例如第二产业中的制造业、制造业中的汽

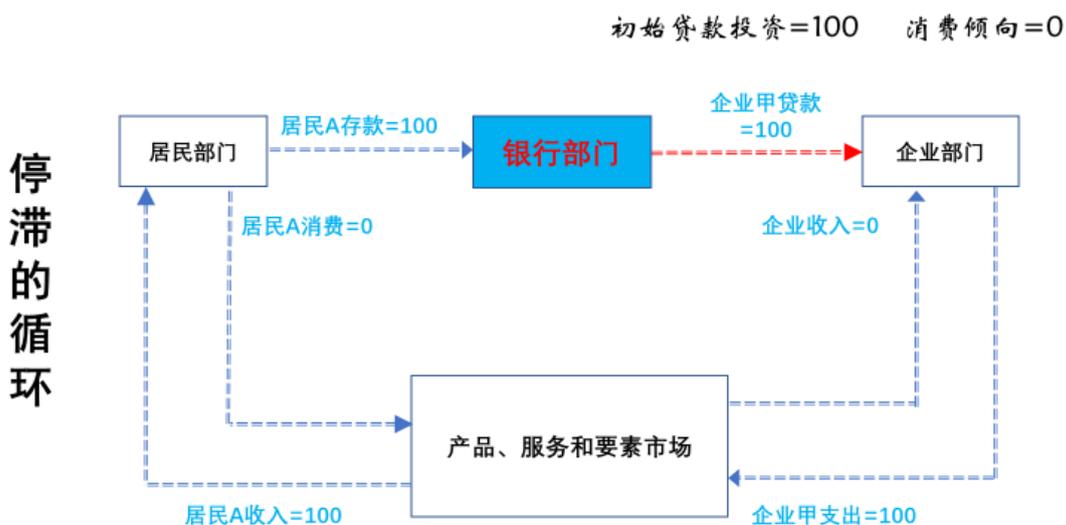
车制造业、通用设备制造业，第三产业中的交通运输行业、信息技术行业、住宿餐饮业等等，皆是一遍繁荣景象。当然，也有少数行业还没有恢复元气，典型的如人口负增长后的房地产行业、还没有从教培整顿中复苏的教育行业。

发动机没劲

然而，消费这台发动机还是没劲。在之前的两篇文章中，我们已经分析了影响中国人消费的两个因素，即居民消费倾向太低，居民收入在国民收入中的比重较低。这些都与体制性因素有关，社融贷款再如何扩张都无能为力。



与投资一样，在 2010 年中国第一个人达峰之后，消费也呈现出持久的下滑趋势。但是，与投资不一样的是，三年疫情之后，消费依然是下滑的态势。进一步分析消费中的细项，只有石油制品和医药的消费支出是上升的，前者是因为去年以来国际油价的大幅上扬，后者的原因大家都清楚。



油门轰响，发动机没劲。这种状况的后果是什么呢？我们再以前面经济循环为例。依然是企业甲贷款投资 100 元，但居民部门完全不消费，即消费倾向=0。在这种情况下，企业甲的投资支出为居民 A 创造 100 元收入，而居民 A 顺手就将 100 元收入存到银行，之后就再也没有循环了。此时的国民收入为：国民收入=100 元=企业甲的投资所以，在 GDP 中，投资占比将会上升，消费占比将会下降。先前的文章我们已经指出，中国的投资率远远超过其他国家，消费率远远低于其他国家。这种状况是无法持续的。

通货紧缩

货币主义说通货膨胀都是货币效应。言下之意，货币多了，必然是通胀。这种说法是错的，通胀还是通缩得看是哪部分货币多了。如果广义货币多了，狭义货币少了，则货币活性下降，结果必然是通缩。

消费不振的后果：货币活性下降和通货紧缩



我们知道，影响广义货币 M2 的最重要成分就是居民的储蓄存款，而狭义货币 M1 的主要构成是企业活期存款，后者主要来自于企业的销售收入。如果居民不消费，则储蓄存款上升并带动 M2 上升，同时，企业没有销售收入则企业活期存款下降并带动 M1 下降。这正是 3 月份数据所反映出来的状况：3 月份 M2 增速高达 12.7%，但 M1 增速仅为 5.1%。广义货币是在快速增加，但狭义货币却还在低位徘徊。广义货币上升，但货币活性下降，结果就是通货紧缩。有些人老是在纠结通货紧缩的定义，以为通货紧缩必须是货币供应量和物价水平的同时下降。对此，以经历了 20 多年通货紧缩的日本为例。2001 年日本的广义货币/GDP 不到 200%，20 年后的 2021 年已经超过了 250%。货币扩张了 20 年，但结果是 20 年的通货紧缩，其背后无非是私人部门消费萎靡和投资不振，货币扩张依靠财政支出而已。一般认为，核心 CPI（扣除食品和能源的 CPI）低于 1% 就可以认定为通货紧缩。从去年 4 月份开始，我国的核心 CPI 就一直在 1% 以下，今年 3 月份核心 CPI 的环比进一步较 2 月份下降。除了核心 CPI 之外，整个 CPI 在 3 月份都跌到 1% 以下，而去年 3 月的 CPI 是 1.5%。CPI 萎靡，PPI 更是负增长。所以，通货紧缩的症状再明显不过。

唤醒乘数效应

油门轰响，发动机没劲。如果任凭这种状况下去，必然是投资越多，产能过剩越严重，通货紧缩越持久，企业的债务负担也越重。要避免债务紧缩的恶性循环，必须尽快唤醒乘数效应，让居民愿消费、敢消费、能消费。乘数效应取决于居民消费倾向，那么，什么决定了居民的消费倾向呢？在《通论》中，

凯恩斯列举了影响消费倾向的客观和主观因素，前者包括就业、收入、利率以及收入分配等，显然，收入是决定性的；后者包括预防性储蓄、为资产增殖而进行的储蓄以及“纯粹为守财奴的欲望”而抑制消费的行为，显然，大多数人不会因为买股票而不消费，守财奴也只是极少数人。所以，唤醒乘数效应的关键还是要增加居民收入，减少居民预防性储蓄——对此，短期和直接的经济政策就是要增加和稳定就业，但长效机制还是在于整个政策体制、尤其是财政体制要从生产者至上转向消费者至上。关于生产者与消费者的关系，在《国富论》（下卷第八章“关于重商主义的结论”）中，亚当·斯密有一个评论：“消费是一切生产的唯一目的，而生产者的利益，只在能促进消费者的利益时，才应当加以注意。这原则是完全自明的，简直用不着证明。但在重商主义下，消费者的利益，几乎都是为着生产者的利益而被牺牲；这种主义似乎不把消费看作一切工商业的终极目的，而把生产看作工商业的终极目的。”

（内容来源：剑峰聊宏观）

财政收支分化，地方财政紧平衡——2022 年度地方区域财政

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 年财政政策整体前置，一般公共预算收支和政府性基金收支均达到年初预算水平。财政收支表现出非常明显的分化特征：一是一般公共预算表现为上半年减收增支和下半年的增收减支；二是政府性基金收支增速持续背离；三是一般公共预算收入中税收收入和非税收入分化明显；四是中央和地方财政收支分化明显。财政收支分化促使政府赤字和债务达到历史高峰。

央地收支分化，地方政府财政面临三个主要的突出矛盾。一是减税降费政策背景下，一般公共预算中收入减少与支出增长的矛盾，收支逆差持续扩大增加地方政府的赤字压力。二是房地产市场低迷背景下，地方政府对土地财政的强依赖性与土地财政收入难以持续的矛盾，土地市场快速冷却加大地方政府融资及还债压力。三是防范化解债务风险背景下，地方政府债务空间的限制与债务融资需求不断扩张的矛盾，债务风险化解过程中财政空间消耗加大地方政府的融资压力。

2023 年经济运行整体向好，机遇与不确定性并存。随着疫情收尾，多地经济开始复苏，但是经济发展过程中依旧存在很大的不确定性。稳增长背景下，积极财政政策助力经济发展更加注重提质增效。一是财政积极助力消费扩张，二是财政积极发挥引导投资作用，三是财政积极增进民生福利。积极财政政策需要财政收入的支持，但 2023 年地方财政收支矛盾持续，地方政府依旧维持财政紧平衡状态，地方政府财政空间是需要关注的问题。收入方面，一般公共预算收入预计会提速增长，但增长潜力受限，非税收入增速见顶，政府性基金收入料难以恢复。支出方面，支出规模会持续刚性增长，但是支出结构僵化固化，支出效率有待提升。债务方面，债务大幅扩张的可能性不大，债务进入集中偿债高峰期，隐性债务的化解力度进一步加大。

一、财政前置，收支分化明显

□ 财政收支均不及预期

2022 年财政政策整体前置，财政收支均不及预期。2022 年全国一般公共预算收入累计 20.37 万亿元，增速仅 0.6%，完成年初预算的 96.9%，其中主要拖累因素为税收收入，受上半年减税降费影响，全年税收收入累计增速-3.5%。一般公共预算支出累计 26.06 万亿元，累计增速达 6.1%，仅完成年初预算的 97.6%，主要为第四季度受收入增速下滑影响的支出增速回落。政府性基金收支均未达到年初预算的 80%。2022 年政府性基金收入 7.79 万亿元，全年负增长，12 月累计增速-20.6%，仅完成年初预算的 78.96%，政府性基金支出 11.06 万亿元，12 月累计增速-2.5%，仅完成年初预算的 79.6%，主要原因在于下半年尤其第四季度专项债发行回落对基建支出的支撑力度减小。

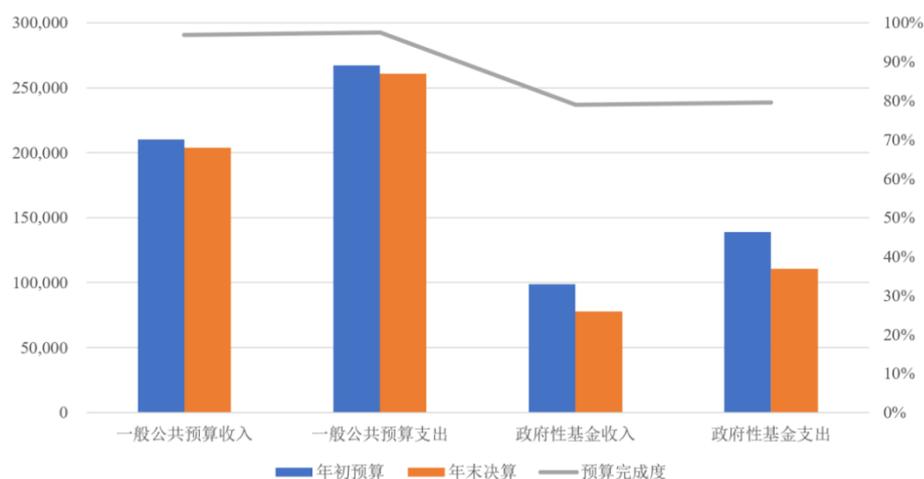


图1 2022年一般公共预算收支和政府性基金收支预算完成度（亿元，%）

数据来源：财政部，WIND，国家金融与发展实验室。

□ 财政收支结构分化

2022年积极财政政策助力稳经济发展，但财政收支表现出非常明显的分化特征。

第一，一般公共预算表现为上半年减收增支和下半年增收减支。上半年受减税降费影响，一般财政收入持续负增长，尤其4月后财政收入累计增速持续为负增长，6月末收入累计增速下滑至-10.2%，而上半年财政支出在稳基建稳民生方面发挥积极作用，增速持续正增长，6月当月同比增长6.1%。下半年随着减税降费政策的退出，财政收入当月同比增速不断上升，尤其第四季度财政收入增速快速提升，仅12月当月同比增速达到67.1%，而财政支出的当月同比增速呈现下降趋势，12月当月同比增速仅2.9%（图2），主要受收入不及预期的影响。财政支出方向由上半年重基建转为下半年重民生，下半年以社保就业和卫生健康支出为主要支撑，其中卫生健康支出增速最快，10-12月卫生健康支出同比增速分别为43.6%、47.7%和32.3%，成为带动支出增长的主要力量。除社保就业和卫生健康外，其余项目支出增速均大幅回调。

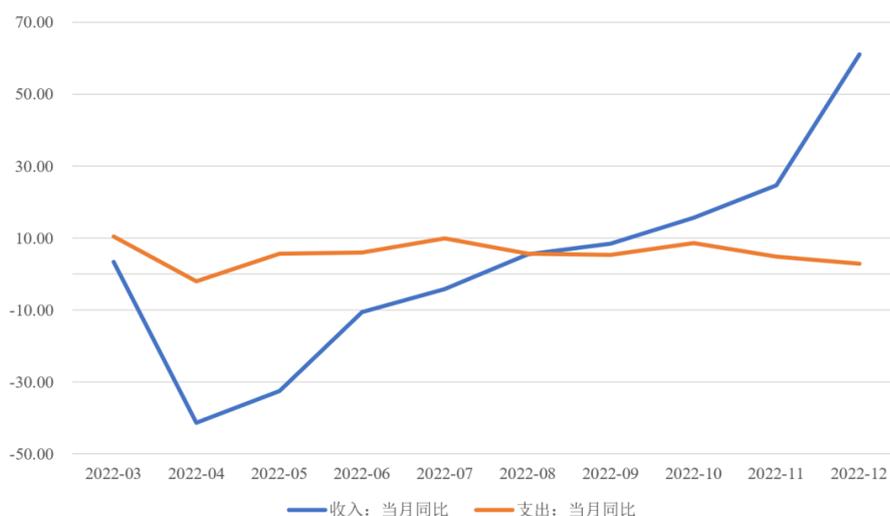


图2 公共财政收入和支出当月同比增速变化（%）

数据来源：财政部，WIND。

第二，政府性基金收支增速持续背离（图 3）。2022 年政府性基金收入增速全年持续负增长，累计增速-20.6%，其中国有土地使用权出让收入增速-23.3%，主要受土地市场冷却和房地产市场影响较大。而政府性基金支出 1-11 月维持正增长，11 月累计增速 5.5%。另一方面，政府性基金的收支增速变动趋势相反。政府性基金收入全年负增长，但降幅在不断收窄，收入当月同比在不断提升，而政府性基金支出增速在不断下滑，尤其第四季度在专项债和土地出让收入同步回落的影响下，12 月政府性基金支出累计同比大幅下滑至-2.5%，相较年初 2 月份增速下滑了 30 个百分点以上。

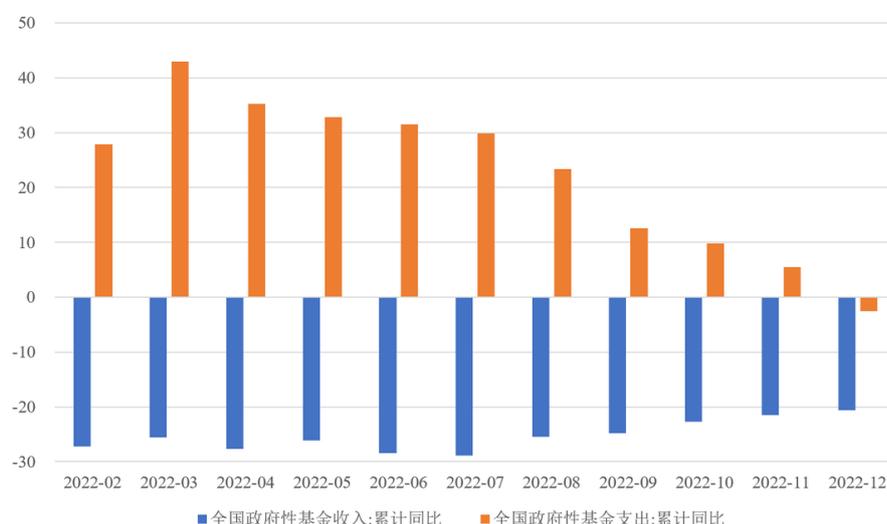


图 3 政府性基金收入和支出累计同比增速变化 (%)

数据来源：财政部，WIND。

第三，一般公共预算收入中税收收入和非税收入分化明显（图 4）。2022 年非税收入是财政收入增长的主要推动力。2022 年，受减税降费政策的影响，税收收入累计增速-3.5%，拖累财政表现，其中上半年税收增速下滑至-14.8%，创历年同期最低。而非税收入全年高速增长，12 月非税收入累计增速高达 24.4%，为 2016 年以来最高增速，主要原因在于原油价格持续上涨带动石油特别收益金专项收入增加、加速盘活国有资产以及矿产资源价格带动收入的快速增长。

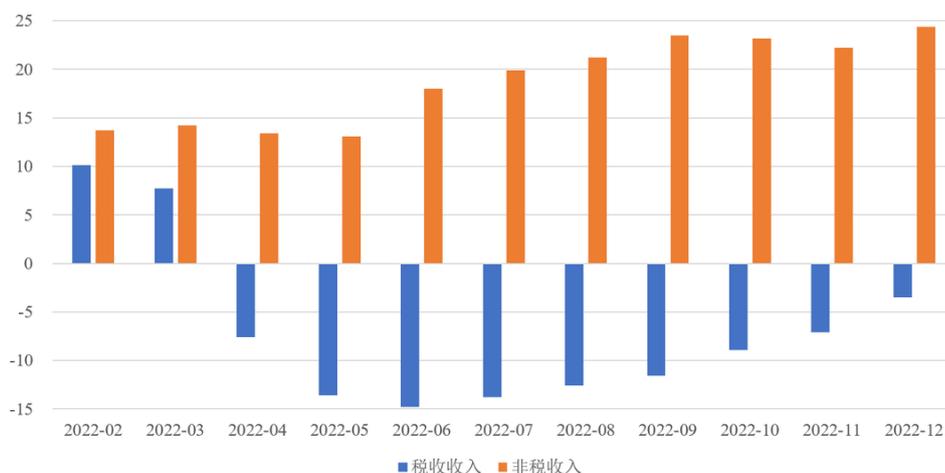


图 4 税收收入及非税收入累计同比增速变化 (%)

数据来源：WIND，国家金融与发展实验室。

第四，在收支分化的背景下，2022 年中央和地方财政收支分化明显。上半年的减收增支以地方财政为主，上半年减税降费影响下，中央和地方政府收入增速同步下滑，但地方政府支出增速显著高于中央。下半年的增收减支以中央为主，尤其第四季度中央财政收入大幅提速，12 月当月同比增速近 200%（表 1），而地方财政收入增速相对缓慢，第四季度虽然收入提速，但全年累计增速-2.1%，依旧负增长。此外，下半年支出增速大幅放缓，主要体现为中央政府支出增速的快速下滑，而地方政府财政支出依旧维持稳定增长，主要原因在于下半年支撑支出增长的社保就业和卫生健康支出责任主要由地方政府承担。反映到财政赤字即为中央财政收支顺差和地方财政收支逆差均升至历史最高水平，地方政府财政压力持续加重。

表 1 中央和地方政府一般公共预算收支当月同比增速（%）

时间	中央财政收入	地方财政收入	中央财政支出	地方财政支出
2022-03	-4.13	8.91	2.25	11.56
2022-04	-42.37	-40.44	2.61	-2.81
2022-05	-34.31	-30.80	3.55	6.02
2022-06	-19.80	-3.57	3.82	6.35
2022-07	-2.55	-5.53	4.87	10.93
2022-08	6.30	4.94	4.47	5.84
2022-09	4.27	11.65	5.88	5.30
2022-10	23.74	8.63	5.49	9.59
2022-11	54.41	6.12	-3.94	6.51
2022-12	197.23	10.26	-8.89	4.85

数据来源：财政部，WIND。

□ 财政赤字新高，债务结构分化

财政收支的分化表现为赤字和债务的持续增长。财政支出累计同比增速持续高于收入增速，财政赤字随之持续扩大。2022 年 1-12 月总财政赤字（一般公共预算赤字+政府性基金赤字）8.96 万亿元，达到历年最高峰。其中一般公共预算赤字 5.69 万亿元，仅次于 2020 年赤字规模，主要原因在于第四季度中央财政收入增速的快速反弹和中央本级支出增速的快速回落，2022 年中央财政顺差为历年最高，与此同时，地方政府公共财政赤字也达到历史最高。另一方面，政府性基金收支赤字达到 3.27 万亿元，无论是中央政府还是地方政府，政府性基金赤字规模均为历年最高。

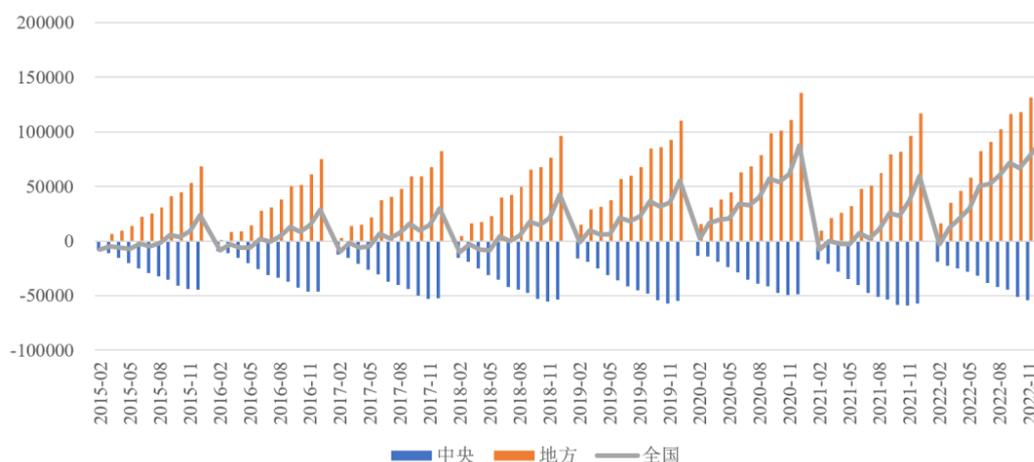


图5 全国、中央和地方总财政赤字规模（亿元）

数据来源：WIND，国家金融与发展实验室。

2022 年政府债务发行规模和存量规模均为历史新高。2022 年政府债务（国债+地方政府债务+城投债）总发行 21.94 万亿元，其中 2022 年新增国债发行 2.72 万亿元，超出全年的 2.65 万亿元限额，新增地方专项债 3.97 万亿元，超出 3.65 万亿元的限额。存量债务 73.98 万亿元，其中地方政府债券占比 47.15%，政府杠杆率升至 61.35%，达到历史最高。同时，**债务发行前置，债务结构明显分化**。第一，2022 年国债发行占比最高，在整体政府债务发行中占比 44.31%，2022 年各个季度国债发行同比增速均为正增长，尤其下半年，第三季度和第四季度国债发行同比增速分别为 60.58%和 55.74%。第二，地方政府债券发行主要集中在上半年，第一季度和第二季度发行同比增速分别为 103.84%和 40.04%，上半年完成全年发行限额的 92.9%，下半年发行大幅回落，同比增速大幅下滑。第三，城投债发行全年同比负增长，同时净融资规模也全年负增长，尤其第四季度融资规模进入负值，同比增速降至-101.05%，主要受隐性债务防范化解和融资平台严监管的影响。

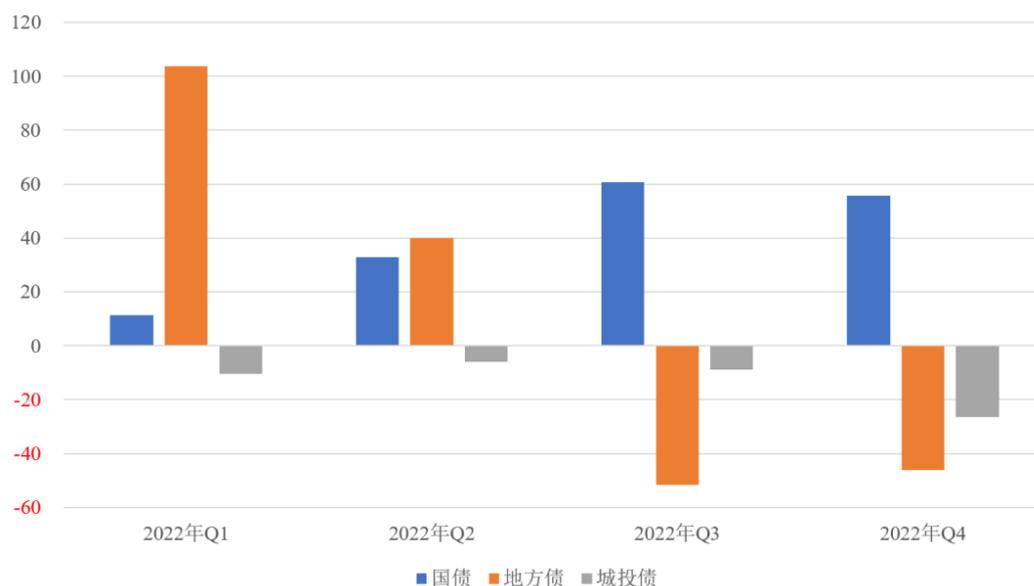


图6 国债、地方债与城投债发行规模同比增速对比（%）

数据来源：WIND，国家金融与发展实验室。

二、收支矛盾突出，地方财政空间紧缩

地方政府财政在积极助力经济稳定发展的过程中面临三个主要的突出矛盾。一是减税降费政策背景下，一般公共预算中收入减少与支出增长的矛盾，收支逆差持续扩大加大了地方政府不断扩张的赤字压力。二是房地产市场低迷背景下，地方政府对土地财政的强依赖性与土地财政收入难以持续的矛盾，土地市场快速冷却形成地方政府融资及还债压力。三是防范化解债务风险背景下，地方政府债务空间的限制与债务融资需求不断扩张的矛盾，债务风险化解过程中财政空间的消耗加大了地方政府的融资压力。

□ 地方公共财政收入下滑与支出刚性增长的矛盾

2022 年地方财政收入增速分化明显，主要表现为资源型地区收入增速较快，非资源型地区财政收入均大幅下滑。第一，2022 年受全球能源供给紧缺及能源价格持续高位等因素的影响，资源型地区如山西、内蒙古、陕西、新疆的财政收入快速增长，收入增速均为两位数，远高于其他省份，尤其山西和内蒙古这两个煤炭主要供给地区全年财政收入增速超出 20%（图 7），主要为煤炭行业带动企业所得税和资源税税收的高速增长。第二，江西、安徽、四川、青海的财政收入增速也维持了正增长，增长速度相对较小，财政增长较快主要得益于经济增速增长较快带动的财政收入增长以及盘活国有资产带来的非税收入增长较快。第三，其余 23 个省市 2022 年财政收入均为负增长，其中一部分以制造业为主的东部省份如上海、浙江、江苏、广东等，在扣除留抵退税因素后财政收入增速较高，部分省份如天津、吉林等，即使剔除留抵退税因素后财政收入增速也为负增长，主要原因在于地区产业发展不平衡下的经济增速较低。

2022 年地方财政支出多维持正增长。在疫情及经济转型等多重背景下，地方财政承担着稳定经济发展、保障福利民生、助力投资增长等多重职能。政府职能的扩张加大了地方政府支出的持续增长需求，除天津市以外的支出增速均大幅增长，三分之一的省份支出增速高于 10%（图 7）。根据公布的各省市预算执行报告，财政支出中卫生健康支出增速最快，其中用于核酸检测、疫苗接种以及患者救治等疫情防控补助资金增长较快。

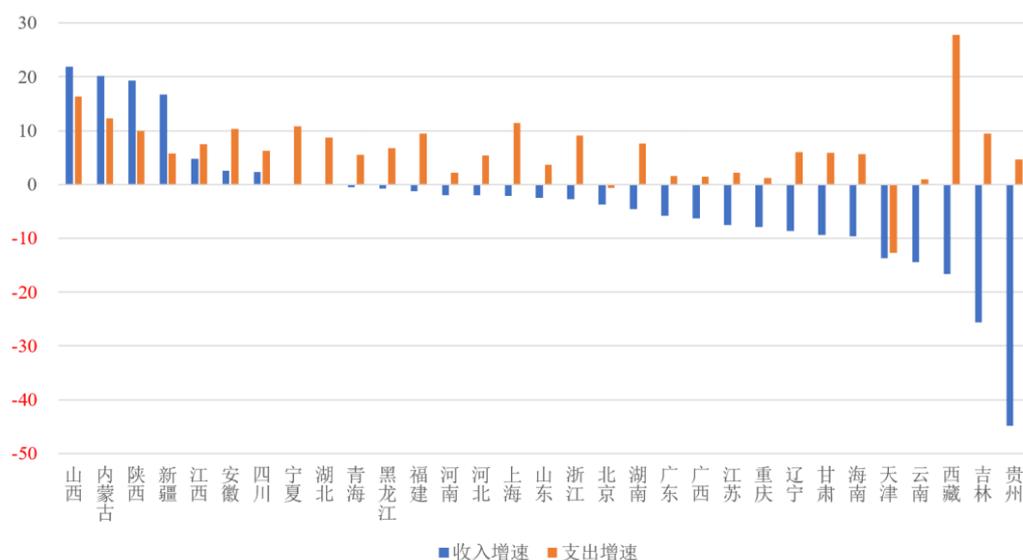


图 7 2022 年各省市一般公共预算收支累计同比增速 (%)

数据来源：各省市财政厅，CEIC，国家金融与发展实验室。

地方政府财政收支矛盾突出。持续增长的刚性支出、土地财政下滑等因素都在逐渐收缩地方政府的财政空间，地方政府可支配财力难以支撑支出需求。2022 年仅山西、内蒙古、陕西、新疆四个资源型地区的收入增速高于支出增速，其余地区累计支出增速均高于收入增速。2022 年下半年各地方政府利用政策性金融工具、财政结余、财政存款等方式来盘活政府的财政资产空间，但对于日益增长的财政收支缺口来说杯水车薪。从财政自给率来看，2022 年除西北地区，所有地区财政自给率都较 2021 年下滑 2-8 个百分点（图 8），仅山西、内蒙古、陕西、新疆四个资源型省份的财政自给率有所上升。反映到财政赤字，2022 年除天津市外的 30 个省市财政赤字不断扩大，均达到历年同期最高值。其中 20 个省份财政赤字增速超出 10%，各地地方政府财政持续收不抵支，财政缺口快速扩大，财政空间不断收紧。

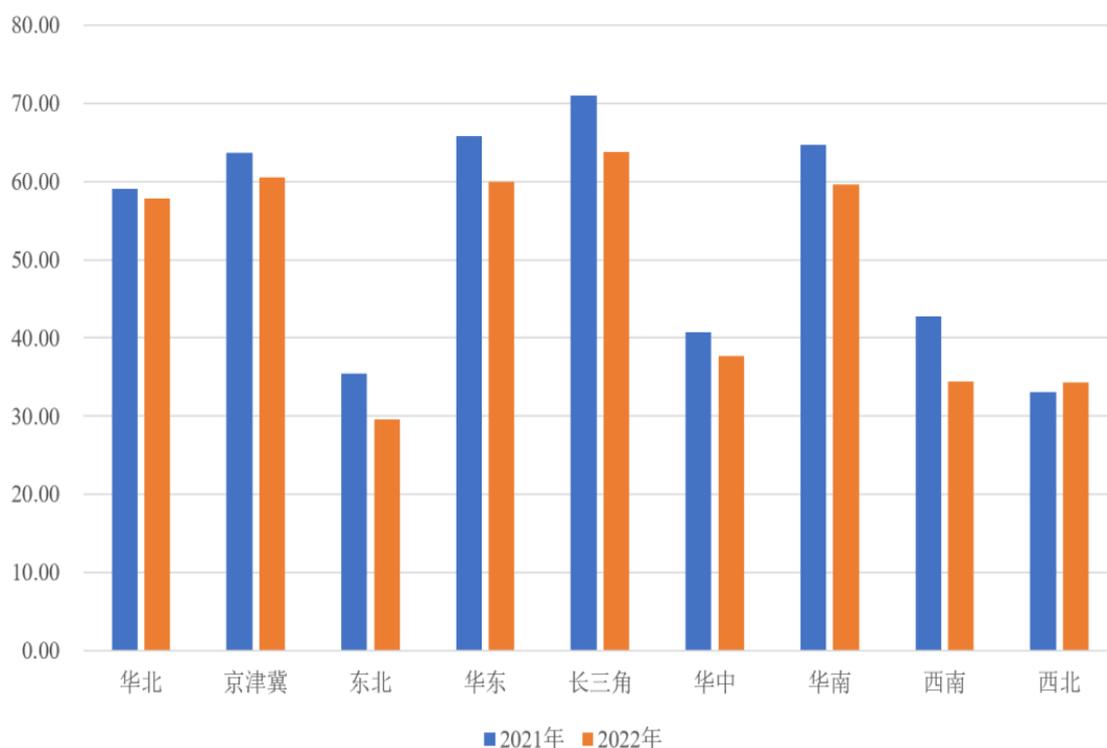


图 8 2021 年和 2022 年各地区财政自给率对比 (%)

数据来源：各省市财政厅，CEIC，国家金融与发展实验室。

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出，数据为 2022 年各省市财政预算执行数。

□ 土地财政落幕与地方土地强依赖之间的矛盾

土地财政进入下行期，多地政府性基金收入大幅下滑。截至 2 月中旬，根据已披露的 31 个省市财政预算执行报告，仅海南和上海的政府性预算基金收入实现正增长，而其余 29 个省市政府性基金收入均为负增长，多数省份国有土地出让收入大幅下滑，而东北三省、天津、青海等地的政府性基金收入增速降幅在 50%以上（图 9）。政府性基金收入 90%以上为国有土地出让收入，可以看出，土地出让收入的增速与地区的经济发达程度息息相关。进一步来说，经济越发达的地区，房地产市场发展更为成熟，一方面，房地产企业融资环境较好，保障房地产的合理有效供给，另一方面，经济越发达的地区，人口流入

以及企业发展产生的房地产需求较为稳定，存在持续增长的潜力。因此，经济发达地区房地产市场相对影响较小，相应的房地产发展需求带动土地收入的增长。同样的，经济越不发达的地区，土地财政收入受老龄化、疫情以及经济下行、消费萎缩背景下房地产市场低迷的影响较大。

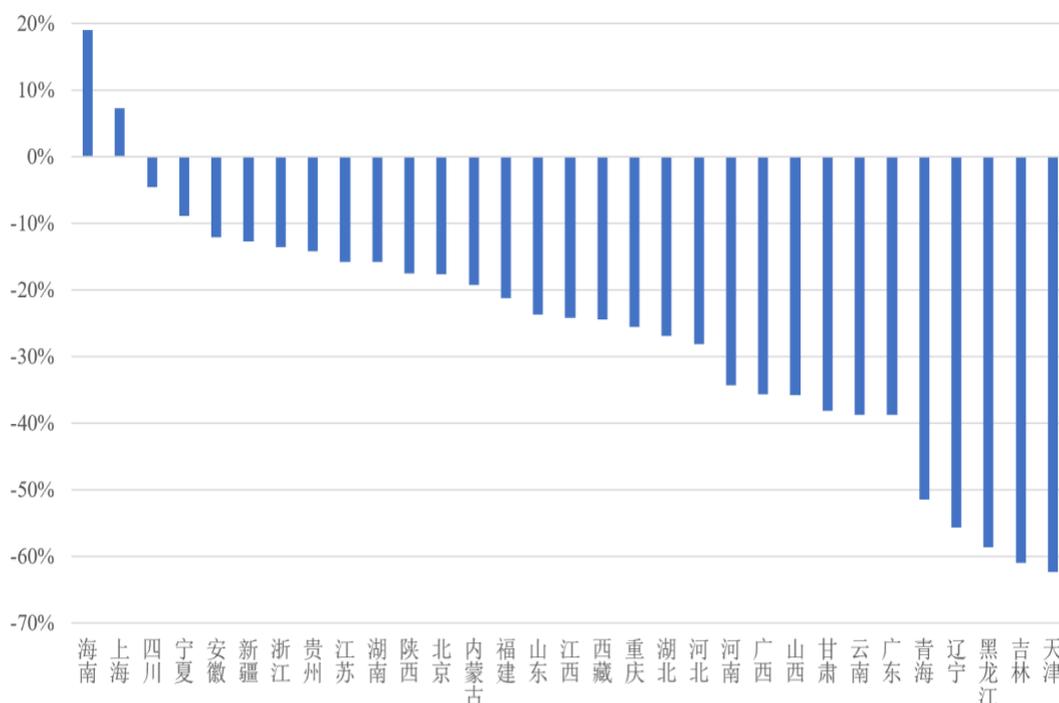


图 9 2022 年各省市政府性基金收入增速 (%)

数据来源：各省市 2022 年财政预算执行情况和 2023 年预算草案报告，国家金融与发展实验室。

多地政府性基金收入不及预期，加大地方政府投融资压力和偿债压力。房地产市场的快速冷却直接影响土地市场量价齐跌，土地财政收入大幅锐减，远超出各地地方政府的预期。2022 年多地政府性基金收入预算完成度较低，仅四川、江苏、上海、江西、浙江、北京完成年初预算，其余 25 个省市均未完成年初的政府性基金收入预算，部分省份如东北三省、青海、天津和西藏甚至未达到年初预算的一半（图 10）。政府性基金收入作为弥补地方财政收支缺口的重要部分，随着一般公共预算赤字的扩张，各地地方政府对于土地财政的依赖度整体不断增强。2022 年地方政府土地依赖度达到 61.44%，相较于 2015 年上升了 22.22 个百分点。土地财政收入不仅关系着地方政府财政空间，也关系着各地融资平台的发展，是地方政府进行投融资的重要评估指标。因此，地方政府土地市场的急速冷却，会通过影响城投平台影响城投债的发行和还本付息，也会进一步影响各地的显性债务空间，尤其在隐性债务化解的背景下，会加速财政风险的爆发。另一方面，老龄化加速发展也进一步加剧地区之间的财政分化。“房住不炒”的政策背景下，家庭实际可支配收入的下降会使得作为消费品的房地产需求下滑以及房价下跌，土地财政模式难以持续。

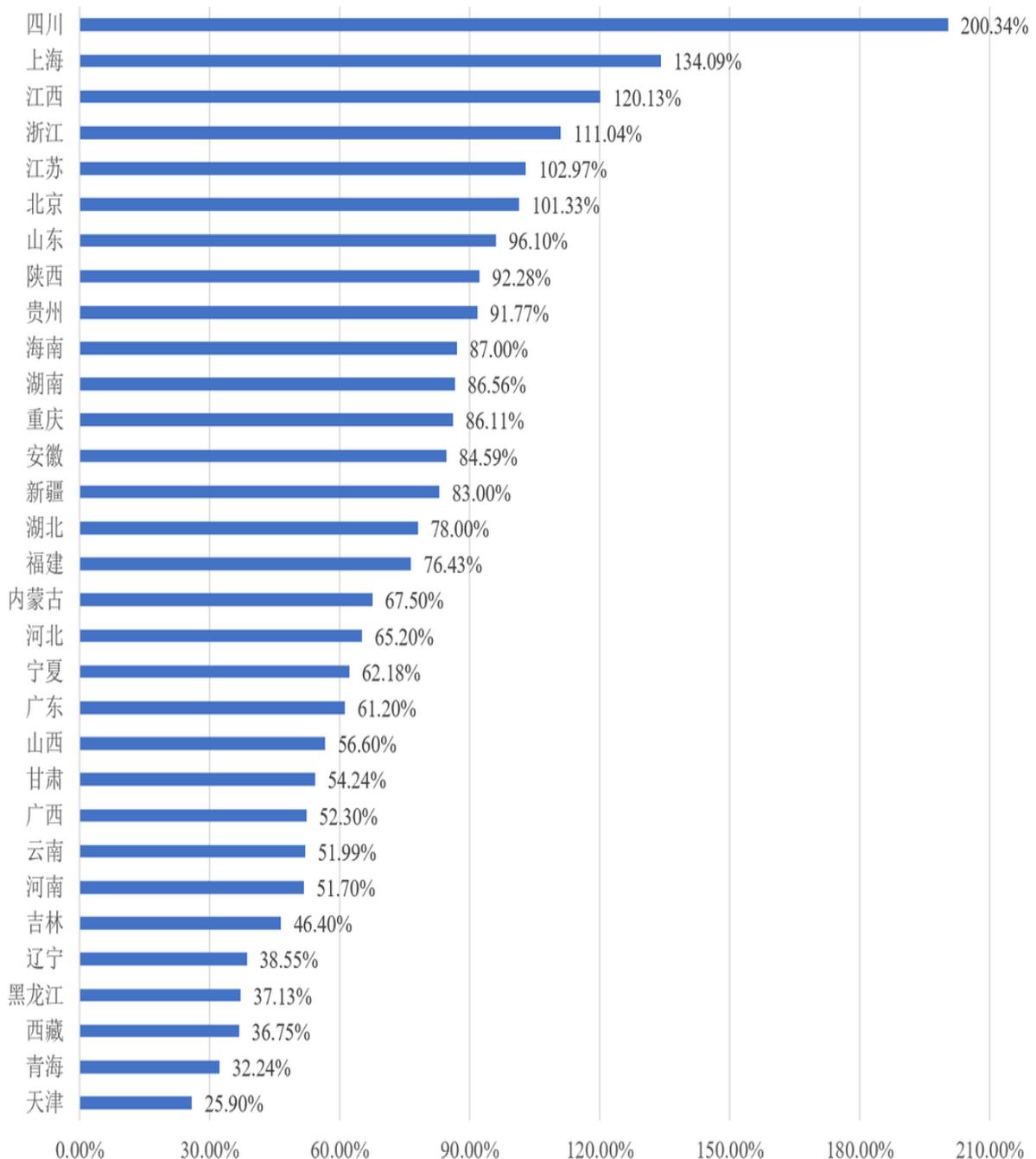


图 10 2022 年各省市政府性基金收入预算完成度¹ (%)

数据来源：WIND，国家金融与发展实验室。

□ 债务空间收窄与融资需求扩张之间的矛盾

各省市债务空间均在持续收窄。第一，各省市债务发行较快，债务存量增速持续上升。2022 年多地地方政府债务发行提速，在第三季度基本上所有省市已经完成全年的新增发行限额。从存量来看，所有省市地方债务余额均表现为正增长，尤其甘肃、河南、北京、广东、江西的债务余额增速均超出 20%（图 11）。从债务率变动来看，仅宁夏、内蒙债务率较 2021 年有所下降，近半数省份债务率上升了 20 个百分点以上，尤其天津债务率上升近 100%，主要原因在于 2022 年各地国有土地出让收入的大幅下滑促进债务率的大幅抬升。

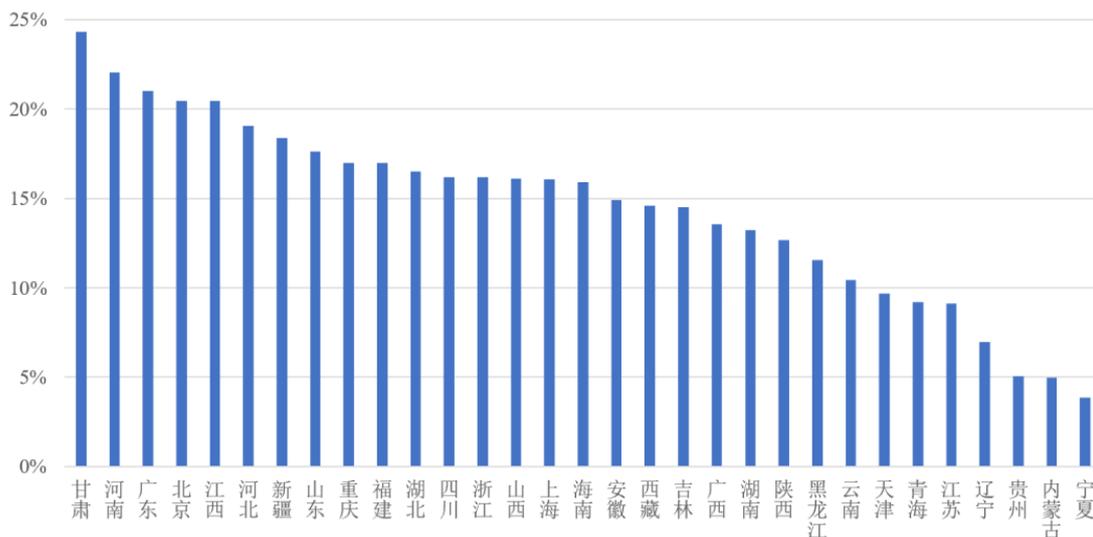


图 11 2022 年各地区地方政府债务余额增速排序 (%)

数据来源：CEIC，国家金融与发展实验室。

第二，**债务的还本付息压力骤增，挤压地方政府财政空间。** 仅以地方政府债券的还本付息规模来看，多省市的财政收入（一般公共预算收入、中央转移支付和税收返还以及政府性基金收入）中用于支付债券的本息比例超出 10%，仅广东、上海、浙江的债务偿债率低于 10%（图 12）。多地债务还本付息压力的大幅上升主要表现为专项债券还本付息压力的快速增长，2022 年天津、黑龙江的专项债偿债率超出 100%，主要受政府性基金收入大幅锐减的影响。在 2023 年地方政府债务进入集中偿付高峰期，债务的还本付息会进一步挤压地方政府的财政空间。

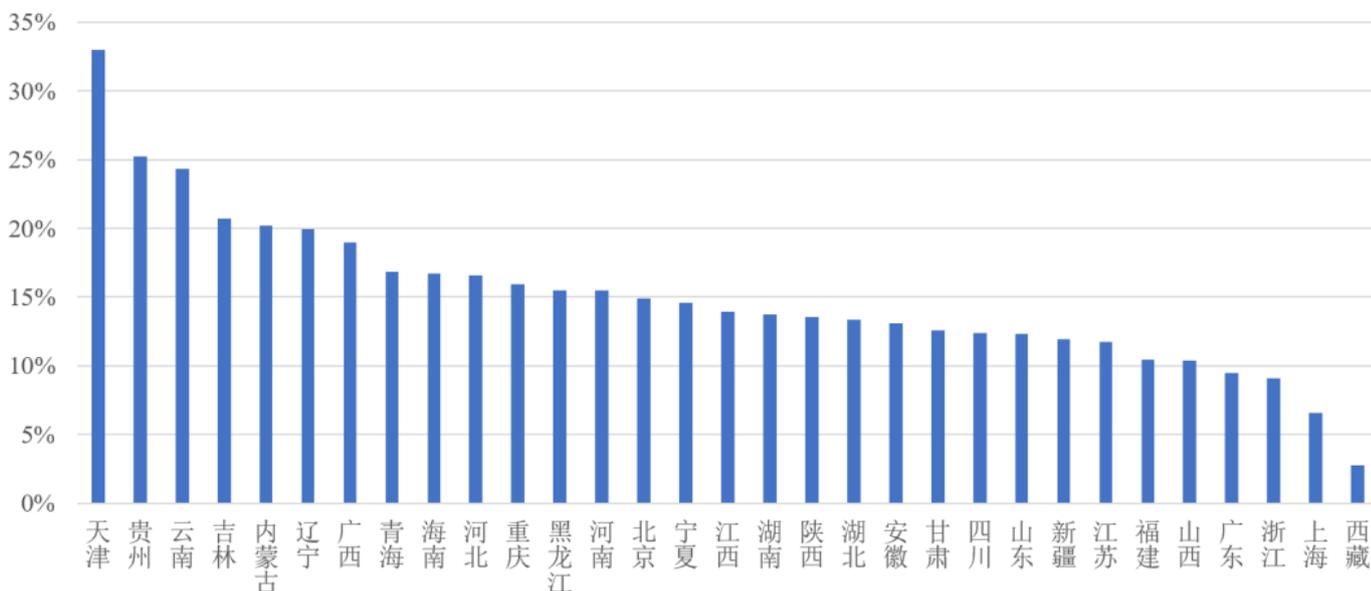


图 12 2022 年各省市地方政府债券还本付息压力² (%)

数据来源：各省市 2022 年财政预算执行情况报告和 2023 年预算草案报告，国家金融与发展实验室。

地方政府融资需求不断增长但债务空间不断紧缩。 消费需求、基建投资需求、民生保障需求都需要地方财政的大力支持。地方政府财政收支缺口持续扩大，实际赤字率持续攀升，一般公共预算实际赤字率在 2015 年就突破了 3%，广义财政赤字率在 2020 年达到 9.4%，远高于预期的政府赤字率，

同时土地财政收入大幅下滑，地方政府通过债务来弥补日益增长的支出和投资需求，使得融资需求不断增长。在防范化解债务风险背景下，2022 年各地存量隐性债务化解进程较快，隐性存量债务化解需要大量财政资金支持，同时债务严监管下城投债发行也大幅下滑，地方政府债务融资渠道进一步受限，也进一步加重了各地政府的财政负担。

三、2023 年财政提质增效，地方财政持续“紧平衡”

2023 年经济运行整体向好，机遇与不确定性并存。随着疫情收尾，多地经济回归正常，产业尤其是以第三产业为主的地区经济已经开始复苏，同时数字化产业的高速发展以及双碳技术的创新推动也为产业的转型升级提供了很大的空间。但是经济发展过程中依旧存在很大的不确定性。一是国内需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍然较大，总需求不足是经济运行面临的突出矛盾。二是老龄化和少子化危机是持续影响经济发展潜力的重要因素。三是全球通胀、逆全球化发展、气候问题及地缘政治等国际环境动荡也对经济发展形成一定的冲击。

稳增长背景下，积极财政助力经济发展更加注重提质增效。第一，扩内需，财政助力消费是首位。财政通过政府补贴和税收优惠等方式助力支持优化消费环境，支持消费新业态、新模式，最大释放消费市场潜力。第二，扩投资，财政积极发挥引导作用。财政通过政府投资和政策激励来引导产业转型发展，保障重大投资项目建设，完善投资内生增长机制，提升产业发展能级。第三，保民生，持续增进民生福祉。财政大力支持保障基层“三保”支出建设，提升各个地区基本公共服务保障水平，增强教育、医疗、养老、社保等服务的均衡性和可及性，形成经济发展与民生改善的良性循环。

2023 年地方财政收支矛盾持续，地方政府依旧维持财政紧平衡状态，地方政府财政空间是需要关注的问题。收入方面，一是一般公共收入预计会提速增长，但增长潜力受限。2023 年随着经济基本面的修复和稳定，税收完成额也会持续增长，但同时减税降费政策持续，在预算报告中，多省市已公布新一年减税降费政策，延续调整相关税费政策，优化各项税费支持政策，激发市场主体的活力，财政收入持续增长压力依旧较大。二是非税收入增速见顶，盘活存量国有资产等一次性收入的空间也在逐渐缩小。三是政府性基金收入难以恢复。2023 年土地财政收入受房地产市场影响分化会加剧，经济越发达的超一线和一线城市土地财政会进一步增长，而经济越落后的地区土地财政难以恢复。支出方面，一是支出规模会持续刚性增长。扩大消费需求、引导投资需求、保障民生福利等政府职能不断扩张，财政支出责任也随之增加。二是支出效率有待提升。多地支出资金存在重复使用、多头管理的问题，支出结构僵化固化，预算管理绩效有待加强。债务方面，债务扩张的可能性不大，隐性债务的化解力度进一步加大。一是债务还本付息压力较大。2023 年债务进入集中偿付高峰期，地方政府债券（含一般债券和专项债券）需偿还 3.66 万亿元，城投债需偿还 3.34 万亿元，两者合计高达 7 万亿元，在地方财政紧平衡的状态下，债务还本付息进一步加大了地方财政负担。二是隐性债务化解压力较大。存量隐性债务化解依旧任重而道远，尤其部分地区市县级政府债务负担较重，隐性债务化解难度较大。

[1] 预算完成度=年末政府性基金收入预算执行数/年初预算数。

[2] 地方政府债券还本付息压力=地方政府债券还本付息额/（一般公共预算收入+转移支付和税收返还+政府性基金收入）。计算中使用的一般公共预算收入、政府性基金收入均为预算执行数，受数据限制，黑龙江、江西和甘肃的转移支付数据尚未公布，此处为年初预算数，已公布的其他省市转移支付和税收返还数据均为预算执行数。

（内容来源：国家金融与发展实验室）

2022 年度银行业运行

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 年全年，商业银行总资产仍保持较快增长，但净利润增速出现一定幅度回调，总体风险抵补能力仍较为稳健。2022 年 12 月末，我国银行业金融机构本外币资产总额 379.4 万亿元，同比增长 10.0%。12 月末商业银行总体累计实现净利润 23030 亿元，同比增长 5.4%，利润增长较上年有所下降，其中农商银行净利润下降 2.3%，也一定程度上拖累了 2022 年商业银行整体利润增速。商业银行整体净息差为 1.91%，较去年同期下降了 17BP。商业银行不良贷款总额为 2.98 万亿元，同比增速回到了 4.8%，总体还是继续保持低增长态势。整体不良贷款率 1.63%，同比下降 10 个 BP，连续九个季度出现下降。拨备覆盖率为 205.8%，较去年同期增了 8.9 个百分点，连续九个季度上升，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 10.74%、12.25%、15%，总资本充足率水平较去年同期略降 13 个 BP。商业银行整体流动性覆盖率为 147.4%，较去年同期增加 2 个百分点，流动性比例为 62.85%，同比上升 3 个 BP，总体保持稳定态势。

展望 2023 年，商业银行应结合《商业银行资本管理办法（征求意见稿）》，积极推进巴塞尔协议 III 实施，并在支持实体经济方面持续发力，强化重大风险的化解和防范能力；商业银行还应进一步加强数据治理，有效满足银行业关于监管统计管理的最新数据管理要求。

一、2022 年银行业面临的宏观环境

2022 年，受疫情形势延宕反复和地缘政治冲突升级等超预期因素影响，全球经济增长面临较大不确定因素。IMF 估计 2022 年发达经济体的经济增速为 2.4%，较 2021 年下降 2.8 个百分点，其中美国、欧元区和英国的经济增速分别为 1.6%、3.1% 和 3.6%。面对复杂严峻的国内外形势和多重超预期因素冲击，我国宏观经济承受了巨大压力，全年经济增长 3.0%，社会零售总额下降 0.2%，固定资产投资增长 5.1%，消费占比占 GDP 比重有所下降。

2022 年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。根据人民银行数据，12 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 11.1%、11.8% 和 9.6%，信贷总量增长稳定性增强。普惠小微贷款和制造业中长期贷款余额同比分别增长 23.8% 和 36.7%，信贷结构持续优化。企业融资和个人消费信贷稳中有降，全年企业贷款加权平均利率为 4.17%，12 月新发放个人住房贷款利率平均为 4.26%，均较去年同期有所下降。年末人民币兑美元汇率中间价为 6.9646，在合理均衡水平上保持基本稳定。2022 年人民币

汇率中期出现一定幅度波动，央行也对外汇存款准备金率、外汇风险准备金率、全口径跨境融资宏观审慎调节参数进行了有效调节。

2022 年，银行业监管政策持续落地，金融监管力度不减。其中四季度，在整体金融监管方面，银保监会发布了《银行保险机构公司治理监管评估办法》《银行保险机构消费者权益保护管理办法》《银行保险监管统计管理办法》，体现了在公司治理、消费者权益保护等方面，商业银行将会受到更加严格的约束条件。银行业方面，银保监会发布《商业银行表外业务风险管理办法》《商业银行和理财公司个人养老金业务管理暂行办法》，对商业银行表外业务、个人养老金业务管理进行了约束。2022 年四季度，银行业收到监管机构开具的监管罚单数量、处罚金额均环比有所下降，罚单涉及业务主要集中在公司治理、信贷业务、员工行为管理、内控与合规，其中公司治理领域的检查和处罚力度较大。

二、银行业经营情况

□ 资产规模仍保持较快增长

2022 年末，我国银行业金融机构本外币资产总额 379.4 万亿元，同比增长 10.0%，较上季末略有回落，占银行业主体的商业银行资产总额 319.8 万亿元，同比增长 10.8%。其中，大型商业银行本外币资产总额 156.3 万亿元，占比 41.2%，同比增长 12.9%；股份制商业银行本外币资产总额 66.5 万亿元，占比 17.5%，同比增长 6.9%。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。2022 年末，人民币贷款余额为 214.0 万亿元，同比增长 11.1%，比年初增加 21.3 万亿元，同比多增 1.4 万亿元。2022 年四个季度贷款增量分别为 8.3 万亿元、5.3 万亿元、4.4 万亿元和 3.2 万亿元，季度增量占比分别为 39.1%、25.1%、20.7%和 15.1%，总体处于较快增长阶段；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，12 月末，企（事）业单位中长期贷款比年初增加 11.1 万亿元，在同期全部企业贷款增量中占比为 64.7%，贷款占比进一步提高。制造业中长期贷款同比增长 36.7%，比全部贷款增速高 25.6 个百分点，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 23.8%，比全部贷款增速高 12.7 个百分点；普惠小微授信户数 5652 万户，同比增长 26.8%。房地产贷款也有所回暖，2022 年末，房地产贷款余额 53.2 万亿元，同比增长 1.5%。其中，个人住房贷款余额 38.8 万亿元，同比增长 1.2%；住房开发贷款余额 9.5 万亿元，同比增长 2.1%。

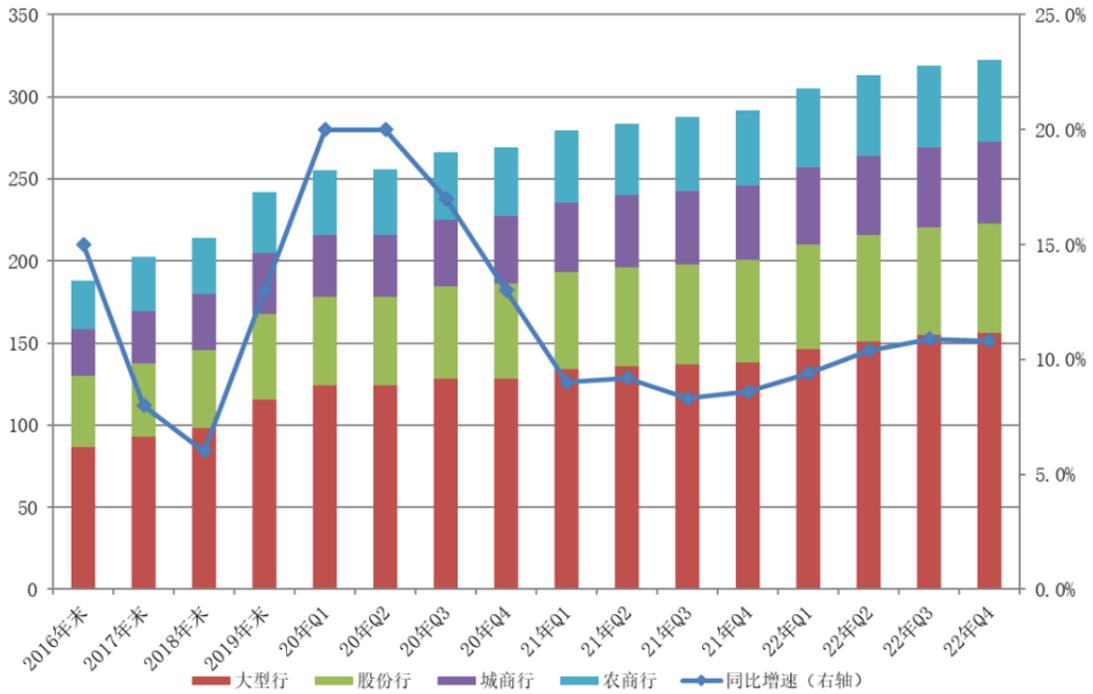


图1 商业银行资产及资产增速变化趋势（单位：亿元）

数据来源：中国银保监会。

□ 净利润增速回调，农商行增幅下降

2022 年末，商业银行累计实现净利润 23030 亿元，同比增长 5.4%，利润增长较上年有所下降。从相对效益指标看，平均资本利润率为 9.33%，较上季末上升 0.01 个百分点。平均资产利润率为 0.76%，与上季末持平。分结构类型来看，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 12932 亿元、5064 亿元、2553 亿元和 2081 亿元，同比增长分别为 5.03%、8.76%、6.64%、-2.3%，农商银行净利润出现下降，也拖累了 2022 年商业银行整体利润增速。进一步分析可以看到，农商银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。农商银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。

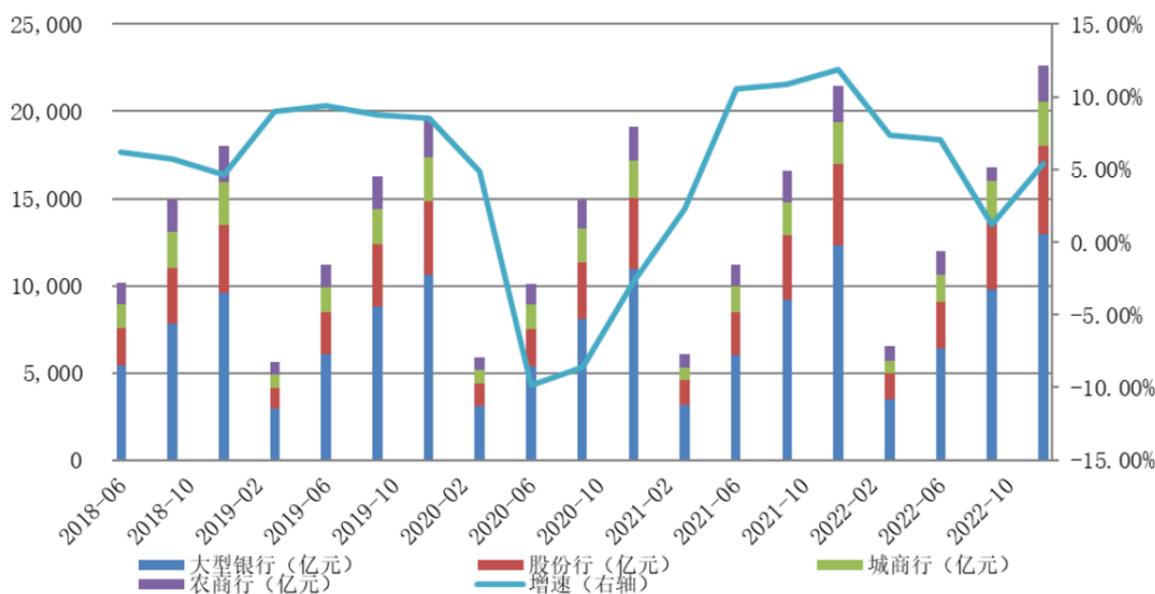


图 2 商业银行净利润及增速变化趋势

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 年末商业银行整体净息差为 1.91%，较去年同期下降了 17BP，今年以来净息差是自 2010 年以来首次低于 2%，且 2022 年四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-14BP、-14BP、-24BP、-23BP，四季度城商行净息差下降幅度较快。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。12 月末，1 年期和 5 年期以上 LPR 分别为 3.65%、4.3%，分别较上年末下降 0.15 个和 0.35 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，2022 年度金融机构全年累计核销不良贷款 10269 亿元，虽然比上年减少 30 亿元、同比下降 0.3%，但仍处于超万亿元级别，这对利润实现带来一定影响。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。

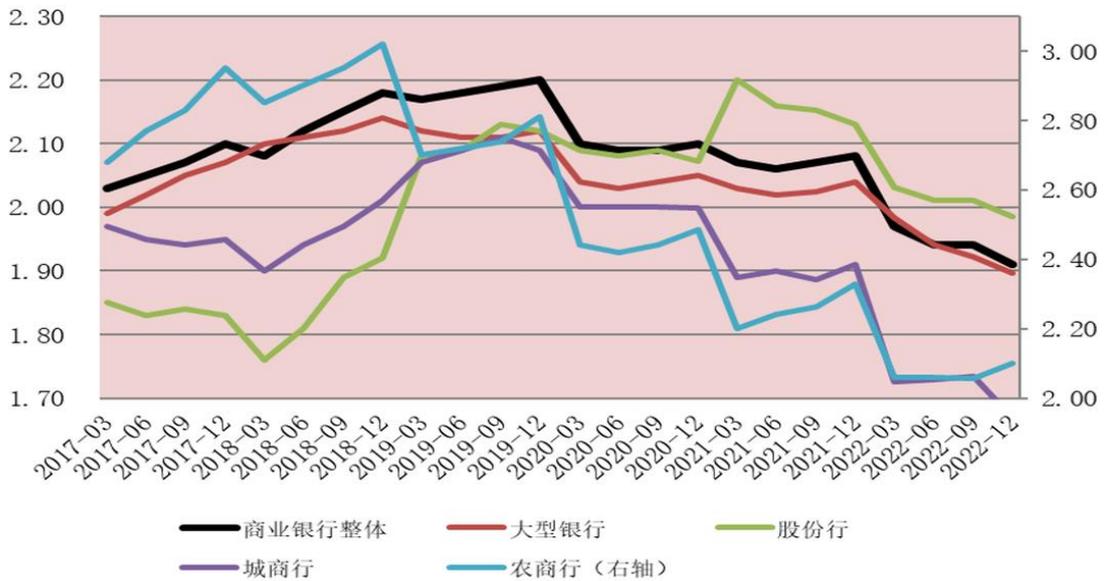


图 3 商业银行净息差变化趋势

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 年末，商业银行不良贷款总额为 2.98 万亿元，同比增速 4.8%，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。

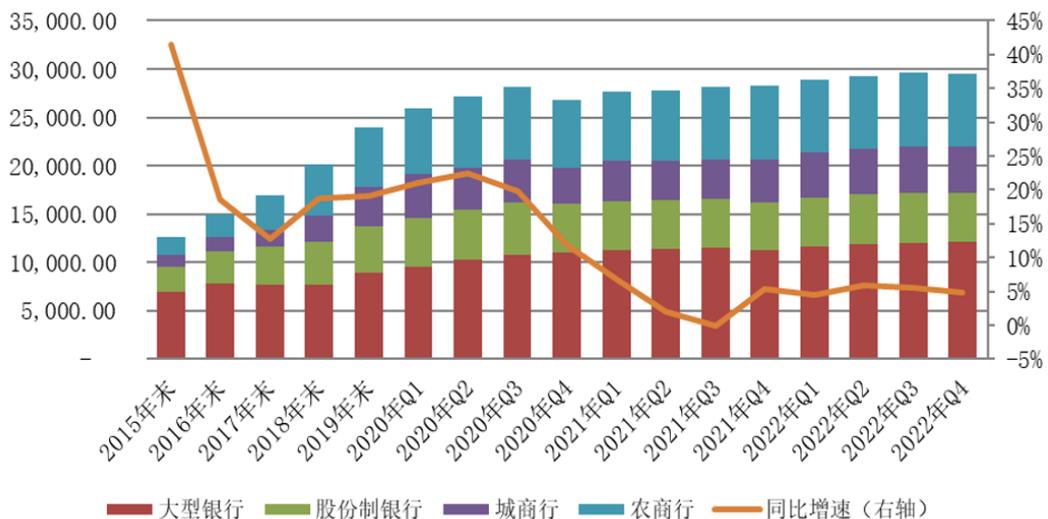


图 4 商业银行不良资产余额变化趋势（单位：亿元）

数据来源：中国银保监会。

2022 年 12 月末商业银行整体不良贷款率 1.63%，同比下降 10 个 BP，连续九个季度出现下降。其中，大型银行不良率 1.31%，同比下降 6 个 BP，股份制银行不良率 1.32%，同比下降了 5BP，总体保持较低水平；城商行不良率为 1.85%，同比下降 5 个 BP，农商行不良率 3.22%，同比下降 41BP。

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。农商行今年以来通过加大贷款核销力度有效压降了不良率指标，但由于前期增长加快，目前仍然处于 3.3% 的高位，压降形式依然较为严峻。近年来整体不良率的下降，一方面得益于银行经营业绩改善与信贷投放逆周期扩张，但更大程度上还是来自商业银行加大了不良贷款的核销力度，各家银行在监管政策引导下，从 2021 年开始普遍增加了不良贷款核销的力度，不良贷款的真实性也有了较大提升。

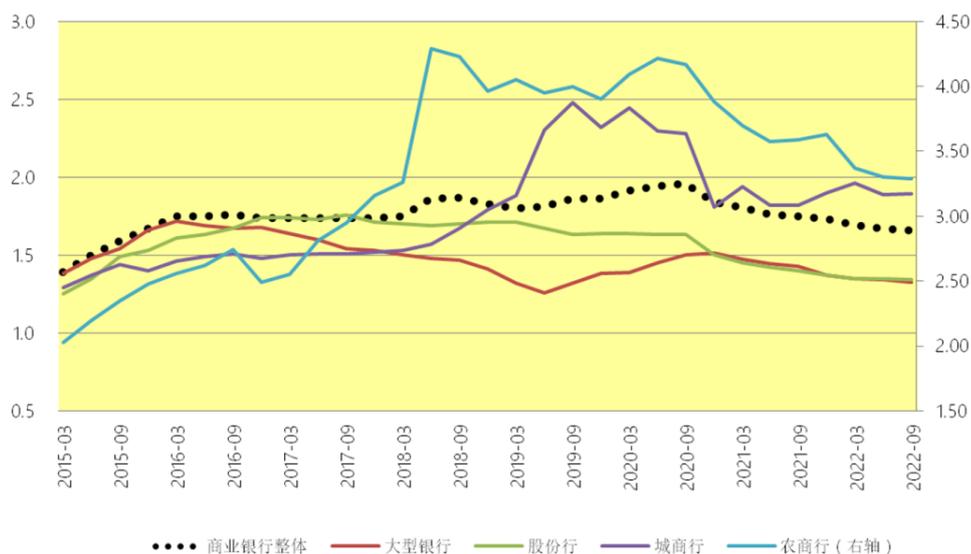


图 5 主要类型银行不良率变化情况

数据来源：中国银保监会。

从关注类贷款指标来看，四季度潜在不良资产质量形势仍不容乐观。12 月末银行关注类贷款余额 4.1 万亿元，同比增加 7.6%，增幅较三季度有所增加，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。

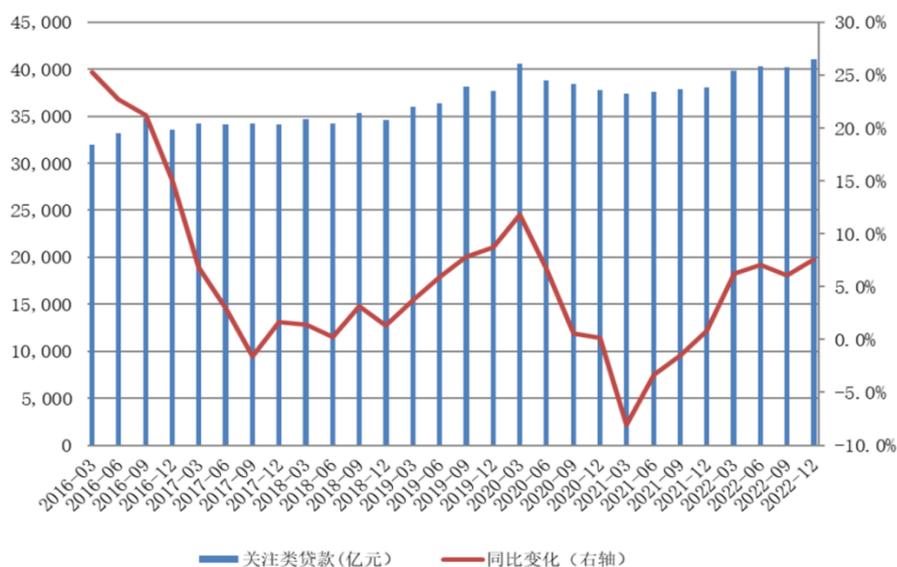


图 6 商业银行关注类贷款余额及同比增速变动

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 年四季度末，商业银行贷款损失准备余额为 6.14 万亿元，同比增长 10%。拨备覆盖率为 205.8%，较去年同期增了 8.9 个百分点，连续九个季度上升。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 245%，较去年同期增加了 6 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 214%，较年初增加了 8 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 192%，也属于较为稳健范围内。农商行拨备覆盖率为 143%，较年初上升 14 个百分点，但仍未达到 150% 区间。

在疫情已经有效控制，经济发展步入正常增长的背景下，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。

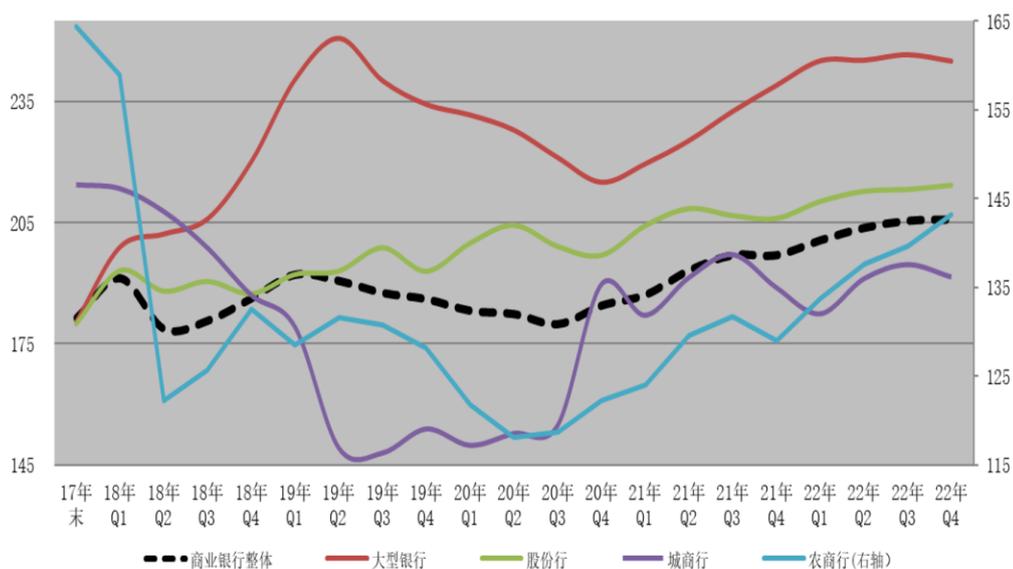


图 7 主要类型银行拨备覆盖率变化

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 12 月末，商业银行整体流动性比例为 62.85%，较上季度增加 1 个百分点，总体保持稳定态势。分银行类型来看，大型银行、股份行、城商行、农商行流动性比例同比分别上升 1.7、3.1、3.3、5.1 个百分点，均存在一定的边际改善。

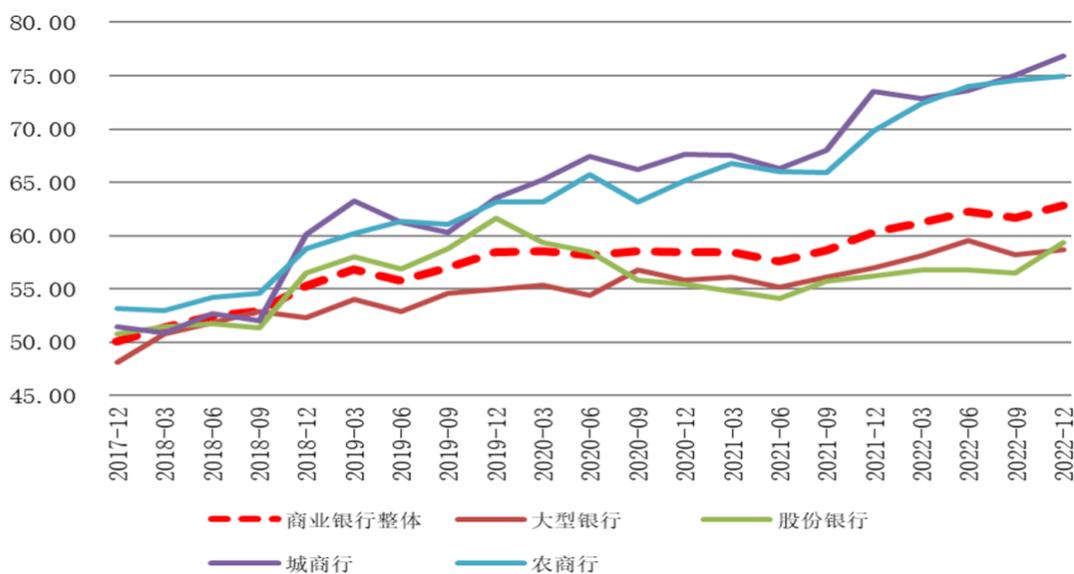


图 8 主要银行类型流动性比例变化（单位：百分比）

数据来源：中国银保监会。

2022 年 12 月末人民币超额备付金率 2.05%，同比保持不变；存贷款比例（人民币境内口径）为 78.7%，同比下降 0.93 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。

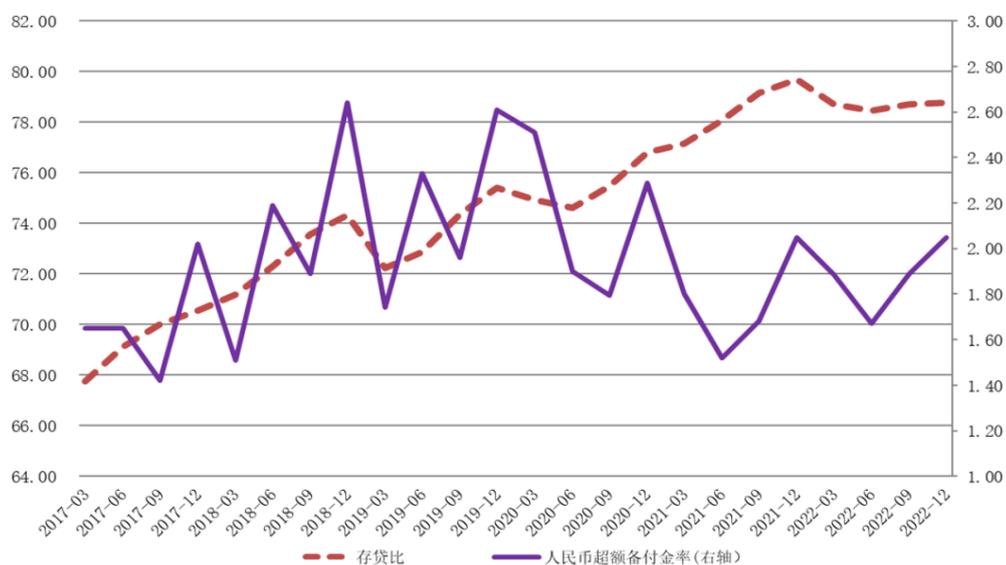


图 9 商业银行整体超额备付金率与贷存比变化（单位：百分比）

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 12 月末流动性覆盖率为 147.4%，环比下降 5 个百分点，较去年同期增加 2 个百分点，高于《商业银行流动性风险管理办法》中要求的 100%监管指标。流动性覆盖率一般由银行持有的流动性较好的利率债来满足，这些资产的收益率相对较低，流动性覆盖率回调一定程度也体现了商业银行对于流动性成本的考虑。

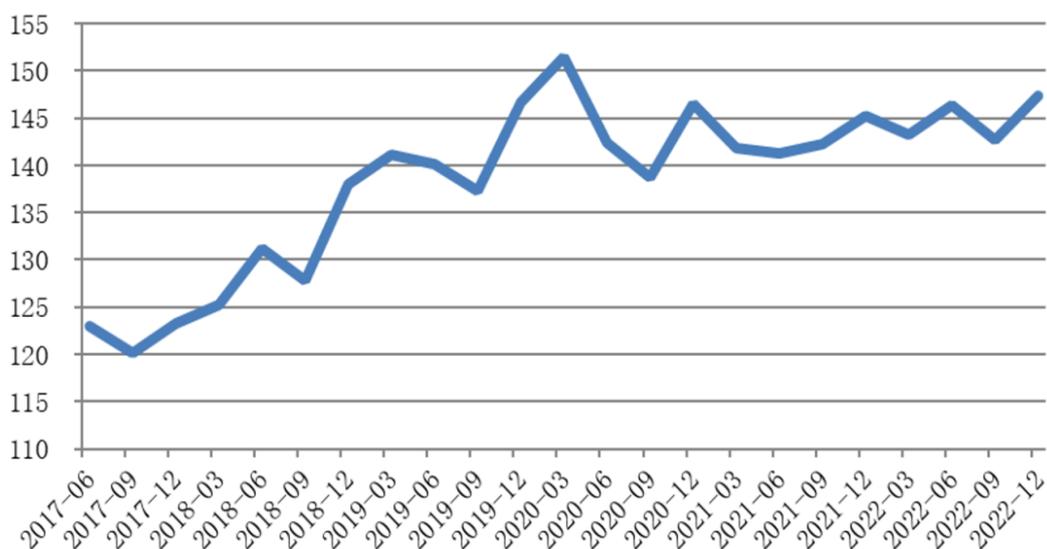


图 10 商业银行流动性覆盖率变化趋势

数据来源：中国银保监会。

从上面分析可以看出，商业银行的各项流动性指标数值都满足监管指标的下限。但需要注意的是，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. 资本充足率略有下降

2022 年 12 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 10.74%、12.25%、15%，总资本充足率水平较去年同期略降 13 个 BP。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。

在资本充足率结构上，核心一级资本充足率较年初增加了 22 个 BP，其他一级资本充足率下降了 5 个 BP，二级资本充足率则也下降了 5 个 BP，这说明二级资本债的发行对资本充足率的支撑有所减弱，2022 年以来，部分城商行到期不赎回二级资本债的情况（如九江银行、天津银行等），这不仅影响银行的再融资风险，也加大了投资人本金回收、期限错配、估值波动等风险，会在一定程度影响投资对购买二级资本债的热情，从而为后续发行增加难度。

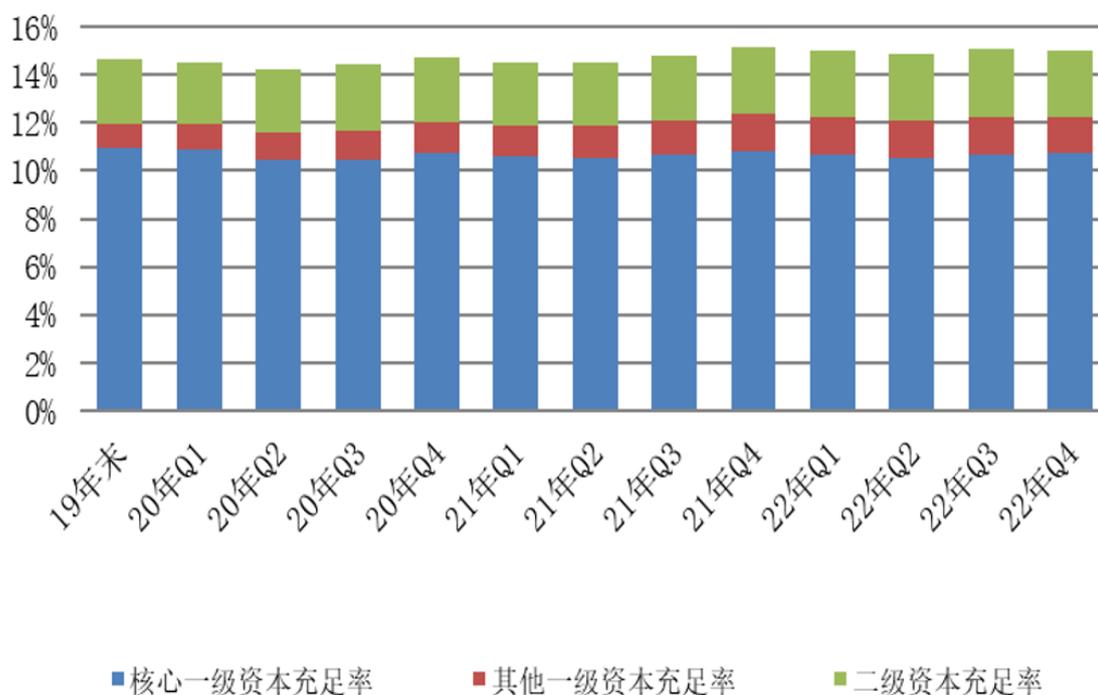


图 11 资本充足率结构变化趋势

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 17.8%，较年初上升了 42 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 13.6%、12.6%、12.4%，分别较年初下降 2BP、21BP 和 4BP，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。

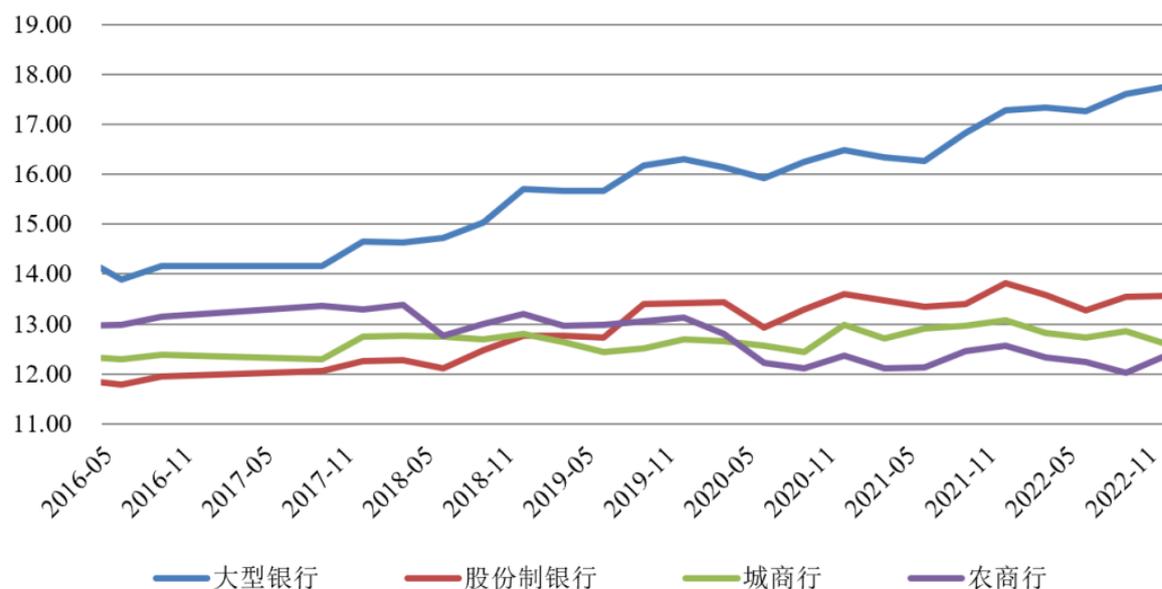


图 12 不同类别银行资本充足率变化趋势

数据来源：中国银保监会。

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。

近年来不少银行发行了资本补充工具，央行、银保监会对此也都给予了积极的帮助和支持，解决了一定的问题。但是应该注意到，有的资本补充工具的质量不是很高，自身的风险抵补能力不是很强，一旦真正遇到问题的话，比如清偿顺序等等的都会有一定问题。此外，这些工具大多数又是由银行金融机构投资者互相持有，这带来风险仍然局限在金融系统内，这点很不利于防范化解系统性风险。后续在提高资本充足率方面，商业银行可结合《新资本管理办法》（征求意见稿）对风险权重的最新要求，例如可针对简单、可比、透明度较高的资产证券化降低权重的要求，可以稳步推进资产证券化，将信贷资产具有流动性，把风险分散开来，降低风险资产占用，增强银行的信贷投放能力。

三、2023 年运行展望

□ 金融资产风险分类办法出台促进商业银行资产分类更加真实

2023 年 2 月 11 日，中国银保监会、中国人民银行联合发布《商业银行金融资产风险分类办法》（以下简称《办法》），将于 2023 年 7 月 1 日起正式施行。《办法》将风险分类对象由贷款扩展至承担信用风险的全部金融资产，并要求商业银行对金融资产开展风险分类时，应遵循真实性、及时性、审慎性和独立性原则。

《办法》相对于现有分类指引，主要变化体现在以下方面。一是拓展了风险分类的资产范围，将风险分类对象由贷款扩展至承担信用风险的全部金融资产。包括但不限于贷款、债券和其他投资、同业资产、应收款项等。表外项目中承担信用风险的，应按照表内资产相关要求开展风险分类。商业银行交易账簿下的金融资产以及衍生品交易形成的相关资产不包括在本办法之内。《办法》将风险分类范围扩展至承担信用风险的表内外金融资产，对部分同业、金融投资及表外业务占比较高的银行影响较大，加大其拨备计提和资本补充压力。二是强调风险分类以债务人为中心，要求商业银行对非零售金融资产进行风险分类时，应加强对债务人第一还款来源的分析，以评估债务人履约能力为中心，重点考察债务人的财务状况、偿付意愿、偿付记录，并考虑金融资产的逾期天数、担保情况等因素。以债务人为中心，能够有效避免现行规则下同一债务人名下的多笔贷款分类结果可能不一致，从而导致的分类主观性较强和存在操作空间的问题。三是五级分类标准有更加细化的要求，包括规定五级分类与逾期天数挂钩，已发生信用减值的资产应归为不良资产等，能够将不良资产认定标准和新会计准则实现更好的衔接，分类标准更加具体、细化。四是《办法》明确重组资产的定义，符合相关要求的资产将被纳入重组资产管理，

总体来看，《办法》将更准确地反映银行的金融资产质量，但部分银行的金融资产信用减值损失计提压力将上升。而且《办法》相对弹性的风险分类标准或将提升商业银行参与债务重组的动力。因此，

随着重组资产规模的增长，商业银行可能面临关注贷款大幅增长的问题，从而加大拨备计提和资本补充压力。

风险分类是商业银行监管的基础性制度，围绕风险分类，涉及银行业经营发展的监管指标还包括不良率、拨备覆盖率、资本充足率等核心指标。《办法》有助于反映商业银行的真实风险情况，及时把握风险动态，并进行有效防范和处置，将为银行业长远、稳健、可持续发展奠定基础。

□ 推进巴塞尔协议 III 实施 服务实体经济发展

2023 年 2 月 18 日，中国银保监会、中国人民银行就《商业银行资本管理办法（征求意见稿）》（以下简称《征求意见稿》）公开征求意见，明确我国银行业应自 2024 年 1 月 1 日起实施新资本监管规制。《征求意见稿》的发布，标志着我国银行业实施新资本协议进入到新阶段，是一个里程碑事件，为巴塞尔协议 III（以下简称“巴 III”）实施提供了指引。可以预期，未来相当长一段时期内，准备好、实施好、应用好新资本监管规制是我国银行业面临的重要课题之一。

《征求意见稿》重点明确了以下内容：一是构建差异化的资本监管体系，按照银行间的业务规模和风险差异，划分为三个档次银行，匹配不同的资本监管方案；二是全面修订第一支柱，特别是在信用风险权重法方面，细化风险暴露划分，结合国情完善地方政府债、房地产业务、同业业务、中小微业务和股权业务资本计提规则，同时落实“穿透原则”，根据业务实质计提资本；三是全面修订第二和第三支柱，提出了在第二支柱方面压力测试应用的要求；四是统筹考虑资本监管规制体系，整合杠杆率，并有效衔接系统重要性银行附加资本和总损失吸收能力等要求。

作为银行监管体系的核心，资本监管规则的变化对银行业的稳健运行有着重要的意义，从长短期来看，其影响大概有以下几个方面值得关注。一是不会显著增加我国银行业资本充足率压力。这一方面是因为差异化的监管制度安排，可以降低中小银行的资本补充压力，而另一方面，大型银行采用内部评级法，也能在一定程度上形成监管资本的节约。二是将会对银行资产结构产生长远而深刻的影响。总体上看，预计在资本管理新规实施之后，我国银行尤其是资本充足率承压较大的银行会调整资产结构，压缩部分高资本占用业务，加大低资本占用业务发展。三是对商业银行数据和系统能力具有较高要求，但有利于进一步夯实精细化风险经营能力。

下一步，在我国明确整体实施安排后，商业银行应将实施新资本监管规制作为具有全局影响的重要经营策略进行推进，建议做好以下工作：一是要深入应用资本监管改革成果，进一步发挥资本约束引导作用，强化经济资本观念，约束风险偏好和风险承担，通过不同业务资本占用导向，引导全行强化组合管理，服务好实体经济。二是针对新资本监管规制实施，应高度重视，配齐力量，要以 2024 年顺利实施新资本监管规制为目标，加大人员投入，配备充足资源，强化统筹管理，确保稳步实施新监管规制；同时，做好规制实施与人工智能、大数据进行对接，更好地发挥和利用金融科技作用。三是跟进监管动态，做好潜在影响评估。在配合银保监会资本规制修订工作的同时，持续跟进监管动态，做好潜在影响评估，适时调整优化风险管理和资本管理策略。

□ 《银行保险监管统计管理办法》加大对数据质量相关要求

为加强银行业监管统计管理，规范监管统计行为，1月9日，银保监会官网发布《银行保险监管统计管理办法》（以下简称《办法》），对监管统计管理机构、监管统计调查管理、监管统计监督管理等作出规定。《办法》突出数据质量管理要求，明确银行保险法人机构应将监管统计数据纳入数据治理，建立满足监管统计工作需要的组织架构、工作机制和流程，明确职权和责任，实施问责和激励，评估监管统计管理的有效性和执行情况，推动监管统计工作有效开展和数据质量持续提升，并加强对分支机构监管统计数据质量的监督和管理。

2022年人民银行和银保监会共开出数据罚单1227张，罚款金额约10.07亿元，在总体处罚中占有较大比重。从处罚事由来看，数据质量依然是数据罚单的重点处罚事由，并集中体现在数据真实性和数据准确性方面。

《办法》的出台，将对银行保险机构的监管统计管理工作产生深远影响，将推进金融保险机构进一步规范监管统计行为，提升监管统计数据质量，强化监管统计数据安全保护，促进监管统计工作持续高质量发展。商业银行也应以此为契机，搭建全行监管统计管理体系框架，做好包括建立专业团队、提升自动化水平、落地监管数据标准、设计多层次数据质量检核规则、建设统一监管数据集市与平台、构建智慧监管数据应用等工作。

（内容来源：国家金融与发展实验室）

金融风暴来袭，欧美监管应做怎样的反思？

曾刚 上海金融与发展实验室 主任

短短几周，发端于美国硅谷银行的风险，再一次地可能引发全球性的金融动荡。美国金融监管机构反应迅速，存款保险公司（FDIC）快速关闭硅谷银行和签名银行，为两家银行存款客户提供全额支付保证，美联储创设银行定期融资计划（BTFP）为中小银行提供直接的流动性支持，从技术上阻断了两家银行破产风险对更多中小机构的外溢。但即便如此，市场恐慌情绪并未缓解，与硅谷银行规模接近的第一共和银行迅速成为市场关注的又一个对象，虽有 11 家美国大型银行以 300 亿美元进行流动性支持，但股价仍持续暴跌。而在欧洲，瑞士第二大金融机构瑞信也身陷囹圄，当地时间 3 月 19 日消息称，瑞银将以 30 亿瑞士法郎的价格收购瑞信。

这场风暴由何而起？除了银行自身战略以及资产负债配置操作上的失误，欧美金融管理当局（包括中央银行）应做怎样的反思？

硅谷银行风险，个案还是整个银行业的挑战？

有关硅谷银行风险成因的分析已很多，从触发因素看，可以从资产、负债两个角度来分析。

负债端。硅谷银行在较短的时间内业务扩张过快（存款从 2020 年中的 760 亿美元到 2022 年末超过 1900 美元，一年半的时间增长接近两倍），主要存款客户（大多为科技企业）的利率敏感性较高，且由于存款额度较大（有 97% 的客户存款高出了联邦存款保险公司保护的 25 万美元限额），风险敏感程度也高于一般存款。在美联储大幅加息的情况下，部分利率敏感性高的客户会考虑将资金转移到存款利率更高的银行，而后续随着市场风险传闻的扩散，更多的客户开始出于风险规避目的外逃，形成严重的挤兑，进而引爆硅谷银行的流动性风险。从这个视角看，硅谷银行风险的触发，根植于其基于不稳定的资金来源所进行的短期过度扩张，银行自身的发展战略出现了严重的失误，发展过于激进且偏离主业。

资产端。硅谷银行虽以科创企业贷款著称于银行业，但面对负债端短期内涌入的大量资金，信贷资产难以成为主要的配置的方向。不得已之下，高流动性、低风险的金融资产（美国国债和 MBS）成为硅谷银行资金投向的重点，截止到 2022 年末，硅谷银行有接近 60% 的资产配置于各类金融资产。在美联储加息背景下，原本低风险各类债券（包括美国国债）均出现了巨额浮亏，资产价值出现了严重贬损。如果负债端保持稳定，所有债券均持有到期，这些浮亏中的大部并不会转化为银行的实际损失，但持续加息下，面对其他银行更高的利息诱惑，部分硅谷银行的客户开始将资金转出，当转出的存款超过硅谷银行的现金准备时，硅谷银行只能做两个选择，一是提高自身的存款利息，阻止客户存款外流。不过由于在资产配置上，硅谷银行资金主要投向的是传统的低风险、低收益工具，即使持有到期，也无法提供支付更高利息的需要的高收益；一是卖掉手中的金融资产（包括部分原本计划持有到期的金融资产）以满足客户提现需求，而这直接将账面浮亏变成了现实的亏损，最终资不抵债而被联邦存款保险公司所关闭。

根据上述逻辑，不少人认为是硅谷银行在资产配置和久期管理上出现了失误，短借长投，并过多持有各类金融市场工具，以至于在美联储加息时，遭遇重大损失。但如果我们更仔细地分析会发现，面对存款资金的持续增长（不管是主动还是被动），在风险资产扩张能力有限（或因为需求制约、或因为资本充足率的约束）的情况下，将资金配置于低风险、高流动性资产似乎是银行的唯一选择，而这个选择，在监管层面是受到认可的，无论是对高等级国债的低风险权重甚或是零权重的设置，还是对持有到期债券的浮亏不计入即期损益等监管规定，监管规则都是在鼓励金融机构更多持有这类资产。所以，最核心的问题是，传统的低风险资产为何会变成高风险资产？监管规则为何没有意识到这种重要的转化并进行及时的调整？

概略看来，我们有以下几个结论：一是硅谷银行遭受的负债端冲击，不代表美国银行业的整体状态。多数银行负债稳定性仍旧可靠，加上美联储银行定期融资计划（BTFP）的支持，应该不会演化成整个美国银行业的流动性危机，但不排除有经营状况较差且负债结构失衡的中小机构继续出现风险的可能；二是硅谷银行所遭受的资产端冲击，是美国银行业，甚至是全球银行业面临的共性问题。现有监管规则下被认为具有高安全性、高流动性的金融资产的价值大幅贬损，在资产端给银行体系造成了一个长期的“灰犀牛”风险，其形成并不能完全归咎于单个机构，而要化解这个挑战，仅靠银行自身也无能为力。

风险积小致巨，该反思的不止银行

跳出硅谷银行单一机构的视角，我们把镜头拉长，从宏观上再审视一下这一轮风险的由来。

首先，为应对疫情冲击，美联储执行了史无前例宽松货币政策操作，零利率叠加史无前例的量化宽松，导致金融体系流动性极度充裕，大大增加了企业（特别是在股市暴涨中获益最多的科技企业）以及高净值客户手中的现金，由此推动了银行业存款整体的持续增长（当然，像硅谷银行这种与科技企业关系密切的机构增长会更快）。

然后，面对存款的持续增长，银行机构需要进行被动的资产配置，低风险、高流动性的金融资产成为首选。在现有的外部环境下，信贷类资产在短期内能扩张的空间有限，这一方面是因为贷款业务本身的特点和客户需求的限制，另一方面，表内信贷扩张必然会带来风险资产的增长，大规模扩张会对各银行造成较大的资本补充压力。与信贷扩张相比，投资于低风险金融资产收益虽低，但资本损耗小，也符合审慎监管规则的导向，容易得到监管机构的认同。事实上，正是由于这类资产的低资本消耗特征，让硅谷银行在短短一两年时间里实现资产规模超高速增长成为了可能。

再之后，美联储启动了激进加息进程。加息引发了银行之间的利率竞争，在监管机构袖手旁观之下，愈演愈烈的价格竞争必然会造成存款稳定性的下降，最终导致客户基础较差的中小机构的挤兑。在这个过程中，美国货币政策与审慎监管政策之间的协调出现了严重的问题，对于加息过程对银行业负债、资产可能形成的冲击路径以及阻断方案都缺乏相应的研究，以至于风险初现，就直接用上了兜底的手段（BTFP 允许银行按所持有的债券的面值向美联储进行抵押借款，由于其中一些债券的浮亏已超过 50%，这一操作对市场定价机制的长期负面影响难以估量），既没能有效控制恐慌情

绪的蔓延，还造成了严重的道德风险。考虑到美联储自身既是货币政策的制定者，又是美国最主要的银行监管主体之一，这种情况的出现的确有些让人匪夷所思。

按照上面的这个视角和逻辑，我们认为，目前愈演愈烈的银行业风险，需要反思的不仅仅是银行机构，要避免类似风险的再次发生，欧美等国的宏观金融政策与监管层面也需要汲取更多的教训。

一是货币政策松紧失度。逆周期调控以应对经济波动已成为现代货币政策的主要内容，一个完整的逆周期操作过程包括放松和收紧两个阶段，政策放松的程度、放松所持续的时间、政策转向时点的选择、紧缩的节奏与力度等等，均涉及对度的把握。从疫情以来的操作看，美联储显然存在宽松政策规模过大、时间过长以及紧缩力度过猛等问题，给金融机构和市场参与者所提供的调整时间太短，可对冲风险的手段太少。

二是监管规则没有因时而变。次贷危机后的金融监管改革的重点在于抑制影子银行和同业业务，正在实施过程中的巴塞尔协议III最终版体现的也是这个导向，并引发了金融机构系统性的业务和资产负债结构的调整。应该说，抑制同业业务的监管政策是正确且有效的，但是不是意味着由同业转到其他类型的资产负债上，风险就一定是低的呢？事实证明，随着银行业务线上化程度的提高（大额存款挤兑变得更容易），以及在持续加息的背景下，存款未必就一定是稳定的；在货币政策大转向的时期，风险权重为零的国债未必就是无风险的（反而可能是高风险的），如此种种，不胜枚举。面对现实中的实质风险变化，监管规则并未做及时调整，反而继续引导着银行与这些看起来“人畜无害”的“灰犀牛”共舞，最后导致系统性的行业踩踏也就丝毫不让人意外了。

三是对银行市场过度竞争的放任。激进加息必然会引发银行之间的存款竞争，在缺乏监管约束的情况下，极易造成银行业存款的不稳定，进而形成行业风险。对银行这样具有较高风险外溢性的行业，完全的市场竞争并不一定是有效的，维持有序的存款竞争环境，可以避免存款的大规模搬家，并降低硅谷银行类似的负债冲击出现的概率。在实践中，保持对银行存款定价的适当干预，以避免形成过度竞争，是货币当局或监管当局需要承担的一项工作，在持续加息背景下尤其应该如是。事实上，我们前面所讨论的美联储加息从资产端对银行业的冲击不仅限于美国，其他国家（如日本）银行业由于国内贷款需求长期低迷，其持有的证券投资占比很高，且有相当部门投资于美国债券。也正因为此，硅谷银行破产后，也引发了市场对日本银行业的担心。但与美国不同，日本一方面因为利率一直维持低位，另一方面日本央行长期维持着对银行存款定价的窗口指导。所有这些，都保证了日本银行业在负债端的相对稳定，潜在风险得到了一定的控制。

总体上看，从硅谷银行风险暴露开始的这一轮美国银行业动荡，仍在发酵和演进过程中，未来不排除更大机构出现风险，并造成美国乃至全球金融危机的可能。在看待风险形成原因时，除对银行战略、经营层面的分析外，也应该从更宏观的视角去找出金融政策与监管层面可能存在的疏漏，并从中吸取教训，只有这样，全球才有可能防止下一次，或在另外的国家发生同样的错误。

（内容来源：21世纪经济报道）

没有数字化能力的银行将难以生存

曾刚 上海金融与发展实验室 主任

实际上，传统商业银行的数字化转型是个被业内探讨颇多的话题。从实践角度来看，如何做好数字化转型，并没有标准答案和方法，唯一可以明确的是，数字化转型是一项系统性工程，并非某一个部门或者条线的责任，而是一场银行机构由内及外的自我革命。“我国有着庞大的银行体系，银行机构类型众多、差异巨大，这意味着，银行数字化转型的最优路径并不是唯一的。”上海金融与发展实验室主任曾刚在接受《金融时报》记者采访时表示，站在新的发展起点上，银行机构需要综合考虑自身的资源禀赋、历史沿革、发展状况、经营理念和组织文化等，循序渐进改善体系架构、培养核心能力，而不是简单照搬其他银行的经验与模式。

银行为什么要数字化转型？

2022年初，银保监会印发《关于银行业保险业数字化转型的指导意见》，为金融机构的数字化转型提供了系统指导。在实践中，一个问题首先需要明确，银行为什么要数字化转型？“数字化转型是为了提高效率，否则就没办法适应新的市场环境。”曾刚认为，数字化的核心目的是解决怎样更好地服务实体经济的问题。眼下，实体经济已经高度数字化，银行不实现数字化就服务不好数字经济，反过来，金融又要依靠实体经济的发展获得回报，因此，长期来看，没有数字化能力的银行将是缺乏生存能力的银行。

中小银行需因地制宜因行制宜

不同的银行在数字化转型中面临着不同的问题。相较于大型银行，中小银行在数字化转型过程中面临着缺乏人才、技术和资金等难题。“我国中小银行数量众多，客户群体差异较大，不同银行的发展目标不同，且受制于自身能力，数字化转型中缺乏顶层规划，没有一个清晰路径，无法实现真正意义上全方位的数字化转型。”曾刚坦言，中小银行业务比较简单，目前最大的痛点还是来自于资产端。因此，中小银行的数字化转型需要因地制宜、因行制宜，选择适合自己的数字化转型路径和目标。曾刚建议，中小银行数字化转型可以从业务端开始，引入一些数字化的手段、模式和方法，然后带动中后台经营理念和组织管理的变化，进而进阶到全行管理效率的提升。对于此前业内讨论比较多的“大行科技赋能小行”的数字化转型路径，曾刚认为，需要辩证看待，一是大型银行的科技输出与小型银行的客户需求不一定匹配，二是购买科技服务对小型银行而言是否“划算”，也需要具体问题具体分析。

从零售到对公

在曾刚看来，无论是哪种类型的银行，从业务角度来看，数字化转型都是从零售业务开始，然后到对公业务，再到同业业务的一种自然延展过程。实际上，银行数字化的确在零售条线应用最早。“目前来看，银行零售端的金融科技应用也最为充分，这与零售业务的特征有关。”曾刚对此分析认为，零售

业务的单体规模小，客户数量众多，如果用传统的线下服务模式，很难形成对长尾客户的有效覆盖，成本是始终难以克服的障碍。如果用数字化手段，多元化渠道所生成的数据能进行更准确的客户分析、分层画像以及产品匹配，零售业务的效率可以得到大幅地提升。在个人客户行为加速线上化的背景下，如果缺乏数字化的能力，银行将很难在零售业务领域形成有效的突破。同时值得关注的是，银行数字化已经开始从零售业务逐步拓展到对公业务。对公业务数字化的核心是以全场景的方式给客户综合化服务，目前比较热门的供应链金融、交易银行等概念，实际上都是运用金融科技手段去构建对公服务的场景。与零售业务客群分析、分层画像不同，对公业务数字化的重点是打造一个相对封闭、完整的行业生态，在客户交易链条中嵌入全流程、全方位服务。

整体推进不如抓重点工作

“通过调研我们发现，推动整个机构的数字化转型，不如以‘摸着石头过河’的态度，抓住重点工作来做。一次性到位是很难的，银行的数字化转型也是一样。”曾刚表示，目前，银行数字化转型的重点工作可以从以下几个方面入手。一是**场景端**。无疑，场景对银行最重要，它是客户服务的基础。银行数字化最大的挑战和动能，在于传统线下网点的客户服务能力是在下降的。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，也是金融科技应用最重要的领域。由于银行必须要考虑如何在竞争中把“护城河”筑牢、把客户留住，所以场景端建设的数字化是最重要的。二是**资产端**。场景端获取之后，把场景端的客户转化成有效的资产，这就需要风控和定价的能力。资产端获取已经成为核心能力，需要科技赋能和场景结合。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。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。三是**数据底层能力**。数据底层建立和数据应用能力贯穿了银行数字化转型全过程，不只是在客户获取和资产应用上，还可以应用到内部管理上。因此，资产端、数据端等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。

（内容来源：金融时报）

服务业开放对制度型开放提出了更高要求

张湧 上海金融与发展实验室副主任

中央经济工作会议提出，要扩大市场准入，加大现代服务业领域开放力度。

2022 年我国服务贸易保持较快增长，全年服务进出口总额 59801.9 亿元，同比增长 12.9%。为进一步推进服务业改革开放，不久前，商务部印发沈阳市、南京市、杭州市、武汉市、广州市、成都市等 6 个城市服务业扩大开放综合试点总体方案，此前，国务院同意在以上 6 个城市开展试点。至此，我国服务业扩大开放综合试点已增至 11 个。

目前，试点建设成效如何？此次增设试点范围有何深意？下一步扩大服务业对外开放如何发力？近日，记者进行了采访。

试点扩围，助力高水平对外开放

我国已分 3 批次设立服务业扩大开放综合试点：2015 年 5 月，国务院批准北京率先开展服务业扩大开放综合试点；2021 年 4 月，国务院批准在天津、上海、海南、重庆增设试点；此次，沈阳等 6 城市再获批设立试点。“这次试点扩围，向全球充分展现了我国坚持推进高水平对外开放，特别是加大现代服务业领域市场准入开放力度的决心和诚意。”上海金融与发展实验室副主任张湧说。

近年来，我国服务业加快发展，初步核算，2022 年服务业增加值占国内生产总值的比重为 52.8%，对经济增长的贡献率达到 41.8%。

加快服务业对外开放是新形势下塑造国际竞争和合作新优势的重要抓手。“服务业已成为世界经济增长的主要动力，也是衡量一国国际竞争力的重要指标，我国服务业发展水平与国际领先水平相比尚有差距，以开放促改革、促创新，有助于提升服务业的国际市场竞争力。”商务部国际贸易经济合作研究院科研处处长、研究员范鹏辉说。

中央经济工作会议提出，稳步扩大规则、规制、管理、标准等制度型开放。

“服务业开放对制度型开放提出了更高要求。”张湧认为，与制造业相比，服务业特别是教育、医疗、文化、金融、数字等领域的对外开放，更多涉及政府采购、知识产权保护、营商环境等问题，需要各国及时优化调整本国内部的经济规则、规制、标准等，以便与新的全球经贸体系相衔接。

“新增试点体现了重基础、强带动、差异化的布局思路。”范鹏辉分析，首先，6 个城市大多制造业基础雄厚，现代服务业发达，对外开放程度较高，开展试点基础和条件较好。其次，区域示范带动作用较强，对服务东北振兴、成渝双城经济圈、粤港澳大湾区等国家重大战略将发挥重要作用。此外，新增试点在产业发展定位方面各有侧重，这种差异化发展将有利于探索更多符合不同区域定位的案例和经验。

先行先试，开放创新成果凸显

重庆江北国际机场，新加坡航空（重庆）保税航材分拨中心一派繁忙。推动航空运维等服务业向重庆集聚，重庆市海关和中新项目管理局加快政策创新，首创“以航空公司为单元”的保税航材监管模式，通过“一次核准、一次备案、一次申报、一次比对”，实现保税航材在分拨中心与国内各分拨点的跨关区便捷流转。“航材运营成本降低 20%以上。”新加坡航空中国区机务运行总监林兴鸿介绍，目前，企业通过该模式已进口 48 种类型航空器材，并在上海、深圳等地建立了保税航材分拨点。

自试点获批以来，重庆聚焦建设国际性综合交通枢纽、国际消费中心城市、西部金融中心、中西部国际交往中心等重要领域开展探索，着力打造内陆现代服务业发展先行区。

作为首个试点和国家服务业扩大开放综合示范区，近年来，北京在金融、教育、医疗、文化旅游、数字经济等多个重点领域先行先试，对标国际高水平经贸规则，扩大市场准入、畅通要素流动、提升贸易投资便利，累计形成 8 批 49 项向全国复制推广的经验和案例，推出近 70 项首创性或突破性政策，落地 140 余个标志性项目和功能性平台。

上海成立服务业扩大开放综合试点工作专班，一手抓制度和政策创新，一手抓平台和项目落地。持续深化改革，重点行业领域扩大开放实现新突破，科技、商务和物流等充分竞争性服务业开放水平进一步提升，教育、医疗和金融服务等有限竞争性服务业市场活力显著增强。注重载体培育，重点平台和园区示范发展取得新进展，虹桥国际中央商务区国际贸易中心新平台功能日益完善，浦东软件园数字贸易发展先行区优势日益凸显。

据商务部相关负责人介绍，设立试点以来，北京、天津、上海、海南、重庆等 5 省市先后实施了科技、文化、电信等 11 个行业领域的 60 多项开放措施，成效显现。2022 年 1—11 月，5 省市服务业吸收外资 476.9 亿美元，占全国的 36.8%，同比增长 10.2%。

深化改革，探索更多可复制推广经验

“服务业扩大开放综合试点对我国探索服务业开放、服务构建新发展格局起到了推动作用。”范鹏辉表示，目前，从《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）、《全面与进步跨太平洋伙伴关系协定》（CPTPP）、《数字经济伙伴关系协定》（DEPA）等反映出的高标准国际经贸规则变化趋势来看，与服务业新模式新业态相关的国际经贸规则已经成为各国关注重点。试点建设一方面可以先行先试这些国际协定中与服务业相关的承诺条款，为我国服务业与国际经贸体系进一步接轨打下基础；另一方面可以探索我国在数字贸易等优势领域的规则制定，为我国在国际服务业规则制定中占据主动提供更多经验。

专家建议，下一步要以试点建设为契机，深入推进服务业对外开放，持续对接国际高标准经贸规则，注重服务业与制造业协同发展，通过服务领域产业开放带动制造业等实体产业的发展，加快发展数字经济等服务领域新业态新模式，在金融和数据等领域处理好扩大开放与风险防范的关系。

新增试点差异化探索。“试点总体方案共有 104 项任务，涉及科技、教育、金融等 10 个服务业领域，更加聚焦科技创新、‘两业’（先进制造业与现代服务业）融合、产业特色、平台示范等。”

南京市商务局相关负责人介绍，南京市将在为期 3 年的试点期内，围绕区域中心城市定位，分类放宽行业准入限制，深化重点领域改革，提升服务业国际竞争力和发展水平，既要为国家全方位主动开放和服务业的开放创新发展发挥示范带动作用，也将为企业和百姓在投资便利、职业培训、通关便利、文化教育、旅游出行、健康养老、医保支付等方面带来实质利好。

上海市商务委相关负责人表示，今年，将紧密结合浦东社会主义现代化建设引领区、自贸试验区临港新片区、虹桥国际开放枢纽建设等重大战略任务，积极谋划服务业扩大开放综合试点 2.0 版本，加大先行先试力度，推动服务业更大范围、更宽领域、更深层次对内对外开放。

（内容来源：人民日报）

“做对了一些”的伯南克

邓宇

上海金融与发展实验室特聘研究员

以史为镜，能否真正穿越历史或不浪费一场危机？回答这个问题之前，有必要明确一点，是否每一次危机都能唤醒世人的反思？1929-1933年的美国大萧条为我们提供了不可多得的历史镜鉴，成为许多学者研究经济危机的典型案例，这其中就有美联储前主席本·伯南克。早在读博期间，伯南克就以大萧条作为研究对象，开展了长期的跟踪研究。其早期著作《大萧条》从总需求的角度解释了美国大萧条的成因，其中通货紧缩是关键，源于当时一战后重建的国际金本位制度的先天不足。由于伯南克对大萧条的研究有独特见解，在后续的教职生涯中，伯南克陆续出版了《通货膨胀目标制：国际经验》《宏观经济学原理》《微观经济学原理》等专著，从不同角度论述了货币政策、宏观经济、通货膨胀等议题，为日后其任职于美联储时应对银行和金融危机奠定了深厚的理论基础。不可否认，伯南克通过长期的学术积累最终将自身的货币政策思想转化为了政策实践。

“大萧条”催生的诺贝尔经济学奖

解读伯南克的《伯南克论大萧条：经济的衰退与复苏》有必要明晰两个问题：一是伯南克的写作动机。伯南克现有的研究成果虽然很多出自前期的学术研究沉淀，得益于长期跟踪研究大萧条以及通货膨胀等议题，但被证明具有很强的政策意义，还是在2008年全球金融危机发生后伯南克任职美联储主席期间，这次危机可以说伯南克没有浪费，而是将其信奉的政策理念付诸实践，事实证明这些政策创举的确挽救了美国的危机，因而伯南克获得了极高声誉。二是伯南克的思维和理念。伯南克与前任美联储主席格林斯潘的政策主张非常不同，特别是对通货膨胀、数量型货币政策以及货币政策规则等应用存在较大差异，因而在2008年全球金融危机时期伯南克所实施的量化宽松货币政策是重大突破。但是，根据伯南克的著作可知，当时伯南克和货币政策团队对这一政策的实施效果并无预知。

当前学界对伯南克货币政策主张的认识更多趋向于正面积极，这些认识一方面是源于伯南克本身拥有较高的学术研究成就，属于典型的学院派官员，这与沃尔克和格林斯潘有较大差异，在伯南克所推崇的货币政策中较多地表现为严密的规则逻辑，例如通胀目标制、固定的货币政策规则和透明的政策等，这些主张体现了伯南克对其研究著述的忠实。另一方面，很大程度上也归功于其在任职美联储主席时大胆实施的量化宽松货币政策所取得的成就。以结果论英雄，因而此次伯南克获得2022年诺贝尔经济学奖也有一些争议。一种声音认为，伯南克所代表的货币政策思想对现实有很强的现实寓意。的确如此，欧美国家正在面临的高通胀风险仍未有缓解的趋势，美联储的货币政策备受质疑。但是，伯南克的政策主张是否仍能适用于当前的环境或者解决现时的危机？

客观而言，尽管伯南克的量化宽松货币政策主张存在一定的争议，或许也难以适应现实的环境，但在当时的危机时期却发挥了关键作用，为市场注入了流动性支持，拯救了美国的大型金融机构。日本央行前行长白川方明认为，现阶段量化宽松货币政策、平均通胀目标制等可能已经无法适应新的环境，宏观货币政策框架亟待变革。回过头来看，美国金融危机的根源并不能完全归结于流动性问题，而是源于前期放松金融监管、金融衍生品过多、交叉金融风险等累积的结果。货币政策的实施本身具有阶段性的特征，而当时伯南克的货币政策主张在很大程度上拯救了危机，过于夸大货币政策的作用很容易忽视其他问题。美国在应对金融危机时除了货币政策刺激外，同样发挥了财政、金融监管的功能，在各种政策配合下稳定了金融市场预期，提振了投资者信心。因此，货币政策的功能并不具有唯一性。

之所以研究美国大萧条，主要有两方面的共识理由：其一，美国大萧条的历史影响极为深刻，当时的政策教训为后来的货币政策研究和政策革新提供了最佳试验场，而且大萧条所产生的负面冲击足以载入史册，包括后来发生的二战等，几乎改变了人类历史进程，如伯南克所言，美国大萧条是现代历史中的一个重大事件，研究大萧条可以体会到很多经济运行的规律和本质。大萧条时期的种种教训仍具有很强的警示意义。其二，自美国大萧条后，许多经济学者对大萧条发生的原因、政策措施以及结果进行了长期的跟踪研究，提出了大量经济学理论，如凯恩斯主义、后来的弗里德曼的货币主义，以及兰德尔的现代货币理论等，这些理论后来成为了货币政策的理论来源，如充满争议的现代货币理论衍生出的财政赤字货币化。时至今日，欧美以及大部分国家已经严重依赖于宽松货币政策拯救危机，足见伯南克货币政策主张的影响力。据此看，是否这些国家汲取了量化宽松货币政策的教训？

“大萧条迷”的“大萧条”研究贡献

回到伯南克的《伯南克论大萧条：经济的衰退与复苏》这本书，主要从三个结构部分讨论了伯南克对大萧条的研究思考。第一章是综述部分，主要关于大萧条时期的宏观经济学研究方法，即比较分析方法；第二章聚焦货币与金融市场，讨论了大萧条传播过程中金融危机的非货币效应，金本位制、通货紧缩与金融危机的国际比较，通货紧缩与货币供给紧缩；第三章围绕劳动力市场，讨论了二战前后劳动力市场的周期性行为，大萧条时期的就业、工资收入等问题，这些问题至今仍是美联储实施货币政策的主要目标。不难看出，美联储一直所主张的是控制通货膨胀，2020年明确平均通胀目标制，同时提出了就业最大化的目标，这些问题的提出反映了大萧条对美国货币政策产生的深刻影响。现实来看，控制高通胀是一个十分棘手的问题，1970年代的美国超级滞胀也给美联储留下了深刻记忆。彼时，沃尔克任职美联储主席的最大贡献就在于终结了滞胀。

伯南克认为，美国大萧条催生了宏观经济学，使其成为一个独立的研究领域。但是，面对新的宏观经济环境以及衍生出的新的问题，美国大萧条背后的逻辑和教训仍有一些学术争论。比较分析方法是伯南克所倡导的比较可行的思想理念。伯南克认为货币冲击是造成大萧条的关键原因，其中有两大影响路径。一是通货紧缩引发的金融危机；二是名义工资不能及时地根据价格变化进行彻底调整，导致实际工资增长超过市场出清价格即市场均衡水平。国际比较可见，这些观点已经被其他国家的实际经济数据所验证。关于大萧条产生的原因存在两个研究路径，一方认为货币供应问题是造成大萧条的主要原因，一

方认为实体经济的衰退是根源。伯南克将大萧条的宏观环境研究拓展到了国际视野，即分析了当时金本位制对危机扩散的影响机理。伯南克认为，部分国家在 1930 年代迅速放弃金本位制，增加了货币供给，很快恢复了价格水平，但坚持金本位制的国家却被迫陷入严重的通货紧缩。

笔者试着比照现实来看，当今世界维持以美元为主导的国际货币体系，因而美联储的货币政策直接对美元外债占比过高、严重依赖美元流动性的金融市场的国家或地区造成的负面冲击更大。一方面，美联储在 2020 年疫情期间实施了超大规模量化宽松政策，这种大规模的货币供应不可避免溢出到世界，推高了以美元计价的大宗商品，资本市场以及新的风险资产均出现大幅上涨，大部分国家通胀数据急剧上升，市场行情的高涨与实体经济的衰退出现了严重背离，而美国的超大规模宽松货币政策确实避免了美国经济陷入长期衰退；另一方面，美联储在 2022 年连续实施激进加息操作以抗击高通胀，美元不断走强，伴随而来的是非美元货币出现了长期的贬值潮，美元融资成本也在上升，部分国家和地区存在潜在债务风险上升的不利情景。相较而言，伯南克的比较分析方法也适用于现实。

从另一个视角来看，伯南克特别强调货币政策决策秩序的透明度问题，这与格林斯潘所倡导的模糊政策有较大差别。在本书中，伯南克将大萧条时期传播过程中金融危机的非货币效应单独成章进行了系统分析。伯南克认为，宏观经济学通常假设经济体中的个体行为是理性的，而大萧条时期经济明显无效率，两者之间存在矛盾。据此，伯南克提出了金融危机的两大特征，一是公众对金融机构特别是对商业银行丧失信心，二是债务人普遍破产。其中，银行体系因规模巨大，居于金融体系核心，因而在金融危机中具有举足轻重的作用，大萧条时期银行的倒闭严重威胁到了美国整个金融系统。伯南克的跟踪研究发现，一旦出现信贷违约潮，社会公众获得信贷的成本极其昂贵。伯南克在 2008 年全球金融危机时期汲取了这一历史教训，对美联储救助大型银行表现出了积极立场，而不是放任破产倒闭，主张通过给银行体系注入流动性支持，保持金融体系的稳定性，驱使经济发展回归正轨。

现实的复杂性与不确定性

本书还有一个非常重要的议题，即大萧条时期的通货紧缩与货币供给紧缩，伯南克就此进行了定量研究，并提供了国际比较研究的验证结果。虽然说现今人们普遍认可货币因素是引发大萧条的主要原因，但关于货币因素具体发挥了怎样的作用还存在争议。伯南克设置了几大可能导致通货紧缩的变量，如实际货币余额变化情况、货币乘数变化情况、货币基础与国际储备比率变化情况等，从不同变量的变化中描述了货币政策的实施对通货紧缩问题造成的影响。伯南克认为，除了极少数几个放弃金本位制后采取非常激进的通货再通胀政策的国家，改变货币政策所带来的积极推动力量，根本无法抗衡之前错误的货币政策所释放出的强大的通货紧缩力量。比较来看，伯南克的规则意识或许正是源于其在实证研究所奉行的理念，即坚持定量研究，寻找证据，并确立固定规则。但是，格林斯潘认为，现实世界比货币政策所依赖的数学模型给出的规则更加错综复杂，应保持货币政策灵活性。

（内容来源：北大汇丰 PFR）

经济仍在修复

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

从今日公布的 PMI 数据来看，节后制造业环比强脉冲的修复速度放缓，3 月的制造业 PMI 指数从 2 月高点的 52.6% 降至 51.9%。但是，指数持续高于临界点，经济修复仍在路上，同时，与历史同期相比来看，数据高于均值。近 6 年 3 月制造业 PMI 均值为 51.2%。非制造业景气度进一步提高，商务活动指数环比提高 1.9 个百分点至 58.2%，建筑业和服务业 PMI 指数录得 65.6% 和 56.9%，分别环比提高 5.4 和 1.3 个百分点。

3 月经济修复呈现出建筑业和服务业好于制造业的特点，这与高频数据所透露的信息一致。

下面，我们对 PMI 的各分项进行细致分析。

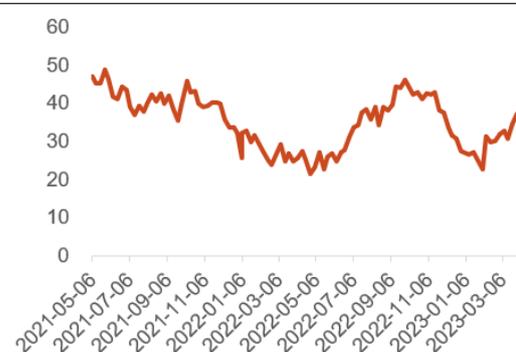
第一，建筑业生产活动加快。

建筑业 PMI 指数环比提高 5.4 个百分点，表征供给的指标虽未披露，但表征需求的新订单、从业人员、业务活动预期指标比上月有小幅下滑，这从一定程度上说明了建筑业供给强于需求。当然，需求的各项指标还是处在扩张区间的，业务活动预期指数也处在高位为 63.7%。随着气候转暖，3 月步入开工旺季，建筑业生产活动加快。比如 3 月石油沥青装置开工率月均值环比提高了 17.9%。

背后的支撑主要还是来源于基建实物工作量落地和房屋施工竣工，这也是上半年经济增长的重要支撑主线。

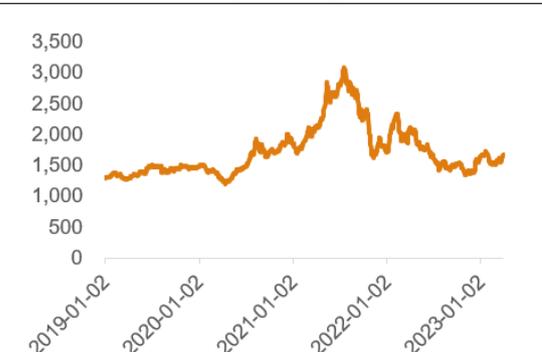
基建方面，一季度地方新增专项债净融资合计超 1.2 万亿元，3 月不断攀升的票据利率也显示在重大项目带动下银行信贷投放情况良好，财政资金以及撬动的社会融资共同推动重大项目建设。地产方面，3 月新房和二手房销售均继续回暖，房款回流房企有助于减轻企业资金压力，叠加保主体资金逐步落地，地产施工修复。玻璃价格的持续回升也能对此进行印证。

图 1. 石油沥青装置开工率 (%)



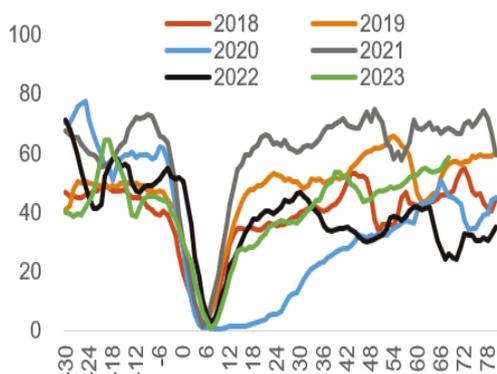
资料来源：wind，红塔证券

图 2. 玻璃期货结算价(活跃合约) (元/吨)



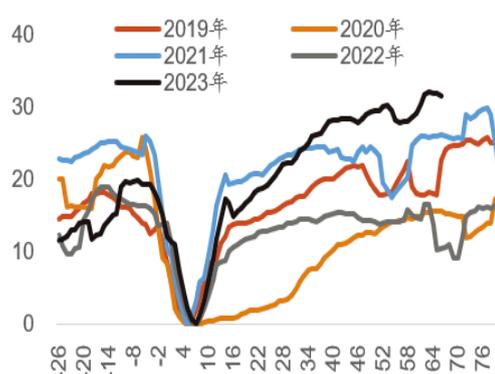
资料来源：wind，红塔证券

图 3.30 大中城市商品房成交面积（万平方米）



资料来源：wind，红塔证券（数据经 7 天移动平均，0 为春节时点）

图 4.11 11 城二手住宅成交面积（万平方米）

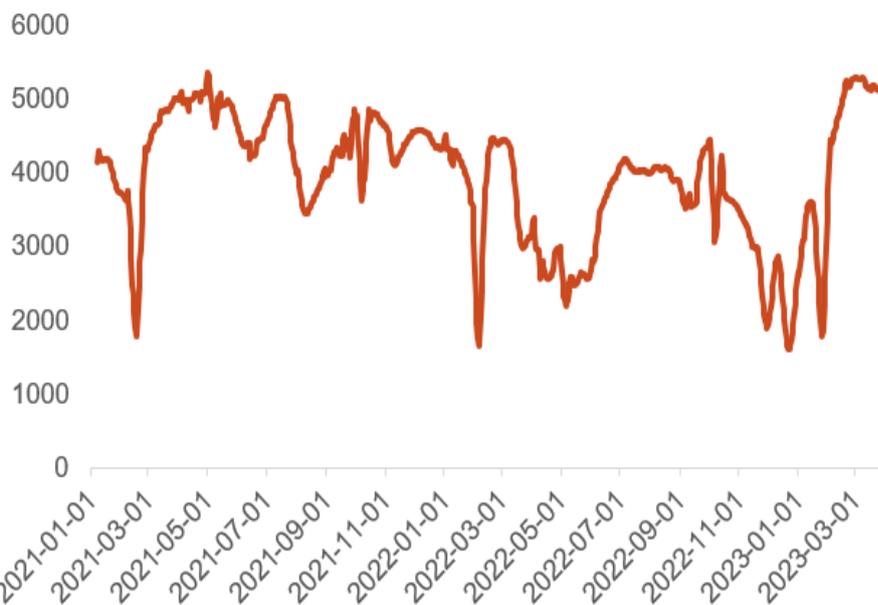


资料来源：wind，红塔证券（数据经 7 天移动平均，0 为春节时点）

第二，服务业需求继续回升。

随着各地人员流量恢复，出行、食宿需求进一步释放。服务业景气度继续提高，PMI 指数环比提升 1.3 个百分点。其中，新订单录得 58.5%，较上月提高 3.8 个百分点，需求明显回升；从业人员指数录得 48.8%，较上月提高 0.1 个百分点，已恢复至疫情前水平；业务活动预期指数录得 63.2%，连续三个月位于高景气区间。从行业看，零售、铁路运输、道路运输、航空运输、互联网软件及信息技术服务、货币金融服务、租赁及商务服务等行业商务活动指数均位于 60.0% 以上高位景气区间。

图 5. 十大主要城市地铁客运量（万人）

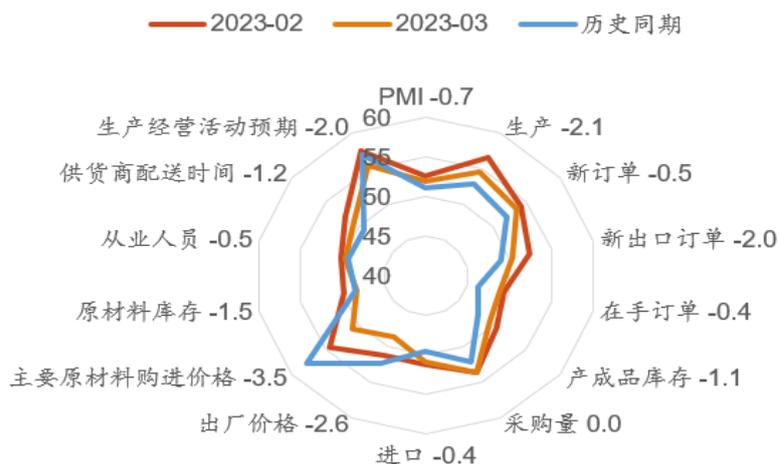


资料来源：wind，红塔证券（数据经 7 天移动平均）

第三，制造业产需继续扩张，预期较好。

制造业的各项指标虽有所回落，但基本都好于历史同期，证明行业还是处在修复区间。

图 6. 制造业 PMI 数据一览 (%)



资料来源：wind，红塔证券（历史同期数据为 2017-2022 年同期均值）

产需继续扩张。生产指数和新订单指数分别为 54.6%和 53.6%，高于历史同期的 52.9%和 52.1%。从行业看，非金属矿物制品、通用设备、专用设备、汽车等行业两个指数均升至 57.0%及以上较高景气区间，行业产需加快释放。

预期向好，原材料采购意愿较强。生产经营活动预期、采购量、进口指数分别为 55.5%、53.5%、50.9%，持续位于扩张区间。经济修复初期，处于产业链上游的资源类行业对需求回暖是最敏感的，石油煤炭及其他燃料加工、黑色金属冶炼及压延加工、有色金属冶炼及压延加工等上游行业采购量指数和进口指数均比上月明显上升。

消费品行业景气度继续提升。疫后终端零售需求的回暖带动消费品行业修复，此前的工业企业利润数据也显示食品饮料相关行业的利润提升，本次的指数中食品及酒饮料精制茶的生产经营活动预期指数位于 60.0%以上。

不过，部分数据显示经济修复仍存在短板。

新出口订单指数为 50.4%，前值 52.4%，环比下滑的趋势与部分国家海外出口数据的变化一致。越南 3 月出口金额同比下滑 13.2%，韩国 3 月前 20 日出口金额同比下滑 17.4%。这一方面可能是节后的自然回落，另一方面则可能表示海外需求的进一步下滑。随着疫后各国供应链持续修复、刺激政策退出和持续加息抑制海外需求，以及贸易摩擦等因素影响，年内我国出口增速下滑的方向比较明确，订单不足将是今年外贸行业面临的持续挑战。主要原材料购进价格和出厂价格指数分别为 50.9%和 48.6%，环比回落 3.5 和 2.6 个百分点，不过前者还处在扩张区间。结合高频数据来看，原油、价格出现一定跌幅，黑色和有色价格震荡，水泥价格上行。

上游端看，基建施工和房建竣工拉动的需求对相关行业的原材料价格还是形成了一定支撑，不过部分城市降雨增多影响施工，对价格走势形成一定扰动，海外衰退预期下原油价格也进一步回落。下游看，出厂价格回落可能是因为终端消费品行业企业在降价促销去库。

最后进行一个总结。本次的 PMI 数据为我们确认了经济的修复情况，即处在继续修复通道中，只是斜率放缓了。从结构来看，建筑业施工竣工提速，服务业修复加快，制造业维持韧性。

近日保持宏观政策相对稳定、对外开放、呵护民企等信号频出，稳经济增长的意愿强烈。往后看，伴随着居民就业的逐步稳定，消费需求修复的趋势会延续，地产的良性循环也在推进过程中，叠加国内经济将进入低基数阶段，后续同比和环比读数大概率会回升。不过，考虑到制造业利润增速还处在底部、企业和居民收入的改善和信心的修复是长期过程，以及高质量发展的要求，后续经济的修复路径大概率是温和渐进式的。

(内容来源：奇霖宏观)

关注紧缩后周期中的全球金融风险

董忠云 中国资产管理人论坛 理事

王玉茜 中航证券研究所 宏观策略研究助理摘要

摘要

持续紧缩性货币政策下，全球流动性危机显现，近期银行体系频频暴雷。美国方面，当地时间 3 月 10 日，恐慌性挤兑导致拥有超 2000 亿美元资产的美国硅谷银行（Silicon Valley Bank）在 48 小时之内倒闭。导致硅谷银行出现流动性危机并最终破产的核心原因是美联储急速加息引发的流动性危机。2022 年持续大幅加息背景下市场风险偏好下降，纳斯达克指数回调，传导至 IPO 市场导致企业融资困难。IPO 市场的不景气导致众多高科技初创企业不得不从硅谷银行持续抽走大量存款支持自身业务运营，导致负债端结构相对单一的硅谷银行存款流失严重。为匹配负债方收缩银行被迫亏损交易，持续加息使资产端的国债、MBS 债券形成账面浮亏，短端利率高企的背景下借贷成本较高，为缓解流动性压力硅谷银行只得出售资产导致账面亏损变为实际亏损，最终引起恐慌导致疯狂挤兑引发破产。美联储虽迅速应对，宣布将采取全额兑付政策对硅谷银行进行救助，但蝴蝶效应已经开始。

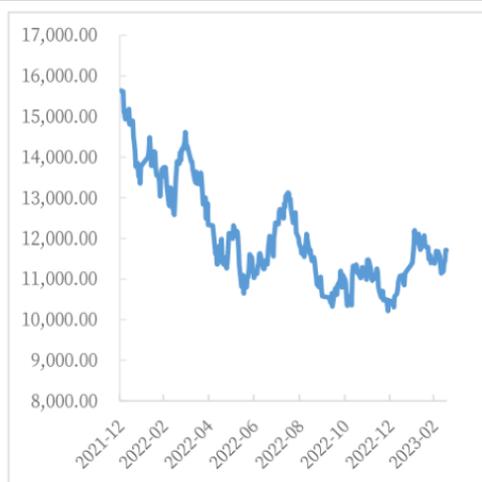
为防止地区银行业危机进一步蔓延，当地时间 3 月 16 日，美国六大行领衔的 11 家华尔街大型银行决定向第一共和银行注入 300 亿美元资金。美联储 3 月 16 日发布的报告显示，截至 3 月 15 日的一个星期内，美联储向银行提供的紧急贷款达到创纪录的 1530 亿美元，超过了 2008 年金融危机期间的 1110 亿美元。但数据显示随着美联储大幅加息，资产端亏损这一问题在美国银行业中绝非个例，很可能是普遍存在的。银行业金融风险后续是否恶化仍有待进一步观察。我们预期，短期内美联储加息脚步或因考虑银行系统挤兑风险放缓，但 2 月 CPI 数据显示，美国通胀压力仍然较大，后续加息的节奏与幅度依然可能再度超出市场预期。这就意味着，以美国股债市场为代表的资产价格调整可能仍未结束，由此引发的资本金损失与流动性压力可能再度引发金融机构破产清算风险，应注意再度爆发金融危机的可能性。

持续紧缩性货币政策下，全球流动性危机显现，近期银行体系频频暴雷。欧洲方面，源于市场对瑞士信贷负利润状态可能导致的流动性枯竭和偿付能力的担忧，瑞信 5 年期 CDS 自 2022 年中异常抬升。3 月 14 日瑞信在年报中表示管理高层发现报告程序内部风险管理存在重大漏洞，3 月 15 日瑞信最大股东沙特国家银行表示“无法提供更多财务援助”重创市场对瑞信的预期，叠加美国银行业风波进一步向欧洲扩散，市场对危机蔓延的恐慌情绪加剧，瑞信 5 年期 CDS 一路飙升本周突破 1000bp。当前欧元区杠杆虽较 2020 年有所缓解，但仍处于较高位。3 月 16 日欧洲央行加息 50bp，杠杆高企在当今紧缩的货币政策下，将催使债务压力中的欧洲暴露更多的脆弱性。16 日瑞信表示计划通过一个担保贷款项目向瑞士央行借款至多 500 亿瑞郎，未来瑞信如何应对流动性收紧和资产价格波动的压力仍然值得关注。

持续紧缩性货币政策下，全球流动性危机显现，近期银行体系频频暴雷。美国方面，当地时间 3 月 10 日，恐慌性挤兑导致拥有超 2000 亿美元资产的美国硅谷银行（Silicon Valley Bank）在 48 小时之内倒闭。导致硅谷银行出现流动性危机并最终破产的核心原因是美联储急速加息引发的流动性危机。美联储在 2020 年为应对新冠疫情对经济的冲击，实施了极度宽松的零利率政策并大幅扩张资产负债表，美元流动性大幅扩张之下，美国科技企业迎来了融资热潮，硅谷银行将存款利率设置为 0.25%吸引了大量的存款。为了获取较高的利差收入，硅谷银行将吸收的存款在资产端配置了大量国债、MBS 等长久期资产，导致负债端与资产端期限错配严重。2022 年持续大幅加息背景下市场风险偏好下降，纳斯达克指数回调，传导至 IPO 市场导致企业融资困难，2022 年全年美股上市家数仅为 2021 年的 1/4，募资额较 2021 年下降近 9 成。IPO 市场的不景气导致众多高科技初创企业不得不从硅谷银行持续抽走大量存款支持自身业务运营，导致负债端结构相对单一的硅谷银行存款流失严重。为匹配负债方收缩银行被迫亏损交易，持续加息使资产端的国债、MBS 债券形成账面浮亏，短端利率高企的背景下再向市场融资成本较高，为缓解流动性压力硅谷银行只得出售资产导致账面亏损变为实际亏损，最终引起恐慌导致疯狂挤兑引发破产。

美联储虽迅速应对，宣布将采取全额兑付政策对硅谷银行进行救助，但蝴蝶效应已经开始。当地时间 3 月 12 日，美国监管机构以“系统性风险”为由宣布关闭签名银行；当地时间 3 月 15 日，美国第一共和银行（FRC）信用评级被国际信用评级机构下调至“垃圾级”，股价当天下跌 21.4%，创 11 年来新低。

图1 纳斯达克指数 2022 年呈下行趋势



资料来源: Wind, 中航证券研究所整理

图2 美国国债收益率走势 (单位: %)



资料来源: Wind,中航证券研究所整理

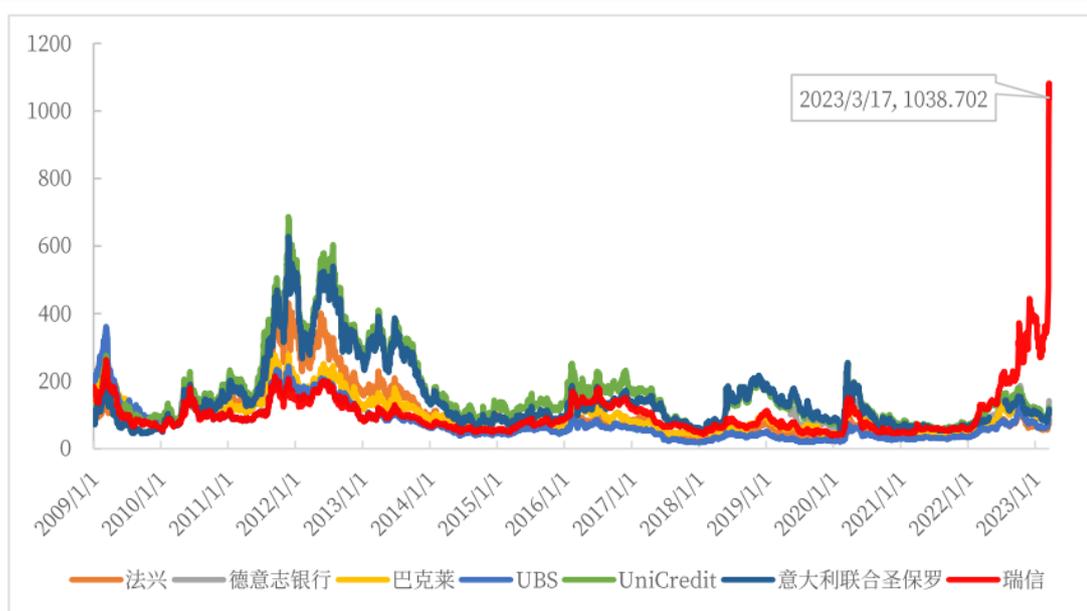
为防止地区银行业危机进一步蔓延，当地时间 3 月 16 日，美国六大行领衔的 11 家华尔街大型银行决定向第一共和银行注入 300 亿美元资金。美联储 3 月 16 日发布的报告显示，截至 3 月 15 日的一个星期内，美联储向银行提供的紧急贷款达到创纪录的 1530 亿美元，超过了 2008 年金融危机期间的 1110 亿美元。但数据显示随着美联储大幅加息，资产端亏损这一问题在美国银行业中绝非个例，很可能是普遍存在的。美国联邦存款保险公司 (FDIC) 今年 2 月的报告称，截至 2022 年 12 月 31 日，美国银行业在可

售证券和持有至到期证券上的未实现亏损总计 6200 亿美元，高于一年前美联储加息前的 80 亿美元。银行业金融风险后续是否恶化仍有待进一步观察。我们预期，短期内美联储加息脚步或因考虑银行系统挤兑风险而放缓，但 2 月 CPI 数据显示，美国通胀压力仍然较大，后续加息的节奏与幅度依然可能再度超出市场预期。这就意味着，以美国股债市场为代表的资产价格调整可能仍未结束，由此引发的资本金损失与流动性压力可能再度引发金融机构破产清算风险，应关注再度爆发金融危机的可能性。

欧洲方面，源于市场对瑞士信贷负利润状态可能导致的流动性枯竭和偿付能力的担忧，瑞信 5 年期 CDS 自 2022 年中异常抬升。2022 年 10 月重组投资银行业务、加强并重新分配资本，为瑞信的 CDS 指标迎来短暂回落修复，然而原定于 2023 年 3 月 9 日发布的 2022 年报因接到美国证券交易委员会（SEC）的修订要求推迟，3 月 14 日年报中表示管理高层发现报告程序内部风险管理存在重大漏洞，2022 年存款规模下降约 40%，3 月 15 日瑞士信贷最大股东沙特国家银行表示“无法提供更多财务援助”重创市场对瑞信的预期，叠加美国银行业风波进一步向欧洲扩散，市场对危机蔓延的恐慌情绪加剧，瑞信股价跌至历史新低，其 5 年期 CDS 一路飙升，截至北京时间 3 月 17 日 16 时录得 1038.702bp，约为可比银行的 10 倍。

当前欧元区杠杆虽较 2020 年有所缓解，但仍处于较高位，2009-2011 欧债危机后未能做到有效去杠杆。3 月 16 日欧洲央行加息 50bp，杠杆高企在当今紧缩的货币政策下，将催使债务压力中的欧洲暴露更多的脆弱性。16 日瑞信表示计划通过一个担保贷款项目向瑞士央行借款至多 500 亿瑞郎，未来瑞信如何应对流动性收紧和资产价格波动的压力仍然值得关注。

图3 瑞信与可比银行 CDS (单位: bp)



资料来源: Bloomberg, 中航证券研究所整理

表 1: 政府债占 GDP 比重 (单位: %)

国家/地区	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
欧元区	80.3	85.7	87.6	91.0	93.0	93.1	91.2	90.4	87.9	85.9	83.8	96.9	95.3	93.0	91.3	89.8	88.8
英国	62.8	74.0	79.5	82.7	83.6	85.5	86.0	85.8	85.1	84.5	83.9	102.6	95.3	87.0	79.9	76.7	73.7
意大利	116.6	119.2	119.7	126.5	132.5	135.4	135.3	134.8	134.2	134.4	134.1	155.3	150.9	147.2	147.1	146.1	144.9
希腊	127.8	147.5	184.0	162.1	178.8	181.8	179.1	183.7	183.2	190.7	185.6	212.4	199.4	177.6	169.8	163.8	159.1
西班牙	53.3	60.5	69.9	90.0	100.5	105.1	103.3	102.8	101.9	100.5	98.3	120.0	118.6	113.6	112.1	110.1	109.0
土耳其	43.5	39.7	36.2	32.4	31.2	28.5	27.4	28.0	28.0	30.2	32.7	39.5	41.6	43.7	45.0	45.3	46.8
葡萄牙	87.8	100.2	114.4	129.0	131.4	132.9	131.2	131.5	126.1	121.5	116.6	135.2	127.4	114.7	111.2	106.7	102.9
法国	83.0	85.3	87.8	90.6	93.4	94.9	95.6	98.0	98.1	97.8	97.4	114.7	112.6	111.8	112.5	113.5	114.9
德国	73.2	82.0	79.4	80.7	78.3	75.3	71.9	69.0	64.6	61.3	58.9	68.0	69.6	71.1	68.3	65.6	63.1
波兰	49.8	53.5	54.7	54.4	56.5	51.1	51.3	54.2	50.6	48.8	45.6	57.1	53.8	48.7	45.1	46.2	47.3

资料来源: 同花顺 iFinD, 中航证券研究所整理

表 2: 财政赤字占 GDP 比重 (单位: %)

国家/地区	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2019	2019	2020	2021
欧元区	-3.1	-3.1	-1.2	-0.6	-0.2	0.1	0.3	0.6	1.0	1.4	1.0	-5.6	-3.6
法国	-7.2	-6.9	-5.2	-5.0	-4.1	-3.9	-3.6	-3.6	-3.0	-2.3	-3.1	-9.0	-6.5
德国	-3.2	-4.4	-0.9	0.0	0.0	0.6	1.0	1.2	1.3	1.9	1.5	-4.3	-3.7
意大利	-5.1	-4.2	-3.6	-2.9	-2.9	-3.0	-2.6	-2.4	-2.4	-2.2	-1.5	-9.5	-7.2
西班牙	-11.3	-9.5	-9.7	-11.6	-7.5	-6.1	-5.3	-4.3	-3.1	-2.6	-3.1	-10.1	-6.9
葡萄牙	-9.9	-11.4	-7.7	-6.2	-5.1	-7.4	-4.4	-1.9	-3.0	-0.3	0.1	-5.8	-2.9
希腊	-15.1	-11.3	-10.5	-9.1	-13.4	-3.6	-5.9	0.2	0.6	0.9	1.1	-9.9	-7.5

资料来源: 同花顺 iFinD, 中航证券研究所整理

(内容来源: 云观经济)