



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

内部资料 注意保存

金融与发展评论

2023 年第 3 期 / 总第 15 期

2023 年 6 月 20 日

目录

会议速递

2023 金融品牌和声誉风险管理首期沙龙在上海成功举办	1
首期“前沿金融”读书会—数字资产的创新和监管及其对主流金融市场的启示成功举办	3

专家视角

日本病（殷剑峰）	21
财政空间收窄，地方偿债压力加重——2023Q1 地方区域财政（殷剑峰 王蒋姜）	30
经济复苏结构不均衡——2023Q1 中国宏观金融（殷剑峰 张旸）	42
美国中小银行危机远未终结，金融政策教训何在？（曾刚）	55
美国银行业风险继续发酵，美联储进退维谷（曾刚）	57
2023Q1 银行业运行（曾刚 王伟）	60
关于营商环境建设的七点思考（张湧）	72
法治、金融与经济发展：一个基于抵押品的极简框架（王永钦）	74
国企外部董事须锤炼“自选动作”功夫（叶斌）	96
5 月金融数据的四个特点（李奇霖 杨欣 卢婉琪）	99

2023 金融品牌和声誉风险管理

首期沙龙在上海成功举办

为促进金融品牌建设，提升声誉风险管理能力，6月14日，由上海金融与发展实验室、国家广告研究院共同主办的“2023 金融品牌和声誉管理沙龙（第一期）”在上海金融与发展实验室成功举办。多位金融品牌专家、声誉管理专家以及银行、证券、保险等相关负责人员齐聚一堂，深入探讨了金融机构在品牌公关管理和声誉风险防范等方面的难点和重点，并围绕声誉风险管理、品牌建设与对外宣传、网络舆情应对策略、实战案例等方面进行了深入探讨与交流。

与此同时，更有多位金融实战专家倾情分享了品牌建设和声誉风险管理心得、经验与案例，共同赋能金融业声誉风险管理和品牌管理工作，助力金融品牌建设高质量发展。

会上，上海金融与发展实验室副理事长、副主任骆立云进行了致辞。骆立云指出，在当前网络传播飞速发展的背景下，品牌声誉管理面临巨大挑战。上海金融与发展实验室搭建品牌和声誉管理沟通与交流平台，目的就是汇聚专家学者和市场实务操作精英，分享专业知识和成功经验，助力金融企业在品牌和声誉管理方面拓展应对思路，提升专业技能，提高企业竞争力和市场地位。

上海金融与发展实验室品牌和声誉管理研究中心副主任陈妮介绍了品牌和声誉管理研究中心的相关情况。陈妮谈到，品牌和声誉管理研究中心是由上海金融与发展实验室、国家广告研究院、媒体融合与传播国家重点实验室等多家权威机构共同打造的金融品牌智库，汇聚了众多品牌实战专家针对政策研究、品牌咨询、声誉管理等方面开展工作。品牌和声誉管理研究中心会定期组织大型金融论坛、主题沙龙等活动。由上海金融与发展实验室和新华网发起的第十届金融企业社会责任论坛将在今年12月举行。

在品牌专家分享环节，上海金融与发展实验室品牌和声誉管理研究中心主任、国家广告研究院(中国传媒大学广告学院)民族品牌研究中心副主任徐振廷，上海原之力管理咨询有限公司合伙人吴璋怡两位专家进行了主题分享。

在新时代背景下，信用成为品牌的基石，“品牌信用建设与声誉管理实战应用”成为了本次沙龙的热议焦点。针对这一话题，徐振廷指出，品牌建设已经进入到信用时代，品牌声誉风险会对品牌信用造成致命影响。当前金融品牌声誉管理的必要性、重要性、紧迫性凸显，舆情危机应对面临诸多挑战，金融品牌要深入研究媒体传播新机制，构建舆情研判处置体系，要从顶层设计视角，为金融品牌声誉管理建立制度，深挖品牌“护城河”。

上海原之力管理咨询有限公司合伙人吴璋怡以“市值管理：面向机构投资者的声誉管理”为题进行了分享。吴璋怡指出，机构投资者对企业的声誉和社会影响力越来越重视，声誉管理已经成为提高企业价

值和市场竞争力的重要手段。会议最后，各位专家学者、与会人员进行了互动交流。参会人员一致认为，**2023 金融品牌和声誉管理沙龙**为金融行业搭建了深度交流互动的平台，并提供了发展的思路启示，有助于推动金融企业的品牌和声誉管理水平不断提升，为金融行业的可持续发展作出更大的贡献。

新时代下，金融机构的品牌声誉风险管理工作，正面临着多方面的严峻挑战。**2023 金融品牌和声誉管理沙龙**，旨在助力金融机构实现声誉风险的全面数字化、系统化、智能化经营管理，推动政府、研究机构、金融机构与产业之间的融合与创新。据悉，接下来上海金融与发展实验室还会定期举办金融品牌和声誉管理沙龙，同时也将邀请更多行业专家及实战专家进行相关分享，积极赋能金融品牌建设。

首期“前沿金融”读书会—数字资产的创新和监管及其对主流金融市场的启示成功举办

上海金融与发展实验室设立“前沿金融”读书会，致力于深入探讨时代变革和技术创新带来的前沿金融问题，促进金融服务与实体经济的深度融合，推动新时代金融高质量发展。2023年6月10日，首期“前沿金融”读书会—“数字资产的创新和监管及其对主流金融市场的启示”在上海成功举办。读书会主要围绕数字资产的发展概述、代表性数字资产业务的发展、数字资产的风险、数字资产对主流金融监管框架和金融市场的影响等方面开展交流讨论。

本期读书会由上海金融与发展实验室前沿金融研究中心主任、万向区块链首席经济学家邹传伟博士主讲，题目为《数字资产的创新和监管及其对主流金融市场的启示》。邹传伟主任首先以两种金融建模方式的比较作为引言，介绍了目前全球数字资产的发展概况，并针对稳定币 vs 非银行支付、电子债权凭证 vs 商业承兑票据、收入份额代币 vs 证券化、自动做市商 vs 订单簿撮合交易等几类代表性数字资产业务进行了分析，最后论述了数字资产的发展风险及其对主流金融监管和金融市场的深刻影响等等。他认为，数字货币和数字资产代表着当前支付和市场基础设施领域最重要的创新趋势，影响将遍及货币、支付、清结算以及资产登记、托管和交易后处理等方面，因此需要重新思考身份管理、账户体系、货币和支付、市场竞争、数据要素和隐私保护等，并充分关注数字资产可组合性、可编程性等蕴含的巨大金融创新机会和可能造成的风险。

京东经济发展研究院副院长朱太辉从货币体系和信贷体系边界变化、去中心化模式下的信用转换与功能融合、创新范围应用边界的拓宽、数字经济与实体经济融合实施（嵌入式金融服务）作为高质量发展的抓手、基于区块链和智能合约的嵌入式监管等角度，分享了有关数字资产与数字经济对传统金融体系与实体经济影响方面的见解。

最后，上海金融与发展实验室主任曾刚做了总结性发言。他认为，中心化的金融逻辑和去中心化情况下的金融逻辑是不同的，需要金融监管模式的适配性调整，并指出新兴金融市场拥有巨大的创新和发展空间。此外，来自各金融机构的嘉宾就数字资产相关业务、数字资产监管创新等话题展开深入讨论与交流。

以下是嘉宾发言实录。

数字资产的创新和监管及其对主流金融市场的启示

邹传伟^[1]

我的分享有13部分内容：1.引言：两种金融建模方法的比较；2.数字资产概述；3.稳定币 vs. 非银行支付；4.电子债权凭证 vs. 商业承兑票据；5.代币化（Tokenization）vs 存托凭证；6.收入份额代币

（Future Income Based Token） vs. 证券化；7.原子交换（Atomic Swap） vs. 托管账户（Escrow Account）；8.自动做市商（Automatic Market Maker） vs 订单簿撮合交易；9.永续期货（Perpetual Futures） vs. 传统期货；10.算法稳定币（Algorithmic Stablecoins） vs. 不可能三角；11.从去中心化金融（Decentralized Finance, DeFi）看金融功能 vs. 金融机构；12.数字资产的风险 vs. 主流金融监管框架和方法论；13.小结：数字资产对主流金融市场的启示。

一、引言：两种金融建模方法的比较

金融建模有 3 个主要目标：1.从纷繁复杂的现实金融问题中抽取出主要矛盾予以聚焦；2.通过理论分析，推导出有待实证检验的假说；3.推导出资产定价公式和风险管理方法。主流的金融建模方法的要点包括：1.对现实世界的高度抽象；2.高度理想化的假设；3.数学工具带来的形式化要求，比如 CARA 和 CRRA 型效用函数；4.均衡分析；5.最优化分析；6.比较静态分析，以及由此得到的假设检验。这种建模方法可以比喻成“玩具模型”（Toy Model）。与之相对的是从对立中寻找统一的建模方法。尽管金融研究很难做对照实验，但在不同制度环境下和技术条件下开展的金融活动存在一些“不变量”，以“不变量”为抓手，从对立中寻找统一，有助于揭示金融底层逻辑。这种建模方法构建的是“原型”（Prototype）。数字资产市场在新的技术条件和市场环境下，呈现了货币、支付、信息、风险、资源配置和市场竞争等的另一种形态，但遵循与主流金融市场一样的金融发展规律，提供与主流金融市场一样的金融基础功能。通过对比分析数字资产市场和主流金融市场，能剥离“金融面纱”，深化对相关金融基础概念的认识。

二、数字资产概述

（一）什么是数字资产？

2021 年 6 月，巴塞尔委员会（BCBS）咨询文件《对加密资产敞口的审慎处理》，将数字资产定义为价值的数字表示，可以用于支付、投资或获得商品或服务，将加密资产定义为主要依靠密码学、分布式账本或类似技术的私人数字资产。因此，加密资产是数字资产的一种，是除央行数字货币（CBDC）以外用 Token 表示的价值。记录在中央证券登记机构（CSD）或托管机构账户中的股票、债券和大宗商品等尽管是数字资产，但不属于加密资产。2022 年 3 月，美国总统拜登签署行政命令《负责任地发展数字资产》，将数字资产界定为：第一，所有的 CBDC，不管使用何种技术；第二，其他通过区块链、以数字形式发行或代表的价值，金融资产和工具，或索取权，它们被用作支付、投资、转移或交换资金。数字资产可以是证券，商品，衍生品，或其他金融产品。2022 年 6 月，美国国会参议员 Cynthia Lummis 和 Kirsten Gillibrand 提出《Lummis-Gillibrand 负责任的金融创新法案》，对数字资产的定义是：“使用密码学上安全的分布式账本技术或其他类似技术记录的电子形式的资产，授予持有者在经济、拥有和访问等方面的权利和权力，包括虚拟货币和辅助资产，支付稳定币，以及符合前述定义的其他证券和商品。”CBDC 不属于该法案界定的数字资产范围内。我对数字资产的综合定义是：**使用分布式账本技术或其他类似技术记录的，以数字化形式表示的价值，授予持有者在经济、拥有和访问等方面的权利和权力，可以用于支付、投资或获得商品或服务。**对这个定义有以下两点说明。第一，数字资产等于 Token 形式

表示的价值 (Tokenized Value)，既不是实物资产，也不同于使用账户系统、以账户余额表示的价值。Token 系统在很多方面不同于账户系统，对数字资产最重要的包括：1. 本质上匿名，但支持可控匿名；2. 点对点交易；3. 交易即结算；4. 在去中心化环境下不可被“双花”；5. 价值载体与编程逻辑合二为一；6. 支持可编程性和可组合性；金融系统的本质是状态和交易，交易推动着状态更新。金融系统的状态和交易既可以通过账户体系记录，也可以通过 Token 体系记录。第二，资产的范围大于货币，货币一定是资产，但资产不一定是货币。资产指能带来当前、未来或潜在经济利益的资源，而货币要能有效履行交易媒介、记账单位和价值储存等三大基本职能。因此，数字货币属于数字资产的一类，在整个数字资产体系中的地位非常重要。

（二）数字资产的主要类型

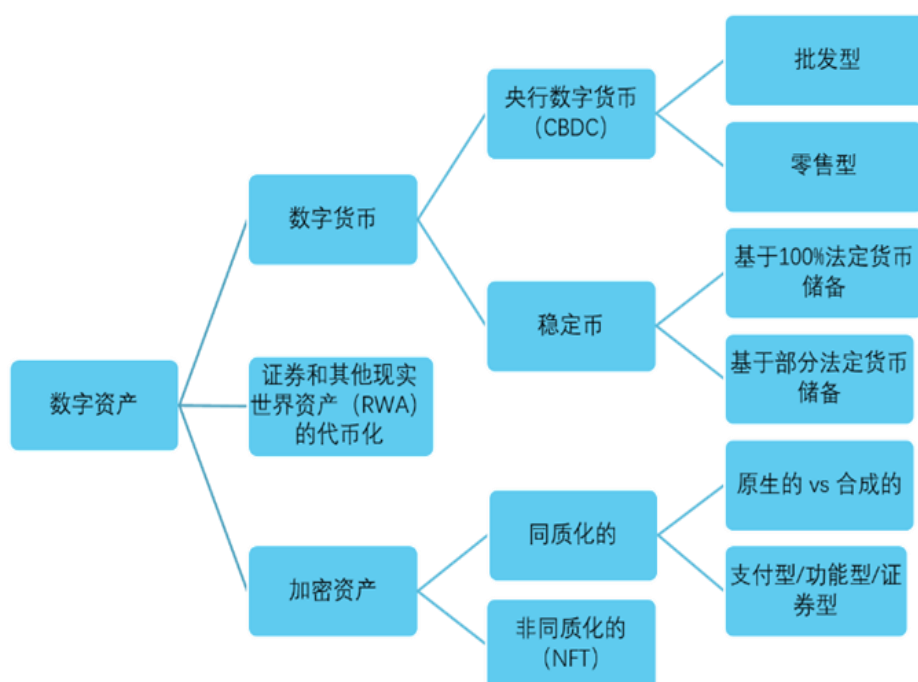


图 1：数字资产的主要类型

（三）为什么相同技术产生不同结果？

关键差异来自发行机制不同。第一，发行人不同：中央银行，商业机构，还是只按算法发行？第二，价值基础不同：足额储备，部分储备，没有储备，还是“伪储备”？第三，法律地位不同：监管认可的，监管还在讨论的，打插边球的，还是完全不合法合规的？尽管如此，数字资产都具有如下共同特征。第一，开放性：既可以用来促进金融普惠，也可以用来绕开监管。第二，一定的匿名性：既可以用来保护用户隐私，也可以用来绕开监管，包括洗钱、恐怖融资和逃漏税等；第三，点对点直接交易：既可以用来减少对金融中介的依赖，提高金融交易效率，也可以用来“化整为零”绕开监管；第四，交易天然跨境的：既可以用来改进跨境支付，聚集全球流动性，也可以用来在国家之间的监管套利，给国际金融监管合作带来很大挑战。

三、稳定币 vs. 非银行支付

国际货币基金（IMF）研究者在 2019 年曾提出图 2 所示的“货币树”模型，将 Paxos、USD-Coin 和 TrueUSD 等稳定币与我国用户熟悉的支付宝、微信支付都纳入 E-money 范畴。

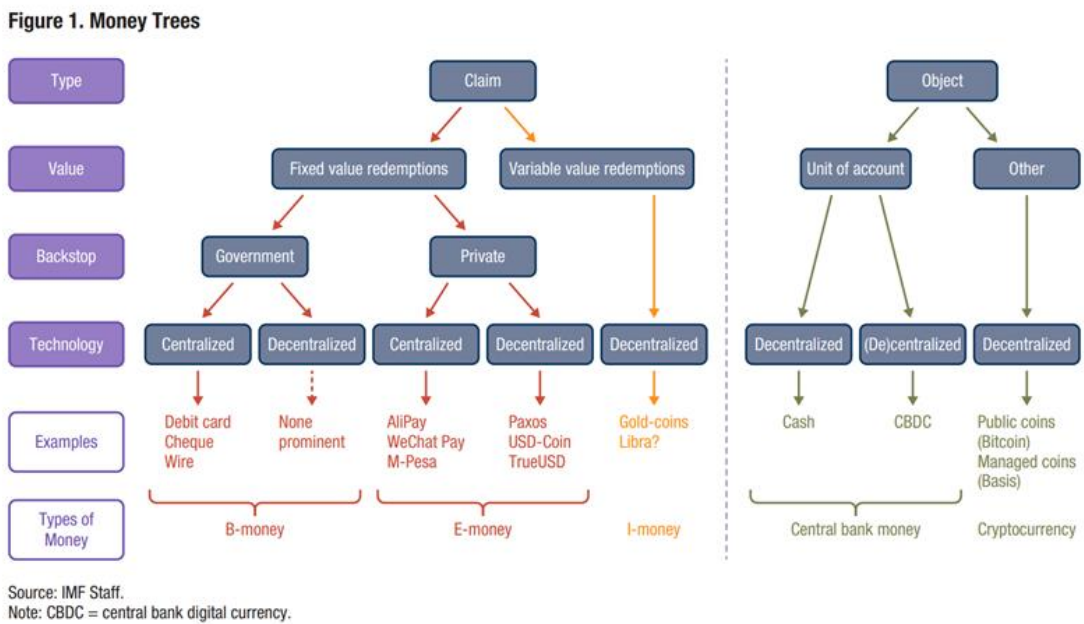


图 2：IMF “货币树”模型

来源：Adrian, Tobias, and Tommoso Mancini-Griffoli, 2019, "The Rise of Digital Money", IMF Note/19/01

图 3 以美元稳定币 USDC 和微信支付为例，比较了稳定币和非银行支付的运作机制。不难看出它们之间的相似之处。

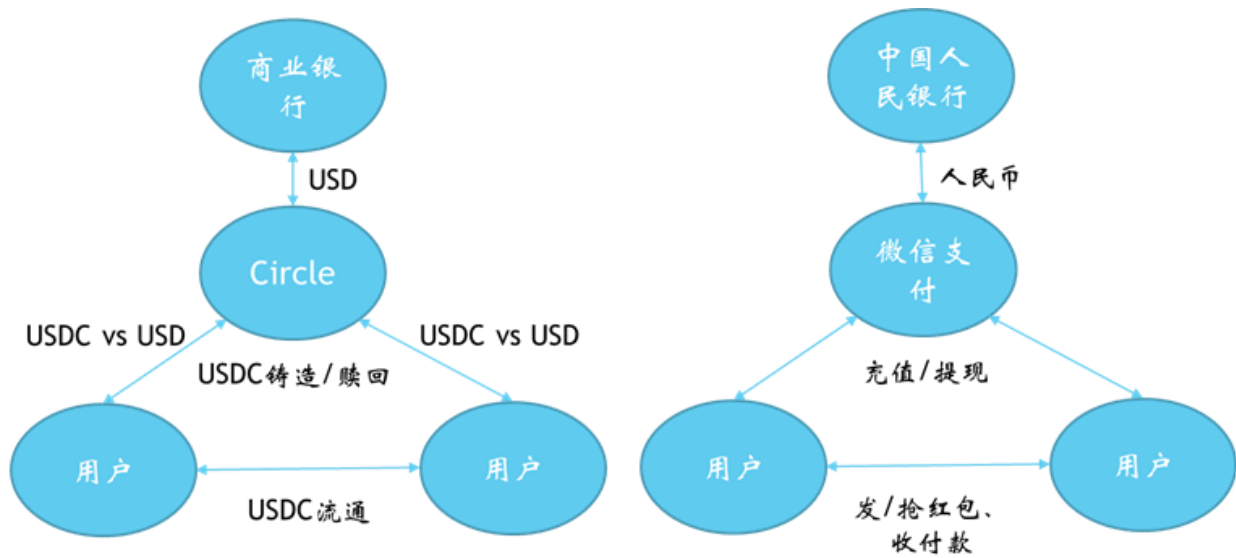


图 3：USDC 和微信支付的运作机制

表 1 详细比较了稳定币和非银行支付：

表 1：稳定币和非银行支付的比较

	稳定币	非银行支付
针对的场景	主要在加密资产交易中承担货币功能（价值储藏、交易媒介和记账单位），在现实世界的应用越来越多	开始于电商交易中的支付需求，逐渐拓展到线上线下各类支付场景
使用的技术	分布式账本，强匿名性，开放性好，天然跨境的	中心化账本，实名制，开户需要审核，境内支付
对用户预付款的处理	托管在商业银行，投资方向包括存款、国债、商业承兑票据、公司债和市政债等	2018年前可以存放在多家商业银行，相当大比例是协议存款形式；2018年后集中存管到中国人民银行，比照超额存款准备金付息
用户预付款的安全性	用户不一定在任何时候都能按面值赎回	有充分保障
发行机构/支付机构的商业模式	1.铸造、赎回和流通环节的手续费；2.储备资产的投资收益	2018年之前靠支付备付金的利息；支付服务的盈利性不高，要靠支付衍生出的金融服务

稳定币在理论上有很多问题尚无定论，包括：1. 稳定币是货币工具，还是支付工具？2. 稳定币是否参与货币创造？3. 挂钩一篮子货币的稳定币是否可行？稳定币发行机构与商业银行有相似之处（表 2）：

表 2：稳定币发行机构与商业银行的比较

	资产方	负债方
稳定币发行机构	存款、国债、商业商业承兑票据、公司债和市政债等	稳定币
商业银行	存款准备金、贷款、债券	存款

从投资者的角度，稳定币与货币市场基金份额有类似之处。2008 年，世界上最早的货币市场基金 The Reserve Primary 因为对雷曼兄弟的风险敞口，在雷曼兄弟破产后单位净值跌到 1 美元以下（“Broke the buck”）。2023 年，美元稳定币 USDC 因为在硅谷银行（SVB）有存款而与美元脱钩（“Depeg”），一度跌到 0.9 美元以下（图 4）。这两个事件背后的逻辑是一样的。

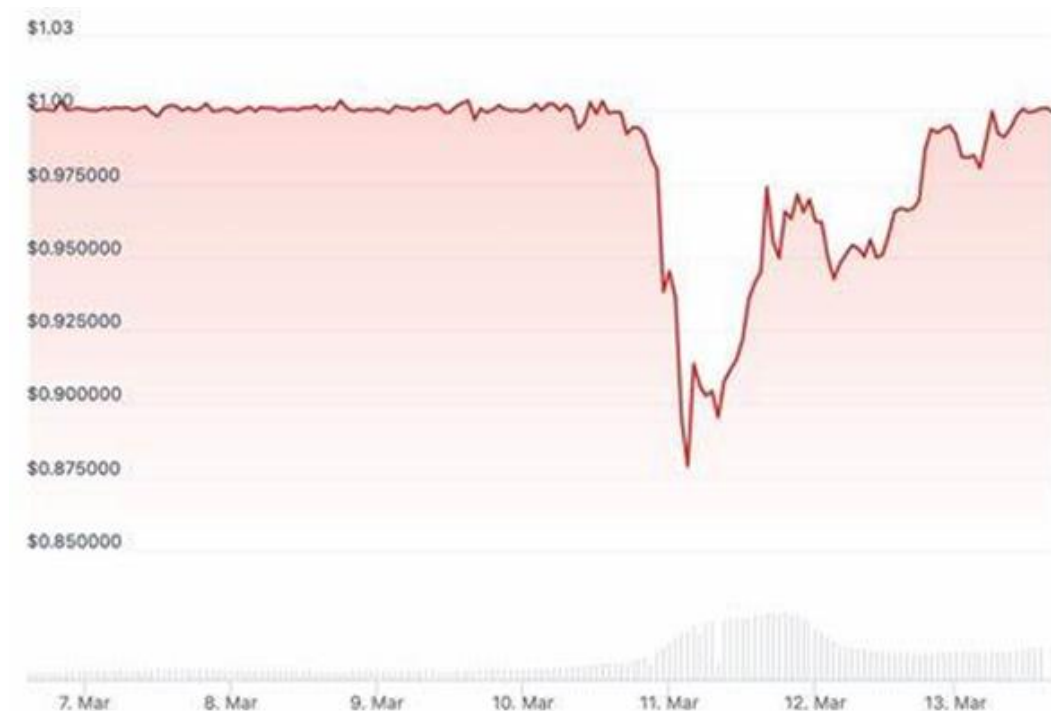


图 4：USDC 脱钩事件来源：Coinmarketcap.com

假设 USDC 发行机构 Circle 将 USDC 的储备资产存放到美联储，USDC 是否等价于微信支付（除了使用的技术不同以外）？尽管这种情况下，USDC 的储备资产与微信支付的备付金一样安全，但我认为 USDC 与微信支付仍然不等价，因为前者是无许可的，而后者是有许可的。

四、电子债权凭证 vs. 商业承兑票据

电子债权凭证是在“区块链+供应链金融”中，用 Token 代表核心企业的应付账款，可以在核心企业所在的供应链中多级流转并分拆，核心企业的供应商可以用电子债权凭证向保理公司、合作银行或财务公司申请融资。电子债权凭证有 4 方面功能。第一，电子债权凭证是核心企业开出的“白条”，在供应链中发挥支付功能（信用与货币的关系）。第二，电子债权凭证将核心企业的供应商之间的“三角债”轧差后转为对核心企业的债权。第三，核心企业的信用可以通过电子债权凭证传导到供应链的末梢。第四，电子债权凭证的价值来自核心企业的到期兑付承诺，与商业承兑票据的功能类似。根据孔燕在《电子债权凭证的发展机理与监管路径》（《金融市场研究》2023 年第 3 期），自 2015 年中企云链推出电子债权凭证“云信”后，同类产品的存量规模已超过万亿元，超过同期商业承兑汇票市场存量的 50%以上。代表性平台包括中企云链“云信”、联易融（腾讯背景）、简单汇（TCL）、“迪链”（比亚迪）、“通宝”（宝武集团）、“工银 e 信”、“建行 e 信通”和“平安好链”等。图 5 和表 3 引自孔燕《电子债权凭证的发展机理与监管路径》，比较了电子债权凭证和商业承兑汇票。不难看出它们在运作机制上的相似之处，但电子债权凭证不像商业承兑汇票那样受到严格监管，在实践中有更大的灵活性。

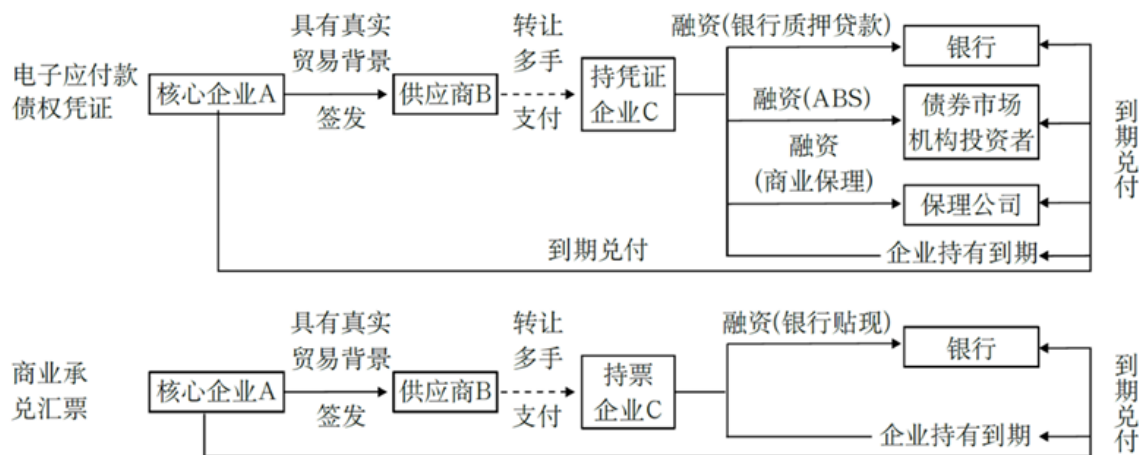


图 5：电子债权凭证与商业承兑汇票的运作机制

表 3：电子债权凭证与商业承兑汇票的比较

内容	票据	电子债权凭证
期限	6个月	不限，有的已达2年
信息披露	有	无
融资便利性	仅限银行机构	不限于银行机构
贴现融资手续	须线下开户，严格贸易背景审核	手续简便
融资服务费	无	有
融资总成本	低	高
银行相应融资是否纳入小微和普惠贷款考核，享受政策支持	不纳入	纳入

来源：孔燕，《电子债权凭证的发展机理与监管路径》，《金融市场研究》2023年第3期。

电子债权凭证对核心企业的好处包括：1. 满足延期付款需求；2. 通过自金融增加财务收益；3. 增强供应商黏性。电子债权凭证对银行的好处包括：1. 通过自建平台服务核心企业及其供应商；2. 帮助银行实现普惠金融和服务小微企业的业绩目标。孔燕《电子债权凭证的发展机理与监管路径》提出，电子债权凭证应改造成供应链票据。

五、代币化（Tokenization）vs. 存托凭证

国际清算银行（BIS）研究者在今年4月的一篇工作论文中讨论了代币化的原理（图6）。代币化的本质是将记录在传统账本上的资产映射到区块链的可编程账本中，用区块链中的Token代表锁定在传统账本上的资产，用区块链中的Token流通代表资产交易。

代币化是资产非实物化、非流动化和记账清算的延续。中央证券登记机构（CSD）是传统做法的代表。中央证券登记机构（CSD）使证券非实物化，使证券成为中央证券登记机构账户中的电子记账科目，进而使证券非流动化，使证券交易不涉及纸质凭证的物理交割。代币化则是可编程账本替代传统账本的产物。代币化体现为数字货币，以及证券和其他现实世界资产（RWA）的代币化。图7以中国存托凭证（CDR）为例说明了存托凭证的运作机制。比较图6和图7不难看出代币化与存托凭证之间的相似性。

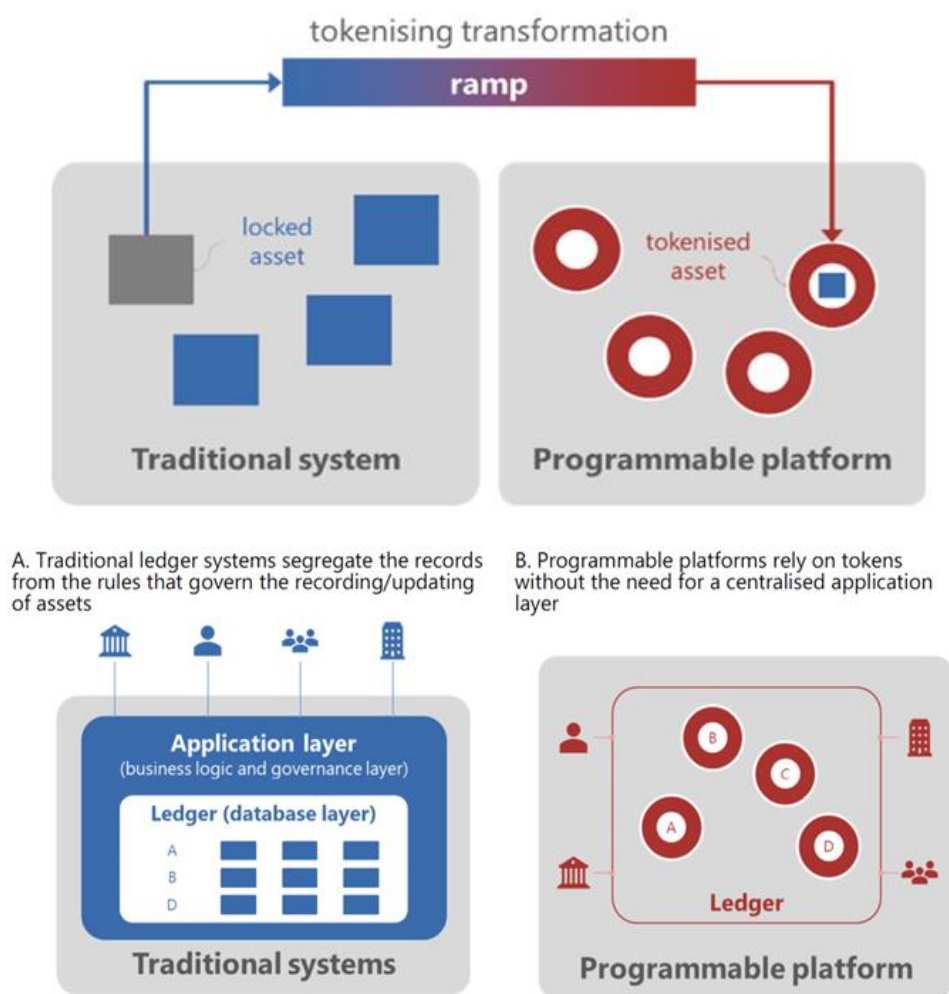


图 6：代币化的原理

来源：Aldasoro, Inaki, Sebastian Doerr, Leonardo Gambacorta, Rodney Garratt, and Priscilla Koo Wilkens, 2023, "The Tokenization Continuum", *BIS Bulletin* No. 72

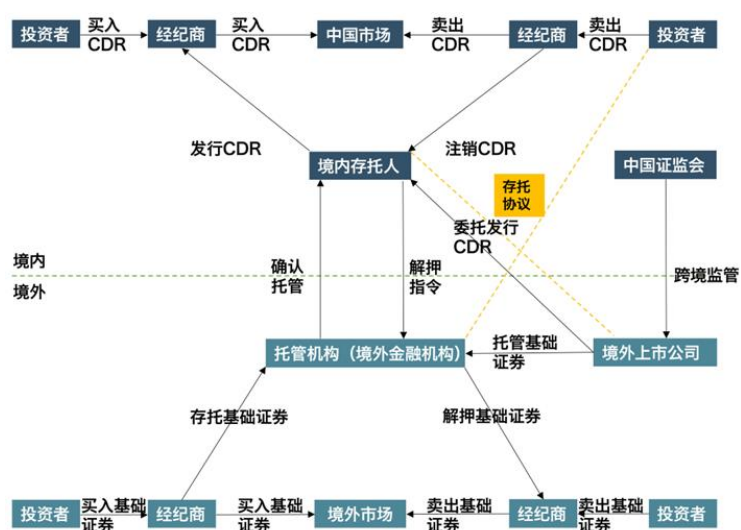


图 7：CDR 的运作机制

来源：叶玉盛和张诗宇，《中国式 CDR 的设计和运作遐想》，竞天公诚律师事务所，2018 年 4 月 5 日。

证券代币化方面有多个代表性的试验。2016 年，上海数字商业承兑票据交易平台试验。2017-2020 年，加拿大银行的 Jasper 项目，欧洲央行和日本银行的 Stella 项目，以及新加坡金管局的 Ubin 项目都对批发型 CBDC 用于代币化证券交易开展了试验。2018 年，世界银行发行全球第一个使用区块链创建和管理的债券 Bond-i。2021 年，瑞士信贷和野村证券下属经纪商 Instinet 通过 Paxos 结算服务在区块链上完成了针对美国上市股票的“T+0”结算和券款对付（DvP）。2023 年，香港特区政府发售首批代币化绿色债券。证券代币化方面也出现了一系列有影响力的研究。2017 年，国际清算银行（BIS）的支付与市场基础设施委员会（CPMI）提出分布式账本应用于支付、清算和结算的分析框架^[2]。同年，英格兰银行分析区块链在金融交易后处理中的应用逻辑和面临的挑战^[3]。2019 年，美国证券托管结算公司（DTCC）提出代币化证券的交易后处理原则^[4]。同年，姚前讨论基于分布式账本的金融基础设施，特别是中央证券登记机构（CSD）、证券结算系统（SSS）、支付系统（PS）和中央对手方（CCP）在分布式账本下的新形态（姚前，《基于区块链的新型金融市场基础设施》，《中国金融》2019 年第 23 期）。2020 年，国际清算银行（BIS）讨论未来的证券结算体系^[5]。2021 年，姚前出版《基于区块链的新型金融基础设施——理论、实践与监管》。尽管有这么多试验和研究，证券代币化方面仍有不少开放问题，主要包括：第一，在证券代币化中，Token 持有者的法律权利，以及 Token 持有者、Token 发行者与 Token 的储备资产之间的关系。第二，在证券的间接持有模式中引入区块链，尽管有多种理论上的好处，但对中介机构的商业模式会造成多大冲击？第三，在证券的直接持有模式中引入区块链，有无必要？第四，如果只能使用传统的支付系统，区块链应用于金融交易后处理如何支持券款对付（DvP）？

六、收入份额代币（Future Income Based Token） vs. 证券化

从全球范围看，证券代币发行（Security Token Offering, STO）的主流是收入份额代币。收入份额代币将一个公司或项目的未来现金流的一部分（可以基于收入，也可以基于净利润）分离出来，打包成代币后，出售给投资者，并在二级市场上交易。收入份额代币非股非债，通常不享有投票治理权利，并可以通过金融工程方法，进一步分拆、组合。收入份额代币在美国和我国香港地区被视为一种证券，主要面向合格投资者出售，需在专门的交易所（Alternative Trading System, ATS）交易。代币化提供了新的托管、交易和清结算机制。收入份额代币适用于创新型项目、小微企业和房地产项目：首先，对发行方是一种新的融资渠道和盘活存量资产的方法；其次，为投资者提供了新的风险-回报特征。我国与收入分成代币最接近的金融产品是滴灌通每日收入分成合约（Daily Revenue Contract, DRC）。DRC 是滴灌通投资和交易的主要产品。投资者用现在的一笔投资换取小微门店未来一段时间内、一定比例的收入。DRC 是投资者和小微企业之间的商业合约，约定投资额、分成时间和分成比例：1. 投资额：根据投资者的资产组合需要；2. 分成时间：参照门店的回本期和生存期，双方协商约定；3. 日分成比例：根据投资额占比、门店利润率、分成时间、回款金额为基础，双方协商约定，随着分成时间流逝、回款金额累积到一定程度，每日分成比例呈“阶梯型下降”，直至为 0。区块链技术使得滴灌通交易所不必依赖中心化的登记清算机构和托管机构，能实现“一元一码”，可追踪、可穿透；方便投资者对底层资产做任何形式的组合；理论上细化到任何一家门店、任何一天、任何元的回报。

七、原子交换（Atomic Swap） vs. 托管账户（Escrow Account）

（一）托管账户

图 8 以中国工商银行的 ESCROW 产品为例说明托管账户的运作机制。



图 8：工行的 ESCROW 产品

来源：工行网站

根据工行网站介绍，ESCROW 是指让与人、立约人或债务人先将契据等法律文书、金钱、股票或其它财产交给第三者保管，直到约定的事件发生或约定的条件实现时，才由该第三者将该法律文书或财产交给受让人、受约人或债权人。ESCROW 托管包括为境内投资者在境外保管资金、证券、契约等财产，或为境外投资者在境内外保管资金、证券、契约等财产。按照托管标的物不同，ESCROW 托管可分为资金类 ESCROW 托管和实物类 ESCROW 托管。以工行 ESCROW 为代表的托管账户的背景是，“一手交钱，一手交货”在很多场景下并不容易。托管账户是管理交易对手风险的重要措施。支付宝兴起时，采取的就是托管账户模式。

（二）原子交换、DvP 和 PvP

原子交换的含义是：1. 交易双方在没有第三方协助的情况下进行两种资产的交易；2. 交易具有原子性：要么全部成功，要么全部失败；3. 如果有一方作恶，另一方不受遭受损失。券款对付（Delivery vs. Payment, DvP）是证券交易后结算的一个重要原则：证券交割当且仅当资金支付。DvP 目标是防范本金风险——因为资金支付与证券交割不同步，导致卖出方交付证券后无法获得资金，或者买入方支付资金后无法获得证券的风险。外汇同步交收（Payment vs. Payment, PvP）是为外汇交易提供的交收安排，涉及交易的两种货币均于同一时间完成交割。从上面介绍可以看出，尽管原子交换、DvP 和 PvP 来自不同领域，但针对的问题本质上是一样，功能定位与托管账户一样。

八、自动做市商 (Automatic Market Maker) vs. 订单簿撮合交易

(一) 订单撮合交易

这是市场微观结构研究的重要方向，是理解价格形成机制和市场流动性的关键。而市场流动性指在不影响资产价值的情况下，以当前市价买进或卖出的可能性。二级市场竞价交易机制（以上交所情况为例）采取时间优先、价格优先的成交原则。每个交易日 9:15-9:25 和 14:57-15:00 为集合竞价时间，9:30-11:30、13:00-14:57 为连续竞价时间。连续竞价对买卖申报逐笔连续撮合：1. 最高买入申报价格=最低卖出申报价格时，该价格为成交价；2. 买入申报价格>即时揭示的最低卖出申报价格时，成交价=即时揭示的最低卖出申报价格；3. 卖出申报价格<即时揭示的最高买入申报价格时，成交价=即时揭示的最高买入申报价格。集合竞价的核心原则是“可实现最大成交量的价格”。

(二) 自动做市商

自动做市商通过算法来模仿做市商的报价行为。最常见的自动做市商采取恒等乘积算法： $x*y=k$ ，其中 x 和 y 分别表示流动性池中两种资产的数量（图 9）。 x 和 y 反向变化，两种资产变化量之比就是价格（表 4）。套利者会将价格差异“拉平”，但套利者的收益=流动性提供者的损失。自动做市商永远具有流动性，但深度有限，价格在两端接近无穷大。

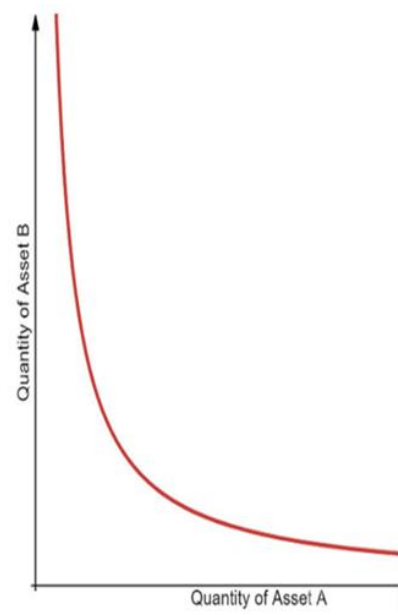


图 9：恒定乘积自动做市商

表 4：恒定乘积自动做市商的数字例子

时间	流动性池中股票数量 (x)	流动性池中资金量 (y)	$k=x*y$	投资者买卖股票数量 (买+卖-)	投资者收付款 (收+付-)	平均成交价格
0	1000	1000	1000000	100	-111	1.11
1	900	1111	1000000	-50	58	1.17
2	950	1053	1000000	-100	100	1.00
3	1050	952	1000000			

（三）两种交易机制的比较

订单簿撮合成交交易核心是拍卖机制。交易价格和数量由市场决定，从事前看是不确定性的。流动性是买方和卖方互动的产物，双方信心越高，流动性越大。流动性在最被需要的时候供给可能最少。在自动做市商中，流动性提供者基于算法承诺，为投资者提供关于交易价格和数量的确定性。这种确定性的代价是流动性提供者锁定流动性，并因为套利者的套利活动而承担损失[6]。流动性基于算法承诺，事前确定但有边界。自动做市商可以作为订单簿撮合成交交易机制的近似，比如研究交易对价格的影响。

九、永续期货（Perpetual Futures） vs. 传统期货

永续期货由 Robert Shiller 于 1993 年提出，初心是建立针对非流动性资产（比如房地产）的衍生品市场，以促进价格发现[7]。永续期货是非选择性地买或卖某一资产的协议，没有到期日，不需要到期续做（Roll over）。多头和空头根据永续期货与底层资产之间的价格差异，定期进行现金结算（可以引入杠杆）。如果永续期货合约的价格高于底层资产（现货）价格，那么资金费率为正，多头需要支付资金给空头，这会使永续期货合约价格下跌；反之，如果永续期货合约的价格低于现货价格，那么资金费率为负，空头支付资金给多头，这会使永续期货合约价格上涨；价格偏离的程度越高，资金费率就会越高。永续期货被提出后并没有被很快应用。直到 2011 年，Alexey Bragin 提出反向的永续期货。2016 年以后，永续期货在加密资产市场得到广泛应用（图 10）。

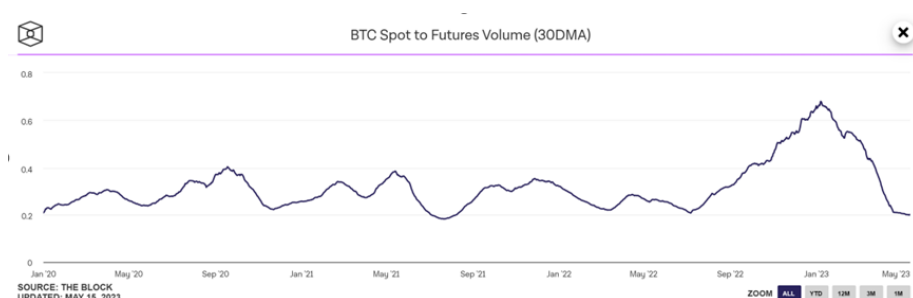


图 10：比特币现货与期货交易量之比

来源：The Block。

十、算法稳定币（Algorithmic Stablecoins） vs. 不可能三角

（一）不可能三角

图 11 是对不可能三角的一个常用表述：

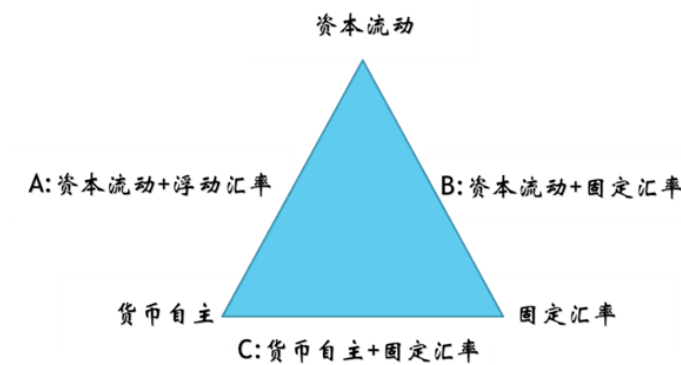


图 11：不可能三角

可以结合港币联系汇率制理解不可能三角。联系汇率制也称为货币局制度。基础货币的流量和存量都有足额的外汇储备作为支撑。货币发行局明确承诺会按照指定的固定汇率将本地货币兑换为储备货币。香港发钞制度有如下要点。第一，目标是将外汇市场港币兑美元的汇率保持在 7.80 港币兑 1 美元左右的水平。第二，香港的纸币大部分由汇丰银行、渣打银行和中银香港等 3 家发钞银行发行。第三，发钞银行在发行纸币时，必须按 7.80 港币兑 1 美元的汇率向香港金管局提交等值美元（这些美元由外汇基金持有），以购买负债证明书，作为发行纸币的支持。第四，回收纸币时，香港金管局会赎回负债证明书，发钞银行则从外汇基金收回等值美元。第五，强方和弱方兑换保证（图 12）。

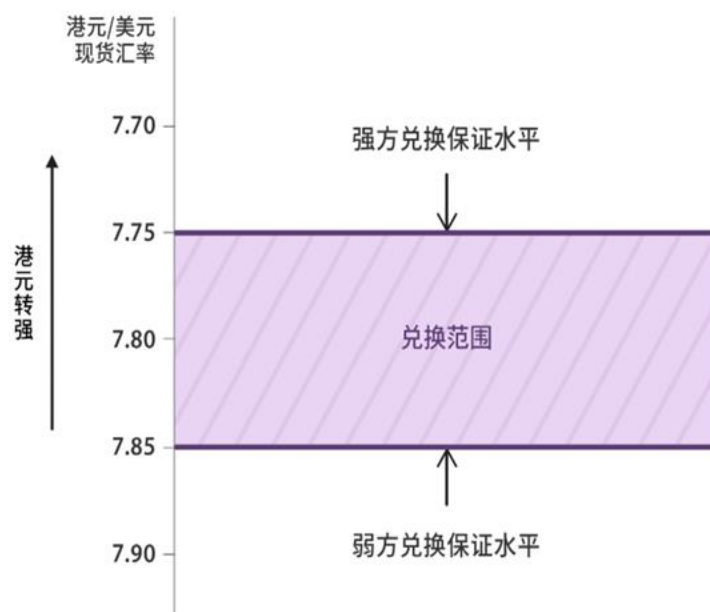


图 12：港币联系汇率制

来源：香港金管局网站。

（二）算法稳定币

算法稳定币的关键是两种情形下的价格稳定机制。情形 1：在稳定币价格 $> \$1$ 时，在市场上投放稳定币（稳定币供给扩张），直到稳定币价格回归 $\$1$ 。情形 2：在稳定币价格 $< \$1$ 时，在市场上回收稳定币（稳定币供给收缩/冲销），直到稳定币价格回归 $\$1$ 。情形 2 的难度大于情形 1，是稳定币可持续的关键。算法稳定币的代表是 2022 年 5 月崩盘的 Luna/UST，其运作机制的要点是：采用铸造和销毁的方式通过 Luna（“伴生资产”）将 UST 稳定在 $\$1$ ；销毁价值 $\$1$ 的 Luna 可以铸造 1 枚 UST，销毁 1 枚 UST 可以铸造价值 $\$1$ 的 Luna。由于 Luna 与 UST 的强绑定关系，套利者通过买卖 Luna 套利，来维持 UST 价值稳定：当 UST 需求量上升时，用户会将 Luna 换成 UST，减少 Luna 的供给量，增加 UST 的供给量；当 UST 需求下降时，用户会将 UST 换成 Luna，减少 UST 的供给量，增加 Luna 的供给量。但如果 UST 价格一直低于 $\$1$ ，可能出现“Luna 增发 $\rightarrow$ 拉低 Luna 价格 $\rightarrow$ 销毁 1 单位 UST 铸造出的 Luna 增多 $\rightarrow$ Luna 增发力度加大”的死亡螺旋。Luna/UST 崩盘证明算法稳定币不能突破“不可能三角”。



图 13: Luna/UST 崩盘事件

来源: Coinmarketcap.com。

十一、从去中心化金融（Decentralized Finance, DeFi）看金融功能 vs. 金融机构

金融稳定理事会（FSB）2023 年总结了 DeFi 的发展情况（图 14）：

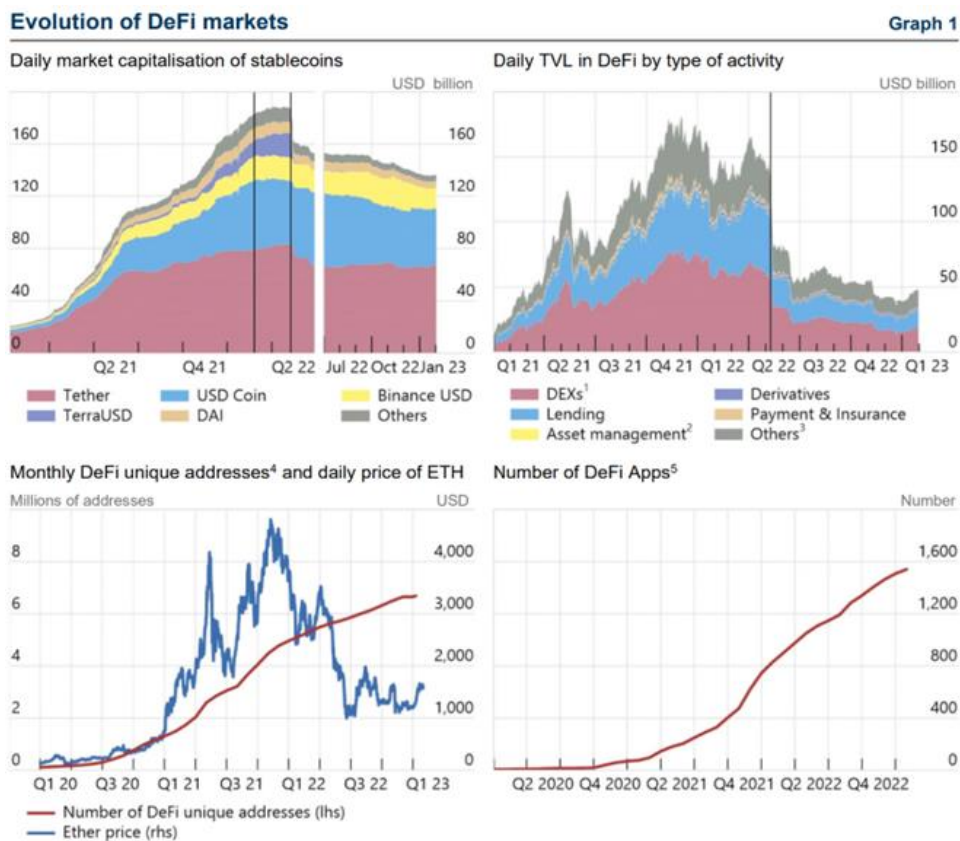


图 14: DeFi 发展情况

来源: FSB, 2023, "The Financial Stability Risks of Decentralised Finance" DeFi

非常好地印证了 Zvi Bodie 和 Robert Merton 关于金融功能的观点（表 5）。Bodie 和 Merton 提出 6 项基本的金融功能，并认为金融功能比金融机构更稳定，金融机构的形式取决于它们执行的金融功能。

表 5：DeFi 与金融功能

金融功能	DeFi领域
支付和清结算	稳定币
聚集资源和股权细分	总锁仓价值（TVL, Total Value Locked）
跨越时空转移资源	去中心化交易所和借贷
管理风险	去中心化衍生品和保险
提供信息	预言机
解决激励问题	去中心化、去信任化环境中的机制设计

国际证监会组织 2022 年给出了 DeFi 的内部结构（图 15）：

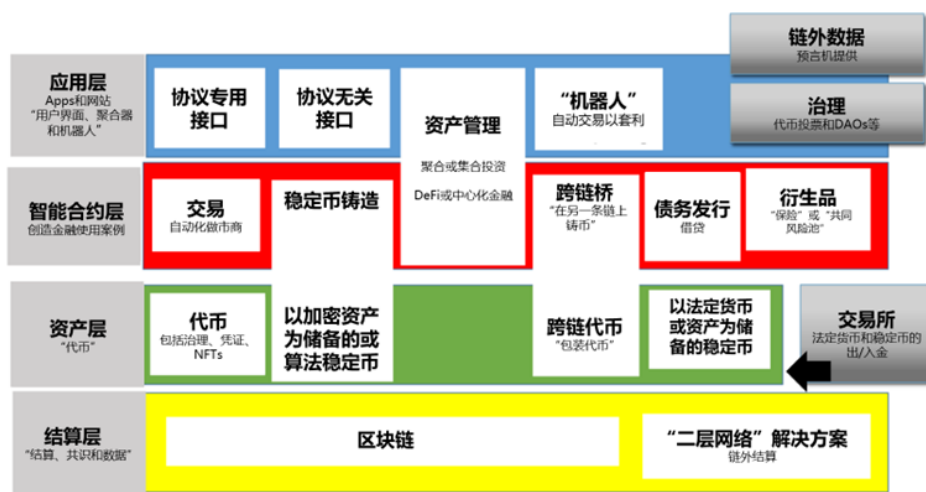


图 15：DeFi 堆栈

来源：IOSCO，2022，“Decentralized Finance Report” \

金融稳定理事会（FSB）2023 年报告揭示了 DeFi 作为平行/影子金融系统的特征（图 16）：

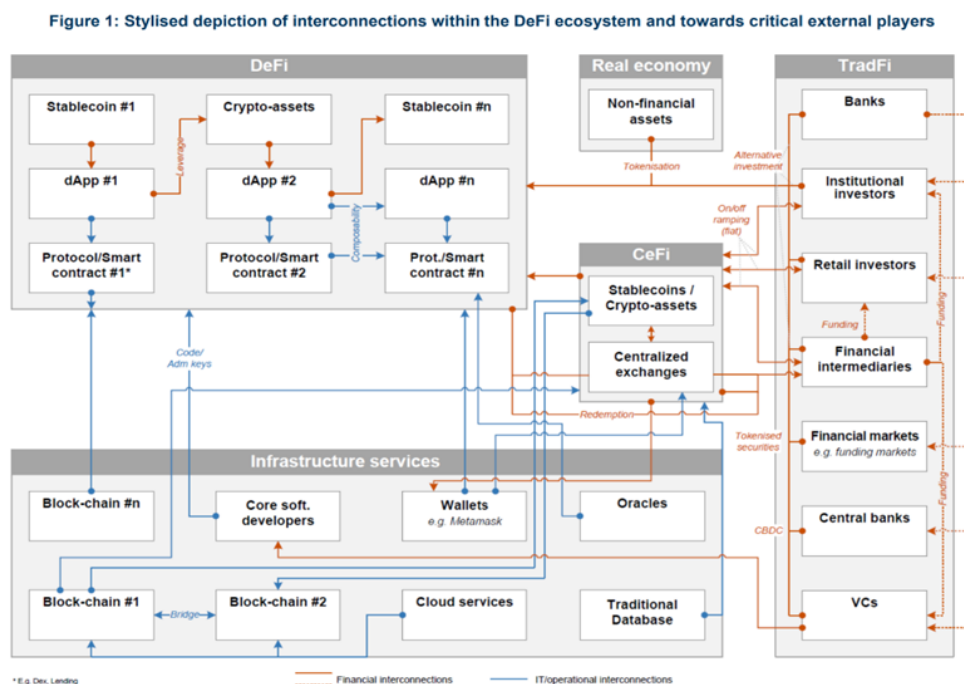


图 16：作为平行/影子金融系统的 DeFi

来源：FSB，2023，“The Financial Stability Risks of Decentralised Finance”

十二、数字资产的风险 vs. 主流金融监管框架和方法论

（一）央行数字货币（CBDC）领域的国际合作和竞争

一方面是多边央行数字货币桥方面的合作，体现为 BIS 在全球范围内支持的如下项目：1. Prosperus：法国央行和突尼斯央行；2. MAS：法国央行和新加坡金管局；3. Aber：沙特央行和阿联酋央行；4. Dunbar：澳大利亚央行、马来西亚央行、新加坡金管局和南非央行；5. mBridge：中国人民银行与阿联酋央行、泰国央行和香港金管局；6. Jura：法国央行和瑞士央行。在这些项目中，BIS 位于欧盟、香港、伦敦、北欧、新加坡、瑞士和多伦多的创新中心发挥了作用。另一方面，7 国中央银行（加拿大银行、英格兰银行、日本银行、欧央行、美联储、瑞典央行和瑞士国家银行）与国际清算银行对零售型 CBDC 的研究，已发布关于系统设计和互操作性、用户需求和采纳以及金融稳定影响等方面的 3 篇报告。

（二）加密资产监管

加密资产监管主要针对 3 个方面。第一，保护国内投资者。美国、新加坡和香港等的思路是将加密资产分为支付型、功能型和证券型 3 类并分类实施监管，证券型受到的监管最严，功能型几乎不受监管。判定是否为证券的 Howey 测试：1. 是金钱（money）的投资；2. 该投资期待利益（profits）的产生；3. 该投资针对共同事业（common enterprise）；4. 利益的产生源自发行人或第三人的努力。美国 SEC 主席 Gary Gensler 说：“除了比特币以外，所有加密货币都属于证券。”但 SEC 没有严格执法。第二，反洗钱，主要体现为金融特别行动工作组（FATF）的系列监管指引。第三，限制主流金融体系对加密资产的风险敞口。2021 年 6 月，巴塞尔委员会（BCBS）发布咨询文件《对加密资产敞口的审慎处理》（2022 年 6 月巴塞尔委员会发布第二次咨询文件）。2023 年 1 月，美联储、联邦存款保险公司（FDIC）与货币监理署（OCC）发布加密资产对银行构成风险的联合声明，强调与加密资产有关的风险不能转移到银行系统。

接下来重点介绍 FATF 监管指引和 BCBS《对加密资产敞口的审慎处理》。

（一）FATF 监管指引

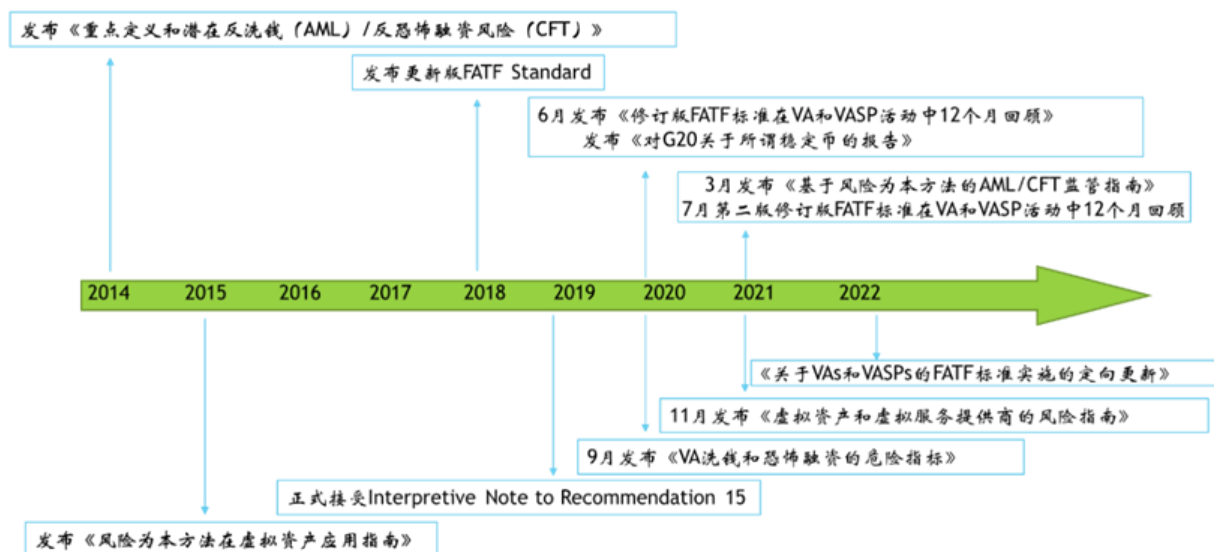


图 17：FATF 监管指引时间轴

截至 2022 年，FATF 监管指引实施进度不理想。FATF 评估了 53 个区域，大多仍需要进行重大或适度改进。FATF 认为，需加快“旅行规则”立法和执行，98 个承诺的区域，仅 29 个通过立法。FATF 监管指

引实施中面临的挑战主要是：1. VASP（虚拟资产服务机构）身份识别技术瓶颈；2. 国际监管协作难度大；3. 以被动监管为主（受刑事案件牵连为主）。预计 FATF 接下来将收紧对匿名增强技术的监管，并推动旅行规则在各成员国的立法及履行。

（二）BCBS《对加密资产敞口的审慎处理》

BCBS《对加密资产敞口的审慎处理》扩大了加密资产定义，建立了加密资产分类标准，并围绕巴塞尔协议的三大支柱——最低资本要求、监管审查和市场纪律，讨论如何处理加密资产敞口，从而将银行类金融机构对加密资产的敞口纳入巴塞尔协议的监管框架。加密资产不局限于通常所说的比特币、以太坊等虚拟资产，更包括代币化证券、稳定币等数字资产，实际上针对的是银行类金融机构在金融科技时代将涉及的新的资产类型（CBDC 除外）。加密资产监管目标是促进金融稳定和金融消费者保护，防止加密资产被用于洗钱、恐怖融资和逃漏税等用途，并符合碳减排方向。

第一，“相同风险，相同活动，相同处理”，技术中性原则。

第二，通过穿透式识别加密资产的风险，并使用主流的风险计量、防范和处置等方法，将加密资产纳入巴塞尔协议的监管框架。

第三，巴塞尔协议作为国际活跃银行的最低监管标准，各国可以根据自身情况实施更严格的监管。

1. 加密资产分类巴塞尔委员会按价值基础将加密资产分为两类——1 类和 2 类，其中 1 类加密资产又分为 1a 和 1b 两个子类。对 1 类加密资产采取非常严格的标准，凡是不符合的就都归于 2 类加密资产。1a 类加密资产包含现金、存款、贷款、债券、股票、大宗商品或其他传统资产的代币化。1a 类加密资产与对应的传统资产除了存在形式不同以外，拥有相同的法律权利，体现在资产所有权、未来现金流和清偿顺序等方面。1b 类加密资产不拥有与对应的传统资产相同的法律能力，但通过稳定机制实现了价值挂钩关系。可以看出，对 1b 类加密资产，是先有传统资产，再通过稳定机制生成传统资产在 Token 系统下的“镜像”，而 1a 类加密资产没有“镜像”属性。其他加密资产均属于 2 类加密资产。

2. 最低资本要求1 类加密资产的信用风险和市场风险资本要求应不低于对应的传统资产，但 1b 类加密资产还需针对稳定机制引入额外资本要求。2 类加密资产以及 2 类加密资产的组合（比如比特币 ETF）、股权投资和衍生品等（后三类不一定属于加密资产）属于高风险资产，应使用 1250% 的风险权重。在 8% 的资本充足率下，这意味着银行类金融机构要有充足资本以吸收 2 类加密资产价格完全“归零”造成的损失。当前无需在杠杆率、大额风险敞口和流动性比率等监管中对加密资产引入新的处理方法，沿用现有处理方法即可。在流动性比率计算中，2 类加密资产应视为完全没有市场流动性或融资流动性。巴塞尔委员会默认大部分加密资产属于 2 类加密资产，银行类金融机构要在加密资产价格完全“归零”和完全没有市场流动性或融资流动性的保守假设下计提资本。

（三）加密资产的监管情况

《晏子春秋》说：“橘生淮南则为橘，生于淮北则为枳。”数字资产究竟是橘还是枳，取决于监管机构和市场参与者如何兴利除弊。一个显而易见的事实是，数字资产在全球范围内给金融监管造成了巨大挑战，主要原因包括：第一，数字资产横跨货币和支付、银行和证券等领域；第二，数字资产创新的

速度快于金融监管；第三，监管机构很难不把“小孩和脏水一起泼出去”；第四，加密资产行业政治游说的影响；第五，跨境的监管套利和监管规避，特别是在岸市场和离岸市场以及大国和小国采取的不同立场。

十三、小结：数字资产对主流金融市场的启示

资金融通是金融的基本功能之一，而资金融通依托支付和市场基础设施进行。支付和市场基础设施的每一次进化，都会从金融系统底层自下而上地驱动金融变革。数字货币和数字资产代表着当前支付和市场基础设施领域最重要的创新趋势，影响将遍及货币、支付、清结算以及资产登记、托管和交易后处理等方面。数字资产让我们重新思考身份管理、账户体系、货币和支付、市场竞争、数据要素、隐私保护以及风险与监管等金融基础概念。数字资产揭示了可编程性和可组合性的创新意义，这是经济金融学中的新问题。最后需要讨论的是：当同样金融功能通过新技术来执行，会揭示哪些金融底层逻辑？是否一定有正面创新意义？会产生哪些新风险？监管应该如何应对？

[1]根据作者 2023 年 6 月 10 日在上海金融与发展实验室的讲座 ppt 整理。作者感谢万向区块链胡之颖和傅炫杰在本文相关研究工作上给予的帮助。

[2] CPMI, 2017, "Distributed Ledger Technology in Payment, Clearing and Settlement".

[3] Benos, Evangelos, Rodney Garratt, and Pedro Gurrola-Perez, 2017, "The Economics of Distributed Ledger Technology for Securities Settlement", *Bank of England Staff Working Paper* No. 670.

[4] DTCC, 2019, "Guiding Principles for the Post-Trade Processing of Tokenized Securities".

[5] Bech, Morten, Jenny Hancock, Tara Rice, and Amber Wadsworth, 2020, "On the Future of Securities Settlement".

[6] Milionis, Janson, Ciamac Moallemi, Tim Roughgarden, and Anthony Zhang, 2022, "Automated Market Making and Loss-versus-Rebalancing".

[7] Shiller, Robert J, 1993. "Measuring Asset Values for Cash Settlement in Derivative Markets: Hedonic Repeated Measures Indices and Perpetual Futures," *Journal of Finance*, vol. 48(3), pages 911-931, July.

日本病

殷剑峰 上海金融与发展实验室 理事长

1、“好的”与“坏的”通货紧缩

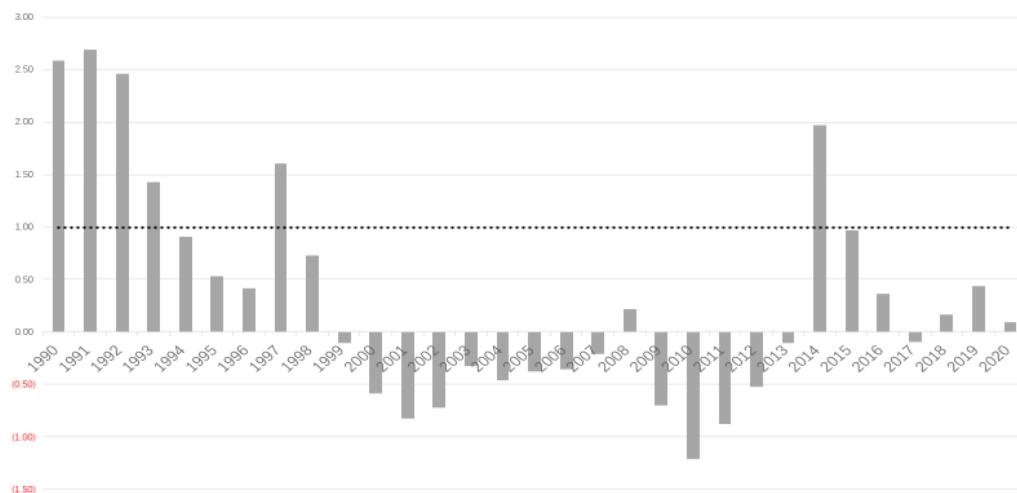
与一般物价水平持续上涨的通货膨胀相对应，通货紧缩就是一般物价水平的持续下跌。造成通货膨胀的原因有供给侧因素（成本推动型通货膨胀）和需求侧因素（需求拉动型通货膨胀），造成通货紧缩的原因也有供给侧和需求侧之分。供给侧导致的通货紧缩主要源自技术革命、经济全球化等供给侧因素带来的生产成本下降，这被看作是“好的”通货紧缩；而需求侧的通货紧缩则是由总需求的持续萎缩所致，这被看作是“坏的”通货紧缩——通常情况下，我们讨论的都是这种“坏的”通货紧缩，而日本正是这方面的典型案例。

宏观层面度量一般物价水平的指标有三个，即：CPI、PPI 和 GDP 平减指数。判断经济是否发生通货紧缩通常采用的是扣除食品和能源的核心 CPI，核心 CPI 负增长肯定就是通缩，但核心 CPI 正增长也未必不是。各国编撰 CPI 的方法都滞后于经济环境的变化，甚至是常年不变（例如中国）。由于滞后的 CPI 不能反映消费偏好的变化、技术进步以及新产品的出现，因此，许多研究都发现，CPI 高估了实际的物价上涨幅度。例如，早在 1996 年，Boskin 等人就向美国参议院提交了一份影响很大的报告^[1]，指出美国的 CPI 将每年的物价上涨幅度高估了 1 到 2 个百分点。基于这种原因，一般认为，核心 CPI 的涨幅低于 1% 就可以认定经济发生了通货紧缩。目前国内有些券商的报告以为，通货紧缩除了物价水平下跌之外，还应该伴随着货币供应量的减少。这种观点是完全错误的。

这种观点之所以产生，一个主要原因就是从中文字面上去理解：在英文中，inflation（通货膨胀）和 deflation（通货紧缩）都没有“通货”二字，翻译成中文后似乎 inflation 就一定同货币供应量的增加牵扯到一起（记住：在货币供应量不变的情况下，还会发生成本推动型通货膨胀），而 deflation 就自然对应着货币供应量下降。在下面的日本案例中，我们将看到，与几十年 deflation 相伴的是几十年的货币扩张。

2、日本病^[2]

日本经历了几十年的通货紧缩，但通货紧缩只是长期停滞（secular stagnation）的症状之一。1990 年泡沫经济危机破灭后，日本即陷入到长达几十年的经济停滞中，实际 GDP 几乎零增长，名义 GDP 负增长。日本学者将这种停滞称作“日本化”（Japanization），并给出了日本化的三个主要特征^[3]：总需求不足使得产出低于潜在产出水平，自然利率持续下降并变成负值，通货紧缩。

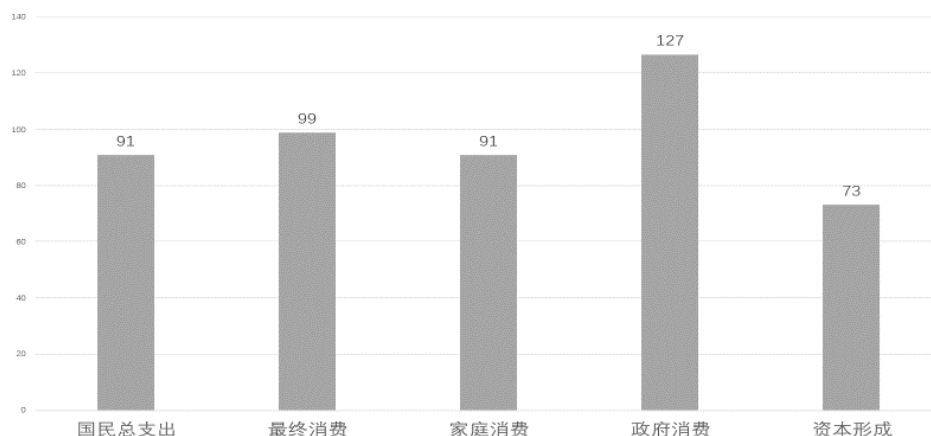


数据来源：根据CEIC数据计算。

图1 泡沫经济危机后日本的核心CPI (%)

剑峰聊宏观

对于长期停滞的日本案例，笔者更喜欢将之称为“日本病”——这就是持久的、“坏的”通货紧缩。以核心CPI来度量（图1），日本正式进入通货紧缩状态始于1998年亚洲金融危机。此后，除了2014年由于“安倍经济学”的刺激短暂地超过了1%以外，其余年份日本的核心CPI都在1%以下，甚至是负增长。与通货紧缩相伴的是三个值得注意的现象。



数据来源：根据CEIC数据计算。

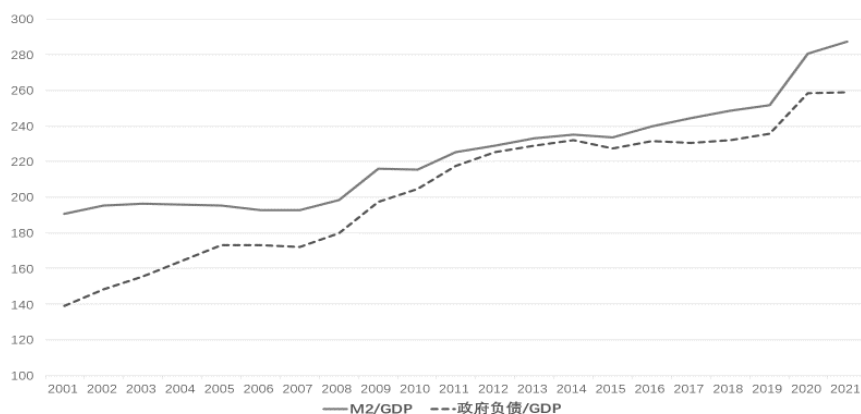
图2 2021年日本名义支出 (1995=100)

剑峰聊宏观

第一，总需求萎缩，特别是投资需求的萎缩程度最大（图2）。在长期停滞的过程中，日本的通货紧缩是总需求萎缩所致，即“坏的”通货紧缩。观察日本的名义支出，直到2021年国民总支出尚未恢复到1995年的水平，更不用说跟泡沫经济破裂前的1989年相比。在各项支出中，26年间家庭消费支出萎缩了9%，资本形成（即投资）更是萎缩了27%。在私人部门消费、尤其是投资不振的情况下，唯有政府消费在勉强支撑着总需求。那么，需求不足是因为财政政策和货币政策的扩张力度不够吗？

第二，供求两侧的政策都失灵，供给侧政策解决不了需求不足的问题，而在需求侧，扩张的财政政策带不动总需求，扩张的货币政策制造不了通货膨胀。日本泡沫经济危机正值美国里根总统、英国首相撒切尔夫人发起供应学派改革之际，因此，危机后的日本政府曾经尝试从供给侧来解决日本经济的问题，如企业的年功序列制、政府干预经济、主银行体制等。系统性的供给侧结构性改革始自1996年日本首相桥本龙太郎的日本版“金融大爆炸”改革，2001年上台的小泉纯一郎首相更是以“没有结构改革就没有复

苏”作为口号，但是，在小泉执政的 2001 至 2006 年也正是日本私人部门需求萎缩最大的五年。2012 年上台的安倍晋三推出了包含“三支箭”的“安倍经济学”：超宽松货币政策、扩大财政支出、实施结构性改革。可见，供给侧的改革已经被放在了最后一位。



数据来源：根据CEIC数据计算。

图3 日本的货币供应量与政府杠杆率

剑峰聊宏观

在尝试供给侧结构性改革的同时，日本也没有放弃总需求政策，特别是在供给侧改革失灵之后，需求政策更是成为重中之重（图 3）。泡沫经济危机后，随着财政政策的扩张，政府杠杆率持续上升。2001 年，日本政府杠杆率已经高达 140%，到疫情前的 2019 年接近 240%，为发达国家平均水平的两倍多。扩张的货币政策在小泉上台之初一度停顿，但旋即恢复。2001 年日本的 M2/GDP 为 190%，2019 年超过了 250%，现在已经接近 300%，同样是发达国家平均水平的两倍多。所以，日本财政和货币政策扩张的力度、持续的时间都远远超过其他国家。2022 年俄乌冲突之后，为应对通货膨胀压力，美国大幅加息，欧央行也跟进加息，但日本央行迄今还维持着基准利率的负利率政策。即使如此，日本病也没有好转的迹象。

第三，相对价格效应，即资本品价格相对于消费品价格的快速下滑。无论是通货膨胀，还是通货紧缩，都属于绝对价格效应，即物价的绝对上涨或绝对下跌。但是，在绝对价格效应背后，还存在着相对价格效应。不分析相对价格效应，就无法理解绝对价格效应的形成机制。

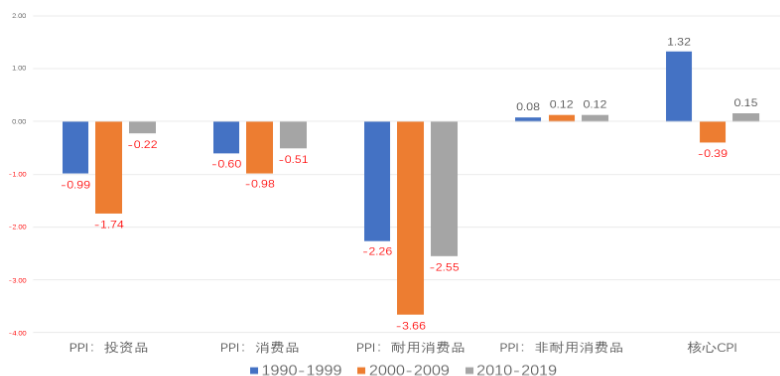


图4 日本的PPI和CPI
数据来源：CEIC。注：各项指标为十年内的平均增长率

剑峰聊宏观

观察 1990 年至 2019 年这三十年日本的物价指标（图 4），早在 2000 年之前，日本的 PPI 就已经负增长。比较 PPI 和 CPI，一个直观的认识就是反映生产资料价格的 PPI 相对于 CPI 发生了更快的下滑。再比较 PPI 中的分项指标，投资品价格较消费品价格发生了更快的下滑，依赖资本密集型生产方式的耐

用消费品价格较非耐用消费品价格发生了更快的下滑。三种相对价格效应在本质上都说明，资本品的相对价格在快速下滑。资本品相对价格的下跌是造成投资需求萎缩的直接因素，因为在这种情况下，无论是企业还是居民，投资就意味着亏损。对于这种相对价格效应，货币政策无能为力。因为在一个发达经济体中，相对于每年生产的消费品，历年积存的资本存量规模巨大，只要资本品相对价格不断下滑，就将带动一般物价水平不断下跌。

3、人口负增长与资本过剩

在资本品相对价格下跌的背后，就是人口负增长及其导致的资本过剩。1991 年日本劳动年龄人口占比达峰，此后进入老年人口占比快速上升的老龄化过程；1995 年日本劳动年龄人口总数达峰，此后劳动年龄人口负增长；2009 年总人口达峰，此后人口负增长。2015 年安倍晋三启动了《日本“一亿总活跃”计划》，目标是在未来 50 年保持日本总人口不低于 1 亿。但是，根据联合国人口中位数预测，到本世纪中叶，日本总人口将跌破 1 亿，世纪末将跌到 7 千万，同时，老年抚养比在世纪中叶就将达到并长期维持在近 80% 的高水平。

随着人口/劳动力进入负增长阶段，资本开始过剩。在人口负增长时代，住房是最先过剩的资本品。根据日本统计局调查，泡沫经济危机后日本的住房空置率显著上升，到 2018 年住房空置率达到 13.6%。需要注意的是，这是整个日本的住房空置率。由于人口向东京、大阪等少数大城市集聚，中小城市和乡村的住房空置率甚至高达 20% 以上。

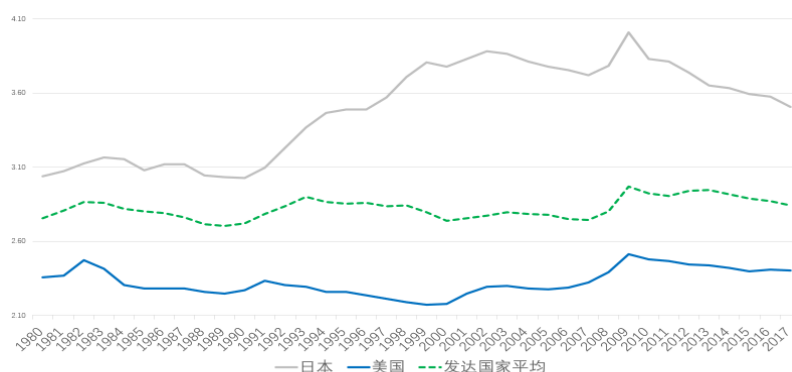


图5 资本产出比
数据来源：IMF, CEIC。注：根据IMF统计的各国资本存量和实际GDP计算。

剑峰聊宏观

在宏观上，反映资本过剩的指标是资本产出比。比较日本、美国和发达国家平均的资本产出比（图5），1991 年后，日本资本产出比显著上升，并长期维持在一个远高于发达国家的水平上。我们知道，资本边际报酬（marginal product of capital, MPK）取决于两个参数：

$$MPK = \alpha / \beta$$

其中， α 为资本对产出的贡献份额， β 是资本产出比。因此，资本产出比越高，则 MPK 越低，即投资回报越低，而决定资本产出比 β 的两个关键参数是劳动力增长率和投资率。劳动力增长率越低，投资率越高，则 β 越高，MPK 越低。对全球 91 个国家的实证研究验证了人口与 β 、MPK 的关系，尤其是当经济中的投资率很高的时候，人口/劳动力增长率的快速下滑会对 MPK 造成更加巨大的负向冲击。^[4]

从宏观上看，资本品的相对价格、即托宾 q 取决于 MPK：

$$\text{托宾 } q = \text{MPK} / r$$

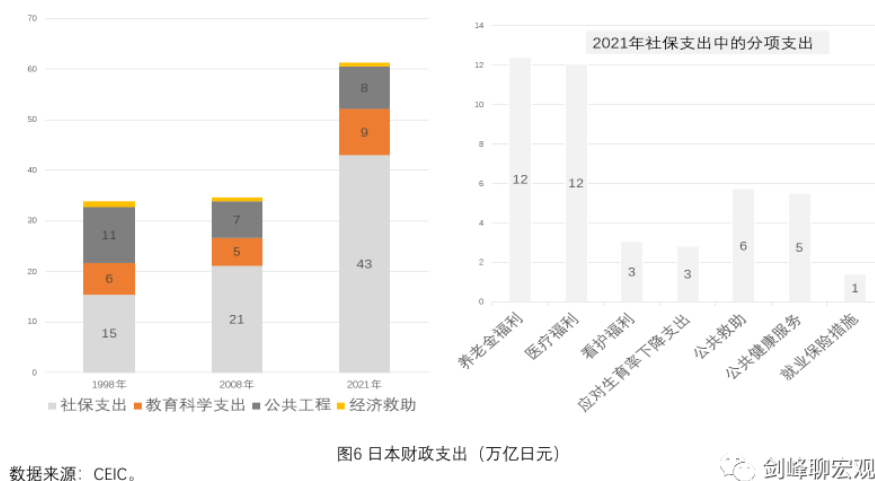
在实际利率 r 一定的情况下，MPK 下跌的结果就是资本品相对价格不断下滑，投资需求萎缩。由于庞大的资本存量，在消费品价格一定的情况下，资本品相对价格的下跌很容易就转变成一般物价指数下降的绝对价格效应、即通货紧缩。通货紧缩又会抬高实际利率，从而进一步压低了企业的投资需求，形成恶性循环。

企业投资需求的萎缩会很快传导到工资和就业，从而使得居民消费萎缩。根据日本统计局数据，以 1995 年的数据为 100，到 2020 年日本的名义工资仅为 79——只相当于 1985 年的水平；2020 年实际工资为 76——只相当于 1972 年的水平。在工资长期、大幅下滑的同时，失业率高企，尤其是 15-24 岁、25-34 岁青年的失业率一直显著高于平均失业率。而且，即使是就业人员，根据日本学者描述，也多为非正式员工——这些非正式就业不能享受社保养老金待遇，因而被称作“养老金难民”^[5]。

4、为什么供求两侧的政策失灵

供给侧政策失灵非常自然。因为在总需求萎缩的情况下，如果供给侧政策真的推动了供给增加，那么，萎缩的需求配上更多的供给将导致更加严重的供过于求和通货紧缩。而且，在局外人看来，日本的供给侧政策似乎也没有那么有效。例如，美国学者评论道^[6]，日本政府所宣称的结构改革打碎了已有的体制结构，但却没有建立可以有效运转的新体制。因此，日本的问题不在于它不愿意放弃老的体制，而在于它消灭了似乎还起作用的老体制，却没有建立一个新体制。

那么，为什么支撑总需求的扩张财政政策会失灵呢？按照凯恩斯主义经济学，在私人部门需求不足时，政府的投资和消费需求按理说是治愈萧条的最好药方。但是，财政政策有效与否取决于财政支出的方向和结构。



观察日本财政支出（图6），社保支出一直是占比最高的科目。2021年社保支出高达43万亿日元，其中用于老年人的养老金福利、医疗福利高达24万亿日元，而用于应对生育率下降的支出只有区区的3万亿日元。在一个人口负增长如此严重的国家，对生育养育的支出如此之抠门，令人惊讶无比。与日本相对比，瑞典、瑞士这些北欧福利主义国家在上世纪80年代就将鼓励生育养育纳入宪法，并对生育养育提供了慷慨的财政补助。所以，安倍晋三的《日本“一亿总活跃”计划》之所以失败，就很好理解了。

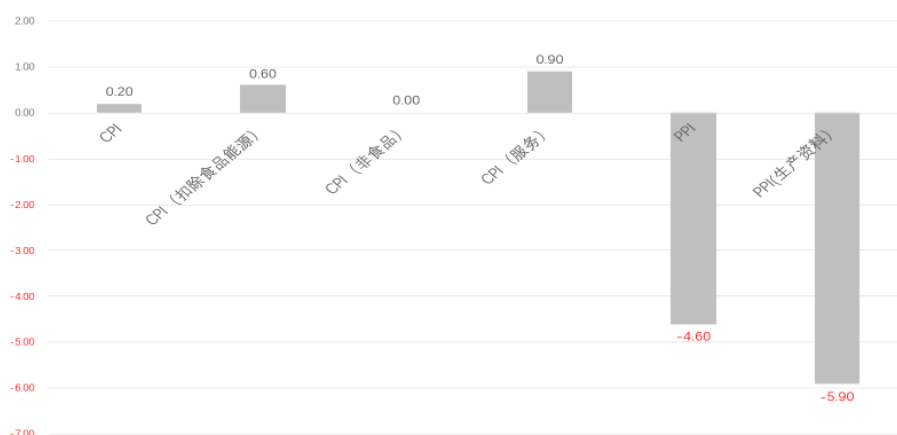
在日本财政支出中，公共工程长期居于第二位（图 6），公共工程支出几乎全部是投向了被称作“社会资本”的领域，即公路、铁路、桥梁等基建项目。在资本已经过剩的情况下，大量财政经费还用于基建，其效率自然十分低下。对于这种试图用基建投资来振兴经济的做法，日本老百姓将之形容为“烧钱取暖”和“挖坑、填坑”。北海道知事曾说：“北海道已经不再需要修建道路，在建的道路大多是‘歪门邪道’。”^[7]

最后，在一个经济全球化的时代，国家间的竞争归根到底靠的是人才和科技进步。但是，日本财政支出中用于教育科学的支出长期低迷（图 6）。1998 年，教育科研支出为 6 万亿日元，占财政支出的比重仅为 13%；2008 年下降到 5 万亿日元，占比下降到 11%；2021 年，教育科研支出轻微上升到 9 万亿日元，但占比进一步下降到 8%。横向比较看（见图 10），日本政府的教育支出水平甚至比许多发展中国家还低。

在财政政策失灵的时候，为什么货币政策不能制造通货膨胀、从而降低实际利率水平呢？可以看到，日本央行已经购买了一半以上的日本国债，从 2016 年 2 月直到现在，日本银行无抵押隔夜拆借利率一直是负利率。货币政策失灵一方面在于扩张的货币政策无法阻止资本品相对价格的下跌，另一方面，理解日本为何没有通货膨胀，还需要将日本货币政策和财政政策合并起来：日本央行购买国债“印钞票”，财政拿到“钞票”后要么补贴给消费倾向很低的老年人，要么用于已经过剩的基建投资。可以想象一下，如果财政补贴的是消费倾向高的年轻人，怎么可能没有通货膨胀？

5、中国的日本病迹象

同日本一样，中国人口也已经陆续达峰：2010 年劳动年龄人口占比达峰，2015 年劳动年龄人口达峰，2021 年总人口达峰。即使根据联合国中位数预测（通常认为这种预测严重低估了人口下滑的速度），中国的人口问题也至少与日本一样严峻。到本世纪中叶，中国的人口规模将从现在的 14 亿减少到 13 亿，老年抚养比则飙升到 60%；到本世纪末，人口进一步下滑到不足 8 亿，而老年抚养比将超过 80%，与日本水平相近。



数据来源：CEIC，国家统计局。

图7 中国的PPI和CPI（2023年5月）

剑峰聊宏观

随着人口陆续达峰，中国也呈现出日本病的迹象。从物价水平看（图 7），核心 CPI 自 2022 年 4 月份以来就低于 1%。按照标准的定义，这就是通货紧缩。与此同时，相对价格效应也开始呈现。PPI 自去

年 10 月就陷入负增长，尤其是 PPI 中的生产资料价格下滑程度最大。除了物价水平，在资本积累方面，中国似乎也出现了资本过剩的现象。但是，这种资本过剩又与日本有所不同，因为中国的人均资本存量依然很低。在人均资本存量低得多的情况下，似乎就已经出现了资本过剩的迹象，这就是资本积累的悖论。

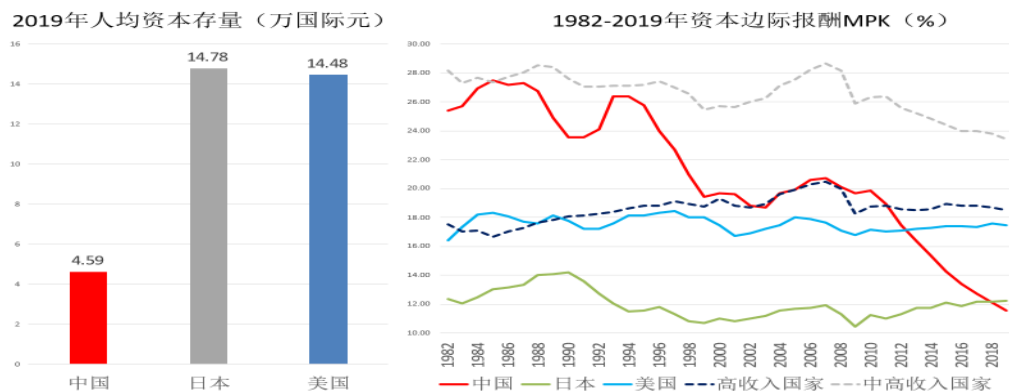
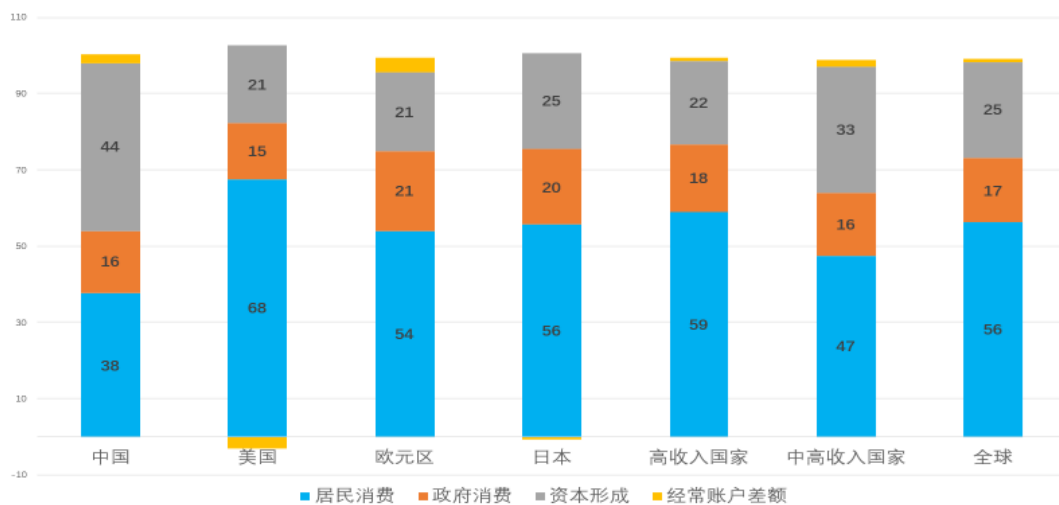


图8 中国的资本积累悖论
数据来源：殷剑峰，于志扬，2023：“中国的低人均资本存量与低资本边际产出之谜”，《金融评论》2023年第1期。

剑峰聊宏观

资本积累的规律就是资本边际报酬递减：人均资本存量越高，则资本边际报酬 MPK 越低；反之亦然。然而，最近我们对 91 个国家的研究发现（图 8），在人均资本存量依然只有日本 1/3 的情况下，2010 年第一个达峰后，中国的 MPK 快速下滑到甚至低于日本的水平。低人均资本存量意味着中国经济发展还需要通过投资来积累资本，但低 MPK 意味着继续投资在微观上没有投资回报，在宏观上带不动 GDP。



数据来源：CEIC。

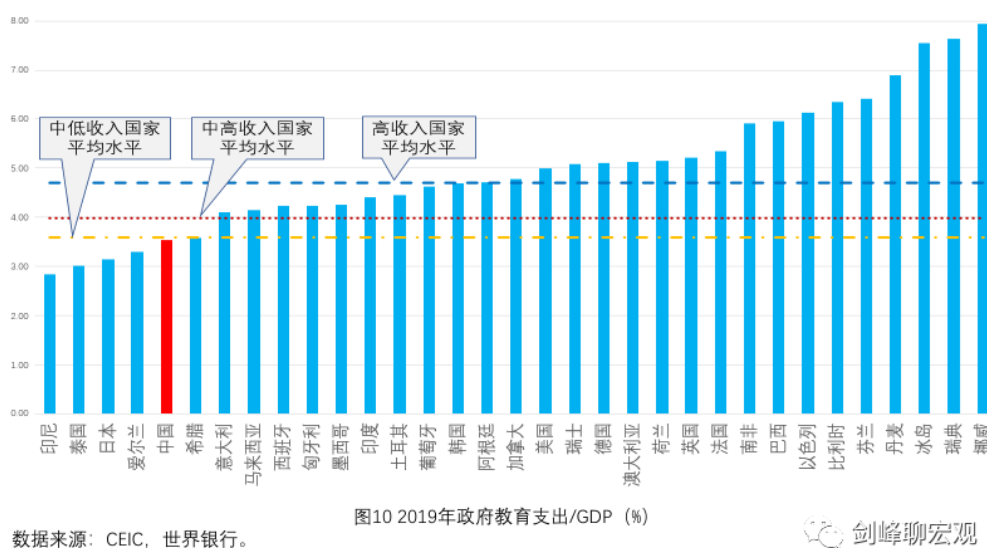
图9 2012-2020年GDP的平均需求结构（%）

剑峰聊宏观

从供给侧生产函数的角度看，造成资本积累悖论的主要原因在于人口/劳动力增长率下滑、乃至负增长。从需求侧的角度看（图 9），造成资本积累悖论的主要原因在于中国居民的消费率（居民消费/GDP）太低，从而人为抬高了投资率（投资/GDP），而投资率高本身就是投资效率和 MPK 低的直接反映。以 2012 至 2021 年的平均数据看，中国的投资率比全球平均水平高出了 19 个百分点，居民消费率则低了 18 个百分点。与发达国家相比，这种投资率高、消费率低的特征更加明显。所以，中国的资本积累悖论既源于人口的过快下滑，也源于长期存在的消费过少、投资过多的经济结构问题。

6、防止日本病的药方

日本案例的教训就是，无论供给侧政策，还是需求侧政策，都需要对症下药。对于中国当前呈现的日本病迹象，既需要抑制人口的过快下滑，又需要直面经济的结构问题，能够同时解决这两个问题的药方是财政：财政补贴生育养育和教育。在正常的经济内循环中，企业是投资的主体，居民是消费的主体，经济的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创造要素收入，居民的消费支出为企业带来投资回报。在投资既定的情况下，GDP 取决于由居民消费倾向（消费/居民可支配收入）决定的乘数效应：在人口负增长的背景下，唤醒乘数效应的关键就是财政补贴生育养育和教育。这种补贴在供给侧可以稳定总人口，提升人力资本，在需求侧可以解决居民收入占比过低的国民收入分配问题，进而有助于提升居民的消费意愿。



以政府的教育支出为例（图 10），中国政府教育支出/GDP 不仅低于中高收入国家平均水平，甚至还低于中低收入国家平均水平。与中国相比，印度政府教育支出/GDP 超过了中高收入国家平均水平。所以，就政府教育支出而言，中国表现得像一个依然潦倒的中低收入国家，而印度看起来似乎是一个已经富起来的中高收入国家。

从发达国家的情况看，北欧的福利主义国家，如挪威、瑞典、丹麦等，政府教育支出/GDP 远远超过了高收入国家平均水平（这些国家用于生育养育的财政支出也远高于其他发达国家）；而政府教育支出/GDP 低于高收入国家平均水平的发达国家，如葡萄牙、西班牙、意大利、希腊等，都是欧元区中经济困难、政府债务压力巨大的失败国家；至于早已经陷入长期停滞的日本，政府教育支出/GDP 奇低——在前面的讨论中，我们已经指出了日本财政支出存在的问题。

有人担心，财政有钱吗？对此，一个直接的回答是：有钱。例如，中央财政常年在央行账户上趴着一笔闲置的巨款，目前，这笔巨款已经超过了 4 万亿。想象一下，如果财政补贴生育，生一个孩子补贴 50 万，4 万亿财政存款可以补贴 800 万个孩子。实际上，财政补贴生育养育和教育只需要调整一下财政的支出结构。在中国的财政支出结构中[8]，投资占比和雇员报酬占比都远高于其他国家。只要这两项财

政支出分别下降 10 个百分点，就可以将财政用于生育养育和教育的支出提升到接近发达国家的水平。还有人担心，效仿北欧福利主义国家补贴生育养育和教育会不会造成过高的政府债务负担？瑞典、瑞士等北欧国家的实践表明，不会。道理很简单，劳动力多了，人力资本提高了，就有了 GDP，有了 GDP 就有了财政收入，有了财政收入老年人也就有了退休金。所以，在少子化和老龄化这两个人口问题上，重视少子化的北欧福利主义国家具有低得多的政府杠杆率。相反，在人口问题和财政问题上都失败的国家，如日本、意大利等，都是过度重视老龄化，而忽视了少子化问题。

最后，需要重申的一点是，财政补贴生育养育和教育不是浪费性的政府消费，这是对人力资本的投资，是对国家未来的投资。

[1] Boskin, Michael J., E. Dulberger, R. Gordon, Z. Griliches and D. Jorgenson, 1996. "Toward a more accurate measure of the cost of living: final report to the senate finance committee", Washington, DC, U.S. Government Printing Office, for the U.S. Senate Committee on Finance, December.

[2] 关于日本病的经济机理，参见：殷剑峰，2022：“人口负增长与长期停滞——基于日本的理论探讨及对中国的启示”，《中国社会科学》2022 年第 1 期。

[3] Ito, "Japanization: Is It Endemic or Epidemic?", NBER working paper No. 21954, 2016.

[4] 殷剑峰，于志扬，2023：“中国的低人均资本存量与低资本边际产出之谜”，《金融评论》2023 年第 1 期。

[5] 野口悠纪雄，2012：《日本的反省：悬崖边上的经济》，人民东方出版社，2012 年第一版

[6] Vogel, Steven K., 2006, *Japan Remodeled: How Government and Industry Are Reforming*, Cornell University Press

[7] 参见冯昭奎：《日本经济》，2015 年第一版，第 158 页。

[8] 参见笔者在今日头条中的文章：“财政的‘钱’去哪了”。

（内容来源：剑峰聊宏观）

财政空间收窄，地方偿债压力加重——2023Q1 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

2023 年第一季度财政特征主要表现为一般公共预算收支同增，政府性基金预算收支同降。其中一般公共预算中收入增速缓慢，支出增速较快，一般公共预算收入增速主要以非税收入为支撑。第一季度财政支出主要集中在医疗卫生和社保就业民生支出、科技创新和乡村振兴以及债务付息支出三个方面，在促进经济发展的同时化解债务压力。政府性基金收支增速同降，反映土地和房地产市场持续冷却。政府债务整体发行较快，发行增速和债务存量增速居高，但净融资能力较低，偿债压力较大。

第一季度央地财政空间同步收窄，中央财政表现为一般公共预算减收增支，政府性基金增收减支，地方财政表现为一般公共预算增收增支，政府性基金减收减支。综合来看，第一季度地方一般公共预算收支增速均高于中央，中央政府性基金收支增速均高于地方。反映在赤字上为中央顺差收窄，地方赤字扩张。中央财政收支顺差缩小，主要表现为一般公共预算收支顺差的缩小和政府性基金收支顺差的扩大；地方财政收支逆差扩大，主要表现为一般公共预算赤字的扩张和政府性基金赤字的缩小。从债务上来看，中央政府债务水平稳定，但地方政府债务压力持续加重。

第一季度多地财政增收增支，地方政府一般公共预算收支均保持正增长，但地方财政收入回升并没有改善地方财政压力。多地土地财政持续低迷，土地出让金大幅下滑，进一步缩减地方可用财政空间。地方债务发行加速，债务存量增速持续上升，债务空间收窄，同时隐性债务管控更加严格，多地进入偿债高峰，债务还本付息压力较大。

2023 年积极财政政策要加力提效，“加力”重在对于财政资金的统筹，“提效”主要是提高财政资金使用效率，最大化发挥财政支出和引导作用。第二季度财政收支趋势延续，地方财政压力会持续加重。一般公共预算收支增速预计同增，但政府性基金收支增速持续负增长，不过降幅可能会收窄。2023 年债务进入集中偿付高峰期，债务压力集中于地方政府，还本付息压力会进一步加重。

一、第一季度财政持续前置发力

□ 全国一般公共预算收支同增，政府性基金收支同降

2023 年财政政策重在加力提效，财政支出方向更加精准，助力疫后经济稳定复苏。第一季度财政持续前置发力，以一般公共预算为主要发力点。第一季度财政特征主要表现为一般公共预算收支同增，政府性基金预算收支同降。

一般公共预算中收入增速缓慢，支出增速较快。2023 年第一季度一般公共预算收入累计 6.2 万亿元，同比增速仅 0.5%；一般公共预算支出累计 6.8 万亿元，同比增速 6.8%。**第一季度一般公共预算收入增速主要以非税收入为支撑**，第一季度税收收入累计同比增速-1.4%，非税收入增速 10.9%（图 1）。自 2022 年至今非税收入增速持续高于税收收入增速，即使剔除减税降费影响，非税收入增速依旧高于税收增速。一方面减税降费政策延续影响税收收入增速，另一方面，矿产资源价格持续高位带动资源收益大幅上涨，同时各地均在通过盘活国有资产等措施补充政府财力。**从趋势变动上来看，税收收入增速不断上升，而非税收入增速出现回落趋势。随着经济复苏进程加快，税收增速回升较快带动财政收入增速快速上升。**1-2 月财政收入累计增速-1.2%，3 月当月增速 5.6%，可以看出财政收入增速在不断回升。

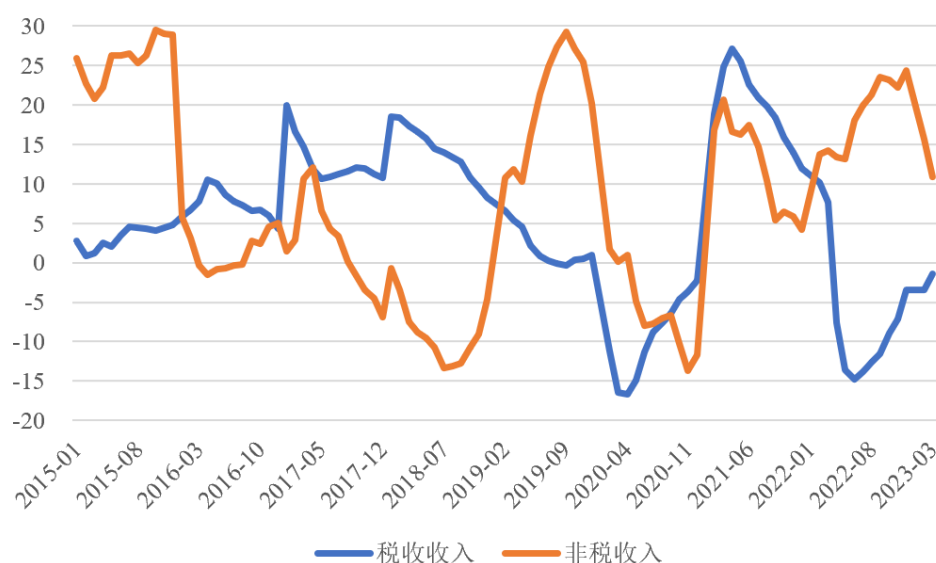


图 1 2023 年第一季度全国税收收入和非税收入累计增速对比 (%)

数据来源：WIND，国家金融与发展实验室。

第一季度税收收入累计同比-1.4%，各个行业经济复苏进程不一，影响税收收入增速的回暖。具体来看（图 2），第一，1-2 月仅增值税、企业所得税和出口退税实现正增长，第一季度增值税增速扩大，而消费税增速进一步下滑，3 月增值税当月增速 32.1%，消费税当月增速-32.5%，可以看出经济复苏主要表现在工业、制造业为主的第二产业，消费复苏相对缓慢。第二，3 月与房地产相关的房产税、契税、城镇土地使用税均大幅增长，尤其房产税当月同比飙升至 135.6%，但 1-3 月土地增值税、耕地占用税累计增速依旧负增长，可以看出 3 月份房地产行业开始回暖，但土地市场持续低迷。第三，个人所得税、车辆购置税、印花税 1-3 月累计增速均为负增长，尤其 3 月个人所得税、印花税持续下滑，可以看出疫情对于居民收入的影响难以短时间内修复。第四，第一季度资源税 and 环境保护税累计同比均负增长，但不同的是，3 月资源税当月同比持续下滑，而环境保护税 3 月当月同比增速达 33.3%，一方面受去年资源价格高企带来的资源税高税收基数的影响，另一方面可以看出能源逐渐向低碳环保方向转型。

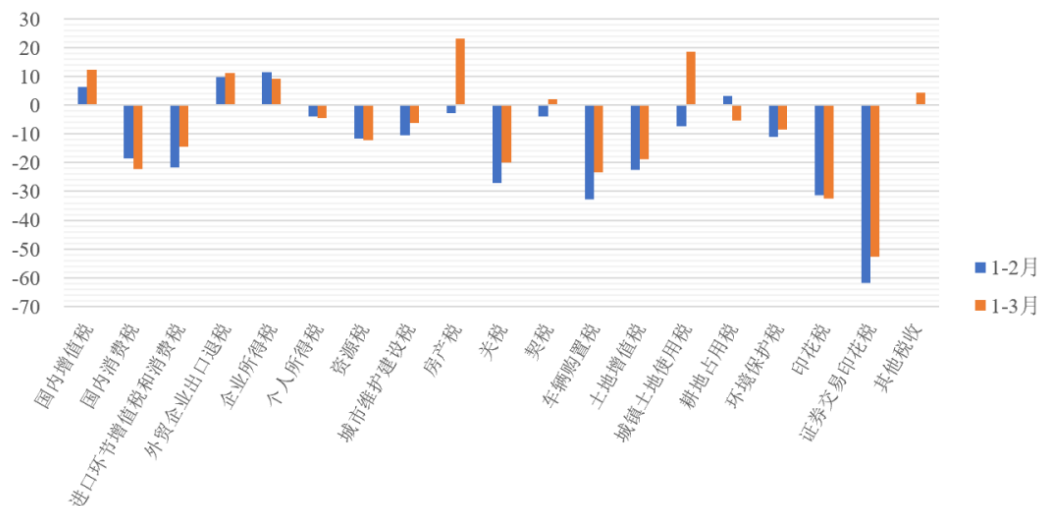


图 2 2023 年第一季度全国税收收入累计增速对比 (%)

数据来源：WIND，国家金融与发展实验室。

第一季度财政支出持续前置发力促进经济回暖，第一季度财政支出 6.8 万亿元，完成预算安排的 24.7%，较去年第一季度预算进度提升 0.9 个百分点。**第一季度财政支出主要集中在三个方面，在促进经济发展的同时化解债务压力。**一是稳就业保民生。第一季度社保就业和医疗支出增速较高，1-2 月社保就业支出增速 9.8%，卫生健康支出同比增速 23.2%（图 3），但 3 月卫生健康支出当月同比负增长，社保卫生支出 1-3 月累计同比增速开始回落。二是着力培育新的经济增长动力，重在科技产业创新发展和乡村振兴。第一季度科技支出累计增速 9.4%，尤其 3 月当月同比增长 14.5%，为当月同比最大值。同时第一季度农林水事务支出累计增长 10.9%，仅 3 月当月同比 10.3%，位居 3 月当月同比第二。三是债务付息支出大幅增长。2 月和 3 月债务付息支出累计同比增速均为所有支出增速最高，2 月累计同比 27.3%，为 2016 年以来同期增速最高，债务付息压力明显提升。可以看出，2023 年第一季度财政支出重点在于保就业、教育方面的民生支出以及科技、农业相关的基建支出。

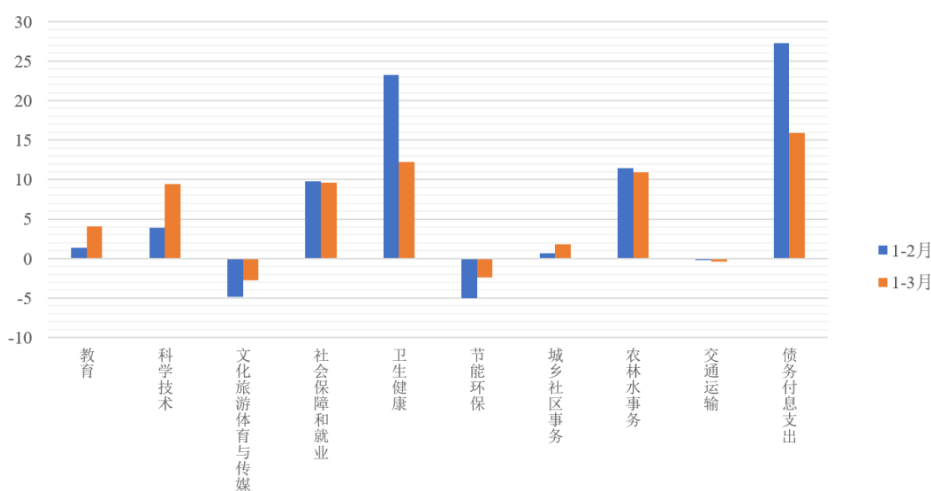


图 3 2023 年第一季度全国一般公共预算支出项目累计增速对比 (%)

数据来源：WIND，国家金融与发展实验室。

政府性基金收支增速同降，反映土地和房地产市场持续冷却。自 2022 年政府性基金收入增速持续负增长，2023 年第一季度全国政府性基金收入增速-21.8%，其中国有土地出让收入增速-27.0%，可以看出第一季度土地市场持续低迷（图 4）。第一季度 100 个大中城市的土地市场成交面积和成交总额增速均在持续下滑，1-3 月份土地成交数量和成交额累计同比下滑至-9.3%和-15.5%，1-3 月房地产开发投资累计同比-5.8%，整体房地产市场低迷。第一季度政府性基金支出累计同比-15.0%，国有土地使用权出让金收入安排的支出增速-15.2%，可以看出第一季度基建投资相关支出主要靠专项债带动，但基建相关支出对投资带动作用较小。政府性基金收支的持续下滑对财政收支形成较大的压力，伴随着经济修复以及房地产市场的转型，第二季度土地财政收入降幅有望收窄。

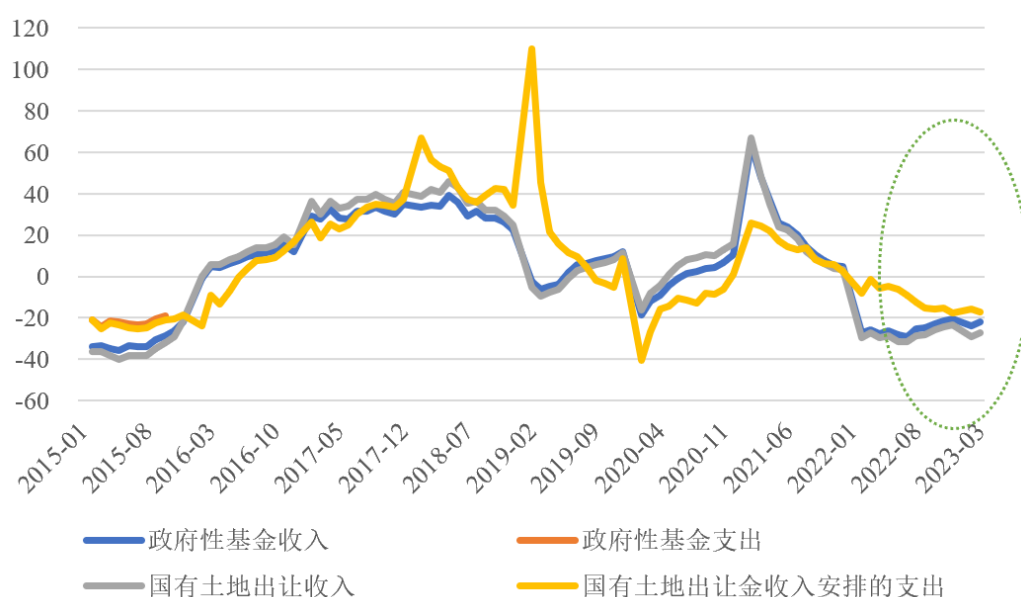


图 4 全国政府性基金收支同比变化 (%)

数据来源：WIND，国家金融与发展实验室。

□ 政府债务发行加速，偿债压力剧增。

第一季度政府债务整体发行较快，发行规模较高。第一季度国债、地方政府债券以及城投债均为历年同期发行最大规模，总发行 5.7 万亿元，其中国债发行同比增速最高，城投债次之，地方政府债券发行增速最低。**从债务余额来看**，地方政府债券余额增速最高，国债次之，城投债余额增速最低，截至 2023 年 3 月底政府债务存量余额 76.3 万亿元，其中国债占比 34.0%，地方政府债券占比 48.0%，城投债占比 18.0%，地方政府债券作为政府债券主力，是拉动政府基础设施建设和投资发展的重要支撑。**从融资能力来看**，第一季度全国政府债务净融资额 2.2 万亿元，其中仅国债净融资规模大幅增长，而地方债和城投债净融资额较低，净融资额增速持续负增长，可以看出地方政府发行债务主要用于减缓债务还本付息带来的财政压力。**从偿还压力来看**，第一季度全国政府债务总偿还额 3.3 万亿元，

地方政府债券偿还额同比增速最高，增速高达 133.8%，城投债次之，国债总偿还额增速最低，反映出中央和地方债务压力的不同，地方政府债务偿还压力不断增大。

表 1 2023 年第一季度政府债务发行、存量、净融资、总偿债规模累计同比

债务类型	国债	地方债	城投债	总政府债务
发行规模同比	26.59%	15.63%	21.91%	21.11%
债务余额同比	12.59%	14.60%	8.28%	12.73%
净融资规模同比	536.68%	-2.71%	-1.72%	-0.64%
总偿债额同比	13.85%	133.75%	39.11%	28.75%

数据来源：WIND，国家金融与发展实验室。

二、央地财政空间同步收窄

□中央公共财政收入收缩，地方土地财政持续下滑

中央财政收支特征表现为一般公共财政减收增支，政府性基金增收减支。第一季度中央一般公共财政收入增速-4.7%，一般公共支出累计增速 6.4%，主要原因在于中央税种消费税、关税、车辆购置税、证券交易印花税在第一季度均大幅下滑，同比增速均负增长。第一季度中央政府性基金收入增速 6.1%，支出增速-1.4%，主要表现为彩票公益金及基金项目收入的增长。

地方财政收支特征表现为一般公共财政增收增支，政府性基金减收减支。第一季度地方一般公共财政收入累计同比增速 5%，3 月当月地方政府财政收入增长 12.3%。地方政府财政收入回暖，1-3 月除重庆、陕西、海南三个省份以外，其余 28 省市财政收入累计增速均实现正增长。第一季度一般公共财政支出增速 6.9%，地方财政重点支出方向为教育、社保就业和卫生健康等民生领域以及农林水事务和科技支出，其中陕西省 3 月份科技支出增速高达 125.6%。第一季度地方政府性基金收支同步下滑，收入累计下滑 23.6%，支出下滑 15.2%，主要表现为土地财政收支的萎靡。

从央地财政收支情况来看，第一季度地方一般公共财政收支增速均高于中央，中央政府性基金收支增速均高于地方。第一，第一季度地方政府一般公共收入增速明显高于中央，主要在于经济复苏不平衡影响下，不同税收收入增速变动相差较大，3 月份中央一般财政收入增速下滑至-5.3%，而地方财政收入增速升至 12.3%，原因在于归属中央税的税种中，消费税、关税在 3 月份均出现大幅下滑，归属地方税种的房产税、城镇土地使用税增速均大幅上升，因此 3 月份地方政府一般公共收入正增长，而中央一般公共收入持续负增长。第二，第一季度中央和地方一般公共支出均明显上升，地方公共支出增速略高于中央。第一季度中央和地方累计支出增速分别为 6.4%、6.9%，3 月份中央支出增速小幅回落，而地方持续刚性支出，支出增速进一步提升，无论民生还是基建支出压力均集中于地方政府。第三，中央政府性基金收支增速均高于地方。第一季度中央政府性基金收入小幅增长，而地方政府性基金收入大幅下滑，3 月累计增速达-23.6%，中央和地方政府性基金支出均维持负增长，可以看出政府性基金收支的下滑主要在于地方土地市场冷却以及房地产销售低迷造成的国有土地出让收入的大幅下滑。

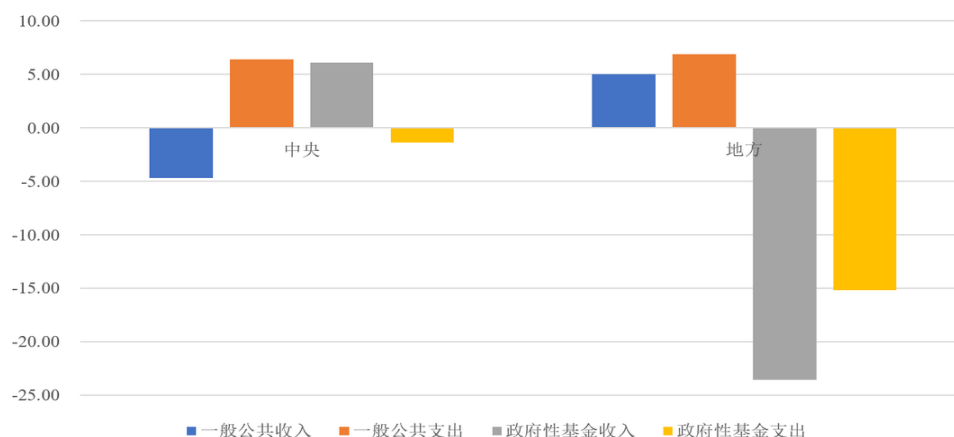


图5 2023年第一季度中央和地方财政收支累计同比增速对比（%）

数据来源：WIND，国家金融与发展实验室。

□ 中央顺差收窄，地方赤字扩张

2023年第一季度中央和地方财政空间同步收窄，主要表现为一般公共财政赤字的大幅增长。一方面，经济修复不均衡下，税收收入难以支撑积极财政支出的进度和规模，另一方面，债务风险化解与经济稳增长双重压力都对中央和地方政府财政提出新的挑战和要求。

中央财政收支顺差缩小，主要表现为一般公共财政收支顺差的缩小和政府性基金收支顺差的小幅扩张。2023年第一季度中央一般公共财政收支顺差2万亿元，较2022年第一季度收缩2000亿元，主要源于中央财政减收增支，为经济复苏提供财政支撑。政府性基金收支顺差小幅扩张，第一季度中央政府性基金收支顺差655亿元，仅高于2022年同期55亿元。

地方财政收支逆差扩大，主要表现为一般公共财政赤字的扩张和政府性基金赤字的缩小。第一季度地方一般公共财政赤字为2.6万亿元，较2022年第一季度增长了2200亿元，为历年同期最高规模，政府性基金赤字小幅缩窄，较去年同期仅回落649亿元，仅次于2022年第一季度，依旧远高于其他年份。可以看出，第一季度财政主要通过一般公共财政来发挥积极助力经济复苏的作用，也就意味着更多依赖于税收、财政支出等传统财政工具促进经济发展。在我国分税制财政体制下，一般公共财政支出压力主要集中在地方政府。

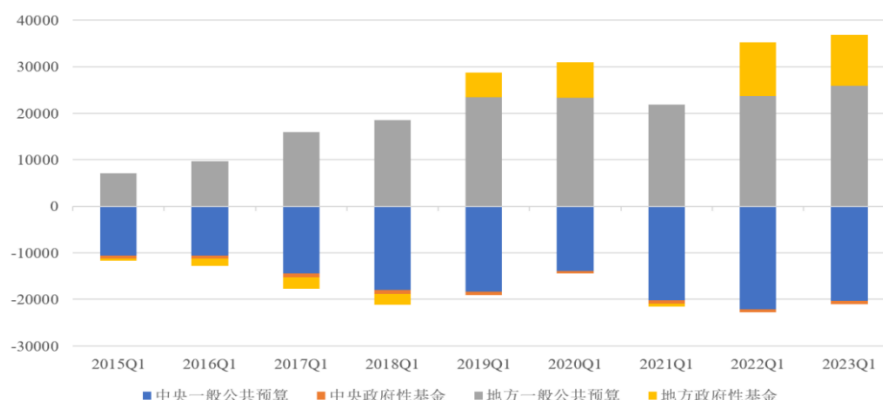


图6 中央及地方财政赤字规模（亿元）

数据来源：WIND，国家金融与发展实验室。

□中央债务水平稳定，地方债务压力加重

中央政府债务水平稳定。第一季度国债发行 1.9 万亿元，同比增长 16.2%，从债券存量来看，总政府债务余额中国债占比 34.0%，与 2022 年第一季度持平，国债整体维持稳定增长。从杠杆率水平来看（图 7），第一季度中央杠杆率¹21.2%，与 2022 年底杠杆率水平相当，第一季度国债总偿还额 1.9 万亿元，同比增长 13.9%，中央政府债务负担整体稳定。

地方政府债务压力持续加重。第一季度地方政府债券发行规模 2.1 万亿元，同比增速 15.6%，其中专项债券发行 1.5 万亿元，为历年同期发行最大值。第一季度地方新增债券融资仍以专项债券为主，新增专项债占比 81%，主要用于支持市政和产业园区基础设施、交通基础设施、社会事业以及保障性安居住房等传统基础设施建设，支持新型基础设施和新能源项目占比仅 1%左右。第一季度地方政府杠杆率²升至 41.1%，达到历史最高水平。1-3 月地方政府债券到期偿还本息 6055 亿元，较 2022 年同期增长 2449 亿元，增长 67.9%，可以看出地方政府债务进入本息偿还高峰期，债务压力急剧上升，同时专项债的大幅增长也进一步加大了地方政府的债务风险。

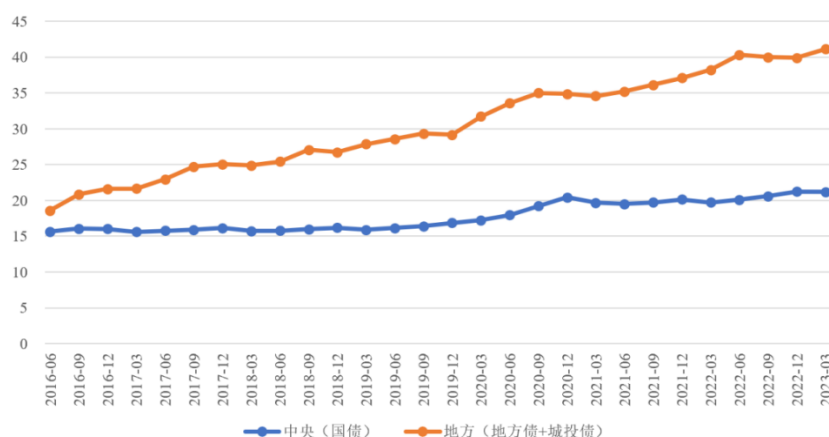


图 7 中央及地方杠杆率水平变化（%）

数据来源：WIND，国家金融与发展实验室。

三、地方财政增收增支，债务压力加剧

□多地财政增收增支，赤字上升

第一季度地方政府一般公共财政收支均保持正增长，收入主要受经济修复的影响，多地财政收入增速回升，但多地赤字也大幅上涨，主要原因在于受保民生、促投资的压力影响，多地财政支出增速持续上涨。**第一，第一季度东北地区收支增速最高**，东北地区第一季度累计同比 9.0%（图 8），一方面受去年低基数影响，另一方面主要在于第一季度东北地区非税收入增速较快，其中吉林省第一季度非税收入增长 25%（图 9）。同时东北地区第一季度各项支出也大幅上涨，其中社保就业、卫生医疗、科学技术和教育支出远超出全国平均增速。**第二，华南地区收支增速均为最低**。主要在于海南省第一季度财政收入负增长，1-3 月累计增速-2.9%（图 9），主要表现为税收收入下滑幅度较大。**第三，西北地区整体收入增速较为平均**，包含全国增速最高省份和增速最低省份，其中新疆财政收

入第一季度累计同比增速 21.4%，位居全国第一，主要在于主体税种增值税加速回补效果较好，而陕西财政收入第一季度累计增速-4.5%，增速为全国最低，受去年基数较高以及煤炭价格下降的影响。

2023 年第一季度多地地方财政支出维持正增长。第一季度除天津、云南以外，其余 29 个省市财政支出均大幅增长，近三分之一的省市支出增速高于 10%（图 9）。在经济修复过程中，地方财政承担稳就业、保民生等基础支出责任以及引导投资、助力产业创新转型发展的投资职能。**第一，2023 年第一季度财政支出责任中卫生健康支出依旧为重点方向，**主要在于清算疫情防控资金以及完善卫生医疗服务体系。其中山东、贵州第一季度卫生健康支出增长 39.2%、30.2%，浙江、江苏、北京、甘肃、新疆第一季度卫生健康支出同比增速均在 20%以上，多地卫生健康支出增速居于所有支出项目增速首位。**第二，多地科技和农林水支出增速较高，重在培养新的经济动能、促进地方产业创新转型以及推动乡村振兴。**其中陕西、广西科技支出同比增速达 125.6%、115.5%，吉林科学技术支出 7.6 亿元，同比增长 5.5 倍，主要是支持技术创新、科技重大项目等增加的支出。吉林、甘肃、江苏、重庆农林水支出增速达 38.3%、37.8%、37.0%、35.4%，以支持农业发展和农田相关建设。**第三，债务付息支出均高速增长。**根据已公布的第一季度地方财政数据，债务付息支出 1-3 月累计同比增速均在 10%以上，部分地区债务付息支出达到 15%以上，债务进入偿债高峰期已经开始挤占地方政府的财政空间。

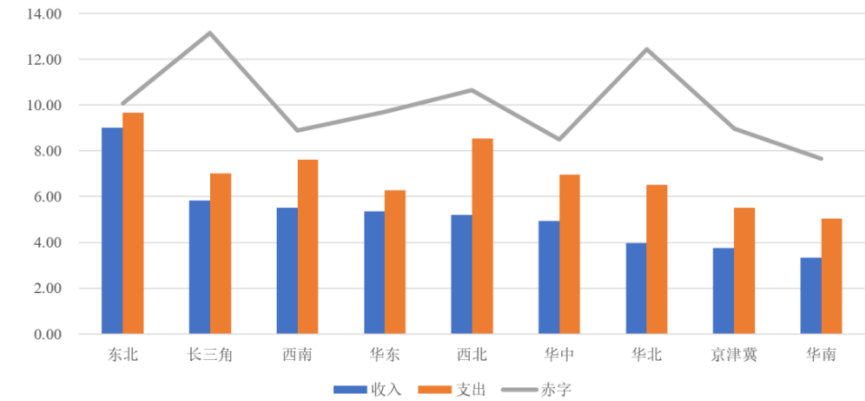


图 8 2023 年第一季度各地区一般公共财政收支及赤字累计同比增速 (%)

数据来源：各省市财政厅，CEIC，国家金融与发展实验室。

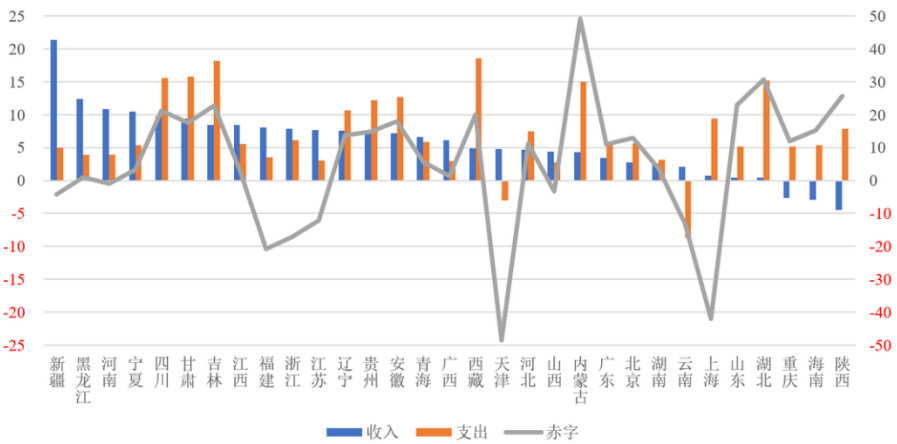


图 9 2023 年第一季度各省市一般公共财政收支及赤字累计同比增速 (%)

数据来源：各省市财政厅，CEIC，国家金融与发展实验室。

地方财政收入回升并没有改善地方财政压力。一是 2023 年第一季度各地区财政自给率较去年同期均出现下降（图 10），整体下降 1 个百分点左右，说明地方财政支出增速要远高于收入的回升速度，地方政府可支配财力难以支撑支出需求。2023 年第一季度 18 个省市即超半数地区财政支出增速高于收入增速，其余地区累计支出增速均高于收入增速。二是所有地区财政赤字增速较高，2023 年第一季度华南赤字增速最低，累计增速依旧高达 7.7%，而东北、西北、华北地区财政赤字增速均在 10% 以上，其中内蒙古第一季度赤字增长近 50%。可以看出，在保民生和稳投资的双重支出压力下，各地财政空间持续收紧，仅一般财政的税收收入和非税收入难以覆盖基本的支出需求。

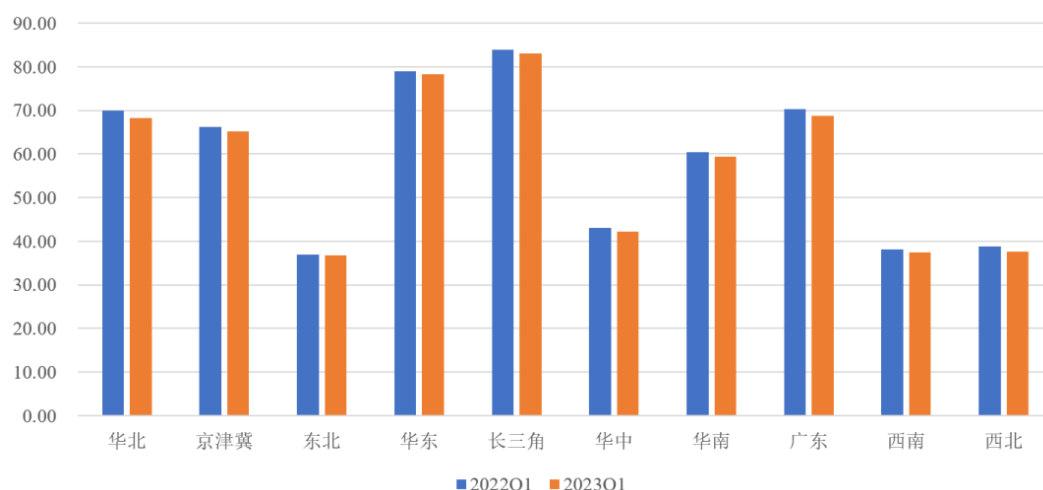


图 10 2022 年第一季度和 2023 年第一季度各地区财政自给率对比 (%)

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 2023 年第一季度各省市财政预算执行数。

□ 多地土地财政持续低迷，财政空间缩减

房地产市场低迷，多地土地财政收入持续下滑，进一步缩减地方可用财政空间。第一季度仅 12 个省份土地出让金实现正增长，多地土地出让金持续下滑，尤其海南、甘肃、重庆、湖北、福建、上海、青海土地出让金下滑超 50%（图 11）。一方面，在经济不确定性越来越强的环境下，居民储蓄意愿增强，同时居民可支配收入减少等因素影响居民的购房意愿；另一方面，房企受供应链以及信贷政策影响，拿地意愿不强。短期来看，3 月份房地产市场有所回温，因此短期土地财政降幅可能会收窄，但 4 月房地产又有降温趋势，房地产投资完成额累计同比增速进一步下降至 6.2%，第二季度土地财政趋势不容乐观。长期来看，我国人口增速断崖式下跌，2022 年人口自然增长率突破 0 值，降至-0.6%，人口增速大幅下滑决定了长期土地财政的不可持续。土地财政冷却，一方面影响城投债的还本付息，另一方面也会影响专项债项目的现金流和本息覆盖，同时老龄化加速发展也进一步加剧地区之间的财政分化。

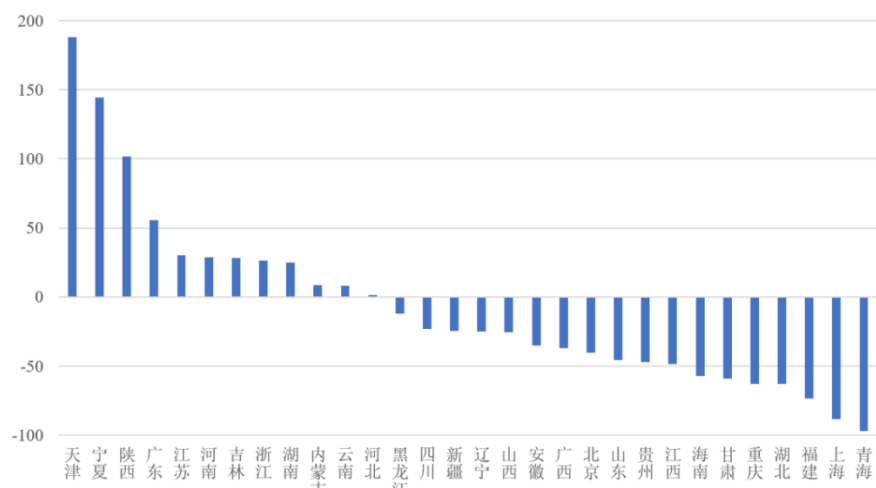


图 11 2023 年第一季度各省市土地出让金增速对比 (%)

数据来源：CEIC，WIND，国家金融与发展实验室。

地方债务发行加速，债务空间收窄

各个地方债务空间在持续收窄。第一，各省市债务发行较快，债务存量增速持续上升。2023 年第一季度多地地方政府债务发行提速，所有省市地方债务余额均表现为正增长，尤其甘肃、河南的债务余额增速均超出 20%，20 个省份债务余额增速在 10%以上（图 12）。第二，各地隐性债务风险化解进度不同，2018 年化解隐性债务以来，经济发达地区上海、江苏、浙江债务存量规模较大，但隐性债务化解进度较快，得益于其较好的产业结构和稳定的收入来源，而贵州、云南、天津等地的隐性债务化解压力较大，多地采用债务展期和置换方式化债，今年首次明确提出遏制债务增量，扩大债务风险化解范围，债务管控更加严格，进一步加重地方政府的财政压力。第三，多地地方政府进入偿债高峰，债务还本付息压力大。2023 年地方政府债券和城投债均进入偿债高峰，债务到期偿还额为近十年最高峰，2023 年到期偿还额分别为 3.65 万亿元、3.06 万亿元（表 2），同时 2023 年第一季度各地地方政府债务付息支出增速多维持在 10%以上，可以看出今年地方政府债务压力明显加大，尤其是还本付息压力已经成为地方财政亟需解决的首要问题。

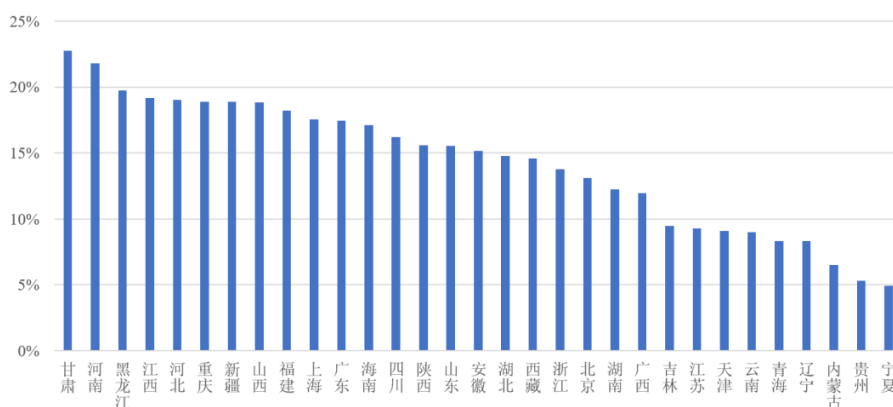


图 12 2023 年第一季度各地区地方政府债务余额增速排序 (%)

数据来源：CEIC，国家金融与发展实验室。

表 2 地方政府债务到期偿还额（亿元）

	地方政府债券	城投债
2015	1714.00	3900.36
2016	2436.72	5649.26
2017	2414.50	8027.03
2018	8389.37	11687.76
2019	13151.87	12457.55
2020	20746.90	15257.05
2021	26654.26	23305.28
2022	27670.98	25712.21
2023	36508.35	30612.09
2024	29595.29	27886.07
2025	29484.37	29356.59
2026	30496.28	25464.70
2027	23934.11	15258.41
2028	24267.64	6936.46
2029	24258.56	1729.28
2030	22435.56	889.41

数据来源：WIND，国家金融与发展实验室。

注：数据来源万德债券专题板块，查询时间为 2023 年 5 月 16 日。

四、第二季度：财政回暖，债务压力持续

2023 年积极财政政策要加力提效，“加力”重在对于财政资金的统筹。第一，提高赤字率。2023 年财政赤字率安排 3%，比 2022 年提高 0.2 个百分点，赤字规模 3.88 万亿元，比 2022 年增加 5100 亿元。第二，增加政府债务发行。2023 年中央财政国债限额 29.9 万亿元，较 2022 年国债预算限额增加了 3.2 万亿元，地方政府债务限额 42.2 万亿元，较 2022 年整体增加了 4.5 万亿元，整体政府债务限额增加了 7.7 万亿元。第三，加大中央对地方的转移支付力度。2023 年中央对地方转移支付安排 10.1 万亿元、增长 3.6%。其中，一般性转移支付 8.7 万亿元，增长 7.6%；专项转移支付（包含中央预算内投资）0.85 亿元，增长 11.6%。此外，一次性安排支持基层落实减税降费和重点民生等专项转移支付 5000 亿元。“提效”主要是提高财政资金使用效率，最大化发挥财政支出和引导作用。一方面，优化财政支出结构，第一季度加大了对科技、教育投入和乡村振兴等领域的支出，培育新的经济动能提升政府投资效率。另一方面，减税降费政策更加精准，注重优惠政策的连续性，最大化匹配企业的资金需求。

第二季度财政收支趋势延续，地方财政压力会持续加重。首先，一般公共财政收支增速预计同增，随着经济逐渐修复和稳定，税收收入增速会逐渐回升，同时税费支持的精准化会进一步激发市场主体的活力，但第二季度非税收入增速预计回落，国有资产等一次性财政收入的空间逐渐收窄。一般公共支出增速会持续增长，政府投资需求、稳就业保民生需求会逐渐增长，但第二季度随着疫情资金清

算工作进入尾声，卫生健康支出增速预计会回落，科技教育支出以及债务付息支出预计持续增长。**其次，政府性基金收支难以恢复。**2023 年第二季度受房地产市场影响，土地财政收入增速持续负增长，但降幅可能会收窄。政府性基金支出在专项债的支撑下，支出下降速度预计同步收窄。**最后，债务压力集中于地方政府，还本付息压力会进一步加重。**2023 年债务进入集中偿付高峰期，地方政府债券和城投债到期偿还额达 6.7 万亿元，同时隐性债务风险化解也会进一步加重地方政府的偿债负担。

(内容来源：国家金融与发展实验室)

经济复苏结构不均衡——2023Q1 中国宏观金融

殷剑峰 上海金融与发展实验室 理事长

张 旻 国家金融与发展实验室 宏观金融研究中心助理研究员

摘要

当前经济复苏的结构并不均衡，出现明显改善的行业，基本都是原来深度萎缩、后由于政策放松而大幅反弹的行业，例如劳动密集型服务业、房地产业、建筑业等。因此，2023 年第一季度经济改善更多源于“恢复性”复苏，而内生性增长动能的修复并不明显，物价的持续下滑已是反映。由于居民和企业预期不稳、信心不足，导致宽松的货币供应难以精准滴灌到实体经济，有相当一部分资金脱实向虚，被居民和企业窖藏在定期存款中，或违规挪用于偿还贷款本息、购买理财产品、置换房贷等，导致市场资金利率不降反升。虽然财政政策保持积极，但是受到收支和偿债双重压力掣肘，地方政府财力正在紧绷。随着一系列稳外贸政策显效，今年外需压力料将有所缓解。至于内生性增长动能的修复，由于生产和投资的最终目的是消费，因此发力点还是在消费上。

我们认为，当前消费萎靡并不是由疫情造成的，而是由长期的、内生性的结构性因素导致的。因此，结构性的改革才是对症下药，如在收入分配结构方面，提高居民收入占国民收入比重；在要素投入结构方面，加快人才、科技、创新等高级生产要素投入；在产业结构方面，加快推动传统产业转型升级等。

根据 4 月份中央政治局会议部署，第二季度的重点群体就业问题有望改善，需求潜力有望进一步释放，新能源汽车出口的高增态势有望延续，平台经济发展将迎来机遇，防范化解风险仍不动摇。

一、宏观经济分析

受益于防疫、消费和房地产等政策协同发力，2023 年第一季度消费显著反弹，对 GDP 的贡献度超过资本（图 1），重新成为经济增长的主动能。而净出口对 GDP 的贡献由正转负，成为拖累项。根据各行业对 GDP 贡献的环比变化来看（图 2），改善主要集中在交运仓储、批发零售、住宿餐饮等劳动密集型服务业，以及房地产业。而农林牧渔业、工业、建筑业、金融业、信息服务业等贡献都出现下滑，其中工业降幅最大，为 14.8 个百分点。因此，2023 年第一季度经济增长的结构并不均衡，更多归因于政策支持下的“恢复性”复苏，基础可能并不稳固。

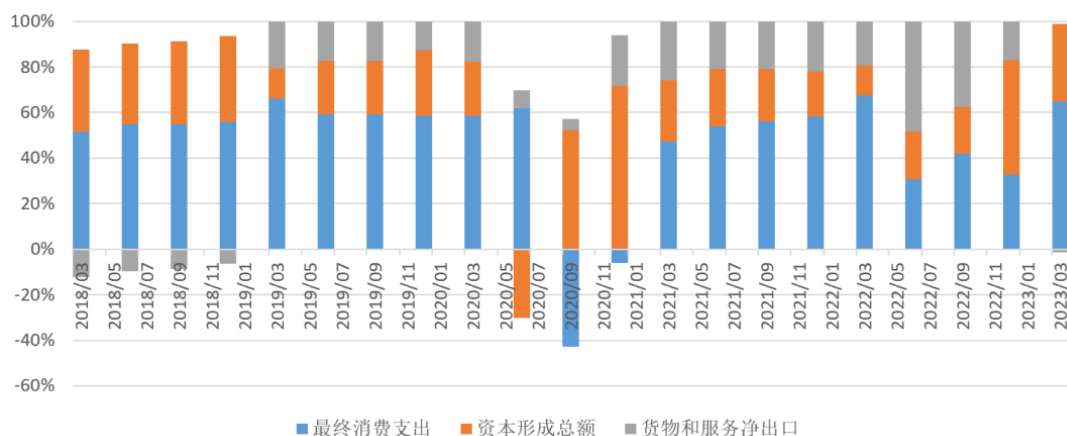


图1 三大需求对 GDP 累计同比的贡献率 (%)

数据来源：Wind。



图2 2023 年第一季度行业对 GDP 累计同比贡献率变化 (百分点)

数据来源：Wind。

消费复苏结构不均衡，消费品增速大面积反弹，但是部分必选和耐用消费品增速回落，反映核心内需尚未企稳。第一季度消费品零售累计同比增长 5.8%，较上季度大幅提高 6 个百分点，其中，餐饮收入的拉动作用最明显，增速反弹 20.2 个百分点至 13.9%。从规模以上零售来看（图 3），大部分商品增速都高于上季度，其中，与改善性需求有关的消费反弹力度更大，如服装纺织、化妆品、金银珠宝类，增速升幅均超过 10 个百分点，原因与促消费政策有关。而增速下滑的商品，一是作为必选消费品的食品饮料类，延续了自 2022 年第二季度以来的放缓趋势，二是作为可选消费品的文化办公用品类，增速由正转负，三是属于耐用消费品的通讯器材类和汽车类，保持或转为负增长。

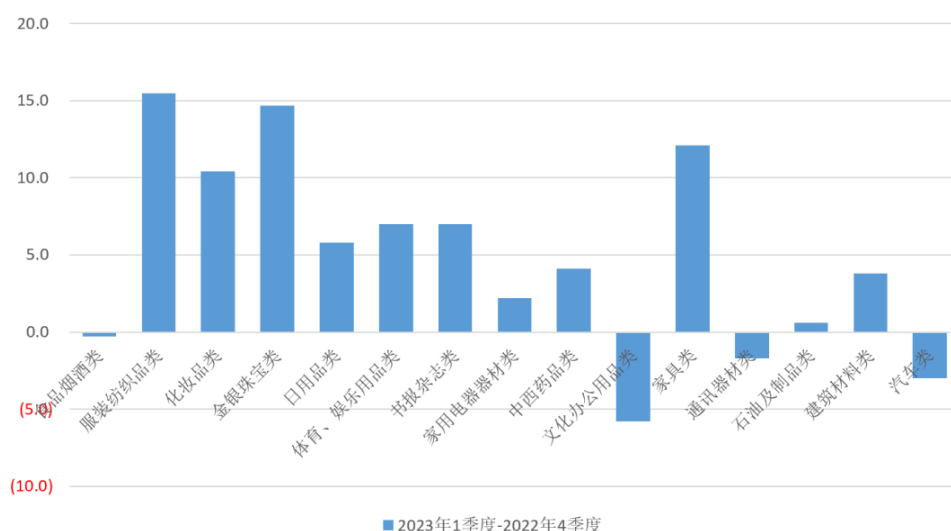


图 3 2023 年第一季度消费品增速变化（百分点）

数据来源：Wind。

从物价指数来看，核心内需也不稳固。当前广义货币增速处于历史高位，而物价指数却进一步下跌。3 月份整体 CPI 当月同比增速为 0.7%，较去年 12 月下滑 1.1 个百分点（图 4）。其中，除了食品 CPI 增长 2.4% 以外（主要是猪肉价格支撑），其他几大项增长均不超过 0.8%。各项与上季度相比涨跌不一：核心 CPI 持平，服务项目 CPI 上升，而食品 CPI、非食品 CPI、消费品 CPI 下跌。从细分类别来看，CPI 较上季度上升的主要有衣着、医疗保健、旅游、房租，基本都与改善性需求和房地产市场回暖有关，而较上季度下跌的主要有生活用品及服务、交通工具和交通燃料，反映基础消费及耐用品消费疲软，能源价格的高基数效应仍将形成拖累，消费复苏不均衡，内需尚未企稳。从工业价格来看，整体 PPI 和生产资料 PPI 已经连续 6 个月处于负值，需求不足和高基数效应是主要原因。生活资料 PPI 连续 5 个月环比下滑至 0.9%，其中，食品类、衣着类、一般日用品、耐用消费品 PPI 均较去年 12 月份进一步下滑（图 5），且耐用消费品 PPI 由正转负，以上也反映内需不稳特征。

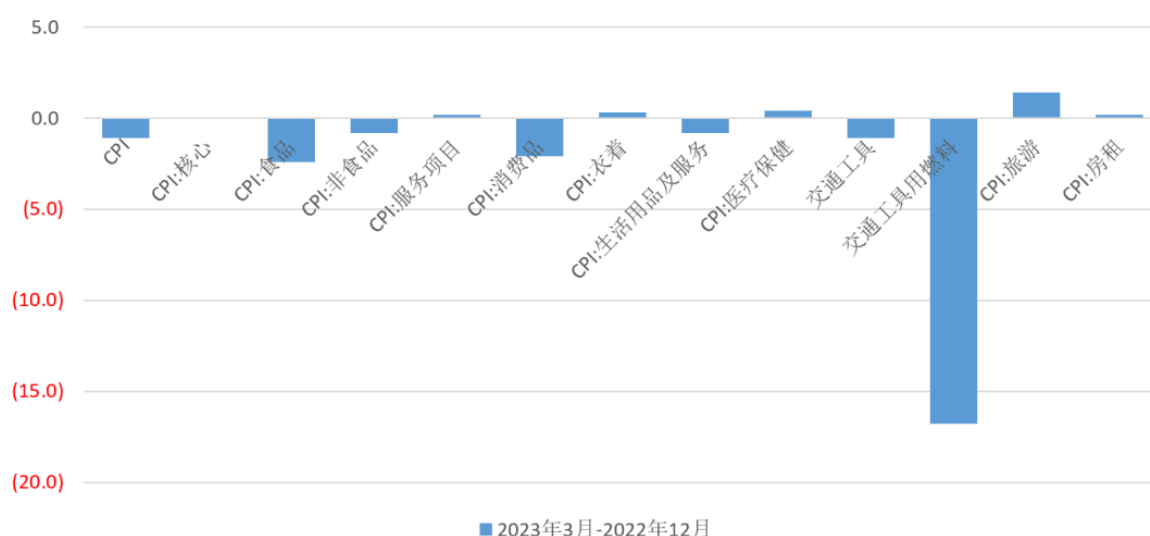


图 4 2023 年第一季度 CPI 变化（百分点）

数据来源：CEIC。



图5 2023年第一季度PPI及变化（百分点）

数据来源：CEIC。

投资复苏的结构也不均衡，出现明显改善的是汽车制造业、建筑业、房地产业、科研技术服务业，主要与外需、房地产、科创政策有关，而大部分制造业和服务业投资均有所放缓。基建投资仍保持历史较高水平。第一季度固定资产投资累计同比增长 5.1%，与上季度持平（图 6）。从第二产业来看，建筑业投资大幅反弹，累计同比增长 32.1%，较上季度提高 30.1 个百分点，主要是受到基建增长和房地产回暖的双重支撑；制造业投资同比增长 7%，较上季度下滑 2.1 个百分点，在 30 个制造业子行业中，仅有 5 个行业的投资增速高于或略高于上季度，其中，出现明显增长的只有汽车制造业，投资增速较上季度提高 6.4 个百分点至 19%，主要由出口、特别是新能源车出口带动增长，背后因素，一是疫情和地缘冲突使海外汽车产业链受阻，而我国国内具有相对完整的汽车工业链条，因此全球汽车产业格局向我国倾斜；二是我国在电动化智能化领域处于全球领先水平，新能源车的国际竞争力显著增强。从第三产业来看，14 个子行业投资大面积放缓，其中，交运仓邮、批发零售、住宿餐饮等劳动密集型产业投资增速均低于上季度；出现较大改善的行业主要有两个，其一是房地产业，在稳地产政策下有所回暖，投资同比下降 5.1%，降幅较上季度收窄 3.3 个百分点；其二是科研技术服务业，由于政策持续强化核心技术攻坚，投资同比增长 33.6%，较上季度提高 12.6 个百分点。受益于资金监管环境优化，金融、教育行业投资增速也出现小幅提升。基建投资同比增长 10.82%，较上季度下滑 0.7 个百分点，是 2022 年 6 月份以来首次减速，但仍处于历史较高水平。

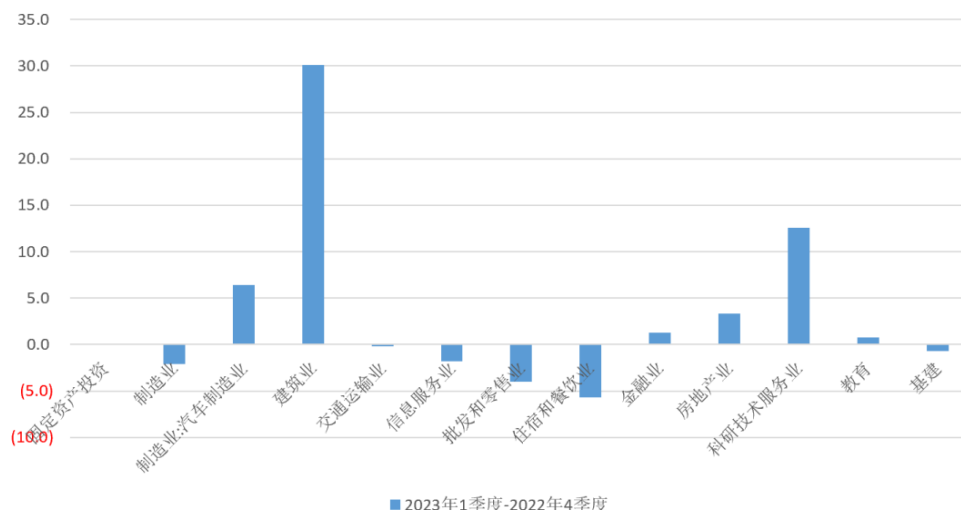


图6 2023年第一季度行业固定资产投资增速变化（百分点）

数据来源：CEIC。

出口增速逐月向好，外贸或低位企稳。虽然从季度增速来看，第一季度出口和进口双双放缓，但是从月度增速来看，出口呈现逐月向好的趋势，净出口也大幅增长，1至3月份出口当月增速分别为-1.9%、5.2%、23.4%（图7），净出口增速分别为28.2%、-42.3%、100%，主要得益于我国外贸的强大韧性，以及一系列外贸稳规模优结构举措成效显著。进一步分析机电产品的出口情况。海外需求从2022年开始放缓，导致我国各类机电产品出口数量陆续下降，随着价格支撑因素减弱，总体机电产品的出口金额于去年10月份起也由增长转为下降。但是今年以来，机电产品出口的价、量因素均出现了积极变化。从价来看，3月份机电产品出口总金额增速由从去年底的-12.9%连续3个月回升至12.3%，家用电器、通用器械、电子元件等多半产品都恢复了正增长，其余产品也大多降幅收窄。从量来看，大部分机电产品也都出现了增速转正或降幅收窄的积极变化。最为强劲的是汽车出口，价、量增速都在100%左右，其中电动车出口价、量增速甚至超过200%。以上或表明我国外贸低位企稳的迹象。

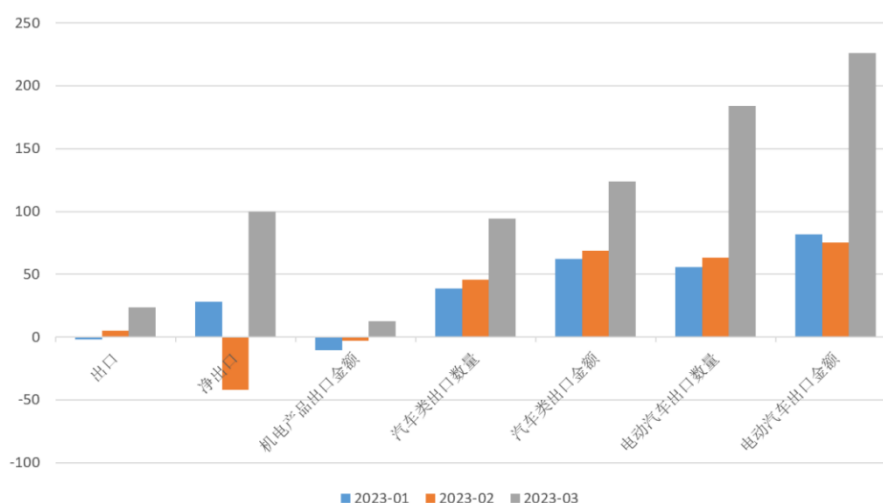


图7 2023年前三月份出口增速（%）

数据来源：CEIC。

整体就业形势平稳，但是毕业生失业率再度攀升。第一季度城镇调查失业率为 5.3%（图 8），较去年 12 月份降低 0.2 个百分点，其中，25-59 岁的基础群体失业率下降 0.5 个百分点至 4.3%，处于 2018 年有记录以来较低水平；而 16-24 岁的毕业生群体失业率跃升 2.9 个百分点至 19.6%，自有记录以来仅低于 2022 年 7 月份的高点 19.9%。

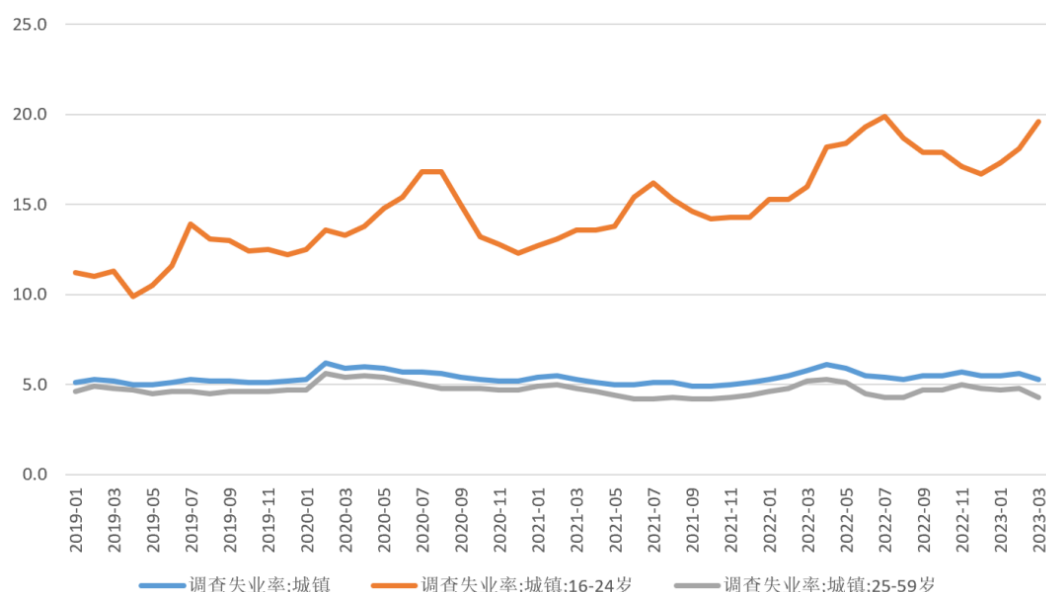


图 8 城镇调查失业率（%）

数据来源：CEIC。

房地产市场供给端压力仍然较大，需求端修复不及疫情前水平。供给端来看，第一季度开工面积、施工面积延续负增长，分别同比下降 19.2%、5.2%，降幅分别较上季度收窄 20 个百分点、2 个百分点。“保交楼”政策效果显著，房地产竣工面积同比增长 14.7%，处于 2021 年 12 月份以来最高水平。需求端来看，房地产销售额同比增速从上季度的-26.7%回升至 4.1%，不及 2019 年同期 5.6%的水平。**东部地区房地产销售修复更快**，东、中、西部销售额分别同比增长 9.1%、-5.2%、-4.9%。**大部分城市的房价仍低于去年同期**，截至今年 3 月份，70 个城市的新建住房价格指数中，超过 50 个城市连续 7 个月同比下降。结合房地产投资等数据来看，**房地产市场的整体修复程度相对有限。**

二、宏观金融分析

2023 年第一季度货币和信用增速双双提高。第一季度 M1、M2、信用总量分别同比增长 5.1%、12.7%、9.6%，较上季度分别提高 1.4 个、0.9 个、0.6 个百分点。其中需要注意两个增速差：一是 M2 与 M1 的增速差，为 7.6 个百分点，较上季度小幅收窄 0.5 个百分点，处于 2010 年以来 85%分位数水平。反映**货币活性小幅改善，但是存款定期化趋势仍然明显**；其二是 M2 与信用总量的增速差，为 3.1 个百分点，已经持续 4 个月保持正差值，并逐月走阔，主要原因是企业债券融资放缓、甚至转为下降，减少信用扩张而不影响货币。还有一个原因是表外理财回表，资金从信用转化为货币。两因素均与债券市场调整有关。由于偿还高峰到来，以及债券利率上行，债券市场修复压力仍然较大。

第一季度信用总量规模为 350 万亿元，其中居民部门、信贷渠道的信用扩张较快。第一季度，信用总量环比增加 13.6 万亿元。分部门来看，企业是信用扩张的主体，但是居民信用扩张明显加快。企业增量占比 66.3%，同比下滑 4.9 个百分点；居民增量占比 18.7%，同比上升 6.9 个百分点；政府部门增量占比 15.1%，同比下滑 2 个百分点。分融资渠道来看，银行信贷是信用扩张的主要渠道，债券融资放缓，非银金融机构的信用创造活动继续修复。境内外信贷增量占比 84.7%，同比上升 5.3 个百分点；债券融资增量占比 15.7%，同比下滑 6.6 个百分点；非银创造的信用增量占比-0.4%，同比收窄 1.3 个百分点。

利率方面，短、中期资金利率上行，资金面趋紧。7 天常备借贷便利（SLF）利率和超额准备金利率，分别是我国利率走廊的上下限。7 天逆回购利率（SLO）和 1 年期中期借贷便利（MLF）分别是政策引导的短期和中期利率中枢。2 月初，以 DR007（7 天银行间存款类机构债券质押式回购加权利率）和 R007（7 天银行间债券质押式回购加权利率）为代表的市场利率超过 7 天 SLO（图 9）。2 月中旬，1 年期的 DR1Y 和 R1Y 也超过了 1 年期 MLF。短、中期市场利率同时超过政策利率中枢，资金供应趋紧态势明显。第一季度货币供应提速的同时，央行还通过超额续作 MLF、逆回购以及降准等多重方式，净投放现金 961 亿元，释放中长期资金约 6000 亿元。但是短中期利率却一直上行并持续高于政策利率（包括 4 月份）。货币政策稳中偏松与市场资金面收紧存在矛盾，与居民及企业部门将货币以定期存款方式窖藏有关。

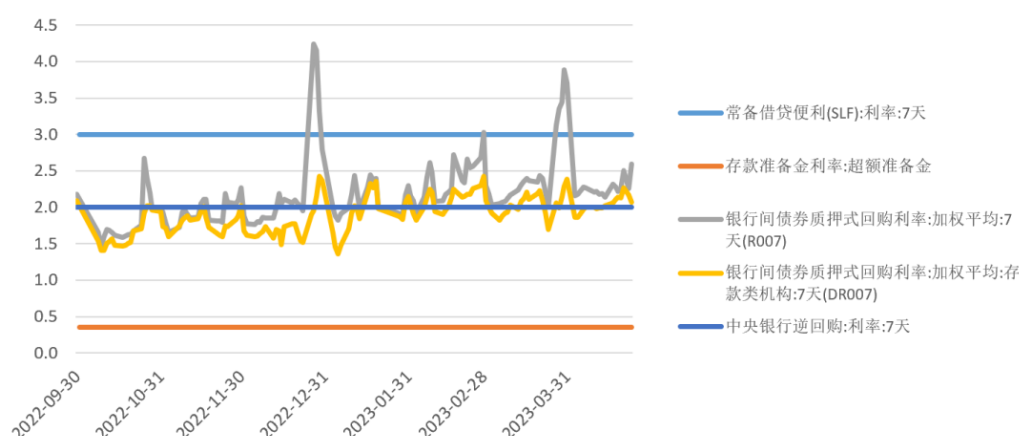


图 9 利率走廊及资金利率走势 (%)

数据来源：Wind。

□ 企业部门

企业部门信用融资加快，支撑因素来自于短期、中长期贷款双双高增，以及委托贷款在基础设施投资基金的支撑下加快增长。2023 年第一季度，企业部门信用总量为 193 万亿元，同比增长 10.1%（图 10），增速较上季度提高 0.4 个百分点。分融资渠道来看，其一是企业贷款融资加快，余额同比增长 13.7%，增速较上季度提高 0.6 个百分点。其中，短期贷款增速环比提高 1.5 个百分点至 9.5%，增速创 2020 年第三季度以来新高；中长期贷款增速环比提高 2.9 个百分点至 17.4%，创 2011 年 2 月份以来新高；票据融资增速环比下滑 19 个百分点至 11%，创近两年新低。总体上，企业的短期及中长期融资需求旺盛，且信贷结构改善。其二是企业债券融资收缩，扣除了城投债的企业债券余额同比下降 2.2%，增速较上季

度下滑 2.1 个百分点。主要原因是**偿还高峰到来**，第一季度企业债券整体比上年同期多偿还近四万亿元，导致净融资规模同比下降 57.9%，以及**债券利率上行，债券滚续需求下滑**；其三是**非银行金融机构为企业创造的信用活动继续修复**，余额同比下降 1.4%，降幅较上季度收窄 0.4 个百分点，主要原因是基础设施产业投资基金中的大部分资本金贷款以股东借款方式投放，推动委托贷款快速增长。

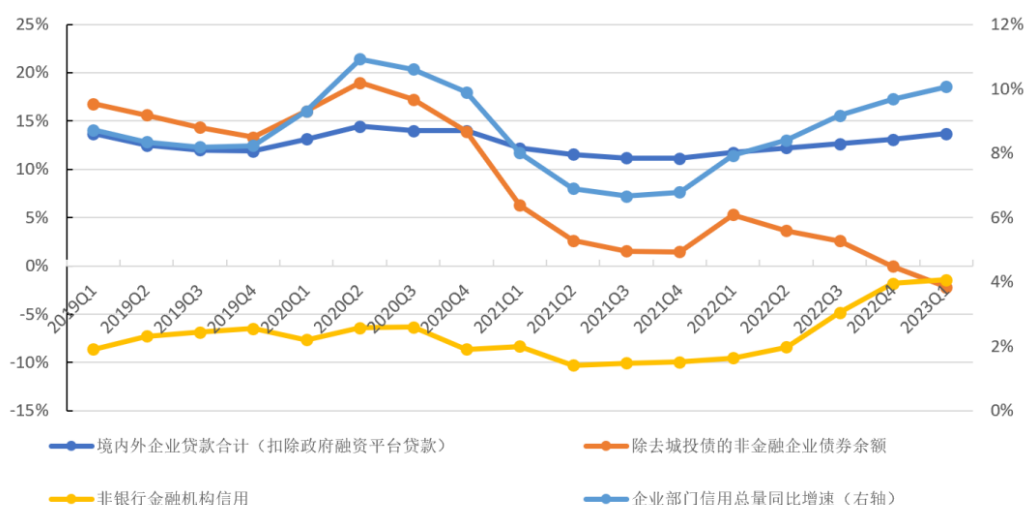


图 10 非金融企业信用总量各科目同比增速 (%)

数据来源：国家金融与发展实验室。

企业的货币窖藏现象进一步延续，预期和信心仍未企稳。第一季度企业存款同比增长 8.9%，增速较上季度提高 2.1 个百分点。其中，活期存款增速由负转正，环比提高 2.3 个百分点至 1.6%，企业的流动性有所好转，不过程度有限；中长期存款增速环比提高 1.8 个百分点至 13%，企业仍更愿意将货币窖藏在银行。

当前工业经济疲软与服务业经济反弹并存，企业修复不均衡。一方面，工业经济增长乏力。其特征，一是生产放缓，第一季度工业增加值同比增长 3%，较上季度下滑 0.6 个百分点；二是大类行业全部放缓，采矿业、制造业、电燃水供应业的增加值同比增速分别为 3.2%、2.9%、3.3%，均低于上季度水平，其中制造业增速低于整体工业水平；三是企业经营困难，第一季度规模以上工业企业利润同比下降 21.4%，较上季末下滑 17.4 个百分点；四是景气度不稳，虽然与去年末相比，今年第一季度生产、新订单、新出口订单等大部分 PMI 都从回升至了 50 以上，但是与 2 月份相比，3 月份各项 PMI 基本都出现回落。另一方面，**服务业经济反弹。**其特征，一是产值增速明显加快，第一季度服务业实际 GDP 同比增长 5.4%，较上季度提高 3.1 个百分点，服务业生产指数累计同比增长 6.7%，较上季度提高 6.8 个百分点；二是大部分行业形成拉动作用，除了房地产和交运仓邮业以外，其他主要行业均高于整体服务业增速，其中，住宿餐饮业增速最高且反弹力度最大，同比增长 13.6%，较上季度回升 15.9 个百分点；三是企业经营增长，截至 2 月份，规模以上服务业企业营业收入累计同比增长 3.4%，比上季度加快 0.7 个百分点；四是景气度持续改善，服务业的商务活动指数为 56.9%，创下 2012 年有记录以来新高。

居民部门

居民部门信用总量规模为 77.5 万亿元，同比增长 7.1%（图 11），增速较上季度提高 1.7 个百分点。具体来看，短期消费贷款增速环比提高 9.5 个百分点至 9.4%，中长期消费贷款增速环比下滑 0.3 个百分点至 2.3%。**居民消费意愿回暖**。短期及中长期经营贷款分别增长 15.8%、21.7%，增速较上季度分别提高 2.1 个百分点、2.5 个百分点。经营贷款高增的原因，一方面是**消费修复、个体工商户的经营融资需求旺盛**，另一方面是**部分经营贷款被挪用至房地产市场**，今年已有不少银行因此受到处罚。

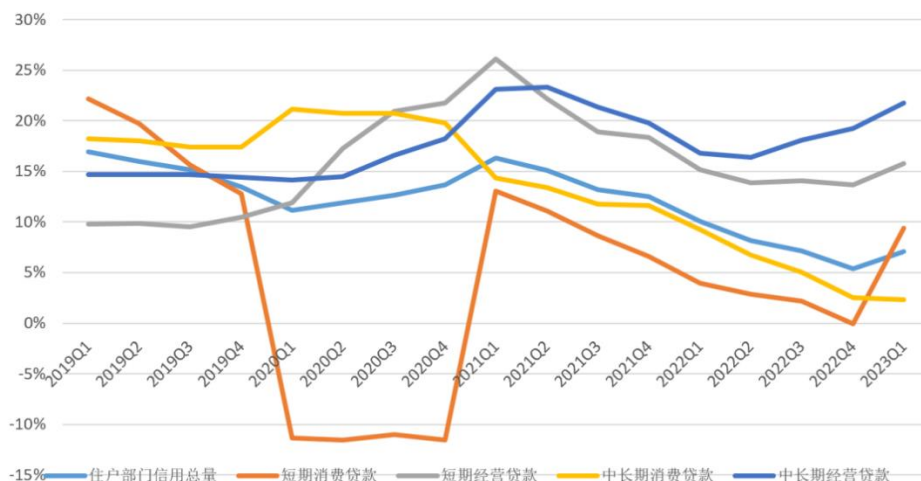


图 11 居民部门信用总量同比增速 (%)

数据来源：国家金融与发展实验室。

居民存款窖藏现象加剧。第一季度，居民存款同比增长 18%，增速较上季度提高 0.7 个百分点。其中，活期存款增速环比下滑 2 个百分点至 9.8%，居民存款通过消费向企业存款转化；定期存款增速环比提高 1.7 个百分点至 21.8%，反映货币窖藏现象加剧。虽然第一季度消费反弹，但是多为“恢复性”的，**居民预期不稳、信心不足，核心需求仍然萎靡**，大量资金被放在定期存款、结构性存款中。在多地银行下调存款利率的背景下，部分资金也转移至带有理财性质的储蓄型保险中。

当前居民收入修复仍不理想。扣除价格因素，第一季度人均可支配收入增长 3.8%，较上季度回升 0.9 个百分点，距离疫情前 7%左右的水平仍有较大差距。

□ 政府部门

政府部门信用总量为 79.6 万亿元，同比增长 11%（图 12），增速基本与上季度持平。其中，中央政府的信用增速环比上升 1.5 个百分点至 12.7%，原因是国债发行提速；地方政府的信用增速环比下滑 0.6 个百分点至 10.2%，原因是**债券偿还高峰到来，余额增速放缓**。第一季度地方政府债券、城投债发行分别同比增长 9.2%、21.9%，偿还规模分别同比增长 133.7%、39%，导致净融资规模分别同比下降 2.7%、1.6%。

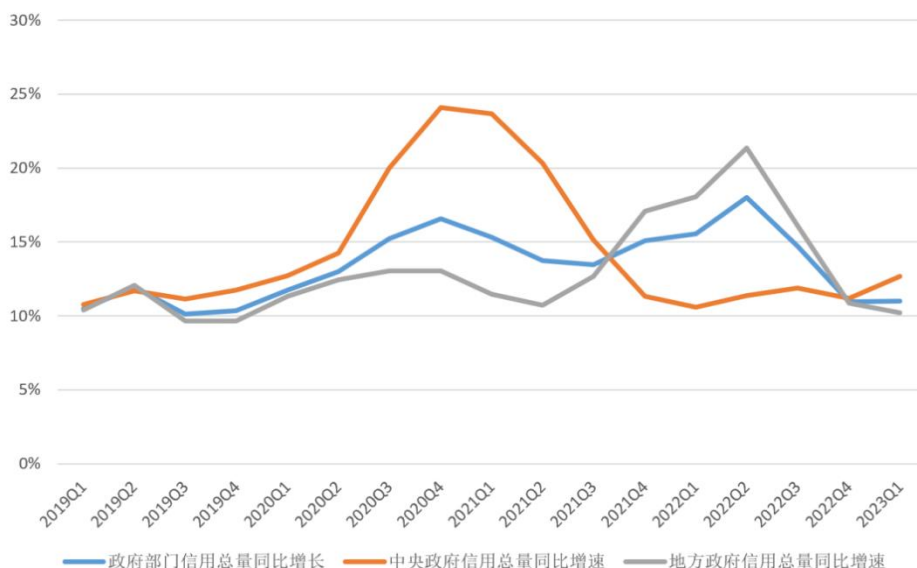


图 12 政府部门信用总量同比增速 (%)

数据来源：国家金融与发展实验室。

经济修复不均衡叠加财政延续发力，导致财政收支压力上升。第一季度，一般公共预算收入、支出分别同比增长 0.5%、6.8%，与上季末相比分别下降 0.1 个百分点、提高 0.7 个百分点。经济修复不均衡叠加财政延续发力，导致政府收支差距扩大。**从收入端来看**，税收收入同比下降 1.4%，已经连续 11 个月下降，但是降幅较上季末收窄 2.1 个百分点，主要归因于企业所得税、增值税、房产税、契税、土地使用税等增速回升，与企业经营修复（主要是服务业）、房地产修复有关。而消费税、个人所得税、关税、进口税、印花税、耕地占用税、资源税等增速由正转负，车辆购置税继续深度萎缩，主要源于财政政策对消费、外贸、市场交易、农业、国有资源利用（补充财政收入）、汽车产业等重点领域的税费支持。非税收入同比增长 10.9%，增速较上季末下滑 13.5 个百分点，已经连续 13 个月高于财政收入增速，政府积极推进闲置国有资产盘活工作。**从支出端来看**，科学技术、社保就业、城乡事务、农林水务、债务付息这几项增速较上季末增加，反映当前发力点集中在核心技术攻坚、稳就业、促基建和化风险上。综合来看，**今年财政政策更加精准、有力，同时兼顾当下和未来，也意味着今年财政收支矛盾仍将突出。**由于消费税、车购税、关税都是中央独享税，导致中央收入由增长转为下降，而地方收入由下降转为增长，第一季度中央、地方政府收入增速分别是-4.7%、5%，支出增速分别是 6.4%、6.9%，央地收入差距明显缩小。

由于**土地市场持续低迷**，政府性基金总体收入、支出跌幅双双扩大，第一季度收入、支出分别同比下降 21.8%、15%，较上季末分别下滑 1.2 个、12.5 个百分点。其中，地方政府收入同比下降 23.6%，较上季末下滑 3.7 个百分点，支出同比下降 15.2%，较上季末下滑 10.5 个百分点。第一季度土地市场出让收入、支出仍然深度萎缩，对地方财力仍有较大影响。

今年地方政府债券发行速度仍然较快，主要支持传统基建。第一季度累计发行地方政府专项债 2.1 万亿元，同比增长 15.6%，增速创近 6 个月来新高。其中，新增一般债券同比增长 14.9%，占全部增量的 15%；新增专项债券同比增长 4.5%，占比 64%；再融资债券同比增长 73%，增速创 2022 年 1 月份以来新

高，占比 21%，债券滚续需求增多。专项债仍是新增债券的主体，发行进度约 36%，与去年持平，主要用于支持市政和产业园区基础设施、交通基础设施、社会事业以及保障性安居住房等传统领域，而支持新型基础设施和新能源项目的比重目前在 1% 左右。

地方政府的债务压力持续攀升。自 2009 年以来，积极的财政政策已经实施了 15 年，使得政府、尤其是地方政府的债务迅速扩张。自 2018 年有记录以来，地方政府债务余额的年均增速为 16.4%，远高于同期 GDP 的年均增速 7.8%。据社科院统计，2015 年至 2020 年，政府显性债务的付息支出增速均在 20% 以上。在去年税源萎缩的背景下，地方政府债券付息首次突破万亿、达到 1.1 万亿元。需要注意的是，虽然债券的本金能够通过再融资债券滚续，但是利息却必须由财政资金偿还。虽然目前地方政府显性债务相对可控，但是仍有四点需要关注：其一是**地方政府之间的资产和财力存在差异**，化债进度不一，弱资质地区的债务更容易“滚雪球”；其二是**寻找财政“不可能三角”——增支、减收、控债的优解**，把握好稳增长与防风险的平衡；其三是**防范隐性债务风险的不确定性**；其四是**警惕财政、企业、金融风险共振**。

近年来地方政府的隐性债务化解工作稳步推进。按照监管部门之前的表述，全国要在 2028 年前实现隐性债务清零。过去两年广东、北京和个别市县已先后实现了隐性债务清零。与此同时，城投公司的市场化转型也进一步提速。2023 年以来，以江苏为首的等多个省份城市的多家城投企业宣布“不再承担政府融资职能”。截至 3 月 1 日，今年已有 56 家平台公司“退出”，数量达到了去年全年的一半。自 2010 年中央加强融资平台管理以来，以不同程度“退出”的城投企业已累计超过 3000 家，多集中在浙江和江苏，主要原因是配合隐性债务清理，以及规避融资监管。不过，部分已“退出”城投企业的实际股东仍为当地政府，高管仍为政府任命，主要业务仍为地方基建。因此，“退出”城投企业与地方政府信用的剥离程度仍需进一步评估。

三、小结与下阶段展望

当前经济复苏的结构并不均衡，出现明显改善的行业，基本都是原来深度萎缩、后由于政策放松而大幅反弹的行业，例如劳动密集型服务业、房地产业、建筑业等。因此，**2023 年第一季度经济改善更多源于“恢复性”复苏，而内生性增长动能的修复并不明显**，物价的持续下滑已是反映。居民和企业预期不稳、信心不足，导致**宽松的货币供应难以精准滴灌到实体经济**，有相当一部分资金脱实向虚，被居民和企业窖藏在定期存款中，或违规挪用于偿还贷款本息、购买理财产品、置换房贷等，导致市场资金利率不降反升。虽然财政政策保持积极，但是受到收支和偿债双重压力掣肘，地方政府财力正在紧绷。随着一系列稳外贸政策出台显效，今年外需压力料将有所缓解。至于内生性增长动能的修复，由于生产和投资的最终目的是消费，因此**发力点还是在消费上**。

我们通过滤波方法提取了消费的主要趋势，时间区间选取 2010 年（劳动年龄人口占比达峰的年份）至 2023 年 3 月份。结果发现，虽然消费在疫情后有短暂反弹，但是随后又回归疫情前的长期下滑趋势（图 13）。从规模以上增速来看，除了石油及制品类消费和药品类消费在疫情后持续反弹回升以外，其他必选消费、可选消费全部回归长期下滑趋势。背后主要有两方面影响因素：其一是居民收入增速持续

下滑（自 2014 年有记录起）。其二是 16-24 岁毕业生群体失业率持续攀升（自 2018 年有记录起）。值得注意的是，无论是疫情前还是疫情后，居民收入和毕业生失业率趋势的斜率并没有发生变化，说明消费萎靡并不是由疫情造成的，而是由长期的、内生性的结构性因素导致的。因此，结构性的改革才是对症下药，如在收入分配结构方面，提高居民收入占国民收入比重；在要素投入结构方面，加快人才、科技、创新等高级生产要素投入；在产业结构方面，加快推动传统产业转型升级等等。

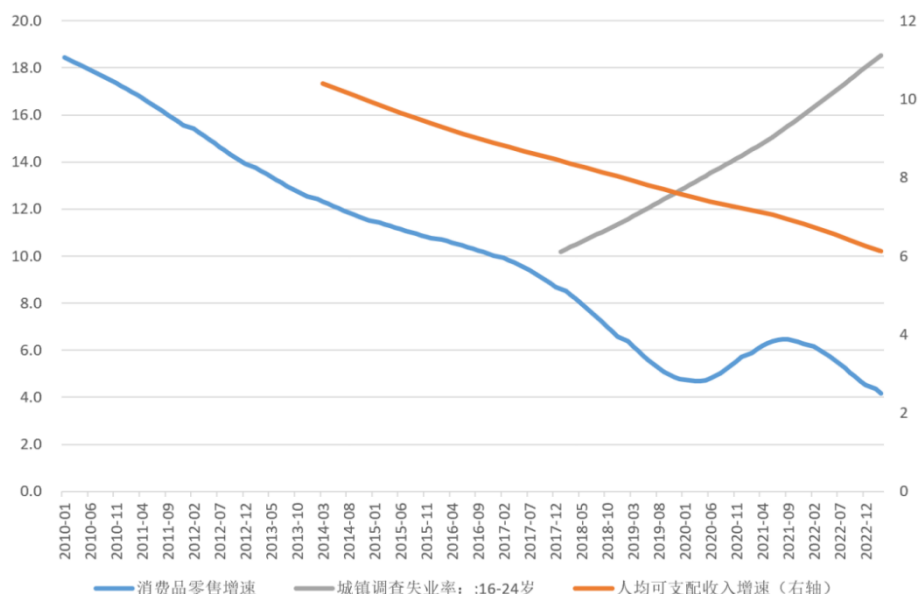


图 13 消费相关数据的主要趋势

数据来源：CEIC。

结合 4 月 28 日的中央政治局会议部署，我们认为第二季度有以下几个关注点：**其一是重点群体就业问题有望改善。**今年多项会议、多份文件将“稳就业”摆在首位，围绕“扩、促、兜”综合施策，例如对吸纳毕业生群体的企业发放补贴，并支持金融机构助力企业稳岗扩岗等。随着政策落实见效，今年重点群体就业问题有望改善。**其二是需求潜力有望进一步释放。**国内服务业反弹修复，引领消费市场逐步回暖。政治局会议强调“财政政策和货币政策形成扩大需求的合力”，接下来，宏观政策将聚焦总需求，进一步加强协调配合。**其三是新能源汽车出口的高增态势有望延续。**我国新能源车出口竞争力明显增强，产量和销量在过去两年逐年翻番。此次政治局会议提出“巩固和发展新能源汽车优势”，国家及地方层面有望出台面向新能源车及配套基础设施的支持政策，进一步提升我国新能源车的国际竞争力。**其四是平台经济发展将迎来机遇。**政治局会议在“平台企业规范健康发展”的基础上新增“鼓励头部平台企业探索创新”表述，表达了中央支持平台经济的态度，将促进平台企业通过创新（数字化）赋能实体经济，引领发展、创造就业并加强国际竞争力。**其五是防范化解风险不动摇。**政治局会议提到“聚焦金融、房地产、地方政府债务等重点风险领域”。金融化险的重点是中小银行、保险和信托的改革化险。这些机构的抵御风险能力往往较弱，且大部分业务与“房地产”“城投企业”等风险积聚领域深度绑定，更容易受到信用风险冲击，继而引发区域性或全国性金融风险；房地产保持“房住不炒”、“保交楼”、“探索房地产发展新模式”等基调，稳信心、稳预期仍将是政策重点。4 月份我国全面实现不动产统一

登记，将有助于提高房地产调控的精准性；地方政府债务化险的重点仍是严控新增隐性债务。接下来财政部将进一步打破政府兜底预期，分类推进融资平台公司市场化转型，厘清城投与政府的界限。

(内容来源：国家金融与发展实验室)

美国中小银行危机远未终结，金融政策教训何在？

曾刚

上海金融与发展实验室 主任

美联储报告显示，美国 700 多家银行由于资产负债表上存在大量浮亏，正面临“重大的安全和偿付能力”风险，而这些银行报告的损失超过了其资本的 50%。美联储指出，加息是造成这些美国银行出现亏损的催化剂。

一、加息致美国中小银行存在巨大风险

3 月以来，美国硅谷银行、签名银行、第一共和银行等相继关闭。这直接导致了其他上市中小银行股价的大幅下跌，再叠加近期以来，美国银行业(特别是中小银行)存款持续流失，市场对美国银行业风险的担忧极速上升。

对比硅谷银行和第一共和银行，其风险生成的逻辑以及风险暴露的驱动因素几乎完全相同。唯一不同的是，硅谷银行持有的债券类资产更多，所以美联储加息所导致的资产减值能被市场更早地关注到，并演变为储户的挤兑。而第一共和银行资产以信贷为主，其价值的实际变化不容易被市场所观察到，加之硅谷银行事件之后，美联储和财政部介入的流动性救助，多少为其争取了一些时间。但市场大势所趋，终究无力回天。第一共和银行的倒闭，是意味着本轮美国银行业动荡告一段落，还是更大危机的序幕？未来还需观察。但在美联储加息背景下，美国中小银行风险还将进一步上升，却是不争的事实。

2022 年以来，美联储持续加息缩表，货币基金等资产收益率明显走高，且增幅大幅高于银行存款利率，受其影响，截至 2023 年一季度，美国商业银行存款规模已连续三个季度下降，其中部分存款直接流向了收益率更高的货币市场、基金市场，部分中小银行存款则转移到经营更稳健、风险抵御能力更强的大型银行。根据美联储数据，仅 3 月份美国商业银行存款就下降 3000 亿美元以上，接近存款总额的 2%，其中约三分之二的下降来自于中小银行。

为应对存款流失和浮亏资产被迫变卖造成巨额亏损等风险，中小银行不得不利用金融市场资金来替代原来成本极低的存款，以缓解短期流动性压力，其结果就是负债成本显著上升。由于存量资产大都是在低利率环境下形成，收益率整体偏低，负债成本抬升必然会大幅压缩银行的净息差，进而导致部分中小机构陷入经营困境。即使不考虑短期的恐慌性抛售因素，经营困境也足以导致资本市场不断拉低中小银行的估值，增大其资本补充和可持续发展的难度。

目前来看，由美联储加息导致的中小银行危机可能还远未终结。尽管市场普遍预期在 5 月，美联储的此轮加息进程即将宣告结束。但停止加息并不意味着风险的缓解：长期低利率环境下形成的海量金融资产，在利率持续维持在高位的情况下，价值将面临全面的重估，这一过程可能带来的冲击无疑是巨大的。对美联储而言，要缓解风险，不光是停止加息，甚或需要在较短时间内就要进行反向的降息操作。

一边是通胀压力居高不下，一边是中小银行风险越演越烈，加息还是降息？将是未来一段时间困扰美联储的两难选择。

二、美国银行业危机的教训

目前愈演愈烈的美国银行业风险，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，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，且有相当多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。

（内容来源：中新经纬）

美国银行业风险继续发酵，美联储进退维谷

曾刚

上海金融与发展实验室 主任

5月1日，美国第一共和银行被加利福尼亚州金融保护和创新局关闭，并由美国联邦储蓄保险公司（FDIC）接管。同日，摩根大通宣布从FDIC手中收购第一共和银行的绝大部分资产（包括约1730亿美元的贷款和约300亿美元证券）和约一半的核心负债（约920亿美元存款，其中包括300亿美元的大额银行存款），其他负债（如第一共和银行的公司债或优先股）则被排除在外。为促成收购，FDIC将向摩根大通提供损失分担协议，涵盖所收购的单户住宅抵押贷款和商业贷款，以及500亿美元的五年期固定利率定期融资。

在短短的一个月中，美国第三家中型银行破产，直接导致了其他上市中小银行股价的大幅下跌，再叠加近期以来，美国银行业（特别是中小银行）存款持续流失，市场对美国银行业风险的担忧极速上升。银行体系风险愈演愈烈之下，给美联储后续的货币政策操作带来了越来越多的不确定性。

重蹈硅谷银行的覆辙

第一共和银行的资产规模与早前破产的硅谷银行相接近，2020年，两家机构在美国银行业中分别排名第14和第15。在发生风险之前，它们也都是具有较为鲜明经营特色的中型银行。硅谷银行专注于科技信贷业务，在美国科创领域具有较高的影响力。而第一共和银行则专注于高净值客户服务，在私人银行、财富管理领域有一定竞争力，截至2022年底，第一共和银行100万美元以上的高净值客户数量为138,000个，占全美的比例为4.45%。

从资产负债结构来看，第一共和银行的经营风格似乎比硅谷银行更加谨慎。资产端，截至2022年末，第一共和银行的资产规模为2130亿美元（略大于硅谷银行的2090亿美元），其中贷款规模为1670亿美元（相当部分为低风险的按揭贷款）和320亿美元的债券。与硅谷银行资产中债券占比60%相比，第一共和银行在资产端更加专注于信贷业务。负债端，2022年末，第一共和银行的资金来源包括1760亿美元存款，70亿短期美元债券和90亿美元长期债券，以及180亿美元的资本工具。负债结构对金融市场以及同业资金来源的依赖度较低，总体符合监管导向和相关监管要求。

这样一家客户资质优良（高净值客户），负债结构相对健康（金融市场依赖度低）以及资产结构聚焦主业（信贷）的银行，如何落到与硅谷银行一样的境遇？其风险实质与硅谷银行是否有所不同？同样的问题，在其他中小银行中是否存在？让我们先简单梳理一下第一共和银行风险发酵的过程。

首先，第一共和银行是自身负债结构以及硅谷银行风险扩散的受害者。在硅谷银行事件之后，市场恐慌情绪蔓延，中小银行的存款流失情况有所加剧。第一共和银行以高净值客户为主，多数的存款额都高于25万美元的存款保险上限，对风险的敏感度会更高。在2023年的一季度，第一共和银行的存款流出高达1020亿美元，占到所有存款的58%。银行面临的流动性风险迅速上升。

然后，在资产端难以变现（其资产以信贷为主）的情况下，第一共和银行不得不通过市场融资和救助来应对流动性危机。到 2023 年一季度末，第一共和银行的短期市场融资增加到 800 亿美元（较 2022 年末激增 10 倍以上）；硅谷银行事件后，在美联储和美国财政部安排下，以摩根大通为首的 6 家大银行还向第一共和银行提供了 300 亿美元的救助性存款，以支持其渡过流动性危机。除上述来源外，美联储和联邦住房贷款银行（FHLB）也是第一共和银行的借款对象，但借款利率也须参照市场利率执行。

最后，存量资产的收益难以支撑短期负债的成本，第一共和银行净息差迅速收窄，叠加股票价格大跌，丧失了持续经营的能力。短期借债和救助固然可以帮助第一共和银行度过第一波的挤兑，但市场融资是需要成本的，在美联储持续加息之后，这样的融资成本已然处于高位，考虑到第一共和银行自身的风险，融资成本可能还会高于市场平均水平。而另一端，第一共和银行的信贷资产大多形成在美联储加息之前，平均收益水平远低于资金成本，由此导致银行净息差迅速下降。相关数据显示，第一共和银行的净息差从 2022 年四季度的 2.5%，迅速下降到 2023 年一季度的 1.8%。考虑到 3 月以后融资成本激增，有分析认为第一共和银行的净息差到 2023 年 3 月以后已经跌到零甚至更低。由于资产低收益和负债高成本的情况存在长期性，第一共和银行可持续经营的能力自然会受到投资人的怀疑，进而导致股价大跌，资本补充能力基本丧失，最后难逃被接管收购的结局。

对比硅谷银行和第一共和银行，其风险生成的逻辑以及风险暴露的驱动因素几乎完全相同。唯一不同的，是硅谷银行持有的债券类资产更多，所以美联储加息所导致的资产减值能被市场更早地关注到，并演变为储户的挤兑。而第一共和银行资产以信贷为主，其价值的实际变化不容易被市场所观察到，加之硅谷银行事件之后，美联储和财政部介入的流动性救助，多少为其争取了一些时间。但市场大势所趋，终究无力回天。

美国中小银行风波难息

第一共和银行的倒闭，是意味着本轮银行业动荡告一段落，还是更大危机的序幕？未来还需观察。但在美联储加息背景下，美国中小银行风险还将进一步上升，却是不争的事实。从负债端看，美国中小银行存款流失、息差收窄的过程还远未结束。

2022 年以来，美联储持续加息缩表，货币基金等资产收益率明显走高，且增幅大幅高于银行存款利率，受其影响，截至 2023 年一季度，美国商业银行存款规模已连续三个季度下降，其中部分存款直接流向了收益率更高的货币市场基金市场，部分中小银行存款则转移到经营更稳健、风险抵御能力更强的大型银行。根据美联储数据，仅 3 月份美国商业银行存款就下降 3000 亿美元以上，接近存款总额的 2%，其中约三分之二来自于中小银行。

为应对存款流失和浮亏资产被迫变卖造成巨额亏损等风险，中小银行不得不利用金融市场资金（利率 5% 左右）来替代原来成本极低的存款，以缓解短期流动性压力（第一共和银行即是如此操作），其结果就是负债成本显著上升。由于存量资产大都是在低利率环境下形成，收益率整体偏低，负债成本抬升必然会大幅压缩银行的净息差，进而导致部分中小机构陷入经营困境。即使不考虑短期的恐慌性抛售因素，经营困境也足以导致资本市场不断拉低中小银行的估值，增大其资本补充和可持续发展的难度。资

产端，存量资产再定价过程中，银行资产减值压力和信用风险还将继续上升。理论上讲，随着基准利率的不断上升，金融资产的收益率也会水涨船高。长期来看，加息周期中，净息差往往会有所扩大，并有利于银行业的发展。但在短期内，资产再定价如果低于存款利率上涨的速度（这取决于银行资产负债的期限结构，一般来说，期限错配越大，资产再定价调整速度会越慢），银行所面临的净息差风险（或证券类资产的减值）会越大。根据 FDIC 的统计，截至 2022 年底，美国商业银行投向国债、MBS 的可供出售资产（AFS）和持有至到期资产（HTM），逐日盯市的净值损失已经超过 6000 亿美元，接近银行业总股本的 30%，部分中小银行更是远超这个水平。贷款类资产的账面价值尽管不受市场波动的影响，但作为 MBS 的底层资产，其实际的价值折损同样存在。

此外，受美联储持续加息缩表，加上疫情暴发以来远程办公增加导致办公楼需求下降等因素影响，美国商业地产价格已经开始回落，全美写字楼空置率达到历史高位，部分商业地产抵押贷款支持证券（CMBS）出现违约，相关风险逐渐暴露。数据显示，美国商业地产抵押贷款约 60% 由银行持有，截至 2022 年底，美国银行商业地产贷款余额约 2.9 万亿美元，其中有 70% 左右由中小银行提供，占其总资产的比重接近 30%。未来随着商业地产信用违约风险进一步蔓延，中小银行资产端有可能出现更多的风险暴露。

目前来看，由美联储加息导致的中小银行危机可能还远未终结。尽管市场普遍预期在 5 月，美联储的此轮加息进程即将宣告结束。但停止加息并不意味着风险的缓解：长期低利率环境下形成的海量金融资产，在利率持续维持在高位的情况下，价值将面临全面的重估，这一过程可能带来的冲击无疑是巨大的。对美联储而言，要缓解风险，不光是停止加息，甚或需要在较短时间内就要进行反向的降息操作。一边是通胀压力居高不下，一边是中小银行风险越演越烈，加息还是降息？将是未来一段时间困扰美联储的两难选择。

（内容来源：21 世纪经济报道）

2023Q1 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

2023 年一季度，商业银行总资产仍保持较快增长，但净利润增速出现较大幅度回调，净息差也进一步收窄，整体经营环境承压。2023 年 3 月末，我国银行业金融机构本外币资产总额 397.3 万亿元，同比增长 10.9%。3 月末商业银行总体累计实现净利润 6679 亿元，同比增长 1.3%，利润增长较上年有较大幅度下降。商业银行整体净息差为 1.74%，较 2022 年四季度的 1.91%下降 0.17 个百分点，再创历史新低。商业银行不良贷款总额为 3.1 万亿元，较上季末增加 1341 亿元，总体保持低增长态势；商业银行不良贷款率 1.62%，较上季末下降 0.01 个百分点，连续十个季度出现下降。拨备覆盖率为 205.2%，较去年同期增了 4.5 个百分点，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 10.5%、11.99%和 14.86%，较去年末均有所下降。商业银行整体流动性覆盖率为 149.5%，流动性比例为 62.97%，总体保持稳定。

展望 2023 年二季度，商业银行应切实提升经营服务能力，有效应对净息差收窄和净利润放缓；积极应对资本新规的监管要求，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；同时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。

一、2023 年一季度银行业面临的宏观环境

今年以来，我国经济社会全面恢复常态化运行。2023 年一季度，我国国内生产总值（GDP）同比增长 4.5%，比前三年同期平均增速低 0.5 个百分点，这一方面反映了我国经济未来还有一定修复空间，另一方面可能反映了我国经济潜在增速有所下降。宏观风险方面，一季度宏观杠杆率从 2022 年末的 273.2%上升至 281.8%，其中，非金融企业杠杆率创新高，居民部门杠杆率重拾上升趋势，政府杠杆率升幅较小。国际方面，当前，全球仍处在贸易和库存周期的下行期。在货币政策持续收紧之下，美国经济增速出现较为明显的放缓迹象，3 月份美国通胀环比增速较快回落。欧元区受能源危机缓解和周期错位等因素影响，经济有所修复。在接下来的二季度，我国外贸出口可能会面临较大下行压力。2023 年一季度央行货币政策灵活适度，保持连续性、稳定性、可持续性，政策传导效率增强，金融支持实体经济质效进一步提升。根据人民银行数据，3 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 11.8%、12.7%和 10.0%，总体处于较快增长阶段。3 月末普惠小微贷款和制造业中长期贷款余额同比分别增长 26.0%和 41.2%。企业融资和个人消费信贷成本稳中有降，3 月新发放企业贷款加权平均利率为 3.95%，较去年同期下降 0.41 个百分点，个人住房贷款加权平均利率为 4.14%，较去年同期下降 1.35 个百分点。

人民币汇率双向浮动，在合理均衡水平上保持基本稳定，3月末人民币兑美元汇率中间价为6.8717元，较上年末升值1.4%。

金融监管方面，2023年一季度，《党和国家机构改革方案》的印发标志着我国金融监管体制改革迈出重要步伐。由中央金融委员会和中央金融工作委员会集中统一领导，中国金融监管体系形成新的“一行一局一会”格局。一季度监管发布《商业银行金融资产风险分类办法》，对商业银行金融资产分类进行了约束，并对已经试行近十年的《商业银行资本管理办法（试行）》以及《固定资产贷款管理暂行办法》《流动资金贷款管理暂行办法》《个人贷款管理暂行办法》和《项目融资业务指引》等信贷管理制度进行修订和公开征求意见。原银保监会在一季度发布《金融控股公司关联交易管理办法》明确了金融控股公司关联交易的有关规定，同时也对信托公司的业务分类以及信托公司异地部门提出了设置与管理方面的要求。2023年一季度，监管机构对商业银行开具的监管罚单数量环比上季度略有下降，但处罚金额环比上季度呈上升趋势，以金额计，大型商业银行、股份制商业银行、外资银行收到罚金较多，主要集中在信贷业务、公司治理及其他、理财业务、同业业务及资金业务等。

二、银行业经营情况

资产规模仍保持较快增长

2023年一季度末，我国银行业金融机构本外币资产总额397.3万亿元，同比增长10.9%。其中，大型商业银行本外币资产总额166.4万亿元，同比增长14%，占比41.9%；股份制商业银行本外币资产总额68.9万亿元，同比增长7.5%，占比17.3%。总体来看，整个银行业资产规模和增速在经历了2020、2021两年短暂回调后又恢复了10%以上的较快增长。

贷款增速较快依然是资产增速变化的主要来源。一季度新增人民币贷款10.6万亿元，同比多增2.27万亿元。商业银行信贷投放呈现以下特点：不同类型银行信贷投放更加平衡。一季度末，大型银行、中小型银行贷款增速分别为13.7%、11.1%，较年初均提升0.7个百分点。二是信贷投放延续“对公强、零售弱”特征，基建、制造业领域信贷投放力度较高。三是区域分化延续，江浙等区域维持较高信贷投放力度，而东北、西南地区信用扩张相对乏力。

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。根据央行数据，3月末，企（事）业单位中长期贷款比年初增加6.7万亿元，在全部企业贷款中占比为74.3%。制造业中长期贷款余额同比增长41.2%，比全部贷款增速高29.4个百分点。基础设施领域中长期贷款余额同比增长15.2%，比全部贷款增速高3.4个百分点。普惠小微贷款余额同比增长26.0%，比全部贷款增速高14.2个百分点；普惠小微授信户数5765万户，同比增长14.4%。房地产开发贷款有所回暖，但个人住房贷款余额增速依然在不断下滑，显示需求依然乏力。2023年一季度末，房地产开发贷款余额13.3万亿元，同比增长5.9%，增速比上年末高2.2个百分点。个人住房贷款余额38.94万亿元，同比增长0.3%，增速比上年末低0.9个百分点，占全部信贷余额的比例下降至17.27%。从余额增速来看，个人住房贷款余额同比增速从2017年第二季度开始呈持续下降态势。2023年第一季

度同比增速下滑至 0.3%，已远低于金融机构人民币各项贷款余额 11.8%的同比增速。提前还贷潮也对贷款余额同比增速下滑造成显著影响。

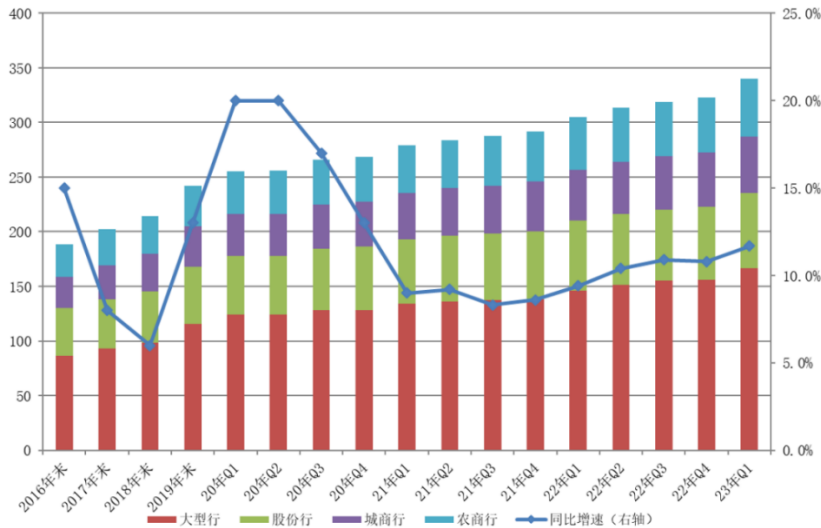


图 1 商业银行资产及资产增速变化趋势（单位：亿元）

数据来源：国家金融监督管理总局。

净利润增速下滑较快

2023 年一季度末，商业银行累计实现净利润 6679 亿元，同比增长 1.3%，利润增长较上年有较大幅度下降。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 3395 亿元、1505 亿元、891 亿元和 774 亿元，同比增长分别为-1.46%、-1.42%、21.4%、-3.01%，除了城商行利润有较大幅度增加外，其他类型银行增速均出现下降。进一步分析可以看到，大型银行、股份制银行盈利增速较上年显著承压，而城农商行则表现出一定的业绩韧性。在各类银行机构中，仅城商行盈利增速较上年提升，一方面，城商行息差收窄幅度显著小于其他类型银行，有助为利息收入提供更好支撑；另一方面，城商行上年同期业绩基数较低，23 年一季度城商行净利润同比增速环比 2022 年是有所下降的。

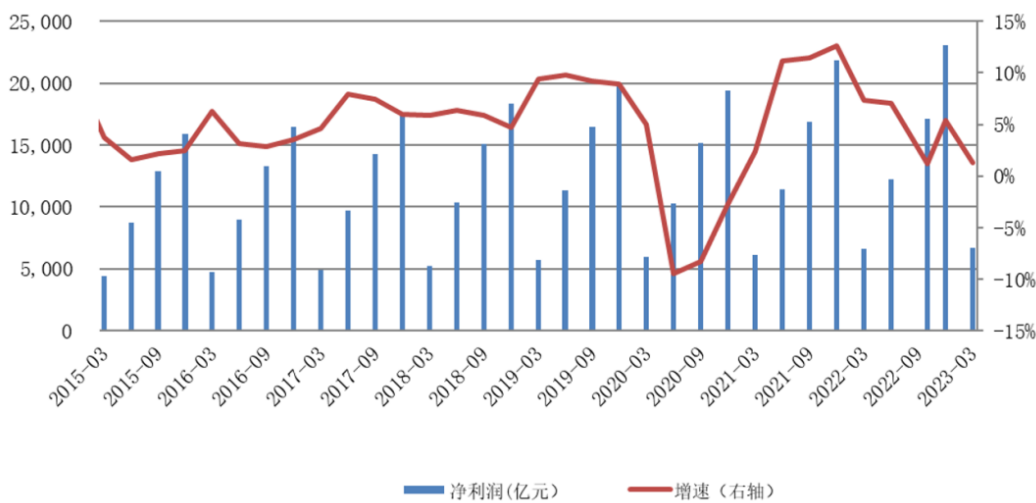


图 2 商业银行净利润及增速变化趋势

数据来源：国家金融监督管理总局。

净息差继续下行幅度较大

以净息差衡量各类银行的盈利能力，国家金融监督管理总局发布的数据显示，银行业 2023 年一季度净息差为 1.74%，较 2022 年四季度的 1.91% 下降 0.17 个百分点，再创历史新低。大型银行、股份行、城商行、农商行净息差较去年末分别变动-20BP、-16BP、-4BP 和-25BP，只有城商行净息差下降幅度较小，其他均有较大幅度下降。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（详见第三部分分析）。

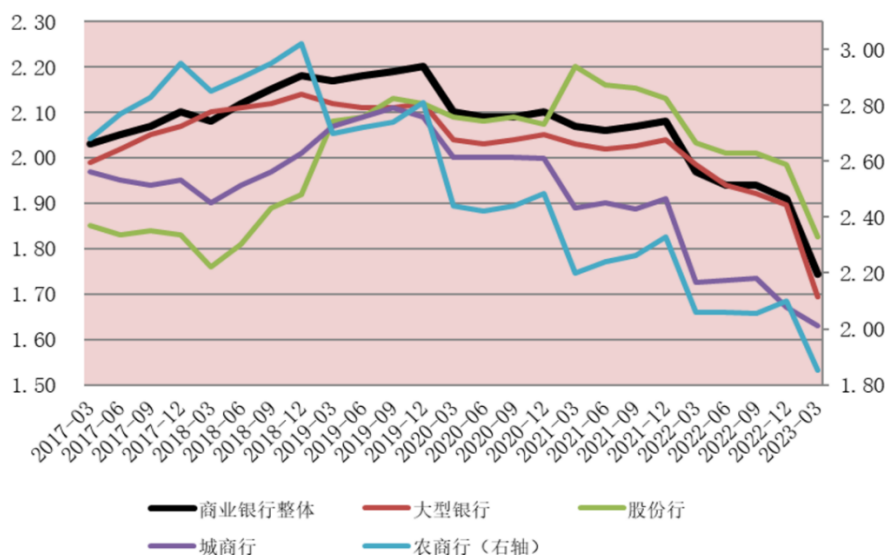


图3 商业银行净息差变化趋势

数据来源：国家金融监督管理总局。

风险状况

1. 不良资产余额增速有所回落

2023 年一季度末，商业银行不良贷款余额 3.1 万亿元，较上季末增加 1341 亿元。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。

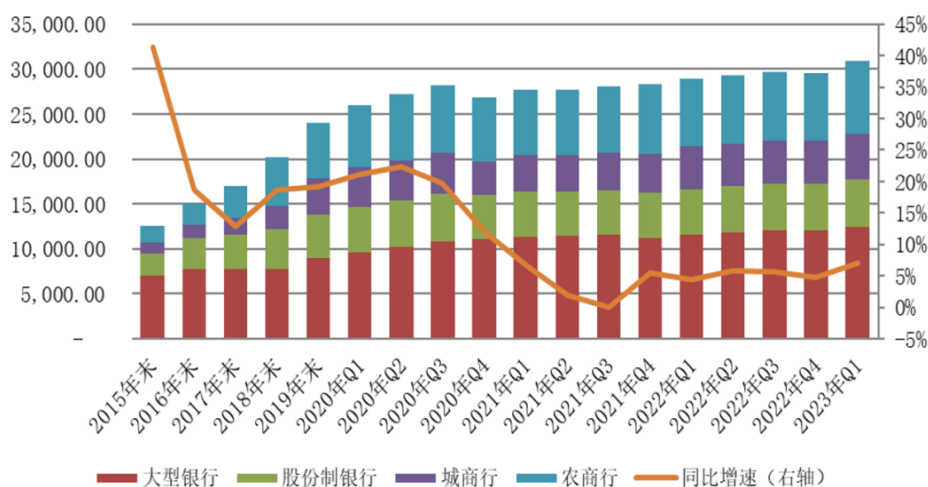


图4 商业银行不良资产余额变化趋势(单位：亿元)

数据来源：国家金融监督管理总局。

2023 年 3 月末商业银行整体不良贷款率 1.62%，同比下降 1 个 BP，连续十个季度出现下降。其中，大型银行不良率 1.27%，同比下降 8 个 BP；股份制银行不良率 1.31%，同比下降了 4BP，总体保持较低水平；城商行为 1.90%，同比下降 6 个 BP；农商行不良率 3.24%，同比下降 13BP。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。农商行近年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，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。

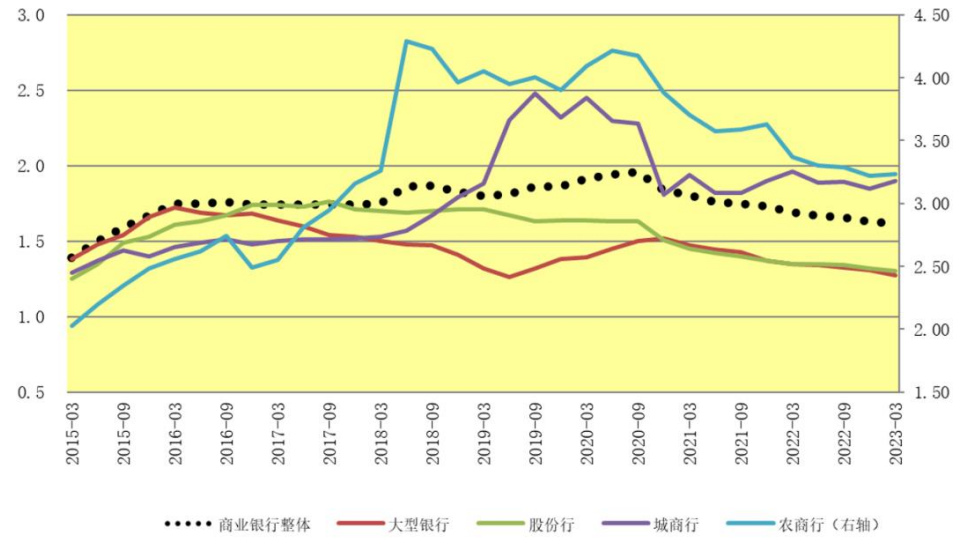


图 5 主要类型银行不良率变化情况

数据来源：国家金融监督管理总局。

从关注类贷款指标来看，2023 年一季度末，商业银行关注类贷款余额 4.2 万亿元，同比增加 4.5%，增幅较 2022 年末下降了 3.1 个百分点。关注类贷款规模与占比的下降表明，现阶段及未来一定时间，新增不良可能增长压力有所减弱。

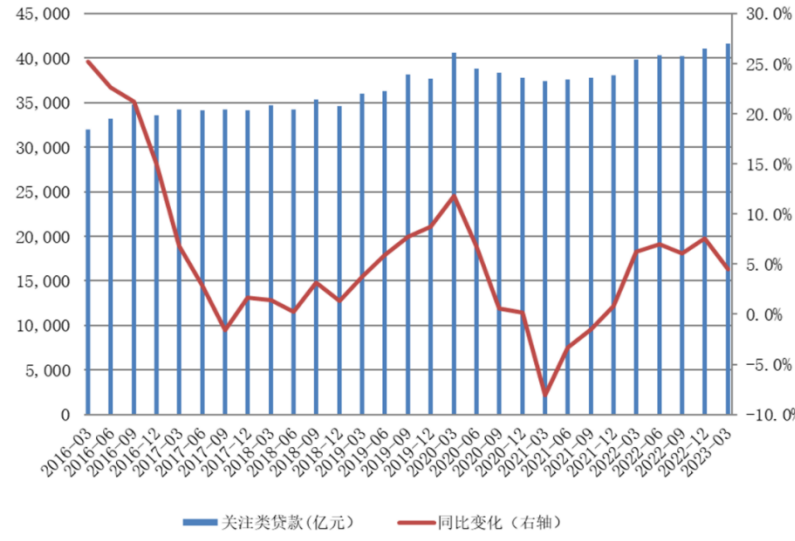


图 6 商业银行关注类贷款余额及同比增速变动

数据来源：国家金融监督管理总局。

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。2023 年一季度末，商业银行贷款损失准备余额为 6.4 万亿元，同比增长 9%。拨备覆盖率为 205.2%，较去年同期增了 4.5 个百分点，较上季度末上升 2 个百分点，连续十个季度上升。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 251%，较去年末增加了 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 215%，与上期基本持平，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 186%，农商行拨备覆盖率为 139%，仍较上期下降了 5 个百分点左右。

在当前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。

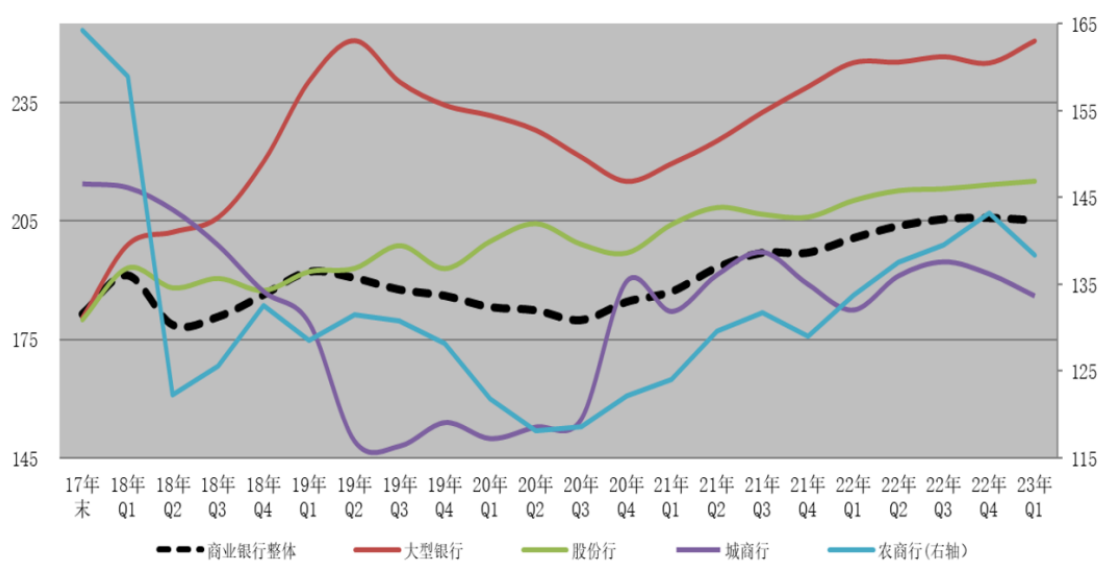


图 7 主要类型银行拨备覆盖率变化

数据来源：国家金融监督管理总局。

3. 流动性指标保持稳

定流动性比例。2023 年 3 月末，商业银行整体流动性比例为 62.97%，与上季度基本持平，总体保持稳定态势。分银行类型来看，大型银行、股份行、城商行、农商行流动性比例同比分别上升 2.1、-1、4.2、2.9 个百分点。

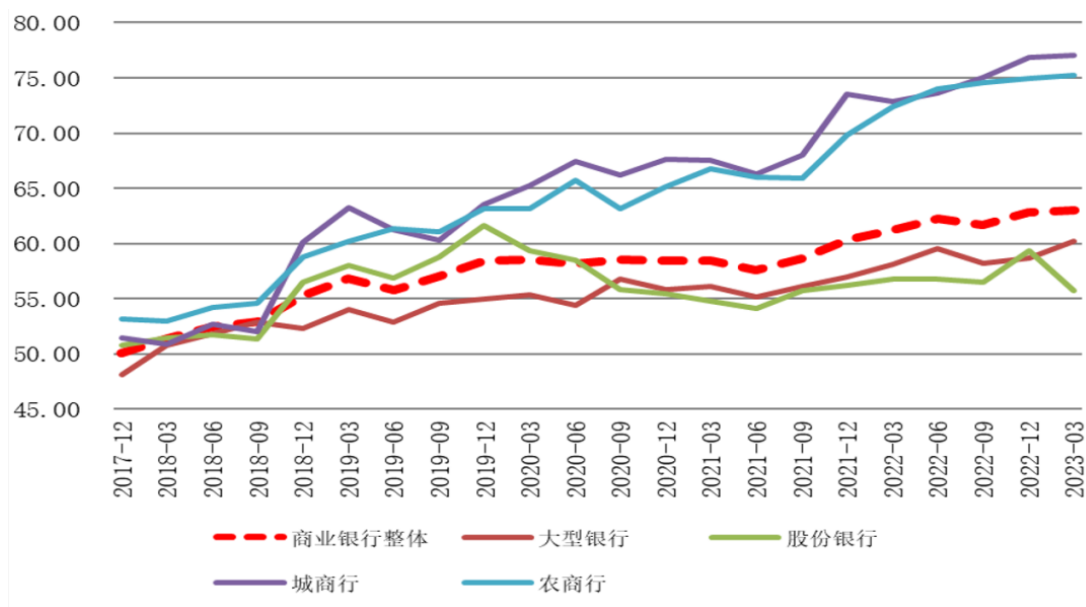


图8 主要银行类型流动性比例变化（单位：百分比）

数据来源：国家金融监督管理总局。

2023年3月末人民币超额备付金率1.95%，同比保持不变；存贷款比例（人民币境内口径）为77.57%，同比下降1.1个百分点，存贷比处于相对高位，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。

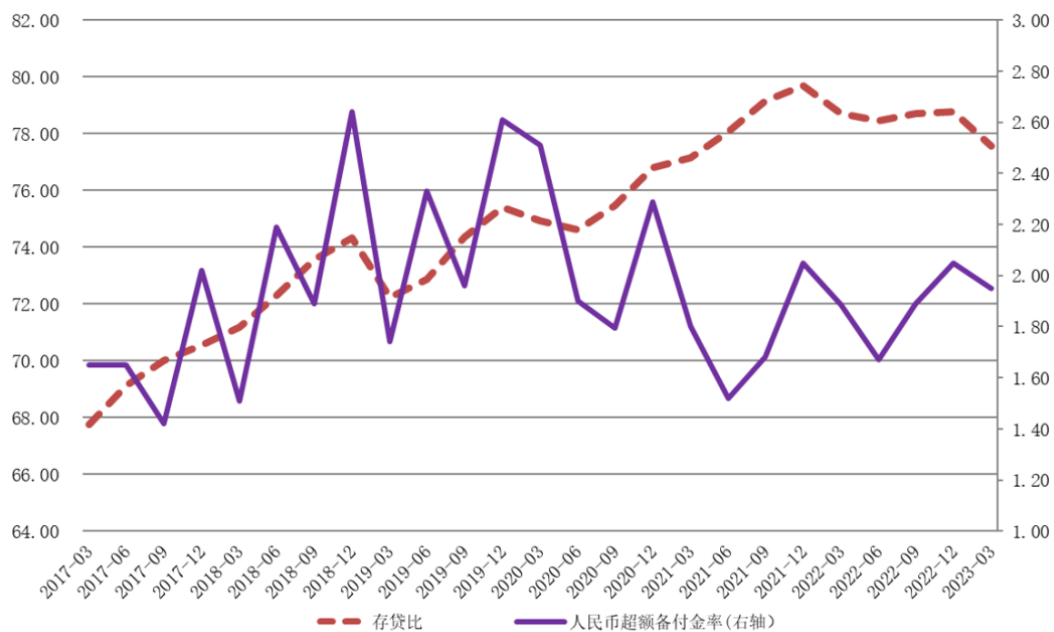


图9 商业银行整体超额备付金率与贷存比变化（单位：百分比）

数据来源：国家金融监督管理总局。

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3月末流动性覆盖率为149.5%，环比上升2个百分点，较去年同期增加6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。

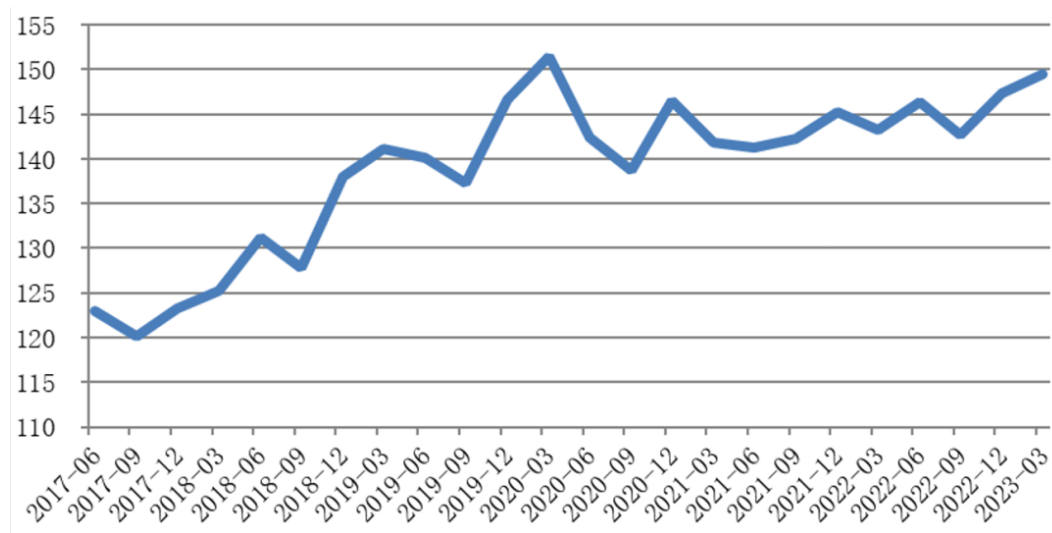


图 10 商业银行流动性覆盖率变化趋势

数据来源：国家金融监督管理总局。

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. 资本充足率进一步下降

2023 年 3 月末我国商业银行核心一级资本充足率、一级资本充足率、资本充足率的平均水平分别为 10.5%、11.99%和 14.84%，较去年末均有所下降。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去年末减少了 24BP，其他一级资本充足率下降了 2 个 BP，二级资本充足率则上升了 12 个 BP，这一方面说明，近年来商业银行息差持续收窄、信用风险出清加速对盈利消耗，净利润增速下滑拖累部分区域银行的内源性资本补充能力，部分区域银行资本加速消耗银行内源性资本补充相对乏力。另一方面也说明现阶段部分银行对二级资本债选择不赎回的策略对资本充足率产生影响。基于盈利压力，二级资本债券不行使赎回权案例呈上升趋势，其中山东、辽宁、安徽、吉林等地的城农商行未行使赎回权的二级资本债案例较多。尽管短期来看部分选择不赎回二级资本

债会对资本充足率形成一定支撑，但从中长期来看，上述行为会加大投资人本金回收、期限错配、估值波动等风险，会在一定程度影响投资者对购买二级资本债的热情，从而为后续发行增加难度。

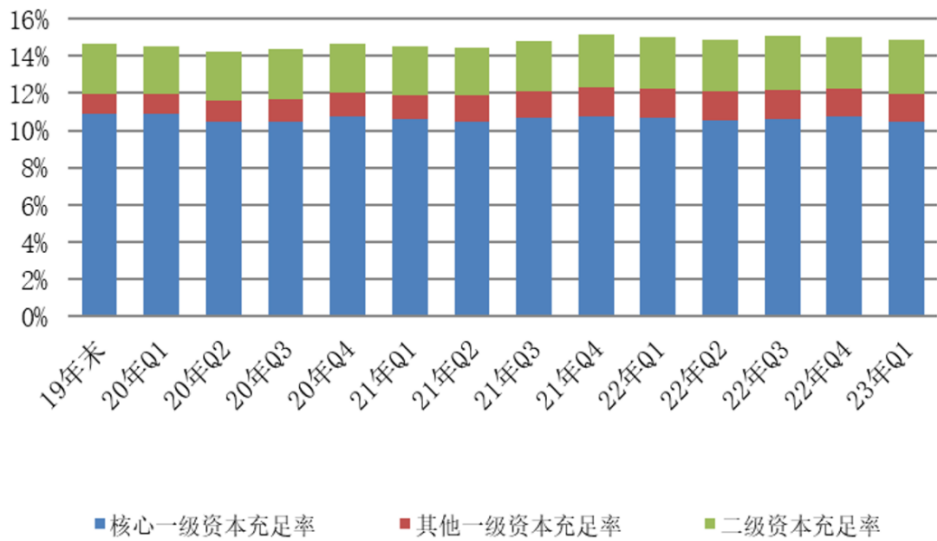


图 11 资本充足率结构变化趋势

数据来源：国家金融监督管理总局。

分银行类别来看，大型银行资本充足率为 17.35%，较年初下降了 41 个 BP，股份行、城商行、农商行资本充足率分别为 13.36%、12.39%、11.94%，分别较年初下降 21BP、22BP 和 24BP，大型银行资本充足率的下降幅度要明显高于其他类型银行。

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。

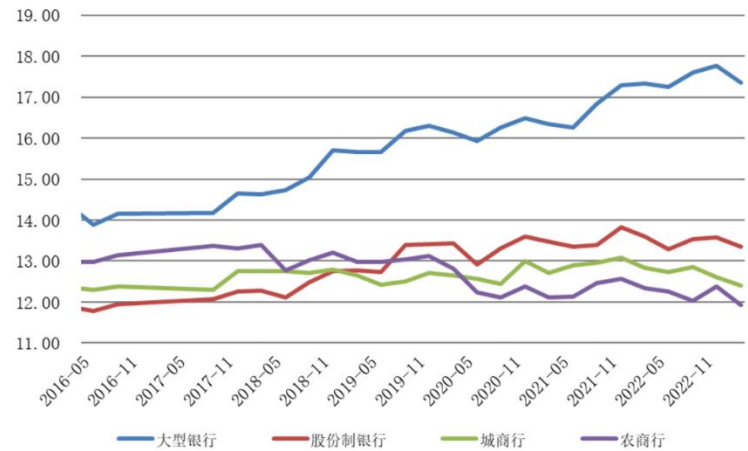


图 12 不同类别银行资本充足率变化趋势

数据来源：国家金融监督管理总局。

三、2023 年二季度运行展望

降低实体经济融资成本，银行开展新一轮存款利率下调

2023 年 5 月份以来，多家银行集体宣布下调人民币存款挂牌利率，一年期以上整存整取利率纷纷下调 25 到 30 个基点不等，多轮下调后，当前多数国有大行、股份制银行 3 年、5 年期存款挂牌利率已降至 3% 以下。中国银行业下调存款利率，主要基于以下因素影响：一是央行货币政策引导。当前国外经济形势复杂影响外需扩张，加快消费与投资恢复步伐需要货币政策工具加大逆周期调节力度，其中下调存款利率虽然不是央行货币政策最为直接、最有效的操作工具，但在缓解银行资金压力、降低市场无风险收益率、刺激消费和投资等方面能够起到一定的积极作用。当前存款利率市场化水平不高，央行进行窗口指导，以保障存款利率合理有序调整。二是银行业整体存贷款供需关系失衡。去年以来，存款增长较明显，市场供求关系发生变化，新机制带动存款利率下降，而贷款需求却相对疲软。在市场利率整体已明显下降的情况下，商业银行灵活调整存款利率，是商业银行存款利率市场化环境下的正常应对机制。三是商业银行自身净息差管理需求。贷款利率有下行需求且持续压缩银行净息差，2023 年一季度商业银行净息差为 1.74%，较 2022 年末下降 17bp。降低存款利率成为银行缓解这一压力的选择。

展望下一步，中小银行有较大概率会跟进降低存款利率，尽管中小银行应该有降低存款利率的积极性，但中小银行资金成本高、融资渠道窄，大幅调降存款利率会导致负债业务出现困难，流动性趋紧，所以合理有层级、有梯队的降低存款利率有利于中小银行保持一定吸储竞争力。短期来看，存款利率下调能够降低银行的资金成本压力，但由于下调幅度较小，缓解该种压力的能力有限。此外，此次存款利率下调可能会小幅推动贷款市场利率下行，但在净息差收窄限制与境外高利率约束下，贷款市场利率的下行可能没有太大的空间。从长期来看，利率变动需求和实体经济资金供求相关。目前，我国经济增长仍面临一些挑战，利率水平整体维持在相对较低水平，有一定下行压力。我国经济增长潜力较大，在潜在增长率水平不低的情况下，资金需求有望回到相对正常状态。随着资金需求上升，存款利率也有上升可能。

商业银行应提升经营服务能力，有效应对净息差收窄和净利润放缓

一季度我国银行业资产规模增长较快，信贷结构持续优化，资产质量基本稳定，呈现出稳中有进的良好态势。但同时，银行业净利润增速有所放缓，净息差出现较大幅度下降，需要引起注意。根据国家金融监管总局披露的数据，一季度商业银行净利润同比仅增长 1.3%，增速同比下降 6.1 个百分点。而去年全年，商业银行净利润同比增速仍达 5.3%。数据还显示，2022 年商业银行净息差呈逐季下降之势，年末净息差为 1.91%，同比下降 17 个基点，而 2023 年一季度净息差仅为 1.74%，较 2022 年四季度下降 0.17 个百分点，再创历史新低。尤其是城商行、农商行等中小银行，息差下降更为明显。银行息差缩窄及净利润增速下滑，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。一是受疫情余波和国外政治、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；二是为持续让利实体企业，贷款市场利率已降至历史低水平。3 月末，1 年期和 5 年期以上 LPR 保持为 3.65% 和 4.3%，分别较

2021 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。此外，受地产产业链和提前还款潮拖累，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。对于银行而言，下半年将进入更加严峻的净息差保卫战，目前存贷款利率现倒挂趋势说明银行净息差收窄问题已非常严峻，根据市场利率定价自律机制此前发布的《合格审慎评估实施办法（2023 年修订版）》，净息差的评分“警戒线”为 1.8%（含），低于 1.8%将被扣分，银行已到了必须打响净息差保卫战的时刻。

下一步，应采取进一步措施，有效提升银行业自身稳健发展能力和服务实体经济质效。从银行自身角度，首先，商业银行更应该从负债端发力，控制负债成本，通过经营客群聚焦核心存款，获取更多低成本资金；其次，应着力提高资产端质量，优化信贷资产结构，提高零售贷款占比，深入考察客户的资质，做好贷后监控，减少不良贷款的产生；第三，加大非利息收入占比，拓展财富管理。从监管角度，监管政策也应采取针对性措施，推动银行业特别是中小银行继续保持健康稳健发展态势。对小微企业金融服务，监管部门应设定更为科学合理的监管要求和考核指标，引导银行合理把握信贷投放总量、价格与节奏，保持业务发展可持续性，维护市场公平竞争秩序。继续加大对商业银行资本补充的支持力度，拓宽中小银行资本补充渠道，支持中小银行综合运用优先股、定向增发、可转债、永续债、二级资本债等工具补充资本，不断增强资本实力和稳健发展能力。

积极应对资本新规的监管要求

2023 年一季度，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“资本新规”）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。“资本新规”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，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。

“资本新规”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，引导银行强化组合管理，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；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。

（内容来源：国家金融与发展实验室）

关于营商环境建设的七点思考

张湧

上海金融与发展实验室副主任

1、营商环境是改革，不是一般性单项工作。浙江省委将营商环境、数字经济、地瓜经济列为三个“一号工程”，分别指向改革、发展和开放。“放管服”“最多跑一次”“一网通办、一网统管”都是改革。上海市发改委单独设立营商环境建设处，海南省单独设立营商环境厅，都体现了改革的高站位。

2、营商环境是软实力也是硬实力。宜居是宜商的重要前提，产城融合是招商引资的基本配置，应高度重视作为刚需的学校医院、文化设施等硬件设施建设。公共服务、办事效率、干部素质特别是对民营企业的关爱、和企业家的对话能力，都是软实力的具体化。

3、营商环境是制度型开放的核心内容。党的二十大报告提出，稳步扩大规则、规制、管理、标准等制度型开放。加快商品流动主要是提升贸易便利化，主要在边境上由海关、检验检疫等部门来解决，比如关税要降低、非关税壁垒要减少，一般称之为“边境上”的规则。这个我们现在做的不错、比较得心应手。

促进资本、人才、数据等要素的流动，发展服务贸易和数字贸易，对规则、规制、管理、标准等制度型开放的需求就高得多，恰恰在这一块我们是不足的、甚至是缺失的。制度型开放，是一种软开放，一般它称之为“边境内”开放，大量的事情是国内的事情、是政府内部的事情，我们的规则、规制、管理、标准要跟世界接轨。

2013 年上海自贸试验区首创外资准入负面清单，就是一种典型的制度型开放。营造市场化、法治化、国际化一流营商环境，是制度型开放的重要内容。

4、营商环境永无止境。上海从 1.0 版做到 6.0 版，浙江从“最多跑一次”做到“数字化改革”，都说明营商环境建设一直在路上。新业态、新赛道、新模式、新技术的层出不穷，对营商环境建设提出新的要求。老办法中好的要坚持，不适应的要再造和迭代。新举措的效应要不断放大，但不能为了求新求变，忽视了企业和人才最基本的诉求。

从 2002 年加入 WTO 到 2013 年首设自贸试验区，我国的营商环境整体水平不断提升。实际利用外资的规模不断攀升，就是对营商环境最好的投票和评价。

营商环境的基本版是政企关系和谐、政务服务便利、办事效率提升，升级版是“五自由、一便利”（投资、贸易、金融、运输、人员往来自由和数据流动安全有序便利），高级版是规则、规制、管理、标准制度型开放。但是，有了高级版、升级版，不能忘记基本版。即使一些改革开放的前沿发达地区，仍然可能存在因过于强调规范或对企业的“有错推定”，而导致的实际办事效率不高等问题。

5、营商环境好不好，企业和人才说了算，关键要看成功率。各地都很重视评价指标和排名，但更重要的是口碑和品牌。有些地方在企业注册登记等领域走在了全国第一方阵，但忽略了企业和人才落地后的后续服务。其实，注册登记只是万里长征第一步，晚几天早几天虽然也很重要，但更关键的是准入后的准营、准营后的打“赢”。隐形门槛设置过多，准入而不准营；商业机会过少，准营而打不赢，那么企业注册、人才落户的意义又在哪里？

营商环境的服务可以分为三个等级，第一是基本服务，包括教育医疗养老文化等基本公共服务和注册、登记、注销、破产、办税、办电，以及园区服务等；第二是增值服务，将自贸试验区改革举措惠及企业和人才，协助企业申报高新技术企业等；第三是附加服务，对企业提出的个性化要求在合法合规的前提下予以特别解决，也包括设立政府引导基金、产业投资基金、融资担保机构等协助企业解决初创期的融资难题。这些服务做好了，不愁创不出品牌和口碑来。

6、营商环境是践行群众路线的具体行动。政府部门一定要换位思考，北京和海南发明了“厅局长走流程”的举措，可能他们意识到制订涉企规则的局长处长绝大多数没有经营企业的经历，对企业的税务申报、工商变更、土地规划等业务流程或技术细节未必很了解。希望“走流程”不要变成“走过场”，如果厅局长们发现不了问题，而企业抱怨的问题仍然很多，说明还不够深入、还不够具体、还不够精准。

相信绝大多数政府官员的出发点都是好的，他们意识到企业和人才是纳税主体、是公共财力的主要来源，但有时坐在办公室想想流程设计得很完美，走出办公室一看却发现企业并不买账。

服务企业首先要懂企业、懂市场、懂业务，优化服务必须突出问题导向、需求导向，问题和需求就在一线摆着。

7、营商环境不是溺爱、严管也是爱。“妈妈式服务”比“保姆式服务”要更温馨，妈妈对孩子是最无私的，但不能把企业溺爱成“妈宝”。

一些地方为违规违法的企业家“捞人”开绿灯，对企业IPO的合规材料放松审查甚至配合业务造假，这对政府来说本身就是违法违规，又纵容了企业的违法违规。没有社会责任的企业家根本算不上企业家。

古人说，不患寡而患不均，不患贫而患不安，盖均无贫，和无寡，安无倾。法治是最好的营商环境，要把城市的一切活动纳入到法治的轨道，用法治来规范市场和政府的边界。既要服务又要监管，好的监管、公平的行政也是营商环境。

（内容来源：丝路研究院）

法治、金融与经济发展：一个基于抵押品的极简框架

王永钦

上海金融与发展实验室学术委员会委员 复旦大学经济学院教授

一、引言

从经济发展史的角度看，人类社会发展可以分为两个阶段：一是前现代社会，这个阶段并不存在真正意义上的经济增长，历史的进程不过是对昨天的重复，人们对未来缺乏信心，过去基本决定未来；二是现代社会（工业革命之后），在这个阶段，经济增长才成为一种社会现象；人类对未来才有了各种增长的预期和不同的信念，经济发展需要由信心和信贷驱动，因而未来的预期开始决定今天的行为，金融也就变得至关重要，因为金融是打通现在和未来的桥梁。因此，要理解现代社会的经济发展、经济周期和收入差距等问题，我们必须首先理解金融的本质。

金融在经济发展中到底发挥了何种作用？一般而言，金融体系至少有以下三大功能：其一是融资功能，社会上有创意的人未必有资源，有资源的人未必有创意，金融以信用创造的方式转移资源、做大蛋糕，使社会可以实现帕累托改进。其二是保险功能，在经济社会发展过程中，各类风险如影随形，重要的创新活动尤其具有高风险特征。一个法律、金融体系落后的国家往往缺乏完善的保险制度，这不仅影响人们的福利水平，而且企业家失败后就很难东山再起，创新活动的积极性也随之受挫，经济发展的动力严重不足。正如洛克菲勒所言，如果没有保险，也就不会有纽约这座城市。有了火灾保险之后，大家才敢建高楼大厦，才可能有纽约这样高楼林立的大都市。故而，好的保险体系也是构建现代经济大厦的基础。其三是信息生产功能，个体对社会的看法、对项目的看法可能是偏颇的，如果有好的金融体系和金融市场，那么通过买卖金融合约（包括股票和债券等），就可以让价格来反映人们对各种项目的看法以及关于未来的观点和思想。如果金融市场足够有效，价格内含的智慧加总会远超个体的智慧；而开放的金融市场会加总更多来自世界各地的想法，市场的信息效率会更高。此外，信息生产会进一步促进融资。例如，企业的托宾 Q 值越高，说明其项目市场前景和投资价值越高，企业能得到更多融资；同时企业家依据反映在托宾 Q 值中的市场对项目的看法，调整自己的实际经济决策和活动，即金融市场的“信息反馈功能”。金融体系的这三大功能归根结底是由不同的金融合约来实施的，其实现效果如何，很大程度上依赖于特定经济体的法治等基础性制度。因此，一个社会的金融合约结构最终与制度密切相关。

二、金融合约与制度要求

任何金融合约都是一种跨期的承诺，由于合约的不完备性，都需要某种抵押品（Geanakoplos, 1997, 2003），即任何金融合约都可以看成是承诺和抵押品的组合。债权和股权是金融体系两类最基础的合约，通过分析债权和股权这两种基本金融工具，我们可以很清楚地看到金融合约中抵押品

的作用。如图 1 和图 2 所示，图中的横坐标为抵押品价值（通过法律实施而得到的现金流），纵坐标为未来承诺的偿付。 $d(x)$ 与 $s(x)$ 则分别代表了债权合约与股权合约的总收益。若其为债权合约，假设面值为 100 元。如果抵押品价值大于 100 元，那么债务就不会违约，此时债权合约未来承诺的偿付即为 100 元。但如果抵押品价值低于 100 元，违约就会发生，损失的金额为此前承诺偿付的 100 元与抵押品实际价值之间的差额，期望损失为图 1 中三角形的面积（也是债权合约的信息敏感度）。因此，当抵押品价值大于 100 元时，债权人就没有动机去搜集关于抵押品的信息。仅当抵押品价值小于 100 元时，债权人才会对抵押品的信息变得敏感。所以，总体而言，债权合约对信息不敏感，除非抵押品价值跌到了较低的水平，因此对于验证抵押品状态的法律制度要求也相应较低（Dang et al., 2013）。但股权则正好相反。为了更清楚地说明股权合约结构，我们考虑一个完全通过股权融资的公司，横轴代表股权的抵押品价值（即法律能够实施的现金流），纵轴代表股东得到的偿付。图 2 中三角形区域就代表了股权投资者的收益（也是股权合约，如股票的信息敏感度）。所以，股票收益对于抵押品的信息是高度敏感的 [$s(x)$ 这个函数是 45 度线]，对验证状态的法律制度的要求就很高。

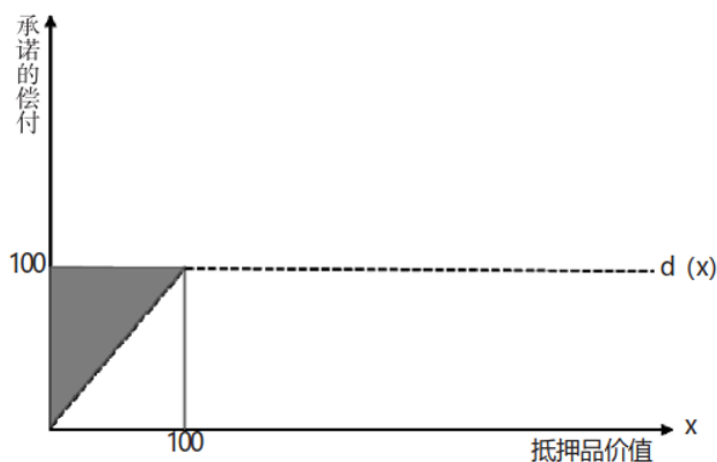


图 1 债权合约与抵押品价值

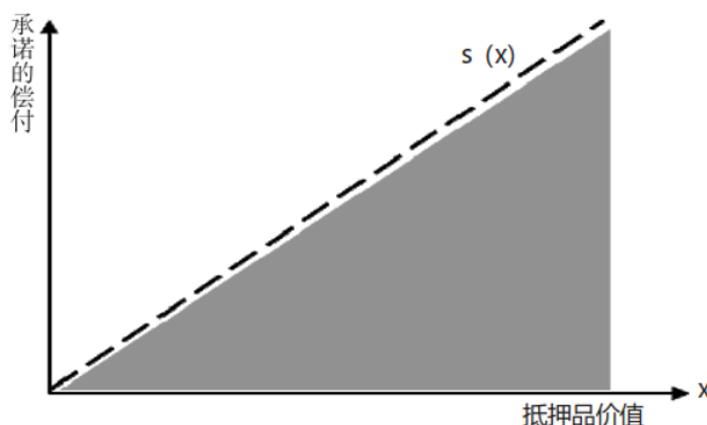


图 2 股权合约与抵押品价值

这些金融合约又可以进一步作为抵押品，而形成新的金融合约。一个社会中抵押品的结构和金融体系的构建，最终是由其法律体系和金融创新决定的。法律体系（特别是产权法、合同法、抵押

法、信托法、公司法、破产法）是决定一国抵押品的量和结构，进而影响其金融体系的基础性制度（Pistor, 2019）。在中国经济发展过程中，法律体系和金融体系尚不完善，抵押品资产匮乏，企业和政府官员的“关系”也充当了执行合约的抵押品（王永钦, 2009; Bai et al., 2020）。欧阳敏和张圣醒（2020）的研究发现，地方官员与企业的“关系”受到冲击（如反腐运动）会产生一个意想不到的后果：“抵押品”变得更为稀缺，进而导致所有的抵押品类资产价格（如住房）都会上涨。同时，这些企业家还会用股权做质押来缓解企业融资约束。由上可知，产权和法律体系十分重要，它们决定了一个社会底层的抵押品是什么：一个社会如果没有清晰的产权界定制度，那么人们就会想办法用其他抵押品来实施合约。也就是说，明晰的产权不仅在局部均衡意义上是有效率的（科斯定理），而且在一般均衡意义上，明晰的产权也有助于创造抵押品，进而影响整个金融和经济体系的构建。

债权和股权在发挥金融的三个基本功能（融资、保险与信息生产）方面，各具比较优势。从融资功能看，债权合约优于股权合约，体现在作为融资工具和抵押品两个方面的优势。我们前面讲过，相对于股权而言，债权合约对抵押品信息更不敏感，这是因为债权人更加关注抵押品的最差状态（即违约状态），更适合作为融资工具支持企业项目的持续进行；而股权合约则对抵押品的信息非常敏感。理论上我们可以证明，债权合约对信息最不敏感，逆向选择问题最轻，因此融资成本较低，这使得债权合约（如债券）本身又可以进一步成为高质量的抵押品（如在货币市场）；而股权合约（如股票）对信息最敏感，逆向选择问题最严重，因而股权融资成本也最高。

在风险分担功能上，股权合约要优于债权合约。债务具有“反保险”（anti-insurance）的特质，这是因为不管状态如何，债权人都有权利要求债务人偿还债务，是一种非状态依存（non state-contingent）的刚性合约。此外，风险往往由那些收入水平较低的脆弱群体承担，这些人往往也背负着更多的债务，因而抗风险能力差，这导致危机来临时他们面临的损失也最惨重，2008 年金融危机时的状况就是如此。

在信息加总功能方面，股权合约优于债权合约。正因为债权合约是非状态依存合约，对信息并不敏感，在正常状态下信息的生产不会给价值的评估带来额外收益，所以市场中针对债权合约的信息生产也相对较少。而股权则不同，大量投资者和分析师在市场上投入很多精力，进行股票相关的信息生产活动。虽然股权融资在中国的社会融资总量中仅占 3%，但是它在加总信息、反映真实价值上具有不可替代的重要作用。有研究发现，中国股市的信息效率并不低（Carpenter et al., 2021）。表 1 系统地总结了债权和股权的区别。

中国股权与债权的融资结构与制度发展不无关系。中国债务存量高、占融资总量比重高，这是因为债务对制度依赖性较低，只在极端情况下人们才需要验证债务背后的抵押品价值，而股权融资需要一系列公开透明、机制完善的市场制度配合方能发挥传递有效信息、优化资源配置的重要功能。因而在一个法治尚需进一步健全的国家，更加适合用债权合约来融资。不仅中国，像发展初期的日

本、韩国等东亚国家也是以债权融资为主。而在对投资者保护更好的英美普通法系的金融市场中，股权融资则更为重要。

表 1 股权与债权两种金融合约结构对比

两个完全不同的系统	
股票市场	债权/货币市场
风险分担	提供流动性
价格发现	抑制价格发现
信息敏感	信息不敏感
透明	不透明
信息生产投资高	信息生产投资低
大量交易者（交易所）	少量交易者（双边、场外）
非紧急交易	紧急交易
交易量变化大	交易量稳定
宏观外部性小	宏观外部性大

但系统性金融风险方面，相对于股权，债权具有更强的外部性，这是因为不同机构的资产负债表通过债务直接相连，一笔债务的违约可能引发企业债务的全面崩溃；而股权就是所有权，并不与其他机构在资产负债表上产生直接的联系。也就是说，债权会有更大的外部性，又因为债权合约对信息不敏感，从而能为金融体系提供稳定的流动性，所以流动性收紧会通过企业之间的资产负债表关联产生系统性的影响。实际上，金融危机往往表现为市场对债权合约背后（平常信息不敏感）的抵押品（如住房）突然变得敏感了。例如，如果住房价格一直上涨，人们不会担心违约的发生。一旦住房价格或者其他抵押品价格跌到“承诺”（即债权的面值）之下，所有人就开始关注住房的价值“信息”，进而会导致抛售抵押品引发的去杠杆恶性循环，往往会演变成流动性危机甚至金融危机。

三、金融和经济发展之谜：抵押品匮乏

现代金融体系由层层叠叠的金融合约构成，整个经济世界也是由互相嵌套的资产负债表（Balance Sheet Matrix）组成的，因此抵押品在金融市场结构的形成中起着重要的作用；而抵押品稀缺会限制金融市场三个功能（即融资、保险和信息生产）的有效发挥。

从融资功能的角度看，金融合约的抵押品撬动多少融资额度是抵押价值的直接体现：杠杆越高，社会据此能创造的资本越多。金融合约还可以作为抵押品支持发行新的产品。以房地产抵押贷款市场为例，如果贷款人以价值 100 万元的住房为抵押，向银行贷款 80 万元，则银行给贷款人的抵押品的折扣率（Haircut，即首付率）为 20%，相应地，杠杆（Leverage）就是 5 倍，即借款人可以用 20 万元的自有资金支撑 100 万元的资产。杠杆越高，就意味着这个社会能够创造越多的资本。但在法律实施落后的国家（如印度），100 万元的住房可能只能借到 50 万元，这是因为银行可能因非法住户占据等原因无法回收住房而遭受损失。因此，折扣率反映的是放贷人对交易的担心程度和对抵押

品价值不确定性的担忧程度。制度是影响这种不确定性的重要因素：一个社会的制度决定了哪些东西可以作抵押品，哪些不能作抵押品，以及金融合约的执行效率如何。因此，如果一个社会的产权保护弱，杠杆就会比较低，这个社会能创造的信用就比较少。制度保障程度、法律对金融创新的容忍度等，共同决定了杠杆和信用创造能力的高低。

从保险功能的角度看，如果抵押品比较充足，就可以支持更多的保险合约，福利损失就越小（如图 3）。这可以解释现实中的一个反直觉现象：一般来说，越小的企业面临的风险越多，它们也通常更需要保险，但是小企业购买保险产品如衍生品或进行对冲的反而相对较少，这与小企业缺乏抵押品密切相关。由于相对于保险投资，小企业对于融资的需求更高、投资的边际收益更高，因此小企业会优先把抵押品用于融资，很少能留有足够的抵押品用于保险投资。从这一点上我们也可以看到，抵押品约束使得保险功能与融资功能两者不可得兼。同理，相对于发达国家（或富裕群体），落后国家（或低收入群体）的融资需求相对更高，并且投资的边际收益也会更高，因此在融资与对冲风险的取舍中，抵押品稀缺可能会迫使经济主体忽略风险，减少对保险的投资，让自身面临更大的风险。

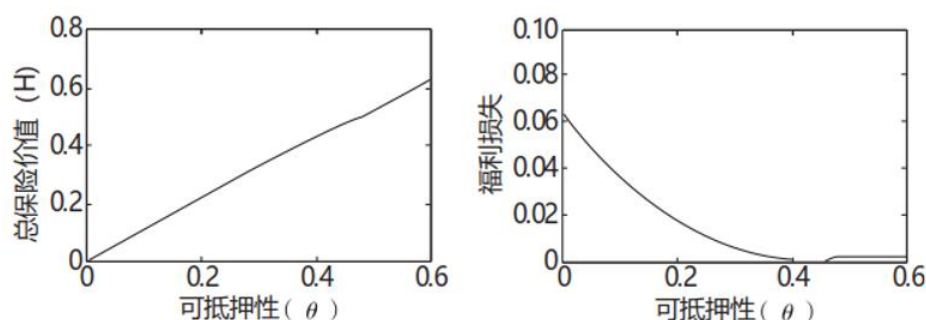


图 3 可抵押性与保险价值

资料来源：Rampini, A. A. and Viswanathan, S., 2022, “Financing Insurance”, Working paper.

抵押品的约束对经济发展造成了紧约束。例如，非洲的许多国家过于看重保险而没有创造资本，它们为了化解经济中可能存在的风险，采取了共同产权制度，这是一种次优的“保险制度”，因为它不能清晰地界定产权，因而不能创造抵押品，更不能为社会创造资本。类似地，拉丁美洲的许多产权保护制度也不健全，政策不确定性高，从而资产作为抵押品的价值不能被充分利用。又由于抵押品在融资和保险功能上存在矛盾，抵押品利用与抵押品创造在不同经济主体之间的不平等带来了不同经济主体之间的收入差距和发展差距。

最后，抵押品的稀缺程度和结构也与金融体系信息加总功能的强弱密切相关。由于任何金融合约都是由抵押品和承诺构成的，因此，抵押品的稀缺会导致金融市场中的金融合约不足，这使得金融市场难以加总公众的智慧。总的来说，充分发挥金融的这三方面功能都需要社会有足够多的抵押品支撑，没有足够多的抵押品，会严重遏制经济发展的动力。抵押品的结构对信息生产有重要的影响，过于依赖资产（如房地产）作抵押的金融体系会削弱金融机构监督企业家的项目和生产信息的

激励，更依赖企业未来价值（现金流）作抵押的金融体系则会激励相关的信息生产。自然地，第二种金融体系中的信息效率会更高，能筛选出更好的项目，表现为全要素生产率（TFP）的提高。

发展中国家未能发展之谜一直是无数学者的研究兴趣所在，基于抵押品的理论提供了一个清晰、简单而又深刻的解释。发达国家跟发展中国家在金融方面的根本区别在于：发达国家抵押品相对充足，其抵押品的潜力得到了充分发挥，从而支持了很多金融合约和经济活动。因此，如何能够在经济中创造抵押品，便成为学界和政策界关注的重点问题之一。

首先，一个国家的制度框架决定着其抵押品的创造能力，这也是本文关注的重点维度。秘鲁学者德·索托在《资本的秘密》一书中提出，发展中国家其实不乏资产（如土地），但是由于产权界定不清，这些资产不能被用作抵押品，因而未能创造出足够的资本，就此而言，是制度限制了发展中国家的抵押品创造（De Soto, 2000）。发展中国家自己国内不能创造出资本，只能通过各种方式从海外借款，以此缓解国内资本创造不足的问题。德·索托认为，如果拉丁美洲经济体能够通过清晰的产权界定创造出资本，那么创造的资本会是国际资本流入的上百倍。譬如拉丁美洲有很多贫民窟实际上是非法占据他人土地，因此这些土地不能作为抵押品也不能创造资本，形成了双重意义上的浪费：一方面是资产本身被浪费了，没有得到充分利用；另一方面也没有创造出资本。在社会难以自行创造资本的情况下，从国外融资成为首选。但由于国际借贷的成本比国内高得多，需要考虑司法成本和汇率风险等，因而更有可能产生各种债务危机。此外，由于基础抵押品匮乏，这些国家的货币创造也问题重重，很多国家出现过“美元化”现象，即人们采用美元做货币。中国的房地产问题本质上也是抵押品稀缺问题：住房不仅用于满足“住”的刚需，也是经济和各种社会活动（甚至政治活动）中的抵押品。因此，如果能完善当前的抵押品体系，通过法治改革释放出房地产之外的其他抵押品，那么“房住不炒”就有了可以实现的基础。

相反，通过多年的制度建设和实践，大多数发达国家都已经形成了一套相对完善的制度来支持市场中抵押品的创造过程，所以发达经济体可以构建一个多层次的金融体系，充分利用现有抵押品（如图 4）。并且，发达国家的创新型金融体系还可以在扩展边际（extensive margin）上利用现有的资产创造出新的抵押品。以住房这一资产为例，良好的产权制度保证了美国住房抵押贷款市场的发展，这进一步使发达国家的投资者可以用住房作抵押，形成抵押贷款（mortgage），而抵押贷款又可以作抵押形成抵押贷款支持证券（MBS），抵押贷款支持证券作抵押又可以形成债务抵押债券（CDO）。不仅如此，良好的法治和健全的市场规则还能够降低金融合约的执行成本，在一定程度上缓解金融市场中合约不完备造成的危害，这也让发达国家能够使用更多类型的资产作抵押品，并拥有更好的抵押品结构。例如，在过去的 100 年中，美国的金融体系逐渐发展到用无形资产和未来现金流作抵押。如图 5 所示，在 100 年前美国主要用土地作抵押品，而 100 年之后只有不到 20% 的债权融资用土地作抵押，大部分都是用现金流作抵押；尤其是二战之后，美国的抵押品市场结构发生了巨大的变化。从图 6 中可以看出，美国现代的债权融资（包括银行贷款和债券融资）中 80% 的抵押品都是未来现金流，以具体资产作抵押品的融资低于 20%。以现金流作抵押品，实质上就是用企业的未

来创造了现在的资本，这进一步增强了企业的融资能力，也是美国经济有足够活力和持续发展的重要原因。



图 4 多层的抵押品体系：以住房为例

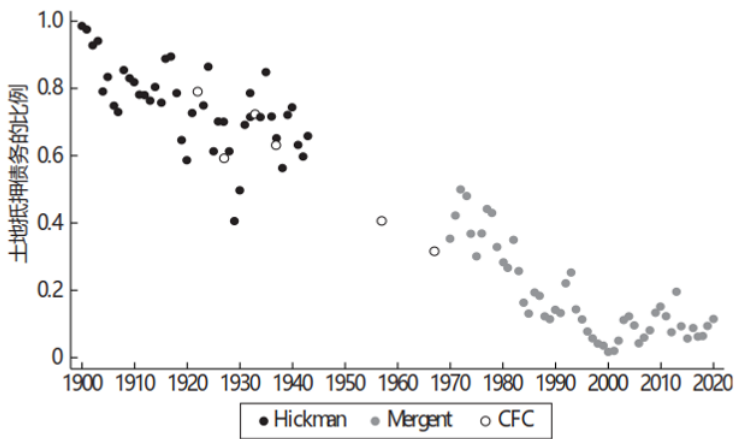


图 5 美国资产抵押债务融资的演变

注：Hickman、Mergent、CFC 分别为 3 个数据来源。
资料来源：Benmelech, E., Kumar, N., and Rajan, R., 2022, “The Decline of Secured Debt”, *Journal of Finance*, forthcoming.

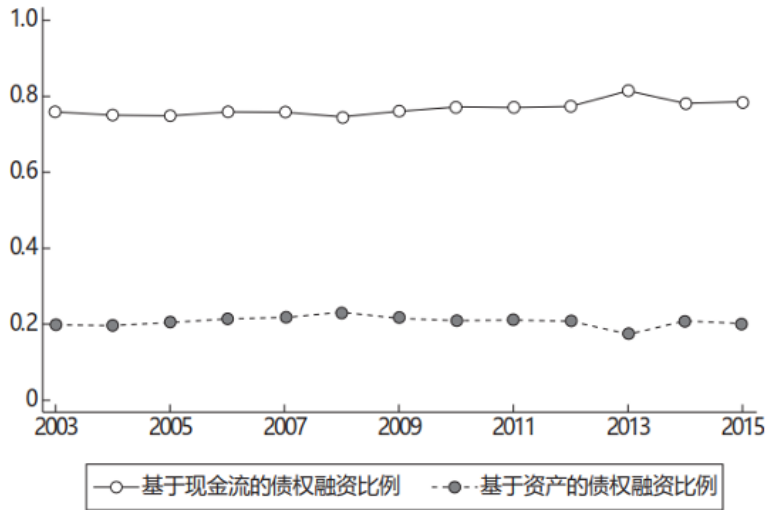


图 6 美国企业融资的抵押品结构

资料来源：Lian, C. and Ma, Y., 2021, “Anatomy of Corporate Borrowing Constraints”, *Quarterly Journal of Economics*, 136 (1): 229 – 291.

对中国而言，抵押品的系统性匮乏、区域间和主体间不平等是城乡差距的金融根源，而土地产权制度是引起这一问题的重要原因。中国广大农村地区的土地和其他不动产实质上是一种沉睡的“死资本”（dead capital），并未真正进入现代经济体系。对中国这样的发展中国家来说，信贷约束是经济发展的紧约束，如果能够将土地变成真正的资本，对经济发展的推动力将是巨大的。具体而言，首先，土地产权界定不清晰对农民在土地上的长期投资有显著影响，土地产权越不稳定，农民越没有积极性进行有利于土地的长期投资。其次，土地产权不能转让和抵押降低了土地及附着在土地上的资产（如房屋）的价值，降低了农民的财产性收入，尤其是使得农民没能分享到城市化带来的收益。再次，产权界定不清晰使得城市资本不愿意去农村投资土地及土地上的衍生资产，导致农村土地没有得到充分利用，农村发展滞后。最后，土地不能用作抵押也加剧了农民的信贷约束，严重制约了其创业行为。

这些方面不仅影响了中国经济整体的效率，也加剧了城乡之间的发展差距。城市居民虽然不拥有土地所有权，但拥有土地之上住房的所有权，由于土地价值可以通过房地产市场“资本化”为住房的价格，城市居民也就实质上拥有了土地资本化的收入和抵押权。而农村居民没有拥有土地资本化的收入和抵押权，这加剧了城乡之间原本就存在的收入差距。由于城乡土地市场和产权的不对称，导致城市房价过高（房地产泡沫），而农村房价过低，进一步限制了城市化进程。农村发展滞后将制约中国城市发展和现代化转型，中国要成功跨越中等收入陷阱，就必须成功消除城乡二元结构。

其次，除了基础性的产权改革之外，从主权国家的角度看，政府也可以通过发行政府债券来直接创造抵押品。国债往往被认为是经济体中最安全的抵押品。在现代金融范式转变、安全资产持续短缺和监管对杠杆等数量型指标的关注日益增加的大背景下，国债对缓解经济摩擦、维护现代货币市场运行、支持货币政策调控的重要性日益凸显，在维持经济体系正常活动中起到了不可忽视的作用。如图 7 所示，足够的安全资产（抵押品）可以降低经济体的融资成本，图中横轴代表的是美国每年国债规模占 GDP 的比重，可以度量安全资产的规模，纵轴代表的是 AAA 级的公司债相对于国债的利差，可以度量经济体的融资成本。安全资产越多，AAA 级的公司债相对于国债的利差就越低。这和传统的经济学思想是相反的，在传统的凯恩斯经济学中，国债会挤出私人部门债务，从而导致私人部门融资成本上升。但从金融经济学的角度看，这一成见需要被重新修正：国债本身是经济体系中重要的优质抵押品，能够降低融资成本和促进金融体系的稳定。

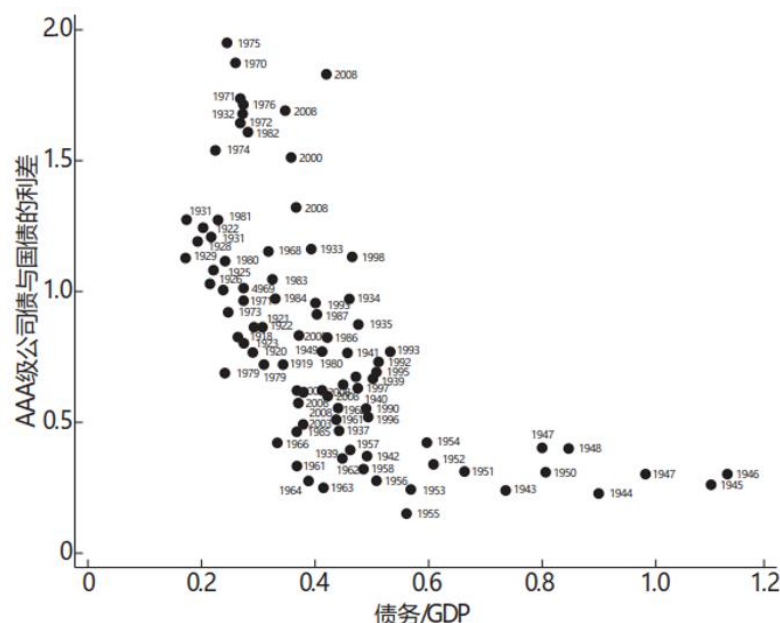


图7 利差与国债占GDP比重的关系

资料来源：Krishnamurthy, A. and Vissing-Jorgensen, A., 2012, “The Aggregate Demand for Treasury Debt”, *Journal of Political Economy*, 120 (2): 233 – 267.

相关研究发现，在过去 60 年中，无论金融结构如何变化，安全资产（抵押品）在美国金融体系中的份额都几乎是恒定的，政府债券加上 AAA 级的房地美或者房利美的高质量债券占金融资产的份额一直是 32.5%左右（Gorton et al., 2012）。而中国的国债发行却比较缺乏规律和统筹安排，因此中国的国债发行应该更加趋于正规化，这需要与货币政策高度配合，国债发行对人民币成为主导货币具有重要影响。西方国家的央行通过购买国债或者通过放贷给银行的方式创造基础货币，所以央行的资产负债表上资产端国债增加，负债端则创造了基础货币（准备金）。从这个角度看，可以把资产端看成负债端的抵押品，货币的抵押品其实就是国债。当然国债本质上是由财政部发行的，因此财政部的负债端就是国债，它的资产端就是政府资产（尤其是税收），税收减少后国债也会下跌，货币也会随之贬值。

一个国家若没有发行足够的国债，其货币的国际化是很困难的。以中国为例，中国在 2014 年之前 90%的基础货币创造都是通过购买外汇（主要是美元）创造的，人民币的抵押品一度以外汇占款为主，而这存在一定的隐患：如若受到制裁，中国购买的美国国债可能会被冻结。因此对外汇占款和货币发行的改革刻不容缓，也正因如此，2014 年至今，央行创设了以中期借贷便利（MLF）为代表的一系列新型货币政策工具，这些创新型货币政策工具已充分体现了基于抵押的货币政策的优势。在管理基础货币方面，这些工具比外汇占款方式更加主动、灵活，并且几乎完全弥补了外汇占款规模下降的部分。但由于中国国债市场规模不足，且国债发行缺乏规律性，长期来看，这些工具在基础货币创造方面仍面临着没有充分有效利用安全抵押品（即国债）的问题。因此，中国将来可以基于国债发行货币，逐步提高国债供给、减少持有的美元资产，进而重构中国的基础货币创造体系。以国债为主的人民币安全资产的充分供给也是人民币国际化的基础。

此外，金融发展对国债等“安全”抵押品也有很高的需求。如果把金融体系比作一座大厦，那么以国债为代表的安全资产就是其中的地基，地基不牢会导致大厦中出现许多“空腔”（这里代指银行系统内生地创造出的私人部门安全资产），增加大厦崩塌的风险。因此，国债不足不但限制了中国金融体系的发展，还在一定程度上增加了中国金融体系的脆弱性。导致 2008 年金融危机的影子银行，就其根源来说，是私人部门通过证券化的方式来创造“安全资产”的一个尝试。同样道理，由于公共部门提供的抵押品或安全资产不足，中国金融体系内生的空腔便是“影子银行”体系崛起，即以房地产作为主要抵押品，银行创造的“表外”信用，这增加了中国经济的脆弱性，从这个意义上说，中国的影子银行是“银行的影子”，提高公共部门创造的安全资产供给则可以缓解这一问题。

最后，货币政策框架也成为影响金融市场中抵押品规模和结构的重要因素。2008 年金融危机之后，随着短期政策利率触及零下限，基于短期政策利率的价格型货币政策在发达国家逐渐失效，数量型货币政策开始变得更加重要。一方面，货币政策对折扣率的设定，会对资产的抵押品价值产生巨大影响，进而影响资产的“可抵押性”。2014 年之后，中国也推出了一系列基于抵押品的创新型货币政策工具（MLF 等）。我们（Fang et al., 2020）研究了中国 2018 年中期借贷便利合格抵押品扩容、将优质小微企业贷款和绿色贷款纳入抵押品范围的影响，发现这一政策可以提高这些抵押品的价值，降低了它们在二级市场和一级市场的利差，从而降低了实体经济中目标部门的融资成本。从更深层次看，这一制度扩大了抵押品范围，增加了市场上的抵押品数量，缓解了抵押品稀缺问题，因而有助于进一步解决企业融资难问题，降低市场整体的融资成本。

如果忽略了货币政策的抵押品维度，就难以理解货币政策面临的权衡取舍。宽松型货币政策也不是“免费的午餐”，央行购买国债创造流动性会减少市场中自由流动的抵押品（如国债），在某些方面会起到“紧缩”的政策效果。美联储自重启量化宽松以来，从金融市场上购入了大量的国债、抵押贷款支持证券等合格抵押品，加之 2008 年金融危机后的监管规定迫使银行拥有更高的资本缓冲，使它们持有美国国债并“封存”在其资产负债表内。这又使全球市场中的“美国国债池”几近干涸，留给投资者的优质抵押品急剧减少，回购交易急剧缩水，对回购市场的流动性创造能力产生了严重的负面冲击，也是量化宽松实施后期出现规模效益递减的重要原因之一（Singh, 2020）。中国国债的国际化也会缓解全球金融体系的安全资产匮乏问题，并进一步缓解安全资产匮乏引发的一系列全球失衡现象。

四、法治、抵押品与经济发展

在经典的索洛增长模型中，经济体只是被抽象化地看成一个“工厂”，金融维度被完全忽略，资本（K）仅代表给定的厂房和机械这类实物资本的数量，并没有追问资本的形成源自何方。而随着信用在现代经济体系中占据越来越重要的地位，不同经济主体获取资本的能力千差万别，传统宏观经济理论对现实经济的解释力存在很大的不足，探究什么是资本和资本从何而来应该成为经济学研究的关键问题。

法治便是资本创造能力的一个重要因素：法治建设决定着一个社会的资本创造，进而决定着其宏观经济增长的前景。经济发展要经过三个阶段。最初的赶超阶段所需的资本大多由银行信贷支撑。这是因为赶超阶段的经济体可以利用现成的技术，此时技术的不确定性很小，因此其金融体系以银行为主，例如德国俾斯麦时期、日本明治维新时期、中国改革开放至今，以及韩国的赶超阶段都是如此。在稳定的技术和经验下，项目的不确定性较小，资产和现金流均处于相对可控可估状态，银行放贷意愿高。但是，随着经济发展不断接近世界前沿水平，技术不确定性提高，风险规避的银行对资产安全性要求也随之提高，因而其放贷意愿逐渐减弱。此时金融需要慢慢地过渡到以债券为主的阶段，然后是股票市场发挥越来越重要的作用。而债券和股票市场的构建对制度有更高的要求，伴随着抵押品的不确定性逐渐增强，法治将起到重要作用，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）。

一国的法律体系会塑造其最底层的抵押品结构，包括实体经济抵押品（real collateral，如房地产）与未来现金流两种。在此基础上，抵押品结构会决定包括银行贷款、债券和股票等金融合约的创造。这些金融合约进而成为回购市场的金融抵押品（financial collateral），通过回购市场与货币联系在一起，形成不同的流动性创造过程。同时，另外一种基础性抵押品，即国债是由国家的法治、政治制度和经济军事实力决定的。可见，法治等基础性制度是一国货币体系、金融结构及其在国际货币金融体系中的地位的根本性决定因素。推动法治改革，有助于为经济社会发展创造更多有效的抵押品和资本，进而促进经济高质量发展。

1. 法治、抵押品结构与经济增长

从抵押品的角度看，完善的法治有助于创新驱动，进而有助于经济增长。正如前文所言，随着一国的经济不断增长和法治不断完善，市场中采用的金融合约的抵押品范围也会越来越广。随着经济的不断进步，一个发展中国家的经济发展会越来越依靠前沿技术，而不再是学习模仿。在新技术的创新过程中，资产价值的不确定性加大，但信贷机构缺乏能对这些资产进行准确评估的专业人员，因此未来的金融合约可能不再过度依赖具体资产，而是要加大以动产作为抵押品进行融资的比重。动产包括所有非房地产资产（例如机器设备、应收账款和库存），是许多公司生产过程中的核心资产。但新兴市场的债权人通常不愿意接受动产作为抵押品（Fleisig et al., 2006），这是因为这些经济体的法律制度缺陷限制了动产发挥抵押品作用，表现为可用作抵押品的动产范围受限；没有统一登记系统用来避免重复抵押；违约事件发生后，只有通过法院才能强制执行。因而抵押品法律薄弱的地区更倾向于把产能分配到不动产密集型行业（如图 8）。基于华东某大城市某大行的贷款合约层面的数据，我们的研究（Li, Tian and Wang, 2022）也发现，中国的中小企业在银行贷款中会面临更高的抵押品要求，尤其需要有房地产作抵押（如图 9），这种抵押品约束限制了民营企业的融资，也会使很多民营企业将大量资金用于购房，这是因为房地产一方面作为资产投资，另一方面又可以作为抵押品来融资（Li et al., 2022）。

然而，在法律制度完善的市场，动产则是重要的抵押品。例如，美国有 63%的中小企业抵押贷款以动产作为抵押，因而法治改革可以起到改变金融结构的作用。有研究（Calomiris et al., 2017）利用斯洛伐克 2003 年执行的抵押品法律改革，从实证上说明了法治改革可以起到改变金融结构的作用。法律改革前，债务人在以动产为抵押获取抵押贷款时，需要将抵押品的所有权转让（Fiduciary Transfer of Title）给债权人，而这使得债务人即使获得了融资，也失去了使用原有动产抵押品的权利，严重抑制了企业的融资意愿。而 2003 年的法律改革后，斯洛伐克开始允许债务人以动产作抵押获取担保债务时，不必将抵押品的所有权转移给债权人；新法律还赋予债权人执行权，债务人违约后，债权人无须经过法庭审判就可以收回抵押品；新法律还引入了集中登记制度，以避免重复担保。这一法律的执行减小了动产和不动产作为抵押品的差别，使抵押变得更容易。实证结果表明，斯洛伐克的制度改革达到了预期效果，相比其他对照国家，其不动产密集型行业的产出比例由 57%下降到 52%（如图 10）。

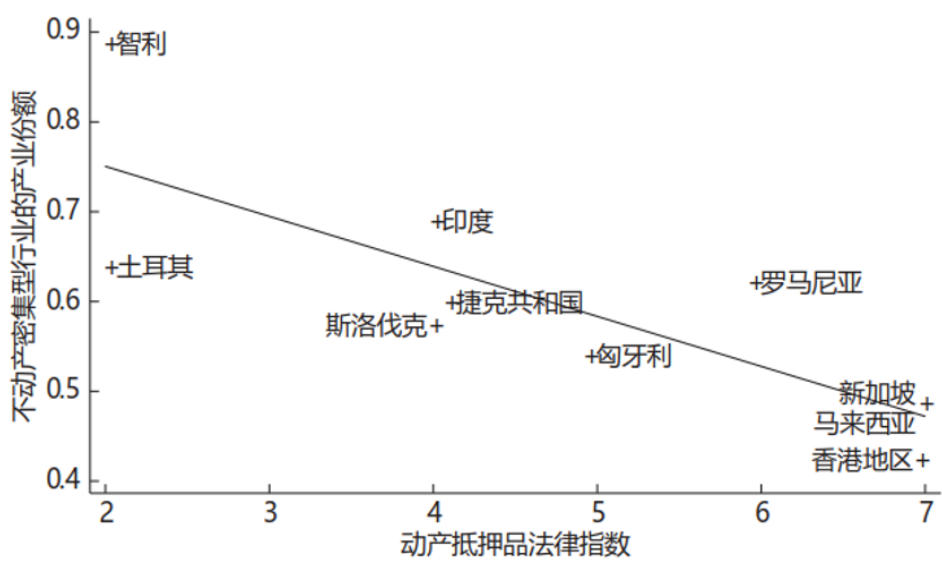


图 8 动产抵押品法律指数与不动产密集型行业的产出份额

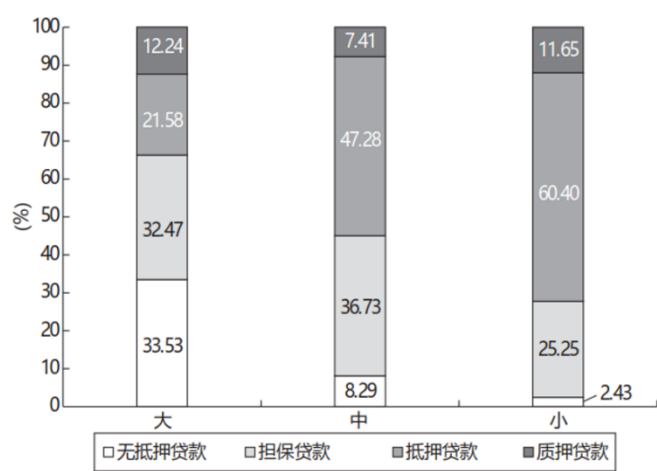


图 9 大、中、小企业贷款抵押担保情况

资料来源：Li, Tian and Wang, 2022, “Collateral Constraint and China’s Credit Boom in the Global Financial Crisis: Loan-Level Anatomy”, Working paper.

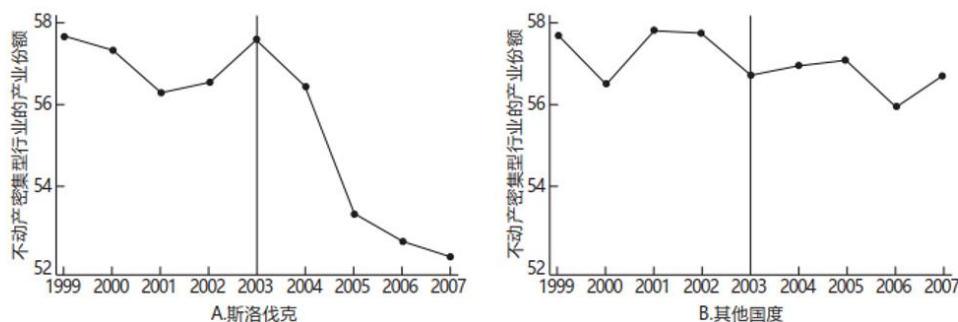


图 10 斯洛伐克 2003 年抵押品法律改革前后的产出变化与他国对比

资料来源：Calomiris, C. W., Larrain, M., Liberti, J. and Sturgess, J., 2017, “How Collateral Laws Shape Lending and Sectoral Activity”, *Journal of Financial Economics*, 123 (1): 163 – 188.

需要指出的是，在中国法治和产权保护方面的一个突出问题是，国有企业和国有部门享受着政府的隐性担保和很多优惠，而民营企业则受到各种歧视，尤其在银行信贷和资本市场融资方面。根据宋铮等人的研究，信贷方面的这种歧视可以解释中国经济中的很多扭曲和宏观经济现象（Song et al., 2011）。可喜的是，中国近年来也在产权保护和法治建设等方面做了一系列改革。以中国在不同地区逐步设立破产法庭为例，这项改革改善了破产制度环境，加强了对债权人权利的保护。我们的研究（王永钦和薛笑阳，2022）发现，破产法庭的设立降低了当地企业债券在二级市场上的利差（如图 11）。相应地，加强对债权人的法律保护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。这说明法律制度的改进有助于降低债券市场的利差和发行成本，从而降低企业的融资成本。加强对债权人的法律保护，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。李波等人（2022）研究了破产法庭的建立对实体经济的影响。他们的研究发现，引入破产法庭降低了司法地方保护主义，使地方国有企业更容易得到清算，这减少了僵尸企业，提高了当地企业的资本生产率。

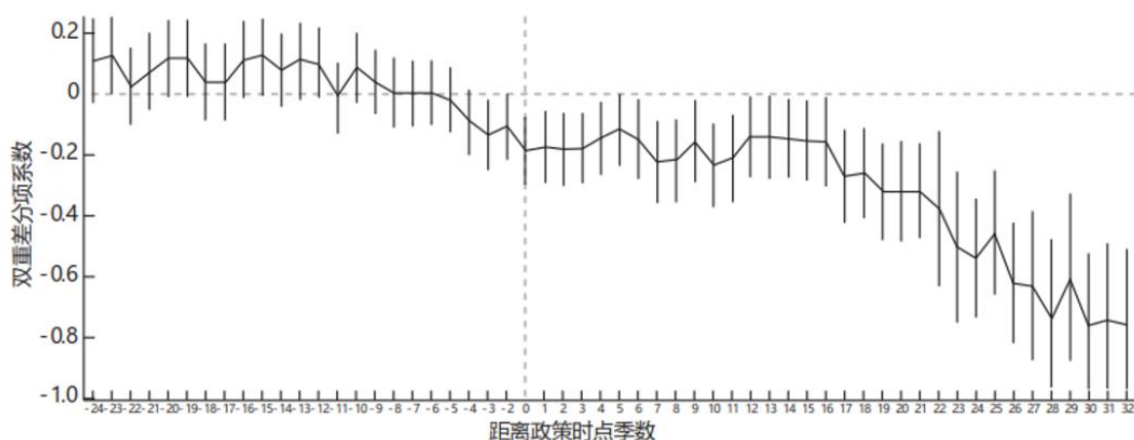


图 11 破产法庭实施前后债券二级市场利差的变化

资料来源：王永钦、薛笑阳，2022，《法治建设与金融高质量发展——来自中国债券市场的证据》，《经济研究》，第 10 期。

2. 法治、抵押品结构与经济周期

与抵押品相关的完善的法治制度还能避免系统性风险的加剧。抵押品结构和杠杆也是金融周期和经济周期的关键，同时杠杆还是导致经济波动最主要的原因。我们在上文提到，杠杆（或折扣率）是由对未来不确定性的看法决定的。作为放贷人，杠杆的设定是为了防范未来抵押资产价值变动的风险，若对抵押资产未来的表现十分确信（如国债），则杠杆可以设在较高水平。反之，若该资产未来的表现非常不确定，则杠杆必须降低到足以覆盖未来潜在损失的水平。在宏观经济层面，当经济基本面趋好的时候，未来经济的不确定性低，抵押品的不确定性小，杠杆会比较高，这会提高资产的价格，从而提高托宾 Q 值，降低企业的融资成本，进而增加实体经济的活动，这些因素又进一步促成经济向好的预期，形成良性循环。而未来经济的不确定性提高会增加抵押品的不确定性，导致去杠杆，进而导致资产价值下降，企业的托宾 Q 值下跌，融资成本也会增加，实体经济的活动会减少，这会进一步加大不确定性，从而形成恶性循环（Geanakoplos, 2010b；如图 12）。

在美国 2007 年爆发的次贷危机中，杠杆率变动可以解释大部分的住房价格波动，以住房为主的抵押品经济体系中，住房价格崩盘会直接影响其他行业，进而引发金融体系乃至整个经济社会的系统性风险（如图 13）。

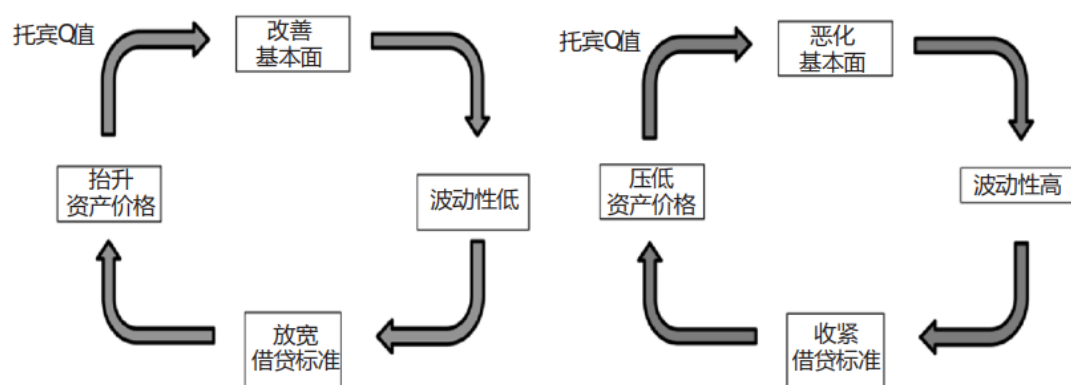


图 12 经济上行周期（左）和下行周期（右）

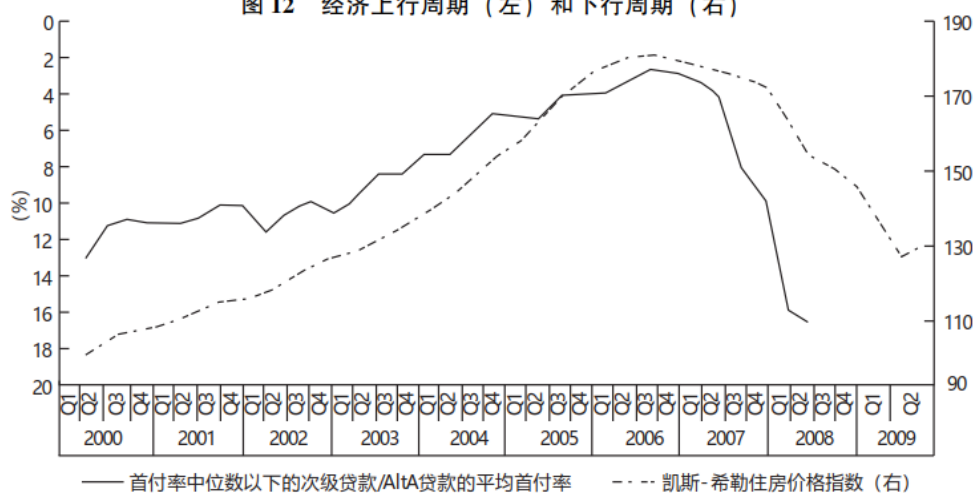


图 13 住房杠杆周期

资料来源：Geanakoplos J., 2010a, "Solving the Present Crisis and Managing the Leverage Cycle", Unpublished working paper.

法治便是通过影响市场中金融合约的特征，进而影响经济周期与经济波动。正如在上一节中我们提到的，随着法治的不断完善，一个国家的金融合约会呈现“银行贷款→债券→股票”的发展路径，其中两个显著的特征便是抵押品的范畴不断扩大和金融合约的刚性不断下降（如图 14）。上一节已经说明了法治的完善可以让动产和企业未来现金流等更多“资产”被纳入抵押品，由于不同抵押品的内在价值存在差异，就不会出现共振现象。反之，如果社会中都由某类单一资产（如房地产）作为抵押品，则会出现“一荣俱荣，一损俱损”的情况。这也是日本 1990 年房地产泡沫破灭之后经济增长长期停滞的重要原因。因此，从依赖单一房地产抵押品的经济体系转向采用多样化抵押品的模式，能够有效防范和降低经济中的系统性风险，并增强经济和金融体系的韧性。

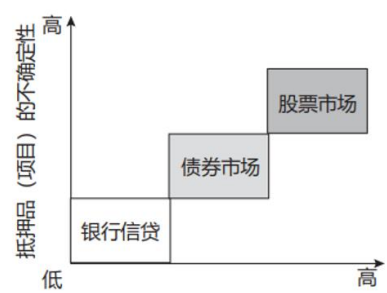


图 14 对法治环境和投资者保护的要求

健全的法治还能够从金融合约的其他维度降低经济整体的刚性。戴蒙德（Diamond，2004）从债务期限的角度深入研究了法治与一国金融结构之间的关系。他认为当投资者受到的保护较差时，就有必要对借贷进行监管，这将导致银行主导的金融体系或家族企业。对银行实施监管的法律环境是一国金融体系成功的关键。当法律的实施成本较高或存在腐败时，金融合约是内生短期的。法律保护力度以及法律实施的成本决定了银行或企业债务的期限结构。如果一国的金融活动以及投资行为均是短期的，必然不利于一国的长期发展。从债务的限制性条款角度看，法治会对限制性条款产生影响，即法治更健全（如普通法系）的国家在贷款合约中能实施更多的限制性条款，通过非财务和财务限制性条款的方式约束企业的道德风险行为（Schoar and Lerner，2004），如此就可以放松对资产抵押的要求。

虽然从微观角度看，更为刚性的金融合约确实缓解了合约不完备的问题，是一种更优的合约选择。但是，从宏观角度看，这些金融合约均大大增加了经济系统的刚性，放大了经济周期的波动，进而限制企业的风险承担意愿，影响经济的创新和发展。因此，法治的完善可以有效地熨平经济周期。早在 20 世纪 30 年代，不同于凯恩斯的劳动力市场刚性导致经济危机的观点，经济学家欧文·费雪就认为金融合约（尤其是债权合约）的刚性是经济危机的根本原因，但这一思想在 2008 年金融危机之后才广为人知。

从杠杆周期的角度，许多国家的经济发展规律也可用法治的发展水平予以解释。在法治不健全的发展中国家，由于动产和企业未来现金流无法被用作抵押品，抵押品的选择范围十分有限，大多

局限于和企业内在价值关系不大的土地和房地产（外部抵押品），一旦放松土地和房地产市场管制，资金就会纷纷流入这些市场，不仅挤出实体经济的投资，还会助长这类资产的泡沫，加剧其价格波动。资产价格的上下波动会通过抵押品渠道迅速传导至实体企业，进而造成企业信贷的扩张或收缩，加剧金融体系的脆弱性和周期性。如果一个经济体中的抵押品都是房屋或者土地，一旦房价或土地价格下跌甚至崩盘，其他所有行业都会崩盘，这也是日本跟美国的区别。日本 20 世纪 90 年代资产价格波动剧烈，因为日本的银行多以银行贷款方式，而且这些贷款背后的抵押品基本都是房地产，房地产价格的波动会直接影响贷款净值，对几乎所有产业造成冲击（Kiyotaki and Moore, 2002）。但是，如果国家的法治较为完善，动产和企业未来现金流（内在价值）都可以被纳入金融合约中的抵押品范畴，那么情况就会大不相同。正如我们提到的，由于抵押品存在异质性，其自身的内在价格和周期性各不相同，系统性风险会大大下降。

从宏观层面看，所有国家在经历资产泡沫之后，家庭和企业的净值都会快速下降，经济进入衰退阶段，投资和消费随之下降。日本和美国都出现过这样的现象，尤其是在用房地产作抵押的情况下，这样波动的发生就难以避免（如图 15）。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 and 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。

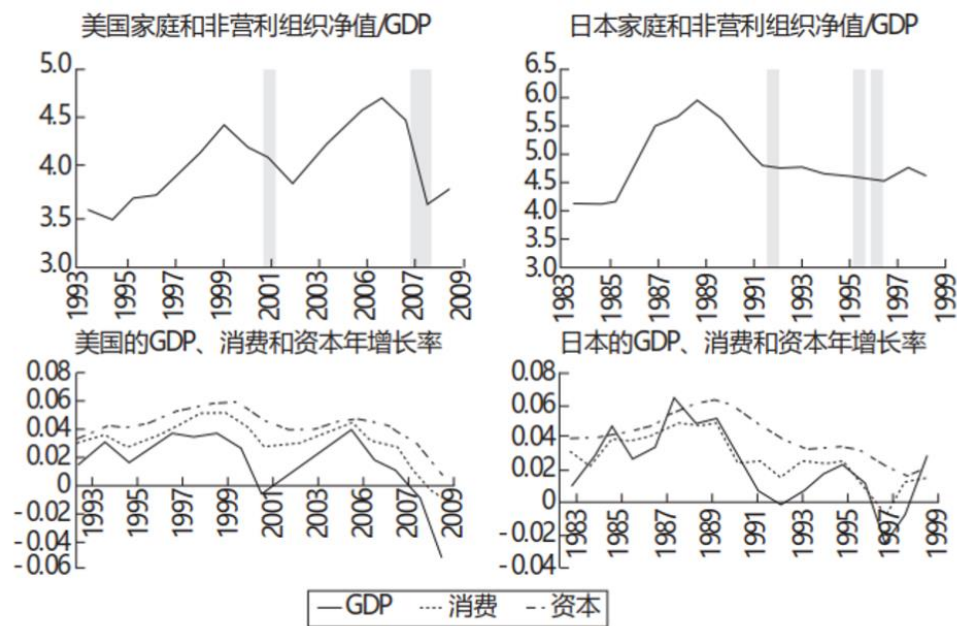


图 15 美国和日本家庭和非营利组织净值与国家 GDP 增长率

注：家庭和非营利组织在这里可视为扩展的家庭部门。

资料来源：Martin, A. and Ventura, J., 2012, “Economic Growth with Bubbles”, *American Economic Review*, 102 (6): 3033 – 58.

这对中国也具有重要的启发意义。21 世纪初中国 GDP 呈现两位数的增长率，但是到了 2012 年 GDP 增长率突然跌落到了 8% 以下（如图 16）。在 2012 年世界经济形势较为稳定的大环境中，中国经

济增速放缓的趋势究竟缘何？从图 17 可以看出，2012 年开始中国经济的利息负担就开始超过 GDP 的增量，即中国在宏观上已经出现了债务积压问题（Myers, 1977）。因为在债务过高的情况下，企业净值甚至为负，债务人的边际收益都需要偿还给债权人，这会进一步降低债务人的积极性，抑制企业投资，与日本类似，2008 年金融危机后中国的信贷扩张政策也体现了上述逻辑。在“四万亿”的信贷扩张计划实施之下，中国银行贷款总量明显提高（如图 18），反映了政府推动银行进行的信贷扩张。然而，由于中国经济刚刚经历了金融危机的巨大冲击，市场中的风险与不确定性加剧，所以银行大幅提高了抵押品要求，这要求企业借钱只能以房地产作为抵押。加之房地产部门的繁荣也吸引了大量企业进军房地产行业，所以企业“不得不”将更多资金投入房地产（如图 19），而这些投资挤出了企业研发投入，降低了专利生产。即使在正常时期，研究也发现，房地产价格的上涨也与经济发展的效率（如 TFP）是明显负相关的（如图 20）；同时，房价的不断抬升也加剧了市场中的泡沫问题以及经济和金融体系的系统性风险。债务积压问题如果得不到系统性的解决，经济很可能会出现日本式的资产负债表式衰退，这个问题值得高度警惕。

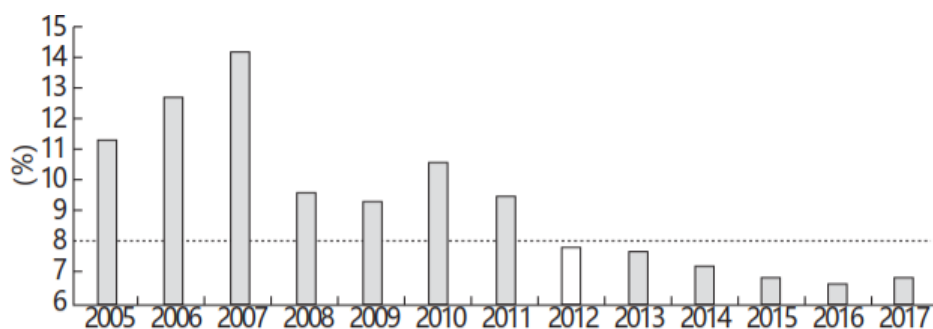


图 16 中国 GDP 年度增长率

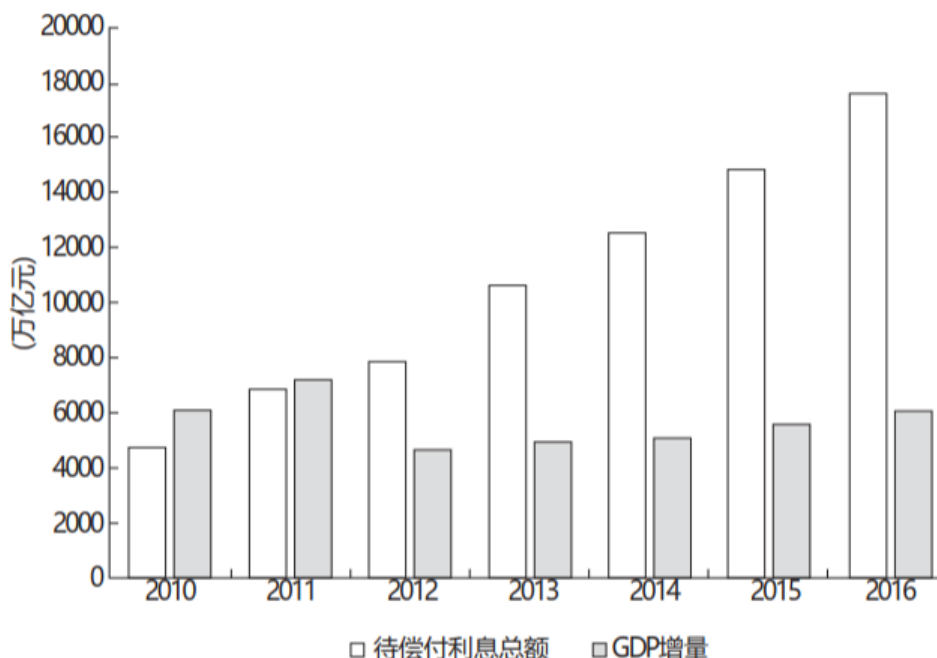


图 17 中国债务利息与 GDP 增量对比

资料来源：Victor Shin 的相关研究。

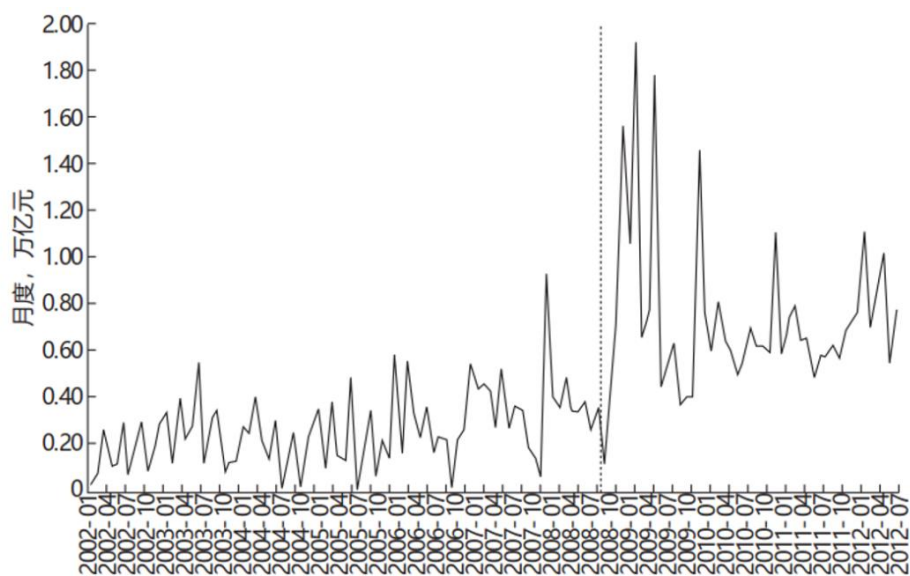


图 18 中国的银行贷款总量情况

资料来源：Li, Tian and Wang, 2022, “Collateral Constraint and China’s Credit Boom in the Global Financial Crisis: Loan-Level Anatomy”, Working paper.

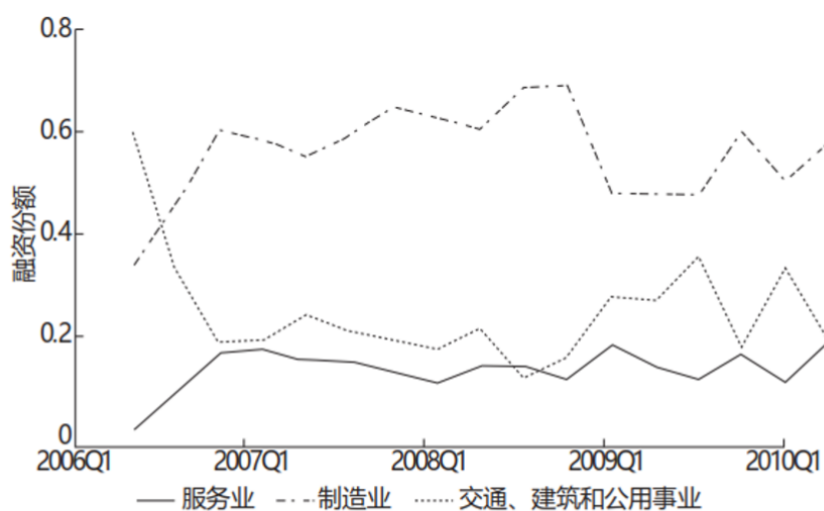


图 19 各产业融资情况

注：图中 Q1 为第一季度。

资料来源：Li, Tian and Wang, 2022, “Collateral Constraint and China’s Credit Boom in the Global Financial Crisis: Loan-Level Anatomy”, Working paper.

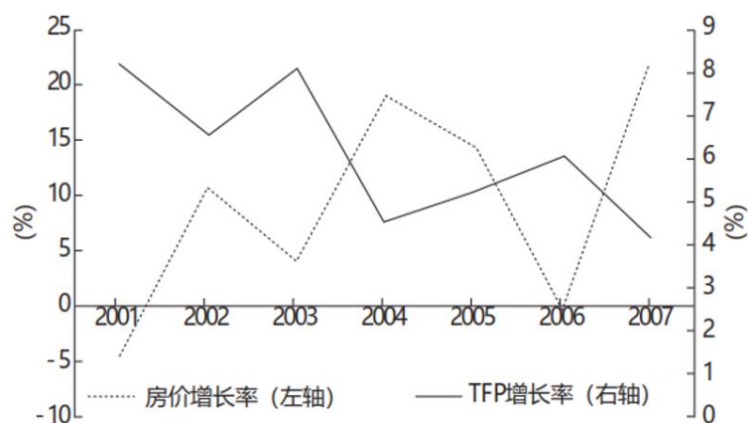


图 20 房价与 TFP 的关系

资料来源：陈斌开、金箫、欧阳涤非，《住房价格、资源错配与中国工业企业生产率》，《世界经济》，2015年第4期。

3. 法治、抵押品结构与收入差距

完善与抵押品相关的法治制度也能起到缩小收入差距的作用。金融结构深刻影响着社会收入和财富结构，金融发展是经济发展的重要驱动力，但金融发展不一定能促进社会共同富裕。过于侧重债务（尤其是银行信贷）的金融体系容易产生系统性风险，并且不能更好地分散个体风险。经济周期波动加剧和风险分担不足二者结合，成为收入差距扩大的催化剂。中国还没有经历一个完整的经济周期，但债务杠杆同时驱动经济增长和收入差距扩大的现象已经显现。在以贷款为主要融资方式的体系中，抵押品的分配往往决定了信用和抵押品升值的收益分配，因此，抵押品在不同经济主体之间的不平等分配还会加剧经济主体间的收入差距和发展差距。

以 2008 年金融危机为例，这场危机的根源在于私人债务，尤其是住房债务（Mian and Sufi, 2015）。在经济受杠杆驱动走向繁荣的过程中，风险也在逐渐积累。银行和众多非银机构为了加大放贷力度，在资本市场上寻求融资，主要手段是以房贷为基础资产，通过层层抵押不断加杠杆撬动底层资产的价值。证券化资产的投资者又从货币市场获得极短期的资金。层层抵押的债务结构，以及货币市场极短的资金期限，使整个金融体系很容易因为底层资产价值恶化而发生严重的挤兑和抛售事件。2006 年前后，美国房价开始下跌，房贷违约增加，基于房贷建立起来的复杂金融体系内生的去杠杆又促使美欧短期融资市场崩溃，最终蔓延为 2008—2009 年的全球金融危机，并引发大衰退。

从杠杆周期的角度看，在危机发生前，居民和企业使用抵押贷款购买房地产，银行创造出大量信用，使房价上升，高房价又意味着他们能从银行借得更多贷款，环环相扣，杠杆升高。富人在经济上行期获得了很高的资本回报，而低收入群体通常很少占有资产（同时也是抵押品），他们不仅通过资产升值取得的收益更低，也难以像富人一样在繁荣时期获得信贷进行投资以获取投资收益。同时，由于抵押品约束，在资产市场（如房地产市场）上，他们只有在价格高涨的时期才能入市，因为这时资产的抵押品价值高，银行才愿意放贷给他们；而富人在经济下行的时候，还可以入市来“抄底”，这会进一步拉大收入差距。

从风险分担的角度看，债权合约具有刚性，即使经济恶化，债务人依然需要偿还原本的债务。因此与股权合约相比，债权合约是一种反保险机制。当发生金融危机或经济衰退时，低收入人群在失业、收入下降的同时，还要偿还大量债务，并且可能因偿债而丧失在经济上行时期高价购买的房地产（穷人只能在经济上行期购买房地产，因为这时金融合约中的折扣率低，房地产具有更高的抵押品价值），这些房地产被富人低价接手（即上文说的“抄底”）。此外，低收入者持有的金融资产很少，在经济修复过程中难以通过金融市场获得补偿。杠杆、收入差距和金融危机或经济衰退总是密切相关的，2008—2012 年的大衰退，以及 1929—1933 年的大萧条发生之前，家庭杠杆和收入差距都达到了惊人的高水平（Kumhof et al., 2015）。

在中国，房地产既在普通居民的财富中占最大比重，又是居民债务的最大来源。低收入群体的房地产价值低、房地产以外的抵押品较少，因而从信贷繁荣中受益不足，城乡差距等问题很大程度上也与此有关。对企业来说亦是如此，从图 21 可以看出，中国的银行贷款只有 3.47%不需要抵押品，

而且此类企业一般都是国有企业，具有政府的隐性担保。其他 96%以上的企业借贷都需要有抵押（包括房地产抵押、应收账款抵押或者第三方作担保）。

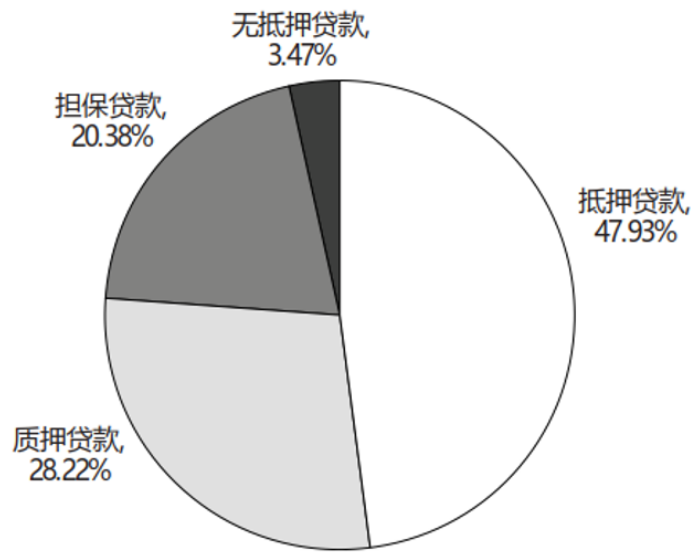


图 21 银行贷款的抵押结构

我们（Li et al., 2022）研究了中国各银行贷款背后的抵押品结构，从图 22 中可以看出，银行给国有企业和民营企业放贷时对抵押品的要求是不一样的，对国有企业的抵押品要求相对于民营企业会低很多，并且在很多情况下不需要任何担保资产，当然其中有政府的隐性担保。我们的研究发现，在 2008 年底实施的“四万亿”刺激方案之后，银行面临着矛盾：一方面，银行需要按照政府的要求扩大信贷；另一方面，全球金融危机刚刚爆发，经济中有很高的不确定性，银行的理性选择就是提高放贷的抵押品（或者隐性担保）要求。这就造成了信贷资源的错配：对两类企业的抵押品要求存在着不平等，部分银行惜贷，只将贷款发放给国有企业，而这些企业又未必是高效率的，由此导致大量资金没有被配置给最有效率的企业，这严重影响了中国整体的创新能力和全要素生产率（TFP）的提高。抵押品结构的不平等最终造成了企业间的信贷获取不平等，对国有企业集中的地区和不动产密集型行业的资源倾斜又进一步导致了区域间、行业间的发展机会不平等。

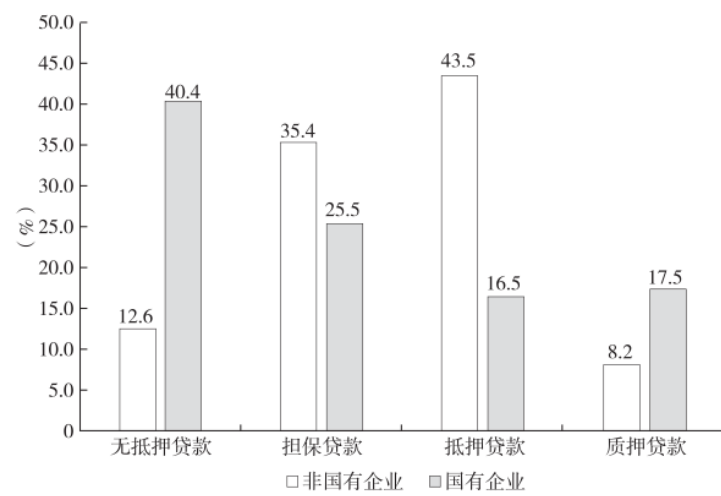


图 22 国有企业和民营企业贷款抵押担保情况

资料来源：Li, Tian and Wang, 2022, “Collateral Constraint and China’s Credit Boom in the Global Financial Crisis: Loan-Level Anatomy”, Working paper.

法治改革通过扩大抵押品范围和提高抵押品质量来提升可用的抵押品价值，从而撬动信贷，挖掘增长机会，缩小主体间、地区间差异。例如，在法国，根据拿破仑法典，200 多年来，实物资产长期以来被认为是“独特的”、“完整的”和“不可转让的”，且借款人在获取抵押贷款时，必须移交其抵押的实物资产的所有权，这限制了企业对其抵押资产的使用和可抵押资产的类别，使得企业无法将同一资产抵押给多个贷款人。这样的法律人为地限制了作为抵押品的资产类型。2006 年法国推行了与抵押品相关的法律改革，即“2006-346 号法令”（Ordonnance 2006-346），重新界定了自 1804 年以来就存在的“占有式所有权”的资产概念。这次改革允许企业继续使用这些资产从事生产活动，而不需要转移其所有权；改革还使企业可以将同一资产抵押给多个贷款人，扩大了企业的融资能力。这项看似简单的法律改革扩大了企业在信贷交易中可以抵押的资产范围，尤其是现代商业运营的固定资产（如机械和设备），进而提升了固定资产的担保地位。固定资产越多的公司，改革后杠杆上升得就越多。同时，这一改革还显著降低了各地区的信贷基尼系数，推动了区域经济的均衡发展（Aretz et al., 2020）。

五、结语

一国的法律和产权体系等基础性制度结构决定了其抵押品结构，进而决定了其金融结构。法律和产权体系落后带来的抵押品稀缺问题是限制发展中国家发展的重要因素，历史上，也只有少数国家成功实现了法律和产权体系的转型（De Soto, 2003）。中国未来的发展路径是非常清晰的：我们要通过法治和产权改革释放出房地产之外更多类型的抵押品。

产权和法治改革可以激活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），从而有效缓解困扰很多发展中国家的抵押品稀缺问题。我们的相关研究也表明，法治建设是一种帕累托改进的制度安排：既保护了投资者的合法收益，也降低了企业的融资成本，又改进了企业的资本结构。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激活，因而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。

现代经济是金融经济和法治经济，法治制度不仅会对底层抵押品的结构产生影响，还会通过现代金融体系中金融合约的层层抵押和不同机构资产负债表的层层嵌套，进一步对金融市场的金融抵押品产生影响，并最终渗透到货币市场。因此，法治制度的建设实际上影响着经济大厦的构建。

从经济周期的角度看，以企业未来现金流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，即使出现系统性金融风险，由于抵押资产（如房地产）价值缩水，银行贷款也随之收缩，而这类以企业未来现金流作抵押的债券，会在经济下行期成为银行贷款的有效替代。

纵观历史，美国金融体系在 20 世纪初也主要依赖资产作抵押，也用了很长时间才完成了由主要以资产作抵押的体系转向主要以未来现金流作抵押的体系，而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，但在历史上确实只有少数国家成功实现了这一大转型。经济学研究发现，相对于大陆法系，普通法系能更好地保护投资者和促进金融发展。中国已经在上海和北京成立了金融法院，是很好的尝试，可以吸收一些普通法系的经验。

国债是应国家主权而生的最通用的抵押品。它既是一国金融体系和货币政策的基石，又是保持金融体系流动性的“润滑剂”。作为基石，与发达国家相比，中国国债市场规模小，发行制度有待完善，与货币政策的有效配合还存在很大空间。作为金融体系的“润滑剂”，中国国债短缺会影响金融体系安全抵押品的供给、货币政策的有效运行、人民币国际化等重要问题。因此，在现代经济体系中，国债已不再是单纯的财政融资工具，而是构建现代金融体系无法回避的首要问题，中国这方面的制度建设尤为迫在眉睫。

金融制度是经济社会发展中重要的基础性制度。本文认为，金融的抵押品逻辑蕴含着中国未来转型成功的密码，因此，通过法治改革推动中国金融体系转型是跨越中等收入陷阱、实现高质量发展的关键。

（内容来源：比较）

国企外部董事须锤炼“自选动作”功夫

叶斌

上海金融与发展实验室 特聘高级研究员
安徽国元金控、安徽淮北矿业 外部董事

在我国，首次提出“外部董事”这一概念的权威文件是国务院国资委于2004年6月7日发布的《关于中央企业建立和完善国有独资公司董事会试点工作的通知》（国资发改革[2004]229号），该文同时对外部董事有明文定义：外部董事指由非本公司员工的外部人员担任的董事，外部董事不在公司担任除董事和董事会专门委员会有关职务外的其他职务，不负责执行层的事务。经过试点期（2004年—2015年）、推广期（2015年—2020年）、规范期（2020年—2022年），至2022年底全面实现中央深改委审议通过的《国企改革三年行动方案（2020—2022年）》所要求的“到2022年，国有企业实现董事会应建尽建，配齐建强董事会中外部董事原则上占多数”，国企外部董事制度臻于成熟，在董事会定战略、做决策、防风险中各项“规定动作”都基本做到准确到位。习近平总书记对于国企外部董事制度建设高度重视，早在2016年就深刻指出“外部董事是党派到企业去的，要对党负责、对党尽责。”当下，深入开展学习贯彻习近平新时代中国特色社会主义思想主题教育不断向深里走、向心里走、向实里走，国企外部董事在“学思用贯通、知信行合一”淬炼中，既要合规履职高起点完成“规定动作”，做到对党负责，更要向内发力高标准做好“自选动作”，做到对党尽责，把主题教育成果转化为推动任职企业工作的强大力量。

“自选动作”一：蹲点式调研要有洞见。开展调研活动是外部董事履职主要方式之一，在全党大兴调查研究之风的今天，要力戒大轰大嗡、足不出户的调研，要用好“蹲点式”调研，在“深入基层、心入基层、更多地接地气”中，充分发挥外部董事个人专长、成熟经验，使其在解剖“麻雀”中引发独到见解。比如地方国有金控类企业所属的地方股权交易市场建设，挂牌企业数目、有融资记录企业数目等都是重要的评价指标。然而，当我们沉下去、“蹲到点上”，不难发现，挂牌企业的首贷率、信用贷率、转板率才是更能体现发展质量的评价指标。再比如地方国有产业类企业所属子、控股公司因融资、投标等需要母公司提供担保增信，出资人的要求和外部董事的常规做法是保前要做到“抵押全覆盖、风险无敞口”，保后要关注抵质押物权属关系是否有变化、价值是否有减损，这使得担保类议案在国资国企监管和外部董事履职中往往比较“棘手”。然而，当我们沉下去、“蹲到点上”，不难发现，为“正确的事项”作担保背书，才是服务主业转型发展创新发展、最大限度降低信用风险的关键所在，有的担保类议案以全局的眼光观察，几近“两资两非”项目，抵押再充分、安全再有保障，都应该被阻拦在董事会决策之外才是正确选项。外部董事在蹲点式调研中“洞见”越多，履职质量就越高，对党尽责的主观能动作用就越强。

“自选动作”二：沉浸式履职要有担当。外部董事履职能否做到全身心投入，沉浸其中，关键在于其是否具有强烈的担当意识，而增强担当意识须下足三种功夫。第一是使命感。建立外部董事制度是完善国资国企监管的重大制度创新，其落实落地的效果最终是由每个外部董事来承载和体现的，因此使命感是外部董事履职的动力之源、成事之基，习近平总书记所要求的“平常时候看得出来、关键时刻站得出来、危难关头豁得出来”，也是由使命感激发的。第二是勤勉度。《公司法》规定董事对公司负有忠实义务和勤勉义务，这是底线，提高勤勉度则要求外部董事在履职中对任职企业要倾注更多的善意、追求更高的价值、保持更稳的谨慎，做到因为“心中常有牵挂”，所以“时时放心不下”。第三是加持力。董事会上但凡比较重要的决策事项，几乎都是对不确定性的抉择，如果前置审查没有不合规之处，外部董事要勇于把加持力赋予任职企业的党委，相信党委把方向的眼光和能力，与企业党委一起抗压力、担责任，在董事会上旗帜鲜明地支持经过党委会前置研究、符合企业战略定位和发展方向，但也确实存在不确定性风险的议案。

“自选动作”三：融入式监管要有温度。让冰冷的规章制度在执行中有温度、有亲和力，这是外部董事须锤炼的功夫。一要寓监管于服务之中。外部董事放下身段融入到任职企业的文化中去，做贴身贴心的服务，服务越到位，越容易找到监管的切入点，潜移默化、于无声处地把出资人的监管意图传递出去、落实下去，这既是履职的方法，更是履职的艺术。二要寓刚性于柔性之中。会上有分歧，先暂缓；会下再交流，求共识。善于把原则的刚性与策略的柔性因人因事因时进行调适，既保持坚持原则的刚性立场，又创造缓释矛盾的柔性空间，刚柔相济，把难事办易，让柳暗花明。三要寓否决于流程之中。真正吃透“两个一以贯之”精神实质的外部董事，一定会审慎使用董事会上的否决权，因为董事会上的议案，都是经企业党委会前置研究同意上董事会的，董事会上轻易否决议案，望轻处说是对企业党委会尊重不够，望重处说是对“两个一以贯之”遵循不够。外部董事对此的履职艺术就在于通过流程设置，把条件不成熟、政策有瑕疵的决策动议阻拦在党委会前置研究之前，把否决权用在会前，把履职能力延展为和谐文化创建能力。

“自选动作”四：探索式创新要有焦点。国企外部董事制度虽已臻于成熟，但优化和创新一直在路上，有些焦点问题需要外部董事发挥地头力，在探索中创新，在践行中完善。比如：一、治理效能探索。根据中央《深化国有企业监事会改革方案》（2022年颁布），国有独资、全资及控股公司不再内设监事会和监事，将内设监事会和监事职责统筹整合到公司董事会下设专门委员会、内部审计等机构。这里有巨大的探索创新空间，外部董事可遵循“两个一以贯之”原则，探索建立权责法定、权责透明、协调运转、有效制衡的公司治理机制，有力解决“内部人控制”、“一把手”说了算等国企治理中的顽瘴痼疾，推动制度优势更好转化为治理效能。二、外部董事作用探索。国企外部董事不能成为“开开会、举举手”的花瓶式摆设，而要自强不息，以自身的聪明才智和专业能力，努力把自己在任职企业的角色定位为治理的行家、经营的高参、监管的铁腕。三、建设一流企业探索。积极推动任职企业完善中国特色现代企业制度，弘扬企业家精神，做优布局，做好结局，做大格局，努力建设一流企业。

国企外部董事“自选动作”功夫强大了，在“规定动作”中就能多作“应不应该办”的价值判断，而不是简单地只作“可不可以办”的技术判断，这才是真正做到习近平总书记所要求的国企外部董事“要对党负责，对党尽责”。

（内容来源：上海金融与发展实验室）

5 月金融数据的四个特点

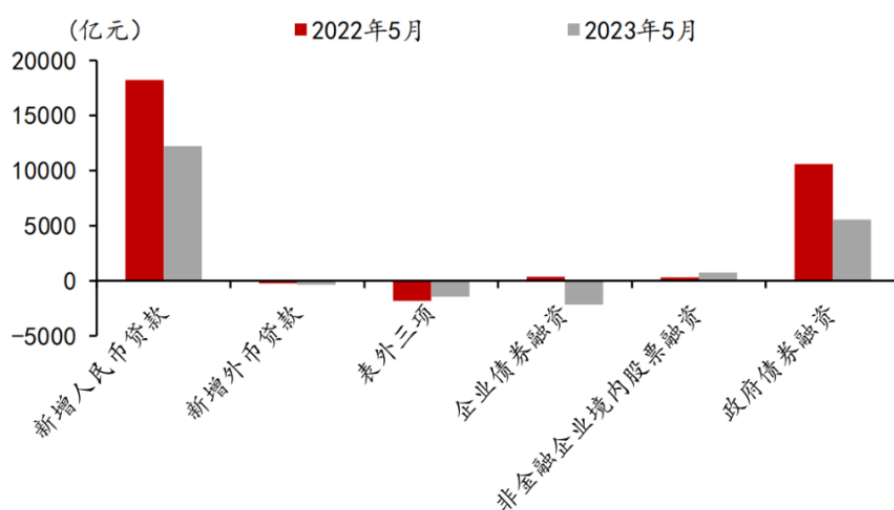
李奇霖 红塔证券研究所所长 首席经济学家 资产管理人论坛 理事

杨 欣 红塔证券研究所 宏观研究员

卢婉琪 红塔证券研究所 宏观研究员

2023 年 5 月末社会融资规模存量同比增长 9.5%，增量为 1.56 万亿元，比上月多 3312 亿元，比上年同期少 1.31 万亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 1.22 万亿元，同比少增 6173 亿元。

图 1. 社融结构一览



资料来源：wind，红塔证券

本次的社融及信贷数据有四个特征：

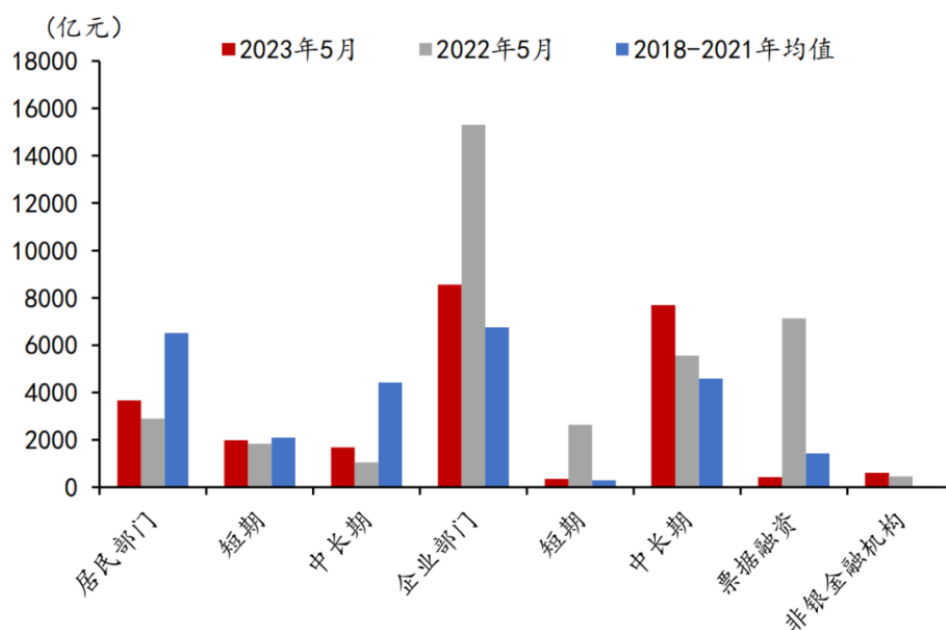
第一，信贷投放速度放缓。

信贷口径下新增人民币贷款 1.36 万亿元，同比少增 5418 亿元。信贷投放放缓一方面是因为基数效应，去年 5 月央行与银保监会召开货币信贷形势分析会，鼓励银行加大信贷投放力度，同期企业部门人民币贷款新增 1.53 万亿元，同比多增了 7291 亿元，其中票据融资新增了 7129 亿元。而今年央行则意在保持信贷合理增长、节奏平稳。可以看到票据融资冲量的程度明显减弱了，5 月票据融资仅增加 420 亿元，同比少增了 6709 亿元。

另一方面则是因为 5 月实体经济融资需求回落。分部门看，住户部门的信贷数据是弱于历史同期的，短期贷款增加 1988 亿元，较 2018-2021 年同期均值少了 101 亿元；中长期贷款增加 1684 亿元，大幅低于 2018-2021 年同期的均值 4422 亿元。30 大中城市商品房成交面积同比增速较 4 月收窄了 6.2 个百分点，12 城二手房成交面积同比增速较 4 月收窄 11.1 个百分点，房屋销售景气度下滑，购房相关的个人按揭贷款需求减少。

企业部门的信贷延续“短期弱，中长期强”的特征。短期贷款增加 350 亿元，较去年少增 2292 亿元，较 2018-2021 年同期均值多增 52 亿元。目前大部分行业处在“主动去库”的周期中，5 月 BCI 企业投资前瞻指数下滑 5.5 个百分点，对未来经营预期偏谨慎的情况下，主动投资扩产意愿不强。中长期贷款保持韧性，新增 7698 亿元，较去年同期多增 2147 亿元，较 2018-2021 年同期均值多增 3101 亿元，可能还是与基建项目的带动以及制造业企业智能化、绿色化和数字化转型的需求相关。另外，5 月末贴现的银行承兑汇票减少 1797 亿元，环比多减 450 亿元，同比多减 729 亿元，表外票据规模的环比及同比减少也印证了实体经济融资需求不足的事实。

图 2. 人民币信贷结构一览



资料来源：wind，红塔证券

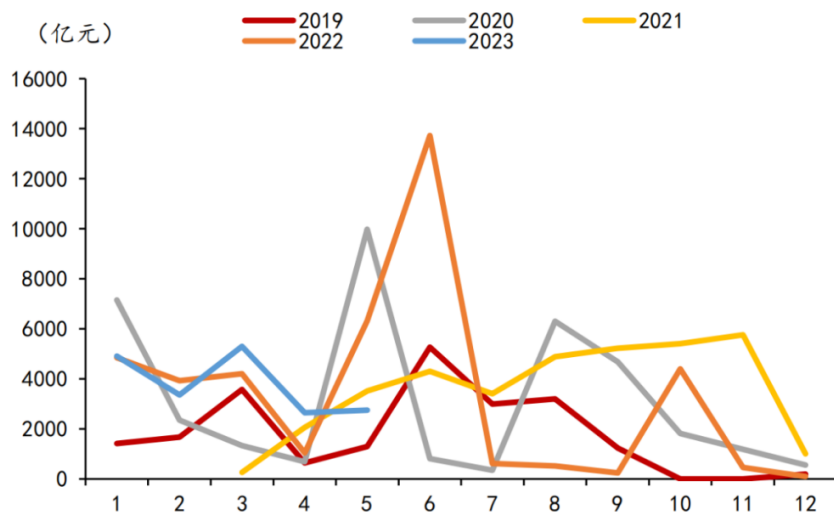
第二，企业债券融资减少。

企业债券融资净减少 2175 亿元，为今年以来的最低值，同比少 2541 亿元。一则是因为对地方政府隐性债务风险的监管趋紧，城投融资难度增加，5 月城投债净融资为-401 亿元；二则是部分行业企业风险仍存，债券发行难度偏高，房地产业债券发行金额为 253.7 亿元，同比减少 47.3%，环比减少 55.4%。

第三，政府债券融资同比少增，对社融形成拖累。

政府债券净融资 5571 亿元，同比少 5011 亿元，主要与新增专项债的发行节奏相关。去年新增专项债集中在 5、6 月发行，2022 年 5 月新增专项债发行规模达 6320 亿元，而今年专项债发行节奏较均匀，根据 Wind 数据统计，5 月地方政府新增专项债发行 2755 亿元。

图 3. 地方政府新增专项债发行规模



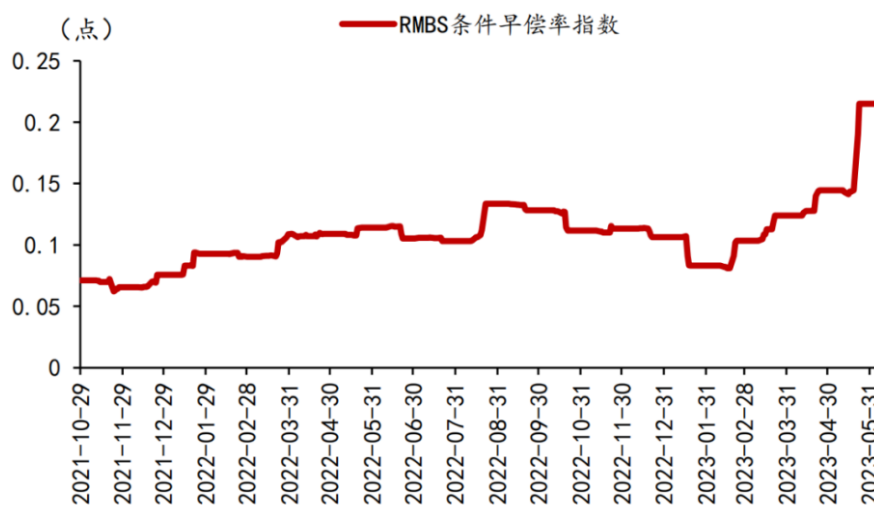
资料来源: wind, 红塔证券 (2023 年 5 月数据为 wind 统计, 其余为财政部披露数据)

第四, M2 和 M1 同比增速双双回落。

5 月末, 广义货币 (M2) 余额同比增长 11.6%, 增速比上月末低 0.8 个百分点。一方面是因为去年二季度大规模的留抵退税后, 企业部门存款增加, 抬高了 M2 基数。去年 4-5 月税收收入同比分别减少 47.3% 和 38.1%, 5 月非金融性企业存款同比多增了 1.2 万亿元。另一方面是因为居民用存款提前还贷。存贷款利率倒挂、房价上涨预期不再, 以及居民收入预期偏谨慎下主动收缩杠杆等因素使居民提前还贷行为增加。5 月以来 RMBS 条件早偿指数明显升高, 5 月的居民户存款也同比少增了 2029 亿元。

狭义货币 (M1) 余额同比增长 4.7%, 增速比上月末低 0.6 个百分点。一来是因为新房销售同比增速下滑, 房屋销售回款回流至房企的速度减慢; 二来是因为企业补库存以及扩大资本开支的意愿较低, 资金活化速度较慢。

图 4. 5 月提前还贷明显增多



资料来源: wind, 红塔证券

本次偏弱的金融数据表明实体融资需求不足，与此前发布的低于预期的 PMI 数据、偏低的物价数据和出口数据所表征的意思一致，均指向经济修复速度放缓。很显然，中央已经关注到了这一变化，并已经释放了稳增长的积极信号。

今日早晨，央行将 7 天期逆回购利率下调 0.1% 至 1.9%。今日晚间，国家发展改革委等部门发布的《关于做好 2023 年降成本重点工作的通知》中也强调 “推动贷款利率稳中有降”。鉴于 1 年期 MLF 和 7 天期逆回购利率变化同步性较高，后续大概率也会调降 1 年期 MLF，届时 LPR 也会跟随 MLF 同步下调。由于外需回落、内需修复缓慢下企业盈利能力不强，对未来预期不稳定，企业不敢轻易加杠杆，特别是行业仍在出清，存在风险溢价的地产行业融资难度较高。据克而瑞统计，5 月 80 家典型房企的融资总量环比减少 56.4%，同比减少 60.4%，融资规模创下了 2020 年以来单月融资的新低。降息为贷款利率下降和降低实体融资成本打开了空间，后续需要通过宽货币来提高宽信用效果。财政政策、产业政策和货币政策应协同发力，随着更多稳增长政策的落地，实体经济修复得到助力，市场风险偏好也会得到提升。

（内容来源：奇霖宏观）

