



金融信息采编

COMPILATION OF FINANCIAL NEWS

2023 年第 68 期总第 1103 期

合肥兴泰金融控股集团 金融研究所

咨询电话：0551—63753813

服务邮箱：xtresearch@xtkg.com

公司网站：http://www.xtkg.com/

联系地址：安徽省合肥市政务区

祁门路 1688 号兴泰金融广场 2602

2023 年 9 月 15 日 星期五

更多精彩 敬请关注
兴泰季微信公众号



宏观经济	2
中国 8 月全国规模以上工业增加值同比增长 4.5%.....	2
中国 8 月全国服务业生产指数同比增长 6.8%.....	2
中国 8 月社会消费品零售总额同比增长 4.6%.....	2
美国 8 月 CPI 同比上涨 3.7%	3
美国 8 月 PPI 同比上升 1.6%	3
货币市场	3
中国央行下调金融机构存款准备金率	3
欧洲央行宣布加息 25 个基点	4
监管动态	4
中证协规范券商商用密码应用工作	4
证监会优化公募基金管理人证券交易模式	4
金融行业	4
新版普惠金融发展专项资金管理办法印发	4
二季度末中国金融业机构总资产为 449.21 万亿元	5
热门企业	5
京东蝉联民营企业 500 强榜单榜首	5
上清所和彭博联合提供人民币利率互换初始保证金试算服务	5
地方创新	6
苏州：着力打造数字金融产业发展高地	6
深圳：出台 18 项措施支持基础设施 REITs 发展	6
深度分析	6
聚焦中国经济八大问题	6

宏观经济

中央支持福建探索海峡两岸融合发展新路

9月12日,中共中央、国务院发布《关于支持福建探索海峡两岸融合发展新路 建设两岸融合发展示范区的意见》,《意见》的主要内容是基于福建在对台工作全局中具有独特地位和作用,为深化两岸各领域融合发展,推进祖国和平统一进程,就支持福建探索海峡两岸融合发展新路、建设两岸融合发展示范区提出的意见。《意见》内涵丰富,涵盖了建设台胞台企登陆第一家园、促进闽台经贸深度融合、促进福建全域融合发展、深化闽台社会人文交流等多个方面。尤其是提出“支持厦门与金门加快融合发展”“支持福州与马祖深化融合发展”,建立“同城生活圈”,这将为未来两岸统一后,两岸人民在经济、文化、生活方式等其他方面的进一步融合统一做出示范。

中国 8 月全国规模以上工业增加值同比增长 4.5%

9月15日,国家统计局发布数据显示,8月份,全国规模以上工业增加值同比增长4.5%,比上月加快0.8个百分点;环比增长0.50%。分三大门类看,采矿业增加值同比增长2.3%,制造业增长5.4%,电力、热力、燃气及水生产和供应业增长0.2%。装备制造业增加值同比增长5.4%,比上月加快2.1个百分点;高技术制造业增加值增长2.9%,加快2.2个百分点。分经济类型看,国有控股企业增加值同比增长5.2%;股份制企业增长5.7%,外商及港澳台商投资企业增长0.8%;私营企业增长3.4%。分产品看,太阳能电池、服务机器人、光电子器件产品产量同比分别增长77.8%、73.7%、29.9%。1-8月份,全国规模以上工业增加值同比增长3.9%。8月份,制造业采购经理指数为49.7%,比上月上升0.4个百分点;企业生产经营活动预期指数为55.6%。

中国 8 月全国服务业生产指数同比增长 6.8%

9月15日,国家统计局发布数据显示,8月份,全国服务业生产指数同比增长6.8%,比上月加快1.1个百分点。分行业看,住宿和餐饮业,信息传输、软件和信息技术服务业,交通运输、仓储和邮政业,租赁和商务服务业,金融业生产指数同比分别增长16.1%、11.5%、9.0%、8.1%和7.2%。1-8月份,全国服务业生产指数同比增长8.1%。1-7月份,规模以上服务业企业营业收入同比增长7.2%。8月份,服务业商务活动指数为50.5%,业务活动预期指数为57.8%,其中,铁路运输、航空运输、住宿、餐饮、电信广播电视及卫星传输服务、生态保护及公共设施管理、文化体育娱乐等行业商务活动指数位于55%以上较高景气区间。

中国 8 月社会消费品零售总额同比增长 4.6%

9月15日,国家统计局发布数据显示,8月份,社会消费品零售总额37933亿元,同比增长4.6%,比上月加快2.1个百分点;环比增长0.31%。按经营单位所在地分,城镇消费品零售额32974亿元,同比增长4.4%;乡村消费品零售额4959亿元,增长

6.3%。按消费类型分，商品零售 33721 亿元，增长 3.7%；餐饮收入 4212 亿元，增长 12.4%。在限额以上单位商品零售额中，化妆品类、通讯器材类、金银珠宝类、家具类商品零售额分别增长 9.7%、8.5%、7.2%、4.8%。1-8 月份，社会消费品零售总额 302281 亿元，同比增长 7.0%。全国网上零售额 95387 亿元，同比增长 12.1%。其中，实物商品网上零售额 79821 亿元，增长 9.5%，占社会消费品零售总额的比重为 26.4%。1-8 月份，服务零售额同比增长 19.4%。

美国 2022 年经通胀调整的家庭收入同比下降 2.3%

9 月 12 日，美国人口普查局发布报告称，因高通胀导致生活成本大幅增加，去年美国家庭实际收入同比下降 2.3%，为 2010 年以来最大降幅，凸显出美国家庭生活成本上升带来的影响。根据这份关于收入、贫困和医疗保险的年度报告，经通胀调整，2022 年美国家庭收入中位数为 74580 美元，低于 2021 年的 76330 美元。这是美国家庭实际收入中值连续第三年下降。

美国 8 月 CPI 同比上涨 3.7%

9 月 13 日，美国劳工部数据显示，在能源价格上涨的带动下，美国 8 月份 CPI 同比上涨 3.7%，略高于市场预期的 3.6% 水平，前值为 3.2%。环比涨幅也从 7 月份的 0.2% 上升至 0.6%，符合市场预期，为 14 个月来最大的环比涨幅。剔除波动较大的食品和能源价格后，美国 8 月份核心 CPI 同比上涨录得 4.3%，较前值 4.7% 有所回落；但是核心 CPI 环比上涨 0.3%，超过市场预期及前值 0.2% 的水平。

美国 8 月 PPI 同比上升 1.6%

9 月 14 日，美国劳工部数据显示，美国 8 月 PPI 同比增长 1.6%，高于预期的 1.3%，连续第二个月超预期上涨。环比上升 0.7%，为 2022 年 6 月上涨 0.9% 以来的最大涨幅，前值上修至 0.4%。剔除波动较大的食品和能源，8 月核心 PPI 同比增长 2.2%，符合预期，低于前值 2.4%。核心 PPI 环比增长 0.2%，符合预期，低于前值 0.3%。

货币市场

中国央行下调金融机构存款准备金率

当前，我国经济运行持续恢复，内生动力持续增强，社会预期持续改善。为巩固经济回升向好基础，保持流动性合理充裕，中国人民银行决定于 2023 年 9 月 15 日下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点（不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构）。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为 7.4%。

欧洲央行宣布加息 25 个基点

9 月 14 日，欧洲央行决定，自 9 月 20 日起将主要再融资利率、边际借贷利率和存款机制利率分别上调 25 个基点至 4.50%、4.75% 和 4.00%，为连续第 10 次加息，市场预期按兵不动。欧洲央行在声明中表示，关键利率已达到一定水平，如果维持足够长的时间，将为通胀恢复到目标做出重大贡献。

监管动态

中证协规范券商商用密码应用工作

中证协近日向券商下发《证券业商用密码应用上线指南（征求意见稿）》，进一步指导证券各机构规范开展商用密码应用上线工作，包括开展信息系统商用密码应用自查、上线实施和应急管理等工作，便于监管机构对各行业机构的密码应用工作进行评判。为进一步加快推进国内商用密码在证券业的应用，2023 年 2 月，在证监会科技监管局指导下，银河证券联合广发证券、兴业证券对商用密码系统改造上线工作进行规范化、标准化，保障行业机构顺利开展密码应用上线工作。该标准对于降低市场参与者成本，指导相关单位信息系统商密改造按标准上线、按规范管理具有重要意义。

证监会优化公募基金管理人证券交易模式

证监会日前发布实施《公募基金行业费率改革工作方案》，其中提出要“进一步优化公募基金交易结算模式”，支持中小基金管理人降本增效。此次证券交易模式优化方案着重围绕提高券商交易模式的便利化水平，同时允许各类公募基金管理人根据自身业务发展需要自主选择交易模式，并进行优化和完善。具体举措还包括推动降低交易系统模块采购成本，继续加强公募基金管理人证券交易行为的监管等。

金融行业

新版普惠金融发展专项资金管理办法印发

9 月 12 日，为规范普惠金融发展专项资金管理，提升政策效能和资金使用效益，推动普惠金融高质量发展，财政部修订印发《普惠金融发展专项资金管理办法》。《办法》自 10 月 1 日起施行，实施期限五年。《办法》明确，为落实就业优先政策，支持重点群体就业创业，引导金融机构加大创业担保贷款投放，专项资金安排支出用于对财政贴息支持的创业担保贷款给予一定奖补。《办法》提出，符合条件的创业担保贷款，财政部门给予贷款实际利率 50% 的财政贴息。对展期、逾期的创业担保贷款，财政部门原则上不予贴息，国务院另有规定的除外。

二季度末中国金融业机构总资产为 449.21 万亿元

9 月 13 日, 央行发布的最新数据显示, 二季度末, 我国金融业机构总资产为 449.21 万亿元, 同比增长 10.3%, 其中, 银行业机构总资产为 406.25 万亿元, 同比增长 10.5%; 证券业机构总资产为 13.76 万亿元, 同比增长 5%; 保险业机构总资产为 29.2 万亿元, 同比增长 9.6%。金融业机构负债为 410.48 万亿元, 同比增长 10.6%, 其中, 银行业机构负债为 373.63 万亿元, 同比增长 10.8%; 证券业机构负债为 10.45 万亿元, 同比增长 4.3%; 保险业机构负债为 26.39 万亿元, 同比增长 11.2%。

141 家证券公司上半年实现营业收入 2245.07 亿元

中国证券业协会发布证券公司上半年度经营数据, 证券公司服务实体经济直接融资 3.13 万亿元, 服务 173 家企业实现境内首发上市, 承销 (管理) 发行绿色公司债券 (含 ABS) 融资金额 768.74 亿元、科技创新公司债券融资金额 1224.2 亿元、民营企业公司债券融资金额 1522.41 亿元。证券公司未经审计财务报表显示, 截至 2023 年 6 月 30 日, 141 家证券公司总资产 11.65 万亿元, 净资产 2.86 万亿元, 净资本 2.13 万亿元, 客户资金余额 1.93 万亿元, 资产管理业务规模 9.16 万亿元。141 家证券公司 2023 年上半年度实现营业收入 2245.07 亿元, 同比增长 9.03%。

热门企业

京东蝉联民营企业 500 强榜单榜首

9 月 12 日, 全国工商联发布 2023 中国民营企业 500 强榜单, 京东集团继去年首次登顶该榜单后实现蝉联, 凭借 2022 年实现 10462 亿元营业收入排在第 1 位。同时, 京东集团也是榜单中唯一一家收入破万亿美元的民营企业。此外, 阿里巴巴 (中国) 有限公司、恒力集团有限公司位居榜单第二、第三位。从研发费用排名看, 排名前十位的 500 强企业涉及互联网和相关服务, 汽车制造业, 计算机、通信和其他电子设备制造业, 电气机械和器材制造业等 4 个行业。

上清所和彭博联合提供人民币利率互换初始保证金试算服务

9 月 12 日, 上海清算所与彭博联合宣布, 上海清算所利率互换会员及彭博终端用户现可通过彭博终端利率互换计算功能实时连接上海清算所风险试算平台, 获取人民币利率互换交易的初始保证金、估值及利率风险指标。据悉, 通过这一新解决方案, 境内外利率互换交易机构能够更加便捷快速地获取上海清算所提供的人民币利率互换各项风险指标, 交易效率和风险管理有望得到优化。此举也将进一步提升境内人民币利率衍生品市场的电子化和国际化水平。

地方创新

苏州：着力打造数字金融产业发展高地

9月12日，2023苏州数字金融大会成功举办。现场签约项目21个，授信总规模超过580亿元。签约项目涵盖金融制造业、数字金融服务、金融大数据等细分领域，将进一步补齐锻造数字金融产业链，放大金融创新要素的“虹吸效应”，优化苏州数字金融产业生态。苏州市委书记曹路宝表示，苏州确立了打造金融服务实体经济、数字金融创新、产业资本集聚、金融开放合作“四个标杆城市”的目标，始终把金融科技创新作为推动金融业转型发展、提升金融服务实体经济质效的关键抓手，着力打造数字金融产业发展高地。

深圳：出台18项措施支持基础设施REITs发展

日前，深圳市发改委印发《关于支持深圳市基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)高质量发展的若干措施》的通知。18项具体措施为：建立健全基础设施REITs项目库；扩大基础设施REITs储备范围；创新基础设施REITs投融资体系；打造基础设施REITs交易中心；构建基础设施REITs人才汇聚高地；设立基础设施REITs产业投资基金；搭建全国基础设施REITs产业交流平台；优化基础设施REITs交易环境；完善基础设施REITs中介服务体系；打造粤港澳大湾区REITs产业联盟；积极探索深港REITs互联互通；建立基础设施REITs联席会议机制；加大财政扶持力度；推动实施税收、土地等支持政策；强化基础设施REITs信用体系建设；强化基础设施REITs信用体系建设；强化基础设施REITs信用体系建设。

深度分析

聚焦中国经济八大问题

文/汪涛（瑞银证券中国首席经济学家）

来源：新浪财经

中国经济为何乏力？为何政府迄今尚未出台更有力的刺激政策？房地产市场和地方政府债务后续如何演进？日本“失去的三十年”对中国有何启示？本报告中我们将解答这些问题，并进行更多讨论。

中国经济最受关注问题如下：

1. 疫情后中国经济复苏为何乏力？结构性因素或周期性因素，谁是主因？
2. 为何政府迄今尚未出台更有力的刺激政策？
3. 房地产下行将如何演进？政策放松空间还有多大？
4. 中国地方政府债务问题有多严重、会出现大规模违约吗？应如何化解？
5. 中国能否化解债务风险？中国是否面临明斯基时刻？
6. 政府将可能出台哪些政策支持高质量发展？什么刺激政策效果更强？



7. 日本“失去的三十年”对中国有何启示？
8. 未来十年中国经济增速如何？关键驱动因素是什么？

1. 疫情后中国经济复苏为何乏力？结构性因素或周期性因素，谁是主因？

随着近三年的“动态清零”防疫政策结束，中国经济重启。今年年初我们预计经济活动复苏有助于支持就业市场和居民收入提升，部分超额储蓄会得以释放，从而推动消费反弹和经济复苏。此外，我们还预计房地产活动在去年大幅下行后将企稳。此外，财政政策适度扩张，这些因素可以抵消出口下滑对经济的拖累。

2023 年一季度的经济增长大致符合预期。事实上，房地产反弹力度和出口韧性均强于预期。但是，房地产活动反弹持续时间较短，二季度开始房地产新开工和销售面积再度大幅下降、并持续到三季度。房地产活动再次下行部分由于对购房者和开发商的政策并未大幅放松，部分由于市场情绪恶化。由于全球需求疲软，二季度以来出口也大幅下跌。此外，由于土地出让和财政收入弱于预期，政府削减财政支出，导致 2023 年上半年实际整体财政政策较去年同期收紧（其规模占 GDP 的 1%）。同时，由于消费者信心低迷，超额储蓄仍在持续上升。

一些经济学家和评论员将中国目前的经济困境归因于结构性因素，包括人口下降、监管力度收紧大幅削弱民营部门信心，同时面临海外脱钩压力。但是，尽管长期而言中国面临人口挑战，我们认为当前就业市场低迷、青年失业率高企，表明经济也存在周期性因素，当前的经济增速低于中国潜在增长。本轮的房地产下行调整是历史上幅度最大的，一定程度上反映了长期基本面（包括人口结构）的变化，部分由于此前政策大幅收紧，同时新冠疫情和防疫政策加剧了经济下行压力。此前监管收紧、市场对民营部门发展的担忧，以及供应链转移压力是削弱企业信心的主要原因，但国内外需求疲软导致的订单和盈利下跌也是重要因素，后者部分由于全球科技行业下行周期。因此，我们认为周期性因素可能也是导致经济下行的主要原因。

2. 为何政府迄今尚未出台更有力的刺激政策？

虽然 7 月底政治局会议的宏观政策定调积极宽松，但迄今为止出台的政策支持不及市场预期，许多投资者质疑经济增长是否仍是中国政府的首要目标。我们认为稳增长仍然是政府的首要任务，尽管可能并不是唯一目标或压倒一切的主导性目标。支持政策出台节奏较慢，部分可能由于政府需要更多时间研判经济复苏的弱势：经济复苏存在分化，部分行业表现强劲（如国内旅游，以及一季度的房地产活动），同时部分行业表现疲软。去年同期基数较低，这意味着即便环比增速大幅下滑，2023 年二季度 GDP 同比增速依然可观。我们认为从 7 月底的政治局会议来看，宏观政策定调积极表明政府已经意识到了经济下行压力，并加码政策支持加以应对。

但是，目前经济活动面临的挑战复杂，而财政空间较为有限，这意味着政府无法仅仅简单通过出台刺激政策来重启经济快速增长。房地产行业需要政策支持，开发商需要额外信贷支持，但鉴于人口持续下降、城镇化进程放缓、居民住房拥有率较高、且房地产行业杠杆率较高，政府是否应该、或是否能够重振房地产市场面临不确定性。中央政府通常通过地方政府刺激经济，但由于土地出让收入下降且税收收入走弱，地方政府财政状况面临较为严峻的挑战，且财政资金使用效率相对较低。事实上，地方政府还面临融资平台偿债付息压力。鉴于企业和居民部门信心不足，降息和货币宽松政策的作用可能有限，因为信心不足部分是由于长期存在的结构性问题所致。尽管中央政府可通过发行政府债券为政策宽松进行融资，但其落实效率和可持续性面临不确定性，特别是考虑到诸多结构性问题和人口老龄化问题。此外，政府也面临着推动经济从房地产和地方政府主导的增长模式转型为更为可持续和高质量的增长模式的难题。

各政府部门需要一定时间慎重考量并平衡不同政策工具，因而出台政策和有效落

实政策存在延迟。7月底政治局会议后，政府已陆续出台一些宽松政策，但政策出台和落实时点较晚可能降低其有效性，这意味着未来可能需要支持政策进一步加码。

哪些因素会促使政府在未来进一步加码政策支持？我们认为青年失业率高企不会在短期内引发社会稳定问题，而房地产建设、工业生产、社会消费品零售和出口等经济数据走弱可能表明就业市场、企业经营状况和地方政府运行状况面临更多挑战。因此，我们预计经济数据走弱可能会促使政府在未来几个月持续加码政策支持；例如政府已于8月31日出台全国范围内统一下调二套房首付比例下限的政策，释放了更为明确的房地产宽松政策信号。

3. 房地产下行将如何演进？政策放松空间还有多大？

中国房地产行业正在经历数十年来调整幅度最深的下行周期。7月经季调后的新开工面积较2020年下半年平均水平低65%、较2022年四季度水平低15%，房地产销售面积较2021年上半年高点低42%、较2022年四季度低4%。高频数据显示主要城市房地产销售在8月没有出现明显改善（上中旬持续疲弱、但下旬有所改善）。我们预计未来几个月新开工和销售面积将逐渐企稳，但全年新开工面积可能将下跌25%、2024年进一步下跌10%，销售面积今年下跌10%、2024年进一步下跌5-10%。瑞银房地产团队认为鉴于人口下降、城镇化进程放缓、住房拥有率较高且“隐性库存”有待消化，未来几年的房地产销售和建设中枢可能较2020-21年高点低50-60%。这意味着房地产新开工面积在一段时间的去库存后可能有所回升，销售面积也有望在几年内企稳。

这对房地产行业有何影响？可能会有更多开发商面临偿债困难、债务违约或债务重组问题。部分开发商可能会大幅缩减业务规模或退出市场，随着房地产建设需求大幅下滑，未来一段时间内市场可能将持续整合重组。存活下来的开发商也不得不改变其业务模式。目前尚不明确国企开发商是否具备大规模接管民企开发商的能力或意愿，但随着债务风险暴露的民企开发商业务规模缩减或退出市场，国企开发商市占率有望提升。

由于房地产行业占经济总量的四分之一（基于投入产出表估算，直接和间接合计贡献），房地产下行或拖累GDP增速放缓，但最大的拖累影响可能已经发生。在房地产供应链方面，长期房地产建设规模下降或导致建材需求下滑和相关行业固定投资走弱。土地出让收入下降也意味着地方政府可用于公共投资支出的资金下降。对居民部门，房地产活动走弱会抑制就业市场和收入增速，而房价下跌或持平也可能通过财富效应抑制消费者信心和消费支出。我们估算房地产占居民财富的比例超过60%，不过首付比例较高限制了居民房贷的杠杆水平，这应该会有助于减缓降价出售和房价下跌的压力。中国没有个人房屋净值贷款（home equity loans），这也有助于限制财富效应的负面影响。

政府可同时支持房地产市场供需两侧，从而促进房地产活动企稳、降低超调风险，但恐怕无法扭转下行的趋势。在供给侧，政府可扩大对开发商的信贷支持，包括向烂尾项目提供更多政策性银行贷款以实现“保交楼”，并提供过桥信贷以避免开发商大规模违约。在需求侧，政府可取消大部分现存的限购政策，放宽二线城市落户限制，并将大城市二套房贷款首付比例从40-50%降至30%（该政策已在8月31日宣布实施）。加大对“城中村改造”和保障性住房建设投资可在一定程度上提振建材需求。7月底政治局会议释放了进一步放松房地产政策的信号，但在那之后地方政府和有关部委出台的支持政策较为温和和碎片化，直至8月31日中央政府宣布全国范围内下调首套和二套房最低首付要求。这可能表明政府内部在应以多大规模政策支持房地产行业方面没有形成一致共识。

4. 中国地方政府债务问题有多严重、会出现大规模违约吗？应如何化解？

官方统计显示，截至2022年底中国地方政府债务余额仅为35万亿元，占GDP比

重约为 29%。这仅包括由地方政府一般债和专项债组成的显性政府债务，不包括隐性债务。截至 2022 年底，我们估计地方融资平台债务余额约为 59 万亿元。此外，可能还有一些政策性银行贷款未包含在内。严格而言，并非所有地方融资平台债务都应视为地方政府隐性债务，因为部分地方融资平台采用商业模式运作、应视为企业债务。尽管如此，截至 2022 年底不同口径下地方政府显性和隐性债务总额仍达到 78-96 万亿元，占 GDP 比重为 64-79%。

再加上中央政府债务，整体政府债务总额占 GDP 比重为 92-105%。尽管该比重较高，但这可能和很多发达国家差距不大。但是，大部分债务都来自地方政府，而当前房地产下行周期之下地方政府偿债压力加剧。瑞银中国银行研究团队估计，81%的地方融资平台的经营现金流不足以支付债务利息，约 3 万亿元的利息支付可能要靠银行贷款支撑。

尽管偿债压力加剧，但迄今为止似乎并未出现大规模地方融资平台公开市场债券（城投债）违约。往前看，我们认为大规模城投债违约的可能性较小。地方政府在利用一切可用资源还本付息城投债，避免城投债违约（包括削减一般性政府支出），以确保其所在地区公共部门和融资平台的市场再融资能力。最重要的是，地方政府可能已经在高度依赖银行体系来确保按时偿还债务。据瑞银银行研究团队估计，大多数地方融资平台债务实际上由银行持有，占比约 84%（包括银行贷款和其他债务）。我们预计银行将继续为地方融资平台提供贷款展期和额外信贷支持，使其可以偿债付息、减小违约风险，并积极参与地方融资平台债务重组。银行参与地方融资平台债务重组可能降低其盈利，但估计影响相对较小。

银行进行贷款展期和提供额外信贷支持是降低地方融资平台债务风险的最可行和最主要的方案。在此之外，小规模债务置换也有助于缓解偿债压力。近年来，中央政府允许地方政府利用其债务限额之内的可用额度，发行特别再融资债券、置换部分地方融资平台债务。我们估算 2022 年底地方政府债务限额与余额之差约 2.6 万亿元，其中 1.4 万亿为一般债务，1.2 万亿为专项债务。考虑到地方融资平台债务主要与公共投资相关，因此此类债务置换可能主要利用专项债可用额度。近日财新媒体报道称，政府正考虑进行 1.5 万亿元的地方融资平台债务置换。无论采取哪种方案，置换规模都不及地方政府隐性债务总额的 3%。这些措施虽无法彻底化解债务问题，但有助于缓解地方政府偿债付息压力。

长期来看，全面化解地方政府隐性债务风险可能需要大规模全局性的债务置换。但基于前一轮债务置换的经验，较高的道德风险，再加上地方政府隐性债务规模较大而中央政府资源相对有限，进行大规模全局性债务置换的难度较高。我们认为大规模债务置换还应配合财政体制的结构性改革，包括厘清中央与地方的财政关系和政府在经济中的角色。实际上，为避免隐性债务继续攀升，地方政府可能将不得不面临土地出让收入减少、靠投资稳增长能力下降的困境。此外，通过提升地方税收收入来为投资融资的可行性也较低，因为提高税收的阻力较大，同时公共养老和医疗支出上升也会加剧未来财政压力。

同时，地方政府将逐渐面临处置或至少充分利用其资产来偿债付息和化解隐性债务的压力。地方政府拥有大量资产，包括国企。官方统计数据显示，截至 2021 年底，地方国企资产总额达 206 万亿元。理论上，地方政府可以将国有资产转让给地方融资平台，而地方融资平台可以出售或质押其资产以偿还债务和利息。不过，转让或处置国有资产困难重重，因为难以对其准确估值、出售难度较高（如基建），且在缺少流动性或市场下行的情况下，许多地方官员担心被指控造成国有资产流失。因此，这一过程可能较为缓慢。

5. 中国能否化解债务风险？中国是否面临明斯基时刻？

许多投资者担心本轮房地产下行及地方隐性债务问题将致使中国快速去杠杆，引发更深度的经济衰退，迫使更多企业和地方融资平台破产，导致经济失速下跌并引发系统性金融危机。在美国大幅加息的背景下，投资者还担心大规模资本外流将导致国内流动性收紧，并加剧人民币汇率大幅贬值的压力。

我们认为，中国不太可能出现由信贷紧缩失控、资产价格重挫、银行大规模破产和货币大幅贬值构成的典型的债务或金融危机。目前房地产价格是中国最重要的资产价格指标，即使销售下滑，中国居民住房的贷款价值比率偏低 (loan-to-value ratio)、且政府对地价影响力较高 (政府是唯一土地供给方、且对地方融资平台有较强影响)，这应有助于缓解房价下跌压力。在过去的研究中，我们深入分析了有助于中国避免斯基时刻的因素：1) 国内储蓄率较高 (超过 40%)，2) 大部分债务融资都来自于国内银行系统，3) 政府对银行和主要债务人 (大多数银行、国企和地方政府) 有较强的影响力，4) 政府会保障存款安全，央行也有意为银行提供流动性支持，及 5) 政府对资本外流管控较强。

储蓄率较高和对资本外流管控较强意味着中国债务 95% 的来源是国内融资，即使民营房地产开发商持有外债规模较高。相比之下，内债不太容易被外资投资者丧失信心或外部利率飙升所影响。

以银行为主的金融体系意味着大多数债务是银行贷款或银行持有的债券，主要资金来源为较为稳定的国内存款。官方存贷比超过 78%，如果对银行非贷款资产和非存款理财产品进行调整后，我们估计整体存贷比也低于 90%。虽然理财产品的兑付出现过一些问题 (如近期发生的村镇银行存款问题)，但由于政府明确保障存款安全，央行也有意为银行提供流动性支持，这都有助于保证银行业流动性稳定。这意味着银行体系不会被迫大幅收缩对实体经济的信贷供给。

大多数银行仍为国有控股，意味着政府对银行的贷款行为有较强影响力，可对其进行指导从而避免银行大幅收缩对实体经济的信贷供给。在必要时，政府会提高监管容忍度，允许银行逐步确认和处置坏账，这也有助于避免信贷紧缩。政府影响力较高也表明政府可协调银行、国企和地方政府相关机构，推进债务重组。这将避免出现完全由市场主导的剧烈出清，如大规模债务违约和企业破产，从而降低去杠杆超调和出现系统性外溢效应的风险。

资本外流大致可控。截至 2023 年 6 月，境外机构持有的中国债券和股票的占比都较低 (分别为 2.5% 和 4%)。资本外流更大的风险可能来自国内企业和居民部门增加境外资产配置，不过资本外流依然存在较强管控，并可以在必要时进一步收紧。近期数据表明，在经济重启后，资本外流规模有所增加，但并未有迹象显示中国会重演类似 2015-16 年的大规模资本急剧外流。

6. 政府将可能出台哪些政策支持高质量发展？什么刺激政策效果更强？

如上所述，中国当前经济困境是由周期性和结构性因素共同引发的，因此我们认为需要针对两个方向采取措施。

推动经济复苏最紧急的任务是防止房地产活动进一步下行。我们认为政府或可出台以下政策稳定房地产市场：1) 通过放松/取消限购政策提振房地产需求 (进行中)，降低房贷首付比例、尤其是二套房 (8 月 31 日已出台相关政策)，进一步降低房贷利率 (进行中)，2) 协调房地产开发商债务重组并为其提供更多信贷支持，以防止其出现更大范围和更大规模的违约，避免引发对其他经济部门的外溢效应，3) 加大“保交楼”的专项资金支持，这也有助于提振购房者信心。政府通过“城中村改造”拉动房地产建设也有所帮助。

为减少房地产下行和外部需求对经济增长的拖累，我们认为政府或可加码财政政策支持，并配合宽松的货币政策。我们认为目前效果最强的短期财政刺激政策是对居

民提供较大规模的收入/消费补贴和基建支出。前者可能性较小（仅针对电动汽车购置等提供定向补贴），不过政府近期通过上调个税专项附加扣除标准降低了个税负担。为提振基建投资，我们认为发行特别国债的可能性较小，但加快发行地方政府专项债的可能较大，也可能增加政策性银行信贷和资金支持。就后者而言，迄今为止政府仍未释放明确的政策信号，但我们认为通过新增政策性银行专项建设基金支撑基建投资的可能性仍在（预计未来几个季度新增 6000 亿元以上，2022 年新增了 7400 亿元）。同时，中央政府可以向地方政府提供临时信贷和资金支持（如用于发工资，或推动其清偿对企业欠款）。2023 年上半年整体财政政策实际紧缩幅度相当于 GDP 的 1%，我们认为下半年应实现 2% 左右的财政扩张，但大部分可能需要到年底实现。

我们估算 2023 年 15-20% 的新增信贷可能用于偿还债务利息，因此有必要进一步放松货币和信贷政策支撑经济复苏。我们认为应进一步下调政策利率（但预计今年仅再下调 10-15 个基点）、降准（预计再下调 25 个基点）以及通过各类工具扩大央行资产负债表。部分投资者认为中国应实施零利率政策，但我们认为可能性极小。此外，尽管降息有助于缓解偿债压力、修复企业和家庭资产负债表，我们认为与财政-信贷结合的政策相比，降息对提振总需求的效果较为有限。我们认为到年底信贷增速应回升至 10%（对应信贷脉冲从 7 月的 -3% 回升至 12 月的 +2.4%），但预计年底信贷增速可能仅温和反弹至 9.6% 左右（8 月为 9%）。我们认为政府不会将货币大幅贬值作为促进出口和经济增长的政策工具。

结构性政策和改革也至关重要。过去几年的监管加码冲击了市场情绪，对平台经济的监管常态化将有助于恢复和提振市场信心。承诺和出台具体措施维护民营企业合法利益也至关重要。政府已经认识到一些长期结构性问题的影响，因此政府已经宣布互联网平台公司的监管常态化，简化行政流程，降低政府收费，培育民企投资。不过，结构性政策的推进需要时间，且任何实质性影响都需要具体的执行措施落地、且需要一定时间才能见效。

此外，政府或应着力推进结构性制度改革，释放经济长期增长潜力。为应对人口挑战，政府在出台提高出生率的相关政策外，还可以进一步放宽户籍限制、延迟退休年龄、改革养老金制度，并提升小城市和农村地区的教育水平。户籍制度改革及加大对医保、社保等公共领域的支出有助于提升居民消费能力。降低准入门槛、完善对民营部门的法律保护机制、遏制国企垄断，将有助于提升经济效率。面对外部脱钩压力，我们认为中国有必要坚持对外开放、进一步扩大对外开放，即便开放并非完全对等甚至是单边的。国际贸易和竞争、海外投资、人员和思想交流均有助于推动中国长期可持续发展。

7. 日本“失去的三十年”对中国有何启示？

由于中国面临经济复苏不稳、消费者信心不足、消费者和生产者价格同比下跌（8 月 CPI 增速已转正）、房地产深度调整以及人口老龄化等问题，许多投资者担心中国可能会陷入长期经济停滞和通缩困境，类似日本在 1990 年后经历了“失去的十年”或“二十年”。

中国经济发展现状与 1990 年代初的日本有很多相似之处：房地产经过一段时期的高速发展后开始深度调整，人口老龄化加速，政府对银行和大部分债务人影响力较强、并且都倾向于避免强制进行快速的债务重组（且较高的国内储蓄率提供了这样的政策选项）。甚至外部环境也较为相似：中国在过去几十年经历了出口和工业产能的快速提升，继而面临来自美国和国际贸易保护主义的压力，这和 1980 年代末和 1990 年代初日本的处境十分相似。

但是，中国消费者信心疲软不能完全归结为结构性因素；三年疫情重创了就业市场和居民收入，但政府提供的直接财政政策支持十分有限。导致 PPI 和 CPI 下跌的一



个主要原因是能源和大宗商品价格回落（包括猪肉价格），而这些价格不太可能持续大幅下滑。

中国现状和 1990 年代的日本也存在很多不同之处，有好亦有坏。最明显的区别可能是经济发展阶段。中国目前仍是中等收入的发展中国家，2022 年人均 GDP 仅为美国水平的 17%，而日本在 1990 年已是发达经济体，人均 GDP 超过美国水平（以购买力平价估算的人均 GDP 为美国的 83%）。尽管许多人认为这种差异是中国的劣势，但我们认为这表明中国与 1990 年的日本相比仍有较大增长空间。现阶段，我国城镇化尚未结束、人均资本存量仍处于较低水平，且仍有空间通过利用成熟的技术和先进的设备进行产业升级、无需完全依赖最前沿的技术创新。

中日两国人口情况也存在较大差异。表面来看，中国人口老龄化速度接近甚至超过日本在 1990 年代初的水平。但中国将剩余劳动力从农业转移到非农产业部门的进程尚未结束，20% 以上的劳动力仍在农业部门。此外，中国实际平均退休年龄约为 54 岁，适度延迟退休将增加数百万劳动力。

与 1990 年代初的日本相比，中国当前面临的外部环境或许更具挑战性。除了面临关税上调和出口限制外，中国还面临美国对华技术限制，以及美国及其盟国促使生产和投资从中国脱钩的压力。但与 1990 年代初的日本相比，当今中国经济开放程度更高，且经济体量更大。2022 年中国商品进口占 GDP 比重约为 15%，而日本在 1990 年该比例仅为 7%，同时中国是近 100 个国家和地区的最大出口市场。这意味着其他国家与中国脱钩的难度更大。

另一个区别是，当前中国政府的债务水平（占 GDP 的 92-105%）明显高于日本在 1990 年的水平（约占 GDP 的 63%），这可能会限制中国政府加杠杆和刺激经济的财政空间。不过，中国政府拥有大量资产（包括国企），可用于支撑经济增长和投资，以及化解地方政府隐性债务风险。

面对诸多类似挑战，中国可从日本过去三十多年的经验中汲取重要启示。其中一个启示是，中国应及时果断地出台货币和财政政策来缓解经济和资产价格下行压力。例如，日本央行在 1990 年代初下调利率时点较晚，经济成本高昂。另一个更为重要的启示是，政府除了出台刺激政策外，还应及时进行债务重组和结构性改革，从而推动更健康的经济长期增长。日本经验表明，在重大结构性政策缺位的情况下，不断通过加码财政支持并不能持续有效地推动经济走出经济停滞和通胀低迷。在债务重组和结构性改革方面，中国还可借鉴 1990 年代末至 2000 年代初的自身经验。

总之，在充分消化房地产深度调整和人口老龄化的影响之后，未来中国是否会增长放缓、通胀处于低位？我们认为可能性非常大。中国是否会长期陷入增长停滞（经济增速 1-2% 或零）和价格通缩？我们认为可能性非常低。

8. 未来十年中国经济增速如何？关键驱动因素是什么？

我们预计，2021-2030 年中国年均潜在 GDP 增速在 4% 以上，潜在增速在本阶段初期接近 5%，随后逐渐放缓至 3.5% 左右，较 2001-2010 年 10% 的年均增长和 2011-2020 年 7% 的年均增长显著放缓，但中国对全球经济增长的贡献仍可维持在 1/3 左右。我们认为 4% 以上的年均潜在增速或来自年均 0.3% 的劳动力投入增长（基于非农就业）、年均 2.5% 以上的资本存量增长、及年均 1-1.2% 的全要素生产率增长。

面对劳动年龄人口减少、高端科技受限、脱钩压力、债务水平高企以及房地产主导增长模式的终结，推动中国经济长期增长的主要驱动力为何？

尽管中国劳动年龄人口下跌、总人口似乎已见顶，但整体而言中国并不存在劳动力短缺的问题。农村剩余劳动力转移尚未完成（可能需要通过进一步的户籍制度改革来推进），退休年龄可逐步延迟（若延迟到 57 岁，到 2030 可增加约 4000 万劳动年龄人口），且人力资本也可以随着教育和培训水平的持续改善而提升。

尽管许多行业存在产能过剩问题，未来几年部分行业可能出现资本损失（如房地产及其相关行业），中国仍有空间继续推进投资和扩大资本存量规模。即使在过去几十年投资快速增长之后，中国人均资本存量仍较低，仍需加大投资升级制造技术和设备，发展现代服务业和基建（包括数字基础设施），投资可再生能源和绿色技术。

由于美国及其盟国限制对中国出口先进技术，中国将持续扩大创新投入，不过投资回报效益可能会较此前有所下降。这意味着生产率和 GDP 增速将有所放缓，我们假设这一影响可能会拖累潜在增速年均下滑 0.5 个百分点。不过中国人均 GDP 还不及美国的 1/5，表明中国生产率水平仍相对较低，有广阔的追赶空间。实现追赶的路径包括更广泛地应用成熟技术、投资技术和设备升级、推进自动化和数字化、以及推进绿色生产转型。中国市场体量较大且持续增长，因此可以很快将创新进行市场化和快速迭代，再加上坐拥大量的工程师等人才储备、且部分制造业行业竞争激烈，应有利于推进中国在价值链持续上转，以及劳动生产率持续提升。

在全要素生产率增长假设中，我们预计结构性改革将取得一定进展，尤其是户籍制度和公共服务改革，但国企改革进展可能有限。尽管面临脱钩压力，我们还预计中国仍将保持对外开放。

免责声明

《金融信息采编》是合肥兴泰金融控股集团金融研究所推出的新闻综合类型的非盈利报告。内容以全球财经信息、国内财经要闻、行业热点聚焦和地方金融动态为主，并结合对信息的简要评述，发出“兴泰控股”的见解和声音，以打造有“地方金融”的新闻刊物为主要特色，旨在服务于地方金融发展的需要，为集团公司、各子公司和相关专业人士提供参考。

《金融信息采编》基于公开渠道和专业数据库资料搜集整理而成，但金融研究所对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。金融信息采编中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。兴泰控股集团金融研究所不对使用《金融信息采编》及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

《金融信息采编》所列观点解释权归金融研究所所有。未经金融研究所事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。