



金融信息采编

COMPILATION OF FINANCIAL NEWS

2023 年第 81 期总第 1116 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 11 月 10 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 |
| 习近平主持召开中央全面深化改革委员会第三次会议..... | 2 |
| 国办转发规范实施政府和社会资本合作新机制的指导意见..... | 2 |
| 10 月全国 CPI 同比下降 0.2% | 2 |
| 美国 9 月贸易逆差环比扩大 4.9%..... | 3 |
| 欧元区 9 月 PPI 同比下降 12.4%..... | 3 |
| 货币市场 | 3 |
| 10 月末我国外汇储备规模为 31012 亿美元..... | 3 |
| 10 月底香港官方外汇储备资产为 4160 亿美元..... | 3 |
| 监管动态 | 3 |
| 沪深交易所发布“优化再融资监管安排”具体举措..... | 4 |
| 中证协发布证券公司财务与会计人员执业行为规范..... | 4 |
| 金融行业 | 4 |
| 央行发布中国区域金融运行报告..... | 4 |
| 9 月末我国债券余额约 154 万亿元..... | 4 |
| 热门企业 | 5 |
| 华为发布智界 S7 并开启预售..... | 5 |
| 理想三季度营收为 346.8 亿元..... | 5 |
| 地方创新 | 5 |
| 上海：推动人工智能大模型创新发展若干措施..... | 5 |
| 广州：关于金融支持制造业高质量发展的指导意见..... | 5 |
| 深度分析 | 6 |
| 逆全球化时代的宏观经济新平衡..... | 6 |

宏观经济

习近平主持召开中央全面深化改革委员会第三次会议

11月7日,习近平主持召开中央全面深化改革委员会第三次会议。会议强调,推动国有资本向关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域集中,向关系国计民生的公共服务、应急能力、公益性领域等集中,向前瞻性战略性新兴产业集中。加强对电力、油气、铁路等行业具有自然垄断属性环节的监管,推动相关企业聚焦主责主业,增加国有资本在网络型基础设施上投入;对自然垄断环节开展垄断性业务和竞争性业务的范围进行监管,防止利用垄断优势向上下游竞争性环节延伸。会议还强调,要加大对突出生态环境问题集中解决力度。

国办转发规范实施政府和社会资本合作新机制的指导意见

11月8日,国务院办公厅转发国家发展改革委、财政部《关于规范实施政府和社会资本合作新机制的指导意见》。《指导意见》提出,政府和社会资本合作项目应聚焦使用者付费项目,明确收费渠道和方式,项目经营收入能够覆盖建设投资和运营成本、具备一定投资回报,不因采用政府和社会资本合作模式额外新增地方财政未来支出责任。

10月全国CPI同比下降0.2%

11月9日,国家统计局发布数据显示,10月全国CPI同比下降0.2%,环比下降0.1%。PPI同比下降2.6%,降幅略有扩大,环比由上月上涨0.4%转为持平。受食品价格下跌、节后消费需求回落等因素影响,10月CPI同比涨幅再次转负。统计局副局长盛来运表示,随着总需求回暖、经济恢复,价格也会温和上涨。

10月份我国货物贸易进出口总值3.54万亿元

11月7日,海关总署发布数据显示,10月份我国货物贸易进出口总值3.54万亿元,月度增速由6月起连续4个月同比下降转为增长0.9%。其中,出口下降3.1%,前值降0.6%;进口增6.4%,前值降0.9%。根据中国海关贸易景气统计调查,对未来进口、出口表示乐观的企业占比提升,我国外贸向好发展态势进一步显现。

前三季度全国新设经营主体2480.8万户

11月7日,市场监管总局发布数据显示,前三季度,全国新设经营主体2480.8万户,同比增长12.7%;其中,新设民营企业同比增长15.3%,新设外资企业同比增长29.3%。



美国 9 月贸易逆差环比扩大 4.9%

11 月 7 日, 美国商务部公布数据显示, 美国 9 月贸易逆差环比扩大 4.9% 至 615 亿美元, 高于预期的逆差 599 亿美元。出口 2611.1 亿美元, 升至逾一年高位; 进口 3226.6 亿美元, 升至 2 月份以来最高。

欧元区 9 月 PPI 同比下降 12.4%

11 月 7 日, 欧盟统计局发布数据显示, 欧元区 9 月 PPI 同比下降 12.4%, 创历史最大降幅, 且连续第五个月下降, 预期为下降 13%, 前值降 11.5%。9 月 PPI 环比增长 0.5%, 超过预期的 0.3%, 前值修正值为 0.6%。

法国 9 月贸易帐逆差 89.17 亿欧元

11 月 8 日, 法国海关公布统计数据显示, 法国 9 月贸易帐逆差 89.17 亿欧元, 前值逆差 82.02 亿欧元; 进口 580.48 亿欧元, 前值 590.34 亿欧元; 出口 491.32 亿欧元, 前值 508.32 亿欧元。

货币市场

10 月末我国外汇储备规模为 31012 亿美元

11 月 7 日, 国家外汇局发布数据显示, 截至 10 月末我国外汇储备规模为 31012 亿美元, 较 9 月末下降 138 亿美元, 连续第三个月下降。另外, 黄金储备规模为 7120 万盎司, 环比增加 74 万盎司, 连续第 12 个月增加。

10 月底香港官方外汇储备资产为 4160 亿美元

11 月 7 日, 香港金融管理局公布数据, 香港 10 月底的官方外汇储备资产为 4160 亿美元, 比 2023 年 9 月底的 4157 亿美元略增 3 亿美元。金管局介绍, 2023 年 10 月底及 9 月底并无未交收外汇合约, 为数 4160 亿美元的外汇储备资产总额, 相当于香港流通货币 5 倍多。

监管动态

央行金融市场司发文指出要全面加强监管

11 月 7 日, 人民银行金融市场司发文指出, 要以全面加强监管、防范化解风险为重点, 进一步完善金融市场体制, 加强金融市场法治建设和基础设施体系建设, 合理

引导预期，牢牢守住不发生系统性金融风险的底线。

交易商协会通知将开展银行间债券市场信用评级机构注册评价

11月7日,中国银行间市场交易商协会印发通知,将开展银行间债券市场信用评级机构注册评价工作。信用评级机构因发生违规行为受到监管部门行政处罚,或受到交易商协会和其他自律组织处分的,自处罚或处分措施做出之日起至结束后1年内,注册申请文件不予受理。

沪深交易所发布“优化再融资监管安排”具体举措

11月8日,沪深交易所发布“优化再融资监管安排”的具体举措。此次发布的举措包括五方面内容:一是严格限制存在破发、破净情形上市公司再融资;二是从严要求连续亏损上市公司的融资间隔期;三是限制财务性投资金额较高上市公司的融资规模;四是要求前次募集资金已得到充分使用;五是严格把关再融资募集资金投向主业。

中证协发布证券公司财务与会计人员执业行为规范

11月9日,中证协发布《证券公司财务与会计人员执业行为规范(2023年修订)》,调整行业财会从业人员执业要求与纪律要求,进一步强化会计监督职能;强调财会从业人员应当恪守的行业文化理念及廉洁自律要求;增加加强财会监督、管理会计、会计信息化等相关要求。

金融行业

央行发布中国区域金融运行报告

11月9日,央行发布《中国区域金融运行报告(2023)》指出,将精准有力实施稳健的货币政策,加大逆周期调节力度,全力做好稳增长、稳就业、稳物价工作。保持流动性合理充裕,保持信贷合理增长、节奏平稳。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定,坚决防范汇率超调风险。

9月末我国债券余额约154万亿元

11月7日,央行金融市场司公布数据显示,9月末我国债券余额约154万亿元,规模位居世界第二。其中,政府债券余额66.2万亿元,金融债券余额37.2万亿元,公司信用类债券余额32.4万亿元。1-9月,债券净融资占社会融资规模增量的25.9%。

热门企业

华为发布智界 S7 并开启预售

11 月 9 日,华为发布智界 S7 并开启预售。据悉,智界 S7 定位为中大型轿车,预计将搭载华为 ADS 2.0 智驾系统,配备顶置自研激光雷达,未来还将支持全国 NCA 智能驾驶。同时,智界 S7 还搭载了鸿蒙座舱系统,具备 3D 车模桌面,实现车内外“可见即可控”。

理想三季度营收为 346.8 亿元

11 月 9 日,理想汽车公布 2023 年第三季度财报。财报显示,理想汽车第三季度营收为 346.8 亿元,同比增 271.2%;调整后净利润 34.7 亿元,上年同期净亏损 12.4 亿元。理想预计四季度总交付量将达 12.4 万-12.8 万台,计划年底推送 AD Max 3.0 正式版。

地方创新

上海：推动人工智能大模型创新发展若干措施

11 月 7 日,上海多部门联合制定并发布了《上海市推动人工智能大模型创新发展若干措施(2023-2025 年)》。《措施》围绕支持大模型创新能力、提升创新要素供给能级、推进大模型创新应用、营造一流创新环境四个方面发布了 11 条举措,包含建立大模型测试评估中心、实施大模型智能算力加速计划、构建智能芯片软硬协同生态。

雄安：关于打造创新高地和创业热土聚集新人才的若干措施

11 月 7 日,雄安新区发布了《关于打造创新高地和创业热土聚集新人才的若干措施》,推出了顶尖人才、技能人才、青年人才等各类人才引进及重大平台落地奖励等 16 条政策措施。

广州：关于金融支持制造业高质量发展的指导意见

11 月 8 日,广州市地方金融监督管理局印发《关于金融支持广州市制造业高质量发展的指导意见》。《指导意见》提出,扩大制造业企业信贷资金投放规模。鼓励银行机构用好用足再贷款、再贴现等货币政策工具,引导新增融资重点流向制造业薄弱环节和重点领域。

深度分析

逆全球化时代的宏观经济新平衡

彭文生 (中金公司首席经济学家、中金研究院执行院长, 中国首席经济学家论坛副理事长)

来源: 新浪财经

2020 年新冠疫情以来, 全球主要经济体规模的相对变化值得关注。疫情之前, 欧元区 GDP 总量相对美国的比重约为 63%, 现在是 55%, 短短三年下滑了 8 个百分点。在疫情影响之外, 俄乌冲突对欧洲经济的冲击较大。得益于疫情控制措施较好, 生产端受影响相对小, 中国 GDP 相对于美国的比重在 2020-21 年延续了此前的上升趋势, 一度达到 76%。但 2022 年以来, 这一比例明显下滑, 截至 2023 年 3 季度已基本回到疫情前的百分比水平。

从金融市场来看, 股票投资者要求的超额回报也有明显反差。从股票盈利收益率超出国债 (无风险) 收益率的风险溢价来看, 2023 年 7 月末, 中国 A 股在 6% 左右, 处于十年来的较高水平, 而美股风险溢价处于 1% 左右的十年来最低水平。较高风险溢价显示中国投资者对股票未来回报有较低的预期, 美国投资者有较高的预期。超越短期波动, 从均值回归角度看, 我们认为美股高估值消耗了未来的回报空间, 中国股市当前的低估值则提示了未来回报的空间。

对投资者来讲, 近期经济与市场的表现是短期波动, 还是反映了一些结构性变化? 未来的均值回归动能有多强, 如何看待 2024 年的走势? 中国经济的可持续复苏面临哪些机遇与挑战? 中金公司研究部宏观经济、市场策略、固定收益、大宗外汇等总量团队联合 20 多个行业研究团队, 将各领域 2024 年展望报告汇集成册。希望这份报告集能起到抛砖引玉、启发投资者思考明年投资机会和风险的作用。

近几年的发展显示, 包括地缘政治事件在内的非经济因素对于我们分析与判断未来经济和市场形势日益重要。本文在宏观经济平衡的框架下, 探讨逆全球化的体现与影响, 尤其是从全球产业链调整的两个维度, 分析中国经济可持续发展的可行路径, 以及面临的机遇与挑战。

一、全球经济新格局下的宏观平衡

全球经济格局在发生深刻变化, 逆全球化成为一个热门词, 虽然对如何定义逆全球化仍有争议, 但以贸易与投资自由化为标志的多边体系正在发生逆转。国家关系从过去的合作与共同发展为主, 变为愈发重视竞争与安全, 叠加疫情与地缘政治事件的冲击, 西方国家出现了以“去风险”为导向的政策。即便是在应对气候变化、推动绿色转型这样全球拥有较多共同利益的问题上, 近期欧美贸易保护主义的声音也在增多。我们可以从供给与需求平衡的视角来分析这些变化对全球经济与金融市场的影响。

首先, 从供给侧来看, 逆全球化意味着世界范围内分工带来的规模经济效应下降, 供给成本上升, 或者说供给约束增加 (参见中金研究报告《全球经济: 一个低效时代在终结》), 主要体现在三个方面。

第一, 各国对产业链安全的重视程度增强, 导致全球供给成本上升。过去几十年, 全球产业链的节点分工越来越细化和分散, 单个节点的生产与供给日益集中。在运营顺畅的情况下, 这会提升整体效率、降低成本, 全球消费者均受益。2020 年新冠疫情、2022 年俄乌冲突和近期巴以冲突等地缘政治事件, 给供给带来短期扰动的同时, 凸显了全球产业链的脆弱性, 叠加贸易保护主义思潮上升, 部分国家开始寻求“去风险化”, 具体措施包括推动产业链的友岸、近岸甚至是回岸。但过去的投资、基础设施建设、

供应关系的维护都有路径依赖，改变现有的产业链格局意味着成本增加，供给能力下降。

第二，气候变化和地缘政治的波动性上升，推高了全球经济的保险成本，给供给施加了另一层约束。为应对极端天气情况和局部冲突多发，各国需要投入更多资源到相关保障领域，包括防洪设施、食品与药物储备和高端制造等，在产业链各个环节构建冗余产能，增加了供给成本。上世纪 60 年代，OECD 国家国防开支占 GDP 比重高达 6%~7%，70 年代降低到 4%~5%，90 年代初进一步显著下降，即所谓的和平红利。俄乌冲突以来，德国等欧洲国家计划增加国防开支，可能宣告了过去三十年全球享有的和平红利消退。

第三，保护主义和地缘政治可能加剧绿色转型对全球供给的约束性影响。绿色转型的关键在于提升化石能源的成本、降低清洁能源的成本，从而促进清洁能源对化石能源的替代。前者比较典型的例子是欧洲通过碳定价抬高化石能源的使用成本，对经济来讲是滞胀的效果，即经济运行的成本上升，同时实际收入下降带来需求下降。另一边，技术进步降低清洁能源的使用成本，对全球供给有积极意义。清洁能源行业的制造业属性使其具有规模经济效应，生产规模越大，单位成本越低。中国新能源产业的快速发展对全球绿色转型发挥了有益的作用，但保护主义与地缘政治可能成为制约因素，近期欧洲宣布要对中国产电动车进行反倾销和反补贴调查是一个值得关注的动向。

其次，全球需求侧也在发生深刻变化。从宏观层面的影响来看，科技竞争格局下遭遇限制的国家，比如中国对科技研发投入的需求增加。另一方面，所谓的去中心化和安全考虑，使得一些国家追求本国产业链的“大而全”，将增加全球产能的重复建设和投资需求。美国在特朗普政府时期针对中国的进口关税已经起到促进美国国内、其他友岸、近岸国家的投资需求的作用。近期，美国的《通货膨胀削减法案 2022》更是致力于在美国本土推动新能源产能建设。

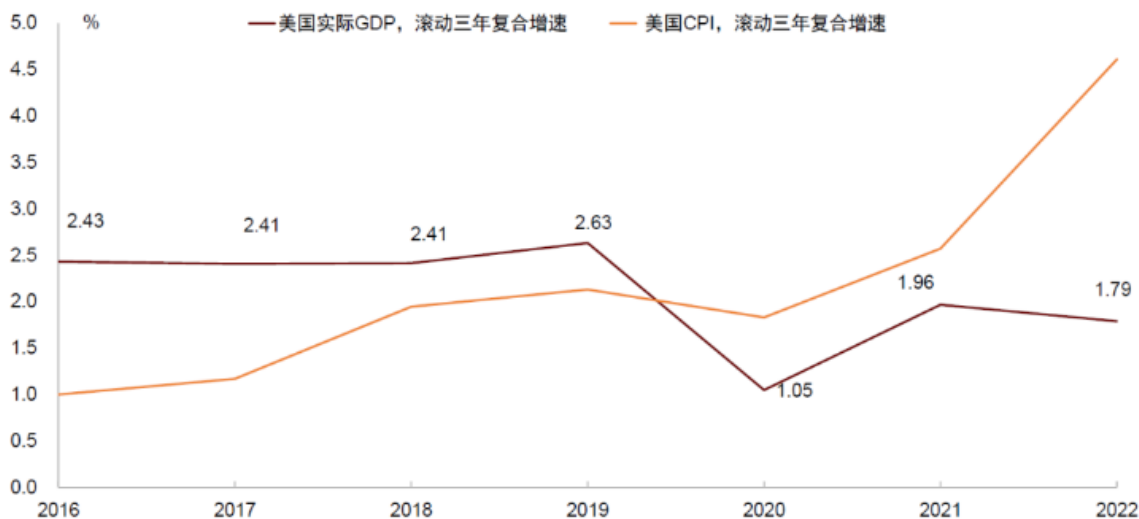
总结而言，逆全球化意味着全球产能的碎片化、削弱规模经济效应，导致供给的约束增加，同时带来新增产能投资需求上升。相较过往模式，全球经济呈现超越周期波动的短缺，带来新的宏观不平衡。失衡的纠正要求实际利率水平上升，引导国民降低消费并增加储蓄，以满足产业链调整带来的新增投资需求。这个走向新平衡的调整还在开始阶段，但我们已经看到一些迹象，比如近期美国的国债收益率上升可能反映实际利率上升的需要。

走向新平衡的调整会带来一国内部资源投入在不同部门之间的变化，这是因为一国的资源是有限的，必须在不同需求之间做出取舍。这个过程在主要经济体的体现有差异，有几个原因。一是不同国家的经济结构不同，在产业链所处的位置有差异。中国的产业偏中下游，调整要求加大科技创新等上游的投入，而产能的去中心化降低对中下游的投资需求，美国则是以高科技为标志的上游需求减少，但中下游投资需求上升。从体量上来看，研发投入变化影响经济的弹性在短期较小，中下游需求变化的影响较大，因为中下游的就业和收入与中低收入阶层关系比较密切，而这个人圈的边际消费倾向较高。由此带来的含义是，全球产业链调整在美国更多体现为供不应求，在中国更多体现为供大于求。

调整的差异还与不同经济体所处的周期阶段有关。美国经济处在金融周期上行阶段，总需求增长较快，中国处在金融周期下行阶段，总需求增长较慢。同时，各国所采取的宏观政策也有差别，在应对疫情方面，美国财政扩张对需求的刺激力度大，而中国财政扩张力度有限。综上，中国的调整更多体现为需求不足，而美国更多体现为供给不足。当前，有观点认为人工智能等因素提升了美国的供给能力，是美国经济韧性的来源，这在股票价格所隐含的乐观预期上有所体现。但从宏观层面来看，疫后三年

美国经济增长比疫情前的趋势低，而通胀明显上升，显示美国经济供给改善有限（图表 1）。

图表1：美国经济增速放缓、通胀上行，显示供给改善有限



资料来源：Haver，中金公司研究部

上述差异的一个传导载体是中美利率分化，虽然人民币名义利率低于美元利率，但实际利率则是中国高于美国（图表 2）。中国的实际利率较高，和股市较高的风险溢价是一致的，反映经济主体对未来预期较弱，对国内需求有抑制作用，较低的实际利率对美国的国内需求有提振作用（图表 2）。当然，实际利率也反映货币政策操作的影响。美联储在通胀上升的早期政策反应滞后，导致实际利率大幅下行，后面的加息使得实际利率显著上升，但和疫情之前比较现在的水平仍不算高，市场关心的是美联储是否继续加息或者维持较高的名义利率多长时间。中国的实际利率处在过去 10 多年的较高水平，市场关心的是中国央行是否继续降息，降多少。对中国名义利率下降的一个约束是中美利差对汇率的影响，人民币对美元汇率贬值在金融渠道有紧缩信用的作用（反映企业部门的美元债务），加剧内部需求不足，即使在贸易渠道，也不是贬值促进外需那么简单。同时，作为全球最大的两个经济体，虽然美国有国际储备货币的优势，但中国是最大的制造业中心，两国之间货币条件通过实体（贸易）渠道是相互有影响的。

图表2：美国实际利率近期明显上升，但仍低于中国的实际利率



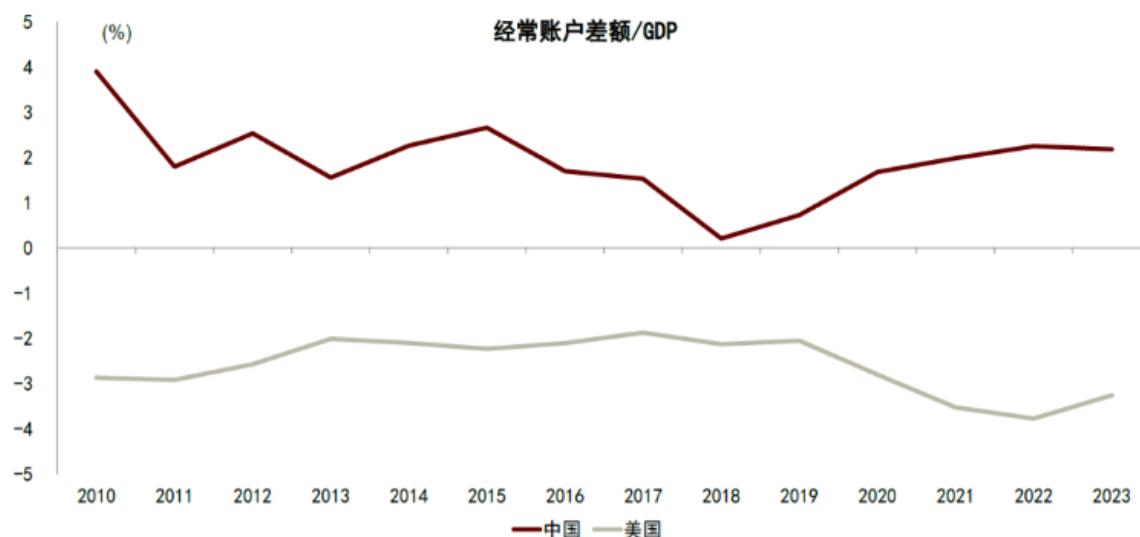
注：中美10年期国债实际利率均使用10年期国债月度数据（日度数据取平均值）减去当月CPI通胀同比增速计算得来

资料来源：Wind，中金公司研究部

经典的宏观经济模型告诉我们，两个开放经济体之间国内需求（相对于供给）的

强弱,将体现在贸易差额和汇率的变化上,内需强的国家有贸易逆差和实际汇率升值,内需弱的国家有贸易顺差和实际汇率贬值。具体来讲,内需强的国家通过更多进口来增加供给,同时汇率升值抑制未来的外需(汇率变化的影响是滞后的),以促进供需平衡;内需弱的国家通过更多出口来消化供给,同时汇率贬值促进未来的外需,以恢复供需平衡。现实中,伴随美国逆差的是美元实际升值,而伴随中国贸易顺差的上升是实际汇率贬值(图表3和4),这既有名义汇率的变动,也包括通胀的差异,其因果关系并不是升值导致逆差、贬值导致顺差那么简单,源头是国内需求的强弱,汇率与贸易差额是国内需求强弱的共同结果。

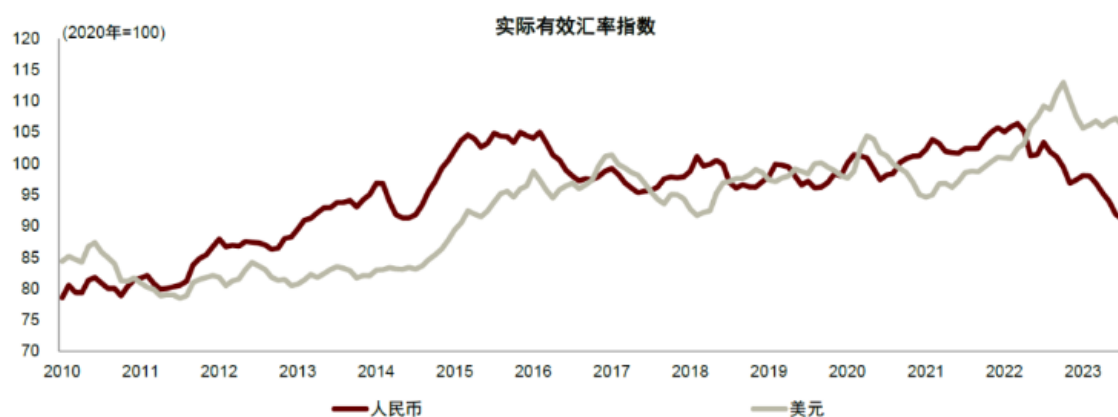
图表3: 美国的贸易逆差扩大对应中国的贸易顺差扩大



注: 2023年数据为2022年下半年与2023年上半年之和

资料来源: Wind, 中金公司研究部

图表4: 中美实际有效汇率表现出现分化



注: 数据截至2023年9月

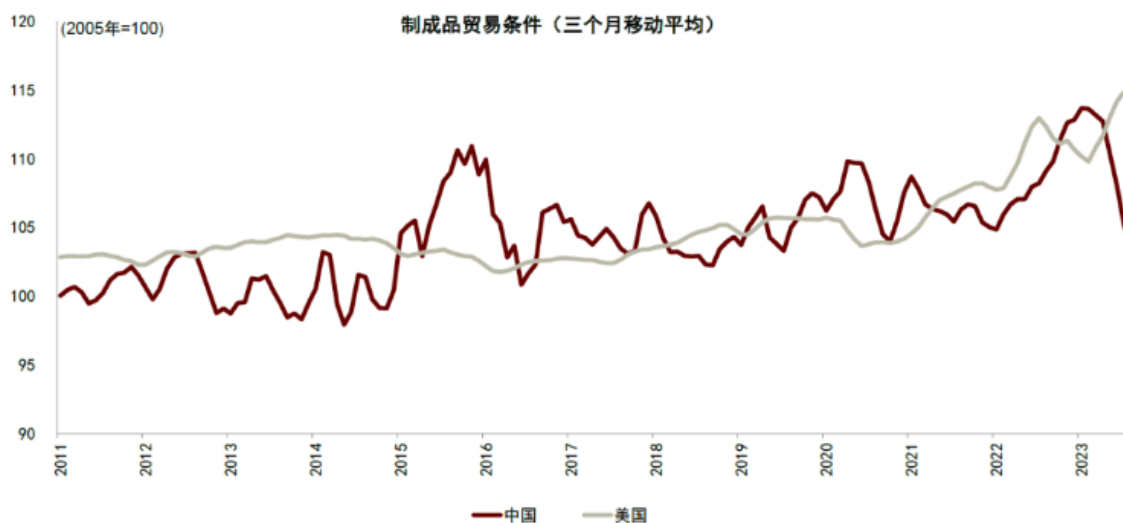
资料来源: BIS, 中金公司研究部

以上的分析显示,近期的宏观经济变量的走势符合经典的宏观经济模型隐含的调整机制和路径,但一个关键问题是供需平衡的均衡点本身有没有随时间而变化?如果均衡点(比如潜在增长率)不变,则作为调整传导机制一部分的汇率贬值仅是暂时的波动,未来会回归过去的均衡水平。但如果均衡点本身在变化,甚至供需调整重新均衡的过程会导致均衡水平发生变化,则需要我们关注短期平衡和长期平衡的动态效率,或者说短期稳增长的不同方式对长期增长的影响。过去3年,美国贸易逆差增加,中

国的贸易顺差增加(图表 3),一个流行的解读是视其为“脱钩”或者“去风险”的反证,有观点甚至认为逆全球化并没有发生。但是,我们认为这一现象还有另一种解读,这是中长期产业链调整在短期的体现或路径载体:内需强的国家通过贸易逆差获得低成本的实体资源,支持国内的经济结构和产业链调整,内需弱的国家则向其他国家进行了实体资源净转移。

贸易带来的福利损益的一个体现是贸易条件变化。近期中国制成品的贸易条件下降,美国制成品的贸易条件上升(图表 5),意味着美国以更便宜的价格进口资源,中国以更便宜的价格出口资源。从某种意义上讲,中国的国内需求不足,客观上促使了资源的净转移,支持了美国长期的供给侧和产业链调整,否则美国供不应求的矛盾将更加突出,利率需要上升更多促使美国经济衰退,为其产业调整所要求的投资增加而释放资源。这里的关键点是国内需求,内部需求疲弱带来的贸易顺差代表福利的损失,内部需求强劲带来的逆差代表福利增加。

图表5:中美制成品贸易条件也存在分化现象



注:数据截至2023年8月

资料来源:CPB World Trade Monitor,中金公司研究部

在逆全球化时代,如何促进经济的可持续增长,上述的宏观平衡视角对我们有启示。面对百年变局,我们不能以过去的模式来思考经济波动和政策在短期和长期的影响。中国面临先进技术供给的收紧,和中下游产业需求的紧缩,前者不利于长期的增长,后者不利于当前的增长。但是,短期和长期的影响并不是分割的,降低先进技术供给的约束需要创新,而创新的一个重要驱动力是大市场和消费需求的多元化,促进消费不仅有利于稳定短期增长,也有利于推动从规模经济到创新经济的转换,激发内生增长动能。

二、从规模经济到创新经济

破解中国在科技领域面临的被限制问题,首先需要公共政策与社会的重视。因为创新有正外部性,创新的投入是个体的,收益由集体(社会)分享,导致市场机构研发投入总和低于社会的合意水平,所以需要政府的直接投入和政策扶持。在新形势下,科技创新在中国社会各界已经得到高度重视,包括公共政策领域。

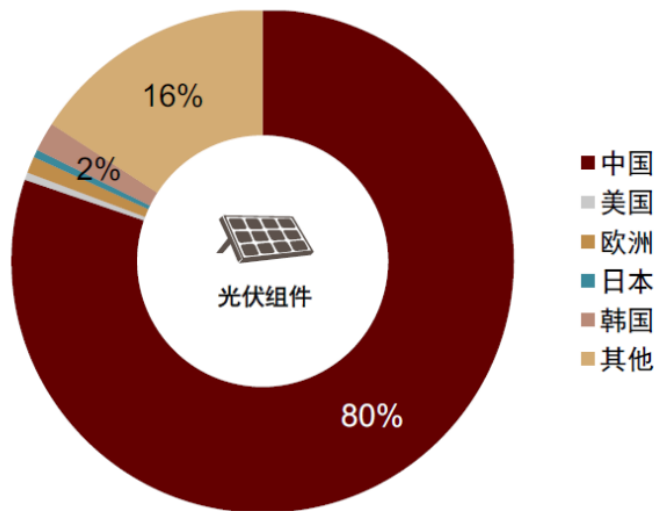
政策重视之外,中国的规模经济对促进创新有重要作用。对于相对成熟的技术及其发展路径,大型经济体有能力依托自身市场和产业体量进行技术追赶和渐进式创新。以日本为例,美国在1970到80年代打击日本半导体行业,日本的应对方法是构建纵向一体化的大企业集团,政府协调各个大型企业在半导体的不同环节合作,取得了显

著成绩。

中国的规模经济优势也体现在新能源产业的发展成就上。中国在全球光伏组件的市场份额是 80% (图表 6)，在电动车的全球市场份额将近 50% (图表 7)。在发电环节，中国绿电的发电成本已低于传统化石能源。2012 年煤电占总发电量比重与当前印度的水平相当，为 73.9%，2022 年已降至 43.8%。国际上一个流行的观点是政府补贴与其它政策扶持是中国新能源产业快速发展的原因，实际上规模经济效应是更基本的驱动因素。中国有全球最大的制造业体系，而新能源产业具有较强的制造业属性，生产规模越大，单位成本越低。

有别于渐进式创新更多依靠供给侧发力，突破式创新不仅需要供给侧的资源支持，更需要需求侧最终消费的驱动力。中国需将人口和产业规模有效转化为最终需求 (消费) 规模，以维持大市场规范和体系，促进突破式创新和内生增长。这方面，我们认为中国经济一个未引起足够重视的宏观问题是跨周期需求缺口。

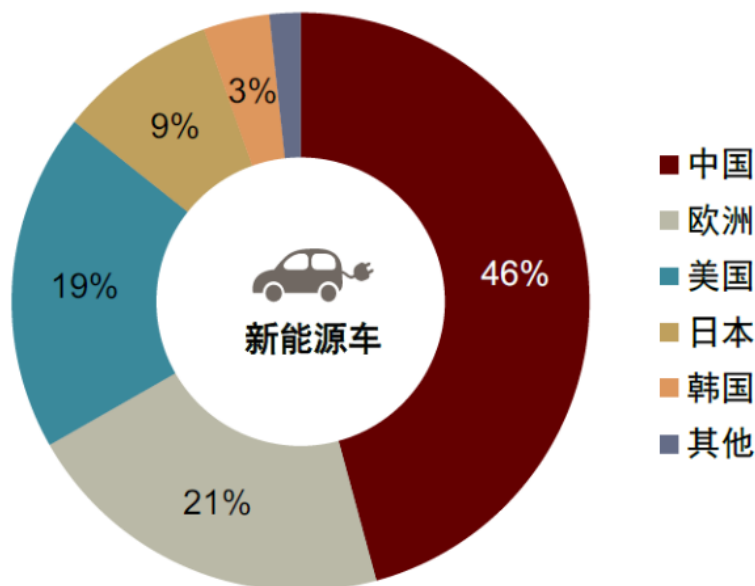
图表6：中国光伏组件产能占全球八成（2022）



注：数据截至到2022年10月

资料来源：Bloomberg NEF，中金研究院

图表7：中国新能源乘用车产量占全球近五成（2022）



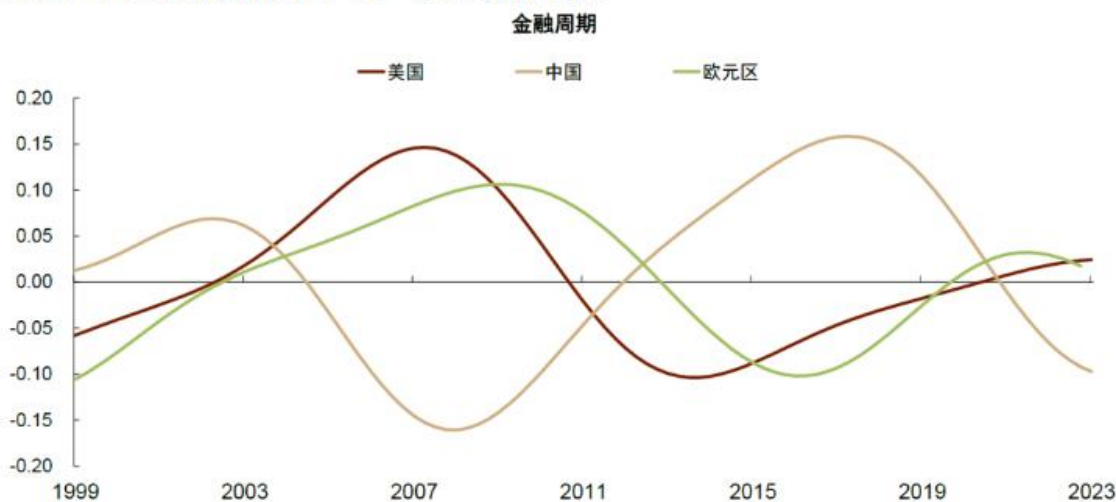
资料来源：EV Volumes，中金研究院

三、应对跨周期需求缺口

近期中国经济的诸多表现，反映了最终需求的不足。值得注意的是，这种需求缺口不仅有周期波动的因素，也有上述产业链调整等结构变化的影响，具有跨周期特征。从双循环的角度来看，在逆全球化时代，外循环对中国经济的重要性将有所下降，内循环的重要性上升。随着内循环重要性上升，着眼于帮助企业以提振经济的传统宏观政策效率也较过去下降了，帮助居民和消费者，尤其是提高中低收入阶层的收入，提振国内消费需求是实现经济循环的关键。消费带来的最终需求，不仅是短期逆周期调节的关键抓手，也有助于促进科技创新、提振长期的经济增长动能。

值得关注的是，中国经济处于金融周期下半场，对内循环形成制约（图表 8）。国际经验来看，美国房地产价格从 2008 年泡沫破裂到触底，花了 5 年时间，日本房地产价格在上世纪 90 年代泡沫破裂到触底，则花了十几年时间。房地产和金融行业的一个重要特征是顺周期性，即经济向好时上升动能被放大，经济不好时下行压力也会自我强化。房地产与相关金融问题，可能在未来比较长的一段时间对最终需求形成一个约束。

图表8：中国金融周期下半场，内生动能不足



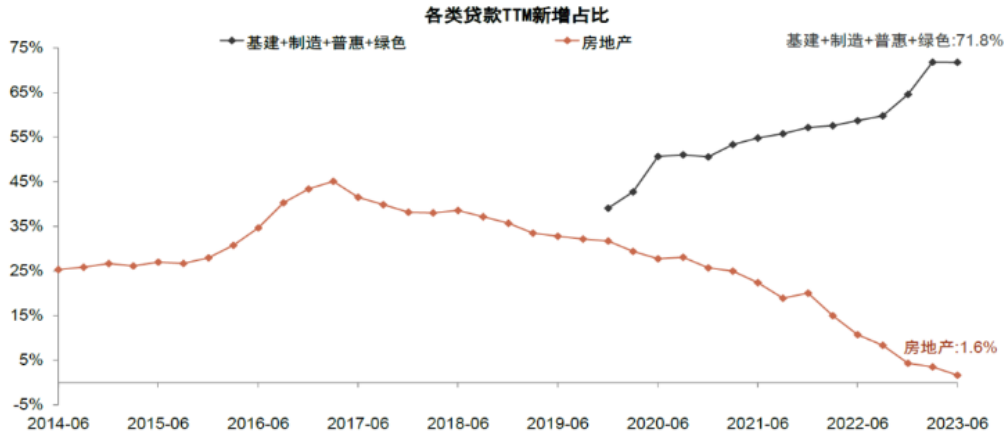
注：中国和美国时间截至2023Q1，欧元区时间截至2022Q4，欧元区包括德、法、意

资料来源：BIS, Wind, 中金研究院

近年来，中国应对需求不足更多是依靠政策性金融等准财政工具。在新增贷款中，开发贷和按揭贷款占比从 2017 年全国金融工作会议时的 45.1% 的峰值，降至目前的仅有 1.6%。房地产相关融资大幅收缩，对房地产行业带来下行压力，但并没有导致系统性的风险，这主要得益于政策性金融发力。具体而言，通过基建、制造、普惠和绿色在内的政策性金融工具投放的新增贷款占比已从疫情前的 39.1%，上升至目前的 71.8%（图表 9），占比翻了一倍。政策性金融在维护金融稳定方面发挥了重要作用，但为什么对经济增长的促进作用似乎有限？

政策性金融的作用更多是微观层面的保主体，而非宏观层面的提振最终需求。政策性金融通过加大相关信贷投放，主要是帮助企业。这一做法在过去是行之有效的，经济下行期间帮助企业、促进企业投资、培育出口竞争力，通过扩大出口弥补国内需求的不足。但面对保护主义与全球产业链横向去中心化压力，中国的外需和出口的环境发生了变化。这种情况下，宏观政策如仍遵循传统思路，依然着眼于帮助企业、刺激投资需求和强调在供给侧发力是不够的。面对跨周期的需求缺口，企业加大投资只会带来产能过剩，损害进一步投资的意愿。

图表9: 政策性金融发力, 但最终需求(消费)不足是约束



注: 基建、制造、普惠、绿色贷款官方口径存在一定重复计算, 已剔除重复部分。基建包括交通运输、仓储和邮政业, 电力、热力生产和供应业, 水利、环境和公共设施管理业, 建筑业, 租赁和商务服务业, 数据截至2023年2季度末

资料来源: Wind, 中金公司研究部

财政扩张能真正有效促进经济可持续复苏, 并有助于稳定汇率, 从而在全球产业链调整中避免或减少实体资源转移的福利损失。相比房地产和政策性金融等偏信贷驱动的政策, 财政政策可以做到真正的逆周期和跨周期。经济下行期间, 居民和企业收入下滑且对未来缺乏信心, 贷款需求弱。通过财政扩张给予的减税或补贴, 却不会有人拒绝, 我们认为财政因而是最有效的逆周期调节工具。跨周期视角来看, 财政和信贷还存在一个本质区别, 信贷扩张增加居民和企业的当前现金流, 是以增加未来债务、缩减未来现金流为代价的。相反的, 财政扩张包括减税、转移支付、政府采购等, 都实实在在地增加了居民和企业当前的收入和净资产。从这个意义上来看, 财政扩张能够提升居民和企业的持久收入, 对于填补跨周期的需求缺口更具针对性。

财政扩张不同于信贷扩张的另一个点在于其降低了央行货币政策宽松的必要力度, 有助于稳定人民币汇率(图表 10)。信贷投放货币的重要环节是通过利率下降促进信贷需求(内生货币), 财政投放货币是外生的, 直接促进需求(参见中金研究报告《非典型复苏的货币经济学》)。在全球产业链调整的当下, 也有助于在国际贸易端减少跨国实体资源的净转移。如果无法推动财政扩张以拉动国内最终需求, 低价格(实际汇率贬值)局面可能持续, 这相当于通过贸易顺差为逆差国提供便宜资源, 使其有更多能力进行产业投资, 实现其产业发展与调整目标。

图表10: 内循环如何闭环, 从弱复苏到强复苏的政策选项

| | 周期 | 非政府部门资产/负债 | 传导机制 | 宏观经济 | 约束 |
|-------|---------|------------|--------------|--------|-------|
| 政策性金融 | 逆周期 | 增加负债 | 利率下降 汇率贬值 | 制造业/投资 | 最终需求 |
| 房地产 | 顺周期 | 增加负债 | 利率下降 汇率贬值 | 房地产/投资 | 债务/人口 |
| 财政 | 逆周期/跨周期 | 增加资产 | 绕过利率下降 | 消费/投资 | 通胀 |

资料来源: 中金研究院



对财政扩张的疑虑主要来自两个方面，通胀和债务可持续性，但中国目前不需对此过度担忧，中国经济现在面临更多的是价格下行压力而非通胀。动态来看，如果财政扩张促进居民部门消费，培育大的国内市场促进科技创新，在未来更高经济增速的拉动下，当前增加的公共部门债务是可以被消化掉的。换句话说，公共债务是否可持续，关键在于财政扩张能否促进可持续经济增长。

过往的宏观调控和经济发展思路更重视投资的推动作用，对消费的重视不足，这也导致了在政策工具选择上强调金融，而对财政的重视不足。向前看，中国要实现可持续经济增长，宏观政策需要超越传统微观层面的保主体和保供给的范畴，推动从投资到消费、从金融到财政的转变，以促进内循环、激发内生增长动能。进入 2023 年四季度，我们已经看到财政政策发力的新措施，财政部增发 1 万亿元国债，用于支持灾后恢复重建和提升防灾减灾救灾能力，由此 2023 年的赤字率从 3% 提高到 3.8%，这是 1998 年长期建设债之后首次在年内提升赤字率。基于以上分析，我们认为财政进一步发力，尤其是以惠民生、支持消费为导向的措施，可能是未来几年宏观政策的一大亮点。

四、财政扩张惠民生，促消费

就财政促进消费的具体措施而言，有些观点强调应直接给老百姓发钱，但相关措施应该是系统性的，在居民部门的支付能力和信心等层面促进消费，这可能包含三个层面。

首先是提高居民部门在国民收入分配中的占比，在宏观层面让居民有能力消费。具体措施包括增加面向农村老年人等弱势群体的转移支付，将更多失业群体纳入社会保障体系等，提升旨在鼓励生育的补助力度，例如完善育儿津贴、生育奖励、税收减免等直接补助制度，以及大力提升普惠托育等间接补助力度。这不仅有利于增加当前的消费，也有助于鼓励生育，提升长期的经济增长潜力。

其次是缩小居民内部的收入差距，提高低收入群体的收入，培育广泛的居民消费能力。财政收入方面，可在降低或维持总体税负不变的情况下继续推进直接税替代间接税的税制改革，降低增值税等流转税税负，引入新的直接税税种，扩大直接税税基或提高直接税税率，提高税制累进性。社保缴费具有累退性质，可降低社保缴费负担，增强社会保障体系的转移支付和调节收入分配属性，有利于降低居民内部收入差距，并提高低收入群体的收入。

最后是加强社会保障服务，改善教育、医疗、养老等领域的供给不足问题。增加财政投入用于建立普惠性托育资源供给，缩小基本医保城乡待遇差别，扩大城乡居保覆盖面和保障标准。

总之，保护主义和地缘政治带来的产业链调整在降低供给的同时增加投资需求，逆全球化时代的全球宏观经济新平衡要求实际利率上升，但受各国经济结构和所处周期阶段差异等因素的影响，这一调整过程在主要经济体有不同体现，关键在于内部需求的差异，进而映射在利率、汇率和贸易条件等方面。针对当前中国经济面临的跨周期需求缺口，宏观政策着力点需要从投资转向消费，政策抓手需要从金融转向财政。通过财政扩张让居民有能力和有信心消费，实现从生产到消费的内循环，激发内生增长动能。

以促进民生和消费为导向的财政扩张将逆周期调节与中长期的经济结构调整有机结合起来，是中国经济实现可持续复苏与增长的可行路径。同时，这也有利于中国在新一轮全球经济再平衡中维护本国产业链效率与韧性，避免过度的资源转移，促进可持续的双循环。在这样的逻辑下，财政发力有助于中国投资者信心的修复，有利于提振资本市场的估值。相应的，中国的内部需求增加意味对外可供的资源减少，美国在更长时期内维持高利率的必要性增加，或不利于其已经在高位的风险资产估值。

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。