



# 金融信息采编

COMPILATION OF FINANCIAL NEWS

2024 年第 28 期总第 1158 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

2024 年 4 月 19 日 星期五

更多精彩 敬请关注  
兴泰季微信公众号



<b>宏观经济</b> .....	2
国务院总理李强强调广交会要越办越好.....	2
国新办就宏观经济形势和政策举行新闻发布会.....	2
国务院总理李强参加代表座谈会.....	2
中美金融工作组举行第四次会议.....	2
美联储褐皮书表示美国经济“略有扩张”.....	2
<b>货币市场</b> .....	3
3 月份上海人民币贷款增加 2346 亿元.....	3
央行开展 20 亿元 7 天期逆回购操作.....	3
<b>监管动态</b> .....	3
人力资源社会保障部等九部门发布行动方案.....	3
国家医保局开展医保基金违法违规问题整治工作.....	3
<b>金融行业</b> .....	3
央行等三部门印发通知.....	3
中国 2024 年第一季度国民经济实现良好开局.....	4
<b>热门企业</b> .....	4
上海国投公司与科创投集团实施联合重组.....	4
万亿保险资管巨头迎来新一任总裁.....	4
<b>地方创新</b> .....	4
上海举办金融支持民营经济高质量发展大会.....	4
北京公积金再出新政.....	4
<b>深度分析</b> .....	4
从金融周期看货币政策.....	5

## 宏观经济

### 国务院总理李强强调需要办好广交会

4月18日,国务院总理李强强调,新形势下广交会要越办越好,为我国扩大高水平对外开放、推动构建开放型世界经济作出更大贡献。要积极探索办好常态化线上平台,推进线上线下更好融合,打造“永不落幕”的广交会。

### 国新办就宏观经济形势和政策举行新闻发布会

4月17日,国新办就宏观经济形势和政策举行新闻发布会。国家发改委副主任刘苏社在发布会上表示,将加大宏观政策实施力度,全力巩固和增强经济回升向好态势,推动高质量完成全年经济社会发展目标任务。发布会要点包括:①加大宏观政策实施力度,发挥好积极财政政策和稳健货币政策作用②已经研究起草支持国家重大战略和重点领域安全能力建设的行动方案③进一步加快计划下达、加强计划执行,持续提高中央预算内资金使用效益④尽快形成最终的准备项目清单,督促地方加快债券发行使用⑤加快推进民营经济促进法立法进程⑥消费有望保持平稳升级、稳步向好的发展态势。

### 国务院总理李强参加代表座谈会

近日,国务院总理李强在广州同参加第135届中国进出口商品交易会的境外采购商代表座谈。李强指出,中国将继续扩大市场准入,落实好外资企业国民待遇,加强外商投资服务保障、知识产权保护,切实维护在华外资企业的合法权益,为国际商务人员往来、外国人在华工作生活提供更多支持便利。

### 中美金融工作组举行第四次会议

4月17日,中美金融工作组举行第四次会议,双方就两国货币政策与金融稳定、金融监管合作、金融市场制度性安排、跨境支付和数据、可持续金融、反洗钱和反恐怖融资、金融基础设施以及其他双方关心的金融政策议题进行了专业、务实、坦诚和建设性的沟通。

### 美联储褐皮书表示美国经济“略有扩张”

近日,美联储褐皮书表示,自2月下旬以来,美国经济“略有扩张”,企业报告称,转嫁更高成本的难度更大。消费者支出总体上几乎没有增长,但各地区和支出类别的报告却参差不齐;总体而言,接触对象对经济前景持谨慎乐观态度;平均而言,价格涨幅温和,与上次报告的涨幅大致相同;整体就业略有增长;预计通胀将以缓慢的速度保持稳定;少数地区制造商认为近期通胀存在上行风险。



## 货币市场

### 3 月份上海人民币贷款增加 2346 亿元

近日，央行上海总部发布数据显示，3 月份，上海人民币贷款增加 2346 亿元，同比多增 848 亿元；一季度累计增加 4699 亿元，同比多增 724 亿元。

### 央行开展 20 亿元 7 天期逆回购操作

4 月 17 日，央行开展 20 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率为 1.8%，当日有 20 亿元逆回购及 1700 亿元 MLF 到期，因此实现净回笼 1700 亿元。

## 监管动态

### 人力资源社会保障部等九部门发布行动方案

近日，人力资源社会保障部等九部门发布《加快数字人才培养支撑数字经济发展行动方案（2024-2026 年）》，紧贴数字产业化和产业数字化发展需要，用 3 年左右时间，扎实开展数字人才育、引、留、用等专项行动，增加数字人才有效供给，形成数字人才集聚效应。行动方案部署了数字技术工程师培育项目、数字技能提升行动、数字人才国际交流活动、数字人才创新创业行动、数字人才赋能产业发展行动、数字职业技术技能竞赛活动等 6 个重点项目。

### 国家医保局开展医保基金违法违规问题整治工作

近日，国家医保局等部门开展医保基金违法违规问题专项整治工作，聚焦医保基金使用金额大、存在异常变化的重点药品耗材，动态监测基金使用情况，重点查处欺诈骗保行为；对骨科、检查等重点领域全面开展自查自纠，持续推进问题整改。

## 金融行业

### 央行等三部门印发通知

4 月 17 日，央行等三部门印发《关于进一步优化商业领域支付服务 提升支付便利性的通知》。《通知》聚焦更好满足老年人、外籍来华人员等群体在商业领域的多样化支付服务需求，强化各地商务主管部门与中国人民银行分行协作，从确定商业领域重点场所及重点商户名录、构建包容多样支付受理环境、优化现金使用环境、丰富移动支付应用、强化国际消费中心城市示范引领、加强宣传推广等方面，着力完善多层次、多元化的支付服务体系，共同提升商业领域支付服务水平。



## 中国 2024 年第一季度国民经济实现良好开局

4 月 16 日，中国 2024 年第一季度国民经济实现良好开局。据国家统计局初步核算，一季度国内生产总值（GDP）296299 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.3%，环比增长 1.6%；全国规模以上工业增加值同比增长 6.1%；服务业增加值增长 5.0%，现代服务业较快增长；社会消费品零售总额 120327 亿元，增长 4.7%；全国固定资产投资（不含农户）100042 亿元，增长 4.5%；就业形势总体稳定，全国城镇调查失业率平均值为 5.2%，同比下降 0.3 个百分点；全国居民人均可支配收入 11539 元，同比名义增长 6.2%，扣除价格因素实际增长 6.2%。

## 热门企业

### 上海国投公司与科创投集团实施联合重组

近日，上海国资委正式宣布，上海国投公司与科创投集团实施联合重组，未来将全力打造具备科创引领力和国际影响力的行业龙头。上海层面将两家集团的联合重组称为“国有资本投资运营公司改革”，且是上海国企改革深化提升行动的重要内容。

### 万亿保险资管巨头迎来新一任总裁

近日，万亿保险资管巨头迎来新一任总裁。中国人保资产管理有限公司宣布，正式任命公司党委书记黄本尧同时出任公司总裁。人保资产成立于 2003 年 7 月 16 日，目前管理资产规模达 1.7 万亿元人民币。

## 地方创新

### 上海举办金融支持民营经济高质量发展大会

近日，上海举办金融支持民营经济高质量发展大会暨“政会银企”工作推进会，发布“政会银企”四方合作机制金融服务包等惠企举措，50 家民营企业获集中授信 1400 多亿元。

### 北京公积金再出新政

近日，北京公积金再出新政。北京住房公积金管理中心优化了老旧小区改造后贷款期限核定标准，房屋可贷年限从低于房屋剩余使用年限减三年优化为低于剩余土地使用年限减三年。

## 深度分析

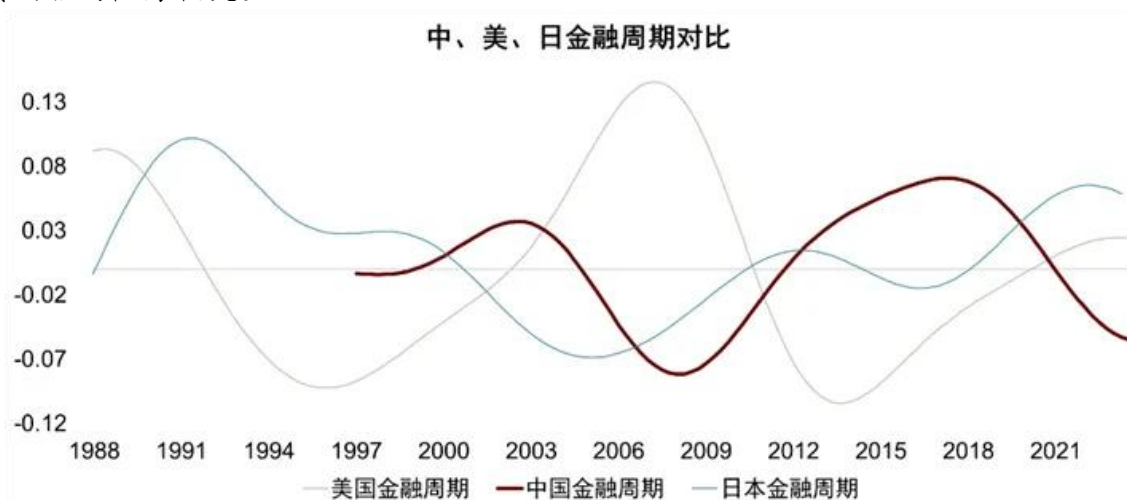
## 从金融周期看货币政策

彭文生 (中金公司首席经济学家、研究部负责人、中金研究院院长, 中国首席经济学家论坛副理事长)

来源: 首席经济学家论坛

### 一、中、美、日金融周期的对比

下图是我们最新估算的中美日金融周期的对比。与一般的经济周期相比, 金融周期刻画的是相对更偏中期的经济波动。一个完整的金融周期时间跨度在 15 至 20 年之间, 而一个完整的经济周期可能只有几年。金融周期是指房地产价格和信贷的中长期变动趋势, 考虑到房地产通常扮演信贷的抵押品角色, 房地产价格和信贷两者之间相辅相成、相互促进, 带来金融的顺周期性。金融顺周期性意味着周期上行的时候效果很好, 持续时间也长; 一旦出现转向、泡沫破裂, 下行时间会持续较久, 短期内再逆转面临的阻力较大。



资料来源: BIS, Wind, 中金研究院。

图 1: 中、美、日金融周期对比

在这张图中, 往上表示信贷扩张、房价上升, 往下表示信贷紧缩, 房价下跌。首先看日本, 日本的金融周期从 1991 年房价泡沫破裂的顶点至 2005 年左右触底, 这一调整过程花了约 15 年时间。2005 年以来, 日本经历了持续至今的金融周期整体上行, 近段时间改善迹象更加明显, 这可能也为日本央行货币政策的正常化提供了内在动能。

美国在 2008 年次贷危机顶点以后, 金融周期下行调整比日本快一点, 大概花了 5、6 年时间, 从 2013 年低谷到现在十多年时间持续上行, 现在还没有看到明显的拐点。这可能是尽管近期市场预计美国将大幅降息, 但美联储依旧采取相对鹰派态度的原因之一, 美国正处于金融周期上行阶段的事实一定程度上反映了经济的内生动能。

2017 年全国金融工作会议以后, 中国的金融周期开始往下调整, 现在经济内生动能下行压力也比较大, 因此需要强调宏观政策。特别值得注意的是, 本世纪初中国金融周期呈现下行趋势, 但同期中国并未见明显的房价下跌和信贷紧缩。这是因为当时人民银行外汇占款增多、货币扩张速度较快, 但同期中国对信贷的控制实际上比较紧, 所以把信贷和房地产放在一起看, 中国那时候金融周期是往下的。这说明, 不是所有的金融周期都一定和经济衰退、金融危机联系在一起, 还要看背后的成因。

在这样的背景下, 为什么强调金融周期? 在过去 30-40 年间全球金融自由化期间, 经济周期的波动特征已经不再明显。2009 年至 2019 年, 美国经济并未出现衰退, 是

战后美国经济复苏持续最长的一段时间。2020年,尽管疫情带来了一定的负面影响,但2021年后美国经济复苏表现强劲,此前市场预期的衰退也并未发生。美国经济的这一表现更多反映的是金融顺周期性带来的中期波动影响,显示出金融周期相对传统经济周期的重要性上升。

在这一背景下,当前的宏观逆周期调节政策也与过去有所不同。金融周期的调节主要依靠三种工具,金融监管、货币政策和财政政策。其中,信贷和财政各自有自己的内在考虑,比如监管放松可能会促进信贷的扩张,财政政策放松可能会导致财政赤字的增加。过去30年,在主流的新古典经济学框架指引下,人们通常把货币政策和信贷联系在一起,相应地把中央银行和商业银行联系在一起。实际上从内在逻辑来讲,应该是货币政策既可以信贷,也可以支持财政。

信贷和财政有两个差别。一是信贷不增加私人部门的净资产,因为它在增加私人部门流动性的同时也增加其债务;相反的,财政则能够真正增加私人部门的净资产,因为政府债务的债权人是私人机构和私人部门,所以政府债务的扩张对应私人部门净资产的增加,因此财政政策逆周期调控的效果比信贷更强。

另外一个差别在于与货币政策的关系。货币政策一方面能够直接支持财政政策,例如买卖国债,即所谓量化宽松,另一方面也能通过央行的公开市场操作维持合适的利率水平,财政政策因而得以在这一利率水平下发行国债。在西方国家,货币政策支持信贷的方式主要是通过降低利率以促进信贷需求。中国的情况有一些不同,政策性金融不完全依赖利率,更多是依靠结构性货币政策和窗口指导等工具。

## 二、中国和美国的利率对比

当前我们面临一个重要的问题就是,我们怎么思考美国的利率和中国的利率,前者是否太低、后者是否过高?思考利率有两个视角,一是弗里德曼的通胀预期视角,认为实际利率等于名义利率减去通胀预期。但是通胀预期难以衡量,所以实际计算中一般使用过去12个月CPI数据的平均值。这一视角强调的是,预期价格下跌会导致消费推迟,预期价格上涨会导致消费提前。换言之,实际利率高会导致推迟消费、需求不足的问题。中国和美国十年期国债的实际收益率差距正在缩小,但是当前中国的实际利率还是略高于美国。此外,也有观点认为美国的实际利率高,因为过去一年多美国名义利率在美联储加息下大幅上升,但其实美国现在的实际利率水平与过去十几年相比并不高。这可能也是我们在思考美联储下一步降息何时启动、降息幅度有多大的一个视角。



资料来源:Wind,中金公司研究部  
注:中美10年期国债实际利率均按10年期通胀率(日本通胀率)减去各自CPI通胀率计算得来

图 2: 中、美 10 年期国债实际收益率对比

第二个视角是凯恩斯流动性偏好。现实中，影响经济主体行为的不是单一的利率，而是整个利率体系。从利率体系的角度来讲，凯恩斯流动性偏好认为安全资产（货币）收益率是零，所以增加货币的供给就会促使大家向风险资产配置，如股票、房地产，甚至实体的投资，而并不取决于我们一般理解的实际利率，即名义利率和通胀的差值。换句话讲，不管通胀水平多少，只要名义利率下降、基础货币和安全资产的供给增加，就会通过流动性偏好渠道促进风险资产配置。

所以，利率第二个概念是风险资产相对于安全资产收益率的风险溢价的概念，强调资产配置这一渠道，而非通胀预期影响消费的渠道。从这个角度看，美股风险溢价现在很低，因此实际利率水平低；A 股的风险溢价超过十年期国债收益率 4 个百分点以上，说明风险资产相对安全资产的收益率差距很高，实际利率较高。以上两个实际利率的视角对我们思考中美货币政策未来走势有帮助。



资料来源: Haver, Wind, 中金研究院  
注: A股风险溢价=沪深300收益率-10年期国债收益率, 美股风险溢价=美股收益率-10年期国债收益率, 中国A股数据截至2024年3月25日, 美股数据截至2024年2月29日

图 3: A 股、美股风险溢价对比

### 三、中国和美国的经济走势与政策对比

在这个框架下，我们怎么思考美国、中国宏观经济走势和对政策的要求？美国经济现在似乎在一个不错的状态，劳动力市场表现强劲，通胀也已出现缓和的迹象。虽然最近降息预期有所下降，但是美股一直到最近表现很好。如何解释美国经济这种现象？这里面有几个可能的原因。

第一个是人工智能（AI）的效应。AI 有需求、供给两个影响，需求体现为全世界投资者都希望投资 AI 产业，而美国是 AI 创新的主要发源地，投资者的选择推动了美股价格继续上涨，为美国本土居民带来财富效应，从而支持美国需求。这是美联储似乎升息较多，但是对消费、经济的影响不是那么大的一个原因。问题在于 AI 对供给的影响，即对生产效率的影响能不能跟上需求侧，这个可能是下一步美国经济的风险点。如果供给跟不上需求，那就意味着通胀可能不会像预期的继续下行，而是有反弹的风险。

第二个因素是美国劳动力市场调整。这有两种解释，一是疫情对美国劳动力市场的清洗效应。疫情期间，美国两千万人失业，同期美国政府的财政补贴帮助失业劳动力有能力维持在失业状态、不急于寻找工作。在结果上，美国经历了一次超越过去经济衰退、非常不同的劳动力市场需求和供给的重新配置，这导致美国经济效率比过去更高，所以失业率很低，但是通胀没起来。另外一个解释是“去中心化”和制造业回流，导致美国的制造业实际建造投资超过了过去 30 年的态势，近年来出现了大幅上升。

按照这个解释，美国通胀在未来一段时间可能没那么乐观，尽管清洗效应推动劳动力市场效率提升，但制造业回流也带来了更多劳动力需求，价格上涨的压力还将维持一段时间。



资料来源：BLS、中金公司研究部，截至2022年12月。注：将BLS所有岗位按工资高低、技能水平分成高技能、中技能、低技能三大类型，分别对应高技能、中技能、低技能岗位。

图 4：2000-2022 年美国不同技能劳动力新增就业

制造业投资大幅上升，需求和就业增加，按道理来讲通胀也应该增加，但却没有。这里引出了第三个原因，即中国的低价出口可能帮助了美国控制通胀。过去几个季度，中国的出口整体表现不错，但更细分来看这主要是源于出口量的增加，整体出口价格有所下滑。换句话说，中国向美国出口了比较便宜的实体资源。这一点也可以在贸易差额数据中得到印证，中国的顺差代表单期实体资源向美国转移，低价的中国出口对于美国控制其国内通胀水平是有帮助的。中美作为全球最大的两个经济体，虽然美国有国际储备货币优势，但中国是第一大贸易国，两国之间货币条件通过实体（贸易）渠道相互影响。

针对当前中国需求较弱的问题，一个值得关注的现象是过去几年政策性金融的作用，包括在基建、制造、普惠、绿色等领域，但是这些对经济的拉动作用比较小。原因在于这些信贷主要是在帮助企业，但企业投资只是中间需求，经济的最终需求只有消费和出口。所以，政策性金融帮助企业越多，可能越会导致产能过剩、内部通缩压力和低成本出口等。

回到货币政策，就是谁来扩表的问题。中国早期是财政投放货币，商业银行总资产对 GDP 的比例较稳定，信贷也比较温和。2008 年美国次贷危机以后，中国信贷大幅扩张，体现为商业银行扩表、中央银行缩表。2017 年全国金融工作会议以后，中国央行继续缩表，商业银行基本上停止了扩表。这是过去几年中国总体流动性环境比较紧、房地产调整的宏观背景。需要思考的问题就是，下一步到底是谁来扩表？2023 年，中国央行资产负债表好像有所扩张，背后可能是由于短期噪音波动，但也可能反应了央行扩表的一些新动向，值得观察。

最后，到底怎么理解人民银行如果买卖国债？从政策动机来看，央行买卖国债有两种情形，一种是公开市场操作，以将利率调节至央行认为合理的水平；二是量化宽松，主要是通过购买长期国债增加货币供给，且增加的货币供给不仅仅是基础货币，还包括整个广义货币。例如，假设央行大量买长期国债，会使得银行的国债持有量下降，下降到低于之前均衡的水平后，银行会在市场上购买非银行机构持有的国债。因此，央行的基础货币投放将通过银行体系为整个经济体注入广义货币，带动整个银行





体系的存款水平上升。

现在市场关心的问题是人民银行买卖国债是不是所谓的量化宽松操作。我的看法是，这取决于货币政策的机制。如果中国的货币政策机制类似于美国，以央行调控短期利率、通过市场套利影响更长期利率为载体，那么央行买卖国债可理解为传统的公开市场操作，和质押式回购这些操作本质上差别不大，主要还是旨在实现短期利率目标。这是因为中国的短期利率离零还有相当的距离，这和美联储等发达国家央行做量化宽松时不一样，当短期利率接近零时，短期国债收益率接近零，和银行在央行的存款准备金没什么差别，这个时候短期国债实质上也是基础货币的一部分，央行买卖短期国债，只改变基础货币的结构（短期国债与存款准备金之间的替换）而不改变基础货币的总量。这个时候，央行购买长期国债则不同，长期国债收益率高于零，与基础货币是有差别的，央行的行为增加基础货币总量。

如果中国的货币政策框架和美国的相同，如上文提到，中国实际上能绕过利率下降促进信贷需求这一渠道，通过其他的政策直接把资金投放出去。从这个意义上讲，央行买卖国债可能也不仅仅是公开市场操作影响短期利率那么简单。即使利率不降到零这个水平，央行也可以多买一些国债，投放基础货币和广义货币，实际上绕过了信贷这一渠道。当然，这只是一种可能，要看央行的操作。

假设这种情况发生，央行增加购买国债对于宏观经济的含义是什么？如果财政赤字增加，促进总需求增长，国债发行降低基础货币，而央行购买国债投放基础货币，名义利率不变，但实际利率因为通胀预期上升而下降。如果财政赤字不增加，对经济的影响就主要是投放基础货币和广义货币，名义利率下降，促进信贷需求和风险资产需求，对股市是利好因素。但在金融周期下半场，顺周期性可能要求较大的利率下降幅度才能达到刺激需求的作用，而利率可能面临其他的约束比如汇率。总之，如果没有财政扩张的配合，央行购买国债可以增加流动性供给，但对总需求的促进作用可能有限。

# 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。