



# 金融信息采编

COMPILATION OF FINANCIAL NEWS

2024 年第 81 期总第 1211 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 11 月 05 日 星期二

更多精彩 敬请关注  
兴泰季微信公众号



<b>宏观经济</b> .....	1
中国国际消费中心城市精品消费月启动 .....	1
拟增加地方政府债务限额置换隐性债务 .....	1
10 月份中国大宗商品价格指数公布 .....	2
新加坡 2024 年经济增长趋稳向好 .....	2
欧佩克自愿减产致国际油价反弹近 3% .....	2
<b>货币市场</b> .....	3
央行开展 173 亿元逆回购操作 .....	3
上海市数字人民币试点应用工作部署会召开 .....	3
<b>监管动态</b> .....	4
外资战投上市公司交易流程实质性简化 .....	4
商业银行资本计量高级方法申请及验收规定亮相 .....	4
<b>金融行业</b> .....	4
短债基金规模三季度锐减 2257 亿 .....	4
10 月以来 REITs 市场震荡调整 .....	5
<b>重点产业</b> .....	5
智网慧城推动人形机器人商业化 .....	5
进博会亮相睡眠经济新赛道 .....	5
<b>地方创新</b> .....	6
重庆：探索“四新”经营主体非现场监管 .....	6
湖南：首支 AIC 试点股权投资基金宣布落地 .....	6
<b>深度分析</b> .....	7
浅层风险与底层风险 .....	7



## 宏观经济

### 中国国际消费中心城市精品消费月启动

11月3日,中国国际消费中心城市精品消费月启动仪式在上海举行。商务部于11月组织上海市、北京市、广州市、天津市、重庆市联动举办中国国际消费中心城市精品消费月,作为实施“提振消费行动”的标志性活动和“消费促进年”的重头戏。活动采取“1+4+N”形式,将举办精品首发季,围绕精品购物、精品美食、精品旅游、精品展演四大板块开展系列消费促进活动,激发市场活力,促进消费提质扩容。初步统计,消费月期间,5个城市将举办237场活动,涉及吃穿用、娱住行等各方面。其中,精品购物板块有60场活动,5个城市将组织31条步行街、85个商圈、19家奥特莱斯、近400个大型购物中心参加。商务部相关负责人表示,希望通过政府部门、商会协会、广大企业的共同努力,充分发挥国际消费中心城市高水平消费促进活动的联动效应,引领带动全国,让更多好的产品、优质的服务惠及更多消费者。

### 拟增加地方政府债务限额置换隐性债务

11月4日,十四届全国人大常委会第十二次会议在北京人民大会堂举行第一次全体会议。会议审议了国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案。受国务院委托,财政部部长蓝佛安作了说明。全国人大财政经济委员会副主任委员许宏才作了关于该议案的审查结果报告。这意味着新的化债举措,将由此次全国人大常委会会议审议。按照会议议程,此次会议将在8日结束,届时化债将有更多的信息披露。此前市场上一些人士猜测此次置换地方政府隐性债务,并非发行地方政府债券,而是特别国债,即中央财政来偿还地方隐性债务。而此次议案则明确通过增加地方政府债务限额来置换地方存量隐性债务,这与此前隐性债务置换方式一致。为了防范风险,2018年以来中央通过强化监管,严肃问责等举措,初步遏制隐性债务增长势头,并逐步化解存量隐性债务。财政部表示,截至2023年末,全国纳入政府债务信息平台的隐性债务余额比2018年摸底数减少了50%,债务风险可控。

### 确保完成央企全年改革发展目标任务

11月4日,国务院国资委党委召开扩大会议。会议要求,统筹当前和长远,切实抓好各项政策措施的落实落地,打好稳增长组合拳,确保中央企业全年改革发展目标任务圆满完成,全力为稳预期、强信心、促发展作出积极贡献。会议提出,要紧盯目标狠抓提质增效,落实落细提质增效专项行动,指导企业用好用足相关支持政策,持续优化经营策略,全力做好扩大有效投资工作,加强成本和费用管控,努力多增效益、多作贡献;要有效防范化解重点领域风险,用好司库体系,更加注重防范生产和经营各类风险,牢牢守住不发生重大风险底线;要扎实做好民生服务保障,提升迎峰度冬期间能源电力供应保障能力,加强极端天气等突发情况的应对准备,做好高校毕业生就业工作,落实落细清欠要求,切实营造安全稳定的发展环境。证券时报记者注意到,近期,国家能源集团、中国电建、矿冶集团等相继召开会议部署了稳步扩大有效投资



的相关工作。

## 10 月份中国大宗商品价格指数公布

11 月 5 日, 由中物联大宗分会和上海钢联等单位联合调查, 中国物流与采购联合会发布的 2024 年 10 月份中国大宗商品价格指数 (CBPI) 为 113.4 点, 环比上涨 3%, 同比下跌 1%。在中国物流与采购联合会重点监测的 50 种大宗商品中, 与上月相比, 10 月份有 35 种大宗商品价格上涨。价格涨幅前三的品种分别是焦炭、冷轧卷板和热轧卷板。随着国家一揽子增量政策陆续出台, 市场预期明显增强, 钢铁生产企业订单增加, 国内钢铁价格大幅走高。冷轧卷板和热轧卷板价格环比分别上涨 13.3% 和 12.4%。从指数运行情况来看, 10 月份 CBPI 受市场供需改善、企业生产活动加快, 以及国家一揽子增量政策推出, 多数大宗商品价格较上月上涨, 环比大幅回升 3 个百分点。从国内外大宗商品指数走势来看, 随着全球通胀压力逐步缓解, 世界经济温和复苏、以及更为宽松的货币政策, 经济恢复向上动能正在积聚, 短期内大宗商品价格或仍有上行空间。四季度预计随市场需求继续恢复, 经济稳中向好态势有望进一步延续。

## 新加坡 2024 年经济增长趋稳向好

11 月 2 日, 记者获悉, 新加坡金融管理局 (MAS) 发布半年一度的《宏观经济评估》报告, 预计今年新加坡经济增长处于 2% 至 3% 区间上端, 明年经济扩张速度也大致相同。主要得益于今年三季度新加坡经济复苏态势更加稳固, 接近 60% 的行业以相当于或超越新冠疫情前的水平扩张, 全球经济前景展望预期良好等因素。今年三季度, 新加坡在制造业广泛复苏、金融交易活动增加, 以及中国旅客回流等因素推动下, 经济复苏进一步呈现趋稳向好态势, 经济增长率达到 4.1%, 超越 2015 年至 2019 年期间的经济增长平均水平。报告指出, 本地国内生产总值 (GDP) 的表现明显改善, 从 2023 年取得低于平均水平的 1.1% 增长率, 逐步上升到今年上半年约 3% 的平均水平, 三季度进一步超越平均水平, 超出市场预期。新加坡经济发展局 10 月 25 日发布的预估数据显示, 新加坡制造业产值在连续 3 个月实现增长后, 9 月份虽然同比增长 9.8%, 但低于 8 月份同比 22% 的增幅。

## 欧佩克自愿减产致国际油价反弹近 3%

11 月 3 日, 欧佩克秘书处在官网发布声明称, 参与日均 220 万桶自愿减产措施的八个欧佩克+成员国决定将原定于 11 月底的到期时间延长至 12 月底。新闻稿写道, 沙特阿拉伯、俄罗斯、伊拉克、阿联酋、科威特、哈萨克斯坦、阿尔及利亚和阿曼将 2023 年 11 月启动的每日 220 万桶自愿减产措施延长一个月, 至 2024 年 12 月底。如果八国按计划在 11 月底开始逐步解除自愿减产措施, 将使该联盟 12 月的日产量增加 18 万桶。沙特能源大臣多次提到, 如果组织认为市场不够强劲, 可能会暂停、甚至撤销“增产”计划。需要指出的是, 这已经是八国第三次延长自愿减产措施。今年 6 月时, 他们宣布将措施延长至 9 月底, 并于 9 月初决定再次延长至 11 月底。声明未提及明年是否回撤这部分减产力度。受这一消息的影响, 两大原油价格基准日内明显上升。截至发稿, 布伦特原油期货主连价格涨超 2.8%, 报每桶 75.18 美元; 美国 WTI 原油期货主连价格涨超 3%, 报每桶 71.59 美元, 均为 10 月 28 日以来的最高水平。





## 哈里斯和特朗普民调支持率目前持平

近日，全球投资者都在等待美国大选结果，上周日公布的一连串民调显示，哈里斯和特朗普仍然势均力敌，无论美国全国或足以决定结局的关键摇摆州，双方获得的支持差距极小。美国国家广播公司（NBC）在美国大选前最后进行的一次民意调查结果显示，哈里斯和特朗普的支持率目前持平，均为 49%。而咨询公司 Morning Consult 的调查中，哈里斯以 49% 对 47% 领先 2 个百分点，误差幅度为 1 个百分点。日前，路透社报道称，美国民主党人推测，特朗普可能在今年大选中提前宣布胜选。哈里斯竞选团队表示，他们正在准备应对策略，将快速做出舆论反应，呼吁民众在计票期间保持冷静和耐心。值得注意的是，摩根大通资产管理公司全球首席策略师 David Kelly 发出警告称，如果特朗普本周赢得美国大选，美联储或从 12 月起暂停降息。David Kelly 指出，特朗普的扩张性财政政策计划将推高通胀，阻止利率下降。David Kelly 还称，如果哈里斯获胜，美国经济可能会继续软着陆的轨迹。

## 货币市场

### 央行开展 173 亿元逆回购操作

11 月 4 日，为维护银行体系流动性合理充裕，人民银行以固定利率、数量招标方式开展了 173 亿元逆回购操作，中标利率为 1.5%。因公开市场有 2416 亿元逆回购到期，当日实现净回笼 2243 亿元。上周五，资金面边际转松。上海银行间同业拆放利率（Shibor）隔夜下行 0.4 个基点报 1.36%，7 天 Shibor 下行 14.9 个基点报 1.507%。截至上周五收盘，从回购利率表现看，DR007 加权平均利率下降至 1.5508%，高于政策利率水平。上交所 1 天国债逆回购利率（GC001）上升至 1.617%。邮储银行研究员娄飞鹏认为，年中以来，央行流动性调节更加精准有效，通过优化 7 天期逆回购操作方式，从利率招标转向数量招标；季末重启 14 天期逆回购操作，呵护跨季流动性；新增买断式逆回购，增强流动性调节能力等，都有效地维护了流动性合理充裕，使得资金利率水平总体稳定。展望 11 月，整体资金面预计将保持稳定，为市场提供良好的发展环境。

### 上海市数字人民币试点应用工作部署会召开

11 月 4 日，根据人民银行关于数字人民币试点工作部署，上海市制定了数字人民币试点应用新一轮行动方案，并于召开工作部署会。上海市高度重视数字人民币试点工作，自 2020 年启动试点以来，上海市持续丰富数字人民币应用场景，不断拓展创新应用，取得积极成效。为进一步推进数字人民币试点工作，近期市政府常务会议审议通过了新一轮数字人民币试点应用行动方案。行动方案明确，要进一步稳妥推进数字人民币应用与服务创新，力争到 2025 年底，基本形成场景覆盖面广、支付服务体验良好、创新应用丰富、各方参与积极的数字人民币生态体系。会上，人民银行数字货币研究所到会指导，市委金融办和人民银行上海总部介绍了新一轮行动方案的主要特点和重点内容，并就下一步落实工作提出要求。中国银行上海市分行、交通银行上海市分行、临港新片区管委会、久事集团就数字人民币试点应用工作进行分享交流。



## 监管动态

### 外资战投上市公司交易流程实质性简化

11月3日,记者获悉,《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》修订发布,从五方面降低了外资战投的投资门槛,不仅扩展了投资主体范围、放宽了资产要求,还简化了管理程序,优化了交易方式和条件。原《办法》自2005年首次颁布以来二十年来几乎没有变化,此次六部门对《办法》修订出台,其背景与深远影响尤其值得关注。南开大学金融发展研究院院长田利辉对第一财经表示,特别是跨境换股收购境外资产的规定,将促进境内外资本市场的互联互通,增强中国资本市场的吸引力和竞争力。分析人士认为,从外国投资者的视角看,外资战投上市公司的交易流程得到实质性简化,交易结构的灵活性大幅增加,持股比例限制和锁定期限制大幅下调,提升了A股上市公司对外商战略投资者的吸引力,预计外资战投A股上市公司的交易数量将显著增加。《办法》打通了A股上市公司换股收购境外非上市资产的路径,而且取消了商务部审批环节,有望显著推动A股上市公司实施境外收购。

### 商业银行资本计量高级方法申请及验收规定亮相

11月2日,记者获悉,金融监管总局发布《商业银行实施资本计量高级方法申请及验收规定》。金融监管总局研究制定了《规定》,为银行高级方法申请和验收工作有序开展提供制度依据和行动指南。《规定》明确了高级方法的验收标准、验收程序和持续监管框架,主要内容包括:一是明确适用对象和验收范围,允许根据《资本办法》相关规定划分至第一档的银行,按照不同风险模块分步实施、分别申请。二是规定高级方法实施的前提条件,要求银行申请实施高级方法需具备经营业绩稳健和风险管理水平良好等条件。三是明确申请及验收流程,细化各个环节中应提交的材料清单,全面覆盖计量模型和支持体系的各项合规要求,提升申请及验收工作质效。四是强调评估及验收原则,结合资本监管规则变化,提出不同风险模块验收的最低要求,提升资本计量结果的审慎性。五是完善持续监管要求,提出监管信息定期报送、重大调整事前认可等持续监管要求,维护资本监管有效性。

## 金融行业

### 短债基金规模三季度锐减 2257 亿

11月4日,财联社据机构统计数据注意到,截至三季度末,纯债基金(短债、中长债、指数型债基)规模环比二季度末下降2069亿元,为2023年下半年以来首次季度规模环比下降,其中短期纯债型基金规模变动幅度最大,减少了2257亿元。市场人士直言,每当债市波动震荡,短期纯债基金成为最容易“受伤”的赎回品种。8月以来债市明显调整,叠加9月末“金融新政”,债市继续深度调整,信用债市场表现明显弱于利率债,从而引发了纯债型基金近6个季度以来的首次规模下降,同时绝大多数纯债型基金收益均出现不同程度下滑。机构人士称,自8月以来短债基金频繁遭小规



模赎回，与债基被理财当作流动性管理的工具关系较为密切，此外在股债跷跷板效应下，债基频遭清盘，资金回流股市，也间接削减了短债基金的份额。不过业内人士指出，宽信用环境下债市企稳根基仍存，参考过往历史，债市企稳后短债基金或将率先回暖，并推动存单、短端信用债利率下行。

## 10 月以来 REITs 市场震荡调整

11 月 4 日，财联社报道，10 月以来，REITs 市场震荡调整，中证 REITs（全收益）指数下跌 1.12%，REITs 各板块行情分化显著。从三季报来看，消费基础设施项目的表现较亮眼。目前，消费基础设施类 REITs 的估值相对较低，未来有望得到释放。在已上市的 47 只 REITs 项目中，10 月以来仅有 13 只项目上涨，其余悉数下跌。其中，华夏华润商业 REIT 等多只消费基础设施项目涨幅居前，多只保障性租赁住房项目跌幅居前，产业园区、收费公路项目的分化较大。中泰证券地产研究团队指出，近期受宏观的政策支持及经济刺激计划，股票市场企稳回升，整体的风险偏好有所提高，对 REITs 等偏防御性资产估值产生一定压制。从三季报的表现来看，消费基础设施 REITs 的总体表现最为突出。中信证券 FICC 首席明明指出，得益于运管机构充分发挥主动管理能力，消费基础设施 REITs 运营稳中有升，出租率维持高位，完成度视角下大部分资产的营收均超额完成招募说明书预测。

## 重点产业

### 智网慧城推动人形机器人商业化

近日，由华为主办的 2024 全球移动宽带论坛（MBBF 2024）在土耳其伊斯坦布尔举行。期间，GTI 联合 GSMA、中国移动、TelefonicaAIS、HKT、ZAIN、乐聚机器人、华为等发布了“智网慧城”计划。公开资料显示，该计划聚焦 5G-A、AI、人形机器人等技术创新，目标进一步提升人形机器人的高精度定位、低延迟与实时控制、数据采集与增量训练等能力。具体而言，上述能力即是基于 5G-A 技术高精度、低延迟、高带宽等特性，融合 AI 能力，为人形机器人的深度学习模型提供丰富的训练数据，从而实现人形机器人的实时远程控制，以及提升多机器人协同操作的效率。对于人形机器人结合 5G-A 的必要性和优越性，华为表示，一方面，机器人需要带深度信息的摄像头来感知环境，5G-A 可以提供上行高速率连接云端。另一方面，机器人的训练数据也是业界难题，5G-A 的大上行低时延可以支持机器人动作捕捉的训练，5G-A 的无源物联网可以为机器人虚拟训练建立高精度的虚拟环境。

### 进博会亮出睡眠经济新赛道

11 月 4 日，记者在第七届进博会消费品展区提前探营时了解到，在“睡眠经济”这一新赛道上，围绕寝具及周边，消费品展区多家参展商将带来一系列新品，助力忙碌的都市人睡个好觉，做个好梦。此前，宜家确立 2025 新财年的商业主题为“完整睡眠”。本届进博会上，“完整睡眠”也将是宜家展台的亮点。针对人们普遍面临的睡眠“困”境，宜家将在现场展示涵盖卧室到客厅的全方位睡眠解决方案，其中，部分





专门针对中国消费者独特需求与偏好的睡眠产品值得期待：如天然椰棕床垫、更硬质且根据人体工学设计的床垫、可在不同季节使用的人体工学凉感枕头等。泰普尔集团是全球第一大寝具用品制造商，今年是第二次参加进博会，展览面积也放大了1倍。继去年他们带来泰普尔极光智能睡眠系列在进博会上进行亚洲首秀后，今年他们带来芸枫系列进行亚洲首发。芸枫系列所采用的泰普尔材质，能够根据人体的体型、体重和体温提供个性化的支撑，从而减少睡眠过程中的翻身和移动对伴侣的影响。

## 地方创新

### 重庆：探索“四新”经营主体非现场监管

11月4日，重庆市沙坪坝市场监管局针对集群注册、招商引资入驻园区的新技术、新产业、新业态、新模式经营主体，率先探索开展“非现场”监管，进一步减少对企业正常经营活动的打扰。该监管模式惠及4500余家企业。如采用传统监管方式，经营主体需要付出一定的人力、时间、出行等成本，安排专人从经营地出发，在规定时间内到注册地接受市场监管部门的监督检查。通过这种新监管模式，提供线上远程“体检”便利。工作人员介绍，监管人员20分钟即可完成对一家经营主体的监督检查。沙坪坝区市场监管局采用新模式抽查“四新”经营主体15家，涉及广告、商标、知识产权等检查事项6项。抽查对象确定后，工作人员通过重庆“山城有信”应用向检查对象发送远程检查通知，按照双方约定的时间，采用电话、微信视频等方式进行非现场远程检查，市场监管部门将检查结果录入“双随机、一公开”监管平台并依法公示，同时，将检查过程中产生的电子检查记录、微信视频记录等资料进行归档保存。

### 湖南：首支AIC试点股权投资基金宣布落地

11月4日，由中国工商银行湖南省分行、工银金融资产投资有限公司携手财信金控等省属资本，以及长投集团等长沙市属资本共同设立的湖南工融新兴产业股权投资基金宣布落地长沙，总规模100亿元，湖南省副省长王俊寿出席了基金落地活动。这是自今年9月24日，国家金融监管总局宣布将长沙列入金融资产投资公司股权投资试点城市之后，在湖南落地的首支AIC试点股权投资基金。接近长沙国资的相关人士告诉《科创板日报》，这支新成立的AIC基金规格相当高，参与方除了财信金控、长投集团，还包括了湖南能源集团、兴湘集团、湘江集团等，都是国资体系里面的重要公司。AIC基金的落地，是银行资本在湖南省内一次全新的尝试。副省长王俊寿称，湖南工融新兴产业股权投资基金的发布，是推动金芙蓉投资基金与金融资产股权投资业务落地的重要一步，期待以此形成“国家队”与地方联动机制，在支持投资联动、畅通融资渠道、优化“募投管退”链条等方面，探索出具有湖南特色的科技金融篇章。



## 深度分析

### 浅层风险与底层风险

李迅雷（中国首席经济学家论坛副理事长，  
中泰国际首席经济学家）  
来源：首席经济学家论坛

对于任何一个经济体而言，都会存在各类风险，就像人体一样，一生都会面临各种病毒和细菌的侵袭，同时肌体自身也会老化。一般而言，在经济增长强劲的时候，抵御风险的能力较强，就像一个人处在青壮年的时候一样；当经济增速下行的时候，经济体自身的“抵抗力”减弱，因此如何合理、稳妥地去防范风险，就显得尤为必要。

#### 一、度量风险和辨析风险成因很关键

每个月官方都会公布各类经济数据，不少专家都会根据这些数据提出政策建议。例如，当 GDP 增速持续下行的时候，不少人就提出通过扩大内需来实现稳增长，这从逻辑上看似乎没有问题，但为何一定要稳增长呢？大部分人都会回答，稳增长才能稳就业，发展是硬道理。

失业率上升确实是一种经济风险，为了降低失业率，就要增加就业机会，而通过扩大投资的方式是可以创造就业机会。事实上，过去我国一直通过投资拉动的模式是发展经济和解决就业。但过多的投资又成为地方政府债务上升的主因。据统计，2019 年以后地方政府的一般债和专项债之和的余额增长率都是我国 GDP 增速的三倍左右，如 2023 年余额为 40.82 万亿元，较 2022 年同比增长 16.96%。

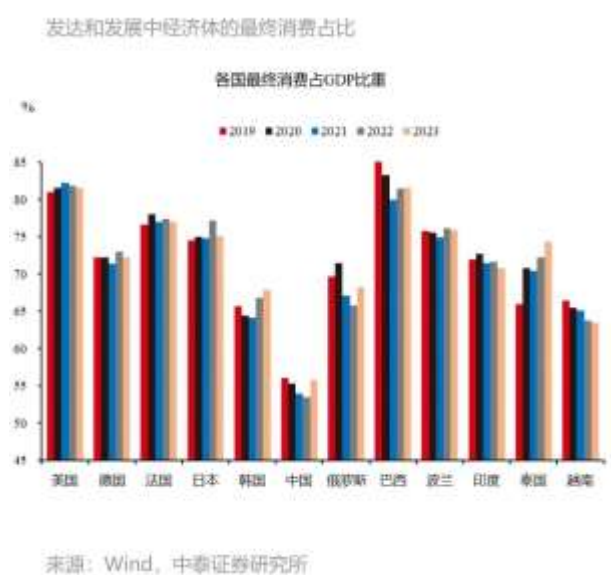
也就是说，为了避免经济失速的风险所采取的投资拉动模式，又导致了地方债的风险。同时，又由于地方债务的还本付息费用不断增加，使得地方政府的用于公共部门的财政净支出能力减弱，这使得国内的就业压力并没有因为投资拉动增长的模式而言减轻。

因此，有必要对我国经济面临的各种风险进行度量，用“穿透式监管”的方法，分清哪些是浅层风险，哪些是底层风险，各类风险之间的关联性究竟如何。例如，美国 2023 年的 GDP 增速为 2.5%，中国为 5.2%，但美国的失业率却屡创新低。为何美国的 GDP 增速不到中国的一半，但失业压力反而很小？在劳动力短缺的背景下，大量非法移民涌入美国。

由此推测，我国的就业压力是否与经济结构或经济增长模式有关？例如，从经济结构看，美国的服务业在 GDP 中的占比达到 80%，84% 的就业人口在服务业。而我国在服务业的就业人口不足 50%，服务业对 GDP 的贡献为 54% 左右。

从增长模式看，美国是一个典型的消费拉动型经济，贡献率在 80% 左右，不仅是美国，全球大部分国家都是消费拉动型经济。在三驾马车中，我国的最终消费对 GDP 的贡献长期徘徊在 52%-56% 之间，显著低于全球平均水平，2023 年，美国最终消费对 GDP 的为 81%。





反观投资（资本形成）对 GDP 的贡献，中国长期保持在 40% 以上，即便 2021 年以后房地产投资连年出现 10% 左右的负增长，投资的贡献率还是维持在 42% 以上，该比例是全球平均水平的两倍。



也就是说，我国经济发展的模式，无论与发达国家还是发展中国家相比，都有很大不同。而这种迥异之处，在投资回报率较高的阶段，可以用来解释中国为何能快速崛起的原因，当投资回报率显著下降的时候，是否又可以成为地方债务风险和就业压力加大的原因？

因此，不能为了破灭一个风险而又制造出另一个风险，这就需要对风险或潜在风险进行评估，找出其由来，采取有针对性的举措。而不是反复用稳增长、稳投资的逆周期政策来简单应对。

例如，假设服务业对 GDP 的贡献如果增长 1 个百分点可以增加 200 万人的就业，而制造业贡献 1 个百分点只能增加 40 万人的就业，那么，就应该大力发展服务业，尽可能解除对服务业的各类管控，并鼓励和扩大对服务业的投资。

我国服务业就业总数增加空间很大



来源: Wind, 中泰证券研究所

如果按美国的统计口径(加上建筑业), 2022年中国服务业的就业人口占比达到54%, 与服务业的GDP占比差距缩小, 说明发展服务业对就业的贡献越来越大。而第二产业的就业人数在不断下降, 从2013年的2.3亿降至2022年的2.1亿, 减少2100余万人。也就是说, 这几年来我国制造业投资的增速都在10%左右, 对GDP的贡献较大, 但对就业的贡献可能是负值。因为随着机械化、自动化程度的提高, 人工智能技术的广泛应用, 第二产业所需要的劳动力数量会越来越少。

我国第二产业就业人数在2013年见顶



来源: Wind, 中泰证券研究所

故并不是说只要GDP增速提升, 失业问题就迎刃而解, 更不能把投资当成万能药方, 遇到风险都用扩大投资去应对。这就需要提高政策的精度, 例如, 现在大家普遍认为中国经济面临的困难是有效需求不足, 但有效需求包括有效的投资需求和有效的消费需求, 今年1-8月份民间投资为零, 社会消费品零售总额增长率为3.4%, 那么更应该去刺激投资需求还是消费需求呢?

有人认为, 民间投资为零拖累了整个固定资产投资, 因此, 要扩大财政赤字, 加大政府在基建投资规模。问题在于投资不属于最终需求, 投资会增加供给, 变成铁路、公路、港口、产业园区、机床和生产流水线等, 进一步加剧了运能过剩和产能过剩问

题。因此，应对有效需求不足的正解应该是通过增加居民收入来促消费，而不是扩大投资。

## 二、应对浅层风险时不能回避底层风险

大家经常讲的一句习语叫“头痛医头，脚痛医脚”，意思是只治疗表面的疾痛，而没有去彻查病源，治标不治根。例如，PPI 和 CPI 的长期低迷，既要供给过多的原因，又有需求不足的原因，但必须找出主要原因。去年年末的中央经济工作会议把有效需求不足放在六大困难的第一位，这是否意味着需求不足已经成为当前经济面临的主要问题？

从逻辑上讲，需求与收入分配有关，在国民经济的三大部门中，居民部门的收入分配比例越高，则消费需求就会越强。从国家统计局公布的抽样调查数据，2023 年，全国居民人均可支配收入达到 39218 元，乘以 2023 年人口数量，除以 2023 年的 GDP 总额，为 43.9%。

2022年部分国家居民可支配收入/GDP

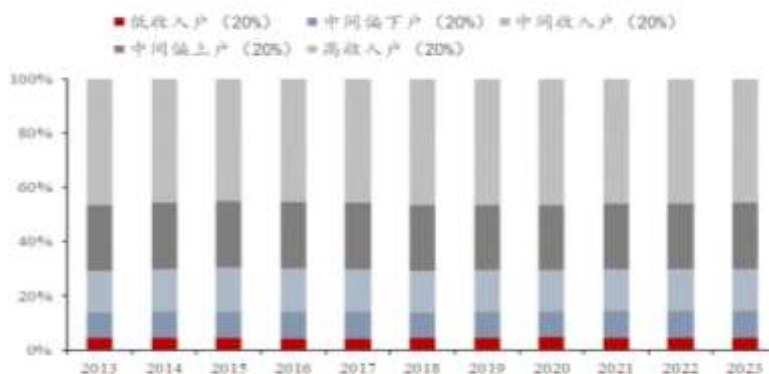


来源：Wind，中泰证券研究所

由于该数据是抽样调查的结果，存在高收入组实际收入被低估的可能性（见笔者相关文章），但不改变居民可支配收入在 GDP 中占比偏低的结论。根据国家统计局的数据，从去年以来居民可支配收入增速快于名义 GDP 增速，说明居民收入在国民收入分配中的比重有所提高，但要让占比在短期内大幅上升的可能性不大。

扩大消费或提高消费对经济增长的贡献遇到的第二个挑战是中低收入阶层的收入占比偏低。从国家统计局公布的抽样调查数据看，2023 年我国中等收入户、中低收入户和低收入户的人口占总人口的 60%，但可支配收入占比只有 30%，与 10 年前相比只上升了 1%。

我国不同收入群体的可支配收入占比



来源：国家统计局，中泰证券研究所



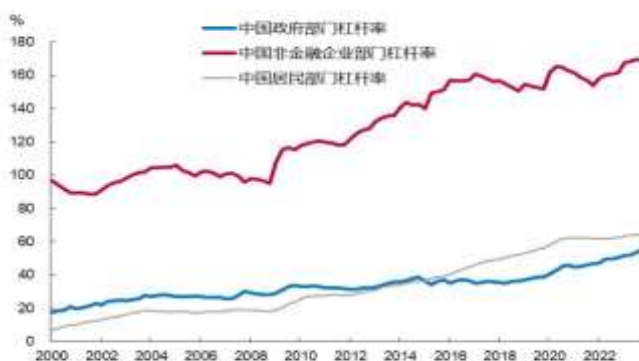


只有扩大中等收入群体才是扩大消费或走向共同富裕的基础，但从过去 10 年看，占总人口比重 60% 的中高收入、中等收入和中低收入群体的人口占 60%，收入占比为 50%，2023 年只比 2013 年上升了 1%，而低收入群体的收入占比则没有上升，该群体占总人口的 20%，收入占比则一直维持在 4%。这是否说明阶层固化问题需要引起重视？

因此，从长期的实践案例中不难发现，浅层风险容易化解，但需要评估为化解浅层风险而又加大底层风险？

例如，我国的 GDP 增速的走势变化几乎是全球最稳定的，稳步上涨，过去 40 年来没有出现过负增长，增速的回撤极小，这主要归功于投资这一逆周期的调节工具。如在过去三年房地产投资增速大幅下滑的背景下，制造业投资和基建投资逆势增长，使得投资对 GDP 的贡献居然没有降低，这是十分罕见的现象，但代价是这几年地方政府的债务增速加快上升，地方债的风险成为我国当今面临的三大风险之一。

政府部门的杠杆率增速加快



来源：NIFD，中泰证券研究所

根据国家金融与发展实验室的数据，2023 年我国的宏观杠杆率水平达到 287.8%，与西方国家的债务水平相当，但我国的人均 GDP 水平只有高收入经济体平均水平的四分之一。故需要评估一下维持 GDP 增速稳定所付出的成本大约有哪些？

### 三、金融收缩周期下的风险该如何应对

我国的金融体量很大，过去经常诟病的是“大水漫灌”，即长期以来货币供应量（M2）的增速大幅超过 GDP 增速。如今，M2 增速已经降至 6% 左右，M1 则连续且大幅回落至 -7% 左右。由于房地产步入长周期下行阶段，那么，金融收缩也就变得顺理成章。从 2024 年上市公司的中报看，净经营性现金流比去年同期下降 79%，如果剔除银行，则净经营性现金流增速为 -17%。这首先反映了银行业务的收缩十分明显，上半年上市银行的营业收入合计下降 2%。伴随着净息差减少，贷款增速下降，及中间业务收入下降等周期因素，现金流就出现相应的下降。但是，通过减少拨备的方式来做大利润，似乎是将风险后移的做法，并不明智。从今后看，银行不良率上升是大势所趋。



对非金融类上市公司而言，净经营性现金流的下降实际上体现了现金流量表的风险，一方面，需求萎缩、销售下滑，导致企业的现金流入减少，另一方面，应收账款不能及时收回、库存积压等又使得业务链的运行难以变现。

导致现金流风险的最主要原因还是受房地产长周期下行的影响，故建筑业首当其冲，连不少央企都出现了明显的现金流危机。其次，长期形成的产能过剩和运能过剩问题，遇到经济增速放缓、消费者信心不足的时候，就会更加突出，目前看，无论是PPI还是CPI，都长期处在收缩区间内。

如果说日本90年代初的房地产泡沫破灭后主要的特征是资本负债表危机，那么，我国今后要应对的恐怕主要是现金流量表的危机。原因在于，日本1990-91年的股市和楼市泡沫破灭是盛极而衰，即到了繁荣的顶点之后开始下坠；我国则是“防守失利”，因为我国GDP增速从2011年开始就回落，期间不断通过逆周期政策（包括提高财政赤字率、降准降息等）来实现稳增长目标。

由于历史原因，我国经济体量和科技发展水平长期落后于西方国家，故改开后我国长期采取的是投资拉动的“赶超”模式，这种模式的优点的基础设施建设与工业迅猛发展，高储蓄、低人力成本在工业化早中期具有很大优势，但到了后期，由于劳动生产率增速的放缓，债务增长拖累，其投入产出比明显下降。从2011年开始，我国就出现了产能过剩问题。

由于供需失衡的长期性，即需求不足、供给过剩，这就使得投资和消费两端都存在意愿不足问题，在前文已经作了充分表述。这就可以解释从2021年到2023年连续三年的中央经济工作会议都提到了“预期转弱”和“预期偏弱”。而要改变预期，就应该重点从（最终）需求侧发力，而不是反复以扩内需的名义来拉动投资，因为投资不是最终需求，投资必然形成供给。

7月30日政治局会议已经明确把增加居民收入和扩大消费作为下一阶段的重点，这就需要按照三中全会提出的“宏观政策趋向一致性”的要求来做，希望国家各部委形成共识，切勿以本位主义的立场来应对和处置与本部门相关的风险，而忽视了长期风险或深层次风险的应对。

更需要引起重视的是，今年前三季度部分公共财政和部分企业利润的增加，是通过“减法”来实现的。如1至7月份国家非税收入增长12%，其实不少是通过罚没来实现；而企业利润的增加，则部分是通过裁员或降薪来实现，再加上“政府过紧日子”等财政支出的减少，使得最终需求出现了下降。

因此，通过超量发行国债来补贴居民收入、提高社保水平、刺激消费等应该是当



前应对预期偏弱和经济收缩的最有效手段，尽管根治结构失衡的底层风险是需要通过改革来实施，但前提是先要遏制住当前面临经济收缩的乘数效应，以缓解通缩压力。然后再通过今后坚持不懈的改革来推进国民收入分配的结构优化。



# 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。