



金融信息采编

COMPILATION OF FINANCIAL NEWS

2024 年第 91 期总第 1221 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 12 月 10 日 星期二

更多精彩 敬请关注
兴泰季微信公众号



宏观经济	1
12 月中共中央政治局会议召开	1
11 月 CPI 同比上涨 0.2%	1
央行重启增持黄金储备	1
日本上调 Q3 经济增长预期	2
全球近九成 LP 或拒绝向部分现有 GP 再投资	2
货币市场	3
货币政策表述从稳健改为适度宽松	3
部分银行逆势上调存款利率	3
监管动态	4
强监管推动保险业高质量发展	4
建立网下专业机构投资者“白名单”机制	4
金融行业	4
搜索基金赋能中小企业发展	4
着力打造科创金融业务品牌	5
重点产业	5
全球新能源汽车销量 TOP20 出炉	5
布局万亿元低空经济通信先行	5
地方创新	6
广州：发布企业碳账户融资团体标准	6
深圳：打造即时零售产业发展高地	6
深度分析	7
从规模经济看宏观政策之变	7



宏观经济

12 月中共中央政治局会议召开

12 月 9 日, 据新华社, 中共中央政治局召开会议, 分析研究 2025 年经济工作; 听取中央纪委国家监委工作汇报, 研究部署 2025 年党风廉政建设和反腐败工作。中共中央总书记习近平主持会议。会议强调, 做好明年经济工作, 要以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导, 全面贯彻落实党的二十大和二十届二中、三中全会精神, 坚持稳中求进工作总基调, 完整准确全面贯彻新发展理念, 加快构建新发展格局, 扎实推动高质量发展, 进一步全面深化改革, 扩大高水平对外开放, 建设现代化产业体系, 更好统筹发展和安全, 实施更加积极有为的宏观政策, 扩大国内需求, 推动科技创新和产业创新融合发展, 稳住楼市股市, 防范化解重点领域风险和外部冲击, 稳定预期、激发活力, 推动经济持续回升向好, 不断提高人民生活水平, 保持社会和谐稳定, 高质量完成“十四五”规划目标任务, 为实现“十五五”良好开局打牢基础。

11 月 CPI 同比上涨 0.2%

12 月 9 日, 国家统计局公布数据显示, 11 月份, 全国 CPI 同比上涨 0.2%, 涨幅比上月回落 0.1 个百分点; 环比下降 0.6%, 降幅比上月扩大 0.3 个百分点。对此, 国家统计局城市司首席统计师董莉娟表示, 11 月 CPI 主要受气温偏高利于储运, 导致食品价格下降, 同时, 出行需求回落拖累非食品价格等的影响。广开首席产业研究院首席金融研究员王运金认为, 11 月 CPI 同比小幅回落, 提振内需仍然需要政策持续加码。他表示, 从同比来看, 食品烟酒类、衣着类、教育文化娱乐类、医疗保健类涨幅居前, 扣除食品和能源价格的核心 CPI 继续回升, 同比上涨 0.3%, 涨幅比上月扩大 0.1 个百分点, 但同时需要看到, 11 月翘尾因素已由上个月-0.4%回正至 0.1%, 综合来看, 当前消费仍在缓慢恢复中。王运金分析, 11 月电商促销活动带动网上消费加速, 新能源汽车补贴政策推动乘用车零售持续增长 18%, 说明消费扩张仍然受补贴政策、促销活动等的影响较大, 因此, 扩大消费还需要持续加大政策调控力度。

央行重启增持黄金储备

12 月 9 日, 央行日前更新的官方储备资产数据显示, 截至 11 月末, 我国黄金储备报 7296 万盎司, 较 10 月末的 7280 万盎司增加 16 万盎司。此前, 央行已连续 6 个月暂停增持黄金。黄金储备一直是各国国际储备多元化构成的重要内容。今年以来, 全球央行和场外交易市场需求强劲, 推动金价不断攀升并屡创新高。据上海证券报, 关于央行重启增持黄金储备, 汇管研究院副院长赵庆明表示, 在黄金价格有所回落的背景下, 我国央行逢低买入、适度增持黄金储备, 符合大趋势。全球范围来看, 黄金在我国储备中的占比仍有较大提升空间。从持续优化国际储备结构、稳慎推进人民币国际化等角度来看, 未来央行增持黄金还是大方向。东方金诚分析, 11 月央行恢复增持黄金, 不排除当月伴随特朗普当选美国总统, 未来国际政治、经济形势出现新变化, 国际金价有可能在相当长一段时间内易涨难跌, 进而促使央行恢复增持。最后, 接下



来央行是否持续增持黄金，还有待进一步观察。

我国投资有相当大的潜力空间

12月9日，国家发展改革委投资司副司长赵成峰在“中国经济圆桌会”大型全媒体访谈节目上说，我国投资有相当大的潜力空间。一是科技创新和产业升级方面的投资需求潜力巨大。我国绿色基建、绿色能源、绿色生活等绿色转型领域投资空间广阔，量子科技、人工智能、低空经济、航空航天等新兴和未来产业的投资规模有望保持快速增长。二是基础设施领域，做强做大数字经济，迫切需要适度超前布局云计算、数据中心等新型基础设施建设。我国水利设施还存在一些薄弱环节，未来一段时间水利投资仍需保持较大力度和强度。三是社会民生方面具有广阔投资空间。燃气、供排水、供热等城市地下管网更新改造任务十分繁重，投资需求巨大。据测算，未来5年，我国在这些领域约有4万亿元的投资需求。此外，为促进农业转移人口市民化，人口集中流入城市的教育、卫生等公共服务设施短板亟待补齐。随着人口老龄化趋势加快推进，养老、文化旅游等领域也是下一步我国着力扩大有效投资的重点。

日本上调 Q3 经济增长预期

12月9日，记者获悉，由于资本投资和出口数据向上修正，日本政府上调了第三季度（7-9月）经济增速数据。本周一最新公布的这一经济数据，可能将是推动日本央行在12月加息的潜在因素之一。日本周一公布的修订后的数据显示，在截至9月份的三个月，日本国内生产总值（GDP）年化增长率为1.2%，高于经济学家的预测中值和初步数据0.9%。经价格调整后，修正后的数据折合成季度环比增长0.3%，而11月15日公布的初步数据为增长0.2%。上调的部分原因是资本支出下降幅度小于预期：日本第三季度资本支出下降0.1%，而初步数据为下降0.2%。修正后的GDP数据显示，日本外需（即出口减去进口）也好于预期：日本外需将经济增速拉低0.2个百分点，低于初值0.4个百分点的降幅。但同时，占日本经济一半以上的日本私人消费数据增长0.7%，低于0.9%的初步数据。野村证券分析师Uichiro Nozaki表示：“虽然这一数据不会大幅提振升息预期，但也不会阻碍升息。”

全球近九成 LP 或拒绝向部分现有 GP 再投资

12月9日，科勒资本发布新一期《全球私募资本晴雨表》。《晴雨表》显示，受流动性紧缩影响，将近九成（88%）的有限合伙人（以下简称“LP”）预计会在未来的12个月内拒绝向部分当前合作的普通合伙人（以下简称“GP”）作出新的投资。投资人对于向当前GP再次出资持谨慎态度，将近五分之四（79%）的全球投资者以及三分之二（67%）的亚太投资者表示，在过去的12个月中，他们曾拒绝向至少一家当前合作的GP再投资。这份报告也传递出一些积极信号。展望未来一年，有96%的投资者计划加大或者维持对另类资产的投资。另外，有一半的受访LP表示，他们在过去12个月内所见最有吸引力的基金投资机会，是来自新成立的GP。其中，有98%的LP表示，决定为新成立的GP团队出资的一个重要因素，是该团队中是否有一名或多名个人具备突出的投资业绩记录。此外，新GP由大型机构内部的绩优团队独立分拆成立，也是吸引LP出资的突出原因，近四分之三的受访者视之为重要的影响因素。



叙利亚反对派武装占领首都大马士革

12月8日,据半岛电视台报道,就在叙利亚反对派和极端组织武装攻破中部重镇霍姆斯数小时后,叙利亚首都大马士革也快速告破。叙利亚反对派武装对媒体发表声明称,他们已占领首都大马士革,并宣布“阿萨德政府垮台”,叙利亚已经翻开了“历史的新篇章”。目前叙利亚政府尚未对此发声,也不清楚是否还有发声的可能性。叙利亚反对派武装同时表示,叙利亚总统巴沙尔·阿萨德已经“逃跑”。在宣布占领大马士革后,“解放沙姆阵线”(HTS)的领导人阿布·穆罕默德·乔拉尼宣布,禁止反对派力量接管公共机构,表示这些机构继续在贾拉利的监督下运作,直到正式移交。乔拉尼同时表示,禁止进行“庆祝性的鸣枪”。贾拉利是现任的叙利亚政府总理,他强调说,国家属于所有人民,呼吁所有国民不要破坏任何公共设施。贾拉利表示,未来将交给叙利亚人民挑选的政府。另外根据最新报道,叙利亚政府军总参谋部已经通知全国各地的军官,叙利亚总统巴沙尔·阿萨德的统治已经结束。

货币市场

货币政策表述从稳健改为适度宽松

12月10日,新华社发表文章《新华视点|从中央政治局会议看2025年经济工作新动向》指出,当前,我国发展面临许多不确定性和挑战。做好明年经济工作,必须坚定必胜信心。“进一步全面深化改革”“扩大高水平对外开放”“实施更加积极有为的宏观政策”“扩大国内需求”……针对明年经济工作,中央政治局会议作出一系列重要部署。“适度宽松的货币政策”,会议的这一表述引人关注。“货币政策的表述从此前的‘稳健’改为‘适度宽松’,这意味着我国继续坚持支持性的货币政策立场,保持流动性合理充裕,进一步降低企业和居民综合融资成本,为推动经济持续回升向好营造良好的货币金融环境。”中国民生银行首席经济学家温彬表示,这是时隔10多年,我国货币政策重提“适度宽松”。从实际运行情况看,货币政策在执行上是灵活适度的。今年以来,市场普遍感觉我国货币政策已处于稳健略偏宽松的状态。

部分银行逆势上调存款利率

12月10日,记者获悉,部分地区的中小银行逆势上调存款利率,包括荥阳农商行、禹州市农村信用社、辉县珠江村镇银行,以及汾西县太行村镇银行等多家银行,调整对象主要是针对起存金额为1万元以上的存款利率。在业内看来,岁末和年初往往是银行揽储的关键时期,无论是上架“明星产品”大额存单还是将存款利率进行阶段性上调,均有利于银行能够顺利实现“开门红”。光大银行金融市场部宏观组研究员周茂华表示,尽管当前银行主流方向仍然是降低存款负债综合成本,但对于少数中小银行来讲,将存款利率调升主要是通过综合考虑自身负债压力、成本、经营与存款市场供需情况对存款产品进行的合理定价。展望银行存款利率走势,市场普遍认为存款“降息”仍将延续。周茂华表示,近年来存款利率下行较快与国内特殊宏观经济、政策与存款市场环境有关,储户需要适度调降存款等理财产品的收益预期,同时,也可以通过适度多元化资产配置以平衡收益与风险等。

监管动态

强监管推动财险业高质量发展

12月9日,记者获悉,金融监管总局近日印发了《关于强监管防风险促改革推动财险业高质量发展行动方案》,明确财险业高质量发展的指导思想、发展目标和实施路径。一是进一步强化全面监管、严格监管,切实防范化解风险。聚焦市场准入退出监管、推进分级分类监管、从严整治违法违规行为、健全审慎监管制度规则等方面,提升监管效能。以增强资本补充能力、健全监测预警体系、完善风险防范化解处置机制、丰富风险化解处置方式等为抓手,提高财险业风险防范化解水平。二是进一步强调深化改革、推进开放,提升服务实体经济质效。引导财险业把好发展定位,加快业务转型升级,提升风险管理能力,推进高水平对外开放。推动财险业更好服务新质生产力发展、促进城乡融合发展,更好保障国家重大战略、支持防灾减灾救灾体系建设。三是进一步营造财险业良好发展环境。从加大政策支持力度、强化金融文化建设、凝聚发展合力、提升全社会财险保障意识等方面发力,促进财险业高质量发展。

建立网下专业机构投资者“白名单”机制

12月9日,记者获悉,中证协就《网下专业机构投资者“白名单”管理指引(试行)》正在征求意见。“白名单”申请主体基准分为100分,协会在基准分的基础上,根据申请主体及其管理的配售对象业务类型、业务开展状况、人员队伍建设状况、合规风控状况等方面情况,进行相应加分或者扣分以确定申请主体的得分。其中,申请主体积极推动行业发展、作出突出贡献或者表现、营造良好行业生态环境、积极落实专项监管工作等,可以给予相应加分。协会按照投资者所属行业类型事先确定进入“白名单”的各类投资者比例,并根据得分分布情况,具体确定进入“白名单”的投资者数量。中证协每年开展一次“白名单”分类管理,评价期为上一年度1月1日至12月31日,涉及的财务数据、业务数据原则上以上一年度经审计的报表和公开信息为准。在证券、基金、保险等金融机构范围内试点先行,逐步将“白名单”推广应用到其他类型市场机构,并从声誉约束起步,逐步发挥专业机构投资者在促进市场资源配置。

金融行业

搜索基金赋能中小企业发展

12月9日,记者获悉,首届CEIBS-IESE中国(亚太)搜索基金论坛近日在上海举办,多位国际搜索基金领域的专家学者、创业者和资深投资人探讨该模式在未来的应用与挑战。公开资料显示,搜索基金是一种投资和创业路径,由一至二人即“搜索者”与一小群志同道合的投资者合作,在6-10年内寻找、收购并领导一家私人控股的公司。搜索基金的流程通常包括筹资、寻找与收购、运营,以及最终实现股东权益变现四个阶段。中欧国际工商学院副院长兼中方教务长、战略学教授及全球CEO课程联席主任张维炯认为,2023年中国第一只搜索基金在南京正式设立,标志着这一投资工



具在中国的起步。近年来，许多技术背景的中小企业在全球范围内涌现，这些企业的创业者往往精通技术与产品，但在市场营销、供应链管理、人才管理、运营和财务等领域经验不足。企业可借助类似搜索基金的投资工具，搜索基金作为一种创新投资模式在中国具有广阔的发展潜力。

着力打造科创金融业务品牌

近日，2024 中国品牌论坛金融高质量发展案例报告会在北京举办。这是中国品牌论坛首次针对金融领域举办的专场活动，集中展示了金融高质量发展典型样本。科技创新成为受到高度重视的品牌建设落脚点。中国工商银行高级业务总监田枫林介绍，工行打造科技金融“股贷债保租”全生命周期专属产品，为大中小微各类科技型企业提供综合化金融服务，着力打造工银科创金融品牌。一些金融机构探索出“品业融合”的发展路径。品牌建设正在融入长沙银行业务指标，使无形的品牌价值转化为能够产生市场效应、客户效应和经济效应的有形资产。长沙银行副行长吴四龙说：“我们认为专业化品牌建设是当前的最佳选择。”他介绍，近年来公司对业务品牌的投入由之前的不及 50% 提升到了 85% 以上。长沙银行在业内首创了以员工个人命名的“祁萌品牌工作室”，实现了品牌文化的渗透力。此外，长沙银行打造了一支由 20 人组成的“长行品牌官”队伍，使他们成为长沙银行品牌在“三湘四水”的建设者和传播者。

重点产业

全球新能源汽车销量 TOP20 出炉

近日，全球知名新能源分析机构 CleanTechnica 发布了 2024 年 10 月全球新能源品牌销量 T20 榜单，揭示了全球新能源市场的最新格局。在这个月的排名中，中国品牌表现尤为亮眼，占据了前二十名中的十三席，充分展示了中国在全球新能源市场中的主导地位。具体来看，比亚迪以令人瞩目的 48.3 万辆销量高居榜首，这一数字不仅彰显了其强大的市场号召力，更占据了全球新能源市场份额的 27.7%。值得注意的是，比亚迪的销量甚至超过了第二名到第九名所有品牌的销量总和，进一步巩固了其在全球新能源市场的领先地位。紧随其后的是特斯拉，尽管销量同样达到了 12.2 万辆，市占率 7.0%，但在比亚迪的强劲表现下，特斯拉只能屈居第二。德系品牌（大众、宝马、奔驰）在榜单中也占据了三席，显示出其在全球新能源市场中的不俗实力。然而，与中国品牌的强势崛起相比，德系品牌的市场表现略显逊色。此外，韩系、欧系、日系和美系品牌各占一席，共同构成了全球新能源市场的多元化格局。

布局万亿元低空经济通信先行

12 月 9 日，记者获悉，截至目前，中兴通讯、华为、中国移动、中国联通、中国电信等通信巨头都已入局低空基础设施建设领域。中兴通讯依托 5G-A 通感算智一体化技术构建低空智联网，已在 25 个省市完成了超 80 个低空通感试点项目，覆盖物流配送、重点区域低空安全、景区管理、机场安防等多种应用场景。中国移动发挥 5G、5G-A 通感、算力网络、高精度定位等数智能力禀赋，以中移凌云为基础，打造由一张



低空智联网、一个低空综合能力平台以及 N 个低空行业应用在内的“1+1+N”能力体系。中国电信正在重点打造融合 5G-A、毫米波、卫星通信、北斗定位的天地一体、通感一体网络和低空服务监管平台，同时建设覆盖全国的服务支撑体系。中国联通构建“端网业智安”的低空智能网联体系，打造智慧用管服一体化平台。在低空经济浪潮下，海格通信已布局服务于低空经济的“北斗+5G+卫星互联网”空天地一体全域通导一体网络和综合时空基准服务底座。

地方创新

广州：发布企业碳账户融资团体标准

12 月 9 日，广州市绿色金融协会正式批准发布《企业碳账户融资实施指南》团体标准，并于即日起开始实施。本文件发布实施主要有三个重要意义：一是规范企业碳账户融资业务实施流程，加强环境因素监测及考量；二是优化碳排放数据统计，完善企业碳账户运行机制，挖掘生态环境价值，促进绿色金融、转型金融、碳金融产品创新；三是作为参考依据推动绿色金融激励政策落地，将创新成果广泛复制推广实施。该团体标准依据相关文件中关于金融支持企业碳账户的要求，总结企业碳账户融资实践经验，从总体原则、实施主体、需考虑的因素、实施程序、实施保障等方面提出指引。广州市绿色金融协会表示，下一步将积极推动该项团体标准的落地，进一步发挥企业碳账户作用，鼓励金融机构将企业碳排放信息嵌入金融服务体系，根据企业碳排放表现给予差异化融资支持，加强金融机构开展融资业务时对环境因素的监测及考量，挖掘碳排放生态环境价值，推动绿色金融、转型金融、碳金融产品创新。

深圳：打造即时零售产业发展高地

12 月 9 日，《深圳市推动即时零售高质量发展行动方案（2024-2026 年）》在深圳市商务局官方发布。据《行动方案》，到 2026 年，深圳上线经营零售商家超 4 万家，培育即时零售年销售额超 50 亿元电商平台 5 家，即时零售年销售额超亿元品牌企业 30 家以上，实现即时零售年销售额 400 亿元以上。即时零售依托本地零售供给、满足本地即时需求，既是零售新业态，也是消费新模式。《行动方案》从提升即时零售业态规模、完善即时零售公共服务等方面提出工作目标，并推出 11 项重点举措切实推进即时零售新业态发展，支持线上线下商品消费融合发展，促进消费潜力释放和消费升级，将深圳打造成为全国领先的即时零售产业发展高地。就具体举措而言，《行动方案》从培育引进即时零售优质企业、推动各类主体开展即时零售、加快打造高效协同供应链网络、创新即时零售消费场景等 11 个方面提出重点举措，旨在各相关部门协作，切实推进深圳即时零售这一消费新业态的高质量发展，打造良好的新型消费生态。



深度分析

从规模经济看宏观政策之变

彭文生（中国首席经济学家论坛副理事长，
中金公司首席经济学家）
来源：中国首席经济学家论坛

当前宏观经济面临的主要问题是需求相对于供给不足，表现为价格整体偏弱，就业、企业盈利承压。另一方面，近年来中国经济在供给侧的提升有目共睹，例如绿色产业在全球处于领先地位。如何来理解这个反差对经济运行和宏观政策的含义？一个流行的观点是由于绿色产业占 GDP 比重低于房地产业，因此绿色产业的增长无法弥补房地产下行。2023 年中国包含部分绿色产业的高技术制造业增加值占 GDP 比重约为 5.0%，低于房地产业增加值占 GDP 比重（5.9%）。加上间接的影响，尤其是房地产与债务的关联，其对经济的影响更大。这是一个似是而非的比较。房地产从需求侧拉动经济，但在供给侧对其他行业反而具有紧缩效应，而绿色产业同时从供给和需求两侧来拉动经济。

一、从规模不经济到规模新经济

房地产与绿色产业之间的本质差别是从规模不经济到规模新经济。规模经济是指随着产量规模增加，单位成本下降，效率提升。制造业是典型的规模经济，例如，同等技术条件下，年产 100 万辆汽车的工厂相比年产 5 万辆汽车的工厂，前者每辆车的单位成本更低。不同于需求不足导致的价格下降，规模经济带来的是好的价格下降。规模不经济的一个重要体现是价格上升，由于没有规模经济的作用，需求的增加只能通过价格上涨来消化。规模不经济最突出的例子就是土地，相较几十年前，制造品比如汽车价格大幅下降，而房地产价格大幅上升。土地与房地产价格上升对其他行业形成了成本上升的压力，是一种供给紧缩，不利于长期的增长。

规模经济是经济增长供给端的重要载体。早期的古典经济学家亚当·斯密、大卫·李嘉图认为经济增长来源于人口、资本等生产要素的积累，其背后的作用机制是分工和贸易实现规模经济。然而如果没有技术进步，单纯依靠要素积累，人类社会可能仍然停留在蒸汽机时代。新古典增长模型认为经济增长的来源主要是技术进步，但认为技术进步是外生的，资本边际收益递减，国际贸易与投资带来技术扩散，给发展中国家带来后发优势，人均收入水平的差距趋于收敛。20 世纪 80 年代卢卡斯、罗默等代表学者提出了内生增长模型，强调技术进步是内生的，技术进步是人类经济活动的结果。规模是影响技术进步的重要因素，对于大国来说，一方面供给侧有更多的资源（包括人力资源）投入研发，另一方面需求侧市场规模越大，研发创新回报率越高，创新动力越强。按照规模经济的逻辑，静态来看，大国比小国有优势，动态来看，先发者有优势，率先实现创新并做大规模盈利的经济体更有可能进一步吸引资源，形成创新的自我强化。

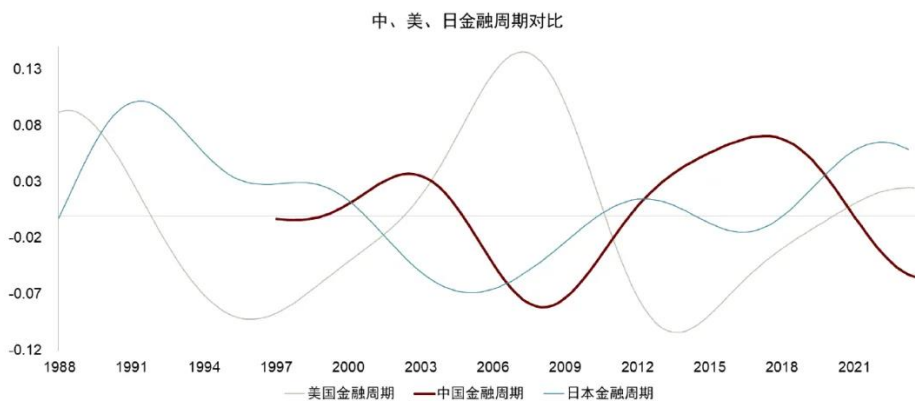
规模经济促进效率，提升供给，对需求有什么影响呢？按照新古典经济学，供给自动创造需求，但市场经济的历史显示，两者不平衡是常态。古典经济学关注收入分配，早期收入分配的矛盾集中于土地（规模不经济）和资本（规模经济）之间。由于地主不做再生产，其占用的资源不能有效使用，导致经济面临的主要矛盾是供给不足。随着土地的作用下降，收入分配的焦点逐渐转变为资本和劳动。马克思的政治经济学

提出，资本和劳动的矛盾在于收入差距导致消费不足，带来生产过剩危机。需求不足的另一解释是货币经济，如果储蓄能转化为投资，那么收入差距（消费不足）不一定代表总需求不足，关键是储蓄转化为投资是否顺畅。这一点就是新古典经济学和凯恩斯的重要分歧，新古典经济学认为市场是有效的，只要价格具有充分弹性，储蓄总能有效转化为投资，不存在有效需求不足。新古典经济学无法解释 1930 年代发生的大萧条，凯恩斯的货币经济学则认为，由于货币的存在，人们风险偏好下降时对安全资产（货币）的需求上升，对风险资产和实体投资的需求下降，从而导致总需求不足。

针对需求相对供给不足的两方面原因，宏观政策应对是不一样的。对于前者，宏观政策注重结构性改革来缩小收入和财富差距；对于后者，宏观政策强调增加货币供给来满足人们增加的货币需求，以避免实际利率（风险资产溢价）上升太多。

货币供给方面的机制与规模（不）经济有关联，明斯基在凯恩斯的货币理论的基础上把现代货币体系描述为一个货币金字塔。在金字塔顶层是外生的政府货币（基础货币），其货币性最强，其投放往往与财政或者准财政行为联系在一起，在中间的是内生货币，即银行信贷创造的货币，在底层的是私人部门之间的负债。土地的规模不经济使得其所有者在收入分配中占有优势，在金融层面的一个体现就是其土地作为抵押品的角色，房地产与信贷相辅相成，内生货币的扩张与收缩使得经济波动具有很强的顺周期性，被称为金融周期。

目前中国处在金融周期下行阶段（图表 1），房地产和信贷下行相互叠加带来紧缩压力，导致整体需求不足。表面上看，这是个需求不足的问题，与供给无关。实际上，从供给的角度来看，土地作为一项生产要素，其价格是企业生产和商业运营中固定成本的一部分，土地价格的上涨意味着其他行业成本的增加，经济结构的失衡导致总体生产效率下降，金融周期的繁荣是不可持续的。在金融周期下半场，房地产价格与租金下跌降低了其他行业的成本，对供给有改善作用，但会加大需求相对于供给不足的程度。



二、从地缘经济看规模经济

在内部与房地产下行形成对比之外，中国绿色产业的快速增长，还有一个全球经济和外部需求的视角。中国在供给端为全球绿色转型做出了重大贡献。2023 年，中国光伏组件产能占全球超过 80%，电动汽车销量在全球的市场份额接近 60%。但与此同时，中国在绿色这个新兴产业的主导地位也面临着贸易保护主义压力。理解绿色转型对中国乃至世界经济的影响，我们需要注意两个关键点。一是，化石能源是初始的资源禀赋，类似土地，具有规模不经济的特征，而绿色产业属于制造业，具有规模经济效应，即产量越高、单位成本越低。规模经济一个重要的体现是相关产品价格下降。例如，光伏组件和锂电池的全球价格随着累计装机量增长呈现直线下降的趋势。二是，从化石能源转向绿色能源改变市场竞争格局，采矿业与土地相关，天然地带有垄断属性，而新能源汽车、光伏组件和风电设备等绿色产业可竞争性强，竞争促进创新投入

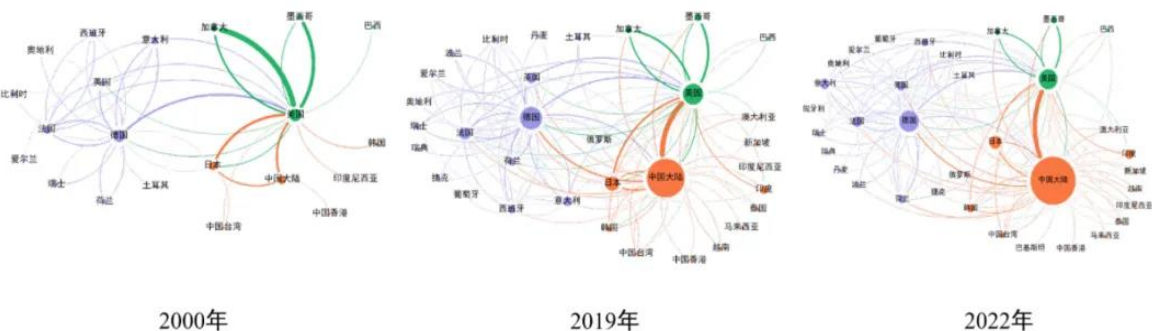
和效率提升。

从化石能源转向清洁能源，既带来规模经济又促进市场竞争，相对有能力扩大规模、享受规模经济的国家正是中国。中国有完整的制造业产业体系，有全球最有效率之一的基础设施和物流配送体系，规模经济效应带来了绿色产业效率的提升和价格下降。

如何理解规模经济在国际贸易与分工的角色？首先，传统上认为，发达国家和发展中国家之间的贸易依托于资源禀赋带来的比较优势，发展中国家劳动力价格低廉，而发达国家资本价格相对较低，因此前者生产劳动密集型产品，后者生产资本密集型产品，进而双方产生贸易。同时，拥有自然资源的国家与其他国家开展资源品贸易。其次是交易成本，比如关税、非关税等保护主义措施。第三，一个没有被充分重视的因素是规模经济效应。例如，美国、欧洲、日本的发展水平接近、劳动力成本接近，但这些经济体之间存在大量的贸易，这是分工实现规模经济效应在国际贸易中的体现。中国在规模经济方面具有优势，虽然中国劳动力成本已经显著上升，超过了不少发展中国家，但中国是最大的制造业国家。这种规模经济效应不仅存在于制造业中，公共服务也有同样的特征，使用的人数越多，则每个人承担的成本越低，使得中国的基础设施发展水平较高，这降低了物流成本，增加中国制造业的竞争力。

从经济学逻辑来讲，中国的规模经济提升了全球的供给能力，是正面的贡献（图表 2）。但地缘政治和地缘经济冲突是日益重要的挑战，针对中国的绿色产业的保护主义是近期的一个突出例子。欧盟在近两年里相继宣布针对中国的电动车和风电产品展开反补贴调查，美国与欧盟也屡次提到中国新能源产业发展对国际贸易的影响，尤其是针对中国的电动车征收关税。从更广层面来看，中国作为全球最大的制造业中心，未来相当长的时间将面临地缘竞争对需求的抑制。外部需求压力不一定体现在贸易顺差的减少，也可能体现在中国产品的价格下行压力。表面看净出口对经济增长的贡献不降，但贸易条件恶化带来负面的收入效应加剧国内需求不足。

全球产成品贸易流向图



三、提振需求是宏观政策的当务之急

在金融周期下半场，房地产市场下行和相关债务紧缩压力导致需求疲软，而绿色转型的快速发展则通过技术进步和效率提升推高了供给，中国经济因此面临国内有效需求不足的问题。从外部来看，地缘政治与地缘经济冲突在未来相当长时间内将继续抑制需求，进一步加剧总需求不足的问题。

需求不足不仅是个周期问题，也影响中国的规模经济潜力，尤其是创新功能的发挥。跨周期的需求缺口，尤其消费需求的不足对分工和规模化生产形成制约，影响规模经济的潜力。创新不仅依靠供给侧资源投入，也需要最终消费需求的驱动力，大规模与多样化的消费需求促进创新和内生增长。

面对超越短周期波动的总需求不足问题，宏观政策框架和机制亟需转型，以更充

分发挥中国经济的大国规模优势，实现可持续的经济增长。从逆周期和跨周期（兼顾结构调整）调节的有效性看，宏观政策框架转型主要体现在两个方面。一是要增强宏观政策的自动稳定器作用，这要求加强社会保障制度的普惠性，辅之以融资端增加国债发行，并推动财税体制改革。二是推动货币投放方式的转变，减少对信贷投放货币的依赖，增加财政投放货币的比重。

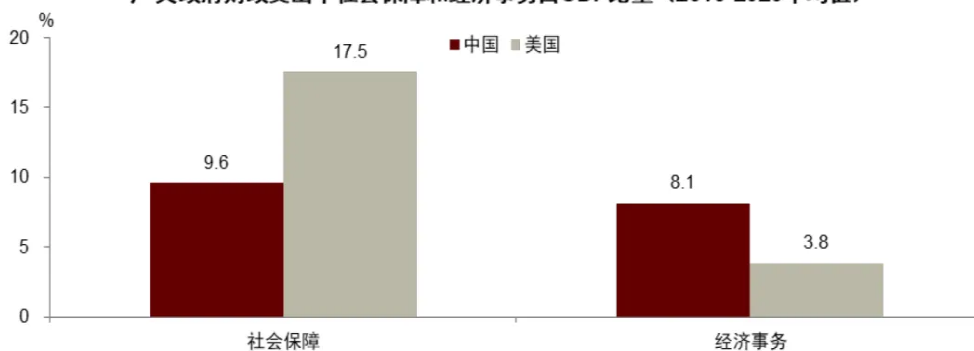
四、宏观政策机制之变一：增加财政的自动稳定器功能

宏观政策促进经济稳定的机制来自两部分，自动稳定器和积极的逆周期调节。自动稳定器使得经济在面临冲击时自动作出反应，降低了政策进行额外调整的必要性，自动稳定器作用不足意味着政策需要更积极地主动作为。但是，对经济形势的判断形成共识需要时间，政策落地发挥效果也需要时间，政策要做到前瞻精准不容易。和发达国家以及一些新兴市场国家相比，中国财政运行的自动稳定器作用不足或者说有所缺失，增强了政策积极主动作为必要性，影响了宏观政策稳定经济的效率。我们可以从几个方面理解这个问题。

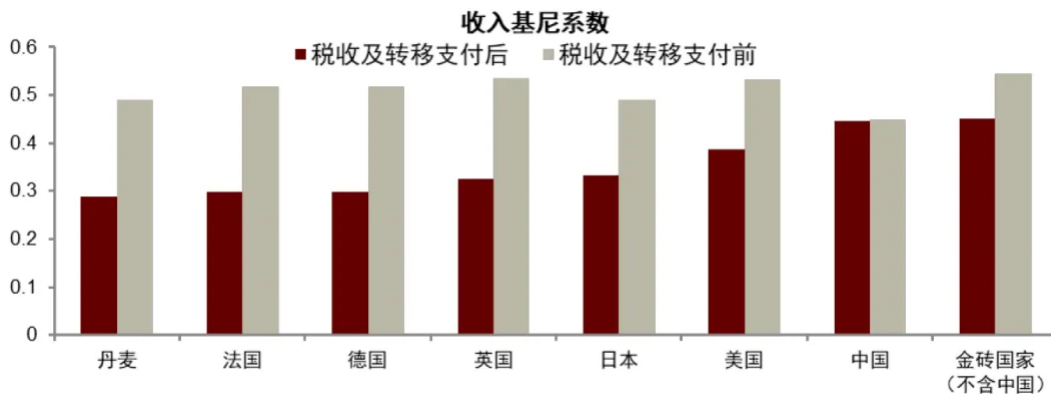
首先，从税收端来看，中国的大部分税收来自具有累退属性的间接税而不是具有累进属性的直接税。间接税占中国总体税收的比例为 60-70%，发达经济体一般为 30-40%。由于间接税的主要构成——增值税等流转税的最终负税人是消费者，一般来讲，高收入群体的消费占其收入的比例低，低收入群体的消费占其收入的比例高，导致流转税具有累退性，既不能调节人群之间收入分配的差距，也不能平滑同一个人在经济周期不同阶段的可支配收入。

其次，在财政支出端，具有顺周期特征的投资支出是重要组成部分，具有逆周期属性的社会保障支出不足。具体来看，对于个人的转移支付、医疗和养老等社会保障的支出比重偏低，财政中经济建设支出比重偏高，在经济周期不同阶段缓冲居民消费需求的能力较弱。跨国数据比较显示，2010-2020 年，美国广义政府财政支出中社会保障（包括社会保护和医疗卫生）一项占 GDP 的比重平均为 17.5%，中国的社会保障支出占 GDP 比重平均为 9.6%。同一时期，美国财政支出中用于经济建设以及相关运营、管理工作的经济事务一项占 GDP 的比重平均为 3.8%，中国则平均为 8.1%（图表 3）。

广义政府财政支出中社会保障和经济事务占GDP比重（2010-2020年均值）



从作用机制看，时间维度的自动稳定器功能与横向收入分配调节的功能密切相联。比较不同国家的基尼系数，发达国家的基尼系数值在财政调节后明显下降，而中国的基尼系数基本不受财政调节的影响（图表 4）。



第三，从融资端来看，地方政府在相当程度上依赖具有顺周期性特征的土地收入（其背后是顺周期的银行信贷），而具有逆周期特征的国债（政府债券）的作用不足，放大了经济和金融周期的波动。在经济繁荣阶段，房地产价格上升、土地出让量价齐升，地方政府的资金来源充足，促进支出增加；相反，经济不好的时候，土地出让也困难，地方政府资金来源减少，抑制政府支出能力。

有两个方式可以降低土地的顺周期影响。房地产持有类税（房地产税）或者交易类税（印花税、增值税）是逆周期的，有自动稳定的成分。在房地产市场繁荣时期，房产和土地的价格上升，相应的税收增加，税收代表资源从家庭和企业部门转移到政府，对前者的支出有抑制作用。此外，累进的税率设计有助于增强财政的自动稳定器功能。反过来，在经济和市场不好的时候，房地产价格下跌，相关的税收也减少，非政府部门对政府资源的转移下降。

另一个是从融资端增加国债（政府债券）的作用。在经济繁荣时期，市场风险偏好高，对安全性资产的需求低，同时经济增长也较快，财政赤字小，国债供应相应减少。在不景气时期，市场风险偏好低，非政府部门对安全资产的需求增加，而此时正好财政赤字上升，国债供应增加。非政府部门持有的政府债券存量也因价格变化起到自动稳定器的作用。在繁荣时期，市场对资金的需求增加，货币政策也偏紧，利率上升，国债价格下跌，对私人部门带来负财富效应，部分抵消风险资产（股票）价格上升带来的正财富效应。在经济衰退时期，利率下降，国债价格上升，正的财富效应部分抵消风险资产（股票）价格下跌的影响。

在当前经济形势下，短期的财政政策积极部分可以和长远建立自动稳定器结合起来。一个重要着力点是推动地方政府债务化解。地方政府债务的根本问题是其融资条件是商业性的，信用条件却是政府性的。考虑到债权人在事前享有的较高收益率，化解存量债务风险的关键在于推动债务重组。债务重组不是指大范围的违约，而是可以对存量债务进行展期，并将利率降至与政府信用相匹配的水平上。其中，政府债券置换非标债务不仅降低地方政府债务负担，也增加了未来自动稳定器的作用。

财政扩张另一个重要的着力点是完善社会保障体系，既促进当前消费需求，也促进未来的财政自动稳定器功能。首先，可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。其次，社保缴费具有累退性质，可降低社保缴费负担，有利于降低居民内部收入差距，提高低收入群体的可支配收入。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，提高农村养老金水平等。

短期来看，财政扩张可能带来一定的财政收支缺口，因而要辅之以融资端增加国债发行。长远来看，则需要在制度建设上，推动财政税收体制改革，增加直接税有利于调节收入差距，也增强财政的自动稳定器功能。二十届三中全会《决定》提出“健



全直接税体系”，“规范经营所得、资本所得、财产所得税收政策，实行劳动性所得统一征税”，“研究同新业态相适应的税收制度”等，是值得关注的方向。

五、宏观政策机制之变二：改变货币投放方式

在金融周期下半场，理想的宏观政策组合是“紧信用、松货币、宽财政”。信用在一定程度上是内生的，这时候需要宽松货币，而通过财政扩张渠道实现货币宽松能够有效实现逆周期调节的目标。这样的组合意味着降低信贷投放货币的作用，增加财政投放货币的比重。从逆周期调节的效率看，两种货币投放方式在传导机制上的差别，主要体现在两个方面：第一，信贷在一定程度上是顺周期性的，具有内生性，从而影响货币政策逆周期调节的效果。比如货币放松降低利率，从融资成本角度有利于信贷需求，但信贷需求还取决于经济活动量的增长，当经济增长动能弱的时候，即使把利率降下来也不一定带来信贷的增长。需要注意的是，央行在执行货币政策时，不是直接和家庭、企业等经济主体直接发生交易行为，货币政策是通过中间渠道，如银行体系、金融市场来传导的，因而传导机制不是那么直接、有效。财政政策是可以直接和个人、企业发生交易行为的。它通过税收、转移支付等方式，理论上说可以和每个家庭与企业直接发生交易，因而具有外生性，信贷存在顺周期性、内生性。

第二，信贷增加家庭和企业部门的债务，而财政扩张增加非政府部门的净资产。家庭或企业从银行获得一笔贷款，表面上看当前的现金流变多，可以增加消费和投资，但未来需要偿还的债务也增加了，意味着未来的现金流变少，所以信贷促进需求的动能和持续性没那么强。而财政减税、转移支付等是免费提供给家庭和企业部门的，增加家庭和企业部门的净资产。因此，财政对消费和投资，尤其是对消费的促进效率高。

在逆周期调节之外，货币投放方式还有重要的结构含义。2008 年之前几年，货币投放的方式以外汇占款为主，贸易顺差体现为企业与居民部门银行存款增加，对应的是基础货币（央票与存款准备金）增加。外汇占款投放的货币，实际是财政（广义政府）投放的货币优先流入出口企业和制造业企业，有利于制造生产与相关可贸易品的发展。2008 年以后，银行信贷投放货币成为主流，大量的资金流向了容易获得信贷的房地产市场，土地的规模不经济推升了土地和房地产的价格，增加了经济运行的成本，不利于规模经济效益的发挥。财政扩张，无论是国债发行增加，还是相关的基础货币投放，如果用于提升社会保障，提升中低收入群体的可支配收入，则优先流入给普通消费者，有利于规模经济与创新发展。

这种结构影响的差别在货币层面体现在央行与商业银行资产负债表的此消彼长上（图表 5）。2008 年之前数年，商业银行资产规模（相对于 GDP）相对稳定，而央行的资产规模上升。在这一段时间，央行通过购买外汇的方式实现了基础货币投放，相应地扩大了资产负债表规模，这本质上是一种准财政行为。2009 年以后，外汇占款减少，央行被动缩小其资产负债表规模。与此同时，商业银行总资产（对 GDP）大幅上升，这种通过信贷（负债）增加安全资产供给的方式，并不增加企业与家庭部门的净资产。随着个人和企业（包括地方融资平台）的负债上升，债务的可持续性成为问题。2017 年全国金融工作会议后，商业银行基本停止扩表，而央行的被动缩表继续，安全资产供给的增速放缓，这应该是同期中国整体金融环境偏紧的根本原因。在当前的经济形势下，债务偿还的压力叠加风险偏好下降，私人部门对安全资产的需求大幅增加。国债增加、中央银行扩表是满足安全资产需求增加的理想方式。



美国的经验显示,在应对一些重大冲击时,通过财政而非信贷的方式增加货币投放,也就是财政扩张与央行扩表结合起来,有效满足私人部门的安全资产需求,增加私人部门净资产,能提振消费和投资需求。2008 年以前,美国商业银行总资产规模扩大,表现为信贷扩张。2008 年次贷危机后,以及 2020 年疫情发生后,美国主要是通过央行扩表(配合财政扩张)投放货币(图表 6)。



近期,中国的货币政策与财政政策有一些新动向值得关注。2024 年 8 月,央行首次披露了公开市场操作买卖国债,丰富和完善了基础货币投放方式。2024 年 9 月,央行宣布了一系列包括降准、降息和下调存量按揭利率等重大举措,央行还创设结构性货币政策工具用于支持股票市场,即证券、基金、保险公司互换便利和股票回购增持再贷款。2024 年 10 月,财政部推出加大逆周期调节力度的措施,尤其是一次性增加较大规模债务限额以支持地方化解债务风险,并宣示中央财政还有较大的举债空间与赤字提升空间。

未来几年,中国将大概率处于“财政扩张、央行扩表”的状态,虽然具体的路径和节奏仍有待观察,但就其作用机制来讲,未来的发展是降低对信贷(或者说商业银行扩表)的依赖,而这背后又是降低土地的规模不经济的作用,有利于发挥规模经济促进创新发展的潜力。

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。