



# 金融信息采编

COMPILATION OF FINANCIAL NEWS

2024 年第 95 期总第 1225 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 24 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
数字经济核心产业企业突破 450 万家 .....	1
存量专利与中小企业高效匹配 .....	1
央国企年末密集出清保险股权 .....	1
英国经济第三季度环比增长为零 .....	2
美联储降息放缓预期继续发酵 .....	2
<b>货币市场</b> .....	3
延长香港人民币跨境清算服务时间 .....	3
央行适当呵护流动性无意过度宽松 .....	3
<b>监管动态</b> .....	4
修订香港互认基金管理规定 .....	4
消费金融公司监管评级办法发布 .....	4
<b>金融行业</b> .....	4
国君海通合并重组进入监管审核阶段 .....	4
全国首单绿色港口收费收益权 ABS 产品挂牌 .....	5
<b>重点产业</b> .....	5
美对中国芯片产业政策发起 301 调查 .....	5
本田和日产宣布启动经营合并磋商 .....	5
<b>地方创新</b> .....	6
吉林：职务科技成果转化“链”上加速 .....	6
深圳：安居房合同满 10 年可申请完全产权 .....	6
<b>深度分析</b> .....	7
抑制通缩风险还需要做些什么 .....	7



## 宏观经济

### 数字经济核心产业企业突破 450 万家

12 月 23 日, 记者获悉, 根据全国组织机构代码数据服务中心统计数据, 截至 2024 年 11 月 30 日, 我国数字经济核心产业企业总量达到 457.41 万家, 与 2023 年底相比增长 17.99%, 呈迅猛增长态势。据介绍, 数字经济核心产业是指为产业数字化发展提供数字技术、产品、服务、基础设施和解决方案, 以及完全依赖于数字技术、数据要素的各类经济活动, 范围包括数字产品制造业、数字产品服务业、数字技术应用业和数字要素驱动业等 4 个大类。从产业分类来看, 我国数字技术应用业企业数量达 216.69 万家、数字要素驱动业企业数量达 196.25 万家、数字产品服务业企业数量为 23.63 万家、数字产品制造业企业数量为 20.82 万家, 与 2023 年底相比分别增长 17.60%、19.64%、16.70%和 8.92%。我国数字经济核心产业企业数量快速增长的趋势表明, 加快构建数字经济发展体制机制, 推动数字经济加快发展创新等举措, 已在数字经济和实体经济加速融合、推进数字产业化和产业数字化方面发挥显著作用。

### 存量专利与中小企业高效匹配

12 月 23 日, 国家知识产权局新闻发言人、战略规划司副司长梁心新介绍, 截至今年 11 月, 我国国内有效发明专利中企业占比达 73.5%, 较上年同期提高了 2.5 个百分点, 其中中小企业贡献显著。今年 2 月印发的《专利产业化促进中小企业成长计划实施方案》提出“普惠服务+重点培育”方式, 促进创新资源要素有序流动和高效配置。一方面, 持续完善知识产权公共服务体系。国家知识产权局知识产权运用促进司司长王培章介绍, 当前国家级知识产权信息公共服务网点达 474 家, 地市级综合性知识产权公共服务机构覆盖率超过 50%。另一方面, 不断盘活高校和科研机构存量专利。今年前 11 个月, 全国高校和科研机构专利转让许可 5.5 万次, 同比增长 19.1%。为促进供需两端精准对接, 王培章表示, 通过全国统一的高校和科研机构存量专利盘活系统, 将可转化资源库中的 94 万件专利, 按照产业细分领域向 45 万家企业匹配推送, 促进存量专利与中小企业高效匹配, 实现产学研各方同向发力。

### 央国企年末密集出清保险股权

12 月 23 日, 记者获悉, 至少有 3 家保险机构股权同时被地方国资或央企股东公开挂牌转让。其中包括有国任财产保险股份有限公司、永诚财产保险股份有限公司和江泰保险经纪股份有限公司。财联社记者根据公开披露转让方持股情况信息了解到, 上述三起挂牌均为“清仓”股权转让。盘古智库高级研究员余丰慧接受采访认为, 央国企近年来频现清空保险等金融机构股权或与以及年内出台“退金令”有关。据了解, 去年 11 月, 国务院国资委强调国资央企要坚守发展实体经济的责任担当, 坚持问题导向, 加大监管力度, 坚持回归本源、聚焦主业。今年 6 月, 国务院国资委要求深入贯彻落实《防范化解金融风险问责规定(试行)》提出“各中央企业原则上不得新设、收购、新参股各类金融机构”“对服务主业实业效果较小、风险外溢性较大的金融机



构原则上不予参股和增持”两项原则性要求。据不完全统计，年内至少有 17 家保险机构（包括保险公司及保险中介机构）的股权被公开挂牌转让。

## 建设交通运输统一开放市场

12 月 23 日，中共中央办公厅、国务院办公厅发布《关于加快建设统一开放的交通运输市场的意见》其中提到深化交通运输重点领域改革，具体包括深化低空空域管理改革，发展通用航空和低空经济；稳步推进交通运输领域自然垄断环节改革等。当日召开的 2025 年全国交通运输工作会议显示，2025 年交通运输部将着力推进综合交通运输体系改革、铁路体制改革、通用航空和低空经济、收费公路政策优化等重大改革。加快建设统一开放的交通运输市场，持续推动交通运输领域“高效办成一件事”。北京交通大学中国交通运输经济研究中心主任欧国立在接受《经济参考报》记者采访时表示，建设统一开放的交通运输市场是建设全国统一开放大市场的重要组成部分，对于国民经济发展特别是区域间协调发展有着重要意义。与此同时，党的二十届三中全会提出“深化综合交通运输体系改革”，这需要促进不同运输方式的相互融合、相互协调发展，而建设统一开放的交通运输市场正契合了这一要求。

## 英国经济第三季度环比增长为零

12 月 23 日，英国国家统计局公布的统计数据显示，英国经济今年第三季度的环比增速从此前预估的 0.1% 下调至零。服务业是英国经济的主要支柱。统计显示，第三季度英国服务业环比增幅从此前预估的 0.1% 下调至零。此外，工业和建筑业环比增速均略有下调。英国工党今年 7 月上台，第三季度经济增速被视为其执政首季“成绩单”，此次下调令工党政府面临压力。今年前两季度英国经济均维持环比增长。分析认为，英国经济第三季度失去增长动力与工党政府执政思路有关。英国首相和财政大臣有关增税等主张导致企业投资和居民消费趋向谨慎和乏力。此前，英国央行在 12 月份的货币政策会议上将第四季度英国经济增长预期下调至零。英国央行目前预测，今年最后 3 个月英国经济将实现零增长，采购经理人调查也描绘出一幅黯淡的图景。“下半年经济停滞不前，原因是利率上升、海外需求减弱以及对预算政策的担忧。”凯投宏观首席英国经济学家保罗·戴尔斯表示，“数据显示，今年年底经济没有太大的动力。”

## 美联储降息放缓预期继续发酵

12 月 23 日，美国国债收益率整体攀升，10 年期美债盘中逼近 4.60%，创 5 月末以来新高。截至 23 日纽市尾盘，10 年期美债收益率涨 6.43BP，报 4.5865%。2 年期美债收益率涨 3.20BP，报 4.3401%。10 年期与 2 年期美债利差接近 25BP。收益率曲线趋向陡峭。Raymond James 的高级投资策略师 Tracey Manzi 表示，随着美联储降息步调放缓，短期美债收益率应该也会追随这个趋势，收益率曲线如果变陡，主要是长债下跌所致。上周召开的美国联邦储备委员会货币政策会议宣布将联邦基金利率目标区间下调 25 个基点到 4.25% 至 4.50% 之间，并预计 2025 年降息幅度或收窄至 50 个基点。美联储主席鲍威尔在会后的新闻发布会上表示，截至目前联邦基金利率已从峰值下调一个百分点，货币政策立场已经明显减少了限制性。因此，在考虑进一步调整政策利率时，美联储可以更加谨慎。联邦公开市场委员会预计 2025 年放慢进一步调整政策利



率的步伐是合适的，与更为坚挺的通胀预期相符。

## 特朗普再次威胁“收回”巴拿马运河

12月22日，美国当选总统特朗普再次威胁“收回”巴拿马运河，同时表示乌克兰危机必须结束，并期待就此同俄罗斯总统普京举行会晤。特朗普当天在亚利桑那州首府菲尼克斯举行的一场活动上发表持续约75分钟的演讲，谈及多个议题。他再次拿巴拿马运河说事，称美国遭“敲诈”，重申美国要“收回”巴拿马运河控制权。特朗普21日在社交媒体上说，巴拿马运河是“美国重要国家资产”，威胁美国将“收回”巴拿马运河。巴拿马总统穆利诺22日就此发表声明回应说，巴拿马运河及其毗邻区域永远属于巴拿马，巴拿马的主权和独立不容谈判。在谈及短视频社交媒体平台TikTok时，特朗普表示，他倾向于允许TikTok在美国继续运营一段时间。“我们在这个平台收到了良好的反馈，浏览量有数十亿。也许我们应该让它再存在一段时间。”特朗普还表示，将把美国最高峰、位于阿拉斯加的迪纳利峰改回其以前的名字麦金利山。2015年，奥巴马政府根据阿拉斯加原住民使用的语言，将其改名为迪纳利峰。

## 货币市场

### 延长香港人民币跨境清算服务时间

12月23日，中银香港宣布，由即日起，进一步延长香港人民币清算行的跨境清算服务时间，通过香港人民币实时支付结算系统及人民币快速支付系统为人民币业务参加行提供香港时间周一至周五24小时实时跨境人民币清算服务。中银香港人民币业务执行总监杨杰文表示，随着人民币在国际市场使用持续提升，香港人民币业务辐射全球的作用更加突显。SWIFT数据显示，今年10月全球70%以上人民币支付通过香港进行清算。中银香港今年首11个月清算量达到660万亿元人民币，创新高。此次延长服务时段，将更好为海外市场交易提供即日跨境人民币清算服务。他指出，集团未来将继续履行香港人民币清算行的职责与义务，积极参与产品服务创新和试点业务落地，致力支持香港离岸人民币市场发展。香港金管局表示，该措施有助于香港人民币清算系统更好地为处于不同时区的银行及客户提供服务，使香港进一步发挥离岸人民币业务枢纽的作用，巩固香港在人民币国际化进程中的独特角色。

### 央行适当呵护流动性无意过度宽松

12月23日，央行公开市场开展1096亿元7天期逆回购操作，操作利率1.50%。由于今日7531亿元逆回购到期，当日实现净回笼6435亿元。结合市场利率来看流动性从税期以后由紧转松。从回购利率表现看，DR007加权平均利率下降至1.5713%，高于政策利率水平。上交所1天国债逆回购利率（GC001）上升至1.645%。光大银行金融市场部宏观研究员周茂华表示，DR007下行主要是因为近期央行公开市场操作力度有所加大，叠加年末银行信贷投放季节性回落，以及财政资金投放，市场流动性保持合理宽松。25日央行将开展MLF续作，此外同业存单到期7127.1亿元，略低于前一周7151.6亿元，到期压力仍然较大。结合央行的市场操作来看，业内认为近期央行





无意让资金面过度宽松，而是保持整体合理均衡。“目前央行对资金面偏向于‘呵护但无意过度宽松’，关注统计期内 MLF 续作前后央行是否启动降准操作，14 天资金未投放对应降准概率还是偏高，财政支出对资金面亦有利好，对应即使跨年对资金有扰动，但最终可能影响有限。”浙商固收覃汉团队认为。

## 监管动态

### 修订香港互认基金管理规定

12 月 22 日，记者获悉，中国证监会发布公告称，为深化内地与香港资本市场务实合作，更好满足两地投资者跨境理财需求，促进资本市场高水平制度型开放，巩固提升香港国际金融中心地位，中国证监会进一步优化内地与香港基金互认安排，修订发布《香港互认基金管理规定》（以下简称《管理规定》），自 2025 年 1 月 1 日起实施。《香港互认基金管理暂行规定》同时废止。《管理规定》主要修订内容包括：一是将香港互认基金客地销售比例限制由 50% 放宽至 80%。二是适当放松香港互认基金投资管理职能的转授权限制，允许香港互认基金投资管理职能转授予集团内海外关联机构。三是为未来更多常规类型产品纳入香港互认基金范围预留空间。据介绍，下一步，中国证监会将继续统筹开放和安全，坚持“引进来”和“走出去”并重，稳步扩大资本市场制度型开放，持续做好《管理规定》实施工作，真正把惠港措施落到实处。

### 消费金融公司监管评级办法发布

12 月 23 日，记者获悉，国家金融监督管理总局近日发布新修订的《消费金融公司监管评级办法》。这也是自今年四月《消费金融公司管理办法》正式生效以来，消金行业第二个重磅行业文件。海尔消费金融相关负责人向财联社记者透露，《办法》对消费金融公司的业务经营、风险管理、公司治理等方面提出更高的要求，促使公司加强合规性建设，确保业务符合监管规定。有西南消费金融公司人士表示，《办法》主要指向公司合规、公司稳健建设水平。从行业格局来看，头部的消费金融公司基本符合新要求，即便有调整，也属于小修小补。而中部和尾部的消金公司面临的压力比较大。《办法》对中、下游的消金公司提出了更高的要求，尤其是尾部的且业务较为单一的消金机构。海尔消费金融相关负责人指出，《办法》对消费金融公司的风险管理能力提出更高的要求，会促使公司加大风险控制投入，提高风险识别和防范能力。西南消费金融人士补充，监管很可能着重关注中尾部消金机构合规情况，决定其去留。

## 金融行业

### “国君+海通”进入监管审核阶段

12 月 23 日，国泰君安证券股份有限公司与海通证券股份有限公司同步发布公告，宣布本次合并重组申请正式获得证监会及上海证券交易所受理。这也意味着“国君+海通”正式进入监管审核阶段。国泰君安与海通证券发布的公告显示，12 月 23 日，



两家公司收到上交所出具的《关于受理国泰君安证券股份有限公司换股吸收合并海通证券股份有限公司并募集配套资金申请的通知》。“上交所依据相关规定对申请文件进行了核对，认为申请文件齐备，符合法定形式，决定予以受理并依法进行审核。”公告指出。公告进一步指出，同日，证监会就本次交易涉及的包括国泰君安与海通证券合并、海通证券解散、海富通基金管理有限公司变更主要股东及实际控制人、富国基金管理有限公司变更主要股东、海通期货股份有限公司变更控股股东及实际控制人等行政许可申请依法予以受理，并出具《中国证监会行政许可申请受理单》。

## 全国首单绿色港口收费收益权 ABS 产品挂牌

12月23日，“工商银行-金元证券-长三角海上丝绸之路第1期绿色资产支持专项计划（长三角一体化）”（简称“24智慧港”）在深圳证券交易所成功挂牌。这是全国首单绿色港口收费收益权 ABS 产品。据悉，“24智慧港”共募集资金6.22亿元，项目以盐城港大丰港区相关收入作为基础资产，通过资产证券化的方式，预期将有效盘活港口企业存量资产、创新港口企业融资渠道，对推动港口绿色金融起着标杆性示范效应。在挂牌仪式上，盐城港集团党委书记、董事长周正雄表示，作为江苏省首批“碳达峰”试点企业，盐城港将充分发挥绿色金融的牵引作用，打好绿色金融“组合拳”，释放低碳转型“新动能”，全力打造绿色、生态、智慧、平安、美丽的沿淮河生态经济带和环黄海生态经济圈“一带一圈”重要节点枢纽港，为盐城港航事业的可持续发展注入了强劲的绿色动能。同时，周正雄对为本次绿色资产支持专项计划给予重要支持的深圳证券交易所及相关金融单位表示感谢。

## 重点产业

### 美对中国芯片产业政策发起 301 调查

12月23日，美贸易代表办公室宣布针对中国芯片产业相关政策发起 301 调查。中方对此强烈不满，坚决反对。美 301 调查具有明显的单边、保护主义色彩。此前美对华 301 关税已被世贸组织裁定违反世贸规则，受到众多世贸成员的反对，中方已多次向美方提出严正交涉。美方出于对华打压及国内政治需要，对中国芯片产业相关政策发起新的 301 调查，将扰乱和扭曲全球芯片产业链供应链，也会损害美国企业和消费者的利益，是一错再错。美方通过《芯片与科学法》为本国芯片产业提供巨额补贴，美企业占据全球芯片市场近一半的份额，却指责中方所谓“非市场做法”，渲染中国产业威胁，这明显自相矛盾，完全站不住脚。美商务部不久前发布的成熟制程芯片报告显示，中国产芯片仅占美市场份额的 1.3%。中国芯片对美出口，远低于自美进口。中方敦促美方尊重事实和多边规则，立即停止错误做法。中方将密切关注调查进展，并将采取一切必要措施，坚决捍卫自身权益。

### 本田和日产宣布启动经营合并磋商

12月23日，记者获悉，本田和日产在今日讨论经营整合事宜。本田和日产声明：欲通过潜在合并实现 30 万亿日元的联合销售目标，将共同目标定为年营业利润超过 3



万亿日元，计划于 2026 年 8 月成立控股公司，预计将在 2025 年 6 月前结束谈判。本田将任命控股公司的总裁，大多数内部和外部董事将由本田任命，若经营整合能够顺利达成，预计本田和日产将于 2026 年 8 月退市。据悉，在本田和日产的经营合并磋商中，双方将探讨在彼此工厂相互生产汽车的方式，探讨由本田向在美国缺乏畅销车型的日产供应混动车的方案。目前，本田汽车市值为 372 亿美元，日产汽车为 103 亿美元，如果两者完成合并，这将会是自 2021 年，FCA 和 PSA 并成全球第四大汽车集团 Stellantis 以来，汽车行业内最大的一笔交易。并且，2023 年，日产与本田全球销量分别为 337 万辆（全球排名第七名）、398 万辆（全球排名第八名）。两家企业合并后，或将超越现代起亚和 Stellantis 集团，成为仅次于丰田和大众的全球第三大汽车集团。

## 地方创新

### 吉林：职务科技成果转化“链”上加速

12 月 23 日，吉林省科技厅等 10 部门发布《吉林省全面深化职务科技成果改革实施方案》，推动职务科技成果转化“链”上加速。吉林省科技厅副厅长刘宝芳说，方案包括全面深化职务科技成果赋权改革、转化模式改革、管理改革、市场化转化机制改革 4 个方面 12 条具体举措。解决科技成果不愿转，通过全面铺开赋予科研人员职务科技成果所有权或长期使用权改革，赋予科研单位职务科技成果转化收益分配更大自主权等举措，提高创新主体进行成果转移转化的积极性和灵活性。解决科技成果不敢转，允许科研单位正职领导依规探索开展科技成果持股改革等举措，打消在科技成果转化时的制度障碍。解决科技成果不好转，吉林省科技厅副厅长鲍成胜说，科研单位可采取企业先免费使用、后支付费用的方式，把科技成果许可给中小微企业使用。双方明确约定以“零门槛费+阶段性支付+收入提成”等方式支付许可费，利于提升企业科技成果转化的积极性。此外，方案的 12 条改革举措中，有 10 条是吉林首次实施。

### 深圳：安居房合同满 10 年可申请完全产权

12 月 23 日，深圳市住房和建设局发布《深圳市安居型商品房产管理有关事项处理办法》，明确了安居型商品房取得完全产权补缴价款计算规则、办理条件、办理流程，以及继承、结婚离婚权利人变更等内容。该办法将于 2025 年 1 月 2 日起正式实施。根据《深圳市保障性住房条例》和《深圳市安居型商品房建设和管理暂行办法》有关规定，购房人签订安居型商品房买卖合同满 10 年后，可以按照有关政策规定补缴价款申请取得完全产权。本次出台的办法则明确了安居型商品房取得完全产权的具体规则。自 2025 年 1 月 2 日起，购房人可登录深圳市住房和建设局官网，通过全流程网办的方式申请办理取得完全产权。美联物业全国研究中心总监何倩茹在接受每经记者采访时表示，此次办法出台后，安居型商品房取得完全产权补缴价款计算规则、办理条件、办理流程，以及继承、结婚离婚权利人变更等内容变得更加清晰，有利于购房者在选择商品房或保障性住房时作出最佳选择，并推动房地产市场双轨制尽快形成。



## 深度分析

### 抑制通缩风险还需要做些什么

连平（中国首席经济学家论坛理事长，  
广开首席产业研究院院长兼首席经济学家）

来源：中国首席经济学家论坛

2024 年以来，市场对中国经济是否面临更大的通缩压力展开了讨论。尽管通货紧缩在学术上并没有准确地定义，但基本共识是“长时期的、涉及面较为广泛的价格下跌”，直观的感受是价格总水平持续走低。为什么当前我国的通缩压力持续加重是本文将要展开讨论的主要内容。尤其是近期已经出台了一系列刺激政策，那么抑制通缩风险，还需要做些什么？本文拟就政策思路提出相关建议。

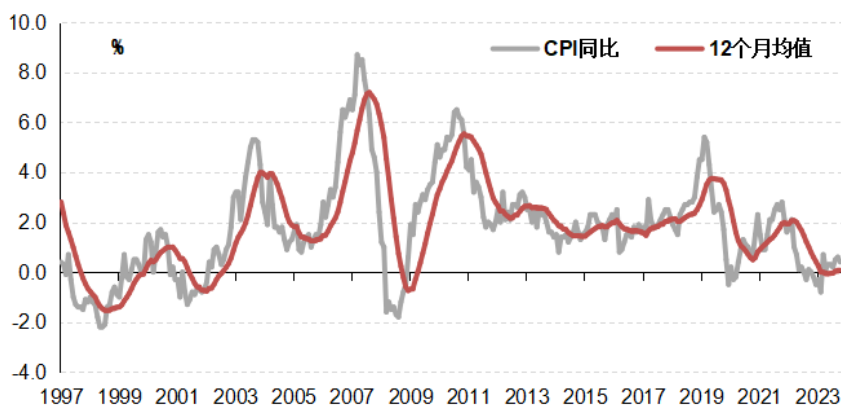
#### 一、当前国内通缩压力进一步增大

近期之所以市场对于通缩的讨论较为热烈，与国内衡量通胀的主要宏观指标持续低迷有关。截至 2024 年 9 月底，名义 CPI 同比与剔除食品及能源后的核心 CPI 同比处于 0%-1% 的低通胀区间超过 1 年以上；工业生产者出厂价格 PPI 同比则近 2 年处于负值区间，且在三季度跌幅有所扩大。截至 2024 年二季度末，GDP 通胀平减指数累计同比-0.9%，国内主要通胀指标持续总体负增长反映出商品物价水平总体处于持续下跌过程之中。

当下全球主要央行及统计部门对宏观通胀指标的评估通常采用 12 个月均值的方式，来判断通胀趋势性的发展状况。以下对国内三个主要通胀指标进行统计分析：

1、CPI 总体处于低水平。2024 年 9 月，CPI 同比+0.4%，连续 8 个月 CPI 同比为正，但最高当月涨幅并未超过 1%，过去 12 个月 CPI 同比均值为 0.1%。如此低水平的 CPI 均值水平在过去几十年中国经济发展中较为罕见，一次是出现在 2008 年国际金融危机时期，另一次则是出现在 1997-2003 年亚洲金融危机及其初期恢复阶段。

图表 1 CPI 正处于 0%-1% 历史低位

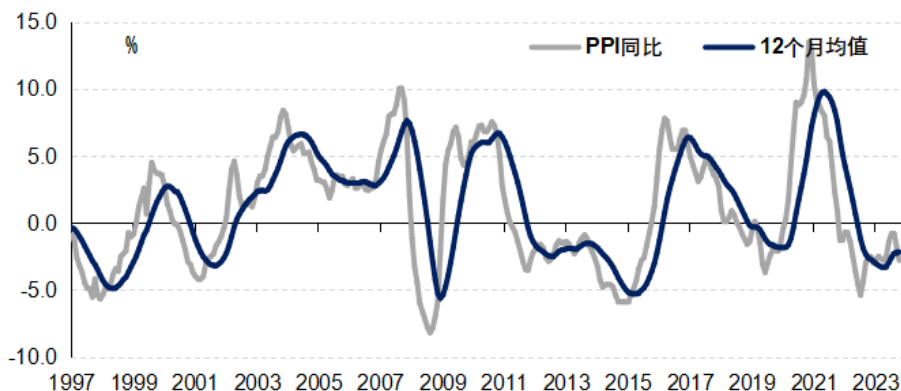


数据来源：国家统计局，广开首席产业研究院

2、PPI 整体处于负增长的区间。截至 2024 年 9 月底，过去 12 个月 PPI 同比为-2.2%，PPI 同比均值已连续 17 个月处于负值区间，且持续时长跨度很可能会进一步增加。自 1997 年以来，PPI 同比均值超过两年以上处于负值区间共有 2 次，一次是 1997-2000 年间（30 个月），另一次是 2012-2017 年期间（53 个月）。



图表 2 PPI 处于通缩区间



数据来源：国家统计局，广开首席产业研究院

3、GDP 平减指数收缩已超过 1 年。到 2024 年二季度末，GDP 平减指数累计同比已连续 5 个季度处于负值区间。自 1997 年以来，GDP 平减指数出现连续负值超过两个季度仅有两次，一次是 1998 年二季度至 1999 年四季度（7 个季度），另一次则是 2009 年二季度至四季度（3 个季度），都处在经济危机的收缩时期。

图表 3 GDP 平减指数累计同比连续负增长超过 1 年



数据来源：国家统计局，广开首席产业研究院

综上所述，从物价下行连续时间跨度和幅度来看，此轮通缩压力不可谓不小。当前我国 GDP 平减指数已连续五个季度出现负增长、PPI 已连续 5 个季度以上负增长、CPI 部分项目耐用消费品出现较大幅度负增长。例如家用器具、交通工具、通信工具等 CPI 分项已连续 1 年以上同比下跌。在 PPI 同比持续下跌的过程中，尽管国内物价传导效应并不如海外显著，但未来部分终端消费品物价仍有很大可能会受 PPI 拖累而走低。一些重要的生产资料在过去的两到三年时间里已持续下跌，例如螺纹钢、焦炭、水泥、浮法玻璃等，其累计跌幅都在 40%-60%，行业亏损面积持续扩大。总体而言，当前工业部门符合“通货紧缩、物价下跌”的基本特征，而终端消费市场并非处于完全通缩环境下，但存在“低通胀”向“通缩”发展的潜在可能性。

## 二、五重因素构成通缩压力

改革开放以来，国内经济长期保持较高的增速，除了少数外部冲击较为严重的时期，通缩的经历很少；而海外发达经济体在过去一百年时间里比较有成熟的、针对通缩的研究可供参考。经济学和世界经济史告诉人们，经济一旦陷入通缩将会产生很大的危害性。要有效地应对通缩压力，必须首先找出引发通缩的主要原因。我们认为，以下五点可能是导致中国这样的大型经济体发生通货紧缩的直接原因。

一是实际利率偏高。实际利率走高会抑制消费和投资，对经济增长和物价水平产

生负面影响。选取 10 年期国债收益率与名义 CPI 同比之差来衡量实际利率水平，截至 2024 年 9 月末，我国实际利率为 2.27%，处于过去十年以来较高水平。尽管过去几年，主管部门宣布采取积极的财政政策和稳健灵活的货币政策，引导国内利率水平走低，包括国债收益率、银行贷款利率、企业债发行利率等。然而，整体政策利率下行的幅度较为有限，过去 12 个月里，10 年期国债收益率累计下降 38bp，1 年期 LPR 累计下降 10bp，5 年期 LPR 累计下降 35bp。

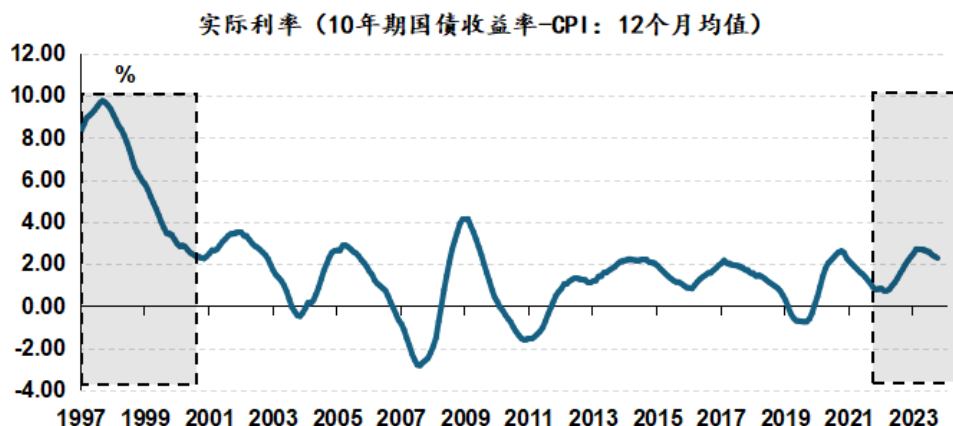
回顾我国 1997-2000 年亚洲金融危机期间，为了应对通缩，央行实施了宽松的货币政策。期间，存款基准利率便累计下调了 522bp，银行存款准备金率累计下调了 700bp。受此影响，国内实际利率从 1998 年 8%-10% 区间在较短时间内降到 2000 年底的不到 3%，实际利率大幅下调后营造了实际较为宽松和成本较低的资金环境，从而帮助国内经济走出当时的通缩环境。

由于受到国际金融危机冲击，央行在 2008 年采取宽松的货币政策，累计调降存款利率 189bp，并于 2008 年下半年累计下调银行存款准备金率 200bp，实际利率则快速走低并持续处于负值区间。然而，2009 年央行并未对存款利率和准备金率做进一步调降的动作，实际利率从 2009 年初-1.5% 左右水平快速升至正值水平并于 2009 年底升破 4% 的水平，快速上升的实际利率导致国内物价水平阶段性走低，GDP 平减指数累计同比在 2009 年二季度到四季度持续处于负值区间，推动形成了阶段性通缩的局面。

2020 年疫情爆发初期，为了应对供需两端急剧收缩的问题，央行在 2020 年上半年先后两次调降贷款市场报价利率 LPR(1 年期累计下调 30bp, 5 年期累计下调 15bp)，一次性大幅下调存款准备金率 50 个基点，财政部则首度宣布发行抗疫特别国债 1 万亿元。在积极的财政政策和宽松的货币政策推动下，国内实际利率从 2019 年底的 0.25% 左右的水平，快速降至 2020 年三季度中旬的-0.75%，帮助 CPI 和 PPI 在较短时间内先后触底回升，全年 GDP 平减指数同比增长 0.53%，避免出现持续通缩局面。

当前，国内实际利率水平处于过去十年间的相对高位，从 2023 年一季度开始经历了一年左右的上升阶段。实际利率走高增加了居民消费支出和企业投资扩张的成本，居民及企业部门信贷增速明显放缓，抑制了国内需求释放。

图表 4 国内实际利率水平处于相对高位



数据来源：国家统计局，中国人民银行，广开首席产业研究院

二是政府投资性支出减少。当经济体面临通缩风险上升或者处于通缩状态，政府往往会增加财政支出以支持总需求扩张，推动物价上涨。

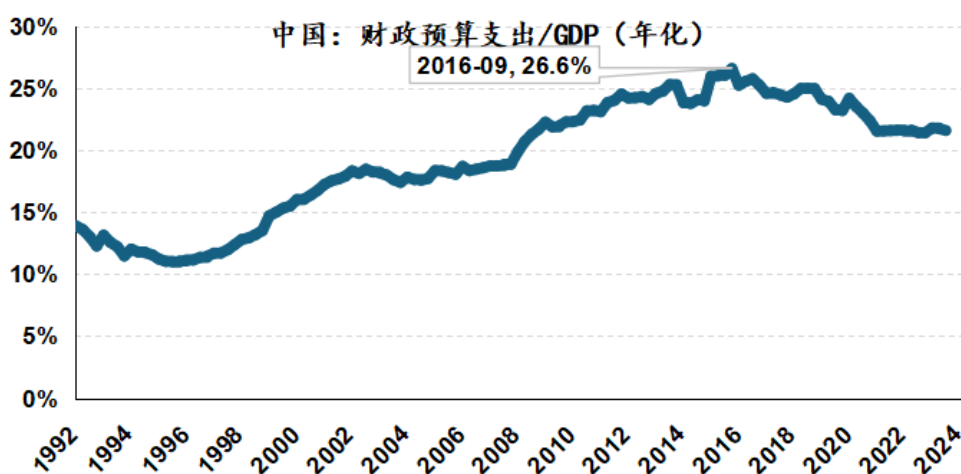
我国政府为了应对 2008 年“百年一遇”的国际金融危机，实施了十分积极的财政政策。2007-2010 年间，我国财政支出平均年化增速保持在 20% 以上，我国年化财政预算支出/GDP 的比值从 2007 年初 18.3% 升至 2010 年底 22.3%。其中，投资性财政支出



明显增长，交通运输、农林水事务、资源勘探等支出年均增速在 40%-78% 不等，财政持续发力及时弥补了社会总需求短缺的问题，为刺激需求和提振物价水平起到了有力的积极作用。

当下国内财政支出能力的持续减弱。截至 2024 年二季度末，我国年化财政预算支出/GDP 的比值为 21.6%，为过去十四年来的偏低水平。尽管实施积极财政政策多年，但财政施策主要聚焦于“民生支出、社会保障及科研投入”，传统投资性支出则明显放缓。在过去两年半时间里，交通运输、农林水事务财政支出年均分别为 3.5% 和 4.4%，均处于历史偏低水平。与此同时，受制于土地出让收入持续下降，地方政府性基金收入增速放缓而导致地方政府性基金支出增速持续下降。截至 2024 年 8 月末，全国政府性基金支出累计同比下降 21.1%；其中，国有土地出让收入累计同比下降 25.4%，均已连续三年半大幅下挫。目前部分地方政府仍处于债务化解的困难阶段，实际扩大新增投资的财力有限，地方财政支持下降对各地物价产生了不同程度的拖累。

图表 5 中国财政预算支出能力在 2016 年下半年见顶后逐级回落



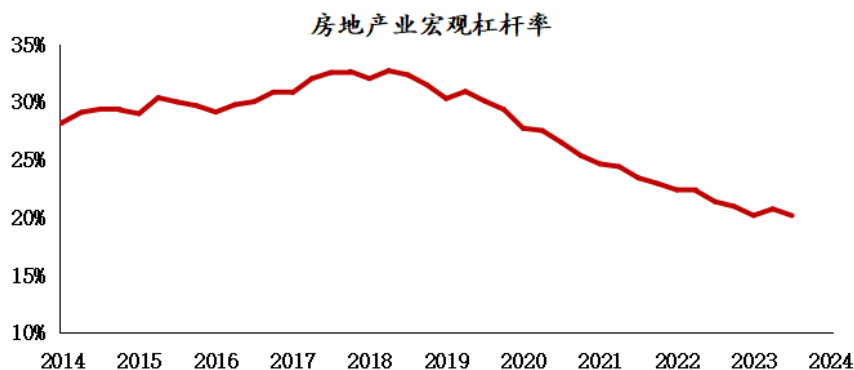
数据来源：国家统计局，财政部，广开首席产业研究院

三是重要行业资产负债表衰退。根据欧文·费雪“债务——通货紧缩”理论，在行业衰退过程中，债务和通货紧缩是两个最重要的变量。在经历了长期发展后，我国一些重要的支柱行业处于“过度负债”状态，进而受到外部（监管部门要求）或内部（投资回报下降或亏损）的双重影响进入债务偿清阶段，而企业在债务偿清时期往往会采取资产“贱卖”的方式寻求生存。

当前国内部分传统支柱行业正处于深度调整阶段，对商品通胀产生负面冲击。其中，房地产、传统基建和传统汽车产业调整压力最大。传统产业链所涉及的商品存在库存偏高、资产周转偏慢、营收账款回收期较长等问题，与之相关的工业品物价承压。截至 2024 年二季度末，房地产业宏观杠杆率降至 20.2%，两年间累计下降 2.7 个百分点，距离 2018 年三季度末的历史高点下挫 12.4 个百分点。房地产业宏观杠杆率不仅降至历史最低水平，并且在可预计的一段时间内仍有进一步降杠杆的可能性。



图表 6 房地产业宏观杠杆率持续走低

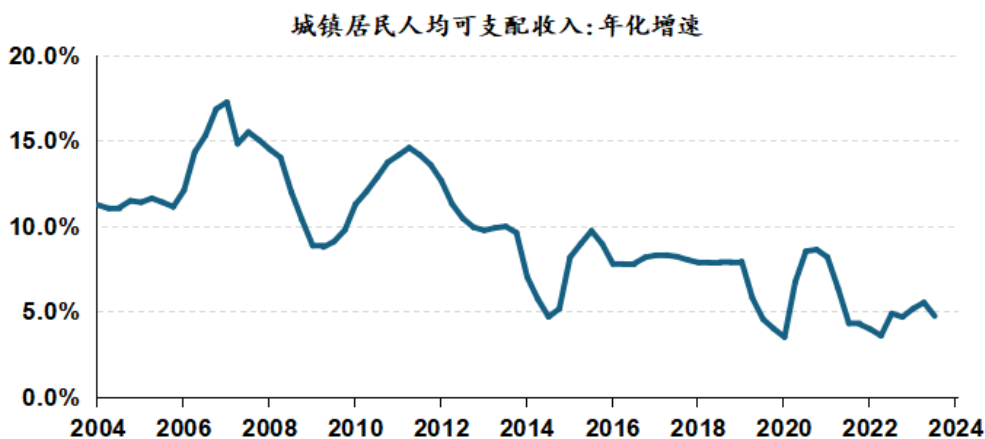


数据来源：中国人民银行，国家统计局，Wind，广开首席产业研究院

在中微观层面，为了尽快回收销售回款改善企业现金流，企业往往不得不采取更为积极的“降价促销”的方式推动传统工业品库存去化。近日，国内汽车行业持续“价格战”，引发了汽车经销商普遍面临资金链紧绷甚至关停风险陡增的问题。近期国内各地为了刺激消费盘活经济，推出了各式各样的“以旧换新”减价优惠政策，也带来了一定程度的物价抑制效应。

四是居民收入增速放缓。根据传统经济学理论，一般的工资性收入的放缓会引起收入者对价格总水平下降持欢迎态度。经验证明，一旦劳动者收入增速放缓成为趋势性现象会对销售企业营收带来负面影响，并逐步形成企业对员工涨薪产生厌恶态度；而员工对薪资增长预期的弱化或者持悲观情绪则会推迟购买行为，以等待将来更低的商品价格出现。久而久之，这种行为的反复会推动物价循环走低。截至 2024 年二季度末，国内城镇居民人均可支配收入（年化）增速为 4.7%，过去两年多时间该指标大部分时间低于 5%，处于过去二十年来的低位。国内居民收入增速放缓对物价持续形成向下压力。

图表 7 城镇居民人均可支配收入增速低于 5%



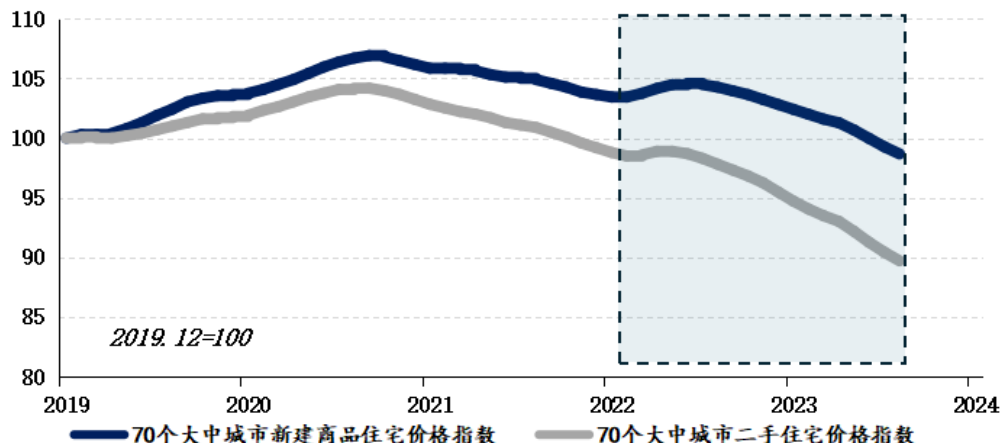
数据来源：国家统计局，广开首席产业研究院

五是重要资产价格缩水。大类资产价格的缩水意味着劳动者财产性收入减少。有别于工资性收入对日常消费支出的影响，财产性收入下降将导致私人部门对各类金融风险资产产生“厌恶”情绪，并减少大额支出，包括奢侈品、高价商品以及住房购置。回顾过去两年多时间里，国内股票、房地产、理财产品等资产价格普遍持续下跌，全国 70 个大中城市二手房价格指数累计下跌 10%，部分地区存量房产价值缩水 30%-50% 以上；上证综指从 3200 点跌至 2700 点以下；人民币汇率震荡弱勢波动为主，美元兑



人民币大部分时间在 7-7.35 弱势区间运行；银行及金融机构理财产品收益率普遍降至 2%-3% 低回报区间，居民部门财富效应整体明显减弱。鉴于对主要资产投资收益预期的减弱，居民部门提前还贷行为明显增加，整体居民消费支出增速放缓，传统高价汽车、白酒等商品需求显著减弱，并拖累消费者物价水平走低。

图表 8 过去几年（2019-2024）国内二手房价格指数累计回落幅度超过 10%



数据来源：国家统计局，广开首席产业研究院

综上所述，从政府部门、企业部门、金融部门以及居民部门等各个角度分析，可以看出当前通缩压力较大且还在进一步增加，有其系统性和深层次的原因。这一系列因素并非一夜之间形成，而是长期积累而成。找准了问题所在，就便于对症下药和量症用药，有效调理和减轻通缩压力。

### 三、系统性应对通缩压力的建议

历史经验表明，与温和的通货膨胀相比，通货紧缩会给经济体带来更多危险的潜在风险，诸如流动性陷阱、企业资产负债表严重衰退、系统性金融风险等问题，危害极大，必须给予高度重视，并从我国实际出发实施中长期、系统性、针对性的应对策略。尽管九月下旬以来推出了一揽子经济刺激举措，未来一个时期仍需持续推进扩张性的政策举措，其主要目标任务是扩大总需求，降低融资成本，化解债务风险，提高财产性收入，改善经济预期。

第一，增加政府投资性支出，持续扩大总需求。治理通缩首推的主动性政策是增加财政支出，扩大政府有效投资。当前地方政府债券偿债占发行比例逐年上升，从 2018 年的 20% 升至 2024 年 8 月底的 46%，地方政府扩大投资性支出的资金规模较为有限。建议中央财政实施更为积极的政策，继续适当地加杠杆，赤字率可以达到 4% 左右，保持财政投资性支出的持续性，增加大城市公共基础设施建设和保障性住房建设。扩大超长期特别国债发行规模，在五年内每年发行 2 万亿以上；每年实现地方债净融资额占 GDP 比例到 5% 以上。通过较大增量的财政资金的注入，直接增加企业部门和居民部门的收入，引导国企和民企增加投资，提升个人消费能力。单方面增加财政消费性支出和转移支付难以持续形成有效税收收入，建议增加财政投资性项目的支出。

第二，持续实施适度宽松的货币政策，保持流动性合理充裕，有效降低实际利率水平。尽管九月下旬以来央行推出了降准降息等宽松的货币政策举措，但从应对通缩压力的需求来看，未来一个时期仍需要通过有力度的宽松货币政策，进一步降低存款准备金率，释放大量流动性，继续下调利率水平。美联储开启降息过程为我国实施适度宽松的货币政策提供了良好的外部环境。尽管当前国内存款基准利率长期处于 1.5% 的低位，七天期逆回购利率为 1.5%，但长期（5 年期 LPR）贷款利率仍在 3.85% 偏高水平，有必要在未来通过一定幅度的利率调降，明显下降实际利率水平，降低企业融



资成本。建议将货币政策基调调整为适度宽松，以更好地引导市场积极预期和提振信心。

第三，促进城镇化发展，通过财政补贴农民落户来扩张其消费需求。建议增加中央财政向地方财政转移支付力度。提升中央财政在民生领域向地方的转移支付能力，建立更为坚实的农业人口转为城市居民后的社会保障体系，包括增加医保、养老、就业、住房、子女教育等领域的补贴力度。目前我国尚有农村人口 4.77 亿，流动人口超过 3.8 亿，农村居民转市民将大幅提升其消费层级，带动城镇基础设施建设和保障房建设投资需求的增长。农民转市民人口安居乐业后，工资水平和收入增长势必有利于消费需求持续增长。参考国际货币基金组织（IMF）以购买力平价算对未来 2030 年中国 GDP 的测算，预计平均每年农民转市民将拉动 GDP 增速约 1 个百分点。由于城市整体消费品物价绝对水平高于农村，农民转为市民过程推进后将有助于抑制物价总体水平持续走低。

第四，投入财政和金融资源，支持资产负债表衰退部门积极地化债。当前和未来一个时期，重要任务是减少传统部门衰退引发的局部资产负债表收缩带来的通缩影响。因为如果无法及时采取有效措施处理好债务，则可能导致这部分行业中的企业采取更为激进的降价促销和大幅折价出售存量资产等行为。建议对主营明确和经营稳定的企业予以更多金融支持，扩大经营性再贷款计划，保持企业流动性平稳运行，减少此类企业可能存在进一步大幅降价等不利于维持物价稳定的行为。

长期以来，我国经济发展的支柱产业包括房地产、建筑业、传统汽车制造等，与之直接相关的初级资源品、建筑建材类、化工类等商品价格可能面临长期承压的状态，诱发市场对这些商品形成长期降价预期。本轮经济周期性调整，房地产业为重灾区。建议设立全国性房地产稳定基金，以改善市场预期，缓解房地产市场风险；首期到位资金规模可达万亿，对全国大型和地方重点房企总部进行债务特别处理计划，以增强市场信心。以中央财政出资部分作为基金初始资本金，其余资金可由政策性银行、大型商业银行、股份制商业银行、保险公司、资产管理公司、民间资本等投资参股。

第五，积极推进土地制度改革，释放宅基地交易带来的财富增值潜力。以土地制度改革为突破口，加快步伐推进宅基地市场化流转，使之由只有使用价值转变为既有使用价值还拥有资产增值空间，成为持有人的资产。经测算，预计每年农民转市民的人口规模大约在 1200 万-1800 万，平均每户约可增加财产性收入为 10 万元-15 万元。此举使拥有宅基地的农民的财产性收入通过交易之后陡然增加，缩小城乡居民收入差距，提升相当部分农民的消费能力和消费意愿，提振消费需求。

第六，长期实施优惠政策，降低私人部门税负压力。建议减税降费侧重于降低基础税率和减少胡乱罚款行为。针对个人的鼓励消费政策选择可适当减少短期优惠券行为，建议增加长期性的优惠政策，例如降低个人所得税率。对私人企业而言，除了延续普惠性减税降费政策外，适当减少各地不必要的监管压力，为市场主体“减负”。由于目前部分地方政府因财政资金不足而通过一些不当手段敛财，侵害了部分企业自主经营权益，打击了企业家的生产投资积极性。正确的理念仍是帮助企业纾困，尽快偿还所欠企业的各类款项，尽量减轻企业的税赋，尽可能延长已经实施的税收优惠政策。

第七，大力支持资本市场发展，增加居民财产性收入。完善资本市场制度建设，增加国家主权投资基金对核心资产持股比例，建议每年增持 1-1.5 万亿元股票、债券等核心证券资产，推动证券市场繁荣发展，提振社会各类主体的信心。结合国内资本市场整体信心疲弱、估值偏低等现实状况，无论是短期还是长期来看，加大政策力度支持资本市场平稳健康发展势在必行。近期一系列支持资本市场的政策举措针对性地推出，明显改变了股市运行的轨迹。建议从实际出发推进改革创新，加大完善资本市场





投资者结构，大力培育银行系券商机构，促进银行业各类资源进一步流入证券业和股票市场；从供给侧长期支持资本市场发展壮大，持续增加投资者的财产性收入，提振消费能力和意愿。

第八，构建经济预期管理机制，积极改善市场预期。建议增强宏观政策取向一致性，使各类积极的宏观政策、非经济性政策同向发力、形成合力；并在政策出台后精准宣传解读、科学合理地做好舆论引导，营造稳定透明可预期的政策环境，帮助经济主体形成积极的预期。建议健全和完善微观主体预期的调查统计和监测体系，为政策制定提供科学依据，为市场预期提供客观基础。建立重大政策信息发布协调机制，提高政策透明度。建立健全常态化信息沟通协调机制，搭建政府与市场主体之间的沟通平台，建立市场主体的信息反馈机制，鼓励市场主体及时反馈自身诉求，形成双向沟通的良性循环。建立经济预期管理的政策体系和机制，兼顾短期目标和中长期目标、内部目标和外部目标，引入直接影响微观主体预期的政策工具，优化宏观政策的预期传导机制，畅通政策传导渠道，提高预期管理效果。通过系统性和针对性的举措，打破经济下行与价格下降（通缩预期）的负循环，化解总需求和物价的非理性预期。

# 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。