



上海金融与发展实验室
SHANGHAI INSTITUTE FOR FINANCE & DEVELOPMENT

内部资料 注意保存

金融与发展评论

2022 年第 4 期 / 总第 10 期

2022 年 8 月 20 日

目 录

会议速递

天府立言&中国资管人论坛沙龙“养老金融创新与发展”成功举办..... 1

专家视角

后 2020：滞胀时代来临（殷剑峰）	5
扁平的 U—2022Q2 中国宏观金融（殷剑峰 张旻）	12
完善银行永续债市场，拓宽中小银行资本补充路径（曾刚 吴语香）	21
规范信用卡业务经营，促进行业良性发展（曾刚 陈晓）	25
国企外部董事须“四码”履职（叶斌）	28
中国和美日香港的房地产公司的资产负债率和降杠杆（周琼）	30
科技金融驱动我国制造业竞争力提升的路径研究（邓宇）	39
鲍威尔还欠多少 BP？——“泰勒规则”视角（邵宇 陈达飞 赵宇）	51
准确把握 ESG 理念 开展可持续 ESG 投资（刘晓曙 吴洋）	58
流动性分析手册：一文读懂信贷收支表（李奇霖 孙永乐）	62
A 股大部分行业处于适配区间（董忠云 王茹丹）	91

天府立言&中国资管人论坛沙龙“养老金融创新与发展”成功举办

7月9日，成渝地区双城经济圈第二期“金融与发展沙龙”成功举办。本次沙龙聚焦“养老金融创新与发展”，由天府新区立言金融与发展研究院和成都金融业联合会（现代金融产业生态圈联盟）等联合主办，上海金融与发展实验室和中国资产管理人论坛协办。沙龙由上海金融与发展实验室主任、天府新区立言金融与发展研究院理事长曾刚教授主持。线上线下与会的嘉宾有：成都市地方金融监督管理局副局长程桦，中共成都市温江区委常委、区人民政府常务副区长刘拥军，国家金融与发展实验室理事长李扬，西南财经大学信托与理财研究所所长翟立宏，广银理财副总经理张瑞，华金证券首席财富官、财富管理总部总经理刘明军，济安金信企业集群轮值董事长韦洪波，华贵人寿首席专家巢洋，方正富邦基金副总经理王启道，零壹财经创始人柏亮，中国养老金融50人论坛、国康康养产业中心首席经济学家陈阳等。

与会专家们指出，养老金融供给关乎老百姓“养老钱”的保值增值，对养老生活品质起着决定性作用，应进一步鼓励金融机构创新开发符合老年人特点的养老金融产品，研究完善金融等配套政策支持，为老年群体提供适应其需要的、丰富的金融产品池。同时，专家还认为，中国养老金融市场将会是一个百万亿级别的超级蓝海市场，未来随着市场不断壮大，理财公司、保险资管、公募基金、券商资管等机构都会加入养老金投资管理的竞争当中。

第三支柱有助于完善个人财富结构

当前，我国养老保险体系由“三大支柱”构成。第一支柱是作为主体的基本养老保险，第二支柱是企业年金和职业年金；第三支柱则是个人养老金和其他个人商业养老金融业务。其中，第三支柱起步晚、发展慢，乃养老保险体系中的“短板”。

今年4月21日，国务院办公厅发布《关于推动个人养老金发展的意见》，明确参加人可自主选择使用个人养老金资金账户资金购买符合规定的银行理财、储蓄存款、商业养老保险、公募基金等金融产品。

沙龙活动现场，国家金融与发展实验室理事长李扬从经济学的角度对养老金融发展问题作出分析。李扬表示，随着我国人口结构的变化，养老将会成为关乎民生的大问题，通过构建第三支柱养老保险制度，将是破解养老难题的一个方向。

“启动第三支柱改革的意义非常广泛，如果用一句话来概括，那就是它能够完善我们个人的财富结构。”李扬指出，个人财富主要包括不动产、耐用消费品、金融产品及养老金四个部分，而目前中国个人财产大部分为不动产。发展第三支柱，提高养老金在个人财富中的占比，形成合理的个人财富结构，不但应现代化要求，也是应对市场变动的一项制度创新。同时，他表示，从养老基金总资产在股市中的比例看，与全球平均水平仍有较大差距，发展第三支柱，提高养老金入市规模，也有助于完善我国资本市

场。不过，李扬也指出，第三支柱养老保险作为区别于基本养老金和企业年金、职业年金的养老保障体系，仍处于发展度不高的阶段，需要政府及业界各方一起努力，不断扩大第三支柱养老保险制度覆盖范围，不断丰富养老金融产品，推动养老金融创新发展。在探讨未来发展路径时，李扬认为，作为第三支柱的养老金，属于个人积累，是长期资金，理论上可以对应股权性投资，创新投资和风险投资，“大家都知道，风险投资如果组合得当，从长期和总体来看，是有收益的。事实上，发达经济体风险投资很发达，主要资金来源就是养老金。”而在创新方面，他提出，鉴于第三支柱的重要性，是否可以考虑将来自于国家和企业的资金注入第三支柱，以迅速扩大其规模？“如果这样，可能雇员和企业之间的关系就会发生变化，各种各样的产权关系就会比较复杂，但如果对社会有利，对社会稳定有利，对社会的长期发展有利，就值得去探讨。”李扬如是表示。

养老金融将是超级蓝海市场

在本次活动上，多位嘉宾还围绕“养老信托的主要模式与发展方向”“公募基金助力养老金体系建设”“养老金融如何面对未老已老”等主题，分享了对各领域养老金融实践的观察和思考。西南财经大学信托与理财研究所所长瞿立宏表示，目前养老信托在国内实践仍较少，仍处于起步阶段，应该依托信托制度财产独立、风险隔离、弹性设计、长期规划的优势，加强专业化整合、产品设计、业务合作等重点能力建设，探索多元养老服务信托模式，为养老信托全面发力蓄能。**“服务型的信托优势与养老金融需求的结合点非常多，更具拓展空间。”**在瞿立宏看来，未来服务型养老信托大有可为。他指出，服务型信托以提供服务为主要目的，填补了目前市面上养老金融产品仍以资金管理为主的空白。在服务属性缺位的先行市场中，信托公司应主动创新，积极探索养老服务信托发展模式。具体来看，养老消费信托、以房养老信托、养老保险型信托、养老主题家族信托、个人配置型养老信托、养老慈善信托、涉众资金服务信托、养老地产信托基金等都是可以探索的方向。**“中国养老金融市场将会是一个从十万亿级别到百万亿级别的超级蓝海市场。”**谈及第三支柱个人养老金体系建设，广银理财副总经理张瑞预计，到 2050 年，中国家庭资产中的金融资产占比将提升至 50%左右，养老金融市场将形成“政府与市场共同主导、集中度中等、产品多样”的格局。他认为，随着中国养老金市场的不断壮大，理财公司、保险资管、公募基金、券商资管等机构都会加入到养老金投资管理的竞争当中。拥有账户服务及投资顾问能力的银行机构及长期投资管理能力突出的资产管理机构可能形成竞争优势。同时，针对目前第三支柱仍存在的一些问题，张瑞提出了几点建议，将理财公司纳入第一支柱社保基金和基本养老金委托管理人范围、增加第二支柱企业年金和职业年金参与主体、将净值型理财产品纳入企业年金的投资范围、加快推动第三支柱税延个人养老政策落地等。从政策进程看，基金业已迎来新发展机遇。6 月 24 日，证监会发布《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定（征求意见稿）》，提出在个人养老金制度试行阶段，拟优先纳入最近 4 个季度末规模不低于 5000 万元的养老目标基金。“现在符合养老目标基金的产品只有 84 只，标的数量其实还是比较少的。”方正富邦基金副总经理王启道介绍，养老目标基金历经 4 年多，每年近乎翻倍式增长，今年一季度末规模达到 1129 亿元，但仅占公募基金总规模的 0.4%，未来发展空间还很大。风格稳定、策略清晰、长期业绩良好的“固收+”基金产品较为符合未来养老产品特点。华金证券首席财富

官、财富管理总部总经理刘明军也认为，养老投资应着眼于长期趋势。在他看来，**养老金融做大规模很重要的一个条件，就是要搭建一个完整的生态，以共赢的方式进行。**其次，在产品的设计时，定位也要非常清晰，并建议从战略高度给予一定的补贴激励。**“年轻时代创造的价值如何储存和增值，变成未来养老的资源，值得研究。”**在零壹财经创始人柏亮看来，数字经济时代，人们有了更长的生命周期去创造价值，未来利用时间银行、元宇宙、Web3.0等这类模式，或可使人们创造的价值持续产生价值，构建新的养老模型。此外，在本次沙龙上，济安金信企业集群轮值董事长韦洪波展示了中国企业年金指数的编制原则和编制方法。他介绍，济安金信-腾讯财经中国企业年金指数是国内唯一按养老金资产配置要求构建的业绩基准指数。基于不同的收益与风险偏好，中国企业年金指数分为保守、防御、平衡、积极、激进和风险六个分指数。自2011年5月11日运行11周年来，年化收益介于5.19%~7.04%之间，可作为养老金投资的业绩基准。

成都加大支持养老金融力度

成都作为西部金融中心建设的核心城市，如何通过构建现代化养老金融体系，满足老年群体多层次需求，推动成渝地区双城经济圈品质新提升，成为了本次沙龙关注的焦点。2021年9月，银保监会“四地四机构”正式启动养老理财产品试点，成都市被纳入首批试点区域。今年7月6日，成都市又正式被确定为四川省个人养老金先行城市，将适时启动实施个人养老金先行工作，推进该省多层次、多支柱养老保险体系建设，促进养老保险制度高质量发展可持续发展。“《成渝共建西部金融中心规划》提出，要探索特色金融服务，鼓励金融机构为养老、托育、家政行业发展提供银行保险服务，养老金融已成为成渝共建西部金融中心的重要发力点。”成都市地方金融监督管理局副局长程桦介绍，**成都市高度重视养老事宜，面对激增的老年人金融服务需求，加大了对养老金融的支持力度，取得了积极成效。**例如，中国银行联手中国联通、“锦欣康养”在成都落地了全国首个数字人民币智慧养老场景，成都农商银行营业部成为西南首家通过适老服务认证的银行网点，泰康保险、太平洋保险、中国人寿等一批头部险资也纷纷在成都打造养老社区。中共成都温江区委常委、区人民政府常务副区长刘拥军重点介绍了成都市温江区的发展优势，**中国人寿、泰康人寿等五大保险公司高端康养项目齐聚温江**，医药健康产业主营业务收入年年保持20%以上的增长，组建了总规模超过150亿元的生物医药健康产业基金群，金融生态环境评价连续三年排名全省第一。**“养老与金融的跨界融合势在必行，‘保险+健康+养老’模式已成为寿险公司第二增长曲线。”**华贵人寿首席专家巢洋表示，我国养老服务大体可分为三层级体系，国内主要参与主体为险资、地产商、运营商。而险资布局养老产业的模式主要有CCRC养老社区、医疗机构、城心养老、旅居养老、普惠型养老等。巢洋举例称，位于成都市温江区国色天香片区的国寿万科温江健康养老养生项目，就是提供涵盖居住、康养、专业照护等一站式多元化养老服务，计划于2022年开业，**这也是四川省政府“险资入川”重点签约项目和成都市政府“重点建设工程”。**“我们注意到，包括成渝、上海等地已提出加快创新策源地建设，这在老龄化时代为养老金融及其产业的发展创造了非常好的地域性的、综合性的条件。”中国养老金融50人论坛国康康养产业中心首席经济学家陈阳在分析养老金融产业新基础设施建设与可持

续发展时认为，只有持续高质量的科技创新，才能成为养老金融产业发展重要的基础，以及能够实现整个系统可持续运营。他表示，全球范围内的养老金融产业的良性循环，就是通过技术进步迭代，实现了公共利益、机构利益、个体利益与国家利益的整体一致性。

后 2020：滞胀时代来临

殷剑峰

上海金融与发展实验室 理事长 浙商银行 首席经济学家

近期的全球通胀恐怕不是一个短期现象，因为前 2020 时代有助于降低通货膨胀、提高经济增长率的几个基本因素都发生了根本性的逆转。这些因素主要包括三个：第一，较高的资本回报率及其决定的较高的实际利率；第二，稳定的全球供应链；第三，美元实际价值的稳定。在一个即将来临、并且可能持续时间很长的滞胀时代，需要重新思考资产配置的逻辑。

一、名义利率的康波

全球利率的标杆、美国的十年期国债收益率为我们展示了一个长达 80 年的康德拉季耶夫周期、即康波。从第二次世界大战爆发的 1941 年开始直至 1981 年，名义利率上行了 40 年；1981 年后名义利率又下行了 40 年，至 2020 年美国十年期国债收益率已经接近零。

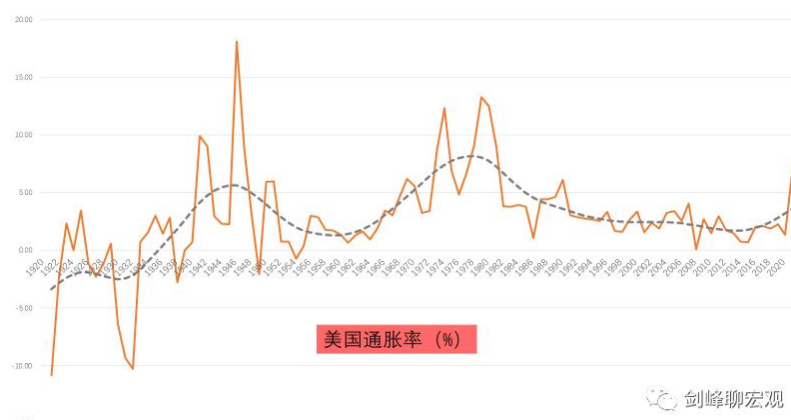


名义利率取决于实际利率和预期的通货膨胀率，即：

名义利率=实际利率+预期的通货膨胀率

在名义利率接近零的情况下，除非采取日本和欧洲那样的负利率政策，否则，已经没有调整空间。因此，再往后就是看实际利率和通胀之间的演绎了。如果经济中的实际利率是向下的趋势，那么，唯一能做的事情就是将通胀搞上去。

上图中美国城市 CPI 指数已经揭示了二战后的通胀趋势，根据这个指数我们计算了过往百年的通胀率（图 2）。从滤波后的通胀率看，过去 100 年来存在两波明显的通胀，一波是二战期间，顶点在二战结束的 1945 年；一波是上世纪 60 年代后，顶点发生在上世纪 70 年代末的两次石油危机。1989 年，随着前苏联解体，以中国为代表的新兴工业化国家崛起，通胀率开始下降。在本世纪的前 20 年中，通胀率基本保持在 2% 以下的水平，甚至时常接近于零。所以，通货不膨胀、甚至是通货紧缩是那时的常态。



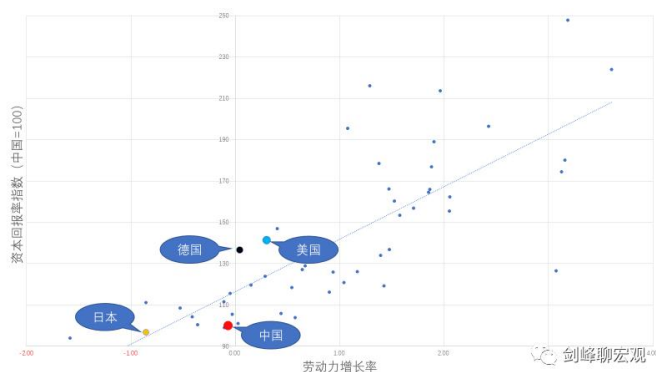
2022 年，以美国和欧洲为中心，全球发生了自上世纪 70 年代末两次石油危机以来最为严峻的通货膨胀。在这种情势下，美联储已经多次加息，欧央行也从此前的偏鸽派转向了偏鹰派。现在的问题是，在经历了几十年的通货不膨胀、甚至时不时就发生的通货紧缩之后，全球会不会进入到一个通胀和名义利率上升时代？

二、实际利率的下行趋势

经济中的长期均衡实际利率取决于资本回报率。如果资本回报率不断下降，实际利率也一定是下降趋势。观察 1960 年以来包括 73 个经济体的全球资本回报率指数，自 2008 年全球金融危机之后即一路下降。



在投资率一定的情况下，资本回报率取决于技术和劳动力（劳动年龄人口）的增长率。技术进步的速度越快，则单位资本的产出越高；在就业率一定的情况下，劳动力的增长率越快，单位资本的产出也越高。



过去 20 多年全球资本回报率下降的趋势首先同人口/劳动力增长快速下滑有关。根据联合国 2019 年世界人口展望报告的预测，在未来 50 年时间里，全球将有 55 个国家进入人口负增长阶段。在主要经济体中，除了美国和印度，包括中国、日本、韩国、欧洲诸国，都将发生人口负增长。上图比较了全球 51 个国家的劳动力增长率和资本回报率，两个指标间存在显著的负相关关系。中国和日本都处于图中的左下角，即劳动力增长率最慢和资本回报率最低的区域。与中国相比，美国有着更高的劳动力增长率和资本回报率。

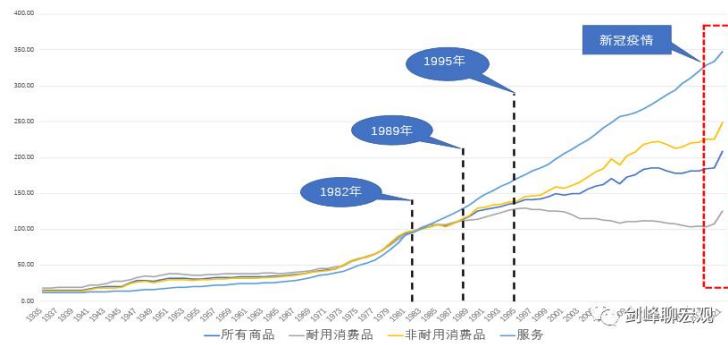
所以，不要轻言美国衰退。在其他因素一定的情况下，未来全球的竞争就是人口的竞争。人口增长快、人口结构年轻的国家将会有着更高的资本回报率和潜在 GDP 增长率。

过去 20 多年全球资本回报率下降的趋势还同技术进步有关。对于过去 40 年发生的信息技术革命，早在 1984 年，美国经济学家 Robert Solow 就提出过一个疑问：计算机革命无处不在，除了生产率。2014 年，美国经济学家 Robert Gorton 也以质疑到，第一次工业革命人类从依靠畜力转向了蒸汽机，第二次工业革命有了石油为动力的汽车和飞机，但是，再往后，从波音 737 到波音 787，人类旅行的速度就没有发生根本性的变化。

所以，Gorton 提了一个问题：给你两个选择，一个是生活在工业革命时代，一个是生活在只有网络和计算机，但是没有汽车、飞机、空调、抽水马桶的时代，你会选择哪一个？恐怕，除了那些“元宇宙”迷们，没有人会做出后一个选择。

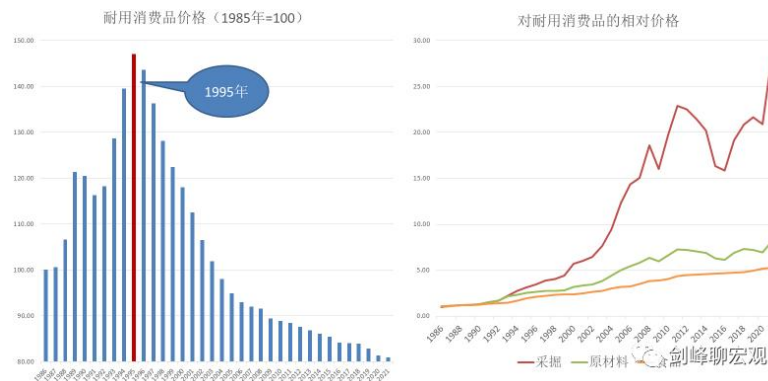
三、相对价格效应

在名义利率已经接近零，实际利率不断下降的情况下，经济恢复均衡的唯一办法就是要求通胀不断上升。事实上，在前 2020 时代，就一直存在一个没有引起注意的现象：相对价格效应。



相对价格效应表现为几乎所有其他商品和服务相对于制造业产品的相对价格上涨。以美国为例，从1935年到1982年，所有商品、商品中的耐用消费品和非耐用消费品、服务等四项价格指数都保持着完全一致的趋势。1982年，随着美国新自由主义改革，服务价格脱离其他价格，开始迅速上涨。1989年，前苏联解体，非耐用消费品和所有商品的价格脱离耐用消费品价格。1994年人民币汇率并轨，中国进入到出口导向带动的工业化模式，第二年耐用消费品价格开始下跌。1995年，所有商品、非耐用消费品和服务相对于耐用消费品的价格分别为1.06、1.08和1.32，到2020年，三个相对价格分别上升到1.73、2.09和3.1。

中国的相对价格效应：PPI



需要说明的是，这种相对价格效应发生在包括中国在内的所有主要经济体。即使是长期陷入通货紧缩的日本也不例外。只不过日本是以耐用消费品价格比其他商品和服务价格更快的下跌，来实现这种相对价格效应。

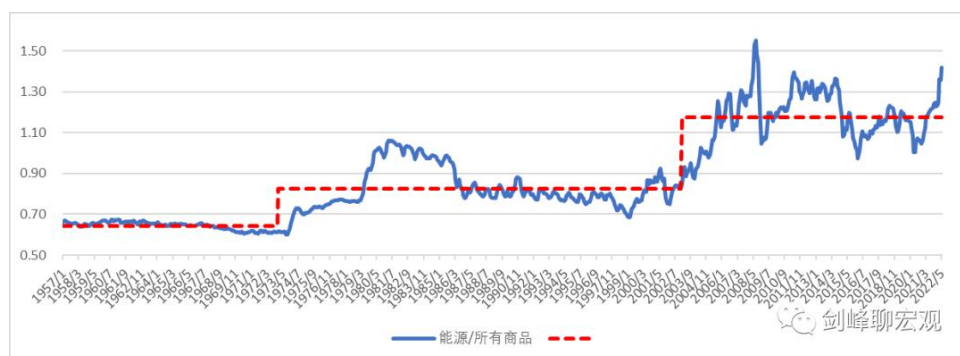
造成上述相对价格效应的原因有三个：第一，随着经济的发展，广义恩格尔定律决定了消费需求的结构将会从有形商品转向无形的服务，特别是在人口老龄化的发达国家，医疗保健服务的支出增长远快于其他服务支出；第二，随着中国加入到全球化，并成为全球第一大制造业国家，耐用消费品的全球供给大幅上升；第三，包括食品和能源在内的非耐用消费品存在刚需，供给也无法像制造业产品那样大幅增长。

四、绝对价格效应——通胀

未来，延续 20 多年的制造业产品价格下跌趋势可能会逆转。同时，其他服务和商品的相对价格效应将不断强化，并最终演变为绝对价格效应——通货膨胀。以美国为例，2021 年，耐用消费品价格终止了自 1995 年以来的下跌趋势，较 2020 年大幅上升了近 20%。



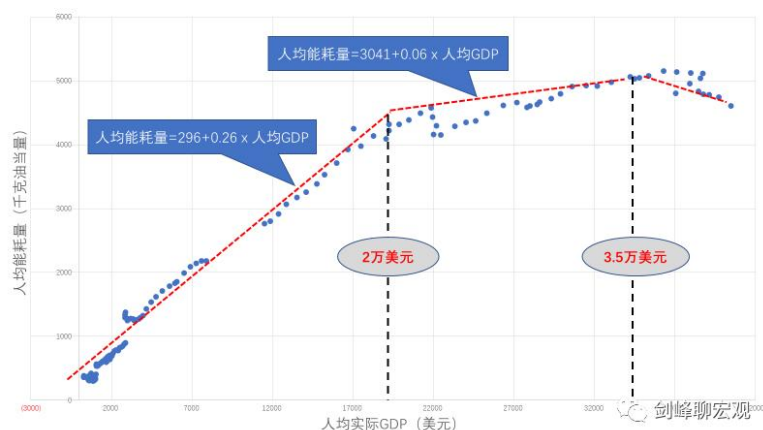
耐用消费品价格的大幅上涨，在短期是因为美联储在疫情后采取的极度宽松政策，但是，在长期，有三个因素决定了耐用消费品价格将会至少停止过往 20 年的下跌趋势：第一，全球劳动力增速趋缓，尤其表现在作为制造业第一大国的中国；第二，俄乌冲突之后，去全球化趋势愈发明显，全球供应链受损；第三，可能发生的其他地缘政治冲突，从现在明里暗里的各种迹象看，大家都在为进一步脱钩做准备。



在制造业产品价格下跌趋势逆转的同时，主要由于能源价格的上涨，相对效应还会强化。就服务价格的相对上涨而言，人口负增长与人口老龄化决定了医疗保健的价格上涨速度还将高于其他商品和服务。同时，能源的相对价格效应更为突出。观察美国 CPI 中能源相对于所有商品的价格，基本上是每隔 20、30 年就上到一个新台阶：1957-1972 年相对价格为 0.64，1972-2002 年是 0.83，2003 年以来是 1.18。影响能源价格长期趋势的因素并非地缘政治冲突，而是人均收入水平上升后的必然。

过去 60 年的全球数据显示，人均能耗量与人均实际 GDP 之间的关系存在三个阶段：第一，在人均实际 GDP 小于 2 万美元的阶段，人均能耗量与人均实际 GDP 之间存在一个陡峭的正向关系，人均 GDP 每上升 1 美元，人均能耗量增加 0.26 千克油当量；第二，在人均实际 GDP 位于 2 万美元和 3.5 万美元之

间时，人均能耗量与人均 GDP 的曲线变得相对扁平，人均 GDP 每上升 1 美元，人均能耗量只增加 0.06 千克油当量；第三，当人均实际 GDP 超过 3.5 万美元之后，人均能耗量开始下降。



截止 2020 年，全球人口总数为 77 亿，其中，人均实际 GDP 超过 2 万美元的发达国家只有不到 10 亿人口。所以，剩下的 60 多亿人口的人均能耗量与人均收入的关系就处于人均能耗量与人均实际 GDP 之间最陡峭的那段曲线。

五、新特里芬难题

作为全球最大债务国的美国，通货膨胀完全符合它的口味。将全球经济体分为中、美、欧、日以及其他国家，中国、日本和世界其他国家的净国际投资头寸均为正值，即持有对外净金融资产，是净债权国；欧元区曾经是净债务国，但是，随着欧元地位的衰落，到 2021 年欧元区对外的净债务已经跌到微不足道的 4 千亿美元；美国从 1989 年前苏联解体后迄今就一直是净债务国，而且，净债务的规模越来越大，2021 年美国净债务达到 18 万亿美元，相当于美国 GDP 的 75%。

作为全球唯一的净债务国，美国需要通胀



通货膨胀有利于债务国，不利于债权国。1989 年后，随着美国名义利率的不断下降，实际利率也进入下降通道。2019 年后，极低的名义利率和上升的通货膨胀使得美国十年期国债的实际利率也降为负值。今年，尽管美联储已经多次、大幅加息，但名义利率依然远低于高达 8% 的 CPI 通胀率。

法国学者 Gouirinchas 等人曾经提出一个新特里芬难题：在美元霸权的全球货币体系中，美国的国债成为全世界的安全资产。全球金融危机后，规避风险的需求转化为对美国国债的购买需求，但是，美国 GDP 占全球 GDP 的份额是不断下降的，因此，只有当美国国债的实际利率不断下降时，才能保证美国债务的可持续性。

所以，在 1972 年前的布雷顿森林体系，特里芬难题表现为全球不断上升的美元需求与美国持有的黄金储备不断下降之间的矛盾；现在，这一难题转化为不兑现信用本位制下，全球对美国安全资产的需求不断上升与美国国债实际利率不断下降之间的矛盾。

在可预见的未来，没有任何一种货币具有取代美元霸权的基本条件：发达的资本市场、开放的资本金融账户和技术进步驱动、国内消费带动的经济发展模式。因此，美元霸权还将持续，其他国家即使不愿意，也不得不继续被“撸羊毛”。

扁平的 U——2022Q2 中国宏观金融

殷剑峰 上海金融与发展实验室 理事长 浙商银行 首席经济学家

张 旸 国家金融与发展实验室 宏观金融研究中心助理研究员

一、宏观经济

疫情对经济的影响主要体现在第一季度末和第二季度初，5、6 月份我国多项经济指标降幅收窄或者企稳回升，经济表现进入修复通道。第二季度经济实现正增长，净出口反超投资成为第一拉动力（图 1），拉动 GDP 当季同比 0.98%，资本拉动 GDP 同比 0.27%，最终消费支出继 2020 年 6 月份之后再次形成拖累项，拉动 GDP 当季同比-0.84%。总需求的特征是，出口超预期，价涨量跌趋势没有变；固定资产投资放缓，基建投资较快增长；消费萎靡，PPI 通胀正在传导变成 CPI 通胀。

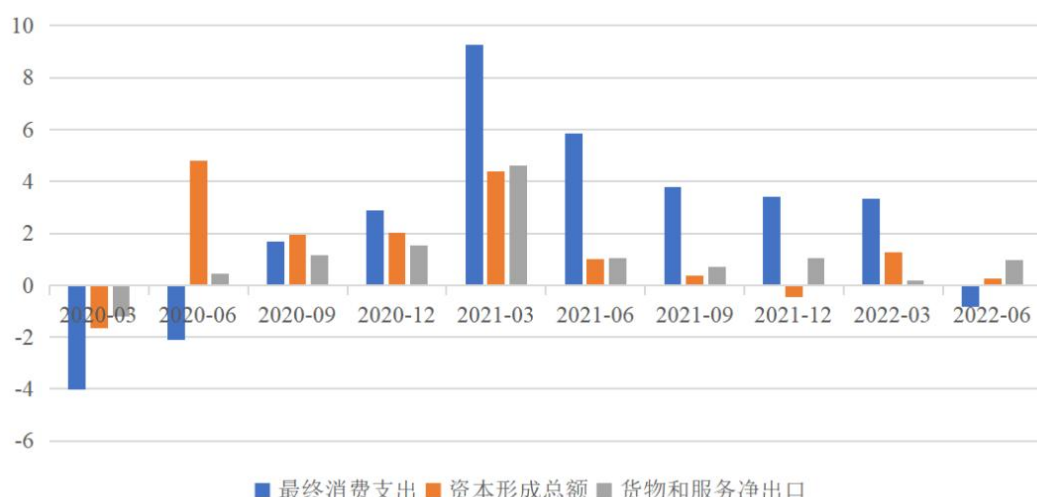


图 1 对 GDP 当季同比的拉动（%）

数据来源：Wind，国家金融与发展实验室。

出口超预期，价涨量跌趋势没有改变。随着疫情影响减弱，出口表现超预期，累计同比增速在 5 至 6 月份连续回升至 13.2%，而进口增速保持低位，5、6 月份均为 4.8%，进、出口反差支撑第二季度贸易差额同比增长 57%。不过，这很难说明出口重回景气区间。去年高出口的制造业中间品，如集成电路、半导体器件、机床、自动处理设备，今年其出口数量的当月同比增速基本都在负区间，而出口金额的同比增速不低，并在 5、6 月份大幅反弹。这说明，我国外贸“价涨量跌”趋势没有改变，海外需求延续放缓，出口超预期是价格因素、积压订单交付、国外稳通胀需求共同支撑的表现，预计难以长期持续，进口的

弱反弹也能够印证。第二季度人民币相对一些篮子货币升值，部分减缓了强势美元带来的贬值压力，CFETS 人民币汇率指数呈现 V 型先贬后升的双向波动，总体表现相对稳健，汇率中枢从第一季度的 104.05 小幅下行至第二季度的 102.28，稳定于历史高位。后续出口会因全球经济下滑而受累，若美元指数进一步攀升，那么人民币可能会继续承压。

固定资产投资放缓，基建投资较快增长。固定资产完成额累计同比增速从第一季度的 9.3% 放缓至第二季度的 6.1%。分产业来看，第一，大宗商品价格及猪周期底部因素放缓第一产业投资。农林牧渔业投资增速较第一季度下滑 1.6 个百分点至 8%，其中，国际大宗商品价格回调影响 6 月份农业投资增速回落；饲料价格上涨以及猪肉价格走低导致猪周期继续磨底，畜牧业投资降幅加深。第二，采矿业景气度分化。采矿业投资同比增长 9.8%，增速低于去年 12 月份。黑色金属矿采、煤炭投资增速下滑幅度相对较大，石油和天然气增速提高，或为大宗商品行业景气度走向分化的讯号。第三，制造业投资放缓。此轮疫情爆发涉及多个重要工业、港口城市，导致物流运输不畅，市场需求放缓，对产业链条造成一定冲击，制造业投资同比增速较第一季度下滑 5.2 个百分点至 10.4%。受疫情冲击的制造行业的投资增速普遍在 5、6 月份回暖，但累计同比增速大多延续下滑。第四，服务业投资呈现分化格局。传统服务业投资放缓，住宿餐饮、交运仓储、批发零售投资增速下滑 0.3 至 5 个百分点不等；现代服务业投资冷暖不一，金融业投资连续 5 个月萎缩，信息软件服务业投资增速升至高位。第五，房地产市场开发持续萎缩。房地产开发投资累计同比增速自 4 月份由正转负，降幅持续加深。当前与房地产有关的数据，如土地相关指标、房屋建设面积指标、房屋销售指标等，降幅普遍较深。虽然今年房地产政策有所放松，但是市场信心仍然较弱。第六，基建投资较快增长。基建投资增长 9.3%，处于近一年来的较高水平，并带动建筑业降幅收窄。

消费萎靡，CPI 通胀抬升。虽然 6 月份社会消费品零售总额当月增速转正，但是第二季度累计同比仍下降 0.7%。其中，必选消费保持韧性，粮油、食品、药品零售增速受疫情影响相对不大；可选消费增速累计同比大多录得零或负增长，包括服装、化妆品、金银珠宝、娱乐用品、音响器材、家具、汽车等。疫情反复导致居民收入放缓及信心受挫是消费萎靡的主要原因。今年物价指数的典型特征是 PPI 通胀正在传导变成 CPI 通胀。第二季度 PPI 当月同比从 8% 延续回落至 6.1%，拉动 CPI 当月同比从 2.1% 温和上升至 2.5%，二者的增速差从去年最高的 12% 持续收窄至 3.6%，创下 2021 年 3 月份以来最低（图 2），这将有利于改善企业的盈利空间。不过，此轮 CPI 同比上涨并非全面性的，涨价因素主要是食品和能源。6 月份食品 CPI 同比增长 2.3%，其中粮食 CPI 涨幅 3.2% 创下 2014 年 12 月以来最高。剔除食品和能源后，核心 CPI 同比增速下滑至 1%，为近 10 个月以来最低。食品和能源价格高涨，核心物价指数却保持疲软甚至下行，反映出，此轮 CPI 抬升是结构性、输入性的，而居民核心需求仍然偏弱。

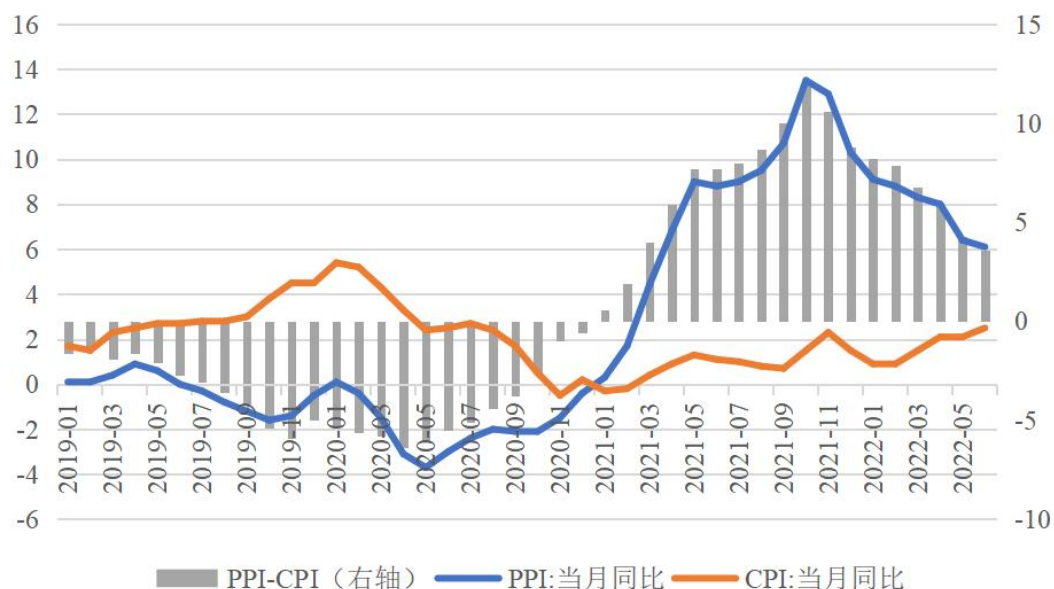


图2 PPI与CPI同比增速(%)

数据来源: Wind。

二、宏观金融

第二季度资金面相对宽松,3项货币供应指标同步提速,M0、M1和M2增速较第一季度分别上升6.1个、5.8个和2.4个百分点,实体经济流动性明显改善。第二季度金融运行总体平稳,对实体经济支持力度进一步加强,信用总量为327.9万亿元,同比增长10.4%,增速较上季度提高0.3个百分点,已延续3个季度回升,主要受益于财政发力推动实体经济融资走高。自从2020年疫情初爆发以来,政府部门基本一直是实体经济中信用扩张速度最快的部门(图3)。今年第二季度,政府部门的信用总量规模超过了居民部门,为2018年第二季度以来首次。在三重压力叠加疫情扰动下,政府还将在相当一段时期内发挥引领作用。

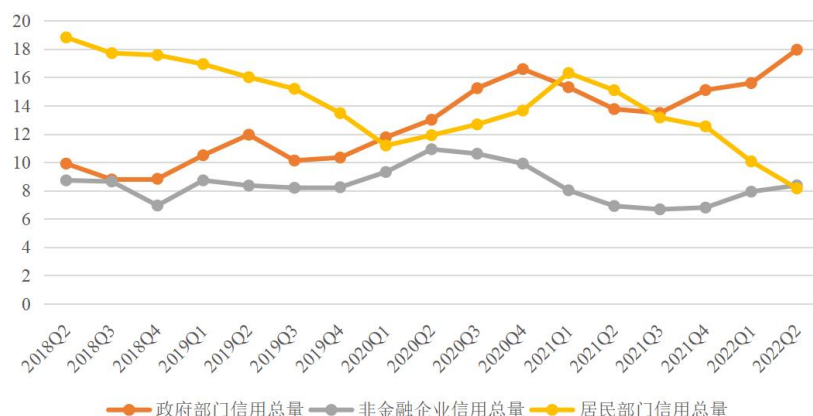


图3 实体经济部门信用总量同比增速(%)

数据来源: 国家金融与发展实验室。

企业部门

短期融资需求旺盛、委托贷款拖累因素减弱，支撑企业信用扩张小幅提速。第二季度企业部门信用总量为 179.4 万亿元，同比增速较上季度小幅提高 0.4 个百分点至 8.4%，创 2020 年第一季度以来最高增速（图 4）。各融资渠道的特征分别是，第一，信贷融资增速小幅提高。企业境内外贷款同比增速较上季度提高 0.7 个百分点，其中，短期融资需求旺盛，短期贷款和票据融资增速较上季度分别提高 2.1 和 4.2 个百分点；投资意愿不振，中长期贷款增速较上季度小幅下滑 0.2 个百分点。第二，债券融资增速下滑。剔除城投债后，企业债券融资同比增长 3.7%，较上季度下滑 1.7 个百分点，其中，中期票据和一般短期融资券提速，而资产支持证券历史首次同比下降，企业债、公司债增速放缓，也体现出企业流动性需求高、投资意愿低的特征。第三，非银业务萎缩幅度收窄。非银行金融机构的信用创造同比下降 8.7%，降幅自 2021 年第二季度以来持续收窄，其中，信托贷款仍然保持较深降幅，而委托贷款降幅已经从 2018 年的-12%收窄至接近 0%，反映出委托贷款风险或逐步出清，有望拓宽金融服务实体经济的渠道、促进非银行金融机构业务健康发展。第二季度企业活期及定期存款增速均有所上行，基本都高于去年第一季度以来水平，一方面原因是企业投资意愿不强，融资后相应地派生了存款，另一方面原因是大规模增值税留抵退税政策缓解了企业的资金压力。



图 4 非金融企业信用总量各科目同比增速 (%)

数据来源：国家金融与发展实验室。

疫情防控形势向好以及一揽子稳增长政策收效，工业经济在 5 至 6 月份边际改善明显。结合工业企业的行业产值和营业利润来看，煤炭、石油天然气、有色金属的开采及部分相关加工行业受疫情影响相对有限，产能和盈利保持较快增长。随着供应链整体回暖，大多数中下游行业在 5 月份开始降幅收窄或增速回升。还有小部分企业增速恢复较慢，如医药、纺织业、家具制造业，原因与终端市场需求弱有关。除了部分能源相关行业以外，其他大多数行业经营数据较 3 月份水平尚有差距，大宗商品涨价使得上下游企业表现延续分化。6 月份制造业和非制造业多项 PMI 指数回升至扩张区间。制造业方面，生产 PMI 和新订单 PMI 双双回升至临界值之上，生产端恢复快于需求端，企业在手订单加速交付；生产快速修复

叠加稳价保供政策延续实施，加大价格下行压力，原材料购进价格 PMI 处于近两年以来的较低水平，出厂价格 PMI 已经连续两个月低于临界值；进出口保持韧性，进口及新出口订单 PMI 从 4 月份的 42% 左右回升至接近临界值水平；企业表现分化，中型、大型企业景气度较高，生产及新订单 PMI 高于临界值，而小型企业改善程度有限，生产及新订单 PMI 回升但仍低于临界值。非制造业方面，房地产市场不振导致建筑业改善有限，整体 PMI 回升但仍处于历史不高水平；服务业改善速度较快，整体 PMI 回升至高于 2021 年 6 月份以来水平。

在大宗商品供给恢复正常之前，上下游企业经营分化的现象大概率会延续。当前行业景气度改善，企业对未来的经济预期好转，高存款将为企业复苏储备充足的资金“弹药”，若疫情不出现规模性反弹的话，企业经营料将延续修复。

政府部门

地方政府债券发行提速推动政府部门信用扩张加快。第二季度政府部门信用总量为 75.2 万亿元，同比增长 18%，创 2017 年以来最高增速（图 5）。中央政府信用增速升幅并不大，地方政府信用增速较上季度提高 3.1 个百分点至 21.3%，为 2017 年以来最大力度，主要归因于积极财政靠前发力，地方政府是主要负债主体，地方政府债券发行节奏加快，同比增速较上季度提高 3.1 个百分点至 25.7%。为了应对经济下行压力，今年地方政府专项债券下达时间早、发行进度快，上半年专项债券净融资 3.39 万亿元，比上年同期多增 2.23 万亿元。

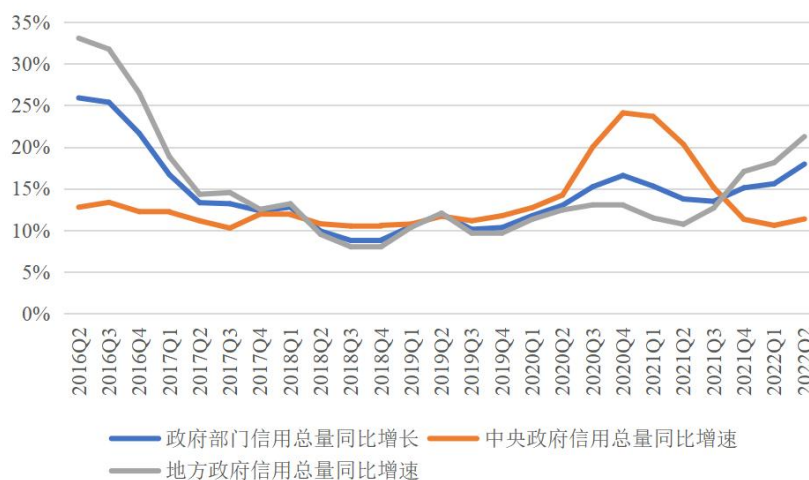


图 5 政府部门信用总量同比增速 (%)

数据来源：国家金融与发展实验室。

政府减收增支稳大盘。企业效益减弱、大规模留抵退税政策以及土地市场降温对税收收入产生冲击，使得中央和地方政府收入的当月同比增速在 4 月份深跌，在 5、6 月份降幅收窄，6 月份增速分别为 -19.8%、-3.6%。积极财政政策下政府支出较快增长，中央财政支出增速持续上升至 3.8%，地方财政支出增速快速反弹至 6%。财政“减收增支”叠加待用款逐步支出，使得财政存款增速从 2 月份的 29.4% 下滑至 6 月份的 2.4%，增速的快速回落可能会在短期带来一定资金压力。

城投债市场延续分化特征。第二季度城投债余额同比增速较上季度提高 0.2 个百分点至 16.1%。受到融资平台政策放松、基建投资发力以及市场利率下行的利好，除了广西以外，其他省份及地区城投债利差在第二季度明显下行。不过，城投政策防范债务风险的主基调并未改变，上半年城投债市场延续主体分化和区域分化特征，AAA 级城投债净融资额同比增长，AA+和 AA 级净融资额同比下降，重点经济区净融资规模较高，东北三省、内蒙古、青海、甘肃和贵州等 7 个省份城投债净融资规模为负值。

按照既定政策安排，新增专项债券额度在 6 月底前基本发行完毕，力争在 8 月底前基本使用完毕，意味着将在第三季度进一步释放内需潜力。今年积极财政政策全面前置，在发挥稳定经济作用的同时，可能也会导致地方财政、特别是弱资质地区的资金缺口较大，掣肘后续财政政策空间。

居民部门

居民信用扩张延续放缓趋势，存款增速提高。第二季度居民部门信用总量为 73.3 万亿元，同比增速较上季度下滑 2 个百分点至 8.1%（图 6），消费和经营贷款同步放缓，中长期消费贷款和短期经营贷款增速较上季度下滑幅度相对更大，分别为 2.5 个百分点和 1.3 个百分点，其次是短期消费贷款下滑 1 个百分点，中长期经营贷款下滑 0.4 个百分点。居民消费意愿和投资意愿下降的同时，储蓄存款意愿抬升，定期存款增速上升到 16.2%，为 2019 年 12 月份以来最高，活期存款增速为 5.9%，高于上季度水平。总体来看，居民部门行为趋于保守，主要影响因素是收支放缓与就业市场不均衡修复。

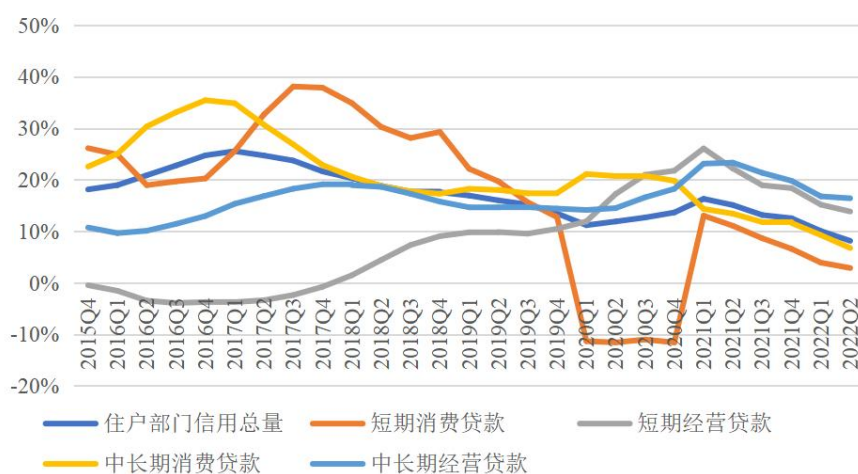


图 6 居民部门信用总量同比增速 (%)

数据来源：国家金融与发展实验室。

居民收支增速延续放缓趋势。第二季度全国居民人均可支配收入累计名义同比增速较上季度下滑 1.6 个百分点至 4.7%，疫情对企业效益产生冲击，居民经营净收入和工资性收入增速下滑幅度均在 2 个百分点左右；全国居民人均消费性支出累计名义同比增长增速较上季度下滑 4.5 个百分点至 2.5%，食品烟酒、居住等必选消费支出保持韧性，可选消费增速下滑幅度相对较大。农村居民收入与支出增速快于城镇居民，主要是受益于基础设施建设、以工代赈投资力度加大以及部分农产品价格上涨等因素。

就业市场不均衡修复。上半年政府不断加大援企稳岗力度，支持多渠道灵活就业，就业形势总体上稳中向好。6 月份城镇调查失业率为 5.5%，回落到了全年目标上限。其中，就业主体人群及农民工群体的就业形势好转，25 至 59 岁人口失业率为 4.5%，基本处于历史较低水平，外来农业户籍人口失业率为 5.3%，低于整体失业水平。不过，青年群体就业难题更趋突出，16 至 24 岁人口失业率上升至 19.3%，创历史新高。

收支放缓与就业市场不均衡导致居民消费和投资信心难以恢复。预计随着全国疫情形势逐步缓解，下半年企业效益将逐步修复，并在一定程度上改善居民收入增速、稳定劳动力市场，提振居民的消费和投资信心。

三、下半年趋势展望

第二季度，在新一轮奥密克戎病毒的冲击下，叠加俄乌冲突带来的能源成本的显著上升和美联储加息对人民币汇率的压力，中国经济遭遇到严重冲击，青年失业率达到 2 位数；消费 3 至 5 月均为负增长，餐饮服务业出现两位数负增长；投资和出口尚能保持正增长，但是与 2021 年同期相比也有一定程度下滑。

各项经济指标似乎不太理想。然而，如果与 2020 年爆发的新冠疫情相比，我们就会发现，这一轮经济受到的冲击相对较轻（很多），问题主要在于反复持续的疫情严重影响了经济当事人的预期。随着疫情防控政策的优化，特别是对疫情政策可能采取的重大调整，加之加码发力的财政货币政策将在下半年收效，从第三季度开始至明年第二季度，经济将进入显著扩张的周期。

与 2020 年遍及全国的新冠疫情相比，对于本轮奥密克戎病毒的爆发地区采取了更为优化的联防联控机制。因此，与 2020 年新冠疫情冲击相比，这轮病毒爆发对经济的冲击程度相对较小（参见图 7）。2020 年 6 月，累计 GDP、工业增加值、消费品零售全部是负增长，出口几乎零增长；但是，今年 6 月，累计 GDP 增长为 2.5%，投资、出口都明显高于 2020 年同期，消费负增长 0.7%，负增长的程度远低于 2020 年同期。

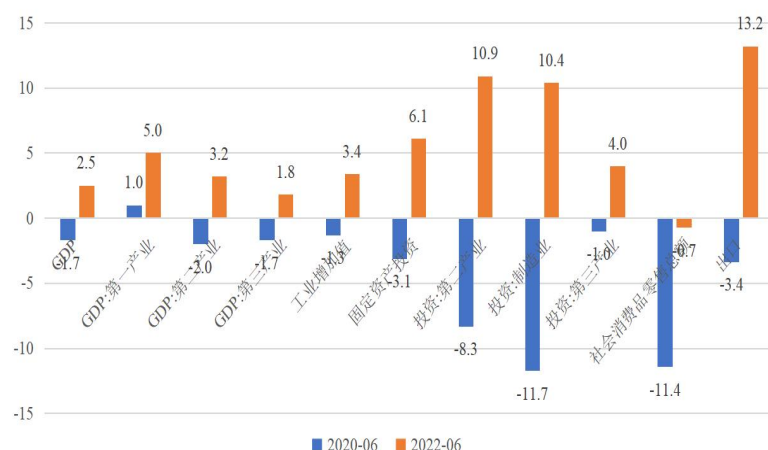


图 7 主要经济指标同比增速 (%)

数据来源：Wind。

然而，由于持续两年多的疫情所带来的高度不确定性，居民和企业部分的借贷需求较 2020 年同期发生了大幅下滑（图 8）。比较 2020 年 6 月和今年 6 月的社融及贷款数据可以发现，尽管 2020 年新冠疫情对经济冲击的程度远大于今年的奥密克戎病毒，但是，当时除了居民贷款负增长之外，所有其他指标均为正增长，尤其是企业中长期贷款同比增长更是高达近 40%。在这轮病毒冲击下，今年 6 月份社融当月增长比 2020 年 6 月低了 25 个百分点，支撑居民和企业信心的中长期贷款出现负增长。

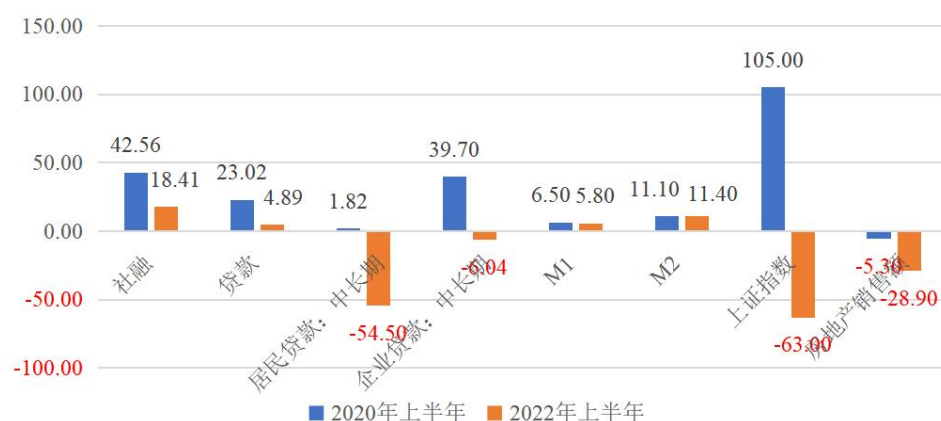


图 8 主要金融指标同比增速 (%)

数据来源：Wind。

与 2021 年对房地产政策的强监管不同，这一轮社融和贷款的大幅度下滑不是因为信用供给受到限制，而是因为居民和企业的信用需求大幅萎缩——背后的主要因素就是私人部门的信心不足。所以，只要信心能够恢复，下半年经济复苏的步伐将会远快于 2020 年同期。可以看到（图 9），6 月份制造业大型和中型企业的 PMI 已经回到景气线（50）以上，尤其是非制造业中的商务活动更是大幅超过了景气线。与 2020 年和 2021 年同期相比，目前 PMI 各项指标都基本持平，甚至略有超出。

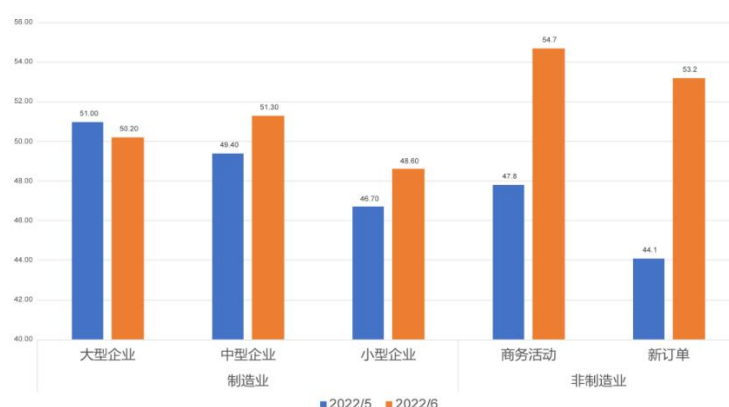


图 9 2022 年 5 月和 6 月 PMI

数据来源：CEIC。

预计今年经济走势呈现扁平的“U”型。产业方面，第二产业修复快于第三产业，三产预计到第四季度才能明显修复。需求方面，出口保持较高增速，但增速逐月下滑；在基建推动下，投资成为主力；消费在第四季度发力修复。通胀方面，猪周期将推动CPI上涨。资本市场方面，A股板块轮动，短期调整后继续上涨。房地产市场方面，一线城市、东部地区超调，存在修复的可能，但总体进入长期下调趋势。风险方面，多数地方财政状况吃紧。货币政策方面，资金面逐步收敛，货币政策总体上将保持稳中偏松。财政政策方面，下半年财政政策依然会保持支持经济发展的力度，一是提高专项债等支出资金的使用效率，二是推进税费支持政策效果显现。

(内容来源：国家金融与发展实验室)

完善银行永续债市场，拓宽中小银行资本补充路径

曾 刚 上海金融与发展实验室 主任

吴语香 中国社科院大学

近期，央行在 2022 年一季度的货币政策执行报告中表示，在下个阶段，要健全可持续的资本补充机制，多渠道补充商业银行资本，加大对中小银行发行永续债等资本补充工具的支持力度，提升银行服务实体经济和防范化解金融风险的能力。

永续债是商业银行补充非核心一级资本的创新工具。2019 年 1 月，中国银行发行了我国首笔银行永续债，标志着我国银行永续债市场的正式开启。自此，我国永续债市场迎来快速发展，经过三年多的时间，发行规模已突破 2 万亿元，极大地缓解了商业银行资本补充的压力，为疏通货币政策传导渠道、夯实金融服务实体经济基础提供了重要作用。

今年以来，为实现稳增长的目标，亟需商业银行进一步扩大信贷投放，以支持企业（特别是小微企业）复工复产。而主要服务于小微企业的中小银行，面临资产不良率的反弹与资本补充压力增大的挑战，通过发行永续债等外源方式补充资本的需求尤为旺盛。

银行永续债发行特点

从区域结构上看，发行银行的区域分布呈现明显的区域经济越发达、发行主体越多的特征，并且发行主体区域范围逐渐增大，由经济发达地区向一般地区拓展。永续债市场发展之初，发行银行所处区域以北京为主，2019 年北京区域银行占比高达 1/2；而后，发行主体仍以经济发达地区为主，但区域范围逐渐扩大，所处经济欠发达区域的发行主体逐渐增多。进入 2022 年，发行银行区域仍以北京等发达地区为主；北京市银行发行规模高达 1 万亿元以上，上海市和广东省银行发行规模近 2000 亿元，其余省份发行规模均不足 1000 亿元。

从发行规模上来看，国有大行占有绝对优势，存续总规模中占比过半；按照发行人类型来看，城商行发行数目占比过半，并且新冠疫情暴发后城商行发行数量大幅提高、发行节奏加速。截至 2022 年 5 月末，国有大行发行规模已突破 1 万亿，占银行永续债发行总量的 45.91%；中小银行（城商行、农商行以及民营银行）总发行规模合计占比仅为 13.47%。发行人主体数量方面，截至 2022 年 5 月末，共有 49 家城商行发行永续债，数量上位居各类银行机构之首，农商行有 14 家发行了永续债，股份制和国有商业银行发行数目分别为 12 家和 6 家，民营银行仅有 1 家发行；2020 年新冠疫情暴发之后，城商行发行永续债的只数激增，但除北京银行、江苏银行、郑州银行和徽商银行单期发行规模超百亿元外，其余每期发行规模较小，大多集中在 15 亿-20 亿元之间。

从投资与交易层面来看，2019年银行永续债推出之际，因投资主体类别较少、投资限制较严等问题，永续债吸引力不足，购买者也多为银行机构。随着央行票据互换工具（CBS）等支持性政策的推出，永续债流动性逐渐改善。2021年下半年后，因部分地产企业违约以及银行间资金淤积，机构可配置资产范围缩窄，呈现出一定“资产荒”；相较于下沉资质，银行理财等资管机构偏向于下沉条款，选择次级和永续债，其中，银行永续债能上量且收益率水平较高，成为不少市场机构的较优选择。在这样的背景下，银行永续债二级市场流动性进一步改善，5年AAA银行永续债-5年国开债之差呈现波动下行趋势。

从产品类型来看，按照损失吸收方式的不同，银行永续债可分为减记型和转股型，目前我国银行永续发行仍以减记型为主。理论上，对于投资者而言，转股型永续债相比于减记型永续债更有吸引力，即当触发损失吸收条款时，减记型永续债将对债券本金直接进行减记，而转股型永续债可转换为股权并参与发行人剩余财产分配；实际上，由于转股后全部损失概率可能也较大，因此在发行利率上并无明显优势。国际上银行永续债多加入转股条款，但目前我国银行永续债含有转股型条款的较少。自包商银行二级资本债减记后，投资者对于资本工具债的选择更为谨慎。2021年，三家银行发行了转股型永续债，分别为宁波通商银行、江苏太仓农村商业银行、浙江稠州商业银行。从长远看，转股性债券的推出，有助于提升对永续债投资人的保护，进一步提高市场对永续债工具的接受程度。

银行永续债发展中存在的问题

从过去三年的实践来看，我国银行永续债市场发展迅速，投资与交易活跃度也不断提升，但作为一种创新资本工具，仍有优化和改善的空间。

一是投资准入较为严格，需求端存在掣肘。当前银行永续债的投资主体主要为银行自有资金、银行理财、保险资金、年金基金和公募基金，前两者为配置银行永续债的主要力量，主动投资者占比仍然较小。在银行永续债推出之际，因银行永续债溢价较高，对利润有一定增厚，具有一定配置价值，银行自有资金互持永续债情况较为普遍，随着2020年永续债认定规则出现变化，银行投资他行永续债将认定为权益工具，并且票据互换工具无法降低资本占用，因此面临较大资本占用问题；而银行理财净值化转型加快，可能存在投资永续债久期不匹配问题，因此来自银行的资金可能对永续债的配置需求边际弱化。此前，保险资金投资银行永续债限制较为严格，包括要求可投资永续债合格银行总资产不低于1万亿元、净资产不低于500亿元、核心一级资本充足率不低于8%、一级资本充足率不低于9%、资本充足率不低于11%，并且对主体评级和债项评级、权益类资产投资比例等均存在一定限制；2020年5月后，银保监会放开了上述限制，保险资金参与永续债积极性有所提高。对于公募基金而言，其更看重相对收益，通常在银行永续债出现估值回调时博弈超额价值。总体而言，当前银行永续债的投资准入门槛仍然较高，存在一定需求不足问题。

二是发行主体相对集中，供给端广度不够。新冠疫情暴发以来，以城商行为代表的中小银行发行，永续债发行数量大幅提高、发行节奏有所加速。但总体而言，对于绝大多数资质偏弱、资本补充压力更大的中小银行，通过发行永续债获得资本补充的难度仍然较大。大型商业银行和股份制银行因自身资质尚可，投资者认购较为积极，发行成本较低；而对于大部分中小银行而言，永续债本身存在不含有利率

调升机制、本金可减记、取消派息不构成违约等特点，叠加其信用评级较低，投资者认购热情不高，或要求的利率补偿较高，部分中小银行获银保监会批文到正式发行时间间隔长达数月，发行难度较高。

三是流动性仍存不足，支持性工具仍有待扩展。由于银行永续债存在需求端准入严格、资本占用较大、估值难度较高、取消派息不构成违约等问题，导致了银行永续债的流动性相对不足。为此，人民银行于 2019 年创设央行票据互换（CBS）工具，为投资商业银行永续债提供流动性支持。央行公开市场业务是面对一级交易商公开招标，包括 20 家全国性银行、22 家地方性银行、5 家外资行、2 家券商在内的共 49 家金融机构；接受互换永续债的合格银行包括国有大型商业银行、股份制银行和城商行，体现了央行对中小银行发行永续债补充资本的支持。但央行票据接受永续债的合格银行标准较高，包括资产规模不低于 2000 亿元、资本充足率不低于 8%、三年累计不亏损以及最新季末逾期 90 天以上贷款比率不高于 5%，资产较弱的中小银行永续债无法纳入互换标准。此外，非公开市场一级交易商也无法通过央行票据互换获得流动性支持。

支持中小银行建立多元化资本补充渠道

2022 年，受“三重压力”以及国内外环境影响，经济发展面临一定的挑战，亟须金融强化对各项稳增长政策的支持。而从监管部门公布的数据来看，受疫情冲击影响，部分中小银行资本充足率（特别是一些民营银行和农商银行）有一定下降，这对中小银行服务实体经济的能力形成了一定的制约。考虑到夯实中小银行资本的必要性，未来应完善相关政策，推动永续债等创新资本工具的发行主体扩容，支持中小银行建立多元化资本补充渠道，更好地支持小微企业和地方经济的发展。

一是扩大投资者参与范围，改善投资者参与结构。如上文所述，当前银行永续债的投资准入门槛仍然较高，市场投资者主要为银行自营资金与理财资金，需求端仍有待改善，应当有序扩大投资者参与范围。在机构投资者方面，应当降低各类投资者的参与门槛，例如提高保险资金的投资比例，积极引导社保资金等长期投资者参与永续债市场，并拓展非银机构的渠道。在个人投资者方面，可开放个人通过商业银行柜台发行渠道购买永续债，鼓励风险承受能力强的高净值个人投资者参与该市场。此外，可拓展银行永续债的国际投资渠道，适当增加境外发行。

二是丰富支持性工具，促进市场流动性。目前针对银行永续债的支持工具较为严格，并且种类有待丰富。央行开展票据互换合作可接受的银行永续债条件仍然较高，包括资产规模不低于 2000 亿元等，可以考虑适当降低接受互换的永续债资产规模要求，更多参考资本充足率或信用评级等风险因素；目前可接受的 CBS 交易对手仅为一级交易商，可适当扩大交易范围，允许更多持有永续债的金融机构参与互换业务。并且，人民银行可授权评级公司进行市场化运作，通过增加担保等增信方式，为中小银行发行永续债提供支持，市场促进其流动性。此外，可将银行永续债纳入银行间市场回购交易合格抵押品，提高市场投资银行永续债积极性。

三是适度放松准入门槛，丰富细化条款。在发行审批要求上，可将资质良好的国有大行和股份制作作为试点，逐渐开展储架式发行方式，即一次注册多品种额度，后续由商业银行灵活自主决定发行节奏，以更好地把握市场机会并增强资产负债主动管理能力；对于资质不同的中小银行，可设定不同的发行标

准和审批要求，定向放开资质较弱中小银行的发行审批条件，以减少其在资本补充方面的困难。在发行条款上，可适当细化票息条款，调整付息频率以满足特定投资者要求，并设立差异化触发条件。

（内容来源：21 世纪经济报道）

规范信用卡业务经营，促进行业良性发展

曾刚 上海金融与发展实验室 主任

陈晓 上海金融与发展实验室 特聘研究员

近日，中国银保监会、中国人民银行联合发布了《关于进一步促进信用卡业务规范健康发展的通知》（银保监规〔2022〕13号，以下简称《通知》）。这一通知是自2011年《商业银行信用卡业务监督管理办法》（银监会令2011年第2号）发布以来，关于信用卡监管又一全面详细的业务规章。

当前，信用卡发展中存在增速持续下降，服务质效有待提高；潜在金融风险呈现抬头趋势，经营管理过度“指标化”，消费者保护存在缺失等问题。《通知》的发布，对于加强信用卡业务管理、提高商业银行服务质效、满足人民群众消费金融业务获得感等方面具有重要意义。

规范商业银行的发卡策略和授信策略

第一，强化信用卡发卡及授信业务管理。此次《通知》的发布，重要的目标之一就是通过规范商业银行的发卡策略和授信策略，避免过度发卡和过度授信行为，引导持卡人理性消费和科学消费。为了达到这一目标，《通知》提出了若干重点要求，一是针对信用卡业务的经营管理，从战略管理、绩效考核、资产质量管理、行为管理和员工培训五个方面提出要求，规定银行业金融机构应当制定审慎稳健的信用卡发展战略，建立科学合理的绩效考核指标体系和薪酬支付机制，特别是提出不得直接或者间接以发卡数量、客户数量、市场占有率或者市场排名等作为单一或者主要考核指标，从导向上避免过度营销。二是强化睡眠信用卡动态监测管理，将连续18个月以上无客户主动交易且当前透支余额、溢缴款为零的卡片认定为长期睡眠信用卡，要求占本机构总发卡数量的比例在任何时点均不得超过20%，如商业银行发生超比例情况则会被要求停发新卡，同时银保监会还可根据监管需要，动态调降长期睡眠信用卡的比例限制标准。三是加强统一授信管理，商业银行需要根据客户信用状况、收入状况、财务状况等合理设置单一客户的信用卡总授信额度上限，并纳入该客户在本机构所有授信额度内实施统一管理。四是正式以监管文件形式要求落实“刚性扣减”，在授信审批和调升授信额度（含临时调升额度）时，应当在该客户本机构信用卡总授信额度内相应扣减累计已获其他机构信用卡授信额度，监测本机构新发卡客户同时也在其他机构申请信用卡情况，实施相应的额度扣减。五是营销人员统一管理，避免非规范发卡行为，要求未经银行进行内部统一资格认定，任何人员不得从事该机构信用卡发卡营销活动。

第二，加强分期特别是现金业务管理。长期以来，分期业务带来的利息收入和手续费收入已成为各行信用卡中心的首要收入来源，客观上各行均有主动提高分期业务规模和利率的冲动，因此诞生了未出账单分期、自动分期、现金分期等等模式。加之商业银行具有提高业务实际成本的需求，在实际业务开展过程通过增加或变换收费科目、前置收费时间、多样化还款方式等手段，也可以达到增收的目的，但

对于消费者而言，可能由于产品标准化程度不高或自身金融知识匮乏，导致在无意中选择了不利于本人的业务模式，加重了融资成本。

本次《通知》要求，银行应当严格规范信用卡分期业务管理，为客户办理分期业务需要独立申请和审批，并以简明易懂方式进行信息披露；应当与客户就每笔分期业务单独签订合同，不得与其他信用卡业务合同混同或者捆绑签订。对于分期业务期限，要求不得超过5年，并严格控制属于行业焦点的现金分期业务，要求单个客户额度不得超过5万元，期限不得超过2年。对于收费水平，要求统一采用利息形式并明确相应的计息规则；对于提前结清信用卡分期业务的，应按照实际占用的资金金额及期限计收利息，从而杜绝了“砍头息”等行为。

第三，加强合作机构管理。自互联网平台的流量快速增长、线上消费快速发展以来，为提高业务规模，信用卡行业在发卡营销和业务拓展中，也不断加强和互联网机构的合作。特别是对于部分中小银行和后进入者，通过与互联网平台或拥有大规模客群的机构合作导流，已经成为快速发卡和提升规模的重要手段。但是上述业务开展中，由于急功近利和各方数据模型的差异，这一合作模式在银行端暴露出高风险和高不良问题，在客户端则存在侵害客户知情权以及个人信息的问题。此次《通知》，明确要求对合作机构制定明确的准入、退出标准和管理审批程序，实行名单制管理；核销业务办理时均需要通过自营网络平台；对合作推广的信用卡的发卡数量和总授信额度分别设定25%和15%的上限；将合作机构的合作范围限定于主营业务服务。

另一方面，近年来由于业务规模和发卡量不断扩大，各行信用卡业务不良额也呈现快速增长趋势，各行自身的清收力量已难以对不良资产做到“全覆盖”和及时清收。因此，委托外部机构，以电催、上门、诉讼等方式清收已成为行业普遍现象。在这一模式下，由于催收业务本身的敏感性和合作机构良莠不齐，信用卡业务成为各行投诉的“重灾区”，而涉及催收的投诉则占据了多数比例。此次《通知》要求银行应当落实催收管理主体责任，严格制定并实施相关管理制度，规范催收行为，不得对与债务无关的第三人进行催收。不断加强本机构催收能力建设，降低对外包催收的依赖度，加强对外包催收机构的管理并做好信息公示。

第四，加强消费者权益保护。《通知》要求商业银行建立消费者权益保护审查制度和工作机制。明示信用卡息费成本和用卡的法律风险，不得进行欺诈虚假宣传。通过公示渠道、配置人员等方式，避免投诉成为信用卡服务的堵点。根据《个人信息保护法》等规定，遵循“合法、正当、必要”原则，严格保护好客户信息。

回归信用卡业务本源，促进行业规范健康发展

首先，业务重心回归本源。信用卡业务的发端，更多是作为一种个人消费者便利的支付结算手段而产生，后续发展成为客户触达渠道最丰富、使用频率最高的零售类金融产品。因此，信用卡产品不应单纯作为商业贡献营收增长的手段，而应该作为服务客户多元化金融需求、为客户创造价值的驱动力。信用卡业务回归本源，核心在于充分利用支付结算手段，构建生态系统，满足客户的消费性需求，持续优

化客群及资产结构。在此基础上，透支和分期构成衍生性功能，采用稳健审慎的方式，提升中低风险资产占比，客户质量和业务质量将是信用卡业务的“生命线”。

其次，以客户为中心，积极开展综合经营。在内外部和经济金融形势的作用下，目前信用卡业务已经进入存量经营时代。客户、特别是存量优质客户是业务的基础，只有满足客户多元化金融需求、为客户积极创造价值，才能实现自身业务的可持续发展。通过这一高频金融产品，结合现实场景增加客户触达，通过交叉销售提高客户黏性，最终通过客户满意度提升来实现复购率提升，实现业务的良性循环。

未来，商业银行必须从经营“银行资产负债表”转型为经营“客户资产负债表”，因此信用卡业务也必须逐步走出独立盈利单元的业务定位，转型成为一体化获客平台。由于分期规模压降、利率回归等因素，信用卡业务自身有可能降低在行内的直接盈利占比；但其带动客户活跃度、提高全行金融业务的普及率的作用将日益凸显，由此带动财富管理、消费贷款与各项增值服务业务发展。

“存量经营”意味着在资源有限的前提下，必须做到对客户需求的精准把控，细化客群定位，以“大规模定制”的手段和“千人千面”的模式，深耕客群需求，在获客、激活、用卡、份额提升、场景沉浸、分期促动、交叉销售等方面“精耕细作”。同时，要围绕客户综合体验，在客户权益、售后接入、积分兑换、旅程感知等方面，建立完整的服务体系，提高客户的获得感和满意度，才能实现以 MAU 带动 AUM 的效果。

第三，数字化的金融服务能力成为关键。根据《通知》要求，金融机构要主动适应经济发展和消费者金融需求的升级变化，合理应用新技术、新渠道、新模式不断优化信用卡服务功能，丰富产品供给，持续有效降低信用卡各种使用成本，未来线上信用卡业务将有望在消费金融领域发挥主力军作用。

为积极适应市场和监管要求，银行必须要在市场端全力从“规模扩张”转型为“科技扩张”。商业银行需要在信息化、数字化应用等方面持续发力，在客户精准画像、个性化推荐、场景服务、风险管控、运营管理等方面持续深化数字化转型，打通和各个生态系统之间的“数字鸿沟”，通过“线上+线下”模式实现对客户的无缝服务。在风险控制方面，银行也应积极引入数字化抓手，通过大数据风控、智能化识别、AI 机器人等方式，提高风控精准度和作业效率，建立贯穿贷前、贷中、贷后风控全链条。

另一方面，银行还应加强数字化和生态的结合，避免跌入“流量陷阱”。要立足自身，提高自有平台服务能力，扩大生态范围、激活客户使用，包括结合借记卡平台和信用卡平台，通过增加衣食住行等各种体验，从而将流量转化为可识别的客户画像信息，保障后续贷中和贷后服务的效能。

（内容来源：21 世纪经济报道）

国企外部董事须“四码”履职

叶斌

上海金融与发展实验室 特聘高级研究员

建立国企外部董事制度，是我国国企改革的重大制度创新，是贯彻落实习近平总书记“两个一以贯之”国企治理思想的重要举措。这项制度创新的实践成果主要是由国企外部董事来实现的。国企外部董事履职意识、履职能力、履职方法、履职责任落地落实的充分程度与实际效果是其中的关键。笔者结合自身的履职实践，认为“四码”履职是国企外部董事从业的底层逻辑，国企外部董事制度顶层设计的美好愿景要有底层逻辑的有力支撑才能实现。

合理“放一码”。外部董事履职一个不可或缺的场景是出席驻在企业董事会，参与决策企业重大事项。企业董事会议案可分为两大类：一类是程序完备性议案，是对确定性事项的表决；一类是实体完整性议案，是对不确定性事项的判断。对程序完备性议案的表决是就是是、非就是非，不存在“放一码”的问题。我们所说的合理“放一码”，主要是在对实体完整性议案的判断上，外部董事要不要、能不能、敢不敢合理“放一码”，这是检验外部董事制度成败的一个关键节点。驻在企业发扬“干在实处、走在前列、勇立潮头”精神，积极向产业链的前端、价值链的高点、改革开放的深水区挺进，如缺少现行监管政策明确支撑，外部董事应合理“放一码”，鼓励其创新发展；驻在企业在积极彰显国有资本竞争力、控制力、引领力上积极、扎实作为，从而形成融合优势、板块优势、协同优势，如监管政策边界暂时不够清晰，外部董事应合理“放一码”，支持其融合发展；驻在企业立足新发展阶段，贯彻新发展理念，构建新发展格局，在转型发展方面探索新路径、开发新产品、构建新模式，如尚无监管新规，外部董事应合理“放一码”，推动其转型发展；在数字产业化、产业数字化时代，驻在企业积极构建数字“原生企业”、数字“转型企业”，培育“数字原住民”业务团队，如难以得到及时的监管指导，外部董事应合理“放一码”，加持其赋能发展。在上述各方面，监管政策难免有滞后和缺位的现象，外部董事要敢于发挥能动性，为高质量发展合理“放一码”。但“放一码”，绝不是“放一马”，“放一马”是三国故事，华容道上关云长念私人情分让一个马位，放走了曹操，原则问题上，外部董事绝不能“放一马”。所以，合理“放一码”是对外部董事政治三力和履职能力的双重考验。

严格“紧一码”。在风险防范上，要严格“紧一码”，保障驻在企业行稳致远，要逐步细化推进风控制度建设、风控机构设置、风控人员精选、风控清单列举。在廉政建设上，要严格“紧一码”，让刀刃向内、从严治党、从严治企永远在路上，支持驻在企业纪检监察部门工作，通过董事会及其专门委员会跟踪重大违纪违法问责事项的落实情况。在“三重一大”上，要严格“紧一码”，督促驻在企业严格做到，凡属重大决策、重要干部任免、重要项目安排和大额度资金的使用，必须经集体讨论作出决定。

在规范管理上，要严格“紧一码”，促进驻在企业有力遏制人事管理上的优亲厚友现象，有效堵塞财物管理上的跑冒滴漏现象，有序纠正行政管理上松散懒推拖现象。

适当“加一码”。在报效国家上，要建议驻在企业适当“加一码”，自觉讲政治，对国之大者要心中有数，关注党和国家在关心什么、强调什么，深刻领会什么是党和国家最重要的利益、什么是最需要坚定维护的立场，切实把增强“四个意识”、坚定“四个自信”、衷心拥护“两个确立”、忠诚践行“两个维护”落到行动上，以实际行动服务国家重大发展规划和区域发展战略。在心系人民上，要建议驻在企业适当“加一码”，特别是在当下统筹疫情防控和经济发展吃紧的关口，要遵循习近平总书记所要求的：“平常时候看得出来、关键时刻站得出来、危难关头豁得出来”，发挥国有企业的优势，在助企纾困、稳岗复产上解民忧、暖民心、惠民生。在关心员工上，要建议驻在企业适当“加一码”，建设更有亲和力、上进心的国企文化，把广大员工担当作为的原动力、聪敏才智的创造力、踔厉奋进的战斗力激活起来、开发出来。在向内发力上，要建议驻在企业适当“加一码”，在实施国企改革三年行动中作表率，切实把国企改革三年行动抓到位、见实效，切实增强国有经济竞争力、创新力、控制力、影响力、抗风险能力。

最多“扫一码”。外部董事在驻在企业履职要从简从严，减少繁文缛节和官僚派头。工作方式要从简，最多“扫一码”，调研、议事都要轻车简行、亲力亲为。沟通方式要从简，最多“扫一码”，政出一门，事出一孔，杜绝举凡兴师动众现象。办公要求要从严，最多“扫一码”，不能向驻在企业提特殊要求，保持外部董事自省自律形象。

国企外部董事制度是中国特色现代企业制度的重要组成部分，属于国企治理大政方针政策的顶层设计；国企外部董事“四码”履职属于底层实践的工作方法和策略。政策要合天道，策略要接地气，二者必须同频共振、知行合一，才能取得事业成功，这是我们党领导革命、建设、改革的历史逻辑和实践逻辑。早在1948年3月，毛主席在《关于情况的通报》中就郑重告诫全党“政策和策略是党的生命，各级领导同志务必充分注意，万万不可粗心大意。”

中国和美日香港的房地产公司的资产负债率和降杠杆

周琼

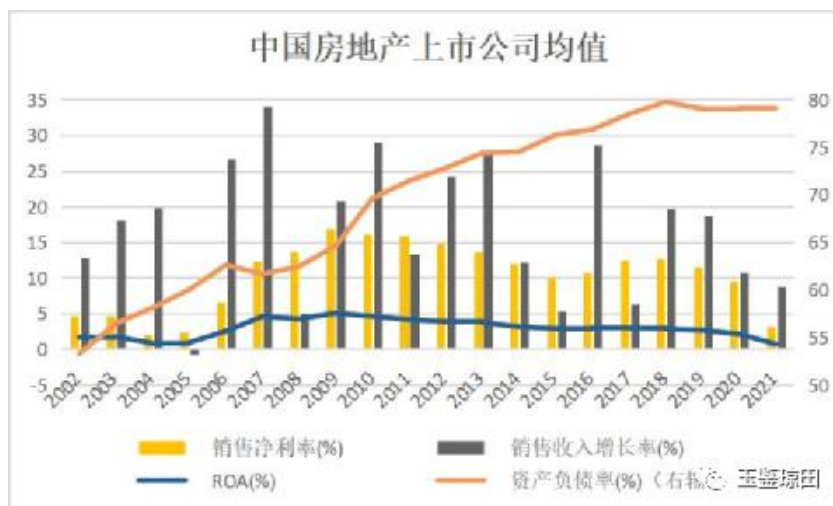
上海金融与发展实验室 特聘高级研究员

本文比较了中国和美国、日本、香港头部房地产公司资产负债率，以及营业收入、销售净利率和ROA变化情况。美国和日本房地产公司都是在房价平稳走高中，伴随经营模式的优化去杠杆，所以经营业绩改善，未引发风险。房地产公司降杠杆，还得在较好的房地产市场环境徐徐图之。

中国（本文“中国”均指中国大陆，不含中国香港）房地产上市公司平均资产负债率，2002年时为53.25%，然后攀升至2018年的峰值79.77%，2021年略有下降，为79.19%。中国房地产公司的融资方式多样，一些房地产公司实际资产负债率还不止账面所示。中国房地产公司资产负债率过高，“高负债、高杠杆、高周转”的经营发展模式，是形成今天房地产行业风险的重要原因。房地产行业的资产负债率未来肯定要下降，但过于猛烈地去杠杆又会形成行业性危机。

2022年3月，黄奇帆教授在专访中说“全世界的房产商负债率没有超过50%的，香港的房产商全部的负债率都不超过40%，中国大陆到了80%、90%，这是过去的三高——地价、房价、市场需求量猛增16倍导致的。一旦这个需求没有了，房地产商就会进入一个新常态，负债率从90%下降到80%、70%、50%甚至40%。我们现在的三条红线定在70%，是因为现在房企负债率都在80%、90%，等到他们自己一旦降下来了70%是挡不住的，它会继续自己往50%、40%降。”

中国房地产公司资产负债率目前是全球最高的，但（除了中国大陆）“全世界的房产商负债率没有超过50%的”，并非如此。日本的房地产商负债率现在还在50%以上，美国也曾经在50%以上。“香港的房产商全部的负债率都不超过40%”，多数香港房产商如此，但也有少数超过的。



一、中国和美国日本香港头部房地产商资产负债率等比较

本文列示了美国三大房地产商（莱纳、霍顿、普尔特）、日本三大房地产商（三井不动产、三菱房地产、住友房地产开发）、香港四大房地产商（新鸿基地产、新世界发展、长实集团、恒基地产）和中国四大房地产商（恒大、碧桂园、万科、融创中国）近年来的营业收入、资产负债率、销售净利率、ROA 情况。

数据均来自于 Wind（Wind 从公司年报中录得）。可惜 Wind 收录数据的时间还不够长，例如美国莱纳房屋，成立于 1954 年，1971 年上市，Wind 里对美国三大房地产商的数据均从 2005 年开始收录。日本三井不动产，成立于 1941 年，1949 年上市，Wind 里对日本三大房地产商的数据均从 2007 年开始收录。不知道美国、日本房地产商历史上是否有资产负债率更高的时候，进一步研究可以去查询年报。

中国 2020 年按房地产销售额排名前四名的房地产公司，恒大和融创目前都处于困境之中，未能公布 2021 年年报。

从营业收入看，中国四大房地产公司 2020 年的营业收入，是 2007 年的 27.35 倍。日本、美国、香港三大房地产公司（注：香港为新鸿基地产、新世界发展、恒基地产三家，长实集团 2015 年重组上市，未纳入此处计算）2020 年的营业收入，分别是 2007 年的 1.48、1.75、2.66 倍。

中国房地产业在这十几年中可谓属于狂飙突进阶段，和日本、美国、香港已经到了较为成熟的发展阶段不同。不过成熟也不代表平稳。过年十几年，美国经历了次贷危机，美国三大房地产公司 2009 年营业收入仅为危机前最高点 2006 年营业收入的 24%，即跌去了 76%，2012 年后营业收入重回增长。日本三大房地产公司营业收入增长较为平稳。香港四大房地产公司营业收入波动上升。

从资产负债率看，中国四大房地产公司资产负债率先波动上升，2017 年达到平均值 87.3% 的最高点，此后略有下降，2020 年下降至 84.3%，2021 年碧桂园和万科平均为 82.2%。融创 2017 年资产负债率曾高达 90%。美国三大房地产公司在次贷危机时总体上资产负债率是上升的，次贷危机后逐渐下降，平均资产负债率 2005 年为 55.79%，2009 年达到高点 66.42%，2021 年降至 39.11%。普尔特是美国三家中负债率相对较高的，2010 年达到 72%，2021 年为 44%，ROA、ROE 则在三家中处于中等水平。日本三大房地产公司平均资产负债率从 2010 年高点 75.42% 下降至 2022 年的 67.31%。住友是日本三家中负债率相对较高的，2012 年达到 85%，2021 年为 72%，但住友还是三家中 2021 年 ROA、ROE 最高的。香港四大房地产公司资产负债率一直不高，2005 年平均仅为 26.15%，近年来略有抬升，2021 年为 35.7%。新世界发展一直是香港四家中负债率最高的，2020 年高点达到 53%，ROA、ROE 则是四家中最低的。新鸿基地产是四家中负债率最低的，仅为 20% 多。香港的太古地产、信和置业，2021 年资产负债率更低至 14%、11%！

即最头部的房地产公司，近两年平均资产负债率，中国在 80% 以上，日本约 70%，美国约 40%，香港不到 40%。日本头部房地产公司资产负债率的高点 75%、美国的高点 66%，均低于中国。

从销售净利率看，中国四大房地产公司波动下降，2007年平均为19.9%，2020年平均为12.2%（中国上市房地产公司是2009年达16.9%的高点，2020年平均为9.58%，2021年平均为3.12%）。美国三大房地产公司经历过次贷危机中2008年低至-29.2%的销售净利率，近年趋于上升，2021年平均为15.2%。日本三大房地产公司近十年来销售净利率也在转好，从2010年的4.6%提高至2022年的12.7%。香港四大房地产公司的销售净利率波动较大，2021年为31.5%。

从ROA看，中国四大房地产公司也是波动下降，2009年达8.0%的高点，2020年平均为2.2%（中国上市房地产公司也是2009年ROA达5.0%的高点，2020年平均为2.1%，2021年平均为0.69%）。美国三大房地产公司经历过次贷危机中2008年低至-19.1%的ROA，近年上升，2021年平均ROA高达16.2%，平均ROE高达27.3%，十分惊人！日本三大房地产公司2010年ROA平均为1.2%，此后波动上升，2022年为2.4%。香港四大房地产公司的ROA也波动较大，2018年平均为7.1%，2021年为2.5%。中国房地产公司的平均ROA，2021年已经低到了危险的水平。

二、思考和建议

房地产公司经营情况一方面和房价变化密切相关，另一方面也受房地产公司的经营模式影响。

从OECD房价指数看，美国次贷危机中房价大幅下降，2012年3月末房价指数达到最低点85.93，比次贷危机前最高点2006年末119.03下降了28%，房地产公司销售收入下降幅度更大，2012年后房价回升，2022年3月末已升至150.17。日本2009年之后房价较为平稳，略有上升。2007年末房价指数是97.32，2021年末是117.04。这是美国和日本房地产公司经营状况向好的重要原因。

另外，近年来，美国和日本的头部房企在传统房地产开发业务上做细做精，围绕房地产开展了多元化轻资产业务，提高了经营回报，降低了过于依赖房地产销售的风险。可参考平安证券《新发展模式探索之美日房企经营启示》。我以后也再研究它们的业务模式。



注：以2015年为100。

数据来源：Wind，OECD

中国从 2010 年 3 月末有 OECD 指数数据，为 96.47，2021 年末是 133.74，比 2010 年 3 月末上升 39%。2021 年 9 月末是 134.17，2021 年末环比略有下降。从 OECD 房价指数看，房价的下降并不显著，历史上这种小幅下降也多次出现。从百城住宅平均价格看，房价也没有明显下行。但是房地产行业的系统性危机前所未有，多年累积的问题集中爆发，到了一个关键转折点。

从和美国、日本、香港房地产公司的比较可以发现，中国房地产公司的负债率确实高得异乎寻常。这种“高负债、高杠杆、高周转”的经营发展模式，对中国房地产公司来说，“成也萧何，败也萧何”。正是依靠这种模式，中国房地产公司规模迅速做大。2006 年美国前三大房地产公司营业收入合计（456 亿美元，折合 2992 亿元人民币）是万科、碧桂园、恒大营业收入合计（278 亿元）的 10.7 倍，到 2020 年中国前三大房地产公司营业收入合计 13929 亿元，是美国（538 亿美元，折合 3513 亿元人民币）、日本（41326 亿日元，折合 2613 亿元人民币）、香港（2023 亿港元，折合 1703 亿元人民币）前三大房地产公司营业收入的 4.0 倍、5.3 倍、8.2 倍。但这种模式下公司异常脆弱，一旦销售下滑或再融资出现困难，到期债务接续不上，一项债务违约引发交叉违约，公司可能走向破产。

从美国和日本的房地产企业去杠杆情况来看，美国三大房地产公司在次贷危机时资产负债率表现有所不同，霍顿的资产负债率从 2009 年的 66% 下降到 2010 年的 56%，普尔特却在 2010 年达到资产负债率的最高点 72%，莱纳在次贷危机中资产负债率平稳下降。三大房地产公司平均资产负债率 2009 年达到高点 66.42%，2021 年降至 39.11%，12 年下降了 27 个百分点。日本三大房地产公司平均资产负债率从 2010 年高点 75.42% 下降至 2022 年的 67.31%，12 年下降了 8 个百分点，仍然还是在比较高的水平，ROA、ROE 水平虽有改善，远不及美国。美国和日本房地产公司都是在房价平稳走高中，伴随经营模式的优化去杠杆，所以经营业绩改善，未引发风险。房地产公司降杠杆，还得在较好的房地产市场环境中徐徐图之。

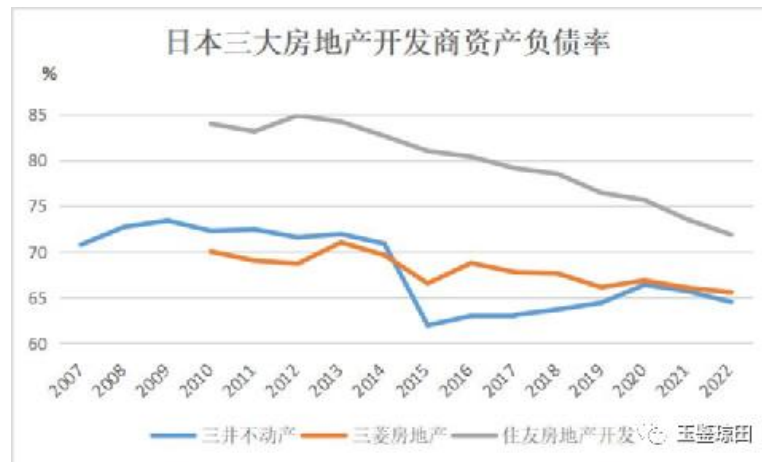
目前的房地产危局，销售难以短期提振，投资者对众多民营房地产企业都丧失信心，还需要国家进一步加大救助力度。例如有提出设立国家房地产基金为房地产企业注资或收购其已发行债券，这一措施有必要性和可行性。

附图：

1. 日本三大房地产商情况



注：日本三大地产商财年均截至3月31日。
数据来源：Wind，公司年报。下同。



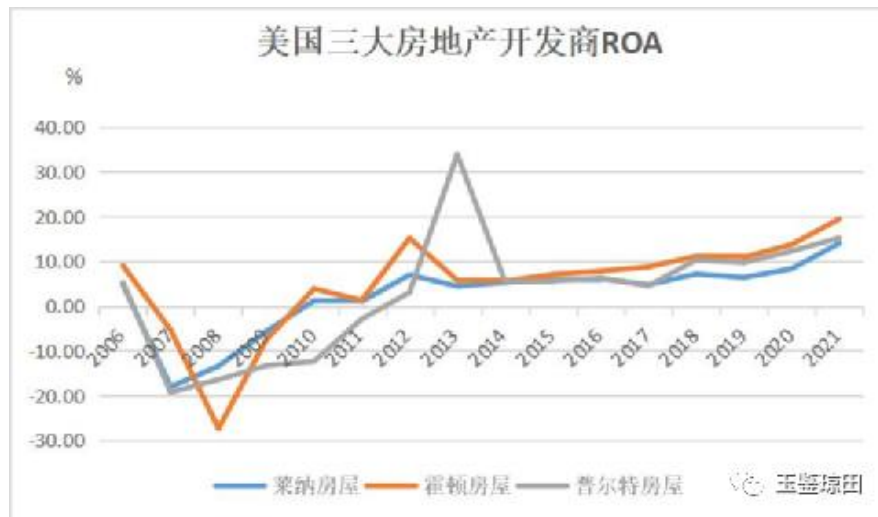


2.美国三大房地产商情况



注：莱纳财年截至 11 月 30 日。霍顿财年截至 9 月 30 日。普尔特财年截至 12 月 31 日。

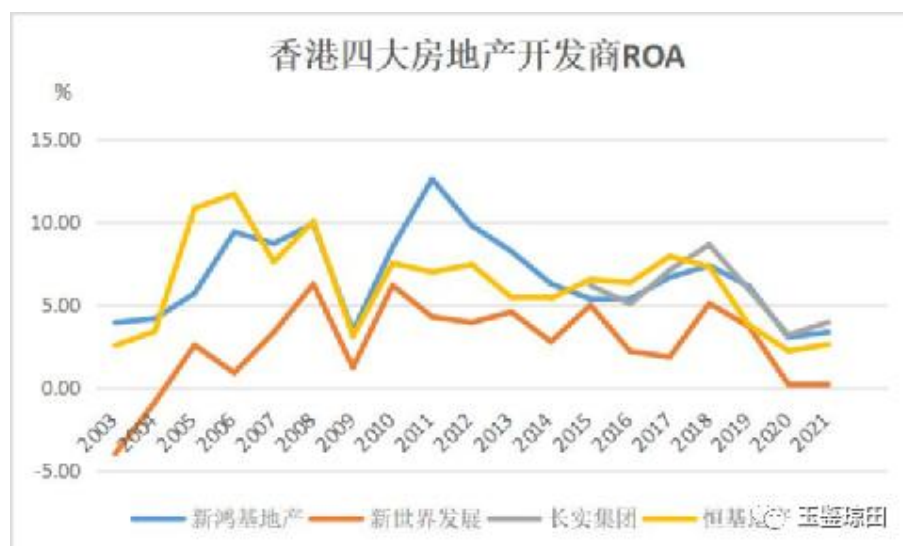
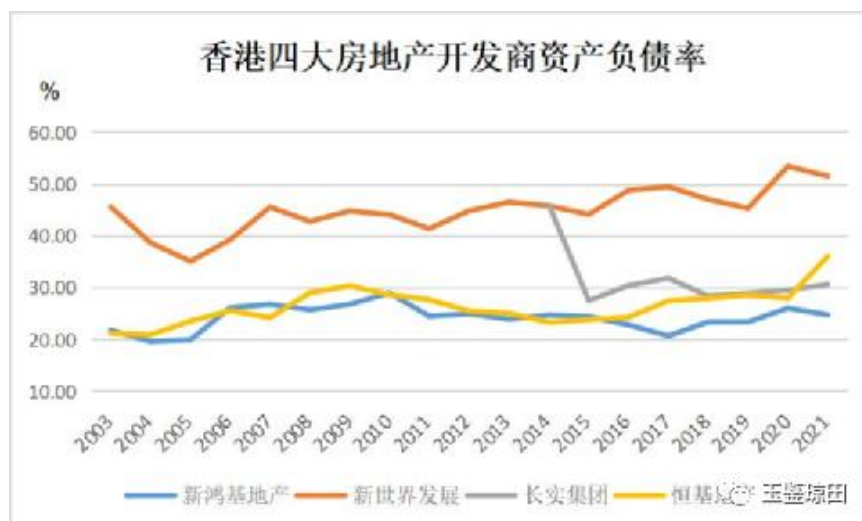




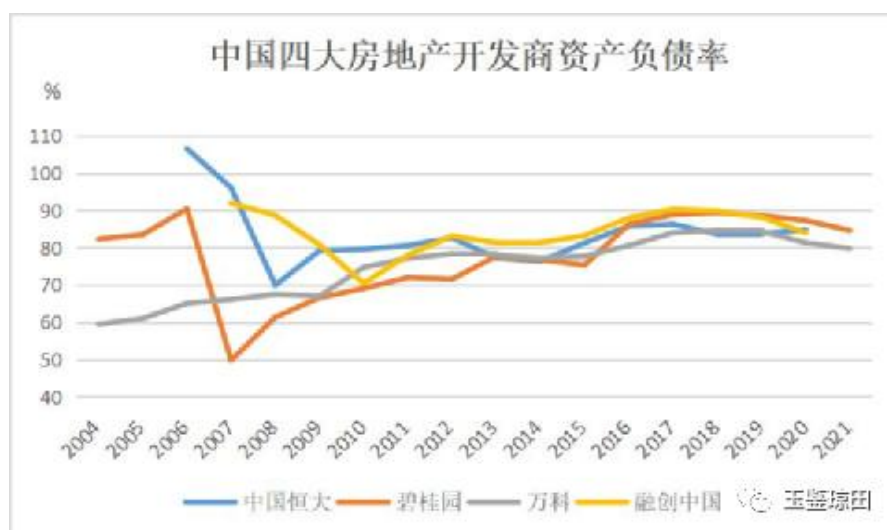
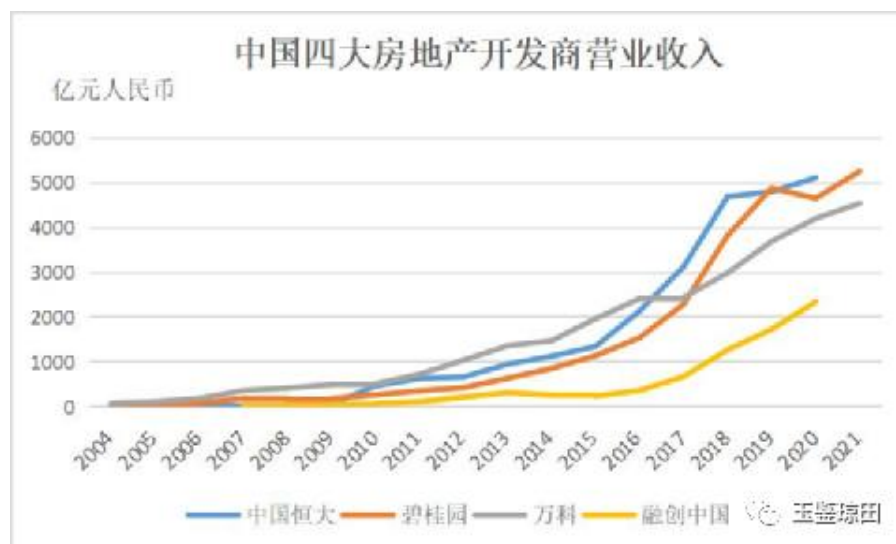
3.香港四大房地产商情况

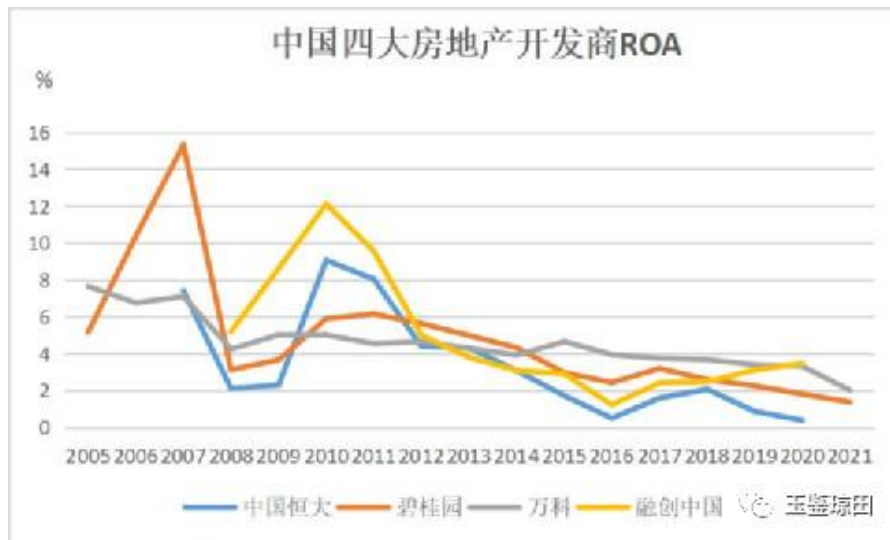


注：新鸿基地产、新世界发展财年截至 6 月 30 日。长实集团、恒基地产财年截至 12 月 31 日。



4.中国四大房地产商情况





（内容来源：玉鉴琼田）

科技金融驱动我国制造业竞争力提升的路径研究

邓宇

上海金融与发展实验室 特聘研究员

制造业竞争力是衡量一国经济增长潜力和发展实力的重要指标，尤其对于后发国家而言，不仅应高度重视制造业发展，而且应适应制造业新发展趋势，学习和借鉴发达国家科技金融创新模式和经验，打造适应国情和本土制造业升级的科技金融体系，有力支撑制造业转型升级。我国制造业发展进入新的竞争阶段，既拥有十分广阔的发展前景，也面临着比较严峻的内外部发展形势。目前，我国科技金融体系在支持服务新阶段制造业转型升级方面取得了诸多成绩，但与全球制造强国相比仍有不足，在助力实现制造强国战略方面仍有薄弱环节。对此，本文认为我国应着力研究科技金融体制机制改革，加强资本市场与银行投融资服务创新，以制造业竞争力提升为中长期规划目标，依托科技金融政策与制度改革、银行投融资服务创新、多层次资本市场建设和金融科技发展，共同助力制造业竞争力提升。

随着国际制造业转型升级、产业链价值链提升及制造业外迁等加快推进，后发国家在加快推进制造业升级过程中出现了创新发展动能不足、自主创新匮乏、金融支持偏弱等突出问题，制约其进一步增长，部分后发国家甚至出现了“倒退”并落入制造业“空心化”的陷阱。欧美、日、韩等发达国家在充分运用科技金融创新驱动制造业竞争力提升方面积累了丰富的丰富经验，不仅适应了国际制造业转移和外迁的新趋势，而且通过“再工业化”政策和制造业服务业价值链提升等增强了制造业科技“含金量”。

当前，我国制造业发展水平位居世界前列。根据联合国工业发展组织发布的“全球制造业竞争力指数（2020）”，我国排名第二位。2020年，我国制造业增加值规模达3.85万亿美元，占比达26.18%（见表1）。面对全球制造业竞争加剧的态势，未来我国仍应持续推进制造业转型升级，加快落实制造强国战略。目前我国服务制造业转型升级的科技金融体系仍有待完善，资本市场服务科技金融的潜力挖掘仍有不足，政策性银行和商业银行的经营理念、投融资结构、盈利模式和风险管理机制等亟待优化。未来加快推动科技金融体系建设，有力支持制造业转型升级，不仅要学习和借鉴全球制造强国的成功经验，而且要立足我国制造业转型升级的政策规划要求，探索中国特色的科技金融发展道路。

表1 2020年世界主要国家制造业增加值、占GDP比例与GDP全球占比(单位:亿美元,%)

排名	国家/地区	制造业增加值	占GDP比重(%)	GDP世界占比(%)
1	中国	38,538.08	26.18	17.38
2	美国	22,720.00	10.87	24.71
3	日本	10,455.48	20.79	5.97
4	德国	6,988.96	18.17	4.49
5	韩国	4,063.73	24.81	1.92

数据来源:世界银行和公开资料,笔者整理。

一、问题的提出与文献述评

从工业化进程和制造业发展趋势来看,发达国家在支持制造业特别是前沿科技方面积累了丰富的经验。不仅创新科技金融模式,而且以科技金融体系为支撑,构建起了囊括发展战略、法律、财税政策、银行制度、资本市场等全领域的支持体系。作为目前领先的制造业大国,我国在加快实施制造强国战略进程中,也应重视科技金融的发展,使其发挥积极作用。目前,政策层面已经陆续出台了支持制造业转型升级的政策规划,资本市场和银行机构也在加快推进科技金融建设,取得了较为突出的成绩和经验。

科技金融的创新涉及系统工程,不仅需要从局部加强投融资支持,改善科技金融服务,而且要求从系统和全局层面把握制造业转型升级的前沿,紧跟全球制造业发展的动向。本文认为应结合制造强国战略目标,注重研究大中型、中小型制造业企业不同的融资需求,注重区分资本市场与商业银行科技金融的职能、特色,发挥不同主体的作用。

从理论层面来看,我国科技金融的理论研究相对较晚,关于科技金融支持制造业发展的研究较少。20世纪80年代中期,关于科技与金融的融合研究初露端倪,以传统的银行信贷为主;20世纪90年代,科技金融主要作为与财政政策配套的公共政策,2006年后各地科技规划涉猎金融支持科技创新的一些举措;2009年开始,科技金融的实证研究和国际比较研究增多。赵昌文等(2009)在专著《科技金融》中首次系统性阐释了科技金融的产生背景、发展过程及主要理论。房汉廷(2010)认为,科技金融是科技创新活动与金融创新活动的深度融合,是由科技创新活动引发的一系列金融创新行为。张明喜等(2018)提出,科技金融的本质是经济金融和科学技术的融合过程,更是创新型经济的高级形态。刘义臣等(2021)研究提出,各地应根据自身资源禀赋和条件谋划科技金融和先进制造业协同发展政策。龙海明(2021)认为,科技金融显著推动制造业结构合理化和高级化。赵晗(2022)对德国科技金融体系进行了案例研究,重点讨论了德国对中小企业的各项金融支持措施。前述研究为科技金融理论体系的完善提供了多元化视角。

本文从政策与实践层面考察制造强国为发展制造业而构筑的科技金融体系,总结其特征、结构和经验,主要厘清三个问题:一是厘清制造业竞争力提升与科技金融的内在逻辑关系,重点聚焦制造业转型升级,既要周密部署支持大中型制造业企业科技金融服务计划,也应增强对“专精特新”中小型制造业企业的科技金融服务能力;二是从中长期视角剖析我国科技金融支持制造业转型升级可能存在的薄弱环节,参考国际经验探索具有中国特色的科技金融发展路径;三是聚焦全球制造业发展趋势和我国制造业转型

升级的实际需求，结合国家和地方制造业高质量发展规划，在现有的政策性银行、商业银行和资本市场等金融支持制造业转型发展的工作基础上，提出创新变革的对策建议。

二、加快科技金融创新支持制造业转型升级的必要性

数字经济时代，制造业竞争力的提升是一项长期的重大系统工程，除了政府的财政投入外，迫切要求有强大的科技金融作支撑，需要多层次资本市场和领先的商业银行投融资服务支持，形成可持续的科技金融长效发展机制。

（一）科技金融的重心在于长期支持制造业转型升级

我国作为制造业大国，正在向制造业强国发展。根据《2021年中国制造强国发展指数报告》，2015—2020年间我国制造业增加值年均增速为5.84%，2020年我国制造业增加值全球占比达到了28.18%，制造业出口全球占比达到了18.70%。全球主要制造业强国加快制造业转型升级。2019年德国《国家工业战略2030》提出要保持德国工业在欧洲和全球竞争中的领先地位，加强新科技并促进私有资本研发投入。2022年美国众议院通过了《2022年美国竞争法案》，计划投入2570亿美元发展先进制造业和前沿科技，其中包括向芯片制造业投资520亿美元。近年来，在我国制造业转型升级过程中，资本市场面临上市制造业企业盈利收缩、技术创新不足、产业链供应链短缺等问题，初创的中小型制造业企业存在抵押物缺失、知识产权价值不明确等问题，而传统的银行信贷同样面临一些制造业企业产能过剩、转型失败等风险。因此，科技金融要着力应对制造业转型升级的潜在风险挑战，从体制机制层面探索长期支持服务制造业发展的改革和创新模式，增强制造业投融资服务的前瞻性、包容性，这就要求建立起更加完善的科技金融体系，构建起科技驱动制造业竞争力提升的生态。

（二）制造业新业态和新模式迫切要求科技金融加快创新

《2021年中国制造强国发展指数报告》预计，我国能够在2025年迈入世界制造强国第二阵列，初步具备与日本基本相当的制造业国际竞争实力。作为全球重要的制造大国，我国近年来也加大了制造业研发投入。数据显示，2020年我国研发投入占GDP比重为2.4%，高技术制造业R&D经费达4649.1亿元，投入强度（与营业收入之比）为2.67%；装备制造业R&D经费9130.3亿元，投入强度为2.22%。同时，制造业转型升级中许多中小型制造企业“隐形冠军”成为全球制造业产业链的重要一环，制造业的数字化、智能化明显提速。数据显示，目前我国培育大型互联网工业平台超过150家，平台服务工业企业超过160万家，5G+工业互联网”在建项目达2000多个，规模以上工业企业关键工序数控化率达55.3%，开展网络化协同和服务型制造业的比例分别达到了38.8%和29.6%。从未来趋势看，制造业转型到了新的阶段，科技金融在服务制造业新业态和新模式方面还处于探索成长阶段，面临一些新的难题和潜在的风险挑战。新一轮的全球制造业竞争即将展开，伴随着产融结合加快、服务型制造业崛起，我国的科技金融体系应从传统模式加以转变，不断适应全球制造业发展新业态、新模式。

（三）科技金融能力建设关系到制造强国战略目标的实现

制造业强国战略的实施离不开科技金融的强有力支撑。美国、德国、日本等制造业强国均依托其健全的科技金融政策、先进科技金融发展模式重点支持制造业升级。2015年，国务院印发《中国制造2025》

（见表 2），作为部署全面推进实施制造强国的战略文件，也是实施制造强国战略第一个十年行动纲领。2021 年，中国银保监会发布《关于银行业保险业支持高水平科技自立自强的指导意见》，提出推动完善多层次、专业化、特色化的科技金融体系，为实现高水平科技自立自强提供有力支撑。同时，中国人民银行专门设立科技创新再贷款，引导金融机构加大对科技创新的支持力度，撬动社会资金促进科技创新。我国目前正在加快推进注册制改革，深化科创板市场建设，加大银行对制造业企业中长期贷款，专设“专精特新”融资计划等，这些措施将有利于不断完善科技金融体系。未来整个金融体系应统筹发力，共同服务制造强国战略。

（四）制造业数字化与金融科技发展产生积极协同效应

全球数字经济崛起，制造业数字化成为新赛道，我国具备较强的竞争优势。数据显示，新冠肺炎疫情影响下全球制造业数字化转型提速，推升 2021 年全球智能制造市场规模达到了 3050 亿美元，预计 2025 年有望增长至 4500 亿美元，年复合增长率达 10.5%。当前，我国也在抢占制造业数字化和智能化革命的重要机遇，陆续推出了制造业数字化发展规划和政策部署。2017 年，国务院印发《关于深化“互联网+先进制造业”发展工业互联网的指导意见》（见表 2），提出打造与我国经济发展相适应的工业互联网生态体系，使我国工业互联网发展水平走在国际前列，争取实现并跑乃至领跑。制造业数字化和智能化为金融科技提供了重要的试验场和个性化场景，将有利于加快推进制造业产业生态与金融数字化紧密融合，驱动金融业务更加适应制造业前沿发展，创新科技金融产品，实现科技资源贡献和技术协同，为新型制造业、智能制造和制造业服务化提供有力支持。

政策文件	主要内容
《中国制造 2025》	积极发挥政策性金融、开发性金融和商业金融的优势,加大对新一代信息技术、高端装备、新材料等重点领域的支持力度;健全多层次资本市场,支持符合条件的制造业企业在境内外上市融资、发行各类债务融资工具;引导风险投资、私募股权投资等支持制造业企业创新发展
《关于深化“互联网+先进制造业”发展工业互联网的指导意见》	支持符合条件的工业互联网企业在境内外多层次资本市场开展股权融资,引导各类投资基金等向工业互联网领域倾斜;加大精准信贷支持力度,鼓励银行业金融机构创新信贷产品;延伸产业链金融服务范围
《关于加快培育发展制造业优质企业的指导意见》	发挥各类政府引导基金作用,鼓励社会资本出资组建优质企业培育基金;加强企业融资能力建设和上市培育,支持符合条件的优质企业在资本市场上市融资和发行债券
《要素市场化配置综合改革试点总体方案》	支持金融机构设立专业化科技金融分支机构,加大对科研成果转化、创新创业人才等支持力度;支持优质科技型企业上市或挂牌融资;完善知识产权融资机制,扩大知识产权质押融资规模
《科技部办公厅关于营造更好环境支持科技型企业研发的通知》	建立金融资本支持企业创新积分制,统筹银行信贷、风险补偿、融资担保、金融债等,完善企业创新积分与涉企金融政策支持联动机制;支持形成与北交所、深交所、上交所等证券交易机构的协同机制,拓展融资渠道

数据来源:根据政府官网公开政策文件,笔者整理。

国别	经验特征
美国	1.政府部门为不同时期制造业竞争领域提供财政预算、税收优惠和投资计划,其中专门设立中小型制造业发展计划 2.通过政府资金、资本市场融资和投资银行等多种融资方式,灵活、开放地为制造业基础研究、科技创新和供应链提供支持
德国	1.制定并完善领先的中长期制造业战略计划,通过政府预算、基础研究投入、产业链支持计划等重点发展先进制造业 2.依托全能银行制度为科技型企业提供股权投资、信贷融资、知识产权抵质押等各类服务,并发挥政策性银行的特殊作用
日本	1.根据不同时期国内产业发展状况制定和实施不同的产业政策,引导企业的生产和经营方向,在金融、财政税收、技术上给予支持 2.20世纪50年代,日本成立日本开发银行、日本进出口银行、中小企业金融公库等政策性金融机构,为企业提供融资支持
韩国	1.通过提供政策性融资、设立政府基金和政策性金融机构等方式,向大型制造业企业倾斜金融资源,迅速培育其规模化 2.依托产业银行,在政府、保险和担保机构三方共同建立的信用担保体系的保障之下,为制造业转型提供长期、低息贷款

数据来源:根据学术文献和公开资料,笔者整理。

三、科技金融服务支持制造业转型升级的国际经验

全球制造强国在政策、法律和融资计划等各领域建立起支持制造业升级的科技金融体系,有效驱动制造业竞争力不断提升(见表3)。

(一) 制定并完善制造业前沿发展的政策与法律体系

美国对于金融支持制造业转型发展有着完备的政策与法律框架,具有很强的约束力和执行力。21世纪以来,美国从战略层面制定了诸多推进制造业前沿发展的政策规划,2015年《美国创新战略》提出优先支持基因组学、大型数据集分析、清洁能源、空间技术、高性能计算等前沿领域;2018年《美国先进制造业领导战略》提出支持智能和数字制造系统、先进工业机器人、人工智能等15个重点方向。同时,美国在法律层面为制造业转型升级提供坚实保障。2010年美国签署了规模达170亿美元的《美国制造业促进法案》,意在帮助制造业降低成本,增强美国制造业的竞争力,并进一步巩固制造业作为美国经济复苏关键动力的地位;2014年美国国会将《振兴美国制造与创新法案》定为法律,实施制造业创新网络计划,在全国范围内建设创新中心并重点关注纳米技术、光子和光学器件、复合材料、生物基因和先进材料等;2022年美国众议院通过《2022年美国竞争法案》,将投资上千亿美元到半导体行业、制造业供

应链、医疗器械等高科技领域，凸显了美国政府对制造业的重视。全球制造强国不断围绕制造业前沿发展推出战略政策和法律措施，聚焦前沿科技创新，从而维持本国的制造业全球竞争力。

（二）构建政府引领+社会协同的制造业融资机制

由于制造业是国家产业政策的重点，发达经济体制造业发展也强调政府的引领作用，发挥政府在前期的研发投入、先进制造产业项目推进、科技创新驱动及商业化应用等方面的积极作用。美国、日本等先进制造业强国在制造业融资计划方面通常依托于政府引领，选定重点的制造业前沿技术和项目进行初期投入，其后引入社会资本广泛参与研发和产品开发，形成了政府引领+社会协同的制造业融资模式。事实证明，这种模式不但能够有效规避科技创新的投资风险，而且能够充分发挥社会资本力量，最终也有利于建立起一批有实力的制造业企业。一般由政府提出制造业发展的融资计划并先期投入，以财政预算或补贴的方式启动制造业产业项目。美国主要通过直接财政拨款及税收减免政策支持制造业科技企业，建立起制造业创新的公私联合体，推动基础性研究和前沿领域创新，并发动私营部门和风险投资机构加入到各类制造业创新计划，政府提供包括信贷投入、知识产权激励和政府购买服务等配套服务。日本除了提供包括委托费、补助金、运营交付金、税收优惠等各类财政政策支持制造业发展，还主要依托信用保证制度和信用保险制度为制造业科技创新提供支持。

（三）专门设立中小型制造业企业融资支持计划

美国、德国对领先的中小型制造业企业十分重视，在融资方面给予了大量的支持，专门设立了长期的融资支持计划，帮助中小型制造企业发展壮大。美国专门设立了联邦小企业管理局（SBA），向中小企业提供资金支持、技术援助、政府采购市场开拓（特别是国际市场）等服务。目前，美国在重构制造业产业链时积极扩大小型制造商的融资渠道，通过改进的国家小企业信贷计划（SSBCI）部署 100 亿美元美国救援计划（ARP）资金，引导市场为包括小型制造商在内的小企业带来超过 700 亿美元的额外贷款和投资；美国小企业管理局（SBA）还将致力于为国内小企业制造商提供资金的小企业投资机构（SBIC）优先发放许可证。

（四）打造政策性银行为主力的制造业融资服务网络

制造业的转型涉及技术研发、知识产权保护、成果转化和市场应用等诸多领域，在整个制造业产业链供应链体系中不仅需要前期的风险投资、研发资金投入，而且需要在成果转化、市场开发及产品销售等各个环节具备配套的、高效的金融服务。德国和日本共同的经验是，发挥政策性银行和专业银行在支持制造业发展方面的巨大作用。德国复兴信贷银行（KfW）为高风险的科技创新企业融资提供了强有力的支持：一方面优化调整政策性金融集团组织架构，利用政策性银行资源与商业银行开展转贷服务；另一方面直接发起设立引导类投资基金，对创新型中小企业进行股权支持。日本通过建立政策性银行制度来支持制造业发展。1951 年根据《日本开发银行法》成立的日本开发银行（后改为日本政策投资银行）由政府全部出资，服务于日本的国家产业政策，一般通过向企业资本性投资或应用创投资本，以及采取优先股、次级贷款等方式激励金融机构扩大投资，主要为基础产业、优势制造业产业、重点科研项目提供优惠贷款，为日本制造业的发展提供金融支持。

（五）充分发挥资本市场支持制造业创新的功能

高科技制造业企业具有个性化、高风险的特征，传统的间接融资很难完全满足需求，资本市场在服务制造业科技创新方面独具优势。欧美国家发达的资本市场为大量的制造业科技企业提供融资服务，资本市场灵活、高效和便捷的融资方式也为服务型制造业提供了更多融资机会。数据显示，美国估值超过 10 亿美元的科技初创公司已经有 900 多家，2021 年科技初创公司企业筹得的资金总额高达 3300 亿美元。据统计，美国近 94% 的软件行业、85% 的半导体行业及 82% 的通信行业的公司均在纳斯达克（NASDAQ）上市。2000—2018 年，美国制造业经历了从“空心化”到再回流的阶段，资本市场、风险投资有力支撑了知识资本（科学发明、基础与应用研究）发展。有关研究指出，美国标准普尔 500 指数成分股的无形资产从 2005 年 2.32 万亿美元快速发展到 2018 年的 4 万亿美元，2021 年美国风险投资达 3113.4 亿美元，绝大部分流入先进制造业科技企业。不难看出，美国充分发挥资本市场服务制造业创新的功能，为科技金融构筑了坚实的资本市场基础。

四、我国科技金融服务制造业转型升级的成效与薄弱环节

（一）驱动制造业转型升级的科技金融政策制度有待完善

我国围绕制造业转型升级和先进制造业发展等提出了诸多系统性规划。金融管理部门围绕制造业转型升级提出了具体的实施意见，国有大型商业银行、政策性银行等设立了专门的科技金融分支机构或专营机构（2019 年超过 750 家）。各地方围绕制造业转型提出了一些科技金融试点的政策，如长三角 G60 科创走廊跨区域协同，就有科技金融创新试点。这些政策规划主要以制造业转型升级、智能制造和制造业数字化为主，配套的金融支持举措具有一定的差异性，与地方制造业产业结构密切相关。但是，由于制造业转型发展和科技金融资源分布存在不平衡不充分问题，中西部地区的制造业转型难度更大，金融资源相对稀缺，政府制造业产业基金、风险投资等发展偏弱，有待国家统筹规划和适当给予政策倾斜。同时，未来制造业转型升级需要大量投融资支持，融资的结构化要求较高，除了基础性的金融支持政策，还需加强科技金融的顶层设计和创新试点。此外，资本市场、银行信贷、政府产业基金及天使投资等不同金融要素市场还存在诸多约束，单纯依靠资本市场或金融机构自身很难推进深层次改革，须就科技金融支持制造业中长期发展制定完善政策规划和行动计划，并付诸实践，从而发挥制度优势，为社会资本广泛参与制造业转型升级创造积极开放的投资环境。

（二）传统信贷资源过于集中在制造企业重资产

近几年，围绕制造业发展新趋势，科技金融加大了创新支持力度。数据显示，2021 年我国制造业贷款较年初增加 2.8 万亿元，制造业中长期贷款新增 2.1 万亿元，制造业信用贷款新增 1.1 万亿元，高技术制造业贷款新增 5807 亿元。其中，2021 年我国六大国有商业银行制造业贷款达 8 万亿元，有力地支持了制造业中长期发展（如图 1 所示）。但是，研究发现，传统的信贷资源集中于制造业重资产，存量的信贷资产沉淀较多，仍应平衡制造业信贷投放与资产质量；多层次资本市场建设与制造业新业态新模式的快速发展仍存在不相适应的问题，注册制改革、科创板及北交所等处于试点阶段，未来还需要积极探索更加高效的上市公司融资模式，既要为优质的前沿制造企业或具备发展潜力的中小型制造企业提供投

融资服务，也要进一步提升制造业上市企业发展质量，避免金融资源过剩和利用率偏低等问题。同时，各地在推进制造业转型升级过程中面临的科技金融环境差异较大，政府投资、民间投资及传统金融在支持制造业转型升级中的结构有所不同，发挥的功能也应是差异化的。除了显性的金融要素外，还应紧跟智能制造、制造业数字化、工业互联网等新发展业态和模式，从财税优惠和补贴、知识产权抵质押管理、进出口关税、无形资产评估等其他非金融要素层面加大改革创新，为提升科技金融服务水平提供协同支持，解决科创型制造企业融资痛点。

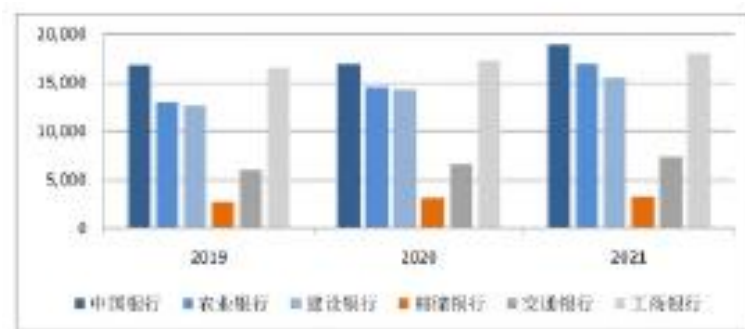


图1 我国六大国有商业银行制造业贷款(单位:亿元)

数据来源:上市银行报告和公开资料,笔者整理。

（三）协同支持制造业转型的科技金融机制仍须健全

我国制造业转型升级面临的内外部形势趋于复杂。一方面，全球制造业产业链供应链面临重构，高新技术出口管制等不确定性因素增多；另一方面，我国正在从制造业大国走向制造业强国的过渡阶段，中低端制造业产业链开始出现国内区域性转移和部分外迁。在此背景下，迫切要求健全科技金融协同机制。近几年，我国各级政府及投资机构、金融机构等投入大量的资金支持制造业转型升级，取得了较好的成效。2019年，财政部、国开金融、中国烟草等共同发起设立国家制造业转型升级基金股份有限公司，主要投资新材料、新一代信息技术、电力装备等领域的成长期、成熟期企业；2021年，广东省佛山市设立了制造业转型发展基金，主要投资制造业龙头企业、核心产业链集群项目，以及数字化、智能化转型发展项目。未来提升制造业竞争力，有两大问题待解：其一，国内区域性的制造业产业链供应链的转移迫切要求提供多元化的投融资支持，其中涉及融资成本、资金断链及财务风险问题（包括短期盈利萎缩、产出周期长），可能引发投资风险和不良率上升；其二，国内发达地区的中低端制造业产业链向新兴国家外迁可能带来一些负面影响，过渡阶段和制造业产业链价值链升级阶段都可能出现投资真空期。特殊时期，充分调动科技金融协同支持制造业转型的机制有待加快完善，包括风险担保、局部风险化解处置、再融资等各项机制。

（四）围绕制造业新业态新模式的科技金融创新亟待加强

近年来，商业银行积极探索科技金融创新，通过设立科创金融服务专营机构，创新知识产权、专利等多种类型抵押，探索多元融资模式服务创新型制造业发展（见表4）。数据显示，2021年我国专利和商标质押融资金额达到3098亿元，惠及企业1.5万家。但是，面对知识经济创新企业包括“专精特新”等中小型制造业企业快速发展，传统信贷模式遇到新的挑战。其一，大型的银行集团发挥全牌照资源协同

支持制造业转型升级的体制机制仍有改革空间，信托、租赁、股权投资、保险和投资银行等模式有待加快创新，存在融资组合不平衡、信贷集中度过高等问题，或受制于授信政策，或因风险管理、关联交易制度等受限。其二，传统的信贷工具和品种相对单一，已经无法适应新型制造行业的多元化融资需求，围绕知识产权等无形资产抵质押管理、信贷品种创新和应用的覆盖面仍有不足，难以匹配大规模的高新技术企业、先进制造和智能制造等中小型企业融资需求，传统融资模式也很难完全精准对接专精特新“小巨人”企业，而且容易造成信贷资源利用率低、信贷投放过剩等问题。总体而言，商业银行目前的投融资模式还不能完全适应制造业新发展。

表 4 商业银行支持制造业新业态新模式发展的经验	
银行名称	主要经验作法
工商银行	1. 专门成立分行级科创金融服务专营机构——科创金融服务中心,依托科创服务特色支行,搭建分支行一体化服务框架 2. 引入国家科技评估中心作为第三方行业分析和无形资产评估机构,推出知识产权质押融资产品,助力企业研发成果转化和再研发投入
建设银行	1. 推出“科技企业创新能力评价体系”,通过“技术流分析+团队分析+企业经营分析”三位一体评估,开发创新产品科技创业贷 2. 搭建了“建融智合”智能撮合综合服务平台,协助制造业企业找服务、找项目、找投资,消除企业间信息不对称的壁垒
农业银行	1. 创新推出产业集群批量营销、平台合作、产业链金融、数字化金融和多元金融等五大制造业金融服务模式
中国银行	1. 以知识产权、专利、版权、商标等多种押品组合质押的方式,提升贷款企业的违约成本,减少信息不对称风险 2. 银、政、担多方合作融资模式,企业以知识产权为质押为担保公司提供反担保,降低集中度风险,提高授信成功率和效率
交通银行	1. 为科技制造中小微企业量身定制“科技贷”“知识产权质押”“成长之翼”等特色产品 2. 研发制造业模型,精准支持优质客户,围绕新基建细分领域的盈利模式与业务模式,探索差异化的制造业企业风险评估方法

数据来源:根据学术文献和公开资料,笔者整理。

因此，应注重研究并支持商业银行发挥资源优势，积极融入直接融资市场，广泛参与多层次资本市场建设，为制造业科技创新提供强有力支撑。

（五）政策性银行制度支持制造业高质量发展尚有空间

从国际经验看，政策性银行制度成为促进制造业转型升级的重要力量，特别是在服务制造业中长期发展和前沿科技创新方面具有独特优势。不仅在政府投资与社会资本运作之间形成了高效、开放和灵活的投融资杠杆作用，而且为资本市场和商业银行（包括投资银行）的深化合作提供了畅通的平台。我国拥有较为完善的政策性银行体系，对制造业中长期发展和制造业“走出去”提供了多方位支持。2007 年，原中国银监会就发布了《支持国家重大科技项目政策性金融政策实施细则》，要求政策性银行通过与风险投资基金、产业投资基金、财政投融资或其他权益性投融资合作，或通过开展银团贷款、政府转贷款等对国家重大科技项目给予重点支持。数据显示，截至 2021 年末，国家开发银行制造业贷款余额达到 9588 亿元，其中，中长期贷款占比 85%，进出口银行累计发放制造业贷款近万亿元，年末余额超 1.5 万亿元，重点支持先进制造业、战略新兴产业、新型基础设施建设。长期看，我国制造业转型升级的目标任务具有阶段性、长期性、系统性的特征，调动政策性银行在大型项目贷款、中长期贷款资金成本及专业人才资源等方面的优势成为夯实科技金融体系的重要一环。过去数年，我国的政策性银行在服务制造业方面已经积累了不少的经验，未来在加快推进制造业竞争力提升、打造制造强国战略进程中，政策性银行制度仍有很大的创新拓展和提升空间，进一步将我国的政策性制度优势充分发挥出来。

五、加大科技金融创新驱动我国制造业竞争力提升的建议措施

未来将是提升我国制造业发展水平的战略机遇窗口期，科技金融在其中扮演重要角色，应统筹制定中长期的科技金融支持政策，从科技金融服务体系到投融资模式等持续创新，驱动我国制造业竞争力提升。

（一）完善科技金融支持制造业中长期发展的政策制度

目前国家“十四五”规划及部委具体规划已就制造业中长期发展作了具体部署，各地方陆续出台了中长期的制造业转型升级行动计划，其中提出了金融保障政策和举措。一是建议从法律法规层面补充完善或新设制造业转型升级和竞争力提升的具体规定，通过立法或立法授权的形式给予制造业发展高度重视，围绕科技创新体制机制、制造业发展战略进一步明确政府职能部门、金融管理部门及金融机构支持服务制造业前沿创新领域的职责、功能和作用，为各有关部门支持制造业前沿探索和实践提供法律制度保障。二是建议从具体政策层面推出科技金融支持制造业中长期发展的规划举措，考虑到一些地方已经在科技金融领域积累了比较丰富的经验，而且如上海、深圳、苏州等地自身具备较为丰富的制造业资源，其科技金融创新也走在前列，未来可以通过率先试点推广，推动科技金融体系逐渐完善，同时结合区域发展战略，如在上海浦东引领区、粤港澳大湾区、成渝双城经济圈等金融改革和对外开放试点较早的区域，加快推进科技金融试点到区域复制推广，与我国制造业发展进程密切融合起来，做实转型升级和前沿创新工作。

（二）积极搭建有梯度、多元化和广覆盖的科技金融服务体系

一是建议根据国家“十四五”规划提出的“完善金融支持创新体系”的要求，统筹推进国家级科技金融服务生态建设，充分发挥集中力量办大事的制度优势，从国家层面推出具有前瞻性、引领性和全局性的科技金融服务体系，重点聚焦先进制造业、智能制造等前沿领域，对标全球制造强国战略发展，适时推动建立国家层面的科技金融规划或综合试验方案，加快探索中国特色科技金融发展道路。二是建议制造业实体经济部门与金融部门探索深化协同发展机制，制造业政策制定部门、产业规划部门、科技部门与财政、税收、金融、人才教育等制造业发展保障部门通力协作，加快搭建专门化、系统性的制造业高质量发展机制，最大化利用好各自的资源、技术、人才和市场开发等优势，全方位服务制造业转型、先进制造业发展、前沿制造业科技创新、基础研发等，畅通税收、知识产权保护、产学研融通、专利成果转化等服务便利，开设绿色通道积极响应制造业前沿创新服务。三是建议围绕《中国制造 2025》提出的“完善金融扶持政策”的具体行动纲领，金融管理部门、科技部门、产业政策部门及金融机构等结合深化金融改革、扩大金融开放等政策窗口，进一步推动制造业投融资服务创新，将制造业转型升级的产业政策、投资计划等纳入其中，营造和建设柔性、灵活、开放的制造业投资环境，吸引更多外资机构加大对我国制造业创新的投资。

（三）持续推进以银行为主力的制造业投融资结构性改革

传统的信贷资源在服务制造业发展方面的作用不可替代，未来要推动直接融资与间接融资相结合，抓住要素市场与全国统一市场的新一轮改革机遇，加快助力制造业转型升级。一是建议政策性银行、大

型国有商业银行等完善补充专门的科技金融部门、专营机构或科技金融专班，紧跟国家和地方在制造业高质量发展方面的各项政策和资源投入，依据总分行、子公司等不同层级形成垂直管理与跨部门协同的科技金融服务机制，从信贷资源、科技、人才队伍等方面加强配置，凝聚服务制造业转型升级发展的科技金融力量。二是建议根据制造业转型发展的新业态、新模式和新趋势，鼓励、支持和引导商业银行除了从总量规模指标上加大对制造业中长期、高端制造业行业的信贷投入之外，应将信贷资源优化布局，更多向智能制造、人工智能、新材料等前沿性、战略性新兴产业倾斜，避免信贷资源过剩或资金利用效率低等结构性问题。三是建议发挥商业银行全牌照资源优势，增强商业银行、投资银行与信托、租赁、保险等金融机构的金融协同能力，通过不同类型的投融资方式、渠道和产品来满足不同类型、不同层次的制造业行业融资需求，重点围绕“专精特新”“隐形冠军”等制造业企业开展多元化、个性化投融资服务，在商业银行科技金融组织架构中专设中小型制造业企业服务部门，积极对接政府、行业组织和第三方投资机构，共同孵化中小型制造业企业，支持更多“专精特新”企业做大做强。

（四）深化多层次资本市场建设助推制造业融资模式创新

资本市场在促进制造业转型升级方面具有特殊功能，未来依托多层次资本市场改革促进我国制造业发展的空间较大。一是建议加大步伐推进多层次资本市场建设，为制造业转型升级注入动力。进一步优化多层次资本市场布局，加快提升制造业企业上市融资水平，推动制造企业并购重组，增强我国资本市场的制造业“含金量”。二是建议持续深化北交所和科创板改革，总结支持和服务中小型制造企业的成功经验和模式，创设便利条件、增强资本市场专业能力，吸引更多专精特新“小巨人”和制造业“隐形冠军”上市，拓宽中小型制造企业的融资空间。近年来，我国加快推进注册制改革，并创设了科创板和北交所。首批在北交所上市的企业中制造业企业数量达 56 家，占比超过 70%，涵盖计算机、通信和其他电子设备制造、电气机械和器材制造、仪器仪表制造、医药制造等多个细分领域。国家级专精特新“小巨人”企业占科创板上市公司总数的 29%。三是建议推动商业银行广泛参与多层次资本市场建设，适时出台商业银行参与资本市场建设的管理办法，支持商业银行通过非信贷直投、产业基金、资产证券化等多种形式参与资本市场服务。借助商业银行的专业部门、子公司等资源，共同服务好制造业企业客户，并依托旗下理财子公司、租赁、信托、保险机构等专业投资机构，直接为制造企业提供投融资服务。

（五）加大运用金融科技赋能制造业数字化与智能化

金融业数字化和金融科技的快速崛起，为更好地服务制造业数字化转型提供了技术支撑。建议从两个层面增强金融科技服务制造业数字化能力。一是强化金融机构金融科技水平，研究服务智能制造的发展趋势。2022 年初，中国人民银行发布《金融科技发展规划（2022—2025 年）》，提出深化数字技术金融应用，壮大创新共赢的产业生态。金融机构应紧跟金融科技发展规划，聚焦服务制造企业数字化和智能化改造，增强自身的金融科技实力，提升制造型企业支付结算、现金管理、跨境资金收付等金融服务效率，探索为制造企业产业链“线下+线上”供应链融资服务提供有力支持，满足制造型企业多元化融资需求，构建与制造业产业链供应链协同的金融链、科技链。二是有序推进金融数字化与制造业数字化融合，形成更强大的协同支持。金融机构不仅可以通过加强银企合作、银科合作，探索加大对制造企业的金融

科技投入，积极联合科技型制造企业开展联合研发试验、科技成果转化和市场开发等合作，而且可以学习和引入先进制造企业的多元化科技成果，双方可以探索在人工智能、大数据、云计算等应用领域深化合作，在拓展制造企业科技应用价值的同时，助力金融机构提升数字化应用能力。同时，结合目前各地实施的制造业数字化示范区建设，政府职能部门、金融机构及第三方科技企业深化合作，在场景化金融服务、跨境金融区块链服务平台试点等创新领域取得更大突破。

六、结语与展望

制造业是立国之本。从制造业大国走向制造业强国的历史进程中，科技金融所扮演的角色和承载的职能不可或缺。从国际经验看，推动制造业转型升级并形成国际竞争力，不仅需要统筹推进科技金融体制机制建设，而且需要发挥各方面的协同作用。我国科技金融发展时间短，目前仍处于实践探索阶段，尚未形成比较全面的科技金融理论，资本市场与商业银行服务制造业转型升级方面是新的课题。总体而言，科技金融驱动制造业竞争力提升的相关研究并不多。一部分聚焦于资本市场或商业银行的科技金融服务及产品维度，一部分集中于经验的国际横向比较，与我国制造业强国战略仍有一定距离，也与当前我国制造业转型升级、先进制造业发展和科技前沿创新等不相适应。未来，我国加快推动制造业转型升级，必然要求有高效、前沿的科技金融创新能力作支撑。

国家顶层设计和金融管理部门均提出了金融支持制造业中长期发展的要求，具体落实到我国制造业投融资发展实际，仍有许多结构层面的问题有待解决。因此，本文重点围绕制造业转型升级与科技金融的内在联系，把握科技金融主要的发力点和拓展空间，强调科技金融所支持的正是制造业领域的科技创新。同时，本文提出制造业竞争力提升是中长期规划和实践，依靠短期的政策激励或刚性约束并不能解决长期的问题，应着重从制度、机制和模式创新等层面加强科技金融对制造业转型升级的全方位支持，强化科技金融驱动制造业竞争力提升取得实质性成果，促进科技金融可持续性发展。

参考文献：

- [1]刘明达,顾强.从供给侧改革看先进制造业的创新发展——世界各主要经济体的比较及其对我国的启示[J].经济社会体制比较,2016(1).
- [2]尹伟华.全球价值链视角下中国制造业出口贸易分解分析[J].经济学家,2017(8).
- [3]黄琼,李娜娜.制造业全球价值链地位攀升影响因素分析——基于发达国家与发展中国家的比较[J].华东经济管理,2019(1).
- [4]陈伟,陈银忠,杨柏.制造业服务化、知识资本与技术创新[J].科研管理,2021(8).
- [5]李艳.金融支持科技创新的国际经验与政策建议[J].西南金融,2017(4).
- [6]路启梅,马艳丽,许佳琦.科技金融影响制造业自主创新能力的实证分析[J].金融理论探索,2019(6).
- [7]王硕,张烨宁.科技金融二元融资模式的国际比较及启示[J].西南金融,2021(1).
- [8]刘义臣,沈伟康,刘立军.科技金融与先进制造业创新发展的动态耦合协调度研究[J].经济问题,2021(12).
- [9]龙海明,任雪莹,李涵钰.科技金融对制造业结构升级的影响研究[J].湖南大学学报(社会科学版),2021(11).
- [10]房汉廷.关于科技金融理论、实践与政策的思考[J].中国科技论坛,2010(11).
- [11]张兴旺,陈希敏.国内外科技金融创新发展模式比较研究[J].科技管理研究,2017(10).
- [12]张明喜,魏世杰,朱欣乐.科技金融:从概念到理论体系构建[J].中国软科学,2018(4).
- [13]罗文波,陶媛婷.科技金融与科技创新协同机制研究[J].西南金融,2020(1).
- [14]张恒龙,袁路芳.科技金融:国际经验与本土挑战[J].上海经济研究,2015(5).
- [15]李红强,林倩,林雄斌.我国制造业创新基地运行机制及金融支持模式[J].金融发展研究,2021(4).

- [16]邓宇.商业银行新基建投融资布局[J].中国金融, 2021 (5) .
- [17]邓宇.全球化重塑背景下我国产业链重构的设想[J].金融市场研究, 2021 (7) .
- [18]张玉华, 张涛.科技金融对生产性服务业与制造业协同集聚的影响研究[J].中国软科学, 2018 (3) .
- [19]麦肯锡咨询.第四次工业革命: 制造业技术创新之光[R].麦肯锡官网, 2019.
- [20]波士顿咨询, 世界经济论坛.2022 年制造业数据驱动白皮书[R].波士顿咨询官网, 2022.
- [21]吴莹.中国科技金融的体系构建与政策选择 ——基于演化经济学的研究[D].武汉: 武汉大学博士学位论文, 2013.
- [22]汪莉霞, 秦建辉.服务经济背景下传统制造业升级路径研究[J].西南金融, 2020 (7) .

（内容来源：中国知网）

鲍威尔还欠多少 bp? ——“泰勒规则”视角

邵 宇 上海金融与发展实验室 理事
陈达飞 东方证券财富研究中心 总经理
赵 宇 东方证券 博士后研究员

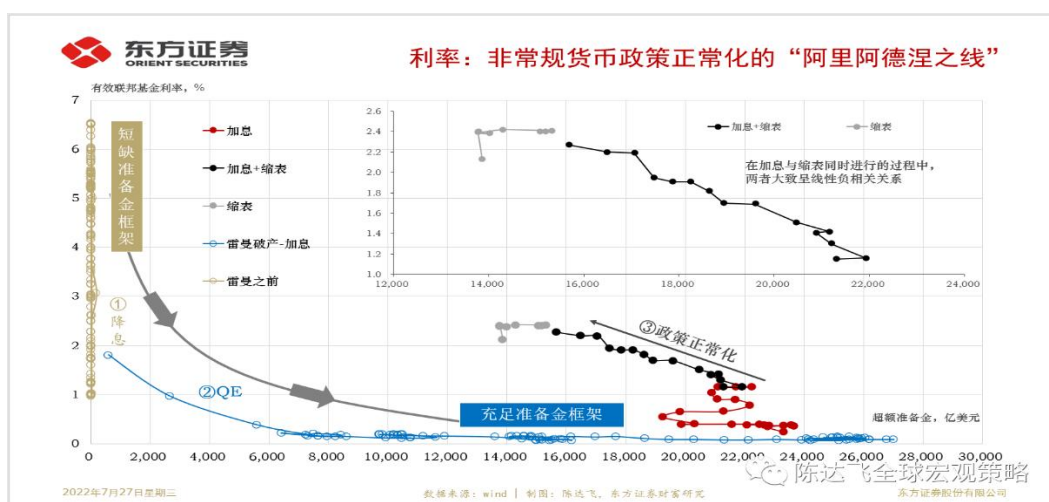
在美联储非常规政策正常化过程中，资产负债表与利率操作是交叉进行的。无论是美联储还是投资者，对四个时间点的把握都比较关键：首次加息、启动缩表、停止加息和终止缩表。这四个节点大致上是依次展开的：首次加息的时间点位于 Taper 结束后的再投资阶段；启动缩表的时点取决于 FFR 是否达到了美联储合意的短期目标利率水平，这又依赖于加息节奏的快慢；当利率达到（或接近）SEP 估计的中性利率水平时，再结合经济和金融市场的运行情况，美联储将选择何时停止加息；终止缩表的时点更有弹性，一般而言，加息放缓之后缩表也会随之减速，而后终止。

利率：正常化的“阿里阿德涅之线”

如何理解正常化的次序和节奏？美联储始终强调两点：第一，联邦基金利率（federal fund rate, FFR）是主要政策工具；第二，资产负债表操作和利率操作是分开决定的。我们认为，利率充当着“阿里阿德涅之线”（Ariadne's thread），贯穿整个正常化过程。缩表是辅助性的。因为，通过地板体系（floor system），美联储能有效地控制短期利率。那么，与经济金融环境相适应的短期利率是多少，美联储合适的政策立场应该是什么，就成了正常化进程中的关键。

经验上，在大危机前，FFR 与超额准备金规模负相关——流动性效应（liquidity effect）。此后，由于利率操作框架的转变，FFR 与超额准备金的负相关性仅在加息与缩表同步推进阶段成立（图 1），流动性效应更多地表现为 FFR 与 IORB 的利差与（超额）准备金规模的负相关性，这在缩表时期表现地更为明显（Smith & Valcarcel, 2022）。根据 2018-2019 年的经验，当货币市场利差转正和利差波动性大幅增加后，美联储很可能放缓正常化的节奏。

图 1：大危机前后联邦基金利率与（超额）准备金的关系



说明 FOMC 的利率政策与“泰勒规则”的异同。亚特兰大联储会实时更新不同版本的“泰勒规则”对 FFR 的预测。

“泰勒规则”的变迁

1993 年原始版本的泰勒规则表达形式如下：

$$r_t - \pi_t(-1) = \beta_0 + \beta_1 (y_t - y^*) + \beta_2 (\pi_t(-1) - \pi^*)$$

其中， r 为美联储政策利率（FFR）， $\pi_t(-1)$ 为上一期的通货膨胀率的滞后项，指标选用的是 GDP 平减指数过去四个季度均值； y^* 为 GDP 的自然增长率， y 为 GDP 的真实增长率， $y^* - y$ 为产出缺口； π^* 为目标通胀率（2%）， $\pi_t(-1) - \pi^*$ 为通胀缺口；根据历史数据，泰勒估算出美国平均自然利率约等于 2%，即 $\beta_0 = 2\%$ 。 β_1 和 β_2 等于 0.5。当产出缺口和通胀缺口都等于 0 时，FFR 等于平均自然利率加上目标通胀率。

根据模型设定，当产出缺口或通胀缺口大于零时，美联储就应该提高 FFR 目标，两者的利率弹性相等（0.5）。产出缺口反映的是经济的松紧程度，反映资源是否得到充分利用。产出缺口大于零表示资源过载，预示着经济过热。在“逆风而行”思维之下，美联储应该加息，给经济降降温，这体现的是菲利普斯曲线的经验规律。从 20 世纪 80 年代到本世纪初，FFR 的变化轨迹基本遵守泰勒规则。但自 2003 年以来，FFR 长期低于泰勒规则的预测值。泰勒（Taylor, 2016）认为，格林斯潘背离了泰勒规则，利率过低导致投资者对风险溢价的过度追求和房地产泡沫，破坏了安全和稳健规则的监管程序，从而引致 2008 年金融危机。

泰勒规则解释力的下降与模型设定有直接关系（Kliesen, 2019a）：第一，通胀指标选用的是 GDP 平减指数，其覆盖面比较广泛，而美联储更关心的是波动性较低的核心通胀；第二，自然利率和 GDP 自然增长率固定的，而非时变的。第三，权重相等，且固定不变，但美联储的政策重心在不同时期会有所差异。泰勒规则的失效反映的是其自身刻舟求剑和美联储必须与时俱进之间的冲突。

大危机以来，美联储面临的经济环境和约束条件与上世纪末显著不同。它们既解释了传统泰勒规则为什么会失效，也促使美联储思考新的政策规则：第一，由于人口老龄化和劳动生产率的下行等，经济的长期潜在增长率不断下行，2012 年为 2.5%，2020 年为 1.6%；第二，自然利率持续下行，从 2012 年到 2021 年，FOMC 估计的实际自然利率只有 0.5%，中性名义 FFR 的中位数估计从 4.25% 下降到了 2.5%，说明美联储下调利率以应对负面冲击的空间大幅压缩；第三，截止到新冠疫情爆发，美国劳动力市场状况持续改善，失业率创近半个世纪以来的新低（3.3%），但工资反弹仍比较温和，美联储部分归因于自然失业率的下降（从 2012 年的 5.5% 降到了 2021 年的 4%）；第四，工资上涨并未传导到物价，“菲利普斯曲线”由向下倾斜转变为水平状态。这些事实已成为新货币政策框架的重要经验依据（Powell, 2020; Clarida, 2021）。

经验规则是对现实的抽象，能否刻画和解释事实是好坏的重要标准，也是预测的基础。自 2012 年开始发布《长期目标和货币政策战略声明》（简称《声明》）以来，美联储对货币政策框架进行了修正。参考芝加哥联邦储备银行主席埃文斯的研究（Evans, 2012），美联储 2012 年 12 月例会修订了泰勒规则

（简称“埃文斯规则”）：（1）用失业缺口（ $u_t - u^*$ ）代替产出缺口（ $y_t - y^*$ ），将 u^* 设定为 5.5%；（2）根据奥肯定律（Okun's law），设定 β_1 等于 -2；（3）不再使用历史通胀（过去 4 个季度的通胀数据平均值），而是未来 1-2 年的预期通胀，以提高利率决策的前瞻性；（4）引入指标的临界值作为加息的触发条件——只要失业率高于 6.5% 或者未来 1 到 2 年内的通胀预期低于 2.5%，美联储就不会上调利率。伯南克进一步修订了埃文斯规则（简称“伯南克规则”）：（1）将产出缺口系数由 0.5 提高到 1.0；（2）改用核心消费者支出价格（core PCE）通胀率（Bernanke, 2015）；

耶伦沿用了“埃文斯规则”，但在自然利率和自然失业率的估计上借用了最新的研究成果，而且具有时变特征（简称“耶伦规则”）：（1）使用 SEP 中的长期联邦基金利率预测的中位数作为自然利率（ $[r_t]^*$ ）的估计，同时也会参考劳巴赫-威廉姆斯(LW)等模型的估算结果（与 LW 模型近似的还包括 Thomas Laubach 和 John C. Williams 模型，以及 Kathryn Holston、Laubach 和 Williams 模型）；（2） u^* 不再是固定的，而是取自费城联储的专家预测（SPF）。

圣路易斯联储主席布拉德（Bullard, 2018）的修订如下（“布拉德规则”）：（1）考虑到利率政策的连续性，增加了 FFR 的滞后项（ r_{t-1} ），系数设为 0.85，反映前期利率对当期有重要影响；（2）产出缺口等于当前失业率减去 CBO 预测的自然失业率；（3）通胀缺口等于市场通胀预期（5 年期盈亏平衡通胀率）减去美联储通胀目标；（4） $[r_t]^*$ 是 1 年期国债收益率与达拉斯联储结尾平均 PCE 通胀率之差的 HP 滤波；（5）为了反映菲利普斯曲线的平坦化，将产出缺口的弹性（ β_1 ）降到 -0.1。

新货币政策框架下的泰勒规则

在 2020 年 8 月底的杰克逊·霍尔会议上，鲍威尔回顾了美联储货币政策框架的演变，重申了新时期货币政策面临的一些挑战，并对《声明》作了重要修订，其根据就是前文所提到的一些特征事实。2020 年的《声明》重新诠释了“最大就业”目标，首次提出了“平均通胀目标”。这基本上等于放弃“逆风而行”规则，转向了“适应主义”的货币政策。主要包括：

（1）将“最大就业”目标置于首要地位。新《声明》关注的是实际就业人数与最大就业人数的“缺口”（shortfall），而旧《声明》关注的是实际就业人数与最大就业人数的“偏离”（deviations）。“缺口”则是一个非对称目标，只要没有通胀风险，就业人数永远是多多益善。“偏离”是一个对称的目标，其政策目标是最小化偏离度——当失业率高于潜在失业率时，意味着劳动力市场偏松，政策目标应该是缩小就业缺口，反之则意味着劳动力市场偏紧，可能产生通胀压力。在“逆风而行”规则下，美联储应该在劳动力市场进入到紧张状况之前就收紧货币政策。

措辞的微妙变化反映的是菲利普斯曲线平坦化的事实。上世纪 60、70 年代，菲利普斯曲线是向下倾斜的，这要求美联储“逆风而行”，在失业率下降到非加速通胀的失业率（NAIRU）之前就收缩货币政策。新《声明》意味着，失业率低于 NAIRU 并非美联储收紧货币政策的充分条件。在解释新《声明》时，鲍威尔说，这“意味着我们不会仅仅为了应对强劲的劳动力市场而收紧货币政策，”除非伴随着通胀风险（Clarida, 2021）。

新《声明》认为，“最大就业”水平由货币政策以外的“真实变量”决定的，而且是动态的变化的，所以就没有设定具体的数量指标。实践中以 FOMC 的季度预测（SEP）为参照。美联储会综合考察多个指标来确定劳动力市场的运行状况，除了“失业缺口”，还包括：就业的绝对数量、劳动力参与率，以及就业的结构特征，如就业率、劳动力参与率和工资涨幅在性别、肤色、年龄、学历水平、区位等方面的差异。这增加了货币政策弹性。

（2）为了将长期通胀预期锚定在 2% 的水平，FOMC 寻求在一段时间内实现 2% 的平均通胀目标——平均通胀目标。平均通胀目标的关键词是“平均”，这意味着，如果历史通胀低于 2%，未来就能容忍高于 2% 的通胀，以补偿历史的缺口。关键问题是，历史有多长？美联储副主席克拉里达的答案是回溯 1 年（Clarida, 2021）。FOMC 成员布莱纳德认为，计算平均通胀的起点是 FFR 降至零时（Brainard, 2021）。可知，平均通胀目标是规则与相机抉择的有机结合。

研究表明，当面临零下限约束时，提高货币政策空间的一个可行方案是提高通胀目标，但在形式上，学术界和政策界对此仍存在一定分歧，如通胀目标区间制，或更高的通胀目标（Powell and Wessel, 2020）。伯南克曾提出一个折衷方案：临时价格水平目标制（temporary price-level targeting, TPLT），暂时地将货币政策目标调整到高于 2% 的水平（Bernanke, 2017）。其实，平均通胀目标等价于 TPLP（Clarida, 2021）。

新《声明》也是前瞻指引的一部分。对比 2021 年 7 月 和 2015 年 3 月 的一级交易商调查和市场参与者调查可知，新《声明》在引导市场预期方面成效显著。在 2021 年 7 月的调查中，市场认为美联储最有可能在失业率下降到 3.8% 和 PCE 整体通胀率提高到 2.3% 时开始第一次加息。在 2015 年 3 月的调查中，对应的数值分别为 5.3% 和 0.4%。可见，在旧框架下，市场依然认为美联储将物价稳定放在首位。

美联储新政策框架之所以更具有适应性（accommodative）——滞后于经济形势，这在一定程度上与货币政策的分配效应有关（Aaronson et al., 2019）。美联储希望通过增加对短期通胀的容忍度来提升货币政策对劳动力市场的支持。在诠释最大就业作为一个“广泛的和包容的目标”时，鲍威尔说：“这反映了我们认识到了强劲的就业市场带来的好处，尤其是对于许多中低收入阶层的人来说”。研究表明，新货币政策框架拓展了美联储在面临零利率下界约束时的货币政策空间，“双重使命”相得益彰：平均通胀目标可在经济不景气时期增加货币政策对通胀的容忍度，明显有利于扩大就业；新的最大就业目标也有助于抬升通胀中枢，实现平均通胀目标（Bundick, 2021）。

结合新政策框架，可分别构建克拉里达规则和新泰勒规则。克拉里达在 2021 年的演讲中提供了一个解读美联储新货币政策的“两段式”框架，IHS Markit 对其思想做了进一步总结。克拉里达的“两段式”利率决定框架取决于是否达到加息条件，当满足加息条件时，货币政策仅对通胀本身做出反应，此时对失业缺口的反应系数降为 0；不满足加息条件时，货币政策像往常一样同时考虑失业与通胀。克拉里达提出关键的加息条件有两点：一是达到最大就业水平，实际失业率低于自然失业率；二是核心 PCE 达到 2% 以上。具体而言，克拉里达规则分为以下两种情形。

情形一：不满足加息条件。此时，实际失业率低于自然失业率或者核心 PCE（过去四季度均值）不及 2%。美联储的同时考虑失业与通胀，货币政策像往常一样继续调整以消除这种就业缺口，同时使价格保持稳定。通胀率 π_{-1} 使用过去四个季度的核心 PCE 均值表示，通胀目标为 2%，通胀缺口的反应系数为 1.5，失业缺口反应系数为-0.1，中性利率 r^* 等于 0.5。克拉里达并没有明确指出平滑系数 ρ 的取值，但他认为出于谨慎考虑，应当降低利率调整的速度，平滑系数 ρ 应当接近 1，IHS Markit 根据克拉里达的思想，将平滑系数确定为 0.9。具体形式如下。

$$r_t = \rho r_{t-1} + (1 - \rho)(r^* + \pi^* + \beta_1(u - u^*) + \beta_2(\pi_{-1} - \pi^*))$$

$$r_t = 0.9r_{t-1} + (1 - 0.9)(0.5 + 2 - 0.1(u - u^*) + 1.5(\pi_{-1} - 2))$$

情形二：满足加息条件。当失业率达到自然失业率且通胀超过 2%时，加息条件被满足。货币政策就以通胀为主要目标，仅对通胀本身做出反应，并努力使通胀回到 2%的长期目标，而且货币政策不会仅仅因为失业率已经低于长期自然水平而收紧，因此失业缺

口的系数设为 0。具体形式如下：

$$r_t = \rho r_{t-1} + (1 - \rho)(r^* + \pi^* + \beta_2(\pi_{-1} - \pi^*))$$

$$r_t = 0.9r_{t-1} + (1 - 0.9)(0.5 + 2 + 1.5(\pi_{-1} - 2))$$

将两段进行汇总，则可以将克拉里达规则表达式如下：

$$r_t = \begin{cases} \rho r_{t-1} + (1 - \rho)(0.5 + 2 + 1.5(\pi_{-1} - 2)), & \text{满足加息条件 } (u < u^* \text{ 且 } \pi_{-1} > 2) \\ \rho r_{t-1} + (1 - \rho)(0.5 + 2 - 0.1(u - u^*) + 1.5(\pi_{-1} - 2)), & \text{不满足加息条件 } (u \geq u^* \text{ 或 } \pi_{-1} \leq 2) \end{cases}$$

另一种变形由达拉斯联储研究员及政策顾问凯尼格（Koenig, 2019）提出，被称为“新泰勒规则”，形式如下：

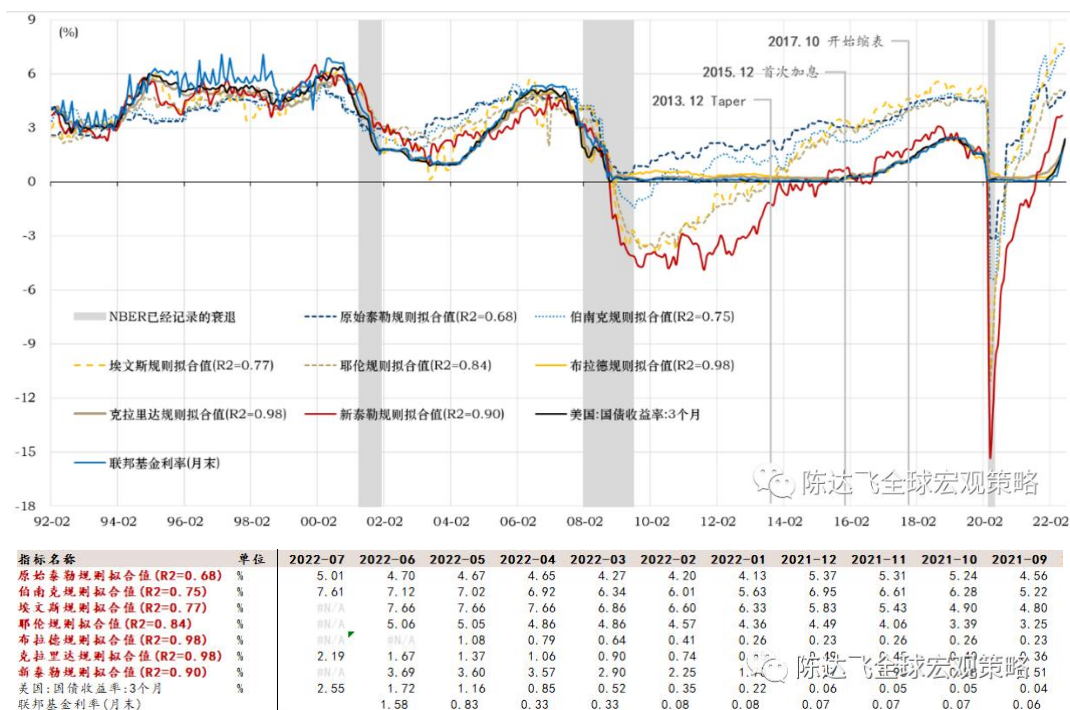
$$r - LR = \beta_0 + \beta_1 (u - u^*) + \beta_2 (\pi_{-1} - \pi^*) + \beta_2 (\pi_e - \pi^*)$$

它将通胀缺口拆解为两部分： $\beta_2 (\pi_{-1} - \pi^*)$ 和 $\beta_2 (\pi_e - \pi^*)$ ，前者代表过去一年实现了的真实通胀缺口，后者代表未来一年预期的通胀缺口，系数都为 β_2 ，表明两者对 FFR 的影响是相等的。其中， π_e 代表未来一年的通货膨胀预期，等于 SPF (Survey of Professional

等于 SPF (Survey of Professional Forecasters) 的未来 12 个月（当前季度及后续三个季度）PCE 通胀中位数预测值。 π_{-1} 代表实现的通货膨胀率水平，等于过去四个季度的核心 PCE 均值。 π^* 代表目标通胀率，等于美国专业预测者调查（Survey of Professional Forecasters, SPF）预期的 10 年期通胀中位数，由于 SPF 在 2007 年之后才开始提供 PCE 的长期预测数据，因此 2007 年之前使用的是 10 年期的 CPI 预期值中位数，2007 年之后开始使用 10 年期的 PCE 预期值中位数。LR 是 5 年/5 年远期国债收益率，通过 10 年期与 5 年期国债收益率计算得到，对每日收益率平均得到月度的远期国债收益率。

使用 1991 年至 2008 年的月度数据对参数进行校准，并利用 2009 年至今的数据进行样本外预测（图 2），方程的拟合优度由低到高的排序依次为：泰勒规则（0.68）、伯南克规则（0.72）、埃文斯规则（0.77）、耶伦规则（0.84）、新泰勒规则（0.90）、布拉德规则（0.99）和克拉里达规则（0.997）。从 2015-2018 年加息周期 FFR 的路径看，布拉德规则和克拉里达规则的拟合效果最好（Kliesen，2019b），其次是新泰勒规则。与其将各类利率规则当成预测工具，不如将其看作解释性工具——打开美联储利率政策的黑箱。在实际运用中，也可根据对各解释变量的预测，判断不同变量组合下合宜的政策利率水平。但不应机械化地解释模型结果。

图 2：不同泰勒规则的拟合优度和预测效果的比较



数据：Wind，CEIC，东方证券财富研究

美联储的决策反映了其对货币政长期目标、宏观经济的中期展望和对各类风险的综合评估，包括金融系统性风险（Powell，2020）。“泰勒规则”仍是美联储调整 FFR 的一个参照系，但在零利率约束和高不确定性的世界里，局限性也很明显。任何单一的数量规则过度简化了现实世界和货币政策决策过程的复杂性，所以，美联储不希望严格遵守任何具体的规则（FED, 2021，p.40）。实际上，泰勒规则是“大缓和”的产物。随着“黑天鹅”事件的增加，相比于刻板的规则，美联储更强调政策的弹性。

无论是实施非常规政策，还是非常规政策的正常化，都是一片“未知水域”，没有经验可供参考。并且，实施过程并不能直接指导逆向的退出过程。如何确定资产负债表正常化与利率正常化的顺序、加息与缩表的速度？在准备金过剩条件下如何控制政策利率？是否存在最优准备金规模？如何平衡控制利率的有效性、公开市场操作的频率以及资产负债表成本之间的关系？这些问题都有待回答，但只能是“干中学”。

（内容来源：一瓣）

准确把握 ESG 理念 开展可持续 ESG 投资

刘晓曙 中国资产管理人论坛 理事

吴 洋 青岛银行 博士后研究员

近年来，随着投资者对于劳工权益、种族及性别平等、环境保护等问题的日益关注，倡导通过环境（Environmental）、社会（Social）和公司治理（Governance）三个方面议题关注企业可持续发展状况的 ESG 投资在全球金融市场快速兴起。截至 2020 年，ESG 投资在欧美等发达国家的总体规模占比已经超过三分之一，与此相比我国的 ESG 投资规模和发展水平存在明显差距。

在我国经济高质量发展的新阶段，ESG 理念有望成为主流社会对企业未来发展的价值共识，以可持续发展作为目标导向的 ESG 投资也将迎来快速发展。在此背景下，以商业银行为代表的金融机构有必要准确把握 ESG 相关概念，厘清有效 ESG 投资的基本原则，通过可持续的 ESG 投资为实现经济高质量发展贡献金融力量。

一、准确把握 ESG 理念及相关概念

从投资理念来看，ESG 投资实际上是传统价值投资理念的延续，是一种追求“商业价值+社会价值”的“价值观”投资。但由于这一概念传入中国时间相对较晚，因此目前国内对于 ESG 相关理念，尤其是对 ESG 实践的把握和认识方面仍然存在一些偏差甚至是误区，主要表现在 ESG 实践内容、ESG 实践收益、ESG 实践影响企业价值方式等方面。

1. ESG 实践内容方面

对 ESG 实践认识的最常见误区是将这一概念基本等同于公益捐款等慈善支出，如某头部互联网公司的 2020-2021 企业社会责任报告中，公益部分内容占比约为 70%，而环境议题和社会议题中的员工及客户情况介绍仅占 15%，其业务中与 ESG 高度相关的供应链管理情况更是只字未提；又如某知名企业管理咨询 2021 年发布的《中国超高净值人群社会责任白皮书》中也提出，超高净值人群践行社会责任也主要靠捐赠、提供援助等方式实现。

从 ESG 理念的发展史来看，早期以企业社会责任为代表的 ESG 表现形式确实以慈善捐款和志愿者服务为主，但经历约 50 年的发展，现代 ESG 实践的内容已经十分丰富。从目前主流的 ESG 评价体系来看，尽管对于 ESG 实践的具体范围仍然存在争议，但各评价机构对于 ESG 实践的大致框架已经基本明晰，其中公益类项目在所有 ESG 评价体系中的最高比重不到 10%。如明晟（MSCI）的 ESG 评价体系将环境、社会和企业内部治理三大议题，划分为气候变化、自然资源、污染和消耗、环境治理机遇、人力资本、产品责任、利益相关者意见、社会给予、公司治理、公司行为十大主题，并且没有考虑公益捐款等慈善支出的内容。可以看出，以 MSCI 为代表的权威评级机构所认可的 ESG 实践内容，其主要组成部分均为

一些会对环境、劳动、技术等生产要素持续产生影响的长期因素，这也与“通过 ESG 表现判断企业可持续发展状况”的要求相符合。

2. ESG 实践收益方面

另一种常见的 ESG 理解偏差在于，开展 ESG 实践只会使企业徒增成本并面临更多约束，而几乎不会为企业带来收益，这一观点尤其在企业家和管理人员中十分普遍。出现这一理解的主要原因在于企业并不愿意过多承担向社会提供公共品的职责，一个具有代表性的观点是企业已经通过缴纳税收尽到了自身的社会责任，要求一个合法纳税的企业提供实现 ESG 目标所需的公共品与企业经营目标完全背道而驰。

从理论层面来看，尽管开展 ESG 实践为企业带来了新的约束，但如果带来新约束的同时能够放松其他约束条件（如为企业开辟新市场），就有可能使企业在开展 ESG 实践的同时实现更高的企业价值。从现实层面来看，自 2019 年以来全球气候出现异常、新冠疫情暴发等重大环境社会问题出现以来，全球范围内高 ESG 评价公司无论是在生产经营还是金融市场上的表现都十分优异，这也能够印证 ESG 实践实现企业价值的机制链条是存在且稳固的。

3. ESG 实践影响企业价值方式方面

除了对 ESG 实践是否能取得收益存在不同理解以外，目前各界对于 ESG 实践提升企业价值的渠道也存在许多不同认识，其中有相当比例的观点由于将 ESG 实践的范围狭义地理解为公益慈善，因此这些人便将 ESG 支出的回报与提升品牌效应、改善政企关系等无形资产价值的提升画上了等号。

实际上除了无形资产之外，ESG 实践影响企业价值的一个更重要方式可能需要通过开辟新市场实现：当践行 ESG 理念成为经济社会中的广泛共识后，将引发企业生产方式进行群体性调整，形成新的市场秩序并开辟新的市场空间，从而为企业价值提升提供源源不断的动力。除此以外，随着更加注重企业社会责任与社会价值创造的“千禧一代”逐渐成为需求端和劳动力的重要组成部分，企业积极进行 ESG 实践能够更好地满足消费者对于产品背后企业社会责任的认可，并提升公司员工的积极性与工作效率，使企业实现长期可持续发展。

二、可持续 ESG 投资的基本原则

企业开展 ESG 实践的目的是实现自身的可持续发展，但在实际生产经营过程中，通过 ESG 实践实现企业价值提升需要满足一些条件。以商业银行为代表的金融机构对已开展 ESG 实践的企业进行信贷或投资活动也不能一拥而上，信贷和投资还应遵循以下原则。

原则 1：投资对象以长期利润或长期价值最大化为目标

在 ESG 理念出现之初，对于企业在经济社会中应当承担的责任，在学术界出现了截然不同的观点。以多纳德逊为代表的利益相关者主义倡导企业的无限责任观，认为企业应根据其在经济社会中的统治地位，承担对于社会影响的无限责任。而以著名经济学家弗里德曼为代表的古典学派则旗帜鲜明地对这一理论表示反对，表示企业“唯一的社会责任就是利润最大化”，企业开展的一切活动都应以创造个体利润为目标。从当前经济与社会发展现实来看，上述两类理论对应的企业都不应成为可持续 ESG 投资的投资对象。一方面，符合利益相关者理论要求的“老好人”企业容易过度追求企业的社会属性与道德责任，忽

视企业追逐利润的自然属性；另一方面，符合古典学派要求的企业容易出现竭泽而渔式的发展倾向，这是由于在追求个体利润最大化的过程中企业往往更加关注短期因素和微观因素，而不重视如气候变化、环境保护、公司治理等因素对劳动力、资本、技术、数据等生产要素产生的长期影响和宏观影响，使企业难以实现可持续发展。

能够作为可持续 ESG 投资对象的实体企业，在社会中扮演的角色应处于上述两种极端观点之间，该类企业作为经济机构与社会机构的综合体，应以长期利润最大化和可持续发展作为企业经营目标。从这个意义上来看，可持续的 ESG 投资目标必然同时兼顾了企业社会责任和企业经济理性，也只有能够带来未来价值与长期利润的 ESG 实践才能够真正被市场认可。

原则 2：投资对象进行 ESG 实践能够提升自身市场价值

尽管 ESG 实践能够从诸多渠道提升企业市场价值，但由于 ESG 活动也会为企业带来额外的成本压力，因此这种提升作用并非对所有企业都具有现实可行性。

除了要充分考虑 ESG 支出对于企业生产经营造成的成本压力外，投资机构还要评估 ESG 实践究竟能为企业带来多少正向收益改善。首先，要评估 ESG 实践是否准确迎合了新的市场需求，是否能够帮助企业拓展新的市场空间实现企业价值提升；第二，要评估 ESG 支出为公司带来的企业声誉和企业形象的提升，能在多大程度上提升自身产品辨识度与竞争力；第三，要判断通过 ESG 实践活动能否提升公司员工对于公司品牌及文化的认可度，从而提升企业生产效率；最后，要评估企业在通过 ESG 实践降低公共政策支出后，能否获得政府在政策、税收、财政等方面的支持。总之，开展可持续的 ESG 投资，应充分考虑企业自身长期发展战略与短期经营目标的平衡以及 ESG 实践对企业价值提升是否具有现实意义，而不仅仅将 ESG 视作投资概念或投资噱头。

原则 3：投资对象 ESG 实践必要性与具体内涵已被市场基本达成共识

对于理性企业而言，ESG 实践活动只有在满足以下条件时才会进行：企业能够通过 ESG 实践拓展新的市场空间，或者能够通过 ESG 实践提升企业在现有市场上的表现。理性企业开展 ESG 实践的原则对于可持续 ESG 投资同样适用，从 ESG 实践发展相对较久的欧洲地区经验来看，上述两个条件的满足都需要经济社会对 ESG 实践的必要性达成广泛共识为前提。首先，只有 ESG 理念深入人心，才有可能引发企业群体性生产方式调整并形成新的市场空间；同时，只有践行 ESG 理念成为社会各界共识，才能更好地提升 ESG 表现优异企业的企业形象及产品吸引力，通过增加无形资产价值提升企业市场价值。

可持续 ESG 投资的发展还依赖于社会各界对 ESG 实践的具体内容达成共识。同样从欧洲地区经验来看，企业 ESG 活动实际上是在企业部门、金融机构、评级机构、监管部门等市场各方基本形成了对 ESG 实践具体内容的共识后才开始迅速活跃起来。一方面，对于企业群体而言，明确 ESG 实践的具体内容有助于明确企业的转型方向，加快对现有市场的拓展速度，兑现 ESG 实践对于企业价值的提升作用；另一方面，对于个体企业而言，明确 ESG 实践的具体内容能够使已经认可 ESG 理念的企业更加有的放矢地开展被市场认可的 ESG 活动，从而更加有效地提升企业价值。总结来看，只有当投资对象 ESG 实践的必要

性与具体内涵达成市场共识，才能形成企业 ESG 实践与金融机构 ESG 投资间的良性循环，实现真正可持续的 ESG 投资。

（内容来源：《青岛日报》新财富版）

流动性分析手册：一文读懂信贷收支表

李奇霖 中国资产管理人论坛 理事 红塔证券研究所所长

孙永乐 红塔证券研究所

1. 信贷收支表概览

1.1. 不同口径信贷收支表之间的关系

信贷收支表着眼于反映金融机构的资金来源和运用情况，是在资产负债表的基础上重新整理编制而成的，可以说是资产负债表的一体两面。和资产负债表一样，央行在每个月的中下旬会在官网上公布信贷收支表数据。

按照此前央行文件的表述，金融机构信贷收支表按照主体的不同可以分为三个层次：

第一层是金融机构信贷收支表，涵盖了所有的金融机构。

第二层是存款类金融机构信贷收支表和银行业非存款类信贷收支表。其中，银行业非存款类机构主要是指信托公司、金融租赁公司、汽车金融服务公司及贷款公司等。

第三层是在存款类金融机构的基础上再划分为人民银行信贷收支表与银行业存款类信贷收支表（见图1）。根据《存款类统计口径及报表归属调整》显示，隶属于存款类金融机构中的银行业存款类金融机构包括政策性银行、国有商业银行、股份制商业银行、邮储银行、城商行、农商行、农村合作银行、村镇银行、外资银行、民营银行、农村信用社、农村资金互助社和企业集团财务公司。

图 1. 金融机构信贷收支表体系



资料来源：《存款类统计口径及报表归属》，红塔证券

但是央行并不会每个月都公布所有不同类型机构的信贷收支表数据。目前，央行公布的数据按照统计主体、统计比重划分一共包括 9 个表格。

一来，央行公布金融机构和存款类金融机构的信贷收支表，并且按照币种的不同，分为人民币、外汇和本外币口径统计，即央行一共会公布 6 个表格（2 个主体×3 个币种）。

二来，除了这 6 个表格之外，央行还会额外公布 3 个表格，分别为中资全国性四家大型银行、全国性大型银行和全国性中小型银行的人民币信贷收支表。

其中四家大型银行是指工商银行、建设银行、农业银行和中国银行；大型银行除上述四家外还包括了交通银行、邮储银行和国开行；中小型银行则包括了股份行、城商行等其他商业银行。

图 2. 央行公布的信贷收支表

金融机构信贷收支统计 Sources and Uses of Credit Funds of Financial Institutions		返回		
金融机构本外币信贷收支表 Sources & Uses of Funds of Financial Institutions (in RMB and Foreign Currency)	htm	xls	pdf	
存款类金融机构本外币信贷收支表 Sources & Uses of funds of Depository Financial Institutions (in RMB and Foreign Currency)	htm	xls	pdf	
金融机构外汇信贷收支表 Sources & Uses of Funds of Financial Institutions (in Foreign Currency)	htm	xls	pdf	
存款类金融机构外汇信贷收支表 Sources & Uses of Funds of Depository Financial Institutions (in Foreign Currency)	htm	xls	pdf	
金融机构人民币信贷收支表 Sources & Uses of Funds of Financial Institutions (RMB)	htm	xls	pdf	
存款类金融机构人民币信贷收支表 Sources & Uses of Funds of Depository Financial Institutions (RMB)	htm	xls	pdf	
中资全国性大型银行人民币信贷收支表 Sources & Uses of Credit Funds of large-sized State-owned National-operating Commercial Banks (RMB)	htm	xls	pdf	
中资全国性四家大型银行人民币信贷收支表 Sources & Uses of Credit Funds of 4 largest State-owned National-operating Commercial Banks (RMB)	htm	xls	pdf	
中资全国性中小型银行人民币信贷收支表 Sources & Uses of Credit Funds of medium & small-sized State-owned National-operating Commercial Banks (RMB)	htm	xls	pdf	

资料来源：央行，红塔证券

对于这 9 张表，我们需要关注的有这么几点：

第一，央行在编制报表时会使用汇总、合并与轧差三种办法来对数据进行处理。汇总简单来说就是将不同口径下的同一指标逐一进行加总，类似于 1+1=2 等。比如，人民币口径的境内存款+外汇口径的境内存款=本外币口径的境内存款。

合并是在相加时将报表主体间的债务/债权互相抵消。比如 A 银行发行了一笔同业存单来募集资金，这一笔同业存单最后由 B 银行购入持有。因为 A、B 共同纳入到存款类金融机构的统计口径，所以在数据合并的时候，彼此之间的债权/债务关系就被抵消了。

轧差是指将来源方和运用方的两侧数据以做差的形式划归到一端，使得报表中某一端的细项消失。比如资产端科目 A 和负债端科目 B 在报表合并的时候，出于简化等方面的考虑会进行抵消，然后剩余的规模会被计入到其他资产科目。如科目 A 的规模为 300 亿，科目 B 的规模为 100 亿元，那么双方轧差之后的 200 亿元会被计入到其他资产科目下，科目 A 和科目 B 则不再出现。在这三种编制方法下，9 张信贷收支表也表现出各自的特点，接下来我们会结合这几张表来进行详细地说明。

第二，上层的规模并不一定比下一层级的规模大。从数据上我们会发现存款类金融机构的信贷收支表规模在绝大多数时间里会大于金融机构的规模。为什么会出现这种情况呢？主要是在在报表合并的时候，机构之间的业务往来被合并消除掉了。金融机构相比于存款类机构多了非存款类金融机构（如信

托、金融租赁公司等），那么在将存款类机构信贷收支表整合成金融机构信贷收支表的时候，第一步一般是将彼此的业务往来合并掉，如信托等公司存放在商业银行的存款便会被合并处理掉。

从下表中我们也能够看到金融机构科目中小于存款类金融机构的主要有这么几项：非存款类金融机构存款、金融债券、非存款类金融机构贷款和债券投资。

第二步则是加上非存款类金融机构的其他业务规模，如信托公司发放给企业的贷款等等。从下表中我们也能够看到金融机构科目中住户贷款、企（事）业单位贷款等指标的规模会大于存款类金融机构。这时候如果同业业务的规模比较大，业务规模被合并之后就会导致金融机构信贷收支表的规模不升反降。

这一点也能够从差值的历史走势上看出来，在 2016 年之前因为金融同业业务迅速发展，所以存款类金融机构与非存款类机构（比如商业银行和信托）之间的业务规模比较大。这就使得这一时期存款类机构的总规模会明显高于金融机构。而随着金融监管的趋严，金融同业业务往来减少，两者之间的差距也就逐渐降低了。

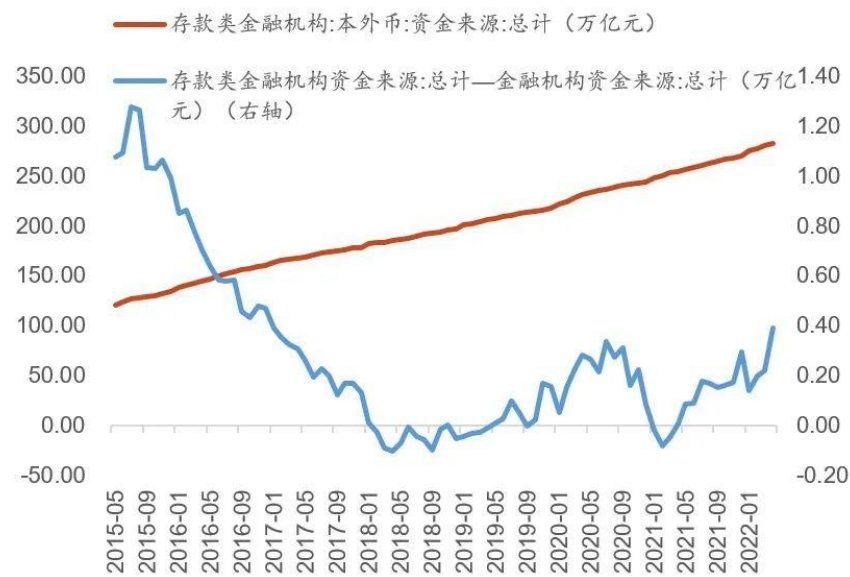
另外，在部分时期，因为银行业非存款机构的非同业业务规模比较大，金融机构的信贷收支表规模是大于存款类机构的。比如在 2018 年初的时候，因为信托贷款等规模依旧位于高位，这使得当时金融机构信贷收支表的规模更大。

表 1. 不同口径下的信贷收支表 (2022 年 4 月)

单位: 千亿元	存款类金融机构本外币信贷收支表	金融机构本外币信贷收支表
来源方项目		
一、各项存款	2505.55	2497.88
(一) 境内存款	2471.00	2463.33
1. 住户存款	1104.59	1104.60
2. 非金融企业存款	741.44	743.05
3. 机关团体存款	321.74	321.74
4. 财政性存款	54.64	54.64
5. 非存款类金融机构存款/非银行业金融机构存款	248.59	239.31
(二) 境外存款	34.55	34.55
二、金融债券	125.71	125.06
三、对国际金融机构负债	0.00	0.00
四、其他	187.01	191.43
资金来源总计	2818.27	2814.38
运用方项目		
一、各项贷款	2082.93	2077.54
(一) 境内贷款	2037.10	2031.68
1. 住户贷款	714.07	721.49
2. 企(事)业单位贷款	1272.48	1304.33
3. 非存款类金融机构贷款/银行业金融机构贷款	50.56	5.87
(二) 境外贷款	45.83	45.86
二、债券投资	547.44	542.17
三、股权及其他投资	183.73	190.50
四、在国际金融机构资产	4.16	4.16
资金运用总计	2818.27	2814.38

资料来源: 中国人民银行, 红塔证券

图 3. 存款类金融机构的规模往往更大



资料来源: wind, 红塔证券

另外，如果看到表 1，我们会想到第二个问题。那就是为什么金融机构的境内存款规模会比存款类机构高。

按照理论上来说，金融机构是加上了银行业非存款类机构的信贷收支表，而非存款类机构既然不能够面向公众吸收存款，那么为什么住户存款、非金融企业存款在汇总后规模会出现一定程度的提高呢？我们认为这可能与金融租赁公司、汽车金融公司等名下的保证金存款和股东存款有关。

比如按照规定，目前金融租赁公司可以吸收非银行股东 3 个月以上的定期存款。另外，在进行业务时，金融租赁公司也可以向承租人收取以现金形式支付的保证金存款。同时，按照央行规定，金融租赁公司的股东存款和保证金存款是需要缴纳存款准备金的。相应的，这些存款也会被计入到金融机构：境内存款的口径下，所以我们才会看到金融机构口径下住户存款、非金融企业存款等规模会小幅走高。

第三，轧差之后，本外币口径的规模小于人民币口径。

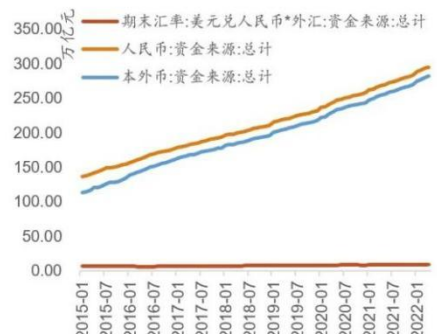
理论上本外币=人民币+外汇，所以本外币口径的总规模应该会大于人民币口径，但是从实际情况上看，人民币口径的规模往往会大于本外币口径的规模。

图 4. 金融机构人民币和本外币口径数据



资料来源：wind，红塔证券

图 5. 存款类金融机构人民币和本外币口径数据



资料来源：wind，红塔证券

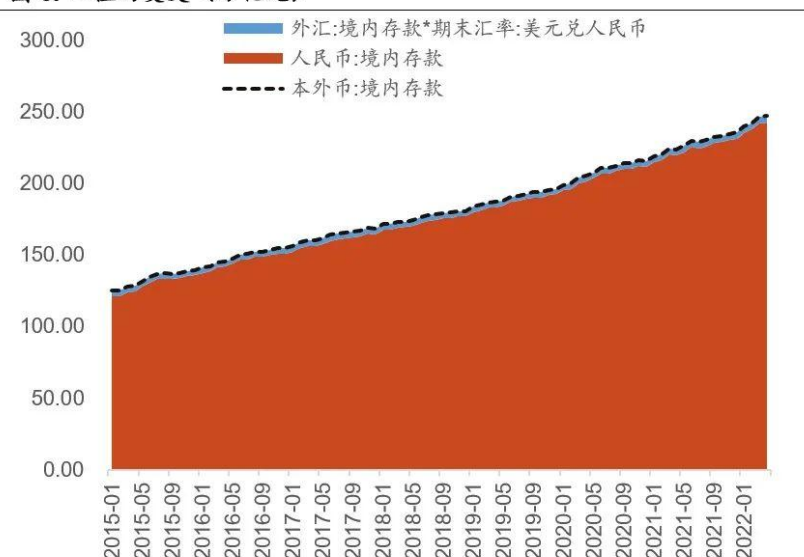
要想了解这一点，我们需要先分析一下人民币、外汇与本外币这三种口径之间的区别是什么？

简单来说，金融机构手上往往同时持有人民币和外汇，市场也同时会有人民币和外汇的借贷需求，所以在统计的时候会先按照币种的不同区分。比如一家外企如果通过出口商品赚取了 100 万美元，并将美元存入某银行账户，那么这笔交易是会登记在存款类金融机构外汇信贷收支表下的非金融企业存款科目的。同一家出口企业在进行生产的时候需要从银行借款 800 万人民币，而这笔借款则会登记在存款类金融机构人民币信贷收支表下的企（事）业单位贷款科目。

本外币口径则是将本币数据和外汇数据汇总处理后的结果。因为汇总表是按照人民币计价的，所以统计部门会按照央行公布的期末汇率（在央行官网发布的货币统计概览中可以获得）先对外汇数据进行折算。举个例子，如果人民币信贷收支表的“各项存款”是 100 万，同时外汇信贷收支表的“各项存款”是 20 万美元，那么按照当期央行公布的期末汇率（假设是 6.7：1），本外币信贷收支表中的“各项存款”就应该是 $100+20*6.7=234$ 万元。

从下图我们也可以看到，人民币口径的境内存款+外币口径境内存款×期末汇率=本外币口径的境内存款。

图 6. 口径的变更 (万亿元)



资料来源：wind，红塔证券

除了项目直接汇总之外，央行在合并报表的时候还需要用到轧差的方法。

对比不同统计口径下信贷收支表，我们可以看到三个口径下的统计科目并不一样。

人民币口径和外汇口径信贷收支表的资金来源方包含五个一级科目，但是本外币口径仅包括 4 个一级科目，且彼此之间也并不完全一致。

对于三张表中都有的科目，我们有，本外币规模=人民币规模+外汇规模×期末汇率（汇总法）。

比如资产端的各项存款、金融债券、对国际金融机构负债，以及负债端的各项贷款、债券投资、股权及其他投资均存在这样的对应关系。

表 2. 不同口径下的信贷收支表

	人民币信贷收支表	外汇信贷收支表	本外币信贷收支表
来源方	一、各项存款	一、各项存款	一、各项存款
	二、金融债券	二、金融债券	二、金融债券
	三、流通中货币	三、卖出回购资产	三、对国际金融机构负债
	四、对国际金融机构负债	四、借款及非银行业金融机构拆入	四、其他
	五、其他	五、其他	
运用方	一、各项贷款	一、各项贷款	一、各项贷款
	二、债券投资	二、债券投资	二、债券投资
	三、股权及其他投资	三、股权及其他投资	三、股权及其他投资
	四、黄金占款	四、买入返售资产	四、在国际金融机构资产
	五、中央银行外汇占款	五、存放非银行业金融机构款项	
	六、在国际金融机构资产		

资料来源：中国人民银行，红塔证券

那么对于本外币中不包含的科目是如何进行处理的（主要是上表中标红色的科目）？

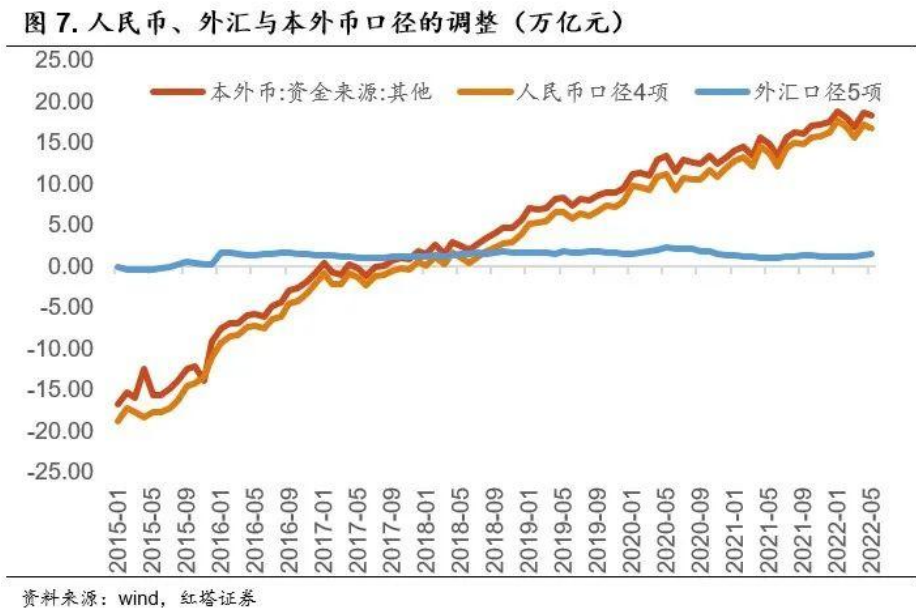
先来看本币口径，这一口径一共减少删去了流通中货币、中央银行外汇占款和黄金占款三项。这三项分别对应于央行资产负债表下的储备货币：货币发行（负债项，需删去其他存款性公司资产负债表下的库存现金）、国外资产：外汇（资产项）和国外资产：货币黄金（资产项）。这里将央行口径下的外汇项目简化可能是因为在统一考虑本外币的时候，外汇占款等数据的存在意义有所减弱，所以做了轧差

处理。外汇口径的信贷收支表则在来源端删去了卖出回购资产、借款及非银行业金融机构拆入，在运用端删去了买入返售资产和存放非银行业金融机构款项，这两项也互相对应。

体现在数据上就是（见图 7）：

本外币信贷收支表：其他项目=人民币口径：（流通中货币+其他-黄金占款-中央银行外汇占款）+外汇口径：（其他+卖出回购资产+借款及非银行业金融机构拆入-买入返售资产-存放非银行业金融机构款项）*期末汇率

也正是因为这种轧差，我们才会看到本外币口径的规模是小于人民币口径的。



1.2.存款类金融机构信贷收支表概览

理解了这几点之后，在后续分析时，我们以存款类金融机构本外币口径信贷收支表为重点，对信贷收支表进行一个系统性的整理。不过正如我们上文提到的，因为银行业非存款类金融机构的规模很小，因此金融机构信贷收支表和存款类金融机构信贷收支表的差异并不大，下文的分析绝大部分同样也适用于金融机构信贷收支表。

从下表中我们可以看到在央行公布的存款类金融机构信贷收支表中，资金来源端下共有 4 个一级科目，分别为：

1) 各项存款，是资金来源端最主要的构成科目，2022 年 4 月的规模为 250.6 万亿，占比为 88.9%，位居第一。

该科目下包含两个二级科目：境内存款和境外存款。其中，境内存款下又包含 5 个三级科目。按照存款单位的不同划分为住户存款（占比为 39.2%）、非金融企业存款（占比为 26.3%）、机关团体存款（占比为 11.4%）、财政性存款（占比为 1.9%）和非存款类金融机构存款（占比为 8.8%）。

2) 金融债券，占比为 4.46%，位居第二。这一项主要是指非存款类金融机构（如信托机构、证券公司等）持有的由央行、商业银行、政策性银行发行的债券（如央票、商业银行债、政金债等等）。即这一项是抵消之后的项目，比如如果 A 商业银行持有了 B 商业银行发行的金融债，那么这一笔业务则会被互相抵消，并不体现在这一栏目里面。

3) 对国际金融机构负债，规模较小，2022 年 4 月规模仅 4.6 亿元，可以忽略不计。这一项主要指国内存款类机构从国际金融机构借入的资金。

4) 其他科目，2022 年 4 月规模为 18.7 万亿，占比为 6.6%。和之前在资产负债表里提到的一样，不能归类到上述三个科目里，重要性又不足的科目便会被直接归入到其他科目下。另外，这一科目也承担着配平信贷收支表的功能。

再来看资金运用端，运用端同样有 4 个一级科目，分别为：

1) 各项贷款，占比 73.91%，位居第一，是运用端的主要项目。可以说信贷收支表主要就是在讲来源端的各项存款和运用端各项贷款之间的故事。和来源端类似，各项贷款中最重要的二级科目是境内贷款，占比 72.28%。境内贷款按照借贷主体的不同又进一步划分为住户贷款、企事业单位贷款和非存款类金融机构贷款，占比分别为 25.3%、45.2%和 1.8%。按照贷款用途这几项下面还会进行进一步的划分，这一点我们在下文分析的时候会详细讲解。

2) 债券投资，占比 19.42%，是运用端的第二大项目。该项主要指的是存款类机构持有的各项债券（不包括自己发行的债券）。

3) 股权及其他投资，占比 6.52%，位居第三。这一项涵盖主体较为宽泛，商业银行对许多实体都有股权投资，均可以算在内，另外一些明股实债的投资也会包含在这一科目下。

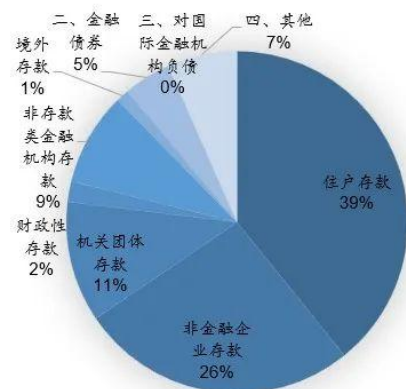
4) 对国际金融机构资产，占比 0.15%，位居第四。主要指的是我国在国际金融机构的头寸和特别提款权等，占比较小，可以忽略。

表 3. 存款类金融机构本外币信贷收支表

来源方项目	2022.04		运用方项目	2022.04	
	数额(万亿元人民币)	占比(%)		数额(万亿元人民币)	占比(%)
一、各项存款	250.6	88.9%	一、各项贷款	208.3	73.9%
境内存款	247.1	87.7%	境内贷款	203.7	72.3%
住户存款	110.5	39.2%	住户贷款	71.4	25.3%
活期存款	34.6	12.3%	短期贷款	17.3	6.2%
定期及其他存款	75.9	26.9%	消费贷款	9.0	3.2%
非金融企业存款	74.1	26.3%	经营贷款	8.4	3.0%
活期存款	25.9	9.2%	中长期贷款	54.1	19.2%
定期及其他存款	48.2	17.1%	消费贷款	45.4	16.1%
机关团体存款	32.2	11.4%	经营贷款	8.7	3.1%
财政性存款	5.5	1.9%	企(事)业单位贷款	127.2	45.2%
非存款类金融机构存款	24.9	8.8%	短期贷款	36.4	12.9%
境外存款	3.5	1.2%	中长期贷款	79.3	28.2%
二、金融债券	12.6	4.5%	票据融资	11.2	4.0%
三、对国际金融机构负债	0.0	0.0%	融资租赁	0.1	0.0%
四、其他	18.7	6.6%	各项垫款	0.3	0.1%
			非存款类金融机构贷款	5.1	1.8%
			境外贷款	4.6	1.6%
			二、债券投资	54.7	19.4%
			三、股权及其他投资	18.4	6.5%
			四、在国际金融机构资产	0.4	0.2%
资金来源总计	281.8		资金运用总计	281.8	

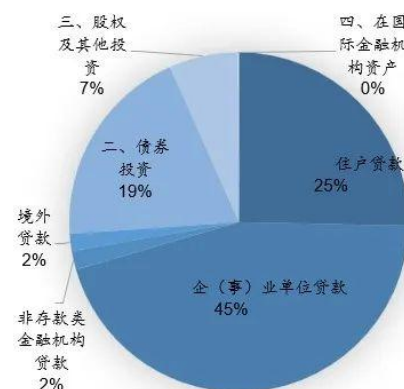
资料来源: Wind, 红塔证券

图 8. 资金来源端结构



资料来源: wind, 红塔证券

图 9. 资金运用端结构



资料来源: wind, 红塔证券

当然，信贷收支表的结构也并非一成不变。我们先来分析资金来源端。从结构上看，来源端结构的变化主要有这么几个特点。

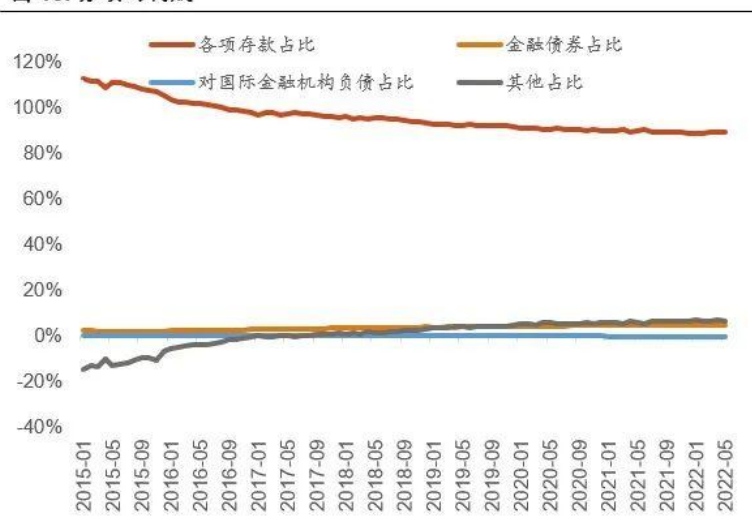
第一，从四个一级分项上看，可以明显看到各项存款占比明显下滑，而其他项的占比则持续上行。

存款类金融机构信贷收支表中，各项存款的比重从 2015 年的 113% 逐渐下滑到了 2022 年 4 月的 89%。与之对应的则是其他资产项目占比从 -15% 上行到了 6%。这里需要注意的一点是，因为其他资产科目是一个轧差之后的科目，当时因为中央银行外汇占款规模比较高等原因，在轧差之后，其他资产的规模也就只能转负了。

而近年来受存款外流（比如居民存款搬家）等因素的影响，存款的同比增速不及总体增速，从而使得占比下滑，这一点我们在下文分析时会详细说明。

其他项方面，从图 7 中可以看到本外币口径其他资产的增长主要是受到人民币口径四项的驱动，进一步拆分的话，这主要由人民币口径下的其他项增长带动的。

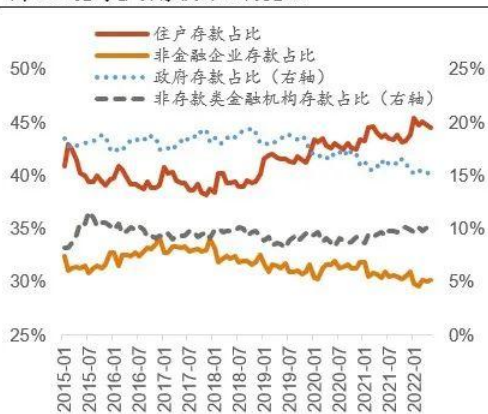
图 10. 分项的构成



资料来源：wind，红塔证券

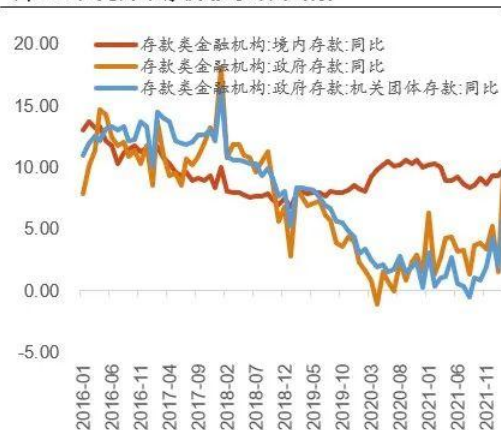
第二，从各项存款的结构上看，近年来政府存款和非金融企业存款占比有所回落，住户存款的占比则有所回升。居民存款占比回升的背后可能与金融严监管时代下，居民存款回流有关。这一点在下文分析居民存款的时候我们会进行进一步的说明。从政府存款的细分数据上看，政府存款总占比下滑主要是受机关团体存款同比增速下滑影响。这可能和近年来地方隐性债务治理等因素有关。

图 11. 境内各项存款的结构变化



资料来源：wind，红塔证券

图 12. 机关团体存款增速偏低（%）



资料来源：wind，红塔证券

再来看资金运用端。从结构上看，运用端结构的变化主要有这么几个特点。

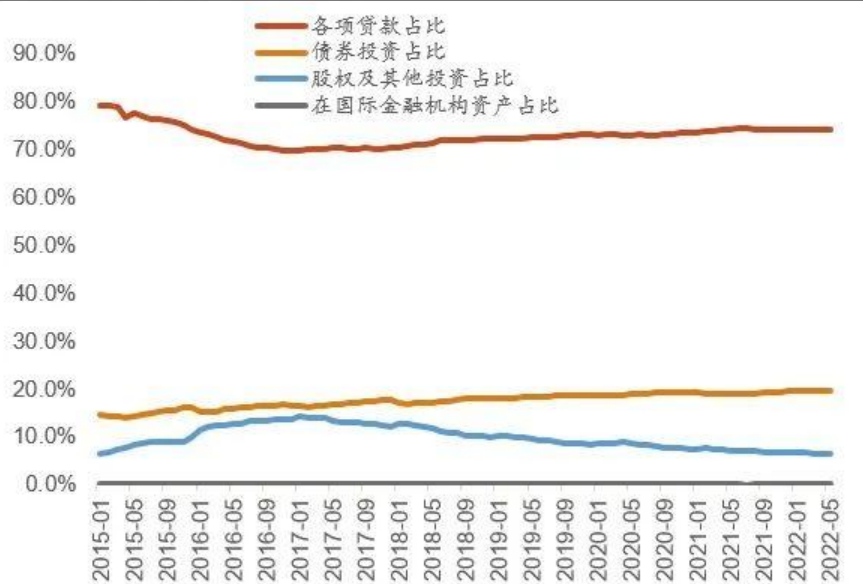
第一，分项结构来看近年来各项贷款占比和债券投资占比持续回升，而股权及其他投资占比则逐步回落。

我们认为这一现象的出现与金融严监管时代的到来有关。在 2017 年之前，国内金融监管体系不完善，部分金融机构也会通过股权及其他投资等渠道向影子银行来投放资金。这也推动了当时国内影子银行的快速扩张。

而股权类投资的扩张则挤压了银行正常的表内资金投放。体现在数据上就是股权及其他投资的占比从 2015 年初的 6.5%上行到 13.7%，同时各项贷款的占比则从 79%下滑到 2016 年的 69.6%。2017 年之后随着金融严监管时代的到来，影子银行得到了治理，银行表外业务开始回流表内。这也就使得股权及其他投资的占比开始持续回落而各项贷款的占比开始回升。

另外，近年来随着国内债券市场的稳步发展，加上表外业务得到规范，以银行为代表的金融机构也开始增持债券了。

图 13. 资金运用端分项构成

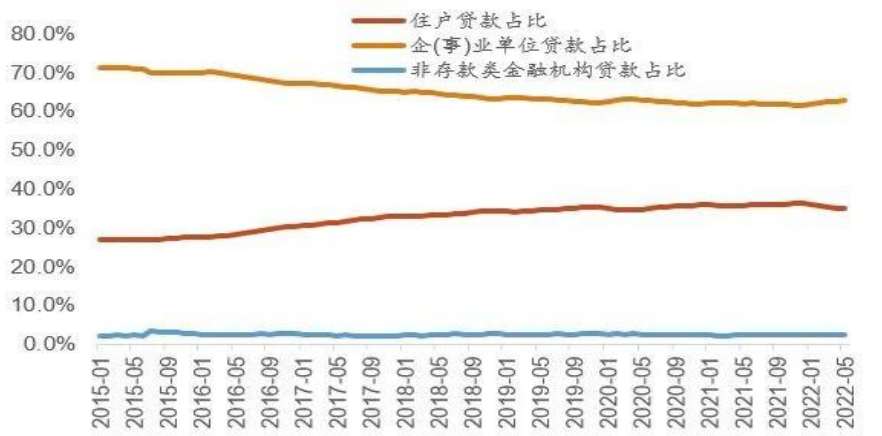


资料来源：wind，红塔证券

第二，居民贷款占比回升，而企（事）业单位占比在前期下滑后，近年来有所企稳。

从数据上看居民贷款占境内贷款的比重从 2015 年的 26.8%上升到 2022 年 4 月的 35.1%；企（事）业单位贷款占比先下滑后持平，从 2015 年的 71%下滑到了 2019 年底的 62%，近年来则维持在 62%左右的水平。居民贷款占比的提高可能与居民购房等需求带来的中长期贷款高增有关，而企业贷款占比企稳则应该与近几年政策引导银行要加大对金融机构的信贷支持力度有关。这两点我们在下文也会涉及，这里不再展开。

图 14. 境内贷款的具体构成



资料来源：wind，红塔证券

2. 资金来源方详解

在这一章节，我们将视线放在存款类金融机构信贷收支表的资金来源方，按照官方公布的顺序，对细项进行逐一讲解。

2.1. 住户存款

在资金来源科目中，境内存款是主要来源项，占比达到了 87.7%。同时，该科目又包括了 5 个子项，这里我们逐一进行拆解。

存款类金融机构包括央行和各类型商业银行，因为央行并不直接和居民产生业务往来，所以住户存款可以简单理解为居民存放在商业银行的各类型存款。截至 2022 年 4 月，住户存款规模为 110.5 万亿元，占比为 39.2%，是商业银行获取资金的最主要渠道。

按照存取款方式的不同，居民存款进一步划分为活期存款和定期及其他存款两类。活期存款是居民部门在银行的可随时存取和转让的存款。截至 2022 年 4 月末，存款类金融机构持有居民部门活期存款 34.6 万亿元，占资金来源比重 12.3%。定期及其他存款则主要是指居民在金融机构按照约定期限和利率所放置的存款，包括定期存款、通知存款、定活两便存款、协议存款、协定存款、保证金存款、结构性存款等。截至 2022 年 4 月，居民部门定期存款规模达到 75.9 万亿元，占资金来源比重 26.96%。

表 4. 不同类型存款的定义

存款类型	具体含义
普通存款	指存款人在金融机构开立账户存入资金或货币，由金融机构出具存款凭证，办理一定期限、利率并按期给付利息的存款。
单位活期存款	指单位存款人在金融机构开立账户存入资金或货币，由金融机构出具存款凭证，办理不约定期限、可随时转账、存取并按期给付利息的存款。
单位定期存款	指单位存款人在金融机构开立账户存入资金或货币，由金融机构出具存款凭证，办理约定期限、利率、整笔存入，到期一次性支取本息的存款。
活期储蓄存款	指个人存款人在金融机构开立账户存入资金或货币，由金融机构出具存款凭证，办理不约定期限、可随时存取并按期给付利息的存款。
定期储蓄存款	指个人存款人在金融机构开立账户存入资金或货币，由金融机构出具存款凭证，办理约定期限、利率，到期支取本息的存款。
定活两便存款	指个人存款人在金融机构开立账户存入资金或货币，由金融机构出具存款凭证，办理不约定期限、本金一次性存入，支取时一次性支付全部本金和税后利息，具有定期和活期双重性质的一种存款。
通知存款	指存款人在金融机构开立账户存入资金或货币，由金融机构出具存款凭证，办理不约定期限，支取时需提前一定时间通知金融机构，约定支取日期和金额的存款。
协议存款	指由金融机构根据中国人民银行相关规定对存款人开办的存款，存款利率由双方协商确定。
保证金存款	金融机构为客户提供具有结算功能的信用工具、资金融通以及承担第三方担保责任等业务时，按照约定要求客户存入的用作资金保证的存款。
协定存款	指存款人通过与金融机构签订合同约定期限、确定结算账户需要保留的基本存款额度，对基本存款额度按结息日中国人民银行规定的活期存款利率计息、对超过基本存款额度的存款按中国人民银行规定的协定存款利率或合同约定的利率计息的存款。
结构性存款	指金融机构吸收的嵌入金融衍生工具的存款，通过与利率、汇率、指数等的波动挂钩或与某实体的信用情况挂钩，使存款人在承担一定风险的基础上获得更高收益的业务产品。

资料来源：《存款统计分类及编码标准（试行）》，红塔证券

从趋势上看，我们会发现在 2014 年以前居民存款的占比基本保持稳定，此后在 2014 年初开始明显下滑，2017 年之后在定期存款的带动下，占比止跌回升。

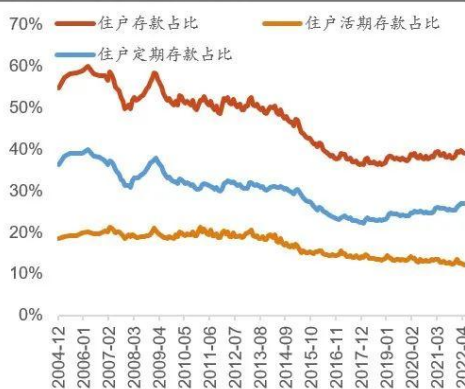
我们认为这种走势与国内金融体系的变化存在不小的关系。2013、2014 年之前，国内金融市场相对并不完善，居民能够接触到的理财产品并不多，在投资时更多的是将资金做定期存款放在银行吃利息。但是 2013 年之后，配合着国内互联网业务的快速发展，3G、4G 网络的普及等，以“余额宝”为代表的“类存款”理财产品开始兴起。

这类产品往往具有这么几个特征：一是存取便捷，灵活性高，往往在手机客户端上就能够完成全部业务，且余额宝等上面的资金可以直接用于支付宝支付，具有一定现金的特征；二是产品刚兑，不存在风险；三是收益率明显高于银行存款。

随着货基类理财产品的快速发展，居民存款特别是定期存款开始从银行转向非银，体现在数据上就是从 2013 年开始居民存款的占比出现了明显的回落。不过 2017 年以来定期存款出现了止跌回升，这主要和 2017 年金融严监管时代的到来有关。以资管新规为代表的系列监管文件的出台打破了原先理财产品“预期收益、刚兑、资金池”的模式。这使得以余额宝为代表的理财产品的“类存款”特性逐渐消失。在产品不能确保刚兑，收益率不断下滑，甚至可能出现“负收益”的情况下，这类产品对居民存款吸引力度有所减弱，相应的居民存款搬家的节奏也有所放缓。

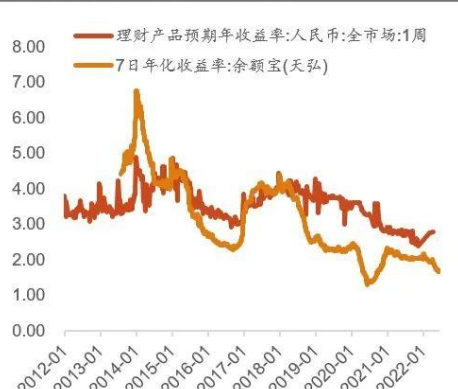
与此同时，银行为了争夺存款市场也推出了不少存款类产品，这也推动了居民存款的回流。所以我们会看到在 2017 年之后居民存款特别是定期存款（居民定期存款主要是为了获取收益）占比出现了明显的回升。与定期存款不同，居民活期存款占整体的比重依旧处于下行区间，这一来可能是余额宝等理财产品的收益依旧明显高于银行活期存款；二来随着居民理财意识的提高，活期存款可能在向理财和定期转化；三来受益于国内电子支付体系的不断完善，余额宝等资金可以直接用于线上消费，居民减少活期存款。

图 15. 存款占比的变动情况



资料来源：wind，红塔证券（这里使用金融机构口径，因为非存款类机构一般并不能直接从居民手中获取存款，所以 2015 年以来金融机构信贷收支表和存款类金融机构信贷收支表里的住户存款几乎一致）

图 16. 理财产品收益率下滑（%）

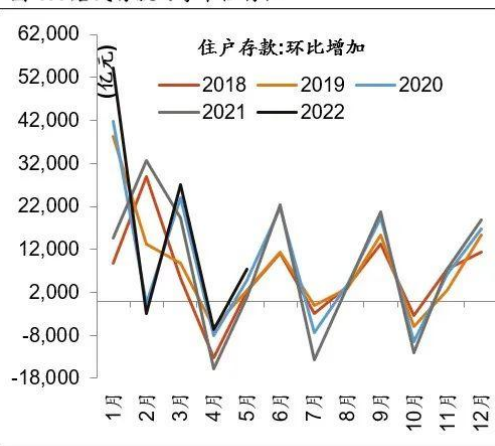


资料来源：wind，红塔证券

另外，居民存款存在明显的季节性波动。一般在季末（3、6、9、12 月）的时候，居民的存款会出现的一个明显的上行，并且在季末次月（4、7、10 月）会出现一个明显的回落。这种季节性波动可能与银行的揽储行为有关，银行为了满足监管的考核要求，在季末月的时候往往会加大揽储力度，从而带动存款规模走高，相应的在次月则会出现回落。另外，居民存款可能还受到春节因素的影响，可以看到在 1、2 月的时候，居民存款往往会出现明显的波动。这一点我们认为可能与企业在春节前发放年终奖，企业存款向居民存款转移以及居民春节期间取现需求增加等因素有关。

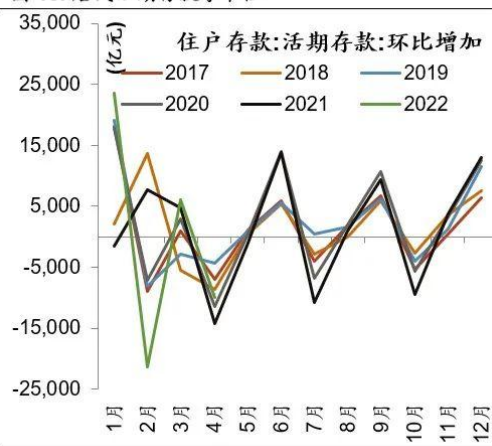
从历史走势上也可以看到在 2017 年到 2022 年，如果春节是在 1 月末或者 2 月初的时候，一般 1 月份居民存款会明显走高，同时非金融企业存款则会走低。而在 2018 年和 2021 年春节在 2 月中旬，所以在 2 月的时候才会出现居民存款走高，企业存款走低的现象。

图 17. 居民存款的季节性特征



资料来源：wind，红塔证券

图 18. 居民活期存款季节性



资料来源：wind，红塔证券

那么从居民存款数据上，我们能够获得哪些信号呢？

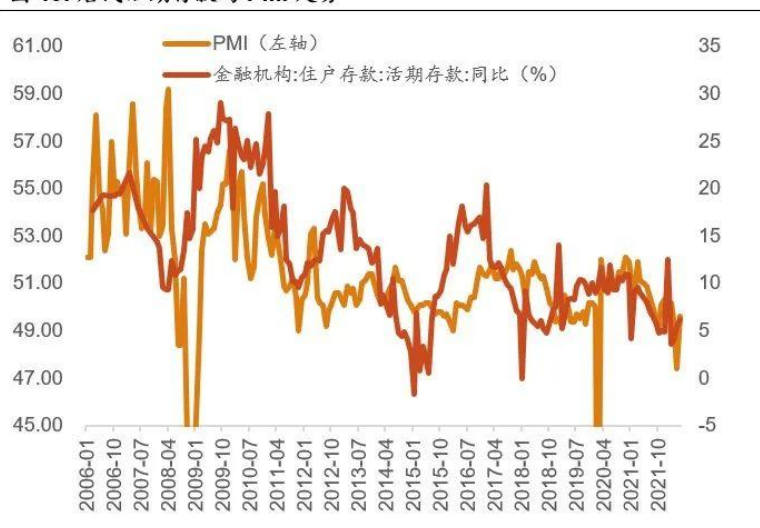
在不考虑债务的情况下，我们可以将居民存款理解为居民收入减去支出后的结余项目。因此居民存款的变动也可以从这一角度出发去理解。

第一，长期来看，居民存款具有一定的顺经济周期的特征。在经济上行期，居民收入增加，自然会带动存款规模走高；反之在经济下行期，居民收入端承压，存款自然也会有所减少。

第二，受预防性储蓄的影响，在经济下行初期，居民的储蓄特别是活期储蓄可能会出现明显的上行。此时，预期到后续收入面临下行压力，居民会率先减少消费，增加储蓄，以应对之后的不时之需。这一点在活期存款上往往表现得比较明显。

从下图我们也可以看到居民活期存款整体增速与经济增速同比存在正相关关系，体现的是居民收入的顺周期性。另外，在经济下行初期，比如在 2008 年年初的时候，随着经济快速走弱，居民活期存款同比增速快速走高，等到经济好转之后，这一迹象才有所缓解。

图 19. 居民活期存款与 PMI 走势



资料来源：wind，红塔证券

第三，居民存款与支出存在一定的负相关关系。这也很好理解，毕竟居民花钱多了存款自然就少了。这一点在居民中长期存款上表现得比较明显，从下图中我们能够看到居民中长期存款与居民的购房支出存在一定的负相关。即在房地产销售市场比较旺盛的时候，居民定期存款的同比增速会出现明显的回落。

图 20. 居民定期存款与地产销售存在一定的负相关 (%)



资料来源：wind，红塔证券

2.2. 非金融企业存款

非金融企业存款简单来说就是各类型工商企业存放在商业银行的资金，也是银行获取负债的第二大渠道。按照期限，非金融企业存款也可以划分为活期存款和定期及其他存款两类。从规模上，2022年4月非金融企业活期存款 25.9 万亿元，定期及其他存款 48.2 万亿元，占非金融企业存款的比例分别为 35%和 65%。

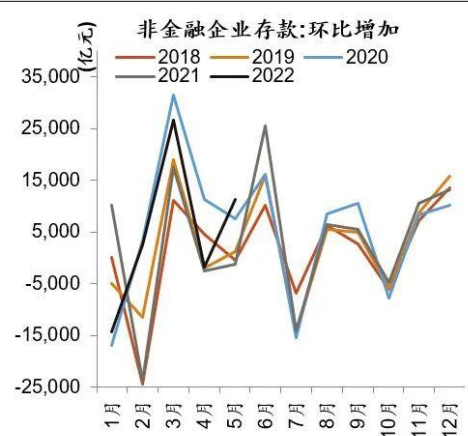
同时，和居民存款一样，受银行季节性揽储、缴税等因素的影响，企业存款也存在明显的季节性特征。一般在 3、6、9、12 月会是非金融企业存款环比增长的一个季节性高峰。在次月（4、7、10 月）则会出现一个明显的回落，这除了与商业银行揽储结束相关，也与这几个月是企业纳税大月有关。

图 21. 非金融企业存款的结构



资料来源：wind，红塔证券

图 22. 非金融企业存款存在季节性



资料来源：wind，红塔证券

企业行为的驱动力背后大部分都可以从利润的角度去解释，企业在经营中获利，手里有了钱之后，如果经营环境好，有利可图，那么企业考虑到后续会进一步进行生产，往往就会将钱作为活期存款放在银行，方便后续使用。反之，如果企业短期看不到太多的投资机会，出于获取利润等方面的考虑就会倾向于将资金存成定期以获取更高的利息收入。

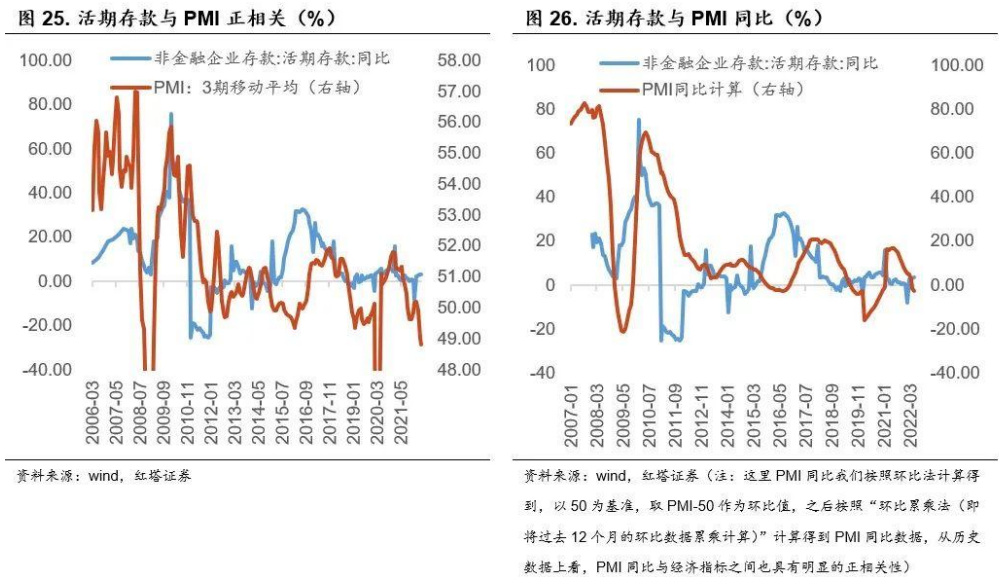
因此从这个角度出发，从企业存款数据上我们往往能够看出这么几点：

第一，企业存款的多寡与企业的盈利能力密切相关。这一点很好理解，毕竟企业只有赚了钱才能够去存钱。从下图我们也能够看到企业存款与企业利润存在明显的相关性。另外，从活期存款角度来看，企业的活期存款与房地产销售具有明显的正相关性。这一点和居民存款的变动正好相反，体现的是居民存款向企业活期存款转化。



第二，企业活期存款往往能够反映当下的经济情况。在经济好的时候，企业资金活化，反之则相反。从下面我们也可以看到非金融企业活期存款同比增速与 PMI 走势出现明显的正相关关系。且企业活期存款同比增速一般领先于 PMI 好转，这可能是因为企业活期存款会先行一步体现出企业的投资意愿。

第三，除了正常收入增长等带来的中长期存款走高之外，企业中长期存款的规模可能还会受到理财产品收益率等因素的影响。在理财收益高的时候，企业存款可能会分流。



2.3.政府存款

在 2019 年之前，信贷收支表将财政性存款和机关团体存款统一纳入到政府存款口径下，作为政府存款的二级科目。2019 年之后，信贷收支表不再统计政府存款，而是单独列示机关团体存款和财政性存款。

按照存款类金融机构本外币信贷收支表数据，2022 年 4 月，财政性存款为 5.46 万亿，机关团体存款为 32.17 万亿，即政府存款规模为 37.63 万亿。

图 27. 各口径的政府存款



资料来源: wind, 红塔证券

先来看财政性存款。财政性存款主要是指财政部门存放在国库（包括代理库）的预算资金，是金融机构对财政部门的负债。按照央行公布的统计口径，财政性存款又进一步划分为国库存款和其他财政存款，前者可以简单理解为已经存放在央行的资金，后者则是留存在商业银行账户上的资金。根据央行资产负债表中的“政府存款”一项，以及中资全国性大型银行/中小型银行信贷收支表的“国库定期存款”一项可以进行简单估算，截至 2022 年 4 月，在财政性存款余额的 5.46 万亿元中，大约 4.33 万亿元是存放于央行的中央及地方国库存款，9346 亿元是存放于商业银行的国库定期存款，剩余的 1964 亿元应该是各级政府存款以及预算外存款。

表 5. 财政存款构成

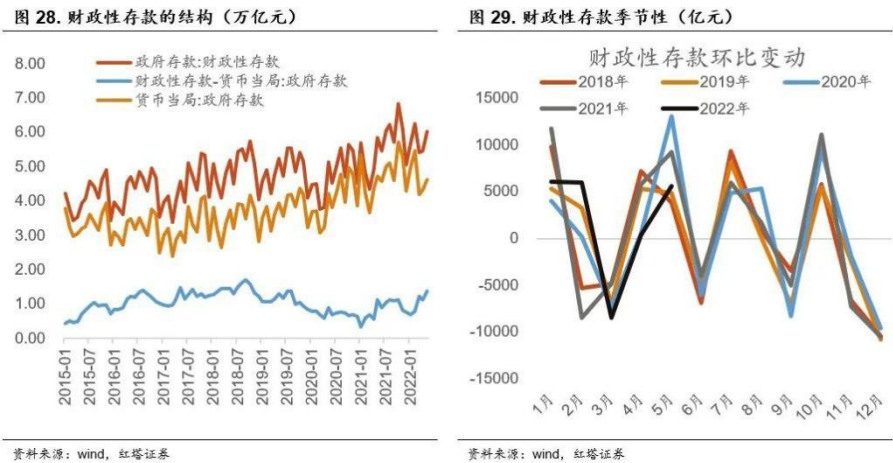
名称	含义
财政性存款	财政部门存放在银行业金融机构的各项财政资金，包括财政库款、财政过渡存款、待结算财政款项、国库定期存款、预算资金存款以及专用基金存款。
国库存款	财政部门存放在国库（包括代理库）的财政资金
财政库款	国库收纳的、已报解的中央级预算收入款项、地方财政库款、各级财政部门预算资金的专项存款和预算外资金。
财政过渡存款	各级国库当日收纳的、未报解的预算收入款项、国库待结算款项和国库总库收到的国家债券发行款项、国家债券兑付资金。
其他财政性存款	未列入国库存款的各级财政在存款性公司的预算资金以及由财政部门指定存入其他存款性公司的专用基金。
划缴财政存款	其他存款性公司按照中国人民银行事先核定的范围，向中国人民银行划来的财政存款。
待结算财政款项	其他存款性公司作为国库经收处办理的各项预算收入中待报解款项，以及代理国库收纳的各级预算收入待报解款项。
财政专用基金存款	由财政部门指定存入金融机构的专用基金
财政预算外存款	由财政部门存入金融机构的预算外存款
国库定期存款	金融机构核算中央国库现金管理商业银行定期存款

资料来源:《存款数据元》，红塔证券

从规模占比上我们也能够看到财政性存款主要受到央行口径政府存款的影响。

对于这一点的分析我们在此前解读央行资产负债表的时候已经进行了详细的分析，如一般公共预算收支、政府债发行等对该科目的影响以及对市场流动性的影响都在《流动性分析手册一》里面进行了详细的分析，感兴趣的读者可以重新回顾那一篇的论述，这里就不再重复了。

除了央行口径的政府存款之外，主要就是国库定存了。2006 年经国务院批准，财政部会同人民银行制定了《中央国库现金管理暂行办法》，开始实施中央国库现金管理操作。其中，国库定存是指将国库现金存放在商业银行，商业银行以国债为质押获得存款并向财政部支付利息的交易行为。在每个月，财政部会拟定相关计划，之后开始向国债承销团和公开市场业务一级交易商中的商业银行总行公开招标。中标的银行就能够获得这笔财政存款了。

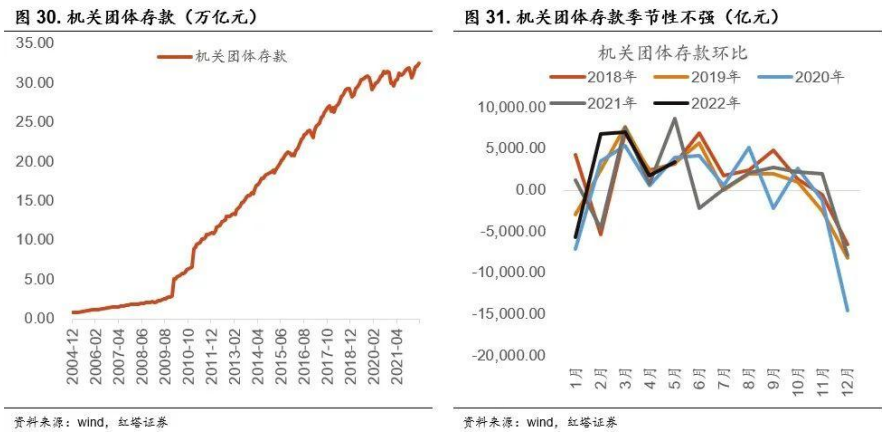


再来看机关团体存款。机关团体存款是指机关法人、事业法人、军队、武警部队、团体法人存放在银行业金融机构的定活期存款以及上述单位委托银行业金融机构开展委托业务沉淀在银行的货币资金。目前机关团体存款可能主要包括这么几类：一是机关、事业单位等在财政收支外产生的银行存款。比如医院（事业法人）在日常经营时收取的治疗费、电视台（事业法人）收取的广告费等等均属于这一部分。二是全国社保基金存款，目前全国社会保险基金收支是由社会保险基金专户来进行运作的，所以统计在机关团体存款口径下。另外，住房公积金也体现在这一科目下。从规模上看，截至 2022 年 4 月，机关团体存款规模为 32.2 万亿元，占资金来源比重 11.43%，是存款类机构的重要资金来源。

表 6. 机关团体到底指什么		
法人类别	含义	范围
机关法人	是指依法行使国家权力，并因行使国家权力的需要而享有相应的民事权利能力和民事行为能力的国家机关。	如县级以上各级中国共产党委员会及其所属各工作部门；各级人民代表大会机关；各级人民政府及其所属各工作部门；乡、镇中国共产党委员会和人民政府，以及街道办事处等等。
事业法人	是指依靠国家预算拨款，从事非营利性的社会公益事业活动的各类法人组织。	例如新闻、出版、广播、电视、文教、卫生单位等。
团体法人	是具有民事权利能力和民事行为能力，依法独立享有民事权利和承担民事义务的社会组织。	主要包括各种政治团体(如各民主党派)、人民群众团体(如工会、妇联、共青团)、社会公益团体(如残疾人基金会)、文学艺术团体(如作家协会)等。

资料来源: 网络资料, 红塔证券

从历史走势上看，在 2010 年和 2011 年因为口径的变化，机关团体存款的规模出现了两次明显的跳涨。其中，2010 年，央行将机关团体存款单独列示，并且将事业单位存款纳入机关团体口径。2011 年央行将财务公司、信托投资公司、金融租赁公司委托存款减委托贷款后按委托人分别计入各项存款项下，部分存款也就调入了机关团体口径。在调整完口径之后，机关团体存款则进入了一个平稳上升的阶段，不过近年来增速已经有所放缓，占境内存款的比重也在逐步下降。从走势上看，与财政性存款不同，机关团体存款并没有类似的季节性特征。只是会在每年年末的时候出现一次明显的下行，这可能与这些单位会在年末对项目等进行集中支出结算有关。



2.4.非存款类金融机构存款

非银行业金融机构存款主要指的是证券业、保险业、交易及结算类、金融控股以及其他公司的存款。截至 2022 年 4 月，非银行业金融机构存款余额为 23.9 万亿元，占资金来源比重为 8.5%。2015 年，信贷收支表的统计口径经历过一次变更。在 2015 年之前，信贷收支表“各项存款”口径下除了住户存款、非金融企业存款、机关团体存款和财政性存款之外，还包括其他存款和非居民存款两项。不过在 2015 年，央行调整统计口径，去掉了其他存款和非居民存款，并将非存款性金融机构纳入到统计口径中，体现为在“各项存款”中增加“非银行业金融机构存款”；在“各项贷款”口径下新增“非银行业金融机构贷款”。按照央行表述之所以进行这样的调整一是逐步与国际通行规则接轨；二是保证统计口径的准确性；三是提高货币政策时效性。

表 7. 口径调整的原因

原因	含义
逐步与国际通行规则接轨	在货币的发行和派生过程中，非存款类金融机构的作用与企业和个人基本相同。非存款类金融机构的存款和贷款与普通企业 and 个人的存款、贷款没有实质区别。因此，按照国际货币基金组织(IMF)的标准，存款类金融机构与非存款类金融机构之间的资金往来要计入存款和贷款。
保证统计口径的科学性，准确反映存贷款总量	近年来，非存款类金融机构快速发展，它们存放在存款类金融机构的存款与普通的单位、个人存款一样，已经成为存款类金融机构重要的资金来源。如果不放在“各项存款”下，实际上没有准确反映存款类金融机构的资金来源。如果不把存款类金融机构拆放给非存款类金融机构的款项计入“各项贷款”，也没能准确反映商业银行的资金运用。为反映这种变化，2011年10月，人民银行已经将非存款类金融机构存放在存款类金融机构的款项计入广义货币 M2。经过这次调整，“各项存款”口径与广义货币中存款口径基本一致。
提高货币政策有效性	这次统计口径调整前，受新股发行和存款冲时点等因素影响，季末存款规模和资金价格容易出现大幅波动。以前经常监测到某几天储蓄存款大幅下降，但客户保证金却增加了。这在一定程度上削弱了货币政策效果。调整后，存贷款统计口径中已经包含了存款类金融机构与非存款类金融机构之间大部分的资金往来，因此，资金在这两部分之间的相互转移不会引起存款规模和资金价格的大幅波动，由此提高货币政策有效性。

资料来源：中国人民银行，红塔证券

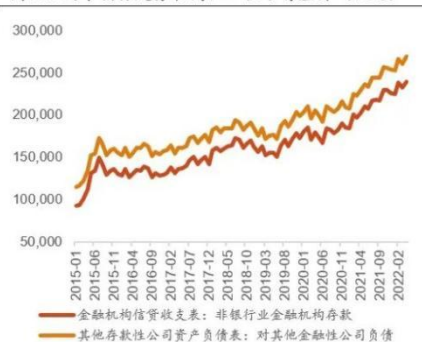
这一项与我们在上一篇讲解其他存款性公司资产负债表时负债端的“对其他金融性公司负债”走势相吻合（见下图）。对于资产负债表项目的具体分析可以参考上一篇。

另外，我们会观察到这二者之间存在 2-3 万亿左右的差距，这主要是由于两者统计口径不同。前面所说的证券、保险等公司是两者共有的，但是“对其他金融性公司负债”一项内还包括了银行业非存款类金融机构存款，比如信托、资管、金融租赁等公司。这是信贷收支表所不具备的，也是造成小幅差距的主要原因。

同时，我们还会看到非银存款具有明显的季节性变化，一般在 3、6、9、12 月会出现明显回落，并在次月出现回升。这一点可能与银行的季末考核有关。

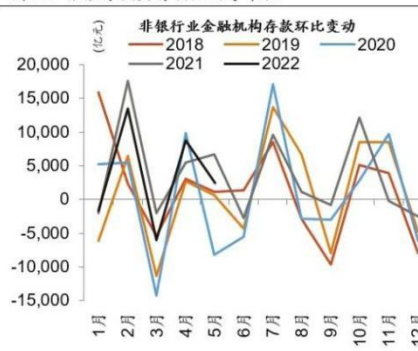
在考虑到季末考核的时候，银行在购买非银产品的时候，往往都会约定在季末的时候到期赎回。另外，在季末的时候银行也会减少对非银的贷款（这一点在下文我们也会提到），减少对非银的资金融出。这也就使得非银存款在季末的时候会出现明显的回落。

图 32. 两个指标走势相同但口径略有差异（亿元）



资料来源：wind，红塔证券

图 33. 非银存款具有明显的季节性



资料来源：wind，红塔证券

2.5. 境外存款和对国际金融机构负债

境外存款我们可以理解为非居民部门在存款类金融机构存放的款项。按照央行口径，非居民部门包括国际组织、外国政府、国外金融机构、国外非金融机构、外国居民等。截至 2022 年 4 月境外存款规模仅有 3.5 万亿，占总资金来源的比重为 1.23%，规模较小。

表 8. 非居民部门

主体	含义
非居民部门	所有不具有常住性的机构单位。
国际组织	国际组织是指三个或三个以上国家（或其他国际法主体）为实现共同的政治经济目的，依据其缔结的条约或其他正式法律文件建立的常设性机构。
外国政府	世界其他国家和地区的政府部门。
国外金融机构	世界其他国家和地区的金融机构部门。
国外非金融企业	世界其他国家和地区的非金融企业部门，包括本国非金融企业部门的国外分支机构。
外国居民	未纳入上述非居民部门的国外个人或机构组织。

资料来源：《存款分类统计》，红塔证券

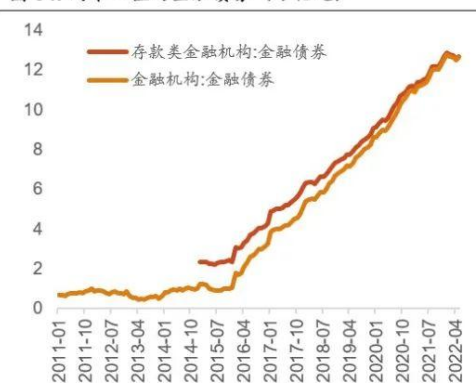
这里需要区分的另外一点是对国际金融机构负债科目与该科目的区别。我们认为国际金融机构的存款应该会被计入到境外存款栏目下，而国内金融机构从国际金融机构中获取的贷款、与境外金融机构之间的同业业务往来等项目应该被计入了对国际金融机构负债栏目下。近年来，该项规模一直位于 10 亿元以内，占比极低。

2.6. 金融债券

金融债券简单来说是指各金融机构（商业银行、保险公司、证券公司等等）为筹集资金发行的，约定在一定期限内还本付息的债券。而信贷收支表下的金融债券则可以理解为由存款类金融机构（或金融机构）发行的，由非存款类金融机构持有的债券（比如央票、政策性金融债、各类商业银行债等）。截至 2022 年 4 月，金融债券规模为 12.5 万亿元，占资金来源比重 4.44%。近年来，随着存款负债面临一定的下行压力，商业银行等开始加大金融债的发行规模，以此来募集中长期负债。这也就推动着金融债券占资金来源的比重从 2015 年开始逐渐由 1%扩大至 4%。

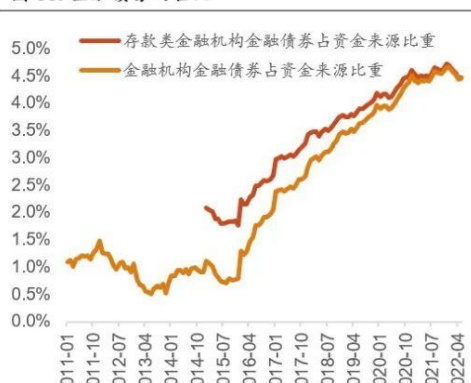
另外，我们会看到存款类金融机构口径下的金融债券与金融机构口径下的金融债券规模在近年来持续收窄。这可能是因为银行业非存款类金融机构如信托等持有商业银行债等金融债的规模在持续降低。

图 34. 两个口径的金融债券（万亿元）



资料来源：wind，红塔证券

图 35. 金融债券的占比



资料来源：wind，红塔证券

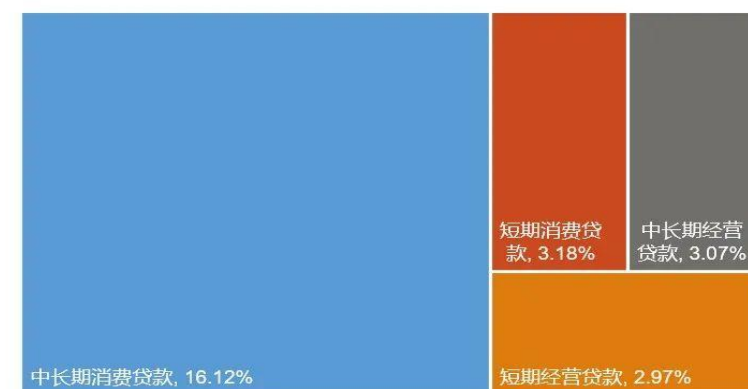
3. 资金运用端详解

3.1. 住户贷款

住户贷款和上一章的住户存款相对应，可以理解为居民从商业银行获取资金。和存款一样，贷款也可以分为短期贷款（期限在 1 年以内）和中长期贷款（期限在 1 年以上）。另外，在统计的时候，央行进一步按照贷款的用途将其划分为消费贷款和经营性贷款。

截至 2022 年 4 月，住户贷款余额 71.41 万亿元（占比为 25.3%），其中按期限分，短期贷款 17.32 万亿元（占比为 6.1%），中长期贷款 54.09 万亿元（占比为 19.2%）；按用途分，消费性贷款 54.39 万亿元（占比为 19.3%），经营性贷款 17.01 万亿元（占比为 6%）。

图 36. 住户贷款占资金运用端的比重



资料来源：wind，红塔证券

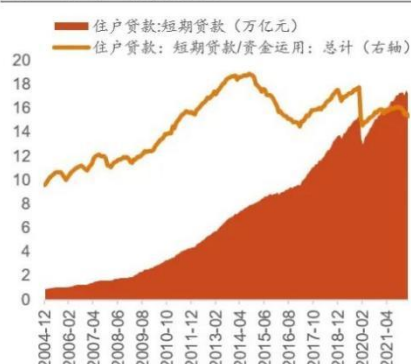
这里我们从居民借钱的用途角度出发来分析这一科目背后传递的一些信号。

先来看消费贷，短期消费贷主要用于居民的日常消费，比如旅游、餐饮、购物等。从这个角度来看，居民短期消费贷体现的是居民的日常消费支出。从下图上我们也能够看到居民消费短贷的同比增速与社零同比增速存在较强的正相关性。同时，我们也能够看到在 2017 年之后的一段时间里，居民短期消费贷的同比增速与社零同比增速出现了明显的背离。我们认为这一来是因为在当时各地银行纷纷发力消费贷，带动消费贷同比增速走高。

二来则可能与居民挪用短期消费贷有关。因为银行对消费贷用途的监管体系有待进一步完善，加上银行监管的意愿可能不高，在房地产销售旺盛的时候，居民也会挪用消费贷用于购房。相应的，我们也经常看到有银行因为对个人消费贷发放不审慎、用途监管不严等被银保监会处罚。银保监会也会专门出台相关文件，要求银行建立差异化贷后用途管控机制，加大对个人贷款实际用途的管理。

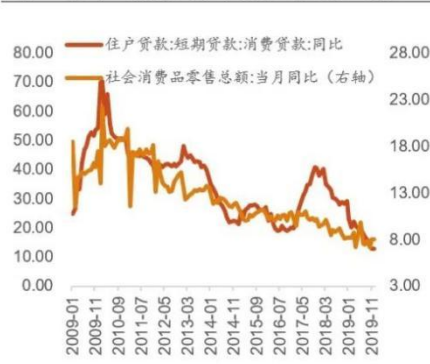
另外，从走势上看，我们会发现疫情之后，居民的短期消费贷款规模明显回落，且目前也尚未恢复到疫情前的水平。这一现象的背后可能体现了居民消费习惯的改变，在疫情之前，居民对后续收入端整体比较乐观，愿意超前消费。但是疫情之后，因为收入端的不确定性增加，居民的预防性储蓄需求提高，而提前消费的意愿则有所降低。这一点也是我们后续在分析消费的时候需要注意的，在 2020 年之前，居民还是比较愿意负债消费的，而疫情之后居民则更注重“量入为出”了。这可能会使得后续消费回升的难度有所提高。

图 37. 居民短期消费贷款



资料来源：wind，红塔证券

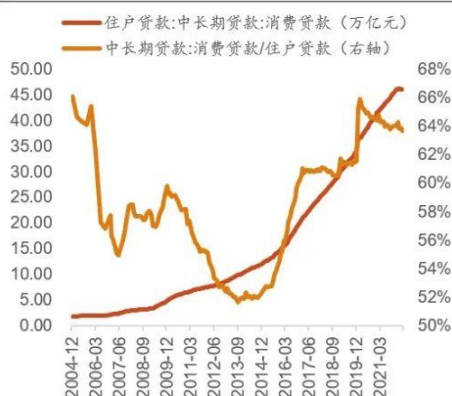
图 38. 居民短期贷款与社零具有正相关性 (%)



资料来源：wind，红塔证券（注：时间我们截至 2019 年，2020 年因为疫情，社零和消费信贷波动较大，加上之后容易看不清趋势）

中长期消费贷款则主要与居民的购房行为相关，占居民各项贷款的比重达到了 63.6%，是居民贷款最主要的部分。从下图上就可以看到居民中长期消费贷与房地产销售市场同比增速具有明显的正相关关系。同时，我们也要看到近年来居民中长期消费贷款占居民贷款的比重在持续攀升。这可能体现了目前房贷对居民其他贷款消费的挤出效应。

图 39. 居民中长期消费贷款



资料来源：wind，红塔证券

图 40. 居民中长期贷款与地产正相关 (%)



资料来源：wind，红塔证券

接下来我们来分析经营贷，居民的经营性贷款主要是指个体经营户借钱之后将资金用于日常生产经营、资金周转、设备购置等方面。

从结构上来看，与消费贷不同，短期经营性贷款的规模在 2017 年之前明显高于长期贷款，目前两者规模则大致相当。这可能与银行的考核模式变化有关，在 2017 年之前因为个体经营户经营的潜在风险较大，银行在经营贷特别是中长期经营贷方面的审批上会表现得更为谨慎，个人获得中长期经营贷的难度也比较大。

但是自 2018 年以来，监管一直在引导商业银行加大普惠贷款的信贷支持力度，从数据上我们也能够看到近年来普惠贷款的同比增速一路从 2018 年初的 12% 上行到了 2021 年初的 34.3%。在政策的引导下，银行自然也就增加了对个体经营户的中长期经营贷投放。

另外，影响居民经营贷款需求的会有哪些因素呢？

第一，国内经济景气度。既然居民借钱是为了生产，那么自然会受到经济景气度的影响，一般来说在国内经济形势向好的时候，企业经营环境改善，盈利空间大，居民自然愿意贷款来生产。反之，在经济下行的时候，企业生产经营环境恶化，居民相应地会减少贷款，缩小规模。从下图我们也能够看到居民经营贷款与 PMI 存在明显的正相关性。

第二，居民经营贷可能还会受到房地产市场的影响。在房地产销售市场旺盛的时候，居民为了尽快上车往往也会通过各种方式来套取经营贷款。而且相比于房贷，在政策的引导下，普惠小微企业经营贷往往还具有成本低等优势。对于银行而言，银行此前的监管意愿可能也不强，毕竟相比于将资金用于经营，将资金用于购房上的潜在风险可能还会更低一些。在这样的情况下，我们经常会看到有新闻说居民挪用经营贷来购房。比如在 2020 年的时候，就出现了个人消费贷、经营贷违规流入楼市的现象，并引起了监管的关注。

图 41. 居民经营贷的结构

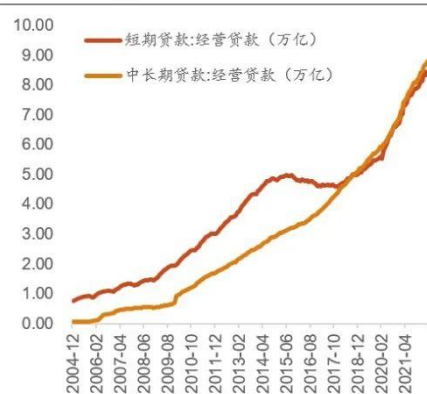


图 42. 经营贷与经济相关性比较高 (%)



3.2.企（事）业单位贷款

企事业单位贷款是存款类金融机构向企事业单位通过直接融资或间接融资的方式贷出的款项。进一步又可以细分为短期贷款、中长期贷款、票据融资、融资租赁和各项垫款等。

截至 2022 年 4 月，企事业单位贷款规模为 128.77 万亿元，其中短期贷款 36.41 万亿元，中长期贷款 79.88 万亿元，票据融资 11.88 万亿元，融资租赁 639 亿元，各项垫款 2761 亿元。从占比走势上看，近年来中长期贷款占企事业单位贷款比重不断攀升，已经成为了企业贷款的最主要构成；短期贷款占比有所下滑，但仍位居第二，目前占比在 28% 左右；票据融资占比第三，且较为稳定，略低于 10%；融资租

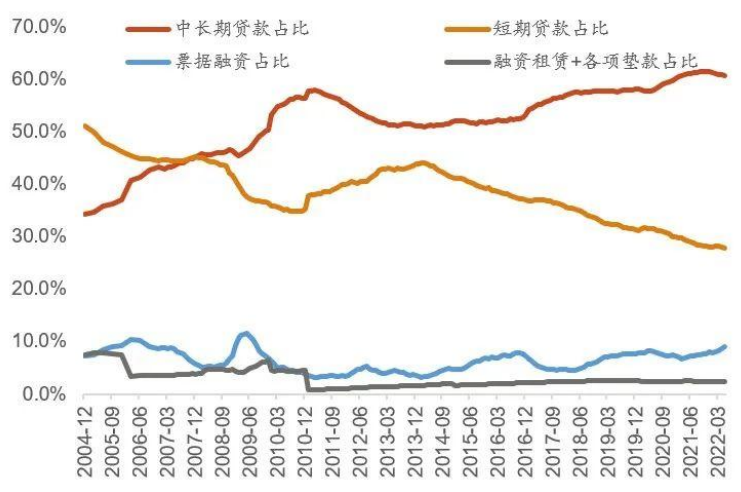
赁和各项垫款两项规模过小，可以忽略不计。因此后续在分析的时候，我们主要将目光放在中长期贷款、短期贷款和票据融资这三项上。

另外，近年来短贷占比减少而中长期贷款占比提高则可能有这么几点原因：

一是信息技术和物流行业发展等使得企业的存货管理能力和资金管理能力等不断提高。这也推动着企业存货需求相对下降。另外，金融市场的发展也使得企业获取流动资金的能力提高。这使得短期融资占比下滑。

二是近年来政策也一直在引导金融机构增加对制造业中长期贷款的支持力度，在政策的引导下，中长期贷款占比有所提高。

图 43. 企事业单位信贷结构



资料来源：wind，红塔证券

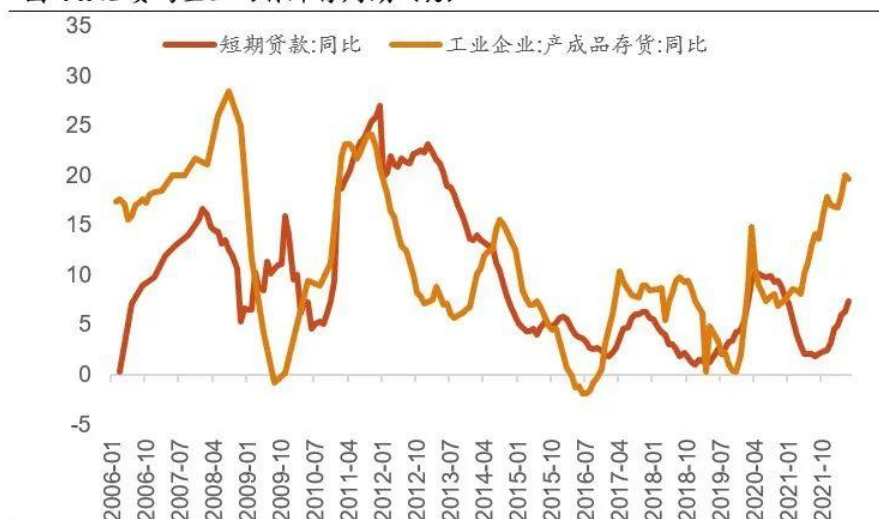
第一，我们先来看短期贷款。

短期贷款我们可以简单理解为银行向企事业单位贷出的期限在一年及以内的资金。截至 2022 年 4 月，存款类金融机构口径下企事业单位短期贷款规模为 36.4 万亿元，占资金运用比重为 12.9%。

短期贷款一般用于企业日常的资金周转，往往与企业的库存周期相关。在企业生产经营旺盛的时候，企业往往会有更强劲的短期资金需求，反之，在生产经营景气度下行，企业减少生产的时候，对资金的需求也会走弱。从下图中我们也能够看到企业短期贷款与企业的库存周期存在明显的相关性。

另外，短期贷款也会反映出企业临时性的资金需求。比如在 2020 年疫情爆发的时候，因为企业正常的生产经营活动难以维系，企业面临较大的资金流压力，在这样的情况下，企业就需要从银行借入较大规模的短期资金来维持自身的资金需求。所以我们会看到在 2020 年初的时候企业短期资金同比增速出现了一个明显的抬升。

图 44. 短贷与企业的补库存周期 (%)



资料来源: wind, 红塔证券

第二，我们来分析票据融资。

票据是什么呢？这里我们不妨简单举一个例子，A 企业向 B 企业购买了 100 万的商品，但是没有付现金，而是给 B 企业开具了一张“欠条”（即票据），约定 B 企业 3 个月后可以拿着票据来拿钱。为了增强可信度，A 企业找到了自己的存款行 C 银行，让 C 银行帮忙承兑（即银行承兑汇票，如果没有银行承兑，则为商业承兑汇票）。B 企业在拿到票据之后又很缺钱，就会找银行 D 去贴现，即银行 D 先给 B 企业 99 万（假设贴现后价格为 99 万），之后银行 D 就会持有这张票据，并在 3 个月票据到期后获得 100 万的资金。在银行 D 向 B 企业贴现获得这张票据的追索权之后，其实就相当于 D 银行向实体投放了一笔贷款，因此这时候票据也就纳入了信贷口径，体现为“票据融资”。

目前，票据承兑期限均在 1 年以内。不过 2022 年 1 月 14 日，中国人民银行发布《商业汇票承兑、贴现与再贴现管理办法（征求意见稿）》，文件表示商业汇票的付款期限自出票日起至到期日止，最长不得超过 6 个月。后续市场需要关注这一办法的落地情况。较短的期限也意味着票据融资和短期贷款的作用比较相似，主要是用于满足企业的短期资金需求。

不过相比于短期贷款等，票据还具有不少的优势。一是，票据的流转性强，银行可以在票据市场上及时出票、收票，从而调整自己资金情况，而正常的贷款则往往需要等到到期才能够收回。

二是，银票信用风险低。商业银行在贴现之后，如果 A 企业没有兑付，那么银行是可以直接向承兑银行（C 银行）求偿，所以银票的潜在信用风险很低。不过，商票则没有这一特征。

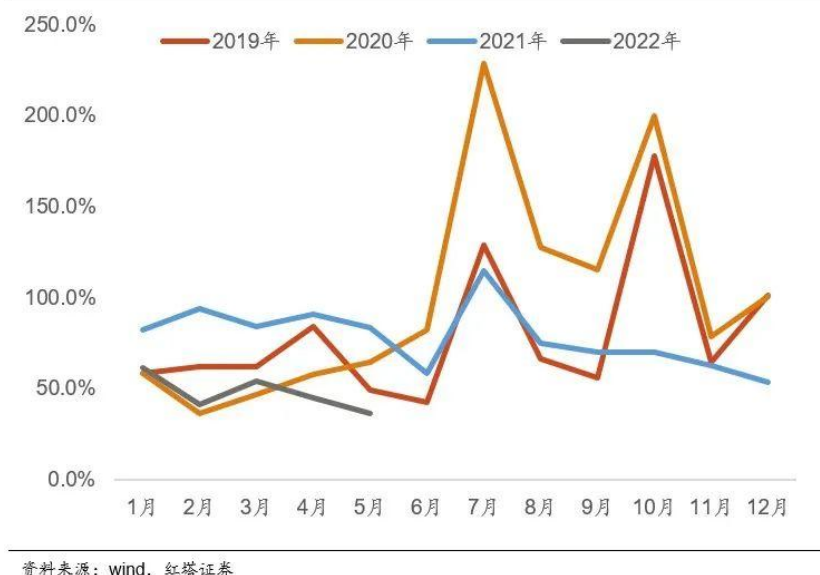
三是，票据的资本占用比较低。按照规定，对于银票直贴，3 个月以内按照 20% 计提风险资产，3 个月以上按照 25% 计提风险资产，低于一般信贷的 100%。另外，相比于其他几项，票据融资的波动更大。这可能是因为票据融资更容易冲量，受银行行为的影响更为明显。对票据的深入分析我们会在之后的文章中进行详细讲解。

第三，中长期贷款，相比于短期贷款，中长期贷款更能够体现实体的融资需求的改善程度。一般在经济修复初期，企业会先借一些短钱用于日常的生产经营，但是随着经济的进一步修复，实体融资需求

进一步回升，实体的中长期融资需求才会开始有所抬头。这一点从这两年的信贷走势上也能够看出来。在 2020 年初，受疫情冲击，实体融资需求大幅走弱，新增中长期贷款占总新增贷款的比重明显低于往年。

但是受当时强劲的房地产和出口的带动，国内经济迎来了一轮强势修复。在经济持续修复的时候，实体融资需求开始持续走高，所以我们能够看到中长期贷款的占比开始明显回升。到了 2021 年下半年，随着经济下行压力再度显现，新增中长期贷款占比再度回落。

图 45. 新增中长期贷款占比的变化



另外，中长期贷款同比增速和短期贷款及票据融资同比增速存在一定的负相关关系。这则可能是因为在经济下行，政策发力，但是实体融资需求偏弱的时候，银行会通过票据和短期贷款来冲量，以此满足信贷考核的需求。但是随着实体融资需求的走高，因为银行的信贷投放总量也面临一定的限制，所以这时候银行便会将资金投向收益率更高的中长期贷款，并减少短期贷款等的投放。

图 46. 企业中长期贷款与短期贷款存在负相关性 (%)



资料来源: wind, 红塔证券

最后, 融资租赁指出租人根据承租人(用户)的请求, 与第三方(供货商)订立供货合同, 根据此合同, 出租人出资向供货商购买承租人选定的设备。同时, 出租人与承租人订立一项租赁合同, 将设备出租给承租人, 并向承租人收取一定的租金。我国融资租赁业务主要由银行的自营融资租赁公司和与银行合作的外部融资租赁公司构成。

截至 2022 年 4 月, 存款类金融机构信贷收支表中融资租赁规模为 652 亿元, 占资金运用比重低于 1%。值得注意的是, 由于非银行自营的融资租赁公司才是融资租赁的主力, 而融资租赁公司又不属于存款类金融机构, 所以金融机构信贷收支表中的融资租赁才能反映业务全貌, 大概在 3 万亿元左右。各项垫款主要指银行业金融机构为第三方责任而垫付的各类资金, 截至 2022 年 4 月其规模为 2770 亿元左右, 占比小于 1%, 规模过小, 这里同样不做赘述。

3.3.非存款类金融机构贷款

这里需要注意的是, 这一个科目在金融机构信贷收支表和存款类信贷收支表下存在一定的区别, 前者是“非银行业金融机构贷款”后者则是“非存款金融机构贷款”。非存款类金融机构范围大一些, 由银行业非存款类金融机构和非银行业金融机构构成。前者包含信托、金融租赁、汽车金融、贷款公司等, 后者包括证券业、保险业、交易及结算类金融机构、金融控股公司等。

如果我们忽略银行业非存款类金融机构对非银行业金融机构的贷款, 那么这两张表中, 存款类收支表的数值减去金融机构收支表数值大致是商业银行对信托、资管、金融租赁等公司的贷款。从数据上看, 截至 2022 年 4 月, 非银行业金融机构贷款规模为 5873 亿元, 占比为 0.21%; 非存款类金融机构贷款规模为 50559 亿元, 占比为 1.79%, 规模远大于前者。这也就意味着对非存款类金融机构的贷款核心就是银行对信托、金融租赁公司等机构的贷款。

图 47. 非存款类金融机构贷款（亿元、%）



资料来源: wind, 红塔证券

最后，境外贷款则是指存款类金融机构对境外单位以贷款、票据贴现、垫款、押汇等方式提供的融资总额。截至 2022 年 4 月，境外贷款规模为 4.58 万亿元，占资金运用比重 1.61%。境外贷款的变化除了受中国金融业对外开放程度的影响之外，也与国内的人民币汇率密切相关。从统计口径上看，境外贷款主要是以外币形式体现的，2022 年 4 月人民币口径境外贷款为 8657 亿元，而按照汇率测算后，外汇口径的境外贷款为 3.7 万亿，占境外贷款的比重达到了 81%，是主要构成科目。

因为外汇口径的境外贷款会根据当月的汇率进行折算，所以汇率对境外贷款的影响也会比较大。

图 48. 境外贷款的构成（亿元）



资料来源: wind, 红塔证券

3.4.其余三项

除各项贷款之外，资金运用端还包括其他三项，分别是债券投资、股权及其他投资和在国际金融机构资产。

债券投资是指存款类金融机构（或金融机构）持有的政府债、除存款类金融机构之外的机构发行的各类信用债等等。近年来随着国内债券市场的稳步发展，同时 2015 年之后随着政府债发行规模的高增，存款类金融机构持有的债券规模也在持续走高。

股权及其他投资主要记录银行购买持有的资管计划和理财产品等。这一科目的变动与国内影子银行的发展息息相关。在 2017 年之前，随着银证信、银基信等金融同业合作模式的快速发展，股权及其他投资的规模快速走高。金融机构口径规模从 2011 年的 1 万亿提高到 2016 年末的 22.4 万亿。

随后由于金融严监管时期的到来，表外业务开始逐渐规范，相应的这一科目也开始回落。更详细的分析可以参考我们上一篇框架中的“对其他金融机构债权”一节，此处不再赘述。

在国际金融机构资产主要指我国在世界银行、IMF 等机构持有的头寸。截至 2022 年 4 月，该项规模为 4164 亿元，占比常年小于 1%。从历史数据上看，这一科目在历史上有两次明显的变动。2016 年的突然高增可能与当年国际货币基金组织（IMF）宣布将人民币纳入特别提款权（SDR）有关。此后在 2017 年下滑可能央行更改了口径，开始对国际金融组织相关本币账户以净头寸反映有关。

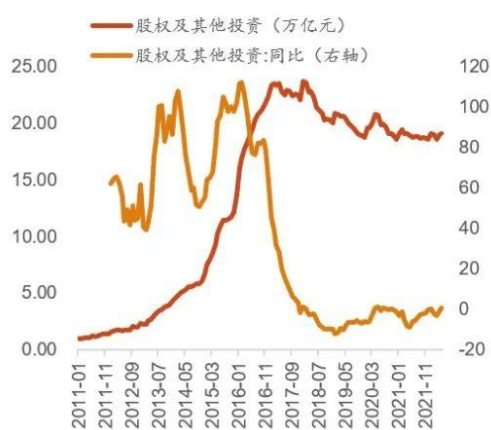
2021 年 8 月的变化也和 IMF 有关。央行表示由于 IMF 进行 SDR 分配，我国 SDR 持有量增加，按 8 月末 SDR 兑人民币汇率折合人民币 2679 亿元，计入 8 月末“在国际金融机构资产”科目。

图 49. 债券投资规模持续上行



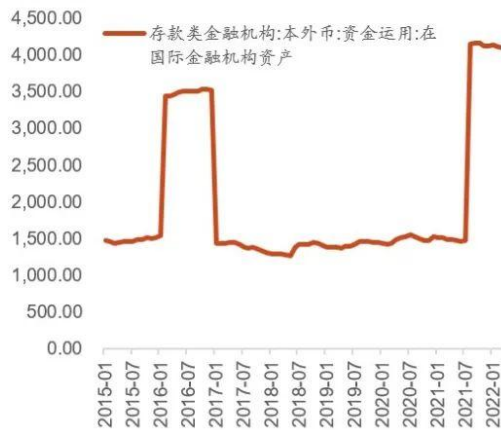
资料来源: wind, 红塔证券

图 50. 股权及其他投资 (%)



资料来源：wind，红塔证券

图 51. 在国际金融机构的资产 (亿元)



资料来源：wind，红塔证券

至此，我们对央行公布的信贷收支表有了一个系统性的认识。而此前，我们已经对央行资产负债表、其他存款性公司资产负债表进行了分析。自此，我们对央行公布的几张报表进行了完整的分析。而对这几张报表的认识也会成为我们后续进一步分析的基础。在下一章节里我们也会从这几章的经验出发，来解读目前的国内货币供应。

(内容来源：奇霖宏观)

A 股大部分行业处于适配区间

董忠云 中国资产管理人论坛 理事 中航证券 首席经济学家

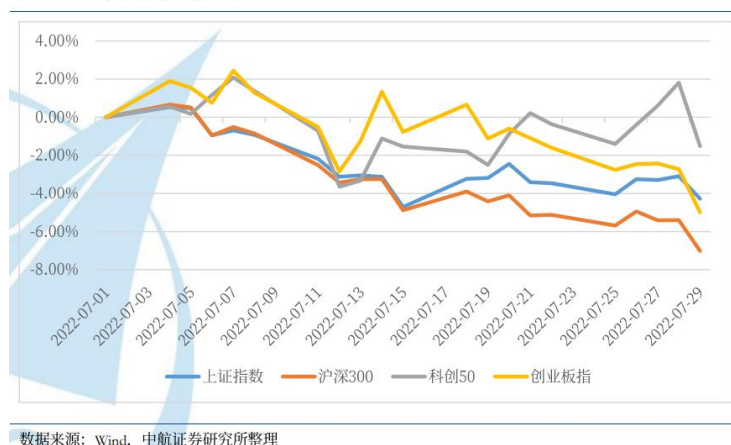
王茹丹 中航证券研究所 宏观政策研究员

一、市场进入中报盈利预期调整阶段，成长股韧性较强

7 月以来进入中报业绩预告集中披露期，A 股出现回调或因中报业绩较弱。随着中报业绩的逐渐披露，市场开始进入“聚焦业绩”的阶段。截至 7 月 27 日，A 股共有 1680 余家公司披露了中报业绩预告的相关信息。其中，预喜（包括预增/略增/续盈/扭亏）公司占比 40.73%，预亏（略减，首亏，续亏，预减）占比 55.47%，其余为暂不确定。由于中报业绩较弱难对股市持续上行形成支撑，截至本周五上证指数已从月初回落 4.28%。

7 月 2 日的报告《下半年科创板仍有望领涨市场》中，我们曾判断科创及创业板在宏观政策、流动性、盈利增长及估值这四个方面的支撑下有望继续取得超额收益。近期，创业板及科创板 200 余家披露中报业绩预告的公司中，预喜公司占比 70.00%，预亏（略减，首亏，续亏，预减）占比约为 29.50%，业绩好于 A 股整体情况。在较好的盈利业绩带动下，近期成长股的回调相对于整体大盘较小。7 月 1 日至今，创业板指及科创 50 下跌幅度窄于上证指数及沪深 300 指数。在经济弱复苏的背景下，近期国家能源局再次发声。7 月 27 日，国家能源局电力司司长何洋表示，“下一步，将继续拓展新兴储能的应用场景和商业模式，大力发展非石化能源”；7 月 28 日政治局会议也强调要加大力度规划建设新能源供给消化体系。中长期在政策的推动下，预计以风电、光伏等为代表的成长领域景气度及业绩有望继续提升。

图 1 七月至今各指数涨跌幅（单位：%）



二、公募持仓现状显示大部分行业处于适配区间，未来预计表现较为稳定

基金经理在不同时期对某些行业的重仓追捧或减仓冷置能够较好地体现不同时期的市场偏好。如果某段时间内某个行业配置的资金超过或低于标准行业配置比例则形成超配或低配。而基金的配置情况在

一定程度上能提示下一阶段的走势。总体而言，超配通常意味着行业拥挤度较高。随着行业市场景气度的趋于饱和，后续上涨弹性降低；而低配意味着行业的拥挤压力已大幅释放，存在逆境反转的空间，后续随着市场情绪的好转，上涨弹性加大。

我们对过去五年（2017 年-2021 年）公募基金中报及年报披露的持仓情况进行分析，按照申万一级行业分类，用报告期末基金对某行业的持股流通市值除以报告期末基金投资于股票的总市值计算基金对该行业的配置比例，用报告期末某行业股票总流通市值除以全部 A 股总流通市值计算该行业 A 股标准配置比例，然后将基金对该行业的配置比例与该行业 A 股标准配置比例做差。在差值为正，即基金对某行业配置比例高于 A 股标准配置比例的情况下，将差值大于 0% 低于 3% 的区间定义为适配区间，将差值大于等于 3% 的区间定义为超配区间；在差值为负，即基金对某行业配置比例低于 A 股标准配置比例的情况下，将差值大于 -3% 小于 0% 的区间定义为适配区间，将差值小于等于 -3% 的区间定义为低配区间。通过比较当季适配、超配、低配情况下下一季度该行业的涨跌情况，我们发现，市场各行业未来的涨跌弹性和前期基金经理对该行业的配置情况高度相关。如果当季行业的配置情况为低配，那么下一季度上涨的概率为 56.25%，高于当季适配及超配情况下下一季度的上涨概率；如果当季行业的配置情况为超配，那么下一季度下跌的概率为 63.64%，高于当季适配及低配情况下下一季度的下跌概率。以电子和银行行业为例，电子行业在 2017 Q4，2018 Q2，2019 Q4，2020 Q4，2021 Q2，2021 Q4 当季都出现了基金超配的情况，相对应的，这一行业在接下来的一季度均出现了不同程度的下跌。银行业在 2017 Q2，2018 Q2，2018 Q4，2020 Q2，2020 Q4，2021 Q4 处于相对低配区间，对应下一季度均出现上涨。

表 1 2017-2021 基金相对标准行业配置分布区间及后续涨跌概率（单位：%）

	当季低配 $-3\% \geq x$	当季适配 $-3\% < x < 0\%$	当季适配 $0\% < x < 3\%$	当季超配 $x \geq 3\%$
下一季度上涨	56.25%	43.28%	44.93%	36.36%
下一季度下跌	43.75%	56.72%	55.07%	63.64%

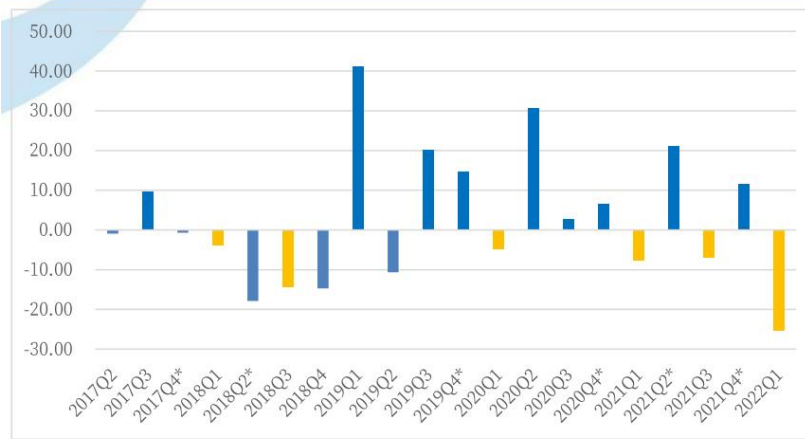
数据来源：Wind，中航证券研究所整理

图 2 银行业季度涨跌幅（单位：%）



数据来源：中航证券研究所（注：低配季度以*标记）

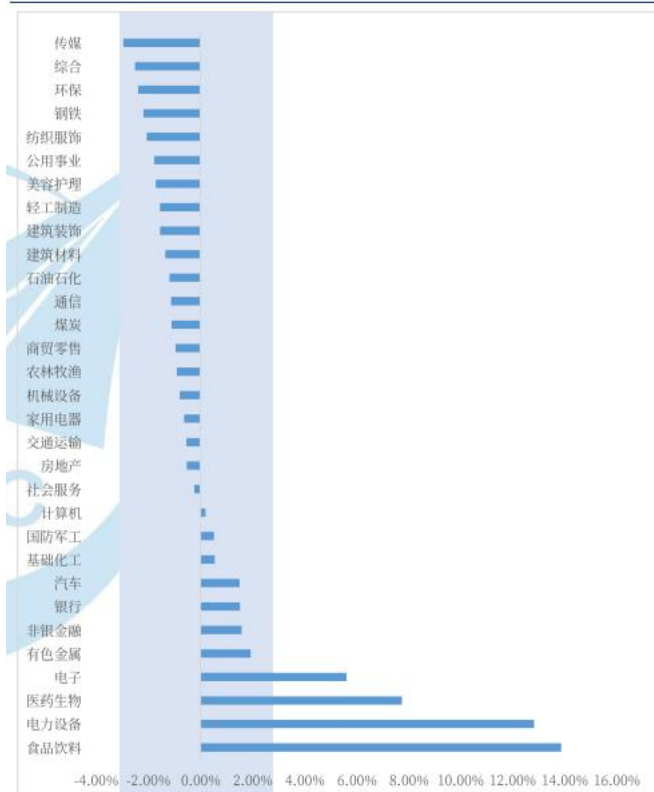
图 3 电子行业季度涨跌幅（单位：%）



数据来源：中航证券研究所（注：超配季度以*标记）

根据近期披露的二季度基金前十大重仓情况，推算出目前公募基金对各行业的持股情况。按照上述标准，以基金对某行业配置比例与该行业 A 股标准配置比例的差值划分区间，将差值大于-3%低于 3%的区间定义为适配区间，将差值小于等于-3%的区间定义为低配区间，将差值大于等于 3%的区间定义为超配区间。目前食品饮料、电力设备、医药生物、电子等行业的差值大于等于 3%，处于超配区间，反映出其目前景气度偏高，后续上涨空间有限，其余行业目前均处于适配区间，后续表现预计较为稳定。

图 4 七月至今各行业指数涨跌幅（单位：%）



数据来源：Wind，中航证券研究所整理（注：阴影部分为-3% < x < 3%的适配区间）

三、国内政治局会议仍维持稳增长基调，海外美联储加息落地

中共中央政治局 7 月 28 日召开会议，会议强调“保持经济运行在合理区间”。这与 7 月 19 日李克强总理在世界经济论坛全球企业家视频特别对话中对中国政府不会为了过高增长目标而出台超大规模刺激

措施的态度保持一致，也验证了我们在周报《中美错位的经济周期有望逐渐收敛》中对全年经济增长5.5%左右目标或被下修的判断。我们认为，虽然短期内不会出台过度刺激的手段，但稳增长呵护经济回升的主旋律未变。本次政治局会议强调要用好既有政策，在扩大需求上积极作为。财政政策强调用好专项债务限额，有效弥补社会需求的不足，货币政策仍保持较为宽松并加大对企业信贷支持，地产方面强调要“保交楼”，稳定房地产市场，并延续了4月“支持刚性和改善性住房需求”的态度。疫情方面虽仍坚持动态清零的态度未变，但也强调要保证影响经济社会发展的重点功能有序运转。

从历史规律来看，偏积极的政治局会议表态短期内对市场情绪有所提振。2020、2021年政治局会议均于7月30日召开，由于两次会议对下半年经济政策表态均偏积极，会议结束后A股稳步上涨，2020、2021年会议召开后两周内涨幅分别为3.69%，2.16%。预计本轮A股在短期市场情绪波动平稳后也有望随利好政策刺激企稳回升。

图 5 七月政治局会议前后上证指数表现（单位：%）



数据来源：Wind，中航证券研究所整理（注：以7月30日为T=0）

7月28日，美国联邦公开市场委员会(FOMC)结束了为期两天的货币政策会议并连续第二次选择将联邦基金利率目标上调75个基点，使基准利率达到2.25%至2.50%的区间。在资产负债表方面，美联储表示将维持其在5月份公布的减持美国国债、机构债券和机构抵押贷款支持证券的计划。消息的公布并没有让市场感到意外。相反，美联储加息75bp的预期兑现后，美股大幅走高，美债收益率小幅下降。这表明投资者情绪或已经触底，在今年早些时候迅速下跌之后，市场对经济衰退和美联储的激进政策已经进行了定价。

同日，美国公布的2022年第二季度GDP经济年化环比-0.9%，而上个季度的增长率为-1.6%。GDP连续两个季度负增长通常被视为“技术性衰退”。然而，GDP增长并不是衡量衰退的唯一因素。目前美国就业市场仍然强劲，失业率较低。健康的劳动力市场使鲍威尔认为美国尚未处于衰退状态。但这种情况或将在接下来的12个月里发生改变。根据我们5月26日发布的报告《美联储最鹰的时刻或许正在过去》，美国的实质性衰退平均出现在首次加息后20个月左右。由于本次紧缩节奏更加激进，各项收紧措施的影响在较短的时间内集中释放。因此，本轮紧缩周期中，美国经济面临衰退的时点可能会早于历史

平均水平。美国 10 年期国债收益率过去几周一直在走低，并在经济负增长数据公布后继续走低。随着美债收益率的走低，高股息及成长股的配置价值有望逐渐突出。后续美国经济增长缓慢、通胀减速以及美债收益率见顶都将对国内股市形成利好。A 股在海内外共同作用下在短期调整后有望继续保持上行趋势。

图 6 十年期美债利率 (单位: %)



资料来源: Wind,中航证券研究所整理

图 7 美国GDP:不变价:环比折年率:季调(单位: %)



资料来源: Wind,中航证券研究所整理

纵向来看，除前期反弹势能较高的小盘股和创业板，当前 A 股大多数宽基指数估值所处的历史分位还相对较低，均低于近 5 年的 50%分位，其中科创 50 估值所处的分位相对更低，性价比也更高。分行业来看，大多数行业当前估值所处的历史分位依然偏低，因此长期来看 A 股整体仍然具备较高的投资价值。但汽车、农林牧渔等前期反弹力度较大的行业当前估值已处于相对较高的分位，可能存在一定的回调风险。

风险提示：国内政策推行不及预期；海外流动性收紧超预期。

（内容来源：云观经济）