

李冰

李冰

李冰



# 金融信息采编

COMPILATION OF FINANCIAL NEWS

李冰

李冰

李冰

2023 年第 66 期总第 1101 期

## 合肥兴泰金融控股集团 金融研究所

咨询电话：0551—63753813

服务邮箱：xtresearch@xtkg.com

公司网站：http://www.xtkg.com/

联系地址：安徽省合肥市政务区

祁门路 1688 号兴泰金融广场 2602

2023 年 9 月 8 日 星期五

更多精彩 敬请关注  
兴泰季微信公众号



<b>宏观经济</b> .....	2
国务院新闻办公室举行国务院政策例行吹风会 .....	2
中国服务进出口规模连续 9 年世界第二 .....	2
1-8 月中国进出口总值 27.08 万亿元.....	2
8 月全球制造业 PMI 为 48.3%.....	2
美国 7 月贸易逆差为 650 亿美元 .....	2
<b>货币市场</b> .....	3
8 月中国外汇储备规模下降 .....	3
中国央行连续 10 个月增持黄金 .....	3
<b>监管动态</b> .....	4
金融监管总局发文要求做好税优养老险与个人养老金衔接 .....	4
金融稳定法列入十四届全国人大常委会立法规划 .....	4
<b>金融行业</b> .....	4
截至二季度末公募基金规模 27.69 万亿元 .....	4
大中型银行齐发存量房贷利率下调细则 .....	5
<b>热门企业</b> .....	5
年内最大 IPO 启动美股路演 .....	5
腾讯混元大模型正式亮相 .....	5
<b>地方创新</b> .....	5
西安：支持自贸试验区高质量发展 .....	5
深圳：发布合格境外有限合伙人试点办法征求意见 .....	6
<b>深度分析</b> .....	6
政策工具箱里究竟还有哪些工具 .....	6

李冰

李冰

李冰

李冰

李冰

李冰

李冰

李冰

李冰

## 宏观经济

### 国务院新闻办公室举行国务院政策例行吹风会

9月7日,国务院新闻办公室举行国务院政策例行吹风会,介绍延续、优化、完善减税降费政策,推动经济平稳健康发展有关情况。财政部表示,三项专项附加扣除标准提高后,中等收入群体减税幅度更大;将进一步加强政策储备研究;落实和完善稳外贸政策举措。国家税务总局表示,一批民营企业税务服务站正在推动设立,境外投资者境内分配利润再投资暂不征收预提所得税政策有序落实。市场监管总局表示,将丰富监管工具箱。推动涉企收费规范有序。

### 中国服务进出口规模连续 9 年世界第二

据 2023 年服贸会消息,2022 年中国服务进出口规模总额达 8891 亿美元,同比增长 8.3%,连续 9 年位居全球第二。由商务部牵头编制的《中国服务贸易发展报告 2022》显示,中国服务进出口规模再创历史新高,离岸服务外包规模稳步扩大,转型升级效果明显。报告认为,中国服务贸易已成为推动外贸增长、构建新发展格局、培育国际合作和竞争新优势的重要力量。

### 1-8 月中国进出口总值 27.08 万亿元

9月7日,据海关统计,1-8月我国进出口总值 27.08 万亿元人民币,同比微降 0.1%。其中,出口 15.47 万亿元,增长 0.8%;进口 11.61 万亿元,下降 1.3%;贸易顺差 3.86 万亿元,扩大 7.3%。8 月份,我国进出口 3.59 万亿元,同比下降 2.5%,环比增长 3.9%。其中,出口 2.04 万亿元,同比下降 3.2%,环比增长 1.2%;进口 1.55 万亿元,同比下降 1.6%,环比增长 7.6%;贸易顺差 4880 亿元,同比收窄 8.2%。

### 8 月全球制造业 PMI 为 48.3%

9月6日,中国物流与采购联合会公布数据显示,8月全球制造业 PMI 为 48.3%,环比上升 0.4 个百分点,连续 2 个月环比上升,但指数仍在 48%左右的较低水平。这表明全球制造业有所回升,但指数仍在 48%左右的较低水平,全球经济呈现弱势修复态势,总体趋紧的大环境没有改变,需求收缩压力仍然存在。

### 美国 7 月贸易逆差为 650 亿美元

9月6日,美国商务部公布数据显示,美国 7 月份贸易逆差扩大至 650 亿美元,预期逆差 680 亿美元,前值逆差 655 亿美元修正至逆差 637 亿美元。



## 欧元区 7 月 PPI 环比下降 0.5%

9 月 5 日, 欧盟统计局发布的数据显示, 7 月欧元区工业生产者出厂价格指数(PPI) 环比下降 0.5%, 同比下降 7.6%。欧盟 7 月工业生产者出厂价格指数 (PPI) 环比下降 0.6%, 同比下降 6.6%。

## 欧元区 8 月服务业 PMI 终值创 30 个月新低

欧元区 8 月服务业 PMI 终值 47.9, 创 30 个月新低, 预期 48.3, 初值 48.3; 综合 PMI 终值 46.7, 创 33 个月新低, 预期及初值均为 47。

## 货币市场

### 8 月中国外汇储备规模下降

9 月 7 日, 国家外汇管理局公布 8 月末外汇储备规模数据。数据显示, 截至 2023 年 8 月末, 我国外汇储备规模为 31601 亿美元, 较 7 月末下降 442 亿美元, 降幅为 1.38%。外汇局称, 2023 年 8 月, 受主要经济体宏观经济数据、货币政策预期等因素影响, 美元指数上涨, 全球金融资产价格总体下跌。汇率折算和资产价格变化等因素综合作用, 当月外汇储备规模下降。我国经济保持回升向好态势, 经济韧性强、潜力大、活力足, 长期向好的基本面没有改变, 有利于外汇储备规模继续保持基本稳定。

### 中国央行连续 10 个月增持黄金

9 月 7 日, 国家外汇管理局公布数据显示, 8 月末我国黄金储备达 6962 万盎司, 环比增加 93 万盎司。继去年 11 月增持以来, 央行已连续 10 个月增持黄金, 如按区间均价计算, 累计增持总额约 976 亿元。

### 8 月末中国香港外汇储备资产为 4184 亿美元

9 月 7 日, 香港金融管理局公布, 香港 8 月底的官方外汇储备资产为 4184 亿美元 (7 月底为 4216 亿美元)。连同未交收外汇合约在内, 香港 8 月底的外汇储备资产为 4180 亿美元 (7 月底为 4216 亿美元)。为数 4184 亿美元的外汇储备资产总额, 相当于香港流通货币 5 倍多, 或港元货币供应 M3 约 40%。

### 8 月莫斯科交易所人民币交易额 of 3.92 万亿卢布

8 月份, 莫斯科交易所人民币交易额为 3.92 万亿卢布, 环比增长超过 30%。同时, 人民币的市场份额以超过 45% 的市场占有率保持领先。根据莫斯科交易所数据, 今年 2 月, 人民币首次超过美元成为该交易所月度交易量最大货币。

## 监管动态

### 金融监管总局发文要求做好税优养老险与个人养老金衔接

9月5日,国家金融监管总局发布《关于个人税收递延型商业养老保险试点与个人养老金衔接有关事项的通知》,要求个税递延型养老保险试点公司有序开展个税递延型养老保险试点业务与个人养老金衔接,原则上于2023年底前完成各项工作。《通知》共16条,主要内容包括对税优养老险试点与个人养老金衔接过程中的工作要求、业务调整等进行明确,对中国银行保险信息技术管理有限公司统筹做好客户信息确认、加强系统建设,以及税优养老险试点保险公司业务操作、公告通知、信息报送等提出要求。《通知》指出,税优养老险试点与个人养老金衔接工作全面完成后,个税递延型养老保险信息平台停止服务。试点公司应当做好未加入个人养老金制度的投保人的保单管理。

### 金融稳定法列入十四届全国人大常委会立法规划

9月7日,十四届全国人大常委会立法规划发布,明确三类立法项目,列入130个项目,其中包括《金融稳定法》、《公司法(修改)》、《企业破产法(修改)》、《中国人民银行法(修改)》、《商业银行法(修改)》、《保险法(修改)》等。在79件一类项目中,《金融稳定法》已经酝酿多年,旨在健全金融风险事前防范、事中化解和事后处置全流程全链条的制度安排,目前已经通过全国人大的第一次审议。央行3月时曾表示,将推动《金融稳定法》出台,依法将各类金融活动全部纳入监管,保护最广大老百姓、中小投资者、被保险人利益。

### 保险业协会发布财险风险减量服务实施方案

中国保险行业协会日前发布保险业协会贯彻落实《中国银保监会办公厅关于财产保险业积极开展风险减量服务的意见》的实施方案。实施方案聚焦了推动标准制定、夯实行业基础、加强行业自律、推进行业交流、做好宣传引导五个方面。其中,在推动标准制定方面,一是加快推动行业开展新能源汽车动力蓄电池查勘标准制定。二是扩大营运车辆保险风险减量服务及应用。鼓励行业公司进一步提升科技应用,在高风险营运车辆方面积极推进车联网保中风险管控项目,加强高级驾驶辅助(ADAS)、驾驶员监控(DMS)、自动紧急制动(AEBS)、部标机等车联网技术应用,降低出险率、案均赔款,提升理赔反欺诈能力。

## 金融行业

### 截至二季度末公募基金规模 27.69 万亿元

据中基协发布最新数据显示,截至二季度末,基金管理公司及其子公司、证券公

司、期货公司、私募基金管理机构资产管理业务总规模约 68.07 万亿元，其中，公募基金规模 27.69 万亿元，证券公司及其子公司私募资产管理业务规模 6.25 万亿元，基金管理公司及其子公司私募资产管理业务规模 6.66 万亿元，基金公司管理的养老金规模 4.50 万亿元，期货公司及其子公司私募资产管理业务规模约 2,931.40 亿元，私募基金规模 20.80 万亿元，资产支持专项计划规模 1.96 万亿元。

## 大中型银行齐发存量房贷利率下调细则

9 月 7 日，工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行、邮储银行、中信银行、招商银行等大中型银行发布存量房贷利率下调细则，包括调整范围、调整规则、申请方式及调整时间、申请渠道等热点内容。从调整规则看，上述大中型银行基本一致，即对于符合要求的存量个人住房贷款最低可调整至原贷款发放时所在城市首套房贷利率政策下限，并按照三类情形分别进行调整。上述银行公布的申请方式和调整时间也趋同，即原贷款发放时执行所在城市首套房贷利率标准的存量房贷，将于 2023 年 9 月 25 日集中批量调整合同贷款利率，客户无需单独申请。而“二套转首套”、不良状态存量贷款等其他情况则需要客户单独申请。

## 热门企业

### 年内最大 IPO 启动美股路演

9 月 5 日，芯片设计公司 ARM 宣布启动首次公开发行 (IPO) 代表其普通股的美国存托凭证 (ADS) 的路演。ARM 计划发行 9550 万股 ADS，每 ADS 定价在 47-51 美元之间，预计募资 48.7 亿美元，公司估值为 478 亿美元-545 亿美元。此次发行后，软银集团持股比例为 90.6%，ARM 基石投资者多为大客户，其中包括苹果、英伟达、高通、谷歌、英特尔等，其均表示有意向购买高达 7.35 亿美元 ADS。

### 腾讯混元大模型正式亮相

9 月 7 日，在 2023 腾讯全球数字生态大会上，腾讯混元大模型正式亮相，并宣布通过腾讯云对外开放。腾讯混元大模型是腾讯自研的一款实用级通用大模型，目前已经接入腾讯 50 多个业务测试并取得初步效果，包括腾讯云、腾讯广告、腾讯游戏、腾讯金融科技、腾讯会议、腾讯文档、微信搜一搜、QQ 浏览器等业务和产品。腾讯将全面拥抱大模型。

## 地方创新

### 西安：支持自贸试验区高质量发展

近日，西安市出台了《中国（陕西）自由贸易试验区西安区域提升战略实施方案》及《自贸试验区西安区域对标 RCEP 等规则 深化对外经贸开放合作试点措施》，进一

步支持自贸试验区高质量发展。《中国（陕西）自由贸易试验区西安区域提升战略实施方案》从扩大制度型开放、加快现代特色产业聚集、聚焦“一带一路”建设、围绕市场主体诉求、推进与秦创原相互赋能、发挥“自贸+口岸+综保”优势、加强联动协同发展 7 个方面提出 20 条措施。《自贸试验区西安区域对标 RCEP 等规则 深化对外经贸开放合作试点措施》围绕完善一站式综合服务、促进平台通道建设、开展贸易业态创新、发挥金融服务作用、创新海关监管模式、构建优良开放环境 6 个方面提出了 19 条具体措施。

## 安徽：加快服务建设全国统一大市场

近日，安徽省发展改革委、省市场监管局印发《安徽省贯彻落实建设全国统一大市场部署总体工作实施方案》和《安徽省加快服务建设全国统一大市场近期举措》。《实施方案》对标国家文件，结合安徽省实际，从针对当前突出问题抓紧开展系列专项行动、落实完善建设全国统一大市场配套政策、完善适应全国统一大市场建设长效机制、切实抓好工作落实 4 个方面，提出 17 条落实建设全国统一大市场总体工作实施方案。目的是进一步释放市场活力、降低交易成本、促进循环畅通。《近期举措》则提出了更加具体务实的措施，明确了今年需落实到位的 25 项任务。比如，在强化市场经济基础制度上，将高标准建设安徽省国家级知识产权保护中心，开展市场准入效能评估，出台中国（安徽）自由贸易试验区强化公平竞争政策实施的指导意见。

## 深圳：发布合格境外有限合伙人试点办法征求意见

9 月 7 日，深圳市地方金融监管局就《深圳市合格境外有限合伙人试点办法（征求意见稿）》公开征求意见，从试点基金管理企业的形式、试点基金的投向、运作等方面做了相关安排。《QFLP 试点办法》指出，试点基金可采用基金中基金（FOF）形式运作，投向应当符合国家宏观调控政策、产业政策及现行外商投资准入特别管理措施，不得直接或间接向房地产和地方政府融资平台投融资。

## 深度分析

### 政策工具箱里究竟还有哪些工具

文/李迅雷（中泰证券首席经济学家）

来源：新浪财经

#### 一、政策工具箱的工具为何还有很多

在过去经济增速下行的 10 多年里，我国逆周期政策总是频频出手，不仅在 2020 年顺利实现了国民收入翻番的目标，而且在经济转型方面也卓有成效，新能源、电动车等新兴产业已经处在全球领先地位。但随着地方政府债务负担的加重和居民部门购房意愿的下降，政策工具箱究竟还有多少工具可以用呢？

首先，要了解中国经济体制与西方经济体制的差别，我国是以公有制为主体的社会主义市场经济，而西方是以私有制为主体的市场经济，这就意味着我国政府可以管

控的资产规模要远大于西方社会，除了拥有全球规模最大的国有企业外，土地、矿产、森林、水资源等都是国有的，这些都可以成为政策工具。即除了西方国家政府常用的政策工具我国同样具有外，我们还拥有西方国家没有的政策工具。

其次，我国与西方国家的经济发展阶段不同，我国还是发展中国家，而且不同于其他发展中国家，制造业比重占全球 30%，商品供给能力超强，具有世界工厂的鲜明特色。因此，当西方普遍面临高通胀压力的时候，我国的 PPI 仍是负的。这就使得我国的货币政策更具有独立性，这就是为何在西方加息的背景下，我国可以继续降息。

以 10 年期国债收益率为例，如果剔除通胀因素，则我国的 10 年期国债实际收益率仍高于美国，可以通过降息的手段来下调。

中美十年期国债实际收益率走势



来源：WIND，中泰证券研究所

对于降息，不少人担忧会导致本币贬值。我认为，没有一项举措可以做到有百利而无一害。很多政策都是一枚双刃剑，只是两权相害取其轻。迄今为止，人民币几乎比所有发展中国家的货币走势都要强。例如，过去三十年，发展中国家的本币对美元的平均贬值幅度超过 90%，而人民币对美元是升值的。因此，我们没有必要对人民币适度贬值过于担忧，因为适度贬值还有利于出口，进而有利于就业。

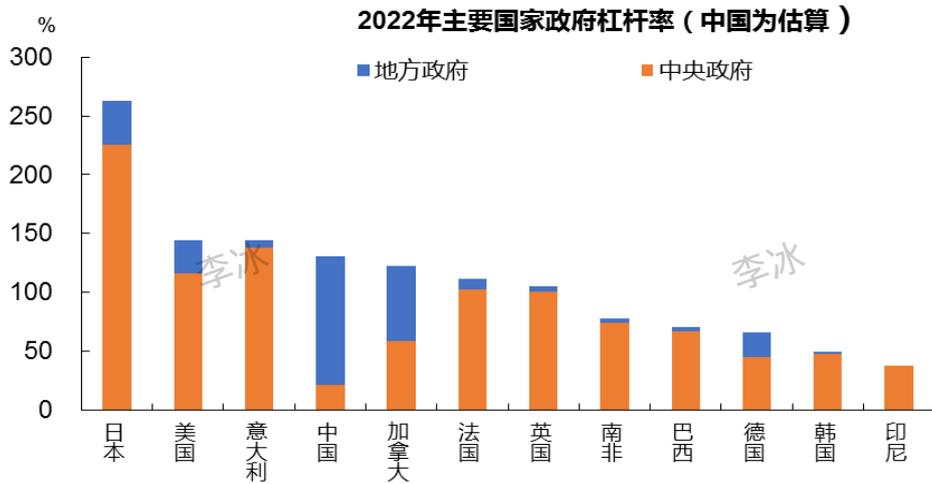
主要新兴经济体的本币对美元的汇率变化



来源：WIND，中泰证券研究所

第三, 尽管我国宏观杠杆率水平并不低, 事实上已经接近发达经济体的平均水平。但中央政府的杠杆率水平很低, 只有 21% 左右, 美国联邦政府为 110% 以上, 日本中央政府为 250% 左右, 因此我国中央政府未来加杠杆的空间还很大。

#### 政府杠杆率的国别比较



来源: WIND, 中泰证券研究所

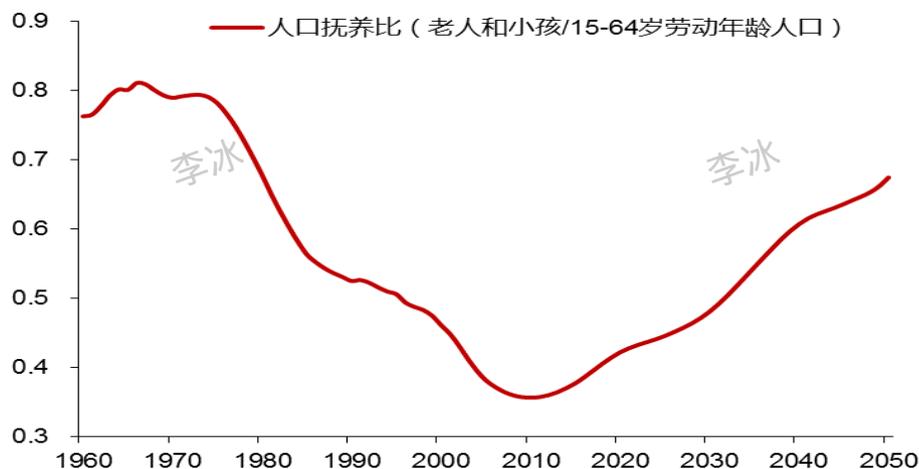
因为我国中央债(国债)和地方政府债的余额都是公开披露的, 而地方融资平台的隐性债务学界有不同估算, IMF 的估算在 50 万亿元左右, 那么我国宽口径的政府债务占 GDP 比重估计在 100-110% 之间。但由于地方隐性债务的融资成本较高, 故未来可以通过地方政府发低成本再融资债来置换高成本的隐性债。事实上, 目前财政部已经给部分省市发行再融资债的额度了。

#### 二、政策应该对症下药——需要区分周期性因素和结构性因素

无论是经济上行还是下行, 都是由多种因素合力作用下形成的。如果要把这些因素进行粗线条分类的话, 不妨分为结构性因素和周期性因素两大类。例如, 今年是中国改革开放 45 周年, 中国经济在过去 45 年取得了举世瞩目的增长, 成为全球第二大经济体和制造业第一大国, 这主要靠改革开放(结构性因素), 即所谓的改革红利; 但同时也不能忽视周期性因素, 如人口红利。

事实上, 中国经济开始减速, 与人口抚养比的上升几乎是重叠的, 即 2011 年开始, GDP 增速开始下降。中国的人口抚养比最高出现在 1966 年, 进入到 70 年代后期开始加速下降, 这与改革开放在时间上十分吻合。

#### 中国人口抚养比例已经上行 10 年以上



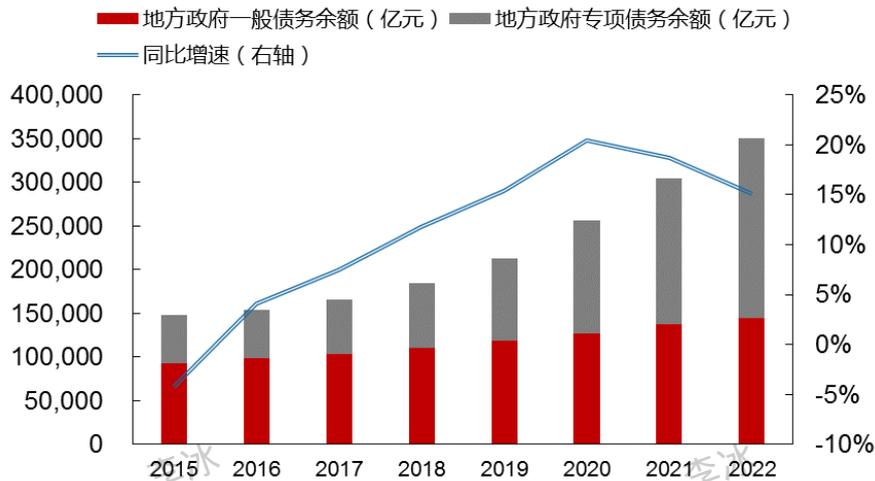
来源: WIND, 中泰证券研究所

正是由于周期性因素从过去的正贡献到 2011 年以后的负贡献，使得经济下行压力加大，为此，我国通常采取投资拉动的方式来实现稳增长，与此同时，居民部门、政府部门和企业部门的债务水平也显著上升。

总体而言，应对周期性问题，应该多用总量政策；应对结构性问题，则多用结构性政策。二十大报告中有句话，叫“发挥消费在经济发展中的基础作用，发挥投资在经济发展中的关键作用”。但在实际操作过程中，投资对于稳增长具有立竿见影的效果，故拉动基建投资和刺激房地产投资这类总量政策工具往往用得比较多。相应地，见效慢的改善收入分配结构等有利于消费的改革政策（结构性政策）用得相对少。

例如，2015 年以来，全国地方政府债务持续扩张，主要增量在于地方政府专项债务。2022 年末，全国一般债务余额 14.39 万亿元，专项债务余额 20.67 万亿元，合计 35 万亿元左右，相较 2015 年分别增长 55.4%、276.2%。

2015 年以来地方债务增长大幅超过 GDP 实际增速



来源：WIND，中泰证券研究所

因此，我们需要思考的问题是，政策能不能扭转趋势？如果扭转不了趋势，那么，什么类型的政策其产出/投入比较高？二十大报告再度提出了经济高质量发展的要求，实际上也是要求经济政策要提质增效。

例如，修建高铁、高速和城市轨道交通都可以带动相关产业发展，对稳增长起到积极作用，但同时面临投资回报率不断下降、政府部门债务余额不断上升的压力。因此，过去可以用来拉动经济的传统基建投资，如今需要谨慎了。而新基建的体量还不够大，不足以担负起稳增长的重任。

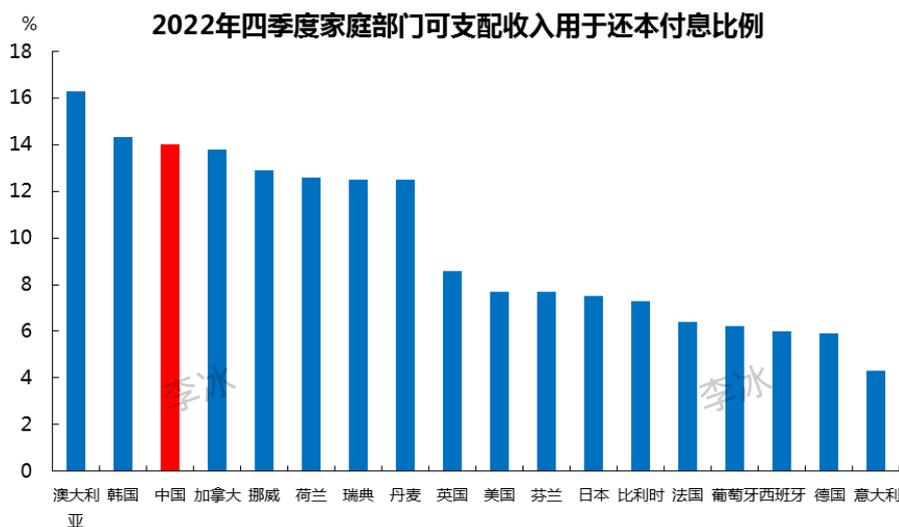
中央经济工作会议提出今年要把“恢复和扩大消费放在首要位置”，这实际上也指出了当前经济下行除了周期性因素主导外，还存在有效需求不足的结构性因素拖累，而且这一结构性问题与我国长期以来通过投资和出口推动经济增长的模式相关。

不过，促消费从根本上看是要增加居民收入，或减轻居民部门在债务支出、医疗养老或教育投入上的负担。近期央行出台了下调存量房贷利率的实施办法，确实可以在一定程度上减轻居民的债务负担。

2019 年四季度至 2022 年四季度，中国居民杠杆率提高 6.8 个百分点，在公布数据的 43 个国家和地区中位列第 6，发展中经济体仅泰国居民杠杆率增幅高于中国。此外，中国家庭部门的实际偿债压力高于主要发达国家，才是抑制消费恢复的核心因素。2022 年四季度，中国家庭部门的债务余额/可支配收入为 142.5%，可支配收入用于还本付息的比例为 14%，都高于美英德法日等发达国家。



## 我国居民的还本付息比例高于欧美国家



来源：WIND，中泰证券研究所

因此，未来期待居民部门继续加杠杆并不现实。而在共同富裕的目标下，无差异地发放消费券看来也不现实。那么，今后可能采取的举措，一是通过持续推进收入分配制度改革（包括二次分配和三次分配改革）来增加中低收入阶层的收入占比；二是精准施策，对失业人员、低保人员和低收入阶层进行定向收入补贴。

简言之，应对周期性问题的政策工具主要靠总量工具，而且只能起到缓解作用，即让斜率平坦些，却不能扭转趋势。但应对结构性问题，则主要靠改革，尤其要对政府、企业和居民三大部门进行利益再平衡。

如政府部门中，中央部门的债务压力相对小，资产质量相对高，则需要在结构调整中多付出。企业部门中，为建立现代化产业体系，产业链要实行链长制，央企要担当重任，做好自身改革。居民部门存在收入分配问题，则高收入阶层需要多承担社会责任，为慈善事业做贡献。

### 三、振兴资本市场的政策工具还可以有哪些？

A 股市场是中国经济的映射，A 股上市公司质量要提高，实质上就是要提高中国经济的质量，两者之间没有本质区别。A 股市场的投资回报率要提升，很重要的一点就是要优化上市公司从市场中获得的融资与创造的利润在政府部门、上市公司与大小股东之间的分配。上市公司税负过重，不利于股东回报，中介机构收取的管理费和佣金过多，会损害投资者利益；反过来，投资者总是亏钱，资本市场的直接融资比重就会下降。所以，政府、企业和居民三大部门都是相互依存的关系，政策工具一定要用得恰当。

7 月 24 日政治局会议指出“要活跃资本市场，提振投资者信心”。在过去的一个多月里，国家多个部委出台了降息、降低印花税、降低交易费用和基金管理费用、大股东减持新规、鼓励中长期资金入市等一系列活跃资本市场的举措，这对稳定资本市场、提振投资者信心起到了至关重要的作用。

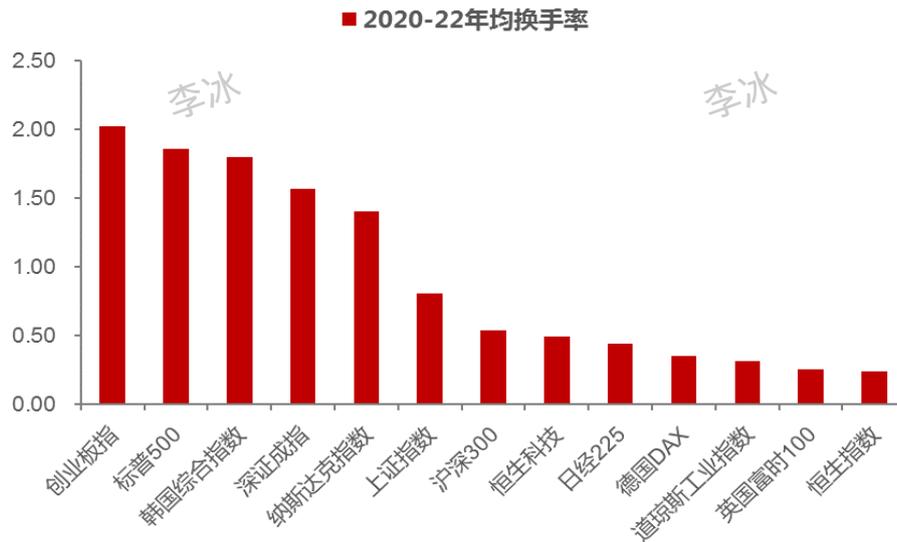
不过，如此多的政策出台，指数的表现似乎并不十分强劲。例如，7 月 24 日上证综指收盘为 3164 点，如今指数仍在该点位上下波动。同时，8 月份北向资金净流出 896.8 亿。尽管降低交易费用或降低市场利率，都能够在一定程度上提高估值水平，但相对而言比较间接。

为此，不妨可以考虑设立资本市场平准基金，当市场出现过度恐慌或非理性下跌的时候，可以起到市场稳定器的作用，也有利于引导市场进行价值投资。平准基金最

成功的例子当属香港政府 1998 年动用外汇基金，其对国际金融炒家的一场成功的狙击战。到 2001 年为止的 32 个月中，香港政府当时动用的平准基金已经尽数回笼，同时还赚回 1100 多亿。

我国的外汇储备规模全球第一，超过 3 万亿美元，而且已经累计减持超过 1 千亿美元的美债。实际上可以增持港股，因为一方面目前港股的估值水平是全球主要股市中最低的，此外，市场也非常不活跃，2020-2022 年三年的平均换手率只有 24%，垫底全球主要股市。

主要经济体的股市换手率比较



来源：WIND，中泰证券研究所

从外汇资产的配置角度看，不妨用今后减持美债部分的资金来增持港股，尤其可以考虑增持 H 股公司。从历史上曾经采取过的“救市”举措看，多是从调整股市的供需关系来展开的，如暂停新股发行（减少供给），增加基金发行规模（增加需求）等。而通过投资全球估值几乎最低的资产来达到救市的目的，似乎更能给价值投资者带来信心，有利于股市的长期稳定。

香港市场是外资主导的市场，目前 AH 的溢价率高达 143% 左右，在港股通已经开通近 10 年的背景下，H 股折价率仍处在历史高位，部分公司的股价只有对应 A 股的三分之一左右，这与近年来外资不断减持、从港股市场撤离有关。

从价值投资的角度看，如果 A 股的估值水平是合理的，那港股就整体而言就是明显低估了。故可以考虑设立市场平准基金，先从外汇储备资产中拿出一部分配置港股做起，再逐步把增持扩大到 A 股市场。

此外，A 股市场反映当前经济结构和企业盈利水平的变化，同样面临结构性问题的困扰。如根据国家统计局数据，1-7 月份我国规模以上国有控股的工业企业利润同比下降 20.3%，而私营企业只下降 10.7%。从 A 股上市公司的最新中报数据看，市值前 10% 的大公司盈利增长率不及其余 90% 的公司，而且 ROE 的走势也趋弱。因此，要提升大市值公司的估值水平，国企改革仍需要继续下去。

## 中证上海国企指数市净率



来源: Wind, 中泰证券研究所

年初以来,探索中国特色估值体系的话题受到市场追捧,从市净率的角度看,2016年以来上海国企指数的市净率从2倍左右降至如今不到1倍,确实存在低估。但同时也需要找到被低估的根本原因,从而对症下药。例如,在如何做到股东利益最大化方面,在体制机制的改善方面,在并购重组等资源配置方面下功夫。

例如,A股上市公司回购股票的案例少,而美国上市公司的回购股票不仅十分常见,而且回购规模巨大,如英伟达今年拟回购股票近300亿美元,苹果上市以来也不断回购自己的股票。A股的国企也可以通过期权激励大幅度提升公司管理层从股价中长期上涨得到的收益,从而可以提升回购意愿。事实上,分红与回购从理论上讲都是等同的,不同的是,分红的钱往往从股市上流失,而回购则留在股市里。

二十大报告在未来国企改革的工作部署上要求国有企业不仅要追求市场竞争力,还要在保障产业链供应链安全、建设现代产业体系、完成国家战略任务等方面发挥引领作用。国企在今后将继续担当重大使命,尤其在推动战略性重组培育国企“链主”,从而发挥对产业链升级发展的引领作用的背景下,国企的体制机制改革显得尤为重要。而且,这方面国资委在去年5月份的推出的《提高央企控股上市公司质量工作方案》中,都可以找到依据。

对于地方国企而言,由于土地财政的缩减,财政压力往往更大,客观上也需要地方国企“做大做强”,加速壮大股权财政规模。

### 加大地方国企改革力度的内在动力提升



来源: Wind, 中泰证券研究所

中特估的探讨和建设过程，不仅涉及到央企和地方国企，非国企的上市公司治理结构同样需要改善，如近年来不断出现民企上市公司的资不抵债或流动性问题，家族企业参与经营过度问题等。这些问题影响了上市公司的质量，同时也难以确保中小股东的基本利益。

主要经济体 GDP 增速与指数涨幅对比 (GDP 按不变价)

	中国				美国			
	GDP增长率	万得全A	上证指数	沪深300	GDP增长率	纳指	道指	标普500
近10年	82.84%	116.58%	36.14%	56.11%	23.13%	253.56%	152.95%	173.77%
股指相对GDP涨幅		1.41	0.44	0.68		10.96	6.61	7.51
近20年	398.30%	401.17%	127.54%	249.13%	48.40%	681.35%	297.37%	336.61%
股指相对GDP涨幅		1.01	0.32	0.63		14.08	6.14	6.95
	德国		日本		印度		南非	
	GDP增长率	DAX指数	GDP增长率	日经225	GDP增长率	SENSEX	GDP增长率	JALSH
近10年	12.27%	82.91%	5.58%	151.02%	73.35%	212.89%	9.49%	85.47%
股指相对GDP涨幅		6.76		27.07		2.90		9.01
近20年	25.70%	381.35%	12.80%	204.17%	239.20%	1702.70%	52.70%	680.53%
股指相对GDP涨幅		14.84		15.95		7.12		12.91

数据来源：Bloomberg，Wind。景领投资张训苏供图

注：GDP 按本币不变价同比计算。近十年是 2012 年为基期案年度增长率滚动计算，近 20 年是 2002 年为基期滚动计算。

从近 10 年按 GDP 不变价计算的增长率看，万得全 A、沪深 300 涨幅是同期 GDP 涨幅的 1.4 倍与 0.68 倍。从国际比较看，这一结果或者反映了我国经济增长的质量还有待提高，或者说明上市公司的治理结构还有待于进一步完善，过去 30 多年里，A 股估值水平不断下移成为拖累股指的主要原因（占比达到 80% 以上）。

总之，在高质量发展的要求下，在资本市场全面推进注册制的大背景下，A 股市场的发展空间巨大，估值水平也有望得到提升。但要在中短期内活跃资本市场，提振投资者信心，政策工具箱里要拿出来的，一定是更强悍的工具，而不止是减税降费，不能停留在供需关系的调整。股市毕竟是现实经济的映射，在改革开放 45 周年之际，坚持改革开放，需要有刮骨疗伤的勇气。

# 免责声明

《金融信息采编》是合肥兴泰金融控股集团金融研究所推出的新闻综合类型的非盈利报告。内容以全球财经信息、国内财经要闻、行业热点聚焦和地方金融动态为主，并结合对信息的简要评述，发出“兴泰控股”的见解和声音，以打造有“地方金融”的新闻刊物为主要特色，旨在服务于地方金融发展的需要，为集团公司、各子公司和相关专业人士提供参考。

《金融信息采编》基于公开渠道和专业数据库资料搜集整理而成，但金融研究所对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。金融信息采编中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。兴泰控股集团金融研究所不对使用《金融信息采编》及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

《金融信息采编》所列观点解释权归金融研究所所有。未经金融研究所事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。