

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 87 期总第 1122 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 12 月 1 日 星期五

更多精彩 敬请关注
兴泰季微信公众号



宏观经济	2
习近平主持召开深入推进长三角一体化发展座谈会	2
李强出席首届中国国际供应链促进博览会开幕式	2
11 月我国制造业 PMI 为 49.4%.....	2
美国 10 月核心 PCE 物价指数同比增速放缓至 3.5%	3
德国 11 月份 CPI 环比下滑 0.4%	3
货币市场	3
10 月中国外汇市场总计成交 16.24 万亿元	3
央行开展 1190 亿元 7 天期逆回购	3
监管动态	3
证监会严厉打击编造传播资本市场虚假信息等行为	3
上交所举办房地产行业健康稳定发展座谈会	4
金融行业	4
央行行长潘功胜召开在港金融机构座谈会	4
截至 10 月底公募基金资产净值合计 27.38 万亿元	4
热门企业	4
龙芯中科发布龙芯 3A6000 处理器	4
华为召开智界 S7 及全场景新品发布会	5
地方创新	5
上海：特色产业园区高质量发展行动方案	5
晋城：促进知识产权创新发展若干支持政策	5
深度分析	5
从规模经济看金融强国	5

李冰

李冰

李冰

李冰

李冰

李冰

李冰

李冰

李冰

宏观经济

习近平主持召开深入推进长三角一体化发展座谈会

11 月 30 日,中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平在上海主持召开深入推进长三角一体化发展座谈会并发表重要讲话。习总书记强调,要坚定不移深化改革、扩大高水平开放,统筹科技创新和产业创新,统筹龙头带动和各扬所长,统筹硬件联通和机制协同,统筹生态环保和经济发展,在推进共同富裕上先行示范,在建设中华民族现代文明上积极探索,推动长三角一体化发展取得新的重大突破,在中国式现代化中走在前列,更好发挥先行探路、引领示范、辐射带动作用。

李强出席首届中国国际供应链促进博览会开幕式

11 月 28 日,由中国贸促会主办的首届中国国际供应链促进博览会开幕式暨全球供应链创新发展论坛在北京隆重开幕,国务院总理李强出席开幕式并发表主旨演讲。李强总理提出倡议,共同构筑安全稳定、畅通高效、开放包容、互利共赢的产业链供应链。要加强重点产业链在全球范围内的资源协调,旗帜鲜明反对保护主义和各种形式的“脱钩断链”。

住建部发布全面推进城市综合交通体系建设的指导意见

近日,住建部发布《关于全面推进城市综合交通体系建设的指导意见》。《意见》提出,要全面推进城市综合交通体系建设,提出要加强充换电站等配套能源设施统筹建设;研究制定城市停车设施发展指标,指导城市推动解决停车难问题;推进智慧城市基础设施与智能网联汽车协同发展。

11 月我国制造业 PMI 为 49.4%

11 月 30 日,国家统计局公布数据显示,11 月份我国制造业 PMI、非制造业 PMI 和综合 PMI 产出指数分别为 49.4%、50.2%和 50.4%,比 10 月下降 0.1、0.4 和 0.3 个百分点,我国经济景气水平稳中有缓,回升向好基础仍需巩固。调查结果显示,制造业企业中反映市场需求不足的企业占比超六成,市场需求不足仍是当前制造业恢复发展面临的首要困难。

10 月份全国规模以上工业企业利润同比增长 2.7%

近日,国家统计局发布数据显示,10 月份全国规模以上工业企业利润同比增长 2.7%,连续 3 个月实现正增长。1-10 月份,全国规模以上工业企业利润同比下降 7.8%,降幅较 1-9 月份收窄 1.2 个百分点,今年 3 月份以来利润降幅逐月收窄。



1-10 月我国完成交通固定资产投资 3.2 万亿元

11 月 29 日, 交通运输部发布前 10 个月交通运输行业主要统计指标, 1-10 月我国完成交通固定资产投资 3.2 万亿元, 同比增长 4.3%。其中, 完成公路投资 2.4 万亿元, 增长 2.9%; 完成水运投资 1631 亿元, 增长 25.8%。

美国 10 月核心 PCE 物价指数同比增速放缓至 3.5%

11 月 30 日, 美国商务部公布的数据显示, 美国 10 月核心 PCE 物价指数同比增速放缓至 3.5%, 创 2021 年 4 月以来最低水平, 符合市场预期, 前值为 3.7%。个人收入同比增 4.5%, 为 2022 年 12 月以来最低水平; 支出同比增 5.3%, 创 2021 年 2 月以来最低。另外, 美国上周初请失业金人数升至 21.8 万人; 至 11 月 18 日当周续请失业金人数升至 192.7 万人, 创约两年来最高水平, 表明美国劳动力市场正在降温。

美国发布 9 月 FHFA 房价指数环比增 0.6%

11 月 28 日, 美国发布数据显示, 9 月 FHFA 房价指数环比增 0.6%, 预期增 0.5%, 前值从增 0.6%修正为增 0.7%; 同比增 6.1%, 前值增 5.6%。美国 9 月 S&P/CS20 座大城市房价指数同比增 3.92%, 预期增 4%, 前值从增 2.16%修正为增 2.1%。

德国 11 月份 CPI 环比下滑 0.4%

11 月 29 日, 德国联邦统计局发布数据, 11 月份 CPI 环比下滑 0.4%, 创 2022 年 12 月以来最低水平, 降幅大于市场预期的 0.1%。CPI 同比增长 2.3%, 低于 10 月份 3% 的增幅, 也低于市场预期的 2.5%。

货币市场

10 月中国外汇市场总计成交 16.24 万亿元

近日, 国家外汇管理局统计数据显示, 2023 年 10 月中国外汇市场总计成交 16.24 万亿元人民币。其中, 银行对客户市场成交 2.71 万亿元人民币, 银行间市场成交 13.53 万亿元人民币; 即期市场累计成交 4.08 万亿元人民币, 衍生品市场累计成交 12.16 万亿元人民币。

央行开展 1190 亿元 7 天期逆回购

12 月 1 日, 央行公告称, 为维护银行体系流动性合理充裕, 以利率招标方式开展了 1190 亿元 7 天期逆回购操作, 中标利率 1.80%。另外, 当日有 6640 亿元逆回购到期, 因此单日净回笼 5450 亿元。



监管动态

证监会严厉打击编造传播资本市场虚假信息等行为

近日，证监会有关部门负责人以答记者问的方式表示，证监会坚决反对并严厉打击编造传播资本市场虚假信息以及误导性信息的行为，呼吁各方面真实、客观传播信息，不造谣、不传谣、不信谣，共同维护资本市场信息传播秩序，共同维护有利于资本市场健康发展的生态环境。

上交所举办房地产行业健康稳定发展座谈会

近日，上交所组织召开沪市房企座谈会，称将与各方加强协同，一视同仁支持不同所有制房地产企业的合理融资和并购需求，同时，服务房企利用好资本市场工具，积极探索“三大工程”等项目落地实施的具体路径，促进房地产行业健康稳定发展。

金融行业

央行行长潘功胜召开在港金融机构座谈会

11月28日，央行行长潘功胜召开在港金融机构座谈会，就内地与香港金融合作和巩固香港国际金融中心地位进行了交流。潘功胜表示，坚定维护香港国际金融中心地位，坚定支持香港的金融稳定。

截至 10 月底公募基金资产净值合计 27.38 万亿元

11月29日，中基协公布数据显示，截至10月底，公募基金资产净值合计27.38万亿元，环比下降超980亿元。其中，货币基金11.69万亿元，环比增长近3000亿元；混合基金4.05万亿元，下降超1800亿元；债券基金4.75万亿元，下降约1500亿元；股票基金2.77万亿元，下降超500亿元。

热门企业

龙芯中科发布龙芯 3A6000 处理器

11月28日，龙芯中科在北京发布我国自主研发的新一代通用处理器龙芯3A6000，并对外公布龙芯处理器核IP及龙芯自主指令系统架构授权计划。龙芯3A6000采用我国自主设计的指令系统和架构，无需依赖任何国外授权技术，是我国自主研发、自主可控的新一代通用处理器，可运行多种类的跨平台应用，满足各类大型复杂桌面应用场景。它的推出，标志着我国自主研发的CPU在自主可控程度和产品性能方面达到新



高度，性能达到国际主流产品水平。

华为召开智界 S7 及全场景新品发布会

11 月 28 日，华为召开智界 S7 及全场景新品发布会，正式发布鸿蒙智能汽车技术生态联盟——鸿蒙智行，鸿蒙智行首款纯电轿车智界 S7 正式发布，首发多项华为黑科技，包括泊车代驾功能，售价 24.98 万元起。华为常务董事、华为智能汽车解决方案 BU 董事长余承东表示，华为已向赛力斯、奇瑞、江淮、北汽发出投资新公司邀请，并希望中国一汽加入。

地方创新

上海：特色产业园区高质量发展行动方案

11 月 28 日，上海市人民政府办公厅印发《上海市特色产业园区高质量发展行动方案（2024—2026 年）》。《意见》提到，到 2026 年，全市特色产业园区达到 60 个左右，集聚高新技术企业和专精特新中小企业 5500 家左右，国家级和市级创新研发机构达到 360 家以上，规上工业总产值突破万亿元。

晋城：促进知识产权创新发展若干支持政策

11 月 29 日，晋城市市场监督管理局印发了《促进知识产权创新发展若干支持政策》。《政策》从促进知识产权高质量创造、高效益运用、高水平服务和高标准保护四个方面提出十七条措施，进一步推动知识产权创造运用、管理、保护和服务能力水平，更好发挥知识产权激励创新保护创新的作用。

深度分析

从规模经济看金融强国

彭文生（中金公司首席经济学家、中金研究院执行院长，中国首席经济学家论坛副理事长）

来源：首席经济学家

本文是我从研究视角学习中央金融工作会议精神的一些体会。中央金融工作会议提出“加快建设金融强国”的目标。怎么理解“金融强国”？本文试图从规模经济视角提供一些观察与分析。规模经济效应指的是生产的规模越大，单位成本越低，效率也越高。相比过去，中国经济当前确实面临一些挑战：人口老龄化、逆全球化，还有金融周期下行所凸显的债务问题和房地产问题。问题与挑战之下，未来中国经济的亮点在什么地方？

过去几年，中金研究院和中金公司研究部围绕新发展理念发表了一系列深度报告，这些报告的一条主线就是规模经济。我们认为，规模经济是未来中国经济最大的亮点，这是其它国家没有的优势。印度人口现在和中国大体相当，但经济规模远小于中国；

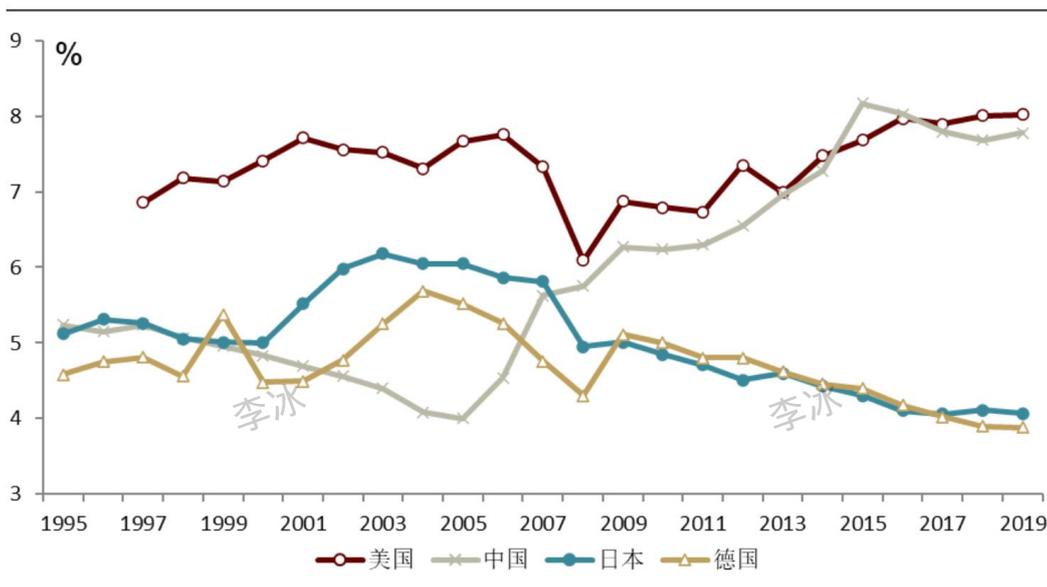
美国的经济规模比中国大，但人口没有中国多。尤其值得一提的是，中国受过高等教育的人口数量超过 2 亿，超过了印度和美国的总和，位居世界第一。

大国规模优势在制造业中比较直观。比如汽车生产量大了，单位成本就会下降。对金融业而言，是不是服务规模大了，单位成本也会下降呢？如何理解规模经济和金融强国的关系？

一、金融大国不一定是金融强国

观察中国、美国、德国和日本的金融业增加值占 GDP 比重，有两点值得注意。其一，日本和德国的比例相近，明显低于中国和美国。中国这一比例现在和美国接近，处于比较高的水平。其二，过去十几年日本和德国的这一比例是下降的，美国在 2008 年金融危机后一度向下，现在则基本回升到金融危机前的水平。中国从本世纪初开始较快上升，2017 年后基本稳定下来（图表 1）。总之，从金融业增加值占 GDP 比重来看，中国已经和美国接近，成为一个金融大国。

图表 1：主要经济体金融业增加值占 GDP 比重



资料来源：OECD，中金研究院

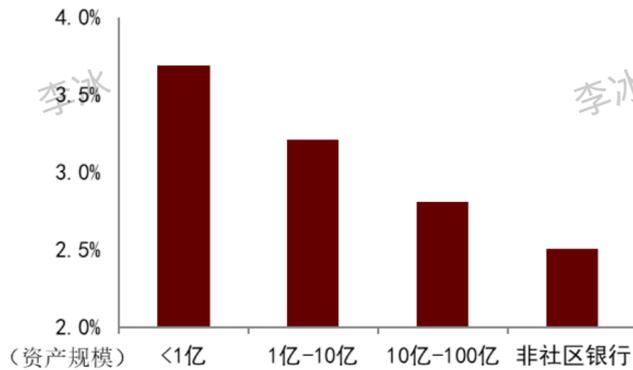
需要说明的是，图表 1 中美国金融业增加值比的是美国本土 GDP，但美元是国际储备货币，美国金融业不仅服务美国本土经济，相当一部分增加值来自于在国际金融市场提供金融服务。虽然没法精确统计美国金融业增加值中服务美国本土经济和海外经济的比例，但只看服务国内经济的这一块金融业增加值，其在美国 GDP 中占比可能是低于中国的。

金融大国是不是金融强国呢？怎么理解金融规模和它服务实体经济效率之间的关系？张晓朴、朱鸿鸣等人在 2021 年出版的《金融的谜题—德国金融体系比较研究》一书中提出了这样一个问题：想象一个国家，相较于实体经济，金融处于“弱势地位”，相对规模小，金融业增加值占 GDP 比重长期低于 5%，金融深化程度或宏观杠杆率甚至低于新兴经济体平均水平，拥有这样金融体系的国家会是一个现代化强国吗？德国就是这样的国家。如果仅看规模，德国可能不是一个金融大国（图表 1），但我相信大部分人会认同德国是一个现代化强国的看法。这似乎可以给出两点启示：第一，金融大国不一定是金融强国；第二，金融体量小不代表它不能很好地服务经济发展。

既然如此，那金融业还有规模经济效应吗？或者说，如何看金融业的规模经济？一个基本共识是，单个金融机构具有规模经济效应。金融机构无论大小，都要有财务、

人力、合规、IT 等职能部门，进而产生相关成本支出。与小机构相比，大型金融机构更有能力将这些成本分摊到每单位产品、分摊到每个人，由此单位成本会降低，这就是所谓的规模经济效应。以美国不同规模银行的非息支出（包含运营、合规等成本）占总资产的比重为例，规模较大的非社区银行（资产规模大于 100 亿美元）这一比例较低，规模较小的社区银行（资产规模小于 100 亿美元）这一比例显著高一些，而规模最小的一组银行（总资产规模小于 1 亿美元）这一比例也最高（图表 2）。

图表2：2019年美国不同规模（美元）银行的非息支出占资产比重



资料来源：FDIC，中金研究院

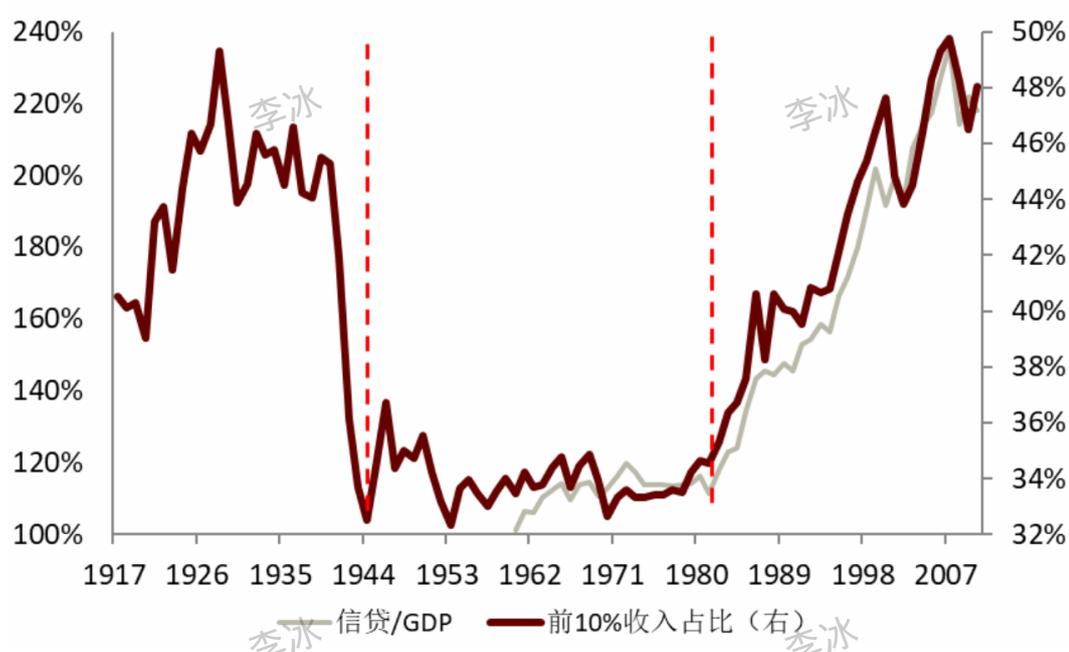
单个金融机构尤其是银行做大以后，还可以通过降低融资成本的方式实现规模经济效应。为什么银行融资成本会随规模扩大而降低？这与现代银行体系的融资模式有关。通常的看法是，银行经营存贷款业务，通过评估信用风险来盈利。另一种观点则认为，银行为消费者提供安全资产，相当于一种便利，消费者因为这种便利而愿意放弃一部分利息，这个放弃的利息就形成银行利润的一部分。而所谓安全资产，特点是不需要问任何问题，不需要做研究和分析就相信它是安全的。银行存款在一定程度上就被看成是安全资产。通常情况下没有人会说研究一下某家银行的存款到底安全不安全，要研究贷款的质量。很少有人做这样的研究，也不会问这个问题，就相信它是安全的。这个和股票不一样。股票为什么不是安全资产？因为人们会问：这个股票的价格会下跌吗？上市公司的未来盈利怎么样？要做分析和研究，要问很多问题，这就不是安全资产，而是风险资产。安全资产带来的便利首先是安全，不需要花时间和成本去研究。还有一种便利是流动性、支付方便。大银行网点多、客户多，支付更方便。这种便利收益意味着，储户愿意为之放弃一些利息收入，这就形成了银行利润。从这个意义上讲，银行赚的钱不仅仅是信用风险评估的钱，还有提供安全资产带来的收益。通常而言，一家银行规模越大，储户可能认为它越安全，从而愿意接受更低的利息，于是大银行的融资成本就更低。

问题是，对整个社会而言，单个机构的规模效应是不是一件好事？实体行业的规模效应通常是好事。一个汽车制造厂、一个手机制造厂规模做大，单位成本降低从而价格降低，消费者受益。金融行业不一样，存在加总谬误。经济学有一个概念叫负外部性，就是个体利益和社会利益是矛盾的，个体受益不代表社会也受益。这种情况下，亚当·斯密讲的“看不见的手”就不发挥作用了。因为“看不见的手”是说追求个人利益的同时也在为社会做贡献，这个时候市场配置资源是有效的。但负外部性意味着，追求个体利益不一定有利于整体利益，甚至是有害的。

金融行业的负外部性很直观。银行追求大规模、放很多贷款，如果这些贷款变成坏账，最后由谁来承担损失？在早期，西方的银行、中国的钱庄，面对规模过度扩大

带来的问题，它们要自己承担损失，银行遭受挤兑而破产是市场纪律约束的体现。储户也可能因此血本无归，所以储户要盯着银行，要研究银行的贷款质量，所以那个年代的银行存款并不是安全资产。我们现在为什么不研究银行存款的安全性呢？是因为银行享受了政府的信用担保。从根本上来讲，政府的信用担保（包括央行的再贷款功能）是银行存款作为安全资产的基础。随之而来的是，政府担保也强化了市场逐利动机，形成负外部性，也就是银行个体过度扩张资产负债表会给社会带来问题。

图表3：美国信贷/GDP与税前收入Top10%占总收入比重



资料来源：Philippon (2015), Piketty & Saez(2003), World Bank, 中金研究院

如图表 3 所示，1960 年代到 1980 年代初，美国信贷规模与 GDP 之比是基本稳定的。在 1980 年代金融自由化以后，信贷大幅扩张，信贷与 GDP 之比不断上升。与之相伴随的是收入分配差距扩大，金融危机频率也增加了。哈佛大学教授 Kenneth Rogoff 在 2011 年出版了《这次不一样：八百年金融危机史》一书，发现过去 800 年人类社会只有在二战后的 30 年没有金融危机，在那之前和之后都有金融危机。为什么二战后 30 年没有金融危机？因为欧美和日本等市场经济国家对金融实行了严格的监管。1980 年代后金融监管大幅放松，银行顺周期性显著暴露出来，也出现了金融危机。所谓顺周期性，就是好的时候不断地自我强化、扩张，一旦泡沫破裂（例如房地产泡沫破裂）形成拐点后，下行也容易导致自我强化的负循环。所以，公共政策需要干预以避免经济的过度金融化，尤其要防止一些金融机构“大而不能倒”，需要“严防道德风险”，总之，因为银行业享受了政府信用担保，不能把它看成纯粹的商业行为。

这个逻辑或许有助于我们理解中央金融工作会议的这段话：“完整、准确、全面贯彻新发展理念，深刻把握金融工作的政治性、人民性，以加快建设金融强国为目标，以推进金融高质量发展为主题，以深化金融供给侧结构性改革为主线，以金融队伍的纯洁性、专业性、战斗力为重要支撑，以全面加强监管、防范化解风险为重点，坚持稳中求进工作总基调，统筹发展和安全，牢牢守住不发生系统性金融风险的底线，坚定不移走中国特色金融发展之路，加快建设中国特色现代金融体系”。

关于这段话，可能有两种理解。一种认为这次会议和过去五年不一样，过去五年主要是强调监管，这次更多强调建设金融强国，强调要统筹发展和安全。另一种理解，



认为会议精神还是强调“以全面加强监管、防范化解风险为重点”。我的理解是兼而有之，但从边上来讲，未来五年和过去五年比，更注重加强监管与促进发展之间的平衡，或者说发展的权重比过去五年要更高一些。但结合前面有关金融大国与金融强国之间的讨论，我认为这个发展未必是指要一味做大规模，而是要“坚定不移走中国特色金融发展之路”。和其他国家相比，中国特色金融发展之路体现在哪些方面？对内、对外分别体现为什么？我想分几个部分来谈谈我的理解。

二、监管框架：“产融分离、分业经营”

如何在中国特色金融发展之路中兼顾发展与安全，首先是要确立金融监管框架。我对当前监管框架精神的理解是“产融分离、分业经营”。什么是“产融分离”？就是从单个金融机构业务的角度看，金融要和实业分开，大股东不能既控制金融机构，又控制实体产业机构。因为银行享受政府信用担保，如果一个银行的大股东既控制银行，又控制汽车制造厂，那就把银行所享受的政府信用担保延伸到了实体，汽车市场就不存在公平竞争了。什么是“分业经营”？简单来讲，银行不能拿券商牌照，券商不能拿银行牌照。这些年一直有支持混业经营的声音，中央金融工作会议之后，也有观点认为要发展混业经营才能够建设中国的一流投行。我认为这种理解是值得商榷的。发展混业经营意味着把政府信用担保延伸到资本市场，有可能显著削弱资本市场配置资源的效率。

中央金融工作会议提出“全面强化机构监管、行为监管、功能监管、穿透式监管、持续监管，消除监管空白和盲区”，简单来说就是全面监管。但全面监管也面临着两个现实的挑战。一是监管成本可能会比较高。例如，中国有几千家中小银行机构，实现全面监管所需投入的公共资源可能会比较大。二是从金融机构角度看合规成本也比较大。“侵入式监管”是美国次贷危机后的一个流行词，是指监管深入金融机构内部干预运营，给银行带来很大的合规负担。特朗普上台以后放松对美国小银行的监管，认为监管太复杂、小银行负担太重，无法为社区提供好的金融服务。但美国放松小银行监管后出现了问题，就是今年大家看到的硅谷银行等事件，很多人把原因归结为2017年特朗普上台以后对小银行监管的放松。

这就提出一个难题，不监管的话出问题，监管的话带来的负担比较重。中国的银行一般是国有的，西方的银行不是国有的，但西方有一个词叫“公私合营机构”。现代银行，即使美国、欧洲的银行也是公私合营的。什么叫公私合营？这个“公”来自于监管部门，不是银行想干什么就干什么，它是有系统性的严格监管的，这个和普通行业是不一样的，而且监管影响到商业运行，从这个意义上讲是公私合营机构。中国的金融机构不仅是国有金融机构，也是公私合营机构。由此而来的一个挑战是，到底应该以什么样的方式来监管金融机构，既不让监管与合规负担太重，又能实现有效监管呢？分业经营是一个办法。

分业经营和加强监管是什么关系？分业经营实际上是一个规制（regulation），通过法律法规来明确地界定，这个牌照能做什么、那个牌照能做什么。有相关规定，监管就落实相应规则。这个比混业经营（靠监管具体行为来控制风险）带来的监管负担要轻些。同一个机构不能既做银行又做证券业务，监管银行就不需要同时再看证券，监管证券公司也不需要按照银行模式来监管，监管负担轻些，有利于监管效率提升。

关于同一家机构是否能够产融结合的问题，2017年金融工作会议的表述是“规范金融综合经营和产融结合”，此次中央金融工作会议提出“做好产融风险隔离”，很明显这次的要求比上次要严格。

总之，“产融分离、分业经营”的监管框架有利于限制单个金融机构过度扩张。既然如此，金融是不是就无法实现规模经济了？事实上规模经济有两类：一类是内部规模经济，即单个企业规模做大，成本下降、效率提升；另一类是外部规模经济，通过上



下游合作协同，通过合理分工、合理布局来共同降低成本、提高效率。一般来讲，外部规模经济比内部规模经济要好，因为外部规模经济是通过外部协同实现的，形成垄断的风险较小。而内部规模经济是通过单个机构做大实现的，可能出现收益是自己的，危害由社会承担的问题。

从这个角度看，分业经营虽然会限制内部规模经济，但有利于促进金融行业的外部规模经济，主要体现为两个方面。其一，不同类型金融机构的定位不同，聚焦主业、发挥各自优势更好协同。在中央金融工作会议的表述中，国有大型金融机构要“做优做强，当好服务实体经济的主力军和维护金融稳定的压舱石”，中小金融机构要“立足当地开展特色化经营”，政策性金融机构要“强化政策性金融机构职能定位”，保险公司要“发挥保险业的经济减震器和社会稳定器功能”，对投行、基金的要求是“培育一流投资银行和投资机构”。

其二，分业经营有利于金融的多市场协同，或者说有利于构建服务实体经济高质量发展的金融市场体系。中央金融工作会议提出“更好发挥资本市场枢纽功能”，这可以说是对资本市场更能实现金融业外部规模经济的肯定。为什么？银行做存贷款业务，很多时候不需要和外部机构合作，吸收存款、发放贷款、风险评估是内部做的。如果内部做不好或者没有这个能力怎么办？很简单，要求客户提供抵押品。这就是为什么银行贷款通常和房地产紧密相连，因为它不需要做信用评估，有抵押品就行了。资本市场不一样，资本市场的参与者有很多，有上市公司、投资机构，中介机构也不只是证券公司，还有律师事务所、会计事务所、审计机构，甚至有媒体记者、自媒体等，他们可以对上市公司进行监督与评估。

所以，资本市场是典型的外部规模经济，一个公司做大了并不能够掌控一切，还有很多其他方面对于资本市场运行发挥着重要作用。这是因为从根本上来讲，资本市场是靠信息来给风险定价，信息披露、评估、定价由很多不同环节构成，不同类型的机构扮演不同功能。2017年全国金融工作会议强调“提高直接融资比重”，这次会议强调“更好发挥资本市场枢纽功能”，关键在于做好信息披露，构建起包含多方参与者的信息市场以给风险定价。从这个角度看“推动股票发行注册制走深走实”，核心不是没有审核，而是要审核信息披露的完备性和准确性。

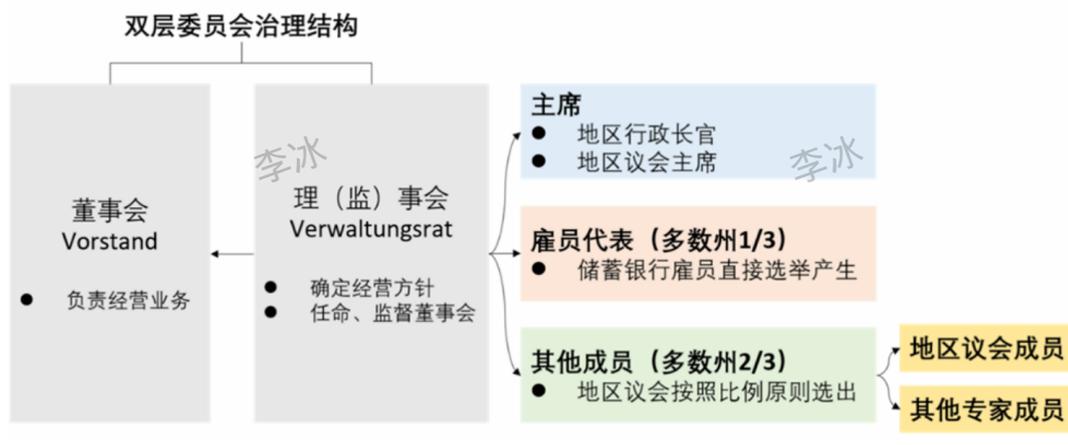
因此，发挥资本市场枢纽功能，推动注册制走深走实，是个系统工程。当前有个现实问题是如何看注册制下的上市节奏。通常而言，当股市估值低的时候，优质公司的上市意愿会降低，因为它觉得这时候上市是贱卖资产，所以市场激励约束本身就会导致 IPO 节奏放慢。叠加信息不对称等因素的作用后，可能会出现所谓的“逆向选择”问题。因此，考虑到信息不对称问题有待改善的现实约束后，市场不好的时候放慢一点上市节奏是有道理的，不能教条地理解注册制。如果不控制的话，可能不利于保护中小投资者。

为什么会出现逆向选择？根本上讲是对欺诈行为的惩罚力度有待进一步加强。所以，关于股票发行注册制“走深走实”，最根本的还是要提高信息披露的质量。不仅仅要有规则，更重要的是对违反规则的予以严惩、对举报人进行奖励。欺诈是企业内部信息，很难被外部人、监管机构知道，得有激励机制来激励那些知道内情的人举报欺诈。

无论是市场纪律约束，还是政府监管约束，都需要有效的公司治理机制配合。中央金融工作会议提出“健全法人治理，完善中国特色现代金融企业制度”。怎么理解？西方主流的做法是以董事会为核心的公司治理机制。“深刻把握金融工作的政治性、人民性”、“加强党中央对金融工作的集中统一领导，是做好金融工作的根本保证”，这些大方向，在中国特色现代金融企业制度这个层面如何体现？一个重要体现即是在企业治理层面加强党的领导。

其实，西方国家金融业的公司治理机制也没有一个统一模式。比如德国储蓄银行的治理结构，与英美董事会主导的治理结构有很大差别。德国储蓄银行有理事会，理事会任命、监督董事会，确定银行大的经营方针。从理事会的组成来看，主席通常由地区行政长官（或议会主席）兼任，雇员代表占 1/3，议会选出其他 2/3 的代表（包含议会成员，以及非议会成员的专家等）（图表 4）。

图表4：德国储蓄银行“双层委员会”治理结构及监（理）事会构成

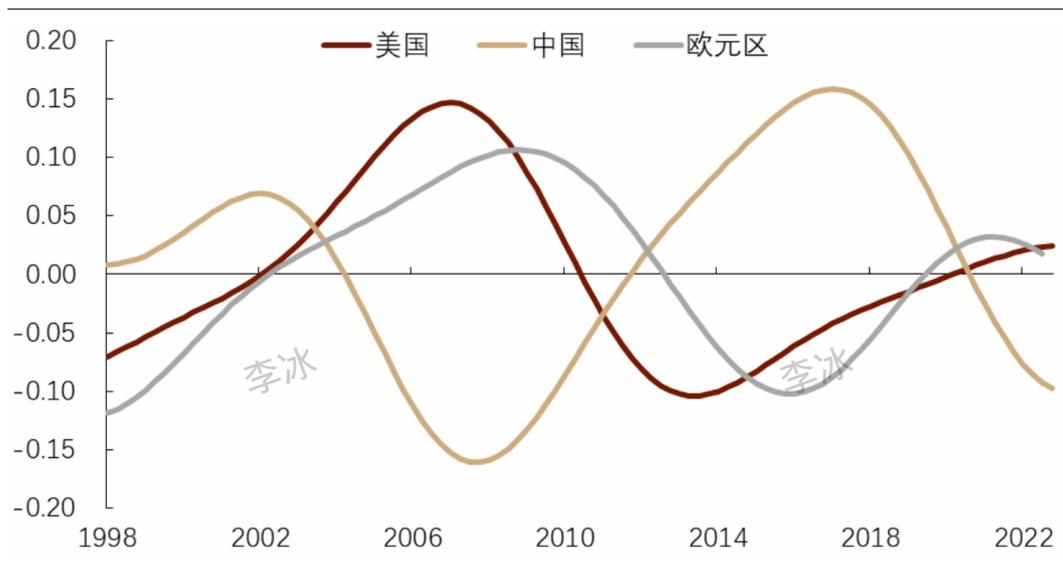


资料来源：德国各州储蓄银行法，德国储蓄银行协会（DSGV），中金研究院

三、风险处置：金融周期下半场的三个挑战

2017 年的全国金融工作会议开启了强监管，以房地产和信用相互促进为主要特点的金融周期随之进入下半场（图表 5）。从其他经济体的金融周期下半场表现来看，一般先是货币政策紧缩或监管加强暴露一些风险，风险暴露以后要做风险处置。所以从金融周期的角度看，我们现在所处的阶段与过去五年是不一样的。过去五年主要是下半场初期在加强监管、暴露风险，现在到了处置风险事件的时候，尤其需要处置房地产、地方债务和中小金融机构三个主要风险。

图表5：中国、美国、欧元区的金融周期



资料来源：BIS, Wind, 中金研究院

注：中国和美国时间截至2023Q1，欧元区时间截至2022Q4，欧元区包括德、法、意

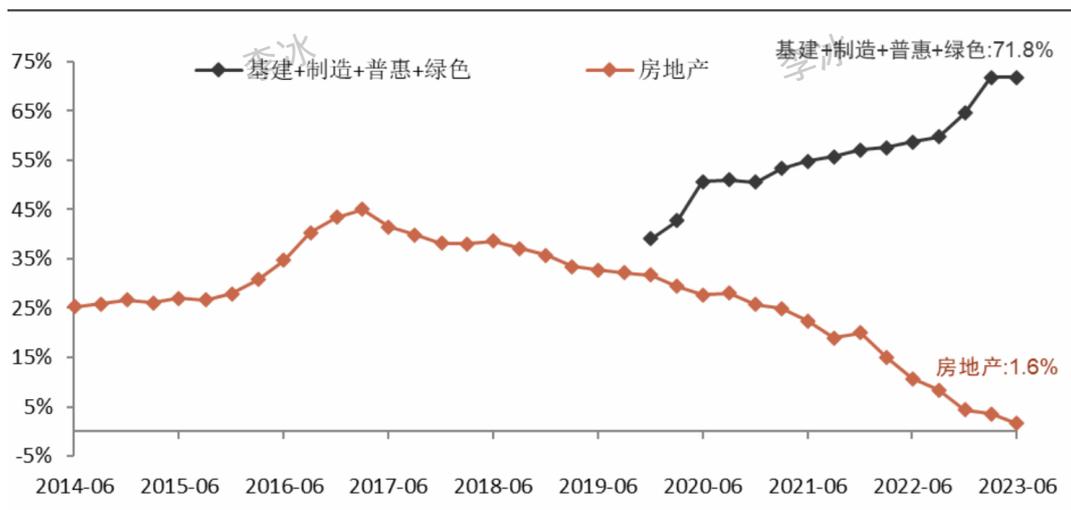
中央金融工作会议提出“防范化解金融风险，要把握好权和责的关系，健全权责

一致、激励约束相容的风险处置责任机制”。在通常情况下，这个权和责任应该是指金融监管部门的权和责任。对监管部门而言，监管金融机构是权力，处置风险事件则是责任。金融风险暴露的情况下，权和责任就没这么简单了，因为涉及到救助等问题。人民银行行长在 2023 年金融街论坛上的讲话中提到“必要时，中国人民银行还将对债务负担较重地区提供应急流动性贷款支持”。不仅是央行，还涉及到财政的作用。历史上美国、欧洲等出现债务问题的时候，中央财政的参与是不可或缺的。

进一步地，风险暴露时的救助涉及到怎样规避道德风险的问题，因此中央金融工作会议提到要“坚决惩治违法犯罪和腐败行为，严防道德风险”。在实践中，这个问题比较复杂，涉及到各方面的利益，既有各级政府和城投平台，也有各类金融机构（大小银行、投资机构等）。如果不允许违约，所有债务都让债务人来承担，那么债务人就会很困难。如果地方平台等债务人都通过紧缩开支来还债，那么经济将会承受较大的需求下行压力。但是也不能都违约或者很多人违约，这会造成大家都不敢把钱借出去，形成金融恐慌。既不让债务人承担，也不让债权人承担，全部由财政承担也不行，这存在严重的道德风险。所以，债权人、债务人和财政三者之间需要做一个平衡。

关于“促进金融与房地产良性循环”，在当前形势下应该是指加强对房地产融资的支持。在 2017 年全国金融工作会议的时候，房地产相关融资（面向个人的按揭贷款加面向开发商的开发贷）占新增贷款的比例曾经达到 45% 的高点。此后这个比例一路下行，现在不到 2%。与美国不同的是，中国金融周期下半场的房地产风险暴露并没有诱发系统性金融危机。在很大程度上这是因为政策性金融发挥了重要作用，基建、制造、普惠、绿色这几项融资占新增贷款的比例，从 2019 年的百分之三十多，到现在百分之七十以上，占比翻了一倍（图表 6）。

图表 6：中国新增贷款的投向结构

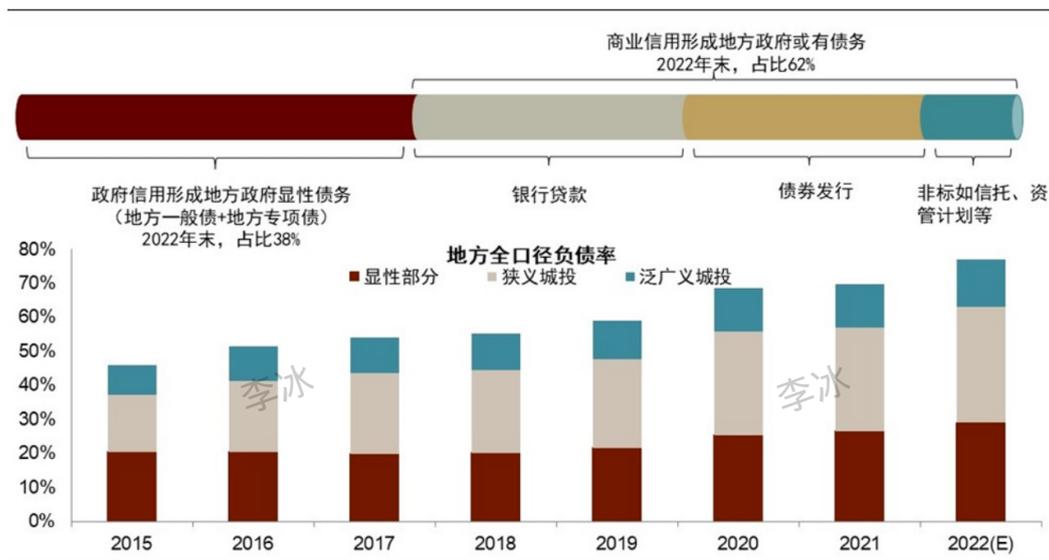


资料来源：Wind，中金公司研究部

注：数据截至 2023 年 6 月。基建、制造、普惠、绿色贷款官方口径存在一定重复计算，已剔除重复部分。基建包括交通运输、仓储和邮政业，电力、热力生产和供应业，水利、环境和公共设施管理业，建筑业，租赁和商务服务业

关于地方政府债务，中央金融工作会议提出“建立防范化解地方债务风险长效机制，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，优化中央和地方政府债务结构”。我理解这是指要增加中央政府占政府债务的比例。这涉及到事权和财权的匹配。过去是地方政府承担了很多事权，但没有足够的财力，所以举债的动机较强（图表 7）。地方政府的债务有部分是不合理的，这一次中央承担更多债务的话，全国统筹性的事权也会归中央多一些。

图7：中国地方政府债务负担较大，融资条件错配



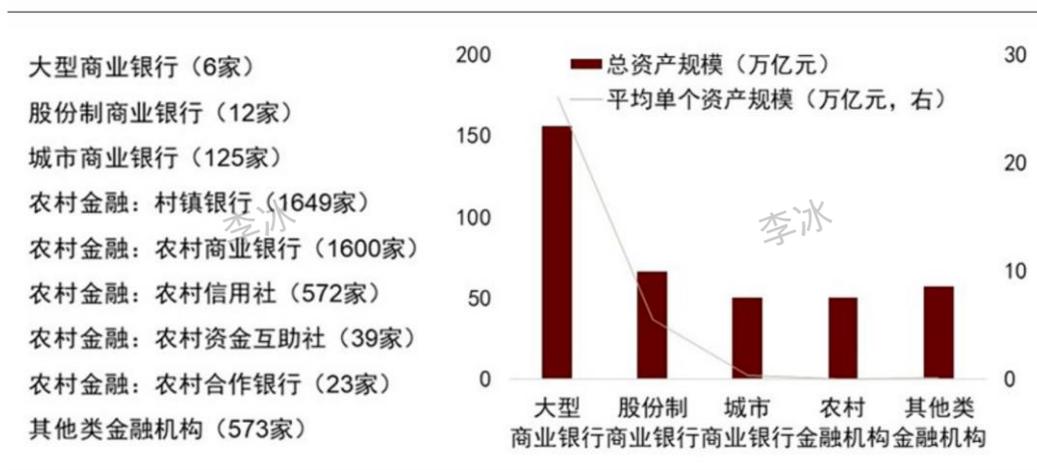
资料来源：Wind，中金公司研究部

注：地方全口径负债率=地方全口径负债/当地名义GDP。除了地方政府显性债务（一般债券+专项债券）外，地方全口径负债还包括用城投债务来估算或有债务的体量。其中狭义城投指的是此前从事偏公益类基建、与地方政府关系紧密的城投，泛广义城投则包括地方交通投资公司、公用事业公司等，其业务具备一定的经营性现金流，但不具备完全自主经营自负盈亏的能力

地方债的问题不仅是量大，还有信用和融资条件不匹配。它享受了政府信用，却是商业融资条件。高收益却低风险的地方政府债务，不只是一个金融风险问题，也是一个社会公平问题。不是所有人都能够深度参与这个高收益、低风险投资机会的。所以这个要纠正。既然享受了政府信用，那就应该是政府的融资条件。所以地方债化解不管用什么具体方式，最终应该是利率降下来、期限要拉长，这才是符合政府信用的融资条件。

关于“及时处置中小金融机构风险”，我想大家有基本的共识，小机构很多，但缺少有效治理机制。2022年村镇银行有1649家，农村商业银行有1600家（图表8），很多小机构缺乏基础的公司治理机制。这就回到了前面的问题，有效监管的一个基本条件是有内部有比较健全的公司治理机制。

图8：2022年中国银行业数量、资产结构

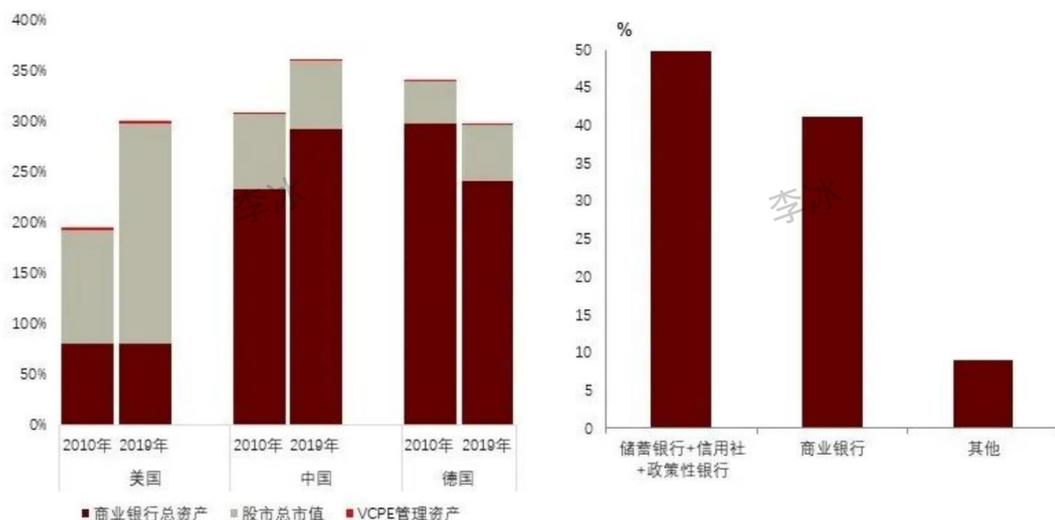


资料来源：国家金融监督管理总局，中金研究院

至于债务风险化解成本，最终还是要靠经济增长来消化。怎么看经济增长不是本

文的主题，这里引用之前的报告观点做一个简要阐述：只要我们坚持发展市场经济，坚持分工、贸易这种市场导向的资源配置机制，规模优势将成为我国新增长点。相比于其他国家而言，超大经济体的规模优势意味着我们能够实现更细化的分工，收获更显著的规模经济效应。

图表9：中、美、德金融结构（资产规模/GDP）与2019年德国银行体系资产结构



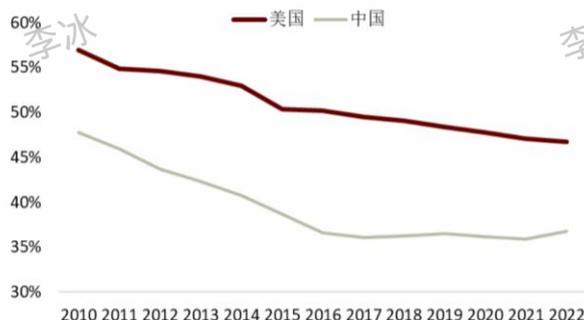
资料来源：《金融的谜题——德国金融体系比较研究》（张晓朴、朱鸿鸣等人，2021年），德国私募和创投协会，日本私募协会，Pitchbook，Wind，中金研究院

注：由于数据可得性问题，德国与日本VC、PE规模为当年投资规模

从资产规模占GDP的比重来看中、美、德的金融资产结构，中国和德国都是银行资产比例高，美国是股市比例高（图表9，左图）。美国创新能力比德国强，也比中国强；但德国银行在金融普惠、服务公共利益方面做得比美国好。为什么？前文提到德国储蓄银行理事会主席是地方行政长官或者地方议会主席，是为当地公共利益服务的。事实上，在德国的银行体系中，为公共利益服务而不是以商业盈利为第一目标的不只是储蓄银行，还包括信用社和政策性银行，这三类银行的总资产加起来差不多占到德国银行业的一半（图表9，右图）。德国银行体系因而具有更强的政策性金融属性。

这给我们提出了一个问题，中国的国有大型金融机构做优做强具体是指什么？是政策性金融做优做强，还是商业金融做优做强？理论上讲两者都应该做优做强，但现实中社会资源是有限的，发展也要有优先次序。对于中国特色的国有大型金融机构而言，现在的迹象是政策性金融的比重越来越大，负责提供基础性的金融服务和政策性占比较高的存贷款业务，以更多增进公共利益。

图表10：中、美银行业总资产CR4

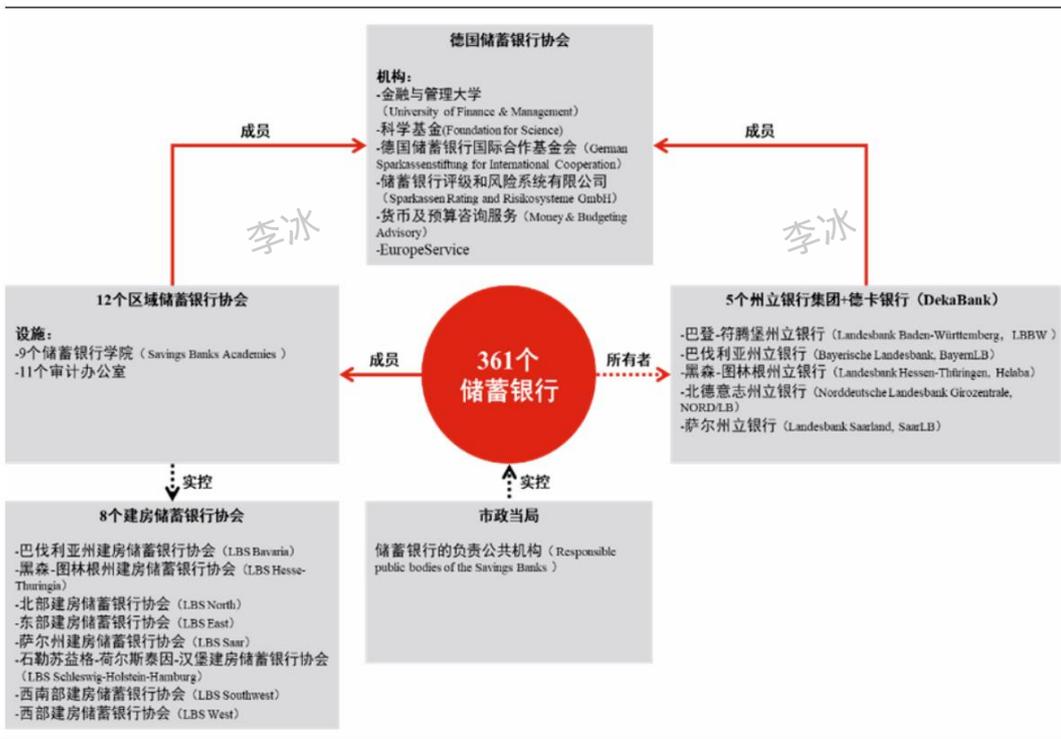


资料来源：FactSet，Wind，中金公司研究部



在风险处置过程中,大银行兼并小银行可能也是个有利于公共利益的办法(图 10)。当然,并不是所有的小银行都有问题,对于管理比较好的小银行而言,如何实现规模经济?可以考虑组成某种形式的联盟,或者这些小银行合并起来成为一个相对大一点的机构,这样既能享受规模经济,又不至于显著增强大银行的市场势力(图表 11)。

图表 11: 德国储蓄银行金融集团的协会结构

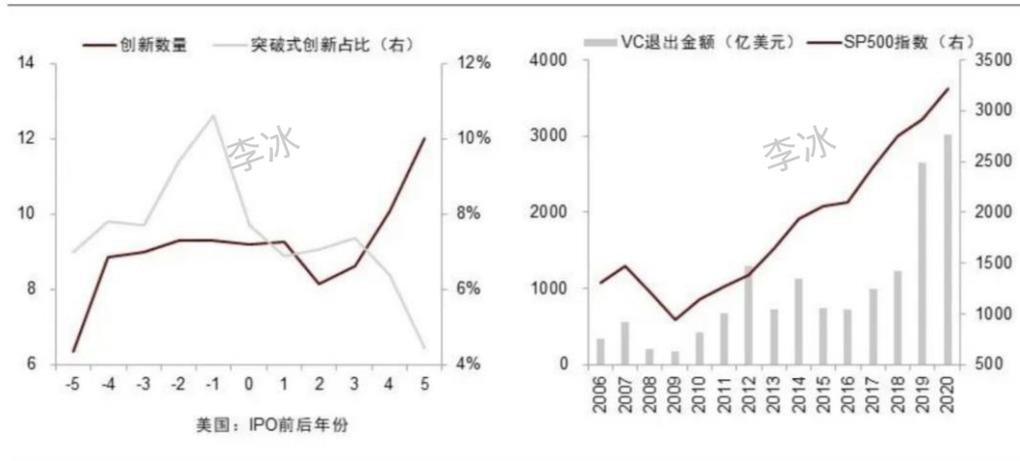


资料来源: FINANCIAL REPORT 2022 of the Savings Banks Finance Group, 中金研究院

注: 数据截至2022年12月31日

就资本市场而言,除了前面提到的“发挥资本市场枢纽功能”“股票发行注册制走深走实”,中央金融工作会议还提到“发展多元化股权融资”。这也是资本市场更好发挥创新金融职能的重要一环。因为资本市场促进创新不只需要一个繁荣的股票市场,更有赖于私募股权与股票投资市场的有效互动(图表 12)。在股权投资市场上,这些年我们做了很多事,尤其是政府引导基金发展很快,但也存在一些需要进一步探讨的问题。比如,引导基金究竟是用来弥补创新正外部性的财政行为,还是追求收益率的投资行为?这涉及到如何看待政府引导基金的属性,进而如何完善治理机制的问题。

图表 12: 资本市场促进创新有赖于私募股权和股票投资市场的良性互动

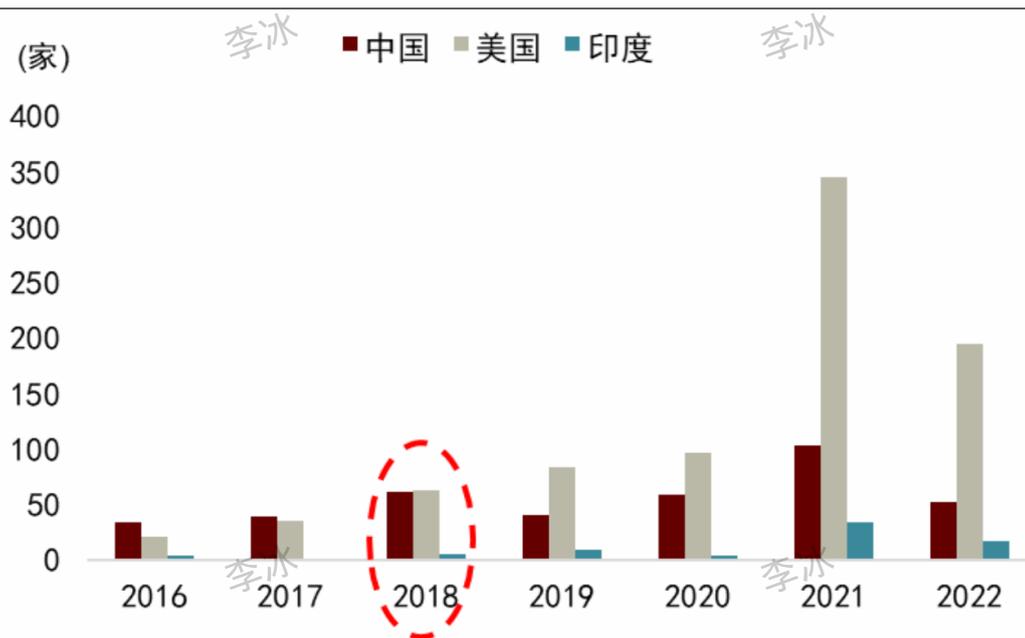


资料来源: Simone, Moorman (2015) [3], Wind, Pitchbook, 中金研究院



对于股权投资市场而言，另一个值得关注的现象是股权投资为股票市场输入优质上市公司的能力似乎在下降。一个重要体现是“独角兽去哪儿了”。如图表 13 所示，中国的年度新增独角兽数量在 2016、2017 年都比美国高一些，显著领先于印度。但在 2018 年之后，不但美国已经大幅超过了中国，印度也在快速追赶中国。这固然有一定的周期性因素，因为美国市场这几年比较繁荣，甚至还有一些泡沫。但我们也要思考这背后是不是有一些结构性、趋势性的问题。例如，过去两年美国 VC 年度募资金额已经大幅超过中国（图表 14），这需要引起重视。从成熟资本市场的经验来看，发展多元化股权融资需要调动起企业家、富裕群体和慈善基金的积极性，因为这些民间资金有更强的激励去发掘项目。

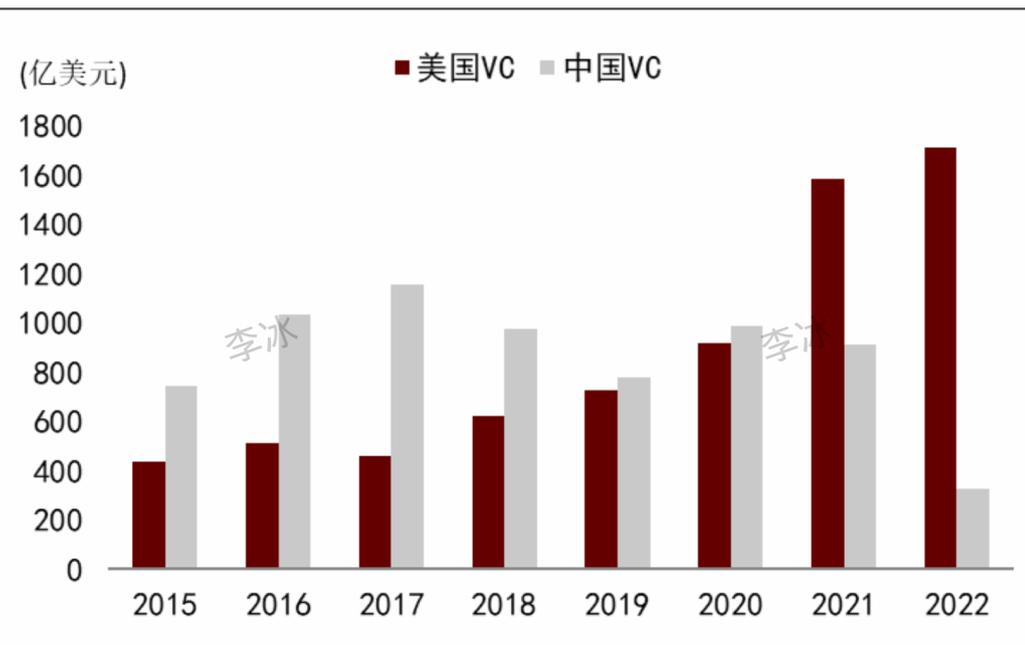
图表 13：当年新增独角兽数量



资料来源：Pitchbook，中金研究院

注：关于独角兽，Pitchbook的定义是获得风险投资后估值达到十亿美元以上的初创公司

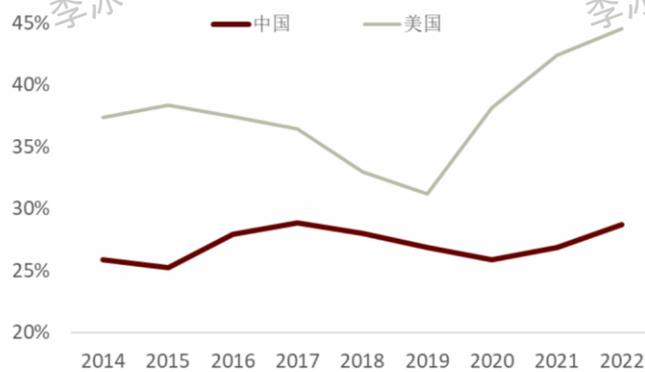
图表 14：中国、美国 VC 年度募资金额



资料来源：Pitchbook，中金研究院

如何“培育一流投资银行和投资机构”？这是一个热点话题。由于世界前几大银行都是我国的，而中国券商规模比起国际一流投行却小很多，因此有观点认为培育一流投行需要让银行来拿券商牌照、让银行来做投行业务。我认为这个观点是非常值得商榷的，甚至是危险的。从整个国家的层面看，混业经营对发挥资本市场的枢纽功能非常不利，难以真正起到服务创新发展的作用。因为混业经营是把银行享受的政府信用担保延伸到资本市场，可能不利于资本市场的健康发展。理财产品可能是一个例子。背后的根本问题在于，银行和资本市场的运行逻辑是不一样的，银行依赖的是偿付信用，很大程度上靠抵押来解决问题；资本市场是靠信息的披露、分析与研判，靠多方参与者形成的投融资生态体系解决问题。

图表15：中、美证券业总营收CR4



资料来源：Wind，FINRA，中金研究院

11月3日证监会表示“支持头部证券公司通过业务创新、集团化经营、并购重组等方式做优做强”。如图表15所示，从证券行业营收前四大机构占总体的比例来看，美国集中度远高于中国。这可能需要有关部门推动。因为大部分券商都是国有的，单靠市场的力量推动兼并重组可能比较困难。

五、“推进金融高水平开放”

图表16：两次金融工作会有关对外开放的表述对比

金融对外开放方面的表述对比		
分类	2017年全国金融工作会议	2023年中央金融工作会议
金融开放总要求	要 扩大金融对外开放	要 着力推进金融高水平开放 ，确保国家金融和经济 安全
汇率	要 深化人民币 汇率形成机制 改革	加强 外汇市场 管理 ，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定
人民币国际化	稳步 推进人民币国际化	稳慎扎实 推进人民币国际化
资本账户开放	稳步实现 资本项目可兑换	提升 跨境投融资便利化
金融业对外开放	积极稳妥 推动金融业对外开放	稳步扩大 金融领域 制度型开放 ，吸引更多外资金融机构和 长期资本 来华展业兴业
一带一路	要推进“一带一路”建设 金融创新 ，搞好相关制度设计	服务好 “走出去”和“一带一路”建设

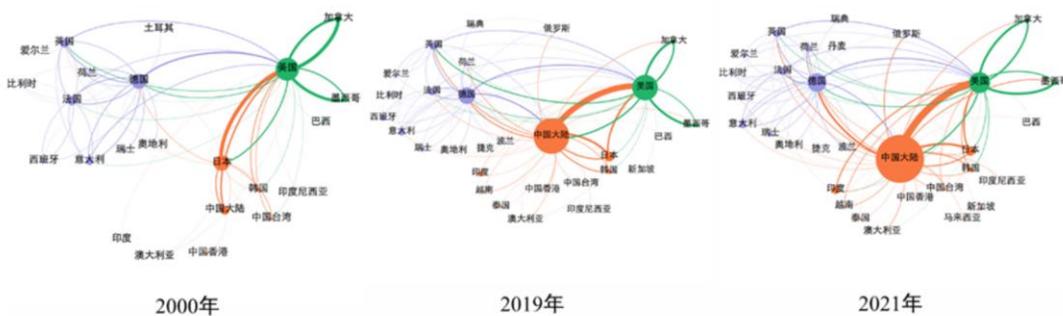
资料来源：新华社，中金公司研究部

金融强国这个“强”字，一定意义上涉及到对外的合作与竞争。从本次中央金融工作会议与 2017 年全国金融工作会议的表述对比来看，相关措辞有一些值得关注的变化。例如：关于汇率，上次是“要深化人民币汇率形成机制改革”，这次是“加强外汇市场管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”；关于人民币国际化，上次是“稳步推进人民币国际化”，这次是“稳慎扎实推进人民币国际化”；关于资本账户开放，上次是“稳步实现资本项目可兑换”，这次是“提升跨境投融资便利化”；关于金融业开放，上次是“积极稳妥推动金融业对外开放”，这次是“吸引更多外资金融机构和长期资本来华展业兴业”（图表 16）。

我自己的理解是，这些变化在过去几年就已经出现，只不过现在进一步明确了。加强宏观审慎管理、防范风险，需要体现在对跨境资金流动的管理上。但这并不意味着我们停止对外金融活动，而是强调金融开放要更多和实体经济联系在一起。二战后的约 30 年中，西方国家有资本账户管制，对内金融监管很严，美国的利率市场化一直到 70 年代末才完成。那时候西方没有跨境资本流动吗？其实是有的，只不过那个时候的跨境资本流动是和实体对外活动联系在一起的，是服务于贸易及相关的产业投资。

中央金融工作会议强调吸引长期资本来华展业兴业。长期资本一般来讲是和实业更紧密联系在一起的，进一步凸显了有关金融开放的思路是以实体为导向的。强调服务实体经济的金融开放思路，也有助于我们理解金融开放的重点区域。从国际贸易来看，中国是全球最大的制成品生产和出口中心（图表 17），是全球 100 多个国家最大的贸易伙伴。自“一带一路”倡议以来，中国对共建“一带一路”国家的贸易顺差增加、对非共建“一带一路”国家的贸易顺差减少。因此，共建“一带一路”，发展中国家和新兴市场国家应该是未来金融开放的重点。

图表 17：全球产成品贸易流向图



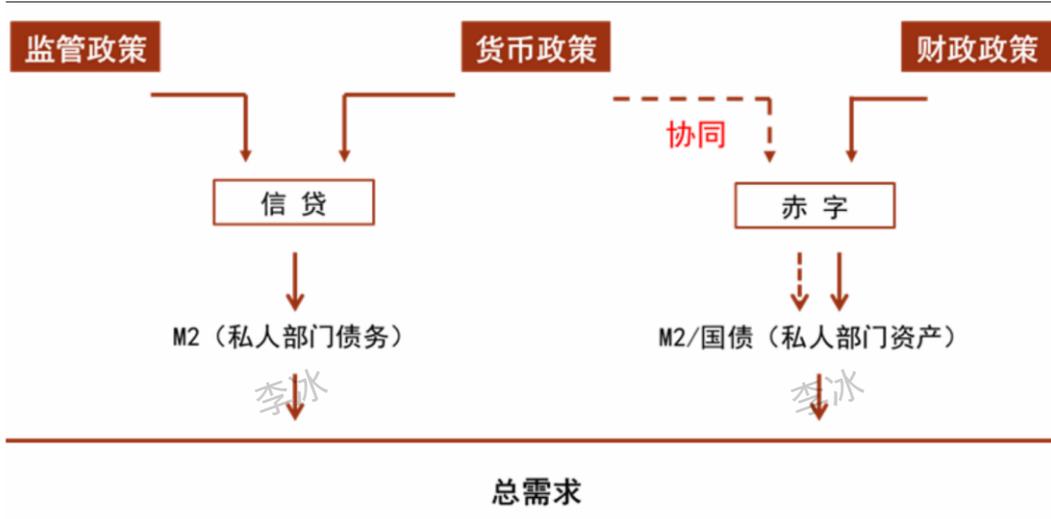
资料来源：《总贸易核算法：官方贸易统计与全球价值链的度量》（王直等，2015），ADB MRIO 数据库，中金研究院

注：产成品指的是被直接进口国或地区吸收的最终商品出口。根据全球价值链的分析框架，可以将一国或地区的总出口可以分解出产成品出口、中间产品出口等部分。贸易流向图中任意一条曲线代表按顺时针方向的上游节点出口商品至下游节点。紫色代表欧洲地区，橙色代表亚洲和澳洲地区，绿色代表美洲地区；曲线颜色与出口国或地区的颜色相同

六、宏观思考：金融与财政

最后，作为一个总结，谈一点我对金融和财政关系的思考。金融与财政在过去四十年金融自由化的时代似乎是分开的，但在二战后的三十年里，金融和财政是紧密相连的。从周期的角度来讲，我们现在面临的一个问题是金融周期下行，信贷内生的动能比较弱，目前主要靠政策性金融弥补内生动能。但政策性金融并非来自于经济本身的内生需求，所以它和需求是否匹配、是不是能够有效地促进经济增长，需要观察。

图表18：金融周期下半场的政策取向：监管加强、财政作用增加



资料来源：中金研究院

怎么办？一个重要方面就是要财政发力（图表 18）。无论是政府减税、转移支付还是补贴，这是免费给大家的，没有人会拒绝。贷款则不一样，即使是政策性金融，贷款利率低一点，终究也是要还的，对未来没有信心就不会贷款。当然，这两种货币投放渠道如果走极端都是有问题的。财政渠道投放货币过多，会带来通胀，比如美国过去两年的情况。信贷渠道投放货币，会形成非政府部门的债务，债务过高则带来金融风险（图表 19）。所以公共政策需要在二者之间做平衡。过去十几年中国过于依靠信贷渠道投放货币，或许可以考虑让财政渠道更多发力。

图表19：货币投放方式：区分财政与信贷

	投放	回笼	净投放如何消化	最终约束
政府货币 (外生)	财政支出	税收/卖出国债 (政策)	流动性增加、私人资产增加；刺激总需求效率高	通胀经济周期
银行货币 (内生)	银行贷款	贷款偿还 (内置)	流动性增加、私人债务增加；刺激总需求效率低	债务金融周期

资料来源：中金研究院

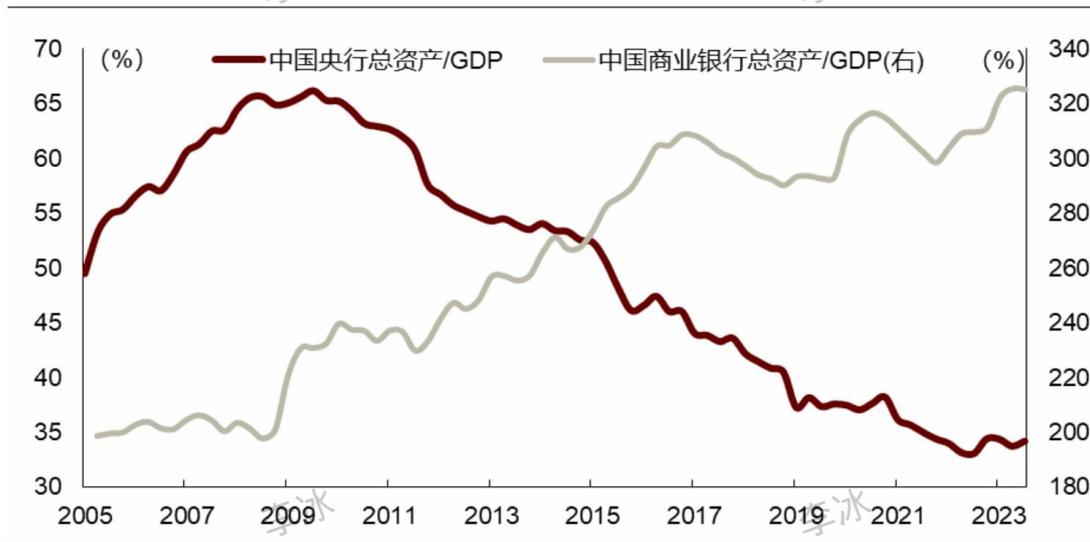
这里涉及到前面提到的安全资产问题。银行之所以赚钱，在很大程度上是因为它享受了政府信用担保，能够给社会提供安全资产。我们每个人都需要安全资产，利息低一点也愿意接受，储户因此放弃的利息就是银行利差的一部分。事实上，这个安全资产不只可以由银行提供（银行通过贷款），也可以由财政提供（财政发国债），甚至央行提供。相比银行信贷形成私人部门的负债，财政投放形成私人部门的净资产上升，对经济的促进作用特别强。财政还具有调整经济结构的功能，能够定向发力需要支持的领域，还可以改善收入分配。

更重要的差别在于，信贷创造的安全资产是准安全资产，它不像国债那么安全，因为贷款可能出问题。当然在我们的金融体系下还是安全的，因为有政府的信用担保，但它还是会带来宏观经济层面的问题。财政提供安全资产，对股市可能是有利的。为什么？因为它是最安全的资产。假设同样 100 万元的安全资产，如果是政府提供的，比如政府的国债或者是在央行的存款，因为是最安全的，所以推动投资者配置风险资产的意愿就更强；如果是银行创造的，因为背后有负债（贷款），非银行部门的净资产

不增加，那么投资者配置风险资产的意愿可能就没那么强。

所以发挥资本市场枢纽功能、发挥资本市场促进创新功能，也需要财政扩张。图表 20 比较能说明问题。我们商业银行总资产对 GDP 的比例在 2009 年之前基本上是稳定的，那个时期是央行扩表，货币发行是靠外汇占款，是靠人民银行发出来的，背后是贸易顺差。那个阶段实际上是财政投放货币，只不过央行买的不是国债（私人部门的资产），而是外汇（也是私人部门的资产），较好支撑了银行与实体经济运行。过去十几年央行在缩表（相对于 GDP），货币发行是靠商业银行资产负债表扩张，产生债务与房地产问题。2017 年以后商业银行没有扩表，商业银行总资产与 GDP 之比虽有上下波动但总体是基本稳定的，央行则是继续缩表，所以整个经济的流动性没有过去那么宽松了。

图表20：未来是商业银行扩表，还是央行扩表？



资料来源：Wind，中金公司研究部

注：数据截至2023年3季度末

现在，中央金融工作会议要求统筹发展和安全。这意味着未来应该是重新回到商业银行扩表或是中央银行扩表。我认为这是一个根本性的问题。为什么必须要有一个扩表？因为伴随着社会发展与财富增加，人们对安全资产的需求是增加的，不能没有人提供安全资产。安全资产的提供，财政投放体现在央行，信贷投放体现在商业银行，所以最终总是体现在这二者其中的一个。我的判断是，未来中央银行会扩表。中央银行扩表除了像美联储那样买国债之外，还有一个新的政策工具。中金公司今年策略会的年度展望报告是《2024：新理念与新技术》，新理念的一方面就是财政要发挥更大作用；而新技术有多方面，一个值得重视的新技术就是央行数字货币，可能是财政与央行协同的一个新工具，比如央行通过可追踪的数字货币来实现财政功能。

最后这张图我也讲过很多次，其实我们今天关心的很多问题都源自于历史大周期的轮回（图表 21）。社会的主要矛盾是什么，公共政策需要有反应。二战后的 30 年，在东方是计划经济，没有金融、只有财政；在西方是金融压抑，金融严监管、大财政。因为 1920 年代和 1930 年代的资产泡沫、金融危机和贫富分化太严重了，所以二战后来了个方向性的转变。到了 1970 年代，政府过度干预的副作用逐步体现出来，高通胀和低效率的问题日益突出，所以 1970 年代末 1980 年代初美国出现了里根的供给学派改革，英国则有撒切尔夫人的国企私有化。中国当时邓小平领导的改革开放也顺应了这一潮流。这些改革方向都是增强市场配置资源的作用，以应对当时全球普遍的高通胀、低效率等社会主要矛盾。

图表21：公共政策大周期轮回

古典经济学	凯恩斯理论	新古典经济学	向中间回归
	1930s	1970s	2020s
资产泡沫 金融危机 贫富分化	通货膨胀 金融稳定 贫富分化缩小	资产泡沫 金融危机 贫富分化	通货膨胀 金融稳定 贫富分化缩小
自由市场 金融混业经营 信贷扩张	政府干预型经济 金融压抑/分业经营 财政赤字货币化	自由市场 金融混业经营 信贷扩张	产融分离/分业经营 数字经济监管 财政(准)扩张

资料来源：彭文生，《变局：从重启到重构》，2021年8月

经过 40 年的金融自由化、市场化，今天全球经济面临的主要问题又回到了资产泡沫、金融危机和贫富分化，并带来世界范围内一系列的新现象。在外部体现为贸易保护主义、地缘政治冲突和强调国家安全，在内部则是强调公平。

综上所述，在新发展阶段需要统筹发展与安全。在发展层面，促进科技创新是关键，需要资本市场发挥枢纽作用，以激发外部规模经济；在安全层面，维护金融稳定是关键，需要加强监管，以控制金融机构来自政府担保的内部规模经济，控制由此产生的负外部性。

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。