



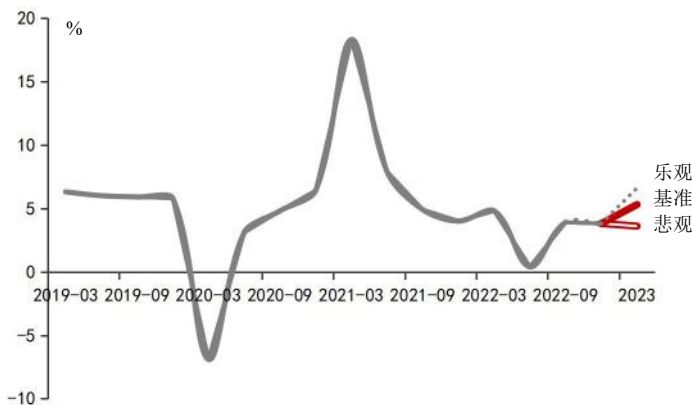
中国经济金融展望报告

报告日期：2022 年 12 月 03 日

要点

- 2022 年，面对乌克兰危机、疫情多发散发、房地产市场下行等超预期因素冲击，中国政府高效统筹疫情防控和经济社会发展，持续加大稳经济政策力度，经济增长触底回升，全年呈现“V”型走势，但恢复程度总体偏弱。前三季度 GDP 累计同比增长 3%，预计四季度增长 3.8% 左右，全年增长 3.2% 左右。
- 展望 2023 年，中国经济将步入内外需增长动能转换期，发展面临的内外部环境 and 条件或将有所改善，宏观经济各项指标将较上年有所回升。但回升的幅度取决于疫情防控措施的持续优化以及国内市场需求和信心的修复程度。考虑到多种因素变化的不确定性，在悲观、基准、乐观三种情景下，预计 2023 年 GDP 分别增长 3.6%、5.3%、6.6% 左右。
- 2023 年是贯彻落实党的二十大各项战略部署的第一年，也是政府换届之年，做好各项政策的衔接，确保政策连续性、稳定性至关重要。宏观政策要着力“稳增长促回升、防风险保安全”，改善市场主体信心和预期，持续恢复和增强经济内生增长动力。

中国经济增长呈现“V”型走势



资料来源：中国银行

海南长定投资有限公司

成员：李佩珈

梁靖

赵廷辰

范若滢

梁斯

叶银丹

刘晨

吴丹

邱亦霖

刘佩忠

王静

丁孟(香港金融研究院)

联系人：户部策

电话：0086 18001072831

邮件：hncdic@gmail.com

官网：www.hncdic.com

增长动力进入内外转换期，政策需保持稳定性与连续性

——中国经济金融展望报告（2023 年）

2022 年，面对乌克兰危机、疫情多发散发、房地产市场下行等超预期因素冲击，中国政府高效统筹疫情防控和经济社会发展，持续加大稳经济政策力度，经济增长触底回升，全年呈现“V”型走势，但恢复程度总体偏弱。前三季度 GDP 累计同比增长 3%，预计四季度增长 3.8%左右，全年增长 3.2%左右。展望 2023 年，中国经济将步入内外需增长动能转换期，发展面临的内外部环境 and 条件或将有所改善。全球增长放缓，但主要经济体货币政策收紧步伐放慢，有助于减轻中国货币政策面临的外部制约。疫情防控措施或将更加优化，有利于各项生产生活的逐步恢复，房地产市场逐步修复，高技术制造业、高技术服务业生产和投资将保持较快增长，叠加 2022 年低基数，中国宏观经济各项指标将较上年有所回升。但回升的幅度取决于疫情防控措施的持续优化以及国内市场需求和信心的修复程度。根据多种因素变化的不确定性进行悲观、基准、乐观三种情景预测，预计 2023 年 GDP 分别增长 3.6%、5.3%、6.6%左右。2023 年是贯彻落实党的二十大各项战略部署的第一年，也是政府换届之年，做好各项政策的衔接，确保政策连续性、稳定性至关重要。考虑到经济恢复基础仍不牢固，市场主体资产负债表修复、信心和预期的改善仍需一段时间。宏观政策要着力“稳增长促回升、防风险保安全”，改善市场主体信心和预期，持续恢复和增强经济内生增长动力。积极拓展资金来源，保持财政政策连续性，谨防因政策力度大幅减弱带来负面冲击；维持货币政策稳健略宽，保持货币信贷合理充裕，密切关注外部风险，特别是可能爆发的经济衰退、金融危机所产生的外溢效应与冲击；继续发挥投资压舱石作用，大力提振消费；推动房地产政策落实落地，推进房地产市场平稳运行。

一、2022 年经济形势回顾与 2023 年展望

（一）2022 年经济形势回顾

2022 年，国内外环境变化更加复杂严峻。从国际看，地缘政治冲突加剧，乌克兰危机爆发，极端天气频发，能源危机和粮食危机再现，全球通胀压力持续加大，美、欧等发达经济体引领全球“加息潮”，国际金融市场动荡加剧，全球经济增长动能明显减弱，下行压力增大。从国内看，疫情持续多发散发对经济运行造成较大冲击，房地产市场持续下行，夏季高温干旱天气对经济稳定运行带来一定扰动，市场需求、信心和预期持续偏弱。但在疫情防控措施优化、稳增长政策力度加大等推动下，三季度以来中国经济景气好转，经济运行呈持续恢复态势。从宏观调控四大目标看：**一是经济增长呈“V”型走势。**2022 年前三季度 GDP 累计同比增长 3%，二季度当季同比增长 0.4%，为全年低点。预计四季度增长 3.8%左右，全年增长 3.2%左右（图 1）。尽管下半年经济增速较二季度明显改善，但修复程度仍然较弱，明显低于 2020-2021 年两年平均增速 5.2%。**二是物价水平温和可控。**2022 年前 10 个月 CPI、PPI 分别累计上涨 2%、5.2%，涨幅分别较上年同期扩大 1.3 个、回落 2.1 个百分点。物价基本稳定，不仅为各项稳增长政策落实创造了比较好的条件，也与全球通胀蔓延形成了鲜明对比。**三是就业压力有所上升。**2022 年 3 月以来城镇调查失业率连续高于上年同期水平，前三季度平均为 5.6%，与 2020 年平均水平相当（图 2）。前三季度城镇新增就业人数为 1001 万人，同比少增 44 万人。**四是国际收支保持平衡。**2022 年前三季度，经常账户顺差与同期 GDP 之比为 2.4%，比 2021 年高 0.6 个百分点，仍处于合理区间。其中，出口较快增长、进口低增长带动货物贸易顺差创历史同期新高，前三季度为 5216 亿美元，同比增长 37%，这为外汇储备和汇率稳定创造了有利条件；服务贸易逆差 656 亿美元，同比下降 23%。直接投资顺差较 2021 年同期有所收窄，但仍保持净流入（469 亿美元）。

图 1：经济增长呈现“V”型走势

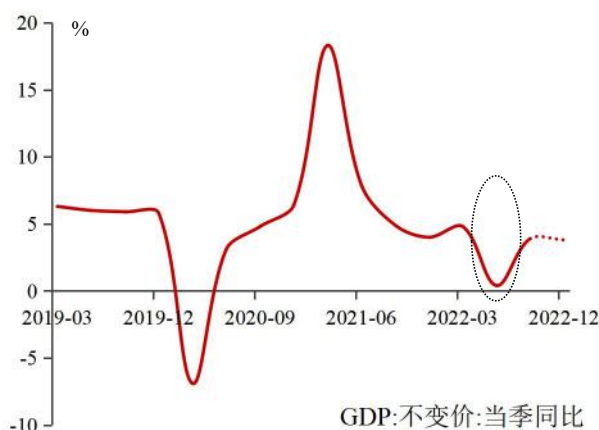
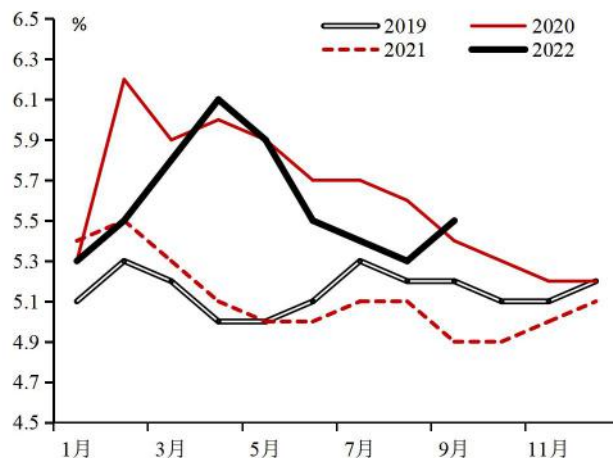


图 2：城镇调查失业率有所上升



资料来源：国家统计局

从 2022 年全年经济运行看，有四方面变化值得关注：

1. 疫情内外防控难度明显增大，对经济活动的影响加大

2022 年 3 月以来，国内疫情再次出现反复，呈现点多、面广、频发的特点。一方面，奥密克戎变异病毒株传播性和隐匿性增强，加大疫情内防反弹难度。2022 年以来已波及中国所有省（市、区），跨省跨区疫情传播持续存在。另一方面，海外各国疫情管控措施逐渐松绑，加大疫情外防输入难度。2 月以来，瑞典、英国、法国和德国等多个欧洲国家纷纷宣布全面取消防疫措施，美国也于 3 月完全放开“室内口罩令”并解除大部分防疫限制。与过去相比，2022 年国内疫情防控难度进一步加大，疫情及其管控措施对经济活动扰动持续加大，是拖累经济增长的重要因素。若按 2019 年同期增速进行估算，预计疫情拉低 2022 年 GDP 累计同比约 2.8 个百分点（表 1）。

表 1：疫情对经济增速的影响测算（%）

产业	Q1（当季）		Q2（当季）		Q3（当季）		Q4（当季）		全年	
	实际	2019 年增速	实际	2019 年增速	实际	2019 年增速	估计	2019 年增速	估计	2019 年增速
第一产业	6.0	2.7	4.4	3.3	3.4	2.7	4.0	3.4	4.2	3.1
第二产业	5.8	5.3	0.9	4.7	5.2	4.5	4.8	5.0	4.1	4.9
第三产业	4.0	7.2	-0.4	7.2	3.2	7.4	3.0	6.9	2.4	7.2
GDP	4.8	6.3	0.4	5.9	3.9	5.9	3.8	5.8	3.2	6.0

资料来源：Wind

一是影响生产生活正常秩序，扰乱经济运行节奏和规律。2022 年采取各类封控措施及交通管制的地区增多，出行持续受限，人口跨区域和区域内部流动减弱。自 3 月以来，全国迁徙指数普遍低于上年同期（图 3），重点城市地铁客运量规模明显降低（图 4）。1-9 月国内民航总周转量同比下降 29.6%，1-10 月铁路客运量同比下降 34.9%。同时，受疫情影响地区货运严重受阻，物流强度持续回落。1-10 月国家铁路、高速公路、港口货物吞吐量同比增速分别为 5.8%、-4.8%和 1.2%，较上年同期分别下降 0.3、22.6 和 4.5 个百分点。《证券时报》2022 年 4 月对 507 家上市公司的调查数据显示，疫情影响下受访上市公司中 95% 物流受阻、88% 预计订单减少、94% 合同执行存在困难。

图 3：疫情冲击下区域流动趋弱

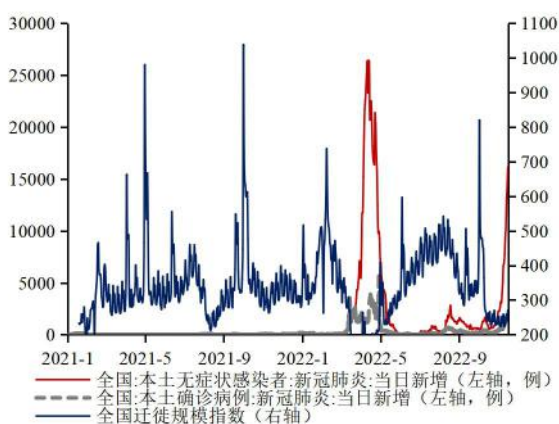
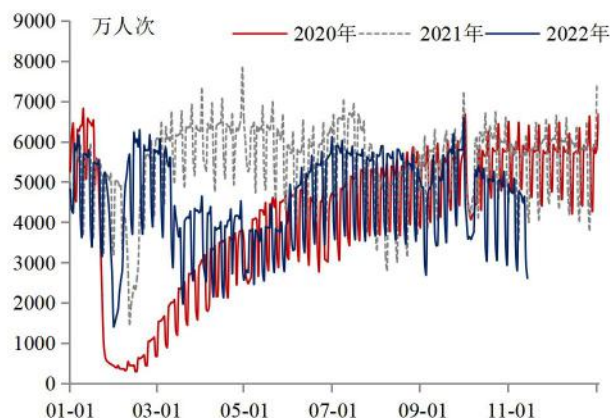


图 4：18 个重点城市地铁客运量规模



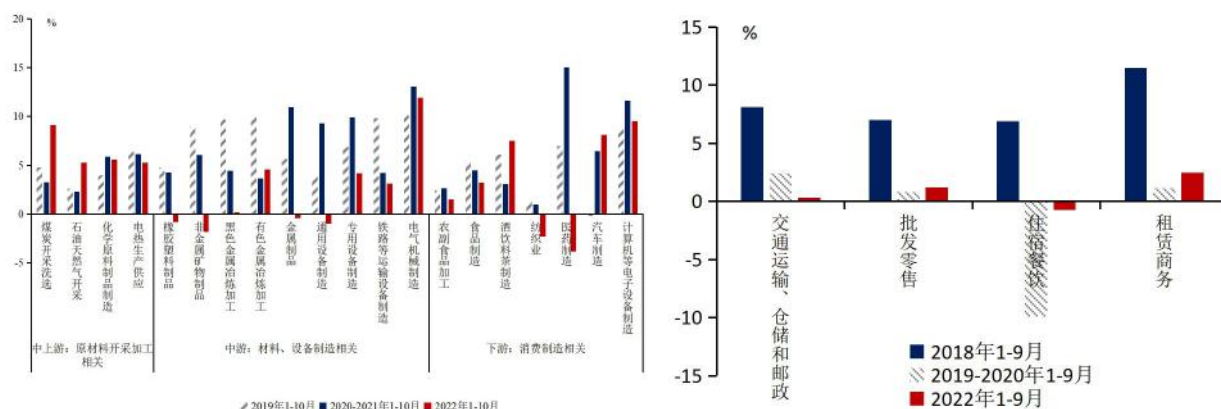
资料来源：百度迁徙，Wind

二是从需求端看，对消费冲击较大。1-10 月，社会消费品零售总额同比增

长 0.6%，较 2020-2021 年同期两年平均增速回落 3.4 个百分点。失业率上升、收入增速下滑，居民消费能力受限。10 月城镇调查失业率为 5.5%，高于过去两年同期水平，其中，31 个大城市失业率为 6%，创历史新高。1-9 月居民可支配收入同比增速为 3.2%，较 2020-2021 年同期两年平均增速回落 1.9 个百分点。居民消费意愿走弱，消费降级趋势明显。人民银行 2022 年第三季度城镇储户问卷调查报告中，倾向于“更多消费”居民仅占 22.8%，较 2021 年末低 1.9 个百分点。1-10 月，家用电器和音像器材、化妆品、通讯器材等非必需品消费占比分别较 2021 年同期下降 0.4、0.1、0.2 个百分点。线下场景消费持续受影响，线上消费增长乏力。1-10 月餐饮收入同比下降 5%，较 2020-2021 年同期两年平均增速回落 4.7 个百分点。国庆假期旅客出行情况与往年同期相比较为冷淡，国内旅游收入同比减少 26.2%。受物流效率降低、收入增长放缓等影响，线上消费需求增长乏力。1-10 月实物商品网上零售额同比增长 7.2%，较 2020-2021 年同期两年平均增速回落 8.1 个百分点。

三是从供给端看，与疫情关联较高行业增加值增速普遍回落。1-10 月，工业增加值同比增长 4%，较 2020-2021 年同期两年平均增速回落 2.3 个百分点。与疫情的关联度是行业增加值增速分化的重要影响因素。工业方面，消费需求恢复乏力，常态化防控政策趋严影响产业链供应链效率，消费品制造业增加值增速放缓。1-10 月农副食品加工、食品制造、纺织等下游消费品制造业同比变化 1.5%、3.2%和-2.3%，较 2020-2021 年同期两年平均增速回落 1.1、1.3 和 3.3 个百分点（图 5）。服务业方面，前三季度服务业增加值同比增长 2.3%，较 2020-2021 年同期两年平均增速回落 2.5 个百分点。这主要是由于交通运输、批发零售、住宿餐饮、租赁商务等接触式服务业持续低迷，与疫情前正常水平差距较大（图 5）。

图 5：疫情关联较高行业增速明显回落



资料来源：Wind

2. 房地产市场景气深度下行，系列稳市场政策尚待显效

2022 年房地产市场深度下行，从投资、消费、产业链上下游、风险、预期等多个方面对经济造成较大拖累。其中，房地产开发投资不仅是 GDP 的重要组成部分，还通过产业链上下游拉动对其他行业增加值产生影响。2022 年 1-10 月，房地产开发投资累计下降 8.8%，预计 2022 年房地产开发投资增速在悲观、中性和乐观情况下分别为-9%、-8.5%和-8%左右（表 2）。根据投入产出模型测算房地产开发投资下降对产业链上下游各行业增加值的影响，可得到在悲观、中性和乐观情形下，2022 年房地产投资将分别下拉 GDP 增速 0.81、0.77 和 0.74 个百分点。

表 2：2022 年房地产开发投资增速下降及其对宏观经济的影响测算

	2021年	2022年		
	实际	悲观情形	中性情形	乐观情形
房地产开发投资增速 (%)	4.4	-9	-8.5	-8
拉动第一产业增加值(亿元)	4419	3913	3934	3956
拉动第二产业增加值(亿元)	49768	44065	44307	44549
拉动第三产业增加值(亿元)	26358	23338	23466	23594
拉动GDP(亿元)	80545	71315	71707	72099
较2021年少拉动GDP(亿元)	-	-9230	-8838	-8446
下拉GDP增速 (%)	-	-0.81	-0.77	-0.74

资料来源：国家统计局

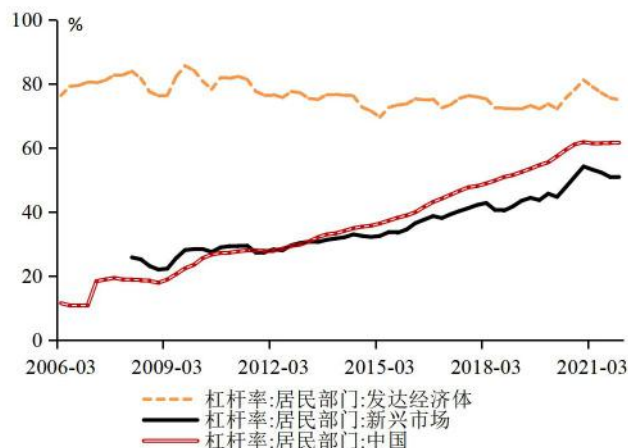
2022 年房地产市场下行主要呈现以下特点：

一是房地产行业前中后端同步走低。2007 年至今中国房地产行业大致经历了四轮周期，各周期低谷分别为 2008-2009 年、2011-2012 年、2014-2015 年、2021 年至今。与过去相比，本轮周期存在一个明显不同的特征，即房地产市场土地交易、开发投资、销售前中后三大环节同步放缓。而在前三轮周期中，土地和销售低迷但投资相对稳健。从投资、销售等数据来看，本轮房地产市场的下行幅度已经超过 2008 年、2011 年和 2014 年（图 6）。

图 6：房地产投资销售累计同比



图 7：各国居民杠杆率对比



资料来源：Wind，国际清算银行

二是政策持续放松后市场尚未明显改善。随着经济下行压力不断加大，房地产政策自 2021 年底开始在“房住不炒”“因城施策”原则下逐步放松，较之于以往几轮政策刺激，本轮放松力度相对克制。根据政策侧重点不同，本轮房地产政策调整可分为三个阶段。首先是保需求阶段。2022 年上半年，中央和地方出台了下调房贷利率、放松限购限贷限价、降低首付比例等各类需求侧放松政策。其中，一线城市以跟随 LPR 下调房贷利率为主，二线城市以放松限购限贷限价为主，三、四线城市几乎全面放松甚至出台人才补贴、多孩家庭补贴等买房鼓励政策。但需求端政策效果尚待进一步显现。截至 10 月底，商品房销售面积和销售额分别累计同比下降 22.3% 和 26.1%，中指院数据显示全国百城新

房和二手房均价分别连续 4 个月和 6 个月下跌。而在过去几轮周期中，需求侧政策放松后商品房销售额同比增速高达 50% 以上。其次是“保交楼”阶段。2022 年下半年以来，由于“烂尾楼”风波持续发酵，房地产市场信心再受重创，政策通过出台 2000 亿保交楼专项贷款等方式加大力度保交楼、稳民生。目前，“烂尾楼”风险正在逐步化解，但保交楼政策对于楼市信心的提振效果尚未完全显现，拿地、开工、销售依然低迷，金融市场对于房地产业的谨慎悲观预期尚未有效扭转。最后是保主体阶段。2022 年四季度以来市场持续低迷，房企流动性压力仍然较大。11 月 11 日，人民银行、银保监会发布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》（简称“金融 16 条”），从开发贷款、信用贷款、信托贷款、债券和信托融资等表内表外各类融资渠道对房企融资予以积极支持，标志着房地产供给端支持政策由保项目转向保市场主体。预计这将有助于化解房企流动性风险，防止风险蔓延。

三是本轮房地产市场风险及其影响程度超过过去行业低谷时期，目前信用风险仍未出清。2021 年，信用债集中到期叠加房地产调控“组合拳”（例如控制房地产信托融资额度、控制各银行住房按揭贷款额度、执行“三条红线”政策严控房企融资等），房企资金压力凸显。2022 年以来市场持续下行，房企违约事件频发，企业出险后资金快速枯竭，大中型房企、示范性民企和国资背景房企都未能幸免，导致较大范围停工烂尾项目。本轮房地产行业风险的严重性、广泛性和影响深远性都超过过去。尽管自 2021 年个别房企暴雷以来，政策加大房企金融支持力度，不少房企积极重组债务，但目前行业债务风险依然较高。房企海外债偿债高峰将持续到 2023 年。境内债务到期规模虽然从 2021 年后有所下行，但体量明显大于境外债。信托将在 2022 年四季度和 2023 年一季度出现偿债高峰。

这些变化背后的根本原因在于当前中国房地产市场运行逻辑发生了深刻变化。一是需求端居民对房地产市场的预期发生逆转。一方面，从国际比较来看，

中国大中型城市房价收入比偏高，叠加近年来居民杠杆水平上升过快，未来加杠杆空间有限（图7）。另一方面，三年疫情冲击叠加经济本身结构调整带来的下行压力，既冲击居民当前收入，又打破其对未来收入稳定性的预期。居民对楼市持续上涨的预期被打破，叠加“烂尾楼”事件频发，居民投资需求明显下降，有居住需求的居民也更倾向于观望。这些都导致居民不想、不敢也无力承担长期大额负债购房。二是供给端企业高杠杆经营模式转型遭遇阵痛。当前中国房地产企业负债率处于国际较高水平，高杠杆模式主要与行业发展阶段、住房预售制度、企业商业模式等有关。随着中国房地产行业逐渐由增量时代转向存量时代，房企杠杆风险积累逐步增大，亟需推动房企转变高杠杆、高周转发展模式。为推动房企转型、降低行业风险，2020年下半年供给端金融监管政策收紧，部分高杠杆房地产企业难以适应新的监管规则，债务风险开始暴露。

3. 出口延续较快增长，但由强转弱趋势逐步确立

近年来受国内供应链较快恢复、外部需求逐步复苏等因素拉动，中国出口总体保持在高增长区间，在全球出口中的份额不降反升（图8）。2022年1-10月份中国出口累计同比增长11.1%（以美元计价，下同），略低于2020-2021年同期两年平均水平（15%），总体延续较快增长。净出口对经济增长的贡献率上升。2022年前三季度，货物和服务净出口对GDP累计同比贡献率为32%，比2020-2021年平均水平高9个百分点（图9）。但自8月份以来，受外需走弱影响，出口增速下行趋势逐步确立，10月当月甚至转正为负，为-0.3%。值得关注的是，受人民币对美元汇率贬值影响，以人民币计价的出口增速放缓幅度要慢于以美元计价的出口增速，10月当月以人民币计价的增速仍保持正增长（7%）。

图 8：中国出口占世界份额

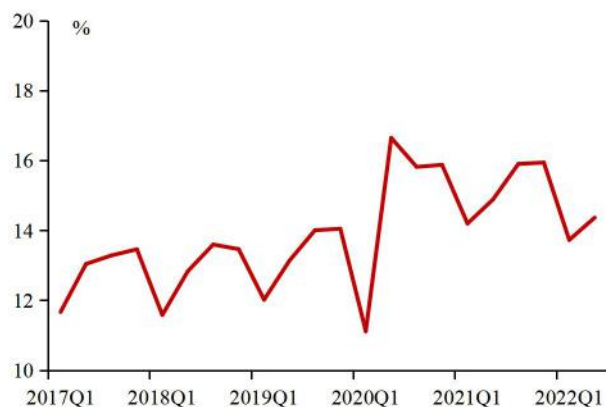
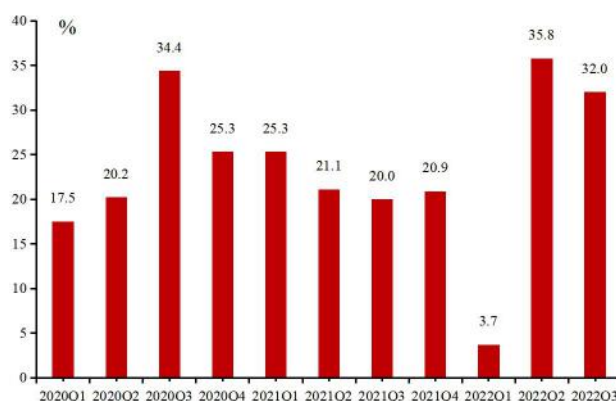


图 9：净出口对 GDP 累计同比贡献率



注：2021 年为 2020-2021 两年平均增速

资料来源：Wind

一是对主要目的地出口增速分化。一方面，对美、欧出口增速放缓。2022 年 1-10 月，中国对美国、欧盟出口分别累计增长 6.6%、14%，分别较 2020-2021 年两年平均增速低 9.1、3.6 个百分点（图 10）。尤其是在下半年后，高通胀背景下货币政策加快收紧，抑制美、欧中间品和消费品需求，导致中国对美、欧出口增长明显放缓，同比增速分别于 8 月、10 月开始落入负值区间。另一方面，对东盟出口稳中有升。2022 年 1-10 月，中国对东盟出口累计增长 20.5%，增速较 2020-2021 年两年平均增速加快 3.6 个百分点（图 10）。其主要原因在于中国与东盟产业链的互补关系增强，东盟生产和出口依赖于中国中间品和原材料供给，2022 年上半年中国对东盟出口的中间品占对其出口总金额的 55%。2022 年东盟出口和制造业高景气带动了对中国产品的需求（图 11）。

二是价格因素¹对出口增长的影响加大。2020、2021 年出口增长主要依靠数量支撑，平均贡献率约为 56.8%。2022 年价格因素对出口增长的支撑较为明显，平均贡献率约为 95.1%，而数量贡献仅为 13.3%。尤其是在 8、9 月，出口金额增速承压但尚维持在正增长区间，而出口数量同比增速已落入负值区间（图

¹ 根据量价分解公式，总金额同比增速=价格同比增速+数量同比增速+价格数量综合同比增速。价格贡献=价格同比增速/总金额同比增速；数量贡献同上。其中，价格数量综合同比增速为二次项，在实际分析中通常忽略不计，但由于各类商品在指数构造中的权重不同，导致二次项偶尔会对整体结果产生影响。

12)。主要原因在于全球大宗商品价格高企带动出口价格提高，而外需整体走弱导致出口数量增长不振。

图 10：中国对主要目的地出口同比增速 图 11：中国与东盟六国²出口增速

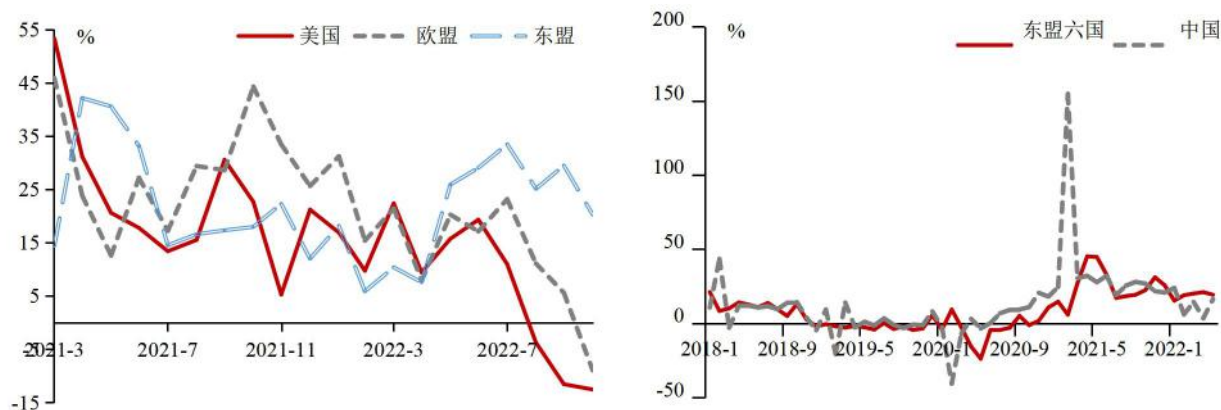
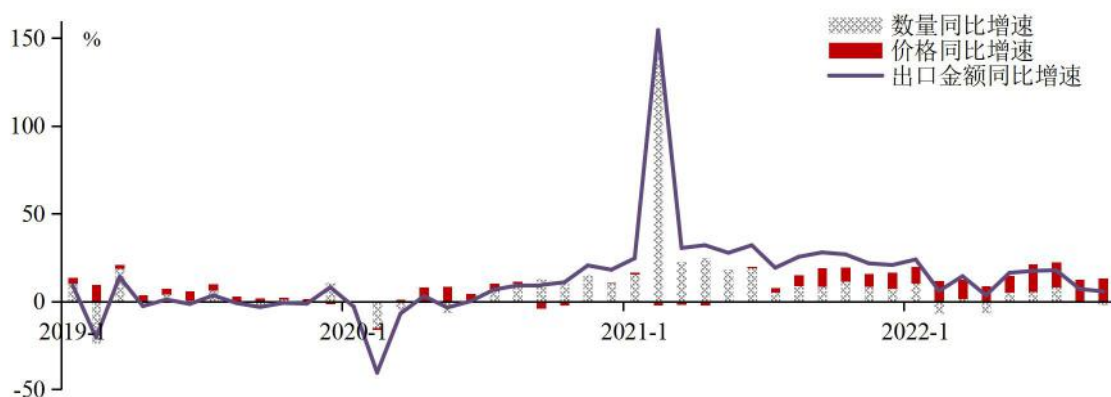


图 12：出口量价分解



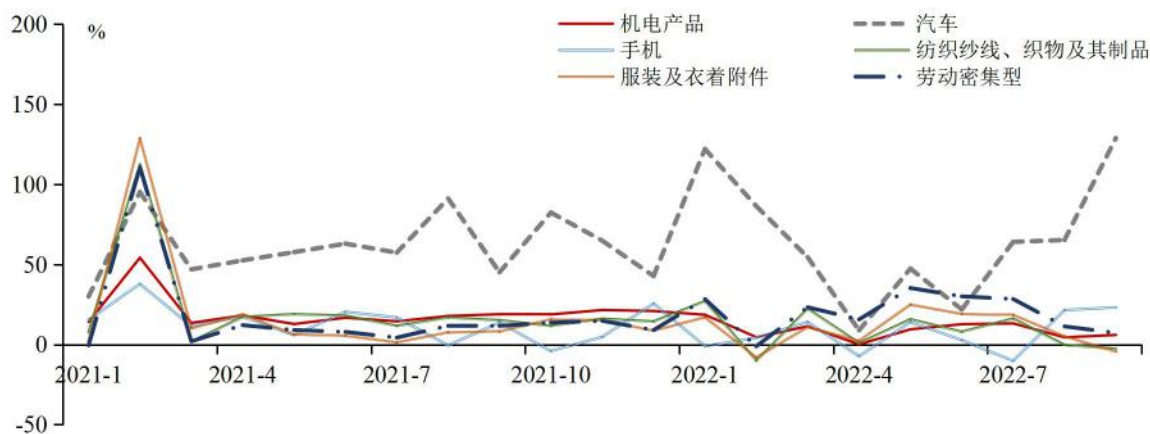
资料来源：Wind

三是不同类型产品出口增速出现新变化。一方面，劳动密集型产品出口增速放缓。2022 年 1-10 月，服装、纺织产品出口分别累计增长 6.4%、6.9%，较 2020-2021 年两年平均增速低 1.9、4.5 个百分点（图 13）。这或与疫情多发散发、中美经贸摩擦、低成本优势减弱等多重背景下出口订单、产业外迁有关。另一方面，汽车出口高速增长。2022 年 1-10 月，汽车出口累计增长 67.9%，较 2020-2021 年两年平均增速高 8.2 个百分点，且主要依靠数量拉动，数量增长

² 受限于数据可得性，东盟六国为新加坡、马来西亚、越南、印度尼西亚、泰国和菲律宾。

54.1%，贡献度约为 2/3。其中，新能源汽车出口 49.9 万辆，同比增长 96.7%。这与中国汽车制造业产业链完整、竞争力增强等优势有关。

图 13：不同产品出口当月同比增速



资料来源：Wind

4. 稳增长政策的托底作用更加突出

与 2021 年相比，2022 年稳经济政策力度明显加大，财政、金融、产业等各项政策应出尽出。财政政策逆周期调控作用尤为突出，一方面，退税力度空前。2022 年留抵退税政策范围在小微企业和制造业等 6 个行业企业基础上，新增批发零售、住宿餐饮等 7 个行业。截止 11 月 10 日，增值税留抵退税规模已达到 2.3 万亿元，超过前三年的总和。另一方面，财政支出力度加大。1-10 月公共财政支出累计同比增长 6.4%，高于 2020-2021 年两年平均增速（1.5%）。据测算，财政支出增量拉动前三季度 GDP 同比增长约 1.4 个百分点³。

一是资金项目快速落地带动基建投资高增长。2022 年专项债发行和国家相关部门项目审批进度较往年加快，政府新增政策性金融工具、专项债结存限额等资金支持，通过“放管服”改革精简、下放审批事项和权限，进一步加速项目落地。专项债资金投向进一步拓展，在交通、农林水利、社会事业等 9 个领

³ 财政支出对 GDP 的拉动比例 = (财政支出增量 / GDP 增量) × GDP 增速

域基础上新增新能源和新基建两个方向。1-10月基建投资（含电力）累计增长11.4%，分别拉动固定资产投资和前三季度GDP增长约3.2个百分点和0.23个百分点。其中，电力和热力生产和供应业投资1-10月累计同比增长23.2%，大幅高于2020-2021两年同期平均水平（10.2%）。

二是助企纾困政策支持制造业投资较快增长。2022年留抵退税、设备更新改造专项再贷款等政策有效缓解制造业资金压力并支持投资支出，重点扶持了高技术制造业、战略性新兴产业，制造业留抵退税规模位居行业首位，企业中长期贷款同比增速稳步回升。1-10月制造业投资累计增长9.7%，分别拉动固定资产投资和前三季度GDP增长约4.4个百分点和0.35个百分点。其中，高技术制造业投资增长表现突出，1-10月累计同比增长23.6%，高于2020-2021两年同期平均水平（16.8%）。

三是调整部分政策以稳定市场预期。在国际能源危机和国内经济结构调整背景下，一方面采取保供稳价政策应对食品和能源价格上涨，物价水平保持在温和可控区间，与全球通胀高企形成强烈反差。另一方面，调整节能减排政策节奏与力度。能源消费强度和总量双控政策的优化完善保障了工业生产用能，采掘工业生产较上年加快，燃料、黑色金属、有色金属等原材料供应稳定，PPIRM同比增速较2021年大幅回落，带动PPI中的生产资料价格下降，生活资料价格保持平稳，居民和企业成本压力有所缓解。

（二）2023年经济形势展望

2023年是贯彻落实党的二十大各项战略部署的第一年，中国将坚持高质量发展导向，以中国式现代化推动经济行稳致远，向实现第二个百年目标迈进。中国经济发展面临的内外部环境和条件或将有所改善。从国际看，全球增长放缓，但美国等主要经济体货币政策收紧步伐放慢，甚至可能出现转向，这有助于稳定中国金融市场，减轻中国货币政策面临的外部制约。从国内看，2022年

11月进一步优化防控工作的二十条措施⁴释放了较强的政策调整信号，2023年疫情防控措施或将更加优化，这将有利于各项生产生活的逐步恢复，房地产市场逐步修复，高技术制造业、高技术服务业生产和投资将保持较快增长，叠加2022年低基数，中国宏观经济各项指标将较上年有所回升。全球经济或将步入下行通道，中国与全球主要经济体经济周期不同步的趋势仍将延续，经济增长将呈现“内升外降”格局。但考虑到疫情防控措施的调整优化是一项复杂的系统工程，在新发疫情持续出现背景下仍面临不确定性，市场主体资产负债表修复、信心和预期的改善仍需一段时间，中国经济回升的幅度取决于疫情防控措施的演变及国内市场需求和信心的修复程度。根据多种因素变化的不确定性进行悲观、基准、乐观三种情景预测。悲观情形下，疫情持续新发散发，人员流动仍较大范围受限，供需持续低迷、难以提振，预计2023年GDP增长3.6%左右；基准情形下，疫情形势总体可控，对经济活动的影响逐步减弱，供需总体弱复苏，预计2023年GDP增长5.3%左右；乐观情形下，疫情及其管控措施影响大幅减弱，人口流动基本恢复正常，供需加快恢复，预计2023年GDP增长6.6%左右。

第一，疫情影响相对减轻，消费持续恢复。展望2023年，消费有望在疫情影响相对减轻和政策持续支持下保持恢复趋势，对经济增长的贡献也将提高。**一是**疫情防控措施或将更加优化，将为2023年服务消费、线下消费恢复创造良好条件，住宿餐饮、文化旅游、交通运输等接触类消费将成为消费恢复的主要推动力。**二是**在稳增长政策持续支持和防疫政策优化背景下，居民收入有望持续恢复，对未来经济和收入增长的预期将有所改善，边际消费倾向将有所提高，这将为消费增长奠定良好基础。**三是**房地产市场逐步筑底回升，带动家具家电、建筑装潢等住房相关消费回暖。此外，考虑到2022年消费的低基数因素，预计2023年在悲观、基准、乐观三种情形下，消费增速分别为4%、5.5%和7%左右。

⁴ 2022年11月11日，国务院联防联控机制综合组公布《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施，科学精准做好防控工作的通知》，从居家隔离、核酸检测、入境人员管理、医疗资料储备等多个方面对当前防疫政策进行了全面优化。

第二，投资增速可能出现放缓，基建投资仍是重要支撑。一是基建投资增速保持较快增长。发挥基建投资托底作用仍将是政策的重要着力点。预计 2023 年政府将继续加强基建项目储备，通过加大财政支持力度、运用准财政工具等方式拓展资金来源，推动基建项目早开工、专项债等资金早使用，基建投资有望保持较快增长。二是制造业投资增速有所回落。一方面，企业内源资金有限。企业利润是制造业投资的重要内源融资来源，企业利润总额增速通常先于制造业固定资产投资增速同向变动 1 年左右。2022 年工业企业利润持续放缓，1-9 月同比下降 2.3%，这将制约 2023 年制造业投资能力。另一方面，企业投资动力不足。当前产能利用率尚处于近五年来的相对低点（图 14），企业在生产恢复带动产能利用率提升至饱和后才有意愿新建扩建项目。三是房地产投资将企稳回升。“金融 16 条”等政策将进一步助力化解房地产市场风险，提振购房者信心并释放合理住房需求，在 2022 年低基数基础上房地产投资降幅将有所收窄。但市场主体资产负债表的修复需要时间，从销售回暖带动房企拿地、新开工情况好转，再传导至房地产投资扩张的复苏进程或相对缓慢。一方面，房地产市场风险化解仍需时日，居民对房地产市场的悲观预期短期内较难扭转，同时自 2021 年以来，居民可支配收入同比持续下降，居民杠杆率在经历十余年持续上行后趋于停滞（图 15），居民“加杠杆”购房的能力不足。另一方面，较大规模的商品房库存和停工面积存量仍待消化。截止 2022 年 10 月，全国商品房库存和去化周期⁵尚处于阶段性高位（图 16），停工面积存量约为 8.9 亿平方米（图 17），以过去 12 个月商品房销售面积和竣工面积均值为标准，分别需要 4.5 个月和 12 个月左右时间消纳库存和完成施工。房地产商需优先处理库存和未竣工项目再新开项目建设，这将影响房地产投资修复进度。在悲观、基准、乐观三种情形下，预计 2023 年固定资产投资分别增长 3.5%、5.5%、6.8%左右，其中房地产投资分别累计下降 6%、3%、1%。

⁵ 去化周期=商品房累计待售面积/过去 12 个月商品房平均销售面积

图 14：工业产能利用率情况

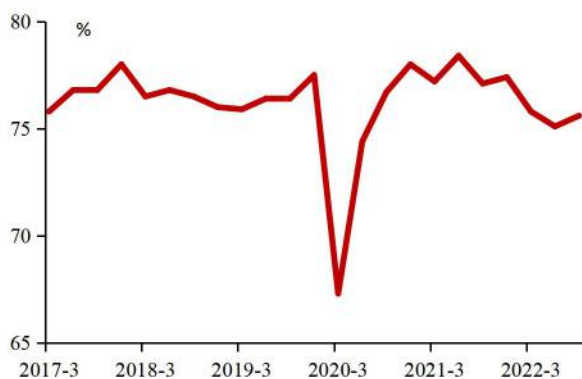


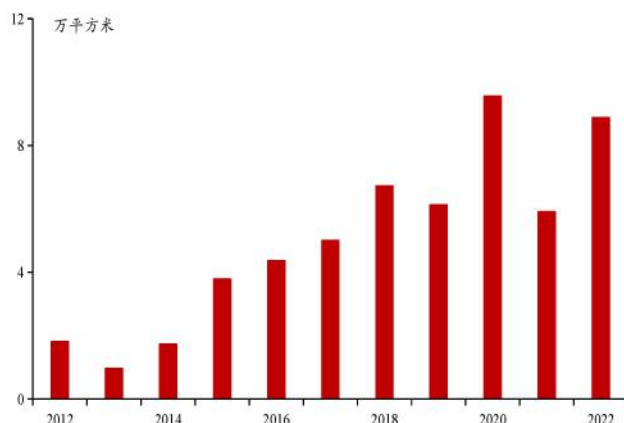
图 15：居民可支配收入增速和杠杆率



图 16：商品房库存和去化周期



图 17：停工面积存量



资料来源：Wind

第三，外需疲弱叠加价格涨幅放缓，出口增速将承压下行。欧美经济放缓拖累外需走弱。从美国来看，2022 年持续加息所导致的经济放缓和劳动力市场疲软将持续至 2023 年。根据美联储最新预测，2023 年美国 GDP 增速仅为 1.2%。从欧盟来看，国际冲突和能源危机持续侵蚀家庭购买力、抑制生产，2023 年经济衰退风险持续上升。2022 年 11 月欧盟委员会再次下调对欧元区的 GDP 增速预测至 0.3%，前值为 1.4%。目前对美、欧出口仍占中国总出口的 30% 以上，其需求放缓将对中国出口造成较大拖累。此外，随着全球经济下行和供给缓慢修复，2023 年大宗商品价格将在波动中下行。世界银行预计，能源价格将在 2023 年出现 11% 的回调，有色金属、农产品价格中枢下移，这将带动生产购进价格

涨幅降低，进而带动产品出口价格降低，价格对出口名义增速的支撑将减弱。

对东盟出口有望延续高增长。首先，东盟经济处于疫后修复期，内生增长动能较为强劲，服务业等增长潜力将得到进一步释放，带动东盟内需增长。其次，东盟在全球的出口份额有望进一步提升。作为全球产业链中加工制造环节的集中地，东盟目前的出口份额在 7% 左右，远低于日本（约 10%）和中国（约 15%）。随着全球制造业加速向东盟转移，东盟的出口份额有望进一步提升。此外，RCEP 合作不断深化，中国对东盟 FDI 增长强劲，这些投资有望在未来转化至生产，进一步增强中国与东盟的产业链协同效应，有利于增加中国对其中间品出口。在悲观、基准、乐观三种情形下，预计 2023 年中国出口增速分别为 2.5%、4.5%、6% 左右。

第四，工业生产维持复苏态势，防疫形势好转有望推动服务业稳步回归。展望 2023 年，工业生产有望维持复苏态势。一是稳增长政策落地见效。2022 年各级政府相继出台一系列政策保障工业经济平稳运行，10 月底国常会在把握二十大精神基础上部署持续落实好一揽子增量稳增长政策，企业供应链产业链韧性不断增强，关键环节“补短板”“强弱项”效果有望在 2023 年持续显现，巩固生产端持续发力的基础。二是生产正常化运行趋势有望延续。随着进一步优化疫情防控工作的二十条措施付诸实施生效，物流和交通运输条件有望进一步改善，生产端恢复确定性较强。三是内需边际改善夯实供给端复苏基础。政策优化或将释放消费潜力，政策加码下房地产有望呈现“弱复苏”，需求端的牵制有望在 2023 年改善。悲观情形下，疫情形势再度转变冲击生产端，工业复苏态势微弱，预计 2023 年工业增加值增长 4% 左右。基准情形下，精准防控持续优化下疫情扩散整体可控，产业链供应链稳健修复，内需进入复苏通道，工业生产维持稳定复苏态势，预计 2023 年工业增加值增长 6% 左右。乐观情形下，疫情影响基本消退，供需两端逐步向疫情前水平回归，工业生产复苏态势良好，预计 2023 年工业增加值增长 7% 左右。

服务业方面，防疫形势趋于好转，有利于前期积压需求的逐步释放，缓解就业压力，稳定市场主体信心。悲观情形下，疫情及其防控措施持续打乱服务业运行节奏，市场预期长期低迷，预计 2023 年服务业增加值增长 3.4% 左右。基准情形下，疫情影响减弱推动消费保持恢复趋势，居民消费信心有所修复，服务业活动将逐步恢复，预计 2023 年服务业增加值增长 5% 左右。乐观情形下，疫情影响消退充分释放前期挤压的消费潜力，各类促消费政策效果强化，需求向好发展带动服务业快速恢复，预计 2023 年服务业增加值增长 6.8% 左右。

第五，CPI 涨幅前高后低，PPI 降幅触底回升，PPI-CPI “剪刀差”持续为负。展望 2023 年，CPI 同比涨幅前高后低，预计全年上涨 2.2% 左右，涨幅较上年扩大 0.2 个百分点左右（图 18）。一是猪肉价格冲高回落。能繁母猪存栏量于 2022 年 4 月开始回升，根据生猪繁育出栏一年的时间周期推算，预计猪肉价格将在 2023 年一季度前后随供应释放而回落。二是随着居民就业、收入、消费情况改善，核心 CPI 将在低基数下出现回升。三是翘尾因素前高后低，上半年、下半年分别平均在 1.5%、0.5% 左右。

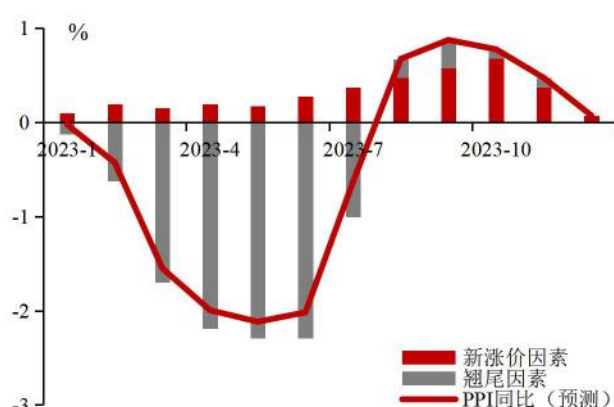
PPI 降幅触底回升。一是受全球经济需求走弱、美国货币政策收紧节奏放缓、全球供应链逐步修复等因素影响，大宗商品价格中枢将有所回落。二是在各项稳经济政策持续作用下国内经济需求逐步回升，钢铁、有色金属等产品需求或将逐渐恢复，带动相关开采工业和原材料工业产品价格回升。三是翘尾因素前低后高，上半年总体为负，在达到负向峰值后回升。预计 PPI 降幅将在二季度触底后逐步回升至低位区间，全年下降 0.5% 左右（图 19）。

2023 年物价水平总体温 and，PPI-CPI 负“剪刀差”将有利于中下游企业利润改善，同时考虑到国际政治经济局势复杂多变，或将引起大宗商品和能源价格波动，仍需要高度关注外部通胀输入压力。

图 18：2023 年 CPI 同比涨幅预测



图 19：2023 年 PPI 同比涨幅预测



资料来源：中国银行

二、2022 年金融形势回顾与 2023 年展望

（一）2022 年金融形势回顾

疫情和动荡的国际政经格局不仅给中国经济带来冲击，而且对中国金融市场也造成冲击和扰动。2022 年，中国金融在稳定宏观经济大盘、维护市场稳定、推动金融制度改革三个方面表现突出。

第一，金融支持实体经济力度加大。面对严峻的经济形势，人民银行通过下调 7 天逆回购利率、1 年期 MLF 利率以及存款准备金率等方式，不断降低实体经济融资成本。值得关注的是，在 2020 年出台支农支小再贷款、2021 年出台碳减排支持工具和支持煤炭清洁高效利用再贷款后，2022 年再次推出科技创新、普惠养老、交通物流等结构性政策工具，引导资金靶向支持重点领域和薄弱环节，成为 2022 年来货币政策操作的新亮点。特别是普惠小微、高技术制造业、绿色等领域贷款增速显著高于平均水平。

第二，金融市场保持总体稳定。2022 年，全球市场波动和中国经济遇冷，但中国金融市场运行整体维持稳定。例如面对市场震荡，10 月下旬国家发改委、

人民银行、外汇局、银保监会、证监会等监管部门密集发声，就金融强化支持实体经济、加大力度助推“保交楼”、维持人民币汇率基本稳定、加快建设中国特色现代资本市场等做出部署，对维护市场稳定发挥重要作用。股票市场方面，截至 2022 年 11 月 25 日，中国上证指数累计下跌约 15%，创业板指数下跌约 30%，与美国同类指数表现基本相当（标普 500 指数下跌约 15.5%，纳斯达克指数下跌约 28%）。债券市场方面，与美欧等主要经济体大幅加息后国债利率快速上行有所不同，中国保持宽松货币政策，10 年期国债利率维持在 2.6%-2.8% 区间波动。外汇市场方面，虽然中美利差有所扩大，但由于经常项目顺差创下新高、人民银行多次采用宏观审慎调控政策等原因，人民币在主要货币中保持相对稳定。例如根据 BIS 公布的实际汇率指数，2022 年前三季度，美元累计升值 10%、日元贬值 14%、欧元贬值 2.2%、英镑贬值 6%，而人民币贬值约 3.7%。企业和金融机构方面，稳妥促进房地产企业风险处置，努力满足房企交楼、刚需购房等合理融资需求，严防风险向金融市场外溢。有序推进辽宁、河南、安徽等地中小银行机构重组与风险化解。这些措施为应对当前迫在眉睫的风险事件发挥了重要作用。

第三，金融制度改革和高水平对外开放稳步推进。人民银行就《中华人民共和国金融稳定法（草案征求意见稿）》向社会征求意见并加快推动《人民银行法》修订。初步建立金融稳定保障基金，推动各地建立省级金融风险化解委员会。交易型开放式基金（ETF）正式纳入互联互通，内地和香港投资者可以买卖规定范围内对方交易所上市的 ETF，这将丰富互联互通投资品种，进一步便利境内外投资者参与两地资本市场，有助于增强 A 股对于境外中长期资金的吸引力，提升境内资本市场制度型开放水平。与香港金管局保持多年的货币互换协议升级为常备互换安排，为离岸人民币市场提供稳定的流动性支持。积极推进绿色金融国际合作，牵头制定 G20 转型金融框架。这些举措将为促进中国金融的长期健康发展与高水平开放奠定更加坚实的基础。

1. 资金供给充裕但有效需求不足，中长期信贷增幅有所放缓

2022 年 1-10 月，新增社会融资规模累计 28.68 万亿元，同比多增 2.29 万亿元。其中，新增人民币贷款累计 18.33 万亿元，同比多增 7265 亿元；非金融企业境内股票融资 9527 亿元，同比多增 539 亿元；政府债券、企业债券有所分化，分别较上年同期多增 1.15 万亿元、少增 2349 亿元（图 20）。政府债券多增主要与 2022 年以来发行速度有所加快有关，企业债券少增与 2022 年以来疫情持续反复导致企业资金需求不足及信贷资金供给相对充裕有关。表外融资（信托贷款、委托贷款和未贴现的银行承兑汇票）减少 4155 亿元，同比少减 1.36 万亿元，这与资管新规正式实施，影子银行逐步走向规范化发展有关。

图 20：新增社会融资规模构成变化

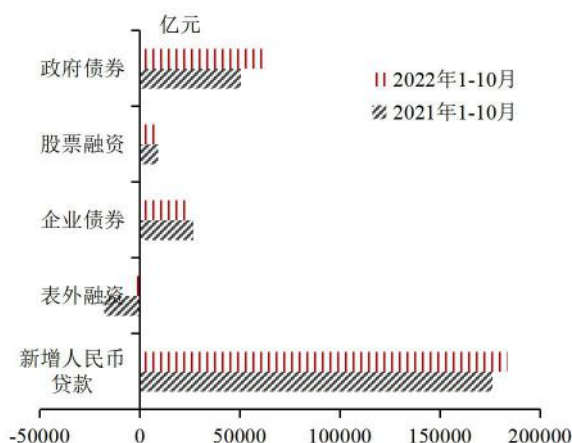
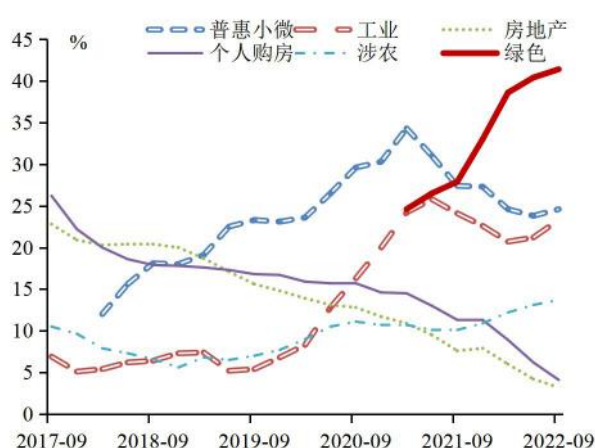


图 21：重点领域贷款余额增速



资料来源：Wind

信贷结构持续优化，继续加大对经济重点领域和薄弱环节支持力度。从投向结构看，普惠小微、工业等重点领域信贷余额保持高速增长（图 21）。2022 年三季度末，工业、普惠小微、绿色、涉农领域贷款余额增速分别为 23.3%、24.6%、41.4%、13.7%，显著高于全部贷款余额增速（11.1%），结构性货币政策在其中发挥了重要作用（专栏一）。其中，普惠小微企业贷款增速已连续超过 40 个月保持在 20% 以上，绿色贷款余额增速则连续创下新高。房地产贷款增

速已降至 3.2%，为有统计以来最低。从期限结构看，企业中长期贷款占比保持稳定，居民中长期贷款占比降幅较大。2022 年 1-10 月新增企业中长期贷款 9.11 万亿元，占新增贷款比重为 48.72%，与 2021 年相比大体持平；新增居民中长期贷款 2.35 万亿元，占新增贷款比重为 12.58%，同比大幅下降 16.72 个百分点。企业中长期贷款占比大体持平，其主要与 6 月、9 月等季末时点信贷大幅冲高有关，多数月份企业中长期贷款需求并不稳定。另外，房地产市场景气度持续低迷，居民购房动力不足，市场交易热情迟迟未能转暖，2022 三季度个人购房贷款增速已降至 4.1%，同样为有统计以来最低。

专栏一：结构性货币政策工具的发展、效果及建议

2008 年国际金融危机以来，传统货币政策工具效力明显下降，为此，发达经济体创设了多项结构性货币政策工具弥补总量型工具的不足。例如，美联储设立了定期贷款拍卖工具（TAF）、欧央行设立了定向长期再融资计划（TLTRO）等，结构性货币政策工具已逐步成为中央银行政策调控的重要手段。从中国的情况看，近年来人民银行不断加大结构性货币政策工具的创设和使用，持续引导金融机构支持经济重点领域和薄弱环节发展，并取得了较好效果。

一、中国结构性货币政策工具的发展

中国较早开启了对结构性货币政策工具的探索。1998 年，人民银行首次推出了“支农再贷款”工具，目的是引导金融机构加大对涉农领域的信贷支持力度，更好服务“三农”发展，这开启了中国对结构性货币政策工具的最早探索。而传统货币政策工具中的再贴现，也具有部分“结构性功能”，但人民银行对该项工具的使用频率并不高。

2013 年以来，人民银行开始加速推广结构性货币政策工具的使用。随着外汇流入逐步放缓，人民银行通过购买外汇投放流动性的方式已不能满足市场需要，特别是 2015 年 8.11 汇改后外汇储备的大幅下降导致流动性规模出现同步减少，为此人民银行开始积极使用各类新型工具投放流动性，以弥补相应的流动性缺口。在流动性投放自主权逐步增大的同时，人民银行也开始加快探索及推广结构性政策工具的使用，包括定向降准、抵押补充贷款（PSL）、“三挡两优”存款准备金框架、定向中期借贷便利（TMLF）、央行票据互换（CDS）等。

2020 年以来，结构性货币政策工具使用频率不断上升。在经济转向高质量发展阶段后，中国经济发展面临的结构性问题更加突出，而结构性矛盾需要结构性工具予以解决。加之 2020 年新冠疫情暴发后，接触类行业受到较大冲击，大规模稳增长政策并未惠及所有行业。以此为节点，人民银行也开始不断创设各类结构性货币政策工具或具有结构性特点的政策安排，包括普惠小微企业贷款延期支持工具及信用贷款支持计划、碳减排支持工具、煤炭清洁高效利用专项再贷款及科技创新再贷款等。货币政策已逐步演变为总量+结构工具并重的组合调控模式。

表：结构性货币政策工具应用情况（截至 2022 年 10 月）

	工具名称	支持领域
长期 性工 具	支农再贷款	涉农领域
	支小再贷款	小微企业、民营企业
	再贴现	涉农、小微和民营企业
阶段 性工 具	普惠小微贷款支持工具	普惠小微企业
	抵押补充贷款	棚户区改造、地下管廊、重点水利工程等
	碳减排支持工具	清洁能源、节能减排、碳减排技术
	支持煤炭清洁高效 利用专项再贷款	煤炭清洁高效利用、煤炭开发利用和储备
	科技创新再贷款	科技创新企业
	普惠养老专项再贷款	浙江、江苏、河南、河北、江西普惠养老试点，普惠养老项目
	交通物流专项再贷款	道路货物运输经营者和中小微物流（含快递）企业
	更新改造专项再贷款	制造业、社会服务领域和中小微企业、个体工商户

资料来源：中国人民银行

二、结构性货币政策工具取得了良好效果

结构性货币政策工具具有双重功能。一是通过激励相容机制引导金融机构加大对特定领域的信贷投放力度，支持相关行业企业发展。二是发挥部分“总量”功能，维持市场流动性总量，更好满足金融机构资金需求。在结构性工具持续发力带动下，货币政策在总量和结构方面均取得了较好效果。

第一，发挥资金撬动作用，引导各类资金进入目标领域。例如，碳减排工具是按照贷款本金的 60% 提供资金支持，本身带有乘数效应，人民银行可以通过有限的流动性投放，引导金融机构发放更大规模的贷款。据测算，2022 年，人民银行采取的各项结构性货币政策工具预计可支持 1.3 万亿元的信贷投放，撬动新增信贷规模有望达 10 万亿元。

第二，经济重点领域和薄弱环节信贷增速保持在较高水平。2019 年以来，在结构性货币政策工具引导下，金融机构对普惠小微、绿色、涉农等领域信贷支持不断加大，信贷增速及占比持续走高。普惠小微企业贷款同比增速连续超过 40 个月在 20% 以上，余额占各项贷款余额比重由 2018 年 3 月的 5.6% 上升至 2022 年 9 月的 14.89%，提高了 9.29 个百分点；绿色贷款余额同比增速持续上升至 41.4%，余额占各项贷款余额比重由 2018 年 12 月的 6.04% 上升至 2022 年 9 月的 9.92%；涉农领域贷款余额同比增速由 2017 年的 8.9% 提高至 2022 年 9 月的 13.7%，2022 年以来开始持续高于全部贷款余额增速。

第三，有效降低实体经济融资成本，缓解企业经营负担。结构性货币政策工具利率相对较低，能够引导金融机构在发放贷款时同步调低贷款利率，从而带动整体信贷利率水平走低。2022 年二季度，金融机构贷款加权平均利率、一般贷款、企业贷款利率分别为 4.41%、4.76%、4.16%，均为有统计以来最低，特别是贷款加权平均利率和一般贷款利率与 2019 年 9 月相比降幅均超过 100BPs。

三、政策建议

未来，结构性货币政策工具要持续做“加法”，继续引导金融机构加大对普惠小微、绿色、涉农等领域的信贷支持力度。此外，监管部门可同步采取配套性措施，例如可根据行业发展特点及结构性货币政策工具重点支持方向，设计差异性的拨备计提和风险容忍度指标，充分调动银行积极性。此外，引导商业银行根据行业发展特点健全产品设计、风险管理等，打造出更加符合商业规则、可持续的业务发展模式。

值得关注的是，2022 年以来存款出现大幅多增。2022 年 10 月 M2 同比增

速为 11.8%，比上年同期高 3.1 个百分点，这与财政支出增大及居民储蓄存款增多等因素有关。一方面，2022 年以来疫情持续反复多发导致居民收入放缓、消费意愿下降，居民预防性需求上升，带动居民存款大幅走高。2022 年 1-10 月，新增居民存款达 12.7 万亿元（已超 2021 年全年），同比多增 5.4 万亿元，二者均为历史最高。另一方面，2022 年以来财政政策加速发力稳经济，财政支出力度持续加大。2022 年 1-10 月，新增财政存款为 1.39 万亿元，同比少增 9248 亿元。

2. 全年市场流动性持续宽松，实体经济融资成本保持低位

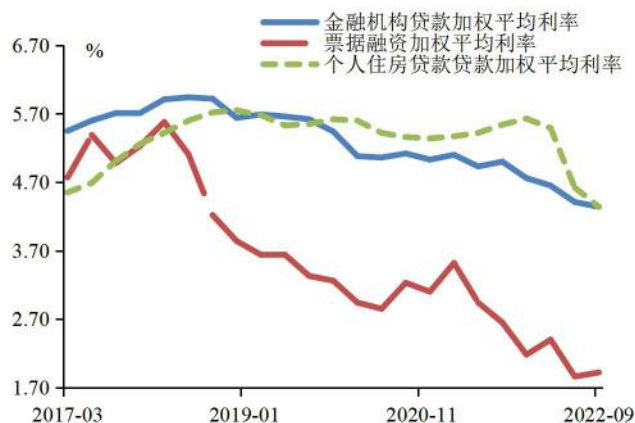
2022 年，受政策引导、经济下行和融资需求不振等因素影响，各主要利率均呈下行态势。一是主要政策利率两次下调。1 月和 8 月，人民银行两次下调 1 年期 MLF、7 天逆回购等主要政策利率，二者均累计降低 20 个 BPs，截至 11 月分别达到 2.75% 和 2.0%。二是短期货币市场利率持续下行。4 月疫情反弹以来，质押式债券回购月加权平均利率和银行间同业拆借月加权平均利率均持续降低，10 月分别降至 1.41% 和 1.46%（图 22），较 2021 年底大幅回落 61 个 BPs 和 63 个 BPs，市场流动性保持宽松。三是中长期贷款利率降低。2022 年三季度，金融机构人民币贷款加权平均利率⁶降至 4.34%，较 2021 年同期下降 66 个 BPs，创下历史新低（图 23），企业融资成本明显下降。

⁶ 金融机构贷款加权平均利率为剔除了同业存放的对非金融企业和其他部门贷款（其中包括企业贷款、个人住房贷款、票据融资等类别）的加权平均利率，较为全面地反映了实体经济部门从银行获得贷款融资的成本。

图 22：货币市场利率走势



图 23：金融机构贷款加权平均利率走势



资料来源：Wind

2022 年，利率市场变化中有三个现象值得特别关注。一是由于住房交易低迷，个人住房贷款利率出现罕见的快速下降。截至 2022 年三季度，个人住房贷款加权平均利率达 4.34%，较 2021 年同期大幅下降 120 个 BPs，但仍难以扭转个人住房贷款增速持续降低的势头。这一现象在近十年来较为罕见，反映出个人住房交易正步入低谷。二是票据融资利率降至有统计以来最低，“以票充贷”现象再次凸显。截至三季度，票据融资加权平均利率降至 1.92%，上次达到如此低的水平还是在 2008 年金融危机后。虽然同样是利率下行，但原因与个人房贷利率下降不同。票据融资利率下降主要原因不是需求不足，而是银行对票据融资供给加大。票据融资余额快速攀升，新增票据融资金额占全部新增贷款比例在 4 月后已有多个月份超过 30%（上次出现该比例在多月内密集超过 30%同样是在 2008 年金融危机后），显著压低票据融资利率。这反映出银行更多选择通过增加票据融资来推动贷款新增，更深层次反映出企业贷款需求不足（专栏二）。三是多家商业银行存款挂牌利率 7 年来首次调降。2022 年 9 月以来，以国有四大行为代表的多家商业银行陆续宣布下调存款挂牌利率，例如工、农、中、建四大国有商业银行 1 年期定期存款挂牌利率由 1.75% 降至 1.65%，而上次调降存款挂牌利率还是在 2015 年 10 月。2020 年以来由于贷款利率持续下行，商业银行净息差遭受冲击。本次时隔 7 年再次下调存款挂牌利率，有助于缓解

商业银行净息差收窄压力。

专栏二：票据融资与“以票充贷”

一、两种不同的融资方式：银行承兑汇票与票据贴现

中国《票据法》规定票据包括汇票、支票和本票。其中汇票是指由出票人签发的，委托付款人在见票时或者在指定日期无条件支付确定金额给收款人或者持票人的票据。根据出票人不同，汇票又可分为银行汇票（由银行签发）和商业汇票（由企业签发）。由于商业汇票在经济活动中使用广、规模大，目前一般提到“票据市场”或“票据融资”，指的就是商业汇票。

未贴现银行承兑汇票不进入银行资产负债表，但可计入社会融资规模中的银行表外融资。根据承兑人的不同，商业汇票可分为银行承兑汇票（由银行承兑）和商业承兑汇票（由非银行付款人承兑）。企业经过一定授信审批流程并交纳一定比例保证金后，可向银行申请开立银行承兑汇票。对银行而言，最终还款义务由出票人承担，承兑汇票属于或有负债，因此属于表外业务。在汇票承兑后、到期前，如果未被贴现，则计入社会融资规模中的“未贴现银行承兑汇票”，但不计入银行资产负债表中的贷款项。

银行承兑汇票经贴现后计入银行贷款，进入社融中的银行表内融资。上游企业在经营销售过程中，下游企业往往不会实时做到钱货两清，而是会开出银行或商业承兑汇票。这种情况非常普遍，实质上接受汇票的上游企业等于向下游企业提供了融资，允许其延期付款。上游企业收到汇票后，可等待至到期日收回货款，也可提前向银行申请票据贴现。通过票据贴现，银行类似于以票据为质押物向企业发放了短期贷款，到期后再要求承兑人兑付（也可再次转贴现）。因此票据贴现也被称为票据融资，计入银行资产负债表。同时，根据《商业汇票承兑、贴现与再贴现管理暂行办法》，票据融资计入银行贷款总量，并接受存贷比例等监管考核。因此，银行承兑汇票经贴现后，由社融中的“未贴现银行承兑汇票”转入社融中的“新增人民币贷款”。

二、票据融资具有逆周期特点，经济下行时往往会出现“以票充贷”现象

票据融资增速与经济景气度或企业融资需求间往往存在反向变动关系。在经济增速较快时期，银行票据融资增速通常并不快。银行票据融资利率一般低于其他贷款业务，而且同样要接受存贷比等监管指标约束。当经济景气度较高时银行不乏高收益资产选择，因此不愿过多开展票据融资，以免挤占其他贷款额度。但当经济步入下行阶段，票据融资却往往可能逆势反弹。

第一，持票企业可通过票据融资及早回笼资金。在经济下行时期，企业通常不愿新增负债，从而导致全社会贷款需求不足。但票据融资与其他贷款不同，持票企业无需新增负债，还可以提前实现应收账款资金回笼。虽然要承担一部分贴现成本，但在经济疲软时期一些企业为维护资金链稳定，对票据贴现的接受意愿变强。

第二，银行可通过票据贴现扩大贷款规模。票据贴现业务虽然利率较低，但在高收益率“资产荒”时期，票据贴现也可能成为银行新的资产选择。而且票据贴现（特别是银行承兑汇票贴现）的不良贷款率一般明显低于贷款平均不良率。经济下行时期银行往往风险偏好更加谨慎，发放票据融资不失为一种低风险资产配置方式。个别银行甚至刻意扩大票据融资规模压低该行整体贷款业务的平均不良率。特别是如果监管部门大力督促银行加大贷款投放，票据融资因发放手续相对简便快捷且可计入贷款，往往成为银行短时间内扩大贷款、满足监管要求的突破点，从而出现“以票充贷”现象。

2022年，企业贷款、个人住房贷款等需求疲软，监管政策又不断引导银行业扩大贷款，这推动“以票充贷”现象再次凸显。4月以来多个月新增票据融资金额占当月全部新增贷款金额比例超过30%，上次出现多个月内该比例密集超过30%还要追溯到2008年金融危机后。银行大力开展票据融资，供求失衡下快速压低了票据融资利率。“以票充贷”的出现，从侧面再次印证经济下行压力较大、企业融资需求不振。

3. 中美利差倒挂缺口走阔，人民币汇率阶段性走低

2022 年，人民币汇率呈阶段性震荡走贬态势，年末逐渐回升。2022 年 3 月以来，受美联储政策外溢效应等影响，人民币汇率表现出阶段性走低，至 5 月中旬贬值至 6.8 左右；后维持在 6.65-6.8 区间内双向波动；8 月中旬以后，人民币汇率再次波动走贬并跌破 7 关口，10 月跌破 7.3 点位。截至 2022 年 11 月 25 日，人民币即期汇率 7.1615，出现小幅回升（图 24）。

人民币汇率阶段性走贬的主要原因：**第一，美元指数持续走强，非美货币均呈贬值态势。**2022 年，美联储紧缩政策加码，加息力度大、节奏频繁，6 月、7 月、9 月、11 月连续四次大幅加息 75 个基点，导致美元指数不断走强，市场避险情绪持续升温，英镑、欧元、日元等大部分主要非美货币出现对美元贬值态势。9 月底，美元指数曾一度飙升至 114 点，创近二十年来新高。**第二，中美利差倒挂扩大。**中美货币政策分化下，中美 10 年期国债利差出现倒挂缺口，短期资本外流压力加大，构成人民币汇率贬值压力。尤其下半年以来，中美利差倒挂缺口再度持续扩大，10 月下旬倒挂缺口曾高达-1.54%，这是导致人民币较快贬值并一度跌破 7.3 的重要原因。**第三，证券投资项下银行代客结售汇现逆差。**从银行代客结售汇数据来看（图 25），下半年，资本与金融项目出现逆差净售汇，其中直接投资始终保持顺差流入，但证券投资项下出现逆差。3 月、9 月、10 月，源自证券投资的银行代客结售汇分别为逆差 100.8 亿美元、32 亿美元、41.6 亿美元，代表短期资本的流出，削减了经常账户的顺差流入优势。此外，债券通项下，9 月境外机构对人民币债券净减持 707 亿美元，较 8 月 354 亿美元的净减持环比增加。

图 24：人民币汇率与美元指数

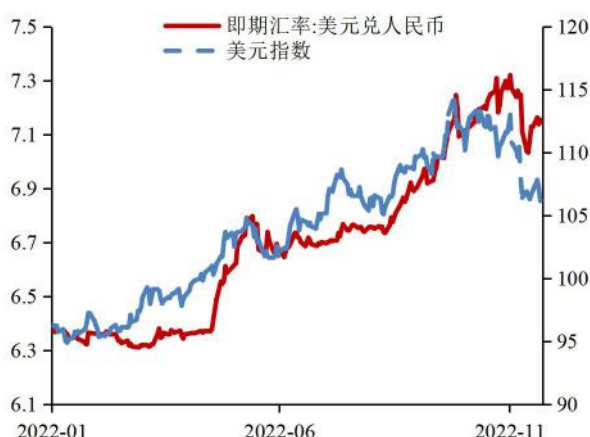


图 25：银行代客结售汇规模



资料来源：Wind

4. 国债收益率震荡下行，债券发行分化明显

2022年以来，受疫情多地反复、货币政策持续宽松、实体经济恢复不及预期等因素影响，10年期国债收益率震荡下行。截至2022年11月25日，10年期国债收益率报收于2.82%，较上年末下降3个BPs。总的来看，债券市场运行主要呈现如下特点：一是发行总量平稳，发行结构持续分化（图26）。截至11月25日，各类债券共计发行55.9万亿元，同比增加1272亿元。其中，国债发行量达8.18万亿元，同比大幅增长36.8%；受财政政策靠前发力影响，地方政府债发行同比多增。地方政府债发行量为7.24万亿元，同比增长4.4%；商业银行债发行量达1.03万亿元，同比大增54.7%，这主要与商业银行资本补充需求持续提升有关。企业债、公司债发行量为3470亿元、2.84万亿元，同比分别下降12.6%、8.1%，这主要与实体经济融资意愿偏弱有关。二是期限利差波动上升，信用利差小幅抬升（图27）。截至11月25日，国债期限利差（10年期-1年期国债收益率）为0.76%，较年初上升23个BPs；信用利差（3年期AA+级中短期票据与同期限国开债收益率之差）为0.68%，较年初上升14个BPs，这主要与11月以来债券市场波动加大等因素有关。三是境外机构持有债券占比下降。受主要经济体货币政策转向、乌克兰危机及国内预期转弱等因素影响，

外资持有境内债券规模及占比有所下行。2022 年 10 月末，境外投资者持有境内债券规模及占比为 3.14 万亿元和 3.28%，较 2021 年末分别减少 5458 亿元和下降 0.94 个百分点。四是债券信用风险持续收敛。截至 2022 年 11 月 25 日，信用债违约金额累计 355.6 亿元，同比下降 75%。其中，房地产业违约规模累计为 351.3 亿元，同比变动不大，但展期规模达到 1323.5 亿元，房地产业潜在信用风险仍然较大。

图 26：各类债券发行规模

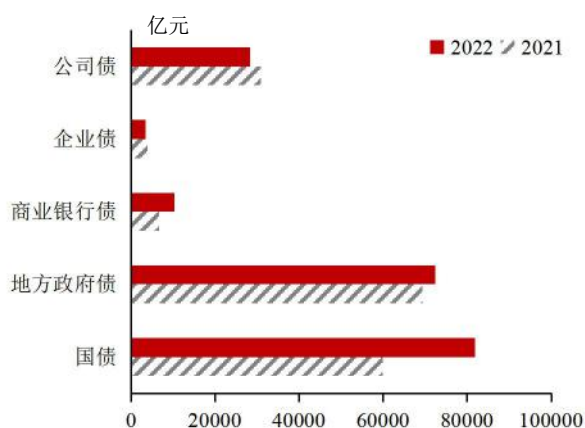
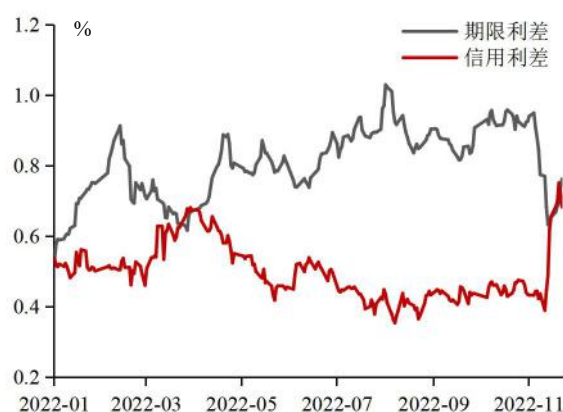


图 27：期限利差与信用利差



资料来源:Wind

5. 多重因素叠加影响下，A 股整体波动下行

2022 年以来，A 股整体表现较为疲弱。截至 11 月 25 日，上证指数报收于 3101.69 点，较年初下跌了 14.6%（图 28）。总的来看，影响 A 股的利空因素包括：一是国内疫情持续反复扰动经济恢复，市场信心不足。2022 年以来，国内疫情多发散发，影响实体经济恢复，投资者对经济预期整体偏弱，导致市场抛售压力加大。二是外部扰动因素加剧市场恐慌。上半年，受俄乌冲突升级、美联储货币政策转向等因素影响，全球金融市场波动加大，A 股出现明显下跌。特别是美联储持续大幅加息影响下中美利差倒挂程度持续加深，外资流出增大了 A 股下行压力。11 月 25 日，外资持有 A 股市值规模及占比分别为 2.30 万亿

元、3.50%，较年初减少 4420 亿元、下降 0.49%。三是上市企业盈利能力同比下降。从上市企业三季报披露情况看，多数行业净资产收益率（ROE）同比下降，房地产、材料、信息技术行业前三季度 ROE 较上年同期分别下降 3.06%、2.7%、1.5%，降幅居前。但 A 股仍有不少利多因素：一是多项稳经济政策出台，稳定市场信心。3 月中旬，国务院金融稳定发展委员会召开专题会议，提出要积极出台对市场有利的政策；5 月下旬，国务院印发《扎实稳住经济的一揽子政策措施》，出台一揽子政策稳定经济大盘；8 月国常会部署 19 项稳经济接续政策措施，进一步聚焦“六保”“六稳”工作；8 月人民银行超预期降息也进一步提振了市场信心。二是针对性政策出台，带动行业估值修复。例如，监管部门积极推动民营企业债券融资工具支持民营企业融资。尤其鼓励金融机构重点支持治理完善、聚焦主业、资质良好的房地产企业，这支撑了房地产上市企业估值的修复，改善了市场预期。三是货币政策稳中偏宽确保流动性维持合理充裕，为 A 股提供一定支撑。

图 28：上证指数走势



资料来源：Wind

（二）2023 年金融形势展望

展望 2023 年，金融市场有望维持稳健运行。从经济基本面看，疫情影响减

弱、经济持续恢复、市场信心回升等因素将有助于金融市场的稳定运行。从政策面看，由于经济复苏基础尚不牢固，预计人民银行将灵活使用公开市场操作、各类借贷便利工具确保流动性合理充裕，维持稳健略宽的流动性环境。整体来看，预计 2023 年新增信贷投放将继续稳步增长，企业融资成本总体仍保持在较低水平，资本市场保持震荡态势，人民币汇率小幅升值。

1. 主要金融指标维持稳定，切实满足实体经济资金需求

展望 2023 年，预计融资环境将维持稳中偏宽。一是货币社融增速将维持中高速增长。考虑到稳增长仍是短期内经济工作的重心，预计 2023 年货币政策将维持稳健略偏宽松的融资环境，新增社融、信贷等规模将继续保持稳步增长。预计 2023 年 M2、社融增速将保持在两位数以上。二是围绕重点领域和薄弱环节的信贷支持力度将继续增大。普惠小微、绿色等领域信贷增速有望维持在 15% 以上。另外，2022 年以来陆续推出的各类再贷款工具，如养老专项再贷款、更新改造专项再贷款等的牵引作用将持续显现，养老、教育、卫生、新型基础设施等领域有望获得更多的信贷支持。三是房地产信贷增速出现明显反弹概率不大。在房地产市场运行逻辑发生深刻变化背景下，短期内行业企稳仍然存在较大难度，房地产贷款增速出现明显反弹的可能性较低。

2. 市场利率保持较低水平，企业融资成本维持低位

2023 年经济复苏基础并不稳固，预计货币政策仍将保持宽松态势，实体经济融资成本保持较低区间。一是政策利率保持较低水平。即使经济有所反弹，但仍需政策利率保持较低水平支持经济复苏，预计 7 天逆回购、MLF 等政策利率还将保持低位，不排除进一步小幅下调可能性。二是货币市场利率底部趋稳。经济复苏将带动企业融资需求回暖，从而推动短期货币市场利率企稳。但在较为宽松的货币政策支持下市场利率仍将保持较低水平。三是贷款利率低位运行。企业融资需求回暖将推动贷款利率有所回升，2023 年贷款利率或将不会延续

2022 年快速下行的趋势，但可能仍将在低位运行。

3. 人民币具备回调潜力，将于波动中逐步回升

展望 2023 年，汇市面临的不利因素趋于缓解，人民币具备逐步企稳的基础。主要因素有，一是市场对美联储政策预期开始转向。虽然美联储仍将加息以完成抗通胀任务，但随着美国通胀出现降温迹象（10 月 CPI 同比增长降至 7.7%），美联储紧缩步伐或将放缓，由此对人民币造成的贬值压力将边际减小。2022 年 11 月，主要非美货币均现对美元小幅升值态势，人民币汇率也出现反弹回升迹象。二是国内经济基本面复苏将是汇率走强的关键支撑。2022 年 10 月，国常会部署了持续落好稳经济一揽子政策，将推动经济进一步回稳向上。11 月疫情防控优化等政策出台，也有利于引导国内市场需求和信心修复。一系列利好政策将支持中国经济基本面稳健复苏。此外，受欧美国家持续高通胀等因素影响，2023 年全球经济下行压力增加。据 IMF 预测，2023 年全球经济增速将放缓至 2.7%。经济“内升外降”格局将支撑人民币汇率稳步回升。三是资本市场跨境资金将有序回流。2022 年 11 月，人民银行与国家外汇管理局联合发布《境外机构投资者投资中国债券市场资金管理规定》，进一步便利了境外机构对中国债券市场投资，有利于增强人民币资产的境外资金吸引力，引导短期跨境资金流入。

4. 债券发行总量维持平稳，收益率低位运行

展望 2023 年，预计债券市场运行将呈如下特征：一是债券发行总量将保持稳定，发行结构将有所转变。政府债券仍将进一步发挥支撑社融、带动有效投资的作用，预计利率债发行量或将继续增加。在实体经济稳健复苏带动下，企业债、公司债发行规模有望增加。二是债券收益率将维持低位运行。从经济基本面看，伴随疫情防控政策优化，疫情态势有望缓解，经济有望维持复苏态势，或将对债券市场收益率形成一定支撑。从政策面看，在实体经济预期偏弱影响

下，预计流动性将继续保持合理充裕，从而带动债券收益率维持低位运行。三是仍需密切关注债券市场信用风险。信用债方面，在多项支持房地产企业政策持续发力带动下，房地产企业流动性压力有望缓解。但考虑到房地产企业盈利能力尚未明显改善，潜在信用风险仍然存在，未来需密切关注房地产企业的经营情况。此外，中小微企业经营压力仍存，仍需重视中小微企业信用风险。地方政府债方面，随着地方财政收支压力增加，预计地方政府债务负担进一步加重，需要警惕隐性债务增量问题。

5.A 股扰动因素仍存，但结构性机遇开始凸现

展望 2023 年，A 股仍然面临多重因素叠加影响。总的来看，A 股仍然存在一些利多因素：一是机构投资者占比有望提高，为 A 股带来中长期资金支持。伴随个人养老金制度落地，养老理财、养老保险有序推出，有助于增加中长期资金入市。同时，资本市场改革推进将有助于 A 股市场机构投资者占比提升，制度型开放纵深推进也有利于吸引更多国际投资者配置 A 股市场，延续 A 股长期投资趋势。二是产业升级发展带动结构性投资机会。预计新能源汽车产业链、光伏产业链等高景气制造领域仍将有相对较强的盈利能力；实体经济科技创新力度进一步加大，研发投入持续提升，关键技术相关领域仍有较好地发展机遇。三是货币政策宽松将确保流动性维持合理充裕，有利于支撑 A 股走强。利空因素包括：一是外部因素或将继续对 A 股带来扰动。四季度以来，美联储等先后释放了加息放缓的信号，但在高通胀压力下，2023 年主要发达经济体的加息幅度与节奏等仍存在不确定性，其带来的溢出效应将继续对全球金融市场带动扰动，继而加剧 A 股震荡。二是疫情不确定性仍将对经济恢复造成拖累。疫情反复会影响投资者信心及风险偏好，继而增大股市下行压力。

表 3：2023 年中国经济金融主要指标及预测（%）

指 标	2020 (R)	2021 (R)	2022					2023 (基准) (F)
			Q1 (R)	Q2 (R)	Q3 (R)	Q4 (E)	全年 (E)	
GDP	2.2	8.1	4.8	0.4	3.9	3.8	3.2	5.3
规模以上工业增加值	2.8	9.6	6.5	0.6	4.8	4.3	4.0	6.0
服务业增加值	1.9	8.2	4.0	-0.4	3.2	3.0	2.4	5.0
固定资产投资额（累计）	2.9	4.9	9.3	6.1	5.9	5.8	5.8	5.5
房地产开发投资额（累计）	7.0	4.4	0.7	-5.4	-8.0	-8.4	-8.4	-3.0
消费品零售总额	-3.9	12.5	3.3	-4.6	3.5	0.9	0.8	5.5
出口(美元计价)	3.6	29.9	15.5	12.5	10.1	-0.6	8.7	4.5
进口(美元计价)	-0.6	30.1	10.6	1.6	0.9	-0.2	2.9	5.0
居民消费价格指数（CPI）	2.5	0.9	1.1	2.2	2.7	2.2	2.0	2.2
工业品出厂价格指数（PPI）	-1.8	8.1	8.7	6.8	2.5	-1.0	4.2	-0.5
广义货币（M2，期末）	10.1	9.0	9.7	11.4	12.1	12.0	12.0	11.5
社会融资规模（存量，期末）	13.3	10.3	10.5	10.8	10.6	10.5	10.5	10.3
1 年期 MLF	2.95	2.95	2.85	2.85	2.75	2.75	2.75	2.70
1 年期 LPR	3.85	3.80	3.70	3.70	3.65	3.65	3.65	3.60
人民币兑美元即期汇率（均值）	6.54	6.37	6.35	6.66	6.85	7.09	6.90	6.70

注：根据疫情及其防控措施演变情况进行了悲观、基准、乐观三种情形预测，三种情形下全年 GDP 增速分别为 3.6%、5.3%、6.6%。本表仅列示基准情形。各分项指标分情景预测见前文分析。

资料来源：中国银行

三、宏观政策取向

2023 年，尽管中国经济将延续恢复性增长态势，但仍面临内需回升基础不牢固、产业链供应链安全、外部经济金融市场波动的外溢风险等挑战，“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力仍存。2023 年是政府换届之年，做好各项政策的衔接，确保政策连续性、稳定性至关重要，宏观政策要着力“稳增长促回升、防风险保安全”，改善市场主体信心和预期，持续恢复和增强经济内生增长动力。

（一）积极拓展资金来源，保持财政政策连续性

2023 年经济持续恢复仍需要政策支持，财政政策仍将是重要发力点。财政支出结构既要兼顾当下又要布局长远，一方面要重视保就业，适度延长减退税和各项降费优惠政策，持续推动实体经济尤其是小微企业恢复；另一方面要服务于“十四五规划”和 2035 远景目标，加快在科教文卫、乡村振兴、现代化工业体系建设、重大基础设施项目等领域布局。

资金来源和使用效率方面，加强前瞻性谋划筹措资金，考虑到 2023 年稳增长发力需求和债务到期规模均较大，财政收支依然承压，可考虑将赤字率提高至 3%或以上。同时，进一步发挥财政直达机制、定向财政贴息等结构性财政政策作用，提高政策精准性。

（二）货币政策维持稳健略宽，同时要密切关注外部风险演变的影响

考虑到经济恢复基础依然不稳，货币政策宜延续稳中略偏宽松导向，维持整体融资环境稳定。

引导金融机构用足、落实好各项增量政策工具，继续增大对普惠小微、绿色、科创领域的信贷支持力度，同时要继续做好针对餐饮、文旅等困难行业的纾困工作，不盲目抽贷、断贷，帮助企业经营尽快回归正轨，持续稳定经济主体预期，提振市场信心。

考虑到美联储 2023 年将继续加息，在特殊时间也可能改变其政策节奏，要密切关注美联储政策变化的外溢效应，实时监测跨境资本流向，合理引导市场预期，维持境内金融市场与人民币汇率的基本稳定。

（三）继续发挥投资压舱石作用，加大消费恢复力度

继续发挥好基建投资对经济的托底作用。加快优质项目储备，提前谋划拓展基建投资资金来源，可考虑继续扩容政策性开发性金融工具，通过 REITs、PPP 等方式助力盘活存量资产，扩大资金增量。

保持助企纾困政策支持力度，扩大制造业更新改造贷款支持等政策范围，保持行业调整政策基本稳定，积极推动下游需求恢复，改善企业经营预期，持续推动制造业投资扩大。

持续做好稳就业工作，保持低收入人群政策兜底力度，视财政情况阶段性提高个人所得税起征点，进一步让利中低收入人群。通过政府补贴、商家让利等方式，适时举办文化旅游节、消费节等相关促销活动，推动旅游和消费市场复苏。

（四）推动房地产政策落实落地，推进房地产市场平稳运行

对比过去几轮房地产周期中的救市政策，结合当前各地房地产市场持续偏冷的现状，未来房地产需求端政策仍有优化空间。需求端放松政策可进一步向一线城市、改善型需求延伸，充分释放潜在住房需求。同时，可继续推动 5 年期 LPR 下降，推动房贷利率下行，并发挥全国性政策的引领作用，积极引导房地产市场预期转变。

供给端进一步加大对房企风险化解力度。鼓励金融机构继续加大对优质项目、优质民营房企的支持力度。继续加大房企境内发债额度，阶段性放开信托、私募股权基金等其他融资渠道。对于已经风险暴露的房企，加快推动其破产重组工作，实现行业出清的同时阻断风险蔓延。同时，充分运用好“申请专项借款+商业银行配比贷款+政府介入”的保交楼支持模式，通过加大政策性银行保交楼专项借款规模，进一步激励商业银行加大相应贷款配套规模，给予“地方稳保基金”在成立和运作方面更多灵活性等方式，全面加大保交楼政策支持力度。

（五）夯实实体经济复苏基础，稳定市场主体预期

提升产业链供应链韧性和安全水平。围绕二十条优化措施细化方案，启动

周边省（区）物流保通保畅部门联动机制，确保跨省“绿色通道”通畅。鼓励生产、流通企业合作，建设供应链协同平台，汇集供需信息，提高资源配置效率。提升产业链供应链自主可控水平，通过税收、资金、知识产权等措施鼓励企业加大自主研发力度、优先使用国产化设备和产品。强化关键“卡脖子”领域产业科技联动，加大“财政专项+低息补贴+免税”共同支持产业基础再造，突破核心基础零部件和元器件、先进基础工艺、关键基础材料、产业技术基础等领域短板。

加强能源保障能力建设。传统能源方面，继续推进安全监测预警能力建设，建立健全煤炭、油气、电力供需等预警机制，加强应急保障电源、管网互联互通等基础设施建设，提升区域互济、多能互补水平。同时，加快规划建设新型能源体系，推动建设新型电力系统，加强跨省区能源优化配置，探索风光氢储一体化发展模式，推进氢能等清洁能源储运加注等基础设施建设，推进氢燃料电池在重型车辆、重型机械设备等的应用。

重振民营企业信心和预期。发挥国有企业帮带作用，通过专业分工、服务外包、订单生产等多种方式将产业链条相关环节依法依规委托给民营企业，在改制分离辅业、生产性服务业和高新技术溢出方面加强合资合作，推动产业链协同发展。鼓励民营企业参与政府采购，对适宜由中小微企业提供的货物、工程和服务，确保面向中小微企业的预留份额。鼓励民营企业深度参与国资国企改革，允许符合条件的存量国有控股企业让渡控股权。

激发产业发展新动能。培育壮大创新型产业集群，强化区域间创新协作和产业协同发展。加快产业链关键核心技术突破，提升企业技术创新能力，增强国有企业创新能级，支持产业链“链主”企业牵头组建体系化、任务型的创新联合体。同时，支持传统企业升级改造。依托产业园、科研院所等科技创新平台，为企业在生产工艺改进等方面提供专业技术支持。支持企业采用先进、高端、适用的技术装备，特别是首台（套）技术装备、首批次新材料和首版次软

件产品应用，对通过淘汰老旧设备实现设备更新的企业给予补贴。

四、专题研究

专题一：从中西比较看中国式现代化的本质特征与主要着力点

（一）实现中国式现代化具有历史传承性

多年来，在社会主义改革和建设实践中，中国式现代化的内涵和战略安排在不断拓展和持续深化。新中国成立初期，为改变贫穷落后的农业国家面貌，中国初步将工业化作为现代化的主要目标。20 世纪 50-60 年代，在深刻理解科学技术对生产力进步重要性的基础上，中国于 1964 年前后明确了发展现代化农业、工业、国防和科学技术的“四个现代化”建设目标和“两步走”战略目标。在“四个现代化”目标引领下，中国建立起较为完整的工业体系并取得了多项重大科技突破，为之后拓展中国式现代化发展道路打下了坚实的物质基础。

改革开放初期，中国政府的工作重心转入经济和现代化建设。在认识到中西方发展的差距与中国人口多、底子薄的特殊国情后，邓小平开创性地提出了中国式现代化概念，将“四个现代化”目标定义为达到小康水平，并计划分步骤实现，构建了中国经济发展从温饱到小康再到现代化的基本蓝图。

在改革开放过程中，中国式现代化战略目标不断拓展。在邓小平中国式现代化思想基础上，党的十三大明确提出分“三步走”实现从达到小康水平再到中等发达国家水平的现代化战略目标。随着中国经济快速发展，“三步走”建设的阶段性任务不断调整。党的十五大和十七大分别更进一步地提出了“两个一百年”现代化战略目标和全面建设小康社会的新要求，这使得中国现代化的发展道路和阶段性目标更加清晰、具体。

党的十八大以来，中国进入中国特色社会主义现代化建设的新时代。着眼于新时代发展局势和方向，党的十八大提出新型工业化、信息化、城镇化、农业的

现代化新目标。党的十九大制定了在全面建成小康社会基础上“两步走”实现社会主义现代化的战略安排，提出了高质量发展的要求。在完成第一个“百年目标”后，党的二十大将正式引领中国迈入中国式现代化新征程，其提出的中国式现代化的五项特征是对过去现代化理论和实践的继承与发展，也指明了具有中国特色的社会主义现代化强国奋进方向。

（二）从中西对比理解中国式现代化的本质特征

现代化内涵最初是由西方资本主义国家提出，15 世纪后期以来，随着欧洲文艺复兴、启蒙运动等思想文化运动盛行，世界工业化、城市化、国际化过程加速，西方现代化进程不断演进，引起社会生产生活方式巨大变革，推动社会经济文化、科技水平快速发展。西方的现代化包括消费形态、社会经济模式、国家上层建筑、个人偏好、意识形态等，其实质是资本逻辑支配下的资本主义世界历史的开创过程。西方现代化经历了工业化、城镇化、农业现代化、信息化的演变过程，发展至今已有 200 多年的时间，具有一定的物质基础。在此过程中，通过对外殖民血腥掠夺、对内残酷阶级压迫实现资本的原始积累。英国的“圈地运动”、美国的“西进运动”和奴隶贸易等，标志着西方现代化的“原罪”。尽管此后西方现代化不断追寻“文明化”，但其以资本为中心的基本性质没有改变。

而从新中国成立以来，中国共产党在带领全国各族人民实现国家富强和人民幸福的过程中，开创出了一条符合本国国情的、具有鲜明中国特色的现代化之路。中国式现代化道路既是对旧有的西方现代化模式的扬弃和超越，也是扎根中国历史现实、立足中国基本国情的深刻总结。从中国式现代化的基本特征来看，与西方国家的现代化存在本质区别。

1. 现代化依据国情不同，中国式现代化立足人口规模巨大的基本国情

中国的现代化进程起步较晚，人均收入、城镇化率等现代化指标与西方发

达国家相比仍有一定差距。2021 年中国人均 GDP 为 12551 美元，接近于 80 年代末的美国，90 年代初的德国、法国、日本，距离人均 GDP 3 万美元以上的发达经济体门槛仍有很大差距。2021 年末中国常住人口城镇化率达 64.72%，较高收入经济体的 81.3% 仍有 20 个百分点的空间。

而人口规模巨大的现代化正是深刻把握中国当前国情、适应现实发展的重要特征。中国是世界上第一人口大国，也是最大的发展中国家。截至 2021 年，中国人口总数达到 14.1 亿人，约占世界总人口的 18%，是美国的 4.3 倍、欧盟的 3.2 倍、日本的 11.2 倍，是目前世界上已经实现现代化的国家和地区人口总和的 1.5 倍以上。一方面，人口规模庞大决定了实现现代化的难度较大。14 亿多人口整体迈入现代化社会，是人类社会发展史无前例的伟大壮举，但其实现难度将超越以往的所有西方国家（表 4）。另一方面，人口规模庞大蕴含着实现现代化的强大动能。巨大人口规模将带来更广阔的市场空间、丰富的人才资源和强劲的发展动能。截至 2021 年，中国 15-59 岁劳动年龄人口为 8.8 亿人，比欧洲人口总数多 1.4 亿人，接近美国现在总人口的 2.7 倍。同时，2021 年中国继续保持全球第二大消费市场的地位，当年社会消费品零售总额为 6.83 万亿美元，约为美国社会消费品零售总额（7.4 万亿美元）的 92%。

表 4：部分国家开启现代化时间和人口规模

国家	开启现代化时间	人口规模
英国	十八世纪中页	3500 万左右
美国	十九世纪初	1 亿左右
日本	十九世纪中页	4500 万左右
中国	1964 年-首次提出“四个现代化”	7.05 亿
	2022 年-中国式现代化	14.1 亿

资料来源：中国银行研究院

2. 中西方现代化价值取向不同，中国式现代化坚持共同富裕的本质要求

当前，西方发达国家的现代化水平持续提升，但是其内在价值取向依然决

定了发展的局限性。从西方现代化历史进程来看，西方许多国家的现代化始终围绕为资产阶级服务，其根本目的是占有财富，而不是人的幸福。因此，虽然西方现代化带动了现代社会的巨大变革，但同时借助于资产阶级的意识形态也加速向社会意识领域渗透，从而导致人的主体地位缺失，给劳动人民带来重大灾难。西方现代化进程一直由精英群体主导，政治运作持续向资本家倾斜，着重维护资本家的利益诉求。而绝大多数普通民众不仅没有从国家经济增长中获益，反而在经济全球化的困境中长期受损。彼得森国际经济研究所的报告指出，从上世纪 60 年代以来，除去通货膨胀因素以后美国最低工资实际降低 30%，美国高收入家庭获得了持久的财富收益，最富有的 1% 人群财富增长 35%。

区别于西方“以资本为中心”的现代化，中国式现代化始终坚持以人民为中心的价值导向，强调现代化的成果由人民共享，坚持实现全体人民共同富裕。长期以来，共同富裕始终是中国坚持的发展目标和政策方向。一方面，中国的共同富裕坚持以高质量发展为基础。改革开放以来，中国坚持把“发展是硬道理”放在领先地位，实现了人民生活从温饱不足到总体小康再到全面小康的历史跨越，人均 GDP 从 1978 年的 385 元增长到 2021 年的 8.1 万元，成功进入中等收入国家行列，2020 年现行标准下 9899 万农村贫困人口全部脱贫。另一方面，在做大做强“蛋糕”的基础上着力解决切好分好的问题。2012-2021 年，中国城乡居民收入比由 2.88 倍降至 2.5 倍，居民收入基尼系数由 0.474 降低到了 0.466。党中央把握新发展阶段新变化，对共同富裕作出全面擘画、系统设计，明确促进共同富裕的时间表，通过市场化、法制化手段的改革和调整，加快推进共同富裕。

3. 中西方现代化发展理念不同，中国式现代化注重物质文明与精神文明协调发展、人与自然和谐共生

西方现代化依靠资本驱动，始终保持对物的高度依赖性。按照马克思的观点，资本是能够带来剩余价值的价值，体现的是资本家对雇佣工人的剥削关系，

是以物的形式反映资本主义生产关系的本质的范畴。追逐剩余价值、追逐利润，是资本与生俱来的本性。为了榨取工人的剩余价值，获取更大的利润，资本成为资产阶级剥削的工具。西方式的现代化道路受发展理念的束缚，呈现出物质主义、人与自然割裂的显著特征。据英国《泰晤士报》数据，过去半个多世纪以来美国、欧盟占全球资源过度使用的 27%和 25%，对过度使用自然资源造成的全球生态破坏负主要责任。

现代化发展通常依靠大量自然资源的使用（图 29），而中国式现代化坚持新发展理念，注重物质与精神文明协调、人与自然和谐共生，有效避免了资本主义现代化过程中“见物不见人”的局限，为正确处理人与人、人与社会、人与自然的关系提供价值指引。一方面，**中国式现代化注重物质文明和精神文明协调发展**。当前，中国社会主要矛盾已经转化为人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾，意味着人民美好生活在民主、法治、公平等方面的精神需求日益增长。而中国式现代化坚持社会主义核心价值观，加强理想信念教育，弘扬中华优秀传统文化，增强人民精神力量，促进物的全面丰富和人的全面发展。另一方面，**中国式现代化强调人与自然和谐共生**。习近平总书记指出：“我们建设现代化国家，走美欧老路是走不通的，再有几个地球也不够中国人消耗”。中国式现代化将生态文明建设纳入现代化的总体布局，将构建人与自然和谐共生的地球家园作为目标追求。近年来，中国加快建立健全绿色低碳循环发展的经济体系，“绿水青山就是金山银山”理念已经深入人心。能源绿色低碳转型步伐不断加快，经济发展质量和效益大幅提升。2012-2021 年，中国以年均 3%的能源消费增速支撑了年均 6.5%的经济增长，能耗强度累计下降 26.2%，相当于少用 14 亿吨标准煤，少排放 29.4 亿吨二氧化碳。同时，中国也积极为全球绿色转型注入力量。习近平总书记在二十大报告中指出，“大自然是人类赖以生存发展的基本条件”。中国“坚持绿色低碳，推动建设一个清洁美丽的世界”。目前，中国积极参与应对气候变化国际合作，推进共建绿

色“一带一路”，通过南南合作项目帮助发展中国家应对气候变化，为全球减碳目标贡献坚实力量。

图 29：1970-2017 年全球人均年生态超载量最大的 15 个国家

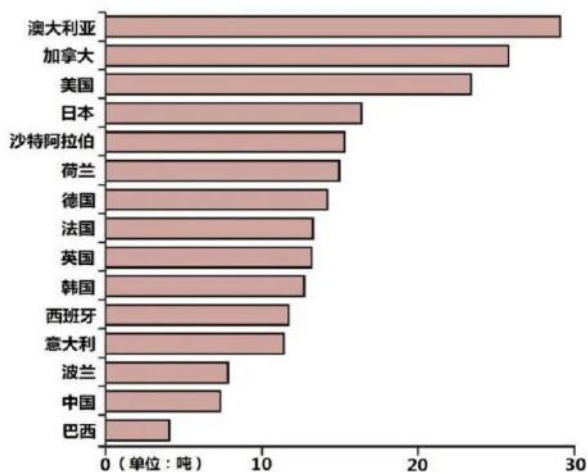
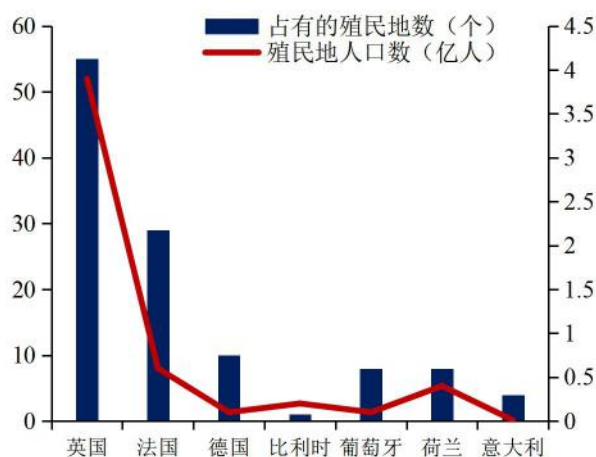


图 30：1914 年欧洲占有殖民地情况



资料来源：英国《柳叶刀·星球健康》

4. 中西方现代化实现路径不同，中国式现代化坚持和平发展道路

西方现代化道路的实现过程表现为对内剥削和对外掠夺的血腥扩张之路。马克思指出：“资本来到世间，从头到脚，每个毛孔都滴着血和肮脏的东西。”西方现代化通过资本催生的路径实现，在自身发展的过程中为了实现和维护国家资本的利益，催生出侵略、掠夺和战争（图 30）。当前，西方资本主义国家通过霸权主义和强权政治、单边主义、贸易保护主义、逆全球化等新手段，适应资本扩张的需要，在世界经济竞争格局中形成安全壁垒，构建起西方式现代化的利益格局和国际秩序，限制了广大发展中国家实现现代化的权利和空间。

中国式现代化超越了西方式现代化“国强必霸”的发展逻辑，坚持和平发展道路。习近平总书记指出：“中国不认同‘国强必霸论’，中国人的血脉中没有称王称霸、穷兵黩武的基因。”中国式现代化道路创造了人类文明新形态，在坚定维护世界和平与发展中谋求自身发展，又以自身发展更好维护世界和平，

拓展了广大发展中国家走向现代化的途径。党的十八大后，面对“建设一个什么样的世界、如何建设这个世界”等关乎人类前途命运的重大问题，习近平总书记提出推动构建人类命运共同体，并提出构建新型国际关系、共建“一带一路”等。据世界银行评估，共建“一带一路”将使相关国家 760 万人摆脱极端贫困、3200 万人摆脱中度贫困，将促进参与国贸易增长 2.8%至 9.7%、全球贸易增长 1.7%至 6.2%、全球收入增加 0.7%至 2.9%。

（三）全面推进中国式现代化的主要着力点

中国式现代化道路实现了马克思主义基本原理与中国具体实际、与中华优秀传统文化相结合，顺应了世界现代化发展的历史大趋势，批判吸收了西方现代化模式的积极成果，开创了具有中国特色的现代化道路。未来，全面推进中国式现代化需把握四大方向。

第一，发展是第一要务。二十大报告明确指出，“高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务。发展是党执政兴国的第一要务。没有坚实的物质技术基础，就不可能全面建成社会主义现代化强国。”。首先，加快构建更加可靠、畅通的双循环新发展格局。未来将在供给侧结构性改革和需求侧管理的基础上，更加注重两者之间的协调配合，进一步加大内需政策力度，推动形成需求牵引供给、供给创造需求的更高水平动态平衡。其次，建设现代化产业体系，坚持把发展经济的着力点放在实体经济上。现代化产业体系是实体经济发展的基础，也是实现高质量发展的基本条件。最后，推动乡村振兴、区域协调发展和收入分配改革，实现全体人民共同富裕。

第二，创新是第一动力。二十大报告首次提出“科技是第一生产力、人才是第一资源、创新是第一动力”的重要论断。未来，把握住新一轮科技革命和产业变革的机遇，夯实科技创新基础，有利于培育壮大新动能，塑造未来发展新优势。同时，健全新型举国体制，聚焦关键性技术领域，保证创新自主可控。

深入实施科教兴国战略、人才强国战略、创新驱动发展战略，完善“教育-科技-人才”创新生态。

第三，开放是必由之路。二十大报告强调“推进高水平对外开放”。首先，充分发挥国内超大规模市场优势。依托中国大规模市场优势，扩大进口规模，培育国内消费市场，同时进一步加大服务业开放。其次，稳步扩大规则、规制、管理、标准等制度型开放。主动对标和对接国际先进的经贸规则，形成与国际贸易和投资通行规则相衔接的、规范透明的基本制度体系和监管模式。最后，持续夯实高水平对外开放的基础。打造市场化、法治化、国际化营商环境，优化区域开放布局，积极主动参与维护多元稳定的国际经济格局和经贸关系。

第四，安全是根本保障。二十大报告指出，“国家安全是民族复兴的根基，社会稳定是国家强盛的前提”。应坚定不移贯彻总体国家安全观，未来五年将从健全国家安全体系、增强维护国家安全能力、提高公共安全治理水平、完善社会治理体系等方面筑牢国家安全网，以新安全格局保障新发展格局，确保粮食、能源资源、重要产业链供应链安全。

专题二：高度关注货币市场“利率塌陷”现象

货币市场利率本应围绕 7 天逆回购等政策利率波动，但 2020 年疫情冲击后却两度出现货币市场利率大幅走低并持续显著低于政策利率的所谓“利率塌陷”现象。特别是 2022 年出现的第二次“利率塌陷”，持续时间较长且至今尚未结束。实体部门融资需求低迷是导致“利率塌陷”的主要原因。面对“利率塌陷”，中国不是简单大幅降息而是灵活运用多种政策手段，这对助力经济企稳发挥积极作用。

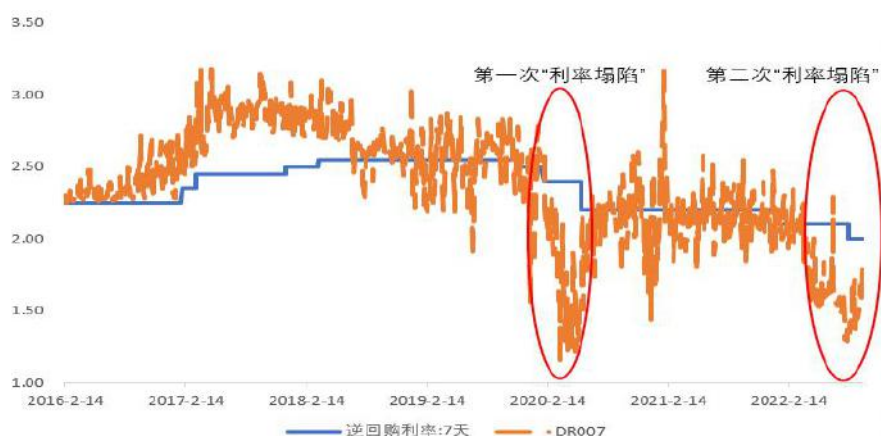
（一）货币市场出现“利率塌陷”现象

2016 年 2 月后，人民银行常态化开展 7 天逆回购操作向金融机构投放流动

性⁷，此后 7 天逆回购利率作为体现人民银行意图的重要政策利率，有效引导了货币市场利率走势。以同为 7 天的存款类金融机构质押式回购加权利率（DR007）为例（其他各类短期市场利率走势基本相同），2018 年前 DR007 高于 7 天逆回购利率，但 DR007 利率中枢随逆回购利率升高而升高；2018 年后伴随多次降准，DR007 开始持续围绕 7 天逆回购利率上下 30BPs 波动（图 31）。

但在 2020 年 2 月和 2022 年 4 月以后的连续数月内，尽管 7 天逆回购利率仅做小幅下调，DR007 等货币市场利率却大幅走低。从图表来看，出现了一段货币市场利率持续显著低于政策利率的“塌陷”区域，本文将这一现象称为“利率塌陷”。2016 年逆回购常态化操作以来，“利率塌陷”已出现两次（图 31）。

图 31：货币市场出现“利率塌陷”现象



资料来源：中国人民银行，作者整理

第一次：2020 年 2 月至同年 6 月，为期 5 个月。期间，7 天逆回购利率由 2.4% 降至 2.2%，而 DR007 大幅下行并在 3、4 月份跌至低谷（约在 1.3%—1.5% 之间），6 月后显著回升，并从 7 月起重新围绕 7 天逆回购利率波动。

第二次：2022 年 4 月至今，已持续 7 个多月。期间，逆回购利率由 2.1%

⁷ 在此之前人民银行未常态化开展逆回购操作，例如 2014 年全年只操作了一次 7 天逆回购。因此当时的逆回购利率尚不具备有效政策含义，还未能对市场利率形成积极引导。2016 年后货币政策操作更加倾向于使用价格型工具，常态化操作后逆回购利率开始引导市场利率，二者之间的差异便尤其值得关注。

降至 2.0%，而 DR007 快速降低并在 7、8 月份探底（约在 1.4%—1.6% 之间），目前尚未走出塌陷状态。

与 7 天短期利率相似，1 年期利率同样“塌陷”。在相同的两个时间段，DR1Y、R1Y 和 1 年期 SHIBOR 等利率显著走低并持续低于 1 年期中期借贷便利利率（MLF 利率，与 7 天逆回购同为政策利率）。

“利率塌陷”是近年来中国货币政策不断改革完善进程中出现的新现象。在 2016 年前市场利率也曾大幅下滑（例如 2008 年金融危机后），但当时更多使用数量型政策工具，尚未形成政策利率有效引导市场利率的局面。2016 年逆回购常态化操作后，出现市场利率持续显著低于政策利率的现象，反映了市场现状与货币政策态度间出现了一定分野。2022 年 4 月以来的第二次“利率塌陷”，持续时间长，而且迄今尚未走出塌陷状态。本文主要以第二次“利率塌陷”为例，研究其成因及对货币政策的影响。

（二）实体经济融资需求不足是导致市场利率大幅走低的主因

“利率塌陷”现象可分解为两个问题。一是为什么市场利率会大幅下滑；二是为什么政策利率并未同等幅度调降。

要分析市场利率大幅走低的成因，需要分析该现象主要源自流动性供给过剩，还是流动性需求不足。两次“利率塌陷”出现的时间与疫情影响经济的时间高度吻合，因此一种可能的解释是，人民银行为刺激经济加大了流动性投放力度，流动性供给过剩导致市场利率下滑。另一种可能的解释是，疫情冲击下实体部门和金融机构对资金需求不足导致市场利率下滑。通过两种不同分析视角，可判断后一种解释成立的可能性更大。

视角一：分析流动性供给是否显著增加。自 2015 年外汇占款高位回落以来，人民银行流动性投放主要通过三大渠道。一是公开市场操作，以逆回购为主，用于投放短期流动性。2022 年 4 月至 9 月中旬期间（暂不考虑 9 月下旬为迎接

国庆长假大量进行正投放），除 6 月为少量正投放外其余各月均为负投放，合计为负投放。二是 MLF，目前主要用于投放 1 年期流动性。2022 年 4-7 月 MLF 余额保持 4.95 万亿元，8 月降至 4.75 万亿元，9、10 月进一步降至 4.55 万亿元，显示人民银行也未通过 MLF 投放流动性。三是降低存款准备金率，用于一次性释放长期流动性。2022 年 4 月，人民银行下调存款准备金率 0.25 个百分点，此后再未降准。与此前历次降准至少下调 0.5 个百分点相比，这次降准力度明显偏弱。从历史经验来看，即使降准 0.5 个百分点，也从未导致出现过如此长时间的“利率塌陷”。综上，难以从流动性供给过剩角度解释利率持续走低，而是应主要归因于资金需求不足。

视角二：分析在利率走低的同时，贷款增多还是减少。如果供大于求的主要原因来自资金供给侧，例如需求稳定的同时供给增加，应出现利率下降、贷款增多的现象（“量增价减”，图 32）。本报告前文提到的 2022 年“以票充贷”现象出现导致票据融资金额增长、融资利率下降，可视为一个例子。如果供大于求的主要原因为供给稳定的同时需求萎缩，则应出现利率与贷款量同时降低的现象（“量价同减”，图 33）。本报告前文提到的 2022 年住房市场疲软导致住房贷款增速持续降低、利率大幅下降，可视为一个例子。

图 32：供给增加导致“量增价减”

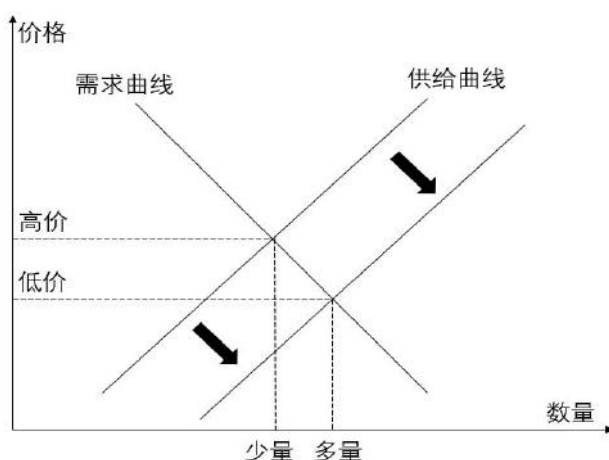
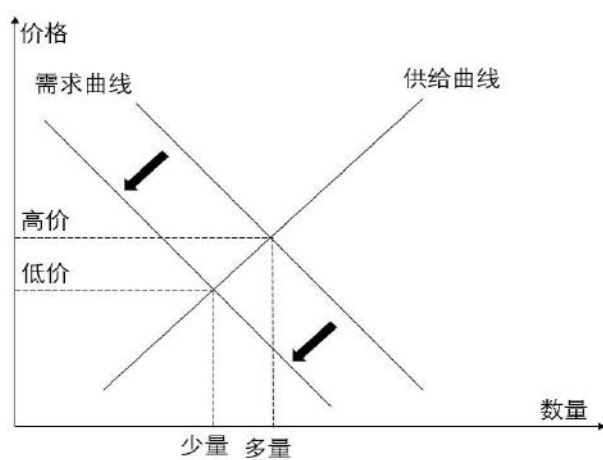


图 33：需求萎缩导致“量价同减”



资料来源：作者整理

针对“中央银行——商业银行——实体部门”的二级银行体系，先看商业银行与实体部门间的贷款市场。一方面，贷款价格明显下降。人民币贷款加权平均利率由2022年一季度的4.65%降至第三季度的4.34%，5年期及以上贷款市场报价利率（LPR）由4月的4.6%降至11月的4.3%。另一方面，贷款同比少增。除了季度末受政策因素影响较大的6月和9月，2022年4月以来社融中的新增人民币贷款较2021年同期明显少增，特别是4月和7月各大幅少增0.92万亿和0.43万亿。商业银行对实体部门贷款出现“量价同减”，说明实体部门存在贷款需求不足。

再看人民银行与商业银行间的货币市场。一方面，商业银行从人民银行贷款利率降低。2022年4月以来，人民银行对商业银行投放资金的逆回购、MLF等主要利率均已下调。另一方面，商业银行从人民银行贷款规模减少。人民银行资产负债表中的“对其他存款性公司债权”余额触顶回落，由3月的12.93万亿降至10月的12.90万亿（8月一度曾降至11.77万亿），同期人民银行总资产也不增反降。这说明实体部门贷款需求不足，进而导致商业银行资金需求低迷，使得中央银行对商业银行贷款出现“量价同减”。

基于上述分析可见，疫情冲击下实体部门融资需求不足（从各项企业经营指标、PMI指数、人民银行公布的贷款需求指数等数据也可体现这点），导致商业银行对实体部门贷款少增、银行对流动性需求萎靡，因此在银行间市场不愿融入更多流动性，从而出现市场利率大幅下降。

（三）价格型货币政策操作面临掣肘，导致政策利率未同等幅度调降

2022年4月疫情反弹以来，货币政策当务之急是加大对实体经济支持以稳定宏观经济大盘。但由于美联储等国外主要央行大幅加息，采取降低政策利率等价格型货币政策工具面临掣肘。

一方面，面对实体部门低迷的贷款需求，如果小幅降息后政策利率未能显

著低于现有市场利率，那么降息对促进贷款扩大的作用将相当有限。而另一方面，由于市场利率深度下滑，如果采取足够大幅的降息使政策利率显著低于市场利率（例如 2022 年 4 月以来 DR007 均值为 1.62%，7 天逆回购利率需由 4 月的 2.1% 大幅降低超过 0.5 个百分点才可能显著低于 DR007，而历史上每次降息一般只降 0.1 个百分点），在国内贷款需求低迷和美联储加息等因素影响下，或将产生若干副作用。

一是加剧汇率贬值。2022 年以来的中美货币政策错位，本就给人民币汇率带来贬值压力。如再大幅降息，市场情绪可能进一步受到冲击并引发汇率快速贬值。例如，8 月 15 日人民银行降低 7 天逆回购和 1 年期 MLF 利率各 0.1 个百分点。美元兑人民币汇率中间价随即变化，并与美联储后续系列加息动作一起，推动人民币出现 2022 年以来的二次贬值（见图 34）。

图 34：2022 年以来人民币汇率中间价走势



资料来源：中国人民银行，作者整理

二是引发资金脱实向虚。以 2022 年 4-10 月为例，金融机构发放的新增贷款超过社会融资总额中的新增贷款，二者之差约为 0.36 万亿元，显示部分新增贷款并未流入实体经济。具体来看，漏损部分主要由境外贷款（约 0.22 万亿元）和非银行业金融机构贷款（约 0.14 万亿元）这两部分组成。2022 年以来，非银行业金融机构贷款筑底反弹，而且境外贷款加速增长。如再大幅降息，可能进

一步加剧贷款外流，并使资金在金融体系内部空转投机的风险升高。

（四）“利率塌陷”下货币政策对提振经济仍可发挥重要作用

从实践来看，面对市场利率大幅下滑中国没有同等幅度降低政策利率，从而出现了持续性的“利率塌陷”。虽然没有大幅降息，但货币政策仍从多个方面助力经济企稳恢复。

第一，适当调降政策利率，显著减轻存量贷款还款成本。人民银行小幅调降了中短期政策利率，并引导中长期 LPR 利率同步下调。降息不仅刺激贷款新增（但效果减弱），而且减轻了房贷、企业贷等大批存量贷款的还款成本。降息带动商业银行净息差由 2021 年底的 2.08% 降至 2022 年中的 1.94%，据估算仅半年内商业银行向实体经济让利便超过 0.32 万亿⁸，为实体经济抗疫纾困做出积极贡献。

第二，加大窗口指导力度，托底贷款总量增长。2022 年 4 月以来，国常会多次对贷款新增提出要求，人民银行、银保监会等大力督促商业银行扩大贷款。特别是 5 月下旬国务院召开稳住经济大盘会议后，6 月社融新增人民币贷款超过 3 万亿元，占整个二季度新增贷款比例近六成。可以合理推测，如果没有有效的窗口指导，4 月以来新增贷款很可能再次滑坡，“量价同减”问题会更突出。

第三，进一步发挥结构性货币政策工具作用，促进贷款在重点领域和薄弱环节实现进一步增长。疫情暴发以来，虽然贷款整体增速放缓，但仍有部分亮点领域贷款增速显著超过全部贷款增速，例如绿色贷款、高技术制造业贷款、普惠小微企业贷款等。这些领域由于行业发展前景较好、正处于起步阶段急需融资等原因，贷款需求依然较为旺盛。近两年来，人民银行创设了碳减排支持

⁸ 2022 年上半年全国商业银行总资产平均约为 290 万亿。鉴于上市银行生息资产占总资产比重超过 80%，据此粗略估计上半年全部商业银行平均生息资产超过 $290 \times 0.8 = 232$ 万亿。净息差是全部生息资产带来的净收益率，可测算因净息差缩小 0.14 个百分点，商业银行从存量资产和新增资产中少获得的净收益合计超过 0.32 万亿。

工具、科技创新再贷款、普惠小微贷款支持工具、普惠养老专项再贷款等结构性工具，有望助推相关领域贷款继续扩大。

第四，人民银行上缴结存利润，协助财政政策托底经济。在融资需求低迷时期，财政政策往往比货币政策更具逆周期调控作用。在过去经济较快增长时期，人民银行实施逆回购、MLF 等政策工具通常利率较高，积累了一定利润（从某种程度上可视为铸币税）。2022 年由于经济下行，人民银行将向中央财政上缴留存利润超 1.1 万亿元，对协助财政政策稳定宏观实体经济发挥了积极作用。

专题三：香港金融中心比较优势依然突出

国家高端智库中国（深圳）综合开发研究院与英国智库 Z/Yen 集团联合发布的 2022 最新全球金融中心指数排名中，香港排名第 4 位，被新加坡反超，引发对于香港金融中心地位的讨论，由于中美关系、疫情防控政策等的影响，市场不乏对于香港金融中心地位可能被新加坡超越的争论。金融中心指数排名年度之间具有较大的变动性。从未来发展看，香港仍具备领先国际金融中心的关键要素，包括背靠祖国辐射亚太的区位优势、“一国两制”的制度优势、完善的金融基础设施、高度开放和国际化以及高度活跃的金融市场，在未来全球金融中心竞争中，仍可发挥自身有利因素，保持金融中心地位。

（一）香港作为全球金融中心的比较优势

根据国际经验，决定经济竞争力的主要有总量、结构和区位等三大因素，金融市场也不例外。从总量看，香港在 2020 年创造的金融增加值高达 767 亿美元，占 GDP 的 23.3%；新加坡则为 450 亿美元，不到香港的六成，占 GDP 的 13.0%。由此可见，香港不仅金融总量远大于新加坡，整体经济的金融化程度也是超过新加坡的，虽然在经济总量上作为地区经济的香港无法与美国和英国相比，但是考虑到香港背后的中国经济的体量，其在这方面也不遑多让。从结构看，香港在股市和债券首次发行、银行及保险、资管业务等传统优势金融领域

竞争力相当明显。一个具有竞争力的金融中心必须拥有强大的资本市场，香港股票市场较新加坡有明显优势。截至 2022 年上半年，港交所上市公司总市值约为新交所的 8 倍，月均交易额为新交所的 17 倍。香港债券市场首发规模也高于新加坡，2021 年香港亚洲国际债券首次发行规模为新加坡的 1.7 倍。香港银行业和保险业较新加坡更为成熟，银行业总资产和总存款均为新加坡的 1.5 倍，保险业保费总额更是新加坡的 2 倍。香港是亚洲最大的资产管理中心，2020 年香港资产管理总规模约为新加坡的 1.3 倍。在新加坡较有优势的金融领域，香港也在努力追赶，且成效显著。新加坡一向在外汇市场和衍生品市场等少数传统金融领域较香港更具规模，但近年来差距已经缩小。近年来香港在新兴金融领域的发展十分迅速，一个重要标志是，香港对生物科技企业实行的特殊上市制度安排，带动香港新兴金融的快速崛起，使香港一跃成为仅次于美国的全球第二大生物科技融资中心。此外，香港私募股权和风险资本规模虽只有新加坡的七成左右，但过去 7 年却以年均 67% 的速度增长。从区位优势看，香港处在东亚地区的地理中心，前往东亚地区各主要城市的距离大多在 3 小时飞行航程以内，位于同一时区。目前东亚已成为全球经济最具活力区域之一，金融需求迅速增加，这是香港相比于欧美金融中心的独特吸引力所在。

（二）巩固香港金融中心地位的最新举措

但也要看到，世界经济复苏缓慢和疫情冲击背景下，香港对跨国公司和全球人才的吸引力受到影响。新一届香港特区政府已正视这些问题，正在采取措施加以解决，努力维持和提升国际金融中心地位。

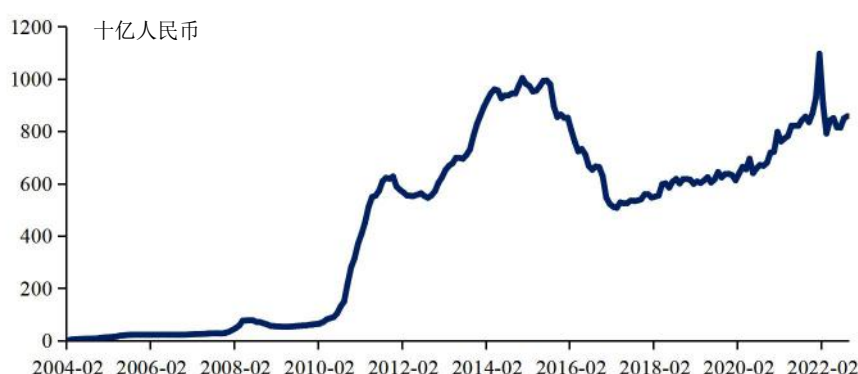
增强发展动能是《施政报告》的主体内容之一，《施政报告》围绕巩固和提升国际金融中心地位，提出了多个方面的具体措施，包括吸引优质企业来港上市、推动发行及交易人民币证券、深化并扩大内地与香港金融市场互联互通、推动绿色和可持续金融、支持资产及财富管理业务，以及强化风险管理、不断

提升金融科技竞争力等内容。

第一，港交所修改关于尚未有盈利或业绩支持的科创企业主板上市规则，吸引优质企业来港上市。日前，香港交易所发布咨询文件，计划透过修改上市规则，引入特专科技公司，允许尚未有收入、未能把科研技术商业化的公司在主板挂牌，以招揽各国科技“独角兽”来港。

第二，强化离岸人民币业务中心优势，推动市场提供更多以人民币计价投资工具，以及稳妥高效的汇兑、汇率风险和利率风险管理等财资服务。离岸人民币市场已经成为香港国际金融中心的核心要素，建设离岸人民币业务枢纽是提升香港金融竞争力的重要一环。香港离岸人民币业务具有先发优势和规模优势，拥有丰富的人民币产品体系，包括人民币存贷款、人民币衍生产品、人民币理财产品及人民币保险等业务，其中，人民币存款占境外人民币存款一半以上；人民币 RTGS 交易金额占全球人民币清算量七成以上；人民币点心债发行大部分在香港发行。香港在人民币投融资、风险管理、资产管理等业务亦境外领先。

图 35：香港离岸人民币存款量



资料来源：CEIC

第三，扩大内地与香港金融市场互联互通，年内提交条例草案宽免双币股票市场做市交易的股票买卖印花税，以优化人民币股票交易机制。加强内地与

香港资本市场合作将进一步优化沪深港通交易机制。2021 年沪深港通平均每日成交金额再创新高，约占港股成交一度高达四分之一。内地投资者将港股作为资产配置的重要选择。支持香港推出人民币股票交易柜枱，有利于控制汇兑风险。按现有机制，内地投资者购买港股以港币计价，交收以人民币兑换港币，汇率要在收市后确认，若日间人民币汇率发生较大波动，涉及额外汇兑风险。如果内地投资者买卖港股通股份以人民币报价和交易，增加使用人民币的场景，亦降低北水南下汇兑风险和成本。引入“双币双股”，也有利于稳定香港人民币存款，增加香港离岸人民币市场的流动性，有利于香港全球离岸人民币业务枢纽建设。除股市外，在债券市场上，2022 年 7 月 4 日 CFETS 与债券通公司合作，实现债券发行承分销系统与境外综合性债券一级发行电子平台（新债易 ePrime）连接，境外投资者可在线参与一级债券分销，而无须每笔发行后线下重复签署分销协定，促进一二级市场联动。债券通公司近期还下调了电子交易平台的境外服务费。

第四，发展绿色和可持续金融，提升金融科技竞争力。《施政报告》提出发展绿色和可持续金融，在香港建设国际碳市场，支持港交所继续推进与广州金融机构等在碳市场领域合作。

第五，在强化资产和风险管理方面，提出在 2022 年提交条例草案为合资格家族办公室提供税务宽免，计划到 2025 年底前推动不少于 200 间家族办公室在港设立或扩展业务；在 2024 年推行保险业风险为本的资本制度；2022 年就设立保单持有人保障计划建议咨询等。

第六，《施政报告》非常关注提升金融科技竞争力，提出大力推动金融科技，鼓励更多金融科技服务及产品进行概念验证测试、推进跨境金融科技项目、培育金融科技人才等，拟年内推出“商业数据通”，让企业分享营运数据及让银行准确评估，增中小企获批贷款机会等措施。

（三）展望

展望未来，面对亚太各金融中心的激烈竞争与带来的挑战，香港需要强化竞争意识，提升服务国家战略的能力，在国际金融中心建设上取得新的突破。巩固金融业优势，扩大国际影响力；强化香港全球离岸人民币业务枢纽地位，推动人民币国际化，在离岸市场发展更多的人民币使用场景；加速粤港澳大湾区对接，进一步深化两地金融合作和往来便利度。继续探索促进香港与大湾区内地城市跨境金融合作的政策及措施，鼓励更多金融机构通过跨境合作的方式连通内外资本市场，重点吸引大湾区机构到香港开展发债、股票、基金、保险等方面的合作，使香港发展成为促进国内国际双循环的关键金融节点；抢抓亚太地区财富快速增长的机遇，提升自身资产管理市场的产品多样性及服务水平，发挥香港全球资金池优势，提升资产管理规模。提升营商环境，保持香港国际金融中心多元化。创新思维促进发展，打造新兴领域竞争优势，例如在绿色金融和科技金融领域，打造领先其他金融中心的竞争力。

免责声明

本研究报告由海南长定投资有限公司（以下简称：长定投资）撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料。

本研究报告中包含的观点或估计仅代表作者迄今为止的判断，它们不一定反映长定投资的观点。长定投资可以不经通知加以改变，且没有对此报告更新、修正或修改的责任。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为长定投资所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为长定投资，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。长定投资保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。



海南长定投资有限公司

中国，海南省，海口市美兰区国兴大道5号海南大厦46层

www.hncdic.com