

2022 年第 8 期总第 56 期

财经参考

上海对外经贸大学图书馆主办



财经参考

2022 年第 8 期·总第 56 期

国际财经

加密货币野蛮生长的终结-----	1
140 万亿元的烦恼：债市震荡走向何方-----	2
美国的通胀和美联储的政策调整-----	5
全球商业银行何去何从？-----	12

国内财经

迈向共同富裕的三大途径-----	16
市场经济更具有社会主义性质-----	18
2023 宏观经济政策展望-----	21
金融政策发力，房地产能否走出困境？-----	24

新闻快讯

8790 亿元背后的“高质量发展新机遇”——深圳全球招商大会一线观察-----	26
澳媒：影响全球经济未来的五个因素-----	28
发力稳投资 前 11 个月新增地方债发行逾 4.7 万亿元-----	30

财经参考

国际财经

加密货币野蛮生长的终结

来源： FT 中文网(2022-12-14)

作者： 周子衡(FT 中文网撰稿人)

除了个别国家之外，加密货币的野蛮生长是全球性的，结构性，也就是说，它在某处或某几处设立公司分头获得监管许可，可谓是多头监管，而其交易活动是散布全球的，其投资来源或银行头寸的来源也是非常广泛的，结算银行也是参差不齐，良莠不拒的。

为什么要离岸？

几乎所有加密货币的交易商们都一再真诚地表态“渴望监管”，与其说这是其坚定立场，不如说是其可选择的策略——也就是说，哪里的监管合规符合自身需要就往哪里去，哪里不对头，就掉头撤出，但绝不与监管合规为敌，因为哪怕出现一个敌人，就会影响到全球布局。向下整合是最优解，那些缺乏基本监管能力的地方往往与加密货币交易商相互倾慕，一拍即合，似乎彼此在接下来的合作相融发展中，根本没有什么可失去的。

2017 年 9 月，中国严厉禁止加密货币交易后，加密货币的全球化进程大大加快了。一系列货币金融的小国展现了其宽容与接纳的态度或立场，而一系列外汇管制松弛或外汇自由的经济体也愿意对其适度开放。各方给出的监管合规蛋糕有大有小，口味也各不相同。究其原因，还是基于各自的安全与利益的平衡考量，及其对加密资产或加密货币的认知程度。

举例来说，一些国家或地区对于加密货币交易的认知类同“博彩”，既然没有什么价值或现实需求，交易与投资两相热络，表明这一切像极了零和博弈的赌博。那么，其加密货币交易所的发牌运营与监管，事实上比照的赌场模式——交易品种须逐一批准，非批准交易品种不再监管合规保护的范畴，本国居民或限制参与交易而仅限于外国人，监管当局收取相应的交易管理费用。为此，银行机构也提供相应的便利，以供结算与利费分享。

不错，这也像极了离岸金融活动。

加密货币拼凑监管合规许可所造就的，正是离岸加密货币投资与交易体系，其所“对抗”的，正是主要交易资金来源地的交易监管，其所规避的也正是资金来源地的银行监管。既然离岸金融有其存在的可能与合理性，那么，加密资产或加密货币自可有样学样，萧规曹随地跟进，甚或初生牛犊不怕虎，胆子大、步子猛，为他人所不能，甚或短期内即催生出万亿美元市值的庞大规模。加密货币炼金术完全得自于那些穿着帽衫或运动鞋的年轻新锐吗？还是背后推动银行资金涌入的另有其人？

无论如何，那些还在等着证券类监管合规牌照的年轻人们在其所拼凑出的全球合规拼图上野蛮生长着，谁又能挡得住手握空杯的少年们不用挤进银行家俱乐部，也能搞得倒酒，并在暗夜街头豪饮烂

醉……酒，是偷来的吗？反正不是变出来的，况且他们中有人直接偷钱——

银监大漏洞

加密货币破产案所显示的共性是，现金流出了状况，有人称之为“流动性问题”。若就此论，不外就是经营不善的问题，没有必然性，只是相同个案的累积而已，称不上“共性”。然而，流动性来源曝露出关联交易问题，这便是币圈的常态甚或痼疾了。未及完善公司治理或有效监管所排斥这种关联资金往来，像极了老鼠洞，直至盗取客户资金……

如此形态、规模与频率的关联交易与资金盗用，放到全球来看，也是有被监管常识与常态的，究竟发生了什么？如何发生的？简单来看，原因有二：一则关联交易往往是跨境发生，而其合规又是拼凑出来的，不可避免地存在监管盲区与监管冲突，也就是说，分开、分段看似各自都没有问题，整体地连在一起看，问题就非常严重。另则，经营不善之外，公司治理也存在重大的缺漏，甚或有如 FTX 根本谈不上什么公司治理，其财务运行之荒率狼狽令人瞠目结舌。公司治理如此不堪，经营如此不善，不免令人质疑，他们就是在“偷钱”！

偷钱、抢钱、分钱，诸如 FTX 如此拙劣的偷窃，完全无有效监管可言，直如强奸与抢劫，完全没有下限。坦言之，币圈连续地肇事翻车，根本不是加密创新的技术问题，也不是加密企业的运管风控问题（事实上他们放弃了基本的运营风控管理，而非没有能力做好），而是行业性地侵蚀银行体系，损害银行监管体系健全的问题。

无须奢望针对加密资产构建一整套新的监管体系，事实上，只须严守现行的金融监管，特别是银行监管，就会大大阻遏一系列加密货币弊案的滋生，使相关方免于遭受损失或刑则。

无可奈何的是，加密货币的野蛮生长构建起一个全球性的监管破网，他们非常懂得如何利用监管盲区、漏洞，或冲突，更懂得如何诱导相关各方基于利益考量而做出灰色选择……

弊案的参与者与受害者

眼前的加密货币风暴是一场全球性的金融丑闻，外表粉饰着技术创新而内里极其粗劣、原始与肮脏的金融弊案。究竟谁真正无辜，而谁既是受害者，也参与了谋害他人？调查、甄别，以及构建新的管控体系，一切才刚刚开始。

银行机构究竟在多大程度上纵容他人犯案乃至参与涉案？当然，涉事银行自有其法律上脱身免责的事前考量与事后救济，至多因其灰色选择而负失察的责任，但事态的发展恐绝非如此简单。那些被盗走的资金，仍在银行体系内，是有迹可循的。

现在，多国刑事警察当局等都在陆续展开与跟进相关调查。在淡马锡在 FTX 案中遭受 2.75 亿美元损失之后，新加坡财政当局公开对其损失表达失望，并认为国家因此蒙羞，声誉受损。星国随即表示放弃成为加密货币枢纽的打算，并对有关大型加密货币交易机构展开刑事调查。

加密资产或加密货币行业为自身布下了一大片雷区，雷排不完，引信拆除不完，引爆不完，没有发放新的通行证可言。未来的监管合规许可只能更趋严格，无论如何，加密货币野蛮生长的历史结束了……

140 万亿元的烦恼：债市震荡走向何方

来源： FT 中文网 (2022-11-21)

作者：章凯恺(上海竹润投资投资经理和首席宏观策略分析师)

债券市场震动，引发不少关注。此次债市震荡由何因素触发？又将走向何方？

债券市场有自身特点。曾经，在 2019 年 12 月，被誉为市场“新债王”的美国双线资本首席投资官 Jeffrey Gundlach 在一次接受媒体采访中，提出了他对金融市场的几个主要判断。这些判断在当时看来非常大胆，但在随后的市场演绎中被不断印证。对于股市，他认为美国如果出现经济衰退，美股“崩盘的概率高达 40%”。四个月后的美股的史诗级别崩盘正是由于疫情蔓延导致的经济衰退预期所引发。对于债市，他认为负利率缺乏持续性的基础，“在债券上，你赚钱很慢，亏钱很快”。两年后的欧美市场，以标志性的快速加息告别了负利率时代，标杆性的美国十年国债收益率用了一年时间上行了 260BP，回到 2008 年的收益率水平，对应美国超长期国债期货净价下跌超过 50 美元，美债持有人的亏损速度惊人。

债券市场的“赚慢亏快效应”没有止步于西方发达经济体，近期中国债券市场也体会到了这一规律的威力。2022 年 11 月，中国十年国债期货主力合约在 4 个交易日下跌超过 1.5 元，存量规模高达 140 万亿元的国内债市各期限品种到期收益率跳涨（对应估值净价明显下跌），债券的主要买家，包括债券型公募基金、银行理财产品、固收类券商资管产品和货币基金，短时间内组合净值出现明显波动。虽然资管新规正式实施后，资管产品的市价估值方法意味着单日净值的波动和回撤是正常且难以避免的，但此轮固收产品的净值回撤程度显然还是超出了不少持有人的预期。

审视这一过程，市场的内在机制在其中扮演了怎样的角色？作为个人、机构和政策制定者应该如何有效应对市场的变化？

一、债市“地震”的时间线索

进入 11 月份以来，债券市场的表现就有一些异常。先是同业存单利率水平在 11 月份后持续走高，在 11 月 8 日后开始加速上行。同期货币市场利率亦有同步走高，这在资金易松难紧的今年显得不同寻常，除了季度末和十月长假资金市场利率小幅上行外，今年货币市场利率一般都是稳步下行的宽松态势。再者，大类资产市场发出了明确的风险偏好提振的信号，如沪深 300 指数在 11 月首周上涨超 6%，创 2020 年 7 月以来单周最佳表现；商品市场自 11 月以来也明显反弹，11 月首周南华商品指数上涨接近 4%；人民币汇率自 11 月初即扭转了贬值趋势，前 4 个交易日升值超 1000 基点。债市在月初走弱，但并未失控。

11 月的第二周，更多的风险偏好上升信号出现。11 月 8 日，交易商协会发布工作动态，显示政策明确“支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资”，且总规模高达 2500 亿元，“后续可视情况进一步扩容”，地产行业的持续大幅下行是去年四季度以来债市利率下行的重要支撑逻辑，地产行业稳信用意味着后续经济信用扩张、经济复苏和就业恢复的逻辑明显增强。11 月 10 日晚间，风险偏好的提振开始加速，先是中央召开的重要会议提出“研究部署进一步优化防控工作的二十条措施”，从新闻通稿上看到高层对经济社会的发展高度重视。而疫情因素作为从 2020 年起的最重大宏观线索，任何与之相关的政策变动都会深刻影响国内资本市场，而此次会议对经济和资本市场无疑释放了重大的风险偏好提升的信号。10 日夜，美国 10 月 CPI 数据公布，明显低于市场预期，市场对美联储后续的紧缩节奏预期明显好转，全球金融市场风险偏好提振，除美元指数走弱外，包括美股美债和商品在内的资产基本都大幅上涨，尤其是纳斯达克单日上涨超 7%，历史罕见。中国债券今年与全球股市和海外债券呈现较强的负相关关系，支撑逻辑是经济的下行趋势、市场风险偏好的压制和人民银行独立的货币政策自主性，内外部的政策信号无疑会改变经济的下行趋势和市场风险偏好，破坏国内债牛的基础。

11 月 11 日下午，国家卫健委发布《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》，防疫相关政策的调整超出市场预期，市场风险偏好大幅提振，债券价格快速下跌，债市的动荡进入爆发阶段。11 月 12 日，一份监管部门的支持地产“金融十六条”的内部文件在市场流传，内容包括延长房地产贷款集中度管理政策过渡期安排等重磅政策变化，同时注意到监管部门对该文件并未否认；11 月 14 日，中国银保监会、住房和城乡建设部、人民银行发布《关于商业银行出具保函置换预售监管资金有关工作的通知》，对地产行业流动性“卡脖子”的预售监管资金问题进行了一定程度的放松。至此，国内宏观上最为重要的两条主要线索，疫情管控和地产行业政策均出现了重大的调整，债券市场的从业人员对于这种政策变化给债市带来的冲击和影响有着共识性的判断，于是出现了 14 日至 16 日债市多头投降式的无抵抗下跌，直至 17 日人民银行在公开市场进行了 1320 亿元的逆回购投放稳定资金面，债市才获得短暂的喘息。

二、拥挤的同策略多头市场

国内债市低调而庞大，其市场存量规模高达 140 万亿元，明显高于股票市场的 80 万亿元，在全球债券市场中也名列前茅。但在资本市场中，债市的知名度可能明显落后于股市。一是个人投资者直接投资于债券现货的比例较低，债券主要通过场外大宗的形式完成交易，一笔交易动辄以千万元计量，对于个人投资者而言门槛较高；二是债券的价格波动一般较小，5BP 的波动已属小概率，而这对于 1 年期的债券也仅仅对应 0.05% 的净价波动，而票息部分则每日稳定增长，反应在全价估值的应计利息部分。

但是国内债市其实是一片同质化程度非常高的拥挤的红海。作为公募纯债基金、银行理财产品和货币基金，基本上只能投资于纯债资产，且组合的杠杆、评级要求甚至资产久期都有非常严格的限制。投资范围包含国债期货空头套保策略的产品在上述几类主要的市场参与者中占比很低。而符合相应评级和期限的债券，其市场状态也趋近于充分竞争市场，定价差异度很低。机构投资者和投资标的高度同质化意味着大家的投资策略基本一致，最后的投资结果差异往往也不大。当然今年比较特殊的资产在于地产行业债券的巨大波动，不同时间段对于地产债券的风险敞口暴露不同会给今年的纯债基金带来比较明显的业绩分化。这种高度趋同性的策略使得债券基金本身产品的识别度较低，而需要依靠销售部门的服务和基金经理的个人品牌效应来打开市场获得客户，也使得债券基金产品的竞争一定程度偏离了其初心。

更重要的是，这种同质化的多头市场结构会明显放大市场的波动。在一个利空消息得到确认前，机构投资者的理性做法是继续持有债券并等待相关消息确认后再卖出，因为利空消息的确认可能需要一段时期，而卖飞债券无法获得票息收入的代价是很大的，会使得自己的组合业绩明显落后于同行，成为“孤独的失败者”，从而在排名大战中遭到淘汰。而如果利空消息事发突然，债券估值出现系统性的大幅下跌（类似于这次债市震荡），组合净值跟随市场明显回撤的基金产品毕竟是大多数，自己成为“众多失败者的一名”所受到的排名压力明显更小，也存在“法不责众”的效应。对于一个公募基金经理而言，这种选择的风险收益比是高度不对称的。这一内在的机制也是推动债市在 2016 年 10 月份走出快速大幅下跌的重要因素，因为在聚会的酒杯撤掉之前，每个市场参与者的“理性”做法可能都是会去尽量地多饮几杯，拒绝贪杯者很可能因为业绩暂时跑输或市场份额被竞争者获得而遭遇商业上失败的打击。而货币基金的持有人之所以在 2016 年 10 月份时没有感受到净值回撤的痛苦，主要是当时资管新规还没有出现，相应产品的估值方法不同。

人民银行在 11 月 18 日下午发布了《完善境外机构投资者投资中国债券市场资金管理 推动中国债券市场进一步开放》的通知，这其中的深意，可能正是与国内债市目前投资者结构亟需丰富与完善有关。

三、应对之道

风险厌恶型的个人投资者将固收型基金，尤其是久期很低的短债基金和货币基金视为最稳妥保守

的理财方式，这是理性而无可厚非的。不能因为一次偶然的波动回撤而否定整体性的认知框架。在绝大多数时间，市场的波动对货币基金造成的负面冲击是最为有限的，这一规律在海内外市场将一直成立。低风险偏好的个人理财投资者，还是可以将短债和货币型基金作为可信赖的理财方式，时间稍微放长一些，其安全性的价值会彰显。

机构投资者的应对之道会更复杂一些。如果产品的投资范围包含国债期货套保策略，可以考虑适当运用该策略，毕竟后续利率方向的市场演绎仍存在较大变数，经济基本面的复苏强度和通胀的潜在风险（人民银行在三季度货币政策执行报告中已充分提示该风险）值得机构投资者关注，利率风险值得防范。如果不能投资于此类衍生品，控制纯债的久期和仓位依然是有效的防御方式，同时，产业债中的部分低价地产债提供了一种债券内部对冲风险的有效选择：如果房地产行业信用接下来有效恢复，则利率风险抬升，但地产债的价格修复会弥补债券组合在资本利得上的损失；如果地产行业的信用修复失败了，组合的利率风险降低，就当用较低的成本购买的保险没有生效。同样地，这取决于投资经理是否愿意冒着成为“孤独的失败者”的风险，但目前来看，对组合而言这种风险对冲策略是成本较低且潜在收益较高的，战略上值得实施，基于对组合负责任的态度，投资经理成为“孤独的胜利者”的概率并不低。

对于监管者，应对之道的挑战是最大的。我们相信政策制定者是希望将债市打造成一个有着足够深度、广度和多样性的生态系统的，这样的市场显然具有着最好的韧性和风险消化能力，也有能力避免快速下跌的市场动荡，因为在市场利空消息出现的早期，就有相应的机构愿意提早卖出，而在下跌过程中，也会有基于长期看好逻辑的资金进行买入布局，毕竟债市下跌的边界是坚固的，收益率高到一定程度一定会吸引资金介入。但目前资产最终持有人，包括居民和金融机构自营，申购赎回行为也具有较强的 consistency，容易在流动性层面放大相关波动。

有效的一种应对策略可能是扩大多策略固收型基金管理人的比重。因为大类资产天然能形成对冲效应，也具备更长期投资视野的可能，在市场震荡加剧时，多策略固收型基金管理人的集中抛售动机较小，更有利于市场的稳定。扩大多策略固收型基金管理人客观要求银行理财等资金向更多元化的策略和基金管理人类型开放，因为目前的客观情况是，很多银行理财对私募基金管理人仍实施“一刀切”，从而让天量的银行理财客户无法接触到多策略的投资管理方案。监管者可能需要在在这方面进行一些有效的引导，进而破解债市投资者结构和策略单一这个持续困扰中国债市的难题。须知从系统论的角度看，缺乏丰富度的生态系统，是脆弱的。

美国的通胀和美联储的政策调整

来源：爱思想网(2022-12-07)

作者：余永定(中国社会科学院学部委员，博导，联合国发展政策委员会委员。)

2022 年是 2008 年金融危机爆发之后全球经济的又一个转折年。在经历了十几年的低通胀、低增长之后，美国的通胀率突然急剧上扬，美联储的货币政策目标由抑制通缩、创造就业、刺激经济增长转变为抑制通胀。滞胀的阴影已开始在美国出现。

新冠肺炎疫情暴发已近三年，“躺平”式抗疫似乎成了世界大多数国家的选择。俄乌冲突爆发，闪电战转为消耗战，核战争已经不再不可想象。全球能源和粮食价格高企，大批发展中国家已经或即将面临陷入饥荒或债务危机。在纷繁复杂的外部环境中，如何战胜疫情、稳定增长则是中国面临的严峻挑战。

本文仅就美国经济的一些问题分享一些看法。第一部分分析美国的通胀和起因。第二部分讨论2022年美国政府和美联储的政策调整。第三部分介绍讨论美国通胀的分析框架。第四部分探讨2023年的美国经济及美国资产价格走势。第五部分阐述对美元和美国国际收支平衡的看法。

美国的通胀和起因

2021年3月，美国通货膨胀率首次突破2%达到2.6%；但直到2021年10月之前，大家对美国通货膨胀形势的严重性普遍估计不足。美国财长耶伦和美联储主席鲍威尔始终强调美国所面临的主要危险不是通胀，而是就业和经济增长。耶伦在2021年3月的讲话中表示，存在通胀危险，但这是美联储可以应对的。通胀只是一个“小风险”（“Small Risk”），更大危险是受疫情影响美国居民不敢消费。两个月之后，她仍否认通胀将是一个问题（“Would be a problem.”）。在同一时期鲍威尔曾表示，同疫情前相比，劳动力市场上少了近1000万人，这是美国经济中最让人担忧的事情。2021年8月，鲍威尔依然坚持通胀是暂时性和过渡性的，直到2021年12月才突然宣布通胀是美国经济的头号敌人（Enemy No. 1）。

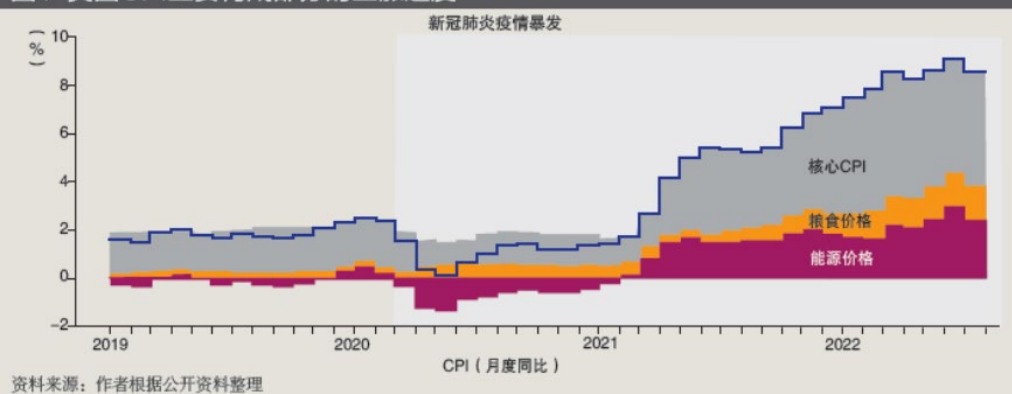
事实上，绝大部分经济学家都认为美国的通货膨胀不是大的问题。根据2021年11月彭博社公布的美国经济学家的预测，2021年年底，美国的通货膨胀率在达到7%之后就会开始逐月下降，到2022年年底，将下降到3%以下。2022年7月份美国通胀率（CPI）为9.1%，创下40年来的最高值，但8月份通货膨胀率已下降到8.5%，降幅明显。现在的第一大问题是：美国通胀是否见底了？

判断通货膨胀的变化趋势，必须首先分析通货膨胀的起因。美国在2021年特别是2021年3月、4月之后通货膨胀形势的恶化具有明显的突然性。2021年1月、2月，美国通胀率分别为1.4%、1.7%；但3月突然上升到2.6%，4月更是上升到4.2%。通胀突然恶化的原因是疫情导致的供给冲击，还是美国长期以来所执行的量化宽松政策？对这一问题，美国的经济学家有不同看法。

2021年11月，美国通胀率已经高达6.8%。伯南克认为，美国通胀主要是由供给冲击造成的，是供应链中断的结果。萨默斯则认为，严重的通货膨胀是美国在过去十几年执行扩张性货币政策的结果。他说，“美联储一直不肯升息，年复一年的扩大资产负债表……现在暗火已经开始燃烧”。两种观点针锋相对。如果相信是供给造成的，通胀就是暂时性的，随着疫情的缓解和供应链的恢复，通货膨胀率自然会下降。如果认为通胀是扩张性货币政策造成的，就需要调整货币政策，而调整难度较大，可能会导致滞胀。

本文认为，两派观点都有道理。这不是理论问题，而是一个事实问题，需要经过调查研究后进行判断。在2021年做出肯定判断是困难的，但随着形势的发展，有了更多的经验材料、更多的数据，就可以做出比较清晰的事实判断了。根据美国劳工部的数据，从2021年3月到2022年7月，在CPI篮子中，能源价格的变化最大，其次是粮食价格，最后是CPI篮子中的其他部分——即核心CPI（见图1）。显然，能源价格和粮食价格的上升应该主要是供给冲击造成的，核心CPI（包含许多种类的商品）通胀则既有需求，也有供给冲击。

图1 美国CPI主要构成部分的上涨速度



商品）通胀则既有需求，也有供给冲击。

2020年4月，石油价格一度降至为负，主要是疫情暴发，全球对经济形势的估计非常悲

观。在这一时期，石油价格为负肯定是右向需求冲击（总需求曲线向右方移动）的结果。2020 年 4 月后（含 4 月的一段时间）石油价格开始恢复，这主要得益于世界经济增长特别是中国经济增长的恢复。2021 年年初，石油价格恢复到每桶 50 美元~60 美元左右的疫情前水平，说明负面的需求冲击已经减弱，总需求曲线开始向原有位置回移。此后，石油价格一路上升，到 2022 年 2 月初，石油价格已经上升到每桶 90 美元以上。由于石油价格增长速度大大超过 GDP 增速，可以断定这一时期油价上升主要是供给冲击（港口运输瘫痪等）的结果。俄乌冲突发生后，石油价格更是一度超过每桶 120 美元，更毫无疑问是供给冲击造成的。

通过分析消费支出和消费价格变动的相互关系，也可以判断美国的通货膨胀到底是供给冲击还是需求冲击造成的。消费支出的增加通常是消费需求增加的结果，但在消费量不变的情况下，价格的上涨也会导致消费支出的增加。例如，根据麦肯锡 2022 年 5 月 4 日的的数据，在美国的 CPI 篮子中，“燃料、部件和服务消费（餐饮业）”这一项的消费量减少了 6%，但价格却上涨了 30%，可见消费支出之所以增长 24%是供给冲击的结果。又如，“户外娱乐”一项的消费量大幅度缩减 33%，但户外娱乐价格却上升了 3%。需求大幅度减少的同时价格却有所上升。据此可以断言，户外娱乐价格上涨是供给冲击造成的。如果不是同时存在负面的需求冲击，户外娱乐价格上涨会更厉害。这里有三个概念：消费量，物价和消费支出。只有将物价、消费支出和消费量综合起来，才能知道消费支出增加和物价上涨到底是需求冲击还是供给冲击造成的。需要指出的是，在疫情暴发之初，需求冲击对物价是起抑制作用的；但在大力推行扩张的宏观经济政策以应对疫情对经济的抑制作用后，美国的需求冲击是抬高物价的。

仅仅声明当前物价上涨是需求冲击和供给冲击共同作用的结果是不够的。旧金山美联储（San Francisco Fed）计算得出结论，美国核心 CEP 通货膨胀率为 4.8%，其中 1.9%来自需求冲击，2.1%是来自供给冲击。不难设想，如果是 CPI，由于要考虑能源和食品价格，供给冲击的影响恐怕会比核心 CEP 大得多。种种迹象表明，至少直到前不久，美国的通货膨胀主要源于供给冲击，但扩张性宏观经济政策产生的需求冲击也起到重要作用。应该看到，在不同时期，两者对通货膨胀率上升的相对重要性会有所变化。需要再次说明，本文所说的需求冲击有两重含义。在疫情暴发初期，需求冲击主要是指受疫情影响，产出下降、物价下降的负面冲击。2020 年 3 月之后，需求冲击主要是指导致产出增加、物价上涨的正面冲击。

2022 年美国政府和美联储的政策调整

为对冲新冠肺炎疫情的冲击，2020 年特朗普政府出台了 4 万多亿美元刺激计划。拜登政府延续了特朗普政府极具扩张性的财政政策，在 2021 年 3 月 11 日签署了 1.9 万亿美元的《美国救助计划法案》（The American Rescue Plan Act, ARPA）。2021 年 3 月底，拜登提出 2.3 万亿美元的主要涉及基础设施投资的《美国就业计划》；2021 年 4 月又提出 1.8 万亿美元的《美国家庭计划》。拜登上台后提出过包含 3.5 万亿美元的《重建美好法》，后来该计划的规模缩减到 1.75 万亿美元。2021 年 11 月缩减版的《重建美好法》在众议院获得通过，但仍有待在参议院通过。拜登所提出的相当大部分的刺激计划未能顺利变成法案。值得注意的是，在美国的一些经济刺激法案中包含直接给公众发钱的内容。第一次是 2020 年 4 月，每人 1200 美元；后来是 2020—2021 年每人 600 美元；2021 年又有一次每人 1400 美元。

2008 年次贷危机后，美国一直施行扩张性的财政政策。2010—2019 年美国的年均财政赤字率为 4.8%，明显超过自 1970 年以来 3%的年均赤字率；但 2020—2021 年美国的巨额财政赤字远超前 10 年均值。2020 年联邦财政赤字为 3.1 万亿美元，赤字率为 14.9%；2021 年联邦财政赤字为 2.8 万亿美元，赤字率为 12.4%。2020—2021 年美国财政政策的扩张程度是第二次世界大战结束以来所仅见。极具扩张性的财政政策不仅直接刺激了消费需求和投资需求，还在很大程度上对冲了疫情冲击对美国有效需求的抑制作用，并对美国 2021 年以后的通胀起到重要的推动作用。萨默斯公开批评拜登政府

1.9 万亿美元的《美国救助计划法案》是美国“在过去四十年来最不负责任的宏观经济政策”，这样的政策将导致“经济过热”。美国政府的极度扩张性财政政策对美国通胀形势的恶化难辞其咎。

除了扩张性财政政策之外，2020 年 3 月后，美联储突然中断了自 2014 年开始的扩表减量（Taper）和缓慢升息的进程。从 2020 年 3 月到 6 月，在短短 3 个月之内，美联储资产规模几乎翻番，由 4 万多亿美元猛涨到 7 万多亿美元。时至 2022 年 4 月，美联储的资产规模达到 8.9 万亿美元。

2020 年 4 月美国联邦基金利率由 2 月份的 1.58% 下降到 0.05% 的历史最低水平。与此同时，2020 年 3 月后 M2 迅速增加，而 M1 则几乎是垂直上升。M2 包括了储蓄存款，M2 的增加不一定意味着有效需求的增加。M1 是现金和银行的活期存款，主要用来买东西。一般而言，M1 急剧增加意味着有效需求的急剧增加。

2020 年 3 月是美联储货币政策变化的重要节点。当时，美国疫情暴发、经济遭受供给和需求同时左移的双重冲击，美国股市出现次贷危机以来最严重的暴跌（股市暴跌也有其技术性原因）。为了救市，美联储采取了不顾一切的扩张性货币政策。事后看，应该说是这一政策，而不是 2008 年之后的 QE 和零利率政策，造成了 2021 年后通胀形势的恶化。至于这种政策是否必要，则应另当别论。

在供给和需求的同向负面双重冲击的作用下，经济增速必然下降，但物价是否下降则要看供给和需求冲击何者占主导地位和相关弹性。如果需求冲击大于供给冲击，在经济增速下降的同时，物价可能不变甚至会下降。但在总需求给定的情况下，以供给链中断为特征的供给冲击一定会导致产出下降和物价上升。在供给冲击并未减弱的情况下，如果扩张性财政、货币政策强度过大，在抵消了负面需求冲击影响从而抑制了产出下降（或经济增速下降）的同时，可能会使通货膨胀形势严重恶化。由于政策和政策效应之间的时滞，货币当局很难准确把握政策调整时机和调整力度。在 2020 年 3 月实施了极具扩张性的货币政策后，美国 2020 年四个季度实际个人消费支出的增速分别是 0.4%、-10.4%、-3% 和 -2.1%，直到 2021 年第一季度才实现正增长的实际个人消费支出，但到 2021 年第二季度就飞涨到 16.3%。换句话说，美联储在 2020 年 3 月采取的极度扩张性货币政策并未产生立竿见影的效果，导致个人消费支出马上增加。在 3 月执行了极度扩张性的货币政策（财政政策的即时调整比较困难）之后，居民实际消费支出是持续下降的（虽然下降速度逐渐减小），在经过三个季度之后才转负为正。

尽管已经观察到 2021 年第二季度消费支出明显提速，美联储如何能肯定 2021 年第三季度消费支出不会重新下降呢？事实上，虽然依然维持在 6%~7% 的较高水平上，2021 年第三、第四季度美国消费支出的增速确实有明显下降。由于未来的不确定性，许多事情只能在事后作出判断。我们也只能在当前指出美联储 2020 年 3 月以后的货币政策过于宽松，为以后的通胀埋下了伏笔。关于投资的增长，情况类似。有鉴于此，直至 2021 年第三季度前，美国财政部和美联储未调整宏观经济政策也并不奇怪。

总之，2020 年 3 月新冠肺炎疫情暴发对美国经济造成了供给冲击，为抵消这种冲击，美国政府采取了过度扩张性的财政、货币政策而形成需求冲击。两种冲击的叠加导致实体经济供求缺口（供给减少+需求增加）忽然扩大。供求缺口的扩大是导致美国 2021 年通胀形势恶化的直接原因。

自 2008 年以来，美国一直在执行 QE 和零利率政策。这种扩张性货币政策同 2021 年第二季度以来通货膨胀形势急剧恶化有何关系？是否能够认为美国长期以来的扩张性货币政策为美国的供求缺口转化成通货膨胀创造了必要条件？弗里德曼认为，无论何时何地，通货膨胀都是货币现象。但无数事实已经证明，货币供应增速超过经济增速不一定导致通货膨胀。另一位著名的经济学家萨金特则提出一个非常简单的公式：通货膨胀就是供求缺口的函数。在他的通胀公式中并不包含货币。

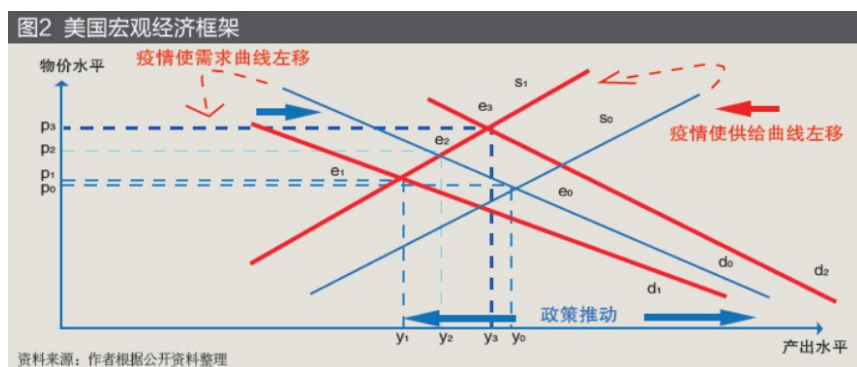
本文认为，通货膨胀的发生首先必须有供求缺口。如果没有供求缺口，发钱再多也不一定有用，即使直升飞机洒钱，如果捡起来就放到自己家抽屉里，也不会变成实际购买力，从而转化为通货膨胀

压力。但如果持有的货币真多到一定程度，不花白不花，需求也可能会因货币的增加而增加。此外，如果有了缺口但没有货币，有需求没有购买力也形成不了通胀压力。但如果供求缺口很大，货币流通速度会增加，一些新的替代货币也可能被创造出来（例如，打借条）。简而言之，供求缺口、充分的货币供应是通胀的充要条件。但在一定条件下，供求缺口可以创造货币，货币“超发”可以创造供求缺口。总之，要具体问题具体分析。分析通货膨胀起因既不能不考虑“一般经济原理”，也不能教条主义。

本文以为，2008年美联储执行零利率和QE政策的主要结果是商业银行在美联储的（超额）准备金暴增、资产价格飙升，不能把导致2021年第二季度以来通胀形势持续恶化的原因归结为2008年以来美联储扩张性货币政策累积压力的释放。第一，美联储执行QE和零利率长达十余年，直到2021年3月后美国通胀率才突然迅速上涨，除非提供“由量变到质变”的相应“阈值”，“压力释放”说并无实际意义。第二，M1增速飙升240%发生在2020年3月美联储资产翻番之后，同2008年以来美联储的QE和零利率政策并无关系。第三，2008年以来，美国消费支出增速大致保持在2%，只是在2021年美国消费支出才开始快速增长。美国固定资产投资和住房投资变动情况也类似。2008年美联储的零利率和QE的消极后果大概还要等美联储升息和实行量化紧缩（QT）之后才能真正显现。

美国通胀走势的分析框架

2020年疫情暴发后，美国宏观经济形势的变化和宏观经济政策的调整如图2所示。



在图2中，可以首先找到 e_0 点， e_0 是初始供给曲线 s_0 和需求曲线 d_0 的交点，是供求均衡点。疫情暴发的结果使供给曲线和需求曲线同时左移。供给冲击使得 s_0 移到 s_1 、 d_0 移到 d_1 的位置上，新供求曲线的交点变成 e_1 。 e_1 的纵坐标（新

物价水平）到底是高于 e_0 还是低于 e_0 的纵坐标，取决于供给冲击和需求冲击的相对强度。在这张图上，供给冲击更强，物价由 p_0 上涨到了 p_1 。但是， e_1 的横坐标 y_1 （新产出水平）则小于 y_0 。这是疫情初期的形势：物价上涨、产出减少（或GDP负增长）。面对这种形势，美国政府采用了扩张性的货币政策和财政政策，刺激有效需求，以便使 d_1 回到 d_0 的位置。但是总供给曲线却不会因扩张性的财政、货币政策恢复到 s_0 的位置， e_2 成为新的均衡点。 e_2 的纵坐标是 p_2 ， $p_2 > p_1$ ，说明通货膨胀形势进一步恶化。2020年3月后，美国政府和美联储采取扩张的财政货币政策，就大方向来说是正确的。这样做虽然必然导致物价的上涨，但产出水平可以得到一定的恢复（ y_1 恢复到 y_2 ）。美国政府和美联储的问题是用力过猛，需求曲线被推到 d_2 的位置上。由于供给并未得到恢复，供给曲线依然留在 s_1 的位置。新的均衡点是 e_3 。 e_3 对应的物价是 p_3 。 $p_3 > p_2$ ，说明通胀形势进一步恶化。原来美联储强调 s_1 会自动回到 s_0 的位置，物价会自动回落。但是由于俄乌冲突等黑天鹅事件的发生， s_1 不仅没有回到 s_0 的位置，而且可能进一步向左方移动（图中未体现）。这种情况就导致了美国通胀形势在2022年的进一步恶化。 s_1 和 d_2 的交点 e_3 代表了美国目前的经济形势。

由于通胀形势恶化，2022年美联储再次对货币政策进行了方向性调整，以便消除2020年宏观经济政策扩张性过度的通胀后果。从2022年1月开始，美联储已经四次升息。到本文截稿时为止，联邦基金率已由0~0.25%升至2.25%~2.5%的水平；2022年6月美联储开始从原来的减增（Taper）变为QT。现在，美联储实际上是在试图把总需求曲线从 d_2 的位置拉回到 d_0 甚至 d_0 左方的位置。这样做可以抑制通胀，但同时也会抑制产出。到目前为止，美国经济连续两个月出现负增长并非偶然。

需要强调的是，执行货币紧缩政策，美联储除了升息之外，还要缩表。对于缩表，美联储是比较谨慎的，因为缩表对美国经济的冲击可能比升息更大、更难以控制。

现在，需要解答的问题是美国的通胀是否已经见顶？美联储今后的政策方向会如何变化？美国通胀形势的变化取决于两个因素：一是供应链的修复以及其他一些供给冲击因素的消除；二是对扩张性财政政策、货币政策的调整。用图 2 的语言表述，就是看 s_1 是否会右移回到 s_0 的位置以及 d_2 是否会左移，回到 d_0 的位置。

2023 年美国经济走势

2022 年 7 月美国的通胀率（CPI）由 6 月的 9.1% 下降到 8.5%。市场预测认为通胀已经见顶。其他一系列指标也显示了通货膨胀形势好转的趋势。例如，风险资产远期价格回落、美联储加息预期减弱、通胀预期下降，等等。预期指标的好转意味着形成通胀恶性循环的可能性在下降。但也存在不利因素，主要是出现了根据通胀率调整工资的情况。美国工资上涨状况值得关注。

从供给端看，2022 年 7 月通胀率下跌的主要原因是能源价格的下降。7 月美国普通无铅汽油每加仑的全国平均价格为 3.99 美元，比 6 月下降 4.6%。上述情况可能主要是供给端形势改善的结果。从需求端看，根据美国经济分析局数据，2022 年美国消费支出增速由 6 月的 1% 下降到 7 月的 0.1%。2022 年美国名义固定资产投资增速由第一季度的 4.2% 下降到第二季度的 1.22%。考虑到美国目前的通货膨胀率，美国消费和投资实际支出的增速应该是负数。此外，上文已经提到 2022 年美国财政赤字将大幅减少。所有这些都表明美国 2020 年的极度扩张性财政货币政策所形成的需求冲击已经基本消失。从供给和需求两个方面来看，只能得出以下结论：美国通胀形势将会进一步好转。当然，由于黑天鹅事件难以预计，通胀前景仍有很大的不确定性。

再来看美国的经济增长。美国的经济增长过去两个季度都是负增长。按照过去的标准，连续两个季度负增长就是衰退，但美国已经修正了对于衰退的定义，连续两个季度的负增长并不意味着进入衰退。NBER 认为，衡量衰退有 6 条标准，包括实际个人收入、非农就业、实际个人消费支出、批发-零售额、入户调查就业和工业生产。当前美国到底是否处于衰退状态，还要等半年后由 NBER 根据这些标准去追认。

2022 年美国经济增速在第一、第二季度连续负增长，分别为 -0.16% 和 -0.9%（后调整为 -0.6%）。美国执行的紧缩性财政、货币政策导致了消费和投资需求增速的下降。其中，消费支出增速为 1%；住宅投资增速为 -14%；存货投资增速为 -2%；固定资产投资增速为 17%；政府支出增速为 -3.2%。对 2022 年第二季度总需求不同构成部分对 GDP 增长贡献的分解可以看出，私人投资的贡献是 -2.01%；住宅投资的贡献是 -0.71%；在消费需求方面，对 GDP 增长的正贡献主要来自餐饮业，其次是医疗，而耐用消费品之类的贡献则是负的。此外，美国的出口增长对 GDP 增长贡献了 1.92 个百分点。尽管依然是贸易逆差，但由于逆差减少，净出口对 GDP 增长作出正贡献。但这种情况可能和美国国内需求不振有关。

在近期的讲话中，鲍威尔反复强调通胀的威胁、强调美联储要进一步升息。2022 年 6—7 月，联邦基金利率的目标区间是 2.25%~2.5%。市场预期 2022 年底联邦基金利息率将达到 2.75%~3%。但也有美联储的负责人称 2022 年要加息到 4% 甚至 4.4%。

美国经济增速正在进一步下滑，为什么美联储一再强调要升息？第一，在美国抑制通胀顺应民意。特别是，鲍威尔一开始判断有误，所以现在必须“矫枉过正”。第二，鲍威尔也有说的对的地方，一个月的变化还不足以得出结论，还需观察几个月。第三，从需求端看，尽管美国一再升息，美国实际利率仍然为负，如果想抑制投资需求，利息率还可以提高一些。从供给端上看，服务业的物价上涨压力依然比较大，而且工资上涨比较快。看通货膨胀会不会持续，关键看工资是否上涨。物价上涨→工资上涨→成本上涨→物价上涨会形成恶性循环。鲍威尔强调一定让通货膨胀率降到 2% 也可能是出于

这种担心。

根据本文判断，美国通胀已经基本见顶，如果没有更多外部冲击，通胀形势应该不会进一步恶化（波动性的反复难以避免）。美联储不会像表现出的那么鹰派。

当前美国就业情况最大的问题是虽然失业率已创历史新低（百分之三多一点），但空缺率比较高。这也许是政府发钱的结果，也可能是某种结构性问题造成的。一些美国人选择“躺平”不工作，有工作机会也不去。美联储强调货币紧缩的目的之一是想通过降低对劳动力的需求来降低空缺率。在美国，空缺率和失业率之间存在负相关关系。所以，美联储想通过减少企业劳动力需求的办法降低空缺率。

在美联储实行升息、QT 政策的情况下，美国的经济会如何演变？分析美国未来的经济形势发展相对容易，就好像电影有回放，即可以把 QE 以来的演进过程倒过来看。次贷危机爆发之后，美联储执行零利率加 QE 政策（联储购买国债和 MBS）。最初的目的是稳定 MBS 市场。此后是通过大量购买美国国债，抬高国债价格。国债价格上升意味着国债收益率下降。由于国债收益率下降，投资者就只好进入股票市场和其他资本市场，买股票、买房产。股市、房地产的价格上涨会产生“财富效应”。财富“增加”了，居民就会增加消费需求、投资需求（股票的托宾“Q 效应”），使经济增长得到恢复。美联储的 QE 操作虽然仅仅在二级市场购买国债，但不同于它在正常情况下的公开市场操作（OMOs），因为两者目标不同。除产生财富效应外，美联储 QE 加零利息率政策同时也是为了克服通货收缩，使通胀率能够达到 2%。通胀率太高不好，太低也不好。通货膨胀率太低，不利于企业盈利，不利于企业投资。

现在，升息加 QT 将导致国债价格下降、收益率上升，以前发生过的事情现在倒过来了。美国国债不仅收益率上升还出现了国债收益率倒挂的问题。短期的国债收益率高于长期国债收益率，意味着对近期经济的预期不好。在美国历史上国债收益率倒挂经常意味着危机的发生。

QT 对 QE 而言是反其道而行之。为吸收多余的美国国债，除非出现新的购买者，美国国债价格必然下跌，收益率必然上升。升息加 QT 必然导致股票和房市价格的下降。事实上，QT 还没开始，2022 年上半年各类指数已经普遍下跌，道琼斯股指上半年下跌了 15.31%，纳斯达克指数也大幅度下跌。—

美元走势

当前美元走强最主要的原因是美联储的升息。但美元走势是由多种因素决定的，很难仅仅就美联储是否升息判断美元走势。

自 2002 年美元经历过一波长期贬值过程之后，美元指数由 2002 年年初的 120 下降到 2008 年 6 月的 73。值得注意的是自 2004 年 3 月到 2007 年 7 月，联邦基金利率由 1% 上升到 5.4%。但由于美国国际收支状况的恶化，联邦基金利率的大幅度上升并未能阻止美元指数的大幅下跌。

2007 年年中，为了避免资产泡沫崩溃导致金融危机和经济危机，美联储开始大幅降息，2009 年年初联邦基金利率跌至 0.2%，但美元指数在 2008 年年中到 2009 年 4 月之间持续回升。在这段时间，导致美元指数上升的主要原因应该是危机中的“避险天堂”效应。

在美联储实现零利息率期间，美元指数大体稳定。这种情况同美国经常项目逆差与 GDP 之比明显下降不无关系，而国际收支状况的好转又与危机期间美国居民储蓄率上升企业投资率下降有关。

在 2014 年下半年到 2017 年年初，美元又发生一轮升值过程，美元指数重回 100。这同 2014 年美联储声称准备减量（Taper）并于 2015 年年底升息有关。此轮升息一直持续到 2019 年 7 月，联邦基金利率由几乎为零上升到大于 2%。尽管如此，2018 年 2 月，美元指数回落到 90 以下。换言之，尽管美联储升息，美元指数仍可能因其他原因而走软。

2020 年 3—4 月，联邦基金利率重回零利率区间，美元指数在此期间由 100 跌至 90。美元指数下降是否是联邦基金利率下降所致？应该与此有关，但也不全是，因为同期美国的经常项目逆差明显恶化，美国的外部均衡问题重新引起关注。

目前美元指数的走强固然离不开美联储的升息，但也应看到，本轮美元指数的回升从 2021 年 6 月就已经开始。在当时，美联储并未表示要改变货币政策，美国的国际收支状况也处于恶化过程中。

理论上，从长期来看，决定一国汇率长期趋势的因素是贸易平衡，从短期看是国际收支平衡（资本流动是否能够平衡贸易项目差额，从而抵消贸易项目对汇率的影响）。但在现实中，汇率走势极难预测。

自 1985 年以来，美国的海外净债务持续增加。到 2021 年年底，美国的海外净债务已经超过 18 万亿美元，同期美国 GDP 为 23 万亿美元，净外债对 GDP 比为 78%。根据本人推算，美国的净债务对 GDP 比还将继续上升，最终可能达到 100%。

美国国际收支平衡和美元的稳定在很大程度上是靠其他国家大量购买美国国债维持的。随着美国净债务对 GDP 比的上升，外国投资者会要求美国提高美国国债的风险贴水，加之美国及其盟国扣押俄罗斯中央银行外汇储备，严重破坏了美元的信誉，发展中国家购买美国国库券的意愿下降。值此之时，美联储又要执行 QT，出售自己持有的巨额国债，美国国债收益率大概率会上升。国债收益率的上升意味着美国财政赤字将因付息成本的上升而恶化；美国经常项目中的投资收入项目将由目前的顺差变为逆差，从而进一步恶化美国的国际收支状态。为了维持平衡国际收支，美元就可能像 Obstfeld and Rogoff 早年预言（但没有实现）的那样，大幅度贬值。因而，从长期来看美元地位可能受到影响。但是，由于美元的国际储备货币地位和美国在经济和军事上的地位以及国际储备货币的“网络效应”，很难断定所谓的“长期”到底有多长。

本文认为，目前美元的升值特别是美元对人民币的升值是短期现象。但下注美元短期走势和美元对人民币汇率风险极大。中国仍需维持对资本跨境流动的管理并最大限度维持人民币汇率的灵活性。

结论与启示

对 2022 年 9 月至 2023 年美国和世界经济的简单预判是，美国经济陷入轻微衰退，以后是低速增长，经济增速将低于 2008—2019 年的平均增长速度。美国的通货膨胀率将会见顶回落，但由于供应链仍无法完全恢复、俄乌冲突等事件对能源、粮食和大宗商品价格的冲击不会完全消除，美国通胀大概率难以控制在 2% 的水平。美联储将继续执行升息和 QT。美国股市和房市的黄金时代已经过去，会不会直接进入“黄铜时代”也未可知。如果美联储过度升息，美国经济就可能陷入滞胀。美国和西方国家的社会问题，例如，贫富差距、种族冲突、国家治理能力下降等问题或将进一步凸显。作为中国经济增长的外部环境，对于 2023 年的世界经济形势，没有理由感到乐观。

对于中国经济的长期前景，应该持乐观态度。中国是一个发展中国家，同时又是一个大国。“发展中”意味着我们还有发展潜力，“大”意味着我们在很大程度上能够克服不利外部因素的影响。只要我们坚持改革开放方针、不犯方向性的错误，中国经济就能保持较高的增长速度，在经济总量上赶上美国就只是时间问题。

全球商业银行何去何从？

来源： FT 中文网 (2022-12-8)

作者： 关照宇(海颐战略与国际问题研究院常务副院长)，刘典(复旦大学中国研究院特邀副研究员)

近期，市场上关于汇丰分拆的议论甚嚣尘上。这一话题早自 2013 年已初见端倪、屡被提及。2020 年汇丰取消派息，此事再度被推上风口浪尖，且关注度、持续度远超以往。随着国际局势、地缘冲突日渐复杂严峻，越来越多投资者与中小股东强烈呼吁，甚至结成联盟抱团喊话，要求汇丰分拆，大股东亦罕见表态支持。

面对持续升级、不容回避的压力，汇丰管理层明确提出反对，其理由之一，是分拆将破坏汇丰全球网络协同价值。然而，吊诡的是，近十年来，汇丰陆续退出多个国家市场，包括美国、法国、巴西的零售银行市场，今年更将俄罗斯、加拿大业务出售给了当地银行，据悉其新西兰零售业务也正待价而沽。汇丰之所以放弃加拿大业务，路透社分析，从资本市场对花旗、汇丰、渣打等全球化商业银行控股集团通常估值偏低来看，主要因为大型本地银行更具优势，“这也为汇丰的进一步分拆提供了充分理由”。

汇丰显而易见、难掩尴尬的言行矛盾，以及资本市场质疑声迭起的背后，是国际金融界对于全球化商业银行模式存在价值的思考。本文尝试从回顾全球化商业银行模式的前世今生切入，用历史和发展的眼光，分析其利弊短长，探究百年汇丰口口声声力图维系的全球业务网络将何去何从。

全球化商业银行模式的发展变迁

全球化商业银行模式，是随着西方信用制度的确立、世界市场的扩张逐渐发展起来的，最早可追溯至 16 世纪初大航海时代。二战后，欧洲失去了世界政治经济中心的优势地位，美国凭借以美元为中心的 international 货币体系，崛起成为世界“超级大国”，带动资本主义世界进入金融扩张的新周期，加上电子科技飞速发展的助推，生产国际化、资本国际化成为战后世界经济发展的重要趋势。全球化商业银行模式正是在这样的时代背景下，通过金融资本的跨国借贷融资活动，成为当代国际经济活动中的重要角色。

上世纪 60 年代以来，以花旗、汇丰、德银、渣打等为代表的大批商业银行，利用科技、人才、经验等先发优势，进行大规模全球扩张，成为全球化的大型环球银行，一度主导并塑造了全球金融业格局。据 1980 年联合国跨国公司中心的调查，1975 年和 1978 年经营存款并在五个及以上国家拥有多数股权的分支附属机构的跨国银行共有 84 家，其中美国 22 家、英国 10 家、法国 7 家、联邦德国、加拿大各 5 家。

然而，“三十年河东，三十年河西”，随着新兴市场经济体的发展壮大、世界从单极化走向多极化、全球金融危机沉重打击跨国金融体系、东西方地缘政治风险的持续加剧，全球化商业银行模式迅猛发展的历史土壤已不复存在，优势日益消退、劣势逐渐突显。

近三十年来，作为金融全球化载体的跨国银行，经营风险、操作风险等不断暴露，对金融市场风险、地缘政治风险跨国传递的负面影响持续加大。2002 年，联合爱尔兰银行美国分行外汇交易员伪造期权合约，诈骗金额高达 7.5 亿美元，导致联合爱尔兰银行股票当天一度暴跌 13.7%，震荡影响外溢至伦敦市场、纽约市场。2008 年，有着 158 年历史的美国第四大投资银行雷曼兄弟宣告破产，全球金融系统出现大规模挤兑，共有 24 个国家受到沉重打击（其中大部分国家的经济活动至今未恢复正常），引发了大萧条以来最严重的全球金融危机。

由此可见，全球化商业银行引发的跨国系统性风险传染，对全球金融体系的负面影响远超想象。

1997 年、2008 年两次全球金融危机后，越来越多国际机构组织、政府及监管公开表示担忧、反感全球化商业银行带来的跨国系统风险传染。世界银行一项研究显示，全球金融稳定理事会（FSB）、G20 以及多国决策者曾对全球化商业银行的跨国负面影响表示担忧。一项关于全球银行、区域银行影

响力的统计显示，75%受访者认为全球化商业银行带来了跨国风险传染“惊吓”。英国政府为维护金融稳定、有效隔离跨国风险，更是自 2012 年以来对银行业实施了一系列改革，其中最重要的是“围栏改革”（ring-fencing），要求全球化商业银行把英国的零售、投行业务单独隔离，保护英国客户免受全球风险影响。

面对新时期、新形势、新环境，不少全球化商业银行相继放缓全球展业步伐，选择退出区域市场业务。据中国银行研究院分析显示，近年来，跨国大型银行均有压降国际化业务的趋势，比如花旗退出亚洲 13 个市场业务、德意志银行逐步收缩境外业务规模、西班牙桑坦德银行缩减欧美地区市场业务、渣打银行退出非洲和中东地区 7 个市场业务、法国巴黎银行退出美国大宗商品融资业务等。

全球化商业银行模式的利弊之辩

任何事物均有两面性，抉择之道无非是两利相权从其重，两害相权从其轻。

论利的一面，全球化商业银行模式不可否认有一定优势。大型跨国银行拥有统一品牌价值，熟悉国际金融市场规则，其分布全球的海外分支机构与代理行网络，能够为 客户提供全球范围的现金收付、转账清算、金融咨询等服务，然而需要全球服务的客户群终归有限。分业务类别看，全球化商业银行模式对公业务有所贡献但不大。据麦肯锡研报分析，多家全球化银行的贸易金融、跨境支付等主要国际业务，对公业务平均营收贡献占比仅 19%。对于零售、同业等区域属性显著的业务，全球化商业银行在产品、风控、当地人脉资源等方面，远不及本地银行般优势显著。

与屈指可数的优势形成鲜明对比的，是全球化商业银行模式带来的巨大挑战，从监管、经营、竞争的风险与成本，到不可控的地缘政治风险，每一点都需要耗费难以承受的庞大投入。

首先是监管风险与成本。全球金融危机后，各国政府、监管日益重视跨国系统性风险对本国金融体系的影响，对全球化商业银行的监管举措也显著趋严、处罚增加。据 LexisNexis Risk Solutions 统计显示，英国银行业每年用于应对反洗钱合规的成本高达 287 亿英镑，另有一项全球研究显示，1/3 的全球化商业银行将年营收中的 5% 用于合规需求。处罚方面，2013 年，汇丰因反洗钱案遭美国联邦法院裁定罚款 19.2 亿美元；2020 年，花旗因风险管理与内控体系“存在重大缺陷”，遭美联储和美国货币监理署罚款 4 亿美元。

其次是经营风险与成本。全球化商业银行须兼顾不同地域经营要求，承担远高于本地银行的经营、运营成本及跨国关联交易风险。一个典型的例子，是英国巴林银行的破产案。英国巴林银行拥有 230 多年历史，曾是英国最大银行，在全球 25 个国家拥有 55 个机构网点，却因一位新加坡分行交易员长期造假期货交易，交易总市值远超巴林集团资产总和，最终将巴林银行推向破产，引发伦敦股市暴跌、纽约道·琼斯指数单日下降 29 个百分点。

再次是竞争风险与成本。近年来，区域性本地银行、创新型数字银行强势崛起，迅速抢占市场份额，全球化商业银行的先发优势已所剩无几。2021 年，《亚洲银行家》杂志评选的亚洲前十大银行中，超过一半是区域性本地银行（如：中国银行、工商银行、建设银行、农业银行、日本邮政银行等）。中国香港、东南亚也持续涌现创新型数字银行，如中国香港的 8 家虚拟银行、印尼的 Akulaku 等。

最后是地缘政治风险。未来较长一段时间，东西方对立仍将加剧，意识形态对抗难以调和，地缘政治风险将持续影响全球金融业。国际货币基金组织总裁曾表示，国际社会正加剧割裂成不同的地缘政治集团，各自具有不同的贸易和技术标准、支付体系、储备货币。这种结构性转变将带来痛苦的调整成本，国际供应链、产品研发和生产网络将被打破重建。多项国际性研究显示，地缘政治风险的持续加剧，降低了国际商业银行为跨国大型项目提供融资的意愿，对银行业的盈利能力也产生了负面影响，主要体现在信贷业务萎缩、不良贷款激增等方面。

权衡之下，弊大于利，全球化商业银行模式存在的价值昭然若揭，无怪乎曾经叱咤全球的跨国金融巨头，争相收缩全球版图，都在各自所深耕、熟悉的市场争夺、巩固各自的霸主地位。

汇丰未来何去何从？

汇丰拥有超 150 年历史，是享誉全球的百年金融品牌、全球核心要素资产，一直是国际金融业的标杆。多年来，汇丰以其“环球银行、本地智慧”的全球化商业银行模式著称，是全球知名的“The World’s Local Bank（全球的本土银行）”。

然而，近年来，越来越多资本市场参与方和金融从业者对汇丰的“环球银行、本地智慧”模式提出质疑。某国际知名投资组合策略分析师认为，“早在五年前，汇丰已不再是‘The World’s Local Bank（全球的本土银行）’，它作为一家全球性银行的日子，可能连今年年底都撑不到”。

汇丰作为其所号称的全球化商业银行，确实名不符实：

市场开拓方面，过去几年，汇丰持续收缩全球市场业务布局，包括退出美国零售市场、巴西市场，出售法国零售银行业务、汇丰加拿大业务、俄罗斯子公司等。今年以来，汇丰更是爆出或将出售新西兰零售银行业务。

经营业绩方面，汇丰的大部分利润贡献都来自亚洲市场。2019-2020 年间，汇丰亚洲业务贡献了超过 100% 的税前利润；2022 年半年财报显示，亚洲业务税前利润贡献近七成，仅香港地区的税前利润贡献就有近 27%；从这个层面看，汇丰与其说是“全球的本土银行”，不如说是“亚洲的本土银行”。

管理策略方面，以亚洲为例，尽管汇丰大部分利润来自亚洲，但汇丰决策高层和核心中枢始终英国，遥控指挥亚洲、香港，就像“远离井市的盲人做买卖，必然会出错”。这难免让外界质疑，集团管理层在亚洲之外工作、生活，与亚洲存在时差，远离本地市场竞争环境，能否及时把握瞬息万变的本地市场、客户需求、同业竞争，做出最适合汇丰亚洲业务未来发展的战略决策？

不难看出，昔日的“环球金融、本地智慧”全球化商业银行模式已优势不再。汇丰现在最需要做的，是全方位评估该模式的整体价值贡献，尤其要判断在监管风险、跨国系统性风险、地缘政治风险等与日俱增的背景下，如何在价值与风险成本之间取得平衡，实现长期可持续稳定经营。

“互为代理”或可另辟蹊径

纵观历史，金融业一直随着工业化升级和经济的发展不断演变，每一次技术革命都是金融业变革升级的幕后推手。工业 1.0 机械化时代以蒸汽机为标志，彼时大量小型民间借贷资本相继涌现；工业 2.0 电气化时代以流水线、电力使用为标志，大规模的资本借贷融资活动应运而生；工业 3.0 自动化时代以产业链、供应链全球发展为标志，大批商业银行开启全球扩张步伐；工业 4.0 智能化时代以产业链、供应链的全球重构为标志，金融业朝着专业化、本土化、区域化方向发展。

随着工业 4.0 智能化时代的到来，全球银行业呈区域化、本土化发展趋势，单一银行已很难满足全球客户的所有需求。据了解，过去三十年，全球已出现多种战略重组模式，其中“互为代理”合作模式已成为主流。

日本三菱日联金融集团与摩根士丹利的代理合作，就是一个典型例子。2008 年 9 月，日本三菱日联金融集团投资摩根士丹利 21% 股权，通过“互为代理”的方式形成全球战略联盟，在企业与投资银行、零售银行、资产管理等领域广泛合作。

另一成功案例，是中银香港与中国银行。中银香港曾是中国银行的香港分行，后改组为在香港独立注册的实体并在港交所上市。上市以来，中银香港与中国银行在监管框架下签署服务与合作关系协议，长期利用中国银行的全球网络，分享金融机构中后台运营的规模、协同效益，实现了快速发展。

通过构建大而全模式谋取红利的时代已一去不返，全金融功能、全世界覆盖的大型跨国银行已若明日黄花。面对工业 4.0 智能化时代的机遇与挑战，汇丰应如何抉择？

汇丰于十九世纪诞生于亚洲，深耕亚洲市场一百多年，亚洲哺育成就了汇丰过去的辉煌，也为其未来再续辉煌提供了肥沃的土壤。假设汇丰通过业务拆分或战略重组的方式，让亚洲业务独立，并与远在伦敦的汇丰控股建立类似中国银行及中银香港的“互为代理”模式，不失为一个出路。如此既可以统一产品及服务标准，相互代理各自区域内的业务，又能灵活应对上述全球化商业银行模式的风险，抓住亚太区机遇，特别是人民币国际化的机会，相信汇丰凭借遍布亚洲的庞大网络与自身百年品牌优势，一定能实现更好、更快地发展。

国内财经

迈向共同富裕的三大途径

来源： 财经网(2022-12-02)

作者： 蔡昉(中国社会科学院国家高端智库首席专家，中国社会科学院原副院长)

实现全体人民共同富裕，是中国特色社会主义现代化的一个基本要求。走向共同富裕有“多途”，但和当前面临的挑战相关，可以通过以下三方面途径加快推进共同富裕的进程。

一、做大蛋糕和分好蛋糕

做大蛋糕和分好蛋糕，需要做好以下三点。

第一，要保持经济增长在合理区间。

党的十九届五中全会提出了到 2035 年基本实现社会主义现代化远景目标，其中包括人均 GDP 达到中等发达国家水平。要实现这一目标，发展是解决一切问题的关键和基础。

按照我国潜在增长能力预测，要想实现上述目标，需要在未来 15 年里保持 14.7%~14.9% 的年均增长速度。按照现在的发展趋势和生产要素资本、人力资本、生产力提高幅度等潜能推算，“十四五”结束时，我国人均 GDP 可达 13000 美元到 14000 美元，能够进入高收入国家行列；到 2035 年，人均 GDP 接近 23000 美元，将非常接近中等发达国家水平，但还差一点。

如果通过一些必要的改革提高潜在增长率，到 2025 年将人均 GDP 提升到 14000 美元，那么到 2035 年人均 GDP 就可以接近 23000 美元，相当于今天葡萄牙的人均 GDP 水平，从而进入中等发达国家行列。这是我们必须达到的目标，也是走向共同富裕的一个基础。

第二，要保持经济增长与收入增长同步。

历史上，GDP 的增长和居民收入的增长常常是分离的。但党的十八大以来，我国 GDP 增长和居民可支配收入增长的同步性非常强，这意味着人均 GDP 的提高可以转化为居民收入的提高，居民能够共享发展成果。

未来，还应继续调整国民收入结构，提高居民收入和劳动报酬份额。同时，也要进行收入分配制度改革，缩小各种收入差距。

第三，初次分配和再分配要叠加发力。

党的十八大以来，居民收入差距，也就是基尼系数有所下降，但几年后又趋于平缓。基尼系数代表一个国家和地区的财富分配状况，数值越低，表明财富在社会成员之间的分配越均匀，反之亦然。基尼系数通常把 0.4 作为收入分配差距的“警戒线”。

目前，我国的基尼系数保持在 0.46 左右，陷入徘徊状态。这说明我国的收入分配结构还不够合理。事实上，初次分配是有极限的，不太可能把收入差距降到 0.4 以下。从 OECD 国家的经验来看，初次分配后的基尼系数多在 0.4 以上，有些甚至超过 0.5。之所以最终的分配结果都在 0.4 以下，有的甚至能达到 0.3，是因为税收和转移支付实现了再分配。

因此，要想把收入分配结构改善到合理水平，必须借助再分配。中国已经进入社会主义现代化的新发展阶段，再分配应该成为越来越重要的手段。而且，很多发达国家的经验也显示，虽然经济增长、技术变革、全球化可以做大蛋糕，但并没有自然而然分好蛋糕的机制，所以必须借助再分配手段。

二、促进和扩大社会性流动

党的十九大明确提出，要促进社会性流动。历史上的流动，主要是横向流动，比如农民工从原来务农转移到非农产业、小城镇、中等城市、大城市、沿海地区。但是，在横向流动中也有纵向流动，比如居民收入、身份、地位的提高，以及岗位提升等。这得益于两点：第一，教育水平改善速度非常快，普及九年义务教育和高校扩招，让更多的人进入教育序列当中；第二，经济增长非常快，蛋糕做得非常大。

而现在，我国已经进入中高速或者中速的增长时期，劳动力的流动显著放慢。在这个时候，更应关注向上的纵向流动。如果没有切实的手段，社会性流动容易变成零和博弈，相当于挤一辆公共汽车，你挤上来我就掉下去，这种现象会发生，也会产生社会冲突。中央提出扩大中等收入群体，核心就是加速社会流动。

如果按收入将居民分为五组，从宏观看，每组的收入都在提高，这是今后必须保障的，如果不能做到这一点，就谈不上扩大中等收入群体。从微观看，每个家庭的收入也在不断增加，这是过去的一个重要特点，但今后可能会出现零和博弈的现象，一些家庭的收入改善速度或将明显慢于其他家庭。从中观看，很多家庭可以从低收入群体或次低收入群体不断跨越收入组，进入更高的等级中，这些群体是社会流动的关键，也是扩大中等收入群体的关键。

因此我们提出，应该进入一个扩大中等收入群体的倍增计划，主要涉及以下三个群体。

“倍增”之一：脱贫后低收入农村人口

党的十八大以来，大概有 1 亿的农村绝对贫困人口脱贫，但他们仍是低收入群体。OECD 国家的相对贫困标准是居民收入中位数的 50%。2019 年，我国农村居民收入的中位数是 14389 元，它的 50% 就是 7195 元；2020 年有所提高。

假设 30% 的农村家庭符合这个标准，总人数至少为 1.53 亿，数量非常可观。如果能够把这部分人培育为中等收入群体，将创造又一个共同富裕奇迹。

“倍增”之二：进城农民工市民化

2020 年农民工的平均工资是 4549 元，是中等收入群体下限水平。虽然农民工大部分也能算得上是中等收入群体，但他们仍面对一堵“无形的墙”，即得不到充分的社会保障，无法享受基本公共服务。因此，只有把他们变成城市居民，他们才能成为真正意义上的中等收入群体。

2020 年，我国农民工总量 28560 万人，其中，外出农民工 16959 万人。如果能够把这些人变成中等收入群体，意义非常巨大，足以实现中等收入群体的倍增计划。

“倍增”之三：让老年人过上中等收入生活

第七次人口普查结果显示，老年人口比原来想象的多，老龄化程度比原来想象的高。目前 65 岁及以上人口高达 1.9 亿人，60 岁以上人口高达 2.6 亿人，这是一个庞大的中等收入群体后备军。如何让老年人达到中等收入生活水平，是我们老有所养的基本要求。同时，这也是共同富裕的需求，是扩大中等收入群体，保证消费需求能够继续支撑中国经济持续增长的一个基本条件。

三、社会福利全覆盖均等化

迈克尔·波特在《国家竞争优势》一书中讲道，经济增长会跨越四个阶段：第一个阶段是要素驱动，依靠资源和劳动力；第二个阶段是投资驱动，配合资源大规模投入资本；第三个阶段是创新驱动，依靠技术和生产力的提高；第四个阶段是财富驱动。波特认为，在前三个阶段，经济增长都是上行的，而到了财富驱动阶段，经济增长是减速的，而且一不小心就会陷入停滞。

中国经济发展已经跨过了要素驱动和投资驱动阶段，当下需要做的，是把创新驱动和财富驱动紧密结合。

长期以来，特别是 2012 年以来，制约中国经济增长速度的是供给侧，是潜在增长能力。但现在，随着中国人口趋近于零增长，需求侧的制约越发明显。这意味着，我国正面临双重制约。按照这个分类，中国需要把创新驱动和财富驱动这两个阶段和两类手段相结合，在供需两侧同时发力，既要保持必要速度，也要学会运用积累起的财富实现增长。

在这个发展阶段，现代化不能回避的就是中国特色的福利国家建设。如果人均 GDP 在 1 万美元到 2.5 万美元之间，政府的社会福利支出能够从 26% 提高到 36%，那么这 10 个百分点的提高，就意味着能够基本建成福利国家。

从现在到 2035 年，中国正处在第三和第四个发展阶段，所以必须真正建立起福利制度。除此之外，建设福利国家也保证了人的基本需求，可以实现社会政策托底，支撑创造性破坏。否则，没有宏观层面的支撑就永远会在微观层面去保岗位、保产能、保企业、保产业，最后的结果就是旧的不能出去，低效率的企业不能退出。

福利国家是国力发展到一定阶段必然要走的路。当然，我们有中国特色，就是七个“有所”：幼有所育、学有所教、劳有所得、病有所医、老有所养、住有所居、弱有所扶，是覆盖全生命周期的。

因此，在这一阶段，我们既要关注供给侧，保持潜在增长能力，也要从需求侧、共同富裕入手，保障消费能力的提升，以提高潜在增长率。

（本文摘编自中信出版社《中国式现代化》）

市场经济更具有社会主义性质

来源：爱思想网(2022-11-28)

作者：陈剑(中国经济体制改革研究会特约研究员，中国民营经济 50 人谈成员)

1992 年小平的南方谈话，由此开启了中国第二轮改革开放。这次谈话把社会主义与市场经济划

等号。这是理论上的巨大突破，可以用石破天惊描述。正是这一重大理论突破，成为中国经济持续增长的主要支撑，也是中国改革开放40多年取得了巨大历史进步的动力之源。

但社会主义为什么要与市场经济划等号，邓小平没有详细说明。2020年，笔者撰写了数篇论述新社会主义理论观点的文章。其中，“社会主义与民营经济”（2020年8月24日刊发）一文，论述了市场经济天然具有社会主义性质，计划经济则与社会主义不相适应。社会主义与市场经济划等号，正是社会主义具有旺盛活力的动力之源，也是社会主义作为一种历史必然性的根本。而民营经济则是市场经济的基础。中国经济的持续增长，主要是以民营经济作为基础的市场主体活力释放所致。对民营经济认识上的偏差，影响了中国经济持续增长。因而正确认识民营经济的作用十分重要。本文将原文诸多理论阐述大大压缩，修改一篇短文供分享。

一、计划经济与社会主义内在要求不符合

社会主义在中国几十年的实践说明，计划经济是一种管控经济，关键词是被动、束缚。这种经济形态的特点是社会流动性弱。无论是地理上流动，还是阶层的流动，甚至思想的流动，都受到严格限定。人是整个机器中的一个螺丝钉，其巨大潜能被束缚在狭小的空间，以减弱人的社会性为主导，以个体被动服从、思想高度束缚为特征，不利于人的自由全面发展，不利于社会活力的释放，不利于社会生产力的提升。由于不能够释放人的活力，难以吸引人们的积极广泛参与，整个社会的流动性和活跃程度十分有限，更难以形成思想市场，因而也就导致整个社会缺乏创新活力，社会生产力长期停滞不前。

计划经济在全球的实践及其失败，说明这种经济治理模式不利于人的自由全面发展，不符合经济发展的内在规律，不符合社会主义内在要求。党的十八届三中全会提出：让市场在资源配置中起决定性作用。什么是决定性作用，就是要充分释放人的潜能，发挥每一个市场主体的积极性，进而推动整个社会持续发展。

二、市场经济更具有社会主义性质

相比较计划经济，市场经济更具有社会主义性质。这主要有以下理由：

（一）市场主体的积极性得到较为充分释放

市场经济，是由无数市场主体自然、主动参与的经济。马克思把由社会分工所造成的劳动的私人性和社会性的矛盾，理解为商品生产产生的原因。商品交换的过程，也就是生产商品的私人劳动“社会化”得以完成的过程。生产越是“社会化”，商品交换程度就越高。私人劳动转换成社会劳动，是通过参与市场经济而实现的。无论什么性质的市场主体，作为市场要素的拥有者，包括劳动力、资本、土地、科技、管理等生产要素，只要参与市场活动，参与交换，他们的劳动，就成为一种社会劳动。因而市场经济能够极大调动天下人主动地参与市场的积极性，进而使人们的沟通联系分工协作更加紧密，整个社会活力因而得到极大释放，并能够促进经济持续增长。

（二）市场经济为人的自由全面发展提供了空间

马克思人的自由全面发展思想揭示了人的发展的最高形式，揭示了社会发展的一般规律，超越了阶级和时代。市场经济是一种鼓励人的自由发展的经济，有利于人的潜能和活力的释放。不同于计划经济条件下对每一个个体的强有力的管控和束缚。由于每一个人都享有平等的经济自由权利，进入市场后只遵循市场规则而不受他人或机构的控制，正是在此情况下，市场对个人劳动成果的认可，与个人的努力，包括智力和体力的付出程度密切相关。因而能够极大调动人们广泛参与的积极性。

（三）市场经济为市场公正提供了条件

人类社会各种经济形态中，市场经济是唯一能够让社会所有成员在平等法治的市场环境中依据生产要素投入获取相应报酬，同时也为社会创造了丰厚财富的体制。一个健全的市场经济体系，能够在很大程度上实现市场公正。而市场公正是社会公正的基础。市场经济是一种权利平等的经济，而不是一部分人享有特权的经济。这里的权利平等是指在制度规则 and 法律规定面前的平等。因此，由个人在市场上自主配置资源，平等地参与市场竞争是市场经济的根本特征，它是实现个人经济自由权利的重要保障。并因此提升了社会公正。

上述分析说明，一个较为健全的市场经济体制，有利于提升人的社会属性，有利于人的自由全面发展，有利于提升整个社会的公正，因而市场经济发展有利于提升社会主义因素，与社会主义高度契合，更具有社会主义特征。

与此同时，建立在市场经济体制基础之上的政治体制，需要适应市场经济的要求。因而平等、诚信、竞争，积极参与，遵守规则，遵循法治，通过建立较为健全的利益表达和利益诉求机制反映人民的诉求，加大对公权力的监督，建设公共服务型政府，同样是社会主义内在要求。

需要说明的是，市场经济与社会主义高度契合，这里所说的市场经济，是比较健全和完善的市场经济体制。由于各国的生产力发展水平不同，平等的法制的市场环境建设有别，市场经济体制的健全完善程度存在差异，这也使得即使实行市场经济的国家，其社会主义因素无疑也存在很大差异。

中国特色的社会主义如何结合自身实际与市场经济一般相结合，在健全和完善市场经济过程中，真正让市场成为资源配置的决定性力量，同时探索一条与市场经济相适应的政治、法律制度和社会建设体制，以推进社会的公平正义，就成了中国特色社会主义努力方向。

三. 民营经济社会主义性质

既然社会主义与市场经济高度契合，那么，参与市场活动的主体，特别是成千上万的民营经济（中国目前市场主体超过 1.6 亿，其中仅个体工商户就超过一个亿），他们的积极广泛的参与极大提升了市场的社会性，提升了市场主体的社会主义性质。

（一）发展民营经济有利于以人民为中心发展思想的落实

民营经济作为市场经济主体，是市场经济中最活跃、最具生命力的内容。他们是市场基础，他们的存在，提升了天下人社会性，提升了社会主义共有共治共建共享水平。

党的 19 大提出以人民为中心的发展思想，意义重大。成千上万的个体经济和私营企业汇聚成的民营经济是市场经济基础，是以人民为中心的发展思想在市场经济中的体现。市场经济要求经济自由和经济平等，有利于人的自由全面发展，为以人民为中心的发展思想奠定了基础。在中国，民营经济已经成为推动社会主义市场经济健康发展的主要力量。

（二）民营经济是市场经济基础

市场经济与社会主义高度契合，而民营经济是市场的基础。这极大提升了民营经济的社会主义性质。

民营经济量大面广，是市场经济主体中最活跃的部分。正因为此，市场对资源配置所起的决定性作用才有其土壤和条件。并由此带来生产效率明显提高，带来了整个社会生活发生了历史性的改变。以中国 2017 年数字为例，民营经济贡献了中国 50% 以上的税收，60% 以上的国内生产总值，70% 以上的技术创新成果，80% 以上的城镇劳动就业，90% 以上的企业数量。如果作更详尽分析，特别考虑到一些国有企业通过对行业和资源的垄断，所创造的 GDP 中实际含有大量民营经济成果，上述数字只会更高。

民营经济是市场的基础。何谓基础，就是在数量上占据了市场主体的大多数。民营经济占全部企业 90% 以上，就是市场的基础。不然，市场对资源配置所起决定作用的土壤和条件就发生了根本变化。若如此，就使得市场经济对资源配置起决定性作用的一般规律所发挥作用的空間受到很大扭曲。正因为此，党的 18 届三中全会的决定提出，“市场决定资源配置是市场经济的一般规律，健全社会主义市场经济体制必须遵循这条规律”。

民营经济具有社会主义性质，并不意味着，民营经济完全属于社会主义。民营经济在自身发展过程中，也有一些不属于社会主义因素。例如，企业主对财富的过度挥霍，员工合法权益得不到尊重，等等。因而，民营经济在发展过程中，需要适应社会主义生产关系变动的需要做出相应调整。例如，如何真正发挥工会组织的作用；在保护企业员工合法利益的同时，保护企业主的合法利益。就整个大环境分析，中国民营经济为中国特色社会主义做出了巨大贡献。现在的问题是，民营经济在练好自身内功的同时，政府和社会如何为民营经济发展提供平等的法治的市场环境，严格保护民营企业和民营企业家的合法财产，进而使民营经济对未来发展有清晰的预期，以提升民营经济的信心。只有在此基础上，才能够推动中国经济持续增长。

2023 宏观经济政策展望

来源： 爱思想网(2022-12-01)

作者： 贾康(全国政协委员、政协经济委员会委员，北京市、上海市人民政府特聘专家)

本文系贾康先生在厦门大学与《经济研究》编辑部合办的中国宏观经济预测与政策论坛暨经济展望研讨会的线上发言(2022, 11, 27)

在中国的现代化发展战略推进的过程中，当前的经济形势需要正视其严峻特点，自 2010 年以来我国经济一直处于增速下行过程，这种经济的下行还没有完成 L 型转换的确认，有可能跌出中高速这个合理区间下沿的风险，是值得高度重视的。

如果简要回顾一下，在 2010 年成功抵御了世界金融危机再次报出两位数增长之后，现在看得很清楚，当年的两位数增长，就是整个中国高速发展中经济起飞实现超常规发展的那个阶段在直观上所说的高速度，其最后一年的回光返照，以后不可能再有这样一种高速局面了。中央的意图很明确，要引领新常态，以结构优化推进供给侧结构性改革来对接一个中高速这样的增长平台状态。最新的、从去年年底的中央经济工作会议到今年根据情况变化政治局的几次会议里面具有代表性的一个要求，就是要维护经济运行在合理区间。

实证的情况来看，我们现在的运行特点，是 2010 年以后有四重因素造成合力，使经济的速度重心逐步下行。首先是发展阶段转换，须是在中等收入阶段与其他经济体大同小异地经历这样一个发展阶段转换的过程，来追求更高的质量，而告别粗放增长走向集约增长。第二个就是中美关系交恶，它使我们 2015-2018 年 12 个季度的平台状态下沿被击穿。第三是新冠疫情冲击，而后最新的就是前面发言者也特别强调的，2021 年下半年为突出表现的、更复杂的三重压力的交织。最新的统计数据可能各位都特别注意了，是我们今年的二季度只有勉强 0.4% 的正增长，1-9 月份合在一起，三季度虽然向好有所拉动，也还只有 3% 的增长速度，是个低速状态了。往前回溯，在 2019 年年度增速落到 6.1，第四季度落到整数关口 6.0，再往后的变化是 2020 和 2021 两年有可比性上比较明显量值意义的两年复合经济增长率 5.2%，这和 2019 的 6.1 相比又差不多跌去了一个百分点。今年如果预计四季度能有些好转的话，也不会把全年速度提到 3.3% 以上，而且现在看来四季度疫情的困扰比原来预计

的要更严重。今年如果也就是3%出头儿，那么咱们按3.3%来测算，把今年和明年联系在一起考虑，我们明年如果处理得相对比较好，在今年基数比较低的情况下，假定明年能够达到年度同比口径的7%，那么今年和明年按照这个设想假设条件，复合的两年平均增长速度，也是不到5.2%的。那么换一句话说，“十四五”的前面三年，我们的速度是在5%稍微出点儿头的状态。而我觉得按照新的两步走的通盘战略部署，我们在量值上应该考虑这样一个关于中央要求维护的合理区间下限的粗线条量化指标，就是依据总书记对于中央“十四五”和2035远景目标规划建议所说明的，我们很有希望——实际上也就是要努力达到的2035年经济总量或折为人均GDP的这个指标，要比2020年全面小康之年再翻一番。学者们于是可以测算一下：人口的指标好假设，这一两年就应该到峰顶了，14亿多一些的人口规模不会再扩大。按这个算下来，整个15年的年均增速应该是接近5%，而我们又要有个思想准备，这15年时间段里的速度重心按一般规律，在基数抬高的过程中它可能要下台阶。最应该值得追求的所谓保证速度，当然是在以提高质量为核心的情况之下同时考虑到的通盘安排里我们速度上的合理区间，一个至少是速度重心的位置，“十四五”应该力求5.5%到6%的区间之内，要准备着“十五五”这个速度重心落到5.5%以下，希望不要击穿5%。“十六五”继续往下落，落到5%以下，也希望不要击穿4.5%。这样才有15年算总账的接近5%的这样一个保证速度。所以，我是觉得在通盘考虑中国宏观经济政策从当下到明年这个短期的衔接，以及在更长的短中期、中长期的衔接上来说，还是要从最高决策层关于中国现代化的整个战略部署来考虑，按照这样的一种时间表要求里我们前面勾画的合理区间的那个下限量值，我们在政策选择上要特别注意，2023年很快要来了，应当要力争在下一个年里使年度同比增速按照7%来努力（我估计两会上也有可能提的还是6%左右，在2021年的时候提6%左右，实际完成是8.1%。但是那个8.1%是因为前面那个2020年只有2.3%的增速，最有意义的还是复合增长率两年5.2%），我们明年和今年合在一起如果是这样一个状态的话实际将是两年复合增长率比5%稍高，2024到2025年，则要力争同比6%或者更高一些。

当然，关键的是再重复一句，肯定还是要追求高质量。但是保障速度的意义它已经不仅仅是经济运行层面上的问题，也是要和整个现代化战略通盘安排相匹配的问题，这是我想向各位汇报的第一个层次的基本看法，面对严峻的形势特点，我们往前做2023年宏观经济政策展望，它的基本背景和这个背景隐含着的我们应该做的很务实的明后年和“十四五”期间增速的追求，大概是个什么量值的考虑。

第二个层面我想汇报的，就是按照前面一个层次的基本看法，考虑宏观上的两大政策，我们显然必须在明年，以及接续的另外可能更长的时间段内，要更加注重扩张倾向，实施宏观调控中间加大以扩张为主导倾向的工作的力度。当然，同时要努力加上优化结构、改进民生。这个总体的配套，还是要以制度创新为龙头，因为在改革的深水区只有以制度创新解放生产力，才能充分打开科技创新、管理创新的空间，才能追求所谓全要素生产率这个概念之下我们的高质量发展。

在务实的视角上来看，要特别注意怎么样正确处理有效投资的关键作用和消费的基础作用之间的关系。我注意到这一两年在这方面实际的思路和强调的重点，无论在学术界还是在实际工作部门，都是不一样、有争议的，有的学者甚至特别强调在14亿人的中国这个大市场里，你只要抓好怎么刺激消费，那么所有的问题迎刃而解。我不同意这个认识框架。我这几年和同道者所积极致力在理论创新层面上所发展的新供给经济学，有这么一个基本的认识，就是总体的经济社会发展即我们过去所说的“社会再生产”的原生动力当然是需求，满足需求当然是表现为最终消费，但实际生活中间看得见摸得着的成为动力的一系列创新，都是发生在供给侧的，都是以供给侧的生产经营活动回应需求侧、消费侧原生动力而实际形成了支撑着经济循环发展和升级发展的那个最关键的支持力量。这种供给侧的创新才是看得见摸得着的，才能在很大的程度上支撑实现升级发展、标志着人类经济社会不同阶段的一个一个台阶往上走的基本特征。而供给侧生产经营的最前置的环节是什么？就是投资。

我们现在走到了数字经济这样的新技术革命时代，还是应该按这样一个基本原理的认识框架，首

先注重在我们扩大内需、以内循环为主体而同时积极通过双循环实现高质量发展这样的进程中，先把握好有效投资这个初始环节。投资的有效性当然需要很多条件去匹配，但是非常值得我们追求的，原则思路讲，一定是要先把有效投资这个事情处理好，带出来就业岗位的支撑，带出由就业而来的社会成员的收入，再合乎逻辑地跟上有就业和收入支撑着的消费潜力的释放，以及整个消费基础作用的体现。中央前面使用的有效投资的关键这个字眼和后面所说的消费的基础这样一个字眼，我觉得在学理上是严谨的，关键就意味着它要放在整个再生产循环的第一位先把它把握好。在中国实际要做的有效投资这方面，我不认同有些研究者所强调的已经潜力不大，已经基本饱和，城镇化已经快到天花板等等。我的基本观点在不同场合强调了多次，中国的工业化和城镇化还有可观的潜力空间，这就是我们所谓的韧性、回旋余地 and 成长性的客观依据。当然，我们还得以主观上做好自己的事情，做好有效投资，在我们现在必备的客观条件方面，不缺项目，也不缺要素。可考虑的项目甚至可以说俯拾皆是。全中国在十几个千万人口规模以上的城市和几十个几百万人口规模以上的城市，无一例外都要赶快使基础设施升级，包括公交体系按照国际经验像纽约、东京、莫斯科、巴黎等等为代表的四通八达、密度足够的轨道交通网的建设，是一定要解决的。和整个全中国有差不多 700 个中心建成区，大大小小的城镇，有关部门所说的缺少五千多个停车位相关的这种建设，既关系到生产，也关系到民众生活，是非得解决不可的。海绵城市，综合管廊，老旧小区改造，这些任务我们多少年一直做下去，八年十年、二三十年做不完的。在新基建这方面，一系列的要领中央已经反复强调，新基建又必然和老基建、和老基建的升级换代相互呼应。我们要做这些有效投资，还包括着振兴乡村，新区开发，产业增长点里的一些关键项目，像全国国土开发一盘棋里像重要的棋子一样摆下去非做不可的一些举足轻重的项目，都必须纳入通盘考虑。而我们所可调动的要素一样不缺，我们有钢材，有水泥，有劳动力，有基本的技术力量，有基本的管理力量，关键就是要有高水平的通盘的国土开发和各个地方政府辖区的定制化解决方案。

跟上来的当然就是有了这样的有效投资带来一定的景气支撑而使有就业、有收入这些前提条件具备之后，还要有社会保障体系的改进，还要针对着中国老百姓的现实问题注意怎么样提高他们的边际消费倾向，使消费的潜力和活力更好体现出来。按这样一种原则，我觉得明年别无选择，两大宏观政策上，首先财政政策必须提高赤字率。今年的 2.8% 有特殊情况，是从前两年往后退的，但是有特别的说明，比如动用了一万多亿、多年积累的央行可动用的节余资金，通过每月平滑结转的方式供财政使用，但明年没有这样一些特殊的条件之下，赤字率的提高势在必行。不要简单地局限于形式主义的什么 3% 的关口。美国和日本从来不认欧盟签马约时说的那个 3%，欧盟自己在有危机压力冲击之下，它的带头大哥德国、法国也都守不住 3%，更不用说其他的小伙伴。中国必须在明后年通过财政赤字率的提高，以及合乎逻辑的提高赤字率以后适当扩大公债的举借规模，同时处理好举债资金使用的结构和机制，来实现中央的意图，以有效投资为关键，以消费为基础，进一步扩大内需，把经济运行努力提升到合理区间。

接下来说，货币政策这方面，无论它表述上还提不提稳健，实际上这几年已经是按照流动性合理充裕这个方向在发力，明后年也一定要在货币政策这方面继续发力。现在已经抓到的一些行业和领域的重点，比如对于房地产业的支持，明后年可能还要更多体现在类似的这种把货币政策支持落到数字经济完成整改，重新振作起来，加快追赶硅谷创新潮流，以及制造业作为实体经济的脊梁和整个国民经济最关键的部分，怎么样更好得到货币政策的流动性适当充裕的支持，以及大量的小微企业怎么样更好的发挥作用，和民营企业怎么样更好的得到投融资支持来发挥作用。

两大政策合在一起，当然其他的一些政策是跟着配套的，比如区域政策，又比如应该推进的更有挑战性的收入分配政策，怎么促进共同富裕，又要做大蛋糕，又要分好蛋糕，那是个系统工程。但在 2023 年宏观政策最代表性的财政货币两大政策这方面，这个框架我认为已经看得很清楚，别无选择的是必须积极考虑这两大政策工具箱里仍然可用的工具，怎么使用的方案设计问题。我们要特别关注不久就要有的中央经济工作会议对于年度工作为重点的经济工作的指导，以及密切关注延续到明年各

地召开两会而到 3 月上旬全国两会上面，怎么样确定经济工作的框架。在这里面我们作为研究者应该积极提出一些建设性的意见供决策参考。这两大政策协调推进过程中，我认为一个特别重要、值得我们力争的，就是中国潜力的发挥不光是筹集资金的问题，更重要的是资金怎么样在拿来以后，一个钱至少顶一个钱用，更好的一个钱顶几个钱用这样的乘数放大效应的问题。政策性金融的四两拨千斤的乘数放大作用，PPP 即政府和社会资本合作这种“1+1+1>3”的绩效提升放大作用，都是特别值得我们看重的。

还有前面发言者里已经强调的抗疫。我们在防疫抗疫这方面虽然要承认中国有所谓动态清零路径依赖的特点，不能简单照抄别国的作业，但是显然在所谓精准为核心的指导方针上面，就要更注重以科学为依据而精准，而科学表明现在主要产生危害毒性的奥密克戎毒株的传染性提高的同时，杀伤力明显下降。我们要适应这样一个变化，在防疫抗疫方面做出必要的优化。我觉得国家卫健委新的一些指导方针，二十条，还有现在给出的另外一些针对现实运行情况的指导意见，总体来说已经在体现基于科学态度的适当宽松为主的这样的优化调整方向，还要及时总结各地实际工作中的经验和教训，一定要掌握好积极的复工复产和防疫抗疫之间合理的权衡关系，这才能够匹配上我们所说的宏观政策发力在明年后年把经济运行恢复和维护在合理区间这样一个必须落实的政策意图上。

我的这些看法借这个机会向各位汇报，请批评指正，谢谢大家！

金融政策发力，房地产能否走出困境？

来源：FT 中文网(2022-11-22)

作者：沈建光(京东集团首席经济学家，复旦大学经济学院客座教授，赫尔辛基大学经济学博士。)

自 2021 年下半年开始，中国房地产市场进入深度调整。考虑到房地产在经济运行中的作用举足轻重，其持续下行对投资、消费、财政等造成了全方位冲击，成为拖累经济增长的重要原因。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》，从六大方面出台了 16 条措施托底房地产市场。与此同时，支持包括房企在内的民营企业发债融资、预售资金监管优化措施也陆续出台，市场对于房地产下行的担忧有所缓解。当前房地产市场形势究竟如何？“金融支持房地产 16 条”有何积极影响？能否推动房地产行业走出困境？

房地产持续下行全方位拖累经济增长

10 月房地产各项指标继续走弱，“销售弱—资金周转难—拿地下降—投资回落”的循环仍未打破。销售端，10 月商品房销售面积当月同比降幅扩大至 23%。高频数据显示，截止 11 月 20 日，30 城商品房成交面积同比降至近 30%；资金端，房地产开发资金来源当月同比下降 26%，其中定金预收、个人按揭明显走弱，反映居民购房信心依然低迷。

拿地端，10 月土地购置面积和土地成交价款当月同比降幅均在 50% 上下，房企现金流承压导致拿地意愿不足；投资端，房地产投资当月同比下滑 16%，已经接近 2020 年初疫情爆发时期。其中，新开工、施工面积降幅均超过 30%。受新开工持续回落、房企拿地意愿不足等影响，短期房地产投资下滑态势难以扭转。

房地产对于经济金融财政平稳运行至关重要。正如易纲行长在 2022 年金融街论坛年会上所言，“房地产业关联很多上下游行业，其良性循环对经济健康发展具有重要意义”。据统计，房地产及相关产业产值占 GDP 的 25% 左右、房地产投资占固定资产投资的 25% 左右、房地产贷款占银行业贷款的

25%左右、房地产相关收入占地方财政收入的 50%以上。

去年下半年以来，房地产行业持续走弱，已对中国经济造成不小冲击。首先，地产走弱拖累固定资产投资。受房地产投资下滑拖累，10 月固定资产投资当月同比降至 5.0%，民间投资当月同比更是下降 1.6%，创 2020 年 5 月以来新低。

其次，房地产相关消费深度下跌。由于住房销售低迷、装修需求降温，房地产相关消费表现不佳。10 月家电零售同比降幅扩大至 14%，创 2020 年 3 月以来新低；家具和建材零售降幅也分别达到 7%和 9%，均处于历史低位。

再次，地方财政收入受到较大拖累。2021 年，房地产相关收入（土地出让收入和房地产相关税收）占地方财政收入的比重超过 50%。今年 1-10 月，土地出让收入同比下降 26%；房地产相关税收收入同比降幅超过 8%，其中契税、土地增值税降幅分别达到 25%、8%。

“金融支持房地产 16 条”从供需两端托底楼市

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》，从房地产融资、保交楼、房企风险处置、消费者保障、监管政策调整和鼓励住房租赁六大方面出台了 16 条措施支持房地产市场平稳健康发展。

在笔者看来，“金融支持房地产 16 条”是今年以来力度最大的稳地产金融措施。此次政策对房地产企业（供给端）的支持力度明显加码，表明政策重心从前期的“保需求”“保项目”转向兼顾“保主体”，从供需两端托底房地产市场。

第一，缓解房地产企业资金压力。一方面，保障开发贷、债券、信托等房企融资渠道；另一方面，支持开发贷、信托等存量融资展期。此外，支持包括房企在内的民营企业发债融资、预售资金监管优化措施也同步出台。由此可见，政策层面更加关注“保主体”和“保房企”，致力于减轻房地产企业现金流压力。

第二，继续做好“保交楼”金融支持。一方面，支持政策性银行发放“保交楼”专项借款，规模达 2000 亿元，三季度货币政策执行报告进一步指出“视需要适当加大力度”；另一方面，鼓励金融机构提供配套融资支持，特别强调“对于新发放的配套融资形成不良的，相关机构和人员已尽职的，可予免责”。全力做好“保交楼”旨在提振居民购房信心，破除银行“不愿贷、不敢贷”政策梗阻。

第三，做好受困房企的风险处置。一是资金支持优质房企兼并收购房企项目；二是鼓励资管公司担任问题房企破产管理人、重整投资者人；三是支持金融机构设立市场化基金推动项目完工交付。接下来，股权融资化解企业风险的方式有望落地，实现信贷、债券、股权融资“三箭齐发”的政策支持模式。

第四，继续加大需求端支持力度。文件强调“因城施策实施好差别化住房信贷政策……支持刚性和改善性住房需求”。9 月底，央行、银保监会明确指出符合条件的城市可下调或取消首套房商贷利率下限，并下调首套公积金贷款利率 15 个基点。9 月，个人住房贷款加权平均利率降至 4.34%，创 2008 年 12 月以来新低。

此外，“金融支持房地产 16 条”还提及：保障消费者合法权益，比如鼓励协商贷款延期还本付息等；调整风险银行管理政策，包括延长房地产贷款集中度管理政策过渡期安排、优化房地产项目并购融资政策等；支持住房租赁金融市场，包括支持信用债券、担保债券以及房地产投资信托基金（REITs）试点等。

房地产“黄金白银”时代已过，未来将走向可持续发展阶段

11 月以来,“金融支持房地产 16 条”等一系列稳地产政策的出台,无疑将对房地产行业带来积极影响,有助于缓解房地产对经济增长的拖累。

短期来看,房地产市场有望避免流动性问题。“金融支持房地产 16 条”等政策重点支持房地产企业融资、缓解现金流压力,防止房企出现流动性危机,甚至引发系统性风险。不过,需求释放还需进一步提振市场预期。考虑到疫情冲击下居民收入预期偏弱、前期政策落地梗阻仍存,购房需求仍待进一步改善。接下来,扭转房地产市场颓势还需供需两端政策进一步发力,尽快提振市场预期。

中长期来看,房地产“黄金白银”时代已经过去。坚持“房住不炒”的总基调下,以往房地产政策频繁切换、房价屡控屡涨的时代已经过去,近期政策放松也并非重走“房地产作为短期刺激经济手段”的老路,而是避免出现系统性风险。

未来,在住房制度改革和长效机制建设的基础上,房地产行业将走向可持续发展阶段。二十大报告中强调“加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度”(支持租购并举)以及前期地方与中央财权与事权的理顺,有助于从根本上摆脱土地财政的顽疾;而“共同富裕”、“高质量发展”的新要求也使得中国经济需要降低对房地产的过度依赖,通过改革与创新寻找经济增长的新动能。

新闻快讯

8790 亿元背后的“高质量发展新机遇” ——深圳全球招商大会一线观察

来源: 经济参考报网(2022-12-12)

作者: 王攀, 孙飞, 卫韦华

12 月 9 日,2022 深圳全球招商大会举行,涉及亚马逊、英特尔、马士基等投资主体在内的 315 个项目洽谈签约,涉及意向投资总额 8790 亿元。

从 2019 年到 2021 年,深圳招商大会累计洽谈签约项目已超过 600 个,涉及意向投资总额超过 2 万亿元。四年间,与稳步攀升的投资总额相同步的,是以新能源、电子信息、生态环保、生物医药、新材料等为代表的一批战略性新兴产业项目在深圳生根、发芽、茁壮成长。

选择深圳,选择中国,就是选择未来。“创新之城”深圳正为全球产业开辟新赛道,注入新动能,见证中国对外开放的大门越开越大、产业链条愈加完善、高端制造加速成长、高质量发展之路越走越宽广。

引资“磁力满满” 外企与中国共发展

跨国公司是我国对外开放的见证者,也是经济社会发展的重要参与者。在本届招商大会上,外资项目覆盖了先进制造业、新一代电子信息、生物医药与健康、海洋产业、现代服务业等众多领域。

航运领域世界 500 强企业、马士基中华区总裁吴冰青信心满满地说,马士基将继续加大在深圳的投资,“我们计划在盐田综合保税区投资建设一个辐射亚太,全渠道、智能、绿色的综合物流中心,我们还将和深圳一起探索碳确权和碳交易建设,以及绿色燃料加注的可能性。”

吴冰青说，马士基 1993 年在深圳设立第一个代表处，从盐田港国际集装箱码头开港迎接的第一艘集装箱船，到 2021 年马士基在深圳港口挂靠 36 条国际集装箱班轮航线，马士基大中华区供应链管理业务量 50% 来自深圳。

以马士基为代表，不少外资企业在深圳的发展中贡献重要力量，如今还将与这座“创新之城”共同发展。

在招商大会上，48 个具有国际影响力和核心竞争力的重大项目签约。比亚迪股份有限公司董事长兼总裁王传福等一批知名企业家向全球市场发出号召，“投资深圳，就是投资未来”。

普华永道中国区域经济及南部市场主管合伙人张立钧说，从边陲小镇到国际化大都市，深圳不断创造奇迹。如今，已有 173 个国家和地区的近 360 家世界 500 强企业在深圳投资。

深圳的政府部门、企业、协会等也在不断“走出去”，与全球投资者深度链接，本届招商大会系列活动覆盖境外 16 座城市。

东京分会场上，深圳市驻日本经贸代表处与一般财团法人日中经济协会签署了合作意向书，联合推动深圳市与日本企业在新能源和节能环保领域的交流合作。在布里斯班分会场，澳大利亚小企业协会与深圳走出去战略合作联盟签署战略合作协议，加强深澳两地企业间的交流与合作。

“我们再次向全球客商发出邀约：投资深圳、共赢未来。”深圳市商务局局长张非梦说，深圳将持续加大外商投资保护力度，不断加强外商投资服务，并将持续通过举办系列政策宣讲、投资促进等活动，推动投资合作走深走实。

统计数据显示，2022 年前 10 个月，深圳实际使用外资 91.79 亿美元，同比增长 4.3%。

产业持续升级 新赛道激发新动能

党的二十大报告强调“开辟发展新领域新赛道，不断塑造发展新动能新优势”。

现场签约的项目中，涵盖新一代电子信息、数字与时尚、绿色低碳、生物医药与健康、海洋产业等领域。英特尔公司中国区董事长王锐说，英特尔大湾区科技创新中心即将在深圳战略起航。

让新项目集聚的，是一条条新赛道。近年来，深圳持续推动产业转型升级，逐步打造一批创新产业集群和产业链条，它们不仅在实现高质量发展上发挥了关键性作用，还对全球市场和投资产生了重大影响。

十多年前，比亚迪首批纯电动大巴在深圳上路，深圳率先实现电动车规模化、商业化运营。如今，深圳的新能源汽车产业持续跑出“加速度”。

王传福说，公司从“第 1 辆新能源汽车到第 100 万辆新能源汽车”用时 13 年，从“100 万辆到 200 万辆”用时 1 年，从“200 万辆到 300 万辆”仅用时半年。源自深圳企业的新能源汽车和网联汽车产业园区、产业链条已经遍布全国，产品成为全球市场的热销品。

一批又一批外资企业也同样看好深圳、看好中国。此前在深圳投资的 ABB 电动交通首席执行官弗兰克·穆勒恩说，深圳是一座开放、包容的城市，高新技术产业蓬勃发展，新能源汽车产业动能强劲。

“我们正在加快步伐，通过与中国企业密切合作，构建高效可靠的电动汽车充电基础设施网络，打造更加绿色、智能、可持续的交通生态体系。”穆勒恩说，中国是全球电动汽车重要市场之一，用户对大功率充电解决方案的需求不断增长，这为 ABB 电动交通服务中国客户、扩大中国市场提供了绝佳机会。

新赛道释放新动能。在深圳谋划发展壮大的 20 个战略性新兴产业集群、积极培育发展的 8 个未来产业中，不少产业前三季度表现亮眼。如智能网联汽车增长 44.5%、新材料增长 22.6%、高端医疗器械增长 14.1%、海洋经济增长 10.1%。

增强内生动力 更融合向未来

连日来，随着《深圳市关于大力推进分布式光伏发电的若干措施》等一系列政策发布，工业园区转供电改造、全市管道天然气改造等加速实施，深圳正抓住岁末这一关键节点发起冲刺，力争全年经济社会发展实现最好的结果。

深圳之“会”，也是中国之“约”。无论深圳还是粤港澳大湾区乃至整个中国，经济发展长期潜力更加巨大。从改善营商环境到吸引全球人才、加速区域融合，中国经济的内生动力仍在不断增强，开放的大门越开越大。

深圳市发改委副主任王浚说，营商环境是城市核心竞争力和吸引力的重要体现，深圳坚持把优化营商环境作为“一号改革工程”，如今年出台了《深圳市建设营商环境创新试点城市实施方案》，创设“大湾区组合港”通关模式，深圳港已累计开通 26 个组合港点位、覆盖大湾区近 90% 城市等。

不仅招商引资，更招才引智。9 日的招商大会上，多位嘉宾轻装上台、“路演式”推介深圳，欢迎“企业家、投资家、科学家”。上个月，知名结构生物学家颜宁在深圳宣布全职回国协助创建深圳医学科学院。统计数据显示，2022 年深圳新增全职院士 12 人、总数达 86 人，新引进海外留学人员 8384 人、累计超 19 万人，海内外高层次人才总数达 2.2 万人。

总部去年迁驻深圳的中国电子信息产业集团有限公司董事长曾毅 9 日说，深圳具有人才高地优势，在中国电子此前组织的全球校招计划中，原定招聘约 11000 人，最终收到将近 13 万份简历，应聘率达 12 倍。“特别是我们关注的‘未来科学家计划’高端人才，应聘率 25-30 倍。”

深港更加融合的未来正在走近。香港特别行政区行政长官李家超 9 日表示，香港未来将继续发挥国际金融、贸易及航运中心的角色，携手深圳和其他大湾区城市一起打造宜居、宜游、立业的世界级城市群，共同谱写美好未来的新篇章。

“从深圳窥斑见豹，中国经济实力强、底盘稳，具有强大韧性和巨大潜能。”深圳中观研究院院长薛占栋说，中国扩大高水平开放的决心不会变，中国开放的大门一定会越开越大。（新华社深圳 12 月 11 日电）

澳媒：影响全球经济未来的五个因素

来源：参考消息网(2022-12-11)

责编：刁炜

澳大利亚广播公司网站 12 月 4 日发表题为《随着 2023 年临近，全球经济正处于划时代的转变中：以下是影响我们未来的五件事》的文章。作者是伊恩·维伦德。全文摘编如下：

随着 2022 年接近尾声，我们越来越清楚地认识到，这是世界发生重大变化的一年，也是全球经济面临划时代转变的一年。

过去半个世纪，我们迎来了巨大的增长、全球合作和贸易。今年年初，大多数人相信通胀飙升是

短期的，然而随着我们迈向 2023 年，它看起来像是一种更加持久的现象。以下是可能影响我们未来的五个因素。

一、利率

货币价格或者资金成本。随便你怎么称呼它，但这是影响当今世界的一个主要因素。在短短 7 个月的时间内，利率回升到十年来所罕见的水平。这一惊人的加息速度明年可能会放缓。但如果因为下面所述的原因，通胀变得更加根深蒂固，未来几年里央行逐步加息是不可避免的。

加息不一定是坏事。但适应这个大胆的新世界并非易事，尤其是对一个债台高筑的世界而言。过去 50 年来不断下跌、最终降至超低水平的利率扭曲了投资决策，制造了资产价格泡沫，还使得发达国家的政府、企业和家庭债务大幅增加。

迈向历史上正常的利率设定的路径不会是线性的。如果明年我们像许多人预期的那样遭遇全球经济衰退，利率很可能会稳定下来甚至出现下跌。但这可能只是暂时的。

二、中国

中国对全球经济增长产生了深远影响。虽然自 20 世纪 80 年代以来中国经济的飞速增长使其成为全球贸易的一股主导力量，但中国对世界最大的出口并不是服装、电子产品或重型机械和工业。

迄今为止，中国向全球输出的最大出口是降低通胀。随着其成为世界工厂，中国庞大的体量使得它能够为世界生产更加便宜的商品。因此，当西方国家为自己无可挑剔的经济管理、通过出色的货币政策抑制通胀而感到庆幸之际，要知道是中国为我们做了所有繁重的工作。

现在这一切似乎走到了尽头。这也意味着，持续的价格下行压力将会放缓。中国依然是一个经济大国，除非像印度这样的第三国经历与中国相类似的转型，否则通胀很可能会卷土重来。

三、全球化(的终结)

唐纳德·特朗普可能是全球化最直言不讳的反对者，但席卷发达国家的动荡局面已经持续了多年。

随着发达国家的工厂纷纷关门歇业、生产转移到中国，失业和实际工资下降助长了社会不满情绪，政坛也出现了左右两极分化。

一代又一代的年轻经济学家被灌输自由贸易带来的好处，敦促政府废除贸易壁垒，以谋求更多的国际财富。从表面上看，我们现在的生活似乎比以前要好得多。商品比以前更便宜。但全球化的负面影响在很大程度上被忽视或忽略了。随着全球化带来的好处被越来越少、越来越富有的一小撮人所占据，经济全球化带来的吸引力开始减弱。

新冠肺炎疫情进一步扼杀了全球化概念，贸易中断导致原材料和商品严重短缺。接着是俄乌冲突爆发，这场战争打破了商业使世界团结起来的幻想。

对我们这样的国家而言，好处是更加依赖本国商品和服务将为我们的年轻人创造更多机会，并降低失业率。

四、能源

经济学通常是各种思想流派之间的斗争。但经济思维的转变对我们所有人都有着巨大影响。

早在上世纪 70 年代，随着通货膨胀席卷全球，所谓的凯恩斯主义就此消亡。随后取代它的是货币主义。在这一机制下，各国央行通过利率来控制经济，政府则基本不参与经济管理。

这一变化的导火索源于一场能源危机。

如今我们再次遭遇能源危机，这场危机助长了通胀飙升。它发生的时间恰好与货币主义走向终结或货币政策在一定程度上达到极限相吻合。

各国政府尤其是欧洲各国政府已经开始在经济管理中发挥主导作用。它们对能源市场进行干预，用更高的税收打击能源生产商，并将收益分配给消费者。在国内我们也面临类似的举措。俄乌冲突带来的政治和经济影响使得跨国公司获取暴利。与此同时，我们发现自己面临能源供应短缺和价格飞涨。

现在这场危机很可能导致政府对价格设置上限和直接干预所谓的“自由市场”。

五、能源转型

早在全球经济出现这一出人意料的变化之前，适应气候变化就是人类面临的最大挑战之一。现在，它被赋予了更大的紧迫性。西欧已经发现自己受制于俄罗斯的能源战。不仅仅是天然气。煤炭价格也飙升至创纪录的水平，导致电价大幅上涨。这带来了机遇与挑战。能源价格上涨可能会加速清洁燃料的发展。现在，竞赛已经开始了。

调整能源供应结构的成本是巨大的。首先我们需要升级电网。目前这些电网被用于从全国各地的燃煤电厂输送能源。随着这些工厂关闭，能源生产在地理上分布得更广，我们需要重建电网。很多地方的发电成本将有所上升。

发力稳投资前 11 个月 新增地方债发行逾 4.7 万亿元

来源： 财经网 (2022-12-01)

作者： 包兴安

面对复杂严峻的国内外形势，地方债起到了扩大投资稳经济大盘的重要作用。东方财富 Choice 数据显示，今年前 11 个月，地方债发行 72641 亿元，同比增长 1.3%。其中，新增地方债发行 47348 亿元，同比增长 11.2%；再融资债券发行 25293 亿元，同比下降 13.2%。

中国财政学会绩效管理专委会副主任委员张依群对《证券日报》记者表示，前 11 个月地方债券发行规模较去年同期有所增长，主要是动用了 5000 亿元专项债结存限额，为持续加码基建投资补充后续资金；同时，各地积极消化存量债务的力度不断加大，再融资债券规模较去年同期减少。总体来看，今年扩大新增地方债发行规模，主要是加力稳投资稳增长。

东方金诚研究发展部高级分析师冯琳对《证券日报》记者表示，今年以来地方债发行呈现多个特点，例如，发行节奏明显加快，发行利差不断收窄，认购倍数持续处于 20 倍以上的较高水平，认购需求较强。长期和超长期地方债发行占比提升。地方债发行首现参考地方债收益率曲线设置投标区间的情况，这表明地方债发行定价的市场化水平有了进一步提高。

专项债作为扩大投资的重要工具被广泛关注。经全国人大批准，2022 年预算安排新增地方政府债务限额 43700 亿元。其中，一般债务限额 7200 亿元，专项债务限额 36500 亿元。在此基础上，今年 8 月 24 日国务院常务会议提出要依法用好 5000 多亿元专项债地方结存限额。如此，今年专项债额度总共 4.15 万亿元。

数据显示，前 11 个月，新增地方债发行 47348 亿元，其中，新增一般债券发行 7182 亿元，同比下降 7.2%；新增专项债发行 40166 亿元，同比增长 15.3%。

张依群表示，大规模发行新增专项债，重在保持政府投资规模稳中有增，切实发挥投资在稳增长中的重要托底、回稳、增长作用，这不仅是投资在量上的突破，更重要的是加快补齐经济社会领域短板，为未来经济可持续发展提供更为坚实的基础。

据冯琳统计，今年前 11 个月发行的新增专项债中，有约 63%、大约 2.5 万亿元投向交通、市政、农林水利、生态环保、能源、城乡物流等各类基建项目，对提振基建投资作用明显。

冯琳表示，在专项债资金和政策性金融工具支持下，预计今年全年广义基建投资增速将在 10%至 15%之间，有望拉动今年 GDP 增速加快约 1 个百分点。

“预期明年专项债券发行还会保持适度规模，新增专项债券总量不低于 3 万亿元，同时，不断调整优化债券投资结构，放大投资效应。”张依群说。

值得一提的是，前 11 个月，多地合计发行 565 亿元专项债补充中小银行资本金。

在巨丰投顾高级投资顾问游晓刚看来，中小银行专项债已成为中小银行补血的重要工具，不但可以直接补充相关银行的一级资本，增强其风险抵御能力；更重要的是，由于中小银行的服务对象主要是中小企业，增强了银行支持中小企业的能力。