



▲政府管理宏觀經濟的要義是，採用一切手段利用市場機制、激活市場機制以達到修復市場的目的。

服務實體經濟、服務進一步全面深化改革，是金融行業的使命與目的。因此，金融領域落實《中共中央關於進一步全面深化改革、推進中國式現代化的決定》（下稱《決定》）精神，不能就金融論金融，而必須着眼進一步全面深化改革的全局探索金融改革和金融創新之路。

探索金融改革創新思路

曉之以理 劉曉春
上海新金融研究院副院長

中共二十屆三中全會指出，「充分發揮市場在資源配置中的決定性作用，更好發揮政府作用。」金融要發揮配置資源的功能，有賴於市場機制的功能。計劃經濟時代也有金融機構，因為沒有市場機制，金融機構只是根據國家計劃辦理業務，並沒有發揮配置資源的作用。有市場，但市場機制不暢通，金融所能發揮的作用同樣是有限的。經濟穩則金融穩，金融活則經濟活，正是金融和市場關係的體現。發達的金融，一定與發達的市場相伴生。

市場失靈是市場固有的現象，原因可能是人們對個別市場現象、社會事件判斷形成的恐慌情緒，也可能是某個系統重要性機構發生風險的外溢效應，亦可能是舊的發展模式、行業模式走到盡頭。

理論上，市場失靈可通過市場的自我調節重新恢復活力，但恢復過程無論長短，必然會造成對相當範圍社會、社會成員一定程度的損害。因此，當市場失靈到一定程度時，需要發揮政府的作用。

充分發揮政府作用

二十大報告提到「更好發揮政府作用」，目的在於修復失靈的市場，不是以政府擠壓市場，甚至替代市場。所以，政府管理宏觀經濟的要義是採用一切手段利用市場機制、激活市場機制以達到修復市場的目的，也即是《決定》所說的「既『放得活』又『管得住』」，更好維護市場秩序、彌補市場失靈，暢通國民經濟循環，激發全社會內生動力和創新活力。」即使是為了實現產業政策等戰略目標，政府所有政策也是利用市場機制、激發市場機制以實現目標。

事實上，無論政府採取什麼措施，機構、個人都是在市場機制下來應對的，即以機構或個人利益最大化的方式來應對政府出台的各種政策。政策制定要在認識到這一前提的基礎上，着力避免由政策本身導致市場扭曲、收縮甚至窒息。只有在政府利用市場機制、激發市場機制的過程中，金融才能有效發揮配置資源的作用，支持經濟健康發展。

2010年，香港房地產市場迎來繁榮期，商品房價格快速上升。為了防止房價上漲過快導致風險，香港特區政府與金融管理局出台了幾輪政策，主要是規範按揭貸款市場和業務，提高按揭貸款首付比例，限制不同總價房子按揭貸款的成數等，但並沒有抑制住房價的上漲勢頭，原因是當時推高房價的主力是內地買家。這些買家實力雄厚，大多數全款購房，對首付款和按揭貸款成數並不敏感。

針對上述情況，香港特區政府出台了買家特別印花稅，以增加非香港

居民的購房成本。應該說，這一系列措施起到了抑制房價過快上漲的作用，但政府和監管依然把交易的選擇權留給了市場主體，無論香港居民或非香港居民都有在香港購房的自由，銀行有發放按揭貸款的自主權。政府和監管只是利用市場機制，並不抑制市場機制作用，更不取代市場機制。

市場與金融都是基於信用的活動，其中包括所有市場參與者之間的關係，而確保信用的基礎是法律和規則。為了確保市場和金融正常運行，也為了確保政府有效發揮彌補市場失靈的作用，不僅需要科學、完善和穩定的法規體系，更需要良好的依法行政、依法執法、依法監管的环境。一定意義上也可以說，有什麼樣的法治環境，就有什麼樣的市場和金融形態。

《決定》提出了「深入推進依法行政」的一系列改革任務，這對市場和金融健康發展尤其重要。中國地方政府事權繁多，需要認真梳理，納入法律管理。一方面所有事權都須有法律明確規範，包括職責、邊界，另一方面也要有明確的辦事流程。

就市場和金融而言，政府出台政策措施，需明確兩個問題：一是否有利於彌補市場失靈，即是否有利於市場機制發揮作用。政府不應越俎代庖替代市場功能，或者以行政命令替代法規。在按照國家戰略鼓勵、扶持新興戰略產業、高科技產業的同時，不應以行政政策擠壓、淘汰合法的非戰略新興產業和非高科技企業；二是否有法律授權、符合法律程序。

《決定》還提出「健全公正司法體制機制」的改革任務。就市場和金融而言，即使有完善的法律、規定、監管政策，但不能得到有效的執行，法規也只能是擺設。

首先，法規、監管政策的制定和執行需要穩定性。穩定性是指，法律、監管政策不因宏觀經濟運行的波動而變動，法律、監管政策的執行也不因宏觀經濟運行的波動而時寬時嚴。

其次，法規、監管政策的制定和執行需要一致性。一致性是指，不同法律、監管政策對相同事項的規定應相互銜接，執行過程中需遵循同一標準。

構建科技金融體制

科技金融是進一步全面深化改革中金融面對的一個新課題。關於科技創新，投資的時間長，不確定性大，失敗的風險高。商業性的金融支持科技創新，不能只靠情懷和覺悟，需要有相應的制度安排。

長期資本、耐心資本，並不是單純長期閒置的資金。即使是社保基金、保險資金等長期資金，為了保值增值，也可以進行短期市場操作。大量短期資金在一個市場或一項資產上頻繁進出，只要存量相對穩定，對於融資人而言，就是長期資金。就風險投資而言，之所以能承受科技創新投

資風險，是需要相應的制度安排的。

制度安排能夠確保收益覆蓋風險。所謂收益覆蓋風險有兩層含義：一是風險投資基金的最終投資人的其他各類投資收益，能夠覆蓋其用於風險投資的所有損失。任何投資人都不能將大部分資本配置於風險投資資產，一般只會將非常小的部分用於風險投資，這部分小到即使全部損失都不會對自己整體投資產生影響，也就是說，自己的其他投資收益足以彌補這部分損失。二是風險投資基金管理人進行具體的風險投資中，成功項目的收益足以覆蓋失敗項目的損失。

只有符合上述兩項要求的資本才能稱之為耐心資本。以此為基礎，還要有財稅、考核等制度的安排，方能使長期資本真正具備耐心。如果能實現這樣的安排，政府基金、股權基金、信貸資金等都可以成為耐心資本支持科技創新。

以人們一般認為不適合做風險投資的信貸資金為例，可以考慮確定銀行每年撥出總資產的萬分之五用於科技創新貸款。每年萬分之五，幾年累計是非常大的量。但對一家銀行而言，每年多萬分之五的壞賬損失並不會傷筋動骨。

在此基礎上，還需要一些配套的制度安排：一是允許銀行與借款人協商除利息以外的特殊收費安排，分享企業今後成功的收益，以實現成功的信貸項目收益能覆蓋失敗項目的損失。二是這類貸款的收益，會計核算上應該先計入特殊撥備，而不是計入當期損益，以確保這部分收益首先被用於核銷這類貸款可能的損失，並根據這類貸款的規律制定撥備回撥規則。三是對這類貸款應免徵增值稅等相關稅項。四是銀行和監管對這類貸款的資產質量等應制定特殊考核和監管辦法。

相信如果有這樣的制度安排，銀行就會有動力去支持科技創新，同時也不會造成系統性金融風險。信貸資金經過這樣的安排能支持科技創新，政府引導基金、股權投資等應更容易安排。

關於提高外資在華開展股權投資、風險投資便利性。在目前緊張的國際地緣政治博弈形勢下，減少負面清單、進一步對外開放的同時，高科技領域投資需要在法規上區分三種外資情形：一是單純的財務性投資；二是技術合作型投資；三是戰略收購型或技術控制性投資。對三類投資需有不同的政策。

此外，為了應對美國等西方國家對中國高科技領域投資的遏制，可以考慮通過特定的設計和架構調整，吸引歐美投資者的資金，避免受到美國等長臂管轄。譬如，可以在特定區域如上海臨港新片區設立針對高科技企業的離岸投融資市場，制定特殊的法律框架，允許各種股權及金融架構設計，給外資以充分的金融產品設計和投資的自由度，完全的資金進出便利等。

內地居民收入增長「西強東弱」

金融熱話 趙倬
申萬宏源首席經濟學家

近年來，中西部地區居民收入增長較快，持續性也強於東部地區。考慮人口因素後，2024年上半年，中西部地區的人均可支配收入增速分別錄得5.2%、5.7%，超過東部地區5%的漲幅。拉長時間周期至2019年以來，中西部地區的居民收入漲幅也持續高於東部地區。其中，貴州、四川、安徽等省居民收入增長尤為突出。

細分收入來源來看，近三年來全國收入壓力更多集中於財產淨收入、而非工資性收入，中西部不僅工資收入佔比高、財產收入佔比低，同時兩大收入增速也較高，對總體收入形成支撐。2022年來中西部地區工資性收入在居民收入中佔比分別為51.3%、65.4%，均高於東部地區46.7%的比重；而財產性收入佔比分別為7.1%、4.2%，低於東部（16.1%）。

中西部地區金融地產行業的佔比較低，因此受本輪調整的衝擊相對更小。一方面，房地產在居民資產中佔絕對地位，但中西部地區居民資產中房地產佔比相對較低，以四川、湖北為代表的中低收入地區中，資產規模為GDP的126.6%，明顯低於北上廣深等一線城市中195.5%的比重。另一方面，中西部地區金融、地產行業佔比較低，居民在面對房地產調整階段受衝擊幅度較小，對工資收入影響也較有限。

分企業類型看，中西部地區國企平均工資增速高於非國企單位，且近年來中西部就業更多向國企集中，與東部特徵相反，也緩和了金融地產行業調整對居民收入的衝擊。北京、上海、廣東等地區工資總額中，國有單位佔比平均為28.5%，明顯低於中部（43.7%）、西部（49.3%）。相應的，金融地產行業調整更多衝擊東部地區、尤其是民營企業，但中西部受影響較小。

隨着東部地區土地、勞動力等成本上升，疊加中部地區政策扶持力度較大，作為可貿易部門，本輪新型工業化過程中，製造業產能開始向中西部地區轉移，固定資產投資已有體現；2024上半年，東、中部地區固投佔比為44%、30.4%，分別較2017年下降0.6、上升

2.9個百分點。產業投資加速帶動人口加快向中部轉移，2023年輸入東部農民工數同比降至-1.1%，自中、西部輸出農民工數同步回落。

反映在製造業人均工資增速中，也確實是西部地區增速更高，且近兩年更快增長，尤其是寧夏、內蒙古、青海等地。從2022年製造業人均工資增速來看，寧夏（13.7%）、內蒙古（13.6%）、海南（10.3%）增速排名前三，青海、陝西、貴州、重慶、甘肅等地區增速也較高，且高於東部如江浙、山東、廣東等。

中西部新創收服務業崛起

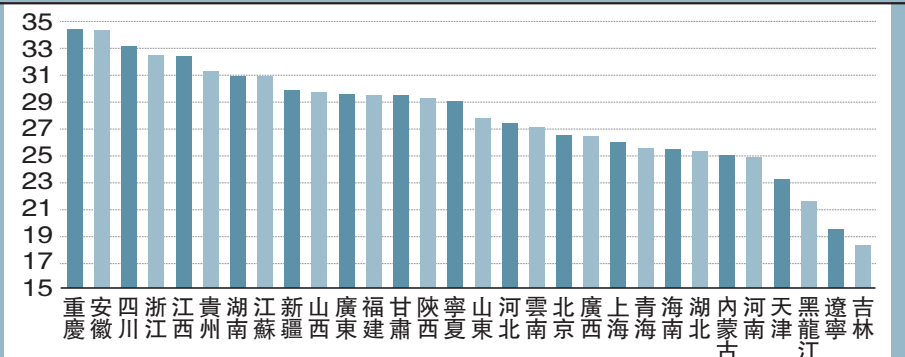
中西部服務業產業結構也在向工資增速更高的「新創收」服務業傾斜，直播帶貨等新業態也在中西部加快發展。2017-2023年信息技術服務業、批零、科研等行業薪酬分別提升了65.5%、62.1%、51.6%，工資漲幅居於前列，定義為「新創收」服務業。同期「新創收」服務業增加值漲幅達70.3%，遠超其他行業。

反映在服務業人均工資增速中，中西部地區「新創收」服務業人均工資增速更高，且近兩年增速更是加快上升，不同於東部地區增速下降的態勢。從2022年「新創收」服務業人均工資增速來看，寧夏（11.9%）增速最高，且高於2019至2022年複合增速（10.8%），說明近年來增速更快上升。而東部如上海（9.8%）增速雖然也不低，但明顯低於複合增速（12.1%）。內蒙古、遼寧、貴州、四川等地也出現近年增速上升的情況。

此外，雖然生活性服務消費客單價偏低，但服務消費呈現「跨省」替代「本地」的替代效應，更多向中西部傾斜，加之中西部商業供給、城市交通更完善，也對跨省消費形成牽引，共同從量的層面對中西部居民收入形成支撐。

2023年以來，與跨省消費更相關的旅遊CPI同比明顯上升，與本地消費更相關的餐飲CPI同比則明顯下行，間接佐證居民跨區流動增加。今年前七個月，成都、昆明、重慶等旅遊大省航班執飛量，已基本接近商務出行較多的一線城市，也說明東部居民在中西部地區服務消費、拉動當地居民收入的現象。

(%) 各省份城鎮居民人均可支配收入增長情況



註：2019年上半年至2024年上半年

資料來源：國家統計局、申萬宏源研究

香港經濟展現韌性

樓市新態 汪敦敦
祥益地產總裁

香港經濟正面臨嚴峻考驗，很多有實力的企業都出現了財務上的問題，而特區政府因為賣地停頓，同樣出現了財政赤字。筆者認為要想法解決，港人應該如何處？特區政府又可以做什麼？我們應該如何配合中央政策？

筆者覺得港人應該要找回原有的自信，中央政府推出了不少扶持政策「幫到手」，港人首先要回應「愛拚博」的價值觀。近二十年來，香港年輕人追求Work Life Balance，這些是新時代下的硬道理，但是的確需要平衡現實和效率，我們偏偏失去了過去的效率和拚搏精神。

眼前是中美爭端四起，打仗最重要是「前線」有堅強的意志。筆者認為，港人的最新使命是兼顧Work Life Balance情形之下，回復高效率競爭力。如果失去競爭力，其實什麼都會失去。雖然外界高唱美國的金融系統如何厲害、如何令人屈服，但是筆者以小市民的角度去看，覺得國家已準備好了「三寶」去面對這場考驗。

首先是低通脹。近年的低通脹不單令到市民免受物價上升的煎熬，更加令

到我們的投資和存款更容易得到盈利。特別是投資客近兩年熱衷於定期存款，除了因為香港聯繫匯率的優勢，令到銀行用美債產品去支付港元定期存款的利息，更加重要的是，低通脹配合到中國經濟增長的新常態，這是西方國家沒有的優勢。

其次是低泡沫。我們一直有為市場去泡沫，香港股市是遠低於正常PE（市盈率），樓市就算下跌亦容易出現收租回報率的上升，在價值上得到補償。

再次是強大的現金流。在一個現金流破新高紀錄的市場裏面，樓價下跌其實並不可怕。

市場需要重拾信心

在此背景下，特區政府又有什麼可以做呢？借用一位前金融高官的說法：「樓價上升和樓價下跌，其實我們都是阻擋不到的，但是在樓價調整的過程中，我們總有一些事情可以做。」過去的逆周期措施正正是一個好例子，現在我們可以做得更好的就是減少內耗、利益分配得更加好和精準。同樣道理，逆周期措施是否是在市場淡靜時，亦步亦趨去增加資助？筆者認為特區政府應該深思這個問題。

因此，特區政府應多表態對市場有信心，令股市和樓市價格重拾正軌，大家都期望政府可以出手扭轉向下預期。