

金融助力经济回归潜在增长水平

张晓晶、张明、费兆奇、曹婧、王喆、张冲

摘要：2022年，国际方面，乌克兰危机叠加美联储加息，海外经济滞胀风险上升，全球金融市场动荡加剧；国内方面，经济增长从快速下降到缓慢回升，宏观杠杆率前高后稳，社融和信贷冲高回落，理财赎回潮增大年末债市波动，股市于深度调整中显较强韧性，中美经济、政策周期错位加大人民币贬值压力。总体上，面临国内外多重复杂因素冲击，2022年我国货币金融政策坚持“以我为主、稳字当头”总基调，助力稳住了经济基本盘。随着我国新冠肺炎疫情防控进入新阶段，促进房地产、平台经济健康发展以及金融业扩大开放，经济增长有望回归潜在增长水平。进入2023年，“稳增长，扩内需”成为宏观调控主基调，货币金融政策的首要目标是激发市场内生动能，发挥消费的基础作用和投资的关键作用，并着力稳物价、稳就业，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

目录

- 一、2022年国内外宏观金融形势回顾
 - （一）全球宏观金融形势
 - （二）国内宏观金融形势
- 二、专题：促进房地产、平台经济健康发展与金融业扩大开放
 - （一）稳定房地产预期，推动房地产业向新发展模式转型
 - （二）提升常态化监管水平，支持平台经济健康持续发展
 - （三）夯实基础“练好内功”，实现金融市场的高水平对外开放
- 三、2023年国内外宏观金融展望
 - （一）全球宏观金融形势展望
 - （二）国内宏观金融形势展望
 - （三）政策建议

一、2022年国内外宏观金融形势回顾

在国内新冠肺炎疫情反复、国际政治经济格局动荡和美联储持续

大幅加息等复杂因素的冲击下，我国高效统筹防控疫情、化解外部冲击和拉动经济增长，最大程度稳住经济社会发展基本盘。货币金融政策坚持了“以我为主、稳字当头”的总基调，扎实推进稳经济一揽子政策和接续措施，加大稳健货币政策实施力度，为经济复苏提供了较为适宜的货币金融环境。

（一）全球宏观金融形势

2022 年全球宏观金融动荡起伏。世界经济初步形成增长放缓与通胀高企的“滞胀”格局。乌克兰危机爆发叠加新冠肺炎疫情持续，全球不确定性显著增强。大宗商品供给短缺与前期宏观政策刺激推升发达国家通货膨胀超预期上行，以美联储为首的发达国家央行集体开启加息缩表进程，形成高通胀、高利率、强美元局面，全球金融市场动荡加剧。

1. 全球经济增速高位回落

受到新冠肺炎疫情、地缘政治冲突以及全球加息潮等冲击，国际货币基金组织（IMF）、世界银行、经合组织（OECD）等国际机构不断下调 2022 年经济增长预期。根据 IMF 于 2023 年 1 月的估计，2022 年世界经济增速为 3.4%，相比 2021 年下降 2.8 个百分点。此外，世界银行和 OECD 对 2022 年的经济增速估计分别为 2.9%和 3.1%。**2022 年全球经济呈现经济增速放缓与通货膨胀上升的态势**（图 1）。

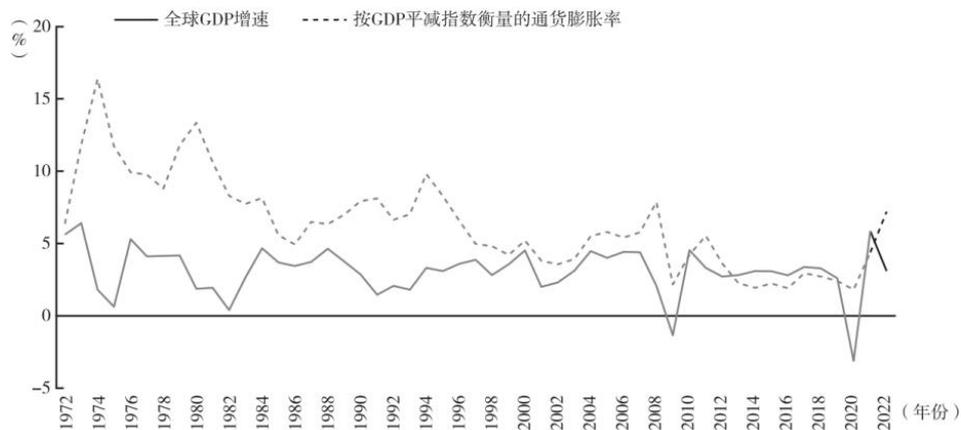


图1 全球GDP增速变化与滞涨格局初步形成

资料来源:世界银行、IMF。

先行指标也反映出全球经济景气程度的恶化。2022年上半年摩根大通综合PMI指数虽然较2021年下行,但仍然高于50,6月曾反弹至53.5的年内高点。进入下半年之后,综合PMI指数持续走低,自8月后连续5个月低于50的荣枯线水平。2022年12月综合PMI指数降至48.2,相比于年内高点下降5.3。细分来看,制造业与服务业PMI指数均显著下降,意味着制造业和服务业前景双双低迷。此外,OECD的综合领先指标在2021年末出现拐点,并从2022年1月的100.67一路下滑至11月的98.69,同样显示出全球经济下行压力增大。

不同国家和地区的经济增长与所处周期存在分化。发达经济体和新兴市场与发展中经济体均面临经济增速放缓,但发达经济体下行压力更大。根据IMF在2023年1月的估计,2022年发达经济体和新兴市场与发展中经济体的增速分别为2.7%和3.9%,相比于2021年下降2.7个和2.8个百分点。美国GDP同比增速从2022年第一季度的3.7%下降至第三季度的2.0%。美国GDP环比增速在第一、二季度分别为-

1.6%和-0.6%，已经出现技术性衰退。欧元区 GDP 同比增速从 2022 年第一季度的 5.6%下降至第三季度的 2.3%，英国更是从第一季度的 10.7%下降至第三季度的 1.9%。日本则从第一季度的 0.4%上升至第三季度的 1.5%。中国 GDP 同比增速在 2022 年第二季度降至 0.4%，第三季度反弹至 3.9%。印度 GDP 增速在第二季度达到 13.5%，第三季度回落至 6.3%。

全球经济增速放缓的主要原因在于以下三个方面。其一，地缘政治冲突加剧。突发的地缘政治事件导致全球不确定性上升，随之而来的能源危机、粮食危机也显著制约了经济增长。**其二，通胀高企与货币紧缩政策。**针对此次主要由供给侧驱动的通胀膨胀，旨在抑制需求的紧缩货币政策作用有限，而过于激进的紧缩政策可能导致经济衰退。**其三，新冠肺炎疫情的持续影响。**新冠肺炎疫情的持续加剧了全球的经济金融脆弱性，给全球贸易、劳工市场、交通运输等造成不利冲击。

2. 乌克兰危机爆发

2022 年 2 月 24 日爆发的乌克兰危机成为 2022 年最大的黑天鹅事件，其影响程度与持续时间均超出国际市场预期。

一方面，乌克兰危机给冲突双方的经济社会发展都带来严重负面冲击。俄罗斯受到美国等西方国家史无前例的严厉制裁。根据 Castellum.AI 统计，自 2022 年 2 月 22 日以来，俄罗斯受到的经济金融制裁已经超过 1 万项，是冲突爆发前受到制裁数量的 4 倍之多。其中，美国及其盟国冻结了俄罗斯的外汇黄金储备，而且将俄罗斯多家金融机构排除在 SWIFT 清算体系之外（表 1）。受地缘政治冲突影

响，俄乌经济增速均显著下滑。根据世界银行预测，2022 年俄罗斯和乌克兰的 GDP 增速分别为-3.5%和-35%。两国金融市场也经历强烈动荡，俄罗斯在 2 月末一度经历了长短期利率飙升、股债汇市暴跌、通胀高企等冲击。

表 1 美国及其盟国对俄罗斯的制裁

	美国	欧盟	英国	瑞士	澳大利亚	加拿大	日本
限制从俄罗斯进口石油	√	√	√	√	√	√	√
限制从俄罗斯进口天然气	√				√		
限制从俄罗斯进口煤炭	√	√	√				√
限制从俄罗斯进口黄金	√	√	√	√	√	√	√
限制从俄罗斯进口金属		√		√			
限制从俄罗斯进口奢侈品	√	√	√			√	
限制对俄罗斯出口金属					√		
限制对俄罗斯出口技术	√	√	√	√		√	√
限制对俄罗斯出口奢侈品	√	√	√	√	√	√	√
限制对俄罗斯出口专业服务	√	√	√	√		√	√
对俄罗斯银行代理账户的限制	√		√				
限制主权债务	√	√	√	√	√	√	√
限制俄罗斯银行使用 SWIFT	√	√	√	√		√	√
冻结黄金和外汇储备资产	√	√	√	√	√	√	√
限制俄罗斯获得 IMF 和世界银行的资金	√	√	√			√	√
撤销最惠国待遇	√	√	√		√	√	√
限制俄罗斯国有媒体广播	√	√	√		√	√	

资料来源:Castellum. AI 数据库以及笔者整理。

另一方面，乌克兰危机对全球政治经济格局产生深远影响。其一，俄罗斯和乌克兰均为全球重要的大宗商品供给国。俄罗斯出口几乎所有种类的大宗商品，乌克兰则是主要农产品出口国。乌克兰危机直接推升了全球大宗商品价格，尤其是能源和粮食价格。其二，乌克兰危机也加剧了全球金融市场动荡。乌克兰危机的爆发与持续深刻影响了全球股票、债券、大宗商品与黄金等资产价格走势。其三，美欧等国家对俄罗斯严厉的金融制裁手段也强化了国际投资者对美国国债安

全性的担忧。一些国家加速转向非美元货币结算，并尝试不与 SWIFT 关联的清算结算系统。

3. 发达国家通胀率上升

2022 年全球面临通货膨胀加剧的局面。根据 IMF 估计，2022 年全球通胀预计从 2021 年的 4.7% 上涨至 8.8%，创下自 1997 年以来的最高水平。

2022 年 6 月，美国 CPI 同比增速上涨 9.1%，达到自 1981 年 12 月以来的最高值。剔除食品和能源的核心 CPI 同比增速也在 2022 年 9 月达到 6.6%，这是自 1982 年 9 月以来的最高值。受乌克兰危机及能源危机影响，欧元区调和 CPI 同比增速在 2022 年 10 月达到 10.6% 的峰值。英国 CPI 同比增速也在 2022 年 10 月达到 11.1% 的峰值。2022 年 11 月，日本 CPI 与核心 CPI 同比增速分别达到 3.8% 和 3.7%，这是自 1982 年 2 月以来的峰值。

发达国家当前的高通胀受到供需双方的多重影响，但主要受供给因素驱动。

供给方面，一是新冠肺炎疫情之后全球供应链受阻，逆全球化浪潮兴起加速产业链分散化、本地化趋势，形成了供给复苏慢于需求复苏的局面；二是乌克兰危机爆发后欧洲对俄罗斯商品的进口限制，导致能源、食品价格攀升，北溪管道被炸事件进一步推升通胀；三是新冠肺炎疫情导致劳动力供给短缺以及全球人口流动受限，推动工资水平攀升。

需求方面，为应对新冠肺炎疫情对经济的不利冲击，发达国家普

遍实施了史无前例、极其宽松的财政货币政策。这些政策导致发达国家总需求快速回暖，加剧了需求复苏快于供给复苏的格局，从而导致通胀压力上升。

此外，受到长期低通胀、低利率环境影响，发达国家对通胀形势变化存在误判。面对已经抬升的通胀水平，美联储坚持认为通胀是暂时的，直到 2021 年末才改变这一判断，以至于失去了在初期抑制通胀的时机。

4. 发达国家央行集体加息缩表

2022 年，美欧英央行集体加息缩表以遏制通货膨胀。根据 BIS 统计，全球 35 家主要国家央行采取上调基准利率举措，累计加息次数超过 210 次。其中约有 80% 的央行全年加息 3 次以上，超过 30% 的央行单次上调基准利率超过 75 个基点。

美联储在 2022 年 3 月开始率先上调基准利率，至 12 月期间共加息 7 次，累计加息 425 个基点。联邦基金利率已经从年初的 0%~0.25% 上升至 12 月末的 4.25%~4.5%。如此快节奏、大幅度的加息是自 1980 年代初沃尔克执掌美联储以来的首次。欧洲央行从 2022 年 7 月起开启加息进程，截至 2022 年年底已经加息 4 次，累计 250 个基点，目前欧元区三大关键利率已经升至 2%~2.75%。英格兰央行从 2022 年 2 月起加息 8 次，累计 325 个基点，基准利率从 0.25% 上升至 3.5%。

较长时期以来，日本央行坚持推行以国债收益率曲线控制 (Yield Curve Control, YCC) 为中心的宽松货币政策。然而，面对美欧英央行持续快速加息、日元汇率大幅贬值以及进口价格飙升等冲击，2022

年 12 月 20 日，日本央行宣布 10 年期国债利率上限从 0.25% 上调至 0.5%。

与加息相比，发达国家的缩表进程较为缓慢，在年末才出现加速迹象。

5. 美国长期利率上升与美元指数升值

在通胀持续恶化、美联储陡峭加息的背景下，美国长期利率持续上行。2022 年初，美国 10 年期国债收益率仅为 1.5%。受美联储持续加息缩表影响，10 年期国债收益率在 10 月 24 日飙升至 4.3%，创下自 2008 年 6 月以来的新高。受 2022 年 11 月以来通胀逐渐见顶、美联储加息缓和等因素影响，10 年期国债收益率在 2022 年末收于 3.88%。

2022 年美元成为全球表现最强劲的货币。该指标从 2022 年年初的 96 一路攀升至 2022 年 9 月底的 114 左右，创下自 2002 年 6 月以来的新高。年末美元指数回落至 103 上下。美元指数上升的主要因素包括：其一，美联储快速加息缩表拉大了美国与其他经济体的利差，资本流入美国导致美元对其他货币升值；其二，地缘政治冲突加剧、新冠肺炎疫情持续影响以及世界经济衰退预期导致全球不确定性上升，美元作为全球最重要的避险资产受到投资者青睐。

6. 全球金融市场动荡调整

全球长期无风险利率上升与美元升值导致全球避险资产与风险资产价格同时受到冲击，全球遭遇股债汇三杀，大宗商品与黄金价格则在高位震荡。

2022 年全球主要国家股票市场普遍下跌(图 2)。Wind 数据显示，

在全球 46 个主要市场中，33 个国家和地区的股市下跌；69 个主要股票指数中也有超过八成股票指数出现下跌行情。发达国家股市整体表现不佳，多数发达国家股市跌幅在 10% 以上。新兴市场国家股市表现分化，越南胡志明股市指数跌幅高达 34%；中国创业板和深成指数跌幅也超过 25%，中国上证指数和中国香港恒生指数则下跌 15%。相比之下，印度、阿联酋、巴西、土耳其以及阿根廷等新兴市场国家是 2022 年少数股票市场实现上涨的经济体。

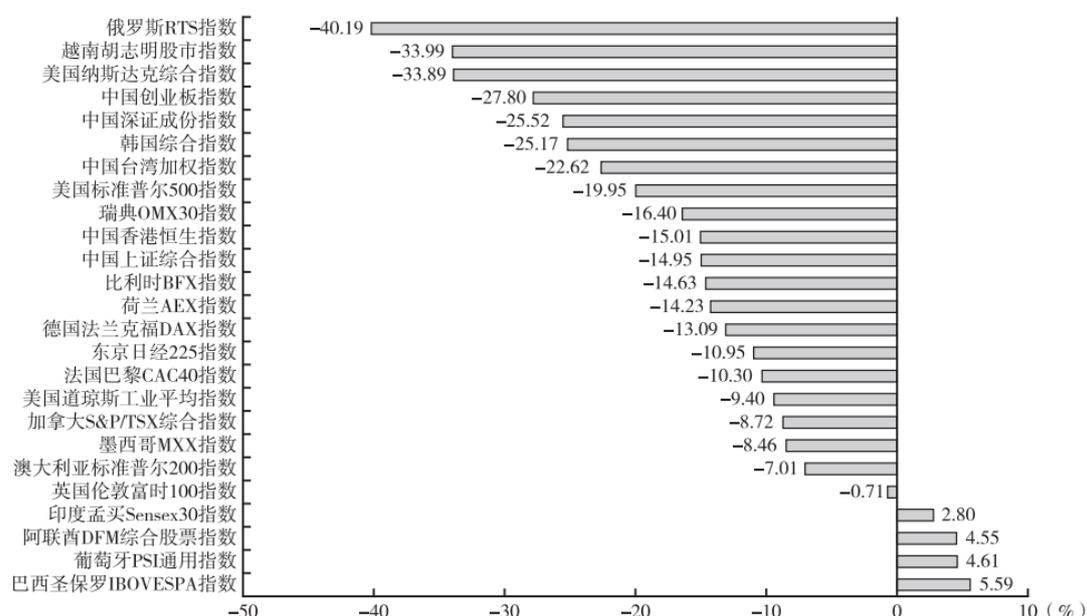


图2 全球主要股票指数 2022 年涨跌幅变化

资料来源:WIND 数据库。

2022 年全球债券市场动荡不安。据日本经济新闻统计，2022 年全球债券市场价值缩水近 20 万亿美元。德意志银行认为 2022 年是 1946 年以来全球债券市场的首个熊市。富时世界国债指数显示，2022 年全球平均国债收益率从 2021 末的 0.6% 上涨至 2022 年的 3.1%，其中欧美发达国家长期利率涨幅更加明显。

短长期利率的全面抬升使得过去低利率、负利率的时代成为历史。

彭博巴克莱指数显示，2022年7月，全球负利率债券存量比2020年12月的峰值减少16万亿美元，仅存2.4万亿美元。截至2023年1月，全球负利率债券市值自2014年后首次归零。国家间长期利率走势的分化也在改变过去的全球利率格局，欧美发达国家的国债收益率上涨已经超过中国等长期利率较高的国家，这一过程可能导致系统性风险上升与显性化。2022年6月15日，受到美债利率上行引发的利差扩大影响，日本国债期货价格暴跌，创下2013年以来单日最大跌幅并连续两次触发跌停熔断。2022年9至10月，英国国债经历抛售潮。10年期国债收益率从9月初的3.03%快速上涨至10月10日的4.65%。国债收益率快速上升导致多家养老金因估值损失和保证金不足而面临破产风险，引发国债抛售、英镑贬值、资本流出的连锁反应。英格兰银行不得不推出新的购债计划来救市。

2022年全球汇率市场风雨飘摇。除美元之外的主要国家货币均经历不同程度的贬值。全球主要货币在2022年第二至第三季度贬值幅度较大，第四季度美元指数回落后上述状况得到一定程度的改善。部分新兴市场国家爆发货币危机。例如，阿根廷比索和斯里兰卡卢比兑美元汇率均暴跌40%，土耳其里拉兑美元汇率贬值也接近30%。欧元、英镑、日元等发达国家货币兑美元也大幅贬值，并创下二十多年来的最低水平。

2022年全球大宗商品价格高位波动，总体呈现先涨后跌态势。全球RJ/CRB大宗商品价格指数在2022年年初为233，于6月9日升至326，创下年内高点，涨幅达到40%；此后大宗商品指数开始震荡

下跌，年末回落至 278；全年整体呈上升趋势，涨幅近 20%。能源和食品是大宗商品价格波动的主要驱动力。2022 年，布伦特期货原油价格从 2022 年初的 78.98 美元/桶升至年末的 85.91 美元/桶，全年涨幅 8.8%。从区域来看，由于欧盟和英国对俄罗斯的石油与天然气出口实施了限制措施，造成欧盟与英国的能源危机，直接推升了后者国内的大宗商品价格，导致通货膨胀恶化。相比 2021 年初，2022 年欧洲天然气期货价格最大涨幅曾高达 10 多倍。全球粮食价格也经历先高后低的震荡行情。根据联合国粮农组织统计，乌克兰危机以来全球食品价格急剧上升，全球粮食价格指数最高曾达到 143.7，比 2021 年上涨 14.3%，创下 1990 年以来的历史最高水平。

受地缘政治冲突加剧、全球通胀上升以及利率走高等因素影响，2022 年全球黄金市场在高位震荡。伦敦现货黄金价格从 2022 年初的每盎司 1811.4 美元收于年末的每盎司 1812.35 美元，价格总体持平。在全球金融市场动荡情况下，黄金资产的避险属性凸显。根据世界黄金协会的数据，2022 年黄金收益率为 0.44%，远高于全球债券的-13%以及全球股票的-20%。

7. 部分新兴市场与发展中国家金融动荡

2022 年美联储的激进加息缩表以及随之而来的长期利率攀升与美元走强，导致新兴市场与发展中国家普遍面临短期资本外流、本币贬值、资产价格下跌、外币债务高企的困境，甚至出现金融危机的前兆。20 世纪 80 年代拉美债务危机、1998 年亚洲金融危机、2001 年阿根廷危机均是在美联储加息以及美元走强的背景下发生的。目前斯

里兰卡、巴基斯坦、黎巴嫩、土耳其、阿根廷、埃及、赞比亚、加纳等国家已经出现了不同形式的金融动荡（表 2）。

表 2 主要新兴市场与发展中国家面临的危机形势

国家	危机形势
巴基斯坦	货币贬值,通胀高企,物资紧缺,外储减少,债务危机
斯里兰卡	货币贬值,通胀高企,物资紧缺,外储减少,债务危机
黎巴嫩	货币贬值,物资紧缺,银行冲击,央行及政府宣布破产
缅甸	物资紧缺,经济危机,政治社会危机
阿根廷	通胀高企,货币贬值,债务危机
埃及	通胀高企,粮食危机,货币贬值,股市动荡,债务危机
土耳其	通胀高企,货币贬值,能源危机,债务风险上升
孟加拉国	债务风险上升
突尼斯	债务风险上升,政治危机
加纳	经济危机,外储减少,债务危机
赞比亚	债务危机
埃塞俄比亚	粮食危机,债务危机,军事政治危机
乍得	粮食危机,债务危机

资料来源:《2022 年 NIFD 第三季度人民币汇率报告》与笔者整理。

（二）国内宏观金融形势

1. 经济增长从快速下降到缓慢回升

中国经济经历“V”型反转，但反弹动能有待夯实。受新冠肺炎疫情反复影响，我国经济运行的波动幅度有所放大，根据我们估算的中国宏观经济高频先行指数（以下简称经济先行指数），经济运行在 2022 年经历了快速下降和缓慢回升两个阶段（图 3）。第一季度的宏观经济运行偏弱但尚处于合理区间；4 月受疫情冲击出现了“断崖式”下跌；此后在 5 月以来开启反弹，但反弹动能仍然有待夯实。一是需求收缩在延续。在经济反弹以来，经济先行指数一直处于“-1”以下区间，意味着经济的总需求偏弱。具体表现在房地产行业持续走低；由于地方政府资金、收入来源面临越来越多的压力，政府消费和基建投资相对低迷；居民部门出现去杠杆趋势。二是通胀问题复杂化。国内投资缺口趋势性收窄和净出口率高增同时出现，加大了我国在短期

面临的通胀压力；但进入四季度以来，在大宗商品价格回落和外需转弱的影响下，国内物价水平整体回落。三是青年人（青年农民工和高校毕业生）结构性就业压力凸显。

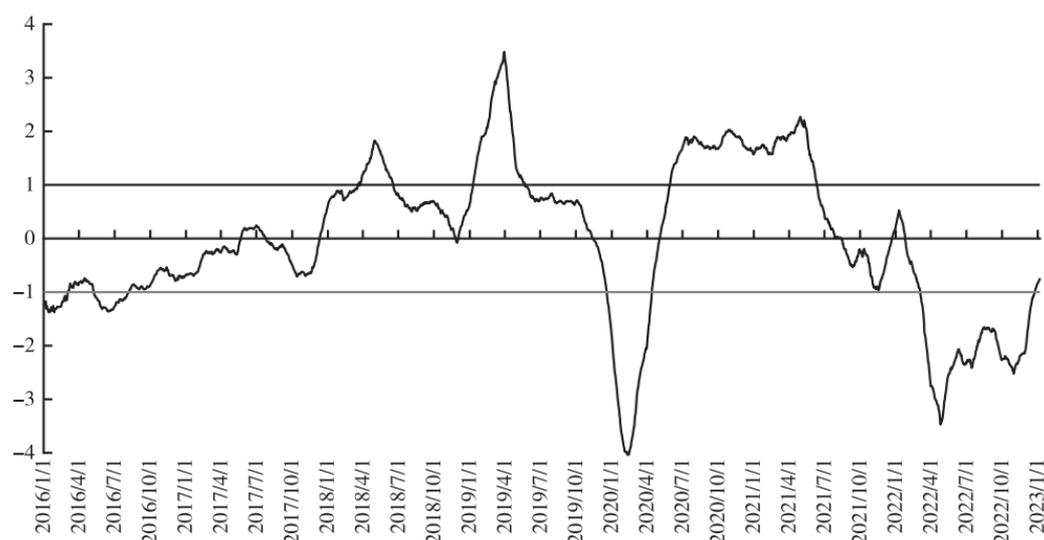


图3 中国宏观经济高频先行指数

注：估算高频经济先行指数的指标包括国债期限利差、股票指数、广义货币供应量、消费者预期指数、工业产品产销率、物流指数、房地产开发投资先行指数、中游产业工业品价格指数和重要部门开工率。

资料来源：作者估算。

宏观金融形势波动加剧。受美联储加息和国内经济下行压力的影响，国内宏观金融形势波动加剧，整体运行特征是从年初的极度宽松震荡回归至年末的中性偏紧状态。其中值得关注的是金融指数自2022年3月初至7月中旬由极高水平震荡下行至极低水平，刻画的是宏观金融形势从极度宽松快速转向过度偏紧的状态；此后，金融指数在经历第三季度的震荡之后，于第四季度逐步回升至 $(-1, 0)$ 区间，意味着金融形势在总体上回归到中性偏紧状态（0值意味着中性水平）。

主导2022年宏观金融形势波动的主要因素包括以下几个方面。一是房地产政策显效仍需时间，房地产市场复苏情况不及预期。尽管

房地产救市政策持续加码，但政策显效仍需时间。主要表现在全国商品房销售、房屋新开工面积和房地产开发资金来源等指标的同比增速在 2022 年持续负增长。商品房价格的持续下行（如国房景气指数、百城住宅价格指数增速）为宏观金融形势带来了显著的紧缩效应。二是**股票市场在 3、4 月份急速、大幅下跌**。乌克兰危机爆发及欧美对俄罗斯的金融制裁，引发了包括我国在内的全球金融市场在 3 月出现巨大波动；4 月份国内疫情反复再度引发国内股市深度调整。股票市场在短期出现的大幅下跌对实体融资、企业和居民部门的财富效应带来巨大冲击，从而加剧了宏观金融形势的震荡。三是**多重因素影响下的人民币汇率波动**。人民币有效汇率在 2022 年经历了两段趋势性下行。作为逆向指标，人民币受疫情影响在 4 月的趋势性贬值，减缓了宏观金融形势快速收紧的态势；在主要经济体被迫加息的情形下，人民币在 7 至 11 月呈现长达数月的趋势性贬值，助推宏观金融形势从极度紧缩状态逐步回暖。

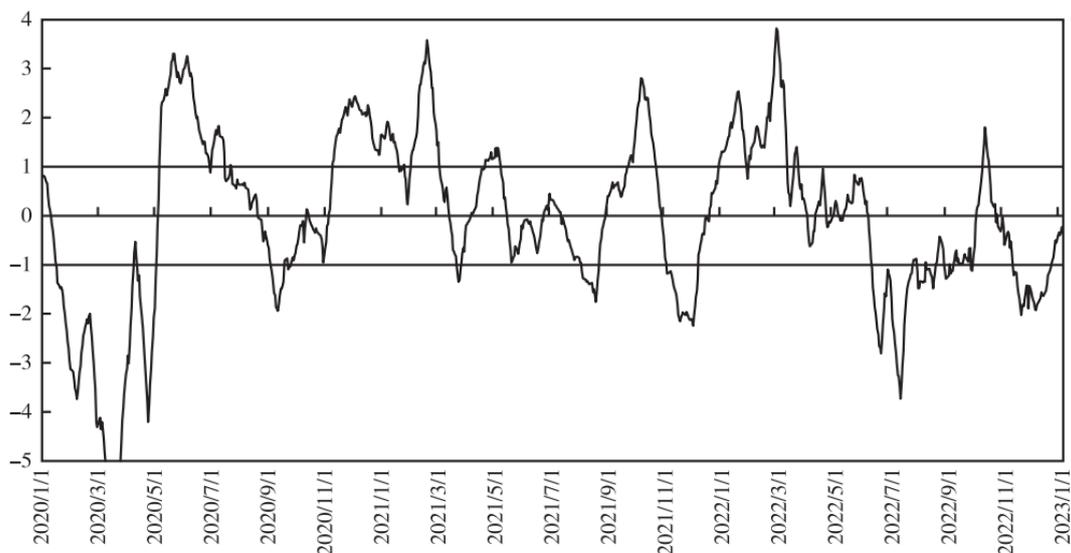


图4 中国高频金融形势指数

注:估算高频金融形势指数的指标包括短期利率、人民币有效汇率、股票价格、房地产价格和大宗商品价格。

资料来源:作者估算。

2. 经济运行恢复向好，宏观杠杆率前高后稳

2022 年全年，宏观杠杆率共上升了 10.4 个百分点，从 2021 年末的 262.8% 升至 273.2%，四个季度的降幅分别为 4.5、4.6、1.0 和 0.3 个百分点，呈现出“前高后稳”的态势。其中居民部门杠杆率保持不变，仍维持在 2021 年末的 61.9%，四个季度的增幅分别为 -0.1、0.2、0.1 和 -0.2 个百分点。非金融企业部门杠杆率上升了 6.8 个百分点，从 2021 年末的 154.1% 上升至 160.9%，四个季度的增幅分别为 4.1、2.1、0.7 和 -0.1 个百分点。政府部门杠杆率上升了 3.6 个百分点，从 2021 年末的 46.8% 增长至 50.4%，四个季度的增幅分别为 0.5、2.3、0.2 和 0.6 个百分点。决定宏观杠杆率上升的主要因素在于经济增速放缓，全年实际 GDP 仅上升了 3.0%，名义 GDP 也仅上升了 5.3%。经济增长速度的超预期回落拉高了宏观杠杆率水平。尽管居民和企业部门都有主动去杠杆的迹象，但由于经济增长有更大幅度的回落，宏

观杠杆率被动上升。

从杠杆率结构上看，2022 年非金融企业部门杠杆率上升幅度最大，增幅为 6.8 个百分点；其次是政府部门，上升了 3.6 个百分点；居民部门则保持不变。非金融企业债务同比增长了 9.8%，高于 2021 年，与 2020 年基本相当。其中企业贷款同比增长了 13.6%，企业债券同比增长了 3.6%。在贷款利率不断下行的环境中，企业债务尤其是企业贷款的增速并不算低，也充分发挥了其对企业投资的支持作用。政府债务同比增速达到 13.6%，虽然低于前两年的增速，但在基数较高情况下仍保持了较快增长。其中地方政府债务同比增速达到 15.1%，中央政府债务同比增长 11.7%。政府部门加杠杆发挥了逆周期调节的重要作用。居民债务增速最低，全部债务全年仅增长了 5.4%，其中个人经营性贷款仍保持 16.5% 的较高增速，但住房贷款仅增长了 1.8%，其它消费性贷款仅增长了 2.8%。受疫情及收入的影响，居民部门主动去杠杆的意愿增强，也抑制了消费增长和房地产交易。

2022 年宏观杠杆率的走势体现为“前高后稳”，大部分涨幅都是在上半年形成的，上半年共上升了 9.1 个百分点，下半年仅上升了 1.3 个百分点。这一杠杆率走势主要有三方面的原因。一是下半年居民和企业部门受疫情因素的影响更大，不确定性因素增加导致居民和企业部门倾向于保守，减小债务依赖，主动收缩资产负债表（张晓晶，2022）。二是地方政府债务的主要增量都体现在上半年。2022 年全年发行地方政府债券合计 7.37 万亿元，其中上半年完成了 5.25 万亿元，占比 71.2%。因此，政府杠杆率在上半年上升了 2.8 个百分点，

下半年仅提高 0.8 个百分点。三是下半年的经济增速快于上半年。四个季度实际 GDP 当季同比增速分别为 4.8%、0.4%、3.9%和 2.9%，经济增速的提升从分母角度抑制了杠杆率的上升。

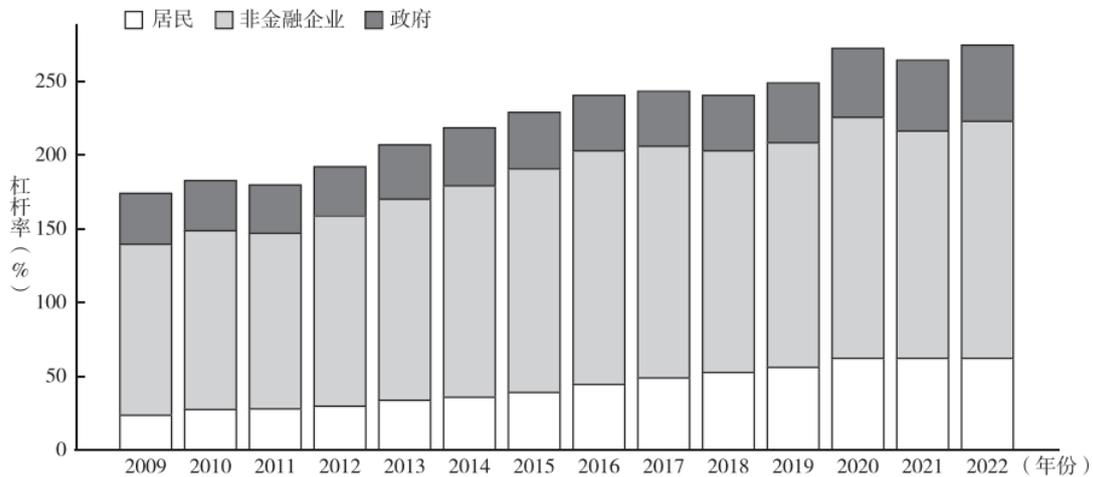


图 5 实体经济部门杠杆率及其分布

资料来源：中国社会科学院国家资产负债表研究中心(CNBS)。

3. 经济恢复基础尚不稳固，社融和信贷冲高回落

2022 年以来，受国内新冠肺炎疫情扰动、房地产市场深度调整、稳增长政策靠前发力等因素影响，新增社会融资规模波动加大，信贷结构特征体现为居民弱而企业强，中长期信贷增长乏力。2022 年社融增量累计为 32.01 万亿元，同比多增 6689 亿元。上半年社融增量创下历史新高，主要由政府债券和人民币贷款拉动。进入下半年后，委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票对新增社融支撑明显，政府债券、企业债券和人民币贷款成为主要拖累项。

从居民部门看，疫情反复叠加房地产市场下行筑底，居民融资需求收缩加剧。2022 年居民信贷需求持续弱于往年，累计同比少增 4.09 万亿元，主要受中长期贷款拖累。11 月以来，国内疫情在多地出现制

约居民线下消费和出行，居民短期贷款由正转负。12月7日，国务院联防联控机制综合组发布《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》，多地陆续优化疫情防控措施。12月居民短期贷款依然偏弱，疫情达峰之后消费预期改善有望促进居民短期信贷需求回暖。居民收入预期转弱和地产风险事件频发导致居民购房需求疲软，居民中长期贷款下滑明显，个别月份出现罕见负增长。11月23日，中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会联合印发《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》(以下简称“金融16条”)，出台16条举措支持房地产市场平稳健康发展。12月地产修复动能增强，对居民信贷的拖累有所缓解。

从企业部门看，稳增长政策助力企业信贷需求改善，但债券融资走弱。2022年1至5月，企业新增贷款总量扩张但结构欠佳，短期贷款和票据融资冲量特征明显。随着金融对基建、制造业、科技创新、绿色发展等重点领域的支持力度不断加大，下半年企业中长期贷款同比多增而票据融资增幅回落，宽信用效果开始显现，实体经济融资需求逐渐修复。“金融16条”提出稳定房地产开发贷款和建筑企业信贷投放，并鼓励金融机构提供“保交楼”配套融资支持，房地产信贷企稳有望支撑企业中长期贷款延续高增。在基建投资持续发力稳增长的政策导向下，专项债大规模前置发行以及政策性开发性金融工具加速投放，8月以来基建项目配套的委托贷款和信托贷款明显增长。“金融16条”允许房地产信托贷款合理展期并鼓励信托等资管产品支持房地产合理融资需求，预计2023年信托贷款会继续改善。2022年6至

9月，企业债券融资连续同比少增，一方面与信贷环境改善导致企业发债需求减少有关，另一方面反映出经济下行压力下企业投资信心仍未恢复，信用扩张的内生动能不足。11月银行理财产品大量赎回引发债券市场波动，债券推迟或取消发行情况明显增多，年末企业债券融资大幅回落。

从政府部门看，2022年财政政策发力前高后低，政府债券上半年大幅放量而下半年显著缩量。受2021~2022年财政发力节奏错位影响，8月至12月政府债券连续同比少增，对社融规模形成一定拖累。盘活5000多亿元专项债地方结存限额以及发行7500亿元特别国债有助于填补专项债发力的“空窗期”，2023年新增专项债提前批额度已于年初启动发行工作，政府债券对2023年第一季度社融的支撑作用有望增强。

总体而言，疫情冲击和楼市低迷对居民消费意愿和企业投资信心产生明显扰动，社融持续修复的内生性信用扩张动能不足，融资需求改善仍需政策支持。2022年国内货币环境较为宽松，M2增速维持高位且明显快于社融，表明流动性在银行间市场淤积和空转的现象依然存在，尤其是居民存款高增而居民中长期贷款疲软，政策工具对于宽信用的引导仍需接续发力。

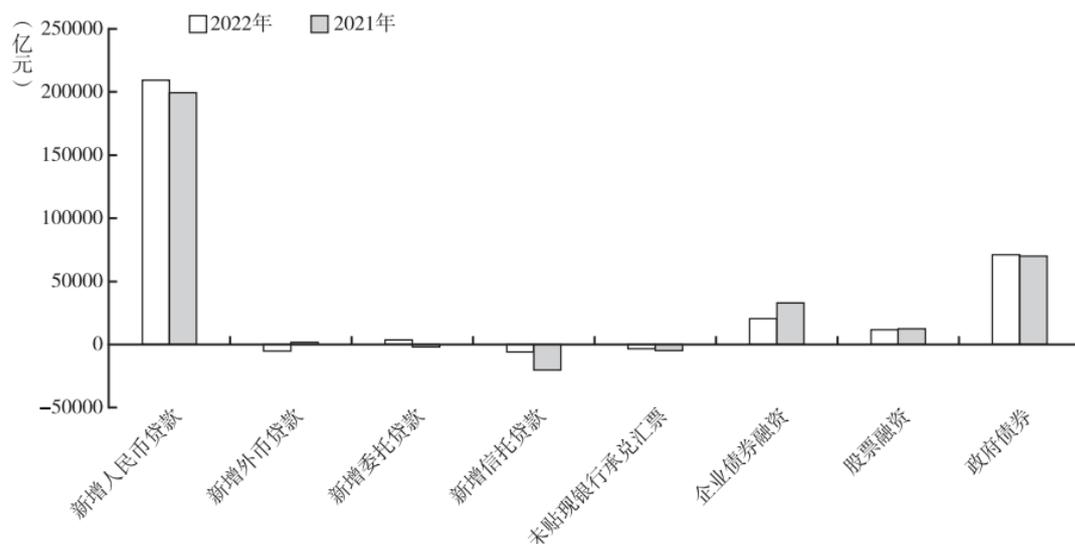


图6 新增社会融资规模分项

数据来源:Wind 数据库。

4. 债券市场受预期博弈和供需错配影响窄幅震荡，理财赎回潮增大年末债市波动

2022 年利率债市场在经济基本面和稳增长政策预期反复博弈的过程中区间震荡，10 年期国债收益率年内波动幅度仅为 33.5BP，创历史新低。上半年国债收益率在 2.68%~2.85% 区间内窄幅震荡，在基本面预期改善阶段，国债收益率往往上升；而当基本面受到负面冲击或稳增长政策不及预期，国债收益率呈现波动下行趋势。2022 年 1 月中旬央行超预期降息引发国债收益率快速下行，第一季度社融信贷改善支撑国债收益率趋势性回升，3 月至 5 月国内疫情反弹导致市场预期转向悲观，国债收益率随之下行。5 月底国务院出台《扎实稳住经济一揽子政策措施》，稳增长政策发力叠加疫情形势趋于好转，国债收益率再度回升。7 月社融信贷弱于预期，加之烂尾楼断供事件发酵，国债收益率向下调整。8 月中旬央行超预期降息，带动国债收益率进一步下行至 2.58%，创年内新低。9 月和 10 月稳增长政策加力、社融

信贷低于预期等多空因素交织，国债收益率形成 2.61%~2.76%新的震荡区间。11 月以来，疫情防控优化、稳地产政策加码、短端利率抬升等因素共振，国债收益率快速攀升，引发银行理财产品净值大幅回撤。银行理财产品破净通过理财赎回基金和基金抛售债券触发债券市场螺旋式下跌，11 月中旬至 12 月中旬国债收益率一度逼近 2.9%。12 月下旬，银行理财赎回压力有所缓和，债券市场趋于平稳。

2022 年信用债市场由结构性资产荒转向负债端不稳定，整体呈现“V”型走势。第一季度信用债收益率主要跟随国债收益率调整，4 月至 7 月出现结构性资产荒，流动性较为充裕而优质信用债供给相对不足，供需错配造成信用债收益率大幅下行。结构性资产荒在城投债市场表现得尤为明显：一方面，市场对区域经济财政实力较强、中高等级城投债的配置需求不断增强；另一方面，市场资金出现一定程度的信用下沉，弱资质区域、中低等级城投债收益率降幅更大。城投债市场资产荒主要有两方面原因。一是隐性债务监管趋严导致城投债供给大幅减少，2022 年城投债发行和净融资规模分别为 4.8 万亿元和 1.1 万亿元，同比下降 13.5%和 53.1%。二是市场流动性宽松而风险偏好下降增加对安全资产的配置需求，2022 年信用债展期和违约以民营房企为主，基建发力稳增长和保障城投平台合理融资需求的政策基调提高了城投债安全性。8 月至 10 月银行间市场资金利率边际上升，叠加烂尾楼断供、兰州城投技术性违约等负面舆情发酵，信用债收益率进入降幅收窄的震荡区间。11 月以来受银行理财赎回冲击，信用债回调幅度超过利率债，中低等级信用债收益率大幅上行。

2022 年债券市场信用风险总体可控，但受房地产调控政策影响较大。一方面，房地产销售不振和融资收紧导致房企现金流承压，地产债大规模展期以规避实质性违约，2022 年地产债展期规模高达 1860.1 亿元，同比增长近 9 倍。“金融 16 条”重在改善优质房企融资环境，尾部民营房企仍然存在违约风险。另一方面，房地产市场下行造成土地出让收入大幅减少，在土地财政依赖度较高的地区，城投债务接续和还本付息存在一定困难。此外，城投平台托底购地和参与“保交楼”加大自身资金压力，房地产风险向城投债风险的传导效应较为明显。

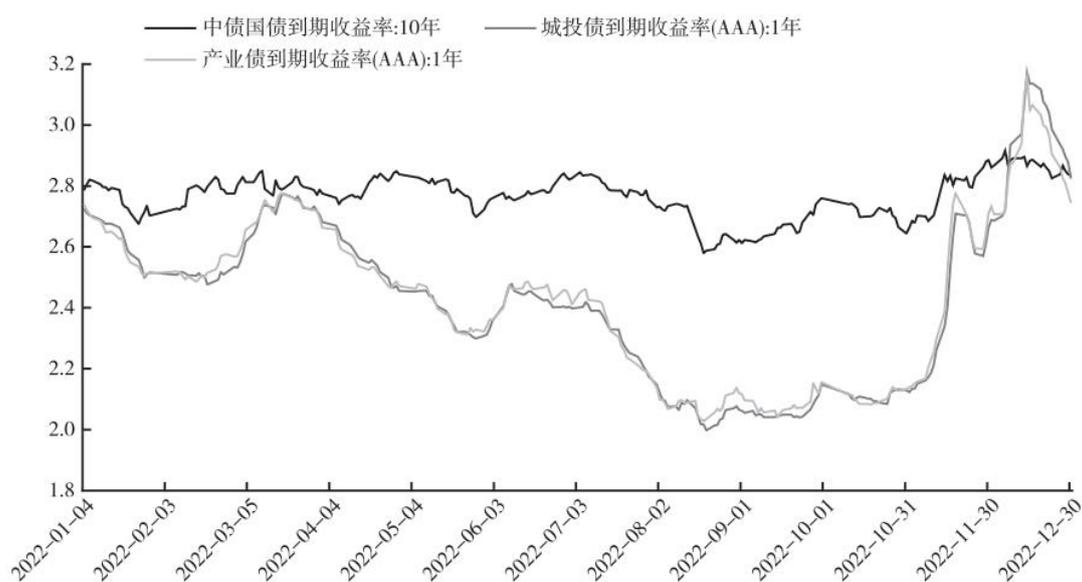


图 7 债券到期收益率

数据来源:Wind 数据库。

5. 股市在内外压力下深度调整，波动中表现出较强韧性

2022 年受国内经济复苏放缓、地缘政治冲突升温、美联储激进加息等因素叠加影响，主要股指走势一波三折，震荡下行。截至 2022 年 12 月 30 日收盘，上证综指报收 3089.26 点，较年初下跌 14.95%；深

证成指报收 11015.99 点，下跌 25.52%；创业板指报收 2346.77 点，下跌 27.80%。年初稳增长力度不及预期，叠加乌克兰危机导致投资者对通胀的担忧上升，1 月至 4 月 A 股市场深度下挫，上证综指最低跌至 2886 点。4 月底至 7 月初，随着稳增长政策持续发力和中美货币政策走向分化，A 股受美联储加息和外围市场下跌的影响减弱，在经济阶段性复苏和流动性宽松的支撑下走出一轮独立反弹行情。7 月中旬至 10 月底，国内经济总体延续弱复苏态势，美联储激进加息加剧人民币贬值和外资流出压力，A 股再度震荡下行。11 月以来，国内新冠肺炎疫情防控政策不断优化，房地产和消费支持政策陆续加码，A 股地产和消费板块迎来显著反弹。加之 12 月美联储加息节奏放缓，人民币汇率大幅升值，北向资金持续回流，A 股市场震荡回升。

2022 年全球股市普遍下跌，A 股亦随之大幅回调。内因是宏观经济修复不及预期和上市公司盈利能力下降，疫情反复、乌克兰危机、美联储加息等外因进一步放大了经济下行压力带来的负面冲击。尤其是第三季度以来，美联储激进加息扰动全球资产估值和资本流动，宽松货币政策制造的资产泡沫随之破裂。从行业层面看，煤炭板块涨幅居前，主要得益于乌克兰危机导致能源价格上涨，社会服务、交通运输等疫后修复板块在 12 月大幅反弹。受市场需求回落和原材料价格上涨影响，电子、计算机等科技板块跌幅较大，建筑材料、钢铁、有色金属等强周期板块涨幅受制于房地产市场下行压力。

随着注册制改革稳步推进和常态化退市机制逐步健全，A 股已形成有进有出、优胜劣汰的市场生态，有助于优化资源配置、服务实体

经济和抑制市场炒作。一方面，面对复杂严峻的国内外形势，我国股权融资规模保持相对稳定，为稳住宏观经济大盘发挥了关键作用。2022年1月至11月，A股市场新股上市（IPO）募资5323.8亿元，同比增长18.6%，上市公司再融资（含增发、配股、可转债等）规模达8673.6亿元，二者合计约1.4万亿元。A股IPO募资集中于实施注册制的科创板和创业板，近九成资金流向信息技术、高端装备制造、新能源等战略性新兴产业，资本市场直接融资为中小企业创新发展提供有力支持。另一方面，A股退市公司数量快速增长，空壳公司加速出清。2022年A股市场强制退市42家公司，较去年同期翻倍，其中40家公司因触及财务类强制退市指标被终止上市。

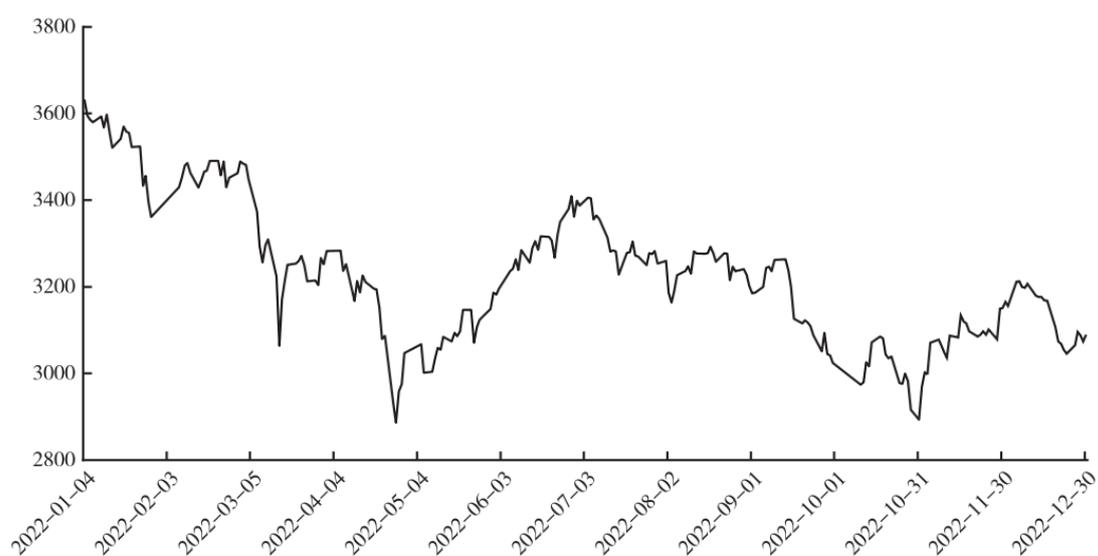


图8 上证综合指数

数据来源:Wind 数据库。

6. 中美经济和政策周期错位加大人民币对美元贬值压力

2022年以来，人民币汇率走势持续分化，人民币对美元大幅贬值，但对欧元、英镑、日元等主要国际货币稳中趋升，在全球表现相对稳健。人民币对美元汇率经历了三轮快速贬值：一是4月19日至

5月16日，人民币对美元即期汇率从6.4上行至6.8；二是自8月15日央行下调MLF利率至9月底，人民币对美元即期汇率从6.7横盘震荡持续上行，一度突破7.2关口；三是10月中旬至11月初，人民币对美元即期汇率延续走低，最低下探至7.3。为抑制人民币汇率单边贬值和稳定外汇市场预期，央行先后下调金融机构外汇存款准备金率、上调远期售汇业务外汇风险准备金率、上调跨境融资宏观审慎调节参数，减缓人民币贬值压力。11月以来，国内新冠肺炎防疫政策优化调整、稳地产政策密集出台，美国通胀数据逐步回落，市场强化经济复苏和美联储加息放缓预期，内外利好因素叠加下人民币汇率波动式回升。

2022年第二季度以来，人民币对美元汇率急跌有三方面驱动因素。一是中美经济周期错位和货币政策分化。人民币对美元汇率走势主要受中美经济形势差异和货币政策选择影响，美联储强调通过加息缩表遏制通胀，而疫情反复和房地产风险加大中国经济下行压力，央行多次降准降息加强逆周期调控。货币政策外紧内松导致中美10年期国债利差持续收窄甚至出现倒挂，资本外流造成人民币汇率阶段性承压。二是美元指数持续走强并创历史新高。美联储激进加息推动美元指数大幅走高，叠加乌克兰危机下美元的避险属性得以强化，美元强势增加人民币被动贬值压力。三是外需走弱导致出口增速放缓。全球大范围加息和通胀高企加剧需求收缩，8月以来我国出口增速大幅回落并陷入负增长，贸易顺差对人民币汇率的支撑作用减弱。

得益于稳增长政策显效、经济活动加快恢复和美联储放缓加息，

2023 年 1 月上旬人民币对美元汇率连续强势反弹，收复 6.7 关口。近期人民币汇率快速回升虽有经济基本面支撑，但长期来看利好利空因素并存，人民币汇率单边升值难以持续。其一，2023 年国内货币政策延续宽松基调，而美联储仍处于加息周期，外紧内松的货币政策态势意味着人民币对美元的贬值压力依然存在。其二，考虑到新冠肺炎疫情达峰后消费复苏以及稳地产政策向投资传导均存在时滞性，主要发达经济体加息抗通胀引致的经济衰退风险对我国出口形成一定拖累，支撑人民币汇率的基本面因素或发生变化。其三，在全球经济陷入滞涨困境的背景下，中国经济良好的复苏态势有助于提升人民币资产吸引力，对人民币汇率温和回升形成有力支撑。预计后续人民币汇率走势将重回双向浮动格局，在合理均衡水平上保持基本稳定。

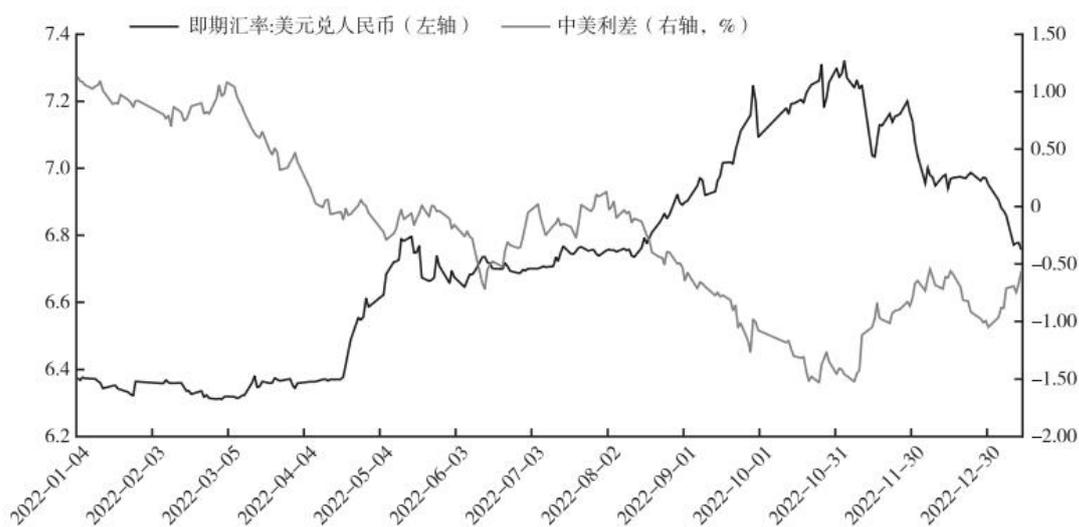


图9 美元兑人民币即期汇率与中美10年期国债利差

数据来源:Wind 数据库。

二、专题：促进房地产、平台经济健康发展与金融业扩大开放

从稳住经济大盘、助力经济回归潜在增长水平角度，除了货币金融环境的总体宽松外，还需要重要的金融相关产业的支撑。这里重点

讨论三个方面，即房地产、平台经济健康发展以及金融业扩大开放。

（一）稳定房地产预期，推动房地产业向新发展模式转型

2022 年房地产市场整体处于下行筑底阶段，房企陷入流动性困境增加楼盘烂尾风险，购房者信心受挫通过负反馈机制加剧房地产市场衰退。在“房住不炒”的总基调下，中央和各地积极出台稳预期、保主体、扩需求的房地产调控政策，促进房地产市场平稳健康发展，妥善化解房地产领域风险。

第一，全力推进“保交楼”，引导市场预期和信心回暖。2022 年下半年以来，“保交楼、保民生、保稳定”成为房地产调控的核心任务，中央和地方不断丰富“保交楼”政策工具箱，将“保交楼”作为稳定房地产市场预期的重要抓手。一是支持开发性政策性银行提供 2000 亿元“保交楼”专项借款，支持已售逾期难交付住宅项目加快建设交付。二是鼓励金融机构按照市场化、法治化原则，为“保交楼”专项借款支持项目提供新增配套融资支持。央行拟设立“保交楼”贷款支持计划，在 2023 年 3 月 31 日前向商业银行提供 2000 亿元免息再贷款，支持商业银行提供配套资金用于助力“保交楼”。三是浙江、湖北、陕西、郑州、南宁等省市政府联合地方资产管理公司、地方国企，成立房地产纾困专项基金撬动社会资本，盘活出险房企的问题楼盘。四是多地强化商品房预售资金监管，保证资金“留在项目”，优先用于项目建设，保障房地产项目竣工交付。

第二，“三箭齐发”支持房企融资，着力保市场主体。以“金融 16 条”为代表的房企融资利好政策频出，化解房企流动性风险。**第一**

支“箭”是稳定房企信贷投放。一是强调对国有、民营等各类房企一视同仁，改善市场对优质民营房企的风险偏好。二是适度放松房地产信托，鼓励信托等资管产品支持房地产合理融资需求。三是支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期，缓解房企短期偿债压力。四是延长房地产贷款集中度管理政策过渡期安排，做好新旧政策衔接。截至 2022 年末，已有 120 多家房企获得银行授信，意向性综合授信额度约 5 万亿元。

第二支“箭”是支持民营房企发债融资。2022 年 11 月 8 日，银行间市场交易商协会宣布将继续推进并扩大包括房企在内的民营企业债券融资支持工具，由央行再贷款提供资金支持，通过担保增信、创设信用风险缓释凭证、直接购买债券等方式，预计可支持约 2500 亿元民营企业债券融资。“金融 16 条”再次明确支持优质房企发债融资并提供增信，允许房企债券合理展期或置换。此次第二支“箭”具有两大亮点：一是新增特定金融机构直接购买债券这一融资方式，修复市场对民企地产债的信心；二是除优质房企外，经营总体稳健但短期困难的民营和混合所有制房企被纳入支持范围。

第三支“箭”是重启房企股权融资。2022 年 11 月 28 日，证监会决定在股权融资方面调整优化五项措施，改善优质房企资产负债表。一是恢复涉房上市公司并购重组及配套融资；二是恢复上市房企和涉房上市公司再融资；三是调整完善房企境外市场上市政策，与境内 A 股政策保持一致；四是进一步发挥 REITs 盘活房企存量资产作用；五是积极发挥私募股权投资基金作用。除直接 IPO 仍受限外，房企股权融资在暂停 7 年后重启，体现出中央稳地产的决心。其一，股权融资既有助于

房企降负债、去杠杆，又能通过引入战略投资者改善公司治理结构。其二，募集资金主要用于存量涉房项目和支付交易对价、补充流动资金、偿还债务等，不能用于拿地拍地、开发新楼盘等，凸显“保交楼、保民生”的政策导向。其三，允许建筑等与房地产紧密相关行业的上市公司参照上市房企政策执行，支持“同行业、上下游”整合，间接惠及房地产上下游产业链的资本运作和资产整合。其四，推动保障性租赁住房 REITs 常态化发行，鼓励优质房企依托符合条件的仓储物流、产业园区等资产发行基础设施 REITs，促进房地产市场盘活存量。

第三，适当调整在房地产市场过热期间采取的管制措施，扩大有效需求。因城施策实施差别化住房信贷政策，首套房贷款利率从阶段性放宽转向动态调整。2022 年 5 月 15 日，央行下调首套房商贷利率下限为贷款市场报价利率（LPR）减 20 个基点；9 月 29 日，允许 6 月至 8 月新房销售价格环比和同比均连续下降的城市在 2022 年底前阶段性放宽首套房商贷利率下限。“金融 16 条”出台后，多地相继放松限购限贷、降低住房贷款利率和首付比例等，需求端政策在因城施策框架下持续优化。2023 年 1 月 5 日，央行建立首套住房贷款利率政策动态调整机制，首套房商贷利率下限根据新房销售价格变化可阶段性维持、下调、取消或恢复，刺激首套房需求释放。房贷利率动态调整机制是 9 月底阶段性宽松政策的常态化延续，受 2022 年第四季度房价涨幅持续回落影响，本轮符合条件的城市范围显著扩大。至此，我国房贷利率形成了“因城施策、动态调整”的定价机制：以央行确定的全国性政策下限为基础，允许地方自主确定当地房贷利率下限，

将城市房贷利率与新房价格常态化挂钩；在城市政策下限基础上，鼓励金融机构结合自身经营情况、客户风险状况和信贷条件等，合理确定个人房贷具体利率水平，支持刚性和改善性住房需求。

值得强调的是，促进房地产健康发展不仅是应对当前的房地产低迷态势以及由此引发的风险，同时也是稳住经济大盘、促使经济回归正轨的重要抓手。2023 年房地产调控重在稳预期、防风险、促转型，推动房地产业向新发展模式平稳过渡。

稳预期必须给予房地产以合理定位，防止房地产被污名化。一方面，房地产业仍是国民经济的支柱产业，与房地产相关的贷款占银行信贷的比重接近 40%，房地产业相关收入占地方综合财力的 50%，房地产占城镇居民资产的 60%。房地产业链条长、涉及面广，事关经济增长、地方财力、金融稳定和民生福祉。另一方面，未来一个时期，我国城镇化仍处于较快推进阶段，房地产业发展仍有相当的需求支撑。

防风险遵循“抓两头、带中间”的思路，一是将房企自救与他救相结合，推动行业重组并购，纾困出险房企，持续推进“保交楼”；二是从资产激活、负债接续、权益补充、预期提升四个方面发力，改善优质房企资产负债表。此外，应坚持“房住不炒”的定位，防止在促进房地产业回升过程中投资性因素被激发进而导致风险攀升。

促转型意味着积极探索房地产发展新模式。要求深入研判房地产市场供求关系和城镇化格局等重大趋势性、结构性变化，转变高负债、高杠杆、高周转的旧发展模式。一是保持房地产市场供需基本平衡，结构基本合理，价格基本稳定。鼓励地方政府和金融机构加大保障性

租赁住房供给，探索长租房市场建设，完善多主体供给、多渠道保障，租购并举的住房制度。二是围绕城市群、都市圈做好住房供应，解决“新市民”住房问题；满足高品质改善性需求。加快推进城市更新和旧区改造，建立房屋安全管理长效机制，推动住房和城乡建设向内涵式、集约型、绿色化转型。三是完善商品房预售资金监管，把握好支持房企流动性和维护住房消费者合法权益的动态平衡。四是发挥政府在住房保障方面的作用。最近财政部发布《关于支持深圳探索创新财政政策体系与管理体制的实施意见》提出，考虑深圳人口持续净流入对住房的需求，加大中央预算内投资对深圳保障性住房筹集建设的补助，加大中央财政城镇保障性安居工程补助资金对深圳公租房、保障性租赁住房和老旧小区改造的支持力度，推动解决大城市住房突出问题。

（二）提升常态化监管水平，支持平台经济健康持续发展

平台经济是我国数字经济的重要组成部分，对优化资源配置、推动产业升级、畅通经济循环具有重要意义，是稳增长、稳就业、促消费的重要载体。近年来，我国平台经济在快速发展的同时，也暴露出因监管不力引发的竞争失序、抑制创新、数据和信息安全等问题。中央自 2020 年起强化平台经济治理，加强反垄断和反不正当竞争，防止资本无序扩张。目前，平台经济发展环境持续优化，市场竞争秩序稳步向好。一方面，前期大部分违法违规案件已得到妥善处理，14 家平台企业金融业务专项整改已经基本完成，平台企业自身的合规性不断增强。另一方面，平台经济领域监管法规和制度逐步完善，常态化

监管成主要方向。2022年以来，中央多次部署支持和促进平台经济规范健康持续发展，明确高质量发展和监管常态化并重的政策导向，逐步形成内容全面、体系完整、重点突出的全方位监管制度体系，平台经济进入“在发展中规范、在规范中发展”的新阶段。

为更好发挥平台经济促进就业和消费、衔接生产要素、助力创新等作用，2022年1月26日，国家发改委等九部门联合印发《关于推动平台经济规范健康持续发展的若干意见》，出台支持平台经济高质量发展的政策纲领。一是营造公平竞争、包容发展、开放创新的市场环境，推动平台经济发展更好惠及人民。持续推进平台经济相关市场主体登记注册便利化、规范化，引导平台企业合理确定支付结算、平台佣金等服务费用，降低平台经济参与者经营成本。建立有序开放的平台生态，推动平台企业间合作，加快业务和数据互联互通，构建兼容开放的生态圈。加强网约配送员、网约车驾驶员等新就业形态劳动者权益保障，完善劳动关系协商协调机制。二是增强创新发展能力，推动“互联网+”向更大范围、更深层次、更高效率方向发展。引导平台企业充分发挥市场、数据、资本、技术优势，积极开展科技创新，加快人工智能、云计算、区块链、操作系统、处理器等领域技术研发突破。支持平台企业推动数字产品与服务“走出去”，增强国际化发展能力，提升国际竞争力。鼓励基于平台的要素融合创新，发挥数据要素对土地、劳动、资本等其他生产要素的放大、叠加、倍增作用。三是推动平台经济和实体经济深度融合，赋能经济社会高质量发展。支持平台企业赋能制造业转型升级，发展按需生产、以销定产、个性

化定制等新型制造模式。引导平台经济赋能“三农”发展，推动种植业、畜牧业、渔业等领域数字化转型，以数字化手段创新金融支持农业农村方式，培育全面推进乡村振兴新动能。鼓励平台企业拓展“互联网+”消费场景，开展品牌消费、品质消费等网上促销活动，提升平台消费创造能力。在中央层面的部署下，浙江、江苏、山东、陕西、河南、湖南等地政府进一步细化支持平台经济规范健康发展的具体措施，优化平台经济发展环境，为区域经济发展提供新动能。

2022年中央经济工作会议将着力扩大国内需求作为2023年重点工作任务，把恢复和扩大消费摆在优先位置，并提出大力发展数字经济，提升常态化监管水平，支持平台企业在引领发展、创造就业、国际竞争中尽显身手。这意味着2023年将延续支持平台经济健康持续发展的主基调，更好发挥促进就业和消费、衔接生产要素、助力创新等作用，遵循法治化、数字化、协同化的原则，探索建立适应平台经济发展的常态化监管模式。

第一，转变监管理念。长期以来，我国对平台经济秉持包容审慎的监管理念，最大限度减少事前准入限制，以事中事后监管为主。随着监管对平台经济发展规律、特点和阶段的认识更加全面，应强化事前防范和事中监管，适度弱化事后惩戒力度，实现事前预防、事中控制与事后监督同步。

第二，创新监管思路。当前平台经济面临的主要挑战是如何兼顾反垄断监管和规模化发展，规模经济是数字平台的基本特性之一，“大就是问题”的监管思路并不适合平台经济。不应简单根据企业规

模或市场占有率判断是否存在垄断，关键在于可竞争性（北京大学平台经济创新与治理课题组，2022）。反垄断重在增强可竞争性（即降低潜在竞争者的进入门槛），注意区分商业模式创新、正常竞争策略与滥用垄断权力的边界，实现充分竞争和规模经济协调发展。

第三，推动协同监管。一是强化部门协同，坚持“线上线下一体化监管”原则，探索建立案件会商和联合执法、联合惩戒机制。二是鼓励平台企业主动拥抱监管，当平台规模足够大而使其拥有足够的激励对自身进行治理时，监管部门和平台企业可以形成相互合作、互相促进的协同监管关系（王勇等，2020）。

第四，加强监管协调。我国围绕数据安全、反垄断等领域已出台诸多政策，但相互之间缺乏衔接。短期应着重完善平台经济治理政策制定和执行机制，明确监管责任分工，强化政策统筹协调，避免“运动式监管”和“监管竞争”现象。长期可考虑健全平台经济治理法律法规体系，设立综合性的平台经济治理机构，对平台经济实施常态化依法监管。

（三）夯实基础“练好内功”，实现金融市场的高水平对外开放

面对百年未有之大变局，实现金融市场的高水平开放意义重大。在全球化退潮、大国博弈加剧的背景下，金融市场高水平开放可以起到防脱钩、缓脱钩的作用。但是，我们应清楚地认识到，金融市场开放不是被迫之举和权宜之计，而是把握发展主动权的先手棋。金融市场开放本身不是目的，通过金融市场开放办好事情才是题中之义。党的十八届三中全会明确提出“以开放促改革”，通过金融市场

开放促进金融改革，进而促进高质量发展才是根本。

党的十八大以来，我国推进金融开放的步伐明显加快。2013年11月，党的十八届三中全会明确提出要“扩大金融业对内对外开放”。2018年4月，习近平主席在博鳌亚洲论坛上提出落实扩大开放措施“宜早不宜迟，宜快不宜慢”的原则。2018年来，国家累计出台50多条政策推进金融市场进一步开放，金融市场开放得到了广泛的政策支持并开始提速。2022年10月，党的二十大报告明确提出“推进高水平对外开放”，对金融市场开放提出更高要求。

近年来，在岸金融市场加快开放主要表现在三个方面。一是**逐渐放宽并取消境外投资者投资在岸金融产品的额度限制**。2019年9月，QFII和RQFII的额度限制正式取消。截至2022年9月，境外主体持有中国债券和股票的规模已达到3.47和3.03万亿元人民币，占比分别为2.42%和3.99%。二是**加快境内外股票、债券等金融市场的互联互通，并推进资产价格指数的国际化**。2017年以来，沪港通、深港通、债券通、基金互认等机制加快建立并完善。2018年中国A股和债市相继被纳入MSCI指数、彭博巴克莱全球综合指数等全球流行指数，提升了我国金融市场在国际市场的认可度；三是**逐渐放宽外资金融机构的准入限制**。2020年6月，证券、基金等金融机构的外资持股比例限制提前取消，金融业外资准入的负面清单正式“归零”。

在中国金融市场对外开放过程中，也存在一些突出问题和潜在风险。

一是某些方面政策落实不到位以及政策演变存在不确定性，导致

外资金融机构的获得感与安全感不足。目前不论是外资投资额度限制还是机构持股比例限制，中国都已经在制度层面予以明确放开。但政策出台不代表政策能够落实到位，也不意味着外资进入过程中不存在问题。外资金融机构对中国金融开放存在政策落实不到位、技术性难题多、开放获得感不足等“感知”（刘非和郑联盛，2021）。如何做到从市场中来，到市场中去，深入市场了解外资金融机构的市场关切，进而改善金融监管和金融治理能力，提升外资企业“获得感”，成为未来金融市场高水平对外开放的核心要务之一。此外，不少外资金融机构担心未来在市场退出与资本流出方面可能面临较大的不确定性，对“退不出”的担心在一定程度上导致外资金融机构不愿意进入或大规模进入中国金融市场。

二是短期资本大进大出引发金融风险。随着金融市场的加速开放，短期资本大进大出将会成为常态。短期资本的大举进入不仅会引发资产泡沫，形成金融市场欣欣向荣的假象，还会增加企业和金融机构的外债，形成负债美元化。一旦经济体本身出现问题，或遇到外部冲击，短期资本流入就可能骤停，甚至出现逆转。资本流入骤停会导致国内利率水平显著上升、资产价格大幅下跌，甚至刺破资产价格泡沫，导致各部门资产负债表严重受损，另一方面会导致人民币对美元汇率显著贬值，可能引发货币危机，明显加大中国相关企业与金融机构的外债负担。更值得注意的是，投资者信心也会随之削弱，从而引发更大规模的资本外逃，资本外逃、利率上升和汇率贬值最终可能与国内系统性金融风险联动（张明等，2021）。

三是外资金融机构大规模进入引发激烈竞争，甚至可能控制我国关键领域或关键机构。随着中国金融对外开放的提速，未来会有大量外资金融机构进入中国市场。外资金融机构可以依托母公司和国际市场优势获得并配置全球金融资源，加之所有制的“委托-代理”框架与激励相容机制，形成竞争优势。与中国国有金融机构与民营金融机构相比，大型外资金融机构具备特定优势与竞争力。因此，不排除在特定环境下，外资金融机构并购我国重要金融机构或者控制特定关键金融领域的可能性（张明，2014）。一旦这种情形发生，那么可能危害我国金融安全或者影响宏观调控的效力，也会进一步加剧中国跨境资本流动的波动性。

为了更好地实现金融市场高水平对外开放，我们提出如下政策建议。

第一，夯实基础，“练好内功”。在外资金融机构大规模进入后，我们最担心的是对本国金融企业造成冲击，并出现资本大幅流入后的大规模流出。而解决这一问题的关键就在于自身经济的持续发展和金融体系的健康运行。为应对金融市场高水平对外开放带来的冲击，首先应从自身抓起。一是要进一步完善利率市场化体系，打通信贷、货币和债券市场，加速货币政策调控框架转型，畅通货币政策传导机制。利率是金融市场的重要价格信号，形成市场化的短期和长期利率有助于外资金融机构合理配置金融资源和风险规避，进而稳定金融体系。国债收益率曲线不仅是长期利率形成和货币政策传导的重要信号，也是货币政策和财政政策协调配合的重要抓手。目前，我国国债产品虽

然期限覆盖较为完整，但市场规模和流动性还有所不足，国债收益率曲线的作用没有得到有效发挥。未来需更加重视国债的发行和国债收益率曲线功能的完善。二是要加快国内金融机构市场化转型，扩大金融市场的对内开放，形成一批具有国际视野的金融企业，在与外资金融机构竞争中不落下风。三是进一步推出人民币计价的、外资机构广泛参与的大宗商品和外汇期货品种。在目前推出“上海金”、“上海油”的基础上，探索并加快推出天然气等大宗商品、人民币外汇以及碳交易等期货产品。这不仅有助于提升人民币金融产品的种类，提升企业的风险规避能力，还能提升人民币定价权和人民币国际化水平。四是保持高质量、可持续的经济增长。可持续的经济增长是未来金融市场高质量对外开放过程中保持中国市场吸引力、维持金融市场稳定的根本因素。

第二，完善法律制度安排，彻底贯彻开放政策，提升外资金融机构的获得感与安全感。高水平的对外开放，不仅需要完善自身，也需要真正开放。首先，完善金融相关领域法律修订，强化市场运行的法律基础。现阶段，银行、证券、保险、期货等诸多领域的市场准入和持股比例限制均已取消，而国内金融相关法律体系和管理模式与国外还有不同，学习和衔接国际通行的法律规则，完善现有法律体系和管理模式，全面实行准入前国民待遇和负面清单模式，不仅有助于提升外资金融机构的体验感，也有助于国内金融机构的竞争和发展。党的十八大以来，有关商业银行、证券、保险、期货和衍生品、外商企业等领域法律不断修订完善和出台，为金融市场高水平开放打下坚实基

础。其次，加强各金融市场内部及各通道之间的整合，提升外资机构进入中国的实际体验感。一方面，加强各金融市场内部的整合。受监管部门和历史因素影响，各个金融市场内部存在分割。以债券市场为例，目前我国债券市场监管呈“五龙治水”格局，各类债券在审批、发行、交易等诸多方面规则不同，监管协调成本较高；而且银行间市场和交易所市场互联互通不足，严重影响了债券市场的完整性。另一方面，金融市场主要通过多重管道进行开放，不仅管道之间相互隔离，而且管理政策也有差异，导致诸多技术问题，影响了外资及外资金金融机构的体验感。未来应逐步尝试各通道之间的整合，给外资和外资金金融机构的进出带来真正的便利。再次，要让外资金金融机构切实感到“进得来”和“出得去”。在进得来方面，要切实落实负面清单制度与外资国民待遇，消除隐性的开放壁垒，克服所谓的“玻璃天花板”现象。在出得去方面，要切实落实有关政策，并且加强央行针对资本流动管理的政策沟通的透明度与前瞻性，让外资金金融机构心里有数。事实上，只要解决了外资金金融机构“进得来”与“出得去”的问题，鉴于中国经济增速远高于发达国家经济增速，在能够获得更高投资回报率的预期之下，外资金金融机构自然会对中国市场更感兴趣。

第三，有序推动金融市场开放。要加快国内金融市场的开放，放开不必要的管制。首先要有序开放信用评级市场，建立健全涵盖国际评级机构在内的统一注册管理制度，可以考虑以熊猫债市场为试点，逐步对国际评级机构放开国内债券评级业务。其次要有序推进金融期货市场开放，落实产品上市到交易规则制定的各个步骤。此外，还要

加快金融市场机制建设，倒逼对信息披露、准入退出机制、监管体系等配套制度的改革，以便更好地发挥金融市场的作用。

第四，树立金融安全观，加强金融风险防范。金融市场加速开放必然会伴随着风险，而金融市场的高水平开放需要协调开放收益和风险之间的关系，树立金融安全意识，有效防范和妥善处理金融风险。

一是始终坚持审慎、渐进、可控地开放资本账户，保持常态化的适度的跨境资本流动管理。在加大跨境资本流动的大前提下，适度的、临时性的跨境资本流动管理有利于维持金融稳定以及增强货币政策独立性。为了抑制短期资本异常流动，我国政府应该引入以价格型工具为主的资本流动管理新工具，例如针对短期资本流动的托宾税、最低停留期限等，通过提高成本的方式来抑制短期资本的大量流入。

二是增强逆周期宏观审慎监管政策的力度。宏观审慎监管，主要是防范跨境资本流动风险和维护外汇市场稳定。要建立和完善跨境资本流动宏观审慎管理的监测、预警和响应机制，丰富跨境资本流动宏观审慎管理的政策工具箱，以市场化方式，逆周期调节外汇市场顺周期波动，防范国际金融风险传染。

三是加强跨国监管合作。随着我国金融市场与全球主要金融市场相互联系日益紧密，越来越多的中外资企业、投资者、金融机构相互参与对方市场，加强监管合作是必然的选择。目前我国已在银行、证券、保险等多个行业建立了双边和多边的监管合作机制，包括签署监管合作谅解备忘录、监管合作协议，加入或发起区域性与全球性监管合作组织等。下一步，我国监管机构应该继续加强和国际同行的信息交流合作，提高对跨国金融机构的监管协调。

三、2023 年国内外宏观金融展望

(一) 全球宏观金融形势展望

全球经济下行压力加大。2022 年以来，通货膨胀席卷全球，发达经济体激进加息，全球经济高位回落；乌克兰危机爆发，叠加新冠肺炎疫情反复，给全球经济恢复蒙上阴霾。预计进入 2023 年后，上述因素仍旧会发生作用，全球经济增速将继续下行，且压力超过 2022 年。根据 IMF 在 2023 年 1 月的预测，2022 年与 2023 年全球 GDP 增速分别为 3.4%与 2.9%。其中，发达经济体 GDP 增速将由 2022 年的 2.7%锐减至 2023 年的 1.2%，新兴市场与发展中经济体 GDP 增速则从 2022 年的 3.9%上升至 2023 年的 4.0%。相比之下，世界银行的预测则更为悲观，2023 年 1 月世界银行发布的最新版《全球经济展望》报告显示，全球经济增速正在急剧放缓，95%的发达经济体和近 70%的新兴市场和发展中经济体的 2023 年经济增长预测都较此前预测数据有所下调。世界银行预计 2023 年全球增长将从 6 个月前预测的 3%降至 1.7%。其中，2023 年发达经济体的经济增长速度将从 2022 年的 2.5%降至 0.5%，新兴市场和发展中经济体经济或将增长 3.4%，也较此前预期下调 0.8 个百分点。

通胀压力高位盘整。2023 年全球通胀压力有所放缓，但依旧呈高位盘整态势。进入 2023 年后，部分导致全球通胀的因素有所缓解。一方面，随着发达经济体货币政策收紧，发达经济体通胀压力有所收敛；另一方面，随着全球防疫政策，尤其是中国防疫政策的放开，供给端收缩造成的通胀压力大幅降低。然而，通胀水平未必会快速回落。

一方面，发达经济体通胀率虽有所下降，但并未回归至正常区间；另一方面，乌克兰危机的持续仍将对农产品及部分大宗商品价格产生影响。IMF 在 2023 年 1 月的预测显示，虽然 2022 年全球通胀见顶，但 2023 年依旧处于高位，全球通胀在 6.6%左右运行。另外，从近期发达国家的通货膨胀走势来看，商品价格推动的通胀正在转变为服务品价格推动的通胀，且紧张的劳动力市场正在带来薪资水平的增长。这就意味着，本轮发达国家通货膨胀的持续时间可能会超过之前市场预期。

美联储将于 2023 年第一季度继续加息，并可能于第二季度停止加息。2022 年全年，美国通胀高位运行，呈倒 U 型发展态势，美国 CPI 同比增速从年初的 7.5%上涨至 6 月份 9.1%的峰值，并下滑至 12 月份的 6.5%。考虑到劳动力市场工资压力、服务品价格普遍持续上涨、房价依然处于高位等因素，美国通货膨胀率在一定时期内仍将在高位盘整，譬如在 2023 年上半年内持续高于 4%。基于上述对美国通胀率走势的预测，笔者认为，尽管美联储将会降低每次加息的幅度，但本轮美联储加息周期可能维持至 2023 年第二季度。在 2023 年上半年，美联储可能加息 2~3 次，每次 25 个基点。等联邦基金利率达到顶峰（可能在 5.0%~5.25%）后，美联储会在一定时期内将利率保持在该水平，直至通胀率明显回落。在 2023 年上半年，美国长期利率与美元汇率仍将在高位双向波动；到 2023 年下半年，美国长期利率与美元汇率有望显著下降。

全球金融市场与新兴市场国家继续承压。2022 年全球金融市场

动荡的根源在于美国长期利率快速攀升以及美元指数的快速升值。尽管最近全球股市、债市与大宗商品价格已经在反弹，但笔者认为，这波反弹的基础并不牢固。一旦短期内美国通胀率缓和程度不及预期，那么美国长期利率与美元指数仍可能再度反弹。换言之，未来半年内很多金融指标都会呈现双边波动态势，而难以形成单边趋势。事实上，在 2023 年上半年，一方面主要发达经济体的加息缩表仍在持续，另一方面全球经济衰退压力将会加剧，因此，无论是全球金融市场，还是新兴市场与发展中国家，在 2023 年上半年都会迎来一段比较难熬的日子。此外值得一提的是，近期日本央行开始调整其收益率控制政策，10 年期日本国债收益率已经由 0.25% 上升至 0.5% 左右，这意味着全球范围内最后一部分低息资金开始消失。日本央行行长黑田东彦将于 2023 年 4 月任期届满，届时 YCC 政策可能出现新的调整，日本央行进一步加息的概率较高。日元利率变动可能引发全球范围内日元套利交易的终结与新的金融震荡。

全球经济与金融暂显“东升西降”特征。从全球经济走势来看，2023 年欧美等发达经济体经济增速下滑将与中国经济总体增速回升形成鲜明对比，在短期内形成“东升西降”格局。受疫情冲击错位和疫情防控政策放开错位等因素影响，中国与主要发达经济体的经济周期和金融周期出现错位。2022 年，中国经济增速承压，财政和货币政策呈扩张态势；相反，欧美等主要发达经济体经济回升较快，通胀高企，货币政策收缩。进入 2023 年，中国与主要发达经济体的货币政策仍将呈错位态势。主要发达经济体的经济增速在 2023 年均可能显著回

落；而在扩张性政策的支持下，中国经济增速有望达到 5.5%，从而形成一个独立的向上运行轨迹。根据 IMF 在 2023 年 1 月的预测，2023 年美国、欧元区和日本的 GDP 增速分别为 1.0%、0.5%、和 1.6%，而中国的经济增速将达到 4.4%。世界银行最新预测显示，2023 年美国、欧元区、日本的 GDP 增速分别为 1.4%、0.7%和 1.8%，中国则会达到 5.2%。在 2023 年，中国将再度成为引领全球经济增长的主要引擎，全球增长格局将会呈现出“东升西降”的局面。经济格局的“东升西降”在金融市场上也可能引发类似效应。例如，2023 年中国股票市场的表现预计好于美国股票市场，人民币兑美元汇率也有望迎来一波升值。

（二）国内宏观金融形势展望

2023 年中国经济有望迎来显著反弹。我国经济自 2022 年 5 月以来逐步回暖，但“需求收缩、供给冲击、预期转弱”的三重压力尚未从根本上得以改善。进入 2023 年，随着国内疫情防控的完全放开和“扩内需”政策的陆续落地，各项社会经济活动将逐步回归常轨，进而夯实经济持续复苏的基础。

利率水平或呈现前高后低走势。在宏观金融运行方面，鉴于美联储加息周期可能止步于 2023 年第二季度，这将极大减轻因中美货币政策分化对国内金融形势带来的冲击；为此，国内短长期利率水平在全年预计呈现前高后低的走势，宏观金融形势有望从中性偏紧状态逐步回升到相对宽松状态；但 2023 年全球主要经济体逐步加大的衰退压力，可能通过引发全球金融市场动荡，对国内宏观金融形势造成冲

击。

人民币汇率总体上或呈现趋势性升值。受全球经济衰退压力和债务负担持续加大的影响，全球主要央行的货币政策可能在下半年发生转向；在此背景下，受益于我国经济持续向好的总体态势，人民币有效汇率及人民币兑美元汇率在总体上将呈现趋势性升值。

房地产市场有望逐步回升。我们估算的高频房地产开发投资先行指数在经历了近 1 年半的持续下行；于 2022 年 12 月以来企稳反弹，但在样本末期（12 月末）的负向缺口（先行指数与 0 值的缺口）依然较大。指数的运行特征意味着房地产市场虽然企稳但仍然处于较为疲弱的状态。在以“保交楼”为核心的供给端和以“稳销售”为重心的需求端政策持续发力的背景下，2023 年的房地产市场有望逐步回升。但在人口老龄化和市场发展不均衡等问题的约束下，本轮房地产市场的复苏将是一个逐步回归长期趋势（均衡水平）的过程，即房地产开发投资先行指数逐步回归至 0 值附近（负向缺口逐步收敛），并围绕 0 值小幅波动。

大宗商品价格总体上震荡下行。受上半年美联储持续加息和下半年全球经济衰退风险持续加大的需求端影响，预计 2023 年国际大宗商品价格在总体上呈现震荡下行的趋势；但是，地缘政治风险和军事冲突可能对商品价格带来短期扰动。

股票市场有望迎来趋势性上涨。在国内经济总体向好、人民币汇率趋势性升值和稳健偏宽松的货币政策环境下，国内股票市场有望迎来趋势性上涨的行情；但全球金融市场动荡可能对国内市场造成短期

扰动。

（三）政策建议

党的二十大报告明确中国共产党的中心任务是全面建成社会主义现代化强国，即人均国内生产总值到 2035 年达到中等发达国家水平（经济总量或人均收入翻一番），这就要求 2021 年至 2035 年期间我国经济保持一定的年均复合增长率。2022 年 12 月的中央经济工作会议五次强调扩内需，“稳增长，扩内需”成为 2023 年宏观调控的主基调。随着国内疫情防控完全放开，货币金融政策的首要目标是激发市场内生动能，发挥消费的基础作用和投资的关键作用，拉动经济回归至潜在增长水平；并着力稳物价、稳就业，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长；有效防范化解房地产和外汇市场的经济金融风险。

第一，创新调控消费信贷的货币政策工具，增强消费对经济发展的基础性作用。一是增加针对商业银行消费信贷的结构性货币政策工具，加大对新型消费和社会服务领域的金融支持。二是将持牌消费金融机构纳入常备借贷便利、中期借贷便利等货币政策工具的支持范围，便于央行直接调控消费信贷数量。三是优化贷款市场报价利率（LPR）形成机制，适时将消费信贷利率纳入 LPR 报价，引导居民消费信贷成本下降。

第二，加强财政政策和货币政策协调配合，巩固投资对经济增长的关键作用。一是继续投放设备更新改造、科技创新专项再贷款，推动传统产业高端化、智能化、绿色化转型，加大对科技创新、专精特

新企业的支持力度，扩大制造业有效投资。二是继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，做好“宽财政+宽信用”的跨周期政策组合，支持基础设施建设融资。用好政策性开发性金融工具和政策性、开发性银行新增信贷额度，引导商业银行扩大中长期配套信贷资金，支持重大项目建设。货币政策协同政府部门加减杠杆，既要配合财政债务融资维持低利率环境、保证流动性合理充裕；又要准确灵活把握货币政策发力节奏，考虑到货币政策的“进入”和“退出”比财政政策更快，且对经济增长的提振效果相对滞后，货币政策退出略快和进入偏慢的节奏应予以调整。

第三，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，警惕未来通胀反弹压力。一方面，货币政策需妥善应对输入性和结构性并存的通胀压力，夯实国内粮食稳产增产、能源市场平稳运行的有利条件，保持物价水平基本稳定。另一方面，美国等主要发达经济体货币政策收紧步伐放缓，有利于减弱中国货币政策面临的外部制约，货币政策空间有望进一步打开。一是充分发挥存款利率市场化调整机制重要作用，打破降息空间面临的存款基准利率隐性下限制约。二是当前金融机构加权平均存款准备金率已经低至7.8%，全面降准空间逐步缩小，未来可适度弱化总量型货币政策工具运用，丰富结构性货币政策工具箱作为投放流动性的主要渠道。

第四，货币政策以稳定和扩大就业为政策基准，促进高质量充分就业。货币政策强化就业优先导向，关键在于保市场主体，通过稳定市场主体保就业。一是加快普惠小微贷款支持工具、交通物流专项再

贷款落地生效并逐步扩大规模，继续支持金融机构对符合条件的贷款实施延期还本付息，对涉农、小微企业、民营企业提供普惠性、持续性的资金支持，支持外贸、服务业、民航等困难行业纾困。二是央行上缴结存利润配合财政加快留抵退税，基础货币投放直达居民和企业等实体经济部门，助力惠企利民稳就业。

第五，增强结构性货币政策支持和信贷政策引导，推动经济绿色低碳转型。一是并行实施好碳减排支持工具和支持煤炭清洁高效利用专项再贷款，科学有序支持碳减排。二是支持符合条件的金融机构为具有显著碳减排效益的重点项目提供优惠利率融资，引导金融机构按照市场化原则支持绿色低碳发展。三是将高等级的绿色低碳资产纳入货币政策操作的合格抵押品管理框架，为金融机构增加绿色资产配置提供正向激励。

第六，健全房地产金融审慎管理制度，促进房地产市场平稳健康发展。在坚持“房住不炒”总基调的前提下，需求端下调居民房贷利率是推动房地产市场企稳回暖的关键，5年期以上LPR仍有下调空间。供给端进一步加大对房企风险化解力度，鼓励金融机构重点支持优质房企，用好“政策性开发性银行专项借款+商业银行配套贷款”的保交楼支持模式，推动保交楼专项借款加快落地使用并视需要适当增加规模，引导商业银行提供配套融资支持。

第七，货币政策坚持以我为主、兼顾内外平衡。一是密切关注主要发达经济体经济走势和货币政策调整的溢出影响，货币政策兼顾币值稳定和经济增长、内部均衡和外部均衡，保持相对独立性和正常政

策空间。二是强化货币政策与宏观审慎管理协调配合，加强货币政策预期管理，做好跨境资金流动的监测分析和风险防范，保持人民币汇率在合理区间内双向浮动。三是指导金融机构基于实需原则和风险中性原则积极为中小微企业提供汇率避险服务，维护外汇市场平稳健康发展。

参考文献略

原文载于《金融评论》2023年第1期