

研报精选

2023年4月2日 第115期

宏观专栏

关注复苏早期的结构性现象——2023年3月PMI点评

3月制造业PMI环比下降0.7ppt至51.9%，高于彭博社预测中值51.6%。总量层面，3月综合PMI产出指数环比上升0.6ppt至57.0%，表明经济增长动能较强。结构层面呈三大特点：一是疫情造成的服务业和制造业增速差异持续收敛，二是内需强于外需，三是消费的边际拉动作用进一步上升。

美联储会降息吗？

报告认为，历史上美联储降息的触发条件包括衰退、通缩、金融稳定风险上升，但均以通胀可控为前提条件。尽管近期出现欧美银行风险事件，但美联储不会轻易降息，短期或以“高利率+临时扩表”作为应对措施。

专题聚焦

竞争人工智能——从论文突破性看中国人工智能创新水平

过去二十年，中国在人工智能领域的创新能力取得长足进步，但面临三大挑战：科研机构论文发表数量多但突破性成果较少、科研人员规模大但顶尖人才有限、商业机构在人工智能突破性创新中参与程度有待提升。

区域经济分化或将提速——从各地政府工作报告看中国区域经济演进

报告认为，地方政府以投资为抓手的经济增长方式和现有财政资源之间的矛盾渐显，各地对投资的重视或使区域分化加速。对此，应更注重以人为本的非区域导向政策，避免单纯的区域差异演变为区域代际差异。

宏观专栏

关注复苏早期的结构性现象——2023年3月PMI点评

3月中采制造业PMI环比下降0.7ppt至51.9%，高于Bloomberg预测中值（51.6%）。总量层面显示经济增长动能仍较强，而结构上的特点也进一步凸显：一是疫情造成的服务业和制造业差异进一步收敛，二是内需强于外需，三是内需中消费的边际拉动作用进一步上升。结构层面的特征也反映到了库存和价格分项中，政策层面建筑业进一步发力。由于PMI作为环比指标，在恢复初期的低基数效应消退后读数有所下滑也是情理之中。经济内生恢复仍有一定空间，叠加相对积极的政策支持，我们预计经济总量仍将持续恢复，短期内结构性特点仍然比较明显。目前的复苏源于两个驱动力，一是去年政策的滞后作用，二是疫情影响大幅消退后内生动力的释放。随着政策作用进一步显现，内生动力也将进一步增强，未来复苏将更加全面。

总量层面显示经济增长动能仍较强。3月高频数据多数环比有所走弱，使得市场对于经济增长动能产生了一定疑虑，但是一方面高频数据覆盖面并不全面，另一方面无法完全消除季节性因素，因此高频数据环比走势或不能充分反映经济增长动能。3月综合PMI产出指数进一步上升至57.0%（2月为56.4%），显示经济增长动能仍较强。

除了总量仍较强之外，结构上的特点也进一步凸显：

一是疫情造成的服务业和制造业差异进一步收敛。疫情对服务业的影响要大于工业，使得疫情期间第三产业增速要低于第二产业，逆转了疫情前第三产业增速高于第二产业的态势。而随着疫情防控较快平稳转段，疫情造成的服务业和制造业差异开始收敛，1-2月服务业生产指数同比增速（+5.5%）高于工业增加值（+2.4%）。3月服务业PMI为56.9%（2月为55.6%），不但创2012年4月以来的新高，环比增量也好于制造业，或显示两者差异的进一步收敛。我们预计，这种服务业增速好于制造业的趋势或将在未来持续。

分行业来看,制造业中,计算机通信电子设备及仪器仪表制造业(+3.7ppt)、汽车制造业(-1.7ppt)、农副食品加工业(-2.0ppt)环比变化相对较好;服务业中,生态环境保护治理及公共设施管理业(+13.6ppt)、互联网及软件信息技术服务业(+4.8ppt)、水上运输业(+4.7ppt)环比改善幅度较大。

二是内需强于外需。3月制造业PMI新出口订单环比下降2.0ppt至50.4%,而新订单环比下降0.5ppt至53.6%。无论环比降幅还是绝对水平,新出口订单皆低于新订单,显示内需对经济的拉动作用强于外需。这也能从出口占比较高的高技术制造业PMI环比下降2.4ppt至51.2%中得到一定印证。

三是内需中消费的边际拉动作用进一步上升。除了服务业商务活动指数好于制造业生产分项以外,消费品制造业PMI也连续三个月上升,3月为51.9%(2月为51.3%)。而装备制造业PMI环比下降1.5ppt至53%,显示投资或仍然保持较高增速,但是边际增速有所放缓。

结构层面的特征也反映到了库存和价格分项中。无论是产成品还是原材料库存皆有所下滑,或反映了在外需仍然偏弱的背景下,库存仍有一定去化压力。与此同时,出厂和原材料价格分别环比下滑2.6ppt和3.5ppt至48.6%和50.9%。而不同于制造业价格分项更多由需求决定,短期服务业销售和投入品价格也都有所下滑,或主要由于作为服务业最主要要素投入的劳动力在节后供给相对充足。服务业从业人员分项环比上升0.1ppt至48.8%,为近年来的较高水平。

政策层面建筑业进一步发力。3月建筑业商务活动指数环比上升5.4ppt至65.6%,创2011年8月以来新高。房屋建筑业、土木工程建筑业分别环比上升7.2ppt、5.2ppt,或分别体现了房地产支持政策和基建重大项目开工的进一步落地见效。而两者的经营活动预期环比小幅下降0.1ppt和1.0ppt,绝对值仍然保持在相对较高水平,或预示未来建筑业的景气仍有一定持续性。

以上观点来自:2023年3月31日中金公司研究部已发布的《关注复苏早期的结构性现象——2023年3月PMI点评》

郑宇驰 分析员 SAC 执证编号: S0080520110001 SFC CE Ref: BRF442

张文朗 分析员 SAC 执证编号: S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

宏观专栏

美联储会降息吗？

近日欧美银行风险事件频发，市场对美联储降息预期显著升温¹。我们梳理历史上美联储降息的条件，发现要么是经济衰退和通缩风险显著上升；要么是金融市场出现重大“黑天鹅”，且可能演变为金融系统性风险。以史为鉴，我们认为如果不发生比现在更大的金融风险事件，美联储或不会轻易降息。这次美联储或采取“高利率+临时扩表”的组合来应对通胀与金融风险的双重挑战。

那么市场为何如此期待降息？一个解释是希望“美联储看跌期权”（Fed put）再现，进而让市场重新回到股债双牛、资产价格全面上涨的“美好年代”。然而从去年到现在，Fed put始终未能兑现，市场对加息或降息预期的定价大上大下，说明这次可能不一样。尽管我们也认为美联储最终会提高通胀容忍度，货币迟早会转向宽松，但现在时机未到，我们还需等待通胀数据进一步回落。

1、触发降息的条件——衰退、通缩及金融风险

我们分析了自1982年美联储将联邦基金利率作为货币政策主要工具以来降息的触发条件，发现降息的理由大致分为两类——一类是“基于数据”的，如经济数据显著恶化，经济衰退和通缩风险明显上升；另一类更多是出于“风险管理”，如出现突发性金融市场风险事件，威胁金融稳定。

从经济数据角度看，美联储降息可能因为担心经济衰退和通缩风险，也可能因为外部经济不确定性上升，比如贸易摩擦、地缘政治紧张局势可能导致未来外需下滑。历史上美联储在出于担忧经济衰退而降息时，往往会在政策声明或议息会议讨论时引用工业生产、零售、投资、出口等一系列经济数据的下滑。美联储也会关注劳动力市场的变化。历史经验来看，降息前数月往往出现了劳动力市场边际明显恶化，如失业率有所抬升或新增非农就业的放缓甚至出现单月负增长。以下是基于经济数据恶化而降息的案例：

¹ 数据截至2023年3月26日 <https://www.cmegroup.com/markets/interest-rates/cme-fedwatch-tool.html?redirect=/trading/interest-rates/countdown-to-fomc.html>

► **1984年9月20日²，通胀稳定下担忧衰退：**70年代“走走停停（stop-go）”的货币政策再次于80年代初推高美国通胀，时任联储主席沃尔克转向更加强硬的控通胀方法，货币政策的锚转为控制准备金的“量”而非控制利率的“价”，联邦基金利率在很高的水平上剧烈波动。由于实际利率大幅为正，到了1984年，通胀开始回落，经济与就业也出现超预期放缓的迹象。对此，美联储决定谨慎放宽对于准备金的态度，转向温和刺激经济。

► **1989年6月6日³，通胀稳定下担忧衰退：**80年代末，美国进入了经济扩张期，但到了1989年中期美国经济开始展露放缓迹象。当时通货膨胀保持相对稳定，但经济增长类相关指标接连放缓，经济衰退风险有所增加。与此同时，一些银行业开始倒闭，“储贷危机”初现端倪。另外当时的欧洲与日本经济陷入困境，也在一定程度上促使美联储在1989年决定降息。

► **1995年7月6日⁴，墨西哥金融危机降低通胀压力：**90年代初经济强劲扩张与通胀反弹的压力使美联储在1994年开启加息周期，至1995年时货币紧缩已明显起效，就业、收入以及一系列指标已有所放缓。当时的FOMC声明称，“由于1994年初开始的货币紧缩政策，通胀压力已经消退，足以适应货币条件的适度调整”。此外，1994年美联储加息“引爆”了新兴市场债务危机，1994年12月墨西哥比索危机爆发。墨西哥是美国主要贸易伙伴，其债务危机不但对美国银行系统产生压力，也在实体经济上对美国造成冲击。美联储意识到了内外部危机联动的潜在风险与溢出效应，因此决定转向宽松。

► **2019年8月1日⁵，中美贸易摩擦，全球经济下行：**2019年时美国经济温和增长、失业率和通胀率都较低，但中美贸易摩擦的影响逐渐显现，全球经济和贸易增长趋于放缓。考虑到中美贸易摩擦带来不确定性，全球经济放缓可能导致投资和招聘减少，美联储决定采取“预防式”降息。当时的FOMC声明指出，“全球发展对经济前景的影响以及通胀压力较小”是决定降息的关键因素。

² <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomchistorical1984.htm>

³ <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomchistorical1989.htm>

⁴ <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomchistorical1995.htm>以及
<https://www.federalreserve.gov/fomc/19950706default.htm>

⁵ <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20190731a.htm>

从风险管理的角度看，美联储也会在金融市场出现巨大动荡，如股市崩盘、银行流动性短缺、金融机构破产时降息，其中多数是突发性的“紧急降息”（**emergency cut**）。此类降息更多出于预防性纾困的考虑，以帮助稳定市场，防止局部流动性危机蔓延成更广泛的经济危机。这类降息时，美联储会在政策声明中强调金融市场波动加剧，以及市场情绪转向悲观可能带来的金融条件收紧，以此作为降息的理由。以下是基于担心金融风险而降息的案例：

► **1987年11月4日⁶，“黑色星期一”美股暴跌：**1987年2月《卢浮宫协议》后美国联合日德等七国在宏观政策和外汇干预方面协作，以保持美元汇率基本稳定并且减少贸易不平衡。此后美元汇率持续下跌，引发市场对于通胀预期上升的担忧，长端美债收益率大幅上升。受之影响，1987年10月19日星期一，道琼斯工业指数大幅下挫22.6%，史称“黑色星期一”。股市震动引发市场对于金融系统健康和更广泛的经济衰退的担忧。作为回应，美联储转向宽松，当时的FOMC资料暗示金融市场震荡的潜在负面影响增加了降息的必要性。

► **1998年9月29日⁷，亚洲金融危机，LTCM倒闭：**始于1997年的亚洲金融危机不断蔓延，造成亚洲地区部分经济体增长急剧下滑和金融不稳定。在此期间，美国长期资本管理公司（LTCM）因为在亚洲和其他新兴市场的债券投资上遭受巨大损失而倒闭。由于许多华尔街大型银行和投资机构都与LTCM有关联业务，LTCM的倒闭引发市场恐慌。为了防止更广泛的金融危机，美联储与联合其他银行一起对LTCM实施救助，并且在1998年9月29日宣布将联邦基金利率紧急下调0.25个百分点。当时的FOMC政策声明称，“采取降息这一行动是为了缓解海外经济日益疲软和国内金融条件偏紧对美国未来经济增长的影响”，此外，声明还强调了“全球经济的变化和美国金融市场的调整”隐含的风险使得更低的利率水平是更为合适的选择。

► **2001年1月3日⁸，互联网泡沫破裂：**90年代宽松的政策环境叠加科技行业的繁荣，刺激了投资和投机活动的扩张，特别是在互联网相关公司，到了90

⁶ <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomchistorical1987.htm>

⁷ <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/press/general/1998/19980929/>

⁸ <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/press/general/2001/20010103/default.htm>

年代末，许多科技公司的股票估值与价格膨胀到不可持续的水平。随着美联储重启加息刺破互联网泡沫，许多当时“盛极一时”的公司遭受了重大损失，导致广泛裁员和投资缩减。除了互联网泡沫破灭，还有其他因素进一步指向经济放缓，包括能源价格上涨，制造业的衰退，以及消费者信心的下降。当时的FOMC声明中强调，美联储降息主要考虑到“目前通胀压力依然可控，但销售和生产进一步减弱，消费者信心下降，金融市场某些板块波动紧张，以及高能价格削弱了家庭和企业的购买力”。

► **2007年9月18日⁹，房地产次贷危机：**为对冲互联网泡沫破灭的影响，21世纪初美联储采取低利率政策，努力刺激经济增长和就业。廉价流动性叠加宽松的监管环境，助长了房地产市场的“非理性繁荣”。在次级抵押贷款大幅扩张、各类金融创新产品滋生杠杆与泡沫后，美国房价飙升，地产市场陷入“过热”。随着美联储加息，美国房地产泡沫破灭，有毒资产的违约和止赎开始上升，金融部门危机日益严重。作为应对，美联储开始降息，当时的FOMC声明称，金融市场的发展增加了经济前景的不确定性，即便经济仍在温和增长，但信贷条件的收紧或加剧地产行业调整并带来更广泛的经济放缓。声明还强调，“降息旨在帮助预防（forestall）金融市场的混乱可能对更广泛的经济产生的一些不利影响”。

值得注意的是，无论是基于数据，还是出于风险管理考量的降息，通胀可控都是必须达成的“最低条件”。历史数据来看，1982年以来的降息时平均通胀水平在3%左右，且实际利率都为正。80年代的几次降息时虽然通胀较高，但利率水平也更高，因此实际利率也是正值。一个原因是“大滞胀”时代货币政策“走走停停（stop-go）”导致通胀预期失控的教训深刻警示了美联储，使得美联储不敢在通胀仍有上行风险时轻易降息。

2、以“高利率+临时扩表”应对通胀与金融风险

美联储主席鲍威尔在2022年8月Jackson Hole会议、今年3月7日国会述职，以及最新3月的议息会议后反复强调同一句话，“没有价格稳定，就没有经济

⁹ <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20070918a.htm>

(Without price stability, the economy does not work for anyone¹⁰)”。这说明美联储仍然将“抗通胀”摆在政策目标的突出位置。但另一方面，金融风险又限制了美联储“抗通胀”的政策空间，面对一系列银行风险事件，美联储不得不放缓紧缩脚步，甚至需要为应对流动性风险而采取措施。

但这并不意味着美联储就会轻易降息，当前美国通胀仍然较高，而银行风险又还没有发展到系统性风险的地步。降息具有很强的信号作用，且是针对整个经济体的普遍宽松，当前非房租核心服务通胀仍有韧性，劳动力市场供不应求，工资通胀风险仍未解除，此时贸然降息容易导致通胀“春风吹又生”，使得过去一年“抗通胀”的努力前功尽弃。历史上美联储曾因为防范金融风险而降息，但当前的银行风险事件仍局限在中小型、区域性银行，大银行还没有发生类似的挤兑事件。因为应对金融风险而降息，理由并不充分。

我们认为美联储不会轻易降息，短期更可能以“高利率+临时扩表”组合应对通胀与金融风险的双重挑战。从美联储3月议息会议的表态看，官员们仍倾向于将利率维持在高位，以此向市场释放继续遏制通胀的信号。一个证据是点阵图并没有向下调整，对明年的利率中值预测反而还较去年12月上升了。另一方面，美联储通过贴现窗口、银行期限融资计划（BTFFP）等工具向陷入困境的银行提供流动性，帮助他们应对挤兑风险。数据显示，过去两周美联储已释放流动性接近4000亿美元，相当于去年以来“缩表”规模的三分之二。“高利率+临时扩表”看似矛盾，但实则却是不得已而为之的办法，历史上美联储从未面临当前这种高通胀与金融风险并存的情形，因此采取的应对措施也是以前未曾有过的。

那么市场为何如此期待降息？一个解释是希望“美联储看跌期权”（Fed put）再现，进而让市场重新回到资产价格全面上涨的“美好年代”。从去年初到现在，市场对于美联储停止加息和降息的呼声不绝于耳，根源在于投资者希望美联储“手下留情”，不要通过紧缩打压资产价格，本质上是对Fed put的热

¹⁰ <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20220826a.htm>;
<https://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/powell20230307a.htm>;
<https://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20230322.pdf>

烈期待。但事实却是高通胀导致美联储一直加息，Fed put始终没有兑现。这说明当前宏观经济运行的逻辑或已发生了质的改变，这次可能不一样，但许多投资者仍停留在重启货币宽松、重回流动性过剩的旧思维当中。

尽管我们也认为美联储最终会提高通胀容忍度，货币迟早会转向宽松，但现在时机未到。我们在报告[《如果美联储提高通胀目标》](#)中指出，未来美联储将被迫在“抗通胀”、“稳增长”和“防风险”之间平衡，如果通胀回落至3%左右相对可以忍受的水平，美联储就没有必要为追求2%的通胀目标而人为制造一场深度衰退或金融危机。根据当前的通胀趋势，我们预计美国核心CPI同比增速回落至3%至少要到三季度甚至更晚，这意味着除非发生更大的金融风险事件，美联储或不会在四季度前转向降息。

从这个角度看，市场对于美联储于6月降息的预期似乎过于乐观。从过去几个月的经验看，市场对于降息的预期经常大幅调整，比如今年1月市场预期美联储会在年底前大幅降息，市场对于年底利率水平的估计值远低于美联储点阵图所暗示的利率水平。但到了2月，随着公布的经济数据好于预期，市场预期又转为在年底前大幅加息，对年底利率水平的估计值又比美联储点阵图暗示的还要更高。现在市场预期又转向大幅降息，这次到底对不对？我们认为还有待观察，基于此前的分析，这次的转向似乎又有对降息过于乐观的嫌疑。

以上观点来自：2023年3月27日中金公司研究部已发布的《美联储会降息吗？》

刘政宁 分析员 SAC 执证编号：S0080520080007 SFC CE Ref: BRF443

肖捷文 联系人 SAC 执证编号：S0080121070451

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

专题聚焦

竞争人工智能——从论文突破性看中国人工智能创新水平

人工智能正成为未来全球科技突破的重要方向。回顾其发展历程，美国在人工智能过去三个重大突破阶段都占据主导地位。以ChatGPT为代表，人工智能突破性创新出现新一轮快速增长，但我国似乎仍扮演跟随者角色。为了探究中国在人工智能领域的突破性创新能力究竟如何，本文基于论文发表这一主要的创新成果形式搭建人类知识网络，从影响力和原创性两大特征出发，构造突破性指数，刻画中国的创新能力与国际差距。

我们发现，总量上，中国人工智能的论文发表量在2017年反超美国成为全球第一，突破性论文发表量在2016年升至全球第二、2020年国际份额达17%；结构上，中国在模式识别、计算机视觉、数据挖掘、语音识别领域的突破性表现尚可，而在算法、自然语言处理和人机交互领域相对薄弱。国际对比来看，中国相较除美国以外的其他国家积累起一定的突破性创新优势，中美突破性创新的差距逐步缩小、但仍然较大。大国竞争下，中美人工智能论文的合作比例在2018年后出现下滑，但并未对我国突破性创新造成很大的消极影响，与美国的突破性论文合作份额被其他国家取代。

中国人工智能突破性创新的痛点在哪？第一，我国科研机构在人工智能的论文发表量上占据半壁江山，但论文量多质低、良莠不齐，全球百强突破机构榜上仅有十席。第二，我国人工智能领域的科研人员数居于全球首位，并在不断增长，但由于缺少顶尖科研人员，这一规模优势还未充分转化为突破性创新能力。第三，在人工智能的突破性研究中，商业机构的缺位很可能也是我国在商业应用导向的人工智能突破性创新上难以领先的重要原因。

以上观点来自：2023年3月29日中金研究院已发布的《竞争人工智能——从论文突破性看中国人工智能创新水平》

陆趣 联系人 SAC 执证编号：S0080121070288

黎芝源 联系人 SAC 执证编号：S0080122030015

周子彭 分析员 SAC 执证编号：S0080520070004 SFC CE Ref: BRW302

专题聚焦

区域经济分化或将提速——从各地政府工作报告看中国区域经济演进

一、截至2022年底，大多数省份经济已恢复至疫情前水平

2022年，全国31省市经济整体温和复苏。31省市GDP增速均值为2.8%，略低于全国整体3%的水平。具体来看，福建、江西、湖南、甘肃位居全国前四位，增长均超4.5%，山西、陕西、内蒙古等省份同样表现优异，增长超过2.8%的31省平均水平。但是，仍有18个省市低于各省均值，其中受疫情影响较大的吉林和上海均为负增长，GDP增速分别为-1.9%和-0.2%。截至2022年底，大多数省市经济已恢复至疫情前水平。与2019Q4数据相比，2022Q4中只有河南、新疆、黑龙江、吉林、安徽、山东、辽宁、湖南、贵州等九省的GDP尚不及疫情前表现。

部分东部发达地区省份的经济表现落后于中西部地区。主要原因在于，一方面，俄乌冲突等地缘因素推动全球大宗价格上涨，资源型省份的工企利润明显抬升，带动了这些地区的经济发展。另一方面，疫情造成的供应链扰动对开放程度较高的省份影响更大，广东、浙江、天津等对外依存度较高的省份均受到了超预期的经济下滑。不过，随着大宗价格回落以及疫情防控优化，各地经济大概率也将逐渐回到长期趋势。

二、展望2023年，各省对投资的关注进一步增强

各省2023年经济目标均值接近6%，明显高于去年实际增速。受疫情等因素影响，2022年各省实际增长大幅低于目标预期。较低的完成度使得部分省份在2023年制定了较高的目标，特别的，各省在2023年设置的目标与其在2022年的完成度间存在较为显著的负相关关系。

固定资产投资、特别是重大项目将是各省实现目标的主要抓手。为达到经济目标，各省为固定资产投资制定了平均约8.1%的增长目标，略高于2022年8%的平均目标水平。相比2022年，产业项目将在2023年取代基础设施成为各地主

要发力方向。2022年，修建铁路、高速公路、农村道路等交通运输基础设施、以及数字经济等新型基础设施是各地关注较多的投资领域。进一步的，高新技术产业、产业转型升级、工业技术改造和各地产业链薄弱环节被广泛提及。

与投资相比，各地政府对消费和进出口的强调更为有限。对大多数省份，其在政府工作报告中提及消费的次数明显少于项目，同时各地消费目标也普遍低于投资增速。进一步的，由于各省普遍以住房、汽车、养老和旅游等消费为发力方向，但这些多有赖于居民信心修复和复工复产，其完全恢复或仍需时间。

三、往前看，区域经济分化或将提速

总结各地方政府的2023年规划，虽然消费和内需等被普遍提及，但投资仍被视为地方经济的主要驱动，这也是解释中国经济增长奇迹的“地方晋升锦标赛”的主要表现¹¹。在过去的全球化背景下，中小城市可受益于宏观层面的城镇化与工业化红利，通过以投资为核心的“土地财政-招商引资-经济增长”循环实现快速发展。但在经历新冠疫情、中美经贸摩擦以及地缘政治等冲击后，国内宏观环境已发生巨大转变，人口减少和产业调整并行、房地产降温和债务风险共存，这些都将对区域经济的未来演进产生深远影响。

第一，项目导向存在同质性，影响政府投资回报率。传统观点来看，重大项目建设能够一定程度带动地方经济。然而，观察各地区的重大项目计划，不同区域间存在一定同质性。导致同质性的直接原因可能在于，区域政策和产业政策的界限愈发模糊。区域政策主要指地方政府为提升本区域就业机会或工资水平的政策¹²，而产业政策则多被中央政府用于干预特定产业运行来改善经济绩效¹³。

地方政府间的补贴竞争容易导致投资的低效率。首先，区域政策与产业政策的结合，本质上是举国体制在区域层面的实践，但与国家不同，地方政府可承受的风险有限，且往往缺少足够的财政资源。进一步的，地方政府间的补贴

¹¹ 周黎安：《中国地方官员的晋升锦标赛模式研究》，《经济研究》2007年第7期。

¹² David Neumark and Helen Simpson, Place-based Policies, NBER Working Paper 20049, April 2014.

¹³ Ken Warwick, Beyond industrial policy: emerging issues and new trends, OECD, April 2013.

竞争可能产生“以邻为壑”的后果，持续的竞争还将使杠杆率持续恶化。其次，由于不同地区均倾向于选择某些特定产业进行发展，可能带来一定的效率损失。

第二，地方债务面临潜在风险，财政可持续性值得关注。地方政府对项目的竞争主要体现为财政压力以及债务攀升。随着时间推移，地方财政压力呈现出从债务波及到民生的趋势。根据彭博社的统计，当前国内包含隐性债务的广义地方政府债务占GDP比例已从2006年的5%升至2022年的72%。

如果地方政府债务面临违约，其代价或相对高昂。现阶段，中国尚未形成系统性的地方政府债务化解机制、特别是缺少司法机构主导的地方政府破产制度，而现有以《关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》（简称为88号文）为代表的财政重整机制存在目标单一、周期较短和工具宽泛等问题¹⁴，使得部分高债务地区面临着一旦违约则难以依靠自身重新融资和发展的风险。

第三，部分城市的收缩难以避免，区域分化或将提速。财政压力之下，部分地区的经济和社会发展面临瓶颈。省级层面，甘肃、青海、黑龙江等省份高度依赖转移支付，且其债务增长在近年来未见明显放缓。虽然地方专项债本金可通过新发行债券进行偿付，但利息需由财政资金提供偿还，一定程度对招商引资、公共服务等用途形成制约。进一步的，产业发展的停滞还会反过来抑制税收能力。经济和公共服务的发展滞后导致部分地区出现持续的人口流失。对比第六（2010年）和第七（2020年）次人口普查的分县数据，有45.5%的区县人口相对增加，而大部分区县均为人口流出状态。人口流出但基础设施等仍留在原地，使得减量发展成为部分地区的必经之路。

四、弥合区域分化应注重以人为本的非区域导向政策

区域分化过程中，部分人群的福利可能受到长期影响。宏观上看，人口在区域间的流动会弥合区域差异。但对部分落后地区，人口流出与人均GDP的改善并不完全同步。随着时间推移，静态的区域差异可能演变为长期的区域代际差异。一般而言，流出的人口往往具备比留守人口更强的工作能力。随着具有

¹⁴ 严秋斯：《财政重整制度的界定与反思：基于个案的分析》，《金融法苑》2022年第1期。

较高技术水平人口的迁出，剩余人口特别是新生儿童可获得的机会或将更少，从而使得单纯的区域差异演变为长期的区域代际差异。

如果从动态视角出发，我们认为弥合区域差异的首要措施应为**以人为本的非区域导向政策**，即不关注提升特定地区的经济或投资等总量指标、而是支持特定家庭和个人等微观主体的公共政策¹⁵，有助于直接改善居住于某些地区的人群福利。在以人为本的非区域导向政策基础上，**空间联通政策**可以增强前者的效力，因为其旨在将欠发达地区与周边市场联通起来，促进商品、人口和思想的流动，使落后地区居民能够享受到发达地区的工作机会和公共服务。由于人口流动存在障碍，**区位导向性政策**也有必要性。人口在国家范围内的缓慢的、有限的流动性表明，以特定区域为目标的政策在短期内仍是必要的，比如在特定区域内提供税收优惠、土地优惠、投资补贴等等，这也是现阶段中国各地方政府普遍采取的做法。

综合上述分析，中国可顺应疫情放开后的区域经济演进趋势进行政策布局。一方面，可审慎推动高铁、公路等大型基础设施项目的推进，同时通过合村并居、撤街设镇等方式增加落后地区人口的集中度，以更高效和人性化的方式促进人口的区域间流动；另一方面，考虑到现阶段地方政府间的产业和经济竞争已影响到财政可持续性，国家层面可通过救助和重组相结合来化解债务风险、引导地方更多关注消费而非项目、出台更具统筹性的区位导向性政策等来构建区域经济发展的新模式，避免各地陷入低效和重复的竞争。更需要注意的是，由于区域经济演变的过程中难免会使部分欠发达地区居民福利受损，也可持续完善财政直达家庭等以人为本的非区域导向政策，从而对现有区域政策框架进行补充，同时一定程度降低当前地方政府竞争所带来的负面影响。

以上观点来自：2023年3月29日中金研究院已发布的《区域经济分化或将提速——从各地政府工作报告看中国区域经济演进》

梁栋 联系人 SAC 执证编号：S0080121070355

赵扬 分析员 SAC 执证编号：S0080521080006 SFC CE Ref: AZX409

吴慧敏 分析员 SAC 执证编号：S0080511030004 SFC CE Ref: AUZ699

¹⁵ Holger Floerkemeier and Nikola Spatafora, Regional Disparities, Growth, and Inclusiveness, IMF Working Paper, February 2021.

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2023.3.27 海外宏观周报：美联储会降息吗？
- 2023.3.27 图说中国宏观周报：城投转型正加速
- 2023.3.27 中国宏观热点速评：基数效应拖累利润增速——1-2月工业企业利润点评
- 2023.3.30 中国宏观专题报告：寻找周期的线索
- 2023.3.31 中国宏观热点速评：关注复苏早期的结构性现象 ——2023年3月PMI 点评

策略及大宗商品

- 2023.3.27 中国策略简评：全面注册制系列七：主板启动注册流程
- 2023.3.27 中国策略简评：“双示范”国企：从“专精特新”到“世界一流”
- 2023.4.2 海外市场观察：美国银行的资产端风险分析 2023年3月27日~4月2日
- 2023.4.2 海外中资股策略周报：把握政策利好支持
- 2023.4.2 全球资金流向监测：主动外资转为流入
- 2023.4.2 A股策略周报：经济企稳将助力信心回升
- 2023.4.2 大宗商品：黄金：投机仍主导，避险超预期
- 2023.4.2 大宗商品：农产品：农桑时录（5）：旧作价格拉锯延续，新作预期开启计价

固定收益

- 2023.3.27 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2023.3.27 简评：浙矿转债上市定价分析
- 2023.3.28 招投标备忘录：国开债23年第1、2、3期增发——利率债招标分析
- 2023.3.28 中资美元债周报：中资AT1表现强劲，华融列入下调观察
- 2023.3.28 简评：商业银行继续增持，境外机构延续减持 ——2023年2月中债登、上清所债券托管数据点评
- 2023.3.29 招投标备忘录：国开债23年第2期增发，农发债23年第1、2期增发——利率债招标分析
- 2023.3.29 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2023.3.30 招投标备忘录：国开债21年第20期、23年第5、14期增发——利率债招标分析
- 2023.3.30 简评：全国性银行今年首单“三农”专项金融债落地，招行助力乡村振兴
- 2023.3.30 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2023.3.31 简评：2023年4月十大转债

- 2023.3.31 简评：制造业放缓，服务业继续改善，债券利率稳中略降——3月PMI数据分析
- 2023.3.31 专题研究：股债联动看投资：消费复苏强度如何影响股债？
- 2023.4.1 信用债收益率跟踪周报：3月信用债发行创新高但净增同比回落
- 2023.4.2 专题研究：经济复苏边际放缓，债市曲线趋于平坦——中金固收高频数据跟踪

行业

- 2023.3.27 机械：关注制造业需求边际复苏与新能源反弹机会
- 2023.3.27 机械：中金通用自动化周报：总理再提先进制造业发展，看好二季度需求复苏
- 2023.3.27 农业：农业周报：生猪产能持续去化，进口大豆价格高位回落
- 2023.3.27 软件及服务：ChatGPT Plugins发布，AI时代“操作系统”初见雏形
- 2023.3.27 传媒互联网：互联网周思考：微调推荐次序
- 2023.3.27 家电及相关：地产后周期需求温和复苏，空调表现领先
- 2023.3.27 纺织服装珠宝：每周聚焦：看好运动龙头2023年良好增长
- 2023.3.27 航空航天科技：国企估值或迎重塑，板块龙头央企有望受益
- 2023.3.27 机械：压铸年会见闻：一体压铸产业化积聚势能
- 2023.3.27 科技：2023电信资本开支：算力持续加码、5G前行不止，数字经济底座日益坚韧
- 2023.3.27 电力电气设备：电新周报：1-2月电网投资稳步增长，电池排产或将于5月出现拐点
- 2023.3.27 建材：建材1Q23前瞻：“弱复苏”中的布局机会
- 2023.3.27 建筑与工程：周观点：近期“中特估”主题路演反馈——市场重点关注价值挖掘路径和上涨空间
- 2023.3.27 传媒互联网：GPT商业进展：定义流量入口迭代办公方式
- 2023.3.27 主题研究：中金周期半月谈：近期周期行业投资主线再梳理
- 2023.3.27 电力电气设备：全球新增储能项目强劲，极端电价提升储能盈利空间
- 2023.3.27 公用事业：风光公用环保周报：珍视旺季启动前的底部布局机会，关注风光电需求端景气修复趋势
- 2023.3.27 交通运输物流：双周报#361：关注新航季国际航班恢复进程，油运运价维持高位
- 2023.3.27 家电及相关：智慧家居应用AIGC，家庭娱乐场景先行
- 2023.3.27 家电及相关：AIGC赋能，扫地机巡航监控、宠物陪伴功能展望
- 2023.3.28 传媒互联网：游戏行业AIGC应用持续演绎，关注供需双侧变革机会
- 2023.3.28 不动产与空间服务：周评#334：新房环比有增，推盘去化双升
- 2023.3.28 造纸：箱板瓦楞纸：周期底部，短空长多
- 2023.3.28 电力电气设备：绿氢从0-1，电解槽设备快速放量
- 2023.3.28 电力电气设备：新能源车月度观察：中美欧销量齐升，3月排产小幅回升

- 2023.3.28 交通运输物流：多重指标指引化工物流或即将迎来快速复苏
- 2023.3.29 机械：机器漫步：移动机器人引领智慧物流升级
- 2023.3.29 软件及服务：美股软件策略：估值持续回调，业绩具备韧性，建议关注下半年布局机会
- 2023.3.30 轻工日化：智慧家居系列报告四：智慧睡眠引领行业变革，家居龙头大有可为
- 2023.3.30 银行：欧美银行业风险推演：基本框架
- 2023.3.30 科技：硬科技前沿系列：AI+商用无人机，产业应用接力消费需求
- 2023.3.31 家电及相关：暖通空调持续高景气，消费复苏延续
- 2023.3.31 机械：复合集流体月报：板块迎来布局良机
- 2023.3.31 汽车及零部件：中国高端电动智能品牌成功范式解析
- 2023.3.31 传媒互联网：微短剧行业论坛：内容以“小”见大，变现多点开花
- 2023.4.1 医疗健康：中金医药月度10+7组合：2023年4月组合
- 2023.4.2 科技：科技硬件周报（3/31）：关注存储器周期底部机会
- 2023.4.2 传媒互联网：互联网周思考：外部向好环境获得进一步确认，大厂变革渐次开启
- 2023.4.2 通信设备：通信周报（03/31）：万物上云、算力需求高增，筑牢云网基础设施成为发展关键



法律声明

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

如有进一步需求，请联系：

吴慧敏 huimin.wu@cicc.com.cn

吴婷 ting.wu@cicc.com.cn

左烜暄 xuanxuan.zuo@cicc.com.cn