

研报精选

2023年12月23日 第151期

宏观专栏

收入改善，政策力度仍待加码——11月财政数据点评

财政部公布的11月财政收支数据显示，一般预算账户收入和政府性基金收入有所改善，财政政策强度延续今年8月以来的回升态势。然而，当前财政政策强度仍明显低于2022年水平。报告认为，考虑到当前经济尚未完全稳固，财政政策可能继续加码。

新宏观形势下的高分红投资价值

高分红策略的本质是在整体回报率下行的宏观环境中提供稳定的股息现金流。报告验证了在宏观环境承压时，投资回报率与融资成本差距通常会收窄，即相对回报率下降，高分红策略跑赢整体市场的机会更大。

专题聚焦

如何发挥大国的空间优势？——美国经济空间演变的历史与启示

美国的大国空间优势提升了经济活动集聚程度，推动了经济体系的现代化转型。房地产制度缓解了土地规模不经济对实体经济的挤压，促使服务业发挥规模经济效应。美国经济空间演变为中国经济布局提供了启示。

新制度经济学视角的中小银行治理分析

中小银行是政府担保密集型企业，而公众是这一专有资产的最终拥有者。报告通过对新制度理论和德国储蓄银行经验的分析，认为中小银行应致力于实现公共利益最大化，而非股东利润最大化。

宏观专栏

收入改善，政策力度仍待加码——11月财政数据点评

财政部公布11月财政收支数据。11月一般公共预算和政府性基金收入均有所改善，财政政策强度则延续今年8月以来的回升态势，连续第4个月提高，同期财政脉冲（财政强度的同比变动）也呈现改善，显示财政政策发力。但当前财政政策强度仍明显低于2022年水平，考虑到当前经济动能尚未完全稳固，财政政策或需继续加码。

一般公共预算账户收入改善，支出保持较高增速。11月一般公共预算收入同比4.3%（前值3.6%），支出同比8.6%（前值11.9%），全年收支差额的实现进度71.3%，为历史同期平均水平。收入端方面，11月税收同比3.2%（前值2.9%），非税收入同比9.8%（前值0.6%），税收改善主要是去年同期疫情对经济扰动下的低基数，非税回升或反映年底将至，地方加快各类资产盘活和财政资源统筹。11月一般公共预算支出同比保持8.6%的较高水平，民生和基建增速均不低，卫生健康支出同比-12.9%，主要是与去年同期疫情防控相关支出增加有关。

政府性基金账户支出进度仍不快，部分资金或结转至明年。11月政府性基金收入同比1.2%（前值-18.4%），支出同比1.6%（前值17.7%），前11月政府性基金收入同比跌幅收窄至13.8%，主因也是低基数效应。从330城市的土地成交价款数据看，较去年全年，今年前11月相土地成交价款同比跌幅大于20%的城市数量有所减少，同时成交价款上升的城市数量小幅上升，但改善幅度不太显著。今年前11月政府性基金账户全年收支差额的实现进度为66.3%，处于历史较低水平，反映地方专项债支出进度仍不快，背后原因或是地方项目准备情况以及项目自有资金仍较缺乏。从目前形势看，今年新增专项债额度或在今年难用完，部分或结转至明年。随着未来地方进入有序化债，中央加杠杆并转移支付给地方，我们预计专项债支出进度有望加快。

从近期项目准备情况看，政府拟投资项目数量的同比跌幅已有所收敛，其中棚改/城中村改造项目数量有小幅增加，尤其是处于前期项目设计阶段的数量有较明显增长，或显示城中村改造前期工作仍在加快推进。今年前11月广义

基建同比增速8.0%，由于11-12月的基数相对较高，12月单月同比增速或仍小幅回落，但全年广义基建有望保持在7.8%左右的中高水平。

楼市景气度跟踪

中金房地产景气指数与前周持平（99.0vs.前周值99.0），其中销售指数¹（97.5vs.前周值97.5）持平，供给指数（100.1vs.前周值99.5）回升，融资指数（99.4vs.前周值100.1）下降。

从需求看，二手房增速持续回落，新房销售略有回暖，不同能级城市分化加剧。12月9日-15日15个样本城市²二手房销售面积相较2019和2021年同期增速继续回落（11.6%vs.前周值14.2%）；30城新建商品住宅销售面积降幅有所收窄（-34.3%vs.前周值-41.8%），其中一线放松政策影响（-25.6%vs.前周值-33.7%）销售有所回暖，二线（-29.7%vs.前周值-44.8%）销售降幅收窄，三线（-49.2%vs.前周值-48.0%）降幅略有走阔³。新开盘房源数与2019和2021年同期均值相比降幅收窄（-47.7%vs.前周值-66.4%），去化率（43%vs.前周值33%）有所回升。

从供给看，临近年末土地成交集中上量。成交方面，12月4日-10日，300城宅地规划建筑成交面积相较2019和2021年同期均值的降幅收窄（-19.7%vs.前周值-26.8%），土地成交均价较2019和2021年同期增速连续四周回落（-19.9%vs.前周值-16.1%）。热度方面，300城土地平均溢价率与前周基本持平（3%vs.前周值4%），整体流拍率小幅下降（4%vs.前周值5%）。

从融资看，居民端融资持续改善，房企端融资仍在低位震荡。居民端，11月新增居民中长期贷款当月值为2331亿元，同比变化为228亿元，连续三个月为正。12月11日-17日，房企境内信用债净融资转负（-52.6亿元vs.前周值42.7亿元）。

¹ 我们对销售指数进行了调整，采用了30大中城市新房销售额与2019年和2021年同期均值的同比与中金同质二手房价格指数同比进行计算。

² 我们选取了北京、深圳、杭州、成都、青岛、苏州、南京、厦门、无锡、东莞、扬州、南宁、佛山、金华、江门共15个城市的二手房成交数据作为样本。

³ 为了显示趋势，我们对30城销售面积的相关数据都做了四周的移动平均。

从政策看，中央层面，12月11日至12日，中央经济工作会议强调房地产领域要化解行业风险、推进“三大工程”、加快构建发展新模式⁴。地方层面，此次京⁵沪⁶新政要点主要集中在“两降一调”即降首付、降利率和调整普宅标准，限购政策并未出现明显松动。第一，下调新发放房贷最低首付款比例。首套下调 5ppt至 30%，二套核心区/非核心区下调10/20ppt至 50%/40%，取消普宅/非普宅首付比例差异。第二，降低了商业银行新发放房贷利率。北京核心区/非核心区首套下调 45/55BP至 4.30%/4.20%、核心区/非核心区二套下调 45/50BP至 4.80%/4.75%，上海首套下调 45BP至4.10%、核心区/非核心区二套下调 75/85BP至 4.50%/4.40%。第三，调整普宅标准。北京调高了单套建筑面积上限，由140平方米 (含)以下提升至144平方米 (含)以下，同时不再设置总价标准，仅保留单价标准，不同环线的单价标准都有所提升。上海力度更大，直接与价格脱钩，调整后上海普通住房应同时满足以下条件：一是五层以上（含五层）的多高层住房，以及不足五层的老式公寓、新式里弄、旧式里弄等；二是单套住房建筑面积在144平方米以下（含144平方米）。第四，北京还延长了贷款年限。由此前的25年调整至30年，以时间换空间的方式平摊购房者月度还贷压力。

上周高频数据跟踪

上周（12月第2周），“发烧”搜索指数周环比下降约21%。截至12月第1周的北京市法定传染病报告发病数周环比下降4.4%，这是连续8周上行之后的首次回落。不过全国哨点医院流感样病例占比（ILI%）仍在继续上行。上周全国迁徙规模指数、国内航班数量周环比分别下降6.3%、2.7%，环比降幅有所扩大。猪肉、蔬菜批发价周环比分别上涨0.6%、4.7%，猪肉价格止跌、蔬菜价格涨幅高于季节性。人员流动和农产品价格变化，可能受到大规模降温降雪天气的影响。

⁴ https://www.gov.cn/govweb/yaowen/liebiao/202312/content_6919834.htm

⁵ <https://zjw.beijing.gov.cn/bjjs/xxgk/xwfb/436313723/index.shtml>

⁶ <https://fgj.sh.gov.cn/qtgw/20231214/c175c7826f714ff395ce8a7094ca139b.html> ;
<https://news.cctv.com/2023/12/14/ARTIvbcGJmnCiG3TjuEFybqQ231214.shtml>

上周新房成交面积的同比降幅和二手房成交面积的同比增幅，均大致持平于前周。螺纹钢表观消费量季节性回落，同比降幅保持在10%左右；水泥出货率或受降温降雪天气影响，环比下降7.3个百分点，再度回落至近年来同期低点。伴随天气扰动因素加大，年内建筑施工投资或将趋于回落。工业生产开工率表现分化，高炉、焦炉、电解铝、电解铜开工率处于近两月相对低位，化工品如聚氯乙烯(PVC)、聚酯切片、涤纶长丝、精对苯二甲酸(PTA)等开工率处于年内高位。

上周信用债净发行减少，流动性有所放松，国债收益率曲线整体下移。上周R007下降9bp至2.15%，高于央行7天逆回购利率1.80%。3个月SHIBOR上升4bp至2.60%。1年期国债收益率下降7bp至2.31%，10年期国债收益率下降4bp至2.62%。



以上观点来自：2023年12月18日中金公司研究部已发布的《收入改善，政策力度仍待加码——11月财政数据点评》

邓巧锋 分析员 SAC 执证编号：S0080520070005 SFC CE Ref: BQN515

黄文静 分析员 SAC 执证编号：S0080520080004 SFC CE Ref: BRG436

段玉柱 分析员 SAC 执证编号：S0080521080004

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

宏观专栏

新宏观形势下的高分红投资价值

从2021年算起，高分红策略在A股和港股已经连续三年跑赢，并受到越来越多投资者的关注和重视。不仅如此，全球市场今年也呈现为日本高分红搭配纳斯达克头部科技股“哑铃型”的两极组合（参见我们4月初报告《[关注“哑铃型”结构机会](#)》）。我们的港股高分红组合年初以来一度取得超过20%的绝对收益和17%的超额回报。那么，在连续跑赢三年后，投资者普遍关心的问题是，**2024年高分红能否延续领先优势？策略上看高分红何时跑赢？又如何筛选？**在《[港股高股息国企投资价值分析](#)》和《[高分红国企投资价值再探讨](#)》基础上，我们在本文中通过资产定价框架来剖析高分红的投资价值和跑赢条件，通过日本经验分析中国新宏观形势下的高分红投资价值。

从资产定价理解高分红策略：核心价值来自持续稳定的收益，并在相对回报率（ $g-r$ ）收窄时跑赢

高分红策略的本质，是在整体回报率下行的宏观环境中提供稳定的股息现金流，因此其核心价值来自分子端持续且稳定的回报，并在相对回报率（ $g-r$ ）下降时提供更好的相对收益。正因如此，我们一直称这一策略为高分红（High dividend payout）而非高股息（High dividend yield），二者看似只有两字之差但含义大相径庭，高分红侧重稳定分红能力，也是该策略的核心价值，而高股息可能只是价格低的估值假象。

那么，高分红策略何时跑赢？基于DDM定价模型 $P_0 = DPS/(r - g)$ ，我们用相对投资回报率（投资回报率 g - 融资成本 r ）来分析理解高分红的投资价值。以MSCI中国指数ROE代表投资回报率 g ，以中债AA+企业债收益率代表融资成本 r ，**1）**当二者差距收窄尤其同时下行时，说明利率下行且投资回报率下降更快，如2015年3月-2016年4月、2021年8月-2022年5月、当前（2023年11月至今），此时高分红既受益利率下行也能在投资回报低迷的环境下跑出超额收益。**2）**若融资成本 r 上行，甚至上行的比投资回报率 g 还快，例如2016年11月-2017年3月、2019年10月、2023年9月，也会压制成长股和整体市场情绪，此时具有避

险属性的高分红也往往跑赢。**3)**若融资成本 r 上行,但投资回报率 g 下行,相对回报率($g-r$)迅速收窄,高分红也会通常跑赢,如2014年12月、2018年8月-9月、2019年1月-3月、2020年8月-11月、2022年11月-2023年3月。总结而言,从历史经验看,高分红策略在增长下行且没有明确的产业趋势和投资主线下,往往会跑赢基准指数。从资产定价角度理解,当投资回报率 g 与融资成本 r 差距收窄、即相对回报率下降时,高分红策略跑赢整体市场的机会更大。

新宏观形势下的长期投资价值:日本90年代以来的经验

根据索洛增长模型,增长的长期动力来自人口、资本与技术,这三者相互影响共同作用于增长,进一步决定长期利率和资产走势。从日本过去三十年的经验看,90年代初期日本地产与股市泡沫的破裂背后隐含了人口周期下滑(总抚养比拐点向上)、高杠杆难以为继(居民部门杠杆率90年代初筑顶回落)、技术进步放缓(全要素生产率与产能利用率下滑)等多重因素,共同导致长期利率下行和通胀回落。这一时期内**高分红策略也成为一条重要的投资主线**。虽然无法在任何市场阶段都跑赢指数,这对于只能提供稳定回报的高分红策略本来就不现实,但拉长时间看,其长期超额回报显著。1990年以来,日本高分红策略全收益累计上涨209.1%,年均复合回报约3.4%,跑赢同期MSCI日本指数全收益的0.9%,对比1990年至2022年日本名义GDP年均复合增长约0.8%,CPI指数年均复合增速0.5%。

分阶段看,我们发现**日本高分红策略明显跑赢大多集中于经济低迷或外部负面扰动大的阶段**,90年代初期至1998年底,日本经济泡沫破裂,长期利率快速下行;2000年中旬-2003年中旬,受互联网泡沫破裂影响持续低迷;2008年上旬至2009年中旬,全球金融危机冲击;2022年初至今,输入性通胀推动风格向价值型切换,“日特估”概念强化。相反,在日本经济改善或政策刺激出台时,**高股息策略跑输**,如1999年初-2000年中亚洲金融危机后日本采取零利率政策叠加强财政刺激;2003年初-2006年中经济景气上行;2013年初至2014年初“安倍经济学”。值得一提的是,除了上述明显跑赢或跑输阶段外,其它时期日本估值高分红策略稳步跑赢是一个“常态”。

当前我国在人口与杠杆周期上也出现变化，虽然与日本经验在宏观和微观上有很多不同，无法简单照搬，但人口和杠杆大周期下的稳定分红回报却是一个相对确定的方向。从人口周期看，我国当前面临人口增长放缓，抚养比抬升的局面；杠杆周期，经历了2008年以来非金融企业、2013-14年地方政府、以及2016-19年居民部门等多轮加杠杆，除了中央政府杠杆水平依然偏低外，整体广义宏观杠杆也已经偏高；地产周期，人口和杠杆周期进一步导致地产周期也逐渐出现拐点，地产销售和整体地产链对经济的贡献也从2020年高点逐渐回落，难以再作为长期增长的拉动力。这一背景下，技术进步便成为重要的抓手和依靠，这也是经济工作会议着力强调科技创新推动产业创新、尤其是颠覆性技术的原因。不过，技术进步无法一蹴而就，且面临外部逆全球化和制造业回流的挑战，因此在实现升级以对冲人口、杠杆和地产周期前，稳定高分红依然是一个值得关注的投资方向。

高分红前景：2024年仍有吸引力；重在分红潜力与资产负债表，而非单纯股息率

我们在《[港股市场2024年展望：不疾而速](#)》中提到，基于政策渐进推进和美债利率逐步回落的假设，港股处于逐步筑底过程，基准情形上行空间10-15%。这其中隐含整体预期国内经济温和复苏，美债利率中枢下行。这一情形下， $g-r$ 如果重新走阔，高分红策略可能阶段性跑输指数，不过但如果国内“对症”政策出台速度与力度不及预期（尤其是财政政策），高分红策略仍将有吸引力，甚至有望继续跑赢。

以上观点来自：2023年12月22日中金公司研究部已发布的《新宏观形势下的高分红投资价值》

刘刚 分析员 SAC 执证编号：S0080512030003 SFC CE Ref: AVH867

张巍瀚 联系人 SAC 执证编号：S0080122010112 SFC CE Ref: BSV497

王牧遥 联系人 SAC 执证编号：S0080123060036

专题聚焦

如何发挥大国的空间优势？——美国经济空间演变的历史与启示

美国经济走向现代化的过程中，人口和产业的空間集聚程度不断提高。都市区是承载美国经济活动的核心区域，当前都市区内的城市地域虽然仅占美国国土面积2.3%，但居住着全美近八成的人口、创造九成的经济产出。

空间集聚是现代产业以地理集群形式发展的结果。从美国经济发展的历史过程看，无论是二十世纪上半叶的制造业，还是二十世纪下半叶的可贸易服务业，其发展过程均显著受益于本地生产中的正外部性。现代产业以集群的形式发挥规模经济效应，在集聚生产要素、扩大生产规模的同时，生产效率也在不断提高。

美国的经济空间集聚与其大国的空间优势相辅相成。美国的大国空间优势提升了经济活动的集聚程度，推动了经济体系的现代化转型。首先，美国通过商业立法和独立司法推动形成了全国统一大市场。统一大市场为美国企业创造了充分利用潜在市场规模的机会，由于集聚效应的存在，生产要素在充分流动中持续向集群地区集聚，推动实现了人均层面的地区均衡发展。其次，美国的土地和住房制度缓和了土地规模不经济对集聚效应的反作用，实现了更高水平的人口集聚，有助于服务业发挥规模经济效应。

美国经济空间演变的启示有三点，一是空间大国应该追求人均而非总量意义上的均衡发展。在一个统一国家内部，就经济规律而言，产业和人口向少数地区集聚是实现规模经济的客观需要。二是在我国以“地”为主的城市化建设基本完成之后，应着力推进以“人”为主的城市化，通过公共政策提升人口集聚度，为服务业发展实现规模经济创造条件。三是我国可适时推进房地产税改革，实现房地产税收从土地获取和房产交易环节向持有环节转变，不仅能够保障地方公共品的有效供给，还有利于在不同时期进城的人群间和代际间更加公平地分摊城市化的财政成本。

以上观点来自：2023年12月18日中金研究院已发布的《如何发挥大国的空间优势？
| ——美国经济空间演变的历史与启示》

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

聂伟 分析员 SAC 执证编号：S0080523060002

专题聚焦

新制度经济学视角的中小银行治理分析

传统观点并没有清晰认识到政府担保密集型是银行区别于其他类型企业的根本特点，而是以美国银行业治理模式为范本，将商业银行视为银行改革唯一目标，任由大银行退出基层、农村、小微等盈利性较差领域，进而不得不试图通过发展大量中小银行的方式来弥补普惠金融等领域的供给不足。从新制度经济学的角度看，这样的传统逻辑似乎是值得商榷的。美国银行业存在大量中小银行，与其说是为实现金融普惠等目标而有意为之，不如说是在高度强调地方分权的美式联邦制下，不得不为之。“一放就乱、一管就死”的美式小银行治理悖论，也在实践层面说明通过设立大量分散、独立的小银行并非增强金融普惠等公共服务的理想模式。新制度经济学的理论分析与德国储蓄银行的经验表明，政府担保密集型企业特点，意味着应明确小银行致力于增进公共利益的公共银行属性。相应地，小银行治理模式也需要与国家政治制度匹配起来，不仅要体现为内部具有本国政治特色的制衡机制上，也体现为对外可以形成与本国政体相匹配的小银行联盟，以实现规模经济，同时以法定方式要求联合起来的小银行集团继续将网点扎根在服务基层、服务小微的领域，不得以利润最大化为由退出金融普惠等有助于增进公共利益的业务。本文的主要观点和分析逻辑如下。

1、所有权归属是探讨各类企业治理模式时需要回答的根本问题，有关中小银行治理模式的讨论也不例外。在进行更为技术层面的中小银行治理模式探讨前，首要的是明晰“谁的银行”。从新制度经济学角度看，企业并非天然的存在，而是有助于节约市场交易成本的一种生产制度安排，是建构在资本、劳动、技术等生产要素拥有者为实现联合生产而签订的一组契约之上的。由于信息不对称、人的部分理性等普遍存在的原因，契约总是不完全的，因而所谓企业所有权归属问题，即是要素拥有者间的契约所不能完全明晰规定的剩余索取权和剩余控制权的归属问题。

因而新制度经济学视角下的企业所有权并非天然归属于资本拥有者，而是

取决于相关所有制安排是否有助于实现更有效率的生产。在不同类型的企业中，不同生产要素所处的地位并不一样，意味着用来有效应对不完全契约问题的所有权安排也不一样。从这样一个思路出发，本文将企业所有权安排划分为专用资产密集型、创新创业密集型和政府担保密集型三类。在现实经济的运行中，人们对于专用资产密集型企业的的所有权更多界定给资本拥有者、创新创业密集型企业的所有权更多界定给创新型企业家才能拥有者基本上达成了共识，但对于银行作为一种典型的政府担保密集型企业，所有权应当更多地界定给公众（或作为其代理人的政府），进而银行经营应当更多服务于公众利益，似乎在认识上仍有较大分歧，在一定程度上造成了中小银行治理模式有待完善的问题。

2、美国小银行治理“一放就乱、一管就死”的教训，似乎说明中小银行难以兼顾稳健运营与金融普惠。美国在相当长时间内忽视了银行作为政府担保密集型的特殊性，将其视为股东的银行，银行经营目标也是与其他类型企业没有本质差异的利润最大化。然而银行是具有规模经济性的行业，中小银行与大银行相比存在竞争劣势，更多地只能靠下沉社区、下沉基层，更多面向中小企业、普通民众提供关系型融资服务来进行差异化竞争，由此也给中小银行带来了更多的金融普惠色彩。对于美国监管部门而言，既存在中小银行数量众多造成监管资源投入的收益成本比较低的约束，也存在改善中小银行不利地位以促进不同银行间公平竞争、提升金融普惠能力的需要，结果导致通常会对中小银行采取较大银行更宽松的监管方式。

但从美国应对储贷危机的教训来看，由于中小银行在享受政府担保方面与大银行并无性质上的不同，认为“它们是小机构，即便出问题影响也有限”，进而采取宽松监管思路的逻辑可能是站不住脚的。在盈利最大化导向的经营宗旨下，靠监管放松吸引来的资本，在进入到储贷协会后未必从事监管希望看到的金融普惠等业务，而是可能在机会主义动机的驱使下去更多从事“产融结合、混业经营”的监管套利业务。这意味着如果是想通过放松监管的方式来节约用于监管的公共资源投入，最终结果可能是欲益反损，可能会诱发以营利最大化为目标的小银行过度扩张资产负债表乃至欺诈等社会不公平问题，公共部门可能最终不得不付出比放松监管前更多的成本来应对监管放松后的糟糕局面。

2008年次贷危机后美国强化监管的实践表明，在追逐利润最大化的股东银行模式下，如果在监管层面不分大小一视同仁，可能会导致社区银行大量退出，削弱银行系统的普惠服务能力。所谓监管收紧，从新制度经济学角度看，固然体现了政府作为偿付信用这一专有资产提供者更多分享了银行剩余控制权，有助于改善银行治理，但在一定程度上也意味着要求各类银行向一个标准看齐，这会导致差异化金融服务受到挤压、银行产品将更加趋向于标准化同质化，会弱化社区银行与本地客户密切互动的信息优势和贷款响应的敏捷优势。也就是说，加强监管在弱化了社区银行差异化经营优势的同时，进一步强化了规模经济在银行竞争中的重要性。不只体现为监管强化下“大而不能倒”的优势进一步增强，也体现为小银行消化合规成本上升的劣势进一步凸显。

3、德国储蓄银行虽也是小银行，但从兼顾稳健经营与金融普惠的角度看，似乎表现优于美国小银行。过去两百多年，德国储蓄银行经历了从私人银行向地方政府下属部门再到公共银行的转变。作为公法机构存在的公共银行模式，与政府担保密集型的企业特点更匹配。所谓公法机构是德国政府为完成公共任务而设立的、具有独立法人资格的法律实体。与私人银行不同，储蓄银行的公法机构定位意味着其经营目标并非盈利最大化，而是服务于公共利益。与大萧条前作为德国地方政府下属部门的定位相比，公共银行意味着德国地方政府虽是储蓄银行实控人，但角色并非严格意义上的“股东”。这样做既能够防止德国地方政府作为实控人对储蓄银行进行不当直接干预，又可以保留政府对储蓄银行的“所有权”；既有利于储蓄银行坚守金融普惠等服务公共利益的初衷，又可以防止政府获取剩余索取权时可能面临的争议。

作为实控人的德国地方政府虽是公共利益代表，但能够代表公共利益的不只有地方政府，还有中央政府等其他机构或组织。无论是对于私人银行还是地方银行而言，具有铸币权和更强征税能力的中央政府都或多或少承担着最后救助责任。因此，从政府提供了偿付担保这一专有资产的角度看，有资格分享剩余索取权的不只是作为实控人的地方政府，还有中央政府。意味着以法律形式限制实控人对储蓄银行利润的提取能力，有助于节约中央政府在危机时的资源投入，因而没有分配给实控人的利润事实上可以看成是中央政府的“备用资产”，

也是德国地方政府与中央政府“分享”储蓄银行剩余索取权的一种形式。

在剩余控制权分享上，德国储蓄银行的组织模式要比剩余索取权分享更为复杂。它不只存在美国那种模式，即政府通过严监管来事实上分享银行剩余控制权，还包括政府与公众之间分享剩余控制权，从而在增进公共利益之外，赋予了公共银行另一层含义，即以利益相关者共同参与为特点的公共治理模式。从新制度经济学角度看，政府作为公共利益代表，所提供的偿付担保这种信用资产本质上是公众的专有资产，德国储蓄银行在剩余控制权归属上重视政府与公众分享，也是有一定道理的。

理事会作为储蓄银行内部治理机制的核心机构，在利益相关者分享剩余控制权的过程中扮演着关键角色。与美国“单层委员会结构”不同，德国储蓄银行也具有德国企业典型的“双层委员会结构”，具体由董事会和理事会构成。其中，董事会负责储蓄银行日常经营管理，代表储蓄银行并开展业务，成员须是持牌银行家；理事会负责对董事会进行监督，具有任命、解聘董事会成员的权力，决定储蓄银行运营的基本原则与战略发展方向，并参与中期规划。此外，理事会还负责任命信贷审批委员会的成员，大部分州的储蓄银行理事会也是分红具体决策者。因此，从内部治理机制的角度，德国储蓄银行理事会虽相当于德国私企中的监事会，但权限要比监事会更大些，在储蓄银行内部治理中发挥着更关键的作用。

理事会主席通常由地方行政长官兼任，在很大程度上确保了地方政府作为实控人享有剩余控制权。但理事会成员的三分之二通常是由地方议会选出，而非行政长官任命。地方议会本就担负着监督政府的职能，这种理事会内部的制衡机制安排实际上是将议会对政府的监督机制延伸到了储蓄银行内部。更重要的是，考虑到德国地方行政长官和议会均由公众直选的因素后，由议会选出三分之二的理事会成员，实际上意味着地方政府与公众分享了储蓄银行的剩余控制权。进一步地，很多地方议会选出的理事会成员，不只包括议会成员，还有地区商会代表、企业家或储蓄银行的客户等非议会成员，进一步强化了地方政府与公众分享储蓄银行剩余控制权的特点。

作为议会监督机制在储蓄银行理事会层面的延伸，由议会选出的理事会代表通常并不在储蓄银行内部任职，对于储蓄银行运营事务的信息不如兼任行政长官的理事会主席那么丰富。雇员作为企业内部人，拥有关于高管违法乱纪最丰富的信息，调动雇员披露企业（高管）欺诈等不当行为的积极性，是增强议会、法院等外部约束机制效力的重要手段。为此，美国出台了吹哨人制度以及举报人奖励计划等制度安排，以增强雇员等内部知情人对企业/高管的监督效力。在储蓄银行理事会层面，设计了具有德国特色的、调动雇员监督积极的机制，即理事会的三分之一席位由雇员代表构成。而且雇员代表是由储蓄银行雇员直接投票选出，避免了由理事会主席任命雇员代表而产生的监督激励不足问题。这种原本用于缓和劳资关系的“共同决定”制度，虽不利于增进专用资产密集型和创新创业密集型企业效率，但适合用在政策担保密集型企业内部治理中，以充分调动内部人信息优势，打造利益相关者银行、维护公共利益。

4、德国储蓄银行通过构建小银行联盟的方式，在相当程度上实现了规模经济。通过让政府、公众（代表）、雇员分享储蓄银行剩余控制权的方式，既满足了新制度经济学视角下有关政府担保密集型企业所有权分配的理论要求，也将储蓄银行事实上打造成了致力于增进公共利益的利益相关者银行或者说公共银行，而不是致力于追求利润最大化的商业银行。按照通常看法，由此导致的结果应该是储蓄银行盈利能力弱于商业银行。但事实并非如此，服务地方、金融普惠等增进公共利益的目标似乎并没有以降低小银行盈利能力为代价。过去三十年间，德国储蓄银行ROA和ROE基本上持续高于德国商业银行，尤其是在2008年全球金融危机后，储蓄银行盈利能力优势似乎进一步凸显。这在很大程度上受益于具有小银行联合性质的德国储蓄银行金融集团。从19世纪末以来的历史演变看，这种小银行联盟的形成也是受到了德国政治模式的影响。

19世纪末的德国虽是联邦制，但普鲁士王国在各联邦中具有特殊重要地位。因此，当时德国的联邦制实际上是介于高度中央集权的日本与高度地方分权的美国之间的政治组织模式。与之相匹配的是，德国储蓄银行业在组织上虽然拒绝了自上而下的、高度集中化的日本模式，但也没有形成美国那种高度分散的组织模式，而是逐步发展出来一种介于两者之间的联盟形式。这个联盟被称为

德国储蓄银行金融集团，是具有德国特色的网络型银行组织模式，在德语中被称为**Verbände**。截至2022年底，该集团总共拥有510家公司，核心是围绕着361家储蓄银行进行构建的德国储蓄银行协会⁷。具体而言，拥有1.5万余家营业网点的361家储蓄银行组成12个区域储蓄银行协会，然后由12个区域储蓄银行协会构成德国全国层面的储蓄银行协会。这361家储蓄银行还共同拥有主要由5家州立银行和德卡银行组成的清算行系统。各个储蓄银行并非储蓄银行金融集团的并表单位，而是拥有自己独立的资产负债表，实控人依旧是各地方政府。

但是，以储蓄银行协会为核心的储蓄银行金融集团所能够给储蓄银行提供的服务，远超出通常意义上的行业协会。使得储蓄银行得以克服小银行常见的技术或财务能力约束，实现通常只有大银行才具备的规模经济性。例如，包括数百家储蓄银行在内的所有储蓄银行金融集团成员共享“S”和“Sparkasse”的统一商标，显著降低了单个储蓄银行的品牌宣传成本。更重要的是，在储蓄银行金融集团内部，形成了一个围绕储蓄银行协会进行服务的紧密网络。各地储蓄银行可以通过与集团内其他成员的合作，利用金融集团统一的IT基础设施、统一的客户评级系统、统一的非银支持机构、与大银行相类似的内部责任分担机制来处理具有共性的业务。这种集团内的分工合作帮助储蓄银行有效降低了各类运营成本、提高了运营效率，实现了规模经济。

以上观点来自：2023年12月20日中金研究院发布的《新制度经济学视角的中小银行治理分析》

谢超 分析员 SAC 执证编号：S0080520100001 SFC CE Ref: BTM576

李彤玥 联系人 SAC 执证编号：S0080122030014 SFC CE Ref: BTJ991

吴云杰 分析员 SAC 执证编号：S0080523020001

⁷ https://financialreport.dsgv.de/downloads/Financial_Report_2022.pdf

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2023.12.18 中国图说中国宏观周报：收入改善，政策力度仍待加码——11月财政数据点评
- 2023.12.19 海外宏观热点速评：“降息交易”千篇一律，降息后的交易逻辑各异

策略及大宗商品

- 2023.12.22 主题策略：新宏观形势下的高分红投资价值

固定收益

- 2023.12.18 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2023.12.18 中资美元债周报：新发集中在城投，二级表现尚可
- 2023.12.19 招投标备忘录：付息国债23年第24、26期续发——利率债招标分析
- 2023.12.20 简评：低利率环境下蓬勃发展的熊猫债市场
- 2023.12.20 中国城投债券月报：净增转负，省云吉再融资整体改善——11月城投债券月报
- 2023.12.20 中国房地产债券月报：11月房地产债券月报：——高能级城市放松效果待显
- 2023.12.20 专题研究：不同时期货币政策“锚”的变迁及展望
- 2023.12.20 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2023.12.21 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2023.12.21 简评：神码转债投资价值分析
- 2023.12.22 招投标备忘录：贴现国债23年第82、83期新发，付息国债23年第28期新发——利率债招标分析
- 2023.12.22 资产证券化分析周报：建筑类央企ABS利差回顾

行业

- 2023.12.18 家电及相关：空调内销出货压力减弱，出口出货保持高增
- 2023.12.18 机械：中金通用自动化周报：特斯拉发布二代人形机optimus gen2，传感及执行器灵活度受关注
- 2023.12.18 纺织服装珠宝：纺服聚焦：美国零售表现强劲，看好纺织制造订单修复
- 2023.12.18 金融：支付机构条例公布：强化监管、保护权益、促进发展
- 2023.12.18 交通运输物流：红海区域航行风险对航运市场的影响
- 2023.12.18 传媒互联网：11月电商数据：线上渗透率同比略有下滑
- 2023.12.18 主题研究：光伏北向资金监测（7）：北向加仓个股增加
- 2023.12.18 化工：HFCs配额政策落地，供给约束下有望迎来长周期盈利上行

- 2023.12.18 软件及服务：人工智能十年展望（十五）：AI Agent：远期场景闭环，交互重塑
- 2023.12.18 REITs：公募REITs周报（12.11-12.15）：关注解禁、增持及基本面增量信息的影响
- 2023.12.18 化工：中游基础化工盈利处于底部区间
- 2023.12.18 非酒类食品饮料：预制菜专题系列：牛羊肉，蓝海中的新方向
- 2023.12.18 电力电气设备：需求政策双重催化，多种长时储能技术并举
- 2023.12.19 商业不动产：港股优质商业不动产或是较好配置选项
- 2023.12.19 可选消费：美妆医美月报：11月美妆线上大盘有所回暖，重组胶原蛋白赛道持续升温
- 2023.12.19 不动产与空间服务：周评#370：上周新房销售同比跌幅走平
- 2023.12.19 金融：消费金融公司管理办法再修订影响几何？
- 2023.12.19 交通运输物流：航空：11月客座率企稳，外围因素显著改善
- 2023.12.19 主题研究：3C自动化设备：承技术变革，迎困境反转
- 2023.12.19 传媒互联网：OTA和网约车月报：季节性影响持续
- 2023.12.20 农业：品牌农业专题一：从农场到餐桌的产业革命
- 2023.12.20 公用事业：2024年江苏年度交易结果好于预期，看好火电迎来戴维斯双击
- 2023.12.20 造纸：海外纸浆产业链跟踪：需求复苏挑战重重，浆价短期震荡为主
- 2023.12.20 东南亚研究：印尼消费主义崛起：从“无所消费”到“无不消费”
- 2023.12.20 交通运输物流：双周报#380：跨境物流延续景气、红海区域航行风险增加
- 2023.12.20 东南亚研究：印尼：消费主义和现代食品杂货零售行业的兴起
- 2023.12.20 汽车及零部件：重卡跟踪月报：11月销量呈季节性波动，期待1Q24开门红旺季到来
- 2023.12.20 电力电气设备：风电设备2024年展望：海风和海外有望成为行业重要拉动
- 2023.12.21 公用事业：11月逆变器出口量增长，降价去库趋势显著
- 2023.12.21 消费赛道研究：现制茶饮赛道：百舸争流时代，谁主沉浮？
- 2023.12.21 煤炭：需求有韧性，供给有隐忧
- 2023.12.21 半导体：光学系列深度#5：手机CIS进入全面国产替代时代
- 2023.12.21 交通运输物流：海口机场免税：进入旺季客流逐渐回暖；机场与市内折扣差异收窄
- 2023.12.22 金融：海外数字金融2024年展望：降本增效
- 2023.12.22 银行：如何理解超预期存款降息？

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：

赵 扬 yang.zhao@cicc.com.cn

薛皓月 haoyue.xue@cicc.com.cn

伍曼玮 manwei.wu@cicc.com.cn