

# 研报精选

2023年12月30日 第152期

## 宏观专栏

### 从产能变化看供需缺口

报告认为，2022年以来，PPI价格指数持续走低，反映了供给的相对过剩。分行业来看，目前供需缺口较大的主要是中下游制造业。通胀率较低是宏观与微观感受差别的来源之一。弥合本轮供需缺口，固然需要改善供给，但主要还是要提升需求。

### 美国房地产销售或将回暖

自美联储加息以来，美国房地产销售持续疲软，但房价居高不下。报告认为，一个重要原因是房地产供给不足。展望未来，开发商将加快建造，同时年轻人购房有“刚需”。美国房地产市场有望回暖。

## 专题聚焦

### 数字监督在资本市场反欺诈中的能与不能

报告认为，伴随着AI等数字技术的快速发展，数字监督在资本市场反欺诈中扮演的角色将越发不容忽视。数字技术在有望压缩传统机会主义行为空间的同时，也有可能创造新的机会主义行为空间。

### 新兴国家货币手册——印度卢比

自1990年代初以来，印度的外汇政策随着经济的逐步开放而演变。报告认为，印度卢比的汇率受到贸易差额、国债利差等多重因素影响。印度卢比汇率易弱难强的主要原因或在于印度常年的商品贸易逆差。

## 宏观专栏

### 从产能变化看供需缺口

2022年以来，PPI价格指数持续走低，反映供需缺口扩大，一些行业出现供过于求的现象。通胀率较低是宏观与微观感受差别的来源之一。弥合本轮供需缺口，固然需要改善供给，但主要还是要提升需求。2023年中央经济工作会议时隔多年再次提出“部分行业产能过剩”<sup>1</sup>，反映了对部分行业供需缺口扩大的现象更加重视。分行业来看，目前供需缺口较大的主要是中下游制造业。

2022年以来，PPI价格指数持续走低，反映供需缺口扩大，一些行业出现供过于求的现象。上一轮PPI价格指数持续走低是从2011年10月开始，直到2016年开始回升，距离2011年的最高点下跌了10个百分点。本轮PPI价格指数从2022年7月开始向下。到2023年11月，PPI指数距离2022年的高点已下跌5个百分点。

通胀率较低是宏观与微观感受差别的来源之一。我们在《[提升名义增长更需财政发力](#)》中分析指出，名义增长更影响微观主体的感受，宏观和微观上的体感差别很大程度上在于实际和名义的差别，而当前我国较低的通胀率导致名义增速偏低，影响居民、企业收入。2023年的中央经济工作会议提出，要注意把握和处理好“宏观数据与微观感受”<sup>2</sup>。在政策方向上，“社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配”<sup>3</sup>，将“名义经济增速”改为“经济增长和价格水平预期目标”，强调了提升通胀水平的重要性。

提升较低的通胀水平，需要弥合供需缺口。2008年，面对全球金融危机的冲击，我国的PPI通胀环比转负，推出“四万亿”财政刺激政策，通过需求侧拉动提升了通胀率，但后期也带来了产能过剩问题。2012-2018年，面对产能过剩问题，我国通过实施供给侧改革，PPI环比在2016年转正。2020年之后，美国通过扩张性财政政策，拉动需求，PPI同比增速在2022年6月最高达到了22.4%。而日本虽然财政刺激规模较美国小（2020年日本财政赤字占GDP比例为9%，

<sup>1</sup> [https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202312/content\\_6919834.htm](https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202312/content_6919834.htm)

<sup>2</sup> [https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202312/content\\_6919834.htm](https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202312/content_6919834.htm)

<sup>3</sup> [https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202312/content\\_6919834.htm](https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202312/content_6919834.htm)

美国为14%)，但由于全球供应链扰动，供给成本上升，PPI通胀同比增速在2022年12月为10.6%，对其摆脱通缩提供了助力。

2023年中央经济工作会议时隔多年再次提出“部分行业产能过剩”，反映了对部分行业供需缺口扩大的现象更加重视。此前，2012-2018年中央经济工作会议连续多年提到产能过剩的问题。2012年中央经济工作会议提出“把化解产能过剩矛盾作为工作重点”<sup>4</sup>；2013年提出“坚定不移化解产能过剩，不折不扣执行好中央化解产能过剩的决策部署”<sup>5</sup>；2014年提出“既要全面化解产能过剩，也要通过发挥市场机制作用探索未来产业发展方向”<sup>6</sup>；2015年提出“结构性产能过剩比较严重”<sup>7</sup>；2016年提出“产能过剩和需求结构升级矛盾突出”<sup>8</sup>；2017年提出“大力破除无效供给，把处置‘僵尸企业’作为重要抓手，推动化解过剩产能”<sup>9</sup>；2018年提出“要巩固‘三去一降一补’成果，推动更多产能过剩行业加快出清”<sup>10</sup>。

分行业来看，目前供需缺口较大的主要是中下游制造业。根据统计局公布的15个行业的产能利用率数据，我们计算了2023年第三季度的产能利用率和2020年以来产能利用率最高点的差距，以此来衡量可能的供需缺口情况。非金属矿物制品业，医药制造业，化学原料和化学制品制造业，计算机、通信和其他电子设备制造业，以及与新兴制造业相关的专用设备制造业、汽车制造业、电气机械和器材制造业是供需缺口较大的行业。对于其他的行业，我们根据库存情况来判断可能的供需缺口情况。在需求偏弱的情况下，库存增速越高，可能说明供需缺口越大。至2023年10月，库存同比增速比较高的行业包括与新兴制造业相关的金属制品、机械和设备修理业，专用设备制造业，仪器仪表制造业，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业；与新能源相关的电力、热力生

<sup>4</sup> [https://www.gov.cn/ldhd/2012-12/16/content\\_2291602.htm](https://www.gov.cn/ldhd/2012-12/16/content_2291602.htm)

<sup>5</sup> [https://www.gov.cn/ldhd/2013-12/13/content\\_2547546.htm](https://www.gov.cn/ldhd/2013-12/13/content_2547546.htm)

<sup>6</sup> [https://www.gov.cn/xinwen/2014-12/11/content\\_2789754.htm](https://www.gov.cn/xinwen/2014-12/11/content_2789754.htm)

<sup>7</sup> [https://www.gov.cn/xinwen/2015-12/21/content\\_5026332.htm](https://www.gov.cn/xinwen/2015-12/21/content_5026332.htm)

<sup>8</sup> [https://www.gov.cn/xinwen/2016-12/16/content\\_5149018.htm](https://www.gov.cn/xinwen/2016-12/16/content_5149018.htm)

<sup>9</sup> [https://www.gov.cn/xinwen/2017-12/20/content\\_5248899.htm](https://www.gov.cn/xinwen/2017-12/20/content_5248899.htm)

<sup>10</sup> [https://www.gov.cn/xinwen/2018-12/21/content\\_5350934.htm](https://www.gov.cn/xinwen/2018-12/21/content_5350934.htm)

产和供应业；以及医药制造业。根据中财办对2023年中央经济工作会议的解读，“部分新兴行业存在重复布局和内卷式竞争，一些行业产能过剩”<sup>11</sup>。从国有股份占比来看，本轮供需缺口相对较大的医药制造业，化学原料和化学制品制造业，计算机、通信和其他电子设备制造业中国有控股企业的资产占比在2022年分别为15.5%、27.1%、17.3%，而在2015年出现供需缺口比较大的煤炭开采和洗选业中国有控股企业的资产占比在2015年为74.0%。



---

以上观点来自：2023年12月24日中金公司研究部已发布的《从产能变化看供需缺口》

黄亚东 分析员 SAC 执证编号：S0080523070016 SFC CE Ref: BTY091

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

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

周彭 分析员 SAC 执证编号：S0080521070001 SFC CE Ref: BSI036

---

<sup>11</sup> <http://politics.people.com.cn/n1/2023/1218/c1001-40140875.html>

## 宏观专栏

### 美国房地产销售或将回暖

自美联储加息以来，美国房地产销售持续疲软，但房价居高不下。一个重要原因是房地产供给不足，不能满足民众日益增长的住房需求。展望未来，我们认为美国房地产市场有望回暖。一方面，供给复苏促使开发商加快建造，多户型住宅或迎来“竣工潮”。另一方面，美国金融周期上半场，房地产大周期向上，年轻人购房有“刚需”。在此基础上，美联储降息预期升温，房贷利率回落，有助于需求止跌企稳。如果房地产回暖，美国经济增长的持续性将增强，即便没有额外的财政支持，经济表现也可能好于市场预期。

自去年美联储加息以来，美国房地产销售持续疲软，但房价水平居高不下。房地产是利率敏感型部门，去年以来美联储持续加息导致房贷利率大幅上升，买房者的借贷成本提高，购房能力受到压制。数据显示，占美国住宅交易比例超过七成的成屋（即二手房）销售从2021年的年化665万套下降至2023年底的年化382万套，跌幅度达到40%。新屋销售同步下降，但降幅较成屋更小。

尽管房地产销售疲软，但美国房价并未“跳水”，反而在小幅下跌后重新反弹。一个解释是美国房地产供给相对于需求更低，特别是二手房供给下降，导致可出售的房屋数量处于历史上较低水平。为何二手房供给这么低呢？一个原因是利率锁定效应（lock-in effect）。由于疫情前的房贷利率很低，那些在疫情前买房、手持低利率按揭贷款的有房者不愿意将手中的房屋卖出，导致二手房市场供给短缺，本质上还是需求强劲。

展望未来，我们认为美国房地产市场有望回暖。从供给来看，在“低库存+高房价”的鼓舞下，开发商加快建造，多户型住宅或迎来“竣工潮”。疫情之后美国供应链遭遇瓶颈，劳动力短缺，许多住宅建造工期被耽误，而随着供给恢复，开发商纷纷加快“赶工”，希望能在房价仍然较高时将其出售或出租。数据显示，美国多户型住宅的开工往往领先于竣工18个月左右，从去年下半年开工数据持续上升来看，明年将有更多的多户型住宅竣工。加快建造也意味着房地产投资回暖，最新的GDP数据显示，今年三季度住宅投资环比年化增长

3.9%，为2021年二季度以来首次正增长。我们预计未来几个季度住宅投资仍将保持正增长，对GDP增长带来正向拉动。

从需求来看，美国金融周期上半场，房地产大周期向上，年轻人购房“刚需”释放。美联储降息预期升温，房贷利率回落，有助于销售止跌企稳。我们从美国居民住房拥有率数据中可以看出<sup>12</sup>，美国房地产市场在2008年后经历了一个近十年的下行周期，背后的原因在于次贷危机后美国金融周期进入下半场，家庭部门去杠杆，金融监管加强，抑制了房地产需求。自2016年以来，美国金融周期重新进入上半场，家庭部门资产负债表修复到位，房地产需求重新扩张。金融周期上半场意味着房地产大周期向上，需求韧性更强。

从购房者年龄来看，“千禧一代”是本轮需求扩张的一个重要来源。数据显示，2016-2022年美国住房拥有率的攀升主要来自于44岁以下的年轻群体。这部分需求更多源于因建立家庭而产生的自住首套房的需求，也就是“刚需”。由于美国家庭部门资产负债表比较健康，我们认为这类“刚需”的释放将是可持续的。

疫情之后工作模式的转变使得居家办公常态化，进一步增加“刚需”。根据Kastle的返工指数，虽然疫情已经过去，但回到办公室上班的美国人仍不足疫情前的五成。居家办公一方面拉长了城市通勤的半径，使得一些之前在城市中心生活、不具有购买能力的年轻家庭可以在城市郊区购置属于自己的房子。另一方面，居家办公也提高了人们对于居住环境的要求，对住房的改善性需求进一步上升。

随着美国通胀放缓，美联储明年降息预期升温，房贷利率从高位回落，这也有助于房地产销售企稳。过去一个月，美国30年期固定房贷利率从10月高点的7.7%下降至12月初的6.7%，降幅达到100 bp。由于房价上涨，房贷实际利率也有所回落，历史表明实际利率与房屋销售有更明显的负相关性。房贷利率下降也有助于供给释放，那些锁定低利率的有房者可能开始卖房并置换，二手房

<sup>12</sup> 住房拥有率指的是已经被居住的房屋中房主自主的比例。  
<https://www.census.gov/quickfacts/note/HSG445220>

资源被盘活，房地产市场流动性有望改善。

如果房地产回暖，美国经济增长的持续性将增强，即便没有额外的财政支持，经济表现也可能好于市场预期。首先，美国房地产开发商在“低库存+高房价”的背景下加快“赶工”，这本身对于房地产投资就会带来拉动。其次，随着供给释放与房贷利率回落刺激需求，房地产销售与交易将回暖，这有利于与房地产相关的服务业需求（如中介、搬家、保险服务等），拉动相关行业的就业与增加值反弹。第三，房地产成交后，地产后周期消费支出有望迎来复苏，过去一年“量价齐跌”的家具和家电等行业，销售和库存需求均有望回暖。

通胀方面，房地产供给释放有助于缓解房价和房租上涨压力，但需求的企稳意味着价格的下跌空间非常有限。我们的基准情形是房价与房租都将以一个温和的速度继续上涨，对CPI通胀的支撑作用在明年下半年或有所显现。此外，房地产回暖拉动就业，与房地产相关的服务和商品需求增加，这些都可能具有一定通胀效应。今年与地产相关的耐用品价格持续下跌，对抑制通胀起了关键作用，明年这种下跌能否持续，我们认为有待观察。

---

以上观点来自：2023年12月24日中金公司研究部已发布的《美国房地产销售或将回暖》

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

肖捷文 分析员 SAC 执证编号：S0080523060021

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

## 专题聚焦

### 数字监督在资本市场反欺诈中的能与不能

作为经济学层面的探讨，本文对于资本市场欺诈的理解和对于数字监督在资本市场反欺诈中应用前景的讨论，并不从法律层面的界定展开，而是基于其经济学本质进行讨论。从新制度经济学的视角来看，欺诈根源于信息不对称下的机会主义动机。由于信息不对称问题无法消除，必然有部分市场参与者是天然的信息优势方；机会主义动机是人类的天性，因而具有信息优势的一方可能会通过损害信息劣势方利益的方式不正当牟利。从这个角度看，本文认为内幕交易、市场操纵与虚假信息、误导性信息和重大遗漏等证券违法违规行均属于资本市场欺诈行为。

资本市场是典型的人力资本密集型行业，无论是市场本身的运行还是监督市场运行的机制安排，都有大量人工干预的空间。产业数字化能够在一定程度上实现对人的替代，有助于压缩传统的机会主义行为空间，进而助力资本市场反欺诈。从证券交易系统自动化转型的历史经验来看，电子化交易系统确实减少了证券交易环节的欺诈行为。往前看，AI的快速发展有可能进一步增强数字经济对传统工作岗位的替代性，特别是在传统数字技术难以替代的复杂劳动领域，例如金融中介、企业管理等，AI替代人的可能性增加了，进而有可能进一步压缩由资本市场人工干预带来的传统机会主义空间，增强数字监督在反欺诈中的应用潜力。

不过，数字技术替代人能够在多大程度上有助于资本市场反欺诈取决于各方面能够在多大程度上允许或者推动这种替代过程发生。在实体领域，技术进步替代人所造成的失业压力可能会转化为阻碍先进技术应用的社会矛盾。对于金融领域的技术进步替代人而言，这个问题可能比实体领域还要复杂。因为金融领域技术进步替代人可能不只是会造成从业者的失业压力，还会抑制部分优势人员的机会主义牟利空间，因而可能加剧对于技术替代人的抵触，迟滞数字监督在资本市场反欺诈中的应用。美国纽约证券交易所和纳斯达克证券交易所转向电子化自动交易系统过程中面临的困难印证了这一点。值得注意的是，即



便是对于近期有较大突破的AI大语言模型而言，算法是人类开发的，运用什么样的数据、实现什么样的目标很大程度上也是由人决定的。总之，在可预见的未来，开发、使用数字技术可能依旧难以彻底避免人工干预带来的机会主义空间，因而对数字监督在资本市场反欺诈中应用空间的探讨，或许应该更多的从应对信息不对称问题着手。

数字技术可以从获取和分析欺诈信息两个方面帮助应对反欺诈面临的信息不对称问题。考虑到欺诈是欺诈者的私有信息，监管部门获取欺诈信息的成本较高。在数字经济时代，这种困难有所变化：一方面是因为产业数字化让越来越多欺诈行为在数字世界被动留痕；另一方面是数字产业化让监管部门得以有越来越多的技术手段用于主动将欺诈信息识别出来。而且，伴随着AI的快速发展，整个算法、算力在处理超大规模数据方面的能力也获得了显著提升，应用更为先进的数字技术有望解决数据规模扩大带来的欺诈信息识别困难问题。因此，在数字技术的赋能下，监督者获取和分析欺诈信息的能力都有望大幅增强，比如可以通过分析大量的交易数据，发现异常交易模式和潜在的欺诈行为。

对于监督上市公司的欺诈行为而言，数字监督似乎还没有达到交易领域的应用程度，很大一部分原因在于上市公司的很多信息并没有像交易数据那样高度数字化，导致基于大数据的数字技术很难用于识别相关欺诈问题。这并不意味着数字监督对于识别上市公司造假问题完全无用，而是需要比交易领域的数字监督多走一步，即需要运用更多具有针对性的数字技术，来先实现上市公司相关信息数据化，然后可以借鉴交易领域的反欺诈经验，将数字技术应用于欺诈信息识别。除了数字化程度较低的问题外，上市公司造假信息还存在容易被欺诈者破坏的问题。调查数据显示，虽然职务欺诈案中董事会和高管成员在数量上所占的比例仅为14%，但他们涉案所造成的财务损失远高于其他级别的人涉案。也就是说，在涉案金额大的上市公司欺诈案中，欺诈者往往也是在信息、资本、权力等多种社会资源分配关系中处于优势地位的人，例如企业高管等。一个典型案例是安然欺诈案中，在安然公司的压力下，安达信高层下令销毁了审计工作底稿。对于欺诈信息易被破坏的问题，以区块链为代表的留痕技术，由于其独特的较难篡改性、去中心化和透明性等特点，在反欺诈领域呈现出较

大的应用潜力。

要想使用数字技术来赋能监管机构、进行欺诈信息的数字化收集和分析，离不开一套高效的数字监督基础设施。参考美国SEC数字监督系统从分散到集中、分析数据从粗糙到精细、识别算法从人工到AI的建设经验，这样一套数字监督基础设施的建立并非易事。根据美国SEC官网信息，仅就整合性证券订单追踪系统（Consolidated Audit Trail, CAT）而言，截至2023年9月的建设成本就已超过5亿美元，其2023年的运营和维护费用预算也达到了2亿美元，后续成本还有可能进一步增加。需要强调的是，对于监管部门而言，这些成本开支可能是数字经济时代进行资本市场反欺诈的必要支出。因为数字技术的应用虽然有可能压缩传统机会主义行为的空间，但也有可能为新的机会主义行为创造新的空间。尤其是与传统的实体经济相比，数字经济可以通过网络技术在全球任何角落进行交易活动，大大增加了监管难度与欺诈等犯罪牟利的空间。因此，无论是为了利用数字技术赋能监管机构，还是为了防止数字技术被欺诈者用于危害社会，构建数字监督基础设施的资源投入均是有必要的。

通过数字监督的方式来应对资本市场信息不对称问题，存在着监管资源投入较大的问题。对于这个问题，一个解决思路是赋能公众监督，通过数字技术来更好地调动全社会的积极性，为监管部门分担资源投入压力。对中国而言，公众监督在反欺诈监督体系中的潜力较大。一项研究对中国资本市场2006年到2015年的欺诈案件进行了统计，发现监管机构揭露比例高达56%，媒体揭露的比例也达到了36%。这说明作为仅次于政府监管部门的欺诈揭露者，媒体（公众）事实上在帮助监管部门分担反欺诈监督压力。随着数字经济的快速发展，媒体环境也发生了翻天覆地的变化，特别是具有分布式特征、自下而上传播的新媒体，为公众提供了一条新的发声和监督渠道，成为了赋能资本市场反欺诈公众监督的新载体。

媒体赋能公众监督的关键在于公开曝光和舆论关注两个环节。其中，公开曝光并不是指媒体首先发现了欺诈行为，而是强调媒体将相关欺诈信息带入了公众视野。舆论关注则是公众通过公开曝光获取欺诈信息后实现最终监督者职

责的重要方式。相较于没有舆论关注的案件，有舆论关注的案件往往使得欺诈企业在市场声誉等方面付出更大的成本。实证研究表明，在赋能公众监督方面，新媒体能够取得与传统媒体相类似的效果，在获得舆论关注上似乎更胜一筹。

之所以新媒体能够在促成舆论关注方面体现出相较传统媒体的优势，一个重要的背景是数字技术大幅降低了信息传播成本。受益于技术进步带来的传播成本下降，出现了自下而上的、去中心化的新媒体信息传播模式。与传统媒体自上而下、高度中心化的信息传播特点相比，这种传播模式赋予了新媒体在获取舆论关注方面的优势。不过，反欺诈能力并不等于反欺诈意愿，如何让新媒体将这种能力用于助力资本市场反欺诈也是一个需要探讨的重要问题。对此，本文认为关键在于新媒体的出现增强了媒体间的竞争，对传统商业或非商业化媒体形成约束，有利于增强整个媒体系统赋能公众监督的意愿。这种竞争至少体现在两方面，一是新媒体整体和传统媒体间的竞争，二是新媒体内部的竞争。因此，尽管新媒体曝光欺诈的初衷或仅是谋取商业利益，但实际起到的效果却是通过增强与传统媒体竞争的方式，对于中心化的传统媒体环境形成了有效补充，一道增强了媒体赋能反欺诈公众监督的作用。

需要高度重视的是，新媒体良莠不齐、假消息泛滥等问题亟需治理。在2023年3月的硅谷银行事件中，美国众议院金融服务委员会主席Patrick McHenry称硅谷银行事件是第一次由推特驱动的银行挤兑。事实上，此次银行挤兑风波的根源在于相关银行经营不够审慎，直接触发因素是美联储的激进加息，新媒体主要是加速了相关信息的传播。当然，这并不意味着新媒体没有任何责任。虽然新媒体并非此次美国银行挤兑的根源所在，但确实在这个过程中体现出了巨大的推波助澜作用。从长期看，在企业充分认识到新媒体相比于传统媒体能够更有效地传播负面信息后，将会更自觉地比传统媒体时代更审慎、更合法合规地运营。因此，本文认为可以将假消息视为一个媒体技术发展过程中遇到的新问题，亟需通过规范发展的方式来解决。

如何看待、治理假消息等新媒体乱象，美国互联网230条款和证券集体诉讼制度的演变经历具有一定借鉴意义。美国互联网230条款发展历程背后的政

策思路可以总结如下。一是发展中出现的问题最终还是在发展中解决。在互联网行业发展初期，尽管假消息等不当信息已现苗头，立法者还是选择保护当时新兴的互联网行业。在后期互联网行业的假消息问题严重后，监管机构倡议的改革方向是以事后严管为主，避免严格的事前管制中断发展过程。二是在政策执行上，重视自上而下与由下至上的监管力量互动，重视执法标准连续性和与时俱进的动态性。过去三十年间，美国各层级立法者大多在特定领域来对230条款进行具有连续性的增补，对调整230条款的整体方向比较慎重，对于一些暂时难以厘清的问题主要尊重地方的实践探索。这样既注重政策连续性又不断动态优化调整的方式，既回应了社会关于假消息等不良问题的关切，也不至于对互联网企业运行造成颠覆性冲击。

从美国证券集体诉讼制度的演变历程来看，曾经困扰美国资本市场的滥诉问题虽对欺诈具有较强震慑力，但也可能加速问题企业的暴露、冲击短期市场稳定，甚至对无辜企业的正常经营产生较大干扰。面对集体诉讼制度引入初期的“破坏式创新”效果与滥诉等不良问题，美国监管部门面临两难选择：降低集体诉讼门槛虽有利于推动反欺诈，但难免滋生滥诉这种容易误伤无辜企业的问题；提高集体诉讼门槛则可能弱化对欺诈者的震慑力，不利于保护弱势群体。几十年的演变历程显示，美国监管部门在大的方向上选择了通过集体诉讼来维护弱势群体的权益，或者说对于震慑资本市场上强势的欺诈者、保护弱势的中小投资者利益而言，一定程度上的滥诉可能是需要付出的代价。时至今日，美国证券集体诉讼中的滥诉现象虽然相比于1995年之前已有明显改善，但所有案件中法官驳回证券诉讼的比例仍有48%。当然，这并不意味着要放任滥诉，而是要在反欺诈的大目标下适当提高滥诉成本，以求尽量把滥诉现象控制在了相对合理的范围内。最终，通过对欺诈具有较强威慑力的集体诉讼制度，在长期中有效约束了强势欺诈者的机会主义行为，维护了投资者对资本市场的信心。

---

以上观点来自：2023年12月25日中金研究院已发布的《数字监督在资本市场反欺诈中的能与不能》

李根 分析员 SAC 执证编号：S0080523030009

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

吴云杰 分析员 SAC 执证编号：S0080523020001

## 专题聚焦

### 新兴国家货币手册——印度卢比

自1990年代初以来，印度的外汇政策随着经济的逐步开放而演变。印度的汇率制度改革肇始于上世纪90年代，同时亦伴随着经常项目与资本项目的改革。因此多年以来印度的金融市场总体上朝着进一步开放的方向发展。印度储备银行制定的《外汇管理法》(FEMA)是印度外汇交易的法律框架，其主要目标是促进对外贸易和支付，促进印度外汇市场的有序发展和维护。对居民个人、非贸易企业可持有外汇远期合约上限为100万美元，出口商和进口商的货币风险对冲工具限额更高。国内市场参与者和外国个人投资者可持有美元兑印度卢比货币衍生品，单次交易限额1,500万美元；也可以持有欧元兑印度卢比、英镑兑印度卢比、日元兑印度卢比。货币衍生品单次交易上限为500万美元。

外汇交易方面，印度允许的，以电子方式执行的外汇交易只能在印度央行授权的电子交易平台(ETP)或印度国家证券交易所(NSE)、孟买证券交易所(BSE)和印度大都会证券交易所(MSEI)等证券交易所进行。ETP是指除经认可的证券交易所以外的任何电子系统，在该系统上签订证券、货币市场工具、外汇工具、衍生品等合格工具的交易。离岸市场方面，印度卢比的NDF(Non-Deliverable Forward)市场肇始于上世纪九十年代，当时它为印度的外国投资者提供了对冲货币风险的唯一途径，如今印度NDF市场也已愈加壮大<sup>13</sup>。

印度作为拥有逾14亿人口、工业发展尚处于初级阶段的发展中大国，其货币印度卢比的汇率受到多重因素影响。其中既有决定汇率变动的主要变量，如贸易差额、国债利差。还包括一些其他影响因素，如原油、黄金价格等。上述变量在不同的时间区间内亦可能对卢比汇率有不同的影响。我们认为印度卢比汇率易弱难强的原因或在于印度常年的商品贸易逆差。一国通过商品贸易顺差获得的外汇类似于其“赚来的钱”，而通过资本与金融账户获得的外汇则更类似于“借来的钱”。前者往往是稳定的收入，后者中尽管包含FDI(Foreign Direct Investment)等相对稳定的长期外资的净流入，但证券投资项则容易受到市场

<sup>13</sup> [https://macrofinance.nipfp.org.in/PDF/Chakrabarti2007\\_ndf\\_note.pdf](https://macrofinance.nipfp.org.in/PDF/Chakrabarti2007_ndf_note.pdf)

风险偏好的转变等原因而发生逆转。进而有可能陷入外资流出——印度卢比汇率贬值——外资进一步流出的恶性循环。

货币政策方面，印度储备银行目前采用了灵活的通胀目标制(FIT)框架，该框架将价格稳定目标放在首位。目前具体定义为消费者物价总体通胀率目标为4%，容忍区间为2%~6%区间左右，同时关注通胀受控时的经济增长。RBI (Reserve Bank of India, 即印度央行)对通胀和经济增长的相对重视程度取决于当时的宏观经济形势、通胀和增长前景。RBI以前瞻性的方式实施货币政策，以将通胀维持在目标附近，并支持经济增长。与此同时，RBI也在微调货币政策操作的程序，以便将政策有效传导到金融市场乃至实体经济。

货币市场方面，印度的货币市场可被分成两个部分，分别是有组织部门(organized money market)和无组织部门(unorganized money market)。有组织部门包括印度储备银行、印度国家银行以及各类银行组成。其之所以被称为有组织部门，是因为它的一部分是由印度储备银行系统地协调的，部分非银行金融机构会通过银行间接参与印度的货币市场，准政府机构和大公司也通过银行向市场提供短期剩余资金。

---

以上观点来自：2023年12月28日中金公司研究部发布的《新兴国家货币手册——印度卢比》

李刘阳 分析员 SAC 执证编号：S0080523110005 SFC CE Ref: BSB843

## 附：一周主要研报回顾

### 宏观

- 2023.12.24 海外宏观周报：美国房地产销售或将回暖  
2023.12.24 中国图说中国宏观周报：从产能变化看供需缺口

### 策略及大宗商品

- 2023.12.24 海外中资股策略周报：接下来还有什么可以期待？  
2023.12.24 A股策略周报：A股再现极端估值，反弹或随时而至  
2023.12.24 大宗商品：农产品：生猪：2024破而后立，价格先抑后扬  
2023.12.28 大宗商品：有色金属：铜：供给约束兑现，上调铜价预测  
2023.12.29 大宗商品：黑色金属：铁矿新高背后的预期博弈

### 固定收益

- 2023.12.25 信用分析周报：中国信用债评级调整周报  
2023.12.26 简评：重点城市新房销量同比转正，债市明显走强——中金固收高频数据跟踪  
2023.12.26 专题研究：铜金比与美债的故事与启示——中金固收对冲策略系列之一  
2023.12.27 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报  
2023.12.27 简评：债基发行加快，债市情绪回暖——公募基金月度分析  
2023.12.28 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报  
2023.12.29 专题研究：城投贡献全部供给，利差全面压缩——2023债券市场回顾

### 行业

- 2023.12.25 传媒互联网：游戏行业：管理办法草案发布，关注“科技+文化”高质量发展  
2023.12.25 REITs：公募REITs周报（12.18-12.22）：超跌反弹，量价齐升  
2023.12.25 机械：消费电子板块回暖，3C自动化设备迎关注  
2023.12.25 银行：金融稳定报告点评：维护金融稳定的长效机制逐步完善  
2023.12.25 电力电气设备：新能源车月度观察：中国11月渗透率创历史新高，产业链12月排产环比回落  
2023.12.25 消费赛道研究：弹性服饰：着装加点“弹”，创新拉动需求

- 2023.12.25 银行：理财2024年资产配置展望：迎接货币政策新格局，债券/存单仓位有望提升
- 2023.12.26 房地产：美国住宅市场：补库周期料继续深化
- 2023.12.26 半导体：“芯机遇”系列：OLED产业链国产化进程加速，全尺寸应用空间广阔
- 2023.12.26 不动产与空间服务：周评#371：年末新房销售同比季节性转增
- 2023.12.26 消费赛道研究：东南亚鞋服赛道：方兴未艾，国内品牌出海可期
- 2023.12.26 电力电气设备：新型电力系统2024年展望：内外需求共振，景气持续向上
- 2023.12.26 汽车及零部件：乘用车细分市场洞察：消费升级、混动高增，挖掘蓝海与车型 $\alpha$ 机遇
- 2023.12.27 农业：转基因种子生产经营许可证发布，打通产业化路径
- 2023.12.27 交通运输物流：机场：枢纽机场新免税协议落地，迈向与免税商共赢
- 2023.12.27 香港金融：香港银行2024年展望：高利率的新常态
- 2023.12.27 化工：半导体材料系列：快速发展的含氟聚合物
- 2023.12.27 科技硬件：消费电子2024年展望：市场温和恢复，关注VR及AI终端创新机遇
- 2023.12.27 科技：软件出海系列之一：中国软件的大航海时代
- 2023.12.27 日常消费：零研月报：11月品类销售额增速继续分化，饮品延续较好表现
- 2023.12.28 消费赛道研究：鞋服OEM：中国台湾制衣制鞋产业链
- 2023.12.28 航空航天科技：大众应用不断突破，卫星互联网商业价值逐步凸显
- 2023.12.28 部院联合：新型电力系统月报（7）：11月电网投资稳健增长，电力现货市场建设加速推进
- 2023.12.28 金融：多元金融2024年展望：精耕细作
- 2023.12.28 半导体：半导体及元器件2024年展望：AI及周期复苏主线共振，生产要素国产化率提升正当时
- 2023.12.29 交通运输物流：出行月报第5期：航空供求企稳，本地出行进入旺季
- 2023.12.29 汽车及零部件：小米汽车亮相；夯实技术创“人车家”生态
- 2023.12.29 银行：银行业2024年展望：负重前行
- 2023.12.29 航空航天科技：eVTOL：低空经济蓄势待发，行业迎来发展临界点
- 2023.12.29 电气电力设备：工控2024年展望：成长与周期交织
- 2023.12.29 不动产与空间服务：不动产服务2024年展望：再探价值锚
- 2023.12.29 博彩及奢侈品：11月德美消费者信心持续减弱



## **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