



山东工商学院图书馆

The Library Of Shandong Technology and Business University



2023

*Financial  
Information*

财商信息

2023年第3期（总第41期）

山东工商学院图书馆

# 财商信息

2023 年第 3 期（总第 41 期）

---

## 目 录

### 财富管理研究

财富管理行业的新趋势 ..... 李树林，张飞 (01)

共富时代：财富管理行业如何守正创新

..... 连平，刘涛，张秉文 (08)

### 绿色金融

绿色金融政策促进企业绿色创新吗——来自绿色金融改革创新试验区的证据

..... 祁怀锦，刘斯琴 (19)

### 期刊优秀文章荐读

我国财经媒体面临的挑战及应对策略 ..... (34)

---

公募基金行业助力个人养老金市场建设的思考..... (34)

涉农信贷、农业保险与农村居民收入增长——基于资本流动视角的实证检验  
..... (35)

互联网金融超市与企业债务融资——以“支付宝”财富平台为例  
..... (35)

美国大型银行中间业务的发展经验 ..... (36)

主办：山东工商学院图书馆

顾问、审核：沙淑欣

主编：董 宁

责任编辑：袁嘉蔓

封面摄影：董 宁

联系电话：(0535) 6903615-8216

本刊网址：<https://lib.sdtbu.edu.cn/cfglxx.htm>



## 财富管理行业的新趋势

李树林，张飞

(中原银行研究院研究规划办公室)

**【摘要】**随着经济进入新旧动能转换的关键阶段，金融市场供给和居民财富配置需求也正在发生着深刻变化。多层次资本市场建设、理财产品净值化等一系列金融供给侧结构性改革驱动资本市场的结构性变革，促进了财富管理的高质量发展，为居民财富向金融资产转化提供了广阔空间。金融供给侧结构性改革、房地产政策对居民财富的配置，新时代财富管理行业的资产端和需求端都正在发生着深刻变化。本文分析了国际国内财富管理行业的发展新趋势，为新时代的财富管理研究提供了理论依据。

**【专辑】** 经济与管理科学

**【专题】** 金融

**【分类号】** F832.2

**【原文出处】** 《银行家》，2023.(01)

(文中参考文献及注释详见原刊)

党的二十大报告指出，中国式现代化是全体人民共同富裕的现代化。随着居民收入快速增长、全民理财意识觉醒和资本市场日趋完善，财富管理需求迎来了爆发式增长。服务于经济高质量发展和共同富裕成为新时代财富管理行业的新使命。

随着经济进入新旧动能转换的关键阶段，金融市场供给和居民财富配置需求也正在发生着深刻变化。多层次资本市场建设、理财产品净值化等一系列金融供给侧结构性改革驱动资本市场的结构性变革，促进了财富管理的高质量发展，为居民财富向金融资产转化提供了广阔空间。过去，房价持续快速上涨导致房地产在我国家庭资产配置中占据主导地位，“房住不炒”政策的出台打破了房地产的

“非理性繁荣”，对居民财富配置结构也产生了重要影响。新时代财富管理行业的资产端和需求端都正在发生着深刻变化，这些变化叠加政策和金融科技的影响，决定了财富管理行业新的发展趋势。

## 居民财富配置结构演进分析

### 金融供给侧结构性改革促进居民财富向金融资产转化

财富管理既为居民家庭提供金融产品和服务，也为金融市场提供资金来源。传统的存款、理财、房产等投资方式已无法满足居民家庭综合化、个性化的资产配置需求，需要通过深化改革金融供给，进一步丰富投资品种、拓宽投资渠道、提升服务能力。金融供给侧结构性改革注重直接融资市场和间接融资市场协同发展，能够促进财富管理规模、结构和质效的显著优化。

多层次资本市场建设拓宽投资渠道。财富管理的高质量发展需要有涵盖信贷、债券、股票、PE、VC等的多层次资本市场作为基础。近年来，多层次、广覆盖、差异化的资本市场体系不断完善。2018年，科创板试点注册制启动，开启多层次资本市场改革的新阶段；2019年，新三板全面深化改革启动；2020年，创业板试点注册制改革落地；2021年，深圳主板与中小板合并，具有科创属性的北交所开市。多层次资本市场的建设不断提高直接融资比重，发挥养老金、保险资金等长期资金优势，为居民金融资产配置提供更多优质标的，为社会大众分享经济发展红利提供更多渠道。

资管新规推动理财产品净值化转型。2018年资管新规发布，其核心在于打破刚兑，改变过去理财市场存在的扭曲和错配问题。2021年年底资管新规过渡期结束，理财市场正式开启净值化时代，金融机构逐步回归本源，着力于提升专业能力和强化风险隔离。截至2022年6月，理财市场存续产品净值化比例已达95%。2021年年末，银行理财的非标资产占比同比下降6.58%，较2018年大幅降低14.8%，过去依靠非标资产增厚收益的模式已难以为继。理财产品净值化波动将促进财富管理机构加快转型，居民投资教育将不断成熟，同时理财产品合法合规也有利于财富管理行业稳健可持续发展。

金融机构及产品谱系趋向专业化和特色化。从机构层面看，资管新规出台后，商业银行纷纷设立理财子公司，强化风险隔离管控，实施专业化运营。理财、基

金、保险、券商等同台竞争，资本开放扩大吸引外资参与，各类机构依托资源禀赋和能力边界，聚焦专长和特色，逐步形成有机竞合、同生共荣的生态格局。从产品层面看，金融机构要强化专业定制和个性化设计，开发适合不同类型投资者的产品。近年来，银行理财积极调整产品结构，丰富产品货架，增加“固收+”、FOF、公募REITs等资产配置的产品投入，权益资产正成为银行理财战略配置的新方向。

金融资源配置倾向影响居民家庭投资方向。当前我国经济正在经历新旧动能转变，以新能源、高端制造为代表的新经济正在取代基建、地产等传统经济，政策层面更加关注公平、绿色、安全等问题。在经济动能转换过程中，资本市场的资源配置方向会领先实体经济发生变化。未来居民财富的投资方向将更多地聚焦于科技创新、产业链供应链安全、消费升级、国潮品牌、绿色转型、养老医疗等领域。养老理财已成为热门创新方向，2022年上半年共发行27只产品，认购超600亿元。上述领域的配套政策、理财产品将陆续成为财富管理业务新的增长方向。

### 房地产政策对居民财富配置产生重要影响

过去二十多年，房地产行业繁荣和房价持续快速上涨促使房地产在居民家庭资产配置中占据主导地位。为了抑制房地产市场的过度投机行为、促进房地产市场的健康发展，中央提出“房住不炒”政策，加快推进房地产行业改革。2020年8月，央行、银保监会等对房企提出“三道红线”监管指标。2021年10月，全国人大常委会授权国务院开展房地产税改革试点工作。在“房住不炒”导向下，房地产调控政策效果显著，房地产开始向“居住属性”回归，而“金融属性”则逐步弱化。

从投资收益角度看，房价表现不佳导致居民家庭对房地产投资的预期收益下降。过去十多年，房地产投资回报远超同期股票、债券等金融资产，成为居民家庭最主要的财产性收入来源。监管层明确认定房地产泡沫较大，市场已从“刚性需求”主导转变为“投资性需求”主导。随着房价涨幅收窄、加杠杆趋难，房地产投资及投机需求得到有效遏制。房地产投资“稳赚不赔”的时代已然过去，房地产作为财产性收入主要来源的地位也将持续弱化。

从持有成本角度看，未来房地产税的出台将提升投资性房地产的持有成本。

房地产税重在向持有环节征税，并以动态评估价值作为缴税基准。未来，随着房地产税改革试点工作的推进，将进一步遏制房地产市场的投资和投机需求。在未来房价涨幅趋稳的背景下，持有房产价值或数量超过一定限度，不但无法进一步增加财产性收入，还可能提升持有成本。

从投资替代角度看，居民房地产投资对金融资产配置的“挤出效应”将减弱。2014年以来，我国居民财富结构中的房地产和金融资产的同比增速呈现反向运行趋势。房地产投资需要承担房价波动风险并降低财富流动性，家庭将财富配置到房地产市场会抑制金融资产配置，从而对金融资产配置形成“挤出效应”。未来，随着居民家庭多元理财需求的增长和房地产配置的减少，房地产配置的“挤出效应”也将持续弱化。

### 居民财富配置结构变化

在发达国家居民财富结构中，金融资产通常占据较大比重。发达国家的金融市场更加成熟，已经完成居民财富从房地产向金融资产转移的过程。2020年年末，美国居民财富结构中金融资产配置占比超70.4%，房地产占比仅为24.8%，其中金融资产又以高风险高收益的股票和投资基金为主，占比达35.3%。20世纪80年代以来，美国居民财富配置从房地产向金融资产缓慢转移，这与美国股票市场的长期繁荣密切相关。2019年年末，日本居民财富中金融资产占比为62.1%，非金融资产（主要为房产）占比为37.9%，金融资产配置在日本居民财富中同样占据主导地位。20世纪90年代初，房地产泡沫破裂后，日本居民财富配置从房地产向金融资产转移，但是日本居民在金融资产配置上更加青睐低风险金融资产，这与几十年来日本股票市场表现欠佳是一致的。

我国居民财富配置结构长期呈现出“重房产、轻金融”的格局。2020年，我国居民财富中非金融资产占比为66.3%，高于美国36.7个百分点，高于日本近30个百分点。在金融资产细分结构中，股票与投资基金占比、保险与养老金占比偏低是造成金融资产占比偏低的主要原因。从我国居民财富配置结构变化的历史看，房地产占比同样表现为长期下降趋势，金融资产占比长期上升。但是2014年以后，再次通过刺激房地产稳定经济的政策，导致房价快速上涨，居民财富中的房地产占比再次呈现上升态势。2018年以来，在“房住不炒”政策的影响下，房地产在居民财富结构中的占比稳步下降。预计未来房地产调控的长效

机制将逐步落地，进一步弱化房地产的投资和投机属性。

由于无法满足居民家庭对财富保值增值和资产流动性的诉求，房地产投资的吸引力正快速下降。随着金融供给侧结构性改革深入推进，直接融资市场繁荣发展，金融资产占居民财富的比重将会上升。因此，居民财富逐步从房地产向金融资产转移仍是大势所趋。

## 全球财富管理行业最新趋势

发达国家的财富管理行业经过上百年的发展已趋于成熟。近年来随着全球经济问题的暴露、资本市场不确定性增加、金融创新和数字革命持续深入，海外的财富管理行业也呈现出新趋势。

多元化资产配置的重要性日益凸显。后疫情时代，全球资本市场的大幅波动成为常态，不同市场及不同资产之间的相关性显著增强，投资者对多元化资产配置更加关注。近年来，私募股权、商品、艺术品等另类投资获得投资管理人青睐，在全球资产管理规模中的比例不断上升。该类资产与传统资产的相关性不高，能够分散风险和享受流动性溢价。对于财富管理机构来说，多元化资产配置能力是其核心竞争力，另类资产投资服务成为主要收入来源。

行业规模集中度不断提升。头部大型机构在历史业绩、品牌渠道、成本控制等方面具有明显优势，在动荡环境中抵御风险的能力更强，并对中小型机构的生存空间形成了压制。因此，财富管理行业形成机构数量下降、规模向头部集中的竞争格局。以美国共同基金为例，其规模从2016年的16.35万亿美元增长至2021年的26.96万亿美元，但基金数量从9500余只降至不足8500只，并且80%以上的新增资金归于头部机构，进一步加大了机构的分化。

ESG投资理念蔚然成风。随着环境极端变化和全球治理问题凸显，在资产配置中纳入ESG因素，能更全面地评价投资收益的可持续性和社会影响，投资者在获取收益的同时也能够履行社会责任和实现社会价值。2021年，全球ESG基金规模已达2.74万亿美元，年增速为53%，特别是欧洲地区的项目和监管政策发展更加迅速。ESG投资不仅能有效规避政策风险和信息披露风险，还能取得较好的投资收益，过去五年，全球主要市场ESG指数均获得正的超额收益。

金融科技重构财富管理的发展路径。金融科技降低重复性工作的人员数量，



对机构和人员的专业服务升级提出了更高要求。智能投顾被客户广泛接受，头部机构设立智能投顾平台，根据客户特征和市场变化提供高效率、低门槛、低费率的资产配置建议。财富管理科技平台正快速转型升级，通过建立客户数据库，集成客户需求与市场动态数据，为财富管理业务提供高效的工作平台。技术应用还能降低成本、获得更多细分客户、降低产品起点资金，促进财富管理服务的普惠化和精细化。

## 我国财富管理行业发展趋势

财富管理行业规模将出现新一轮快速增长。一是经济高质量发展为居民财富增长提供坚实保障。经济的高质量发展需要匹配高质量金融服务，保障居民财富稳健增长。随着人均收入增长和居民金融素养不断提升，居民财富管理需求将迎来新的飞跃。二是居民财富从房地产向金融资产转移将提升财富管理规模。根据前述分析，我国居民对房地产和金融资产的配置“失衡”。居民多元化理财需求的增长，叠加房地产配置的吸引力下降，将促进居民配置更多的金融资产。三是财富管理普惠化促进客户数量和管理规模同步增长。共同富裕理念为财富管理赋予了新的时代内涵。财富管理正在转变服务理念，践行普惠金融和美好金融，从服务少数人转变为服务多数人，通过服务下沉满足更多普惠理财需求，同时更加注重财富的均衡分配。

竞争格局日趋激烈促使财富管理机构加快业务转型。资管新规出台后，银行、券商、信托等机构积极转型，公募牌照扩容，私募、外资和第三方机构异军突起，行业竞争日趋激烈。从整体上看，头部机构集中度不断提升，中小机构生存空间进一步缩小，被动选择特色发展路径。从行业看，银行份额仍占据主导地位，受资管新规影响较小的基金高速增长，信托、券商等通道业务急剧收缩。行业竞争倒逼各类机构加快转型：银行理财要尽快转变资产池运作模式，改造和压降现金管理类产品；财富管理业务重心要从产品经营向客户服务转变，借助母行销售渠道和银行账户优势夯实业务基础；券商、信托等机构需要适应买方投顾的业务模式，发挥投研和专业度优势，完善客户分层体系，将主动管理和较高的客户资产配置能力打造为核心优势。

财富管理产品及服务更加丰富和多元化。经济迈入高质量发展阶段，不同客户需要不同投资产品来分享新经济成果，新经济又催生新富裕人群，产生更多元

化的财富管理需求。在资金池被禁、非标产品受到限制、存量供给压缩的情况下，新的多元化、个性化需求叠加存量替代需求，要求金融机构必须加快产品创新，通过提供涵盖股债商汇、结构化、指数型、跨境等产品选择，完善不同风险偏好、久期和杠杆的产品体系，为客户提供综合化、个性化的需求解决方案。除获取收益以外，全生命周期的财富管理理念开始兴起，财富管理正逐步转变为涵盖投资咨询、税收筹划、养老投资等多样化的金融服务。随着社会财富初始累积完成及老龄化加快，特别是受疫情影响资产隔离、遗产规划、代际传承、慈善公益等财富保障和财富传承类需求快速上升。

居民财富配置结构中权益资产的比重将较快增长。一是间接融资无法充分覆盖科技创新的高风险，股权类的直接融资更有利于科技创新，多层次资本市场的发展和配套政策将引导更多居民财富向权益资产转移。二是经济增速和利率下行将抬升居民金融投资的风险偏好，存款和固收产品的回报降低，股票、基金等资产的长期吸引力上升。三是随着净值化波动和风险偏好概念被接受，过去仅关注低风险、稳定收益的客户开始接受多元化资产配置，考虑不同期限流动性和不同风险特征，通过“固收+”、基金、股票等产品组合进行资产配置。四是从国际经验看，权益市场优质标的和赚钱效应是驱动权益配置提升的核心，保险资金、养老金等中长期资金入市，将促进股票市场长期繁荣，吸引更多权益配置资金。

金融科技赋能财富管理行业转型升级。一是金融科技应用有利于财富管理普惠化、对长尾客户的深入挖掘、提升零散资金的服务质量、扩大客群覆盖的广度。二是通过大数据、AI等技术提高营销、运营、管理和效率，降低服务成本，拓宽资产的规模管理边界。三是加快内部的数据治理和系统互联，借助数据集市、智能投顾和量化模型等技术，优化资产配置决策，实现更精准的客户画像，提供差异化的解决方案。四是利用大数据、云计算等科技实时监测组合风险指标，提高投后管理能力，实现理财风险管理的事前预警和事中监控。

财商信息

## 共富时代：财富管理行业如何守正创新

连平<sup>1</sup>，刘涛<sup>2</sup>，张秉文<sup>2</sup>

(1. 植信投资 2. 植信投资研究院)

**【摘要】**党的二十大报告为我国财富管理行业未来发展指明了方向。伴随资管新规全面实施，中国财富管理行业在“守正”和“创新”的合力下稳步前行。中国正加快向“中等发达国家”迈进的步伐，在广大居民基本生活需求已得到满足的前提下，共同富裕理念将引导更多新增可支配收入转化为相应的财富管理需求，推动财富管理行业持续快速发展。本文从供给和需求两端论述了财富管理市场发展的动因，认为财富管理市场的发展将呈现八大趋势，包括养老金融产品将迎来新一轮发展热潮、财富管理中心建设吸引机构和人才集聚、管顾分离模式得到更多推广、家族信托和慈善信托业务加快发展等，为财富管理行业的创新发展提供了有价值的洞察。

**【关键词】**共同富裕；财富管理；养老金融；家族信托；资产配置

**【原文出处】**《新金融》，2022.(12)

(文中参考文献及注释详见原刊)

## 一、多元结构因素激发财富管理市场供需发展

近年来，围绕共同富裕、多层次资本市场体系、老龄化社会等发展目标和挑战，中国出台了一系列重大改革和金融开放政策，有助于促进财富管理行业中长期发展，有效提升了财富管理的需求和供给。与此同时，新冠疫情仍在全球肆虐，地缘政治冲突持续升级，海外通胀压力高位运行，美联储激进加息，由此带来的避险和抗通胀等短期财富管理需求也明显升温。

### (一) 共同富裕催生财富管理长期需求

共同富裕加快推进，普惠需求蓄势待发。共同富裕是社会主义的本质要求，是中国式现代化的重要特征。十九届五中全会将“全体人民共同富裕取得更为明显的实质性进展”作为远景目标正式提出。2021年5月，中共中央、国务院决定在浙江省建设中国首个“共同富裕示范区”，以浙江的先行探索经验为全国推动共同富裕探路。2021年7月和11月，浙江省先后发布《高质量发展建设共同富裕示范区实施方案（2021—2025年）》和《“扩中”“提低”行动方案（2021—2025年）》征求意见稿，明确提出“到2025年，推动中等收入群体规模倍

增，率先基本形成以中等收入群体为主体的橄榄型社会结构”。除浙江示范区外，全国范围内的共同富裕也提上日程。2021年8月，中央财经委员会第十次会议进一步提出了促进共同富裕的重点工作，构建初次分配、再分配、三次分配协调配套的基础性制度安排，形成以中等收入群体为主体的橄榄型社会结构。2022年2月，国家发改委披露，中央将加快推动出台《促进共同富裕行动纲要》，以缩小地区差距、城乡差距、收入差距和公共服务差距为主要方向。

中等收入群体不断壮大将带动财富管理需求迅速增长。以浙江省为例，到2025年浙江居民人均可支配收入将达到7.5万元，浙江家庭年均可支配收入10万—50万元群体比例要达到80%、20万—60万元群体比例要达到45%。据此测算，未来5年仅浙江就将新增超过4.5万亿元的财富管理需求，80%的家庭都将具备金融投资能力。由于全国“促富”行动纲要和“扩中”实施方案很有可能以浙江共同富裕示范区行动方案为蓝本，在充分总结和吸收浙江先行先试成功经验的基础上，推动全国范围内的普遍“扩中”“提低”。若以浙江的共同富裕标准为参照，未来10年全国将至少新增300万亿元的财富管理需求。反过来看，做好财富管理也是加快实现共同富裕的重要抓手。中共中央、国务院《关于支持浙江高质量发展建设共同富裕示范区的意见》中提出，“拓宽城乡居民财产性收入渠道”“丰富居民可投资金融产品”。而浙江省《“扩中”“提低”行动方案（2021—2025年）》征求意见稿中也将“全面拓宽增加城乡居民财产性收入渠道，规范发展财富管理行业”“增加居民理财收入”作为“扩中”“提低”的重要实施路径之一。具体而言，就是要鼓励发展固收、权益、股权等投资工具，增加居民的财产性收入。

房产投资空间受限，金融投资需求广阔。党中央和国务院一再强调“房子是用来住的、不是用来炒的”定位。但“房住不炒”不等于否定居民合理的购房需求、抑制房地产行业的正常发展，而是要在“房住不炒”基本定位的前提下，引导居民理性购房，促进房地产市场长期健康发展。2021年9月，央行明确提出“要维护房地产市场的健康发展”。2021年12月，中央经济工作会议定调“支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展”。进入2022年以来，国内多个城市推出了支持满足居民合理住房需求的措施。

中长期来看，中国房地产市场仍具有一定的结构性投资价值。但应当看到，在“房住不炒”的政策导向之下，房地产市场未来更多着力解决的是“刚需”和“改善型”居住需求，整体上并不具备很大的投资空间，未来全国房地产市场将

有更多资金流向金融市场，流向权益、股权等资产。2020年4月，央行发布的数据表明，金融资产占家庭总资产比例仅为20.4%；而在金融资产中，股票和基金也仅分别占6.4%、3.5%。与美国居民家庭持有股票资产占金融资产35%的比例相比，中国居民家庭股票直接及间接投资的比例仍非常低。从中央酝酿出台房地产税、大力发展直接融资市场等一系列举措来看，就是要改变中国家庭房地产投资比重过高、金融资产投资比重过低的失衡局面。与此同时，在房地产相关领域，优质房企股票及债券、公募REITs、地产基金等金融资产在2022年及未来也将逐渐体现其配置价值。

银发社会带来挑战，养老金融需求迫切。人口老龄化已成为当今全球普遍趋势。与其他国家相比，中国的老龄化现象又有三个鲜明特征：一是老龄化尚处于爬坡阶段。整体上看，中国老龄化尚处于爬坡阶段，即老龄化第一阶段（老龄化社会）向第二阶段（深度老龄化社会）过渡期，远未到达顶峰。二是中国老龄人口规模世界第一。中国老龄人口的规模之大，世界前所未有的。截至2021年末，中国60岁以上的人口达到2.6亿人，65岁以上的人口接近2亿人。当然，这与中国庞大的人口基数有很大关系。三是中国老龄化发展速度远快于世界。1990年，中国65岁及以上人口比例还仅有5.3%；2000年前后，65岁及以上人口比例达到7%，中国正式进入老龄化社会；2021年，该比例进一步升至14.2%。与全球平均每十年提升1个百分点的速度相比，中国平均每十年就提升2.1个百分点，速度快了一倍多。根据联合国预测，2025年前后，中国人口老龄化比例将超过15%，从“老龄化社会”迈入“深度老龄化社会”；2035年前后，中国人口老龄化比例可能超过20%，进一步升级为“超老龄化社会”；2060年前后，中国人口老龄化比例或将达到30%，届时全国有将近三分之一的人口超过65岁。

随着中国老年人口数量日益增长，加上人口寿命不断延长，老年人群对财富管理的需求十分迫切。目前，中国养老金融体系三支柱发展并不均衡：第一支柱基本养老保险“一枝独大”；第二支柱，包括企业年金、职业年金，覆盖有限；以商业养老为代表的第三支柱刚刚起步。2021年11月，中共中央、国务院明确提出“实施积极应对人口老龄化国家战略”“完善多层次养老保障体系”。在具体的政策实施层面，2021年9月，银保监会决定开展“四地四机构”养老理财产品试点。2022年2月，养老理财产品试点范围进一步扩展为“十地十机构”。2022年4月，国务院办公厅发文促进和规范发展第三支柱养老保险，推动个人养老金发展。2022年5月，为进一步丰富第三支柱养老金融产品供给，银保监会、央行研究推出特定养老储蓄业务试点，初步拟定由工行、农行、中行、建行四家大型银行在部分城市开展试点；与此同时，将力争尽快由部分养老保险公司开展

试点具有鲜明养老属性的商业养老金管理业务，为个人提供养老财务规划和长期资金管理服务。这些政策措施落地后，将更好地促进养老金融供需适配。

国际地位显著提升，人民币资产需求看涨。2021年以来，人民币在支付、储备等方面的国际地位明显增强。2021年12月，环球银行金融电信协会（SWIFT）公布的数据显示，人民币在国际支付中的份额占比首次超越日元，位列全球第四。2021年四季度，IMF发布的“官方外汇储备货币构成（COFER）”数据显示，人民币在全球外汇储备货币中占比为2.79%，连续第八个季度增长，为有史以来的最高水平，维持全球第五大储备货币地位。美元份额则下降至58.81%的历史最低。2022年5月，IMF执董会完成了五年一次的特别提款权（SDR）定值审查，调整了SDR货币权重，将人民币权重由10.92%上调至12.28%，升幅为1.36个百分点；将美元权重由41.73%上调至43.38%；分别调低欧元、日元和英镑权重。

根据央行统计，2021年境外机构和个人增持境内股票5354.34亿元，为境外投资者连续第3年增持境内股票；增持境内债券7553.76亿元，是自2014年以来境外投资者连续第8年增持境内债券。截至2021年末，境外投资者持有的股票、债券总规模均达4万亿元左右。进入2022年后，在全球地缘政治风险持续上升和人民币阶段性升值背景下，境外投资者，尤其是海外大型资管机构对人民币资产的信心和需求进一步增长。2022年5月，央行表示将进一步简化境外投资者进入中国市场投资的程序，丰富可投资的资产种类，不断提升投资中国市场的便利性，为境外投资者和国际机构投资中国市场创造更有利的环境，未来人民币资产将长期看好。

## （二）外部环境变化活跃财富管理短期需求

新冠疫情反复冲击，财富版图加速位移。当前全球新冠疫情仍处于大流行状态。从2021年初的德尔塔病毒株到2022年上半年的奥密克戎病毒株，持续重创全球多国（地区）。2022年上半年，全球经历第四波新冠疫情。从趋势上看，尽管病毒的严重程度有所弱化，但由于传染性进一步增强，导致全球死亡人数持续大幅增加。根据世卫组织（WHO）统计，截至2022年6月末，全球累计确诊病例超过5.43亿例，累计死亡病例超过633万人。

由于各国对疫情管控的能力不同，导致经济增长出现分化，在国家之间加剧了财富流动。2020年，中国率先从疫情中恢复，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家；2021年，中国经济增速继续领跑，国内生产总值（GDP）增加

了3万亿美元,相当于一些中等规模发达国家当年的经济总量。从微观主体来看,2021年,中国居民人均可支配收入35128元,比上年名义增长9.1%。其中,全国居民人均工资性收入19629元,增长9.6%,占可支配收入的比重为55.9%,较2020年上升0.22个百分点;全国居民人均财产净收入3076元,增长10.2%,占可支配收入的比重为8.76%,较2020年上升0.09个百分点。

地缘冲突急剧升级,财富避险需求走强。2021年以来,欧亚地缘政治风险迅速抬升。2022年2月,乌克兰危机爆发,俄罗斯遭到美欧西方国家集体制裁,引起全球金融市场剧烈波动,欧美和新兴市场股市大幅下挫,原油、天然气、小麦、矿产品等大宗商品价格应声上涨。乌克兰危机短期内不会结束,国际避险需求仍会处在较高水平。

受其影响,全球投资者风险偏好下降,避险情绪显著上升。流入黄金、美元资产、人民币国债等避险资产的资金规模大幅增长。地缘政治因素的阶段性变化较大,黄金、美国国债等全球避险资产以美元计价,美元汇率的变化对相关资产也有较大影响。以黄金为例,2021年四季度以来,黄金投资需求一路走高,2022年3月金价一度触及历史次高点2070美元/盎司。但在此之后,随着美联储加息预期不断增强,强势美元令黄金承压,金价开始逐步回落。面对上述情况和变化,投资者仅靠个人的知识储备和金融素养已不足以有效应对。因此,财富管理市场上跨境、跨资产、跨市场的专业性资产配置需求显著增强。

全球物价持续上行,抗击通胀需求升温。美欧长期低利率政策环境和疫情阶段性回落刺激了经济快速扩张和总需求上升,加之疫情暴发后全球供应链被打乱,地缘政治危机和自然灾害进一步推波助澜,全球小麦、石油、天然气等基本生产生活资料价格迅速攀升。截至2022年8月,美国消费者价格指数(CPI)同比上涨8.3%,扣除能源和食品的核心CPI上涨6.3%,通胀形势依然严峻。2022年7月,IMF预计,2022年发达经济体平均通胀水平将达到6.6%,新兴市场和发展中国家将达到9.5%,均创下历史新高。

2021年以来,面对美欧央行政策和高通胀的双重风险,全球投资者纷纷提前布局,资金大幅流入通胀挂钩债券、大宗商品基金、黄金等抗通胀资产,建立防御性仓位。与美欧等发达经济体相比,中国物价上行动能暂时虽不明显,但在全球通胀加速上行的大环境中,预期传导也不可避免地会被强化。近年来国内越来越多的投资者拥有海外资产或进行了全球资产配置,这部分人群对于抗通胀财富管理的需求也更为迫切。

### （三）金融改革开放增强财富管理供给能力

资本市场改革深化，权益资产供给多元。2021年4月，深交所主板与中小板正式合并，深交所形成了“主板+创业板”的新市场格局，定位愈加清晰，功能更加完善。2021年6月，沪深交易所首批公募基础设施REITs上市交易，国内基础设施直接融资迎来重要里程碑。2021年11月，为深化新三板改革，国内第一家公司制证券交易所——北京证券交易所挂牌成立，重点支持专精特新“小巨人”企业。2021年中央经济工作会议和2022年全国两会提出“全面实行股票发行注册制”目标，中国资本市场最大的制度改革步入全面落地的新阶段。上述一系列资本市场重要改革措施出台，对于提高上市公司质量，完善多层次资本市场体系，优化市场生态，促进市场化资源配置，进一步激发市场创新活力具有重要意义。目前，沪深主板、科创板、创业板、北交所及区域性股权交易市场等多层次资本市场之间形成了错位发展格局，不断增强服务合力，补齐实体企业直接融资短板。

政策引导内地和香港金融市场的双向开放、融合进一步深化，财富管理产品和服务体系日趋丰富和完善。一方面，银行理财引领粤港澳大湾区“跨境理财通”业务布局，交易规模有望不断扩大。自2021年10月首批20家银行完成试点业务的报备以来，试点银行数量再度扩容至28家，已覆盖国有、股份制、外资、城商及农商银行。截至2022年5月，粤港澳大湾区参与“跨境理财通”个人投资者合计29189人，业务金额10.27亿元，较2021年底分别增长34%和111%。另一方面，2022年4月，证监会发文支持优质境外金融机构设立基金管理公司或扩大持股比例，国际资管有望加快对国内市场布局，持续丰富国内理财市场的产品与服务供给，提高资管行业的整体竞争力。此外，2022年5月ETF被纳入互联互通机制，随着内地与香港基金互认业务的推进，更多的公募基金、证券公司等符合条件的ETF基金产品有望被纳入互联互通标的，从而为投资者提供更加丰富多元的跨境理财渠道和交易品种。

## 二、财富管理行业呈现八大发展趋势

当前，财富管理行业面临更多挑战，但也蕴藏机遇。海外政治经济环境风云变幻，全球资本市场波动风险加剧，对财富管理行业投资者服务和投资者教育等方面都形成挑战。区域性财富管理中心建设、养老金融、跨境资产配置等新政都有利于夯实行业发展基础，促进行业发展。行业主体也在积极以创新求发展，强化投研、风控体系建设，创新和提升科技力量，发展家族传承和慈善公益等非金



融服务。在经济高质量发展阶段，财富管理行业将在共同富裕的新征程上展现出更多新的发展亮点。

### （一）积极推动共同富裕目标落地

共同富裕目标提出得到了财富管理机构的纷纷响应，未来一个时期行业将积极推动该目标的落地。各类财富管理机构将从产品、服务、资金投向和准入门槛等方面自发进行多领域、多模式的创新实践。有头部证券公司明确提出“提升广大中小投资者的获得感”“当好乡村振兴和公益慈善的践行者”等举措。有的银行理财公司推出“同富”系列慈善理财产品，以及“乡村振兴、共同富裕”理财产品等。传统的家族信托委托资产规模门槛高达1000万元，通常只有高净值或超高净值人群方能问津。2022年，一些信托公司探索推出普惠型的“家庭信托”，起步门槛仅需100万元，且可通过期缴的方式实现，大大降低了信托账户的设立门槛。政府、监管部门和行业自律组织也在积极推动、引导财富管理机构形成供给合力。例如，2022年6月，中国信托业协会启动了信托业助力共同富裕的模式与路径的专题研究课题，旨在加强信托业助力共同富裕的理论探索与实践。为加快支持浙江共同富裕示范区开展先行探索，2022年3月，央行、银保监会、证监会等部门联合浙江省政府出台了金融支持浙江高质量发展建设的意见，浙江省内多家银行、证券公司等金融机构出台了支持共同富裕示范区建设的举措，展现出各类财富管理机构在监管指导下助力共同富裕加快落地的决心和作为。

### （二）养老金融产品将迎来新一轮发展热潮

在监管的规范引导和积极推动下，未来3—5年各类养老金融产品有望迎来蓬勃发展。在银行理财方面，自2021年底首批养老理财产品开始募集以来，养老理财产品已进入常态化发行阶段。其中，首批试点的多家理财公司发行了多只养老理财产品；第二批试点理财公司也即将发行产品。截至2022年6月，全市场存续的养老理财产品已达22只。在公募基金方面，2022年开始，监管不但将积极参与各类养老基金投资运营管理政策设计，同时还将支持优秀基金管理人参与养老金管理，鼓励其开发适配个人养老金长期投资的基金产品。结合2022年上半年发行情况和监管导向来看，2022年中长期限（3—5年）的养老FOF基金发行数量和规模将明显增长。在保险方面，鉴于监管已批准自2022年3月1日起专属商业养老保险试点范围扩大，加之2022年4月国办印发了《关于推动个人养老金发展的意见》，预计2022年专属商业养老保险、养老年金保险等产品将

保持较好的发展势头。值得一提的是，2022年3月，国民养老保险公司正式获批开业后，很快推出了“国民美好生活养老年金保险”等产品。考虑到国民养老保险公司拥有多家大中型银行、证券公司、保险公司的发起方背景，其产品分销能力和市场影响力将远超一般保险机构。此外，在信托方面，通过银信合作，2022年也很可能会诞生一批“养老保障信托”创新产品。

### （三）投资者权益保护和投资者教育日益受到重视

资管产品净值化转型叠加资本市场短期波动加剧，使得全面加强投资者教育和投资者保护成为财富管理机构未来一个时期的重点工作之一。由于2022年以来许多金融投资产品出现较大幅度的回撤，一向稳健的银行理财产品也出现了短期“破净”的情况。为稳定投资者的信心，并保护投资者的权益，监管部门多次向市场宣导正确的风险理念。在监管部门的指引下，财富管理机构更加注重对投资者利益的保护。2022年3月，基金业协会以线上线下相结合的方式召开了2022年度“一司一省一高校”投教活动启动会。协会鼓励各机构积极探索创新投教工作方式，并通过丰富多彩、贴近大众的形式传播科学的投资理财知识。在此影响下，许多基金公司举办了形式丰富的投教活动，引导投资者树立正确的投资理财理念，保护自身合法权益。2022年3月，按照银保监会的统一部署，多家保险机构举办了投资者权益保护、教育宣传活动，旨在全面提升消费者权益保护水平，扩大消费者权益保护教育的普及面。在监管部门的指引下，将有更多保险机构加入到投资者权益保护、教育的队伍中来。

### （四）财富管理中心建设吸引机构和人才集聚

国内财富管理中心建设加快推进将是值得关注的重要趋势。2022年5月，北京市发布《关于推进北京全球财富管理中心建设的意见》，提出到2025年，基本建成国际影响力较大的全球财富管理中心。2022年8月，深圳市发布《关于加快建设国际财富管理中心的意见（公开征求意见稿）》，提出到2025年，银行、证券、保险、基金、信托等财富管理总规模达30万亿元以上，吸引、培育具有较强影响力的财富管理机构不少于100家，注册的QFLP、QDIE、WFOE PF M试点机构不少于300家。2022年1月，上海表示将进一步提升全球资产管理中心建设的能级。此外，青岛、广州、成都和重庆等地近年来也出台了打造财富管理金融综合改革试验区或区域性财富中心的政策目标。根据规划，到2023年北京市将培育一批优质财富管理机构 and 人才，财富管理产品类型不断丰富，财富管

理服务能力持续优化。相信其中不少成果在2022年就将初见成效。上海也提出将大力支持各类资产管理机构及其专业子公司落地，在人才落户、住房等方面给予更大便利。2022年3月，上海陆家嘴金融城与国际信托与资产规划学会（STEP）签署战略合作备忘录，就加强行业交流、助力中国财富信托与规划机构和从业人员的专业水平提升等达成一致。2022年，预计国内外更多业内领先的财富管理机构和专业人才将加快向京、沪等核心城市集聚。展望未来，国内将形成由北京、上海、粤港澳大湾区三大高能级、强辐射的财富管理高地和青岛、成渝、杭州等区域性或特色化财富管理中心构成的中国财富管理市场。

### （五）营销与服务“线上+线下”更加普及

未来财富管理行业“线上线下”业务一体化将更加普及。一方面，疫情之下，线下网点营业受到一定限制，不少财富管理机构相继升级完善线上“云理财”平台，加大理财产品的线上推广宣传力度。2022年6月，有的国有银行公告将对线上平台相关业务进行整合升级，并计划以手机银行作为面向C端用户的线上主入口，为客户提供一站式全方位“金融+非金融”服务，更好地满足客户对线上金融服务专业化、综合化、场景化、便捷化的需求。另一方面，银行、证券公司等财富管理机构纷纷推动数字化转型，上线财富开放平台，与资管机构共建财富管理开放生态。有的商业银行发力构建“财富开放平台”，一端连接全市场优秀的资管机构和产品，形成完善的财富管理生态循环，另一端则连接个人客户，以“去中心化”的模式让客户同时享受银行和优秀资管机构的专业服务。2022年，一些头部证券公司也相继上线财富开放平台，并邀请资管机构入驻共建财富管理生态，为客户提供线上线下一体化的“产品超市”和“服务聚合”。此外，公募基金等财富管理机构探索“内容视频化、私域流量、线上IP打造”等模式，将理财产品营销与互联网直播结合，并尝试通过制作投资科普小视频等形式，开展线上投资者教育，在满足疫情期间客户购买理财产品需要的同时，丰富客户的金融和理财知识，为经营受限网点拓宽了营销渠道的同时增加客户黏性。

### （六）管顾分离模式得到更多推广

“管顾分离”即资产管理业务和投资顾问业务作为相互独立的公司实体运营，而非同一公司内部的不同部门运营。这一趋势在近几年已经开始形成。在监管政策的推动下未来将实现加速发展，有望形成全行业范围的运作模式。2022年4月，证监会发布了《关于加快推进公募基金行业高质量发展的意见》，适度放宽

同一主体下公募牌照数量限制，支持证券资管子公司、保险资管公司、银行理财公司等专业资产管理机构依法申请公募基金牌照，从事公募基金管理业务。5月证监会又发布了《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法》，对证券资管、保险资管和银行理财公司设立公募基金公司做出了具体规定。这就为证券公司和保险资管独立公募资管部门扫清了障碍。随着越来越多的机构开始设立独立资产管理部，未来银行、保险、证券、第三方财富管理等类型机构将形成和巩固母公司运营投顾服务业务、子公司独立运作资产管理业务的模式。投顾服务将更加以客户为重心，避免受到强势资产管理部掣肘，从根本上扭转行业“销售导向”的市场形象。

### （七）家族信托和慈善信托业务加快发展

信托投资在财富保值增值方面的独特作用越来越受到投资者重视。随着高净值人群对代际传承的需求的持续增长，财富管理机构预计将加快家族信托、慈善信托业务发展。作为信托本源业务之一，慈善信托将成为信托行业转型的重要方向。目前超九成的信托公司设立了慈善信托，涉及三农、环保、扶贫、助老助残、教育、医疗等多个公益领域。银行、证券等联合信托公司也在推动家族信托业务发展。2022年，有的私人银行引入合作信托和保险公司，推出集“家族信托、人身保险、养老理财、养老增值服务”四大功能于一身的“养老保障特殊目的家族信托”，由合作方组织资源，向客户提供衣食住行、老有所医、老有所学等增值权益，并发挥家族信托“财产独立性”特有优势，保障资金安全，为老龄客户提供个性化的金融服务。而部分头部证券公司也相继发力高净值财富市场，与信托公司合作推出家族信托服务，帮助客户实现资产传承、风险隔离、资产保值等需求挖掘。主流的第三方财富管理机构通过“旗下家族办公室搭建服务架构，再由合作信托机构执行”的模式打造家族信托业务差异化竞争力。泓湖百世全球家族办公室就独创了股权传承、境内外一体化、家族治理“三位一体”的业务模式和“百年自动驾驶”家族传承服务体系，帮助客户低成本地解决传承中的税收障碍，实现家族财富的境内外一体化安排及解决二代培养、公益慈善、资产配置等家族事务治理，为各种极端情况下的家族事务管理做好预案与应变机制，确保客户的家族资产安全稳健地增长。

### （八）加大以资产配置为核心的投研能力建设

各类机构正在以资产配置研究为核心助力服务驱动模式转型。首先，针对个人投资者的零售渠道出现了明显的存量管理趋势。基金业协会数据显示，排名前100的基金销售机构截至2021年底股票+混合公募基金保有规模共计6.46万亿元；非货币市场公募基金（包含债券和其他类型）保有规模总计8.33万亿元，已超过市场同类基金规模的50%。不断增长的长期配置资产规模让财富管理机构有了通过存量资产实现长期持续盈利的“底气”，将推动各类机构持续向以服务存量客户为主的经营模式转型。

其次，资产配置将成为服务模式运转的核心。理财产品数量日益增多、种类愈加丰富，投资者选择合适产品的难度逐渐加大，市场对理财服务的渴求日渐浓郁。同时“黑天鹅”事件增多、大类资产轮动加速、市场瞬息万变，投资者对合理配置资产组合的需求显著提升。因此很多机构都在加大研究投入提升资产配置能力。不同类型的财富管理机构由于业务种类不同，在研究方面的侧重也有所不同。未来会有更多机构加大对资产配置研究的投入，各类机构预计将遵循以下路径开展资产配置研究：先是通过宏观经济和政策研判，从战略上“自上而下”指导资产配置；然后是充实各资产类别的研究力量，制定战术层面的配置策略。

最后，对自身行业特点、机构战略定位等方面的研究也是应对不确定性的重要武器。财富管理行业是一个业务综合性较强的行业，涉及合规风控、资产管理、产品销售、投资者教育等一系列内容，而且随着我国居民财富水平不断提高，在客户需求等方面也在不断出现新的趋势。不仅要行业未来的发展趋势有科学的、前瞻性的判断，而且还要对机构自身的特点和竞争优势有清醒的认识。这样有利于把好战略方向，运用科学合理的策略，在不确定的环境中觅得先机。

财商信息

## 绿色金融

### 绿色金融政策促进企业绿色创新吗——来自绿色金融改革创新试验区的证据

祁怀锦<sup>1</sup>，刘斯琴<sup>2</sup>

(1. 中央财经大学会计学院 2. 内蒙古大学经济管理学院)

**【摘要】**借助 2017 年开始设立的绿色金融改革创新试验区为准自然实验,利用 2014—2020 年我国沪深 A 股重污染行业上市公司的绿色专利数据,运用双重差分法探讨绿色金融试点政策对企业绿色创新的影响。研究发现:绿色金融试点政策有利于提高企业绿色创新活跃度,对于污染排放强度较高的企业,该政策的绿色创新激励作用更为明显;企业声誉风险和融资便利性是该政策提高企业绿色创新活跃度的两个重要渠道;并且上述结论在非国有企业、外部融资依赖度较高以及环境规制较弱的样本中更为显著。研究结论不仅为绿色金融试点政策的实施效果提供了经验证据,还对完善绿色金融体系以及复制和推广绿色金融改革创新试验区具有实践意义。

**【关键词】**绿色金融; 绿色创新; 声誉风险; 融资便利性; 双重差分法

**【原文出处】**《当代财经》, 2023.(03)

**【基金资助】**财政部会计名家培养工程项目(财政部文件财会[2017] 26 号);教育部人文社会科学研究规划基金项目“大股东股权质押的行为、动机与风险研究”(19YJA790068)

(文中参考文献及注释详见原刊)

## 一、引言

2015 年 9 月,中共中央、国务院印发《生态文明体制改革总体方案》,首次提出建立绿色金融体系战略。随后,李克强总理在 2016 年和 2017 年的《政府工作报告》中均强调“抓好金融体制改革,大力发展绿色金融”,并提出发展绿色金融对我国经济调结构、转方式、促进生态文明建设具有重要意义。2016 年,中国人民银行和财政部等七部委共同发布《关于构建绿色金融体系的指导意见》,提出构建绿色金融体系的主要目的是动员和激励更多社会资本投入绿色产业,使绿色经济能够得到有效的金融支持,实现可持续健康发展目标。2017 年,国务院常务会议决定,在浙江、江西、广东、贵州、新疆和甘肃省建设各有侧重、各具特色的绿色金融改革创新试验区,这是我国金融改革的一个重要标杆,也是区域发展模式的一种全新探索。据统计,截至 2020 年底,在试验区中,绿色贷款余额已经达到 2368.3 亿元,占全部贷款余额的 15.1%,比全国平均水平高出 4.3

个百分点,绿色债券余额达到1350亿元,同比增长66%,说明试验区建设在绿色信贷和绿色债券方面得到了快速发展,并且为微观企业的绿色技术创新和绿色转型升级提供了重要的融资渠道。那么,建立绿色金融改革创新试验区(以下简称“绿色金融试点政策”)的实施能否为微观企业提供多元化的绿色资金融资渠道、激发绿色创新积极性,从而提高企业绿色创新活跃度呢?目前,关于绿色金融试点政策效果方面的研究尚处于起步阶段,缺乏从绿色创新角度考察绿色金融试点政策对微观企业绿色转型的影响研究。

基于此,本文以绿色金融试点政策作为准自然实验,运用双重差分法,检验其对微观企业绿色创新的影响及作用机理。本文的贡献在于:首先,从绿色创新的视角检验绿色金融试点政策对微观企业绿色创新的影响,评估了绿色金融改革政策的有效性,为进一步完善和复制推广绿色金融改革创新试验区提供了理论支撑。其次,打开了绿色金融政策提高企业绿色创新的“黑箱”,证明拓宽绿色资金的融资渠道和建立完善的企业环境责任信息披露机制是绿色金融试点政策促使企业绿色转型的重要渠道。最后,不仅丰富了绿色创新影响因素的相关研究,还为提高企业绿色创新提供了新的视角,尤其对促使污染排放度较高的企业绿色转型具有重要的现实意义。与传统的环境规制手段相比(Jaffe和Palmer,1997;齐绍洲等,2018;李青原和肖泽华,2020),绿色金融试点政策的特色在于借助市场化手段,通过金融资源的有效配置,鼓励更多的社会资本投向绿色领域,成为激发污染企业绿色创新的有效手段<sup>[1,2,3]</sup>。

## 二、理论分析与研究假设

为了进一步推进绿色金融发展,2017年开始国务院在六个省(区)建立绿色金融改革创新试验区。试验区的主要任务在于构建绿色金融组织体系,发展绿色信贷、绿色债券以及绿色保险等多元化融资工具,拓宽绿色产业融资渠道,构建完善的绿色产业改造升级的金融服务机制。绿色金融试点政策的目的在于通过拓宽绿色资金的融资渠道、建立完善的企业环境责任信息披露机制、引导社会资本积极参与绿色项目投资,最终达到提高试验区绿色产业发展壮大以及传统产业绿色改造升级,优化资源利用效率,促进企业高质量发展的目标。

本文从以下两个方面剖析绿色金融试点政策对企业绿色创新的影响。第一,根据信息不对称理论,完善的绿色信用体系和信贷政策评价机制有利于激发企业绿色技术创新动机。具体来看,在试验区内建立绿色金融全链条的环境信息披露

机制和绿色信贷评价机制,一方面,将企业绿色信息、环境违法事件以及环境污染责任险的参保情况纳入全国信用信息共享平台和企业征信系统,能够缓解公司内部与外部利益相关者之间的信息不对称(曹越等,2020),从而吸引更多社会资金投入绿色项目,并且有利于公众发挥外部监督职能,加大企业面临的声誉风险,促使企业提高环境表现(王云等,2017)<sup>[4,5]</sup>。另一方面,将企业环境绩效与信贷政策评价机制相联系,将绿色标准嵌入信贷调查审查环节,通过“区别对待”的信贷政策抑制高污染企业的信贷需求和提高债务融资成本的手段制约盲目扩张(Wang等,2020;宁金辉,2022),为绿色企业开辟绿色通道,重点满足节能环保和绿色技术项目的资金需求,提高企业环境绩效(苏冬蔚和连莉莉,2018;王馨和王营,2021)<sup>[6,7,8,9]</sup>。在此背景下,如果企业污染排放超标或发生环境污染等环境违法违规事件,将被列入该区域的环保“黑名单”,向资本市场传递“利空消息”,这不仅损害企业的声誉和价值(Klassen和McLaughlin,1996;沈红波等,2012)、降低投资者对企业可持续发展潜力的认可度、提高企业获得信贷的壁垒、降低贷款授信额度,还会影响管理层的职业发展<sup>[10,11]</sup>。相反,公司良好的环境表现能够有效地提高上市公司价值(Wahba,2008)、获得更多信贷资源和较低融资成本(吴虹仪和殷德生,2021)<sup>[12,13]</sup>。因此,面临严格的环境信息披露机制和外部监督机制,管理层将出于预防性动机,积极淘汰落后产能,通过购置节能减排设备或技术改造,积极引导公司进行绿色技术创新,减少污染排放,减轻生产和运营活动造成的社会负外部性。

第二,绿色金融试点政策为绿色产业发展和传统企业的技术改造提供了多元化的绿色资金融资渠道,提高了融资便利性,有利于促进企业绿色技术创新活动。绿色创新是兼有经济效益和环境效益双重贡献的特殊投资活动(Allen和Yago,2011;Saunila等,2017)<sup>[14,15]</sup>。从长期来看,有利于提高企业能源利用效率、建立节能减排长效机制、提升企业可持续发展能力(Chen等,2006;Küçükoglu和Pinar,2015;蔡海静等,2019;王馨和王营,2021),但在短期内,需要投入高额的研发资金、投资周期较长,面临较高的不确定性,从而导致企业在绿色技术创新投入方面积极性不够<sup>[9,16,17,18]</sup>。绿色金融改革创新试验区实施方案规定,在试验区内要建立良好的绿色产业融资渠道,积极引导社会资源流向绿色行业,通过绿色信贷、绿色债券、绿色股票指数、绿色发展基金、绿色保险以及在区域性股权市场进行股权质押融资等多元化的融资渠道,为绿色企业开辟绿色通道,提高企业绿色资金可获得性,为绿色企业提供全链条式金融服务,鼓励重点投向绿色产业和技术改造的项目,为企业绿色技术创新和传统产业绿色化改造项目提



供充足的资金支持,引导各种类型的社会资金进入绿色金融市场,有效地缓解融资约束问题,提高绿色企业的融资便利性,优化债务结构(苏冬蔚和连莉莉,2018;牛海鹏等,2020;王修华等,2021)[<sup>18,19,20</sup>]。因此,绿色金融试点政策的多元化融资渠道为企业绿色技术创新活动提供了融资便利性,从而激发企业绿色技术创新积极性,达到业务发展与环境保护的共赢目标。基于以上分析,本文提出如下研究假设:

假设 1: 在其他条件不变的情况下,绿色金融试点政策有利于提高企业绿色创新活跃度。

### 三、研究设计

#### (一) 数据来源

本文选取 2014—2020 年沪深 A 股重污染行业上市公司为初始样本。2017 年开始,国务院分两批在六省九区建设绿色金融改革创新试验区。其中,第一批为 2017 年在浙江、江西、广东、贵州和新疆 5 省(区);第二批为 2019 年 12 月在甘肃省兰州新区建设绿色金融改革创新试验区。借鉴曹越等(2020),将采矿业、制造业以及电力、热力、燃气及水生产和供应业作为重污染行业,这也是绿色金融试点政策重点关注对象<sup>[4]</sup>。绿色专利数据来自中华人民共和国知识产权局。根据世界知识产权组织(WIPO)推出的“国际专利分类绿色清单”检索工具,依据《联合国气候变化框架公约》对绿色专利检索条目的分类,手工检索环境友好型技术相关专利以识别和计算企业绿色专利数。剔除 ST、PT 以及数据缺失的观测值,最终得到 12975 个有效观测值。上市公司财务数据来源于 CSMAR 数据库。对主要连续型变量在上下 1%处进行缩尾处理。

#### (二) 变量定义与模型设定

绿色金融试点政策只是在部分省(区)设立,而且试验区的设立属于外生于经济系统的准自然试验,满足外生性条件。因此,为了检验研究假设 1,本文构建如下双重差分回归模型:

$$Gp_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 treat_{i,t} \times post_{i,t} + \alpha_2 treat_{i,t} + \alpha_3 post_{i,t} + \sum_i \alpha_i controls_{i,t} + \gamma_i + \mu_t + \varepsilon_1 \quad (1)$$

本文以绿色金融改革创新试验区省份划分实验组和控制组,如果企业注册地所在省份属于绿色金融改革创新试验地区,  $treat$  取值为 1, 否则为 0;  $post$  为政策

实施的时间虚拟变量，样本期内所属省份成为试验区当年及以后的年份取值为1，否则为0。企业绿色创新的度量借鉴齐绍洲等（2018）的研究，根据世界知识产权组织推出的“国际专利分类绿色清单”检索工具识别上市公司绿色专利，以当年发生的绿色专利申请数量衡量企业绿色创新（Gp）<sup>[2]</sup>。借鉴齐绍洲等（2018），在模型中控制一系列公司层面特征，包括公司规模（size，资产总额取自然对数）、财务杠杆（lev，资产负债比）、盈利能力（roa，净利润除以总资产平均余额）、员工数量（et，企业员工数量取自然对数）、成长性（growth，销售收入增长率）、两职合一（dual，董事长和总经理是否两职合一）、股权集中度（top1，第一大股东持股比例）、董事结构（board，独立董事人数在董事会总人数占比）、经营活动净现金流（cfo，经营活动净现金流除以总资产）和所有权性质（soe，实际控制人性质）等变量<sup>[2]</sup>。在模型（1）中  $\gamma_i$  表示公司个体固定效应， $\mu_t$  表示年份固定效应， $\varepsilon_i$  表示模型残差项。

### （三）描述性统计

表1报告了主要变量的描述性结果。从绿色专利的申请数量来看，均值为0.565，最小值为0，最大值为4.248，表明样本企业绿色创新整体水平较低，不同企业的绿色创新水平存在较大差异。样本企业的资产规模均值为22.39，标准差为1.276；财务杠杆均值为0.435，标准差为0.200；盈利能力均值为0.042，标准差为0.066；所有权性质均值为0.341，表明约三分之一的样本属于国有企业。

表1 描述性统计

变量	样本数	均值	标准差	最小值	1/4	中位数	3/4	最大值
<i>Gp</i>	12975	0.565	0.980	0	0	0	0.693	4.248
<i>treat</i>	12975	0.284	0.451	0	0	0	1	1
<i>post</i>	12975	0.606	0.489	0	0	1	1	1
<i>size</i>	12975	22.39	1.276	20.01	21.49	22.23	23.11	26.18
<i>lev</i>	12975	0.435	0.200	0.063	0.276	0.430	0.584	0.908
<i>roa</i>	12975	0.042	0.066	-0.197	0.012	0.036	0.071	0.267
<i>dual</i>	12975	0.252	0.434	0	0	0	1	1
<i>et</i>	12975	7.866	1.231	5.037	7.032	7.777	8.616	11.18
<i>soe</i>	12975	0.341	0.474	0	0	0	1	1
<i>growth</i>	12975	0.149	0.410	-0.540	-0.039	0.083	0.233	2.607
<i>board</i>	12975	2.124	0.197	1.099	1.946	2.197	2.197	2.996
<i>cfo</i>	12975	0.049	0.064	-0.129	0.011	0.047	0.086	0.238
<i>top1</i>	12975	33.38	14.51	0.290	22.28	31	42.58	89.99

## 四、实证检验与结果分析

### （一）绿色金融试点政策与企业绿色创新

为了验证本文的研究假设，运用模型（1）检验绿色金融试点政策对企业绿色创新水平的影响。由表2报告的回归结果可知，在列（1）和列（2）中， $treat \times post$ 的系数分别为0.049和0.051，在1%和5%的水平上显著，表明绿色金融试点政策激发了企业绿色创新积极性，验证了研究假设1。为了进一步验证绿色金融试点政策对企业绿色创新的促进作用，运用倾向得分匹配法，将公司规模、财务杠杆和盈利能力等全部控制变量作为匹配变量，采用无放回一对一近邻匹配方法，为实验组样本找到最近邻匹配进行配对后重新检验，结果如列（3）和列（4）所示，交乘项的系数依然显著为正，表明假设1进一步得到支持。

表2 绿色金融试点政策与绿色创新

	全样本		PSM	
	(1) OLS	(2) FE	(3) OLS	(4) FE
<i>treat</i> × <i>post</i>	0.049***(2.72)	0.051**(1.99)	0.075**(1.99)	0.063*(1.82)
<i>treat</i>	0.037(0.90)		0.026(0.58)	
<i>post</i>	0.035(1.37)		-0.013(-0.34)	
<i>size</i>	0.204***(7.31)	0.014(0.55)	0.198***(5.76)	0.037(1.13)
<i>lev</i>	0.096(1.00)	-0.174**(-2.46)	0.205**(2.00)	-0.188**(-2.03)
<i>roa</i>	0.449**(2.21)	0.100(0.89)	0.856***(3.59)	0.050(0.35)
<i>dual</i>	0.054(1.53)	-0.001(-0.02)	0.055(1.32)	-0.026(-0.81)
<i>et</i>	0.064*** (2.84)	0.041*(1.90)	0.071*** (2.61)	0.054(1.60)
<i>soe</i>	0.010(0.25)	0.036(0.89)	-0.048(-0.96)	-0.016(-0.30)
<i>growth</i>	-0.005***(-2.72)	-0.001*(-1.93)	-0.007***(-3.33)	-0.000(-0.56)
<i>board</i>	0.089(0.93)	0.034(0.53)	-0.038(-0.33)	0.033(0.33)
<i>cfo</i>	-0.078(-0.43)	-0.046(-0.45)	-0.161(-0.73)	-0.063(-0.44)
<i>top1</i>	-0.002(-1.35)	-0.001(-0.74)	-0.003*(-1.96)	-0.001(-0.43)
常数项	-5.432***(-9.54)	-0.049(-0.10)	-4.549***(-6.97)	-0.660(-1.04)
行业 / 年度	是	否	是	否
公司 / 年度	否	是	否	是
样本量	12,975	12,975	7,376	6,977
Adj-R <sup>2</sup>	0.140	0.768	0.134	0.780

注：括号内为 t 值；\*\*\*、\*\*、\*分别表示 1%、5%、10%的显著性水平。

参考齐绍洲等（2018）的研究，将绿色专利分为发明类绿色专利和实用新型绿色专利，绿色发明类专利的技术含量高、开发难度大，但后期节能减排效果较好，相反，绿色实用新型专利的技术含量较低、开发难度较小，对企业能源利用效率的提升效果不明显<sup>[2]</sup>。为了考察绿色金融试点政策对不同类型绿色专利的影响，分别以发明类绿色专利和实用新型绿色专利为因变量，利用模型（1）进行回归，结果见表 3。在列（1）至列（4）的全样本回归结果中，*treat*×*post* 的系数均显著为正，说明绿色金融试点政策对不同类型绿色创新活动均有促进作用。采用 PSM 方法 1:1 匹配后的样本重新进行检验后，同样发现 *treat*×*post* 的系数均显著为正，与全样本的结果保持一致。

表 3 绿色金融试点政策与不同类型绿色创新

	全样本				PSM 样本			
	发明类绿色专利		实用新型绿色专利		发明类绿色专利		实用新型绿色专利	
	(1) OLS	(2) FE	(3) OLS	(4) FE	(5) OLS	(6) FE	(7) OLS	(8) FE
<i>treat</i> × <i>post</i>	0.036* (1.91)	0.109* (1.68)	0.047*** (2.93)	0.052** (2.05)	0.048** (2.51)	0.070* (1.90)	0.062** (2.06)	0.053* (1.79)
<i>treat</i>	0.023 (0.67)		0.037 (1.12)		0.017 (0.45)		0.034 (0.97)	
<i>post</i>	-0.009 (-0.41)		0.010 (0.50)		-0.015 (-0.43)		-0.018 (-0.61)	

续表 3

	全样本				PSM 样本			
	发明类绿色专利		实用新型绿色专利		发明类绿色专利		实用新型绿色专利	
	(1) OLS	(2) FE	(3) OLS	(4) FE	(5) OLS	(6) FE	(7) OLS	(8) FE
常数项	-5.329*** (-9.25)	-4.050 (-1.36)	-3.768*** (-7.48)	-0.112 (-0.28)	-4.786*** (-7.06)	-8.481** (-1.97)	-3.057*** (-4.83)	-0.454 (-0.87)
控制变量	是	是	是	是	是	是	是	是
行业 / 年度	是	否	是	否	是	否	是	否
公司 / 年度	否	是	否	是	否	是	否	是
样本量	12975	12975	12975	12975	7376	7376	7376	7376
Adj-R <sup>2</sup>	0.144	0.811	0.117	0.739	0.141	0.799	0.111	0.753

注：括号内为 t 值；\*\*\*、\*\*、\*分别表示 1%、5%、10%的显著性水平。

企业污染排放量越大,发生污染排放超过污染标准或发生环境突发事件的可能性更大,通过绿色技术创新降低环境风险,达到节能减排的动机就越强。相反,如果企业污染排放量较小,它们面临的环境风险将低于污染排放量较大的企业。因此,本文借鉴李玲和陶锋(2012)的方法,选取工业二氧化硫排放量、工业烟(粉)尘排放量、工业废水排放量和工业固体废物量四类污染排放物计算行业污染排放强度(*pollute*),取中位数分为高污染排放组和低污染排放组<sup>[21]</sup>。参考齐绍洲等(2018)的研究,采用三重差分法检验绿色金融试点政策对不同污染强度的企业绿色创新的影响<sup>[2]</sup>。由表 4 列(1)和列(2)的回归结果可知, *treat*×*post*×*pollute* 的系数显著为正,表明绿色金融试点政策对污染排放强度较大行业的企业绿色创新绩效带来的正向激发作用更为显著。上述结论在 PSM 配对样本中依然成立,表明绿色金融改革试验区设立后,绿色信用体系带来的声誉风险、绿色资金支持力度对污染排放强度较大企业的影响高于其他企业,因而对绿色技术创新活动的激励作用更为显著。

表 4 三重差分:绿色金融试点政策、污染排放强度与企业绿色创新

	全样本		PSM 样本	
	(1) OLS	(2) FE	(3) OLS	(4) FE
<i>treat</i> × <i>post</i> × <i>pollute</i>	0.078*(1.92)	0.002**(2.05)	0.041*(1.79)	0.008**(2.17)
<i>post</i> × <i>pollute</i>	-0.180***(-3.88)		-0.166***(-2.88)	
<i>treat</i> × <i>pollute</i>	-0.044(-0.80)		-0.044(-0.75)	
<i>treat</i> × <i>post</i>	0.079(1.32)		0.097(1.46)	
常数项	-5.332***(-8.91)	-0.259(-0.46)	-4.605***(-7.07)	-0.639(-1.01)
控制变量	是	是	是	是
行业/年度	是	否	是	否
公司/年度	否	是	否	是
样本量	12975	12975	7376	7376
Adj-R <sup>2</sup>	0.145	0.768	0.138	0.780

注：括号内为 t 值；\*\*\*、\*\*、\*分别表示 1%、5%、10%的显著性水平。

## (二) 稳健性检验

### 1. 平行趋势检验。

运用双重差分法的前提在于实验组与控制组在外部政策冲击之前满足平行趋势假设。为验证平行趋势假设，按照政策实施之前与之后进行分组检验，结果如表 5 的列 (1) 和列 (2) 所示，实施前两组的绿色创新水平不存在显著差异，但实施之后存在显著差异。按年份定义虚拟变量进行动态效应检验，结果如表 5 列 (3) 所示，绿色金融试点政策实施之前，年度虚拟变量的交乘项均不显著，而政策实施当年及下一年虚拟变量的交乘项均显著为正，在一定程度上说明本文的样本选择满足平行趋势假设，为双重差分研究模型的设定有效性提供了支持。

### 2. 安慰剂检验。

为了排除其他实验组和控制组公司在试验区建设之前存在的特征差异以及由于不可观测的其他变量对研究结果的影响，本文将绿色金融试点时间人为往前平推一年，然后重新检验。在表 5 列 (4) 的回归结果中，提前一年的政策实施时间虚拟变量与 *treat* 的交乘项不显著。因此，在一定程度上排除了实验组与控制组样本在政策实施之前存在固有差异以及其他不可观测变量对本文结果的干扰。

### 3. 其他稳健性检验。

除了上述稳健性检验,本文还通过变换绿色创新度量方法和改变配对方法重新检验。借鉴齐绍洲等(2018)的研究,以绿色专利数量占有所有专利申请数量比重的相对值度量企业绿色创新水平<sup>[2]</sup>。绿色专利相对值的检验结果见表5列(5), $treat \times post$ 的回归系数依然显著。为了进一步强化研究结论的稳健性,本文通过变换倾向得分配对方法,对每一个实验组样本找到倾向得分最接近的三个控制组样本进行匹配后重新检验。表5列(6)的回归结果显示,上述结果依然成立。

表 5 稳健性检验

	(1) 实施前	(2) 实施后	(3) 动态效应	(4) 安慰剂检验	(5) 变换变量	(6) PSM 配对方法
$treat \times post$	0.026(0.64)	0.083**(2.00)	0.024(0.51)	0.042(1.22)	0.010*(1.83)	0.053*(1.71)
$treat \times pre\_2$			0.032(0.69)			
$treat \times pre\_1$			0.030(0.65)			
$treat \times currunt$			0.083*(1.75)			
$treat \times post\_1$			0.081*(1.89)			
常数项	-5.620***(-8.66)	-5.358***(-9.12)	-4.030***(-7.69)	-0.052(-0.11)	0.578**(2.29)	0.131(0.24)
控制变量	是	是	是	是	是	是
行业 / 年度	是	是	是	否	否	否
公司 / 年度	否	否	否	是	是	是
样本量	5112	7863	12975	12975	12975	9688
Adj-R <sup>2</sup>	0.141	0.139	0.109	0.768	0.599	0.674

注: 括号内为 t 值; \*\*、\*、\*分别表示 1%、5%、10%的显著性水平。

### (三) 作用机制检验

#### 1. 声誉风险敏感性分析

绿色金融试点政策在试验区建立绿色金融全链条的环境信息披露机制,将企业排污信息、环境违法事件以及环境污染责任险的参保情况纳入全国信用信息共享平台和企业征信系统,大大地提高了试验区企业面临的声誉风险,而面临的声誉敏感性越高,企业绿色创新动机就越强。本文借鉴 Gallemore 等(2014)与曹越等(2020)研究,采用广告费用占营业收入比重度量企业面临的声誉风险( $repu\ cost$ ),在模型(1)的基础上加入三项交乘项( $treat \times post \times repucost$ ),该系数表明企业声誉损失敏感程度,若为正,表明企业声誉风险是绿色金融政策影响绿色创新的一种重要机制<sup>[4,22]</sup>。由表6的列(1)可知, $treat \times post \times repucost$ 的系数为 1.362,在 1%水平上显著,与预期结果一致。

## 2. 融资便利性的中介效应分析

绿色金融试点政策为企业绿色技术创新活动提供了多元化的绿色资金融资渠道，提高了融资便利性，能够有效地缓解绿色技术创新企业的融资难问题，进而激发了企业通过技术创新提高绿色创新动机。因此，本文从融资便利性的角度考察绿色金融试点政策与企业绿色创新之间的作用机制。参考 Kaplan 和 Zingales (1997) 以及魏志华等 (2014) 的研究，采用 KZ 指数 (KZ) 度量企业融资约束程度，进行中介效应分析，KZ 指数越低，融资便利性越高<sup>[23,24]</sup>。从表 6 列 (2) 的回归结果可知， $treat \times post$  回归系数为 -0.079，在 5% 水平上显著，说明绿色金融试验区的建立能够缓解企业面临的融资约束，即提高了企业融资便利性，进一步将 KZ 指数加入模型 (1) 进行回归。由列 (3) 的结果可知， $treat \times post$  和 KZ 指数与绿色专利水平之间的回归系数显著为正，Sobel 值为 2.453，说明融资便利性是绿色金融试点政策促进企业绿色创新的中介变量。

表 6 机制检验

	(1) $G_p$	(2) $KZ$	(3) $G_p$
$treat \times post \times repucost$	1.362***(2.62)		
$treat \times post$	0.083*(1.92)	-0.079**(-2.10)	0.052*(1.75)
$treat \times repucost$	-1.911***(-4.18)		
$post \times repucost$	-1.407***(-7.23)		
$KZ$			-0.030**(-2.69)
常数项	-5.428***(-9.58)	9.502***(9.15)	-0.214(-0.44)
控制变量	是	是	是
公司 / 年度	是	是	是
Sobel	—	—	2.453
样本量	12975	12405	12405
Adj-R <sup>2</sup>	0.865	0.701	0.772

注：括号内为 t 值；\*\*\*、\*\*、\* 分别表示 1%、5%、10% 的显著性水平。

### (四) 进一步分析

本文从公司层面的所有权性质、外部融资依赖度以及地区层面的环境规制三个维度检验绿色金融试点政策对绿色创新激励作用的异质性。

#### 1. 所有权性质的影响。



国有企业不仅追求短期的经济效益，还肩负着更多的社会责任，更加关注环境效益和社会效益的综合效益，而民营企业往往以经济效益为中心，追求短期利润最大化，缺乏环境效益的考虑。因此，预期绿色金融试点政策对环境绩效较差的民营企业带来的环境信息披露和绿色融资约束的影响更大。本文根据产权性质的不同将样本分为国有产权组和非国有产权组，进行分组检验，结果如表7所示。在非国有企业样本中，列（1）和列（3）中  $\text{treat} \times \text{post}$  的系数均显著为正，而在国有企业样本中该系数未通过显著性检验，符合我们的预期。

## 2. 外部融资依赖度的影响。

企业创新活动需要大量且持续的资金投入，任何企业的内源式融资都无法保证为创新活动提供资金保障（解维敏和方红星，2011），尤其是绿色技术创新活动需要投入巨额资金，且周期较长，企业绿色创新活动更加依赖于外部资金的支持<sup>[25]</sup>。因此，对于外部融资依赖程度较高的企业，绿色金融试点政策对企业绿色技术创新积极性的正向激励作用更为显著。为了检验上述预期，本文借鉴 Rajan 和 Zingales (1995) 的方法，采用资本支出与调整后的经营现金流之差除以资本支出得到的值度量企业的外部融资依赖程度<sup>[26]</sup>。按中位数将样本分为外部融资程度高组和低组，进行分组检验，检验结果如表7所示，在列（6）和（8）的外部融资依赖程度较高样本中， $\text{treat} \times \text{post}$  的系数均显著为正，而在低组中该系数不显著，说明绿色金融政策对企业绿色创新的激励作用在外部融资依赖度较高的企业中更为显著。

表7 公司层面特征的异质性影响

	所有权性质				外部融资依赖度			
	(1) OLS 非国有	(2) OLS 国有	(3) FE 非国有	(4) FE 国有	(5) OLS 低	(6) OLS 高	(7) FE 低	(8) FE 高
<i>treat</i> × <i>post</i>	0.077* (1.96)	0.039 (1.01)	0.136** (2.03)	0.040 (1.12)	-0.002 (-0.04)	0.092* (1.76)	-0.027 (-0.61)	0.093** (2.08)
<i>treat</i>	-0.120* (-1.69)	0.085* (1.72)			0.086* (1.67)	-0.023 (-0.46)		
<i>post</i>	0.058* (1.86)	0.022 (0.95)			0.133** (2.19)	0.056 (0.95)		
常数项	-3.868*** (-5.41)	-5.441*** (-6.25)	-0.857 (-1.33)	1.099 (1.11)	-6.129*** (-8.26)	-4.780*** (-6.79)	-0.440 (-0.46)	0.634 (0.90)
控制变量	是	是	是	是	是	是	是	是
行业 / 年度	是	是	否	否	是	是	否	否
公司 / 年度	否	否	是	是	否	否	是	是
样本量	8555	4420	8555	4420	5123	5218	5123	5218
Adj-R <sup>2</sup>	0.213	0.110	0.817	0.745	0.186	0.130	0.812	0.802

注：括号内为 t 值；\*\*\*、\*\*、\*分别表示 1%、5%、10%的显著性水平。

### 3. 环境规制的影响。

以往文献表明，环境规制是影响企业绿色创新的重要因素（景维民和张璐，2014；曹洪军和陈泽文，2017）<sup>[27,28]</sup>。面临较高的环境规制压力，企业进行技术创新的动机更强。为了检验在不同环境规制强度下，绿色金融试点政策对企业绿色创新的影响，本文以地区排污费用与工业增加值的比值度量不同省份的环境规制强度，按其中位数将样本分为环境规制强组和弱组进行分组检验，回归结果见表 8。在列（2）和列（4）环境规制较弱的样本中，*treat*×*post* 的系数均显著为正，而在环境规制较强组中未通过显著性检验，表明绿色金融试点政策的实施对企业绿色技术创新的激励作用在环境规制较弱的样本中带来的边际作用更为显著。

表 8 环境规制的异质性检验

	(1) OLS 强	(2) OLS 弱	(3) FE 强	(4) FE 弱
<i>treat</i> × <i>post</i>	0.017(0.41)	0.061**(2.37)	0.045(1.06)	0.062**(2.46)
<i>treat</i>	-0.023(-0.45)	0.092(1.59)		
<i>post</i>	0.088*** (2.93)	0.004(0.17)		
常数项	-5.797***(-7.28)	-5.312***(-7.13)	-0.670(-0.78)	0.119(0.21)
控制变量	是	是	是	是
行业 / 年度	是	是	否	否
公司 / 年度	否	否	是	是
样本量	5255	7720	5255	7720
Adj-R <sup>2</sup>	0.166	0.134	0.777	0.778

注：括号内为 t 值；\*\*\*、\*\*、\*分别表示 1%、5%、10%的显著性水平。

### (五) 扩展性检验：经济后果

通过上述研究发现，绿色金融试点政策有利于激发企业的绿色创新积极性、推进企业绿色转型，那么其能否有利于提高企业价值呢？如果能，是否存在滞后效应呢？为了检验绿色金融试点政策对企业价值的影响，本文采用 Tobinq 度量企业价值，以当期、滞后一期和滞后两期的 Tobinq 作为被解释变量，检验绿色金融试点政策对企业价值的影响，结果如表 9 所示。在列（1）和列（2）中，*treat*×*post* 与当期企业价值和滞后一期企业价值的回归系数均未通过显著性检验，与滞后两期的企业价值的回归系数为 0.216，在 1%水平上显著，表明绿色金融试点政策对企业绩效并不存在立竿见影的效果，而是存在一定滞后性。可能的原因在于，绿色金融试点政策通过激发企业绿色创新的积极性，并且投入到企业实际经营活动中，从而提升企业价值，这个过程需要一至两年的时间才能对企业价值具有相应的正向影响。

表 9 扩展性检验——企业价值的影响

	(1) <i>Tobinq<sub>t</sub></i>	(2) <i>Tobinq<sub>t+1</sub></i>	(3) <i>Tobinq<sub>t+2</sub></i>
<i>treat</i> × <i>post</i>	0.011(0.18)	0.089(1.63)	0.216*** (3.42)
<i>treat</i>	-0.062(-0.92)	-0.085(-1.38)	-0.169*** (-2.80)
<i>post</i>	0.057(1.49)	0.692*** (15.82)	1.611*** (28.14)
常数项	16.454*** (21.69)	16.906*** (22.44)	16.436*** (20.98)
控制变量	是	是	是
行业 / 年度	是	是	是
样本量	12672	12641	10746
Adj-R <sup>2</sup>	0.398	0.442	0.416

注：括号内为 t 值；\*\*\*、\*\*、\*分别表示 1%、5%、10%的显著性水平。

## 五、研究结论与政策启示

本文基于国务院在部分省份建立绿色金融改革创新试验区政策作为准自然实验,运用双重差分法考察绿色金融试点政策对企业绿色创新的影响,研究结论如下:首先,绿色金融试点政策激发了企业绿色创新积极性,并且对高污染排放企业的绿色创新激励作用更为显著。其次,作用机制结果显示,绿色金融试点政策通过提高声誉风险和融资便利性促进企业绿色创新。再次,从公司层面和省份层面的特征进行异质性检验发现,绿色金融试点政策的绿色创新激励作用在非国有企业、外部融资依赖度较高以及环境规制较弱的样本中更为显著。最后,本文进一步发现,绿色金融试点政策对企业价值具有正向促进作用,但该作用存在滞后性。

基于上述研究结论,本文提出如下政策启示:

第一,在碳中和和碳达峰的战略目标下,政府应积极发挥引导作用,加快绿色金融体系建设,不断完善绿色金融改革创新方案,持续推进绿色金融改革试验区的建立,扩大绿色金融改革创新试验区的范围,加大绿色资金的支持力度,激发企业的绿色转型和发展意愿,尤其是为重污染企业的技术改造和生产工艺改进提供充足的资金支持,激发绿色创新的积极性,达到节能减排的长效机制,进而实现高质量发展。

第二,完善绿色金融配套机制,切实发挥绿色金融政策效应。一方面,加强企业绿色信息共享平台和信贷评价体系建设,通过完善绿色信息定价机制,提高企业绿色声誉风险和绿色信息透明度;另一方面,在试验区内推出多元化的融资渠道,提高绿色资金的融资便利性,缓解企业融资约束,为企业的绿色创新提供充足的资金支持。

第三,建立绿色资金监控机制,严格管控绿色资金的使用情况,降低绿色金融风险。通过制定统一的绿色项目目录和绿色资金监控机制,准确评估企业不同绿色项目的“绿色”属性以及预期达到的环境效益和社会效益,防范污染企业通过伪造和虚报环境绩效获得绿色资金的风险,即避免污染企业“漂绿”行为,保证社会资本真正流向绿色产业从而促进绿色发展。

期刊优秀文章荐读

**题 名:** 我国财经媒体面临的挑战及应对策略

**作 者:** 谭云明, 冯绮思, 王雨琪

**机 构:** 中央财经大学财经新闻研究所

**摘 要:** 本文从当前我国财经媒体发展现状出发, 归纳了其现实发展的主要特点, 剖析了其面临的主要问题, 在此基础上提出未来发展的重要策略, 以期为我国财经媒体可持续化发展提供可资借鉴的建议。

**关键词:** 财经媒体; 融合发展; 媒介素养; 数字化; 通俗化; 故事化; 视觉化

**原文出处:** 青年记者. 2022, (12)

**文章链接:**

[https://kns.cnki.net/kcms2/article/abstract?v=3uoqIhG8C44YLTlOAIiTRKibYIV5Vjs7iJTKGjg9uTdeTsOI\\_ra5\\_XaVynliYyydrJB-ztpyQII9ize9UY9YVjMKDOXMWmLJ-&uniplatform=NZKPT](https://kns.cnki.net/kcms2/article/abstract?v=3uoqIhG8C44YLTlOAIiTRKibYIV5Vjs7iJTKGjg9uTdeTsOI_ra5_XaVynliYyydrJB-ztpyQII9ize9UY9YVjMKDOXMWmLJ-&uniplatform=NZKPT)

**题 名:** 公募基金行业助力个人养老金市场建设的思考

**作 者:** 谢卫

**机 构:** 交银施罗德基金管理有限公司

**摘 要:** 老龄化是我国今后一段时期的基本国情, 党的十九大、二十大报告均提出了实施积极应对人口老龄化国家战略。不论是海外养老金市场经验, 还是国内养老金市场发展情况均表明, 基金行业是社会养老保险体系建设的重要参与者。公募基金行业理应在过去二十多年蓬勃发展的基础上, 把握好个人养老金制度出台这一重要历史机遇, 以证监会《关于加快推进公募基金行业高质量发展的意见》为基本纲领, 落实好《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定》提出的要求, 进一步修炼内功, 更好地服务于新时代人民群众多元化、多层次的养老保险需求, 满足人民日益增长的美好生活需要。基金公司、特别是在沪基金公司, 更应当依托于上海国际金融中心的定位, 引领、打造基金服务个人养老财富管理的上海样板, 助力“上海服务”品牌建设。

**关键词:** 老龄化; 个人养老金; 公募基金; 高质量发展; 上海样板

**原文出处:** 新金融. 2022, (12)

**文章链接:**

[https://kns.cnki.net/kcms2/article/abstract?v=3uoqIhG8C44YLTlOAIiTRKibYIV5Vjs7ioT0BO4yQ4m\\_mOgeS2ml3UI0RsLW-01iu75WuFcCm\\_noZZCmKbAjsZeB7Xjas](https://kns.cnki.net/kcms2/article/abstract?v=3uoqIhG8C44YLTlOAIiTRKibYIV5Vjs7ioT0BO4yQ4m_mOgeS2ml3UI0RsLW-01iu75WuFcCm_noZZCmKbAjsZeB7Xjas)

ED6p&uniplatform=NZKPT

**题名:** 涉农信贷、农业保险与农村居民收入增长——基于资本流动视角的实证检验

**作者:** 陈巍, 蒋远胜

**机构:** 四川农业大学经济学院

**摘要:** 运用 2014—2021 年四川省面板数据, 分别构建静态面板和动态面板选择系统, 用 GMM 方法对涉农信贷和农业保险与农村居民收入之间的作用机制进行分析, 结果表明: 农户参加储蓄对收入增长具有显著正向影响, 申请贷款会在当期促进收入增长, 后期因面临还款压力而使收入降低, 参加农业保险通过增强风险意识和享受防灾服务而支持收入增长, 获得农险赔款在短期内与收入负相关, 但长期内可促进收入水平提升。

**关键词:** 涉农信贷; 农业保险; 面板数据; GMM 模型

**原文出处:** 财经理论与实践. 2023, 44 (01)

**基金项目:** 国家社会科学基金重点项目 (20AJY011); 四川省软科学重点课题 (2019-RK00-00129-ZF); 2021 四川省软科学重点课题 (21JDR0169)

**文章链接:**

[https://kns.cnki.net/kcms2/article/abstract?v=3uoqIhG8C44YLTlOAIrKibYIV5Vjs7ioT0BO4yQ4m\\_mOgeS2ml3UCFOrrL4R5PIqSfNbMRw8eaTzP9Vf\\_sKGsoXAwSBh5qg&uniplatform=NZKPT](https://kns.cnki.net/kcms2/article/abstract?v=3uoqIhG8C44YLTlOAIrKibYIV5Vjs7ioT0BO4yQ4m_mOgeS2ml3UCFOrrL4R5PIqSfNbMRw8eaTzP9Vf_sKGsoXAwSBh5qg&uniplatform=NZKPT)

**题名:** 互联网金融超市与企业债务融资——以“支付宝”财富平台为例

**作者:** 王可<sup>1</sup>, 周亚拿<sup>2</sup>

**机构:** 1. 广东财经大学金融学院, 2. 广东金融学院金融与投资学院

**摘要:** 本文分析了金融产品的线上交易对上市公司银行贷款及其替代性债务融资方式的影响。研究表明, 互联网金融平台中的金融产品交易能够异质地影响企业贷款获得, 并相应带来企业商业信用行为的变化。本文在已有互联网金融活动改变传统商业银行行为结论的基础之上, 从投资理财类业务进行切入, 将研究延伸至互联网金融对上市公司债务融资的影响, 对于理解我国数字金融实践下的企业债务问题具有一定的参考价值。

**关键词：**互联网金融超市；数字金融；企业债务融资

**原文出处：**经济学(季刊). 2023,23(01)

**基金项目：**广东省自然科学基金面上项目(2022A1515010634)；广东省哲学社会科学基金青年项目(GD19YYJ01)的资助

**文章链接：**

[https://kns.cnki.net/kcms2/article/abstract?v=3uoqIhG8C44YLTlOAIiTRKibYIV5Vjs7ioT0BO4yQ4m\\_mOgeS2ml3UOOcuIGVves9eThlEDhURe5Q1MwkWiWOfzAl-q4ms3ax&uniplatform=NZKPT](https://kns.cnki.net/kcms2/article/abstract?v=3uoqIhG8C44YLTlOAIiTRKibYIV5Vjs7ioT0BO4yQ4m_mOgeS2ml3UOOcuIGVves9eThlEDhURe5Q1MwkWiWOfzAl-q4ms3ax&uniplatform=NZKPT)

**题名：**美国大型银行中间业务的发展经验

**作者：**刘妍

**机构：**中国建设银行资产负债管理部

**摘要：**近年来，国内主要上市银行中间业务发展取得显著成效。伴随着居民财富保值、增值需求逐渐增加，企业综合化金融服务需求日益多元，中间业务成为除传统资产负债业务外，为客户提供服务、获取收益的重要渠道，其轻资产、轻资本的优势，也是银行未来经营转型的重要方向。本文通过对标美国大型银行中间业务发展实践，分析其发展阶段、发展战略、发展结构等，探讨国内银行未来中间业务发展方向并提出相关建议。

**专辑：**经济与管理科学

**原文出处：**银行家. 2023,(01)

**专题：**金融

**文章链接：**

[https://kns.cnki.net/kcms2/article/abstract?v=3uoqIhG8C44YLTlOAIiTRKibYIV5Vjs7ioT0BO4yQ4m\\_mOgeS2ml3UHudvN7RAXTdxOXUWgIUvKzULbh5BcXP\\_kyw18ax73uD&uniplatform=NZKPT](https://kns.cnki.net/kcms2/article/abstract?v=3uoqIhG8C44YLTlOAIiTRKibYIV5Vjs7ioT0BO4yQ4m_mOgeS2ml3UHudvN7RAXTdxOXUWgIUvKzULbh5BcXP_kyw18ax73uD&uniplatform=NZKPT)

财商信息





图书馆主页: <http://lib.sdtbu.edu.cn>

扫一扫, 关注我!

