中国银行 BANK OF CHINA 研究院

中国经济金融展望报告

2021 年第 3 季度（总第 47 期）　　报告日期：2021 年 7 月 5 日

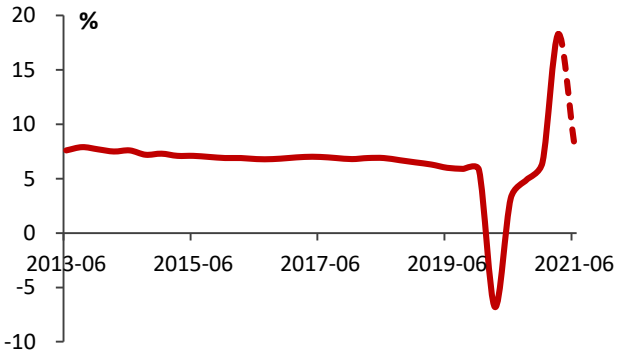
要点

●2021 年上半年，中国经济继续保持稳定恢复态势，内需总体弱复苏，出口超预期高增长。随着基数效应的逐步减弱，各主要经济指标增速高位回落，预计 GDP 增速将从一季度 18.3%的高增长降至二季度的 7.9%左右。

●2021 年下半年，外部环境变化带来的不确定性是影响中国经济的最大变数。全球疫情防控不同步、经济复苏不平衡、政经博弈加剧、美联储货币政策转向预期升温等都加大了外部不确定性。消费、投资增长延续改善趋势，内需支撑作用将进一步提高，但内需改善或难抵补外需增速放缓压力。预计三季度 GDP 增长 6.3%左右，全年 GDP 增长 8.8%左右。

●宏观政策将保持连续性稳定性，继续实施精准有效的财政政策，推进落实“十四五”重大工程项目建设，实施好常态化财政资金直达机制，加快落实小微企业减税降费；货币政策需警惕外部输入性风险带来的传递效应；注重民生发展，加大“两新一重”和民生领域投资力度；加大政策储备，稳定市场预期，为企业应对内外部环境新变化提供政策保障。

基数因素影响 GDP 增速高位回落



资料来源：中国银行研究院

中国银行研究院
中国经济金融研究课题组

组　长：陈卫东
副组长：周景彤
成　员：李佩珈
梁　婧
范若滢
梁　斯
叶银丹
李义举
王梅婷
汪惠青
冯崴嵬（澳门分行）
龚一泓（江苏分行）

联系人：范若滢
电　话：010-66592780
邮　件：fanruoying@qq.com

警惕外部不确定性冲击，完善政策储备积极应对

——中国银行中国经济金融展望报告（2021 年第 3 季度）

2021 年上半年，尽管中国经济面临的国际政经环境更趋严峻，国内疫情局部反复，但中国扎实推进统筹疫情防控工作和稳定经济增长，疫苗接种加快，宏观政策保持连续性稳定性，内需总体保持复苏，全球经济加快复苏叠加供给紧张，中国出口超预期高增长，中国经济继续保持稳定恢复态势。随着基数效应的逐步减弱，各主要经济指标增速高位回落，预计 GDP 增速将从一季度 18.3%降至二季度的 7.9%左右。展望下半年，外部环境变化是影响中国经济的最大变数，全球疫情防控不同步、经济复苏不平衡、政经博弈加剧、美联储货币政策转向预期升温等都加大了外部不确定性。消费、投资增长延续改善趋势，内需支撑作用将进一步提高，但内需改善或难抵补外需增速放缓的压力。预计三季度 GDP 增长 6.3%左右，全年 GDP 增长 8.8%左右。需关注美联储货币政策转向外溢影响、中美政经关系恶化、大宗商品价格传导效应等带来的波动。宏观政策将保持连续性稳定性，继续实施精准有效的财政政策，推进落实“十四五”重大工程项目建设，实施好常态化财政资金直达机制，加快落实小微企业减税降费；货币政策需警惕外部输入性风险带来的传递效应；注重民生发展，加大“两新一重”和民生领域投资力度；加大政策储备，稳定市场预期，为企业应对内外部环境新变化提供政策保障。

一、2021 年上半年经济运行形势回顾与下半年展望

（一）2021 年上半年经济形势回顾：中国经济持续稳定恢复

上半年，从外部环境看，尽管中国经济发展面临的国际政经环境更趋严峻，但全球经济加快复苏叠加供给紧张，中国出口超预期高增长，对经济形成较大

拉动作用。从内部环境看，国内疫情局部反复对经济恢复带来一定影响，但中国扎实推进统筹疫情防控工作和稳定经济增长，疫苗接种加快，宏观政策保持连续性、稳定性，部分减负稳岗扩就业政策期限延长至年底，中国经济继续保持稳定恢复态势，就业市场总体稳定。1-5 月份，全国城镇新增就业 574 万人，完成全年目标的 52.2%。全国城镇调查失业率继续下降，5 月份为 5%，比上年同期下降 0.9 个百分点。但经济发展仍面临内需恢复不及预期、不同行业企业恢复不平衡、成本推动型通胀压力增大等问题。进入二季度，随着基数效应的逐步减弱，各主要经济指标增速高位回落，预计 GDP 增速将从一季度 18.3%降至二季度的 7.9%左右（图 1）。

图 1：基数因素影响 GDP 增速高位回落

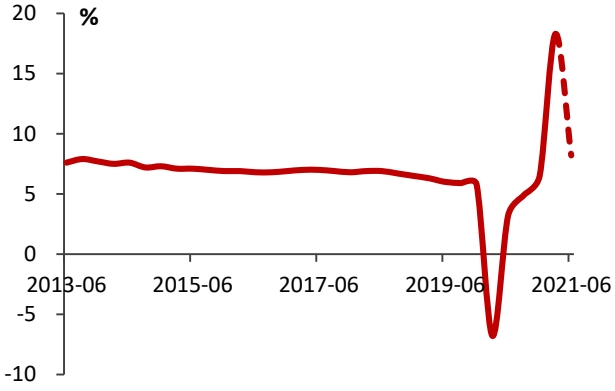
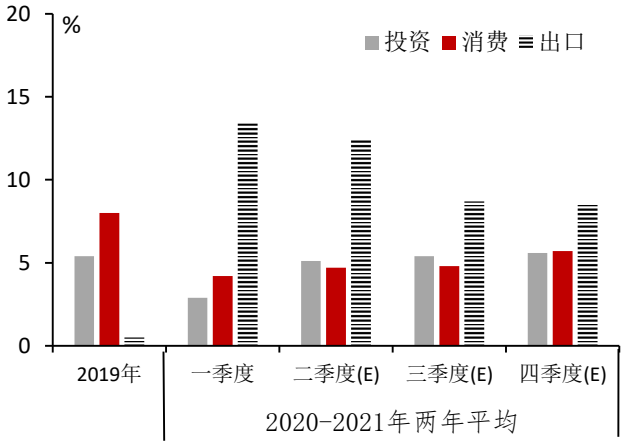


图 2：三大需求两年平均增速



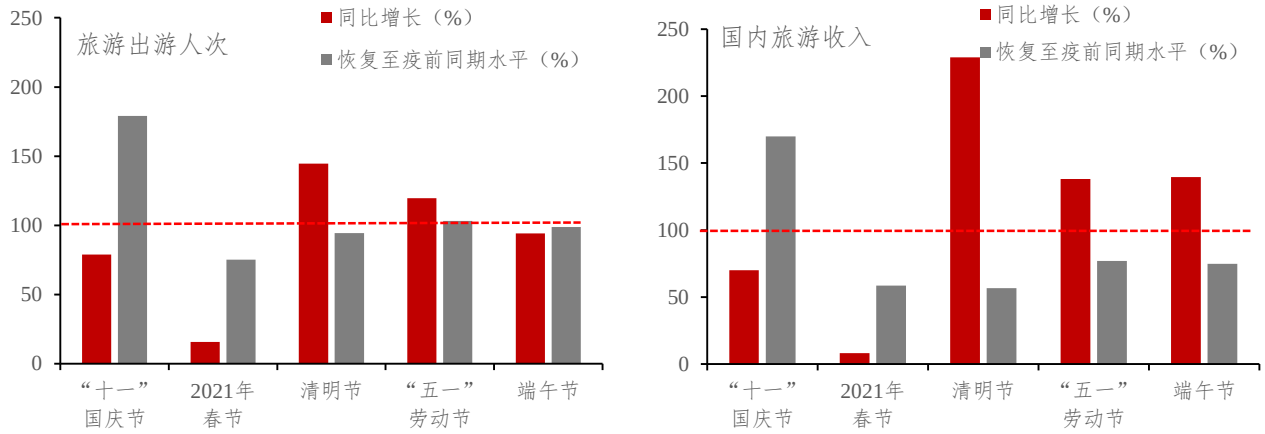
资料来源：Wind，中国银行研究院

1. 消费保持温和修复态势，恢复情况不及预期

1-5 月份，社会消费品零售总额同比增长 25.7%，两年平均增长 4.3%，增速与 2019 年同期水平（8.1%）仍有较大差距。主要呈现出以下特点。**一是汽车销量不断走低，但新能源汽车销售情况良好。**3、4、5 月汽车销量两年平均增速分别为 11.8%、10.3%和 7.2%；2021 年 1-5 月，新能源汽车销量两年平均增速达到 48.7%。**二是房地产销售市场火热，带动家具、家电、建材等住房相关消费表现较好，上半年其月度两年平均增速均持续回升。**其中家电月度两年平均增

速由负转正，建材月度两年平均增速由三月份的 1%上涨至五月份的 1.7%。**三是疫情局部反复仍对国内出行、住宿以及部分地区接触式、服务类线下消费产生不利影响。**以旅游出行为例，2021 年以来共经历了四个主要假期（春节、清明节、“五一”、端午节），文化和旅游部数据显示，仅“五一”期间旅游出游人次恢复至疫情前水平，其他假期均不及 2019 年同期。四个假期的旅游收入与 2019 年同期水平差距更大（图 3）。**四是限额以下消费回升动力明显不足[1]。**疫情前限额以下消费是拉动消费增长的主力，2019 年限额以下消费增速高于消费整体增速 4.5 个百分点，限额以上消费增速低于整体消费增速 4.1 个百分点。2020 年以来，限额以上消费增速持续高于整体消费增速（图 4）。消费总体回升动力不足也与就业和居民收入恢复较慢，以及疫情对居民收入产生非对称性冲击导致收入差距扩大等原因有关。截至 2021 年第一季度，全国人均可支配收入中工资性收入累计同比增速连续 16 个季度慢于财产净收入，2021 年第一季度两者增速差距为 4.6 个百分点，达到 2017 年中旬以来的高点（图 5）。农民工外出劳动人数仍低于 2019 年同期水平，一季度其收入的两年平均增速为 2.4%（2019 年为 7%）。

图 3：疫情后主要假期出行数据同比增长及恢复情况



资料来源：文化和旅游部，中国银行研究院

[1] 根据国家统计局定义，限额以上单位消费品零售是指年主营业务收入 2000 万元及以上批发业企业（单位）、500 万元及以上零售业企业（单位）、200 万元及以上住宿餐饮业企业（单位）的消费零售；限额以下消费则与小微企业和居民零售消费相关。

图 4：社会消费品零售总额增速

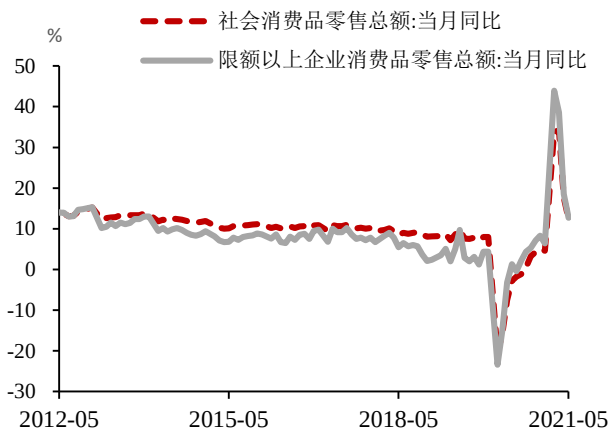
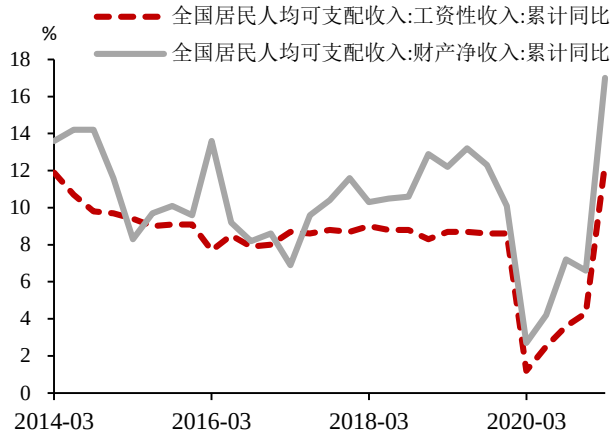


图 5：工资性收入与财产净收入增速



资料来源：Wind，中国银行研究院

终端需求的偏弱也带来不同行业恢复的不平衡。2021 年以来下游工业行业增加值增速相对较低，1-5 月份消费品制造业两年平均增速为 4.4%，虽然保持了回升趋势，但仍低于疫情前水平。相比之下，高技术、装备制造业保持了两位数的较快增长，前 5 个月两年平均增速分别为 13.1%、10.2%，均高于 2019 年水平。

2. 投资整体表现平稳，房地产投资是带动投资的主要支撑

1-5 月份，全国固定资产投资（不含农户）同比增长 15.4%，两年平均增长 4.2%，增速低于 2019 年同期水平（5.6%）。**房地产投资表现出较强韧性，成为投资的主要支撑。**1-5 月份，全国房地产开发投资同比增长 18.3%，两年平均增长 8.6%，明显高于整体投资增速。这主要与房地产销售旺盛、房地产资金来源保持稳定增长有关。1-5 月份，商品房销售面积和销售额分别累计增长 36.3%和 52.4%，两年平均增长 9.3%和 16.7%；相应地，房地产开发资金来源中定金及预收款占比达 39%，较上年同期上升了 8 个百分点（图 6）。**在外需回暖、企业利润改善等因素影响下，制造业投资持续回暖。**1-5 月份，制造业投资同比增长 20.4%，两年平均增长 0.6%，实现由负转正；其中，高技术制造业投资同比增长 29.9%，两年平均增长 15.5%，明显高于整体水平，结构不断优化。但大宗商

品价格上涨、人民币汇率波动较大等加重了下游制造业经营压力，影响企业未来预期，制造业投资恢复速度略低于预期。**受地方债发行较慢、优质项目储备不足等影响，基建投资较为低迷。**1-5 月份，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 11.8%，两年平均增长 2.6%。1-5 月份，新增专项债和一般债分别为 5840 和 3624 亿元，明显低于上年（图 7）。

图 6：房地产开发资金来源

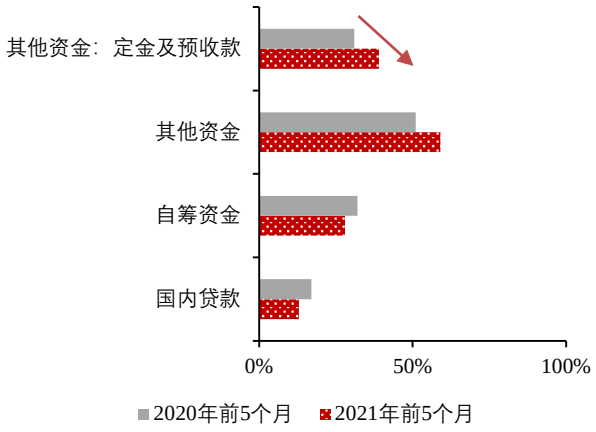
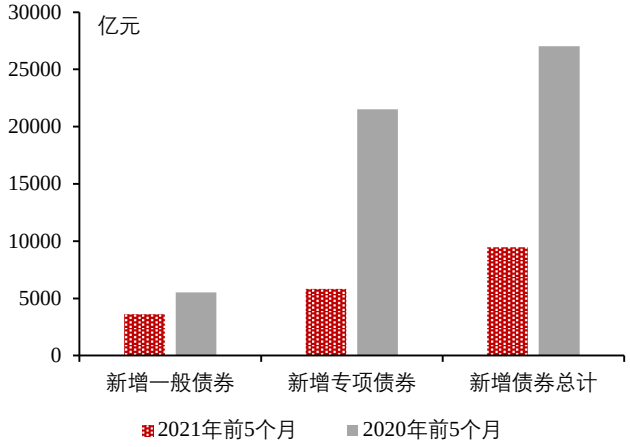


图 7：地方债发行较慢



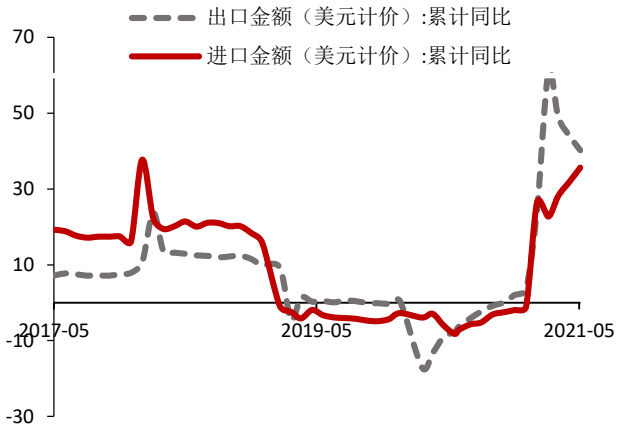
资料来源：Wind，中国银行研究院

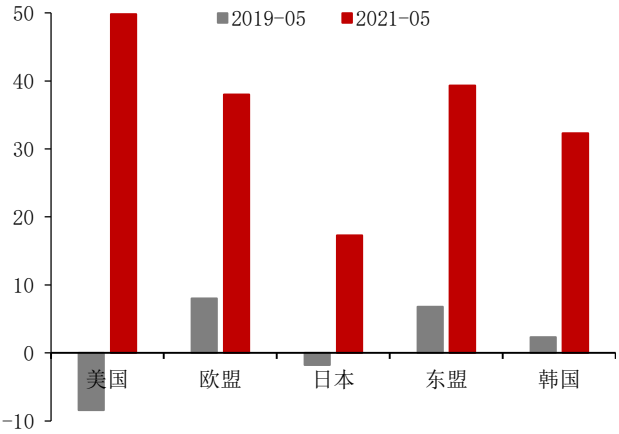
3. 海外需求复苏叠加全球供应链紧张，出口仍是拉动中国经济的重要力量

2021 年以来中国出口延续了去年下半年以来的强劲增长态势。1-5 月份，出口（以美元计，下同）累计增长 40.2%，两年平均增速为 13.6%（图 8）。这主要受低基数、海外需求增长、新兴市场疫情反弹等影响。对主要贸易伙伴出口继续增长，1-5 月份对东盟、欧盟、美国、日本的出口分别累计同比增长 39.3%、49.8%、38%和 17.3%（图 9）。机电产品和劳动密集型产品出口显著增长，防疫物资对出口的拉动作用有所减弱。1-5 月份，机电产品、家具及其零件和灯具、照明装置及其零件的出口累计同比增速分别为 44.2%、64.9%和 66.3%，纺织纱线、织物及其制品出口累计同比增速降至-3.1%。出口超预期增长拉动了中国工业生产的较快增长，1-5 月份工业增加值累计增长 17.8%，两年平均增长 7%，

高于 2019 年同期增速；工业出口交货值累计同比增长 8.2%，远高于 2019 年同期水平。

图 8：中国进出口增速（%）　图 9：中国对主要贸易伙伴的出口增速（%）





资料来源：Wind，中国银行研究院

4. 物价上下游分化明显，CPI 温和上涨、PPI 创近年新高

一方面，CPI 温和上涨。1-5 月份，CPI 累计涨幅为 0.4%，整体低位运行（图 10）。这主要是受猪肉产能持续恢复、猪肉价格持续下跌，以及上年高基数等因素影响。1-5 月份，猪肉价格累计下跌 16.2%，成为拉低 CPI 的主要因素。另**一方面，PPI 涨幅不断扩大。**1-5 月份，PPI 累计涨幅为 4.4%，其中，5 月份 PPI 同比上涨 9%，创 13 年新高。这主要是由于大宗商品价格上涨带动国内石油相关行业以及黑色金属、有色金属相关行业价格均出现明显上涨。据测算，中国 PPI 环比增速与 CRB 现货综合指数[2]呈较强相关性（图 11）。截至 5 月底，CRB 现货综合指数、布伦特原油期货分别较上年末上升了 23.6%和 33.8%。1-5 月份，PPI 中石油天然气开采业、黑色金属矿采选业和有色金属矿采选业分别累计涨幅为 22.1%、34.5%和 13%。此外，通胀从上游向下游的传导正在逐渐显现，原材料价格上涨正带动工业消费品价格上涨。4、5 月份，CPI 中交通和通信价

[2] 即 Commodity Research Bureau Index，路透商品研究局指数。

格分别上涨 4.9%和 5.5%，涨幅明显扩大。据测算，剔除猪肉价格影响因素后，5 月份 CPI 涨幅约为 1.9%。需要重点关注成本推动型通胀问题。

图 10：中国 CPI、PPI 走势

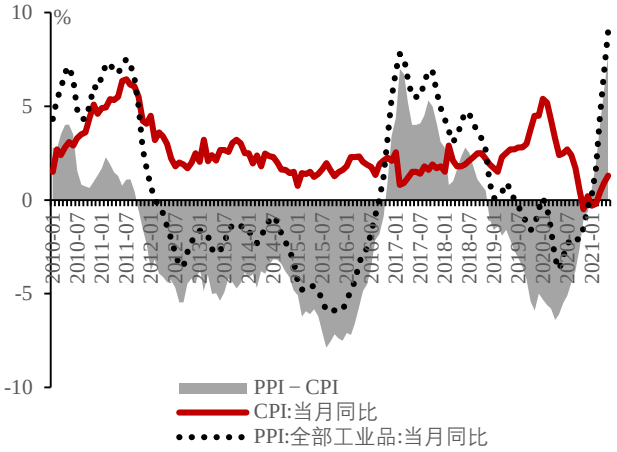
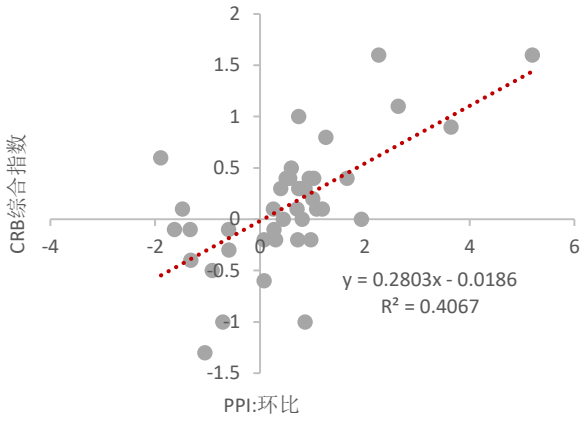


图 11：中国 PPI 环比与 CRB 指数相关性

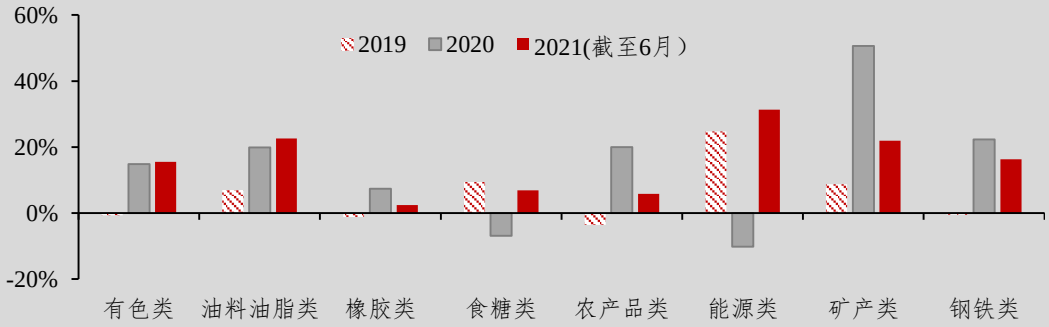


资料来源：Wind，中国银行研究院

专栏一：对本轮大宗商品价格飙升的分析

2021 年上半年，大宗商品价格呈现大幅、快速上涨态势。截至 6 月 16 日，能源类、钢铁类、矿产类、有色类、农产品类和油料油脂类大宗商品指数创近 3 年新高。

中国大宗商品价格指数变化趋势



资料来源：Wind，中国银行研究院

本轮大宗商品价格飙升是全球经济复苏、供需关系短期调整、流动性宽裕、美元贬值以及金融市场投机炒作等多种因素交织作用的结果。一是全球经济复苏促使需求升温，供需错配矛盾凸显。随着各国复产复工，铁矿石、纸浆等原材料需求量明显加大。截至 2021 年 6 月 25 日，代表大宗商品需求的波罗的海干散货指数（BDI）为 3255，相较去年同期涨幅超过 87%。但疫情对大宗商品供给带来负面影响，主要大宗商品生产国开工困难、产

能下降，大宗商品产业链也受到冲击。此外，“碳中和”相关的限产政策也对大宗商品供给形成约束。大宗商品出现明显的供需失衡。二是大宗商品兼具一般商品和金融产品双重特点，在全球宽松的货币政策背景下，流动性过剩导致的通货膨胀和资产价格上涨都直接推高大宗商品价格。为对冲疫情影响，2020 年全球主要经济体实施了超宽松的货币政策，美联储总资产由 4.2 万亿美元扩表至 7.4 万亿美元。三是受资产价格上涨的轮动效应影响，更多资本涌入大宗商品，导致大宗商品的金融属性上升，价格波动性加大。

展望未来，大宗商品全球供需缺口收敛步伐迟缓，短期内大宗商品价格或将保持高位。全球经济复苏持续推进，大宗商品需求动力正逐渐从中国转向全球。随着美欧等主要经济体疫苗顺利推广，经济复苏势头较强，外需仍有修复空间。但受疫情影响大宗商品的供给恢复较慢，巴西、智利等主要原材料生产国疫情形势依然较为严峻，大宗商品供给恢复速度慢于需求恢复速度。

长期来看，大宗商品价格持续大幅上涨动力不足。一是疫情影响仍未消退，全球经济脆弱性依然较大。印度等国新冠疫情的再度蔓延以及变异病毒的传播，给未来形势增加了较大不确定性。新兴经济体在疫苗研发、接种等方面滞后于发达经济体，可能导致复苏进程延后。二是美联储或将调整货币政策方向。6 月份美联储议息会议将 2021 年 PCE 通胀预期由 2.4%大幅上调至 3.4%，将 2021 年核心 PCE 通胀预期由 2.2%大幅上调至 3%。受益于疫情形势改善，美国经济复苏势头强劲，叠加当前美国通胀快速抬升导致美国货币政策调整压力增大。三是中国稳定大宗商品价格的政策“组合拳”接连打出。为遏制大宗商品价格不合理上涨，近期有关部门积极加强监管联动，突出重点综合施策，为“高烧”的市场降温。

2021 年上半年关于稳定大宗商品价格的相关会议精神

时间	会议名称	主要内容
3 月 25 日	李克强总理主持召开部分地方政府主要负责人视频座谈会	当前国际环境依然复杂，带来多方面影响特别是大宗商品价格上涨快。
4 月 8 日	国务院金融稳定发展委员会第五十次会议	要保持物价基本稳定，特别是关注大宗商品价格走势。
5 月 12 日	国务院常务会议	要跟踪分析国内外形势和市场变化，做好市场调节，应对大宗商品价格过快上涨及其连带影响。
5 月 19 日	国务院常务会议	做好大宗商品保供稳价工作，保持经济平稳运行。

资料来源：中国银行研究院

5. 成本上升、外部供应链不稳定对一些行业发展带来一定冲击

2021 年以来大宗商品价格持续大幅上涨，这利好上游采矿业和原材料制造业，前 4 个月其利润分别同比增长 1.03、3.66 倍，均明显高于规模以上工业平均水平。而原材料价格的上升会推高中下游行业成本，挤压原材料投入较多、溢价能力较弱的行业企业的利润，目前金属制品、通用设备等中游行业利润增长已有所放缓，纺织业等下游行业利润两年平均增速仍然为负。同时疫情、经贸摩擦等加大产业链供应链不稳定性。比如，“芯片”短缺影响汽车、手机等生产；防疫措施进一步降低港口周转效率，推动航运成本上升。小型企业经营压力相对更大。2021 年以来小型制造业企业 PMI 徘徊在 50%的景气线左右，5 月份再度低于 50%，为 48.8%。

（二）2021 年下半年经济形势展望：内需支撑作用将进一步提高

展望下半年，外部环境变化带来的不确定性是影响中国经济持续恢复的最大变数。全球疫情仍有不确定性，特别是印度等国家疫情再度蔓延及变异病毒的传播，增大中国疫情防控压力。世界经济复苏不平衡，发展中国家疫苗接种滞后于发达经济体，导致复苏进程延后，而美国等发达经济体经济加快回升，通胀水平和预期持续升温，美联储货币政策转向预期升高，由此带来的国际金融市场波动将对中国经济金融稳定带来一定冲击。疫后国际政经博弈进一步加剧，全球产业链供应链收缩重构，世界能源供需版图深刻变革，外部环境不稳定性不确定性增加。下半年消费、投资等增长延续改善趋势，两年平均增速将继续回升，内需支撑作用将进一步提高。外需增速放缓，两年平均增速将低于上半年，这“一升一降”将决定下半年中国经济增长总体走势。考虑到消费延续弱复苏态势，或难以恢复至疫情前水平，投资改善幅度有限，内需改善或难抵补外需增速放缓压力。同时需关注美联储货币政策转向外溢影响、美国推动遏制政策及贸易冲突、大宗商品价格传导效应等带来的波动。总体预计三季度

GDP 增长 6.3%左右，全年 GDP 增长 8.8%左右。

1. 消费保持弱复苏态势，年底或难以恢复至疫前水平

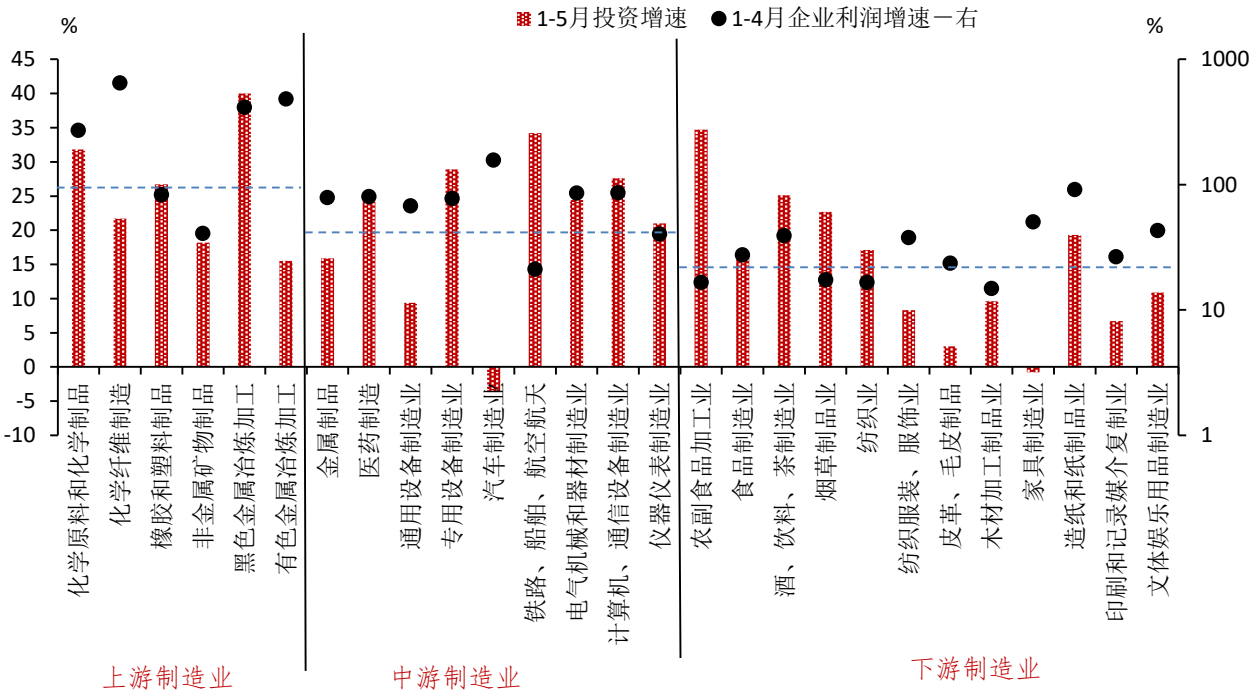
消费保持复苏趋势的支撑因素主要有以下几点。**一是经济整体保持恢复向好趋势**，同时，部分减负稳岗扩就业政策期限延长至 2021 年底，未来就业、收入有望随着经济恢复继续改善。**二是疫苗接种范围进一步扩大，为消费复苏创造条件。**截至 6 月 19 日，国内疫苗接种已经超过 10 亿剂次。到年底，疫苗覆盖率有望达到 80%。一方面，疫苗进一步普及将使得疫情对服务消费、线下消费的影响继续减小。另一方面，疫苗普及也将增强居民对经济恢复、出行安全等方面的信心，有助于消费意愿提高。**三是上半年以来出台的一系列促消费、稳物价政策的效果将持续显现，有利于消费扩大。**但由于居民收入水平提高、收入分配情况好转、对未来收入预期改善等都需要一定时间，并且收入提高向消费传导也需要过程。因此，尽管下半年消费保持恢复趋势，但消费两年平均增速到年底或仍难以恢复至疫情前水平，尤其是出行相关消费以及接触式消费恢复将更加缓慢。预计三季度消费同比增长 9.5%左右，全年消费增长 14.6%左右。

2. 投资保持稳定，制造业投资表现将好于房地产、基建

一是制造业投资进一步恢复。一方面，受益于企业盈利不断改善、库存周期开启等因素，企业投资意愿较强；另一方面，金融对制造业的支持力度依然较大，企业中长期贷款增速较快。预计下半年制造业投资将成为固定资产投资增长的主要动力。但需要密切关注大宗商品价格上涨、出口转弱可能带来的负面影响，未来下游制造业行业投资增速或维持较弱恢复（图 12）。**二是基建投资小幅提速。**2021 年地方债发行进度整体后移，随着下半年地方债发行提速，对基建投资的资金支持将增强。但当前制约基建投资的关键是项目质量和压实责任的防风险态度，而非资金短缺，在这些问题未得到妥善解决的背景下后续基

建难有明显改善，预计未来基建投资将小幅提速。**三是房地产投资增速高位收敛。**房地产政策趋紧对房地产投资的资金来源形成较大约束，前 5 个月，房地产开发资金来源中的贷款累计增速仅为 1.6%，总体融资增速为 29.9%。5 月份，国房景气指数为 101.17，已连续三个月下滑。预计三季度投资同比增长 9.1%左右，全年增长 7.9%左右。

图 12：制造业各子行业投资增速差异较大



注：蓝色虚线为上、中、下游制造业投资增速平均值。

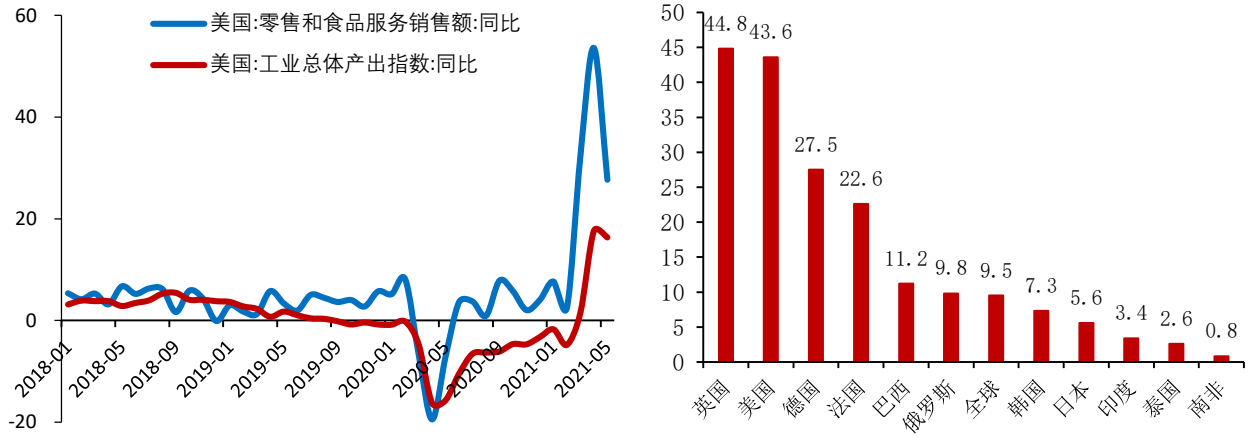
资料来源：Wind，中国银行研究院

3. 高基数效应带动出口增速回落

基数因素是影响下半年出口增速的重要因素，2020 年 3、4 季度出口分别同比增长 8.4%、16.6%，远高于上半年增速（-6.5%），高基数叠加发达国家产能逐步恢复、原材料成本较高等因素影响，预计 2021 年下半年出口增速逐季回落。但是，短期内全球需求保持恢复、新兴市场疫情反弹都是影响中国出口的因素，下半年出口增长回落幅度或好于预期。**一是多国疫苗接种加快，全球经济稳步**

复苏，生产和消费需求回升利好中国出口。欧盟定于 7 月 1 日全面使用“新冠通行证”，英国拟制定秋季疫苗加强剂计划，美国计划在 7 月 4 日前实现 70%的成年人至少接种一剂疫苗的目标。随着主要经济体进一步接种疫苗和开放经济，其生产和消费需求回升带来的外溢效应有利于中国出口保持增长。**二是下半年出口替代效应减弱幅度有限。**一方面，美国等发达经济体供需缺口仍然存在（图 13），特别是在超宽松货币政策环境下房地产市场处于上行周期，有利于带动中国家具家电、灯具等住房装饰产品出口。另一方面，目前全球疫苗分配不平衡，发达国家疫苗接种进展较快，东南亚地区多国疫苗接种率不足 5%（图 14）、疫情反弹拖累供应恢复进程。即使下半年发达国家向发展中国家增加疫苗输出，供应链恢复也需时间，短期内中国供应链和产能的比较优势将继续维持。预计三季度出口增长 9%左右，全年增速在 18%左右。

图 13：美国产出和消费增速　图 14：6 月中旬各国新冠疫苗完全接种占比（%）



资料来源：Wind，中国银行研究院

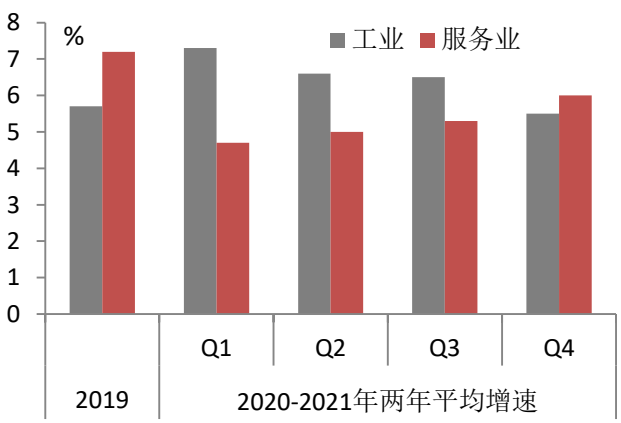
4. 内需动力回升夯实供给恢复基础，外需增速放缓、成本上升等加大企业经营压力

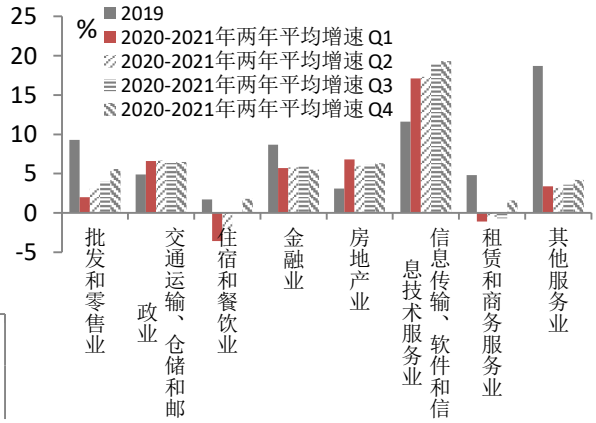
下半年随着基数逐步抬高，工业和服务业增加值增速将较上半年有所回落，预计三季度工业、服务业增加值分别增长 7.5%、6 %左右，全年分别增长 10.9%、

8.3%左右。工业领域，**一方面**，在疫情有效控制、宏观政策稳定持续支持背景下，消费、投资等活动持续恢复，对工业生产的支撑作用不断增强。国外疫情仍在蔓延，尤其是新兴经济体和发展中国家成为此轮疫情爆发的重点地区，由此带来的疫苗及相关医药物品需求将带动医药制造业继续强劲增长。同时 2021 年以来中国面临的外部政经关系进一步恶化，将倒逼中国加快对研发、高技术产业的投入，促进关键产品和技术的国内替代，推动高技术制造业继续较快增长。但**另一方面**，出口拉动作用将弱于上半年，此轮大宗商品价格上涨幅度与持续时间取决于需求反弹持续性、供给恢复程度、流动性等多个因素，可能出现大宗商品价格超预期上涨情况，成本上升等可能会给企业生产和投资带来的不利影响。综合来看，内需支撑作用增强，但或难抵补外需增速放缓带来的压力，工业增长或承受一定压力，四季度其增速或低于上年同期水平。

服务业领域，行业增长分化逐步收敛。随着货币政策正常化、“房住不炒”背景下房地产调控政策趋严，金融业、房地产业增加值增速继续回落。伴随内需的小幅改善，批发零售、交通运输仓储和邮政业等保持修复趋势，逐步回到疫情前增长水平，而受冲击较大的住宿餐饮业、租赁和商务服务业增加值增长或仍低于疫情前水平。信息传输、软件和信息技术服务业仍保持 15%以上的较快增长。

图 15：工业和服务业增加值增速预测　图 16：不同服务业行业增加值增速预测





资料来源：Wind，中国银行研究院

5. 通胀压力逐渐减轻， PPI 震荡回落、CPI 温和上涨

展望下半年，**CPI 将保持温和上涨，涨幅有所扩大。**一是上游原材料价格上涨向下游传导效果进一步凸显。二是经济复苏持续推进，需求改善将促进消费品价格水平回升。三是翘尾因素影响加大，下半年为 0.2 个百分点，明显高于上半年的-0.3 个百分点。预计 CPI 全年上涨 1.2%左右（图 17）。**PPI 涨幅高位震荡。**一是大宗商品价格或将高位盘整。展望未来大宗商品价格走势，预计短期内将维持高位，但长期持续大幅上涨动力趋弱。二是翘尾因素影响减弱。三、四季度分别为 1.8 和 0.9 个百分点，明显低于二季度的 2.6 个百分点。预计 PPI 全年上涨 5.6%左右（图 18）。

图 17：CPI 走势预测

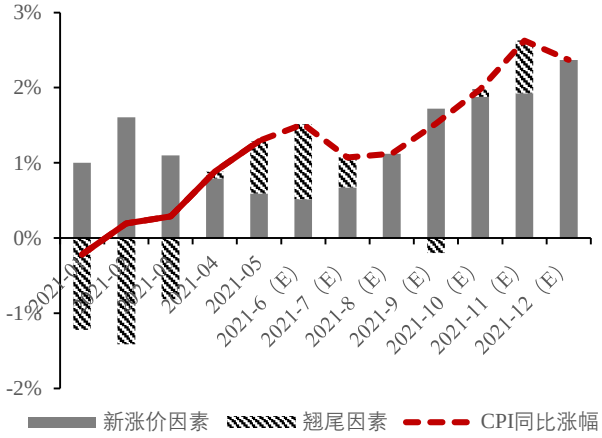
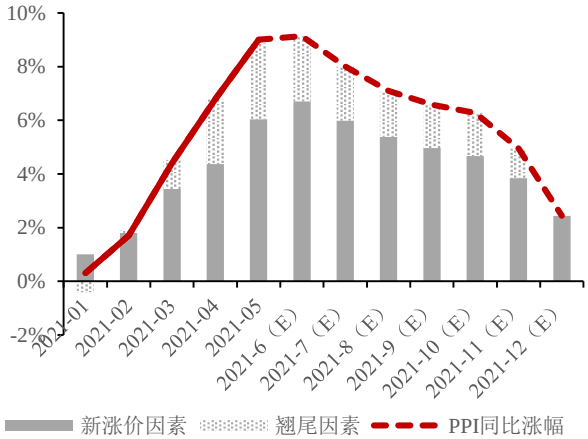


图 18：PPI 走势预测



注：虚线为预测值

资料来源：中国银行研究院

二、2021 年上半年金融形势回顾与下半年展望

（一）2021 年上半年金融形势回顾：在经济复苏和政策转向预期的博弈下，金融市场呈震荡波动态势

2021 年是“十四五”规划开局之年。伴随着经济基本面的持续改善，实体企业盈利能力不断恢复，金融市场运行整体稳定。然而，随着美联储货币政策

转向预期升温，全球金融市场调整压力加大， A 股市场改变了前期持续上扬的运行态势，出现了一定调整，但仍然在近年高位运行。人民币兑美元汇率改变了去年下半年以来单边大幅升值态势，呈现双边波动的新局面。主要呈现以下特点：

1．金融继续加大对实体经济的定向支持力度

虽然中国经济呈现稳中向好态势，但疫情期间受到较大冲击的部分服务性行业和企业依然较为脆弱，继续支持小微企业发展仍是巩固经济基础的重要抓手。为此，货币政策更加注重结构性操作。**一是货币政策逐步回归常态。**5 月末，M2、社会融资规模存量同比增长 8.3%、11%，增速与上年同期相比放缓 2.8、1.5 个百分点（图 19）。**二是继续加大对小微企业支持力度，小微企业贷款保持较快增长。**2021 年 3 月，国务院常务会议决定，将普惠小微企业贷款延期还本付息政策和信用贷款支持计划进一步延期至年底，对小微企业再帮扶一把。普惠小微企业贷款增长实现量增、面扩。2021 年第一季度末，普惠小微企业贷款余额 16.7 万亿元，同比增长 34.3%，比上年末高 4 个百分点；普惠小微贷款支持小微经营主体 3527 万户，同比增长 26.6%（图 20）。**三是积极运用支农、支小再贷款等政策工具，引导金融机构加大对国民经济重点领域和薄弱环节支持力度。**一季度末，全国支农再贷款余额为 4422 亿元，支小再贷款余额为 9295 亿元，同比分别增长 58.83%、150.94%。值得注意的是，为提高金融体系的效率和质量，更好服务实体经济，2021 年以来金融供给侧结构性改革加快推动，包括且不限于深交所主板与中小板合并、新三板转板制度、完善存款利率自律上限定价机制等（表 1）。

图 19：货币社融增速有所回落

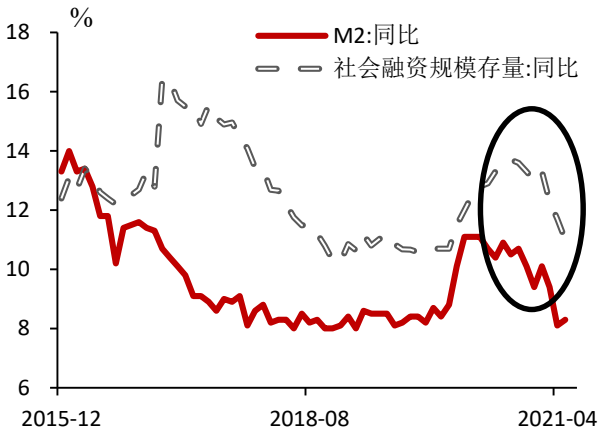
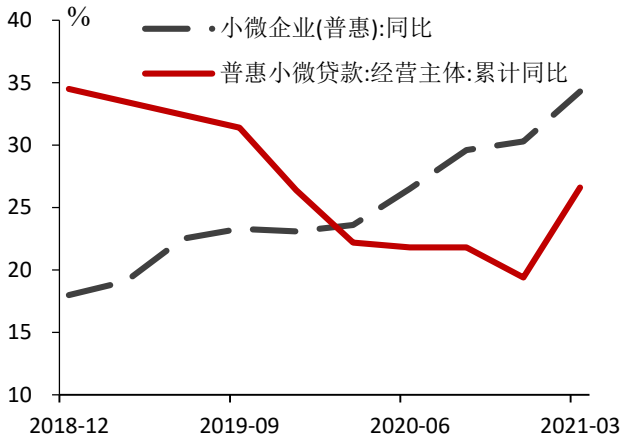


图 20：小微贷款及经营主体增速



资料来源：Wind，中国银行研究院

表 1：2021 年上半年主要金融政策梳理

时间	文件或政策	主要内容
2021 年 1 月	证监会发布《关于加强私募投资基金监管的若干规定》	对私募基金管理人等主体提出“十不得”禁止性要求，重申和强化私募基金行业执业的底线行为规范。
2021 年 2 月	沪深交易所发布《深圳证券交易所关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司向创业板转板上市办法（试行）》等	新三板转板上市制度正式落地。
2021 年 2 月	证监会发布《公司债券发行与交易管理办法》	明确注册条件、注册程序及相关监管要求。
2021 年 3 月	国务院常务会议决定延期直达实体经济货币政策工具期限	普惠小微企业贷款延期还本付息政策和信用贷款支持政策延期至 2021 年底。
2021 年 3 月	证监会发布《上市公司信息披露管理办法》	完善信息披露基本要求和定期报告制度，降低信息披露成本。
2021 年 4 月	证监会决定主板和中小板合板	深交所启动合并深市主板中小板相关准备工作，历时两个月，两板合并于 4 月 6 日正式实施。
2021 年 6 月	市场利率定价自律机制优化存款利率自律上限确定方式	将原有存款基准利率一定倍数形成的存款利率上限改为加点的方式确定，有助于维护市场竞争秩序，更好推动利率市场化改革。

资料来源：Wind，中国银行研究院

2．金融监管环境持续趋严，业务发展更加规范

一是积极引导信贷投向，防止资金违规进入楼市。近期，信贷市场上出现

了经营贷流入房地产的情况。北京银保监局披露，2020 年下半年以来涉嫌违规流入北京房地产市场的个人经营性贷款金额约 3.4 亿元，约占经营贷自查业务总量的 0.35%。2021 年 3 月 26 日银保监会和央行发布的《关于防止经营用途贷款违规流入房地产领域的通知》从制度上对贷款流向给予了规范，堵住了普惠贷款等政策优惠型资金违规流入房地产市场的漏洞，有助于降低房地产市场的风险。

二是加强平台经济监管，严格规范互联网金融业务。由于互联网金融业务存在高息揽储、违规放贷等不合理现象，在风险控制方面存在制度缺失，互联网金融业务已成为当前监管部门的重点聚焦对象。《关于规范商业银行通过互联网开展个人存款业务有关事项的通知》《关于进一步规范商业银行互联网业务贷款的通知》的发布提出了三个贷款业务量化监管指标，规定地方性银行不得跨区域开展贷款业务，叫停地方性银行的异地存款业务。此外，中国银保监会还将蚂蚁花呗等互联网金融企业的业务纳入到监管当中。这些政策的实行一方面将引导平台企业理性竞争，支持鼓励其立足服务实体经济加强基础研究和创新，另一方面通过出台量化监管指标来细化互联网金融业务的监管，降低了金融风险（表 2）。

三是严格管控地方债务风险，明确降低政府杠杆率。2021 年地方债集中到期，偿债规模将超过 2.5 万亿元，与隐性债务相关的城投债到期、回售规模也将超 3.3 万亿元，这将显著增加地方债务风险。自 2020 年底的中央经济工作会议提出“抓实化解地方政府隐性债务风险工作”之后，2021 年 3 月 15 日，国常会明确“政府杠杆率要有所降低”。这表明 2021 年将严格控制新增的地方隐性债务，加快化解存量隐性债务，同时对地方政府通过融资平台、PPP、政府投资基金、购买服务等违法违规方式举债的行为保持高压监管态势。

表 2：2021 年上半年以来金融监管政策一览表

时间	文件或政策	具体内容
2021 年 3 月 2 日	国新办举办银行业保险业高质量发展新闻发布会讲话	银保监会主席郭树清指出“中国房地产现在金融化、泡沫化问题还比较强”。
2021 年 3 月 16 日	十九届五中全会发布《十四五规划和 2035 年远景目标纲要》	实施房地产市场平衡发展长效机制，促进房地产与实体经济均衡发展……推进房地产税立法……加强房地产金融调控，发挥住房税调节作用”。加强房地产金融调控，发挥住房税调节作用。
2021 年 3 月 26 日	银保监会等发布《关于防止经营用途贷款违规流入房地产领域的通知》	禁止经营贷资金流入房地产市场。
2021 年 1 月 13 日	银保监会等发布《关于规范商业银行通过互联网开展个人存款业务有关事项的通知》	互联网存款业务被叫停。
2021 年 2 月 19 日	银保监会发布《关于进一步规范商业银行互联网业务贷款的通知》	规定地方性银行不得跨区域开展贷款业务。此外，还将蚂蚁花呗等互联网金融企业的业务纳入到监管当中。
2021 年 2 月 8 日	人民银行发布《2020 年四季度货币政策执行报告》	禁止地方法人银行通过各种渠道揽存开办异地存款。
2021 年 3 月 26 日	银保监会发布《商业银行负债质量管理办法》	叫停地方性银行的异地存款业务。
2021 年 3 月 15 日	国务院常务会议讲话	明确提出“政府杠杆率要有所降低”。

资料来源：Wind，中国银行研究院

3.“碳中和”目标确立，绿色金融进入快车道

2020 年 9 月，习近平主席郑重宣布中国将实施“30·60”碳减排目标（2030 年碳排放达到峰值，2060 年实现净零排放，即碳中和），此后各部委紧锣密鼓加快行动，先后出台了《关于促进应对气候变化投融资的指导意见》《关于加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见》《碳排放权交易管理暂行条例（草案修改稿）》等一系列政策文件（表 3）。全国碳排放权交易市场也预计于 2021 年 6 月底启动运营。当前，碳达峰、碳中和各项工作正有条不紊地从理念转变为实际行动，将对未来中国经济发展模式、产业发展格局等产生重大而深远地影响。一方面，大量传统产业经受洗礼，变革还是被淘汰是企业绕不过去的选择；另一方面，向绿色发展转型也会带来大量机遇，绿色金融发展将进入

快车道。

表 3：“碳中和”目标下绿色金融相关最新政策文件

时间	文件或政策	主要内容
2020 年 10 月	生态环境部等发布《关于促进应对气候变化投融资的指导意见》	气候投融资领域的首份政策文件，明确了气候投融资的定义与支持范围，对气候投融资作出顶层设计，引导资金、人才、技术等各类要素资源投入应对气候变化领域。
2020 年 12 月	生态环境部发布《碳排放权交易管理办法（试行）》	建设全国碳排放权交易市场，2021 年 2 月 1 日起开展全国碳排放权集中统一交易。
2021 年 3 月	人民银行提出“三大功能”“五大支柱”绿色金融发展政策思路	五大支柱：完善绿色金融标准体系，强化金融机构监管和信息披露要求，逐步完善激励约束机制，不断丰富绿色金融产品和市场体系，积极拓展绿色金融国际合作空间。
2021 年 2 月	国务院发布《关于加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见》	培育绿色交易市场机制。进一步健全碳排放权等交易机制，降低交易成本，提高运转效率。
2021 年 3 月	生态环境部发布《碳排放权交易管理暂行条例（草案修改稿）》	提出设立国家碳排放交易基金，现存地方市场将逐步纳入全国市场，强调多部门协调合作，重视碳市场的金融属性。
2021 年 4 月	人民银行等发布《绿色债券支持项目目录（2021 年版）》	绿色项目界定标准更加科学准确，煤炭等化石能源清洁利用等高碳排放项目不再纳入支持范围；债券发行管理模式更加优化，首次统一了绿色债券相关管理部门对绿色项目的界定标准；为中国绿色债券发展提供了稳定框架和灵活空间，推动绿色金融领域的国际合作。
2021 年 4 月	中共中央办公厅、国务院办公厅发布《关于建立健全生态产品价值实现机制的意见》	制定生态产品价值核算规范并推动核算结果应用；通过设立市场化产业发展基金等方式，支持基于生态环境系统性保护修复的生态产品价值实现工程建设；鼓励银行机构按照市场化、法治化原则，创新金融产品和服务，加大对生态产品经营开发主体中长期贷款支持力度，合理降低融资成本，提升金融服务质效。
2021 年 6 月	中国人民银行发布《银行业金融机构绿色金融评价方案》	明确纳入绿色金融评价方案的银行名单；确定了定量和定性两类绿色金融评价指标，定量指标权重 80%，定性指标权重 20%；将绿色金融评价结果纳入央行金融机构评级等中国人民银行政策和审慎管理工具中；同时，鼓励中国人民银行分支机构、监管机构、各类市场参与者积极探索和依法依规拓展绿色金融评价结果的应用场景。

资料来源：Wind，中国银行研究院

目前，中国已形成多层次绿色金融产品和市场体系。据人民银行统计，截至2021年第一季度末，中国本外币绿色贷款余额13.03万亿元，同比增长24.6%，高于各项贷款增速12.3个百分点；绿色债券总发行额达1170亿元，约占2020年绿债总发行额的42%；银行间市场的碳中和债已经累计发行656.2亿元。但是，相较于碳达峰、碳中和目标下的巨大需求而言，绿色金融的发展依然任重

道远（表 4）。因此，需要金融机构从发挥资金供给作用、引领生产要素配置、跨时空交换风险和收益、提供流动性等多方面发力，助力中国绿色金融在快车道上高质量发展。

表 4：绿色金融需求预测

预测机构	减碳情景	目标时间	总投资规模（万亿元）
国家发改委价格监测中心	碳中和	2060 年前	139
清华大学气候变化	2°c 情景	2050 年前	127.24
与可持续发展研究院	1.5°c 情景	2050 年前	174.38
中国投资协会	碳中和	2060 年前	70
中金研究院	碳中和	2060 年前	139

资料来源：Wind，中国银行研究院

4．金融体系需要关注局部风险及外部风险传导问题

随着经济持续复苏，中国金融体系风险趋于收敛。一方面，宏观杠杆率稳中趋降，各部门债务风险有所缓解。一季度末，宏观杠杆率为 267.8%，比 2020 年末下降 2.3 个百分点。其中，非金融企业部门、政府部门杠杆率分别下降 0.9 和 1.3 个百分点（图 21）。另一方面，在两项直达实体经济货币政策工具延期及加快不良资产处置等政策支持下，银行资产质量继续改善。一季度末，商业银行不良贷款比率为 1.8%，比 2020 年末下降 0.04 个百分点（图 22）。当前需要关注部分潜在风险点包括：**一是美联储货币政策提前转向的风险。**美联储货币政策一旦转向，其带来的杠杆效应将引发全球金融市场动荡，新兴市场国家将出现资本外流，汇率大幅贬值不可避免，这可能将对中国的资本流动和人民币汇率带来一定压力。**二是大宗商品价格持续上涨的风险。**大宗商品价格如果延续上涨态势，会导致企业进口成本持续上升，继而对中国经济的稳健运行产生影响。同时，大宗商品价格持续上升将进一步推高 PPI，最终传导至 CPI，这将对货币政策带来一定掣肘。**三是房地产交易持续升温的风险。**2021 年以来房地产市场交易火热，尤其部分城市房地产市场出现非理性升温。房地产市场的火

爆反映出当前楼市泡沫化问题仍然严峻，这不仅将对金融稳定和经济复苏带来潜在影响，而且还会进一步压缩实体经济发展空间。**四是信用风险继续上行的风险。**2020 年债市“违约潮”的影响仍未消退，企业债券融资规模同比出现萎缩，融资压力加大会影响企业偿付能力。同时，2021 年以来，工业企业应收账款同比增速已经达到 16%以上，为 2013 年以来新高。2020 年，中国上证交易所上市公司应收账款周转天数平均为 86.29 天，近年来呈现持续上升态势。

图 21：一季度各部门杠杆率相比上年末变化

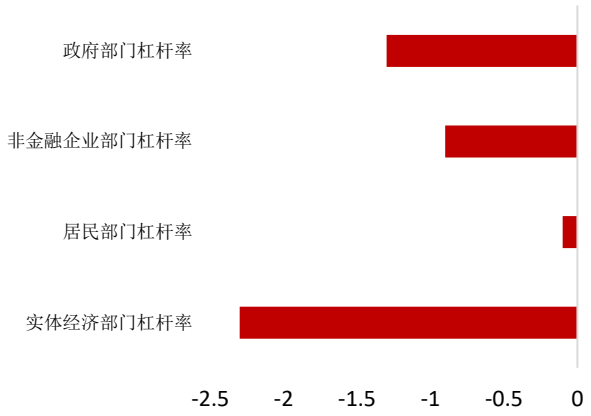
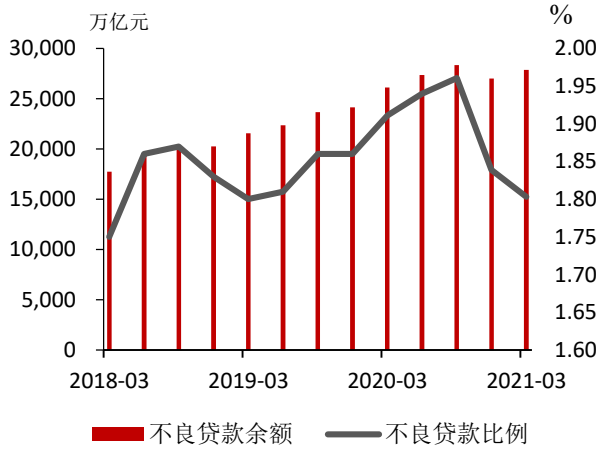


图 22：商业银行资产质量变化



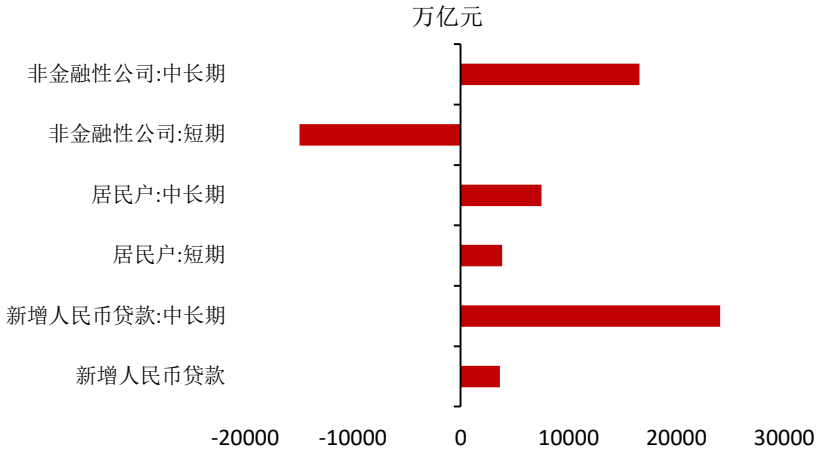
资料来源：Wind，中国银行研究院

5. 人民币信贷平稳增长，信贷结构持续优化

上半年，新增人民币贷款继续保持增长，信贷结构持续优化。1-5 月，金融机构新增人民币贷款共计 10.64 万亿元，同比多增 3643 亿元，主要是中长期贷款同比多增 2.4 万亿元（图 23）。**一是企业对经济前景预期看好，中长期贷款需求明显上升。**1-5 月新增非金融企业人民币贷款 6.91 万亿元，同比少增 9313 亿元，原因是企业短期贷款数量大幅减少。1-5 月企业短期贷款减少 1.49 万亿元，这可能是由于大宗商品价格上涨挤压了企业利润空间，企业主动补库存动力不足所致。但企业中长期贷款同比多增 1.6 万亿元，说明企业对经济长期发展前景看好，中长期资金需求动力充足。**二是房地产交易回暖，居民部门中长期贷款增幅较大。**1-5 月居民贷款同比多增 1.13 万亿元，尤其是居民中长期贷款多

增 7493 亿元。一方面，去年房地产交易受疫情影响较大，造成数据基数较低。另一方面，2021 年以来房地产市场交易持续火热，部分城市居民购房热情高涨，交易规模持续走高。1-5 月份，30 个大中城市商品房成交面积累计比 2020 年增长了 61%，比 2019 年增长了 20.3%。

图 23：2021 年 1-5 月新增人民币贷款分项同比变动



资料来源：Wind，中国银行研究院

6．政策利率维持不变，市场利率“同频共振”

2021 年上半年，中国利率主要呈如下特征：**一是政策利率维持稳定。**2021 年以来， 7 天期逆回购和 1 年期 MLF 利率均未做调整，政策利率体系保持稳定，维持“按兵不动”。在 MLF 未做调整的影响下，LPR 利率也未做调整，体现了货币政策的“稳健”思路。**二是货币市场利率出现上升。**年初以来，同业拆借加权平均利率、质押式回购加权平均利率多数月份均在 2%以上，去年 1-5 月则大都在 2%以下。截至 6 月 25 日，DR007、R007 等货币市场关键利率品种同比上升 6、34 个 BPs（图 24）。整体看，与去年同期相比，货币市场利率有所上行，市场流动性呈现边际收紧态势。但与 2019 年相比，市场流动性仍然整体宽松。**三是企业债发行利率维持稳定。**上半年，AAA 级企业债 10 年期发行利率最高为 3.65%，20 年期最高为 3.84%，与去年相比没有太大变化，整体维持稳定态势。**四是信贷市场利率略有上行。**一季度末，贷款加权利率、一般贷款

利率、企业贷款利率为 5.1%、5.3%和 4.63%，与去年年底相比分别上升 0.07、0 和 0.02 个百分点，企业融资成本稳中略升（图 25）。整体看，货币市场、债券市场、信贷市场利率基本体现出“同频共振”的特点，2021 年融资环境与去年相比边际偏紧，这与经济复苏的态势是基本匹配的。

图 24：主要货币市场利率变动情况

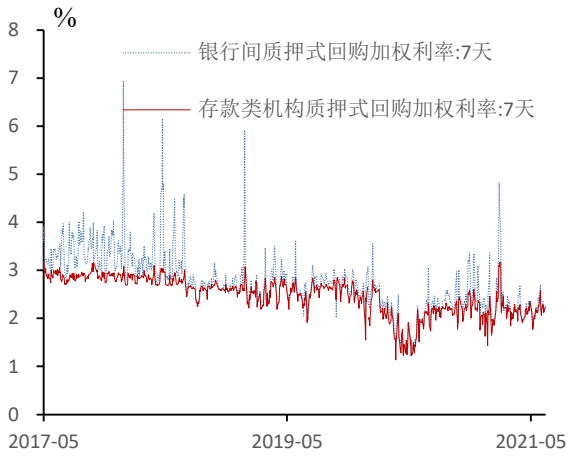
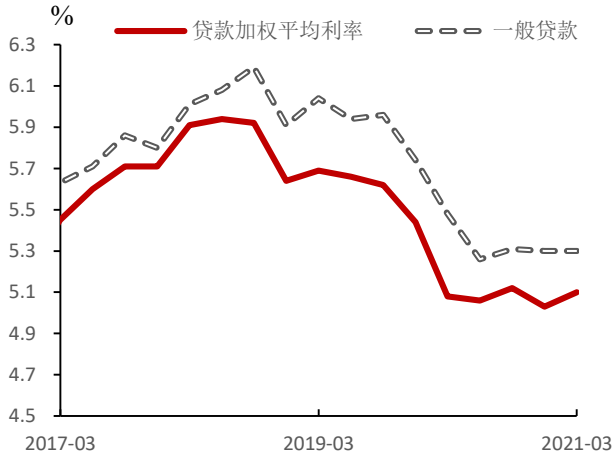


图 25：企业贷款利率变动情况

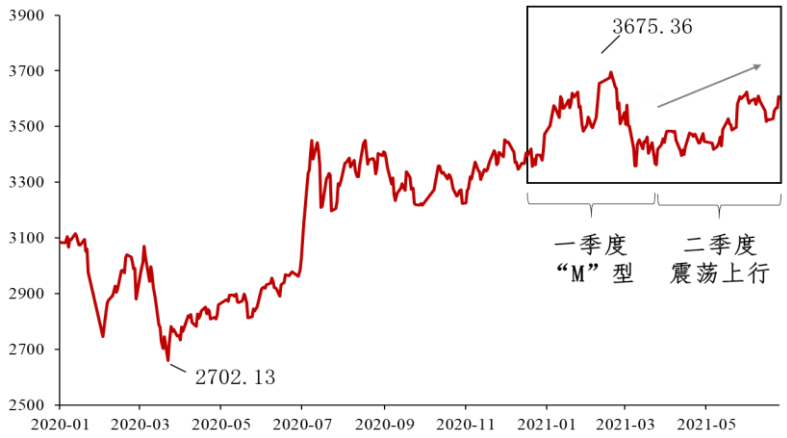


资料来源：Wind，中国银行研究院

7. A 股市场震荡加大，板块分化明显

2021 年上半年，受流动性收紧预期及美股的传染效应影响，A 股改变了去年下半年以来节节走高的运行态势，整体波动有所加大。截至 2021 年 6 月 25 日，上证综指收于 3607.51 点，较 2020 年底上涨了 3.87%，涨幅相比上年明显缩小（13.87%）（图 26）。分阶段来看，一季度 A 股震荡加剧，最高收盘价达到 3731.69 点，最低收盘价跌至 3359.29 点；二季度以来，大盘先是在 3400-3500 点维持箱体震荡，后于五一黄金周后开启震荡上升行情。尽管 A 股出现了一定调整，但仍处于疫情后的高位。一方面，上半年经济稳步复苏和各项资本市场改革政策的平稳落地，为股市提供了基本面支撑。另一方面，上半年上市公司盈利能力显著增长，是股市的核心驱动力。据统计，截至 4 月底，A 股共有 322 家上市公司在一季报中披露 2021 年半年度业绩预告，其中 189 家预喜，占比达 58.7%。

图 26：上证指数走势



资料来源：Wind，中国银行研究院

上半年，A 股板块分化明显（图 27）。**一是**为实现“双碳”目标，年初以来各项降碳减排政策有序落地，政策红利推动能源板块、新材料板块持续攀升。**二是**随着国内疫情得到控制，经济形势稳步向上，社会消费品零售总额快速回升，日常消费板块涨势较好。**三是**国家高度重视核心技术的突破，2021 年以来多次在国家级会议中强调科学技术的自立自强。受此影响，二季度以来信息技术板块逐步摆脱纳斯达克指数的波动影响，重返上涨通道。**四是**疫情相关行业（主要是疫苗、体外诊断（IVD）市场和独立医学实验室行业（ICL）、抗疫相关医疗器械等）业绩表现亮眼，带动医疗保健板块增长。**五是**受监管政策趋严影响，房地产、金融等板块延续弱势盘整态势。

图 27：行业指数涨跌势图（%）

	2021年1月	2021年2月	2021年3月	2021年4月	2021年5月	2021年6月
能源	-4.21	7.05	1.87	0.55	6.39	7.37
材料	4.02	4.84	-5.50	5.24	7.24	-1.10
工业	-0.63	-0.39	-1.70	0.01	5.31	-0.07
可选消费	-1.03	-1.46	-1.49	1.82	2.52	-1.13
日常消费	1.40	-2.20	-4.68	4.36	6.56	-3.39
医疗保健	0.69	-1.46	-3.23	11.66	4.04	-3.10
金融	-0.58	1.68	-2.42	-2.91	5.42	-4.84
信息技术	-0.74	-3.07	-5.67	2.81	4.84	2.31
电信服务	-5.65	1.08	-2.31	-2.58	2.75	2.68
公用事业	-3.13	-0.46	16.06	-8.34	4.49	-1.58
房地产	-8.00	9.53	-5.04	-1.18	1.90	-5.88

资料来源：Wind，中国银行研究院

8．人民币双向波动加大，整体走强

上半年，人民币汇率整体呈现出先贬后升的态势。截至 2021 年 6 月 25 日，人民币兑美元汇率为 6.4553，与 2020 年年底相比升值了 1.3%。其中，1 月份到 3 月份人民币处于贬值阶段，人民币兑美元汇率由 6.4628 下降至 6.5739，贬值幅度达到 1.69%，4 月份到 6 月份人民币开始升值，人民币兑美元汇率由 6.5739 上升至 6.3903，迅速升值 2.87%。尤其是 5 月 24 日-31 日，人民币汇率升值速度明显加快，升值幅度达到了 1.07%（图 28）。上半年人民币汇率走势主要受以下因素影响：

一是美元指数由强变弱，人民币汇率出现被动升值。年初以来，随着疫苗推广速度加快，美国经济复苏强劲，美元指数出现上升。但 4 月之后，欧洲经济复苏加快，美国失业率等经济指标不及预期，再加上美联储货币政策依旧保持宽松，美元指数出现了快速下跌，这导致近期人民币汇率出现升值。

二是中美利差保持稳定，跨境资本流入动力由弱转强。4 月份以来，美债收益率上升趋势被打断，改变了一季度中美利差下降的态势，跨境资本也开始加速流入。截至 6 月 25 日，中美 10 年期国债利差为 160 个 BPs，与 4 月初持平，但 4 月份美国通胀率达到了 4.2%，美国实际收益率出现下降，风险资产价格回暖，中国资本流入增多，4 月份，境外机构和个人净增持了 581 亿美元的人民币债券，“陆股通”项下累计净买入 526 亿美元。

三是近期存在单边升值的预期。上半年，人民币汇率预期整体保持稳定。但在 5 月份，外汇市场出现追涨杀跌现象，人民币汇率形成了单边升值的预期。5 月 25 日到 28 日，银行间市场即期询价成交量日均在 470 亿美元以上，比去年 12 月的均值高出 7.06%。1 年期 NDF 隐含的人民币汇率预期也出现了 0.25%左右的升值预期（图 29）。人民币汇率的快速升值可能引起企业出现恐慌性外汇卖盘。随后人民银行上调了 2 个百分点的外汇存款准备金率，冻结了约 200

亿美元外汇流动性，增加了企业将美元兑换为人民币的成本，减少市场上的美元流动性， 6 月份开始人民币汇率结束单边升值态势。

图 28：人民币汇率先贬后升

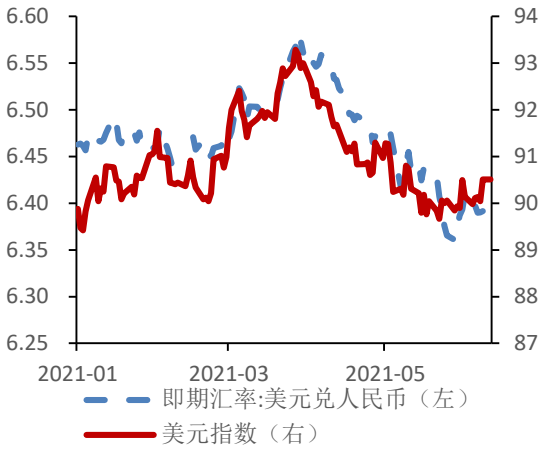
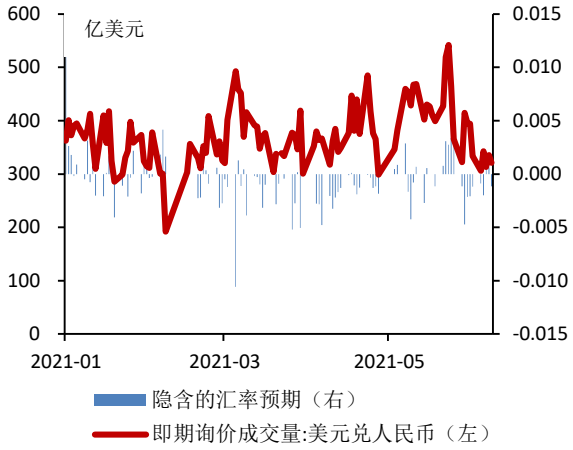


图 29：人民币汇率预期情况



资料来源：Wind，中国银行研究院

（二）2021 年下半年金融形势展望

展望下半年，中国经济将维持稳中向好态势，信贷需求保持温和增长，但考虑到货币政策逐步回归常态，叠加去年同期高基数影响，货币社融同比增速难以出现明显反弹；政策利率出现调整可能性不大，受通胀上行、信用风险溢价变化等因素影响市场利率将保持平稳运行； A 股延续震荡行情，但也不乏结构性亮点，包括消费、医疗、信息技术、新能源、电力、环保、有色等板块；人民币汇率出现单边走势概率不大，整体将维持宽幅震荡格局。

1. 货币社融同比增速难有明显反弹，中长期贷款有望继续保持增长

展望下半年，中国经济将维持稳中向好态势，金融环境转向宽松概率不大。**一是货币社融将保持低位运行。**3 月份以来，由于疫情导致的同比“低基数效应”已逐步转向“高基数效应”，M2、社融同比增速出现明显下降，金融数据增速基本已经回归至疫情前水平。下半年，虽然专项债支出额度和速度或将有所加快，但考虑到 2020 年社融增速最高峰尚未到来，预计社融增速难有明显反弹。

此外，我们预计 M2 增速将维持在“8”区间，不会出现明显波动。**二是中长期贷款有望保持稳步增长。**在经济稳中向好的态势下，企业融资动力充足，为确保政策不出现急转弯，融资增量将保持在一定规模。尤其近段时间以来，外贸出口持续保持超预期增长，预计中长期贷款仍将保持在较高水平。但在房地产政策趋严背景下，预计居民中长期贷款增量将有所收窄。**三是普惠小微企业贷款增速将继续保持在较高水平。**考虑到小微企业经营仍有困难，整体较为脆弱，需要确保支持力度。同时，考虑到针对大型银行的相应考核要求，预计普惠小微企业贷款增速将继续维持高位。

2．政策利率继续保持稳定，需警惕外部因素干扰

当前，中国经济金融运行整体平稳，利率政策出现明显调整可能性不大。预计下半年利率走势将呈现如下特征：**一是政策利率将继续维持平稳。**在经济稳中向好、金融市场运行稳健情况下，政策利率大概率不做调整，以稳定市场预期。**二是市场利率整体将维持稳定，但信贷市场利率仍有上行可能。**自 2020 年第二季度起，在经济加速回暖背景下，货币市场利率、债券市场利率开始稳步回升，DR007、R007 等关键利率品种围绕政策利率上下波动已成为政策调控的主要思路，并延续至今。预计下半年货币市场利率、债券市场利率将维持稳定。但考虑到去年信贷市场利率降幅较大，下半年贷款利率将维持不变或略有上升。**三是外部不确定性仍在，需警惕跨国风险传递导致的利率波动。**一旦美联储货币政策提前转向，全球金融市场短期内或将再次出现恐慌，引发大规模、集中性的资本外流，继而对汇率形成压力，包括中国在内的新兴市场国家的利率政策将受到一定影响。

3. A 股震荡行情将延续，四大板块值得关注

2021 年下半年，预计 A 股将延续震荡态势。**一是**中国宏观经济基本面的韧性显著，企业盈利能力上升预期强烈，将为 A 股提供内在驱动力。**二是**“珍惜

正常的货币政策空间”，货币政策将延续稳健，短期内信贷政策和资金环境不会出现大的变化。**三是**通胀预期仍对市场情绪形成一定压制，因此市场整体将呈现震荡行情。**四是**美国 CPI、PPI 数据都已显示通胀压力较大，美联储大概率将讨论缩减购债规模，未来需要关注资本流出造成的股市下行压力。

下半年，以下几个行业板块值得关注：**一是接触性消费行业，包括文体、旅游、线下零售、交通运输等。**随着中国国内疫情防控持续向好，疫苗接种不断扩围，影响接触型消费疫情因素将不断弱化；同时，经济总体恢复态势较好，企业经营和居民收入较去年继续改善，为接触性消费提供坚实的收入支持；此外，由于国际疫情形势尚存在诸多不确定性，出境游、境外购物等接触性消费转化为国内需求，成为国内接触性消费新增量。**二是医疗保健行业，包括医疗服务、抗疫物资、医疗美容、医疗器械、保健品等。**从需求来看，人口老龄化将释放更多的医疗服务需求，催生“银发经济”；后疫情时代抗疫医疗产品与服务可能常态化；消费升级使消费者将越来越愿意为了美而偿付医美产品与正畸产品的高溢价。**三是信息技术板块，包括半导体芯片、5G、消费电子、高端机械设备、高端军工企业等。**后疫情时代，经济社会数字化转型增加了 5G 手机、智能设备、汽车电子以及物联网等的需求。此外，在美国试图联合西方打压中国科技企业的背景下，高科技领域的国产替代进口的进程会加快，相关行业企业将迎来发展机会。**四是与“碳中和”相关的新能源、电力、环保、有色等板块。**特别是以光伏、风电、储能、氢能、新能源汽车为代表的新能源行业，在“碳中和”政策红利下，包括供应链上下游、制造端、运营端在内的全产业链都将受益于相关投资的拉动。

4. 人民币汇率将保持双向波动

促进人民币升值的因素包括：中国经济基本面依然良好，国际收支形势向好。当前中国经济复苏动力依然强劲，再加上印度、东南亚地区疫情反复，中

国的外部需求持续增加，未来出口增长具有一定稳定性，经常账户大概率保持顺差，为人民币汇率的稳定带来了坚实基础。资本项下也将呈现出资本流入的态势，5 月份，陆股通项下累计净买入金额达到 500 亿元以上，比年初增长了 2 倍以上。

不利人民币升值的因素有：一是美国经济持续恢复，美元指数将有所回升。虽然美国失业率、通胀率等经济指标不及预期，但随着疫苗的逐步推广，美国经济的强劲复苏是大概率事件，5 月份，美国 Markit 制造业 PMI 指数为 62.1%，自年初以来一直处于扩张区间，未来美元指数将不会持续保持下跌态势。**二是美联储提前收紧货币政策的概率增加。**5 月份，美国的通货膨胀率达到 5%的高位，若未来依然保持上涨态势，美联储可能会提前缩表或加息。6 月 17 日，美联储的议息会议上调了经济增长和 PCE 通胀预期（由 2.4%上调至 3.4%），点阵图也预期 2023 年底将会有 2 次加息，三季度缩减 QE 的概率上升。届时，资本从新兴市场国家流出的压力将不断增大，中美利差也将面临考验，人民币汇率存在贬值的压力。整体来看，下半年人民币汇率整体将呈现双向波动态势。

表 6：2021 年三季度中国经济金融主要指标及预测（%）

指　　标	2018 (R)	2019 (R)	2020 (R)	2021			
				Q1 (R)	Q2 (E)	Q3 (F)	全年 (F)
GDP	6.7	6.0	2.3	18.3	7.9	6.3	8.8
规模以上工业增加值	6.2	5.7	2.8	24.5	8.9	7.5	10.9
服务业增加值	8.0	7.2	2.1	15.6	7.9	6.0	8.3
固定资产投资额（累计）	5.9	5.4	2.9	25.6	12.0	9.1	7.9
消费品零售总额	9.0	8.0	-3.9	33.9	13.8	9.5	14.6
出口（以美元计）	9.9	0.5	3.6	48.9	26.7	9.0	18.0
进口（以美元计）	15.8	-2.7	-0.7	28.2	43.4	14.0	21.7
居民消费价格指数（CPI）	2.1	2.9	2.5	0.0	1.2	1.2	1.2
工业品出厂价格指数（PPI）	3.5	-0.3	-1.8	2.1	8.3	7.2	5.6
广义货币（M2，期末）	8.1	8.7	10.1	9.4	8.2	8.1	8.0
社会融资规模（存量，期末）	10.3	10.7	13.3	12.3	11.0	10.8	10.5

资料来源：中国银行研究院

三、宏观经济政策取向

（一）实施常态化财政资金直达机制，加快落实小微企业减税降费

一是继续实施精准有效的财政政策，推进落实“十四五”重大工程项目建设，发挥有效投资的关键作用。未来，政府将推动重大工程落地，发挥中央预算内投资、地方政府专项债等政府投资带动作用，并充分调动市场主体、社会力量参与重大工程项目。

二是实施财政资金直达机制常态化，更好发挥财政资金惠企利民作用。进一步扩大直达资金规模和受益范围，将中央财政民生补助各项资金整体纳入直达范围。同时强化直达资金管理，突出资金使用重点，着眼于促进经济稳中加固，继续支持保就业保民生保市场主体。

三是优化和落实减税降费政策。落实好小微企业普惠性减税降费政策的同时，进一步加大小微企业和个体工商户的税收减免力度，延续执行企业研发费用加计扣除 75%政策等。

四是加快下达普惠金融发展专项资金，加大支持市场主体融资发展的力度。集中财力支持创业创新；加强地方各级财政统筹，全力推进民营和小微企业贷款“增量、扩面、降本、保质”。

（二）货币政策需警惕外部输入性风险带来的传递效应

一是中国经济恢复动力不断增强，货币政策将坚持“以我为主”。2021 年以来，中国经济延续复苏态势，投资、出口保持加快回暖，尤其在全球疫情持续蔓延背景下，外贸出口连续保持超预期增长。此外，中国信贷投放节奏把握适度，宏观杠杆率稳中趋降，金融风险也同步缓解。在当前经济金融运行稳健背景下，货币政策将保持定力，坚持“以我为主”的思路，不轻易改变政策方向。

二是结构性货币政策工具仍是主要调控手段。维持再贷款、再贴现等政策稳定性，加大对涉农、小微、民营企业的资金支持力度。压实两项直达实体经济货币政策工具的作用，达到“精准滴灌”的效果。

三是重点领域金融支持力度将持续增强。加快推动对科技金融、绿色金融等领域的支持力度，健全金融支持科技创新体系，服务科技创新发展。同时，加快研究推出碳减排支持工具，更好助力碳达峰、碳中和目标实现。

四是提前做好外部风险传染预案。考虑到美联储货币政策转向、大宗商品价格上涨等因素将对中国经济金融运行带来一定干扰，后续需密切关注外部因素可能引发的人民币汇率波动、资本流出以及物价上涨等问题，提前做好应对方案。

（三）注重民生发展，加大“两新一重”和民生领域投资力度

加快探索知识、技术、管理、数据等要素价值的实现形式，积极扩大中等收入群体。同时，积极实施就业优先战略，扩大就业容量，着力保障低收入群体收入。未来，还将加快共同富裕示范区先行先试，积极复制成功经验，让发展成果更多更公平惠及全体人民。

投资方面，基建投资一方面将继续支持促进区域协调发展的重大工程，推进“两新一重”建设，实施一批交通、能源、水利等重大工程项目，建设信息网络等新型基础设施，发展现代物流体系等；另一方面，政府投资将更多向惠及面广的民生项目倾斜，如加快改造城镇老旧小区，提升县城公共服务水平。坚持“房住不炒”主基调，并综合运用加大土地供应、安排专项资金、实施集中建设、增加保障性租赁住房和共有产权房等多种手段，解决大城市住房问题。

（四）稳定市场预期，为企业应对内外部环境新变化提供政策保障

一是加强对大宗商品价格监测和预警，做好保供稳价。建立常态化市场沟

通机制，及时传递稳增长、控通胀的信息，稳定市场预期。根据市场变化投放大宗商品国家储备，缓解价格上涨压力，在投放中适当向中小企业倾斜。加强期货现货市场联动监管，排查异常交易和恶意炒作行为。注重引导和支持企业加强环保技术改造，增加优质产品供给。

二是打通产业链供应链堵点，保障企业稳定生产。支持大型企业搭建重点行业产业链供需对接平台。对因疫情等原因而出现供应链断裂的企业，积极帮助其寻找替代产品。加强对关键材料、关键零部件、关键装备的技术攻关，提升产业链供应链自主可控性。

三是加强跨境宏观审慎管理，稳定汇率市场预期。加强对跨境资金流动的监测、分析和预警，为美联储政策调整带来的外溢影响做好应对预案，避免出现资本流动大幅波动影响金融市场稳定。引导企业做好套期保值等汇率风险管理，增强应对汇率波动风险的能力。

四、专题研究

专题一：从人口普查看中国人口流动的新特征：城市群人口流动活跃，省内流动快速增长

全国第七次人口普查（下称“七普”）显示，十年来我国流动人口超预期增长，人口持续向大城市和都市圈聚集。2010 年以来，中国工业化、城镇化持续推进，带来了流动人口快速增长。截至 2020 年，人户分离的流动人口为 3.76 亿人，远高于国家统计局 2019 年公布的 2.36 亿人，也较 2010 年人口普查时增长了 70%。大规模流动人口为流入地城市经济注入了活力，带动了城市消费和财政收入增长。但与此同时，人口流动方向、年龄结构、就业领域、消费水平等也发生了很多新变化，对未来地区公共服务供给、产业结构等产生长期而重大的影响，值得高度关注。

（一）人口继续向东部地区和城市群集聚，流动人口年龄结构、流动方向

出现分化

1. 人口继续向东部发达省份和城市群都市圈集聚，北方人口向南方迁移

“七普”数据显示，一是人口进一步向东部地区、核心城市群集聚，西北、东北地区人口净流出。与“六普”相比，2020 年东部人口占比上升 2.15 个百分点，中部、西部和东北地区人口占比分别下降 0.79、0.22 和 1.20 个百分点，同时长三角、珠三角等主要城市群人口增长加快，集聚度增大。2010-2020 年，人口绝对数增长前四位的省份分别是广东、浙江、江苏、山东，而甘肃、内蒙古、山西、辽宁、吉林、黑龙江等 6 省出现人口萎缩，分别减少了 55.5 万、65.7 万、79.6 万、115.5 万、337.9 万、646.4 万人（图 30）。二是中西部地区省会城市吸引力增强。2010 年人口净流入的前 20 位的城市主要为上海、深圳、北京等东部沿海地区城市；2020 年人口流入排名前 20 的城市中，成都、西安、郑州、重庆、长沙等中西部地区省会城市的位置大幅上升（表 7）。

图 30：2010-2020 年省级常住人口规模变化

地区	2020GDP（亿元）	2020人口普查（万人）	2020人均GDP（元/人）	2010GDP（亿元）	2010人口普查（万人）	2010人均GDP（元/人）	人口绝对数变化（万人）	人口相对变化（%）	人均GDP增长绝对额（元/人）
广东	110761	12601	87897	45945	10432	44042	2169	20.8%	43855
浙江	64613	6457	100071	27400	5443	50342	1014	18.6%	49728
江苏	102719	8475	121205	41384	7866	52610	609	7.7%	68595
山东	73129	10153	72029	33922	9579	35412	573	6.0%	36616
河南	54997	9937	55348	22655	9403	24093	534	5.7%	31255
福建	43904	4154	105690	15003	3689	40664	465	12.6%	65027
广西	22157	5013	44201	8552	4602	18583	410	8.9%	25619
新疆	13798	2585	53371	5437	2182	24924	404	18.5%	28446
贵州	17827	3856	46228	4519	3475	13005	381	11.0%	33223
四川	48599	8367	58080	17185	8042	21370	326	4.1%	36710
重庆	25003	3205	78002	8065	2885	27960	321	11.1%	50042
河北	36207	7461	48528	18004	7185	25056	276	3.8%	23472
北京	36103	2189	164904	14964	1961	76299	228	11.6%	88605
陕西	26182	3953	66235	9845	3733	26375	220	5.9%	39859
上海	38701	2487	155606	17915	2302	77828	185	8.0%	77778
安徽	38681	6103	63383	13250	5950	22268	153	2.6%	41114
海南	5532	1008	54878	2021	867	23301	141	16.3%	31577
云南	24522	4721	51943	7735	4597	16828	124	2.7%	35115
天津	14084	1387	101570	6831	1294	52794	93	7.2%	48777
宁夏	3921	720	54432	1572	630	24942	90	14.3%	29490
湖南	41781	6644	62881	15574	6570	23705	74	1.1%	39177
西藏	1903	365	52157	507	300	16903	65	21.5%	35254
江西	25692	4519	56854	9383	4457	21054	62	1.4%	35800
湖北	43443	5775	75223	16227	5724	28350	51	0.9%	46873
青海	3006	592	50742	1144	563	20335	30	5.3%	30407
甘肃	9017	2502	36038	3944	2558	15420	-56	-2.2%	20618
内蒙古	17360	2405	72185	8200	2471	33189	-66	-2.7%	38995
山西	17652	3492	50556	8904	3571	24932	-80	-2.2%	25624
辽宁	25115	4259	58967	13896	4375	31766	-115	-2.6%	27202
吉林	12311	2407	51141	6410	2745	23351	-338	-12.3%	27790
黑龙江	13699	3185	43009	8308	3831	21685	-646	-16.9%	21325
全国	**1015986**	**141178**	**71965**	**412119**	**133281**	**30921**	**7897**	**5.9%**	**41044**

资料来源：各地统计局，中国银行研究院

表 7：六普、七普人口净流入排名前 20 位的城市（万人）

排名	六普	流入规模	七普	流入规模
1	上海	890	深圳	713
2	深圳	776	广州	597
3	北京	700	**成都**	581
4	东莞	640	**西安**	448
5	广州	464	**郑州**	397
6	苏州	409	**杭州**	323
7	佛山	349	**重庆**	320
8	天津	304	**长沙**	300
9	**成都**	256	**武汉**	254
10	宁波	190	佛山	230
11	**杭州**	187	苏州	228.2
12	厦门	173	北京	228
13	无锡	171	东莞	224
14	南京	168	南宁	208
15	中山	163	昆明	202
16	**武汉**	142	合肥	191
17	温州	133	上海	185
18	泉州	128	宁波	180
19	惠州	122	金华	169
20	**郑州**	118	贵阳	166

资料来源：各地方统计局，中国银行研究院

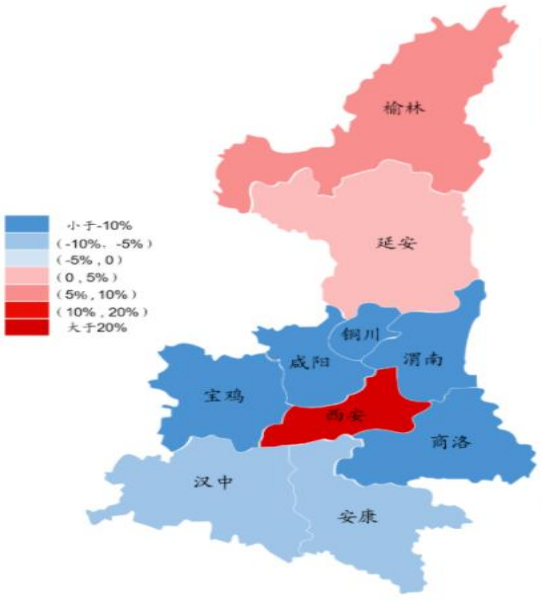
人口流动的基本逻辑在于人随产业走、人往高处走（即就业机会多、收入高），同时户籍政策、房价高低也是影响人口流动的重要因素。一是南方经济活力持续增强，南北方经济差距拉大。2003 年到 2012 年，北方经济总量在全国占比由 42.6%上升到 45.8%。但从 2013 年起，北方地区经济占比开始大幅下降，截至 2020 年，南方和北方的经济总量占比分别为 65%和 35%。这主要是由于广东、浙江、江苏等经济发达省份的制造业、服务业就业机会多，外贸活跃，市场经济活力充足，收入较高，对人口的吸引力增强。二是城镇化发展叠加人才吸引政策，中西部地区强省会崛起。为实现区域均衡发展，近年来国家政策支持省会城市建设国家中心城市和国家自主创新示范区等，不少省份举全省之力打造强省会，促进了成都、武汉、长沙、郑州等省会城市经济快速发展。同时，西安、武汉等城市大力出台一系列人才引进政策，在落户、购房方面给予

优惠政策，吸引了大量人才。三是北京、上海等一线城市高房价和收紧落户政策，疏解产业和人口，为人口流向其他城市提供了推力。一线城市平均租金为80元/月/平方米，远高于二、三线城市20-30元左右的水平。北京自2015年以来逐年压缩进京人才指标，上海收紧居住证转常住户口的政策。

2．人口省内流动加快，省内人口流动分化，农民工回流加快

一是人口省内流动和跨省流动的规模都在显著增加，但省内流动占比进一步上升。2020年，省内流动人口和跨省流动人口分别为2.51亿人和1.25亿人，各自比2010年增加1.15亿人和0.39亿人，增长了84.5%和45.3%。同时省内流动人口占全部流动人口的比重由2010年的61.2%进一步提升至2020年的66.8%，大约三分之二的流动人口属于省内流动人口。二是省内流动人口分布存在分化。比如，陕西省、四川省的省会城市人口大规模流入（图31、32），而周边部分城市人口净流出，江西、山西、河南等省份也具有这种特点。三是以农民工为主的流动人口加快回流。从2013年起，农民工回流已成为普遍现象，近十年来，农民工省内流动上升8.1个百分点（图33）。

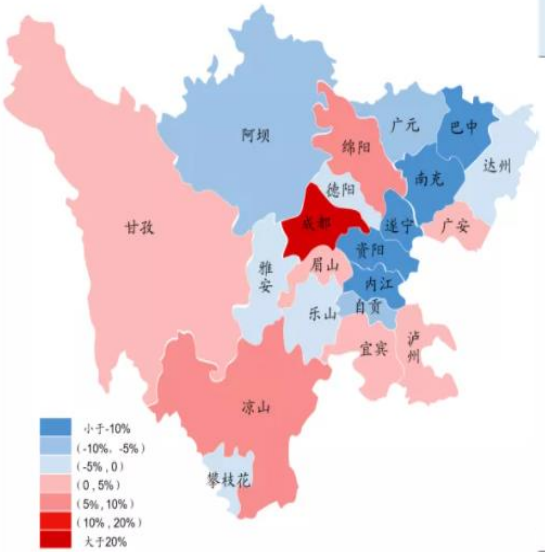
图31：陕西省人口流动情况



省/市	2020人口普查（万人）	2020占比	2010人口普查（万人）	2010占比	人口绝对数变化（万人）	人口相对变化（%）
陕西	3953	100.0	3733	100.0	220	5.9%
西安	1295	32.8	847	22.7	449	53.0%
榆林	362	9.2	335	9.0	27	8.2%
延安	228	5.8	219	5.9	10	4.4%
安康	249	6.3	263	7.1	-14	-5.2%
汉中	321	8.1	342	9.2	-20	-6.0%
宝鸡	332	8.4	372	10.0	-39	-10.6%
渭南	469	11.9	529	14.2	-60	-11.3%
商洛	204	5.2	234	6.3	-30	-12.8%
铜川	70	1.8	83	2.2	-14	-16.3%
咸阳	421	10.7	510	13.7	-88	-17.3%

资料来源：Wind，中国银行研究院

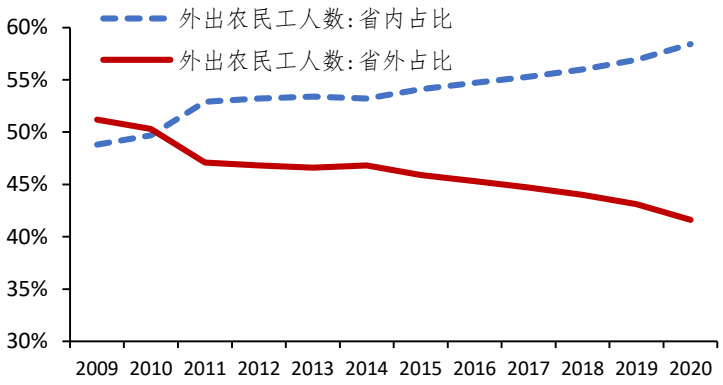
图 32：四川省人口流动情况



省/市	2020人口普查（万人）	2020占比	2010人口普查（万人）	2010占比	人口绝对数变化（万人）	人口相对变化（%）
四川	8367	100.0	8042	100.0	326	4.0%
成都	2094	25.0	1512	18.8	582	38.5%
凉山彝族自治州	486	5.8	454	5.6	32	7.1%
绵阳	487	5.8	462	5.7	25	5.5%
宜宾	459	5.5	447	5.6	12	2.6%
广安	325	3.9	321	4.0	5	1.4%
甘孜藏族自治州	111	1.3	109	1.4	1	1.3%
泸州	425	5.1	422	5.3	3	0.8%
眉山	296	3.5	295	3.7	0.4	0.1%
攀枝花	121	1.5	121	1.5	-0.2	-0.2%
达州	539	6.4	547	6.8	-8	-1.5%
乐山	316	3.8	323	4.0	-7	-2.2%
德阳	346	4.1	362	4.5	-16	-4.5%
雅安	143	1.7	150	1.9	-7	-4.6%
自贡	249	3.0	268	3.3	-19	-7.0%
广元	231	2.8	248	3.1	-18	-7.2%
阿坝藏族羌族自治州	82	1.0	90	1.1	-8	-8.7%
南充	561	6.7	628	7.8	-67	-10.7%
资阳	231	2.8	259	3.2	-28	-10.8%
遂宁	281	3.4	325	4.0	-43	-13.4%
内江	314	3.8	370	4.6	-56	-15.1%
巴中	271	3.2	328	4.1	-57	-17.3%

资料来源：Wind，中国银行研究院

图 33：外出农民工省内流动和省外流动的占比（%）



资料来源：Wind，中国银行研究院

人口省内流动加快和占比上升主要原因在于，产业在区域间的转移、一线城市和新一线城市大城市生活成本上升、农民工老龄化和城乡产融结合。

一是省会城市和就近的城市群城市圈快速发展，对本地劳动力的吸引增强。近年来，除珠三角、长三角城市群外，武汉、郑州等中部城市圈快速崛起，西部的成都、重庆、西安也快速发展，吸引了大量省域内人口的聚集。

二是随着国内制造业逐步向中西部迁移，农民工在本省、本地即可实现就业。中西部省份劳动力资源丰富、交通条件和营商环境不断提升，近年来政策支持中西部建设国家级经济开发区、自贸区，带来传统制造业迁入。2006 年至 2017 年，对外产业转移前五位的省份是上海、北京、天津、浙江、广东，承接产业转移前五位均是中西部省份，包括江西、安徽、河南、湖北、广西等。

三是大城市生活成本快速上升，农民工省内务工与跨省务工的收入差距缩小。2018 年以来，城市房租水平经历了较大幅度的增长，而外出农民工居住成本约占生活消费支出 45%左右，因此房租水平的上升无疑为其带来了不小的负担。尽管流动人口省内就业收入低于一线城市就业收入，但一线大城市的住房、生活成本更高，农民工省内省外就业的差距在缩小。

四是老一代农民工就业竞争力下降叠加城乡产融结合，部分农民工返乡养老和再就业。“七普”显示 50 岁以上农民工上升了 13.5 个百分点，按照农民工城市就业-农村养老的模式，老一代农民工年龄增大、体力衰退，逐步从城市返回家乡。同时城乡产融结合也带动了农民工返乡就业。在国家脱贫攻坚和乡村振兴政策下，城乡产业融合发展，农业产业化和农村基础设施投资带来大量就业机会，带动农民工就地就业和返乡就业。

3．流动人口的年龄结构分化，职业分布从工业、制造业领域向非生产性服务业转移

“七普”数据显示流动人口有 3.76 亿人，同时《2020 年农民工监测调查报告》显示，农民工总量为 2.86 亿人，农民工占流动人口的比重为 76%，因而农民工群体的特征具有代表性。从农民工年龄、教育背景和职业分布来看，一是年轻农民工占比明显下降，农民工老龄化加快。截至 2020 年，16-20 岁、21-30 岁的农民工占比分别较 2010 年下降 4.9 和 14.8 个百分点。相比之下，31-40 岁、41-50 岁、50 岁以上的农民占比分别较 2010 年上升 3.2、3、13.5 个百分点。

二是农民工受教育程度进一步提升。10 年期间，具有初中文化程度的农民工占比下降 5.8 个百分点，高中、大专及以上文化水平的农民工比重分别上升 1.7 和 12.2 个百分点。

三是从事制造业的农民比重降低，从事非生产服务业的农民工数量明显增加。2010-2020 年期间，从事制造业的农民工占比下降 9.4 个百分点；虽然建筑业农民工月收入从 2009 年的 1625 元上涨至 2020 年的 4699 元，但从事建筑业的农民工占比没有明显上升。从事建筑业的农民工人数在 2014 年达到峰值 6109.1 万人，之后从业人数和占比不断下滑至 2020 年的 5226.48 万人和 18.2%。同时，农民工从事第三产业的占比上升，从事批发零售业、住宿餐饮业的农民工占比分别上升 2.2 和 0.5 个百分点。

四是流动人口消费“本地化”趋势增强，不同代际间的消费模式差异明显。2010-2017 年全国流动人口总体消费弹性为 0.67，2017 年提高到 0.72，流动人口在就业地的消费意愿和能力增强，流动人口不再是消费意愿低、向输出地汇款的“迁徙者”。这主要由于年轻人的“悦己”消费潜力释放，新生代农民工的消费方式区别于老一代农民工。2019 年，北京新生代农民工在其他日常生活用品、教育文化娱乐上的支出较老一代农民工高 2.6 和 5.7 个百分点。

表 8：2019 年北京市不同代际农民工生活消费比重（%）

消费类别	新生代	老一代
食品烟酒	30	33.6
居住	25.1	29
衣着及其他日用品	12.1	9.5
交通通信	10.2	10.3
大件物品	9.3	9.2
教育文化娱乐	9.9	4.2
医疗保健	3.3	4.2

资料来源：北京市统计局，中国银行研究院

以农民工为主的流动人口年龄、教育、职业结构变化主要在于：

一是 20 世纪 90 年代以来中国出生人口明显下降，新生代农民工的基数相对偏小。同时，年轻群体的受教育时间延长，2010-2020 年，15 岁及以上人口的平均受教育年限由 9.08 年提高至 9.91 年，带动农民工整体文化素质水平提升。

二是互联网+新经济新业态提供了大量服务性就业机会，大量新生代农民工选择成为网约车司机、外卖骑手和快递员，带动零售、住宿餐饮行业的就业占比上升。

三是农民工代际之间的思想观念、择业偏好和消费习惯存在差异。新生代农民工对工作环境、社会保障、工作是否体面等需求更高，对建筑业、制造业等工作环境一般、体力消耗较多的工作相对排斥。同时，年轻人对生活质量的要求较高，对食品、文化娱乐的支出倾向较高。相比之下，老一代农民工肩负着脱贫、养家、建房、供养子女等负担，通常将收入汇到输出地进行消费。

图 34：农民工年龄结构

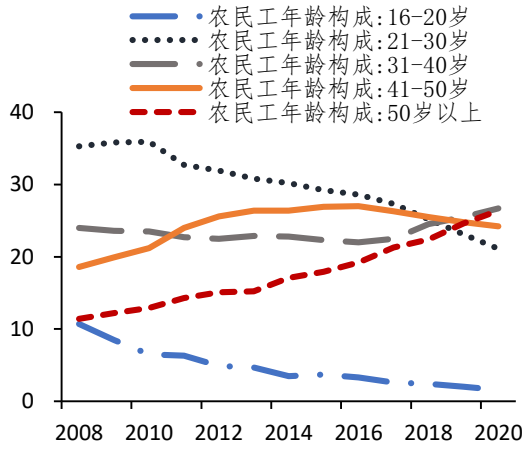
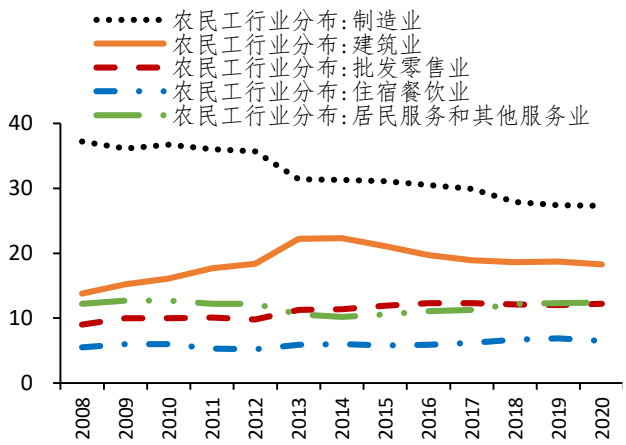


图 35：农民工从事行业分布



资料来源：Wind，中国银行研究院

（二）人口流动新特点新变化将带来产业投资方向调整和生活成本上升，亟需提高城市公共服务均等化水平

中国大规模流动人口在延续人口红利和带来巨大消费潜力的同时，其对老龄化和流动特点也会带来诸多挑战。日益严重的流动人口老龄化将改变消费结

构，影响扩大内需战略的实践效果；人口加速向大城市和都市圈聚集将加剧房地产市场分化，或增加区域房地产风险和债务风险；流动人口市民化将加重大城市公共服务供给压力。

1．流动人口老龄化将影响制造业竞争力和产业投资方向调整。

加剧制造业招工难、用工贵问题。流动人口老龄化带来制造业劳动力供给减少，2008 至 2018 年，从事制造业的农民工平年均下降 2.84%，加重了招工难问题，迫使企业不断提高用工成本。2009 年至 2020 年，农民工从事制造业的收入增速为 207.7%，高于服务业的 135.4%。2021 年第一季度，中国银行研究院调研发现，68.16%的企业表示人工成本上涨明显。流动人口老龄化将加剧制造业招工难、用工贵问题，冲击中国在制造业的成本优势。

带动制造业加大劳动替代性技术和设备投资。面对未来劳动力匮乏的状态，企业通过提高生产效率和产业优化升级是通行的办法，未来企业将增加自动化技术应用和投资，或带来机器人使用数量进一步上升和制造业改造升级。据国际机器人联合会统计，1996 年到 2019 年期间，中国工业机器人进口均价已经由 4.76 万美元/台下降到 1.63 万美元/台，工业机器人价格不断下降与制造业工人工资不断上升之间形成的“剪刀差”正在不断缩小。2015 年至 2018 年中国的工业机器人安装量分别为 6.85 万台、9.65 万台、15.62 和 15.40 万台。

2．大城市生活成本将继续上升，房地产市场进一步分化

各大城市的人才吸引政策带动了高素质的年轻群体从北京、上海等城市流入珠三角和重点省会城市，同时，农民工自 2013 年后不断从东部沿海向中西部城市回流，未来大城市人口和经济活力上升的同时也将面临生活成本上升压力。

高素质年轻人口向大城市聚集和安家落户，大城市房地产需求较大，房价易升难降，房价下行概率不大；在各省建设强省会举措下，发展较快的二线重点城市吸引力上升将带来楼市产销繁荣。2010-2020 年期间，中国楼市实现了年

销售 17 亿平方米，房市市值超过 300 亿元的规模，主要原因在于大量年轻流动人口在城市安家落户。对于北方地区的中小城市而言，年轻人口持续流出、农民工回流，对房地产市场拉动有限，小城市房地产市场供给过剩将更加突出。在对房地产融资的“三道红线”监管下，小城市房地产开发企业或面临流动性恶化、融资压力和债务风险。

3. 流动人口市民化增加大城市公共服务压力，城市面临公共投资计划调整

大规模流动人口将直接影响到未来义务教育、医疗、住房、土地等软硬件供给的规划。

一方面，对大城市和城市群来说，未来要加速推进流动人口市民化才能充分激发其消费潜力，带动发展本地产业和提升经济活力，但流动人口融入大城市面临高房价、收入低、文化融合难等难题，大城市在保障性住房、流动人口子女教育、医疗卫生服务和文化设施供给方面面临较大财政支出压力。

另一方面，2020 年流动人口规模超预期，意味着人口流出地的人口萎缩可能超预期，三四线城市、乡村地区的公共服务投资和硬件投资规划或需要根据当前和未来人口迁出情况进行调整，避免低效投资和资源浪费。

（三）对策建议

面对流动人口新特点、新变化带来的增长潜力和挑战，中国要加快推动制造业转型升级和科技创新，加快流动人口市民化的相关改革进程，积极应对流动人口老龄化，合理调整公共产品供给规划。

一是加快制造业自动化、数字化、智能化转型升级，提升制造业竞争力。（1）加强研发和使用劳动替代性技术，推动技术创新、提高产业附加值。应对流动人口增长放缓、老龄化和制造业招工难问题，中国既要促进企业加快自动化技术升级和采用工业机器人进行生产，减轻人工成本压力，也要建立劳动力

综合调度平台，提高制造业劳动力调配效率。（2）推进制造业数字化转型。以生产要素数据化为依托，加快云计算、物联网、大数据和人工智能等新技术的应用融合，促进制造业转型和形成新的核心竞争力，适度减少依赖低成本劳动力所带来的竞争优势。（3）依靠科技创新推动制造业高质量发展。积极创新企业发展与经营模式，在产品研发设计、质量和管理方面进行创新，提高附加值和增强市场竞争力。

二是促进大城市流动人口市民化，提高公共服务均等化水平。（1）深化户籍制度改革，降低流动人口的城市落户难度。加快落实取消城区常住人口低于300万城市的落户限制，放松城区常住人口在300万至500万大城市的落户条件。完善大城市和特大城市积分落户，推动城市群之间的户籍准入年限累计互认。（2）提高对新市民和流动人口在教育、社保方面的公共服务供给。通过政府、市场和社会协同投入，增加人口流入城市教育资源供给；深化社保制度改革，加快实现流动人口社保卡功能启用、补换等跨省通办，以及实现基本养老保险全国统筹。（3）坚持“房住不炒”，落实增加保障性租赁住房的政策，缓解新市民青年人等群体住房困难。落实城市政府主体责任，鼓励市场力量参与，加强金融支持，增加租金低于市场水平的小户型保障性租赁住房供给，推动租赁住房市场规范发展。

三是鼓励老龄流动人口回乡再就业，促进省内经济均衡发展，合理布局公共产品。（1）鼓励从事建筑、制造业等重体力劳动的老年流动人口向服务业转移；发展老年流动人口教育培训，促进流动人口再就业，缓解流动人口老龄化带来的经济社会压力。（2）针对省内流动人口分布不均衡，地方政府在建设强省会的同时也要注重区域协调发展，落实乡村振兴、城乡产融结合，为农民工就地就业和返乡就业创造有利条件。（3）根据人口流动方向和分布特征，合理调整公共基础建设规划，使其与常住地人口规模相匹配。随着大城市规模扩容，未来要以常住人口规模来推进公共服务扩容，而对于东北、西北等人口大量迁

出的小城市，要适当调整土地规划、财政投资规模等，避免过度建设公共设施和带来资源浪费。

专题二：区域经济发展新形势

（一）粤澳合作成为大湾区发展新动能

加强横琴粤澳深度合作，是以习近平总书记为核心的党中央从改革开放全局和国家战略高度做出的重大决策部署。年初以来，从国家、广东省“十四五”规划均明确提出支持粤澳合作共建横琴，到 4 月粤港澳大湾区建设领导小组会议明确提出横琴“四新”定位[3]，再到近期《横琴粤澳深度合作区建设总体方案》呼之欲出，粤澳合作共建横琴在整体国家战略中正逐步上升至与深圳先行示范区、海南自贸港同等的战略高度，进入提速换挡的发展“快车道”。展望未来，在国际政经格局进入“动荡期”、中国改革开放进入“深水区”的背景下，粤澳两地可依托横琴推进优势资源互补、机制体制互通，形成良性互动、共同发展的新局面，为大湾区建设提供更多新动能。

1．制度融通：粤澳合作打造衔接国际规则体系的创新高地

相比世界其他几大湾区，粤港澳大湾区是由一个国家、两种制度、三个司法管辖区、三个关税区、三个货币发行区组成的独特城市群。在一体化发展进程中，大湾区内以城际铁路网络和港珠澳大桥为代表的基础设施“硬联通”已取得明显成效，但三地规则机制“软衔接”仍有较大发展空间。在此方面，粤澳有望依托横琴深合区建设，探索出一条推动内地与国际经贸法律规则体系逐步对接的创新发展路径。

具体而言，相比大湾区内地城市，澳门是国际自由贸易港，人员、商品、资金等要素可自由流动，经贸规则与国际高度接轨，具有被国际社会接受的法

[3] 也即：“促进澳门经济适度多元的新平台、便利澳门居民生活就业的新空间、丰富‘一国两制’实践的新示范、推动粤港澳大湾区建设的新高地。

律体系和市场机制。据悉，未来粤澳合作的重点发力方向之一或是逐步推动澳门民事商事规则向横琴延伸，从而形成接轨国际的规则体系和法律环境。当前，澳门特区政府正就如何借鉴国际成熟经验落实上述目标面向业界征询建议。预计未来，横琴深合区民事商事法律环境若逐步实现接轨国际，将有助于粤港澳大湾区形成更多制度型对外开放的创新实践。

2. 金融开放：粤澳合作打开金融开放先行先试的重要窗口

国家“十四五”规划明确提出要“深化并扩大内地与港澳金融市场互联互通”。当前，随着《关于金融支持粤港澳大湾区建设的意见》（大湾区“金融30条”）落地满一周年，粤澳合作推动大湾区金融对外开放的效能正逐步显现。在此基础上，市场预期未来可能将在服务实体、风险可控、逐步推进的原则下，支持更大力度的对外金融开放政策在琴澳间先行先试，为中国金融高水平制度性开放积累经验。具体而言：

一是在政策放开领域上，预计将参照海南自贸港总体方案的政策创新力度，从推动外债管理体制创新、扩大跨境资产转让范围、落实外商投资准入前国民待遇加负面清单管理制度、提升跨境贸易和投融资结算便利化水平、放宽民生金融领域跨境汇兑和支付限制等方面，逐步推进外汇管理高水平开放，琴澳间跨境资本自由流入流出和资本项目可兑换进程有望加快。

二是在机构准入管理上，当前在《内地与澳门关于建立更紧密经贸关系的安排》（也即CEPA框架）下，澳资银行机构进入横琴发展的步伐正不断加快——例如，澳门大西洋银行已在横琴成立分行、澳门国际银行已在横琴成立代表处，以金融科技为核心战略的澳门立桥银行也在横琴设立了研发中心（珠海立桥金融科技有限公司）。未来，内地有望在现行CEPA框架下对澳门金融机构进一步降低经营年限、资产规模要求等准入门槛，有利于澳门金融业充分依托横琴平台，深度参与大湾区建设大局。

3. 产业协同：粤澳合作建设珠江西岸经济增长的辐射极点

粤港澳大湾区建设自上升为国家战略以来，区域总体经济增长活力不断提升，但区域内尤其是珠江东、西岸发展不均衡问题长期较为突出——以2020年为例，珠江西岸四市（珠海、澳门、中山、江门）占大湾区GDP仅10%，远低于珠江东岸四市（深圳、香港、东莞、惠州）的56%、北岸三市（广州、佛山、肇庆）的34%。未来，预计横琴深合区将为粤澳两地产业协同发展提供新机遇，推动“澳珠经济圈”成为大湾区的关键发展极点之一。具体而言：

一是从产业方向上，预计未来粤澳将重点围绕现代金融、中医药研发制造、文旅会展商贸、高新科技四大新产业发展展开合作。这既是国家十四五规划对明确提出支持澳门适度多元发展的产业，也是澳门特区政府在近两年《施政报告》中明确提出的产业发力方向。

二是从财税支持上，预计未来粤澳将在横琴合作打造远低于大湾区内地城市、略低于海南（针对澳人澳企）、与澳门特区基本趋同，同时相比临近的香港、新加坡亦有一定竞争力的税负环境，中央财政亦有望对粤澳合作共建横琴提供一定补助支持。

三是从企业集聚上，预计未来澳资企业进入横琴展业的进程将进一步加快，将有利于粤澳两地优势资源在横琴汇聚，形成一定的产业集聚效应和协同发展优势。当前，横琴区内入驻的澳资企业已超3800家，占横琴外资企业总数比重近60%；入驻横琴的涉澳跨境金融企业和机构达18家；在横琴实现跨境办工的澳资企业达220家。

4. 民生融合：粤澳合作丰富“一国两制”实践的发展内涵

推动港澳居民融入内地拓宽发展空间，是粤港澳大湾区建设的重要目标，也是国家“十四五”规划的明确要求。当前，粤澳两地在推动澳门居民进入横琴拓展就业生活空间方面已形成一系列发展突破，成为大湾区探索跨境民生融

合的高地：就业领域，在执业资格互通政策下，已有 68 家港澳企业和 256 名港澳专业人士在自贸区备案执业；税收领域，横琴自 2013 年起实施“澳人澳税”政策，实现在横琴工作的澳门居民实际个税税负与澳门基本持平；置业领域，广东省已放开允许港澳居民将其在大湾区内地九市购置的自住住宅跨境抵押给境外银行 ，当前澳门居民在横琴购置物业已超过 11000 套，针对澳门居民的横琴新街坊 4000 套住宅项目亦在建设中；社保领域，2021 年起澳门居民已经能“零出关”“零距离”办理珠海社保业务，推动澳门居民在珠海市参保人数大幅增长 ；医疗领域，澳门居民在横琴就医的跨境报销、转诊手续便利化不断推进，琴澳医院专家互聘、会诊转诊机制逐步建立；交通领域，琴澳跨界公共交通加快发展，澳门机动车入出横琴配额由去年的 5000 个增加至 1 万个；社会服务领域，澳门居民已经可通过澳门 10 间银行缴交广东省的公用事业或民生服务账单。

综上，随着横琴深合区建设的不断推进，粤澳政府将合作加速推动两地民事商事规则体系、重点产业发展、重点民生和基建项目、公共服务体系、社会保障体系等在横琴深合区衔接融合，也将有利于澳门银行业在相关跨境支付、跨境投融资、跨境理财及相关跨境增值业务领域打开新的机遇空间。粤澳合作将成为下一阶段粤港澳大湾区区域融合的热点和重点，为大湾区建设带来新动能。

（二）长三角一体化高质量发展取得新成效

长三角地区持续贯彻习近平总书记在“扎实推进长三角一体化发展”座谈会上的重要讲话精神，落实长三角一体化国家战略，推进本省市“十四五”发展规划落地，区域发展取得一系列新成效。

1. 区域经济金融稳步发展，对全国的贡献度提升

2021 年第一季度，长三角地区生产总值共计 6.1 万亿元，占全国比重较年

初提升0.5个百分点至24.6%。沪苏浙皖工业增加值累计同比增幅分别为34.5%、33.6%、34.1%和26.3%，固定资产投资同比增幅均在20%以上，进出口总额保持两位数同比幅增，社会消费品零售总额占全国比重为 26.1%，高于去年同期0.5个百分点。

2021 年第一季度，长三角社会融资规模增量 3.3 万亿元，占全国比重为32.6%，较去年同期提升2.9个百分点。本外币存、贷款总额分别为57.8万亿元和46.3万亿元，占全国比重较年初提升0.4和0.3个百分点至25.4%和24.8%，其中外币存款同比多增199亿美元，外币贷款同比多增15亿美元。

2. 多项规划及政策落地，推进一体化高质量发展

落实创新发展理念，推进创新产业一体化。2020年12月发布《长三角科技创新共同体建设发展规划》后，2021年4月进一步发布《长三角G60科创走廊建设方案》，5月和6月，长三角新能源汽车产业链联盟和长三角国家技术创新中心相继成立。

落实协调发展理念，推进区域协调及基础设施一体化。 2021 年 3 月国务院批复的《上海市城市总体规划（2017-2035年）》明确将嘉定、青浦、松江、奉贤、南汇5个新城培育成在长三角城市群中具有辐射带动作用的综合性节点城市。4月，首个国家层面批复的都市圈规划《南京都市圈发展规划》发布。5月，第三次长三角地区主要领导座谈会召开，审议了《长三角地区一体化发展三年行动计划（2021-2023年）》等文件。6月印发《长江三角洲地区多层次轨道交通规划》，提出打造干线铁路、城际铁路、市域（郊）铁路和城市轨道交通四网融合的多层次交通网格。

落实绿色发展理念，推进生态保护一体化。2021年5月，《长三角生态绿色一体化发展示范区重大建设项目三年行动计划（2021-2023年）》发布，明确了生态环保等五大板块18项主要行动；浙江省发布《关于金融支持碳达峰碳中和

的指导意见》，率先出台金融支持碳达峰、碳中和十个方面 25 项举措。 6 月，全国首个国家绿色技术交易中心在杭州成立。

落实开放发展理念，推进更高水平协同开放。2021 年 3 月，《虹桥国际开放枢纽建设总体方案》发布，提出分“两步走”的发展目标，服务长三角新一轮改革开放；5 月长三角自由贸易试验区联盟成立；6 月上海自贸区临港新片区金融业和新型国际贸易发展“十四五”规划发布。

落实共享发展理念，推进公共服务一体化。2021 年 6 月，《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》发布。长三角政务服务“一网通办”实现新突破，至 2021 年 5 月，跨省户口网上迁移、异地购房提取公积金等 116 项政务服务事项可以跨省通办，身份证、驾驶证等 30 类电子证照实现互联应用，41 个城市实现医保一卡通，联网定点机构 8200 余家。

3. 长三角高质量一体化发展将取得进一步成效

2021 年下半年，中国经济发展持续向好，预计长三角将继续保持稳健增长，全年地区生产总值增幅或将在 6.5%左右，融资需求保持平稳，增幅略有收窄。

在创新发展方面，加快打造长三角科技创新共同体。新基建迎来政策窗口期，加大直接融资比例、科创板支持“硬科技”等政策信号也将强化资本对科技创新产业的支持。长三角将完善区域科技创新一体化顶层设计，推进产业和创新深度融合。

在协调发展方面，持续推进区域、城乡和产业的协同。一方面加强都市圈和城市群建设，以上海都市圈为核心，依托中心城市与节点城市，培育六大都市圈为中心增长极，与京津冀、长江经济带、粤港澳大湾区等区域对接发展战略对接，融入整个国内大循环。另一方面加强产业集群建设，优化产业空间布局，积极拓展总部经济和核心产业链环节，并因地制宜，发展农业、大健康、文化旅游等特色产业及配套产业。

在绿色发展方面，创新发展助力“碳达峰、碳中和”。结构性货币政策将加大对绿色产业的资金支持，助力长三角经济社会全面绿色转型。长三角地区将持续开展碳交易体系和碳减排支持工具的探索，与上海国际金融中心建设形成良性互动，增强碳市场价格发现能力，发挥低碳转型的服务能力。

在开放发展方面，协同推进重大平台更高水平开放。上海将充分发挥浦东高水平改革开放的引领带动作用、自贸试验区临港新片区的试验田作用，打造联通国际市场和国内市场的新平台。沪苏浙皖自贸区将通过一体化制度设计和差异化功能塑造实现联动发展，高质量融入国际国内双循环。

在共享发展方面，将科学配置社会资源，实现公共服务便利化。长三角将持续推动教育、医疗、文旅和养老等领域高质量发展，形成公平包容的社会环境，扩大基本公共服务供给，并充分依托数字化技术，优化社会资源分配，持续打造长三角基本公共服务高质量一体化平台，在高质量发展高品质生活、构建文明和谐美丽家园方面形成示范。

免责声明

本研究报告由中国银行研究院撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料。

本研究报告中包含的观点或估计仅代表作者迄今为止的判断，它们不一定反映中国银行的观点。中国银行研究院可以不经通知加以改变，且没有对此报告更新、修正或修改的责任。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为中国银行研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中国银行研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。中国银行研究院保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。



研究院
中国北京市复兴门内大街**1**号
邮编：**100818**
电话：**+86-10-66592780**
传真：**+86-10-66594040**