中国银行 BANK OF CHINA 研究院

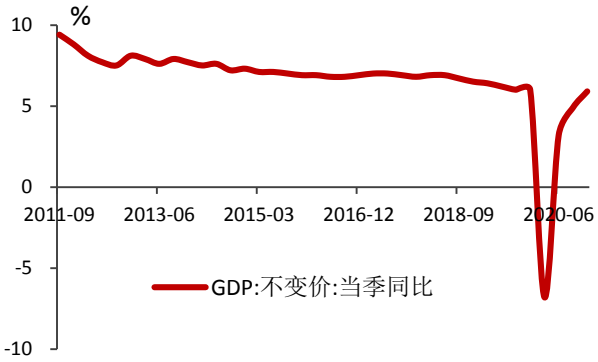
中国经济金融展望报告

2021 年年报（总第 45 期）　　报告日期：2020 年 11 月 30 日

要点

- 2020 年，面对新冠疫情全球大流行、国际政经格局深刻变化，中国政府持续统筹疫情防控和经济社会发展，疫情防控取得重大战略成果。随着复工复产、复商复市政策的持续推进，以及“六稳”“六保”政策的落地，中国经济在全球率先实现恢复性增长，前三季度 GDP 增长由负转正，增速为 0.7%，较上半年上升 2.3 个百分点，预计全年增长 2.1%左右。
- 2021 年是中国实施“十四五”规划的开局之年，尽管外部环境不稳定性不确定性依然较大，但中国经济增长的有利因素较多，国内疫情对经济的影响或将减轻，政府将持续推动扩大内需、支持创新发展、改善营商环境，加上低基数因素，经济增速将恢复至正常水平，预计 2021 年 GDP 增长 7.5%左右。
- 在疫情防控更加科学有效的基础上，宏观政策将围绕构建双循环新发展格局推动经济转型升级。一是继续发挥积极财政政策作用，持续推动财政资金直达、债券发行等制度完善。二是货币政策更加注重精确性和灵活性，结构性货币政策工具仍是重点。三是持续优化市场主体营商环境，推动消费、投资等内需扩大，创新外贸发展形式，加强创新和产业协同发展。

中国经济稳步恢复



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
梁　斯
叶银丹
李义举
王梅婷
汪惠青
王方宏（海南金融研究院）
瞿　亢（伦敦分行）
周　斌（中银基金）

联系人：梁　婧
电　话：010-66594097
邮　件：liangjing112358@163.com

加快构建新发展格局，为“十四五”高质量发展开好局

——中国银行中国经济金融展望报告（2021 年）

2020 年，面对新冠疫情全球大流行、国际政经格局深刻变化，中国政府持续统筹疫情防控和经济社会发展，一方面，疫情防控取得重大战略成果，本土新增病例大幅减少；另一方面，随着复工复产、复商复市政策的持续推进，以及“六稳”“六保”政策的落地，中国经济在全球率先实现恢复性增长，前三季度 GDP 增长由负转正，增速为 0.7%，较上半年上升 2.3 个百分点，预计全年增长 2.1%左右。2021 年是中国实施“十四五”规划的开局之年，尽管外部环境不稳定性不确定性依然较大，但中国经济增长的有利因素较多，国内疫情对经济的影响或将减轻，政府将持续推动扩大内需、支持创新发展、改善营商环境，加上低基数因素，经济增速很可能恢复至正常增长水平以上，预计 2021 年 GDP 增长 7.5%左右。宏观政策方面，在疫情防控更加科学有效的基础上，围绕构建双循环新发展格局推动经济转型升级。一是继续发挥积极财政政策作用，持续推动财政资金直达、债券发行等制度完善。二是货币政策更加注重精确性和灵活性，结构性货币政策工具仍是重点。三是持续优化市场主体营商环境，推动消费、投资等内需扩大，创新外贸发展形式，加强创新和产业协同发展。

一、2020 年经济形势回顾与 2021 年展望

2020 年，面对新冠疫情全球大流行、国际政经格局深刻变化，中国政府持续统筹疫情防控和经济社会发展，一方面，疫情防控取得重大战略成果，本土新增病例大幅减少；另一方面，随着复工复产、复商复市政策的持续推进，以及“六稳”“六保”政策的落地，中国经济在全球率先实现恢复性增长，前三季度 GDP 增长由负转正，增速为 0.7%，较上半年上升 2.3 个百分点，其中一季度下降 6.8%，二、三季度分别增长 3.2%、4.9%（图 1）。预计全年增长 2.1%左右。

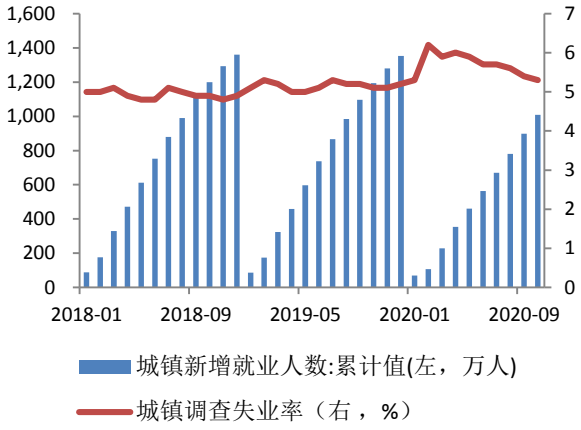
一是主要经济指标持续改善，效益加快提升，就业市场稳定。2020 年年初新冠肺炎疫情对中国供给、需求造成巨大冲击，前 3 个月规模以上工业增加值、服务业增加值分别下降 8.4%、5.2%，投资、消费分别下降 16.1%、19%，均创下改革开放以来历史新低。随着疫情有力有效防控及一些系列复工复产政策实施，工业生产能力率先加快恢复，3 月全国规模以上工业企业（除湖北外）复工率均已超过 90%，4 月规模以上工业增加值开始转负为正，上升到 3.9%，7 月后增速开始高于上年同期水平。服务业、消费、投资等指标也逐步好转，服务业生产指数 5 月开始转负为正，消费月度增速自 8 月开始转负为正，固定资产投资累计增速自 9 月开始转负为正。虽然外部环境压力不减，但得益于中国完整产业体系、强大生产组织能力，出口表现出强大韧性，7-10 月份平均增长 9.5%，远好于市场预期。

随着经济逐步正常化，企业效益也持续改善。2020 年前三季度工业企业利润同比下降 2.4%，降幅较一季度、上半年分别收窄 34.3、10.4 个百分点。其中，6-9 月份工业企业利润月度增速平均高达 15.1%。前 10 个月全国公共财政收入同比下降 5.5%，降幅较一季度、上半年分别收窄 8.8、5.3 个百分点，月度增速自 6 月份开始转负为正。前三季度全国居民人均可支配收入增长 0.6%，较上半年回升 1.9 个百分点。就业市场总体稳定，前 10 个月城镇新增就业人数为 1009 万人，提前完成全年 900 万的预期目标。城镇调查失业率从 2 月 6.2%的高点逐步降至 10 月份的 5.3%（图 2）。

图 1：中国经济稳步恢复



图 2：就业市场总体稳定



资料来源：Wind，中国银行研究院

二是疫情促进新产业、新业态、新商业模式加快发展。新冠疫情暴发对中国经济带来较大冲击的同时，也加速产业转型，催生了新需求、新业态、新模式。制造业加速智能化、数字化转型。移动办公、网上教学、远程医疗等新需求蓬勃发展。传统餐饮、零售、家政、旅游等行业推动线上与线下相结合重塑经营业态。前 10 个月实物商品网上零售额同比增长 16%。预约旅游、智慧旅游等新业态出现，以“云旅游”为代表的数字文旅产业兴起，博物馆、景区等推出网上展览、线上游览。物流服务模式加快转变，标准化生鲜配送、半成品配送模式迅速形成。

三是持续推动对外开放。面对日益复杂的外部形势，中国坚定支持经济全球化、扩大对外开放。2020 年全国外商投资准入负面清单由 40 条减至 33 条，自贸试验区外商投资准入负面清单由 37 条减至 30 条，进一步扩大了外商投资准入范围，提高服务业、制造业、农业领域的开放水平。《海南自由贸易港建设总体方案》《深圳建设中国特色社会主义先行示范区综合改革试点实施方案（2020-2025 年）》发布实施。第二届中国国际进口博览会顺利召开。区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）正式签署。

2021 年是中国实施“十四五”规划的开局之年，外部环境仍是中国经济发展面临的最大不确定性，全球疫情存在反复风险，中美关系博弈长期化趋势不会改变，全球政经格局依然复杂多变。从国内看，逆周期调控政策力度将有所减弱，但中国疫情防控更加科学有效，经济增长面临的有利因素较多，经济增速很可能恢复至正常水平以上。**一是**国内疫情对经济的影响或将减轻，经济和社会活动将恢复至正常水平。基建、房地产投资较快增长带动投资回升，消费对经济增长贡献将明显提高，供给端将进一步加快增长。**二是**围绕构建双循环新发展格局，政府还将持续推动扩大内需、支持创新发展、改善营商环境，新投资、新消费、新经济仍将较快增长。**三是**继续全面扩大开放，以开放促改革、促发展，发挥自贸区、自贸港引领作用，推动贸易和投资自由化便利化改革创新，持续优化外商投资营商环境。同时，中国经济恢复快于全球主要经济体，将有利于吸引更多国际资本等要素流入。**四是** 2020 年基数较低，尤其是一季度，工业生产、交通物流、贸易投资、消费旅游等经济活动急剧收缩，这将显著抬高 2021 年一季度经济增速。总体预计 2021 年 GDP 增长 7.5%左右。

（一）基建和房地产投资保持较快增长，推动经济持续恢复

2020 年，基建和房地产投资恢复较快，是带动投资回升的主要力量。前 10 个月，固定资产投资（不含农户）累计增长 1.8%，呈现 V 字型走势（图 3）。分三大投资来看：**一是**基建投资是疫情冲击下逆周期调控政策的重要抓手。2020 年专项债额度较上年增加 1.6 万亿至 3.75 万亿，增幅为 74%，创历年之最。截至 10 月末，专项债基本完成全年发行任务。同时，各地加快专项债发行使用进度，PPP 项目落地率持续提升至 9 月份的 69.9%。1-10 月基建投资（含电力）累计增长 3%，增速已达到上年同期的 92%，在三大投资中恢复程度最高。**二是**销售回暖带动资金到位和行业景气度持续恢复，房地产开发投资逐月回升。1-10 月房地产开发投资累计增长 6.3%，增速较上年同期下降 4 个百分点。1-10 月，商品房销售额已基本恢复至上年同期水平（图 4），房地产开发企业到位资

金增长 5.5%（上年同期为 7%）；10 月份房地产开发景气指数为 100.5%（上年同期为 101.3%）。**三是**在需求回升、盈利改善带动下，制造业投资降幅逐步收窄，但仍处于负区间。1-10 月，制造业投资累计下降 5.3%，低于上年同期 7.9 个百分点。

展望 2021 年，基建和房地产投资将保持较快增长，推动经济持续恢复。2021 年，在基建和房地产投资的带动下，投资增速将继续加快，成为 2021 年经济增长的重要动力。具体而言，三大投资均将在 2020 年低基数的基础上实现较快增长。**一是**交通、能源、水利等重点领域、重大项目基建投资，以及 5G、特高压、大数据中心、人工智能、充电桩等新基建投资都将保持较快增长。同时，在经济持续复苏背景下，中央和地方财政收入改善等因素也将对基建投资形成支撑。**二是**在“房住不炒”主基调，以及三道红线等分类监管政策下，房地产企业资金链压力加大。但考虑到 2021 年房地产需求总体稳定以及低基数效应，预计房地产开发投资增速将保持稳定。**三是**制造业投资在需求回升、盈利改善带动下，将继续恢复并转负为正。综合以上因素，预计 2021 年固定资产投资增速为 6.5%左右。

图 3：三大类投资增速

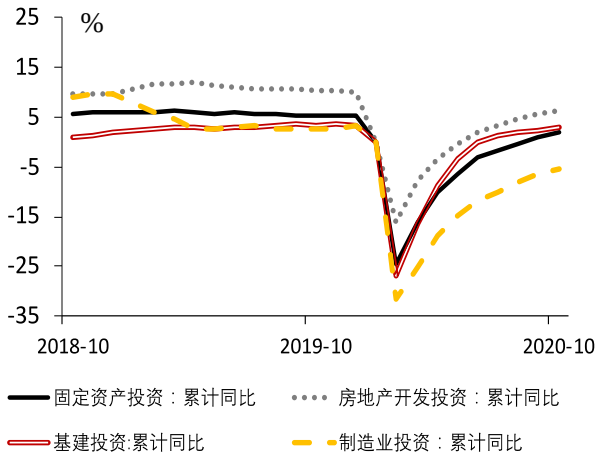
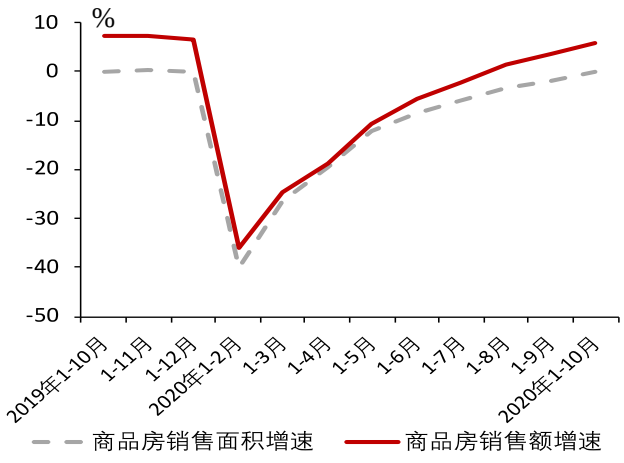


图 4：商品房销售面积和销售额增速



资料来源：Wind，中国银行研究院

（二）消费持续恢复，其对经济增长的贡献度明显提升

2020 年初，消费遭受疫情巨大冲击，但在“六稳”“六保”及各类促消费政策作用下，自 3 月份以来消费增速持续回升，并于 8 月实现转正。1-10 月，社会消费品零售总额累计下降 5.9%，较上年同期下降 14 个百分点（图 5）。**一是**升级类商品销售保持增长。1-10 月份，文化办公用品类、化妆品类、通讯器材类商品零售额分别增长 4.5%、5.9%和 7.3%。**二是**在居民外出就餐和娱乐活动增多，以及国庆中秋双节等多因素带动下，餐饮、住宿等服务消费在受疫情严重冲击后，自 10 月份以来明显复苏。1-10 月份，餐饮收入累计下降 21%；10 月当月其增速实现年内首次转正，同比增长 0.8%。**三是**在经济持续恢复、居民消费信心增强以及促消费政策的带动下，汽车需求持续释放，汽车市场持续升温，已连续 4 个月保持两位数增长。**四是**消费类大企业和小微企业的恢复进程并不同步，且两者差距仍在加大。10 月份，在限额以上消费保持 7.1%较高增速的同时，限额以下消费当月同比由正转负，下滑 2.4 个百分点至-1.2%，体现出小微消费类企业恢复状况不佳。

展望 2021 年，消费持续恢复叠加基数效应，消费对经济增长的贡献将明显提高。在经济持续恢复向好的情况下，居民收入将较 2020 年有所提高。同时，在加快构建以国内大循环为主体的双循环新发展格局背景下，更多促消费政策将实施。这些因素都将有利于促进居民消费持续恢复和升级，基于新技术、新产品、新渠道、新客群和新模式，消费将围绕居民衣、食、住、行、康、乐、教等领域保持升级趋势。从基数效应角度来看，2020 年消费在三大需求中遭受疫情冲击最大，并且恢复过程最缓慢，因此，2021 年的三大需求中，消费的基数效应最大，其中一季度最为显著。按照乐观、中性和悲观三种情形分别对 2021 年一季度社会消费品零售总额增长、家电销量增长进行测算。乐观情形为消费恢复至 2019 年一季度水平，中性情形为恢复至 2017、2018 和 2019 年一季度消费的平均水平，悲观情形为恢复至 2017、2018 和 2019 年一季度消费平均水平

的 90%。经测算，在乐观、中性和悲观情形下，2021 年一季度社会消费品零售总额增速分别为 24%、16%和 5%；洗衣机、冰箱、空调等主要家电的销量均将大幅增长，其中空调增长最快（图 6）。总体来看，预计 2021 年消费增速为 10%左右。

图 5：社会消费品零售总额增速

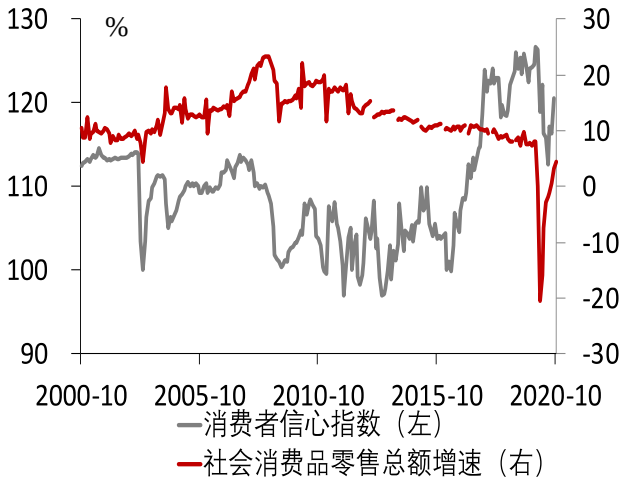
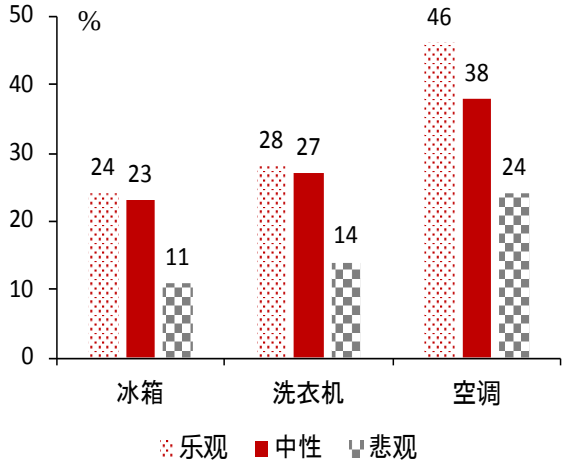


图 6：2021 年一季度家电销量预测



资料来源：Wind，中国银行研究院

（三）外部不确定性和高基数影响下外贸增长承压

2020 年 1-10 月，出口（以美元计）累计同比增长 0.5%，增速较前三季度上升 1.3 个百分点；进口（以美元计）累计同比下降 2.3 个百分点，降幅较前三季度收窄 0.8 个百分点（图 7）。**疫情背景下出口超预期增长是 2020 年外贸的突出特征。**主要原因在于：**一是**国外抗疫需求和“宅经济”需求带动防疫物资和居家消费用品需求激增。前 10 个月医疗仪器及器械出口额同比增长 27.3%，包括电脑在内的自动数据处理设备及其部件出口额同比增长 11.2%。**二是**中国经济率先修复，部分替代其他国家的出口份额。从中国出口占其他国家进口额的比重来看，2019 年末至 2020 年 8 月，中国产品占美国进口额比重从 16.63%上升到 21.35%，占日本进口额比重从 20.1%上升到 24.7%。同时，疫情严重的新兴市场国家出口大幅下滑也印证了中国的出口替代效应。1-9 月，印度出口累计同

比增速-18.26%，墨西哥出口累计同比增速-14.4%；巴西 1-10 月出口累计同比增速-7.81%。**三是**海外经济修复拉动外需回暖。三季度海外经济逐步修复，对刚性消费品和机电产品的需求回升。10 月，摩根大通全球综合 PMI 为 53.3%，美国和欧盟的制造业 PMI 为 59.3%和 54.8%，均连续 6 个月回升。1-10 月中国出口灯具、家具产品和机电产品累计同比增速分别为 9.5%、5.8%和 3.8%，分别较前三季度上升 3.2、3.5 和 0.6 个百分点（图 8）。进口方面，上半年大宗商品价格低迷拖累进口增长，三季度内需反弹叠加人民币升值，进口累计同比增速降幅不断收窄。

展望 2021 年，中国外贸出口增长压力较大。一是欧美疫情急剧反弹和重启封锁，短期内将拖累中国外需回暖。2020 年 9 月底以来欧美疫情急剧反弹，英国、法国等国重启全国封锁，短期内经济活动减少将拖累消费。10 月份欧元区综合 PMI 和服务业 PMI 分别回落至 50%和 46.9%，消费者信心指数转升为降；10 月份美国消费者信心指数为 81.8%，增幅放缓。**二是**逆全球化浪潮、中美经贸摩擦和其他国家对华经贸政策的发展走向均带来不确定性。**三是**受 2020 年出口高基数影响，2021 年下半年出口增速承压。但是，从长期来看，RCEP 协议落地将减少贸易壁垒和交易成本，有利于中国稳定和增加对区域内各国的出口。进口方面，中国经济持续恢复带动内需强势反弹；实施高水平对外开放和落实 RCEP 协议将推动进口多元化，扩大对先进技术、设备和零部件的进口。总的来看，预计 2021 年中国出口增长 2%左右，进口增长 3%左右。

图 7：中国进出口增速走势

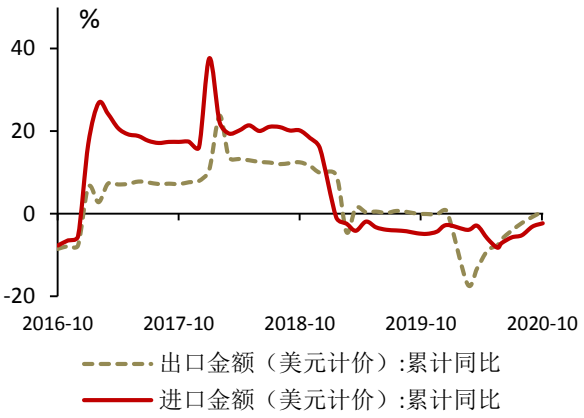
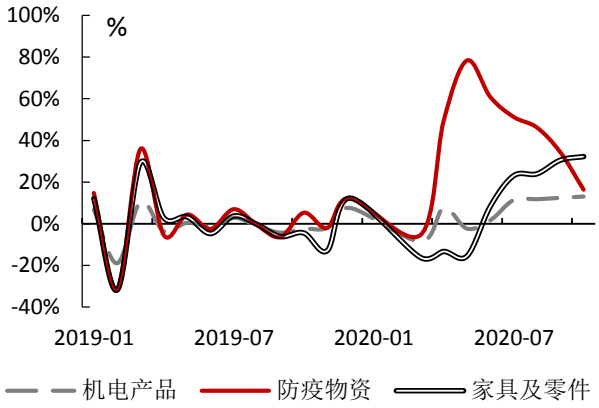


图 8：主要出口产品增速变化



注：防疫物资包括两类纺织物和医疗仪器及器械

资料来源：Wind，中国银行研究院

（四）需求改善和低基数推动供给端进一步加快增长，服务业对经济增长贡献率将提升

2020 年，服务业受疫情冲击最大，前三季度服务业对 GDP 累计同比贡献率降至 30.5%，较上年同期降低 30.5 个百分点，第一、二产业对 GDP 累计同比贡献率相对上升，前三季度分别为 20.3%、49.2%，分别较上年同期上升 17.2、13.3 个百分点。供给端总体呈现如下特征。

一是中游工业企业生产恢复快于下游工业企业。2020 年以来，工业企业生产在经历一季度的深度下跌后，二季度开始加快复苏，三季度工业增加值平均增速为 5.8%，10 月份增长 6.9%，已高于上年同期平均水平。工业增加值累计增速自 8 月开始转负为正，前 10 个月为 1.8%。工业企业利润增速逐季好转，由一季度的下降 36.7%上升到二季度的增长 4.8%，三季度加快回升至 15.9%。其中受基建、房地产等领域需求回暖的带动，中游工业行业增长相对较快，月度平均增速从 4 月份的 6.8%上升到 10 月的 9%，远高于上游采矿业和下游消费品制造相关行业增速（图 9）。中游行业中，机械设备类制造业增长明显加快，比如三季度电气机械及器材制造业的平均月度增速达 15.5%。下游行业中，受

环保标准切换、补贴免税政策延长、消费需求回暖等因素影响，汽车制造业生产进一步加快，三季度汽车制造业平均达 17.6%。

二是工业企业生产率先恢复，服务业下半年改善开始快于工业。与工业企业相比，服务业受新冠疫情影响冲击更大，近距离、接触式消费受限导致服务业增长恢复相对更慢，二季度服务业增加值增长 1.9%，比上年同期低 5.1 个百分点。随着新冠疫情有效防控，餐饮、物流、景区、电影院等限流逐步放开，前期受冲击较大的批发零售业、交通运输仓储和邮政业增加值增速由负转正，并逐季加快，住宿餐饮业、租赁和商务服务业增加值降幅持续收窄。金融业、房地产业、信息技术服务业仍保持较快增长（图 10）。服务业修复幅度开始快于工业，三季度服务业增加值增长 4.3%，较二季度回升 2.4 个百分点。

三是高技术行业保持较快增长，疫情催生新产业、新业态加快发展。前 10 个月高技术制造业增加值同比增长 5.9%，比规模以上工业整体增速高 4.1 个百分点。其中三季度高技术制造业增速为 8.4%，高于上年同期水平。同时，疫情加速了新一代信息技术与生产、商业、金融等领域的数字化发展，线上消费、在线教育、远程办公等相关产品和服务需求快速增加。前三季度信息传输、软件和信息技术服务业增长 15.9%。

图 9：上中下游工业企业增速

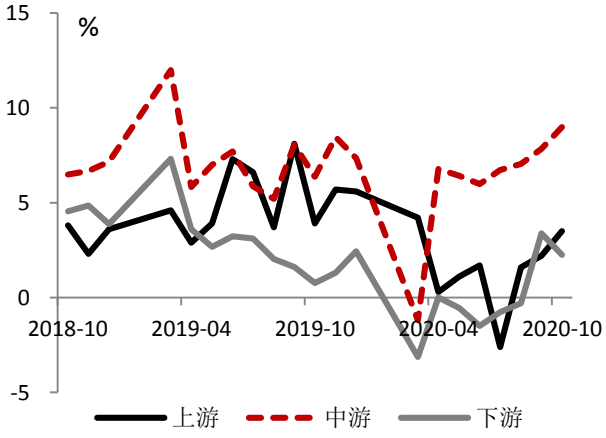
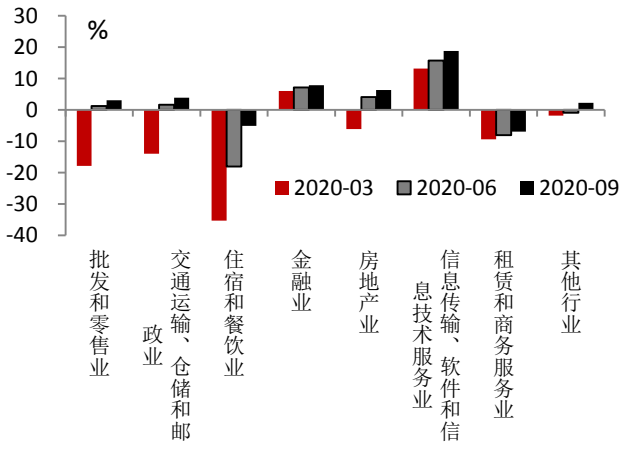


图 10：服务业增加值季度增速



资料来源：Wind，中国银行研究院

展望 2021 年，供给端将进一步加快增长。**一是**国内外需求的改善有利于推动工业和服务业加快增长。国内疫情防控常态化背景下，国内生产生活秩序逐步正常化，政府更加注重促进国内大循环畅通，国内需求将改善。全球经济总体弱修复，外部需求或好于 2020 年。**二是**产业转型升级持续推进。在高质量发展目标导向下，传统产业技术改造、设备更新等将进一步加快，新一代信息技术、生物技术、新能源、高端装备等战略性新兴产业仍会保持较快增长。与此同时，在疫情防控常态化、5G 技术加快发展等背景下，产业数字化将加快发展，这有利于推动企业生产和经营效率的提升。**三是**实体经济发展的政策环境持续优化。政府将持续推动减税降费减轻实体经济负担，通过深化“放管服”改革等措施持续优化营商环境，降低企业制度性交易成本。金融方面仍将持续推动企业综合融资成本下降。**四是**上年基数较低。受疫情冲击 2020 年一季度各行业增速尤其低，工业增加值下降 8.4%，服务业中除金融业，信息传输、软件和信息技术服务业，其他行业均为负增长，批发零售、交通运输仓储和邮政业、住宿餐饮业分别下降 17.8%、14%、35.3%。这些行业将成为 2021 年拉高经济增速的重要力量。若 2021 年一季度这些行业恢复至 2019 年一季度水平，预计一季度工业、服务业增速将分别在 9%、10%左右，二季度之后随着基数的上升，增速将有所放缓，但总体仍将高于上年同期。预计 2021 年全年工业增加值增长 7.4%左右，服务业增长 7.7%左右，服务业对经济增长贡献率将有所提升。

（五）CPI 涨幅将有所回落，PPI 涨幅由负转正

2020 年以来，CPI 走势“前高后低”，涨幅逐步放缓，月度涨幅从年初的 5%以上降至 10 月份的 0.5%，但累计涨幅仍高于上年水平。前 10 个月 CPI 上涨 3%，涨幅较上年同期快 0.4 个百分点（图 11）。**一是猪肉价格是影响 CPI 走势的关键因素。**在非洲猪瘟、环保政策、猪周期等影响下，一季度猪肉价格平均涨幅为 122.5%，此后在生猪产能持续恢复、上年同期高基数等影响下，猪肉价格涨幅逐步回落，在连续上涨 19 个月后 10 月份首次转降（-2.8%），食品价格

涨幅也随之高位回落，从 2 月份 21.9%的高点降至 10 月份的 2.2%。前 10 个月，猪肉价格累计上涨 68.5%，涨幅较上年同期扩大 38.8 个百分点，这也带动食品价格累计上涨 13%，涨幅较上年同期扩大 5.6 个百分点。食品价格的较高涨幅带动 CPI 上涨约 2.8 个百分点，成为影响 CPI 走势的主要因素。**二是上年价格变动的翘尾因素是影响 CPI 的重要因素。**2020 年伴随需求放缓，新涨价因素涨幅较低，CPI 涨幅整体扩大主要受翘尾因素影响，上半年各月翘尾因素均在 3%以上，三季度之后加速回落，10 月份仅为 0.4%（图 12），这也带动了 CPI 涨幅的加速回落。**三是非食品价格总体偏弱，显示需求依然较弱。**非食品和核心 CPI 涨幅持续回落，前 10 个月分别上涨 0.4、0.9 个百分点，涨幅较上年同期分别下降 1、0.8 个百分点。

展望 2021 年，CPI 涨幅将有所放缓。**一是猪肉价格涨幅将明显回落。**非洲猪瘟影响逐步减弱，国内生猪供应逐步增强，目前生猪和能繁母猪存栏量已恢复至正常年份的 80%以上。虽然猪粮比[1]已降至 2020 年 11 月份的 12 左右，但仍高于养殖盈亏平衡点，养殖户补栏动力较高，预计 2021 年生猪和猪肉供应将继续改善，尤其在下半年改善会较为明显。虽然国内猪肉消费增加、国外疫情不确定影响猪肉进口会对猪肉价格带来上行压力，但供给总体改善、上年基数较高等因素仍占主导，预计 2021 年猪肉价格涨幅大概率为负，这将成为 CPI 走低的重要影响因素。**二是翘尾因素明显减小。**由于上年价格总体呈回落趋势，2021 年翘尾因素平均在-0.5%到 0%之间，远低于 2020 年（2.2%）。**三是非食品价格将温和回升。**2021 年随着生产生活逐步恢复正常，国内需求持续改善，尤其是接触性消费增加，将带动非食品价格回升。此外，2021 年伴随经济回暖，物价面临的货币环境不会偏松，境外疫情、气候等因素给农产品价格带来一些不确定性扰动。总体预计，猪肉价格、翘尾因素将带动 CPI 走弱，2021 年 CPI

[1] 生猪价格和作为生猪主要饲料的玉米价格的比值，生猪价格和玉米价格比值在 6：1，则生猪养殖基本处于盈亏平衡点。猪粮比越高，说明养殖利润越好，反之则越差。

上涨 1.8%左右。

图 11：食品价格涨幅高位回落

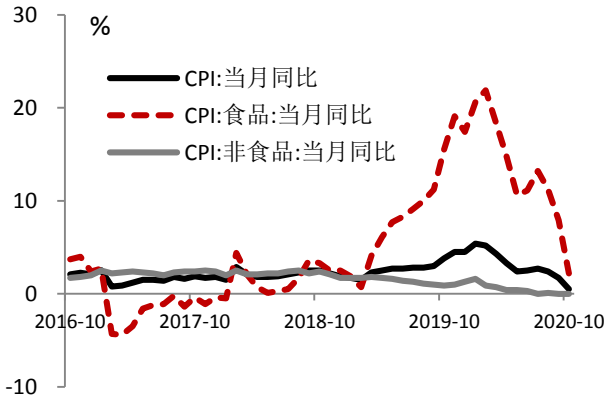
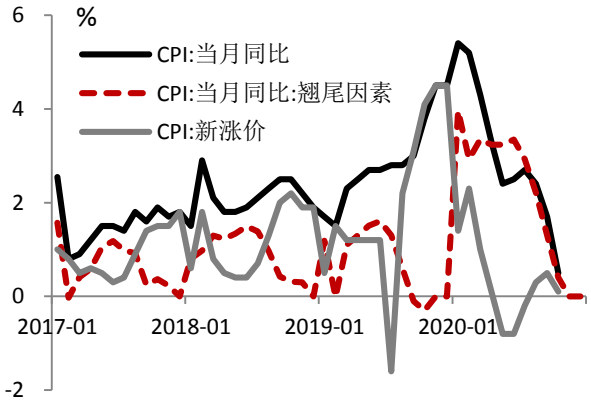


图 12：翘尾因素加速回落

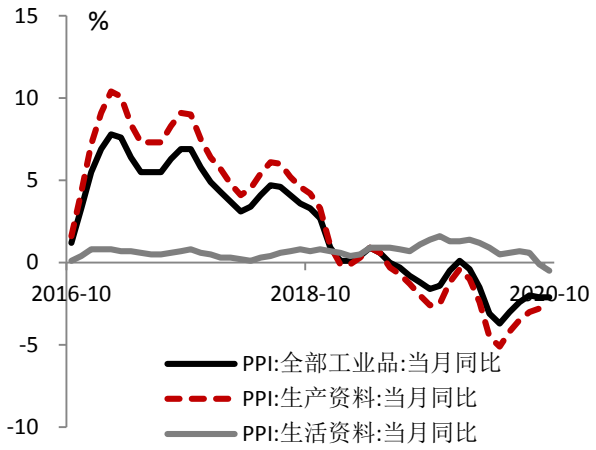


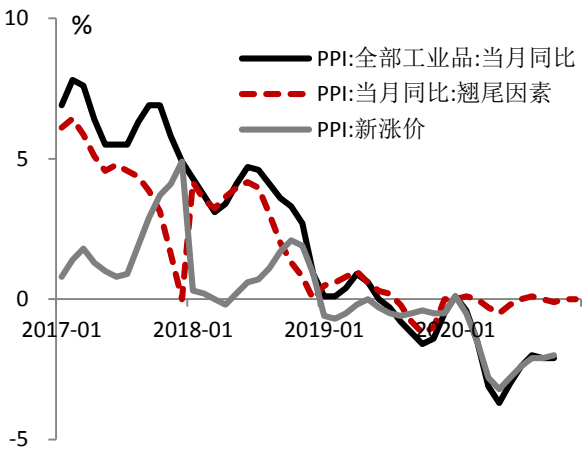
资料来源：Wind，中国银行研究院

2020 年，新冠疫情冲击国内外需求和供给，PPI 月度涨幅从年初 0.1%放缓至 5 月份-3.7%，此后随着复工复产加快推进、需求温和复苏，PPI 降幅有所收窄。前 10 个月 PPI 累计下降 2%，降幅较上年同期扩大 1.8 个百分点（图 13）。**一是生产端率先恢复，生产资料价格降幅从二季度开始呈现收窄趋势。**生产资料价格波动明显大于生活资料，月度涨幅从年初的-0.4%降至 5 月的-5.1%，此后随着需求逐步回暖，降幅开始收窄，10 月份为-2.7%。这也带动了 PPI 降幅的收窄。由于需求恢复总体滞后，生活资料价格涨幅持续放缓，四季度涨幅由正转负。**二是 PPI 新涨价因素为负，带动 PPI 降幅较上年扩大。**前 10 个月 PPI 新涨价因素平均为-1.9%，较上年同期回落 1.5 个百分点（图 14）。而上年 PPI 变动带来的翘尾因素平均为-0.1%，较上年回落 0.3 个百分点。

展望 2021 年，PPI 涨幅将由负转正。**一是**国内消费、投资需求进一步改善，将带动生产资料价格由负转正、生活资料价格涨幅扩大。**二是**翘尾因素将高于 2020 年，新涨价因素上涨动力增强。**三是**全球经济增长总体好于 2020 年，将带动原油等大宗商品价格回升，这将在一定程度上推升 PPI。同时人民币趋于升值，能部分抵消输入型通胀压力。总体预计 2021 年 PPI 上涨 1.2%左右。

图 13：PPI 降幅从二季度开始有所收窄　图 14：PPI 新涨价因素持续为负





资料来源：Wind，中国银行研究院

二、2020 年金融形势回顾与 2021 年展望

2020 年伊始，受新冠疫情暴发影响，全球经济遭遇自上世纪“大萧条”以来的最大冲击。特别是 2 月下旬以来，随着疫情向全球扩散和蔓延，恐慌情绪显著升温，全球股市、债市、汇市和大宗商品市场大幅波动，下跌幅度已超过 2008 年金融危机时期。此后恐慌情绪开始缓和，美国等国家股市又出现了大幅上涨，原油等大宗商品价格开始低位企稳，但巴西、南非等更多新兴经济体则经历了“股、债、汇”三杀的压力。总的来看，高杠杆、高泡沫、高波动、低利率已成为国际金融市场运行的常态。与国际金融市场的表现不同，中国股市虽然在年初出现了一定幅度的调整，但受益于中国疫情控制有力、经济秩序持续恢复、货币政策相对稳健等影响，中国金融市场表现优于多数经济体，不仅回报率较高且走势平稳。总的来看，“逆周期、高增幅、强监管、资本流入增多”成为 2020 年中国金融市场运行的主要特点。

第一，金融调控更加注重前瞻性、精准性和直达性。为应对疫情冲击，在 2019 年“稳金融”调控的主基调下，2020 年进一步加大了逆周期调控力度，且更加注重前瞻性、精准性和直达性。三次下调存款准备金利率，不断调降 MLF 和 LPR 利率，出台支持中小企业发展的定向支持工具等（包括而不限于发放专项

再贷款、出台小微企业信用贷款和延期贷款购买计划等)。这些政策取得明显效果，货币社融增速大幅提升，改变了过去 3 年 M2 在 8%左右低位徘徊的局面，社融规模存量也跃升至近三年的新高。与此同时，银行业资产负债快速扩张，金融对普惠、小微领域的支持加大，让利明显增多。截至 2020 年 9 月末，银行业金融机构资产同比增长 10.8%，相比上年提高 3.1 个百分点；2020 年前三季度，普惠型小微企业贷款同比增长 30.54%；2020 年前 10 个月，金融系统让利约 1.25 万亿元。综合融资成本明显下降，2020 年 6 月末，金融机构一般贷款加权平均利率已降至 2008 年以来的历史低点（5.26%）。

第二，中国金融市场表现优于多数经济体，人民币资产倍受全球资金青睐。从股市看，年初以来中国股市虽然出现了小幅下跌，但此后大幅上扬，成为全球表现最好的股市之一。前 11 个月，上证综指上涨幅度约为 11.6%，仅低于韩国（19.1%）和美国（12.3%）（图 15）。从债券市场来看，国际主要发达国家的国债收益率节节走低，11 月中下旬，美国 10 年期国债收益率已降至 1%以下，德国、欧元区和日本则分别为负利率。而中国 10 年期国债收益率在 3.3%左右的较高水平。这主要与中国货币政策相对更加审慎以及经济持续复苏等有关。从外汇市场看，当前中美利差处于高位水平，人民币汇率伴随着美元走弱和全球风险情绪好转，跨境资金流入动力进一步增强，这些因素推动人民币汇率节节走高。截至 2020 年 11 月 24 日，人民币兑美元汇率升值 5.9%，改变了过去 2 年人民币波动走贬的运行态势，是主要经济体中升值幅度较大的国家之一，升值幅度仅低于瑞郎（6.2%）、欧元（6.0%），高于日元（4.0%）等传统避险货币（图 16）。

图 15：2020 年主要国家/地区股市涨跌幅

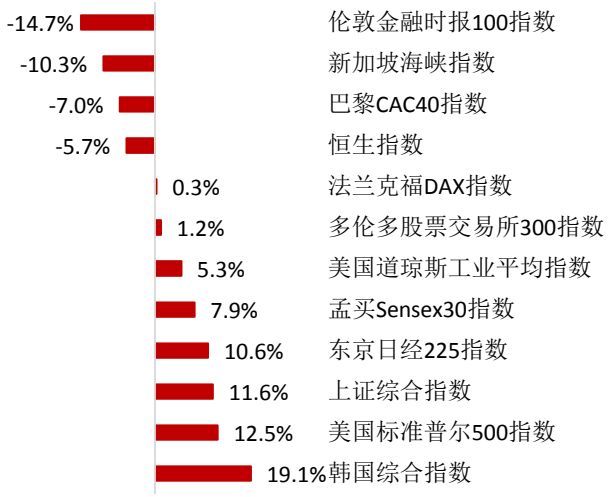
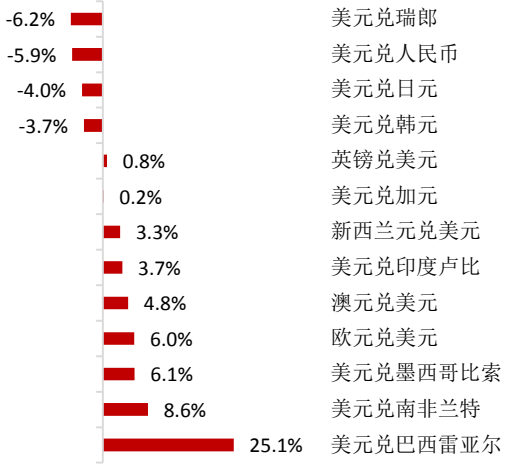


图 16：2020 年主要国家货币汇率



注：截至 11 月 24 日

资料来源:Wind，中国银行研究院

第三，金融市场化改革持续推进，“强监管”依然是主基调。为建立更高水平的开放新格局，2020 年中国持续推进金融改革开放，以高标准市场体系对接国际市场。在历经数次修正、两次大修之后，新《证券法》于 2020 年 3 月 1 日正式实施。注册制正在由科创版向更多领域推广。人民银行就《商业银行法（修改建议稿）》公开征求意见，出台系统性重要银行监管办法草案等，这些制度从顶层设计层面解决金融业当前发展存在的重大问题，体现与时俱进的特点，有利于引导行业长期健康发展。例如，《商业银行法（修改建议稿）》提出更为严格的准入标准，并就公司治理、资本与风险管理、客户权益保护、风险处置与退出等提出新要求，取消存贷比指标，这都将为银行体系的稳健运行打下坚实基础；针对 2020 年以来部分城市房价过快非理性上涨等问题，监管部门加大对房地产信贷流向监控，并要求房地产企业融资不得超过三条红线；与此同时，对互联网领域的监管进一步强化，出台《关于平台经济领域的反垄断指南》等监管办法，这有利于降低龙头互联网科技企业在数据和市场等方面的垄断，促进行业长期稳健发展。截至 2020 年 11 月末，P2P 网贷机构已经由高峰时期约 5000 家降到 3 家。

第四，中国开放的大门进一步打开，跨境资本持续流入中国。随着中国持续高水平对外开放，外资持续看好中国。从直接投资看，在全球跨境直接投资大幅下降的背景下，中国直接投资逆势增长。2020 年前 9 个月，中国实际使用外资 7188.1 亿元人民币，同比增长 5.2%（折合 1032.6 亿美元）。9 月当月全国实际使用外资 990.3 亿元人民币，同比增长 25.1%（折合 142.5 亿美元）。在主要投资来源地中，1-9 月，中国香港、新加坡、英国、荷兰实际投入外资金额分别同比增长 11%、8.6%、32.8%、150%。从金融投资看，前 9 个月境外机构合计持有股票和债券规模为 5.7 万亿元，相比上年同期增长 45%，创历史新高。跨境资本持续流入主要与中国经济表现好于多数经济体、金融市场对外开放步伐加快、营商环境持续改善、货币政策相对稳健等有关。

展望 2021 年，中国金融市场发展的外部条件依然不容乐观。一方面，全球经济复苏之路漫长而羸弱，主要经济体货币政策维持宽松，负利率政策还将长期持续，全球泛滥的流动性无处安放，资金流入股市等虚拟经济的压力加大，“实体弱、金融强”的局面还将持续。这为经济注下“迷幻剂”的同时，也为下一轮更大的金融风险埋下伏笔。另一方面，部分国家政府杠杆率节节走高，新兴经济体主权债务风险加大，全球经济依然处于高债务、高杠杆、高泡沫的环境中，金融体系脆弱性明显上升，这可能通过金融传染效应对中国产生影响。特别是新一届美国总统上台之后其政策走向存在诸多不确定性，中美经贸摩擦、地缘政治仍将搅动全球金融市场的敏感神经。

从国内来看，2021 年是中国“十四五”实施的元年，也是构建双循环新发展格局的启动之年，中国金融业将围绕“十四五”规划，不断提高金融服务实体的质量和效率。一方面，为助力中国经济长期平稳和可持续增长，货币政策将更加注重稳增长与防风险的平衡，宽松力度将明显弱于 2020 年，既不会大幅宽松，也难有明显收紧。预计 2021 年社会融资存量增速、广义货币供应量（M2）增速将有望从 2020 年的 13.5%和 10.4%分别回归至 12%和 9%左右。另一方面，

随着疫情对经济的影响逐步减弱，宏观经济有望实现低基数效应下的高增长，这为银行资产负债表保持扩张创造了有利条件，尤其需要关注新消费、新基建、新制造、数字经济、普惠小微、绿色信贷等结构性增长机遇。与此同时，在全球“资产荒”背景下，受益于各国经济恢复程度不一、货币政策松紧不一等影响，中国金融市场对外资的吸引力继续增强。此外，2021 年需要关注不良资产集中暴露、债市违约风险高发、人民币汇率过快升值、银行业国际化经营面临更多挑战等问题。

（一）人民币贷款增速“前高后低”，M2 和社融增速稳中趋降

2020 年货币社融主要呈现如下特征：**一是 M2 增速先升后降，社融增速保持高位运行。**疫情以来，在信贷投放加快和财政支出加大共同作用下，M2 增速由 2019 年末的 8.7%上升至 2020 年 6 月末的 11.1%。进入下半年后，财政支出速度有所放缓，M2 同比增速同步降至 10 月末的 10.5%。另外，M1 增速由 2019 年末的 4.4%持续上升至 10 月末的 9.1%，同样创下近年新高（图 17）。从社会融资规模看，社融存量稳步增长，由 2019 年末的 10.69%上升至 2020 年 10 月末的 13.7%，为近 3 年新高。主要分项指标增速明显加快，人民币贷款、政府债券、股票、企业债券同比增速由 2019 年末的 12.53%、14.3%、4.96%和 13.35%增长至 2020 年 10 月末的 13.3%、20.9%、11%和 20.4%，分别加快 0.87、6.6、6.04 和 7.05 个百分点。政府债券、股票、企业债券三项指标增速较快，证券市场对实体经济支持力度不断增强（图 18）。

图 17：M2 和 M1 增速变化

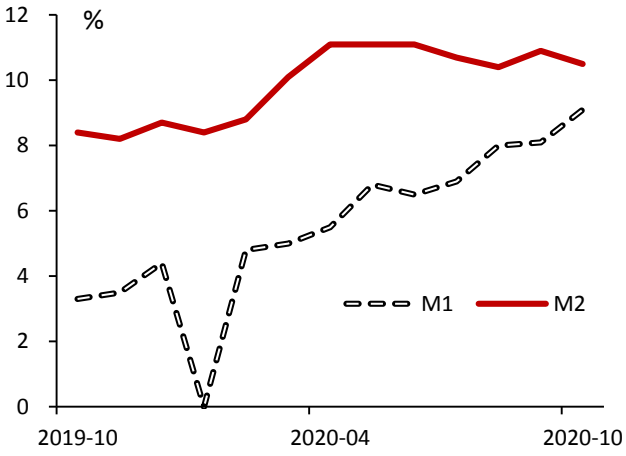
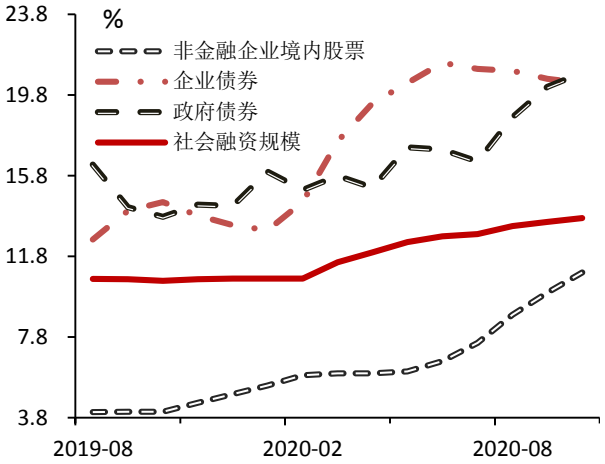


图 18：社融增速变化



资料来源：Wind，中国银行研究院

二是人民币贷款规模创历史新高，中长期贷款占比稳步提升。金融机构对实体经济支持力度不断增强。2020 年前 10 个月，累计新增人民币贷款 17.36 万亿元，预计全年将达到 19 万亿元左右，将明显超过 2019 年规模（16.88 万亿元）。与此同时，中长期贷款占比明显提升。2020 年前 10 个月，累计新增中长期贷款占新增贷款比重为 74.9%，相比上年同期提高了 17.9 个百分点（图 19）。房地产贷款占比下降，实体企业获得的贷款明显增多。2020 年前 9 个月，新增房地产贷款为 4.4 万亿元，占新增贷款比重为 27.2%，同比下降 6.49 个百分点。非金融企业部门获得的贷款为 10.56 万亿元，占新增贷款比重为 64.96%，同比上升 4.65 个百分点（图 20）。这表明资金更多地在流入实体经济，“脱实向虚”问题有所缓解。

图 19：短、中长期贷款占比

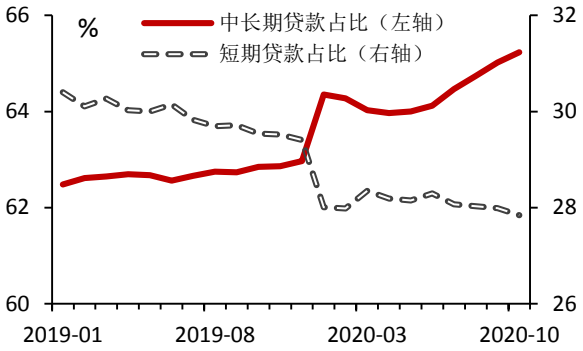
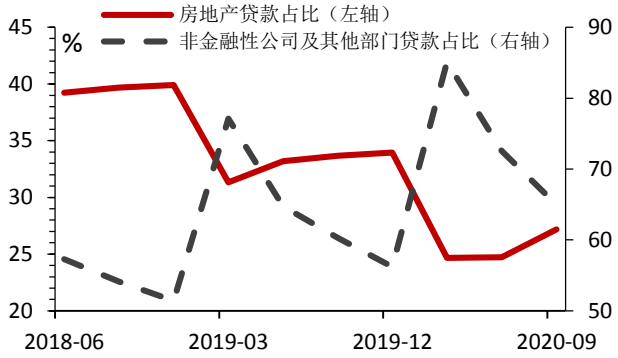


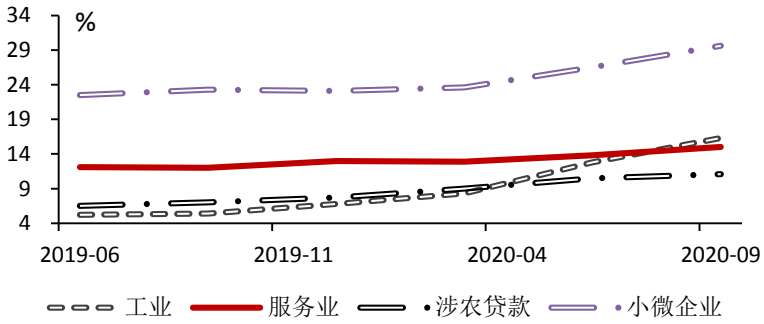
图 20：房地产和非金融企业贷款占比



资料来源：Wind，中国银行研究院

三是中小企业融资可得性不断提高，主要行业贷款增速持续加快。为缓解疫情冲击，防范企业资金链断裂，监管部门不断出台措施鼓励金融机构加大信贷投放，尤其是提高对中小企业的信贷支持。主要金融机构普惠型小微贷款余额增速由 2019 年年底的 23.1%持续上升至 2020 年三季度的 29.6%，小微企业融资可得性不断增强。从行业投向看，金融机构对主要行业资金支持力度不断加大，工业、服务业、涉农贷款信贷增速呈现快速上升态势。主要金融机构工业中长期贷款余额增速由 2019 年底的 6.8%上升至 2020 年三季度的 16.3%。服务业中长期贷款余额增速由 2019 年底的 13%上升至 2020 年三季度末的 15%，涉农贷款余额同比增速由 2019 年底的 7.7%上升至 2020 年三季度末的 11.1%（图 21）。

图 21：小微企业及主要行业信贷增速变化



资料来源：Wind，中国银行研究院

为助力经济高质量发展和双循环新格局构建，2021 年货币信贷将继续稳步增长，金融服务实体经济的质量和效率将进一步提升。**一是 M2、社融增速有所下降，将维持中高速水平。**2020 年 M2、社融增速偏高主要受疫情因素影响，随着经济持续好转，信贷需求和信贷供给将逐步趋稳。在货币政策回归稳健后，金融机构资产扩张速度将有所放缓，主要金融数据增速将高位回落，加之 2020 年基数较高，预计 2021 年 M2 和社融增速大概率会稳中趋降。**二是贷款增速将恢复"前高后低"走势，中长期贷款稳中有升。**在经济回暖过程中，信贷投放节奏将同步回归正常，金融机构出于"早放贷、早收益"的原则，2021 年信贷增速将回归"前高后低"走势，预计全年人民币贷款增加 20.5 万亿元左右。另外，考虑到经济正加快回暖，加之 2021 年又是实施"十四五"规划的开局之年，若疫情不出现"二次反弹"，企业生产经营活动维持正常，预计中长期贷款占比将继续呈现稳中有升态势。**三是中小企业贷款及主要行业信贷增速维持较高水平。**在政策支持下，中小企业融资可得性将继续增强，中小企业贷款增速将保持高位运行。另外，在经济逐步回暖后，企业经营状况明显改善。例如，自 2020 年 6 月起，工业企业利润同比增速已连续 4 个月保持在 10%以上。2021 年，企业信贷需求将继续上升，金融机构对工业、制造业等主要行业支持力度将稳步加大，持续夯实经济增长基础。

（二）信用风险溢价上升，货币市场利率中枢难有明显下降

中国利率体系涵盖政策利率、货币市场利率、债券市场利率和信贷市场利率等品种。理论上说，政策利率变动会带来其他市场利率同步变化，但由于不同市场之间存在阻滞，利率体系还不能实现高效的联动。货币市场利率和债券市场利率互动效应较好，信贷市场利率变动相对滞后。此外，货币市场和债券市场对流动性管理十分敏感，一旦出现短期集中投放或收缩流动性的情况，两个市场利率短期内往往会出现"超调"。

2020 年不同利率品种走势呈现如下特征：**一是政策利率呈现"斜 L"走势。**

疫情暴发之初，为应对疫情冲击，人民银行迅速采取行动，轮番下调了 7 天期、14 天期、一年期 MLF 等政策利率，政策利率曲线稳步下移，货币政策宽松态势明显。但二季度经济反弹外加防风险重要性提升，政策利率未作调整，货币政策重回稳健（图 22）。**二是货币市场利率“先降后升”，市场预期逐步稳定。**在年初宽松政策影响下，DR007、R007 等货币市场利率走势出现快速下行，但在 4 月份逐步回升，自 6 月份起大体维持在政策利率上下，市场预期逐步稳定（图 22）。**三是信贷利率下降速度“由快转稳”，企业融资成本得到切实改善。**在多部门联合支持下，信贷市场利率快速下行，但自二季度起逐步走稳。金融机构人民币贷款加权平均利率由 2019 年年末的 5.44%快速降至 2020 年一季度末的 5.08%，二季度末开始企稳，小幅下降 2 个 BPs 至 5.06%。分类看，一般贷款和票据融资分别由 2019 年末的 5.74%和 3.26%降至 2020 年一季度末的 5.48%和 2.94%，二季度末分别降至 5.26%和 2.85%，下降 22 和 9 个 BPs（图 23）。

图 22：政策利率及市场利率变化

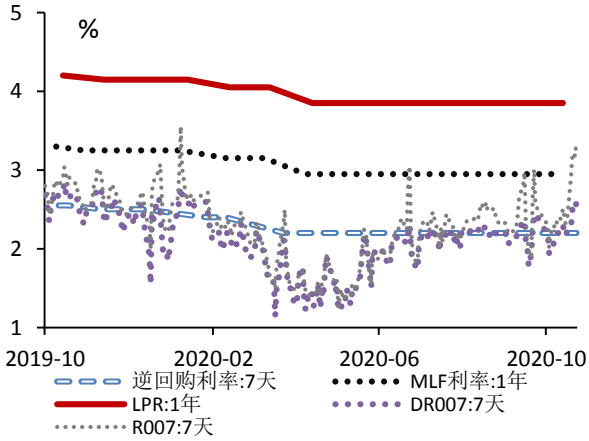
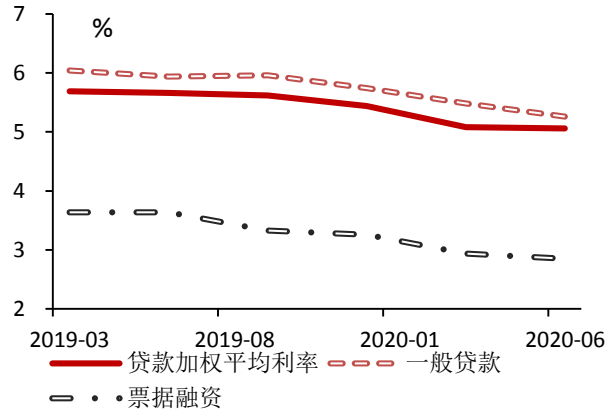


图 23：贷款利率变化



资料来源：Wind，中国银行研究院

展望 2021 年，受信用风险溢价上升等影响，尽管政策利率有进一步下调的可能，但货币市场利率难有明显下降，预计利率走势将呈现如下特征：一是政策利率下降空间有限。在坚持稳健货币政策基调背景下，政策利率出现连续、单向走势可能性较小。如果不出现“二次疫情”，预计 2021 年政策利率不会出现

连续下降，逆回购、MLF、LPR 等利率至多阶段性下调 1-2 次或者不做调整。**二是货币市场利率或将稳中略升。**上半年货币市场利率将继续围绕政策利率震荡运行，若下半年经济基础持续稳固，预计政策利率在保持稳定的同时，市场利率中枢将略有上移。**三是信贷市场利率仍有一定下行空间。**疫情影响下，全球经济形势仍存较大不确定性，企业面临的经营形势依旧复杂，未来为企业减负仍是政策的重要方向。同时，企业经营呈现持续回暖态势，需要低成本资金稳定经营基础，金融机构将继续推动让利工作，与企业共生共荣。预计 2021 年企业贷款利率仍然存在一定的下行空间，但速度和幅度将有所放缓。

（三）债市违约风暴影响持续，未来或将继续宽幅震荡

受经济下行、货币政策宽松节奏不一、违约风险高发等影响，2020 年 10 期国债收益率先降后升，全年呈现“**V**”型走势且波动幅度较大。其中，1-4 月，为应对疫情货币政策宽松力度明显加大，这也带动 10 年期国债收益率迅速下行，但随着 5 月货币政策逐步回归常态，货币供给稳中趋紧，利率单边上扬，10 年期国债收益率迅速抹平前 4 个月跌幅。截至 2020 年 11 月 24 日，10 年期国债收益率收报于 3.29%，相比上年末上升了 24 个 BPs（图 24）。尤其值得注意的是，11 月 12 日，以河南永煤违约事件为导火索，市场发生了多起高评级主体的违约事件，这引发一系列连琐效应，大量债券被恐慌性抛售，资金面持续紧张，市场情绪高度紧张。当前，要高度重视违约风暴潮带来的连锁效应，防止风险扩大化和债市融资规模收缩等问题。

总的来看，2020 年中国债市运行呈现五大特点：**一是**债券供给增加，债市对实体经济的支持作用增强。2020 年前 11 个月累计发行各类债券 51.3 万亿元，相比上年同期增长 21.2%。债券发行规模的增加也带动债券融资占社会融资规模的比重由 2019 年末的 31%提高至 2020 年 10 月末的 37%。**二是**债市波幅明显扩大。2020 年 10 年期国债收益率运行在 2.48%-3.35%宽幅区间，标准差为 0.22，相比 2019 年的波幅区间（3.0%-3.43%）和标准差（0.09）都明显扩大。

三是期限利差先升后降，信用利差两极分化。2020 年 11 月（截至 11 月 24 日），“10 年-1 年”期国债收益利差均值由上年同期的 56 个 BPs 下降至 41 个 BPs（图 24），高等级债券的信用利差（3 年期 AAA 级企业债与同期限国债）与上年同期基本持平（均为 70 个 BPs），但低等级债券的信用利差（3 年期 AA-级企业债与同期限国债）则有所扩大，反映出信用风险有进一步上升压力（图 25）。**四是**中美利差持续走扩。在全球降息潮开启背景下，中国国债收益率相对较高，中美 10 年期国债利差由 2018 年 11 月最低点的 11 个 BPs 重新扩大至 2020 年 11 月 24 日的 241 个 BPs，最高时甚至突破 324 个 BPs，这使得中国债券市场对境外资金的吸引力上升。**五是**债市出现“违约风暴”。与往年不同，2020 年违约主体中地方国企、高等级债券主体明显增加，仅在 11 月 12 日当天，就有 20 只高等级债券（包括方正、紫光，以及永煤、华晨等高评级大型国企）发生违约，债市出现违约风暴潮，大量企业被迫取消或推迟债券发行。不过，目前债市违约风暴潮的影响可控，债市整体违约率依然处于较低水平。截至 2020 年 11 月 24 日，共有 120 只、1370 亿元规模的债券违约，占信用债余额（38.4 万亿元）的比重不到 0.5%。

图 24：10 年国债收益率与与期限利差

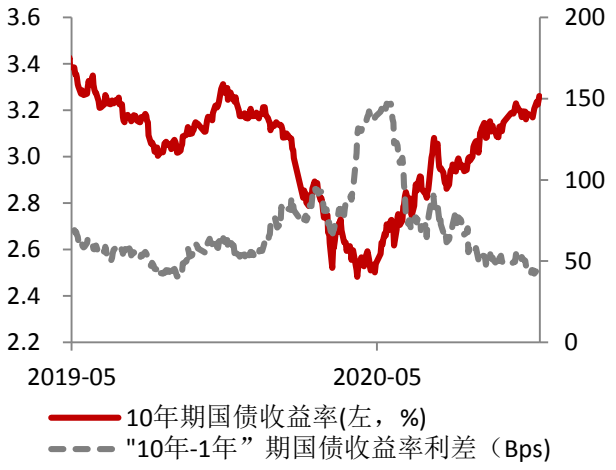
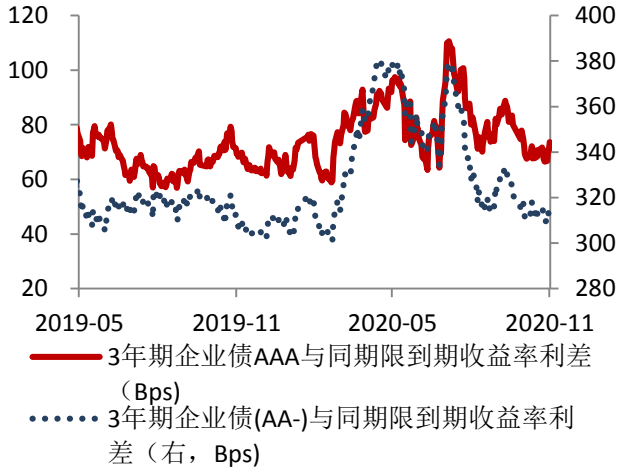


图 25：信用利差分化



资料来源：Wind，中国银行研究院

展望 2021 年，经济基本面、资金面和信心面仍是决定债市走向最为重要的三大因素。从经济基本面来看，GDP 增速有望实现较大反弹，这将推动利率中枢有所上行。从资金面来看，考虑到防风险的重要性上升，货币政策将由前期的宽松向常态回归，但考虑到实体经济发展依然困难，降低企业融资成本仍是重要方向，进一步大幅收紧的可能性也不大，利率水平也难有明显大幅上扬。从信心面来看，受 2020 年年底高等级债券违约事件暴发影响，当前市场信心极度脆弱，未来对信用债的投资会更趋谨慎。不过，风险偏好的下降，也使得市场对利率债需求将有所上升。总的来看，2021 年风险因素对债券市场的影响进一步加大，债券市场将呈现宽幅震荡格局，信用利差分化继续加大。预计 10 年期国债收益率将在 3.1%-3.6%的区间震荡。

（四）A 股震荡向上，市场韧性或将进一步凸显

受国内经济复苏、资本市场改革推进、疫情全球蔓延及贸易摩擦、美国大选等“利多”和“利空”因素相互博弈的影响，2020 年 A 股维持整体震荡上行态势。截至 11 月 24 日，上证综指收盘报 3402.82 点，相较 2019 年底上涨 11.6%。主要呈现以下特点：**一是**全年呈“W”型走势，总体涨幅较大。受新冠疫情影响，A 股从 1 月下旬开始大幅下跌，到 2 月初到达第一个底部（2746 点）。随后疫情开始在海外蔓延，油价暴跌，全球主要股市出现“连环熔断”，拖累 A 股形成第二个底部（2660 点）；自 7 月起，随着中国疫情得到有效控制，A 股持续走强，整体在 3300 点的高位运行。总的来看，2020 年 A 股涨幅高于全球主要国家。截至 2020 年 11 月 24 日，创业板、中小板、深证成指的涨幅分别达 46.0%、33.9%和 30.7%，在全球主要股票市场指数中排前三。**二是**结构化行情明显。受疫情之下抗疫物资需求上升、宅经济崛起和消费结构变化等影响，科技、消费、医药板块持续领涨，而金融、房地产、传统能源等行业持续处于低位。2020 年初至 11 月 24 日，半导体与半导体生产设备，食品、饮料与烟草、汽车与汽车零部件行业指数涨幅居于前三，分别达 55.41%、55.15%和 53.50%。房地产，能

源和电信服务行业指数降幅分别达 3.31%、3.07%和 2.62%（图 26）。**三是**外资对股市的影响有所增大。随着中国经济持续复苏，A 股成为国际资本的避风港。自 3 月初以来，北上资金成交净买入走势与上证综指走势保持高度一致（图 27），对股市运行产生重要影响。

图 26：A 股 2021 年行业指数涨跌幅

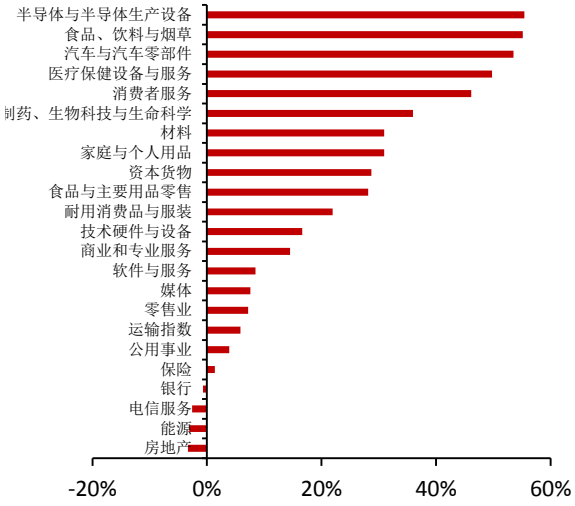
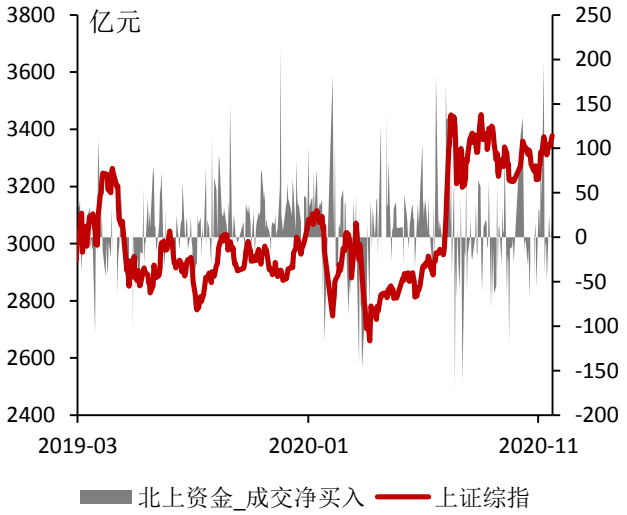


图 27：上证综指与北上资金情况



资料来源：Wind，中国银行研究院

展望 2021 年，经济基本面的持续改善将为 A 股市场的表现提供有力支撑，A 股将继续震荡走强，但也需要关注外部金融市场动荡带来的传染效应。**一是**在双循环新发展格局下，资本市场的枢纽功能将得到进一步发挥。十九届五中全会对资本市场在促进科技创新和实体经济高水平循环方面提出更多要求，资本市场改革的“建制度、不干预、零容忍”9 字方针将得到进一步落实。随着“注册制”分步全面实施、直接融资比重提高、信息披露制度建设、《新证券法》落地以及减少境外机构与资金相互流通的约束等措施的实施，A 股市场将迎来长期利好。**二是**低利率环境下，居民增配权益资产的可能性上升。当前房市持续低迷，理财等主要金融资产的利率已降至历史低位，投资者有通过提升风险偏好提高收益的倾向，会选择增加股票、共同基金、保险等产品的投资。自 2020 年 2 月起，新增投资者数量已连续 8 个月突破百万。其中，10 月当月新增投资

者数量达 112.01 万，同比增长 41.11%。伴随投资者的持续进场，未来居民的资金有望持续入市，成为股市加速上涨的重要力量。**三是**外资持续流入带来的资金增量效应。2020 年 11 月 11 日，全球最大指数公司明晟（MSCI）宣布调整 MSCI 中国指数成分股，新增 58 只标的，同时删除了 23 只成分股。据统计，约有 1500 亿美元资金在追踪该指数。

（五）人民币汇率高位波动，贬值压力较小甚至可能持续走强

受新冠肺炎疫情冲击、中美贸易摩擦的影响，2020 年人民币兑美元汇率呈现出先贬后升的趋势，在疫情严重时期，人民币汇率一度跌破 7.15。随着中国率先控制疫情，经济快速恢复，人民币汇率出现大幅跳升。截至 2020 年 11 月 24 日，人民币兑美元即期汇率报 6.5761，较年初升值 5.88%（图 28）。汇率市场呈现出以下特征：**一是汇率弹性增强。**2020 年以来，人民币汇率双向波动特征明显。截至 2020 年 11 月 24 日，人民币兑美元汇率整体波动幅度较大，波动区间为 6.5425 至 7.1547，这表明人民币汇率弹性进一步增强，这既是应对外部冲击的正常反应，也是人民币汇率进一步走向市场化的体现。**二是市场对人民币汇率预期保持中性乐观。**2020 年前 10 个月，银行代客远期结售汇均保持正值，10 月份为 110.56 亿美元，保持稳定回升态势（图 29）。2020 年前三季度，结汇率为 65%，与上年同期基本持平。而售汇率为 64%，同比下降 2.8 个百分点。结汇率和售汇率大致相当，表明市场主体对汇率波动的容忍度上升，没有出现单边的结汇或售汇行为，人民币汇率预期保持稳定。**三是逆周期管理政策工具出现调整。**三季度以来，中国经济复苏强劲，资本大幅外流压力降低，人民币升值较为强劲。为稳定外汇市场供求关系，抑制单边快速升值预期，人民银行决定自 10 月 12 日起，将远期售汇业务风险准备金从 20%降为 0。与此同时，人民币对美元中间价报价模型中的“逆周期因子”也淡出使用。

图 28：人民币汇率先贬后升

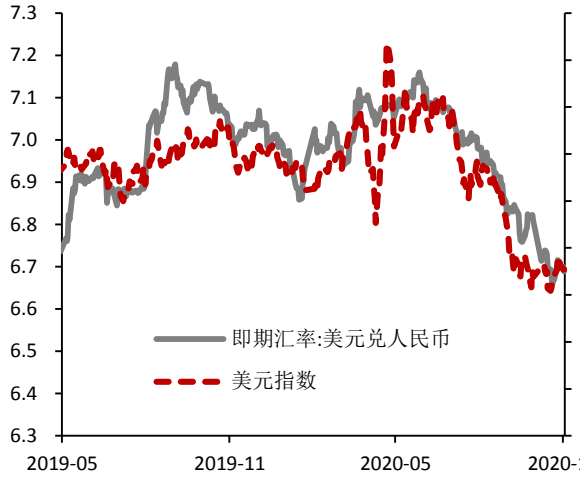
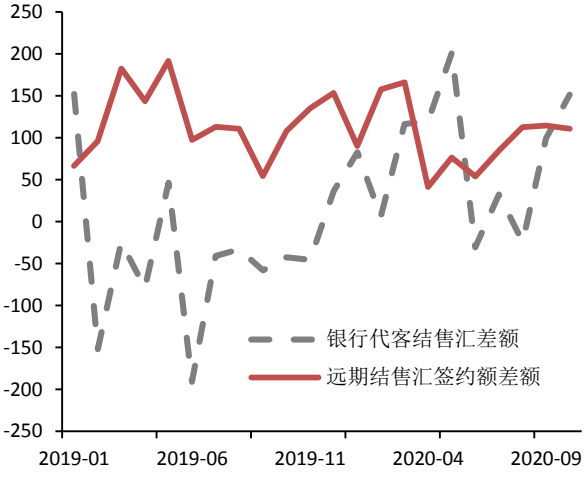


图 29：银行代客结售汇情况（亿美元）



资料来源：Wind，中国银行研究院

展望 2021 年，虽然美国大选后的中美关系存在一定不确定性，外部环境依然复杂，中国经济将持续恢复，未来人民币汇率将保持在高位波动，贬值压力较小。支持人民币汇率走强的因素有：**一是中国经济基本面持续向好。**受全球疫情再次反弹的影响，全球经济恢复进度或将放缓，不确定性增强。未来中国将成为全球表现最好的经济体之一，这对人民币汇率带来支撑。**二是国内资产吸引力较强。**由于美国疫情短时间内难以得到控制，美联储未来将保持宽松的货币政策，中美利差保持高位运行，国内资产将在一段时间内保持吸引力。然而，未来人民币汇率走势也将面临一定的不确定性：**一是前期升值幅度较大。**2020 年下半年以来，人民币兑美元汇率最高达到 6.5425，升值幅度较大。汇市已充分体现前期利好消息，再加上逆周期政策对人民币单边升值趋势有所准备，未来人民币汇率将保持温和波动态势。**二是中美贸易摩擦的不确定性。**美国两党对于遏制中国发展拥有共识，未来美国对于中国贸易、科技等领域的遏制存在进一步加强的可能。中美贸易冲突呈现出长期性、复杂性的特征，极端事件的暴发极易导致人民币汇率超预期波动。

表 1：2021 年中国经济金融主要指标及预测（%）

指　标	2016 (R)	2017 (R)	2018 (R)	2019 (R)	2020					2021 (F)
					Q1 (R)	Q2 (R)	Q3 (R)	Q4 (E)	全年 (E)	
GDP	6.7	6.8	6.6	6.1	-6.8	3.2	4.9	5.5	2.1	7.5
规模以上工业增加值	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4	4.4	5.8	6.4	2.3	7.4
服务业增加值	7.8	8.0	7.6	6.9	-5.2	1.9	4.3	5.2	1.7	7.7
固定资产投资额（累计）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1	-3.1	0.8	3.5	3.5	6.5
消费品零售总额	10.4	10.2	9.0	8.0	-19	-4	0.9	4.5	-4.4	10.0
出口	-7.7	7.9	9.9	0.5	-13.4	0.2	8.9	10.1	1.8	2.0
进口	-5.5	16.1	15.8	-2.7	-3.0	-9.4	3.2	5.3	-0.8	3.0
居民消费价格指数（CPI）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9	2.7	2.3	0.5	2.6	1.8
工业品出厂价格指数(PPI)	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6	-3.3	-2.2	-1.8	-2.0	1.2
广义货币（M2，期末）	11.3	8.1	8.1	8.7	10.1	11.1	10.9	10.4	10.4	9.0
社会融资规模（存量）	12.8	14.1	10.3	10.7	11.5	12.8	13.5	13.5	13.5	12.0

资料来源：中国银行研究院

三、宏观经济政策取向

面对国内外环境变化的新形势、新挑战，中国提出加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。2021 年，中国将推动疫情防控常态化，为经济加快恢复创造条件。宏观政策将围绕构建双循环新发展格局推动经济转型升级。一是继续发挥积极财政政策作用，并持续推动财政资金直达、债券发行等制度完善。二是货币政策更加注重精确性和灵活性，结构性货币政策工具仍是重点。三是持续优化市场主体营商环境，推动消费、投资等内需扩大，创新外贸发展形式，加强创新和产业协同发展。

第一，继续发挥积极财政政策作用，推动财政资金直达、债券发行等制度完善。一是随着新冠疫情影响相对减弱，中国经济增长趋于正常，财政政策将逐步回归常态。预计赤字率、新增地方债规模或较上年有所回落，赤字率在 3%左右。同时将注重政策的可持续性，继续确保民生支出，支持重大项目建设。**二是**推动财政资金直达、债券发行等制度完善。推动财政直达运行机制常态化、

制度化，扩大直达资金范围，加强直达资金管理。根据将于 2021 年开始实施的《关于进一步做好地方政府债券发行工作的意见》，将不断完善地方债发行机制，优化地方债期限结构，强化地方债发行项目评估和专项债项目的全过程管理，促进地方债发行市场化、规范化。**三是**继续推进对民营企业、中小微企业减税降费，降低企业生产经营成本。根据 2020 年 10 月发布的《关于支持民营企业加快改革发展与转型升级的实施意见》，将简化优惠政策适用程序，实施好阶段性减免社会保险费和降低社保费率政策，对受疫情影响严重的中小企业依法核准延期缴税，对小微企业工会经费全额返还。同时通过政府产业引导基金引导民企扩大转型升级投资。

第二，结构性货币政策工具仍是重点，更加注重精确性和灵活性。一是货币政策更加注重精确性。考虑到宏观杠杆率过快上升对实体经济发展带来的不利影响，货币政策将更加注重防风险，进一步宽松的可能性下降。但考虑经济增长的内生动能不足，尤其是中小企业发展仍面临诸多困难，货币政策将更加注重精确性，引导资金流入实体企业。与此同时，考虑到债券违约风险依然频发，进而有恶化信用环境、加大金融市场波动、推高风险溢价的可能，需要货币政策及时做出对冲，防止金融市场超预期波动引发的货币市场利率过快上升等问题。**二是结构性货币政策工具仍是首选。**货币政策将继续围绕解决结构性问题，重点解决中小金融机构流动性不足以及中小企业资金可得性问题，预计 2021 年结构性降准、定向降准仍是重要备选工具。**三是强化监管引导资金流向。**在全球流动性充裕背景下，金融与实体容易出现背离。考虑到中国复苏进程快于全球，跨境资本大进大出的概率上升，将继续强化资金监控力度，合理引导资金流向，避免资金过度进入房地产、股市等领域，严防资金“脱实向虚”。此外，加强对信用风险集中暴露问题的防范，提前出台政策进行应对。例如延期还本付息政策将到期，是否考虑进行续接；针对可能出现的不良反弹提前应对，保证银行资产质量安全。

第三，促消费政策力度不减，基建投资政策保持新旧基建并重。消费方面，作为经济内循环的核心动力，2021 年促消费政策将继续保持较高强度，持续推动居民消费提质升级。通过调整优化限购措施、增加号牌指标、开展新一轮汽车下乡和以旧换新稳定和扩大汽车消费。通过补贴等方式鼓励家电家具家装消费。通过鼓励线上线下经营模式、完善餐饮服务标准等提振餐饮消费。投资方面，基建投资政策将继续注重补短板领域的重点项目以及新基建领域。房地产投资政策将在坚持“房住不炒”主基调的同时，更加强调长效机制建设，加快推进户籍制度和供地管理改革，为房地产行业的长期健康发展奠定基础。

第四，深化自贸试验区改革试点，创新外贸发展形式。一是深化自贸试验区改革，为投资、贸易提供更便利的营商环境。例如，浦东自贸试验区试点市场准入“一业一证”综合许可制度，海南自贸港实施承诺准入制、“极简审批”放宽市场准入，促进激发国内市场活力、扩大内需，吸引外部有效投资。**二是**深化和创新国际经贸合作，创新外贸形式，加快服务贸易发展。坚持维护以世界贸易组织为核心的国际多边贸易体制，积极拓展双边、多边贸易合作，加快落实 RCEP 协议，继续推动中日韩自贸区等自贸协定谈判。创新外贸形式，推动跨境电商发展和市场采购贸易方式试点。扩大服务贸易对外开放试点，逐步取消或放宽跨境服务贸易限制措施，健全跨境服务贸易清单管理制度，增加优质服务进口。

第五，加强创新和产业协同发展，持续推动产业转型升级。通过税收优惠、产业引导基金等引导企业加大研发特别是基础研究投入，支持企业进行设备更新、技术改造。推动重点行业与现代服务业融合发展，加快培育发展服务型制造，形成具有带动效应的深度融合发展和服务型制造企业、平台和示范区。通过加快信息基础设施升级、支持 5G 等新技术发展、搭建数字化转型促进中心等方式，促进产业数字化转型升级。进一步推动承接产业转移示范区建设，推动中西部和东北地区承接东部地区转移，促进产业在国内有序转移。发挥国有

企业、龙头企业带动作用，建立产业链协作平台，促进产业链上下游企业协同发展。

第六，持续推动“放管服”改革，优化政务服务等营商环境。围绕电商、便利店、健身房等与人们生活和消费相关的行业，在自贸区进行市场准入“一业一证”改革试点，建立综合许可制度，提升企业市场准入便利度。持续推动已有线下政务服务线上办理，提高政府服务效率。推动实现工业产品生产许可证、就医结算备案、社保卡申领等与企业发展、群众生活密切相关事项“跨省通办”，促进要素自由流动和全国统一大市场的建立。推动获得电力等重点领域进一步压缩办理时间。

四、“十四五”时期中国经济社会发展展望

“十三五”时期是全面建成小康社会的决胜阶段，中国经济社会各方面稳步发展，为“十四五”时期开启全面建设社会主义现代化国家新征程奠定了坚实基础。展望“十四五”时期，中国将深化供给侧结构性改革，构建国内国际双循环相互促进的新发展格局，持续释放国内巨大市场潜力，持续推动改革创新，加快建设现代化经济体系，推动高水平对外开放，加快实现高质量发展。

（一）推动经济高质量发展，2035 年人均国内生产总值达到中等发达国家水平

“十三五”时期，中国经济总体实现了规划期保持中高速增长的目标，2016-2019 年 GDP 年均实际增速为 6.7%，2020 年 GDP 增速在 5.7%-6%就可以达到 6.5%的预期目标。但 2020 年新冠疫情暴发导致经济增速大幅放缓，预计全年 GDP 增速在 2%以上，这也影响了“十三五”时期预期经济增速目标的实现。但总体来看，“十三五”时期面对复杂多变的国际局势，中国经济运行保持在合理区间，仍是全球经济增长表现最好的主要经济体，2020 年 GDP 规模将突破 100 万亿元，为 2010 年的 2.4 倍。持续推动发展理念转变，创新、协调、绿色、开

放、共享五大发展理念深入人心，供给侧结构性改革深入推进，防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治三大攻坚战取得明显进展，经济发展的稳定性、可持续性明显增强。这为“十四五”时期经济社会发展奠定了良好基础。

“十四五”时期，中国将更加注重经济结构优化，推动提高发展质量和效益。“十四五”规划《建议》中并未明确提出经济增速的目标要求，而是提出“在质量效益明显提升的基础上实现经济持续健康发展，增长潜力充分发挥”。但这并不意味着不要经济增速，2035 年远景目标提出人均国内生产总值达到中等发达国家水平，这其实蕴含了对经济增速的定量要求。IMF 定义的发达经济体 2019 年人均 GDP 平均为 4.6 万美元，中等偏下水平的地区人均 GDP 在 1.7-3 万美元之间。世界银行定义的高收入国家 2019 年人均 GDP 为 4.45 万美元，其中中等偏下地区人均 GDP 在 1.3-3.2 万美元之间。2019 年中国人均 GDP 约为 1 万美元，如果未来人均 GDP 增速为 5%，人均 GDP 将在 2035 年达到 2.2 万美元，若人均 GDP 增速为 7%，人均 GDP 将在 2035 年达到 3 万美元。根据各生产要素分析预测，伴随人口结构变化、产业结构调整，劳动和资本增速放缓，而创新力度加大、要素配置改革持续推进将推动全要素生产率提升，乐观、基准和悲观情境下 2021-2025 年平均潜在增长率分别为 6.1%、5.2%和 4.9%，这意味着中国将大致达到发达国家中中等偏下收入水平。

表 2：“十四五”期间中国经济增长预测（%）

年份	乐观情形		基准情形		悲观情形	
	预测值	平均	预测值	平均	预测值	平均
2020	2.5		2.1		2.0	
2021	8.5	6.1	8.0	5.2	7.5	4.9
2022	5.8		4.7		4.4	
2023	5.6		4.6		4.3	
2024	5.4		4.4		4.1	
2025	5.3		4.3		4.0	

资料来源：中国银行研究院

（二）科技创新能力加速提升，产业转型升级进入重要推进期

“十三五”期间中国推动理论创新、制度创新、科技创新、文化创新等各方面的创新，深入实施创新驱动战略。从创新驱动主要指标看，2019 年每万人发明专利拥有量为 13.3 件，已提前实现预期目标，科技进步贡献率为 59.5%，接近 60%的预期目标，互联网普及率在 2018 年提前完成预期目标。目前只有研究与试验发展经费投入强度（R&D 经费支出/GDP）较为滞后，2019 年为 2.19%，与 2.5%的预期目标仍有一定差距。从产业结构看，2019 年服务业增加值比重上升至 53.9%，已成为拉动经济增长的重要动力，但与 56%的预期目标仍有差距。同时，“十三五”时期中国持续推动先进制造业加快发展，2016-2019 年高技术制造业平均增长 11.2%，高于工业平均 6.1%的增长水平，高技术产业投资平均增长 15.9%，远高于全国投资 6.7%的平均水平。新产业、新业态、新商业模式不断成长，2019 年“三新”经济占 GDP 的比重为 16.3%，较 2016 年提高 1 个百分点。

“十四五”时期，创新驱动作用将进一步增强，尤其是对于科技创新的重视程度将进一步提升。根据“十四五”规划《建议》，中国将发挥社会主义市场经济条件下新型举国体制，加强基础研究和原始创新，突破关键核心技术。鼓励和支持企业提升技术创新投入和能力，加快培养创新人才力量。预计“十四五”时期中国将继续加大研发投入，加大对基础前沿研究的支持，研发经费投入强度将进一步提高，预计到 2025 年，70%的核心基础零部件、关键基础材料有望实现自主保障。创新能力的提升既有利于应对国际科技领域的激励竞争，提高产业国际竞争力和安全性，也有利于推动产业转型升级，提高供给体系质量，更好适应国内需求的新变化。

“十四五”时期，中国产业结构调整和升级将持续进行。**一是注重产业间的平衡协调发展。**《建议》中明确提出“推动金融、房地产同实体经济均衡发展”，“促进农业、制造业、服务业、能源资源等产业门类关系协调”。这意味着“十四

五”时期将更加注重制造业等实体经济发展，金融发展的重要任务就是有效支持实体经济，房地产市场仍将坚持“房住不炒”定位，房地产业发展以稳为主。同时，《建议》也明确“保持制造业比重基本稳定”，2019 年制造业在 GDP 的比重为 27.2%，较 2015 年下降 1.8 个百分点，“十四五”时期制造业比重将改变下降趋势，对服务业占比或不作要求。

二是传统产业和新兴产业发展同步推进。“十四五”时期传统产业将向高端化、智能化、绿色化发展。根据《中国制造 2025》规划，到 2025 年规模以上制造业研发经费内部支出占主营业务收入比重将从 2020 年的 1.26%上升到 1.68%。重点行业单位工业增加值能耗、物耗及污染物排放达到世界先进水平。重点形成 40 家左右制造业创新中心，制造业重点领域全面实现智能化，试点示范项目运营成本降低 50%。新一代信息技术、生物技术、新能源、新材料、高端装备等战略性新兴产业加快发展。研发设计、现代物流、法律服务等生产性服务业向专业化和价值链高端延伸，健康、养老、育幼、文化、旅游等生活性服务业将向高品质和多样化升级。

三是产业数字化加快发展。新技术成熟以及疫情加快人们生产生活方式改变，“十四五”时期数字经济和实体经济将继续深度融合。5G 技术进入快速发展期，加速经济社会数字化转型。预计到 2025 年，5G 技术发展将直接拉动 GDP 约 1.1 万亿元，间接拉动 GDP 约 2.1 万亿元；将提供约 350 万个就业机会，主要来自于 5G 相关设备制造和电信运营环节。在线办公、在线教育、在线医疗等许多新产业、新业态继续较快发展。产业数字化、智能化发展也将进一步推动农业、制造业与服务业的融合发展，提高企业经营管理效率。

（三）国内大循环进一步畅通，国内巨大市场的潜力持续释放

“十三五”时期，在外部需求低迷的情况下，中国对于发挥内需作用的政策导向愈加明显，促消费、稳投资的政策不断出台。内需对中国经济增长的拉动

作用明显增强。2016 年至 2019 年，内需对经济增长的平均贡献率为 100.8%。其中，消费对经济增长平均贡献率为 61.9%，已连续 6 年成为经济增长第一拉动力。伴随经济中高速增长国内市场总体稳步扩大。收入的增长是需求的重要支撑，2016-2019 年全国居民人均可支配收入与经济同步发展，平均增长 6.5%。2020 年受疫情冲击居民收入增速或大幅放缓，这将影响“十三五”时期居民人均可支配收入年均增长 6.5%预期目标的实现。中产阶级规模持续扩大。根据国家统计局数据，以典型三口之家年收入 10-50 万元的标准看，2018 年中国中等收入群体已突破 4 亿人，约 1.4 亿个家庭。脱贫攻坚成效明显，按照每人每年 2300 元（2010 年不变价）的农村贫困标准计算，2019 年末农村贫困人口 551 万人，比上年末减少 1109 万人，2020 年将如期完成全面脱贫任务。

中国面临的发展不平衡不充分问题仍然突出，“十四五”时期中国将把扩大内需战略与供给侧结构性改革相结合，推动国内市场壮大、国内大循环畅通。**一是持续推动提高居民收入、扩大中等收入群体。**“十四五”期间，中国人均 GDP 有望在 2023 年前后超过 12500 美元（按一般情形 5.2%的年均增速计算），成为高收入国家。同时，通过提高劳动报酬在初次分配中比重、完善再次分配机制、发挥第三次分配作用等缩小居民收入差距，增强扩大消费的基础。**二是围绕生产、分配、流通、消费等环节建立国内统一大市场，打通国内大循环。**生产方面，产业转型升级推动供给结构优化、供给质量提升；引导产业在国内有序转移，优化区域产业链布局；鼓励企业兼并重组，防止低水平重复建设；发挥投资对优化供给结构的关键作用，推动新型基础设施、新型城镇化、交通水利等重大工程建设。分配方面，推动土地、劳动力、资本、技术、数据等生产要素市场化改革，提高配置效率，促进要素自由流动；完善资源价格形成机制。流通方面，通信、交通等基础设施不断完善，无接触交易服务加快发展，企业流通成本将进一步降低。消费方面，线上线下消费加快融合发展，扩大内需的政策体系不断完善，持续改善消费环境、拓展投资空间。这些将打通国内大循环

的痛点、堵点，进一步释放国内大市场发展潜力。**三是**发挥国内大市场、大循环的规模效应优势，利用好国内国际两个市场两种资源，使国际循环更好服务于国内大循环发展。

（四）区域重大战略、新型城镇化建设推动区域协调发展

“十三五”时期，中国持续推动东、中、西、东北地区协调发展，中西部地区的经济增速要高于东部地区，中部地区 GDP 占比上升最多，2019 年为 22.2%，较 2015 年上升 1.9 个百分点，西部、东部地区分别较 2015 年上升 0.7、0.3 个百分点。而东北地区经济增速要低于全国水平，其 GDP 占比下降至 2019 年的 5.1%。同时，中国重点推动京津冀协同发展、长江经济带发展、粤港澳大湾区建设、成渝双城经济圈建设，推动中心城市引领城市群发展，各重点区域内中心城市的 GDP、人口占本省的比重总体保持了上升趋势。此外，中国持续推动以人为核心的新型城镇化，2019 年常住人口城镇化率、户籍人口城镇化率分别提高到 60.6%、44.38%，常住人口城镇化率已提前完成预期目标。十九大报告提出实施乡村振兴战略，城乡收入差距持续缩小，农村人均可支配收入、人均消费支出增速均要快于城镇。

图 30：不同区域经济平均增速

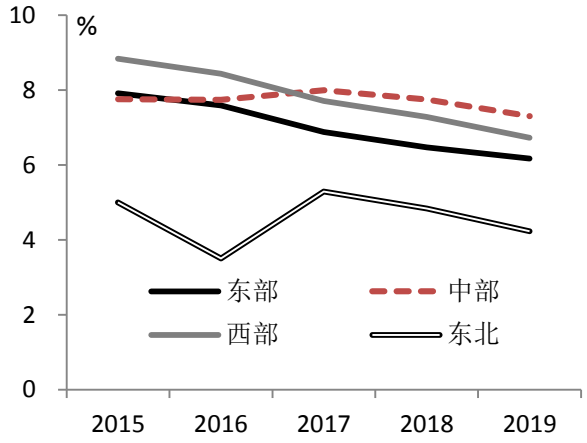
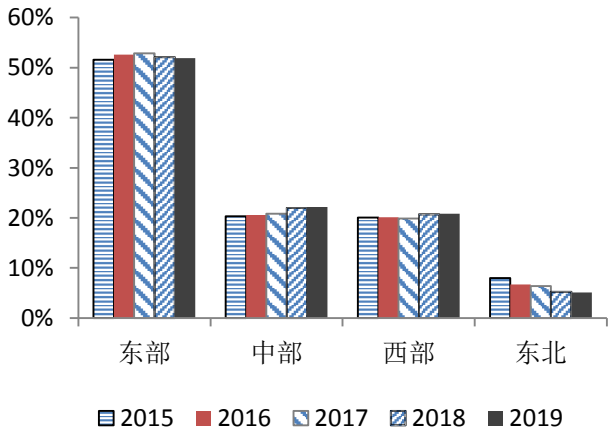


图 31：不同区域 GDP 占比



资料来源：Wind，中国银行研究院

“十四五”时期，中国将以重大区域战略为引领，发挥中心城市和城市群带动作用，持续推动区域协调发展。重点区域、城市群内各地区在基础设施、产业分工、资源流动、生态治理等方面的合作交流将进一步增强。特别是京津冀协同发展、长江经济带发展、粤港澳大湾区建设、长三角一体化发展等重大区域战略实施将形成新的增长极和增长带。各大区域和城市群中的主力及枢纽城市的集聚效应将进一步增强。东部地区转型发展继续推进，由于其在人才、创新、市场机制等方面更具优势，其经济增速将更加稳定。中西部地区可充分发挥后发优势，抓住东部地区产业升级和产能转移的机会，有望形成新的经济增长极，实现区域轮动发展。2020 年 5 月《国务院关于新时代推进西部大开发形成新格局的指导意见》发布，将推动西部地区形成大保护、大开放、高质量发展新格局。随着乡村振兴战略的全面推进，新型城镇化加快发展，城乡差距将进一步缩小，城镇化率将进一步提高。

（五）推动高标准市场体系建设，实现有效市场和有为政府更好结合

“十三五”时期，中国持续推动营商环境改善，重点领域改革稳步推进。**营商环境方面，**加强对市场主体的平等保护，2019 年 11 月发布的《关于强化知识产权保护的意见》对中国进一步加强知识产权保护作出全面部署，2020 年 7 月发布的《关于为新时代加快完善社会主义市场经济体制提供司法服务和保障的意见》为平等保护各类市场主体提供了依据。持续优化企业开办、税费、融资等市场环境，推进全国一体化在线政务服务平台建设、精简行政许可和优化审批服务，不断提升政务服务水平和效率。在总结实践经验的基础上，2019 年 10 月《优化营商环境条例》公布，为持续推动改善营商环境提供了制度保障。根据世界银行报告，2019 年中国营商环境排名第 31 位，较 2015 年上升 53 位。

重点领域改革方面，一是持续分类推进国有企业改革，推动国有资本向重要行业和关键领域集中，央企数量从 2015 年的 106 家下降到 2019 年的 98 家，过剩产能和低效无效产能加快退出；推动四批混合所有制改革试点，其中 2019

年启动的第四批并不局限于重要领域企业，还包括具有较强示范意义的充分竞争领域企业；指导推动 21 家国有资本投资运营公司进行改革试点。**二是**对民营经济支持力度进一步加大，《关于营造更好发展环境支持民营企业改革发展的意见》《关于支持民营企业加快改革发展与转型升级的实施意见》等支持民营经济的政策措施陆续出台。**三是**在实施大规模减税降费的同时，推动税制改革，包括深化增值税改革、实施个人所得税改革、完善消费税制度、推进资源环境税收制度改革等。稳步推进中央与地方财政事权和支出责任划分，医疗卫生、科技、教育等多个领域的改革方案已出台。持续深化预算管理制度改革，新预算法和预算法实施条例颁布实施，自 2016 年起实行中期财政规划管理，将预算编制年限由 1 年增加至 3 年，加强对政府举债行为的规范，健全完善中央对地方转移支付制度。**四是**金融供给侧改革持续推进。多层次、广覆盖、有差异的银行机构体系初步形成，金融对实体经济的支持力度持续加大。金融要素市场化改革稳步推进，贷款市场报价利率（LPR）、人民币汇率形成机制不断完善，货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架不断健全，形成“一委一行两会一局”金融监管新格局，影子银行、互联网金融等领域监管加强，金融风险明显降低。**五是**全面放开竞争性领域商品和服务价格，持续推动电力、石油、天然气、交通运输、电信等领域竞争性环节价格放开。

“十四五”期间，中国改革将着重构建高标准市场体系建设，推动提高要素市场化配置效率，为市场主体营造更好市场化、法治化的发展环境。**一是高标准市场体系基本建成。**2020 年 5 月《关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》明确了“建设高标准市场体系”的要求和方向。国有企业改革方面还将继续推动国有资本更多投向关系国计民生的重要领域和关系国家经济命脉、科技、国防、安全等领域，继续推动混合所有制改革、自然垄断行业改革。继续从降低经营成本、支持科技创新、完善要素保障、加强金融支持等方面支持民营经济转型升级发展。全面完善产权、市场准入、公平竞争等制度，以要素

市场化配置改革为重点，加快建设统一开放、竞争有序的市场体系。**二是建立现代财税金融体制。**财税制度将继续围绕预算管理、税收制度、中央和地方财政关系等三方面展开，推进财政支出标准化，强化预算约束和绩效管理。推进增值税、消费税、印花税等税收立法，适当提高直接税比重。进一步理顺和细化中央和地方政府事权与支出责任，推动各细分领域改革方案的落实。金融领域将完善货币供应调控机制，推进货币政策框架从数量型向价格型调控转型，大力推动资本市场改革发展，全面实行股票发行注册制，直接融资比重将进一步提高。推动中小银行改革，2020 年 5 月《中小银行深化改革和补充资本工作方案》发布，将进一步完善中小银行公司治理，支持中小银行聚焦中小微企业提高金融服务能力。优化金融监管体制，不断推动微观合规和宏观审慎监管相融合。

（六）推动高水平对外开放，形成国际经济合作和竞争新优势

“十三五”时期，全球经济复苏缓慢曲折，保护主义等逆全球化趋势抬头，面对日益复杂的国际形势，中国坚定不移推进对外开放，以开放促改革、促发展。中国坚持引进来和走出去并重，持续推动贸易和投资自由化便利化，取消外资逐案审批制，扩大外资市场准入，实现制造业基本放开、金融等服务业开放加快，推动对外改革和开放措施在自贸区自贸港的试点，积极推动多双边经贸合作。**一是对外贸易发展稳中提质。**中国连续 3 年为全球第一大货物贸易国，连续 11 年为全球第一大出口国。2019 年，机电产品、高新技术产品出口占比分别为 58.4%、29.2%，分别较 2015 年提高 0.7、0.4 个百分点；一般贸易出口占比为 57.8%，较 2015 年提高 4.3 个百分点。2016-2019 年对“一带一路”沿线国家货物进出口总额 4.6 万亿美元、占外贸比重提升至 29.4%。贸易新业态成为新增长点，2019 年跨境电商零售进出口额比 2015 年增长 4 倍、市场采购贸易出口额增长 2.2 倍。与此同时，服务贸易较快发展，占外贸比重从 2015 年的 14.2% 上升到 2019 年的 14.6%。2020 年新冠疫情暴发推动了数字娱乐、协同办公、跨

境电商等加速发展，知识密集型服务贸易趋向“在线化”与“零接触”，2020 年前 8 个月中国知识密集型服务进出口占服务贸易的比重为 44.1%，同比提升 10.1 个百分点。**二是双向投资协调发展。**中国利用外资规模总体保持正增长，2017 年成为全球第二大外资流入国，2016-2019 年，吸收外资合计达 5496 亿美元。利用外资水平不断提高，2016-2019 年高技术产业利用外资年均增长 23.9%，2019 年占比达 27.7%，比 2015 年提高 15.5 个百分点。2016-2019 年，中国对外直接投资规模合计达 6344 亿美元，主要投向租赁和商务服务业、制造业、批发和零售业等领域。**三是加快建设面向全球的自贸区网络。**累计与 26 个国家和地区签署 19 个自贸协定，2020 年 11 月区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）正式签署，中日韩自贸区、中欧投资协定谈判持续推进。

“十四五”时期，外部环境依然严峻复杂，中国将坚定不移扩大开放，推动更大范围、更宽领域、更深层次的对外开放。**一是持续推动高质量引进来和高水平走出去。**进一步打造市场化法治化国际化营商环境，提高贸易投资自由化便利化。在“引进来”方面，完善外商投入准入前国民待遇加负面清单管理制度，扩大对外开放的领域，未来服务业将是开放的重点。同时伴随经济转型升级的需要，高技术产业外资流入将继续较快增长。在“走出去”方面，加强对外产能合作，通过合作带动装备、技术、标准等走出去。**二是推动“一带一路”建设高质量发展。**“十四五”期间将进一步落实已签订的政府间合作协议，项目合作将从基础设施向产业、金融等更多领域拓展。中国与“一带一路”沿线重点国家的贸易投资将保持较快增长。**三是积极参与全球经济治理体系改革。**继续推动多双边区域投资贸易合作，推进制度型开放，发挥自贸区、自贸港先行先试优势，加大制度创新，加强与国际规则和标准的对接。伴随服务贸易、数字贸易等新兴领域的发展，积极参与和推动相关国际标准、全球支付体系、物流规则、税收规则等的制定。**四是注重开放与安全的平衡。**在扩大开放的同时，宏观审慎体系将进一步完善。

（七）生产生活方式绿色转型持续推进，生态环境持续改善

“十三五”时期，中国不断完善政策推动绿色低碳发展，资源环境类约束性指标大多都提前完成。2016-2019 年，中国单位 GDP 能耗保持降低趋势，累计降低 13.2%，预计可完成“十三五”期间累计下降 15%的约束性目标。2019 年全国非化石能源消费比重升至 15.3%，提前完成了 2020 年规划目标。细颗粒物（PM2.5）未达标地级及以上城市浓度下降比例、地表水质量达到或好于 III 类水体比例、劣Ⅴ类水体比例、单位 GDP 二氧化碳排放降低比例和化学需氧量、氨氮、二氧化硫、氮氧化物主要污染物的削减量，这 8 项约束性指标已提前完成。2020 年 1-9 月份，全国地级及以上城市空气质量优良天数比例为 87.2%，预计年底能够完成 84.5%的约束性目标。

“十四五”期间，中国仍将持续推动生产生活方式绿色转型发展。**一是推动降低碳排放强度，实现绿色低碳发展。**为实现“碳排放达峰后稳中有降”的远景目标，将支持绿色技术创新，推进清洁生产和环保产业发展，推进重点行业和重要领域绿色化改造，大力发展清洁能源。**二是进一步降低主要污染物排放，持续改善环境质量。**将继续加大污染防治力度，全面实行排污许可制，通过排污权、用能权、用水权、碳排放权等市场化交易机制的建立加强对节能减排的治理。继续利用环境保护、节能减排等约束性指标引导降低污染排放、改善环境质量。

表 3：“十三五”时期中国经济社会发展主要指标完成情况

指标		2015年	2020年	年均增速[累计]	完成情况	是否可实现	属性
经济发展							
（1）GDP（万亿元）		67.7	＞92.7	＞6.5%	2020 年：突破 100	增速有一定难度	预期性
（2）全员劳动生产率（万元/人）		8.7	＞12	＞6.6%	2019 年：11.5	有一定难度	预期性
（3）城镇化率	常住人口城镇化率（%）	56.1	60	[3.9]	2019 年：60.6	提前实现	预期性
	户籍人口城镇化率（%）	39.9	45	[5.1]	2019 年：44.38	可实现	
（4）服务业增加比重（%）		50.5	56	[5.5]	2019 年：53.9	有一定难度	预期性
创新驱动							
（5）研究与试验发展经费投入强度（%）		2.1	2.5	[0.4]	2019 年：2.19	有一定难度	预期性
（6）每万人发明专利拥有量（件）		6.3	12	[5.7]	2019 年：13.3	提前实现	预期性
（7）科技进步贡献率（%）		55.3	60	[4.7]	2019 年：59.5	可实现	预期性
（8）互联网普及率	固定宽带家庭普及率（%）	40	70	[30]	2018 年：86.1	提前完成	预期性
	移动宽带用户普及率（%）	57	85	[28]	2018 年：93.6	提前完成	预期性
民生福祉							
（9）居民人均可支配收入增长（%）		-	-	＞6.5	2016-2019 年：6.5	有一定难度	预期性
（10）劳动年龄人口平均受教育年限（年）		10.23	10.8	[0.57]	2017 年：10.5	可实现	约束性
（11）城镇新增就业人数（万人）		-	-	[＞5000]	2016-2019 年:[5378]	提前完成	预期性
（12）农村贫困人口脱贫（万人）		-	-	[5575]	2016-2019 年:[5024]	可实现	约束性
（13）基本养老保险参保率（%）		82	90	[8]		可实现	预期性
（14）城镇棚户区住房改造（万套）		-	-	[2000]	2016-2018 年:[1841]	可实现	约束性
（15）人均预期寿命（岁）		-	-	[1]	2016-2018 年:[0.66]	可实现	预期性
资源环境							
（16）耕地保有量（亿亩）		18.65	18.65	[0]			约束性
（17）新增建设用地规模（万亩）		-	-	[＜3256]			约束性
（18）万元 GDP 用水量下降		-	-	[23]	2016-2018 年：[23.2]	提前完成	约束性
（19）单位 GDP 能源消耗降低（%）		-	-	[15]	2016-2019 年：[13.2]	可完成	约束性
（20）非化石能源占一次能源消费比重（%）		12	15	[3]	2019 年：15.3	提前完成	约束性
（21）单位 GDP 二氧化碳排放降低（%）		-	-	[18]	2019 年：[18.2]	提前完成	约束性
（22）森林发展	森林覆盖率（%）	21.66	23.04	[1.38]	2019 年：22.96	可完成	约束性
	森林蓄积量（亿立方米）	151	165	[14]	2019 年：175.6	提前完成	约束性
（23）空气质量	地级及以上城市空气质量优良天数比率	76.7	＞80	-	2019 年：82	可完成	约束性
	细颗粒物（PM2.5）未达标地级及以上城市浓度下降（%）	-	-	[18]	2016-2019 年：[27.5]	提前完成	约束性
（24）地表水质量	达到或好于Ⅲ类水体比例%	66	＞70	-	2019 年：74.9	提前完成	约束性
	劣Ⅴ类水体比例（%）	9.7	＜5	-	2019 年：3.4	提前完成	约束性
（25）主要污染物排放总量减少（%）	化学需氧量 氨氮 二氧化硫 氮氧化物	-	-	[10] [10] [15] [15]		提前完成	约束性

资料来源：“十三五”规划纲要，中国银行研究院

五、专题研究

专题一：从“十四五”规划看未来新能源投资的两大主线

10 月 29 日党的十九届五中全会审议通过了《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》（简称《建议》）。《建议》中有四点与新能源发展高度相关：加快壮大新能源、新能源汽车等战略性新兴产业；推进能源革命，完善能源产供储销体系，建设智慧能源系统，优化电力生产和输送通道布局，提升新能源消纳和存储能力；推进能源的市场化改革，激发各类市场主体活力；推动能源清洁低碳安全高效利用，降低碳排放强度，支持有条件的地方率先达到碳排放峰值（以下简称“碳达峰”），制定 2030 年前碳排放达峰行动方案。

结合《建议》，我们看好“十四五”期间新能源行业投资的两大主线：光伏发电和风电成长为主力能源，平价新周期带来巨大增量空间；严政策+新车型周期，新能源汽车渗透率加速提升。

（一）光伏发电和风电成长为主力能源，平价新周期带来巨大增量空间

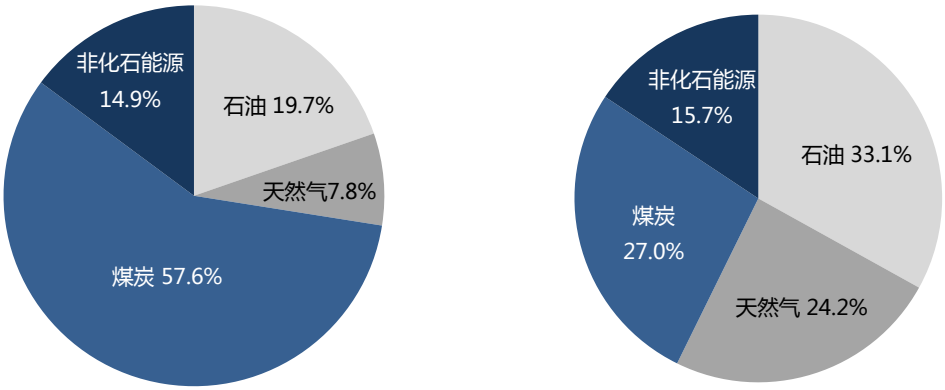
2020 年 4 月 9 日国家能源局发布了《关于做好可再生能源发展“十四五”规划编制工作有关事项的通知》，指出“十四五”期间可再生能源将成为能源消费增量主体，并提出 2030 年非化石能源消费占一次能源消费量比例达到 20%的战略指引目标。为实现这一目标，“十四五”期间国内光伏发电年均装机量将达 70GW 以上，光伏+风电将超过 100GW，光伏发电产业存在巨大发展空间。

1. 非化石能源消费占比提升，能源结构加速改善

根据 BP 世界能源数据，2019 年中国能源消费结构中，煤炭和石油依然占主导地位，非化石能源占比为 14.9%，低于全球 15.7%的水平（图 32）。考虑到《建议》明确提出“制定 2030 年前碳排放达峰行动方案”，以及可再生能源成本

持续下降，预计“十四五”期间国内非石化能源消费占比会有较大提升，2030 年非化石能源消费占比 20%战略目标或将提前完成。

图 32：2019 年中国和全球一次能源消费结构对比

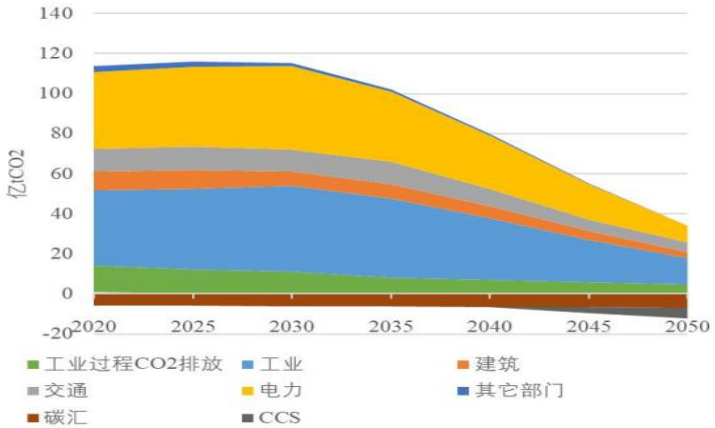


资料来源：国家能源局，中银基金整理

2. 电力行业承担减排重任，主要依赖光伏风电实现

从碳排放的行业结构来看，目前中国 80%的碳排放来自电力和工业部门，2030 年“碳达峰”目标下，电力行业碳排放的降幅明显高于其他行业，承担主要的减排任务（图 33）。

图 33：“碳达峰”目标下各行业碳排放变化



资料来源：清华大学气候变化与可持续发展研究院，中银基金整理

电力行业减排目标的实现需要依赖低成本高效率的光伏发电和风电。受生产技术进步及低碳能源转变政策的刺激，2010-2020 年间，光伏发电和风电是成

本降幅最大的可再生能源发电形式（图 34）。根据 BP 发布的 2020 年能源展望，到 2050 年光伏发电和风电的成本仍在快速下降，与 2018 年相比，预计光伏发电成本将下降 65%-70%、风电成本将下降 30%-35%（图 35）。

图 34：光伏发电和风电成本变化

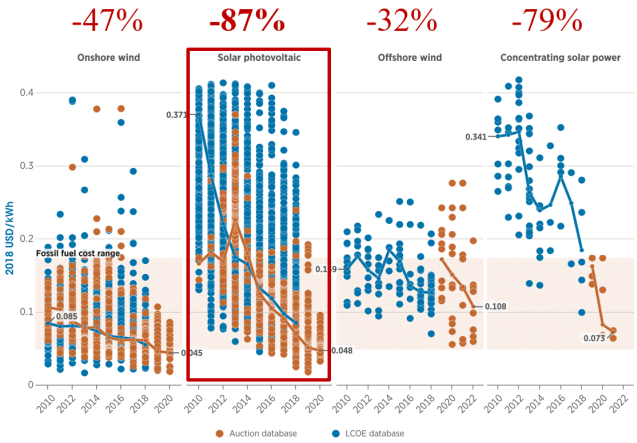
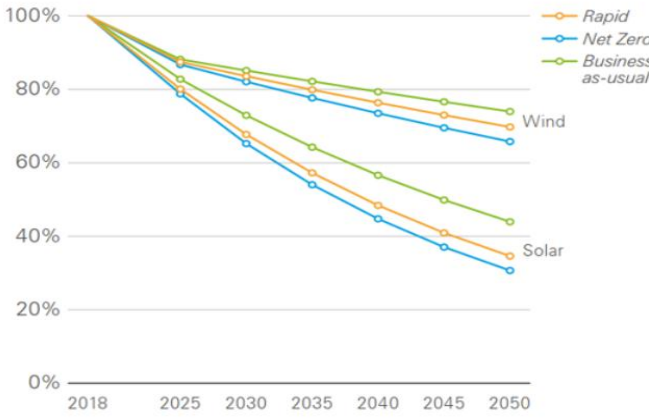


图 35：未来 30 年光伏发电和风电成本降幅



资料来源：IRENA，BP 能源展望，中银基金整理

3. 光伏发电和风电成长为主力能源，开启平价新周期

未来光伏发电或从辅助能源逐步成长为主力能源，行业存在巨大增量空间。随着新技术加快应用，光伏度电成本和储能成本持续下降，光伏发电将稳中提质，全面进入平价时代。基于“十四五”期间国内一次能源消费复合增速为 2.5%，2025 年中国非化石能源消费占比在 18%-20%的区间，非化石能源消费占比每上调 1%，对应光伏装机年新增 18GW，光伏+风电新增 24GW 等假设，预计“十四五”期间国内光伏发电年均装机量有望达 70GW 以上，“光伏+风电”或将超过 100GW（表 4）。

表 4：2025 年不同非化石能源消费占比下，光伏发电和风电的装机及发电量测算

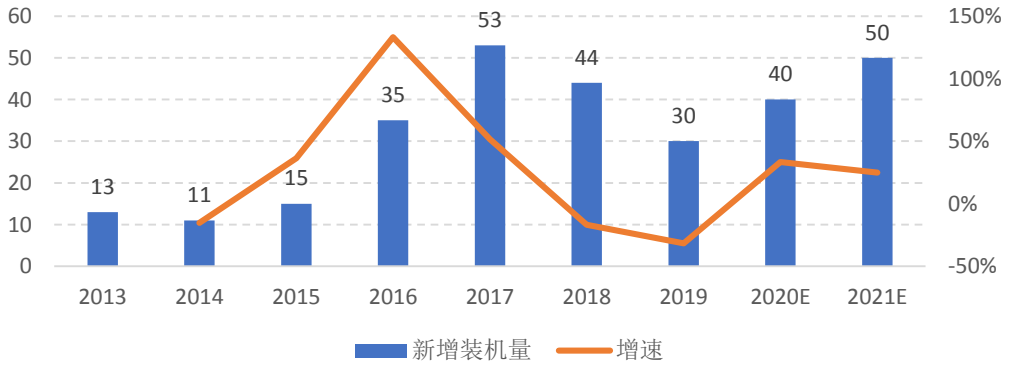
	一次能源消费总量（亿吨标准煤）	非化石能源消耗占比	非化石能源消费量（亿吨标准煤）	平均发电煤耗（g/kWh）	可再生能源发电量需求（亿千瓦时）	水电（亿千瓦时）	核电（亿千瓦时）	生物质（亿千瓦时）	风电、光伏发电量需求（亿千瓦时）
2018	46.4	14.3%	6.6	307	21585	12300	2944	906	5435
2019年	48.6	15.3%	7.4	309	23917	13019	3487	1111	6300
年平均增长率	2.68%	——	——	-1%	——	3.0%	5.0%	10.0%	——
		18.0%	10.3		35196				13009
		18.5%	10.5		36173				13987
2025(E)	57.0	19.0%	10.8	291	37151	15545	4673	1968	14964
		19.5%	11.1		38129				15942
		20.0%	11.4		39106				16920

非化石能源消费占比	风电、光伏发电量需求（亿千瓦时）	光伏+风电发电总增量（亿千瓦时）（较2019年）	光伏发电总增量（亿千瓦时）	对应年化平均装机（GW）	风电发电增量（亿千瓦时）	对应年均装机（GW）	风+光年均装机（GW）	光伏发电占比
18.0%	13009	6709	4361	61	2348	20	80	
18.5%	13987	7687	4996	69	2690	22	92	
19.0%	**14964**	**8664**	**5632**	**78**	**3033**	**25**	**103**	65%
19.5%	15942	9642	6267	87	3375	28	115	
20.0%	16920	10620	6903	96	3717	31	127	

资料来源：BP，国家能源局，中银基金整理

政策利好，需求强劲，开启平价新周期。预计 2020 年国内光伏发电新增装机量 40GW 左右，同比增速超过 33%（图 36）。其中包括 2019 年结转竞价 11-12GW，2020 年新增竞价超过 15GW、户用 7GW，平价 10GW 左右，特高压配套 3GW、领跑者计划 1.5GW。2021 年平价时代开启，预计国内光伏发电新增装机量 50GW 以上，同比增速超过 25%。其中包括 2020 年结转竞价项目 10.4GW，户用 8GW，平价 50GW 申报项目假设完成 80%。

图 36：2020 年及 2021 年光伏新增装机量预测（单位：GW）



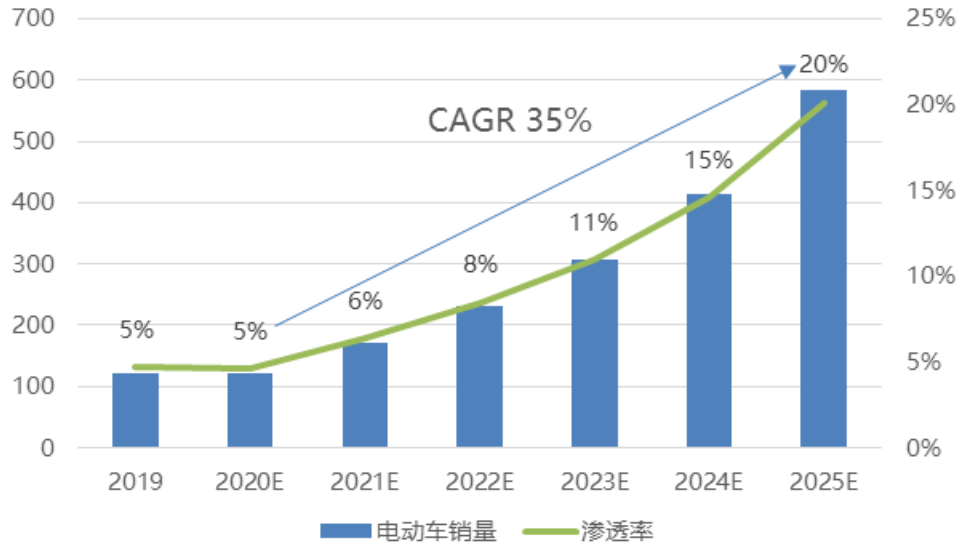
资料来源：CPIA，中银基金整理

（二）电动车：2021—2035 年产业规划下，电动车行业有望快速发展

1. 电动化大势所趋，2025 年目标渗透率 20%

发展新能源汽车是中国从汽车大国迈向汽车强国的必由之路，是应对气候变化、推动绿色发展的战略举措。《新能源汽车产业发展规划（2021—2035 年）》指出，2025 年中国新能源汽车新车销售量将达到汽车新车销售总量的 20%左右，高度自动驾驶汽车实现限定区域和特定场景商业化应用，充换电服务便利性显著提高。2035 年纯电动汽车成为新销售车辆的主流，公共领域用车全面电动化，高度自动驾驶汽车实现规模化应用，充换电服务网络便捷高效，有效促进节能减排水平和社会运行效率的提升。

图 37：2019-2025 年电动车增速变化



资料来源：中银基金整理

一是 2021 年双积分考核趋严，倒逼车企加速电动化，托底电动车发展提速。2022 年 6 月 22 日，工信部、财政部等五部门发布《关于修改<乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法>的决定》，降低新版纯电单车积分，提高技术门槛要求，鼓励扩大新能源汽车生产规模，扶优做强新能源产业。目前平均单车积分约为 4 分，2021-2023 年可能降至 2.5 分左右。2021-2023 年，

新能源汽车积分比例要求分别为 14%、16%和 18%。根据测算，满足新能源积分所需电动车产量分别约为 119 万、141 万和 163 万辆（图 38）。

图 38：满足双积分要求的电动乘用车需求测算

1.2017年双积分正式稿对电动车需求测算

	燃油车产量（万辆）	新能积分比例	新能源积分考核所需（万）	新能源单车积分	满足油耗积分对应电动车产量（万辆）	满足新能源积分对应电动车产量（万辆）	合计：满足双积分对应电动车产量（万辆）	渗透率
2018	2,212		0	3.60	21.5	0.0	**22**	1.0%
2019E	2,030	10%	203	4.00	21.3	50.8	**72**	3.4%
2020E	1,929	12%	231	4.00	25.6	57.9	**83**	4.1%

2.2020年双积分正式稿对电动车需求测算

	燃油车产量（万辆）	新能积分比例	新能源积分考核所需（万）	新能源单车积分	满足油耗积分对应电动车产量（万辆）	满足新能源积分对应电动车产量（万辆）	合计：满足双积分对应电动车产量（万辆）	渗透率
2021E	2,025	14%	283	2.38	60.1	119.1	**179**	8.1%
2022E	2,126	16%	340	2.42	82.8	140.6	**223**	9.5%
2023E	2,232	18%	402	2.46	114.0	163.4	**277**	11.1%

资料来源：中银基金整理

二是新能源汽车补贴政策仍持续，2021-2022 年温和退坡。2020 年 4 月国务院宣布将新能源汽车购置补贴和免征购置税政策延长 2 年。原则上 2020-2022 年补贴标准在上一年基础上分别退坡 10%、20%和 30%。目前 2020 年补贴为 1.62-2.25 万元，2021 年最多退坡 3000-4000 元，约占整车售价的 1%-3%左右（图 39），对新能源汽车行业的负面影响有限。补贴政策有望促进电动化购置平价，促进新能源汽车发展。

图 39：乘用车每年补贴变化（万元）

纯电乘用车（续航里程：km）		100-150	150-200	200-250	250-300	300-400	400以上
2018年过渡期		1.4	2.52	2.52	3.08	3.08	3.08
2018年补贴		0	1.5	2.4	3.4	4.5	5
2019年过渡期		**0**	**0.15**	**0.24**	**2.04**	**2.7**	**3**
2019年补贴		**0**	**0**	**0**	**1.8**	**1.8**	**2.5**
私人用车	2020年过渡期（4.23-7.22）	【不符合新标】			0.9	0.9	1.25
		【符合新标】				1.62	2.25
	2020年补贴				0	1.62	2.25
	21年补贴					1.30	1.80
	22年补贴					0.91	1.26
	退坡幅度	20-22年分别退10%/20%/30%					
公共领域：出租、网约、商务用车	2020年过渡期（4.23-7.22）	【不符合新标】			0.63	0.63	0.875
		【符合新标】			0	1.26	1.75
	2020年补贴					1.26	1.75
	21年补贴					1.13	1.58
	22年补贴					0.91	1.26
	退坡幅度	20不退，21-22年分别退10%/20%					

资料来源：中银基金整理

2. 未来电动车行业发展的三条逻辑主线

电动车行业的快速发展是基于居民收入水平不断提高下的消费结构升级、电动车行业在工业 4.0 背景下的产业升级和在全球气候变暖大环境下的发展清洁能源和鼓励绿色出行的政策导向。电动车行业的投资总体上呈现三大逻辑主线：

一是优质供给创造需求,自主需求显现。在特斯拉的全球智能化引领下，新造车势力在电子电气架构、软硬件开发等方面领先市场。Model 3 已验证比肩燃油车的竞争力，蔚来 ES6、小鹏 P7 的高端智能化路线逐渐被消费者接受。2020 年上半年特斯拉在国内的销量攀升至 4.6 万辆，市占率提升至 14%，以蔚来、小鹏、理想为代表的造车新势力销量达到 3.4 万辆，占比提升至 10%，在一二线城市需求大幅提升，且 B/C 级车销量恢复明显，验证了供给改善带来的自发消费需求增加。

图 40：电动车分领域上牌量占比变化

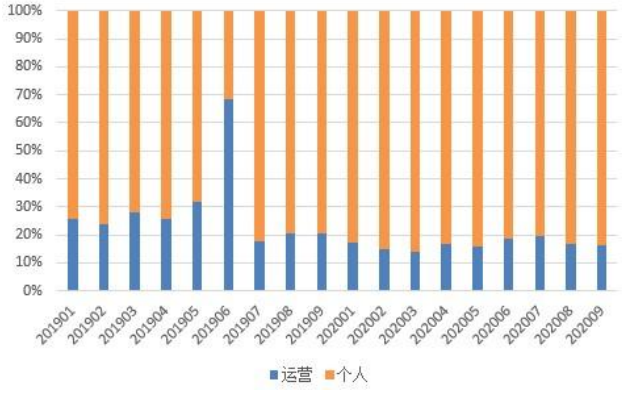
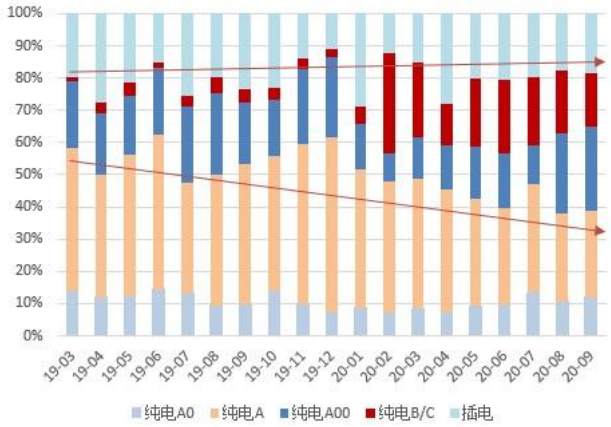


图 41：各等级电动车销量占比变化



资料来源：中银基金整理

二是个人需求两级分化。20 万元以上车型如特斯拉、蔚来、理想等上量明显，特斯拉 1-9 月销量 8.1 万辆，市占率 13%；蔚来汽车 9 月销量 4708 辆，1-9 月累计 2.6 万辆，同比上涨 85%。5 万元以下的极具性价比车型需求也开始爆发，五菱宏光 MINI EV 在 9 月的销量超过 2 万辆，一举跃为最热销车型（图

42）。

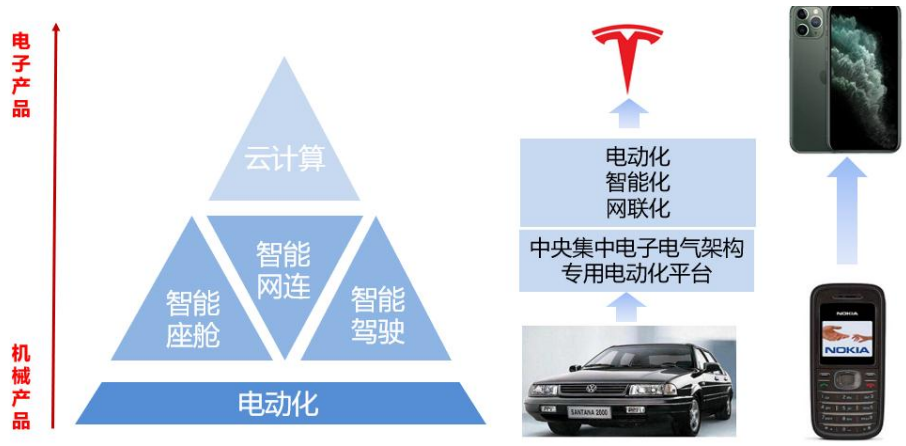
图 42：个人需求两极分化

纯电	级别	9月	环比	同比	1-9月	同比
宏光MINI	A00	20,150	34%		35,150	
Model 3	B	11,329	-4%		80,518	
欧拉黑猫	A0	5,141	37%		11,660	
AION S	A	4,548	12%	14%	30,515	119%
eQ电动车	A00	3,823	16%	48%	19,974	-33%
比亚迪汉EV	A	3,624	51%		7,229	
比亚迪秦EV	A	3,474	43%		30,301	540%
蔚来ES6	B	3,226	14%	47%	20,387	226%
EMG ZS	A	2,793	45%	55%	11,963	92%
小鹏P7	A	2,573	29%		6,788	

资料来源：中银基金整理

三是智能化将汽车由机械产品转变为电子产品，为电动车提供附加价值。电动车相比燃油车更易实现智能化。首先，电动车集成更简单，有利于实现信息传输控制。其次，电机只需要通过电流或者电压便可以精细地调节转速达到改变车速，燃油车很难做到实时线性。最后，燃油车 OTA（在线车辆升级系统）最大的难度在于供电保障问题，电动车在此方面更有优势。

图 43：智能汽车类比智能手机，重新定义汽车



资料来源：中银基金整理

3. 电动车行业的投资机会

（1）全球供应链：海外严格碳排+新车型驱动，国内中游材料受益于全球电动化，LG 供应链、特斯拉供应链将迎来快速增长。

（2）供需格局扭转/改善而具备价格弹性的标的：2020 年三季度起部分环节供需结构扭转，供应紧张，部分标的将迎来量价齐升。

（3）国内需求恢复、量利双升的国内产业链龙头：双积分趋严、补贴延期提振销量，需求恢复，产能利用率提升带来量利双升。

（三）结语

“十四五”规划将新能源发展提升到战略高度，预计 2030 年非化石能源消费占比 20%战略目标或将提前完成。光伏能源是过去十年间成本降幅最大的可再生能源，或将从辅助能源逐步成长为主力能源。预计“十四五”期间国内光伏发电年均装机量有望突破 70GW，“光伏发电+风电”年均装机量将超过 100GW，带来巨大增量空间。龙头企业有望强者恒强，高质量增长可期。

在电动车方面，预计 2021 年国内海外将全面开花，增量空间巨大。国内 2020 年三季度销量拐点明确，爆款新车型如期上量，全年预计达 120 万辆以上。欧洲进入强政策刺激，叠加新车型周期，销量持续超预期，预计 2021 年销量将达 180-200 万辆，同比增长 60-80%。特斯拉 2020 年 2020 年三季度交付近 14 万辆，2021 年销量有望超过 80 万辆。全球电动化大趋势明确，看好未来 3-5 年电动车相关产业链的投资机会。

专题二：双循环新发展格局下的海南自贸港建设

党的“十四五”规划《建议》提出“加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”。海南自贸港作为“引领中国新时代对外开放的鲜明旗帜和重要开放门户”，既对标国际高水平经贸规则，又立足背靠超大规模国内市场的优势，在扩大商品流动型开放、要素流动型开放的同时，加快推动

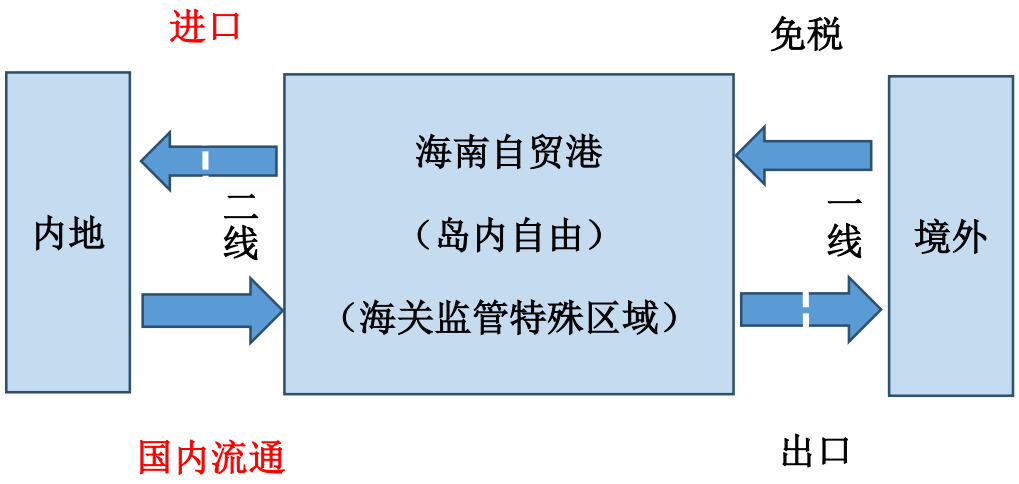
规则制度型开放，构建连接双循环人流、物流、资金流、信息流的新通道，打造“深度融入全球经济体系的前沿地带”，成为推动双循环的新战略支点。

（一）“两个市场”的融合点

“海关监管特殊区域”。海南自贸港是“海关监管特殊区域”，与国内其他保税区的“海关特殊监管区域”有根本区别，不仅有“境内关外”和“零关税”安排，更重要的是通过制度创新，使海南同时具有国内市场和国际市场双重性质。

“一线放开、二线管住”。“一线”是指海南自贸港和中国关境外的其他国家和地区之间，“二线”是指海南自贸港与内地之间。除了列入海南自贸港征税商品目录的货物，货物从境外进入海南（跨“一线”）免征进口关税，进入海南后也免于海关常规监管。只有货物从海南进入内地（跨“二线”）才按照进口办理。另一方面，内地进入海南的商品按照国内流通管理，只有从海南离境的货物才按照出口管理。在这种特殊制度安排下，2025 年全岛封关后，海南既是体量巨大的国内市场的一部分，也是高度开放的国际市场的一部分，将成为国内市场和国际市场的融合点。这在中国成为全球最大的消费市场的背景下，对货物贸易具有极大的吸引力。

图 44：海南自贸港货物贸易的特殊安排

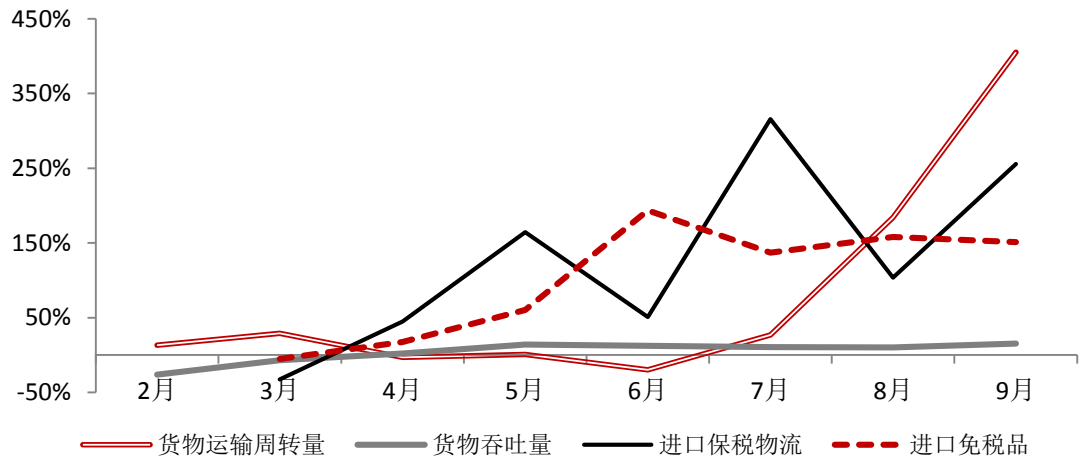


资料来源：中国银行海南金融研究院

海南商品进入内地的免关税安排。在此基础上，通过生产和消费两个方面的“零关税”安排，打通海南商品进入内地的免税通道。一是对海南鼓励类产业生产的、不含进口料件或者加工增值超过 30%（含）的产品免征进口关税；二是离岛旅客购物免税额度扩大到每人每年 10 万元，免税商品扩大到 45 种，并从 2020 年 11 月 1 日起离岛免税商品销售免征增值税和消费税。

海南物流快速增长。2020 年 6 月 1 日《海南自由贸易港建设总体方案》公布后，第三季度，海南货物吞吐量和货物周转量同比分别增长 12%和 203%；保税进口和免税品进口同比分别增长 213%和 149%，在进口中合计占比达到 58.34%。7 月 1 日离岛免税购物新政出台后，7-10 月免税购物累计金额达 120.1 亿元，同比增长 214.1%。

图 45：2020 年以来海南货物吞吐量、进口保税物流、进口免税品增速



资料来源：海南统计月报，中国银行海南金融研究院

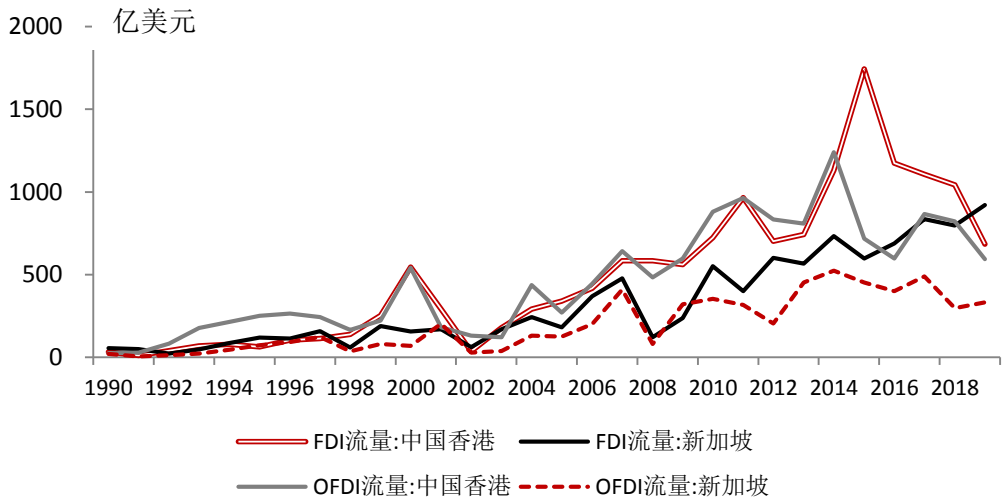
（二）双向投资新平台

直接投资在双循环中具有重要地位。直接投资是促进产业跨国转移和发展、推动全球产业链形成的重要手段。中国已经成为全球第二大吸收外资国和第二大对外投资国，2019 年对外投资存量（20994 亿美元）已经超过吸收外资存量（17695 亿美元）。

双向直接投资是自贸港的重要特征。香港、新加坡等主要自贸港既是全球主要的 FDI 目的地，又是主要的 FDI 来源地，形成了双向 FDI 中心，是跨国公司进行全球产业链布局的关键节点，在全球直接投资版图中占有重要地位。2019 年，香港和新加坡的 FDI 流量分别占全球 4.44%和 5.98%，OFDI 流量分别占全球 4.51%和 2.53%。

全球投资格局调整。全球经贸摩擦加剧、全球产业链向区域化收缩，直接投资的流量和存量均出现调整，这在作为投资门户的香港、新加坡等自贸港表现得更加明显。近年来，香港 FDI 和 OFDI 的流量出现了较大幅度的下降，新加坡的 FDI 流量则快速上升。海南需要以投资自由、税收优惠的政策，抓住机遇形成新的双向投资平台。

图 46：香港和新加坡的 FDI 和 OFDI 流量



资料来源：Wind，中国银行海南金融研究院

企业总部集聚助力打造投资中心。海南高度开放的市场环境将为国际投资者和中资大型企业布局全球投资、调整存量投资提供新的平台。在海南鼓励类产业 15%企业所得税、新增境外直接投资所得免征企业所得税等政策吸引下，2018 年 4 月到 2020 年 9 月初，已经有 64 家央企区域总部或子公司落户海南。阿里巴巴、中国融创、字节跳动等大型民企和瑞士奇士霍夫集团、德国欧绿保

集团等外企进入海南设立区域总部或业务总部。2020 年 7 月，海南发布《“百家央企进海南”行动计划》，提出到 2022 年实现习总书记 2018 年“4•13”重要讲话后在海南新设的央企子公司超过 100 家。这些企业总部将是未来双向投资的主力军。

（三）金融开放的新窗口

推进资本项目开放。投资自由便利需要跨境资金流动自由便利作为支撑。海南自贸港总体方案明确了推进跨境直接投资、跨境融资、跨境证券投融资等领域的外汇管理改革，分阶段开放资本项目，在 2035 年前实现非金融企业外债项下完全可兑换，这是中国第一次明确资本项目开放相关内容的时间表。

探索构建新的账户体系。在同时具有国内市场和国际市场双重性质的情况下，海南存在多重性质的资金流动，包括岛内与内地的境内流动、岛内与境外的跨境流动、非居民之间的离岸流动，需要构建多功能自由贸易账户体系，既要满足不同性质的资金自由便利流动，又要有效防控金融风险。

人民币国际化的新动力。与香港、新加坡等自贸港以美元为主要交易货币、本币采取非国际化策略不同，海南自贸港以人民币为主要交易货币。海南“境内关外”的性质为人民币国际化提供了新的市场空间，不仅贸易发展和双向投资将与人民币国际化相互驱动，并且 945 万常住居民和“国际旅游消费中心”的战略定位将推动人民币国际化从机构层面扩大到个人层面。离岸金融是自贸港的“标配”，海南应借鉴美国和日本的经验，探索打造境内离岸人民币市场。

（四）消费升级的承接地

打造国际旅游消费中心是改善中国贸易结构的重要手段。中国货物贸易长期保持顺差，但服务贸易的逆差不断扩大，其中主要是旅游服务逆差。2019 年，中国旅游服务逆差达 2166 亿美元，占服务贸易逆差的 99.4%，占货物贸易顺差的 51.4%。海南打造国际旅游消费中心，吸引中国境外旅游消费回流，能够同

时减少服务贸易逆差和货物贸易顺差，有利于改善中国的贸易结构。

旅游消费恢复增长。作为低风险区，不仅疫情严控期间被压抑的国内旅游需求在海南释放，并且离岛免税购物新政将境外旅游消费转移到海南。海南的国内游客和旅游收入同比增速从 8 月起恢复正增长。国庆黄金周 8 天，海南的游客数量、旅游收入、免税购物同比分别增长 9.3%、26.6%，148.7%。

承接教育、医疗、养老等消费需求升级。在中国人均 GDP 超过 1 万美元、中产阶级规模扩大、老龄化加速的情况下，旅游、教育、医疗、养老等消费需求升级趋势明显。海南具有承接消费升级需求的良好生态基础和独特政策环境。国家赋予海南“国际教育创新岛”的定位，允许理工农医类的国际大学到海南合作或独立办学，引入国际学校，不仅能够满足因疫情回流的海外教育需求，而且能够吸引周边国家留学需求。博鳌国际医疗旅游先行区依托特许国外上市药品药械进入，特许国外执业医师行医等特殊政策，正在打造中国高端医疗要素的集聚区，不仅能够服务国内高端和特殊医疗需求、吸引海外医疗需求回流，更成为国外药品药械进入中国市场的桥头堡。海南得天独厚的气候优势和良好的生态环境是高端养生养老需求的首选之地。未来，随着教育、医疗、养老等刚性消费需求的升级和国外回流，海南作为国内大循环消费升级承接地的作用日益重要。

（五）数字开放新门户

数据跨境流动促进双循环。作为重要生产要素的数据跨境流动，是数字时代全球化的重要特征，也是双循环的重要内容。数据跨境流动、数字贸易规则已成为国际经贸谈判的新议题。海南基于“数据安全有序流动”的特殊政策，构建开放型数字经济，促进双循环，并为中国参与全球数字贸易规则制定提供探索经验。

高标准建设智慧海南。《智慧海南总体方案》提出打造“数字孪生第一省”“全

球自由贸易港智慧标杆”的目标，明确了“国际信息通信开放试验区、精细智能社会治理样板区、国际旅游消费智能体验岛、开放型数字经济创新高地”四大战略定位，将成为中国重要的数字开放门户。

（六）对接 RCEP 的新支点

发挥 RCEP 地理中心优势打造航运航空枢纽。RCEP 是全球最大的区域性多边自由贸易安排，对于中国推动双循环具有重要意义。从地理上看，海南处于 RCEP 中心位置，具有打造区域性航运和航空枢纽的优势。洋浦已成为国际船籍港，开通到东南亚、日本、韩国、澳大利亚的定期航班，目标是打造区域性集装箱枢纽港；航空方面，海南开放第七航权，目前开通 103 条国际航线，打造区域航空枢纽，形成覆盖 RCEP 的“四小时八小时飞行圈”。

自贸港在区域合作中具有重要地位。自贸港由于市场高度开放、贸易投资便利、资金流动自由、生产要素集聚，在区域合作中发挥着门户作用。RCEP 作为发展层次最多元的区域合作安排，在统一的规则下存在不同水平的开放，海南作为中国开放程度最高的区域，不仅可以主动对接 RCEP 中各个层次的开放，而且能够作为 RCEP 域外国家进入 RCEP 市场的重要门户。

建立具有竞争力的开放制度体系。除了实行贸易、投资、资金、人才、运输等自由便利和数据安全有序流动的高度开放制度外，在立法上，海南与国内其他自贸试验区进行局部性的法律调整不同。《海南自由贸易港法》从法治基础上赋予海南更大的改革开放自主权，并且在海南对标国际惯例建立仲裁、调解等多元化的商事纠纷解决机制。在税收上，海南 15%的企业所得税低于香港 16.5%和新加坡 17%的水平，不超过 15%的高端人才个人所得税税负在国际上也极具竞争力。这些特殊的制度安排，能够为未来推动区域内更高水平的贸易投资自由化便利化和中国积极考虑加入 CPTPP 等更高水平的自贸协定提供实践经验。

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：**+86-10-66594097**
传真：**+86-10-66594040**