中国银行 BANK OF CHINA 研究院

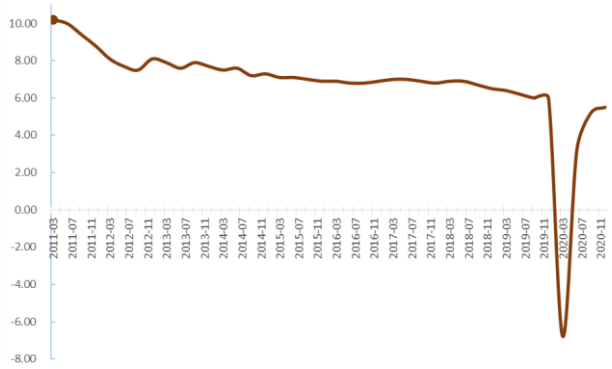
中国经济金融展望报告

2020 年第 4 季度（总第 44 期）　　报告日期：2020 年 9 月 28 日

要点

- 三季度，受新冠疫情全球“大流行”、世界政经格局巨变以及产业链、供应链严重受阻的多重打击，全球经济遭受了二战以来最为严重的衰退。中国政府持续统筹疫情防控和经济社会发展，扎实推进落实“六稳”“六保”政策，宏观经济景气在二季度“V”字型反转的基础上持续上升。预计三季度中国 GDP 增长 5.1%左右。
- 展望四季度，中国经济将进入复苏的平台期，增长动能将有所放缓，GDP 增长 5.6%左右，增速高于三季度，但复苏步伐有所放缓。尽管经济复苏逐步接近正常水平，但经济金融领域存在的诸多风险点值得特别关注。
- 宏观政策方面，一是要继续落实“六稳”“六保”政策，助力经济持续向潜在增长水平接近；二是提前关注和应对经济金融领域存在的多种风险，在稳增长和防风险之间取得平衡；三是以构建“双循环”新发展格局为战略支点，持续推进改革和开放，为“十四五”经济社会发展起好步打下坚实的基础。

中国经济恢复接近正常水平



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
杨庆运（中银基金）
班　涛（中银基金）
杨亦然（中银基金）
瞿　亢（伦敦分行）

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

经济趋近潜在增长水平，政策调控更加注重跨周期平衡

——中国银行中国经济金融展望报告（2020 年第 4 季度）

受新冠疫情全球“大流行”、世界政经格局巨变以及产业链、供应链严重受阻的多重打击，2020 年全球经济遭受了二战以来最为严重的衰退。在此异常严峻的外部形势下，中国政府持续统筹疫情防控和经济社会发展，扎实推进落实“六稳”“六保”政策，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，宏观经济景气度在二季度“V”字型反转的基础上持续上升。预计三季度中国 GDP 增长 5.1%左右，明显高于二季度增速。展望四季度，中国经济将进入复苏的平台期，预计 GDP 增长 5.6%左右，增速高于三季度。尽管经济复苏逐步接近正常水平，但经济金融领域存在的诸多风险点值得特别关注，比如新冠疫情倒灌、政经格局巨变和全球经济复苏艰难等外部风险，国内逆周期调节政策效应衰减、高杠杆风险，以及地方债务、银行贷款和债券违约等信用风险。宏观政策方面，一是要继续落实“六稳”“六保”政策，助力经济持续向潜在增长水平接近；二是提前关注和应对经济金融领域存在的多种风险，在稳增长和防风险之间取得动态平衡；三是以构建“双循环”新发展格局为战略支点，持续推进改革和开放，不断优化营商环境，为“十四五”经济社会发展起好步打下坚实的基础。

一、2020 年三季度经济形势回顾与四季度展望

（一）三季度经济形势回顾：经济景气沿“V”字型右侧持续上升，但尚未完全恢复常态

2020 年三季度，受新冠疫情全球“大流行”、世界政经格局巨变以及产业链、供应链严重受阻的多重打击，全球经济遭受了二战以来最为严重的衰退，

各主要经济体增长坠崖式下跌、失业率高企、金融市场剧烈动荡，民众尤其是中低收入者的民生问题受到严重威胁。在此异常严峻的外部形势下，中国政府持续统筹疫情防控和经济社会发展，扎实推进落实“六稳”“六保”政策，提出加快形成“双循环”新发展格局，宏观经济景气度在二季度“V”字型反转的基础上持续上升（图 1）。经济运行主要呈四个特点：**一是**经济恢复呈供求两旺良好态势。三季度，不论是需求端的投资、消费和出口，还是供给端的工业和服务业，增速均将高于二季度。**二是**需求端恢复态势明显好于供给端。从需求端来看，出口增速由二季度的零增长左右提高到 7、8 月份的月均增长 8%以上，投资累计增速由二季度末的-3.1%转为 8 月末的-0.3%，消费增速在 8 月由负转正，实现 0.5%的增长（二季度为-4%）。从供给端来看，工业增速由二季度的 4.4%提高到 8 月份的 5.6%，服务业增速由 1.9%提高到 4.7%左右。三季度，需求端回升幅度明显大于供给端，这与二季度供给端的恢复情况好于需求端正好相反。**三是**新增长动能有所放缓。8 月份，高技术产业增加值增长 7.6%，为 2020 年 3 月份以来最低增速；智能手机产量增长 12.1%，增速较 6、7 月份均有放缓；计算机、通信和电子设备制造业增加值增长 8.7%，增速较 6、7 月份分别放缓 3.9、3.1 个百分点。**四是**经济景气尚未完全恢复常态。根据已公布主要经济指标和相关信息判断，三季度中国 GDP 增长应该在 5.1%左右，尽管这个增速明显高于二季度增速，但依然低于中国经济潜在增速[1]，经济尚未恢复到正常水平。

[1] 根据测算，乐观情形和一般情形下，2020 年中国经济潜在增速分别为 6%和 5%左右。据国家信息中心测算， 2020 年中国经济的潜在增速为 5.7%左右。

图 1：中国经济恢复接近正常水平

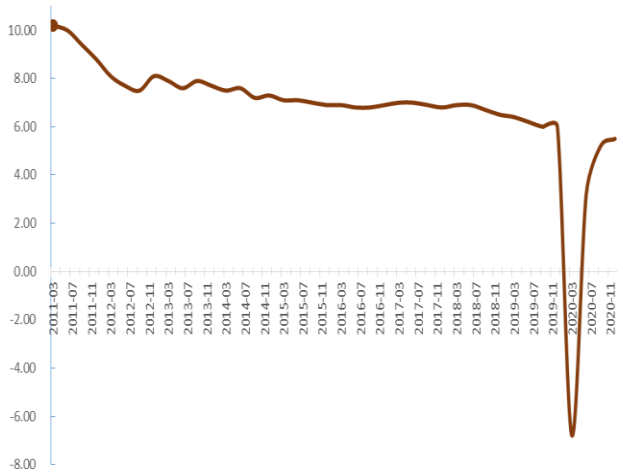
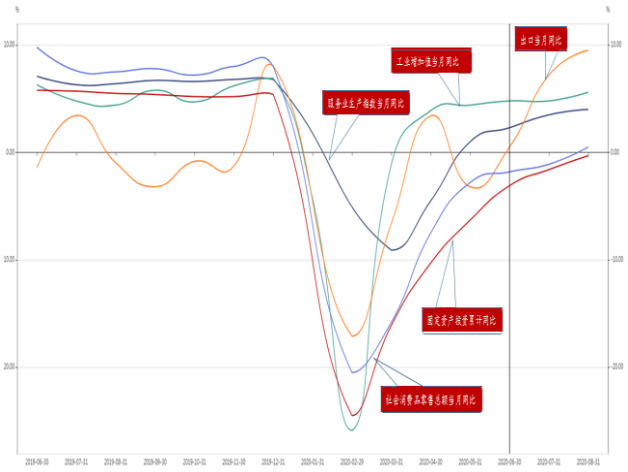


图 2：需求端恢复快于供给端



资料来源：Wind，中国银行研究院

1. 基建和房地产投资增长加快，带动投资稳步回升

前 8 个月，固定资产投资（不含农户）累计下降 0.3%，降幅较上半年收窄 2.8 个百分点（图 3）。分三大投资来看：**一是**资金到位和项目开工加快，推动基建投资较快增长。1-8 月基建投资（含电力）增速转负为正，累计增长 2%（上半年为下降 0.1%）。这一方面得益于专项债加快发行和下达，基建资金加速到位。财政部数据显示，截至 8 月底，专项债已累计发行 2.9 万亿元（其中 8 月当月发行 1.2 万亿元），完成全年发行计划的 77.3%。另一方面得益于疫情、洪水等非经济因素对基建项目施工的制约逐步消退，各地基建项目开工加快。**二是**销售回暖带动资金到位加快，房地产开发投资保持较快增长。1-8 月房地产开发投资累计增长 4.6%，增速较上半年加快 2.7 个百分点。1-8 月商品房销售额增长 1.6%（上半年为下降 5.4%）（图 4）；房地产开发企业到位资金增长 3%，其中个人按揭贷款增长 8.6%，分别较上半年加快 4.9 个和 5.5 个百分点。**三是**制造业投资增速仍处于负区间，回升动力较弱。受疫情冲击之下内外需求收缩、中小企业生产经营困难、中美贸易摩擦等多重因素影响，1-8 月制造业投资同比下降 8.1%，降幅较上半年收窄 3.6 个百分点。

图 3：三大类投资增速（%）

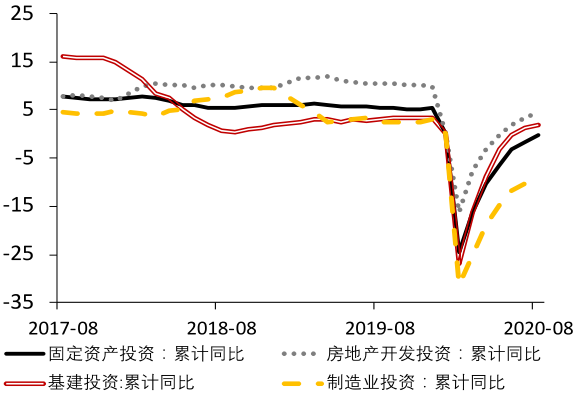
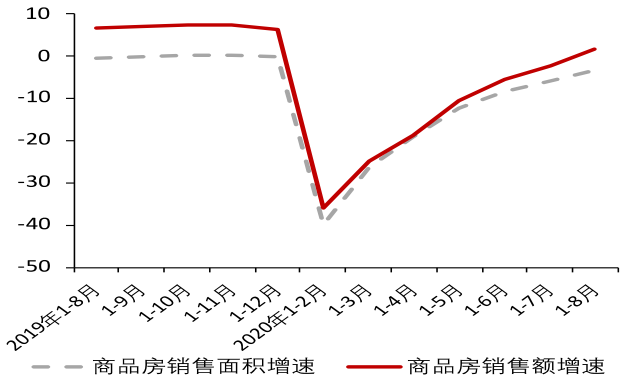


图 4：商品房销售面积和销售额增速（%）



资料来源：Wind，中国银行研究院

2. 促消费政策逐步显效，消费增速转负为正

三季度以来，疫情防控形势不断向好，各类促消费政策逐步显效，社会消费品零售总额稳定回升。1-8 月社会消费品零售总额累计下降 8.6%，降幅较上半年收窄 2.8 个百分点（图 5）。8 月当月，社会消费品零售总额增速由负转正，同比增长 0.5%，其中乡村（0.7%）增速快于城镇（0.5%）。与此同时，消费领域还呈现出不少亮点：**一是**在新品上市、车展促销及汽车促消费政策等多重因素作用下，汽车市场销售明显回暖。7、8 两月汽车消费分别同比增长 12.3%和 11.8%。**二是**消费升级类商品零售增长较快。8 月份，限额以上金银珠宝类、化妆品类和通讯器材类商品零售额分别增长 15.3%、19%和 25.1%（图 6）。**三是**电影院、景区、展会等各类室内服务型消费场所逐步恢复开放，服务消费市场活力稳步提升。根据猫眼数据，自全国电影院复工以来（7 月 20 日-9 月 14 日），全国观影人次达 1.4 亿，放映场次 1122 万，实现电影票房收入 50 亿元，“七夕”单日票房更是超过 5 亿元，与 2019 年同期基本持平。

图 5：社会消费品总额增速（%）

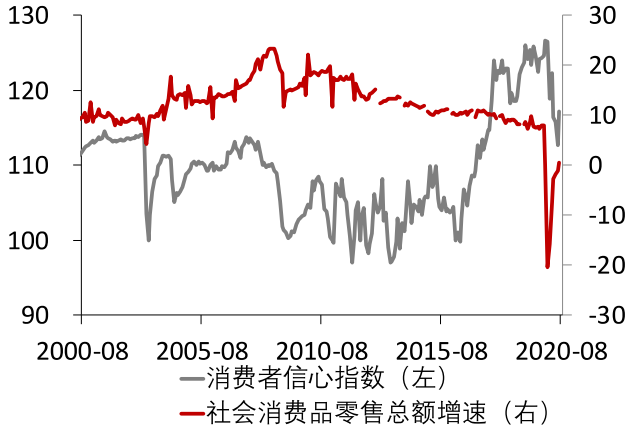
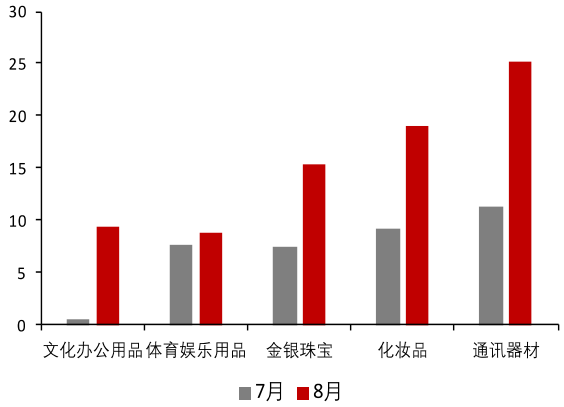


图 6：升级类消费品零售额增速（%）



资料来源：Wind，中国银行研究院

3. 全球主要经济体景气程度上升，出口增速超预期加快

1-8 月，出口同比下降 2.3%，降幅较二季度收窄 3.9 个百分点，其中 7 月、8 月同比增长 7.2%和 9.5%；进口同比下降 5.2%，降幅较二季度收窄 1.9 个百分点（图 7）。主要特征如下：**一是海外疫情仍严峻，中国防疫物资和线上办公相关出口继续增长。**欧盟出现疫情反弹，美国、巴西疫情虽有收敛，但日新增确诊仍超 3 万例，印度日新增超 9 万例，海外防疫物资和居家办公产品需求仍高。8 月份，医疗仪器及器械、包括口罩在内的两类纺织物品[2]分别同比增长 38.9%、47.0%，自动数据处理设备及其零部件出口额同比增速上升到 8 月的 23.5%。**二是中国经济率先恢复，弥补海外国家消费品供需缺口，替代其他国家的出口份额。**中国疫情防控得力、产能恢复良好，而国外因疫情停摆、生产端受冲击，产生消费品供需缺口。例如，美国 6 月份零售同比增速转正，但 8 月份消费品产出指数为-1.78%，延续负增长态势。中国产能强劲弥补了国外的供需缺口，也替代了它们对其他国家的出口。中国在欧美国家的进口中占比明显上升，欧盟进口额中的中国产品占比从 2019 年的 18.7%上升到 2020 年 6 月的 25.1%，而美国自中国进口占比从 18.1%上升到 7 月的 20.3%。**三是欧美经济重启，外需回**

[2] 纺织纺线、织物及制品。

暖带动出口增加。由于国外放松疫情封锁，经济修复带动传统制造业产品需求回升。截至 8 月，摩根大通全球制造业 PMI 恢复到 51.8%，欧盟、美国的制造业 PMI 分别为 51.7%和 56%，同时，中国新出口订单 PMI 连续上升到 49.1%。**四是对新兴市场出口亮眼，对主要贸易伙伴的出口继续改善**。东盟自 2 月以来超越欧盟成为中国第一大贸易伙伴，出口增长 6.9%；对欧盟出口同比增长 2.1%，对美国、日本出口分别同比下降 3.6%、2.7%，降幅较二季度收窄 7.5、0.4 个百分点。**五是民营企业“稳定器”作用突出，出口占比持续上升**。1-8 月民营企业出口额占总值的比重从上半年的 53.67%上升到 8 月的 54.94%（图 8）。**六是大宗商品价格低迷，拉低进口增速**。虽然中国能源、铁矿砂、大豆等商品进口量总体呈上升态势，但疫情重创全球产业链，原材料需求减少，1-8 月大宗商品价格总体下行，压低了中国进口增速。例如，前 8 个月中国进口铁矿砂、原油的数量分别增长 11%、12.1%，但进口价格分别下跌了 0.2%、30.1%。

图 7：中国进出口增速走势（%）

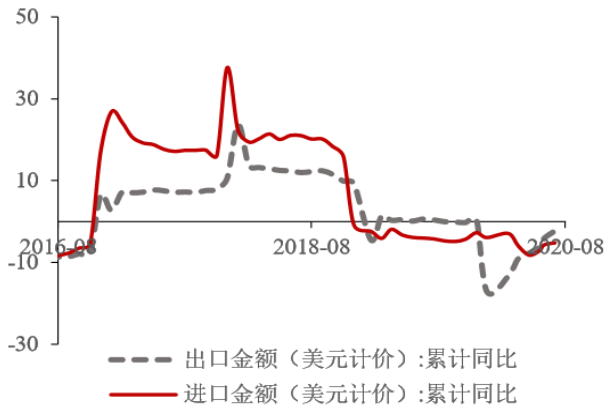
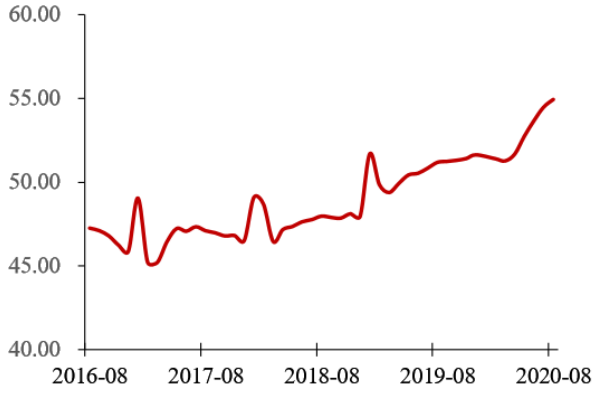


图 8：民营企业出口占比（%）



资料来源：Wind，中国银行研究院

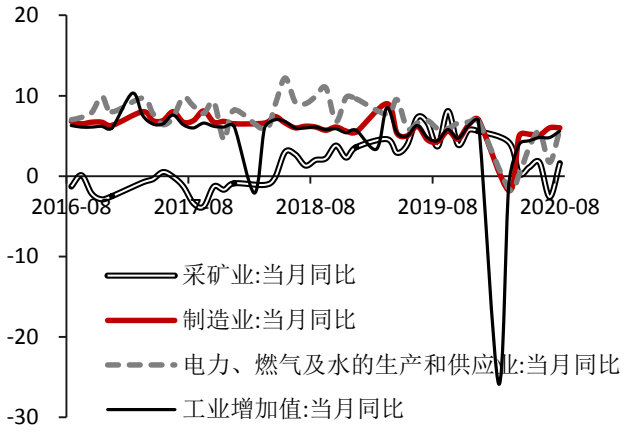
4. 中游工业行业生产明显改善，服务业加快恢复

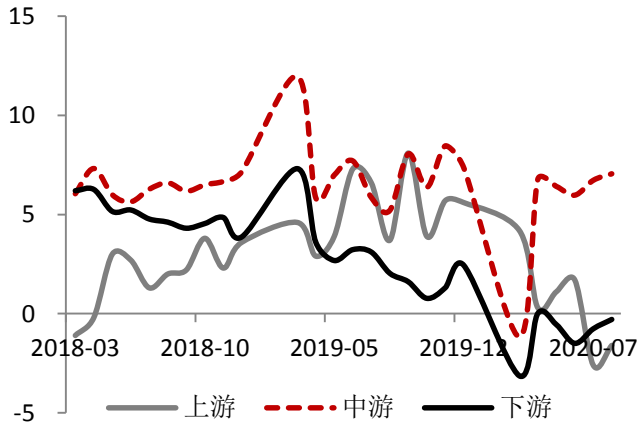
三季度以来，国内外需求明显改善，企业复工复产加快推进，工业生产总体继续恢复，工业增加值累计增速同比首次转正，前 8 个月为 0.4%。7、8 月份工业增加值月度平均增长 5.2%，高于二季度 4.4%的平均水平（图 9）。从一些

重点领域看，9 月以来高炉开工率保持在 70%以上，高于 2019 年同期（68%左右），汽车半/全钢胎开工率分别继续回升至 74.5%、70.3%。总体预计三季度工业生产继续恢复，增速在 5.5%左右。有以下三方面特征值得关注。

一是中游行业生产明显改善，下游行业相对低迷。受基建、房地产等领域需求以及外需回暖的带动，中游行业增加值增速明显回升（图 10）。其中中游机械设备类制造业较为突出，7、8 月份电气机械及器材制造业增加值平均同比增长 15.4%，计算机、通信和其他电子设备，专用和通用设备等行业增速均保持在 10%左右。中游化工、金属等原材料行业增加值增长在经历 7 月放缓后，8 月开始回升。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，7 月当月增速高达 21.6%，8 月仍保持 14.8%的较快增长。而其他下游制造业则相对低迷，总体仍处于负增长区间。其中，纺织服装、服饰业，皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业这两个行业受疫情及贸易摩擦冲击较大，7、8 月份增加值降幅分别平均为 9.7%、12%。随着房地产市场以及国内外需求回暖，家具制造业增加值月度增速转负为正，文娱用品制造业降幅收窄至 8 月的 0.5%。

图 9：工业增加值月度增速　图 10：上中下游工业行业增加值月度平均增速





资料来源：Wind，中国银行研究院

二是新兴产业和新产品增长仍相对较快。尽管 8 月份高技术制造业增速有

所放缓，但增速仍相对较快，前 8 个月高技术制造业增加值同比增长 5.6%，高于规模以上工业 5.2 个百分点。新兴产品继续高速增长，8 月份工业机器人、智能手机、集成电路、微型计算机设备产量分别增长 32.5%、12.1%、12.1%、12.0%，智能手表、平衡车、服务机器人等新兴产品增速均在 70%以上，这既体现了中国经济转型升级的趋势，也反映疫情影响下与居家办公等相关产品需求较大。

三是企业效益大幅改善，装备和高技术制造业表现突出。受益于销售回暖、产品价格降幅收窄、降成本等惠企政策落地因素的影响，工业企业利润月度增速自 5 月开始转正，并已连续 3 个月加快增长，7 月当月同比增长 19.6%。其中装备制造业、高技术制造业利润增长较快，7 月份增速分别为 44.3%、36.5%。受基建和地产等拉动，黑色加工、有色加工、非金属矿物制品业等利润继续改善。随着疫情稳定、消费逐步复苏，食品、饮料等制造业利润增速较快回升。此外，5 月以来工业企业的投资收益保持 20%以上的高增长，对企业利润改善也起到了一定拉动作用。

服务业生产继续恢复，市场活跃度提升。三季度以来服务业生产指数增速持续回升，8 月当月为 4%，连续 4 个月保持正增长。其中现代服务业增长较快，信息传输、软件和信息技术服务业生产指数同比增长 13.8%。金融市场贷款较快增长、股市成交明显增加、债券发行加快，房地产销售回暖，7 月份金融业生产指数增长 10.4%，比 6 月份加快 2.9 个百分点，8 月份房地产业生产指数增长 9.4%，比 6 月份加快 5.5 个百分点。从服务业 PMI 看，8 月份服务业商务活动指数为 54.3%，比上月上升 1.2 个百分点。交通运输、电信等行业商务活动指数连续 4 个月位于 60%以上，住宿、餐饮、文化体育娱乐等行业商务活动指数继续回升，均高于 57%。预计三季度服务业增加值将继续加快，增长 4.7%左右。

5. 食品价格涨幅放缓带动 CPI 涨幅回落，PPI 降幅继续收窄

三季度以来，CPI 经历小幅反弹后开始呈现回落趋势，8 月份上涨 2.4%，涨幅较上月降低 0.3 个百分点（图 11）。食品价格依然是影响 CPI 的关键因素。8 月份食品价格同比上涨 11.2%，涨幅较上月降低 2 个百分点。其中，由于 2019 年高基数，猪肉价格涨幅较上月大幅回落 33.1 个百分点至 52.6%。鲜菜价格涨幅在 2019 年低基数的基础上仍在扩大，显示汛期影响仍然存在。8 月份非食品价格上涨 0.1%，较上月回升 0.1 个百分点，显示需求有所回暖。其中居住价格环比转负为正，衣着价格环比降幅收窄。

伴随需求改善、基数降低，PPI 降幅继续收窄。8 月份 PPI 下降 2%，降幅较上月收窄 0.4 个百分点（图 12）。其中，采掘、原材料、加工业等生产资料价格降幅均继续收窄，这是带动 PPI 降幅收窄的主要原因。

图 11：CPI 涨幅回落

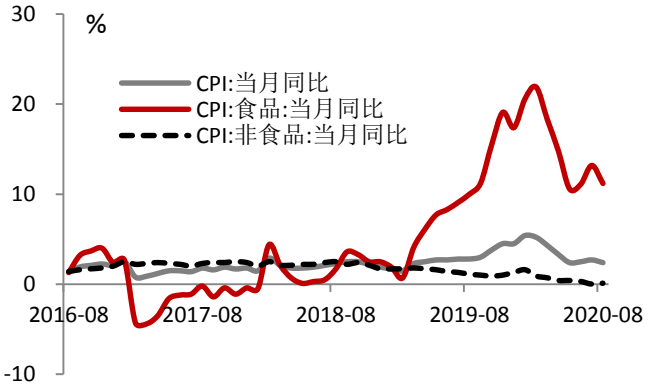
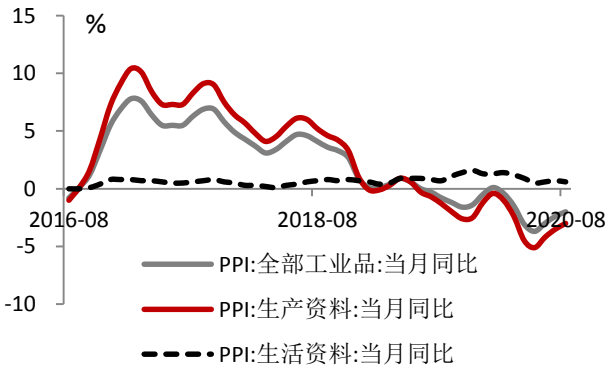


图 12：PPI 降幅继续收窄



资料来源：Wind，中国银行研究院

（二）四季度经济展望

展望四季度，尽管依然处在复苏通道，但增长动能将有所放缓，中国经济将进入复苏的平台期。一是外部环境依然受疫情和政经格局变化影响，出口增长依旧面临很多不确定性。二是疫情防控措施对餐饮、旅游、运输等行业影响依然存在，加上中国经济已接近正常水平，增速进一步提高的难度加大。三是

基数效应基本消除。总体判断，四季度，中国经济增长5.6%左右，增速高于三季度，但加快幅度低于二、三季度。

未来一段时间，中国经济领域要特别关注以下四个方面的风险。

一是外部环境不确定性、不稳定性仍然较大。境外疫情仍在蔓延扩散，一些欧洲国家出现疫情二次暴发的迹象，9 月以来西班牙、法国等国家新增确诊人数相继突破万人，英国新增病例不断增加。美国、巴西每日新增确诊人数居高不下，印度日均新增确诊人数已接近10万人。全球疫情存在二次反复的风险，疫情输入风险仍然较高。各国财政货币刺激政策空间有限，全球经济复苏缓慢，超常规的刺激政策也为未来金融风险埋下隐患。国际政经格局深刻变化，中美贸易摩擦长期化复杂化，地缘政治冲突不断，全球化发展面临挑战，产业链分工面临重构，核心技术争夺更加激烈。疫情的蔓延进一步加剧了这些变化，未来外部环境趋紧的趋势不会改变。

二是逆周期调节政策进退两难带来的相关风险。2020 年以来，中国出台了一系列财政金融政策支持实体经济发展，尤其是货币政策逆周期调节力度较大，在经济增速放缓情况下，8 月末 M2 和社会融资规模存量增速分别为 10.4%、13.3%，分别较2019年末增加1.7、2.6个百分点。随着经济逐步复苏企稳，货币政策也将相应有所调整，防风险压力上升。在此过程中需要注意把握好政策调整的节奏，确保流动性总量、利率变化及政府支出与经济复苏阶段相匹配，防止政策“超调”诱发金融风险。

三是宏观杠杆率持续增加，增大了未来去杠杆的压力。为对冲外部环境变化和疫情影响，2020 年中国加大逆周期调节政策力度，促进了复工复产和国民经济恢复，也带来了宏观杠杆率的显著提升，二季度末为300.7%，较2019年末提高22.2个百分点。各部门杠杆率也都有所提高，尤其是非金融企业部门杠杆率上升较快，二季度末为136.5%，较2019年末提高13.5个百分点。快速抬升

的杠杆率将给未来金融稳定和经济增长埋下隐患，加大未来杠杆调整的压力。

表 1：不同部门杠杆率变化[3]

年份	居民	非金融企业	政府	金融部门	总杠杆率
2004	17.4	-	15.9	-	-
2005	16.9	-	15.4	26.8	-
2006	17.5	-	14.3	29.7	-
2007	18.8	86.9	18.0	36.2	159.9
2008	17.9	86.5	15.6	35.1	155.1
2009	23.5	106.0	16.6	41.4	187.4
2010	27.3	103.1	16.4	40.3	187.2
2011	27.9	99.2	15.5	45.2	187.8
2012	30.0	106.9	15.3	50.8	203.0
2013	33.5	108.8	16.1	51.7	210.1
2014	36.0	114.1	16.7	57.8	224.5
2015	39.2	120.8	22.4	66.8	249.3
2016	44.7	123.2	30.2	69.1	267.3
2017	48.7	119.4	33.8	65.0	266.9
2018	52.1	119.2	35.9	62.0	269.2
2019	55.8	123.0	38.1	61.6	278.5
2020Q1	57.7	133.1	40.1	62.8	293.8
2020Q2	59.7	136.5	42.1	62.4	300.7

资料来源：中国银行研究院

四是市场信用风险上升。2020 年以来疫情暴发加大经济下行压力，公共财政收入下降，前 8 个月下降 7.5%，而地方政府债务余额仍保持较高增速，前 7 个月为 14.7%。2020 年下半年是地方政府债券到期高峰期，到期 1.44 万亿元，比 2019 年下半年增加 8007 亿元，收入来源受限、偿债压力上升将加大地方政府债务风险。同时，企业生产经营困难加大，资金周转周期延长，市场信用风险明显上升。二季度商业银行不良率为 1.94%，较 2019 年提高 0.08 个百分点。而 2020 年以来金融对实体经济支持力度明显加大，贷款增长较快，贷款展期等政策有助于缓解企业偿债压力，未来随着政策的退出银行不良压力或加速上升。

[3]居民部门债务为贷款余额，非金融企业债务为贷款、债券余额之和，政府债务为政府债券余额，金融部门债务为对其他存款性公司负债、对其他金融性公司负债、债券发行、国外负债之和。

债券违约现象较为突出，截至 2020 年 9 月 22 日，企业债券违约涉及金额 1128 亿元，已达到 2019 年全年的 75.5%。

1. 基建房地产投资保持较快增长，助推经济继续平稳恢复

四季度，在基建和房地产投资的带动下，投资增速将继续加快，成为四季度经济恢复的主引擎。具体而言，三大投资将呈现“两高一低”的特征。**一是**随着重大项目加快推进以及剩余专项债加快下达，四季度基建投资增速将继续加快，对投资和经济增长的拉动作用将进一步提高。**二是**在“房住不炒”主基调下，随着房地产市场的回暖，房地产企业资金情况将持续改善，支撑四季度房地产开发投资保持较快增长。**三是**制造业投资所面临的需求疲弱、中美贸易摩擦、企业生产经营困难等不利因素在短期内难以显著改善，因此制造业投资预计将继续低位徘徊。综合以上因素，预计投资全年增长 2%左右。

2. 居民消费信心继续回升，消费保持温和修复态势

四季度，随着“六稳”“六保”工作和各类促消费政策持续发力，居民消费恢复的有利因素不断增加，未来消费将继续保持平稳复苏趋势。**一是**从消费的先行指标来看，7 月居民消费信心结束了连续 3 个月的下跌趋势，较 6 月回升 4.6 个百分点，已基本恢复至年初水平。未来随着生产生活进一步正常化，居民消费信心将继续回升，消费意愿不断增强，有利于将消费能力转化为实际消费。**二是**在国内疫情防控不出现较大波折的情况下，四季度服务类消费将延续当前良好的恢复势头，文化旅游、住宿餐饮、电影会展等相关消费有望恢复至正常水平。**三是**境外疫情蔓延情况下，部分出国旅游、购物等消费需求有望转为境内消费。需要注意的是，尽管当前消费恢复形势总体向好，但未来消费全面恢复仍面临居民收入增长放缓、储蓄意愿增强等制约因素。2020 年上半年，居民人均可支配收入同比下降 1.3%，较 2019 年同期下滑 7.8 个百分点；人民银行问卷调查显示，二季度倾向于“更多储蓄”的居民占 52.9%，这一比例较 2019

年同期上升 7.5 个百分点。因此，预计未来消费将继续保持温和修复态势，修复时间恐将长于预期。预计四季度消费同比增长 4%左右，全年消费下降 3.8%左右。

3. 全球疫情与经济演变趋势未明，出口仍有不确定性

境外一些国家疫情出现反弹风险，全球经济演变趋势未明，出口面临多种不确定因素。**一是**国外经济走向取决于疫情发展，全球疫情拐点尚未出现，当前欧盟疫情反弹加剧，秋冬季节来临疫情可能再次加剧，从而延缓经济修复和消费品需求反弹，影响中国出口继续扩大。**二是**随着新兴市场国家复工复产替代中国出口，发达国家减少对中国进口的依赖，中国替代性出口效应或逐渐消退。**三是**中美贸易摩擦升级的风险。特朗普为赢得大选或扩大遏制中国产业的范围，影响相关产业生产及出口。**四是**欧美财政货币政策保持宽松，人民币升值对中国出口不利。现阶段，中国保持稳健货币政策，而欧美货币政策仍宽松，增加人民币升值压力，不利于中国出口扩张。综上因素，四季度出口具有不确定性，预计出口增长 8%左右，全年出口较 2019 年增长 1.6%左右。

4. 市场主体活力增强，生产端逐步恢复正常增长

展望四季度，工业生产面临加快增长的有利条件。**一是**洪灾、疫情等影响逐步减弱，企业复工复产继续加快推进。**二是**需求有序恢复，基建项目建设加快推进，房地产市场回暖，消费需求延续修复趋势，这将带动工业行业生产加快。**三是**政府“六稳”“六保”政策逐步落地显效，财政金融等支持实体经济的力度仍然较大，税收、融资等营商环境继续改善。与此同时，企业生产运行仍面临一些困难。**一是**外部环境不确定性仍然较大，境外疫情、中美经贸关系等对外贸型工业企业的冲击仍会持续，特别是对于劳动密集型工业企业的影响仍然较大。**二是**企业处于被动去库存阶段，7 月末企业产成品库存同比增长 7.4%，增速连续 4 个月降低，去库存阶段还将延续一段时间。**三是**工业企业应收账款

平均回收期、产成品周转天数已呈现下降趋势，但仍处于历史较高水平，现金流压力仍较大。7 月末工业产成品存货周转天数为 19.7 天，同比增加 2.1 天，应收账款平均回收期为 56 天，同比增加 8.4 天。利润增速明显回升，但不同行业差异较大，采矿业、一些劳动密集型企业的利润降幅仍然较大，7 月份采矿业，纺织服装、服饰业利润分别同比下降 40.5%、24.3%左右，这不利于企业生产投资的扩大。总体预计，四季度工业企业增加值增速将继续加快，增长 6%左右。

服务业加快增长或是四季度拉动经济的重要因素。随着生产生活的逐步正常化，景区、电影院等限流逐步放开，接触式消费增多，前期受冲击较大的住宿餐饮、租赁和商务服务等服务业将出现恢复式增长，降幅将收窄，增速甚至将由负转正。随着消费和生产的进一步加快，批发零售业、交通运输仓储和邮政业增加值增速将继续加快。金融业、房地产、信息传输软件和信息技术服务业仍会保持相对较快的增长。总体预计，四季度服务业增长 5.5%左右。

5. 猪肉价格涨幅回落带动 CPI 回落，PPI 降幅收窄但仍处于负区间运行

四季度，预计 CPI 涨幅将进一步回落。**一是**翘尾因素加速回落，四季度平均为 0.13%，而三季度平均为 2.15%。**二是** 2019 年四季度猪肉价格基数较高（平均上涨 102.8%），同时生猪存栏上升，8 月份能繁母猪存栏量同比增长 37%，环比增长 3.4%，连续 11 个月环比增长，生猪存栏量同比增长 31.3%，环比增长 4.7%，连续 7 个月增长。预计四季度猪肉价格涨幅将进一步回落，这也将是拉低 CPI 的重要因素。考虑到消费修复仍需时间，非食品价格涨幅将保持平稳。**三是**随着经济的复苏，货币政策将微调，货币环境较难进一步宽松。随着经济和需求的逐步恢复，PPI 降幅将继续收窄，但全年仍将处于负区间。总体预计，四季度 CPI 上涨 2%左右，PPI 下降 0.5%左右。

二、2020 年三季度金融形势回顾与四季度展望

三季度，金融政策在继续推动金融服务实体经济的同时，更加注重稳增长与防风险之间的平衡。一方面，坚持货币政策灵活适度，有效发挥结构性直达货币政策工具的精准滴灌作用，确保新增融资重点流向实体经济特别是小微企业。同时引导银行通过主动减免服务费用、规范和限制小微企业贷款收费，向实体经济让利。另一方面，更加注重防范化解金融风险。2020 年 7 月召开的中央政治局会议指出，要完善宏观调控跨周期设计和调节，实现稳增长和防风险长期均衡。监管部门相继发布了《健全银行业保险业公司治理三年行动方案(2020-2022 年)》《金融控股公司监督管理试行办法》等，这对规范中小银行经营行为，减少非金融企业过度涉足金融业的情况具有十分重要作用。与此同时，针对流动性宽松背景下，中国房贷市场乱象有所回潮的问题，央行对房地产企业融资过程中的资产负债率、净负债率、现金短债比提出了“三道红线”要求。

此外，为提高金融服务实体经济的能力，推动各项政策精准落地，金融管理部门坚定不移地深化金融业改革和对外开放。**一是**发挥好直接融资对中小企业的支持作用。稳步推进以信息披露为核心的注册制改革，支持更多优质中小企业登陆资本市场；推动银行间与交易所债券市场基础设施互联互通。**二是**加快普惠等金融领域补短板，强化小微企业金融差异化监管激励机制。出台《商业银行小微企业金融服务监管评价办法》，修订《金融企业绩效评价办法》。将商业银行小微企业服务情况与资本补充、金融债发行、宏观审慎评估（MPA）考核等挂钩。**三是**落实好近年来宣布的金融改革和开放措施，比如取消证券、基金管理等领域外资的股比限制；取消合格境外投资者和人民币合格境外投资者的投资额度限制；推动全面落实准入前国民待遇加负面清单管理制度等。**四是**优化信用环境，健全政府性融资担保体系，引导各级政府性融资担保机构扩大小微企业融资担保业务规模。

这些政策既为短期内经济的持续复苏起到了积极作用，也为推进长期高质

量发展和防范化解金融风险创造了条件。三季度，货币信贷继续保持平稳增长，增速与二季度基本持平，普惠金融领域信贷“量增、价降、面扩”。不同市场的利率走势出现分化。一方面，受货币政策操作由前期的宽松转向稳健等影响，货币市场利率有所上行并带动债券市场利率上行，1 年期、10 年期国债收益率已上升至 2.5%、3%以上水平，债券市场持续承压。另一方面，在银行让利于企、定向支持中小企业降低融资成本等政策作用下，企业一般贷款加权平均利率持续下行，与银行间市场批发利率走势背离。与此同时，受益于中国经济表现好于其它主要经济体、投资者信心增强、境外资本流入增多等因素，股票市场持续上扬，人民币强势升值，成为全球货币表现最好的国家之一。2020 年 9 月 22 日，人民币兑美元汇率相比二季度末升值 4.1%，相比 2019 年末升值 2.63%；上证综指收报于 3274 点，达到 2018 年以来的历史高点。

（一）2020 年三季度金融形势回顾

1. 货币社融增速保持高位，企业融资环境继续改善

三季度，广义货币供应量（M2）、社会融资规模等主要金融指标继续保持较快增长，增速与二季度基本持平，信用环境维持稳定。8 月末，M2 及社会融资规模存量增速分别为 10.4%、13.3%（图 13）。与此同时，M1 增速继续呈现改善迹象，8 月末 M1 同比增速为 8%，比 2019 年末提高 3.6 个百分点，比二季度末提高 1.5 个百分点，企业融资环境进一步向好。随着货币政策逆周期调控持续发力，企业融资可得性得到切实改善。

社会融资规模继续保持较快增长，部分表外融资项目修复性反弹。截至 8 月末，社会融资规模存量为 276.74 万亿元，同比增加 32.43 万亿元，增速为 13.3%，比 2019 年增速快 2.61 个百分点，比二季度快 0.5 个百分点。社会融资规模保持较快增长，主要是因为人民币贷款、企业债券和政府债券的快速增加，8 月末三者同比增速分别达到 13.3%、21.1%和 18.7%，依旧保持在较高水平。

另外，部分表外融资项目情况有所改善，8 月末未贴现银行承兑汇票余额达 3.75 万元，同比增长 12.7%，比二季度末提高 14 个百分点。

人民币贷款增速继续保持高位运行，中长期贷款占比持续上升。8 月末，人民币贷款余额为 167.47 万亿元，同比增长 13%，比 2019 年同期增速快 0.6 个百分点。从期限结构看，短期贷款、长期贷款余额分别为 46.6 万亿元和 108.4 万亿元，其中，短期贷款同比增速为 7%，占比下降至 28.02%，中长期贷款增速为 17%，占比上升至 64.73%（图 14）。另外，金融机构支持普惠型小微企业力度不断增强，二季度末，普惠型小微企业贷款余额为 13.5 万亿元，同比增速为 26.5%，增速比 2019 年末提高 3.4 个百分点，比一季度末提高 2.9 个百分点，融资环境进一步改善。从贷款行业投向看，工业、服务业贷款增速持续加快，二季度末，主要金融机构工业和服务业本外币中长期贷款余额为 10 万亿元、42.7 万亿元，同比增速分别为 12.8%和 13.8%，增速比 2019 年末提升 7.4 和 0.8 个百分点，比二季度末提升 4.5 和 0.9 个百分点。

图 13：M2 和社会融资规模快速增长

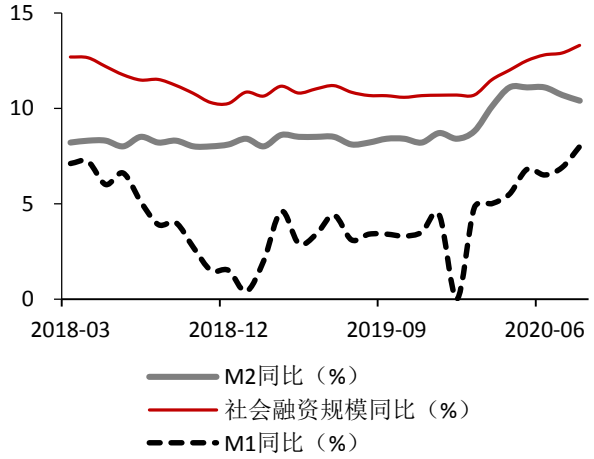
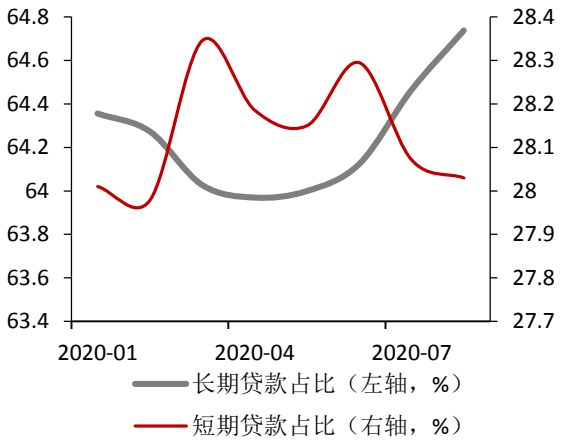


图 14：人民币贷款结构变化



资料来源：Wind，中国银行研究院

2. 货币市场利率逐步稳定，企业综合融资成本不断下降

三季度，货币市场流动性继续保持合理充裕，企业融资成本维持下降态势。

一是货币市场利率走势逐步趋稳，围绕政策工具利率上下波动。货币市场利率在经过二季度先降后升的态势后，逐步回归至政策工具利率附近。截至 9 月 22 日，7 天期存款类金融机构质押回购加权利率（DR007）、7 天期上海银行间同业拆借利率（SHIBOR）平均为 2.18%、2.16%，比二季度分别上升 0.44、0.34 个百分点，接近 7 天期逆回购利率（图 15）。**二是**企业贷款利率小幅下降，社会融资成本维持下行。截至 2020 年 9 月 20 日，1 年期、5 年期 LPR 分别为 3.85%和 4.65%，与 2019 年末相比下降 30 和 15 个 BPs，三季度 LPR 并未进行调整。二季度，金融机构人民币贷款加权利率为 5.06%，与 2019 年末相比下降 0.38 个百分点，与一季度相比下降 0.02 个百分点。其中，一般贷款和票据融资利率分别为 5.26%和 2.85%，与 2019 年末相比下降 0.48 和 0.41 个百分点，与一季度相比分别下降 0.22 和 0.09 个百分点，企业融资成本继续呈现下降态势（图 16）。

图 15：SHIBOR 和 DR007

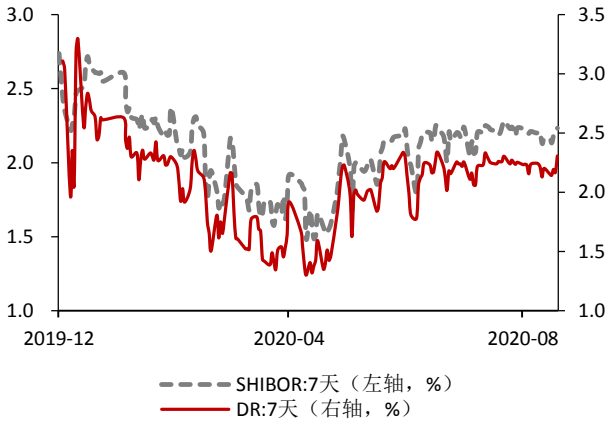
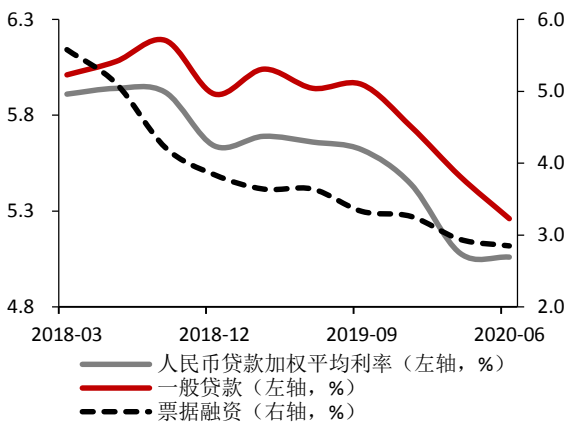


图 16：人民币贷款利率走势



资料来源：Wind，中国银行研究院

3. 债市震荡下行，十年期国债收益率重回 3%

中国经济三季度延续反弹走势，逆周期货币政策调控力度减弱，加上创历史新高的国债和地方政府债供给导致债市三季度继续走弱。截至 9 月 22 日，中债总指数收报于 195.2 点，较 2019 年末上行 3.1 点，较 2020 年 6 月末下降 2 点。**一是**国债收益率持续上行并突破 3%，截至 9 月 22 日，十年期国债收益率

收报 3.09%，已经持平于 2019 年末的水平，抹去了 2020 年以来国债价格的全部涨幅。中美十年期国债利差扩大至 241 个 BPs，相比 2019 年末扩大 119 个 BPs（图 17），这主要与中美货币政策宽松力度不一有关。**二是**期限利差收窄。截至 9 月 22 日，“10 年-1 年”国债期限利差收窄，由 5 月高点的 147 个 BPs 收窄至 48 个 BPs（图 18）。**三是**外资继续增持中国债券。截至 2020 年 8 月末，债券通项下统计的外资在中国银行间债券市场上净持有量达到 2.8 万亿元，相比 2019 年末增加 6153 亿元。**四是**债券市场违约事件仍呈高发态势。截至 9 月 22 日，共有 94 只债券违约，违约金额为 1128 亿元，占 2019 年全年违约金额的 75.5%。

图 17：中美十年期国债利差

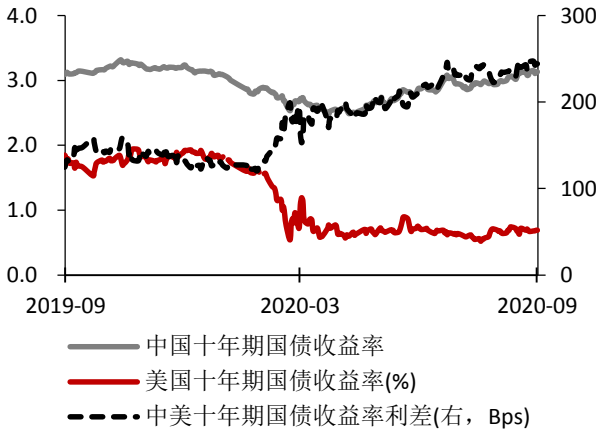
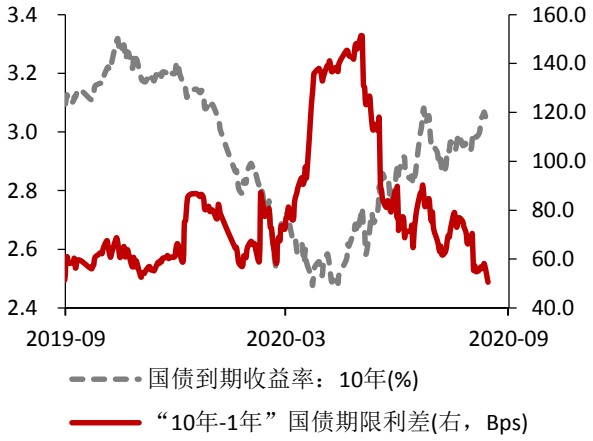


图 18：中国十年期国债期限利差



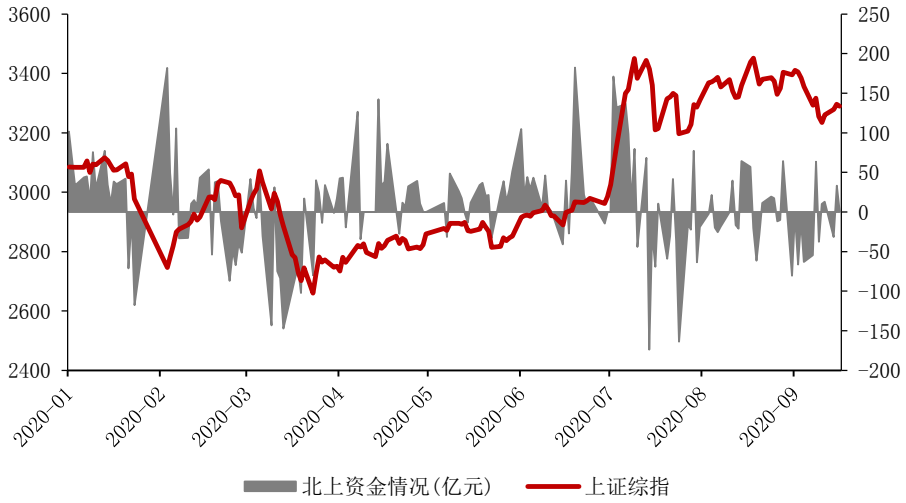
资料来源：Wind，中国银行研究院

4. A 股开启震荡上涨行情，市场信心持续回升

三季度，A 股整体呈震荡上行态势，上证综指从 6 月末的 2985 点升至 9 月 22 日的 3274 点，涨幅为 9.7%（图 19）。主要特点如下：**一是经济基本面向好、企业盈利持续恢复。**中国经济率先从疫情的负面影响走出，企业利润不断提升，投资者的市场信心逐步恢复。7 月份，规模以上工业企业实现盈利总额同比增长 19.6%，增速比 6 月份加快了 8.1 个百分点。**二是跨境资本流动波动幅度增大，并对股市运行产生影响。**中国资本市场短期成为国际资本的避风港，7 月份

北上资金净流入 103.92 亿元。随后 8 月份和 9 月中上旬呈流出态势，导致股市出现一定程度的震荡。**三是资本市场改革持续推进。**三季度，中国资本市场延续改革势头。科创板注册制落地，为后续资本市场存量改革带来宝贵经验。此外，还推出了深港 ETF 互通产品，有助于推动深港市场的互联互通，为两地投资者提供更丰富的跨境投资选择，实现更高层次的对外开放。

图 19：上证综指与北上资金情况



资料来源：Wind，中国银行研究院

5. 人民币汇率持续升值，市场预期不断改善

三季度，人民币汇率呈现升值态势。截至 9 月 22 日，人民币汇率为 6.7875，与 6 月末相比升值了 4.1%（图 20）。三季度人民币汇率升值主要受以下因素影响：**一是中国经济率先复苏。**在全球疫情持续发展的背景下，中国 GDP 增速持续恢复，对人民币汇率带来了支撑。然而全球经济发展遭受重大冲击，6 月份 IMF 预测全球 GDP 在 2020 年将萎缩 4.9%，美国二季度 GDP 环比折年率更是达到 -32.9%。**二是人民币汇率升值预期上升。**进入三季度，远期结售汇 7 月签约额的差额为 84.77 亿美元，与 6 月份相比上升了 30.88 亿美元（图 21）。7 月份结汇率为 64%，较 6 月提高 7 个百分点，而售汇率为 66%，与上月持平，这体现出市场主体的结汇意愿提升，售汇意愿较为平稳，人民币汇率存在一定的升值预

期。**三是国内资产吸引力增强。**当前中美利差不断提升，截至 9 月 22 日，中美十年期国债利差为 241 个 BPs，与年初相比扩大了 114 个 BPs。截至 7 月份，境外机构和个人持有的人民币股票和债券分别增长了 49.14%和 27.23%，增速比 2019 年同期上升了 19.96 和 2.09 个百分点。国内金融资产的吸引力不断上升，人民币汇率具有升值空间。**四是美元指数持续下行。**5 月以来，美元走势出现疲弱，截至 9 月 22 日，美元指数为 93.97，与年中高点相比下降幅度超过了 10%。

图 20：人民币汇率与美元指数走势

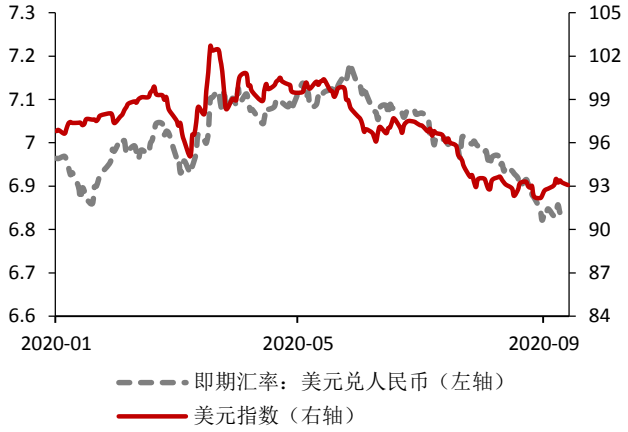
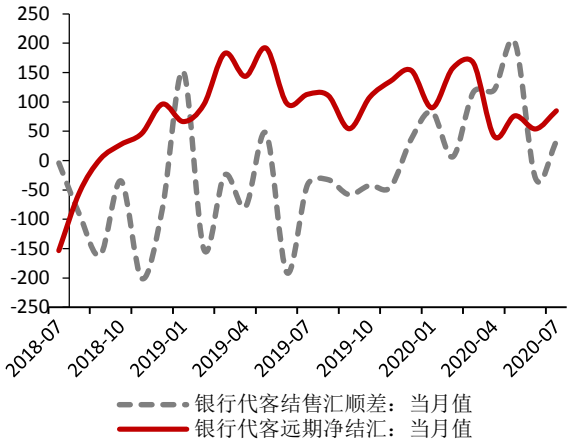


图 21：银行结售汇走势（亿美元）



资料来源：Wind，中国银行研究院

（二）四季度金融形势展望

展望四季度，在经济延续复苏态势的背景下，为推动经济转向高质量增长和为未来的发展预留政策空间，宏观调控政策将更加注重跨周期的平衡，这使得货币信贷供给整体稳中趋缓。受益于实体经济信贷需求的复苏、基建等领域投融资需求强劲以及国家对小微企业支持政策的强化，新增信贷尤其是中长期贷款仍将保持平稳增长，需关注房地产企业融资政策收紧对房地产开发贷款产生的影响；货币市场利率维持稳定，大幅上行的可能性不大；债券市场情绪依然偏弱，维持震荡格局。但受益于经济恢复速度快于全球主要经济体，叠加中国货币政策相对更审慎、中国金融资产吸引力上升，股市震荡上行，人民币汇率短期仍有上行的空间。

1. 货币和社融增长稳中趋缓，企业融资成本保持低位

6 月 17 日，国务院常务会议部署引导金融机构进一步向企业让利，助力稳住经济基本盘，提出要推动金融系统全年向企业合理让利 1.5 万亿元。7 月，人民银行表示将推动贷款实际利率下行和企业综合融资成本明显下降，为经济发展和稳企业保就业提供有利条件。二季度中国 GDP 增速由负转正后，经济活动正加快回暖，实体经济主动信贷需求复苏。预计四季度主要金融数据增速仍将保持高速增长，同时企业综合融资成本将继续下降。**一是货币政策更趋稳健，货币社融增速稳中趋缓。**二季度起中国经济恢复加快，稳增长压力减轻，货币政策逆周期调控力度将有所下降。与此同时，考虑到前三季度信贷投放占用额度较高，预计四季度货币社融增速将有所放缓。同时，信贷投放也将从注重企业短期纾困加快转向支持企业中长期发展，后续中长期贷款增速和占比有望继续上升，确保企业经营稳定。**二是持续推进让利工作，降低企业综合融资成本。**1-7 月，金融系统向各类主体让利 8700 亿元，已完成减负目标的 58%。在政策引导下，四季度金融系统将继续推动向实体经济让利工作，严格贯彻政策措施落地，通过调低贷款利率及减免费用等降低企业综合融资成本，努力完成全年让利 1.5 万亿的目标，切实增强企业经营活力和发展潜能。**三是出口增速加快，对中小企业资金支持将进一步加大。**中国三季度出口增速有所加快，四季度美国大选、圣诞节等因素将推动外需上升，出口型中小企业融资需求进一步加大，政策将确保对中小企业的资金支持，为企业生产提供融资便利。

2. 流动性将维持合理充裕，市场利率保持平稳运行

展望四季度，市场流动性将继续维持合理充裕，货币市场利率围绕政策工具利率平稳运行。**一方面，**外部因素对中国货币政策独立性带来干扰，需平衡流动性投放节奏，确保市场流动性供求稳定。主要经济体宽松货币政策仍在继续，全球资产收益率进一步下降，8 月末，美联储又将通胀目标更改至平均 2%，这意味着美联储将获得更大且更具弹性的政策宽松权利，中美利差振幅将加大，

在中国金融开放加速背景下，外部资本流入流出将更加频繁，这对流动性管理带来一定影响。**另一方面，**四季度缴税、政府支出增大等季节性因素增多，将对市场流动性产生一定干扰，货币市场利率振幅或将阶段性扩大。未来货币政策将继续强化逆周期操作，紧盯内外部风险因素，通过“削峰填谷”维持流动性合理充裕，防范市场波动，维持市场利率继续围绕政策工具利率平稳运行。

3. 市场情绪依然偏弱，债市维持震荡格局

三季度债券市场走势与我们二季度时的预测基本一致，国债收益率总体延续上行。四季度，债市既面临一些有利的因素，也面临一些不利的条件，总的来看，经济基本面和货币政策松紧程度仍是主导债市走势最重要的变量。**一是**尽管经济复苏势头有所减弱，但依然处于上行通道，主要经济指标大概率继续改善，从而对债市上涨形成压制。**二是**考虑到防风险任务的上升，货币政策逆周期调控力度大概率减弱，债市上涨缺少资金支持。**三是**外资持续流入，但规模赶不上债券的新供给。近期，美联储暗示可能至少将零利率保持至 2023 年，预计中美利差仍会在很长时期内维持高位甚至可能进一步扩大，再加上人民币自三季度以来对美元大幅升值，更有利于鼓励资本流入，对国内债券市场形成一定支撑，但这难以抵消债券供给增多对债市的冲击。2020 年前 8 个月，外资流入债市的资金量为 6153 亿人民币，相比 3.6 万亿元的新增政府债券供给(包括特别国债、地方专项债等)规模而言，供大于求问题突出。按照目前剩余债券发行额度估计，10 月地方政府债的供给压力仍大。除此之外，疫情控制情况、美国大选、中美关系也会在局部时点影响债市表现。

4. 市场存在外部扰动因素，股市将持续震荡上行态势

在多重因素的影响下，四季度 A 股将持续震荡上行。**利多因素有：一是经济基本面将继续改善。**当前中国经济恢复速度不断提升，供给端工业生产加快恢复，在疫情控制良好背景下，需求端也不断改善，预计四季度 GDP 增速将达

到疫情之前的水平。**二是资本市场流动性保持充裕。**虽然三季度北上资金波动幅度上升，但整体依然保持流入态势，资金面将保持充裕状态。**利空因素有：第一，前期预期充分释放。**7 月份股市出现趋势性上行，市场对于前期利好预期有所消化。在未来没有新的利好消息前，股市不存在大幅上行的基础。**第二，政治因素变化较大。**未来中美关系变化、国际疫情的发展状况均对股市带来一定影响。极端事件一旦出现，股市将面临短期调整。

5. 汇率波幅将保持稳定，短期存在升值空间

未来人民币汇率走势既面临有利因素，也面临不利的变化，整体上有利因素偏多，短期存在升值空间。未来驱动人民币汇率继续走强的有利因素为：**一是中国是全球表现最好的经济体之一。**展望四季度，尽管中国经济的复苏动能有所减弱，但仍处于上行通道，成了中国经济良好的基本面。尤其是相比各主要经济体，中国经济恢复的速度和力度最强，是全球唯一有望实现正增长的国家。**二是中美利差将保持高位。**美国经济未出现明显好转，美联储的宽松政策在短期内不会退出。这导致中美利率保持高位利差，未来国内资产将保持吸引力，成为人民币汇率升值的基础。**三是美元指数易下难上。**当前全球经济陷入衰退期，并未出现反弹迹象，加上美联储宽松政策对于通胀容忍度的提升，欧洲疫情反复的可能性不断上升，四季度美元指数易下难上，人民币汇率升值预期较强。然而，未来人民币汇率走势也将面临不确定性因素：**一是中美贸易摩擦依然存在不确定性。**当前中美关系步入恶化通道，不排除出现超预期恶化事件。若此类事件发生，则对人民汇率带来贬值压力。**二是美国大选结果也会对汇率产生影响。**根据以往经验，若特朗普连任，美元或将改变当前颓势，导致其他国家货币走弱。

表 2：2020 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 Q1 (R)	2020 Q2 (R)	2020 Q3 (E)	2020 Q4 (F)	2020 全年 (E)
GDP	6.7	6.8	6.6	6.1	-6.8	3.2	5.1	5.6	2.2
规模以上工业增加值	6	6.6	6.2	5.7	-8.4	4.4	5.5	6.0	3.0
服务业增加值	7.8	8	7.6	6.9	-5.2	1.9	4.7	5.5	1.9
固定资产投资额（累计）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1	-3.1	0.8	2.0	2.0
消费品零售总额	10.4	10.2	9	8	-19	-4	0.8	4.0	-3.8
出口	-7.7	7.9	9.9	0.5	-13.3	0.2	8.9	8.0	1.6
进口	-5.5	16.1	15.8	-2.7	-2.9	-9.6	-1.7	-1.5	-3.8
居民消费价格指数（CPI）	2	1.6	2.1	2.9	4.9	2.7	2.5	2.0	3.0
工业品出厂价格指数（PPI）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6	-3.3	-2.1	-0.5	-1.6
广义货币（M2，期末）	11.3	8.1	8.1	8.7	10.1	11.1	10.6	10.5	10.5
社会融资规模（存量）	12.8	14.1	10.3	10.7	11.5	12.8	13.5	13.3	13.3

资料来源：中国银行研究院

三、宏观经济政策取向

宏观政策方面，一是要继续落实“六稳”“六保”政策，助力经济持续向潜在增长水平接近；二是提前关注和应对经济金融领域存在的多种风险，在稳增长和防风险之间取得动态平衡；三是以构建“双循环”新发展格局为战略支点，持续推进改革和开放，不断优化营商环境，为“十四五”经济社会发展起好步打下坚实的基础。

（一）财政政策加快落地，确保资金直达基层

一是加快专项债券发行使用进度，支持民间资本参与重大项目投资。一方面，继续加快地方专项债下达和使用。截至 8 月底，专项债发行完成全年计划（3.75 万亿元）的 77.3%，为 10 月底发行完毕，专项债发行将加快落实，重点用于“两新一重”项目。另一方面，规范创新 PPP 模式，推进不动产投资信托基金(REITs)试点。通过规范 PPP 模式吸引民间资本参与新基建和补短板项目，

加快采用 REITs 盘活存量基础设施资产。

二是落实财政政策精准直达基层，增加就业和民生支出。一方面，按照特殊转移支付机制和资金分配程序确保资金直达市县基层、直接惠企利民，并加强资金使用监管，保证基层政府的财力。另一方面，优化直达资金支出结构，增加就业和民生支出。重点支持带动就业能力强的补短板项目，支持服务业、新型消费市场发展。落实就业创业政策，通过减税降费帮助企业稳岗、降成本。向深度贫困地区倾斜，加大财政支持教育、养老等重点民生领域发展。

（二）货币政策坚持稳健基调，在稳增长和防风险间建立平衡

一是坚持结构性货币政策工具使用，强化资金投放精准性。当前经济尚未复苏至疫情前水平，需要货币政策继续发力，强化结构性货币政策工具的使用，包括结构性降准、定向降准、定向再贷款和再贴现政策等，增强企业融资可得性，尤其是对中小金融企业和特定目标企业的资金供给。

二是继续推动企业延期还本付息工作，切实降低财务成本。加紧落实两项直达实体经济货币政策工具的使用，继续加大对普惠型中小企业支持力度，推动企业综合融资成本下降，切实缓解其财务负担，帮助企业渡过难关。

三是坚持稳健货币政策基调，强化用途监管，严控资金流向。当前中国经济已呈现加速回暖态势，货币政策将把握逆周期调控的力度和节奏，避免单方面推动流动性宽松和利率下行导致市场主体出现过度的风险承担行为，防范杠杆率快速上行。此外，严控资金流向，做好用途管理，确保资金进入实际生产领域，防范资金脱实向虚引发金融风险，实现稳增长和防风险之间的长期均衡。

（三）激发市场活力和发展信心，促进构建双循环新发展格局

一是持续改善营商环境。落实好已出台的财政、金融、社保等纾困政策，保障企业加快复工复产，对冲疫情及外部环境变化带来的短期不利影响。继续

深化“放管服”改革，进一步取消和下放审批，推动数字化在政务中的运用，提高行政效率。积极推动全国营商环境评价工作，促进各地营商环境的进一步改善。

二是支持新业态新模式发展，促进国内大循环发展。依托互联网技术的发展与应用，支持实体商业发展线上业务，推动传统消费转型升级。推动商品、医疗、教育、健身等广泛领域的线上线下融合，促进新型消费发展。完善 5G 网络、物联网等新型消费基础设施建设，健全消费者权益保护机制，为促进消费提供良好的环境。

三是着力提高供应链稳定性和竞争力。发挥中国国内市场规模巨大、产业链完整等优势，推动核心技术、关键领域和环节的自主创新，通过政府采购等带动重点领域国产品牌的发展。通过数字化展销会、线上对接会等多种方式为企业提供信息，保障供应链的顺利运行。支持企业的数字化、智能化改造，提升企业经营效率。

（四）关注房地产融资政策调整的潜在影响，做好政策衔接

一是落实房住不炒调控主基调，防范房企不当加杠杆。落实主体责任、稳地价、稳房价、稳预期，防范资金违规流入房地产市场，削弱监管效力。提高举债透明度，规范房企融资、强化资金来源与购地审查，鼓励市场化、法制化企业兼并重组。

二是做好政策衔接，防止房地产企业融资渠道转换过程的债务链条断裂风险。考虑到目前约 1/3 以上的上市房企都将受到冲击，一旦融资环境过度收紧，资金不能如期回笼，部分企业破产风险上升，建议全面综合评估政策出台的影响，分阶段、分步骤的实施企业融资的杠杆率要求，并设置一定缓冲期。

三是着眼长远，促进房地产企业融资结构更加多元化和透明化。有效扩大房地产企业直接融资比重，推进房地产资产证券化，促使房地产资本市场融资

特别是股票市场融资规范化发展。积极拓展房地产信托、债券、基金和 REITs 等多样化融资模式，有效防范化解房地产企业债务风险。

四、专题研究

专题一：双循环下消费行业投资机会分析

（一）双循环战略下，消费行业有广阔的发展空间

1. 目前消费已逐渐成为中国经济增长主引擎

近年来，随着消费结构持续优化升级，消费方式不断发展，消费正在成为拉动中国经济增长的核心驱动力。1952-2019 年，中国第三产业 GDP 从 195.1 亿元增长到 5.3 万亿元，占 GDP 的比重从 1952 年的 28.7%，提升到 2019 年的 53.9%。2019 年最终消费支出对 GDP 增长贡献率达到 57.8%，显著高于资本形成总额及货物和服务净出口，已经成为中国经济增长的主引擎。

图 22：2019 年中国第三产业 GDP 比重 53.9%

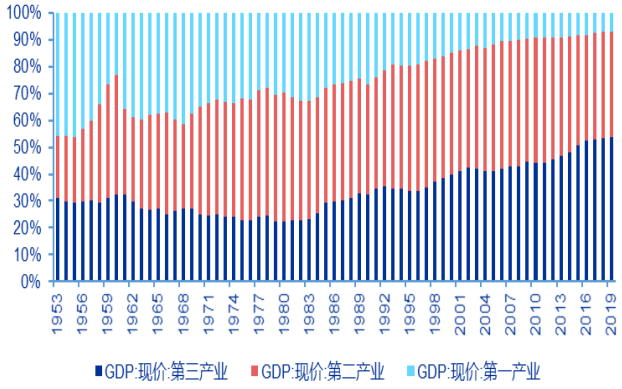
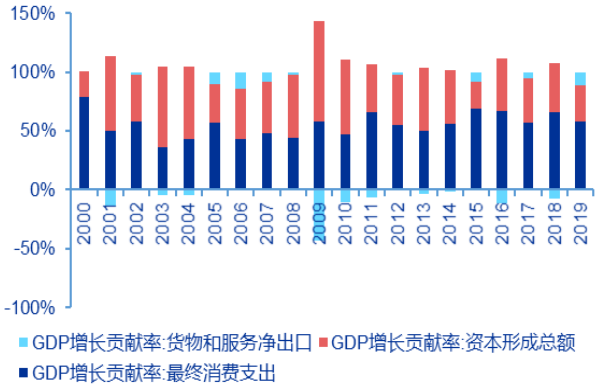


图 23：2019 年最终消费对 GDP 贡献率 57.8%



资料来源：Wind，国家统计局，中银基金

2. 十九大以来促消费内需发展的思路愈加坚定

自十九大报告首次提出“完善促进消费的体制机制，增强消费对经济发展的基础性作用”，到 2018 年政府工作报告中“推进消费升级，发展消费新业态新模式”，再到 2018 年 9 月 20 日、10 月 11 日两份纲领性文件密集落地，政府

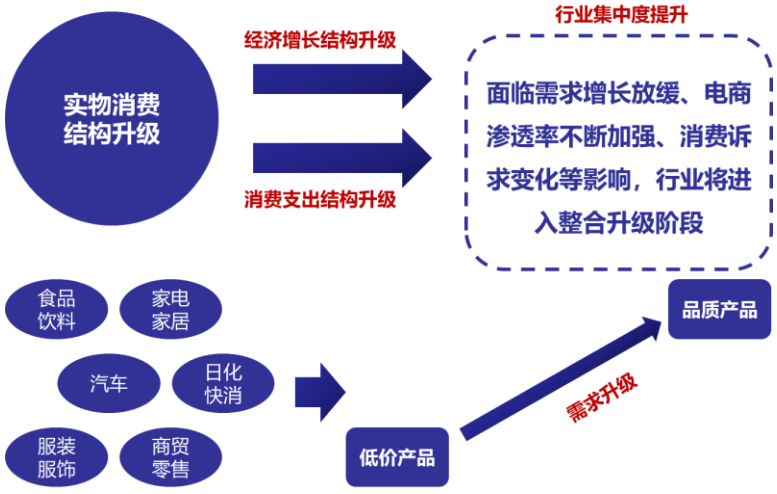
对于消费的重视可见一斑，内需拉动的改革发展步伐愈加坚定。

2020 年 5 月 14 日，中央政治局常委会会议首次提出充分发挥中国超大规模市场优势和内需潜力，构建国内国际双循环相互促进的新发展格局。2020 年 7 月 30 日的政治局会议对消费更为强调，从两会“推动消费回升”转变为“扩大最终消费，为居民消费升级创造条件”，进一步明确中国第三次经济结构转型是消费和制造业高级化。2020 年 9 月 1 日，中央深改委强调双循环将成为中国“十四五”期间经济转型的主要战略。

3. 未来消费行业发展的三条主线

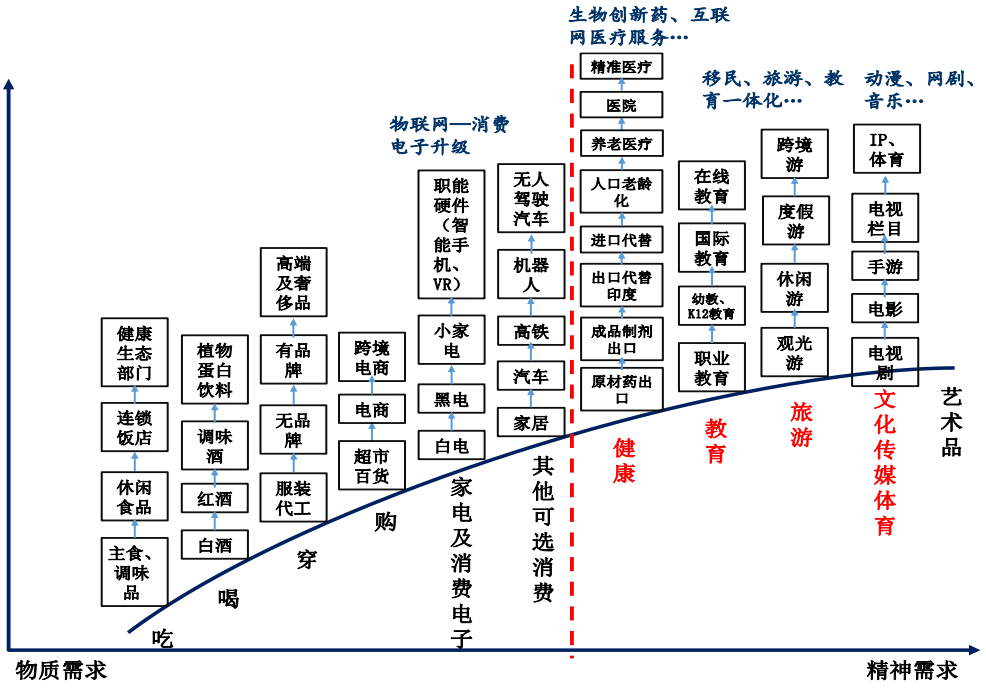
消费市场的快速发展是基于中国居民收入水平的不断提高，在百姓满足基本的衣食住行之后，消费升级、品牌消费、服务消费的趋势不断增强。因此，消费行业总体上呈现三大主线：（1）实物消费的产品结构不断升级，高端化、品质化趋势明显。（2）细分行业格局不断优化，优质龙头品牌企业的市场份额不断增加，行业集中度快速提升。（3）服务消费呈现快速增长，品质服务、精神消费的需求旺盛。

图 24：实物消费结构升级，行业将进入整合升级阶段



资料来源：中银基金

图 25：消费升级引导消费从实物向服务转型



资料来源：中银基金

（二）内循环重点行业的投资机会分析

1. 食品饮料：消费升级和份额集中是本轮白酒周期的核心逻辑

2016 年以后，白酒行业增速逐渐放缓，进入结构化增长期，白酒需求由政商需求主导切换为大众需求主导，需求增长更为稳健，行业波动同宏观经济指标的相关性减弱。本轮行业周期的核心驱动力是消费升级与份额集中，茅台价格持续提升，名酒价格空间进一步打开，市场份额加速向龙头集中，行业呈现景气分化的格局。高端酒仍是白酒最好赛道，竞争格局最为确定，长期受益于居民财富结构上移带来的消费能力提升，具备确定的长期成长性。

图 26：2016 年消费升级，高端酒企显著受益

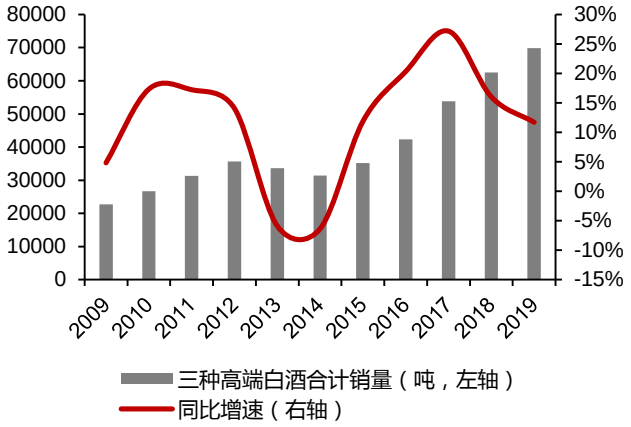
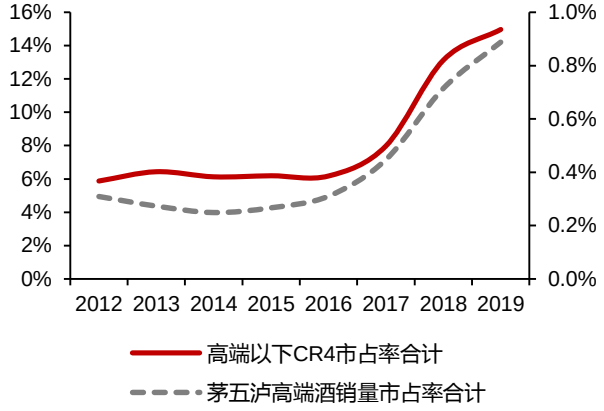


图 27：2016 年起市场份额加速向白酒龙头集中



资料来源：Euromonitor，公司公告，中银基金

2. 家电：集中度提升利好大家电龙头，消费升级助力小家电打开新空间

龙头份额提升、内外双循环是家电企业长牛的推动力。截至 2020 年上半年，国内空调、冰箱、洗衣机行业 CR3 集中度分别突破 70%、45%和 50%，白电行业在 2005 年之后以格力、美的、海尔为代表的龙头企业凭借本土化渠道下沉和规模化生产的低成本优势，基本完成了对外资品牌的国产替代。

消费升级助力小家电打开新空间。在全球新冠疫情影响下，2020 年以来“宅家经济”无疑拉动小家电需求的爆发，很多优秀的企业也通过打开内外双循环实现收入业绩再攀高峰。展望后疫情时代，内外双循环对于家电企业意义重大，继大家电之后，小家电企业同样有望凭借广袤的本土市场规模化制造和产品工艺设计优势，进入更广阔的海外消费市场。

图 28：从大家电普及到厨小家电消费升级



资料来源：中银基金

3. 汽车：更新需求逐步成为主要驱动力，掀起消费升级与结构分化浪潮

对标美、日发展历史，中国汽车工业处于第二阶段，即年销量增速由两位数以上增长逐步换挡至 0-5%。在此阶段，预计中国千人保有量将会提升到 240 左右，时间跨度估计从 2013 年开始历时 15-20 年，此时复合增速中枢在 2.5%，其销量增长的核心驱动因素是更新换代需求。更新换购需求逐步取代首购需求成为销量的核心支撑后，汽车行业将开启的消费升级之路，即消费者偏好将由中低价位的自主品牌向合资品牌、豪华品牌持续升级。

图 29：1970-1995 年，日本汽车工业的第二阶段，二次购车/新车占比从 0.84 提升到 1.25，成为驱动销量增速的主要力量阶段

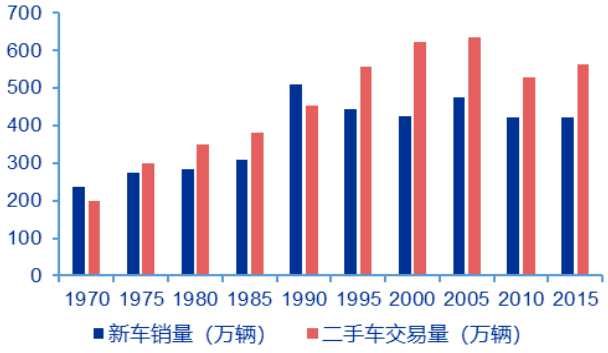
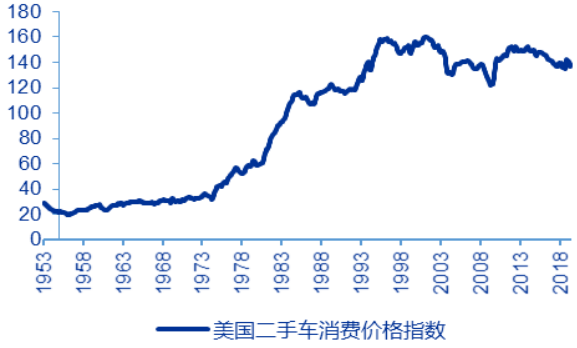
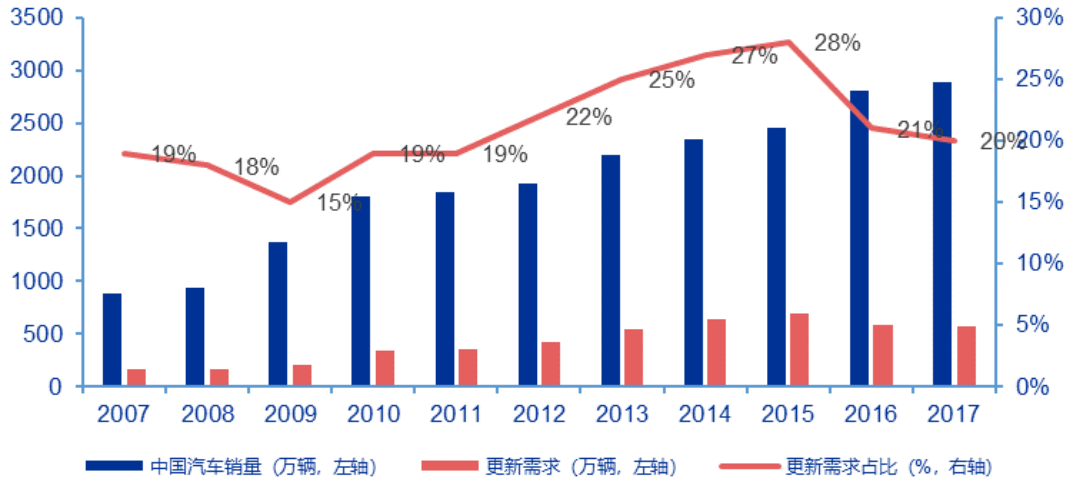


图 30：美国二手车/新车比例在 1975-1985 年占比从 30%提升到 100%，正是第二阶段的核心驱动力量（%）



资料来源：日本汽车工业协会，FRED，中银基金

图 31：国内更新需求占比 2017 年为 20%左右，处于第二阶段的起点



资料来源：中汽协，中银基金

汽车消费升级大背景下结构分化特征同样愈发明显。分品牌来看，日德系品牌的市占率提升，自主品牌下降，但自主品牌内部头部集中效应增强，六朵金花（上汽、广汽、长城、吉利、长安、比亚迪）合计市占率提高。豪华品牌已成为当前车市中最亮眼的领域，奥迪、宝马、奔驰为代表的豪华品牌销量增速自 2019 年以来长期跑赢行业，市占率持续提升至 14.6%。

图 32：豪华品牌销量增速远超行业平均

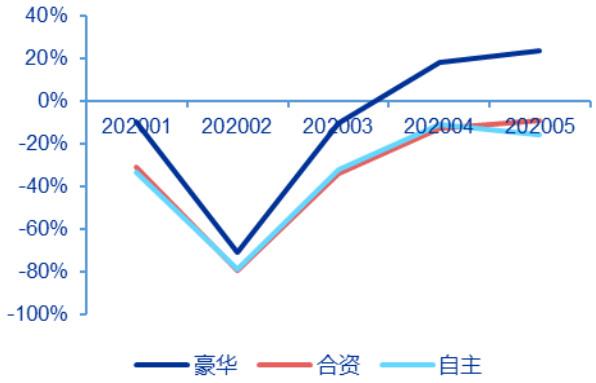
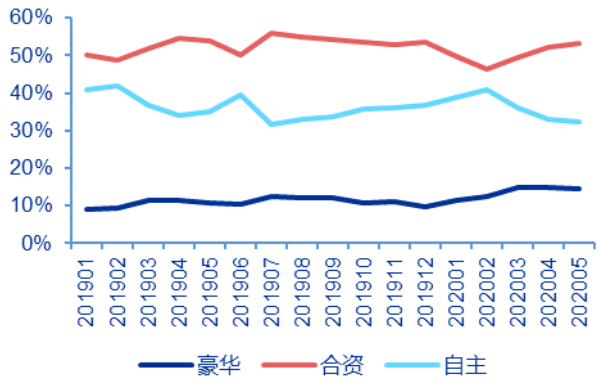


图 33：2019-2020 乘用车主要品牌类别份额变化



资料来源：中汽协，中银基金

4. 医药：消费升级叠加进口替代

2018 年，中国医疗卫生总费用 5.2 万亿元，卫生费用占 GDP 的比重为 6.3%；

10 年医疗卫生费用复合增长率（CAGR）为 15.0%。同期 GDP 增速为 11.0%，卫生费用增速持续高于 GDP 增速。2020 年，“共和国同龄人”逐步迈入 70 岁门槛，与之相对应的医疗以及养老总需求将迎来一次快速上涨。

图 34：中国历年医疗卫生总费用和 GDP（亿元）

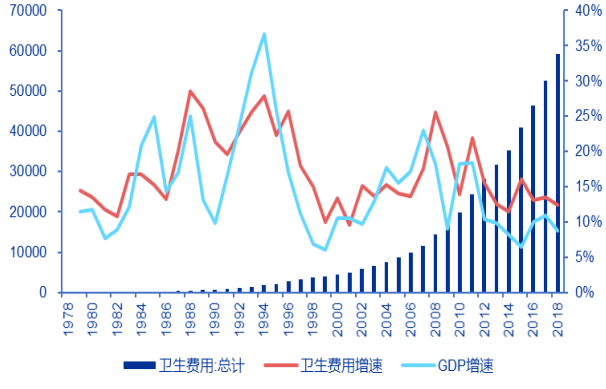
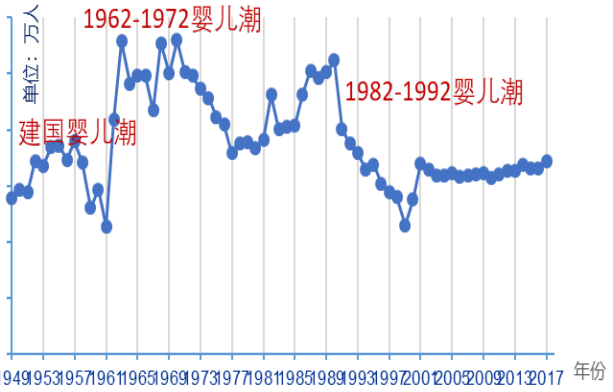


图 35：“共和国同龄人”迈入 70 岁门槛



资料来源：Wind，国家统计局，中银基金

带量集采推升行业集中度。当前医保政策的大方向是保质量、促创新、降药价。过去三年医药领域政策频出，现有政策对创新药的审批、定价较为友好，带量采购等政策对仿制药降价的压力较大。仿制药行业优胜劣汰，具备产品质量优势（布局一致性评价）、边际成本优势（特别是原料+制剂一体的药企）、产品种类数量优势的仿制药企有望利用集采进一步提升自身综合实力，推升行业集中度。

药品消费升级（以生长激素和脱敏制剂为例）。药品中具备一定消费属性的有生长激素、脱敏制剂等。生长激素目前主要用于儿童长高刚需市场，在消费升级大背景下，预计国内生长激素市场总体规模在 500 亿左右。治疗过敏性鼻炎的主流方案是使用控制症状的抗炎药物，但并不能根治疾病。脱敏治疗的作用特点是缓解症状（近期效果）+根治疾病（远期效果）。当前有 30%左右的比例是由花粉引起，终端患者群在 3000 万左右，终端市场空间预计在 80 亿左右。

医疗器械内循环：行业高增长叠加进口替代。2018 年中国医疗器械行业主

营业务收入 6380 亿元，器械行业多年维持双位数增长。2020 年受到疫情影响，行业规模或将超过万亿。细分领域中，影像诊断、体外诊断占比最大。2014 年以来，卫计委委托中国医学装备协会已经遴选了 5 批共 46 个优秀国产医疗设备，支持优质医疗器械企业的发展；国务院、各部委通过顶层设计发布相关政策支持国产医疗器械；地方政府在执行招标采购时也明确执行优先采购国产医疗器械。据不完全统计，福建、四川、湖北、山东等多个省市都在省级政府采购或招标采购时大力支持国产医疗器械。

5. 服务消费快速崛起

服务消费提升空间较大，长期将成为促消费的主要着力点。对标美国，2019 年服务消费占比高达 70%，而中国近年快速增长到近 50%。参考发达国家消费结构变化趋势，中国以旅游、医疗、教育等为代表的服务消费未来提升空间较大。消费升级引导消费从实物向服务转型。

(1)休闲服务：酒店新周期升级与国内需求复苏

疫情导致酒店供需结构变化，强化头部企业成长逻辑。从供给端看，疫情导致上一轮周期下行期快速结束，有相当多的落后产能被加速出清，行业领先的头部企业有更好的市场空间用于未来数年的发展，并且逐步向上探索价格带，在效益上持续在行业内领先。

从需求端看，消费者更看重标准化卫生干净的酒店供给，需求向头部集中加速品牌化趋势。同时疫苗的研制和应用以及防疫流程的标准化为防止疫情反复奠定了基础。国内商旅和休闲需求都将持续恢复，保障双循环中的人口流动安全。

图 36：中国大陆酒店经营指标同比变化情况（单位：%）

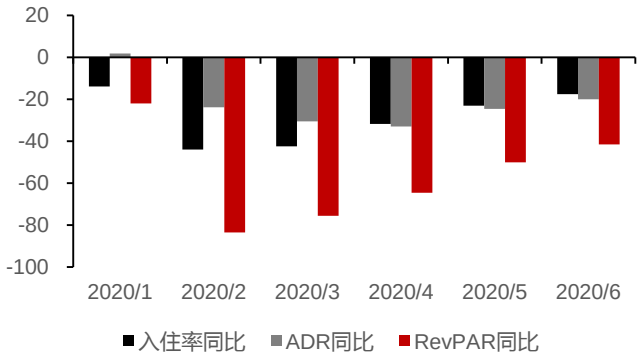


图 37：疫情后休闲服务行业需求复苏进度



资料来源：STR，中银基金

(2)教育：并购加速，培训产能释放，行业集中度不断提高

2019 年中国高等教育毛入学率 51.6%，较发达国家普遍高于 60%的水平仍有一定差距。预计 2030 年高等教育毛入学率将达到 71.5%，在校生达到 4585 万人。其中，由于公办院校扩张经费受限，民办高教市场份额将不断扩大，行业规模预计在 2030 年达到约 3261 亿元，年复合增速为 11.6%。

在民办高教行业中，前十大公司在校生人数为 90 万人，仅占全国民办高校在校生的 13.9%，行业依旧处于较为分散的状态。2018 年起，培训行业供给侧改革，因办学准入门槛的提升，中小机构大规模退出线下培训市场，龙头公司培训人次同比增速逐季上台阶。以新东方为例，2019 年 1 季度开始，培训人次同比增速相较 2019 年同期回升 10.6 个百分点至 48.4%，之后 3 个季度逐步加速，并于 4 季度达到 65.8%的同比增速，为近 5 年最高的增长速度，从而进一步提升收入规模。未来的情况同样如此。因此，在 2019 年，按收入规模计算，行业 CR2 已上升 1.6 个百分点至 12.2%。而在 2020 年疫情期间，中小机构因不能及时进行线上补习，客户流失严重，而龙头机构因及时向线上迁移，守住存量生源。同时积极扩张容量，预计下半年龙头机构招生或将加速，行业集中度将进一步提高。

图 38：民办高教行业规模持续增长有望在 2030 年达到约 3261 亿元

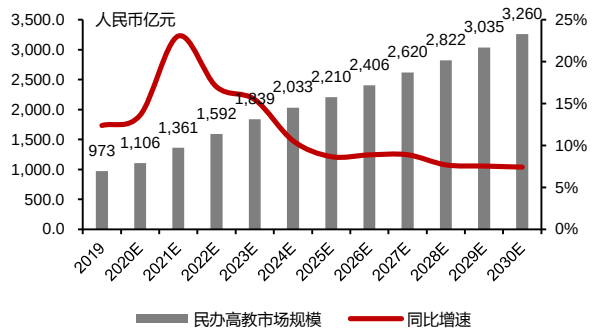
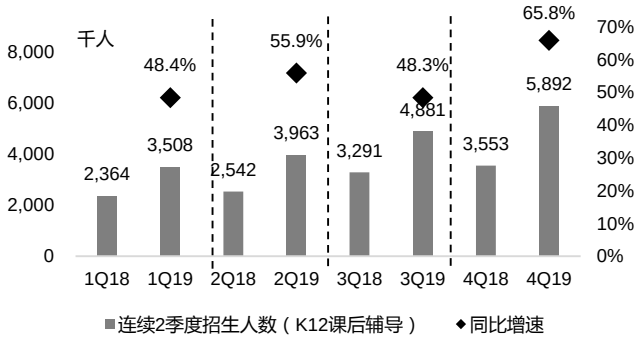


图 39：行业供给改革后，新东方招生情况明显反弹



资料来源：弗若斯特沙利文，公司公告，中银基金

（三）外循环重点行业的投资机会分析

1. 免税行业：消费回流，国际品牌导入国内消费

消费回流方针下，中国免税市场仍有长期成长空间。近年来，中国消费升级带来的需求快速发展，2018 年中国旅客境外消费额达到 2773 亿美元，稳居世界第一。免税行业的产品定位消费升级的同时，其目标客户精准定位为出入境人群，因此成为了引导消费回流的最直接手段。即使在不考虑整体市场仍在不断扩大的情况下，假设国人境外消费仅回流 20%，中国免税市场仍有近 4000 亿元的增量空间可以发展。

图 40：中国旅客境外消费居全球第一

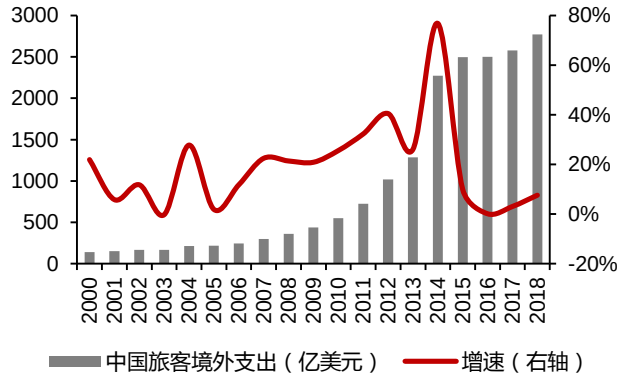
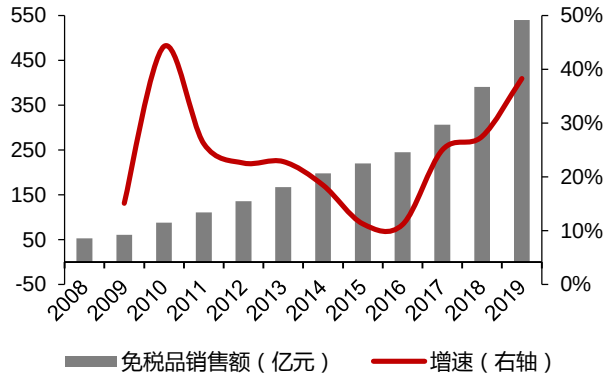


图 41：中国 2018 年免税市场近 540 亿



资料来源：UNWTO，公司公告，中银基金

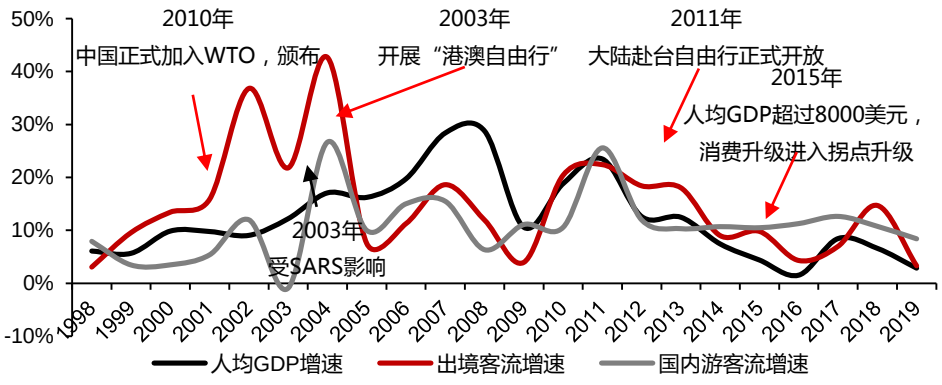
7 月海南离岛免税新政实施后，免税销售额爆发式增长，需求端挖掘充分，

政策效果显著。7 月 1 日至 8 月 18 日，4 家离岛免税销售额突破 50 亿，同比增长 250%；购物人数 74 万人，同比增长 70%。海棠湾单店 7 月末客单价已经突破 1 万元，预计 2020 年年平均客单价可达到 1 万元。7 月海南离岛旅客人数 160 万人次，转化率提升至 29%（2019 年同期为 12%），同比大幅增长。新政实施后，单价超过 8000 元商品销售额 12 亿元，占比提升至 24%，提升 7 个百分点。在政策鼓励下，免税行业迎来跨越式发展的历史机遇。

2. 出境游：居民收入增长，消费升级促进出境游渗透率提升

2019 年，中国居民出境旅游人数 1.55 亿人次，同比增长 3.3%，受全球经济和政治局势影响，客流增速略显疲软。2012-2019 年，人均 GDP 复合增长率 8.1%，出境游客流复合增长率 9.3%。从历史数据看，出境游客流增速与人均 GDP 增速波动基本一致，作为一项典型的可选消费，物质基础是消费的前提，伴随居民财富增加，中国出境客流量伴随人均 GDP 呈现同步高增长。截至 2019 年底，中国人均 GDP 达到 10262 美元，出境游渗透率达到 12%（其中包含港澳台游客流），与上世纪 90 年代的日本和 21 世纪初的韩国处于相近水平。在该水平下，日韩出境游渗透率随人均 GDP 增长提升至高位。目前，日本出境游渗透率稳定维持在 16%左右，韩国接近 40%且仍处于增长阶段。对标日韩，中国出境渗透率仍有较大增长空间。

图 42：排除政策扰动，中国出境客流增速与人均 GDP 增速波动基本一致



资料来源：CEIC，国家统计局，中银基金

3. 跨境电商：外贸发展新增长点，助力国内供应链走向品牌化

跨境电商行业蓬勃发展，持续替代传统贸易，成为外贸发展新增长点，跨境电商出口增速保持较高增长。2013-2019 年中国出口型跨境电商行业规模实现了 19.8%的年复合增速，增速远高于出口贸易总额（2013-2019 年 CAGR 为 3.9%）。其中出口 B2C 规模 2019 年达到 1.7 万，占跨境电商出口总额 21%，占外贸出口总额 9.8%。中国线上零售渗透率全球领先，海外加速线上化进程。2019 年中国线上零售渗透率达到 25.8%，大幅领先于海外发达国家和发展中国家。海外电商市场发展仍处于初期阶段、空间巨大，渗透率有望快速提升。

图 43：2019 年出口跨境电商贸易宏观格局图

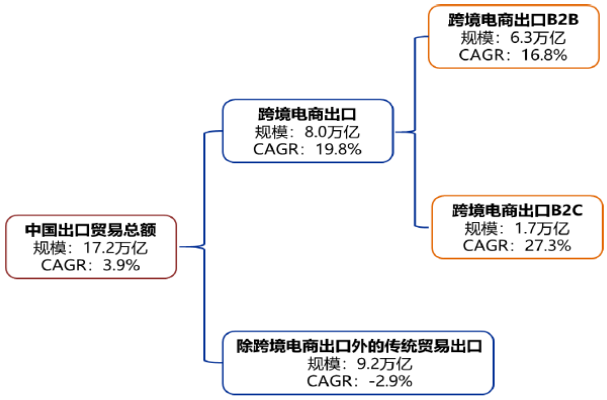
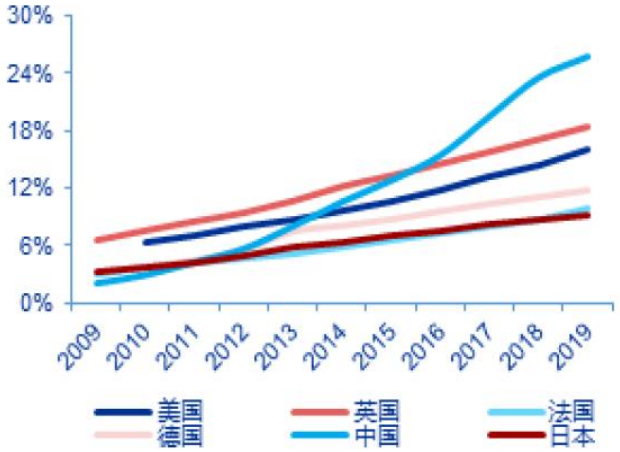


图 44：海外主要市场线上渗透率加速提升



资料来源：wind， Euromonitor，美国商务部，中银基金

省去中间环节提高效率，跨境电商替代传统外贸。对于消费者，跨境电商跳过本土的层层渠道环节提升性价比。对于品牌商和供应商，电商渠道把握销售数据以销定产效率高，促使跨境电商持续替代传统外贸。跨境出口电商助力国内供应链走向品牌化。线上渠道具备无穷展示属性，给国内优质供应链在海外创建品牌与渠道的机会，弯道超车更易确立品牌溢价。

图 45：跨境电商解决全球市场品牌推广的诸多难点

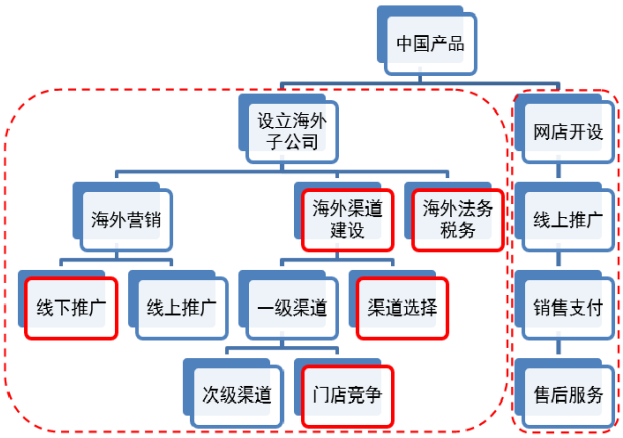
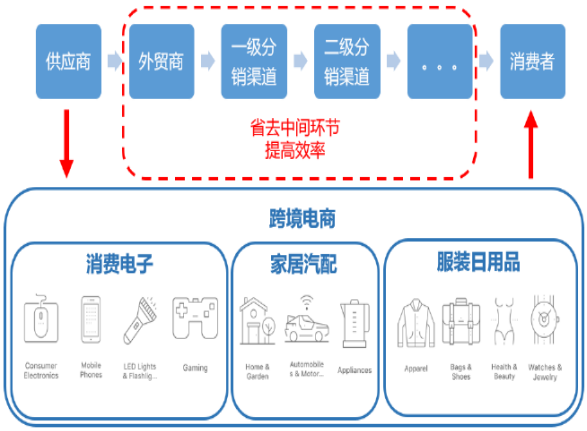


图 46：跨境电商打破外贸中间环节提供价格优势



资料来源：网经社电子商务研究中心，美国商务部，Euromonitor，中银基金

（四）结语

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，将成为中国“十四五”期间经济转型的主要战略。“扩大最终消费，为居民消费升级创造条件”，明确了中国第三次经济结构转型是消费和制造业高级化。“当前经济形势仍然复杂严峻”“不稳定性不确定性较大”，消费在拉动经济增长中的地位有了显著提高。同时，仍要坚定不移扩大对外开放，增强国内国际经济联动效应。不能闭关锁国、主动脱钩，而是要进一步扩大高水平对外开放，特别是要从商品和要素流动型开放走向制度型开放，打开国门搞建设。“走出去”和“引进来”相结合，构建国内国际双循环相互促进的新发展格局。

总体而言，在内循环投资方向上，消费行业要关注消费升级，集中度提升，服务消费崛起三条主线上的逻辑，重点关注白酒、汽车、小家电、医疗健康、酒店旅游、教育培训等细分板块。在外循环投资方向上，要重视国外商品引入国内消费，国内居民境外旅游的投资机遇，重点关注免税、跨境电商、跨境游等细分板块。

专题二：关注金融风险问题，实现稳增长和防风险长期均衡

为缓解新冠疫情冲击，2020 年以来财政政策、货币政策持续发力，逆周期调控力度不断增强，但在经济持续复苏的同时，部分领域出现了风险苗头。2020 年 7 月召开的中央政治局会议指出，要完善宏观调控跨周期设计和调节，实现稳增长和防风险长期均衡。在坚持稳增长基础上，要加强宏观调控的协调配合，提高政策效率，推动防风险工作的落实。

（一）稳增长仍是未来中国经济工作的重心

疫情暴发后，中国采取了严格的隔离防控措施，避免人口大规模流动和聚集，在阻止疫情扩散的同时也导致社会需求和生产大幅受限，投资、出口、消费短期内出现全面下滑。为缓解疫情防控对企业生产及居民生活带来的影响，切实纾困实体经济，各部委相继出台多项措施，助力疫情后的复工复产工作，推动社会经济活动尽快回归正轨。在多项政策支持下，中国经济运行逐步转暖，社会生产生活秩序陆续恢复。2020 年二季度，中国 GDP 增速实现由负转正，同比增速由一季度的-6.8%增长至二季度的 3.2%，呈现快速回升态势，宏观调控政策取得了积极效果。二季度，除住宿和餐饮业、租赁和商务服务业以及其他服务业受疫情影响较深外，其他行业增加值均实现正增长。从全球范围看，中国是首个恢复正增长的经济体，这为许多饱受疫情困扰的国家带来了希望，也为世界经济的复苏增添了信心。

从长远看，全球疫情“大流行”何时减弱和消除，全球经济内生动力不足，中美关系受经贸摩擦、美国大选及其他非经济因素的影响程度等，这些都为中国经济带来了变数。因此，持续推动“六稳”“六保”政策落地，推动经济持续复苏，切实做好稳增长工作仍是未来一段时间中国经济工作的重心。

（二）金融风险苗头显现，“防风险”压力有所上升

在推动经济复苏的同时，部分领域风险苗条开始显现，各部门杠杆率快速

上行，金融套利和杠杆交易导致资金“脱实向虚”，中外利差扩大导致汇率升值压力上升，防风险压力有所加大。

1. 稳增长资金来源渠道单一，民间资本活跃度不足

宽松货币政策能够在短期内迅速见效，推动经济尽快走出困境，但经济的行稳致远不能仅依赖货币政策刺激，需要市场化行为推动才能确保经济复苏后的可持续增长。从全球范围看，货币政策普遍面临效果有限的问题，同时货币条件的持续宽松会成为金融风险暴发的诱因，因此必须依靠自发性经济活动的恢复。疫情过后，中国稳增长的资金主要来源自银行信贷和财政资金，市场化资金来源相对不足，民间资本活跃度不高。一方面，信贷融资会推高杠杆率，加重企业还款负担，若经济无法有效回暖，受制于风险偏好及资本约束等问题，银行信贷投放意愿可能会有所下降。2020 年 8 月份，M2 同比增速由二季度末的 11.1%降至 10.4%，下降 0.7 个百分点。另一方面，政府支出也受到财政收支压力的束缚，基建投资等领域的资金筹措仍是重点需要解决的问题。2020 年上半年，民间投资增速比全社会固定资产投资增速低 4.2 个百分点，除湖南、浙江等省外，其余近 20 个省份民间投资增速仍为负增长，而民间投资占中国固定资产投资的比重长期保持在 60%左右。为此，国家发改委等部委表示要进一步完善民间投资环境，为民间投资提供更多的市场化机会，并同步出台了一系列支持措施，放宽民间资本在部分行业的准入门槛。考虑到民间投资是稳投资的重要力量，当务之急是进一步优化市场环境，尽快恢复民间资本的信心，拓宽稳增长的资金来源，增强经济发展的内生动力。

2. 资金“脱实向虚”问题再现，金融套利现象抬头

第一，部分城市房地产市场再度升温，土地交易量连创新高。疫情发生后，各界普遍预期房地产市场将遭遇寒冬，但部分城市房地产市场却逆势上扬。一、二、三线城市百城住宅价格指数环比增速由 2020 年 2 月份的 0.01%、-0.38%、

-0.24%上升至 7 月份的 0.33%、0.52%和 0.37%。部分城市如深圳、银川、西宁等房价出现明显上涨，深圳房价涨幅更是突破了两年以来的涨幅纪录。2020 年上半年，深圳房价较 2019 年底上涨 15%，其中二手房共成交 4.4 万套，同比上升 41.2%，涨幅明显。为此 2020 年 7 月政治局会议再次重申了“房住不炒”的定位。另外，2020 年上半年，中国土地市场成交额持续上升，北京、杭州、上海、广州突破千亿元，50 个大城市土地收入总计 2.29 万亿元，同比涨幅 17.3%，38 个城市超过 200 亿元，58 个城市超过百亿元，刷新历史记录。在实体经济遭遇寒冬的情况下，房地产市场的火爆反映出当前存在资金“脱实向虚”问题，资金过度向房地产集中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。

第二，贷款利率与理财产品收益率倒挂，企业持有交易性金融资产规模大幅上升。在政策支持下，企业信贷资金成本快速下降，但部分企业在获得低息贷款后，并未直接从事生产经营活动，而是通过购买理财产品或结构性存款的方式进行套利，资金空转问题再次抬头。自 2020 年 2 月起，一年期贷款市场报价利率（LPR）长期低于同期限理财产品预期收益率，且部分时点存在较大价差，部分企业存在利用低利率贷款获取无风险收益的条件。根据中国人民银行公布的数据，2020 年 6 月末，一般贷款中等于或低于 LPR 利率的贷款占比近 30%。从企业情况看，A 股上市公司近年来交易性金融资产规模处于不断上升态势。尤其 2020 年一季度，400 家上市公司交易性金融资产规模与 2019 年末相比大幅上升约 3100 亿元，说明部分企业存在利用低成本资金购买金融产品获取收益的现象[4]。

[4]企业购买理财产品计入其交易性金融资产科目，交易性金融资产科目越高，企业购买金融产品的规模越大，意味着存在资金“脱实向虚”的问题。从上市公司情况看，2019 年起不少企业贷款资金成本和购买理财产品收益率出现明显倒挂，企业使用低成本贷款购买理财产品获取收益。例如亿联网络公司 2019 年平均理财收益率在 4.2%以上，但 2019 年 8 月以来新增贷款平均贷款成本为 3.2%，外加公司可获取一定的贷款贴息，贷款成本远低于公司平均理财收益率。

图 47：LPR 与理财产品收益率

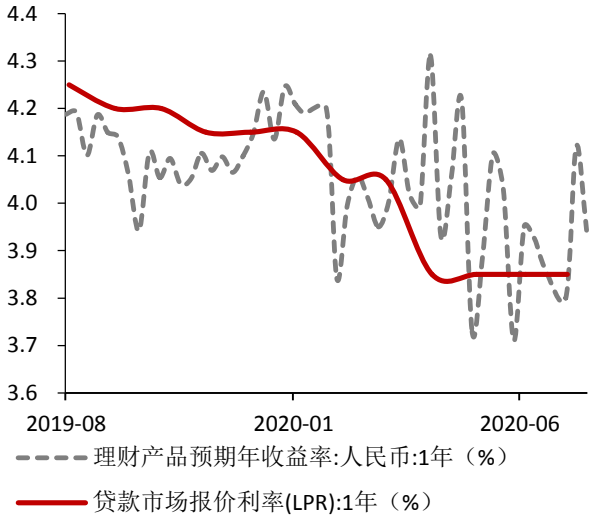
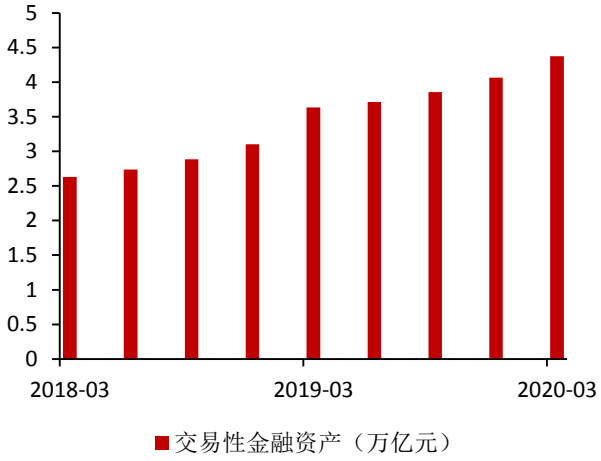


图 48：上市公司交易性金融资产

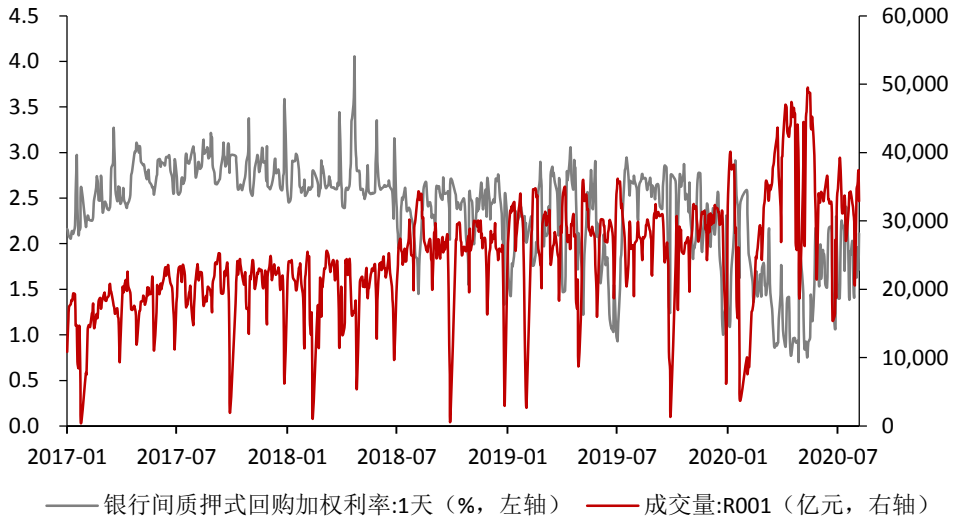


资料来源：Wind，中国银行研究院

3. 货币市场加杠杆现象抬头，期限错配问题突出

为缓解疫情冲击，防范流动性风险，央行持续加大流动性投放，货币市场利率快速下行，在资金环境相对充裕的情况下，市场套利空间增大，货币市场出现明显的“加杠杆”现象。2020 年 2 月份以来，短期利率快速下行，市场融资成本迅速下降，部分金融机构利用低利率环境，采取循环拆借短期资金的方式投资中长期债券，获取票息收益，导致隔夜质押回购资金成交量（R001）迅速放大，R001 单日成交量由 2 月初的 8000 亿元左右最高上升至 5 月份的 4.9 万亿元，创下自 2017 年以来新高。央行加大流动性投放，引导市场利率下行是为降低流动性获取成本，便于金融机构扩大信贷投放力度，支持实体经济发展。但在低利率环境下，市场套利空间增大，金融机构极易出现过度的风险承担行为，通过“加杠杆”获得超额收益。这与政策目的相悖，一旦市场环境发生变化，容易引发流动性风险。

图 49：R001 及成交量变化情况



资料来源：Wind，中国银行研究院

4. 商业银行不良资产风险或将加速暴露，资产质量管理难度加大

近年来，受经济增速持续下行影响，企业经营状况恶化，资金周转周期延长，部分企业生产经营面临困境，信用风险有所上升。2020 年二季度，商业银行不良贷款率为 1.94%，银行业金融机构不良贷款率为 2.1%，均创下近十年新高。近些年来，商业银行不良贷款生成速度大都有所加快。例如，五大行不良贷款净生成率自 2018 年起连续两年出现上升，2019 年达到 0.98%，接近历史高位；股份行不良贷款净生成率 2019 年达到 1.78%，已超过 2016 年的最高水平。在疫情影响下，商业银行不良生成速度势必继续加速。央行创设直达实体经济的货币政策工具、银保监会要求对企业延期付息等手段在缓解企业资金链问题的同时也将银行的不良资产问题进行了延后。2020 年 5 月以来，人民银行、银保监会均表态要警惕商业银行不良贷款上升压力。在信用风险上升、利润考核压力等因素影响下，未来商业银行不良贷款率将有所反弹，同时核销能力也将受到影响，后续资产质量管理难度或将明显上升。

图 50：不良贷款净生成率（%）

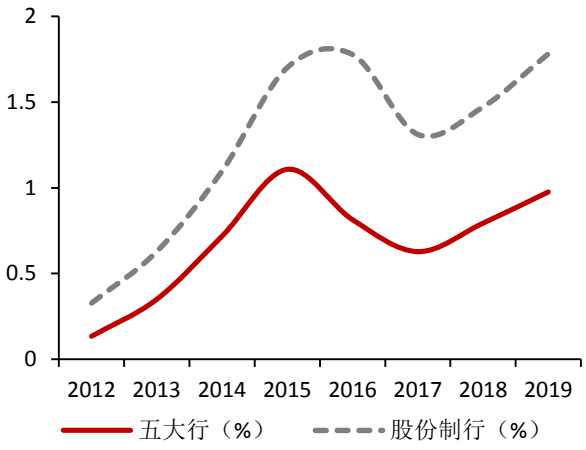
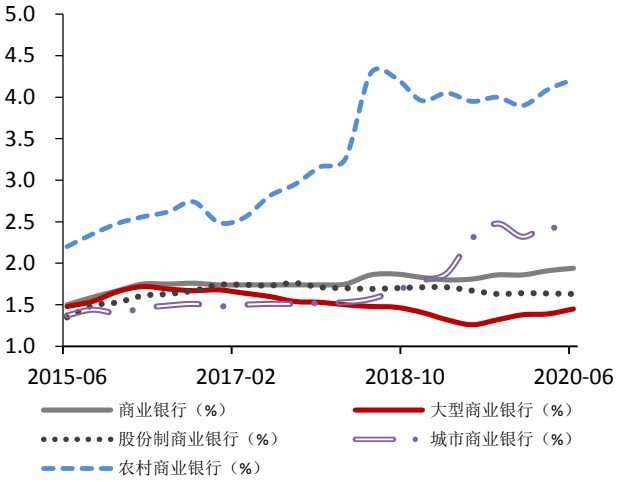


图 51：不良贷款率变化（%）

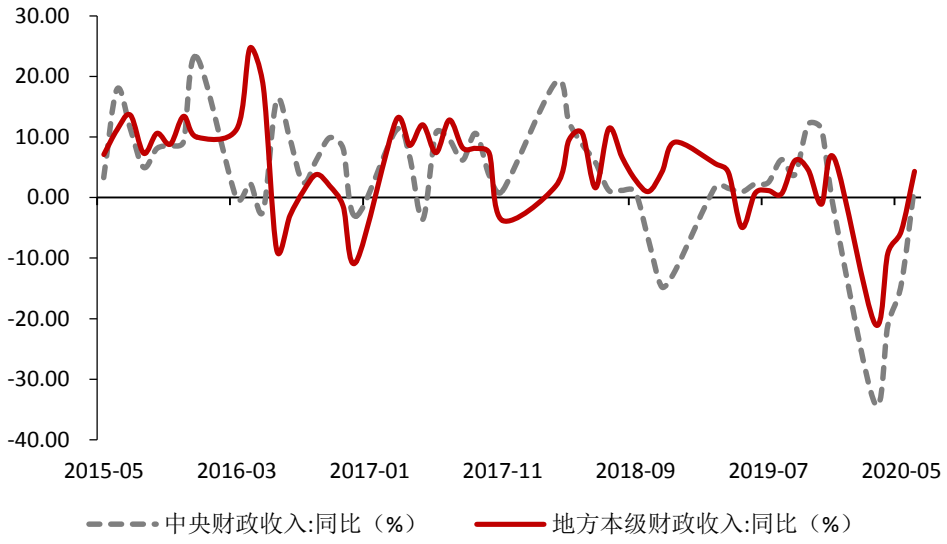


资料来源：各行年报，中国银行研究院

5. 地方政府财政收入放缓，偿债压力加大

第一，财政收入大幅下滑，给保运转和稳增长均带来挑战。受疫情影响，各级政府财政收入面临较大压力。2020 年上半年，全国一般公共预算收入同比下降 10.8%，其中，中央一般财政预算收入下降 14%，地方一般公共预算本级收入下降 7.9%。在收入大幅下降的同时，地方政府仍然面临抗击疫情、防洪减灾、救助困难企业和家庭、发放消费券等必要支出，在支出扩大、减税降费的情况下，财政收支平衡后续将面临更大压力。为解决资金来源，部分地方政府与融资平台和国有企业通过盘活资产形成非税收入，但仍无法解决资金来源短缺的问题。此外，虽然政府专项债不断扩容，但由于专项债对应政府基金预算，不计入政府赤字，需要用于具有一定现金流的项目，不能用于必要的刚性支出。

图 52：中央财政收入和地方本级财政收入同比变化情况



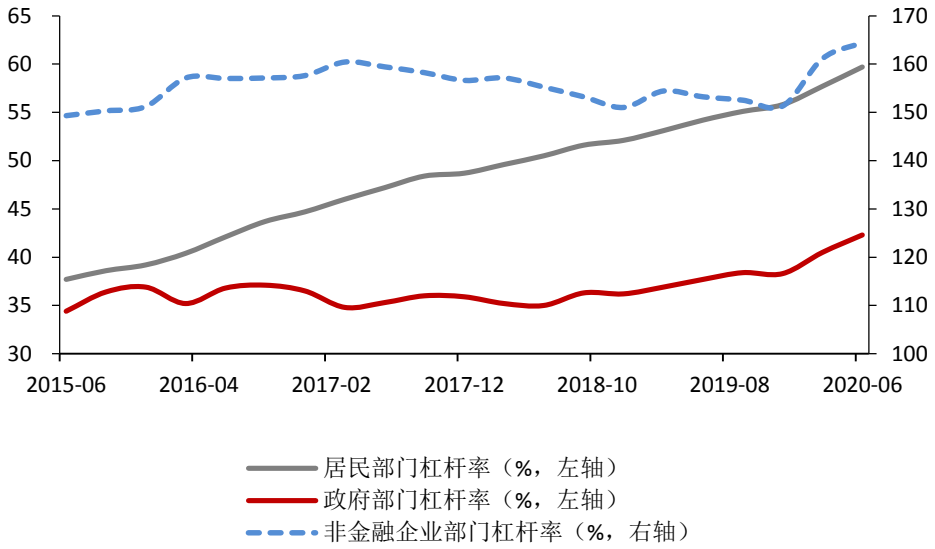
资料来源：Wind，中国银行研究院

第二，地方政府债务风险上升。2020 年是地方政府债券到期高峰，且主要偿债压力集中在下半年。2020 年，地方政府债券共到期 2.07 万亿元，比 2019 年增加 7605 亿元，其中 2020 年下半年到期 1.44 万亿元，比 2019 年下半年增加 8007 亿元，增幅达 125%，创近年新高。中国地方政府债务问题尚未得到有效解决，在疫情影响下，收入来源受限、偿债压力上升将放大地方政府债务风险。

6. 各部门杠杆率快速上升，为金融稳定和经济稳定增长埋下隐患

在宽松政策刺激下，各部门杠杆率出现明显上升。居民部门、非金融企业部门和政府部门杠杆率由 2019 年底的 55.8%、151.3%、38.3%上升至 2020 年二季度末的 59.7%、164.4%、42.3%，分别上升 3.9、13.1、4 个百分点，尤其非金融企业部门杠杆率出现明显上涨。疫情冲击下，为应对经济收缩，杠杆率出现快速扩张属正常现象，但过高的杠杆率将对金融稳定和经济增长埋下隐患。

图 53：各部门杠杆率变化情况

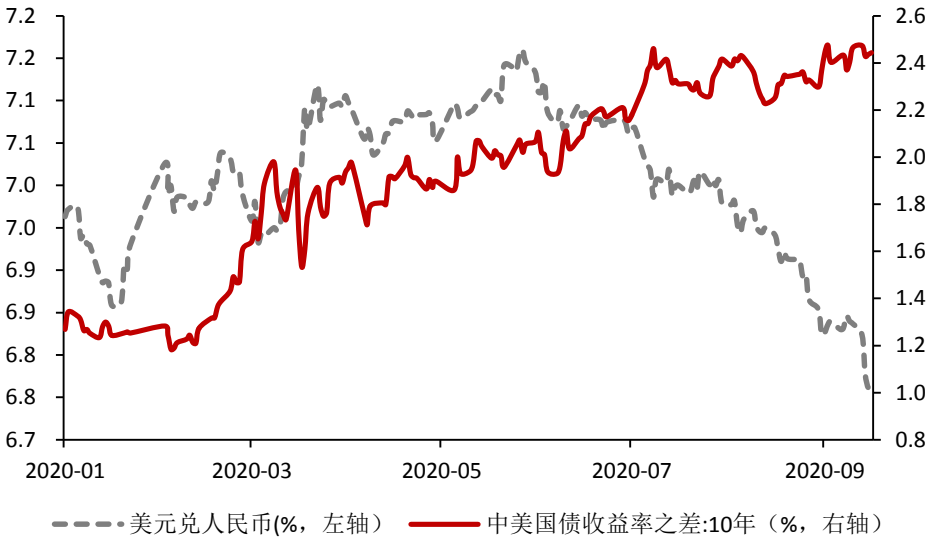


资料来源：中国社科院，中国银行研究院

7. 中美利差扩大，外部资本加速流入导致人民币持续升值

为应对疫情冲击，主要经济体央行相继推出了低利率+量化宽松政策，全球资产收益率迅速走低，中外利差不断扩大。例如中美 10 年期国债收益率利差由 3 月份的 0.5%持续上升至 8 月份的 2%。在利差扩大的同时，中国资本流入速度同步加快。2020 年 7 月，中国债券市场境外投资者持有债券规模为 2.66 万亿元，与 2019 年相比增加 5085 亿元，增幅为 23.6%。沪港通、深港通 8 月末累积资金净流入为 1.72 万亿元，与 2019 年相比增加 4100 亿元，增幅为 31%。外汇储备由 3 月末的 3.06 万亿上升至 8 月末的 3.16 万亿元。受此影响，美元兑人民币汇率出现持续升值，由 4 月的 7.1 左右持续升值至 8 月末的 6.85 左右。二季度以来，中国经济复苏速度加快，若美国经济不能尽快反弹，将导致内外利差进一步扩大，外部资本流入速度加快可能会对中国的金融稳定带来影响。

图 54：中美 10 国债收益率之差及美元兑人民币汇率情况



资料来源：Wind，中国银行研究院

（三）政策建议

1. 坚持逆周期的政策调控思路，把握政策节奏，做好市场预期管理，助力稳增长

一是继续坚持逆周期调控思路不动摇。考虑到稳增长仍是未来较长时期内经济工作的重点，因此要坚持逆周期调节的大方向，但也要灵活调整政策节奏，确保流动性总量、利率变化及政府支出与经济复苏阶段相匹配，避免单方面刺激，防止政策“超调”诱发金融风险。**二是**把握降准、降息节奏，继续推动企业融资成本下行。合理利用法定存款准备金率等货币政策工具，通过控制操作频率，根据经济复苏及企业融资情况择机降准、降息，推动企业综合融资成本继续下降。**三是**要强化政策沟通，积极回应市场关切，做好市场预期管理。当前，适度宽松的货币政策不宜退出，为避免市场误解政策取向，政策制定部门和监管部门需建立更高频次的沟通机制或常态化的沟通渠道，及时回应市场关切，对流动性投放信息提前向市场“吹风”，提高流动性投放的透明度，平滑金融机构流动性波动，稳定各类主体对政策的方向性判断，做好市场预期管理工

作，降低政策摩擦，助力稳增长。

2. 以市场化手段拓宽资金来源渠道，提高民间资本活跃度，夯实经济增长内生动力

一是要出台更多帮扶性政策，持续推动经济环境改善。各个部门要密切配合，在增加企业融资可得性、降低融资成本的同时，要推动包括物流、审批、信息获取及传递等其他环节成本的下降，改善整体经营环境。**二是**要发挥杠杆效应，撬动更多市场化资金来源，夯实经济增长内生动力。要提高政府专项债等资金的使用效率，创新政府性基金、产业基金的设立方式，通过适度免税、加计扣除等方式，积极发挥杠杆效应，撬动市场化资金参与“新基建”等重点项目的投资建设，提高民间资本的活跃度，夯实经济增长的内生动力，推动经济尽快复苏。

3. 提高政策精准性和监管有效性，引导资金流向，防止资金“脱实向虚”

一是创新激励机制，不断提高政策精准性。继续以纾困实体经济为目标，对金融机构信贷投向进行精准把控，在坚持原有考核办法之外，采取定向降低资本充足率考核、降低抵押品条件等方式鼓励商业银行加大对普惠型中小企业的支持力度。**二是**商业银行要严控资金流向，强化贷后资金管理。商业银行对企业贷款的资金用途要严格审核，对符合贴息政策等优惠条件企业的资质要做好把关，避免为达到监管要求而忽视资金流向，严控资金“脱实向虚”。**三是**切实降低银行负债成本，防止利率倒挂。贷款利率与理财产品收益率倒挂主要问题在银行负债成本过高，虽然近期存款利率有所下行，但幅度相对较小。建议适度放松对商业银行存款及同业负债考核的要求，缓解“存款争夺”现象，同时鼓励商业银行通过市场化的方式补充流动性，降低负债成本，带动理财产品收益率下行，防止利率倒挂带来套利空间。**四是**动用“窗口指导”控制金融机构过度加杠杆。对金融市场建立更加及时、动态的监管机制，动用“窗口指导”

及时干预金融机构的套利行为，杜绝各类“加杠杆”和期限错配现象，防范流动性风险。

4. 多措并举助力商业银行做好资产质量管理工作，防范不良资产集中暴露风险

一是提前计提拨备应对资产恶化风险，同时加快核销清理存量不良。积极鼓励商业银行合理计提贷款损失准备，做好风险对冲工作，加快不良清收；提高对商业银行不良贷款容忍度，并积极提供政策便利，允许商业银行加快不良贷款核销，同时采用资产证券化、市场化债转股等方式清理存量不良贷款，防范资产风险。**二是**支持银行做大信贷资产证券化规模，并鼓励相关机构适度参与二级市场交易，缓解银行后续资产质量管理难度。资产证券化能够提高资产周转速度，优化资产结构，改善资产质量，建议放松商业银行信贷资产证券化的标准和条件，同时鼓励国有投资集团、资产管理公司等适度购买银行信贷资产、证券化产品等，通过市场化的方式盘活信贷资产周转，缓解银行后续资产质量管理难度。

5. 增加国债发行规模，适度提高中央政府杠杆率，拓宽财政资金来源

一是继续提高国债发行规模，加快财政支出力度。2020 年 7 月底，中国债券市场余额中国债余额仅占 17%，与发达国家相比差距较大。考虑到当前经济尚未全面复苏，外加市场缺乏高收益项目，专项债使用存在一定限制，建议后续继续增大一般国债或者特别国债的发行规模，适度提高政府部门杠杆率。此外，中国财政存款长期超过 3 万亿元，可考虑适度增大财政支出力度。**二是**要合理确定国债期限结构，积极推动收益率曲线建设。建议将国债发行分为“短期疏困式”国债和“长期发展式”国债，适度增大短期限国债券种，进一步完善国债收益率曲线。**三是**加大长期限流动性供给，确保国债平稳发行。建议央行根据国债发行规模和期限，通过滚动续期的方式加大流动性，尤其是 MLF 等

长期限流动性的供给，为“长期发展式”国债提供流动性支持。

6. 加强资本流动监测，防控资本套利，灵活引导汇率波动

全球疫情尚未得到有效控制，外加 2020 年 8 月美联储宣布将采用更具弹性的通胀目标，这意味着美联储货币政策后续可能仍有大幅阶段性放松的空间，中美利差再次扩大是大概率事件。**一是**要加强资本流动管理，避免套利资金大幅流入。在中国金融开放加速背景下，资本与金融项目可兑换速度也将加快，但自由可兑换并不等于不管理。中国要采取适当的资本流动管理政策，建立更为完善的监控体系，加强对资本流入的甄别，避免投机性资本的过度涌入，催生金融市场泡沫。**二是**要采取对称性的汇率管理机制，防范汇率持续升值。汇率持续快速升值会影响中国出口，不利于经济恢复。建议对汇率采取对称性的管理措施，适时启动逆周期调节因子，防范市场羊群效应，稳定中国出口增速，助力经济复苏。

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**