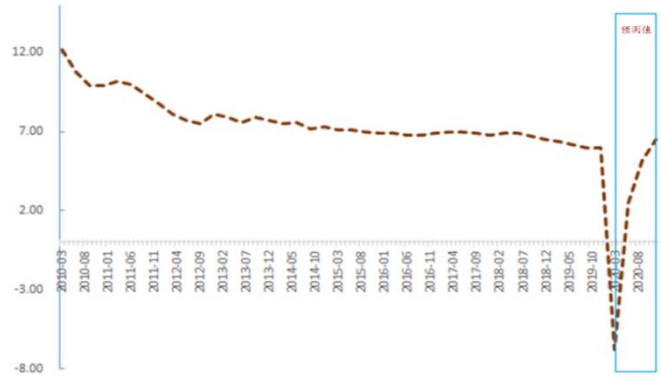
中国银行 BANK OF CHINA 研究院

中国经济金融展望报告

2020 年第 3 季度（总第 43 期）　　报告日期：2020 年 6 月 30 日

要点

- 上半年，受新冠疫情和全球经济减速等因素的影响，中国经济遭受了改革开放以来最为严重的冲击。一季度 GDP 同比下降 6.8%；进入二季度，疫情防控取得决定性成果，持续推进复工复产和复商复市，推出“六保”政策，国民经济呈全面恢复态势，预计二季度 GDP 增长 2.8%左右。
- 展望下半年，全球疫情“大流行”，全球经济“大衰退”，中美关系、美国大选以及地缘政治冲突等，都给中国经济复苏增添了更多变数。随着复工复产、复市复商的推进，以及“六稳”“六保”政策的落地，中国经济将持续恢复和好转。但也存在疫情反弹、企业生产经营困难加大、地方债风险增大等隐患。预计三季度 GDP 增长 5.2%左右，全年增长 2.5%左右。
- 宏观政策方面，财政政策在更加积极有为的同时，需要着力解决公共投资有效性的问题。货币政策更加注重货币资金直达实体经济，降准的必要性、空间和可能性都存在。要加大力度稳住市场主体，同时加快推动产业转型升级。



中国银行研究院
中国经济金融研究课题组

组　长：陈卫东
副组长：周景彤
成　员：李佩珈
梁　婧
范若滢
叶银丹
李义举
王方宏（海南金融研究院）
张发余（中银基金）
瞿　亢（伦敦分行）
丁　孟（香港金融研究院）

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

加快构建国内外“双循环”相互促进发展新格局

——中国银行中国经济金融展望报告（2020 年第 3 季度）

上半年，受新冠疫情和全球经济减速等因素的影响，中国经济遭受了改革开放以来最为严重的冲击。一季度 GDP 同比下降 6.8%；进入二季度，疫情防控取得决定性成果，持续推进复工复产和复商复市，推出“六保”政策，国民经济呈全面恢复态势，预计二季度 GDP 增长 2.8%左右。展望下半年，全球疫情“大流行”，全球经济“大衰退”，中美关系、美国大选以及地缘政治冲突等，都给中国经济复苏增添了更多变数。随着复工复产、复市复商的推进，以及“六稳”“六保”政策的落地，中国经济将持续恢复和好转。但也存在疫情反弹、企业生产经营困难加大、地方债风险增大等隐患。预计三季度 GDP 增长 5.2%左右，全年增长 2.5%左右。未来，中国要加快构建国内外“双循环”相互促进发展新格局，更大程度发挥内循环的作用，加快实现内外两个循环的“双轮驱动”，共同促进中国经济的行稳致远。宏观政策方面，财政政策在更加积极有为的同时，需要着力解决公共投资有效性的问题。货币政策更加注重货币资金直达实体经济，降准的必要性、空间和可能性都存在。要加大力度稳住市场主体，同时加快推动产业链转型升级。

一、2020 年上半年经济形势回顾与下半年展望

（一）上半年经济形势回顾：新冠疫情导致经济增长呈非对称“V”字型走势

上半年，受短期因素（新冠疫情）和中期因素（全球经济减速和经济结构调整）的共同影响，中国经济遭受了改革开放以来最为严重的冲击。新冠疫情全球“大流行”，各国防控疫情、限制人员流动，导致工业生产、交通物流、贸

易投资、文化旅游等经济活动急剧收缩，股票市场、外汇市场和原油市场等剧烈波动，使得本已疲弱的全球经济“雪上加霜”。受疫情影响，上半年中国经济运行呈现非对称“V”字型走势：一季度 GDP 同比下降 6.8%；二季度以来，中央统筹疫情防控和经济社会发展，疫情防控取得决定性成果，持续推进复工复产[1]、复商复市，在实施“六稳”政策的同时适时推出“六保”[2]政策，国民经济呈全面恢复态势，预计二季度 GDP 增长 2.8%左右，增速将比一季度反弹 9.6 个百分点（图 1）。尽管如此，目前经济运行离正常水平（可参照潜在增长率）尚有不小的距离。因此，上半年中国经济总体上呈不规则“V”字型反转态势，即左侧斜率要大于右侧，这意味着新冠疫情对中国经济的短期负向冲击十分巨大，但经济恢复的过程却比较缓慢，至少需要 3-4 个季度。概括而言，上半年中国经济有五大特点。

（1）复苏加快。一系列主要经济指标表明，近期中国经济在加快复苏：截至 5 月份，工业生产已连续 2 个月正增长、服务业生产指数由负转正；官方 PMI 连续 3 个月保持在 50%的荣枯线以上，财新 PMI 也上升到 50%以上；发电量连续 2 个月正增长，5 月当月增速达 4.3%；挖掘机销量[3]井喷式增长，4 月、5 月销售均超 4 万台，增速分别高达 49.5%和 82.3%。

（2）结构转变。新产业方面，前 5 月高技术制造业累计增长 3.1%，3D 打印设备、集成电路、充电桩等产量增长 70%以上。新消费方面，“直播带货”、信息消费、数字经济火热异常。新基建方面，前 5 月计算机及办公设备制造业投资增长 12%，科技成果转化服务业投资增长 25.2%；5G 建设成绩亮眼，5G 基站建设超过 20 万个；各地重点建设项目偏重于新基建项目，如浙江省重大项目

[1] 2020 年《政府工作报告》推出 8 个方面 90 项政策措施，包括：实施援企稳岗，减免部分税费，免收所有收费公路通行费，降低用能成本，发放贴息贷款，提前下达地方政府专项债券等。
[2] 即保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转。
[3] 挖掘机指数。挖掘机是基础设施建设不可或缺的装备。挖掘机产销量在一定程度上是基础设施投资状况的“晴雨表”，也是观察经济体运行状态的重要视角之一。

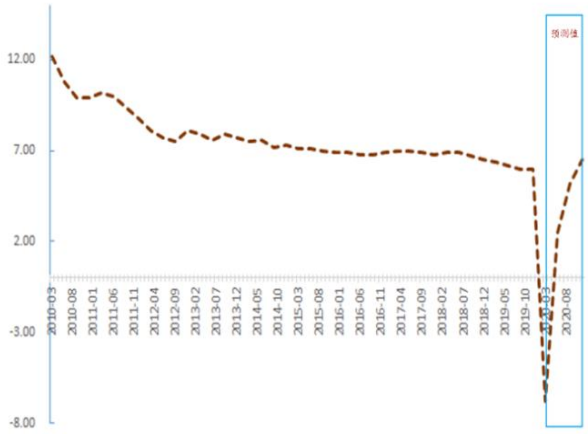
计划中高新技术与产业工程项目占比六成。

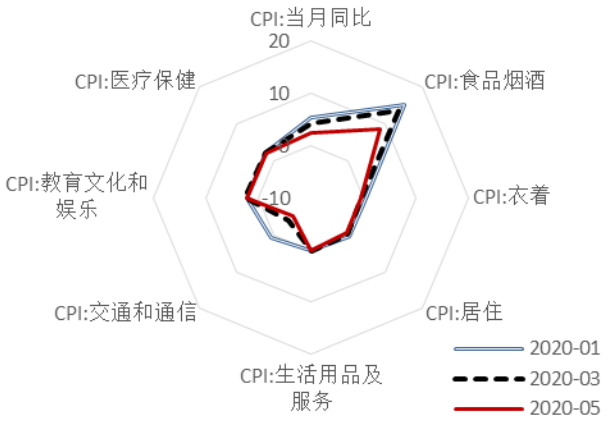
（3）就业减少。受疫情影响，当前中国就业市场问题凸显。前 5 个月，全国城镇新增就业 460 万人，同比减少了 23%；5 月当月，城镇调查失业率 5.9%，同比上升 0.9 个百分点，但比 4 月小幅下降 0.1 个百分点；31 个大城市城镇调查失业率 5.9%，比 4 月小幅上升 0.1 个百分点。新增就业人数减少、调查失业率提高，反映了在疫情重击之下就业问题开始凸显。正因为这样，所以中央出台的“六稳”“六保”政策，都把就业作为重中之重，2020 年《政府工作报告》特别提出要加强对高校毕业生、退役军人、灵活就业人员等的政策支持。

（4）通缩抬头。由于疫情蔓延导致外需承压、内需修复进程较为缓慢，上半年物价水平持续走低。CPI 同比涨幅由 1 月的 5.4%降至 5 月的 2.4%。受需求收缩、国际原油价格暴跌等因素影响，PPI 同比涨幅由 1 月的 0.1%降至 5 月的 -1.7%。尤其是 3 月以来 CPI 环比涨幅均为负值，且 5 月份 CPI 新涨价因素（-0.8%）已落入负值区间，核心 CPI 持续低位运行，这些都表明通缩的压力在不断增大（图 2）。

（5）效益下滑。前 5 个月，全国工业企业利润同比下降 19.3%，降幅比去年同期扩大 17 个百分点（但 5 月当月工业企业利润增速实现由负转正，增长 6%）。前 5 个月，全国公共财政收入累计下降 13.6%，上年同期为增长 3.8%。一季度，城镇居民可支配收入仅增长 0.5%，城镇居民家庭人均可支配收入中位数为零增长。

图 1：中国 GDP 将呈“V”字型反转　　**图 2：CPI 及其分项的变化情况**



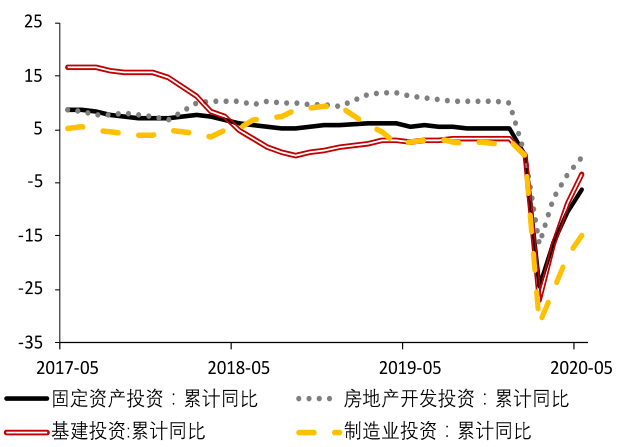


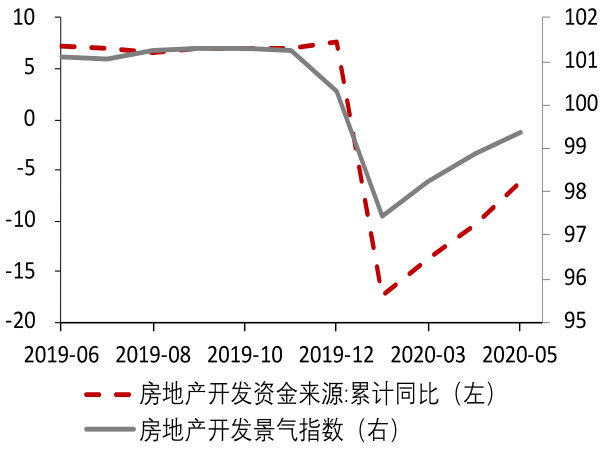
资料来源：Wind，中国银行研究院

1. 专项债扩容带动基建投资有力回升，制造业投资依然低迷

1-5 月，固定资产投资（不含农户）累计下降 6.3%，降幅较一季度大幅收窄 9.8 个百分点（图 3）。分三大投资来看：**一是**专项债成效显著，基建投资增长快速反弹。2020 年专项债规模明显扩大，新增专项债规模达 3.75 万亿，较去年增加 1.6 万亿元，创历年最大增幅；下达速度显著加快，截至 5 月底已下达新增专项债 2.3 万亿元，超出 2019 年全年 2.15 万亿元总额；投向基建领域比例大幅提高，已下达的专项债中投向基建领域比例达 80%左右，大大高于往年 20%-35%的比例。在专项债全面发力的情况下，1-5 月基建投资同比下降 3.3%，降幅较一季度大幅收窄 13 个百分点。**二是**资金情况持续改善，房地产开发投资恢复明显。1-5 月房地产开发企业到位资金和房地产开发投资分别同比下降 6.1%和 0.3%，降幅分别较一季度收窄 7.7 和 7.4 个百分点（图 4），按此趋势，上半年房地产开发投资同比增速或将由负转正。**三是**制造业投资增速仍处于低位，但高技术产业投资实现正增长，产业保持转型升级趋势。1-5 月制造业投资同比下降 14.8%，降幅较一季度收窄 10.4 个百分点，高技术制造业投资由一季度的下降 12.1%转为增长 1.9%。制造业投资长期低迷是疫情冲击之下内外需求严重萎缩、中小企业受冲击更大、中美贸易摩擦等多重因素影响的结果。

图 3：三大类投资增速（%）　图 4：房地产开发资金增速与景气指数（%）





资料来源：Wind，中国银行研究院

2. 消费温和复苏，“直播带货”成为线上消费新亮点

受疫情反复影响，住宿餐饮、文化旅游等行业复工复市推进缓慢，叠加居民收入下滑等，消费恢复总体上不及预期。1-5 月社会消费品零售总额累计下降 13.5%，降幅较一季度收窄 5.5 个百分点（图 5）。尽管增长不及预期，但消费领域仍呈现不少亮点：**一是**促销政策出台叠加排放标准转换时间延迟，汽车消费恢复明显。二季度以来，广东、浙江等 20 余省市出台汽车消费补贴等政策；同时，汽车排放国六标准实施时间也由原定的 2020 年 7 月 1 日推迟至 2021 年 1 月 1 日。1-5 月，汽车销售额降幅较一季度收窄 12.7 个百分点，5 月当月汽车销售额增长 3.5%（3 月为下降 18.1%）。**二是**前期积压需求加速释放，住房相关消费回升明显。1-5 月份，家电、家具、建筑装潢消费等增速分别较一季度回升 11.5、11.8 和 9.6 个百分点。**三是**线上消费持续提速，“直播带货”模式成为新亮点。1-5 月网上实物零售额增长 11.5%，增速较一季度加快 5.6 个百分点，占社会消费品零售总额比重较一季度提高 0.7 个百分点至 24.3%（图 6）。阿里巴巴报告显示，截至 2020 年 5 月，“直播带货”交易额占其平台总交易额的比重较去年全年翻了一番。

图 5：社会消费品总额增速（%）

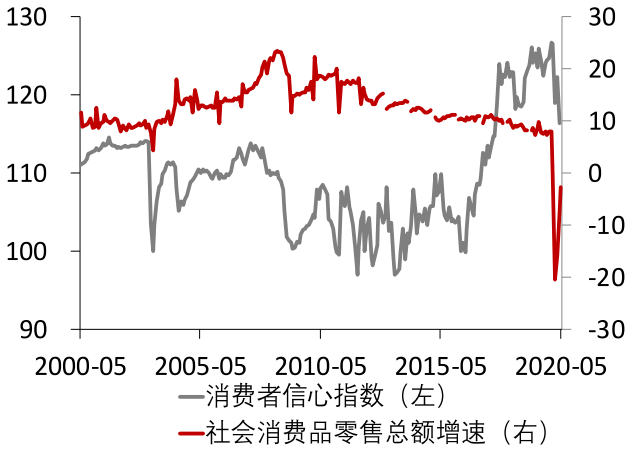
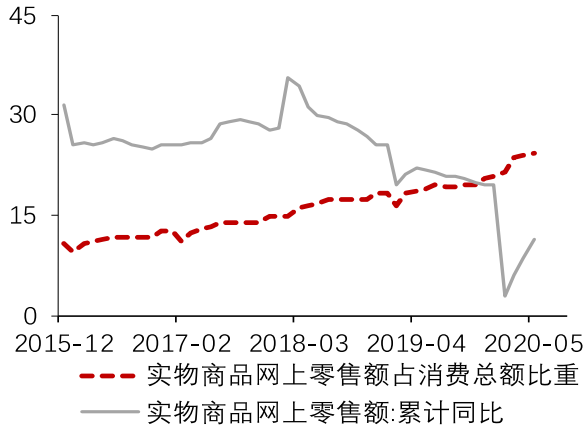


图 6：网上消费占比与增速（%）



资料来源：Wind，中国银行研究院

3. 防疫物资对出口拉动明显，出口和进口走势分化

上半年，外贸进出口情况总体上好于预期。1-5 月，出口（以美元计）同比下降 7.7%，降幅较一季度收窄 5.6 个百分点；进口同比下降 8.2%，降幅较一季度扩大 5.3 个百分点（图 7）。**一是**防疫物资对出口形成有力支撑，出口情况好于预期。根据海关数据测算，4 月、5 月防疫物资分别拉动出口增速 4.7 和 8.8 个百分点。**二是**对美、欧、日等发达国家和新兴国家出口走势分化。1-5 月，中国对美国、欧盟、日本出口增速降幅分别较一季度大幅收窄 10.9、11.9 和 14.4 个百分点，对东盟出口却由一季度的增长 0.2%转为下降 0.4%，主要原因是二季度中国防疫物资出口目的地主要为美、欧、日等发达地区。**三是**民营企业出口占比逆势提高。1-5 月民营企业出口占比较一季度提高 1.5 个百分点至 52.8%（图 8），这主要是由于较多民营企业的主营业务与防疫物资生产和销售有关，二季度海外防疫物资需求大增，更多民营企业出口防疫物资。5 月份，海关新增注册民营企业 2 万多家，同比增长 24.7%。**四是**内需疲弱叠加大宗商品价格下跌，进口表现不及出口。二季度进口降幅扩大既与疫情下内需疲弱有关，也与大宗商品进口价格大跌有关。比如，1-5 月，中国原油和大豆进口量分别增加 5.2%和 6.8%，但进口均价分别下跌 21.2%和 1.7%。

图 7：进口和出口增速走势（%）

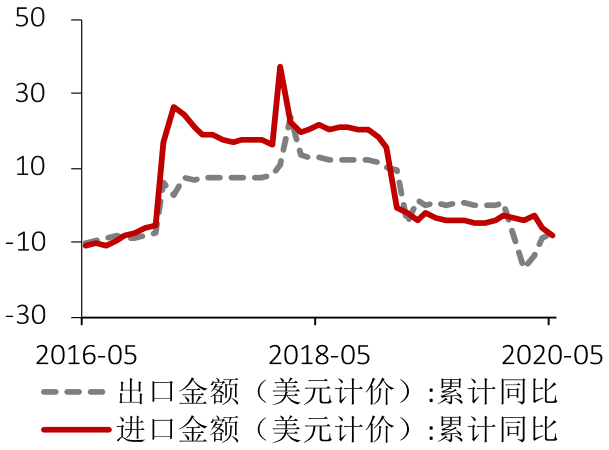
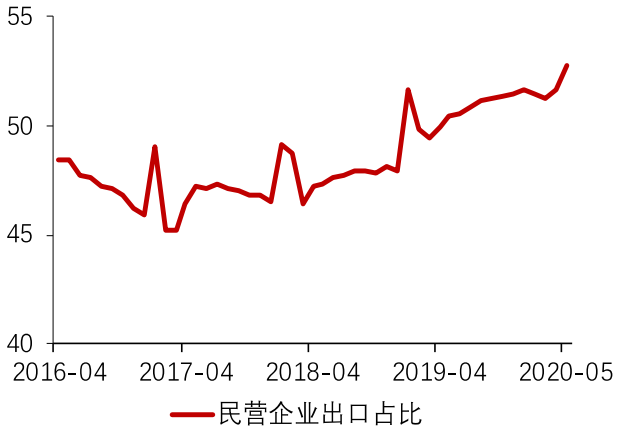


图 8：民营企业出口占比（%）



资料来源：Wind，中国银行研究院

4. 工业生产稳定回升，不同行业差异明显

上半年，中国工业生产受疫情短期冲击明显，1-5 月工业增加值累计下降 2.8%，而上年同期为增长 6%。工业经济运行主要特点为：**一是**随着境内疫情好转，工业生产已逐渐恢复至正常水平。3 月份以来，工业增加值累计降幅持续收窄，其中，4、5 月份工业增加值增速分别为 3.9%和 4.4%，连续 2 个月实现正增长。工业生产稳定回升得益于复产复工的加快推进。一方面，疫情恶化了家庭和企业资产负债表，使其有动力尽快复产复工；另一方面，宏观调节政策力度加大，政府“六稳”“六保”政策的实施为复产复工创造了较好的条件。**二是**不同行业和产品的生产分化明显。高技术产业增速较早实现转负为正（表 1），3D 打印设备、充电桩等新兴产品保持高增长。在基建投资加快的拉动下，水泥、钢材等原材料行业快速增长。但受内外需不足的制约，服装、家具等消费行业仍表现疲弱。

5. 服务业生产逐渐回暖，现代服务业增势较好

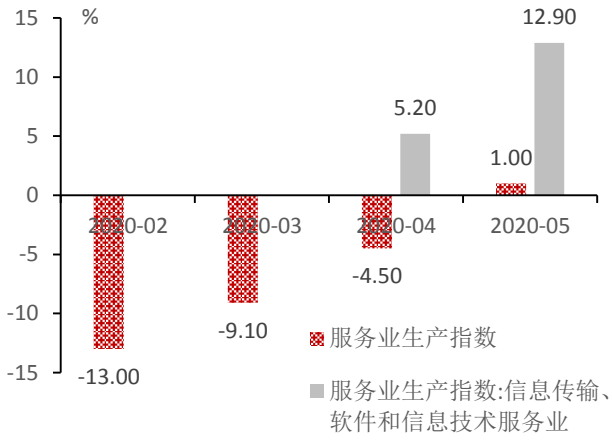
1-5 月服务业生产指数累计下降 7.7%，而上年同期为增长 7.3%。主要运行特点为：**一是**随着复商复市的持续推进，服务业受疫情重挫后开始逐渐回暖。

5 月份服务业生产指数同比增长 1%，改变了前期持续负增长的局面（图 9）。其中，前期受冲击较大的批发零售、住宿餐饮等生活性服务业明显恢复，5 月份批发零售、住宿餐饮服务业生产指数分别下降 2.1%和 21.7%，降幅较上月收窄 4.5 和 12 个百分点。**二是**现代服务业增势较好，一定程度上对冲了传统服务业下滑影响。一季度，信息传输、软件和信息技术服务业增加值逆势增长 13.2%；5 月份，信息传输、软件和信息技术服务业生产指数同比增长 12.9%，是拉动服务业生产指数由负转正的重要力量。

表 1：工业增加值变化情况（%）

指标名称	2019年1-3月	2019年1-5月	2020年1-3月	2020年1-5月
工业增加值	6.5	6.0	-8.4	-2.8
工业增加值:采矿业	2.2	2.6	-1.7	-1.8
工业增加值:制造业	7.2	6.4	-10.2	-2.8
工业增加值:电力、燃气及水的生产和供应业	7.1	7.5	-5.2	-2.4
工业增加值:高技术产业	7.8	8.9	-3.8	3.1

图 9：服务业生产指数增速



资料来源：Wind，中国银行研究院

（二）下半年经济形势展望

展望下半年，全球疫情“大流行”何时减弱和消除，全球经济“大衰退”延续时间，中美关系受经贸摩擦、美国大选以及其他非经济因素的影响程度，以及中印边界冲突事件等，这些都为中国经济带来了很多变数。从国内看，复工复产、复市复商政策持续推进，“六稳”“六保”工作加快落地，中国经济将持续恢复。但也存在部分地区疫情反弹、部分企业生产经营困难加大、地方政府债务违约风险突出等问题。预计三季度经济将在二季度的基础上延续复苏态势，GDP 增长 5.2%左右，全年增长 2.5%左右。

1. 基建带动投资增速较快增长，投资对经济增长贡献提高

下半年，在基建投资的带动下，投资增速将继续加快，投资对经济增长的贡献率将提高，三大投资将呈“基建投资高、房地产投资稳、制造业投资低”的特征。**一是**随着专项债实务工作量的有效形成，以及剩余专项债额度的加快下达，下半年基建投资有望出现两位数增长，成为拉动投资增长的引擎。**二是**在“房住不炒”主基调下，随着房地产施工正常化的推进和房地产企业资金情况的持续改善，下半年房地产开发投资将继续恢复。**三是**制造业投资所面临的内外需求萎缩、中小企业生存困难、中美贸易摩擦影响持续等不利因素在未来难以有效改善，因此制造业投资预计将继续低位徘徊。综合以上因素，预计三季度投资增长 5.5%左右，全年增长 5%左右。

2. 保就业促消费政策逐步显效，消费保持温和修复态势

随着“六稳”“六保”工作和各类促消费政策持续发力，未来消费将继续保持复苏趋势。但也面临以下困难：**一是**疫情常态化防控仍将持续，文化旅游、住宿餐饮等消费较难在短期内恢复至正常水平。**二是**近期北京疫情出现局部反弹，未来不排除其他地区出现局部反弹的可能，尤其是秋冬季节疫情反弹风险更高，将对消费活动和消费信心带来一定打击。**三是**疫情冲击下，居民收入增长放缓，且增加储蓄以抵抗风险的意愿有所加强，对消费形成制约。**四是**当前汽车、住房相关消费等大额消费恢复势头较好的主因是疫情缓解叠加政策刺激，前期积压的需求集中释放。未来随着国六标准推迟实施对汽车消费的促进效应减弱，以及房地产销售量下滑对住房相关消费的负面影响显现，汽车、住房相关消费等大额消费可能由当前的升温转为降温，难以对下半年消费增长形成有力支撑。因此，预计未来消费将继续保持温和修复态势，反弹幅度可能不及预期。预计三季度消费同比增长 3%左右，全年消费增长 0.5%左右。

3. 全球疫情和政经局势演变充满不确定性，出口增速依然承压

当前海外疫情仍在持续蔓延，尤其是新兴市场正成为全球疫情“大暴发”的中心，未来全球疫情持续时间和影响深度仍难以估测，预计中国防疫物资出口将继续保持较快增长，对出口形成一定支撑。但仍面临以下不利因素：**一是**疫情全球蔓延情况下，外需低迷的局面难以有效改善。**二是**疫情加速逆全球化、民粹主义等抬头，全球贸易和投资活动可能进一步萎缩。**三是**中美在贸易、科技等领域的摩擦持续且呈升级态势，5 月美国对华为的禁令再度升级，未来较长时间内，中美在各个领域的摩擦将进一步对中国出口带来一定负面影响。综上因素，预计三季度出口增长 1.5%左右，全年出口较去年下滑 1%左右。

4. 上下游产业链复工复产全面推进， 工业生产保持较快恢复

未来工业生产有望继续恢复。**一是**从先导指标来看，制造业 PMI 已连续 3 个月位于荣枯线上方（图 10）。**二是**宏观政策逆周期调节力度增强。新老基建加快发力有利于带动能源、设备制造等行业增长。消费刺激政策的推出以及消费自身回补有利于汽车制造、食品饮料制造、文体娱乐用品制造等行业增长。**三是**工业上下游产业链复工复产全面推进。从高频数据来看，5 月份 6 大发电集团日均耗煤量同比增长 7.55%，为今年以来首次转正。5、6 月份高炉开工率、汽车轮胎开工率、江浙地区涤纶长丝开工率等指标均呈上升态势（图 11），表明工业上下游复工复产推进情况较好。但值得注意的是，在疫情不确定性依然较强等因素制约下需求端恢复进程缓慢，工业生产进一步修复的空间将受限。综合来看，预计工业增加值增速三季度为 5%左右，全年 2.3%左右。

5. 市场情绪修复缓慢，服务业呈现“弱复苏”态势

一方面，宏观政策支持、经济秩序恢复等因素有利于服务业复苏。随着经济秩序向正常化回归，交通运输、邮政需求回升，带动交通运输仓储和邮政业恢复发展，5 月份公路货运量增速（0.4%）由负转正。金融支持实体的力度持续

增强，信贷增速有望保持高位，将助力金融业的稳定增长。前期受疫情抑制的购房需求有望下半年进一步释放，推动房地产销售好转，推动房地产业的改善。**另一方面**，当前国内疫情出现局部升级推升市场担忧情绪，导致接触型、聚集型消费复苏较慢，将影响住宿餐饮、文体娱乐等相关服务业的稳定恢复。综合来看，预计服务业增加值增速三季度为 5.4%左右，全年 3%左右。

图 10：制造业与服务业 PMI

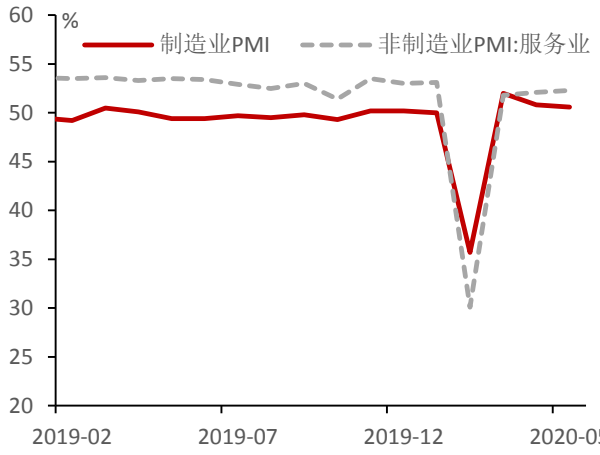
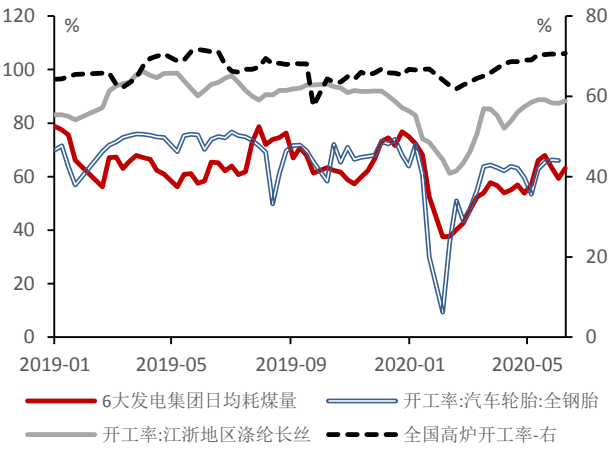


图 11：工业生产情况的高频数据



资料来源：Wind，中国银行研究院

6. CPI 全年呈“前高后低”走势，PPI 有望低位企稳

下半年 CPI 涨幅仍将继续收窄，全年呈“前高后低”走势。**一是**生猪养殖产业链处于持续恢复过程中，猪肉供需紧张局面将进一步缓解，叠加去年下半年猪肉价格基数较高，未来猪肉价格将处于下行通道中。从高频数据来看，截至 6 月 12 日，22 个省市猪肉平均价格为 41.89 元/千克，环比下降 0.45%。**二是**翘尾因素明显减弱，三季度降至 3%以下，四季度进一步降至 1%以下（图 12）。预计三季度 CPI 上涨 1.5%左右，全年上涨 2.5%左右。

PPI 降幅进一步扩大的可能性不大，有望低位企稳，全年呈“U 型”走势。**一是**中国经济增速进一步回升，需求持续改善对 PPI 形成较强支撑。**二是**在经过前期油价暴跌局面后，国际主要产油国已纷纷减产，国际原油价格有望企稳回升，当前布伦特原油价格已恢复至接近 40 美元/桶的水平。从高频数据来看，

南华工业品指数已由低位回升，截至 6 月 19 日报 2199.9，环比上涨 1.05%（图 13）。预计三季度 PPI 下降 3%左右，全年下降 2.5%左右。

图 12：CPI 与 PPI 翘尾因素

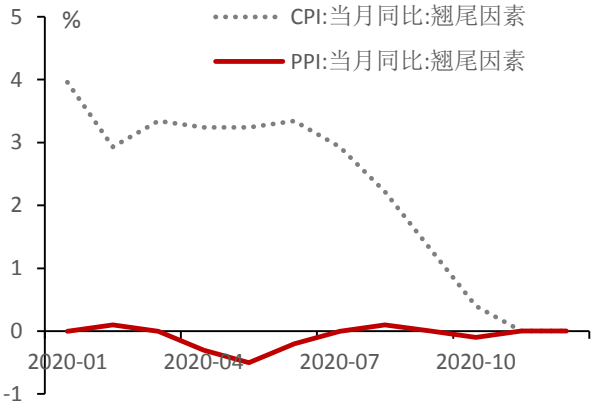
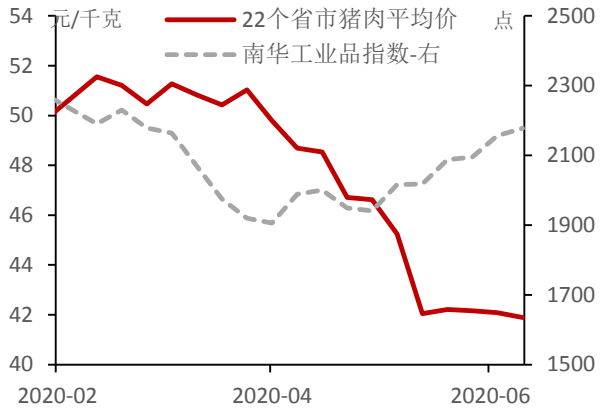


图 13：价格变化的高频数据



资料来源：Wind，南华期货网，中国银行研究院

二、2020 年上半年金融形势回顾与下半年展望

2020 年 2 月以来，受疫情全球蔓延影响，国际金融市场剧烈动荡，全球股市迎来“熔断”潮，熔断国家之多、次数之频繁、跌幅之大，均为历史罕见。金融市场恐慌情绪达到极致，股票、原油、黄金波动率指数在 3 月份均突破历史最高值。全球避险情绪升温，美元持续强势，新兴经济体货币普遍贬值，能源、矿产类大宗商品价格暴跌，原油期货价格更是在 2020 年 4 月 21 日出现负值这一历史未见的情况。4 月份以来，随着各国力度空前的财政与货币政策[4]出台以及欧美发达国家疫情出现缓和迹象，全球股市开始反弹，美元指数高位回落，市场恐慌情绪缓解，美国标准普尔 500 波动率指数由 2020 年 3 月份最高点的 82.7 下降至 6 月 24 日的 31.3，但其仍远高于 2012 年至 2019 年期间平均值（10-

[4] 财政政策方面，各国刺激力度达到空前水平，美国正在提供相当于 GDP 15%的支持力度，德国约为 4.7%，日本的刺激政策则相当于 42%的 GDP，这也将推动各国财政赤字率大幅提升。IMF 预测，2020 年全球的平均赤字率将从 2019 年的 3.7%提高到 9.9%，发达国家平均由 3%提高到 10.7%，其中美国提高近 10 个点，到 15.4%，法国提升到 9.2%，英国提升到 8.3%，日本到了 7.1%，新兴市场和中等收入水平国家平均也将提升到 9%左右。货币政策方面，多数发达国家政策利率均降至零及以下。

25），且原油、股市等金融市场的波动风险大于黄金、货币市场（图 14）。

图 14：金融市场波动率指数

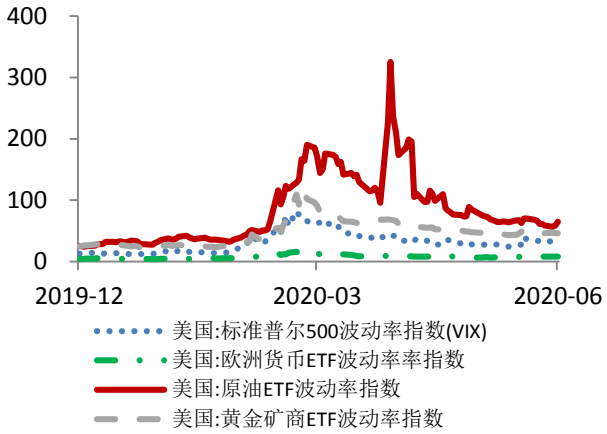
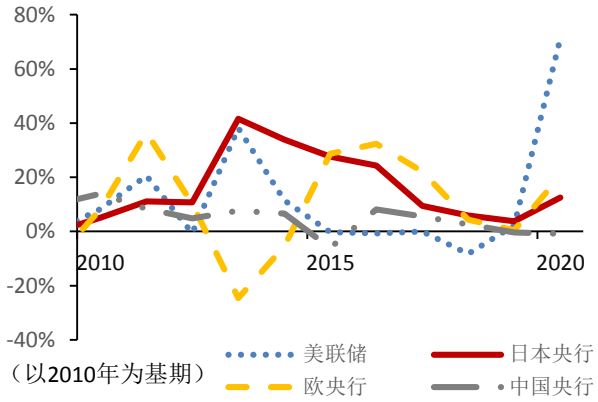


图 15：各央行资产负债表规模增长情况



资料来源：Wind，中国银行研究院

为应对新冠疫情影响，中国政府及时调整货币金融政策，金融对实体经济的支持明显加大。一是货币政策强化逆周期调控。综合运用降准、发放专项再贷款、下调 MLF 和 LPR 利率下行以及出台多项中小企业专项支持政策等方式，以降低疫情对实体经济的冲击。截至 2020 年 6 月末，中国实施 3 次降准政策，通过利率市场化改革引导 LPR、MLF 等利率下行，实施中小微企业贷款阶段性延期还本付息政策等。6 月还出台了小微企业信用贷款和延期贷款购买这两项直达实体经济的货币政策新工具。但与美、英等国不同，中国货币政策力度相对温和。2020 年以来，美联储资产负债表规模已从 2019 年的 4.2 万亿美元扩张至 6 月底的约 7.2 万亿美元，扩张了 71.3%。欧央行和日本央行资产负债表则分别扩张 20.5%和 12.6%，中国央行资产负债表规模稳定在 36 万亿水平[5]（图 15）。**二是**金融市场化改革显著加快。国债期货新政推出，新证券法出台，存量贷款利率启动换“锚”，创业板注册制启动，基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）开始试点（见专题一），中小企业转版制度开启[6]。**三是**金融对外开放稳步推进。

[5] 2020 年 5 月末，中国央行资产负债表规模约 36.8 万亿元，与 2019 年 37.1 万亿元的规模大致相当，这主要与中国货币政策的操作特点有关。降准体现为央行资产负债表的缩表，央行通过增加再贷款再贴现等货币政策工具又相应的进行了扩表，二者规模相当使得资产负债表规模保持基本不变。

[6] 2020 年 2 月，商业银行和保险机构被允许参与国债期货交易，这为商业银行提供了利率风险对冲的新

2020 年以来中国金融市场的对外开放步伐，不仅没有因疫情而放缓，反而进一步加快，先后出台《关于进一步加快推进上海国际金融中心建设和金融支持长三角一体化发展的意见》《关于金融支持粤港澳大湾区建设的意见》《海南自由贸易港建设总体方案》等区域金融发展新政策（见专题三）。与此同时，证券基金、期货机构外资股比限制提早全面放开，QFII、RQFII 全面取消额度限制。**四是**金融监管持续强化，《商业银行小微企业金融服务监管评价办法》出台，对部分楼市的资金乱象打压加大。5 月末以来，银保监会还对商业银行结构性存款增长过快的现象进行了监管指导。

中国金融市场整体稳定，表现优于多数经济体。M2 和社会融资规模存量较快增长，小微企业融资“量增”“价降”“面扩”。股市先抑后扬，一季度降幅较大，但二季度有所企稳。上半年（截至 6 月 24 日），上证综指小幅下降了 3.43%，下跌幅度小于多数国家（图 16）。国债收益率先下后上，债券市场在 5 月底以来发生了较大波动。人民币兑美元汇率双向波动，整体趋于走贬。截至 6 月 24 日，人民币兑美元即期汇率收报于 7.0744，相比 2019 年末小幅贬值 2.14%，比多数国家货币贬值幅度小（图 17）。

工具，有利于提高银行利率风险管理能力，健全国债收益率曲线，完善中国金融市场体系。新《证券法》构建了以信息披露为核心的证券发行注册制的基础法律框架，于 2020 年 3 月 1 日正式实施。这为打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场提供了坚强的法治保障。4 月，中央全面深化改革委员会审议通过《创业板改革并试点注册制总体实施方案》，这标志着创业板注册制改革正式启动。5 月，证监会、国家发改委联合发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》，标志着境内基础设施领域公募 REITs 试点正式起步，有助于提升基础设施建设融资能力，改善资产流动性。6 月，证监会发布《关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板上市的指导意见》，规定精选层挂牌满一年的公司可以申请转板至科创板或创业板，新三板转板制度正式落地。

图 16：2020 年上半年主要股市涨跌幅图 17：2020 年上半年主要货币汇率变化



资料来源：Wind，中国银行研究院

当前中国金融领域需要关注的问题：一是国际金融市场动荡风险犹存，并可能向境内市场传递。当前全球疫情还未出现根本好转，叠加国际政治环境恶化、中美贸易摩擦再度升温，全球金融市场动荡风险依然较大。2020 年 5 月以来，以美国扩大对华出口管制范围、升级对华为公司的技术封锁、收紧中国留学生签证及颁布针对中概股公司的《外国公司问责法案》等为标志，美方不断挑起和升级中美经贸纷争。美国政府还以香港地区治安问题为由，威胁撤销香港特殊待遇地位，地缘政治风险加大。**二是**资金空转现象有所增多。在流动性相对充裕背景下，资金利率不断走低。由于贴息贷款、信用债发行利率低于结构性存款的预期收益率，部分企业将获得的低息贷款用于购买商业银行的结构性理财产品，资金在金融体系内空转。不过，随着监管部门要求商业银行压缩结构性存款，5 月份结构性存款余额（11.8 万亿元）已相比 4 月的历史峰值下降了 3009 亿元。与此同时，近期部分城市房价再次出现了较大幅度的上涨，这也与部分资金炒作有关。**三是**企业贷款需求下降与违约风险上升问题相互交织，中小企业生存压力依然较大。一方面，疫情使得企业盈利下滑，企业资产负债表受损，其贷款需求意愿下降。另一方面，企业通过举债维系运行，其在后疫情时代将面临更大的债务偿付压力。**四是**地方债务风险上升。为助力“六稳”“六保”宏观调控目标的实现，各地纷纷加大财政投入，地方政府财政收

支平衡压力明显加大，如何防范地方政府债务风险需要新思路（见专题二）。**五是**商业银行净息差收窄，不良资产上升压力加大，这不仅加大了银行体系脆弱性，也影响了商业银行进一步让利于企的空间。

（一）上半年中国金融运行主要特征

1. 货币社融快速增长，促进经济不断恢复

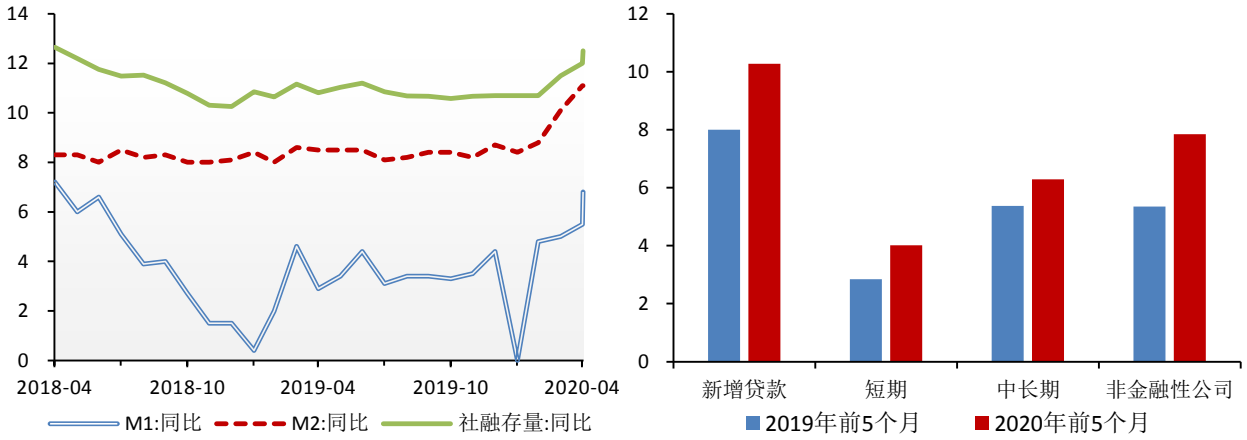
上半年，随着 3 次降准政策的出台，广义货币 M2、社会融资规模等主要金融指标较快增长，改变了新冠疫情之前平稳增长的态势，信用环境转好（图 18）。截至 5 月末，M2 及社会融资规模存量增速为 11.1%和 12.5%，比 2019 年末分别提高了 2.4 和 1.8 个百分点。与此同时，M1 也出现改善的迹象，5 月末 M1 同比增长 6.8%，比 2019 年末提高了 2.4 个百分点，表明企业前期面临的流动性紧张状况有所改善。金融供给指标的回升主要与逆周期货币政策释放的基础货币增加有关。

社会融资规模进入扩张区间，债券融资增加是主要推动因素。前 5 个月，社会融资规模累计新增 17.37 万亿元，比上年同期多增 5.38 万亿元。这主要得益于人民币贷款、企业债和政府债券的较快增长。前 5 个月，其分别比上年同期多增 2.08 万亿元、1.56 万亿元和 1.28 万亿元，三者合计占新增社会融资规模的比重达 94.77%。与此同时，部分表外融资紧缩局面有所改观，前 5 个月，委托贷款和未贴现银行承兑汇票规模均较 2019 年有较大提升，分别增加 2284 亿元和 750 亿元。

人民币贷款高速增长，普惠金融贷款占比持续上升。前 5 个月新增人民币贷款累计 10.28 万亿元，比上年同期多增 2.27 万亿元。其中，累计新增非金融企业及机关团体贷款为 7.84 万亿元，相比上年同期多增 2.49 万亿元，其占新增贷款比重为 76.3%，较上年末提高了 9.5 个百分点（图 19）。信贷对民营和中小微企业的支持力度加大。2020 年 3 月末，普惠小微企业贷款余额 8405 亿元，

同比增长 52%，快于全部贷款增速 28.3%。短期贷款占比有所下降，中长期贷款占比上升。前 5 个月，新增短期贷款 2.85 万亿元，其占新增贷款比重为 35.5%，相比上年同期降低了 3.5 个百分点；中长期贷款占新增贷款的比重同比上升 5.8 个百分点。

图 18：货币社融快速增长（%）　**图 19：新增人民币贷款及结构（万亿元）**



数据来源：Wind，中国银行研究院

2. 货币市场流动性保持充裕，信贷利率不断走低

上半年，货币市场流动性保持充裕，市场利率呈现先降后升特征。**一是**货币政策操作更加灵活适度，公开市场业务操作灵活性增强。人民银行通过下调法定存款准备金率、超额准备金利率以及灵活开展公开市场操作保持市场流动性合理充裕。截至 5 月，人民银行共实施了 3 次降准，大型商业银行法定存款准备金降至 12.5%，中小型商业银行法定存款准备金降至 9.5%，分别比 2019 年年末下降了 0.5 和 1.5 个百分点。MLF 余额达到 4.09 万亿，与去年同期相比增加了 13.5%。**二是**货币市场利率中枢先降后升。截至 6 月中旬，7 天银行间市场存款类机构质押式回购利率（DR007）平均为 1.89%左右，比上年同期（2.62%）下降了 73 个 BPs，比年初（2.21%）下降了 32 个 BPs。6 月 24 日，7 天 SHIBOR 为 2.17%，较上年末下行 56 个 BPs（图 20）。货币市场利率下行引致中国债券收益率及贷款利率不断下行，与部分银行的理财产品或结构性存款产品出现利

率倒挂，产生了套利空间。5 月之后，货币政策边际收紧，加上地方债和抗疫特别国债的集中发行，货币市场利率出现上升，截至 6 月 24 日，DR007 比 5 月初的最低点（5 月 9 日）提升了 91 个 BPs。**三是**金融机构贷款利率不断降低。自新冠疫情暴发以来，货币政策加大逆周期调控，贷款利率不断下降，有效降低了实体经济的融资成本。截至 2020 年 6 月 20 日，1 年期和 5 年期 LPR 分别为 3.85%和 4.65%，比上年末分别下降了 30 和 15 个 BPs。截至 2020 年 3 月，人民币贷款加权利率为 5.08%，与去年同期相比下降了 61 个 BPs。其中一般贷款平均利率为 5.48%，与去年同期相比下降了 56 个 BPs（图 21）。

图 20：SHIBOR 和 DR007 走势（%）

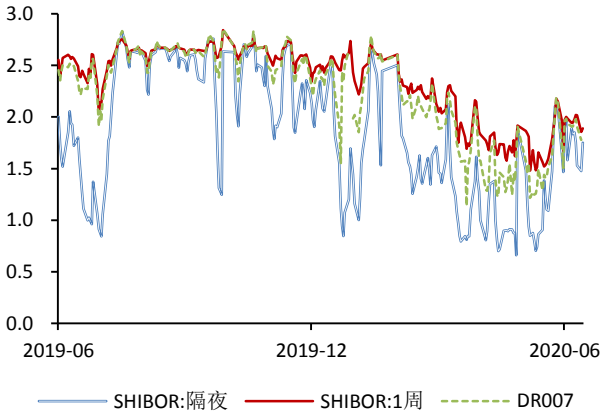
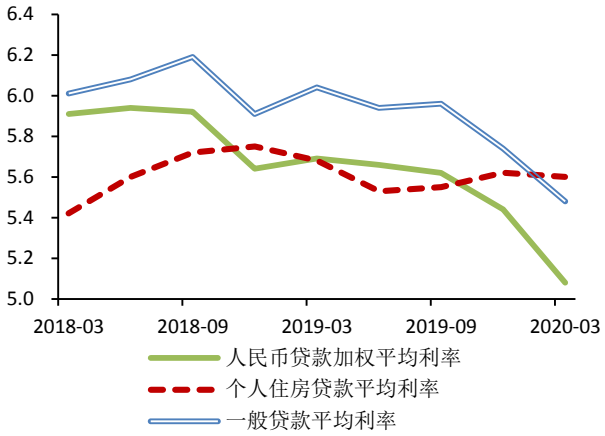


图 21：人民币贷款利率走势（%）



数据来源：Wind，中国银行研究院

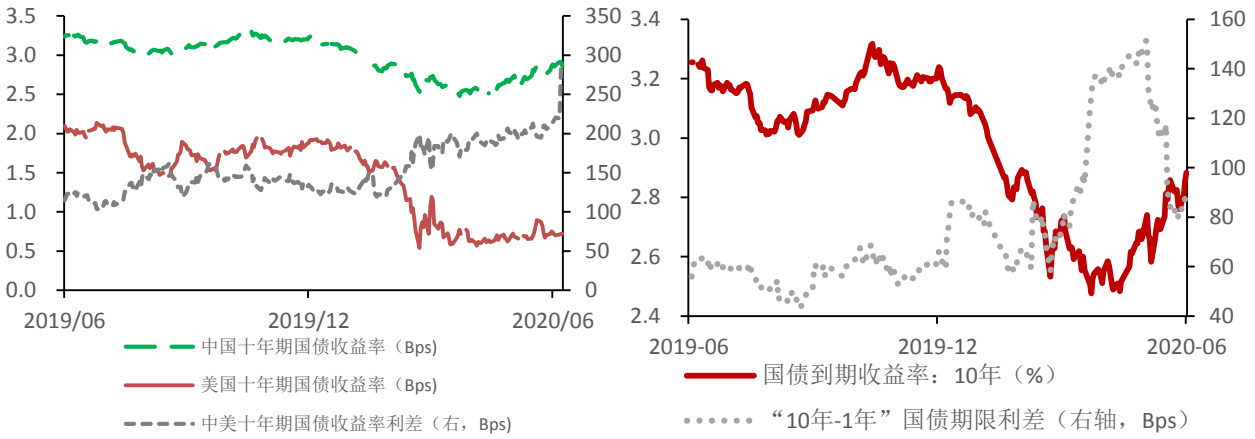
3．债券市场先扬后抑，供给增加压制市场

疫情之后，全球主要经济体央行均通过放松货币政策以缓解经济受到的负面冲击，这为中国债市上涨提供了有利的宏观环境和流动性基础。但进入 5 月后，随着地方政府债和特别国债发行规模的增加，在资金面没有进一步放松的情况下，供给增加导致升势逆转[7]。截至 6 月 24 日，中债总指数收报于 196.7 点，较去年末上行 4.6 点，但较今年 4 月末下降 5.4 点。**一是**国债收益率持续下行，

[7] 根据 2020 年《政府工作报告》，2020 年将发行 1 万亿元特别国债和 3.75 万地方专项债，专项债发行规模相比上年同期增加 1.6 万亿元。2020 年 5 月当月，地方政府债券发行合计 1.3 万亿元，相比 4 月增加了近 1 万亿元。

中美利差持续扩大。截至 6 月 24 日，十年期国债收益率收报 2.86%，相比去年末下行 28 个 BPs。中美十年期国债利差扩大至 281 个 BPs，相比去年末扩大 158 个 BPs（图 22），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 6 月 24 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 81 个 BPs（图 23）。**三是**外资继续增持中国债券。截至 2020 年 5 月末，外资在中国银行间债券市场上净持有量达到 2.43 万亿元，相比 2019 年末增加 2400 亿元。**四是**债券市场违约事件仍呈高发态势。截至 6 月 24 日，共有 61 只债券违约，违约金额为 799 亿元，占 2019 年全年违约金额的 54%。

图 22：中美十年期国债到期收益率及利差　图 23：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 股呈持续震荡格局，市场信心整体偏弱

上半年，A 股整体呈震荡“W 型”走势，上证综指从年初的 3085 点降至 6 月 18 日的 2979 点，下降了 3.43%。**一方面**，市场信心整体较弱，新冠疫情蔓延、海外股市大跌等因素对市场情绪产生了明显扰动。疫情在国内的大规模暴发导致市场避险情绪在短期迅速升温，A 股于 1 月下旬出现大幅下跌形成“W 型”的第一个底部；在疫情海外蔓延叠加油价暴跌等多重打击下，全球主要股市上演“连环熔断”，拖累 A 股于 3 月份表现疲弱形成“W 型”的第二个底部。二季度以来，经济秩序恢复、流动性保持宽松等因素支持 A 股在震荡中走出小

幅修复行情，但幅度有限（与我们上期季报预测一致）。**另一方面**，资本市场改革开放持续推进。创业板改革并试点注册制的方案与细则正式发布，开启了资本市场存量改革阶段；对证券公司、基金管理公司、期货公司的外资持股比例限制提前全面放开，QFII、RQFII 全面取消额度限制，资本市场高水平双向开放提速。

图 24：2020 年上半年上证综指走势及主要影响因素



资料来源：Wind，中国银行研究院

5．人民币汇率总体走贬，双向波动幅度加大

截至 2020 年 6 月 24 日，人民币兑美元汇率为 7.0895，较年初小幅下跌 1.57%（图 25）。上半年人民币汇率呈现“升-降-升”三个阶段：1 月初人民币兑美元汇率由 6.9631 上升至 6.8585，升值幅度为 1.50%；而从 1 月 20 日至 3 月 23 日人民币汇率由 6.8613 下降至 7.1187，迅速贬值 3.75%，随后至 5 月 28 日贬值幅度进一步扩大至 4.35%；6 月人民币汇率开始企稳，逐渐收复失地上涨 1.0%。

上半年人民币汇率走势主要受以下因素影响：**一是**新冠疫情叠加石油减产协议破裂引发全球经济衰退担忧，多数资产遭遇无差别抛售，市场避险情绪推升美元指数。3 月美元指数由 97.57 一度上升至 102.68。**二是**中美经贸摩擦再起波澜，导致市场预期不稳。5 月以来美国施压手段逐渐由关税向科技、人才交

流、投资限制等方面扩展，对人民币汇率产生贬值压力，CFETS 人民币汇率指数呈下跌趋势。**三是**近期市场对于人民币的预期总体趋稳，贬值压力缓解。虽然人民币汇率波动走贬，但并未出现结售汇波动。银行代客结售汇差额由 2019 年 12 月的 36.39 亿美元上升至 2020 年 4 月的 120.14 亿美元，连续 5 个月保持顺差，并创 2019 年 1 月以来新高。3 月银行代客涉外收付款虽然呈现逆差，主要是外部流动性趋紧导致证券投资项下跨境人民币净流出增多，但是 4 月以来银行代客涉外收支基本平衡（图 26）。

图 25：汇率与美元指数走势

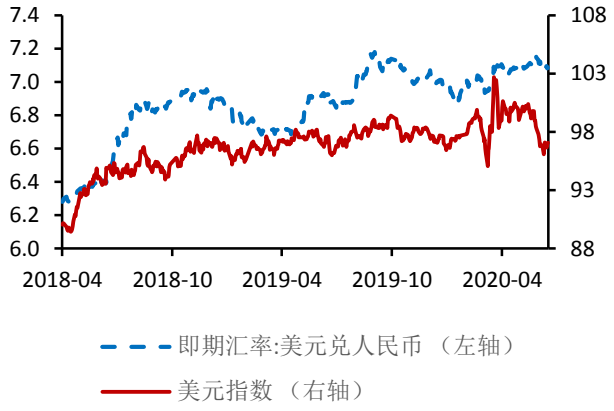
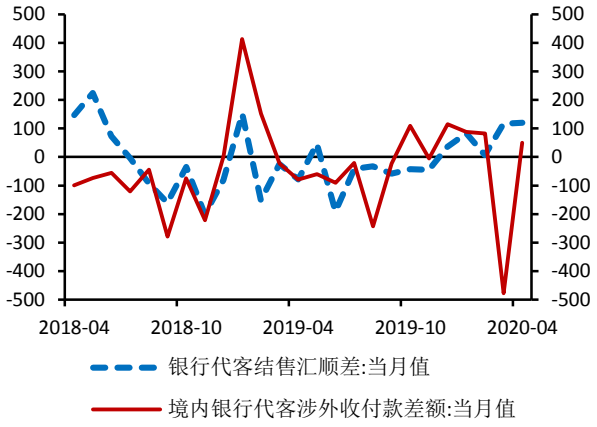


图 26：银行结售汇和收付款差额（亿美元）



资料来源：Wind，中国银行研究院

（二）下半年金融形势展望

展望下半年，疫情仍是主导金融市场走势的最重要变量，全球金融市场仍将运行在高度不确定性环境中。当前，“第二波”疫情有所缓和（主要指 3 月份以来，美国、欧洲等地区新冠疫情患者快速增加的情况），“第三波”疫情仍在升级（主要指 5 月份以来，印度、巴西等地区新冠疫情患者快速增加的情况），中国个别城市也出现了疫情反复的新情况，全球经济复苏之路依然艰难曲折，金融市场信心依然脆弱而敏感。近期全球市场风险偏好有所上升，这主要与全球各国复工复产工作逐渐推进以及各国宽松政策的持续推进有关。6 月，美联

储宣布扩大债券购买计划，叠加美国万亿基础设施计划和美国可能允许华为公司参与 5G 标准制定消息。欧央行表示，宽松的货币政策将维持很长一段时间，增加 PEPP（疫情紧急资产购买计划）购买规模，并延长其投资期限至 2022 年底。日本央行将特别贷款计划规模由 75 万亿日元增加至 110 万亿日元和无上限提供日元、外汇基金拨备。

从中国来看，中国经济表现好于多数国家，这将为中国金融市场提供支撑。根据我们的预测，2020 年全球 GDP 可能萎缩 6.7%，在主要经济体中，只有中国经济 2020 年将维持正增长。考虑到货币政策将维持宽松基调，货币信贷投放仍将高位增长。但由于中国信贷增长的季度性特征，新增信贷相比上半年或将有所回落。从金融市场角度看，当前中美利差仍处于历史高位，中国金融市场对境外资本的吸引力较大，下半年人民币汇率保持稳定，股市平稳运行的有利因素增多，债市继续高位盘整。总的来看，下半年股市发展机会或将大于债券市场。

1. 货币信贷保持高速增长，中小企业融资环境不断改善

2020 年《政府工作报告》提出今年货币社融增速要明显高于去年，随着货币及财政政策的不断发力，未来货币信贷将继续保持高速增长，中小企业也将获得政策的较大支持。**一是**经济下行压力依然较大，货币政策将持续发力。一季度中国 GDP 同比下降 6.8%，为近 45 年以来最低。在国内外疫情持续发酵的背景下，货币政策将根据最新情况不断加大对实体经济的资金支持，同时鼓励银行通过下调贷款利率和减少收费等方式促进企业融资成本的下行（6 月 17 日国务院常务会议提出金融系统全年要为各类企业合理让利 1.5 万亿元），帮助企业渡过难关，避免破产潮、失业潮的产生。**二是**消费、投资不断修复，信贷需求逐渐提升。**三是**中小企业融资会受到政策更多扶持。未来中小企业的融资依然是政策支持的重点，主要原因有两个方面。一方面，当前中小企业是经济发展的重要部分，贡献了 60%以上 GDP，80%以上的就业。中小企业受疫情冲

击较大，亟需资金的支持渡过难关。另一方面，疫情冲击下中国就业形势十分严峻。中小企业作为提供就业岗位的主力军，其发展直接影响国内就业形势。为实现“六保”，促进“六稳”，政策将更多向中小企业倾斜，中小企业融资环境将不断改善。

2.货币市场流动性持续宽裕，市场利率将保持平稳运行

展望下半年，市场流动性将保持合理充裕，货币市场利率将平稳运行。**一方面，**货币政策将与财政政策积极配合，避免政府债券集中发行对流动性带来冲击。当前积极的财政政策是提升有效需求的有力抓手，但积极的财政政策若没有货币政策的配合会带来流动性短缺，导致利率上升。未来货币政策将积极与财政政策积极协调，充分保障流动性的合理宽裕，防止利率出现大幅波动。**另一方面，**货币政策传导效率不断提升。6 月 1 日，人民银行推出了中小微企业贷款阶段性延期还本付息政策、普惠小微企业信用贷款支持计划这两项新的直达实体经济的货币信贷政策工具，缩减了传统货币政策的政策时滞，增加了结构性货币政策的精准程度，提升了货币政策传导效率。

3．债券市场难有明显利好因素，整体呈现高位盘整

下半年，内外形势不确定性依然较大，对债券市场形成利好。与此同时，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，这有利于资本流入，对国内债券市场形成支撑。但以下因素将对债券市场产生下拉作用。**一是**货币政策难以进一步大幅放松。近期，监管部门负责人表示中国“不会搞大水漫灌，更不会搞赤字货币化和负利率”，这可能意味着货币政策难以继续大幅放松。**二是**债券供给持续增加。下半年，为配合积极财政政策的实施，1 万亿元特别国债将于 7 月底前完成发行（6 月中旬已经完成了部分发行），新增的 1.6 万亿元地方专项债也将在下半年发行，二者合计规模与上半年相当。**三是**部分理财资金可能减少对债券的配置。受前期债券市场调整影响，目前已有近 20 支银行理财

产品出现净值为负的情况（这主要与资管新规之后，理财产品净值需要及时反映市场波动的影响），这对那些长期习惯于保本的投资者将产生较大的心理冲击，进而减少购买债券类理财产品。2018 年银行理财总规模达 32.1 万亿元。受资管新规影响，2019 年银行理财规模稳中趋降（降至约 31 万亿元），其中投资于债券的比重约为 56%，即使只有小部分比例理财资金降低配置债券资金，其也足以抵消外资流入带来的资金增量。总的来看，下半年债券市场难有明显利好因素，整体将呈现高位盘整态势。

4. 多方不确定性因素交织，股市继续震荡走势

在不同力量博弈下，下半年 A 股将持续震荡，走势大概率好于上半年。**利多因素**主要有：**一是**经济基本面的恢复将给 A 股带来较强支撑。随着疫后经济秩序逐渐回归正常、宏观逆周期调控力度加大，下半年中国经济增速有望持续回升，企业盈利情况将好转。**二是**股市流动性相对充裕。货币政策将保持偏宽趋势，降准、降息仍有空间。中国市场对外资具有较强的吸引力，外资布局 A 股将进一步提速。**利空因素**主要有：**一是**疫情发展不确定性依然较大，对经济恢复形成掣肘。国际方面，巴西、印度等“第三波疫情国家”形势尚不明朗；国内方面，“外防输入、内防反弹”依然严峻。**二是**中美博弈的持续将对市场情绪产生明显扰动。随着美国大选来临，将加剧中美关系复杂化，影响将波及经贸、科技、地缘政治等多重领域。

5．人民币兑美元汇率将在双向波动中保持稳定

下半年，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定既面临有利因素，也面临不利的变化。**第一**，宏观经济方面，目前中国疫情防控形势持续向好，复工复产扎实推进，在财政政策和货币政策的双发力作用下，5 月经济指标持续改善。虽有偶发性疫情，但经济社会全面恢复趋势不可逆转。此外，海外疫情在二季度进入全面暴发期，中国经济恢复速度领先世界，有望成为拉动全球

经济增长的主导力量，对人民币汇率保持稳定提供支撑。**第二，**国际货币环境方面，中美利差有望维持高位。为应对疫情对经济造成的负面冲击，美国推出零利率及无上限量化宽松政策，中美利率水平显著走扩，进而大幅提升人民币资产对境外投资者的吸引力。随着中国加速扩大和深化对外开放，不断释放制度红利，中国金融市场的吸引力将进一步增强，提升人民币资产的估值中枢。**第三，**中美经贸摩擦将是最大不确定性变量，若摩擦进一步升级，将加大人民币走贬压力。整体而言，下半年人民币兑美元汇率将在双向波动中保持稳定，双向波动幅度预计较大。**第四，**美国 11 月总统大选或将在美元走势方面发挥重要作用。根据以往经验，若美国现任总统特朗普成功连任，则美元会出现强势上升，从而导致其他国家货币相对弱势。

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)	Q2 (E)	Q3 (F)	全年 (F)
GDP	6.7	6.8	6.6	6.1	-6.8	2.8	5.2	2.5
规模以上工业增加值	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4	4.3	5.0	2.3
服务业增加值	7.8	8.0	7.6	6.9	-5.2	2.0	5.5	3.0
固定资产投资额（累计）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1	2.5	5.5	5.0
消费品零售总额	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0	-3.1	3.0	0.5
出口	-7.7	7.9	9.9	0.5	-13.3	1.0	1.5	-1.0
进口	-5.5	16.1	15.8	-2.7	-2.9	-9.6	-6.0	-4.0
居民消费价格指数（CPI）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9	2.6	1.5	2.5
工业品出厂价格指数（PPI）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6	-3.6	-3.0	-2.5
广义货币（M2，期末）	11.3	8.1	8.1	8.7	10.1	11.1	11.0	11.0
社会融资规模（存量）	12.8	14.1	10.3	10.7	11.5	12.5	12.4	12.3

资料来源：中国银行研究院

三、宏观经济政策取向

中国经济发展面临的国内外环境在发生巨大变化。如果说，过去 40 年，中国经济快速发展面临的是非常显著的全球化的过程的话，那么现在和未来一段

时间，逆全球化趋势将越来越明显。尤其是这次新冠疫情在全球的大流行（已经造成 1000 多万人确诊感染，50 多万人失去生命），使全球生产制造、消费、贸易、交通、旅游、物流、餐饮、文化、投资和金融等众多经济活动被迫停止，全球经济遭受着前所未有的巨大的、复杂的和系统的打击，这将使逆全球化趋势更加明显。逆全球化时代，市场化放缓，甚至在部分经济体部分领域出现倒退；全球产业链、价值链萎缩甚至断裂风险上升；经济和政治的地位和作用“此消彼长”；全球治理碎片化、双边化和区域化，正在取代一体化。这是这个时代正在发生的最为根本性的变化。

对中国而言，最近有关构建“双循环”发展新格局成为大家热议的话题。5 月 14 日，中央政治局常委会指出，要深化供给侧结构性改革，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。6 月 18 日，刘鹤副总理在第十二届陆家嘴论坛上致辞中也指出，“一个以国内循环为主、国际国内互促的双循环发展的新格局正在形成”。实际上，在过去，中国经济主要由“出口-工业生产-投资”形成的外循环主导；在现在和未来，外需变得越来越难，由“消费-投资-出口”形成的内循环将发挥更大的作用。未来，中国要更大地发挥内循环的作用，但并非说不要外循环，而是要加快实现内外两个循环的“双轮驱动”，共同促进中国经济的行稳致远。下半年宏观政策取向：

（一）财政政策更加积极有为，着力提高公共投资有效性

一是加快下达剩余地方专项债额度，尽快形成实物工作量，并发挥财政资金的杠杆作用，撬动更多资金，更好地发挥基建投资对经济恢复的助推作用。2020 年地方政府专项债规模为 3.75 万亿元。截至目前，财政部已分三批下达共 2.29 万亿元的专项债额度，未来剩余的 1.46 万亿元额度将加快下达，并进一步优化专项债的投向，更多地投向重大基建项目，同时提高作为项目资本金的比例，使得专项债发挥更大作用，加快基建投资增速回升，以基建投资助推经济恢复至正常水平。

二是在扩大公共投资的同时，着力提高公共投资有效性。一方面，政府主导的公共投资更加聚焦于促消费惠民生、调结构增后劲的“两新一重”领域，以及新型城镇化相关领域。另一方面，加快更多领域向社会资本开放，健全市场化投融资机制，积极鼓励社会资本参与，减少政府投资对社会资本的挤出效应。

（二）货币政策更加注重直达实体经济，降准仍将是政策选项

货币政策将坚持宽松取向，但在操作上更加注重结构化取向和直达实体经济。值得注意的是，近期政府高层在上海陆家嘴论坛上表示，疫情还可能在一段较长时期内与我们的生活并行共存，应当为今后预留一定的政策空间。我们不会搞大水漫灌，更不会搞赤字货币化和负利率。这表明下半年货币政策难以大幅宽松，降准次数将少于上半年。

一是从经济基本面、流动性缺口、金融稳定等多个角度观察，未来降准概率依然较大。当前中国经济复苏力度较弱，无论是消费还是投资的恢复都还不明显，对外贸易仍然承受着较大的压力，需要货币政策延续宽松基调。与此同时，考虑到特别国债发行、地方专项债的大规模发行要求金融机构增加对这些资产的配置，这都将带来较大的流动性缺口，需要补充流动性。此外，5 月以来债券市场利率的持续上行主要与货币市场流动性阶段性紧张有关。债市波动不仅对金融稳定带来了不利影响，也加大企业通过债市融资的压力。因此，保持流动性合理充裕不仅是满足实体经济恢复的必要之举，更是维护金融市场信心的必要之举。

二是鼓励银行让利于企，以促进企业融资成本下行。近期国务院常务会议提出，要抓住合理让利这个关键，鼓励银行通过下降贷款利率和减少收费等方式以促进企业融资成本下行，并提出金融系统全年各类企业合理让利 1.5 万亿元目标。从这个意义看，政府更多的是希望银行让利而不是下调存款基准利率

等方式以降低企业融资成本，这主要与近期资金套利现象有所增多有关，预计短期内调降存款基准利率的可能性下降。

三是继续创新直达实体经济的货币政策，重点支持中小企业。6 月，中国已推出普惠小微金融企业贷款延期支持工具和普惠小微企业信用贷款支持计划这两项新的货币政策工具，旨在让金融的活水直达中小企业。未来，还可考虑建立特别融资便利支持特定企业、增加特别再贷款、扩充合格抵押品范围等工具以支持实体经济。

（三）既要加大力度稳住市场主体，又要加快推动产业链转型升级

一是明显降低企业负担，以稳企业来保就业。稳企业是保就业的基础，未来将进一步把减税降费落实到企业，确保完成全年为企业新增减负超过 2.5 万亿元目标。同时出台更多政策支持和鼓励各界对中小企业减免、缓收租金，推动降低企业生产经营成本。

二是提高出口企业竞争力和推进出口转内销双管齐下，帮助出口企业渡过难关。针对当前及未来一段时间内，外需萎缩、出口企业生存困难的局面，一方面，更多优惠政策将相继出台，加快发展跨境电商等贸易新业态，提高出口效率、降低出口成本，提升中国出口企业的国际竞争力。另一方面，在国内消费市场扩容提质的背景下，推动出口企业转内销既有利于帮助企业生存和发展，也有利于更好地满足国内居民消费升级需求。未来将进一步加大出口企业转内销税收支持力度，例如扩大内销选择性征收关税政策试点范围等，帮助出口企业开拓国内市场。

三是加大基础性新兴产业支持力度，推动产业链转型升级。对于智能制造、工业互联网等创新要求高、基础性强的新兴产业，未来将采用加大税收优惠力度等方式，进一步引导企业增加研发投入，并以机制体制改革促进产学研融通创新和科技成果转化，从而加快制造业产业链转型升级。

（四）坚持房住不炒调控主基调，房地产调控放松的可能性较小

预计，未来坚持房地产调控将坚持“房住不炒”的调控主基调。两会期间，中央再次强调“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位”，限购、限贷政策难以放松且更加注重资金流向监控，防止各类资金违规进入楼市。与此同时，为助于房地产投资保持平稳，房地产调控将更加注重优化供给政策：一方面，加大城市老旧小区改造，增加房地产投资供给。另一方面，多措并举，帮助企业回笼资金。允许房地产企业延期或分期缴纳土地出让金，放宽预售标准条件，加快销售审批和降低税费等。

四、专题研究

专题一：基础设施 REITs 起航，基建投资模式进入新时代

2020 年 4 月 30 日，证监会、国家发改委联合发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》（证监发〔2020〕40 号），明确了基础设施 REITs 试点的基本原则、试点项目要求及试点工作安排。同时，证监会就《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》（征求意见稿）公开征求意见。这两份文件标志着中国境内基础设施领域公募 REITs 试点正式起步。

（一）基础设施 REITs 的特点及运作模式

REITs（Real Estate Investment Trusts）是一种以不动产为底层资产的权益投资产品。基础设施 REITs 就是指以基础设施为底层资产的权益投资产品。REITs 通过发行股份或收益凭证的方式设立投资公司或募集资金，将资金投资于不动产等领域，并由专门投资机构进行管理，将投资综合收益按比例分配给投资者。一般情况下，投资人能以较低门槛参与，获得市场交易、租金与增值所带来的收益。

REITs 最早于 20 世纪 60 年代在美国发行，最初的发行目的是为了盘活存

量地产，并为更多投资者提供间接投资房地产的方式。2000 年以来，全球范围内 REITs 蓬勃发展，市场规模不断扩大。根据欧洲房地产协会（EPRA）统计，截至 2020 年 3 月，全球 REITs 数量达 827 只，总市值规模达 1.52 万亿美元左右，主要分布在美国、日本、英国、澳大利亚、新加坡等国（表 3）。美国是当前 REITs 总规模最高的国家，其 REITs 总规模已高达 1 万亿美元左右，约占全球 REITs 总规模的 65%。美国自 2012 年起开始发行基础设施 REITs，目前基础设施 REITs 规模约占美国 REITs 总规模的 16%左右。

表 3：全球主要国家 REITs 数量和市值规模

国家	REITs 数量（个）	REITs 市值（亿美元）	REITs 占股票市值比重（%）
美国	189	9755.6	3.61
日本	66	1153.8	3.86
英国	53	614.7	3.08
澳大利亚	45	578.9	6.44
新加坡	37	540.3	26.74
加拿大	46	459.5	3.14
法国	28	428.8	2.34
中国香港	10	263.1	4.09
西班牙	76	228.1	5.31
比利时	17	187.6	8.75
德国	6	43.6	5.43
新西兰	6	40.4	7.87
韩国	9	19.3	0.21
合计	827	15128	4.14

资料来源：Wind，中国银行研究院

REITs 发展至今，已成为世界通行的主流投资产品之一。REITs 的底层资产也已拓展至仓储物流、收费公路、水电气热、污水处理等较多领域。REITs 在不断发展过程中形成了多种不同类型的产品，其在资金投向、资金募集方式、组织形式、运作方式等诸多方面各有特点（表 4），以满足各种不同需求。

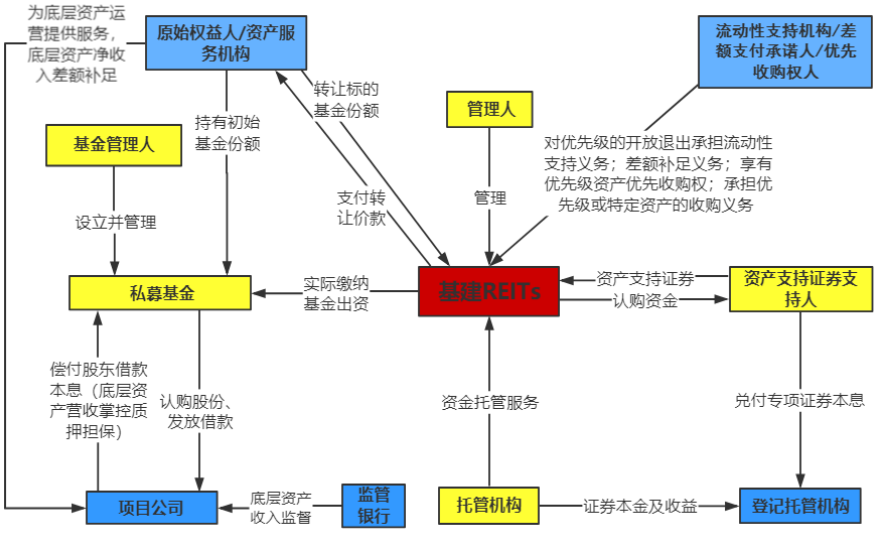
表 4：不同类型 REITs 的特点

划分方式	类型	特点
资金投向	权益型	拥有并经营收益型不动产，同时提供物业管理服务。收益来自租金和不动产的增值，受经营状况影响较大
	抵押型	直接向不动产所有者或开发商提供抵押信贷，或者通过购买抵押贷款支持证券间接提供融资，其主要收入来源为贷款利息，受利率影响较大
	混合型	既拥有和经营不动产，又向不动产所有者和开发商提供资金，是权益型和抵押型的混合
资金募集方式	公募	在公开的证券市场上，向广大投资者进行资金募集，募集的资金量大，起步的资金额较低
	私募	以不公开的方式向少数、特定的投资者募集资金
组织形式	公司型	依《公司法》成立，并作为主体发行股份募集资金，依照法律和公司章程投资不动产物业，收益来源于股利
	信托型	依信托契约发行受益凭证，并以募集资金投资不动产物业。收益来源于基金分红、信托收益
运作方式	封闭型	存续期内份额不变，不允许随意追加股份和赎回
	开放型	存续期内份额可变，允许投资者随时买入和赎回

数据来源：《中国公募 REITs 发展白皮书》，中国银行研究院

基础设施 REITs 的主要参与者与交易资金流向如图 27 所示。作为 REITs 产品中的一种，基础设施 REITs 与其他 REITs 产品存在一定的差别。

图 27：基础设施 REITs 交易资金流向图



资料来源：Wind，中国银行研究院

一是底层资产所有权和流动性不同。基础设施 REITs 的底层资产为基础设

施，根据《物权法》规定基础设施为国家所有，一般不会发生交易。基础设施 REITs 产品的持有人只拥有底层资产的使用权。商业物业的交易限制较少、交易行为活跃，商业物业类 REITs 产品的持有人一般拥有底层资产的所有权。

二是产品估值方法和价值走势不同。基础设施的收益一般由国家制定，通常在特许经营权到期后自动停止，因此基础设施 REITs 仅可采用收益法进行估值，即把未来特定期限内（特许经营权到期前）的现金流按照一定折现率折现，得到资产估值，通常估值逐年降低。而商业物业类 REITs 则可采用收益法和比较法，当前市场中采用这两种方法的商业物业类 REITs 大约各占一半。近年来国内各类物业价值保持上升趋势，商业物业类 REITs 估值价值也稳中有升。

三是风险和收益不同。基础设施 REITs 的收益主要来自未来基础设施稳定的经营收入，因此风险较低；但同时，基础设施项目多以公益服务性目的为主，收益也相对不高。因此，基础设施 REITs 主要为低风险、低收益产品。相反，商业物业的经营管理主要以盈利为目的，其经营效率和盈利能力相对较强，但同时风险也较高。因此，商业物业类 REITs 产品的收益和风险也相对较高。

（二）中国当前“类 REITs”产品发行情况

尽管境内物业在 10 年前就已在香港等离岸市场发行 REITs 产品，但受政策法规、税务等多方面限制，截至目前，中国境内尚未发行过符合国际市场标准的真正意义上的公募 REITs。境内已发行的主要是各种“类 REITs”产品。根据 REITs 研究中心统计数据显示，2019 年境内发行“类 REITs”产品 24 只，总金额约 488 亿元；截至 2019 年底境内共发行“类 REITs”产品 68 只，总金额超过 1400 亿元。这些“类 REITs”产品中，底层资产为购物中心、写字楼、零售门店、租赁住房和酒店占比较高，分别占 27%、26%、18%、11%和 10%；而底层资产为基础设施的仅有 3 只（表 5）。

表 5：中国已发行的基础设施“类 REITs”产品

发行时间	项目名称	交易场所	发行规模	原始权益人	底层资产
2019.6.28	上海广朔实业有限公司2019年第一期光证资产支持票据	银行间债券市场	70亿元	上海广朔实业有限公司	沿海高速秦皇岛至冀津界段
2019.9.24	中联基金-浙商资管-沪杭甬徽杭高速资产支持专项计划	上海证券交易所	20.13亿元	浙江沪杭甬高速公路股份有限公司	沪杭甬徽杭段高速公路
2019.12.27	华泰-四川高速隆纳高速公路资产支持专项计划	深圳证券交易所	19.77亿元	四川高速公路建设开发集团有限公司	隆纳高速公路

资料来源：Wind，中国银行研究院

当前境内已发行的“类 REITs”产品与国际标准 REITs 在产品结构、产品期限、募集方式、增信措施、投资范围，以及项目管理、收益和退出方式等诸多方面存在较大差异（表 6）。

表 6：中国现存“类 REITs”产品和国际标准 REITs 产品对比

	中国“类 REITs”产品	国际标准 REITs 产品
产品结构	以“资产支持专项计划+私募基金”的形式持有标的的不动产股权	直接持有不动产
产品属性	以固定收益产品为主，权益型和混合型 REITs 占比较少	以权益型 REITs 为主，抵押型和混合型占比较低
产品期限	有到期日	永久存续
募集方式	私募为主	公募为主
二级市场流动性	较弱	较强
融资方式	产品本身不融资	银行贷款、发债和股票增发
增信措施	多有租金差额补足增信，大部分产品通过主体回购为本金偿付增信	较少，极少部分产品有租金差额补足增信
投资范围	项目公司的股权或债权，监管规定的其他合格投资品	不动产项目或不动产相关的股票、债券、贷款，其他 REITs 或 CMBS 等
不动产管理方式	被动管理	主动管理
收益实现方式	优先级固定收益、次级剩余收益	分红及资本增值
退出方式	持有到期项目方回购、处置或清算，也可通过二级市场交易退出，但市场流动性较弱，退出难度较大	二级市场证券交易，退出更加灵活

资料来源：Wind，中国银行研究院

（三）本次基础设施 REITs 试点政策突出“一对标，三聚焦”

近年来，中国基础设施 REITs 支持政策相继出台（表 7），本次基础设施 REITs 试点政策可概括为“一对标、三聚焦”。“一对标”指的是此次政策对标海

外成熟市场。“三聚焦”，一是聚焦京津冀、长江经济带、雄安新区、粤港澳大湾区、海南、长三角等重点发展区域；二是聚焦仓储、物流、水电等基础设施补短板行业和信息网络等新型基础设施；三是聚焦现金流稳定的优质项目。

表 7：近几年中国基础设施 REITs 支持政策推进一览表

日期	文件/会议	内容
2016/12/26	《推进传统基础设施领域政府和社会资本合作（PPP）项目资产证券化相关工作的通知》	共同推动不动产投资信托基金（REITs），进一步支持传统基础设施项目建设
2017/06/07	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》	共同推动不动产投资信托基金（REITs），进一步支持传统基础设施项目建设
2018/11/23	第四届中国 PPP 融资论坛	上交所副总经理刘绍统：目前相关的金融监管部门正在研究基础设施类 REITs 相关的制度和推进方式
2019/5/27	国家发改委投资司发文，介绍了浙江省探索基础设施公募 REITs 制度	浙江省促进民间投资下一步工作打算中，包括加大 PPP 模式规范推广力度，研究设立浙江省千亿级基础设施投资基金，探索基础设施公募 REITs 制度，有效盘活基础设施存量资产，化解地方债务风险，破解融资难题
2019/06/27	中国 REITs 论坛 2019 年年会	国家发展改革委投资司副司长韩志峰：推动基础设施 REITs 具有重要意义，基础设施 REITs 盘活存量资产收回的资金，可以为新的补短板项目提供资本金，形成投资良性循环
2019/11/12	2019 中新（重庆）战略性互联互通示范项目金融峰会	证监会副主席阎庆民：证监会正会同相关部委，研究推进在国家政策重点支持区域的公募 REITs 试点工作，支持中新产业园区等新加坡在华投资基础设施项目通过公募 REITs 融资
2019/12/17	2019（第十一届）卓越竞争力金融峰会	证监会公司债券监管部副主任刘榕：下一步将会继续会同相关部门，积极推动基础设施领域 REITs 的发行试点工作，盘活存量增长，创新投融资机制
2020/01/16	2020 年证监会系统工作会议	稳妥推动基础设施 REITs 试点
2020/04/30	《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》	正式启动基础设施领域的公募 REITs 试点工作，明确了基础设施 REITs 试点的原则、试点项目要求和试点工作安排
2020/04/30	《公开募集基础设施证券投资基金指 引(试行)》（征求意见稿）	明确产品定义与结构、管理人与托管人等机构主体的专业胜任要求、基金份额发售方式、规范基金投资管理与项目运营管理、强化监督管理

资料来源：Wind，中国银行研究院

此次试点推出的公募基础设施 REITs，主要有以下三大特点。

一是采用“公募+单一基础设施 ABS”模式。通过 ABS 和项目公司等特殊目的载体穿透取得基础设施项目完全所有权或特许经营权。80%以上基金资产

持有单一基础设施 ABS 全部份额，基础设施 ABS 持有基础设施项目公司全部股权，为股权型 REITs。底层资产为基础设施项目，包括仓储物流，收费公路、机场港口等交通设施，水电气热等市政设施，产业园区等其他基础设施，不含住宅和商业地产。此外，每个 REITs 产品仅能投资单一基建项目，确保底层资产具有高透明度。

二是基金产品采用封闭式管理，以获取基建项目租金、收费等稳定现金流为主要目的，分红标准与国际标准 REITs 看齐。采取封闭式运作模式，收益分配比例不低于基金年度可供分配利润的 90%。同时，为保证流动性，允许其在二级市场上市交易，但可能存在一定估值波动。

三是公募基金管理人为主要责任主体。公募基金管理人承担起 REITs 投资募资、专业化管理、运营维护和投后监控等事项。基金管理人和托管人需满足一系列严格的专业条件。事实上，项目控制权掌握在公募基金手上，因此，需要公募基金有主动管理项目的能力，这将给传统以二级市场投资交易为主业的公募管理带来一定挑战。

（四）基础设施 REITs 试点对各方带来的影响

1. 有助于控制地方政府债务增量，并缓解存量债务压力

对于新建基建项目，基础设施 REITs 可在一定程度上替代政府资金，减小地方政府在扩大基建投资时的新举债规模。

对于存量基建项目，由于基建投资不仅资金量大，且回报周期长，对于地方政府而言存量基建项目无法及时变现。基础设施 REITs 可通过存量资产收购或与 PPP 机制相结合引入更广泛的投资资金，置换出存量基建项目中的国有资本，降低地方政府对于债务融资的依赖，提高基建资产的流动性和盈利能力。

2. 丰富资本市场投资品种，推动基建融资利率市场化

对于机构投资者，基础设施 REITs 可推动社保、保险、养老等资金，以及公募私募基金等投资于优质基建资产，更好地满足长期安全性与回报率要求。**对于个人投资者**，个人投资者可通过投资基础设施 REITs 的方式间接投资于基建项目。因此，基础设施 REITs 为个人投资者提供了一种高分红、高收益风险比的长期投资工具，扩充了个人投资者的投资范围。此外，基础设施 REITs 还可加强社会公众对基建项目的参与感，加强公众对基建项目建设和运营的监督。

此外，当前基础设施领域的融资市场主要参与者是银行和地方政府，其中地方政府议价能力更强，因而贷款价格往往参照贷款基准利率，以较低的利率水平完成融资，从而扭曲了贷款风险定价结构。本次基础设施 REITs 试点中，十分重要的一个制度设计是允许符合条件的基础设施 REITs 向证券交易所申请上市交易。未来随着越来越多的二级投资者在市场上交易，将逐步改善以往的买方市场格局，形成基础设施领域的市场化融资价格。

3. 促进基建行业长期健康发展

一是存量基建资产运营向精细化、专业化方向迈进。优质的存量基础设施资产 REITs 化，通常会引入专业的该类资产运营机构，资产增值将成为首要目的，其运营也将向精细化、专业化方向迈进。

二是基建投资资金来源明显拓宽。当前国内基建投资资金主要来源于自筹资金，包括政府性基金、城投债、PPP、非标等。近年来由于地方政府性基金增速下滑、地方政府融资管控加强、资管新规限制非标融资发展等原因，基建投资的自筹资金来源受到一定限制。基础设施 REITs 能够通过权益化融资的方式盘活存量基础设施资产，募集的资金以资本金的形式参与基建投资，可撬动更多增量基建投资资金，能够为基建投资补充可观资金来源。

三是提供资产价格锚，提升社会资本参与基建投资热情。基建资产 REITs

化后，其信息披露透明化程度将明显提升，借助资本市场公开透明的定价机制，有助于形成基建资产的价格锚，叠加 REITs 化带来的项目退出路径拓宽，未来将提升社会资本参与基础设施投资的热情。

4. 有助于改善建筑企业的商业模式和资产负债表

建筑行业是典型的重资产行业，其商业模式为加杠杆垫资施工。由于单个项目对资金需求较大，因此建筑企业往往对银行贷款需求较强，表现为具有较高的资产负债率。此外，近年来建筑企业涉足大量 PPP 项目，当前在外部融资环境趋紧、在手 PPP 项目逐渐进入移交期的情况下，建筑企业资金压力加大、融资趋难。基础设施 REITs 一方面拓宽基建融资渠道、利好基建新项目落地及存量项目推进；另一方面可盘活建筑公司在手存量资产，提高企业的资产周转效率，改善经营现金流，降低资产负债率，提升 ROE，从而有助于建筑企业可持续发展。

（五）未来基础设施 REITs 推广需要突破的困难

一是项目层面优质资产筛选难度较高。本次试点优先支持基础设施补短板行业，包括仓储物流、收费公路等交通设施，水电气热等市政工程，城镇污水垃圾处理、固废危废处理等污染治理等基础设施项目。一方面，这些项目普遍具有投资回收期长、持有期收益低等问题，而资产证券化要求具有较好收益的优质资产。另一方面，权益型的资产证券化产品除了注重稳定的现金流和分红外，对产品价值未来的升值性也有一定期待，例如房地产 REITs 的投资者可能预期其基础资产有较好的升值空间。而基建资产未来升值的空间相对有限，且部分基础设施 REITs 有经营期限限制，这也将对 REITs 产品定价形成挑战。

二是复杂的产品交易结构带来的产品设计成本高等问题。“公募基金-ABS-私募基金-项目公司-基础资产”的产品模式设计包含了项目公司和两层嵌套产品（ABS 和私募基金）。这一复杂的交易结构将增大实际操作难度，同时也会导

致通道费侵蚀投资回报等问题。

三是对公募基金的运营管理和维护能力提出了更高要求。“公募基金+ABS”模式具有法律障碍小、可操作性强等优点，但对于管理人在公募基金发行期的项目筛选能力以及在运营期的项目运营能力都提出了更高要求。美国、香港、新加坡等 REITs 成熟市场拥有较多专业机构担任基金管理人，而中国培养相关专业中介机构、不动产资产管理人才仍需要一定时间。

四是相关税收优惠政策仍需探索。在中国设立 REITs 通常需要对不动产进行资产重组，并被视为交易行为，需缴纳增值税、土地增值税等税费，而在境外 REITs 没有增值税、土地增值税等税负较重征税项目。境外 REITs 在缴纳所得税以及分红环节等实施不同程度的优惠政策，可供未来国内税收优惠政策设计借鉴。

专题二：疫情背景下地方政府债务最新发展及建议

近年来，中国经济面临的内外部环境不断恶化，经济下行压力不断增大，发行地方政府债券已成为财政政策提升有效需求的重要手段。当前地方政府债券发行呈现出规模增加、期限延长、利率下行的特点，成为地方政府举债最主要方式。疫情之下，地方政府财政收支矛盾上升，地方政府偿债压力加大，隐性债务风险依然存在。未来既要客观认识中国地方政府债务风险，避免因噎废食，过度夸大中国地方政府债务问题，又要不断完善地方债的风险预警机制、监管体系以及发行机制，提升地方债项目管理能力，有效提升地方债对经济的推动作用。

（一）2020 年中国地方政府债务管理政策新举措

1. 主要举措

近年来，中国不断强化了地方政府债券的逆周期调节功能。在较大幅度增

加地方政府债券规模的基础上，加强宏观政策协调配合，不断促进宏观经济良性循环及高质量发展。2020 年以来，地方政府债券管理政策主要涉及以下三个方面：

一是提前下发并增加地方政府债券发行额度。自 2018 年开始，财政部便开始提前下达新增地方债务额度，加快资金向项目投放的进度。2020 年《政府工作报告》提出拟安排地方政府专项债券 3.75 万亿元，比去年增加 1.6 万亿元，不断增加的地方债额度有利于补短板、稳投资、扩内需。

二是积极完善地方政府债券市场化发行机制。发行渠道方面，地方债券主要选择公开发行，机构及个人投资者均可购买，提升了投资主体的多元化，增加了债券的流动性。**发行定价方面，**在评级机构的参与下，债券定价的市场化程度不断提升。发行期限方面，提高了长期债券的发行比例，原则上实现债券期限与项目期限相匹配。**债券使用范围方面，**拓宽地方政府债券使用范围，允许将专项债券资金作为符合条件的重大项目资本金，并保障在建项目的后续融资。

三是不断提升地方债风险管控举措。持续合理控制地方政府债务规模，“开前门，堵后门”，严控政府隐性债务并做好风险防范及化解，坚持举债要同偿债能力相匹配的原则。

表 8：近一年地方债务管理举措

时间	政策内容
2019.06	财政部、国家发改委、人民银行、审计署、银保监会和证监会《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》
2019.06	中共中央办公厅、国务院办公厅《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》
2019.09	国务院常务会议：“提前下达 2020 年专项债部分新增额度，并扩大使用范围；将专项债可用作项目资本金范围明确为符合重点投向的重大基础设施领域；以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20%左右”。
2019.11	国务院常务会议：“降低部分基础设施项目最低资本金比例”。
2019.11	财政部提前下达 2020 年部分新增专项债限额 1 万亿元。
2019.12	全国财政工作会议：“用好地方政府专项债券，规范地方政府举债融资行为，防范化解地方政府隐性债务风险；资金跟着项目走，优化债券投向结构，落实好扩大专项债券使用范围”
2019.12	财政部办公厅《关于启用地方政府新增专项债券项目信息披露模板的通知》（财办库〔2019〕364 号）
2020.02	财政部提前下达 2020 年新增地方政府债务限额 8480 亿元。
2020.04	财政部提出四项具体措施：一是要求各地按照中央提前下达的额度，抓紧发行。二是要选好项目。地方要根据中央确定的领域选择项目，特别是要把重点项目、迟早都要干的项目，以及拉动作用大的项目选出来，并报国家发改委和财政部进行审核把关。三是要求所有专项债券项目都必须合格合规，必须符合专项债券管理条件，即要用于有一定收益的公益性项目，项目要有融资收益平衡方案，确保在项目建设取得实效的同时防范风险。四要全程监管。按照专项债券穿透式监管的要求，全程跟踪了解专项债券发行使用情况，发现问题立即整改落实。
2020.05	2020 年《政府工作报告》拟安排地方政府专项债券 3.75 万亿元，比去年增加 1.6 万亿元。

资料来源：中国银行研究院

2. 发行概况

今年地方债券发行整体呈现出规模大、期限长和利率低的特点，充分反映出财政政策的积极导向。从发行规模来看，2020 年 1-5 月，中国地方债发行规模累计 31997 亿元，与去年同期相比增长了 65.14%。其中，发行一般债券 9448 亿元，发行专项债券 22549 亿元；按用途划分，发行新增债券 27024 亿元，发行再融资债券 4973 亿元。**从发行的期限来看，**2020 年 1-5 月，地方政府债券平均发行期限 15.2 年，与去年同期相比增加了 6.7 年。其中，一般债券为 15.2 年，专项债券为 15.2 年。**从发行利率来看，**地方政府债券平均发行利率为 3.27%，与去年同期相比下降了 17 个基点。其中，一般债券为 3.13%，专项债券为 3.33%。**从资金投向来看，**地方政府债券主要投向市政建设（29.61%）、教科文卫

（20.68%）、交通基础设施（20.52%）等公共属性较强的行业。

图 28：中国地方债投向

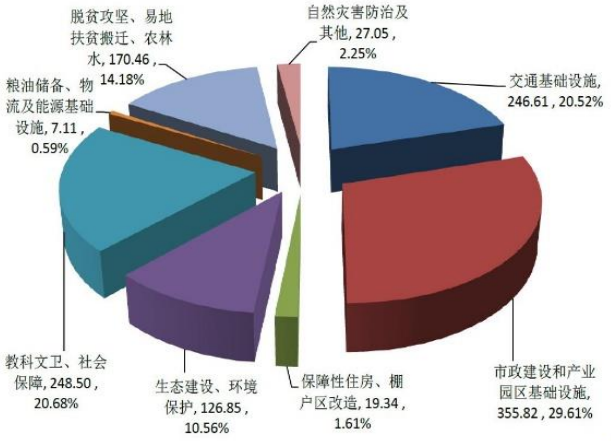
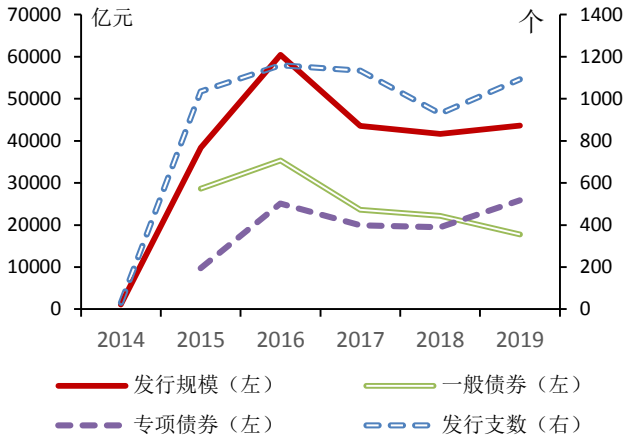


图 29：中国地方债发行规模



资料来源：财政部，中国银行研究院

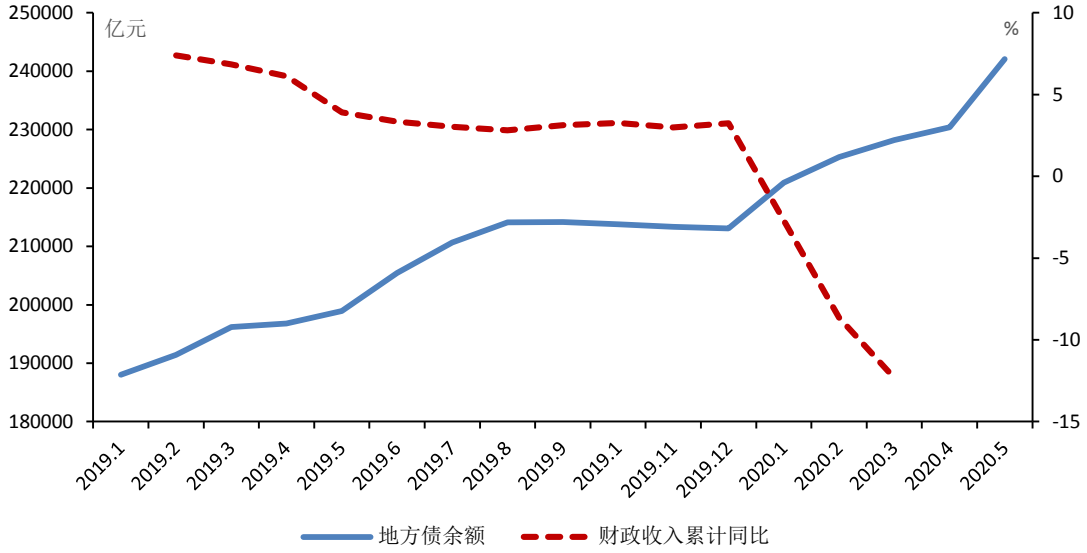
（二）当前中国地方债务管理面临的突出问题

1. 疫情之下地方政府偿债压力增大

近年来，中国地方债发行节奏加快，地方债已成为地方政府举债最主要方式。**从规模上来看，**地方债数量不断上升，偿债压力不断上升。截至 2019 年末，地方政府债券发行规模扩容，发行数量为 1093 支，与上年同期相比增加了 163 支；发行规模为 4.36 万亿元，与上年同期相比增加了 4.74%。其中，专项债券成为主要的发行品种，占比达到 59.33%（图 29）。

疫情之下，地方政府偿债压力不断加大。一方面，地方政府债务余额不断上升。截至 2020 年 5 月，全国地方政府债务余额为 24.2 万亿元，近三年的年均复合增长率为 13.75%。另一方面，地方政府的财政收入增速不断下降。截至 2020 年一季度，地方财政收入累计增速为-12.33%，与去年同期相比下降了 19.17 个百分点，财政收支压力不断上升（图 30）。此外，债务集中偿还压力也在不断加大。当前中国地方政府债券偿还期集中在 2020-2024 年的五年，年均到期 2.7 万亿元，占债务余额的 33.47%。

图 30：中国地方政府偿债压力不断加大

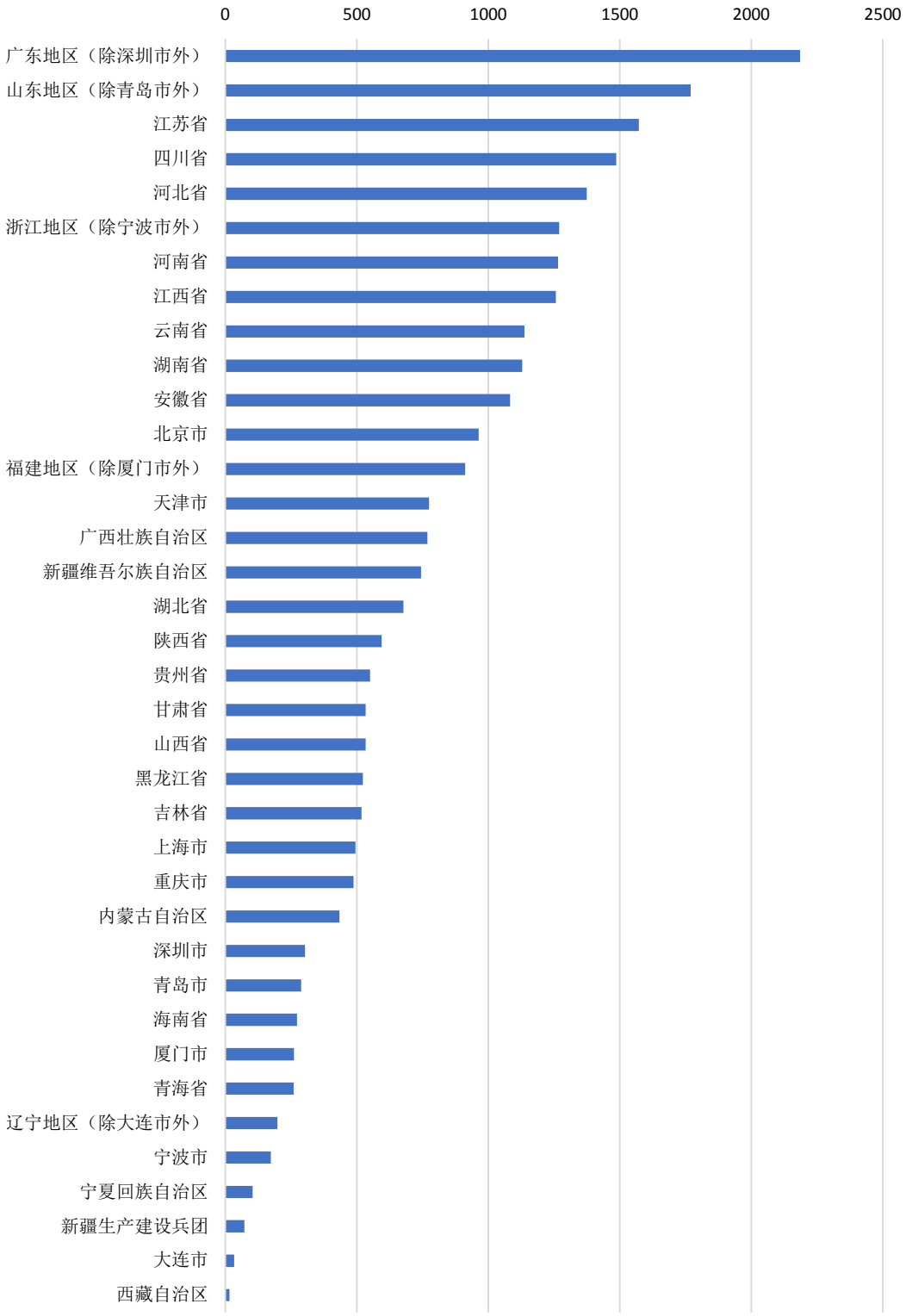


数据来源：Wind，中国银行研究院

2. 西部地区省份地方债债务风险较高

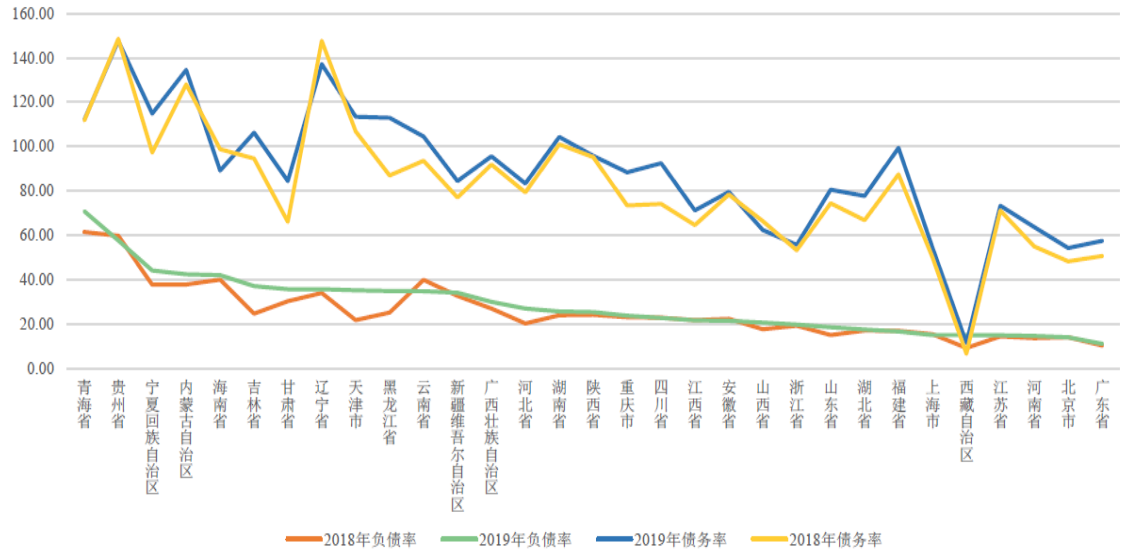
从规模来看，经济较为发达的东部地区省份债务规模较大，经济发展水平中等的中部地区省份债务规模相对较低。广东省、山东省、四川省、河南省、河北省和浙江省是地方政府债务规模排名靠前的省份（图 31）。**从地方政府负债率（地方政府债务余额/GDP）来看，**2019 年底负债率最高的地方政府为青海省（70.88%），高于警戒线（60%），其次为贵州省、宁夏和内蒙古，均超过 40%（图 32）。**从存量债券到期分布来看，**截至 2020 年 2 月 28 日深圳市、青海省、新疆区、山西省存量政府债券中长期限债券比重较高，5 年及以上到期债券占比超过 50%。贵州省、辽宁省、湖北省 1 年内到期的政府债券占比较高。

图 31：2020 年 1-5 月各地区地方债数量（亿元）



数据来源：财政部，中国银行研究院

图 32：不同地区地方政府负债率（%）



数据来源：联合资信，中国银行研究院

综上可知，以青海、贵州、宁夏和内蒙古为代表的西部地区政府债务风险较高。主要原因为：**一是西部地区地方政府对中央转移支付和税收返还依赖程度高。**受制于经济发展水平，西部地区财政收入中一般公共预算收入占比较低，需要中央财政转移支付的支持。截至 2019 年末，宁夏、新疆、甘肃、青海、西藏的一般公共预算收入占比分别为 31.1%、29.6%、23.1%、15.4%、11.2%，中央转移支付和税收返还占比分别为 60.3%、58.5%、66.3%、69.6%、84.45%。这导致地方经济建设资金需求与其财政实力不匹配，地方债债务风险较高。**二是部分地方政府盲目举债，投融资监管不当。**由于地方经济发展是中国政府考察机制中最重要的部分之一，地方政府为促进经济的短期增长，容易过度举债，导致地方政府债务风险不断增加。随着地方债务规模的不断增加，尤其是隐性债务的不断增长，地方财政收支压力与日俱增、负担沉重，同时造成未来政策调控空间的减少。

3. 地方隐性债务规模依旧庞大

“地方隐性债务”主要是指政府在法定政府债务限额之外直接或承诺以财

政资金偿还以及违法提供担保等方式举借的债务。由于隐性债务规模较为模糊，且并不一定形成优质资产，若任其无序增加，可能带来较大的债务风险。我们认为，地方政府隐形债务主要包括产业引导基金、PPP 项目等形式（表 9）。近年来在中央“开前门堵后门”的治理措施之下，地方政府举债逐步规范，但由于存量隐性债务集中到期、增量隐性债务控制机制尚未完善，隐性债务规模的增长依然是重要的风险点。

关于隐性债务规模，许多机构及学者进行了测算。其中，标普预测 2018 年中国地方债务隐性规模或达到 4.34-5.78 万亿美元。国内机构预测大多处于 30 到 40 万亿元。若以 2019 年数据来看，将城投平台信贷、城投债券余额、非标贷款、融资租赁的基建部分、可行性缺口类 PPP 项目加总之后，2019 年地方隐性债务规模大约在 49.28 万亿元。根据预测数据来看，地方政府隐性债务规模依然较高，需要继续加强隐性债务的监管，防止风险继续提升。

表 9：地方隐性债务存在形式

债务主体	债务形式
国企及其融资平台	以国有资产作为抵押或质押品；以储备土地出让收入作为偿债来源；依靠政府补贴偿还债务的融资平台。
机关事业单位	地方政府以文件、批示等形式要求企业为机关事业单位举债；以教育等社会公益设施作为抵押。
地方政府	棚改项目；将公益性工程作为政府购买项目；其他企业融资行为纳入政府购买项目。
产业引导基金	将信贷资金用于设立基金，承诺回购企业投资本金并承担基金损失；额外附加条款变相举债。
PPP 项目主体	承诺最低收益；承担项目无限连带责任；承诺回购企业投资本金并承担基金损失。

资料来源：中国银行研究院

（三）客观看待中国地方政府债务问题

1. 地方政府债务风险整体可控

近年来，为提升有效需求，保障经济平稳发展，中国地方债发行进入快车道。地方政府债务风险虽有所上升，但整体可控。截至 2019 年末，中国地方政府债务余额为 21.31 万亿元，如果以债务率（债务余额/综合财力）衡量地方政

府债务水平，2019 年地方政府债务率为 82.9%，低于国际通行的警戒标准（100%-120%）。再加上 16.8 万亿元的中央政府债务，整体债务负债率仅为 38.3%，低于欧盟 60%的警戒线，也低于主要发达国家水平（图 33）。

图 33：政府债务率国际对比（%）

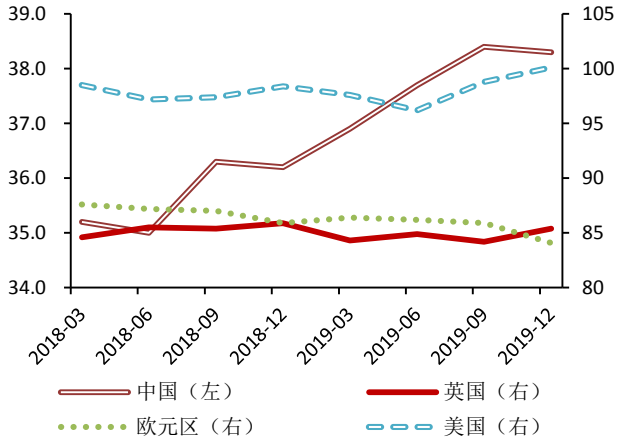
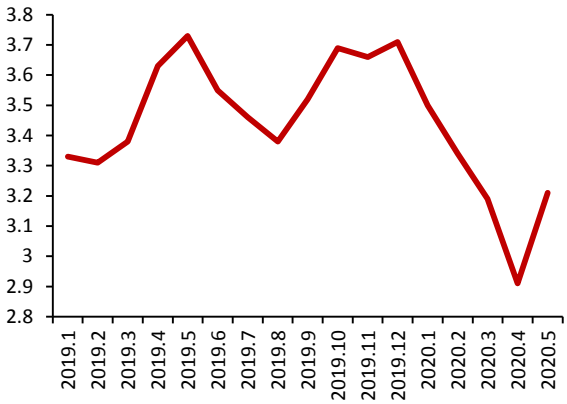


图 34：中国地方债券发行利率（%）



数据来源：Wind，中国银行研究院

2. 发行的期限增加、利率降低有利于缓解地方政府偿债压力

2020 年地方政府债券的发行期限出现了明显提升，其中，一般债券发行期限由 2019 年 5 月的 9.5 年提升至 15.2 年，专项债券发行期限也由 7.5 年提升至 15.2 年。发行利率也不断下行，截至 2020 年 5 月，地方债平均发行利率为 3.27%，与去年同期相比下降了 17 个基点（图 34）。**一方面，**一般债券发行期限的上升以及发行利率的下降有助于缓解地方政府的短期偿债压力，以时间换取空间。**另一方面，**专项债券发行期限的上升充分体现了项目收益与偿债相匹配的原则。发行地方政府专项债获取的资金主要应用于基建等长期项目领域，与其匹配的债券发行期限有助于地方政府债券的发行管理，避免因期限错配带来的偿债风险。

3.基建 REITs 破冰有助于化解地方政府债务风险

基建 REITs（房地产/不动产投资信托基金）具有流动性较高、收益相对稳定、安全性较强等特点。**一方面，**基建 REITs 可作为支持基建项目地方政府专

项债的补充，拓宽了基建资金来源，缓解地方政府财政收支压力。**另一方面，**基建 REITs 在基础设施领域的推行，一定程度上盘活流动性较低的存量基础设施资产，帮助地方政府和基建项目主体快速回笼投资资金，融入资金再次投入基建领域。

（四）政策建议

1. 完善地方债发行机制，撬动更大社会资本参与

从宏观调控层面来看，地方债发行机制需不断完善。**一方面，**当前的地方债投放存在集中发行的现象，这对于金融市场的冲击较为明显，表现为货币市场上的流动性收紧，市场利率上行压力较大，债券市场大幅波动。未来地方债应在债券投放上与货币政策积极协调，与市场积极沟通，完善预期管理，实现多频段投放，有利于稳定市场利率降低债券投放带来的风险。**另一方面，**应加强与私人资本的合作，撬动更多社会存量资金参与到投资项目当中，在满足项目融资的同时降低了地方政府的债务负担。

2. 完善地方债的风险预警机制和监管体系

一是完善地方债风险预警机制。通过设立科学的风险指标对地方债务风险进行评估，形成预警体系，为地方政府处理债务可持续问题提供参考。**二是完善地方隐性债务处置机制。**首先，应增大信息披露程度，综合各部门力量联合对隐性债规模进行审计。其次，完善地方债务评级制度，加大隐性债务置换机制的建设，合理控制地方政府隐性债务规模。**三是完善地方债审查监管体系。**科学分析地方债的用途和举债规模，增加资金使用效率。同时实行项目全流程监管，建立责任落实到人的问责体系，提升监管的效率。

3. 提升地方债项目管理能力

专项债发行存在由于其缺乏严格的风险评估进而带来投资效率降低问题，

也可能挤占私人投资项目。为此，**一方面**，应加强项目风险评估能力。未来应建立地方政府债券评级指标，根据不同的项目对专项债券进行评级，使债券的收益与风险相匹配。**另一方面**，未来应重点把握地方政府专项债的资金流向，避免对私人投资产生负面影响，从而形成有效的资本存量，提高经济增长率。

专题三：海南自贸港金融开放展望

跨境资金流动自由便利，是自贸港的核心制度安排。《海南自由贸易港建设总体方案》（以下简称“《总体方案》”）对标全球高水平开放形态，提出了一系列促进跨境资金自由便利流动的金融开放和创新政策。一方面，进一步扩大金融开放，打造中国新一轮金融改革开放的新窗口，推动中国金融市场更深度地融入国际金融市场。另一方面，作为中国金融制度创新的试验田，对接国际市场规则，以制度创新推动金融改革在若干重大领域进行试点突破，推动中国金融治理体系和治理能力现代化，在全球经济金融治理结构调整中发挥积极作用。

（一）海南自贸港金融政策的突破

海南自贸港金融政策可以分为制度、市场、科技、机构、产品等 5 个层面，制度和市场层面是政策突破的重点，金融科技政策目标高且前瞻，机构和产品层面的政策更多的是着眼于服务产业发展。

1. 制度：建立跨境资金流动自由便利的基础

制度层面的政策包括：分阶段开放资本项目；构建多功能自由贸易账户体系；实施与跨境服务贸易相配套的资金支付与转移制度；进一步推进贸易结算便利化、直接投资交易、跨境投融资、跨境证券投融资等领域的外汇管理改革等。其中最主要的突破是提出 2035 年前最终实现海南自贸港非金融企业外债项下完全可兑换。

根据 IMF《外汇安排与汇兑限制》2018 年度评估报告，中国资本项目开放

处于较低水平（表 10）。虽然资本项目兑换没有最优模式，需要根据各国实际情况进行具体安排，但是中国需要加快推进，以便扩大要素流动型开放和在全球金融治理体系调整中争取主动。

表 10：部分国家/地区资本项目可兑换程度比较

	中国内地	中国香港	新加坡	阿联酋	美国	日本
完全可兑换	3	39	37	33	29	37
基本可兑换	11	1	3	2	8	
部分可兑换	22			4	2	3
不可兑换	3			1	1	
不详	1					

资料来源：IMF《外汇安排与汇兑限制》2018 年度国别报告，作者整理

2013 年以来，资本项目开放的重点转到自贸区，多个自贸区总体方案中均有探索资本项目可兑换的内容，但均未有突破。此次海南自贸港提出到 2035 年前最终实现非金融企业外债项下完全可兑换，是第一次明确资本项目开放有关内容的具体时间表。

在政策落地上，采取“两条腿走路”的方式：一方面，优化现有自由贸易账户（FT 账户）体系，并加紧研究设计多功能自由贸易账户体系；另一方面，推进直接投资、跨境融资、跨境证券投融资等领域外汇管理改革。

2．市场：以交易场所国际化提升自贸港辐射力

市场层面的政策包括：支持建设国际能源、航运、产权、股权等交易场所，允许非居民按照规定参与交易和进行资金结算，支持海南自贸港内已经设立的交易场所在会员、交易、税负、清算、交割、投资者保护、反洗钱等方面，建立与国际接轨的规则和制度；建设海南国际知识产权交易所，规范探索知识产权证券化。其最主要的突破是交易场所的国际化。

目前中国只有上海能源交易中心的人民币原油期货和 20 号胶期货、大连商

品交易所的铁矿石期货、郑州商品交易所的 PTA 期货允许非居民参与交易。海南自贸港允许非居民参与交易和结算，建立与国际规则接轨的规则与制度，意味着海南自贸港的交易场所要全面、高标准开放，提升自贸港的金融辐射力，打造面向太平洋和印度洋的重要金融开放门户。

3．科技：制定区块链金融的标准和规则

金融科技是政策亮点之一，不仅提出推进人工智能、大数据、云计算等金融科技研究成果率先落地，更明确了 2035 年前建立区块链金融的标准和规则。这意味着海南自贸港利用扩大数据领域开放的政策，有可能在未来金融科技发展中抢占关键领域的制高点。

4．机构：率先落实金融业扩大开放政策

《总体方案》提出率先在海南自贸港落实金融业扩大开放政策，提到结算中心、证券期货基金机构、保险公司等三类机构，与多个自贸试验区方案相比并无突破，表述篇幅短，偏重于资本市场机构和保险公司，反映了打造金融中心不是海南金融开放的主要目标，引进金融机构不是主要的政策突破点。

5．产品：推动金融产品创新服务产业发展

金融产品在《总体方案》尤其是 2025 年前重点任务中有较大篇幅的表述，提到了 REITs、旅游资产证券化、住房租赁金融、公司信用债券等直接融资产品，以及与产业发展密切相关的服务贸易融资、涉海企业融资、航运金融和供应链金融产品、船舶和飞机融资租赁等，这既反映了金融服务实体经济的导向，说明在“早期安排”阶段金融的主要任务是支持产业发展，也反映了金融政策“稳步推进”的阶段性安排（制度、市场、科技层面政策落地需要更长时间）。所提及的产品中绝大部分在国内已经都有叙做，反映出政策突破的重点不在产品层面，而是在制度和市场层面的创新突破前，通过在现有制度下容易复制落地的产品，支持产业发展。上述产品绝大部分属于直接融资，这既是目前海南

存贷款规模小、资金来源有限的考虑，也是转变融资方式、推动海南自贸港金融体系接轨国际的需要。

（二）海南自贸港与上海临港新片区的金融政策比较

海南自贸港是中国唯一的自贸港，上海临港新片区是“特殊经济功能区”，均为中国金融开放的最前沿。两者金融开放政策各有侧重，海南自贸港要实现“跨境资金流动自由便利”，上海临港新片区是“实施资金便利收付的跨境金融管理制度”。

1. 制度层面

两者均提及资本项目开放、账户体系建设。海南自贸港是“构建多功能自由贸易账户体系”，上海临港新片区是“开展自由贸易账户本外币一体化试点”。外汇管理改革在海南自贸港方案中占有较大篇幅，覆盖贸易结算、直接投资、跨境投融资、跨境证券投融资等多个领域，目标和措施比较具体，明确 2035 年最终实现非金融企业外债项下完全可兑换；上海临港新片区方案中没有提及外汇管理改革（2015 年 10 月人民银行、商务部、原银监会、证监会、原保监会、外汇局、上海市人民政府联合下发的《进一步推进中国（上海）自由贸易试验区金融开放创新试点 加快上海国际金融中心建设方案》中有对外汇管理改革的具体措施）。

2. 市场层面

海南自贸港的突破是交易场所的国际化。上海临港新片区总体方案中没有提及交易场所建设以及国际化的表述，2015 年“方案”中提出了“加快建设面向国际的金融市场”的 7 条措施，包括设立国际金融资产交易平台、加快国际能源交易中心和黄金交易所国际板建设、设立上海保险交易所等。

3．科技层面

两者均有“数据安全有序流动”的政策。海南自贸港提出加快金融科技成果落地，制定区块链金融的标准和规则。临港新片区提出运用科技手段提升金融服务水平和监管能力。

4．机构层面

海南自贸港“率先落实金融业扩大开放政策”“加快发展结算中心”，上海临港新片区“先行先试金融业对外开放措施”“鼓励跨国公司设立全球或区域资金管理中心”。上海作为国际金融中心，金融业态丰富，发展潜力大，对国内外金融机构的吸引力远高于海南。2015 年“方案”对上海扩大金融业对内对外开放提出了 18 条具体措施，覆盖的机构类型全面且具体。

5．产品层面

海南自贸港提及的主要是融资类产品，上海临港新片区则主要提及跨境产品，包括跨境发债、跨境投资并购和跨境资金集中运营、跨境证券投资、跨境保险资产管理等，此外还有“开展航运融资、航运保险、航运结算、航材租赁等服务，探索发展航运指数衍生品业务”。这与二者产业发展水平的差异有关，海南在产业发展上相对落后，需要更多的融资支持，而上海作为金融中心，资金供给相对充裕，跨境业务相对于建设国际金融中心的目标更为重要。

（三）海南自贸港金融发展前瞻

海南自贸港建设分为 2025 年、2035 年和本世纪中叶三个阶段的发展目标，政策落地采取“成熟一项推出一项”的方式。 在 2025 年前“早期安排”期内，金融发展机会将主要体现在以下五个方面。

1．投资增长带来融资的新需求

海南自贸区建设两年来，内资企业进驻较多，部分企业还在观望等待政策

落地，央企在投资金额上占相当大的比例。2020 年前四个月，海南在房地产投资同比下降 18.6%的情况下，固定资产投资同比增长 1.7%（全国在房地产投资下降 3.3%，固定资产投资下降 10.3%）。随着自贸港政策逐步落地，更多的企业和项目将进驻海南，投资将出现快速增长。未来随着全球新冠疫情基本得到控制，国际间人员、商务往来陆续恢复，外资进入也会增加。

随着企业、项目的进入和投资的增长，融资需求将相应上升，特别在海南本地贷款市场规模小（2020 年 4 月末海南本外币贷款仅为 9966 亿元）、社会融资增量中银行贷款占比超过 90%的情况下，直接融资和跨境融资的需求较大。

2．跨境金融创新的新领域

总部经济发展、国际结算中心建设、跨境资金自由便利流动将带来更多的跨境金融创新机遇，其中最主要的是离岸贸易和境外投资的机会。

离岸贸易是自贸港的主要特征。2018 年，香港转口贸易额为 41118 亿港元，占出口额的 98.9%。2018 年，新加坡转口贸易量约 2700 亿新加坡元，占出口额的 50%。迪拜是继新加坡与香港之后的全球第三大转口中心，2018 年非石油货物转口总额达 1303 亿美元，占阿联酋非石油类对外贸总额的 30%。《总体方案》提出“加快发展结算中心”“推动新型贸易结算便利化”，加上低税率的税收安排，将吸引大型央企、跨国公司在海南设立区域总部或业务总部，发展离岸贸易，带来更多的跨境金融发展机会。

自贸港是跨国公司进行全球产业链布局的关键平台。以香港、新加坡为例，其依托金融中心的地位、具有竞争力的税收制度，既吸引大量的直接投资，又成为主要的资本输出地。随着海南跨境投融资便利化、对企业新增境外投资免征所得税的税收安排逐步到位，更多的企业将以海南作为境外投资的新平台。中国对外投资存量 2018 年已经达到 19388 亿美元，占全球的 6.3%，如果其中部分能够回流海南，将带来巨大的市场增量。

3．人民币国际化的新支点

人民币国际化10多年来取得了相当大的进展，但当前需要分层次解决三个问题：一是在离岸人民币资金的运用层面，需要在已经建立的沪港通等多个通道式回流机制的基础上，进一步完善回流机制，在特定区域市场上开展全面放开的试点，推动资本项目可兑换；二是一国货币的国际化需要在本国掌控下推进，在本国建立离岸市场；三是一国货币国际化的底层支撑是该国的金融法律体系，人民币国际化需要高度开放的经济金融法律基础。海南自贸港是推动解决上述问题的最佳试验田，有望成为人民币国际化的新支点。

4．特色金融产品的新探索

海南多个特色产业以及自贸港高度开放的市场环境，为金融产品创新提供了需求和基础。比如，海南是中国首批公募REITs和基础设施REITs的试点省份，基于国际旅游消费中心的商业地产和旅游地产的REITs发展空间大；海南打造国际航运中心和航空枢纽，建设航运交易场所，发展物流仓储供应链，需要配套建设供应链金融，发展船舶和飞机融资租赁；海南在数据跨境流动上走在全国最前沿，将互联网产业作为主要的产业方向，蕴含着金融科技创新的空间，尤其是跨境服务的金融科技创新；打造“国际旅游消费中心”需要旅游金融、养老金融等服务创新；建设“国家重大战略服务保障区”，开发南海资源，海洋金融服务创新空间很大。

5．资本市场发展的新空间

海南自贸港交易场所允许非居民参加交易和结算，建立接轨国际规则的制度，将吸引国际投资者参与，使得海南的交易场所成为面向国际市场、按照国际惯例运作的高水平交易平台。同时，海南自贸港开展资产证券化业务，发行公司信用债、住房租赁专项债，发展场外衍生品业务等，将丰富海南的金融业态。支持在海南企业在境外发行股票和债券，将企业发行外债备案登记制管理

下放到海南省发展改革部门，将为海南企业打开国际资本市场大门。开展跨境证券投融资领域的外汇管理改革，开展跨境资产管理业务试点，将提升海南资本市场的国际化水平。

6．个人金融发展的新机会

海南自贸港实行人员进出自由，尤其是对国际人才放宽就业和停居留政策，加上对高端人才实行 15%的个人所得税，将吸引更多的国际人才进入海南。对于高端人才而言，除了消费类的金融需求之外，其投资类的金融需求将带来个人金融业务发展的新机会。在跨境资金流动自由便利程度逐步扩大下，个人跨境资产管理业务将有较大的市场空间。

免责声明

本研究报告由中国银行研究院撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料。

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

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

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



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