

中国经济金融展望报告

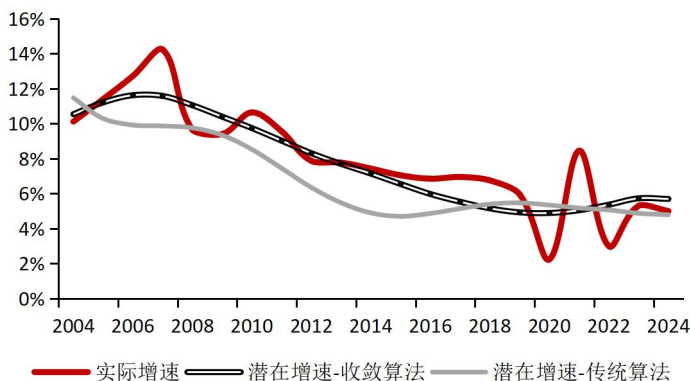
2024 年年报（总第 57 期）

报告日期：2023 年 12 月 12 日

要点

- 2023 年，中国经济逐步从疫情期间的非常态向常态化运行转变，服务业和消费快速增长，新产业新动能领域继续快速成长，成为拉动经济增长的重要支撑，但内需不足、房地产信用风险和地方政府化债压力增大等问题比较突出。前三季度，中国 GDP 累计增长 5.2%，增速较上年同期回升 2.2 个百分点。预计四季度中国 GDP 增长 5.6% 左右，全年增长 5.3% 左右。
- 展望 2024 年，外部环境或有所改善，稳增长政策效果将继续显现，国内需求有望持续修复。消费有望进一步恢复，基建和制造业投资有望较快增长，房地产投资降幅或小幅收窄。中国经济将向潜在增速水平回归，预计 2024 年 GDP 增长 5% 左右。
- 2024 年是实现“十四五”规划目标的关键之年，短期需求不足与中长期结构性问题相互交织，稳增长压力依然存在。未来，要把短期稳增长和中长期促改革结合起来，确保经济持续稳定增长。努力营造稳定和谐有利的外部发展环境；发挥积极财政政策作用，推动国内需求持续回升，提振市场信心，稳定市场预期；坚持市场化改革方向不动摇，处理好政府与市场关系，更好激发市场主体活力，增强经济内生增长动力。

中国经济向潜在增速水平回归



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

赵廷辰

范若滢

梁斯

叶银丹

刘晨

吴丹

刘佩忠

王静

平婧

张传捷（伦敦研究中心）

联系人：范若滢

电话：010-66592780

邮件：fanruoying@qq.com

政策与市场共同推动经济向潜在增长水平回归

——中国银行中国经济金融展望报告（2024 年）

2023 年，全球政经格局风云变幻，世界经济分化中减速，国际市场需求回落。中国经济逐步从疫情期间的非常态化向常态化运行转变，服务业和消费快速增长，新产业新动能领域继续快速成长，成为拉动经济增长的重要支撑，但内需不足、房地产信用风险和地方政府化债压力增大等问题比较突出。前三季度，中国 GDP 累计增长 5.2%，增速较上年同期回升 2.2 个百分点。预计四季度中国 GDP 增长 5.6% 左右，全年增长 5.3% 左右，与我们 2022 年底预判一致¹，高于全年 5% 左右的预期目标。展望 2024 年，外部环境或有所改善，稳增长政策效果将继续显现，国内需求有望持续修复，在政策发力和市场驱动下，中国经济将向潜在增速水平回归。预计 2024 年 GDP 增长 5% 左右。未来，要把短期稳增长和中长期促改革结合起来，确保经济持续稳定增长。在不确定性持续存在的国际环境中，努力营造稳定和谐有利的外部发展环境；发挥积极财政政策作用，推动国内需求持续回升，提振市场信心，稳定市场预期；坚持市场化改革方向不动摇，处理好政府与市场关系，更好激发市场主体活力，增强经济内生增长动力。

一、2023 年经济形势回顾与 2024 年展望

（一）2023 年经济形势回顾

2023 年，中国经济逐步从疫情期间的非常态化向常态化运行转变，经济持续恢复，前三季度 GDP 累计增长 5.2%，较上年同期回升 2.2 个百分点。从外部环境看，地缘政经格局依然复杂多变，乌克兰危机长期化，巴以冲突进一步加

¹ 2022 年 11 月 30 日，我院发布的《中国经济金融展望报告》预测，在基准情形下，2023 年中国 GDP 增长 5.3%。

剧了地缘政治紧张局势。全球经济增长总体放缓，通胀水平高位回落，主要经济体延续加息进程，全球流动性收紧、利率中枢维持高位，国际金融市场动荡加剧。从国内发展看，服务业供需两旺，消费和服务业成为拉动经济增长的重要支撑。新产业新动能领域继续加快成长，新能源、信息技术等领域生产投资较快增长，“新三样”出口维持高增长。与此同时，需求不足问题较为突出，外需减弱，房地产市场持续调整，部分行业企业生产经营面临诸多困难，部分领域风险隐患突出。二季度恢复势头有所放缓，经济增速低于我们年初的预判。受上年基数影响，季度 GDP 增速波动较大，一、二、三季度分别增长 4.5%、6.3%、4.9%。剔除基数因素看，2022-2023 年前三季度 GDP 两年平均增速为 4.1%，与疫情前水平（2019 年为 6%）仍有一定差距，也低于经济潜在增速（2022-2023 年收敛算法、传统算法分别平均为 5.5%、5%左右，详见专题一）。为应对上半年经济新形势新挑战，三季度以来宏观经济政策作出重大调整，逆周期调节力度显著加大，专项债发行进度加快，一揽子化债方案逐步落地，中央财政在 2023 年四季度增发 1 万亿元国债，货币政策进一步降息降准。这些政策带动了三季度经济景气回升，预计四季度经济将延续恢复态势，GDP 增长 5.6%左右，全年增长 5.3%左右，高于全年 5%左右的增长目标。

具体来看，2023 年中国经济呈现四大结构性转变。

1. 经济增长动能从投资拉动向消费拉动转变

从拉动经济增长的“三驾马车”来看，消费无疑是 2023 年最大的亮点。1-10 月，社会消费品零售总额同比增长 6.9%，较上年同期大幅提升 6.3 个百分点。前三季度，消费对经济增长贡献率达 83.2%，拉动 GDP 增长 4.4 个百分点（图 1），不仅高于疫情期间水平（2020-2022 年平均贡献率为 28.1%），也高于疫情前水平（2017-2019 年平均贡献率为 59.5%）。这主要是由于前期积压的消费需求得到集中释放，叠加供给优化、业态升级刺激潜在消费需求。与之相对，由于房地产市场低迷导致房地产投资持续下降，地方财政压力增大制约基建投

资增长，投资对经济增长的拉动作用减弱。1-10月，固定资产投资累计增长2.9%，较上年同期下降2.9个百分点。前三季度，投资对经济增长贡献率为29.8%，低于疫情期间水平（2020-2022年平均贡献率为50.5%），也低于疫情前水平（2017-2019年平均贡献率为37.2%）。

图1：三大需求对GDP的贡献度

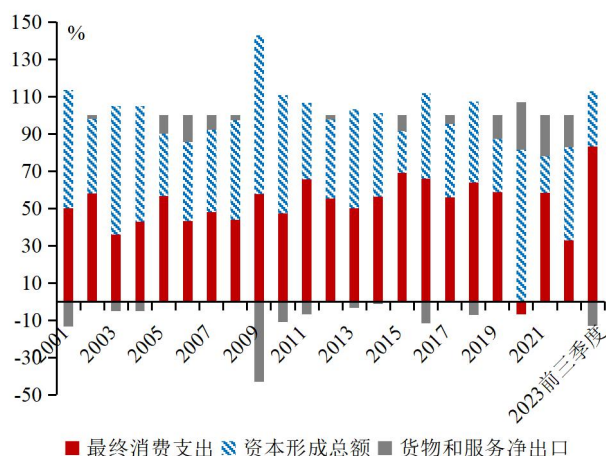
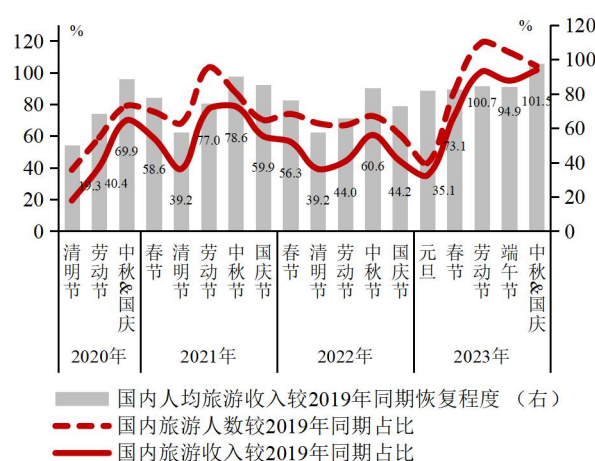


图2：近年来公共假期旅游消费情况



资料来源：Wind，文化和旅游部，中国银行研究院

2023年消费领域呈现新特点。其一，服务消费增速快于实物消费。1-10月，服务零售额同比增长19%，明显高于商品零售额增速（5.6%）。旅游、餐饮、娱乐等领域表现强劲。2023年以来公共假期旅游人数及收入均明显回升，其中，中秋、国庆假期人均旅游收入已恢复至疫情前同期水平（图2）。其二，居民消费更趋理性，性价比高的商品更受消费者青睐。2023年瑞幸咖啡已反超星巴克，成为中国咖啡市场份额第一品牌。大量国货品牌强势崛起。天猫数据显示，2023年“双十一”共有402个品牌成交破亿，其中有243个是国货品牌，占比超60%。消费者对奢侈品的购买热情下降。2023年三季度，LVMH集团、开云集团（Gucci母公司）在亚太（除日本）地区的销售额同比增速分别为11%、1%，是近三年来的低点。

需要注意的是，2023年消费高增长是建立在上年低基数之上的，剔除基数效应后消费整体仍呈弱复苏。这主要是由于收入增长放缓、资产价格下跌，居

民预期转弱、消费意愿不足。2023 年 1-10 月，餐饮收入累计增长 18.5%，但 2022-2023 年两年平均增速仅为 6.1%，仍未恢复至疫情前水平（2019 年同期为 9.4%）。此外，房地产市场低迷拖累住房相关消费表现。1-10 月建筑装潢、家电、家具等消费累计增速分别为-7.5%、0.3%和 2.9%。

2. 外贸出口增长动能由传统商品向新兴商品转变，新兴市场重要性提升

在积压订单释放等因素带动下，2023 年 3、4 月份出口表现相对较好，但由于国际需求持续不振，多数月份出口同比负增。2023 年 1-10 月，中国出口累计同比减少 5.6%（按美元计，下同）。前三季度，净出口对 GDP 贡献率为-13%，低于 2020-2022 年平均 21.5%的贡献率。外贸出口呈现三大结构性变化。

一是出口产品结构持续升级，技术密集型产品占比显著上升。2023 年前三季度，在中国前十大重点出口商品中，共有 5 类技术密集型产品，且排名较为靠前（表 1），占总出口金额的比重为 22.5%，电子元件成为中国出口规模最大的商品类别。值得注意的是，文化产品首次进入中国出口商品规模前十位。对比来看，2018 年中国出口结构仍以传统劳动密集型产品为主，仅有 3 类技术密集型产品且排名相对靠后，占总出口金额的比重为 18.9%。同时，2023 年中国机电产品出口表现好于传统劳动密集型产品（图 3）。其中，汽车出口尤为亮眼，同比增速始终保持在 35%以上的超高区间。“新三样”成为中国出口增长新动能，2023 年前三季度累计同比增长 30.5%，远高于出口整体增速（-5.7%）。

表 1：不同年份中国前 10 大重点出口商品变化一览

2013 年		2018 年		2023 年 1-10 月	
商品	金额 (亿美元)	商品	金额 (亿美元)	商品	金额 (亿美元)
服装及衣着附件	1770.89	服装及衣着附件	1586.65	电子元件*	1924.23
自动数据处理设备*	1199.69	纺织纱线、织物及制品	1192.74	自动数据处理设备及其零部件*	1555.13
笔记本电脑*	1107.95	自动数据处理设备*	1044.18	电工器材*	1391.28
纺织纱线、织物及制品	1069.82	集成电路*	837.26	服装及衣着附件	1357.45
集成电路*	877.25	农产品	793.65	纺织纱线、织物及制品	1135.96
农产品	671.13	笔记本电脑*	745.36	文化产品	1134.98
家具及其零件	518.34	家具及其零件	542.70	集成电路*	1106.11
液晶显示板*	358.60	塑料制品	441.75	服装	1088.23
塑料制品	353.01	成品油(海关口径)	356.09	手机*	1085.78
贵金属或包贵金属的首饰	289.00	钢铁板材	320.14	塑料制品	849.14

注：*表示技术密集型产品

资料来源：Wind，中国银行研究院

图 3：不同类型产品单月出口增速

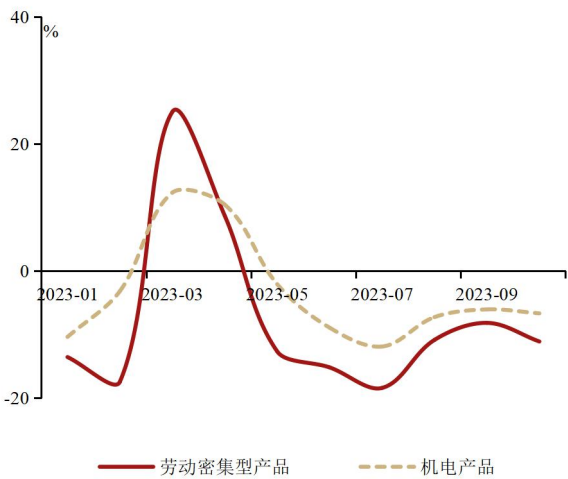
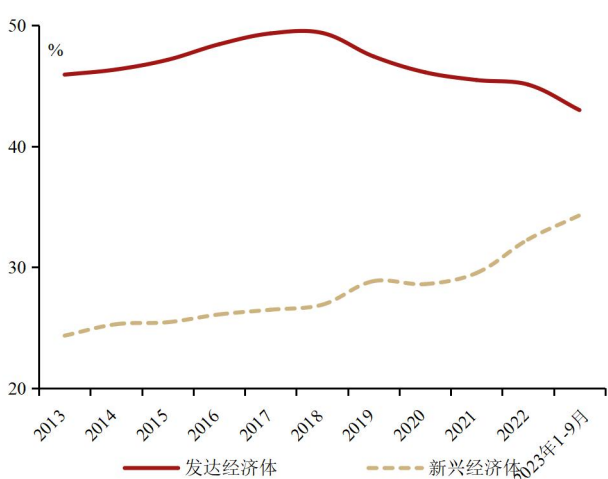


图 4：不同类型经济体占中国出口份额

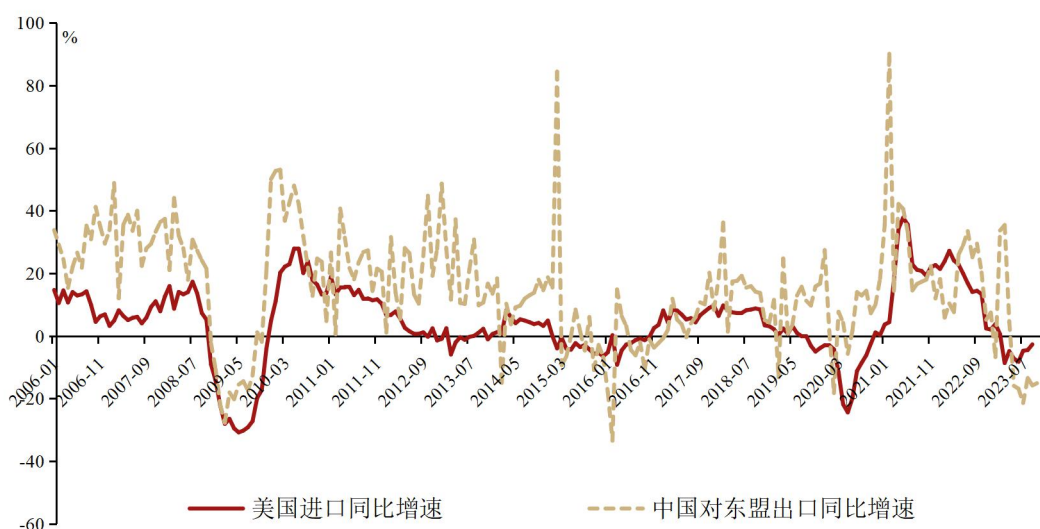


资料来源：Wind，中国银行研究院

二是出口目的地结构中新兴市场重要性提升。2023 年前三季度，在中国前

20 大出口贸易伙伴中，新兴经济体²占中国出口份额由 2013-2022 年的平均 27.8% 上升至 34.3%（图 4）。其中，中国对东盟、俄罗斯、非洲、拉美等新兴市场出口增速分别为 -5.3%、52.2%、8%、-3.9%，好于出口整体增速。主要有两方面原因：其一，受产业外迁影响，中国与东盟等新兴经济体产业链关系更加密切，东盟在中美贸易之间的中间商角色日渐凸显，历史数据显示，中国对东盟的出口和美国进口需求存在显著的正相关性（图 5）。这带动了中国对东盟等新兴经济体的出口，2023 年以来中国对东盟、墨西哥等经济体中间品、资本品出口增长较快。其二，得益于大宗商品价格上涨、内需持续复苏、产业升级等，2023 年以来，部分新兴市场国家经济表现较好，对中国出口的生产类中间品需求提升。

图 5：美国进口同比增速与中国对东盟出口同比增速



资料来源：Wind，中国银行研究院

相比之下，发达市场占中国出口份额下降。2023 年以来，中国对美国、欧盟、日本等发达经济体出口深度负增，发达经济体占中国出口份额由 2013-2022 年的平均 46.9% 降至 2023 年第三季度的 34.3%。主要有三方面原因：其一，发达

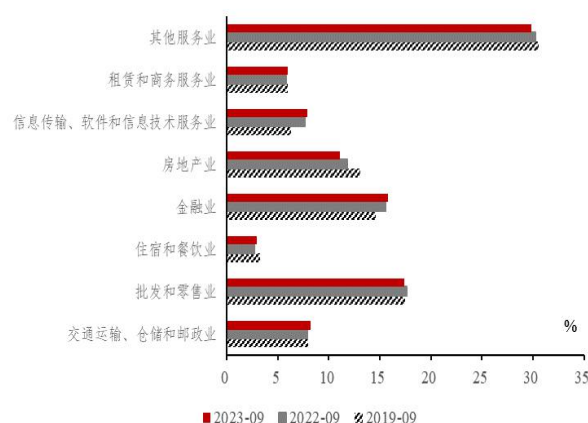
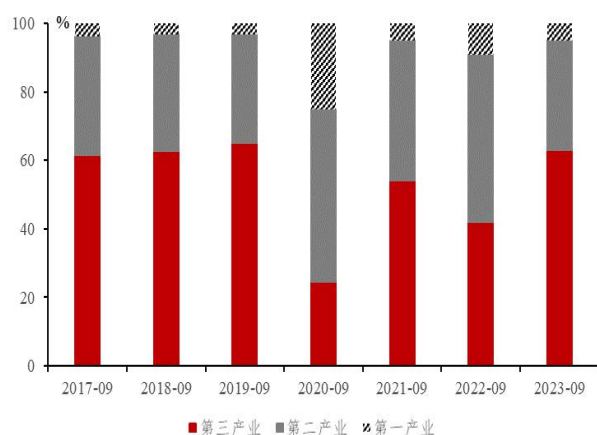
² 中国前 20 大出口目的地分为发达经济体和新兴经济体。发达经济体包括：美国、欧盟、日本、韩国、澳大利亚、加拿大；新兴经济体包括东盟、印度、俄罗斯、墨西哥、巴西、阿联酋、沙特、土耳其、孟加拉国、巴基斯坦、智利、以色列、哈萨克斯坦、哥伦比亚。上述经济体占中国出口份额为 77.4%，具有代表性。

经济体工业生产疲软。2023 年以来，美国、欧盟制造业 PMI 持续位于收缩区间，美国、德国、英国、韩国等发达经济体工业生产指数持续下降。紧缩货币政策负面影响凸显，利率持续高企使主要发达经济体国内投资受到抑制，私人投资成为美国经济增长的主要拖累项，欧元区固定资产投资形成总额环比增速持续下降。这或抑制其企业对于中国商品的进口需求。其二，地缘政治因素扰动。全球贸易和科技保护主义政策增多，发达经济体制造业回流战略和“近岸”“友岸”外包影响中国出口增长。其三，美国仍处于去库存周期，其补库存周期相对滞后，抑制国际需求和中国出口增长。

三是服务贸易持续增长，知识密集型服务贸易占比提升。2023 年 1-10 月，服务贸易累计同比增长 3.1%，增速较上年同期降低 11.2 个百分点。其中，服务出口累计同比下降 14.1%，这主要受加工服务、运输、金融服务等领域出口同比下降影响；服务进口同比累计增长 16.8%，旅行、文化娱乐是主要拉动项。服务贸易逆差扩大，2023 年 1-10 月为 1863 亿美元，较上年同期高 1081 亿美元，接近疫情前水平（2019 年同期为 2201 亿美元）。值得注意的是，知识密集型服务占服务进出口比重提升，2023 年 1-10 月累计占比为 45.9%，较上年同期提升 0.1 个百分点，较 2019 年提升 5.4 个百分点。

3. 供给端生产动能转向服务业，新能源、信息技术驱动力较强

与疫情期间工业生产成为经济增长的主要支撑不同，2023 年中国服务业保持较快恢复，是推动经济增长的主要力量。前三季度，服务业累计同比增长 6%，增速比工业高 2.1 个百分点，服务业对 GDP 增长的贡献率达到 63%，恢复至 2017-2019 年同期平均水平（63.1%），比第二产业贡献率高 31.1 个百分点（图 6）。

图 6：三次产业对 GDP 增长贡献率 **图 7：各行业占第三产业 GDP 比重**


资料来源：Wind，中国银行研究院

产业发展呈现一些新特点。一是服务业生产重心向接触型服务业和现代服务业集中。其一，接触型服务业恢复程度超过疫情前水平。前三季度，住宿餐饮业、批发零售业以及交运仓储和邮政业增加值同比分别增长 14.4%、6.1%和 7.5%，合计拉动第三产业增长 2.1 个百分点，拉动作用较 2019 年和 2022 年同期提升 0.3 个和 1.9 个百分点。其二，现代服务业生产保持活跃。2023 年以来，市场主体商务活动逐渐活跃，带动相关服务业等保持较高景气度。前三季度，金融业、信息技术服务业以及租赁和商务服务业合计拉动第三产业增长 2.6 个百分点，其增加值占第三产业比重合计达到 29.7%，较 2019 年同期上升 2.9 个百分点（图 7）。

二是装备制造业对工业生产提供有力支撑。2023 年 1-10 月规模以上工业企业增加值累计同比增长 4.1%，增速较上年同期回升 0.1 个百分点。其中，制造业生产呈逐月加快态势，成为支撑工业生产回升的主因（图 8）。制造业细分行业中，受益于国内外新能源装备市场需求旺盛和产业核心竞争力、配套能力提升等因素，中游装备制造业生产提速。其中与电动车、锂电池等新能源产品相关的汽车制造业和电气机械器材制造业增加值分别累计增长 11.3%和 13.6%，明显快于制造业增速。在装备制造业需求带动下，上游金属原材料行业

生产保持较快增长，有色金属冶炼加工业和金属制造业增加值分别累计同比增长 7.8% 和 2.3%，较上年同期分别加快 7.6 个和 2.7 个百分点。受制于国内大宗商品消费恢复缓慢和劳动密集型产品出口需求走弱，下游消费品制造业生产整体放缓，其中家具制造业、纺织业、文体娱乐用品制造业增加值累计同比分别下降 8.5%、1% 和 6%（图 9）。

图 8：工业增加值变化情况

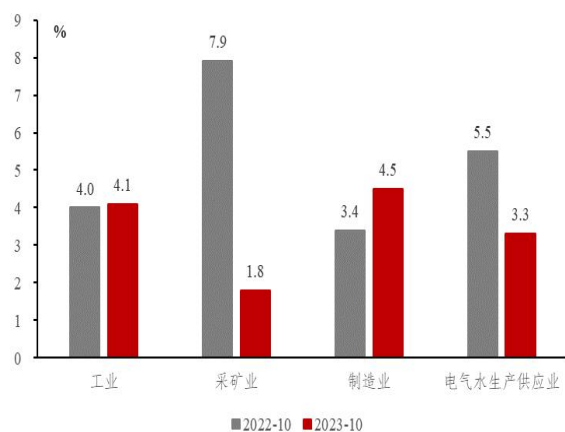
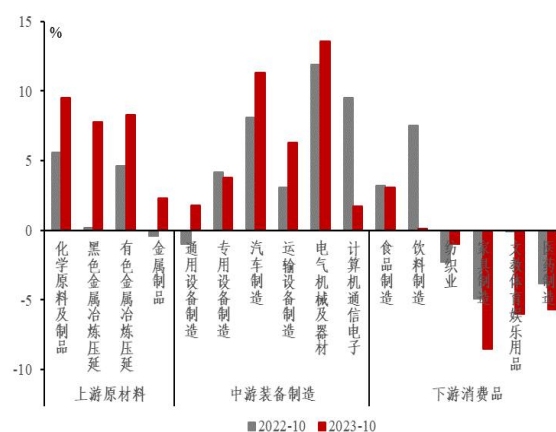


图 9：制造业上中下游行业增速



资料来源：Wind，中国银行研究院

三是产业数字化保持较快发展势头。近年来，中国产业数字化程度不断提升，产业数字化增加值占 GDP 比重由 2019 年的 29% 上升至 2022 年的 33.8%，第二产业和第三产业数字化渗透率分别由 19.5% 和 37.8% 上升至 24% 和 44.7%（图 10）。2023 年，中国产业数字化依旧保持较快发展。在服务业数字化方面，数字化发展通过高效匹配服务供需、发掘个性化服务需求等方式拓展了服务业覆盖面。2023 年上半年，互联网医疗、在线旅游预约以及网约车等用户人数分别达到 3.6 亿人、4.5 亿人以及 4.7 亿人，分别较 2022 年同期增加 0.66 亿人、1.2 亿人和 6.7 亿人（图 11），保持了较快增长速度。同时，中国在 5G 通讯等电信服务、云计算等数字技术以及数字传媒、娱乐等数字服务领域供给优势逐渐凸显，数字服务贸易规模持续增长。2023 年前三季度，中国电信、计算机和信息服务国际贸易顺差累计达到 131.6 亿美元，较 2019 年同期增长 158%（图

12)。在工业数字化方面，新技术、新场景、新产业发展加快。截至 2023 年 9 月，中国 5G 基站累计建成 318.9 万个，全国“5G+工业互联网”项目超过 7000 个，跨行业跨领域工业互联网平台³达到 50 家，分别较 2020 年增加 300 万个、6000 个和 45 家。工信部 2023 年三季度披露的调查数据显示，数字技术对传统产业的生产模式带来了深刻改变，85% 的受调查企业生产效率明显提升，产线时间缩短 20%。

图 10：中国产业数字化程度不断提升

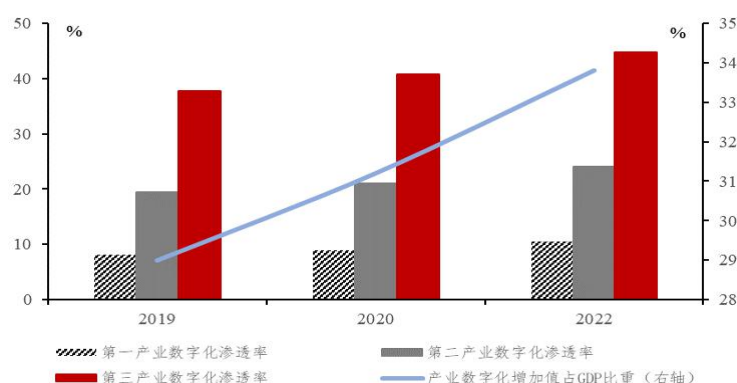


图 11：数字化服务用户规模

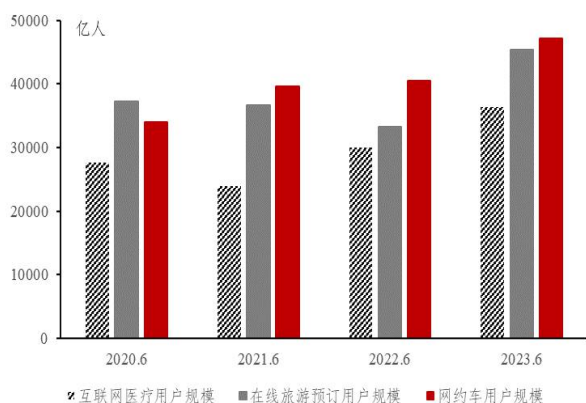
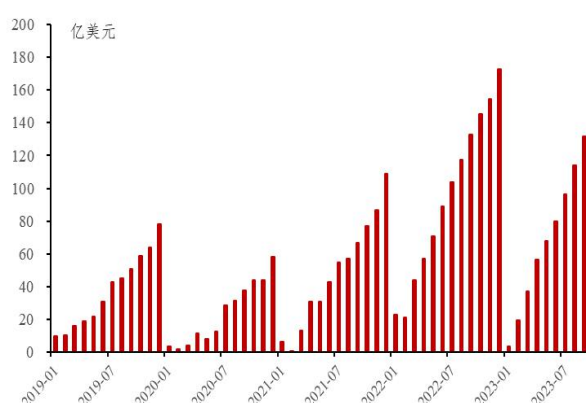


图 12：中国信息服务国际贸易差额



资料来源：中国信通院，中国互联网信息中心，Wind，中国银行研究院

4. 政策调整加码，楼市防风险稳预期积极因素增多

³ 工业互联网平台是面向制造业数字化、网络化、智能化需求，构建基于数据采集、汇聚、分析的服务体系，支撑制造资源泛在连接、弹性供给、高效配置的工业云平台。其中由工信部遴选的跨行业跨领域工业互联网平台代表中国工业互联网平台最高水平。

2023年一季度,在积压需求集中释放以及前期政策效果显现等因素带动下,房地产市场活跃度提升,迎来局部“小阳春”。但二季度房地产市场未能延续回暖态势,市场持续低迷。7月底中央政治局会议首次明确提出要“适应中国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势,适时调整优化房地产政策”,此后各部门陆续出台一系列调整优化政策,各地方因城施策,助力房地产市场整体修复(图13)。7月以来,30个大中城市商品房成交面积同比降幅逐步收窄(图14)。但是,受政策刺激效果减弱、房价下跌预期难以扭转、居民收入未明显改善等影响,市场复苏持续性不足,房地产市场整体面临较大调整压力。1-10月商品房销售面积、商品房销售额、房地产开发投资完成额分别同比下降7.8%、4.9%和9.3%,较上半年分别扩大2.5、6和1.4个百分点(图15)。8月、9月、10月,国房景气指数环比分别下降0.21、0.11和0.03个百分点。根据投入产出模型测算房地产开发投资下降对产业链上下游各行业增加值的影响,2023年房地产投资将下拉GDP增速约0.7个百分点(表2)。

图 13: 7.24 政治局会议后监管部门主要表态及落地的具体举措



资料来源：中指研究院，中国银行研究院

图 14：2023 年以来 30 大中城市
商品房成交面积同比增速

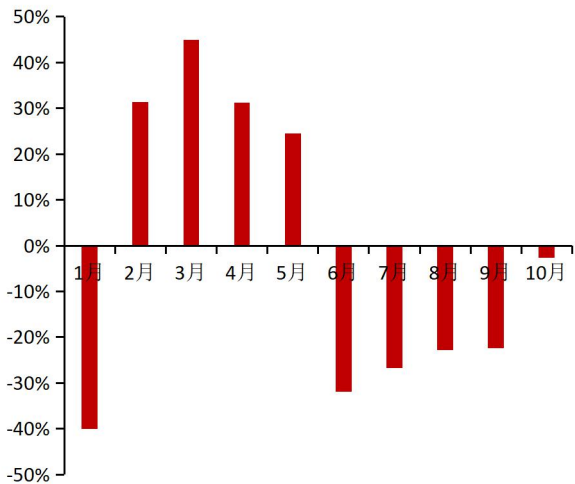
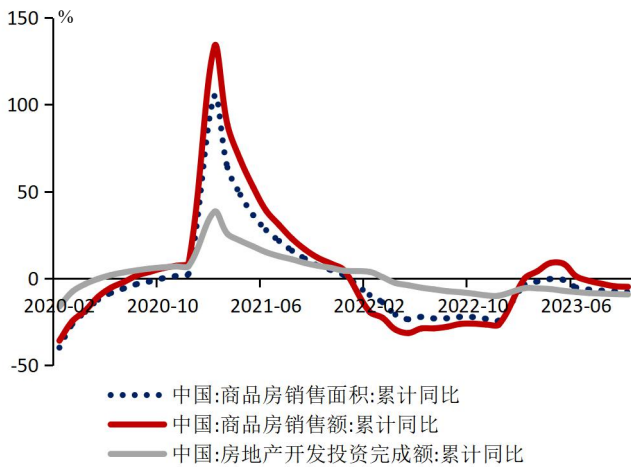


图 15：商品房销售面积、销售额及
房地产投资累计变化情况



资料来源：Wind，中国银行研究院

表 2：2023 年房地产开发投资增速下降及其对宏观经济的影响测算

	2022 年	2023 年
房地产开发投资增速 (%)	-10	-9.7
拉动第一产业增加值 (亿元)	3935	3472
拉动第二产业增加值 (亿元)	44316	39095
拉动第三产业增加值 (亿元)	23471	20705
拉动 GDP (亿元)	71722	63271
较 2022 年少拉动 GDP (亿元)	-	-8451
下拉 GDP 增速 (%)	-	-0.7

资料来源：国家统计局，中国银行研究院

从需求端来看，购房者预期尚未改善，制约政策效果。当前，“房价预期-房地产需求-实际房价”的负向循环仍在持续，进一步拉长本轮房地产下行周期。一方面，受房价下跌预期难以扭转影响，居民观望情绪较浓。据中指研究院数据，2023 年 9 月，认为房价下跌和房价上涨的受访者占比分别为 40%和 8%，较 6 月分别高 6 个百分点、低 2 个百分点（图 16）。中秋、国庆假期期间，全国 35 个代表城市日均成交面积较上年和 2019 年同期分别下降 17%和 24%；调查显示，高达 51%的潜在购房者缺乏购买意愿的原因是认为房价仍有下跌空间

（图 17）。另一方面，居民购房信心不足，各线城市房价表现持续低迷。2023 年以来，三线城市房价整体仍处于下行通道。部分一线城市尚有政策空间，促销折扣力度加大拉低房价，二手房挂牌量短期激增加剧供大于求，一、二线各城市房价同比增速放缓，环比开始由正转负（图 18）。

图 16：居民房价预期占比

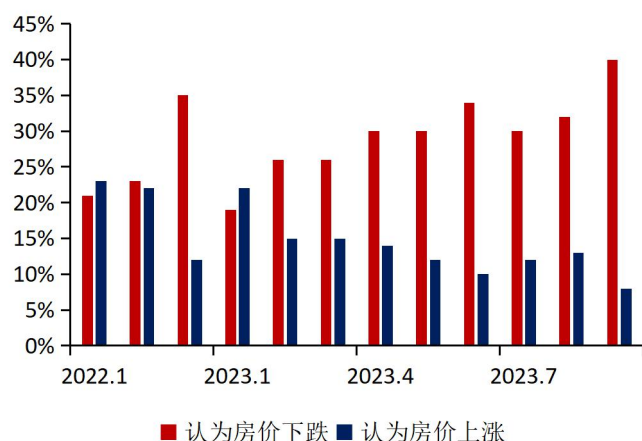
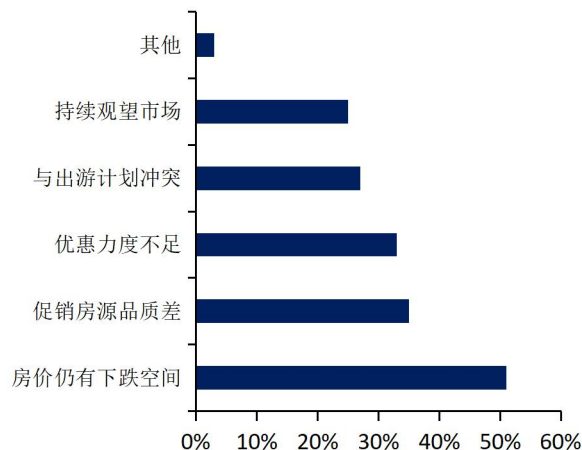
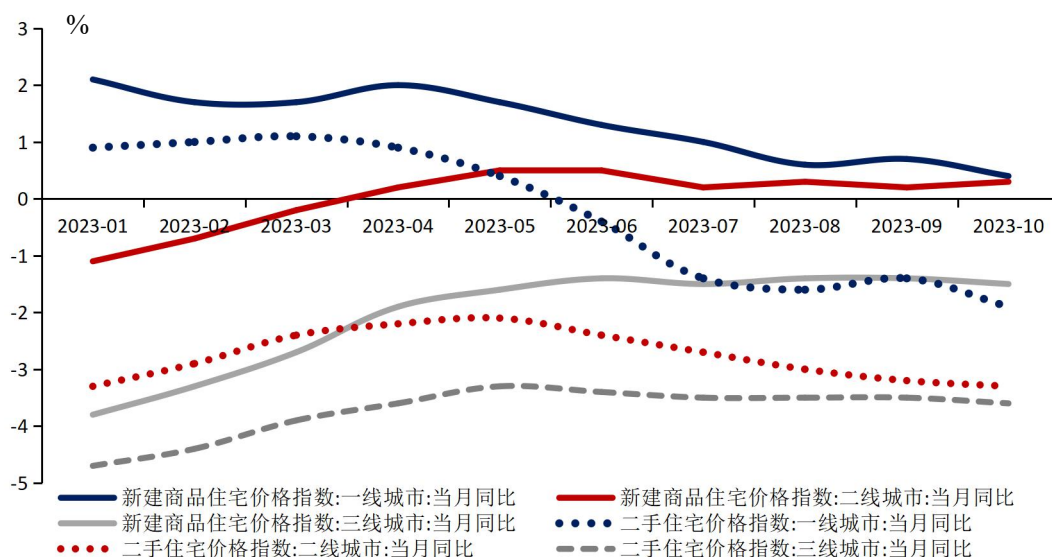


图 17：潜在购房者“双节”缺乏购房意愿的原因



资料来源：中指研究院，中国银行研究院

图 18：一、二、三线城市新建商品、二手住宅价格指数情况



资料来源：Wind，中国银行研究院

从供给端来看，行业风险加速出清，调控政策发力保民生、促发展、防风

险。据中指研究院数据,2023年1-10月, TOP100房企销售收入同比下降13.1%,降幅较上半年扩大13.2个百分点。为了探索新的发展模式,部分企业积极探索代建业务、数字化转型等。但是,过度依赖于传统“高杠杆、高负债、高周转”模式的部分房企风险持续暴露。在此背景下,政府支持力度明显加大。保民生方面,保交楼工作扎实推进。1-10月,房屋竣工面积同比增长19%,与上半年持平。部分头部房企“保交楼”表现亮眼。据亿翰智库统计,截至9月28日, TOP50房企累计交付房屋接近300万套,交付榜前10位中有6家为民营企业。促发展方面,“三支箭”、房地产“金融十六条”、房地产金融“三个不低于”要求⁴等政策对房地产企业合理融资性现金流进行有益补充。据克而瑞数据,1-10月,80家典型房企新增债券类融资成本3.58%,较2022年全年下降0.64个百分点,其中境内债券融资成本3.44%,较2022年全年降低0.1个百分点。同时,保障性住房、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设加快推进,支持房地产企业向新发展模式转型。防风险方面,10月底中央金融工作会议进一步强调要“健全房地产企业主体监管制度和资金监管”“一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求”,防止健康房企出现流动性紧张问题从而导致信用风险的扩散。

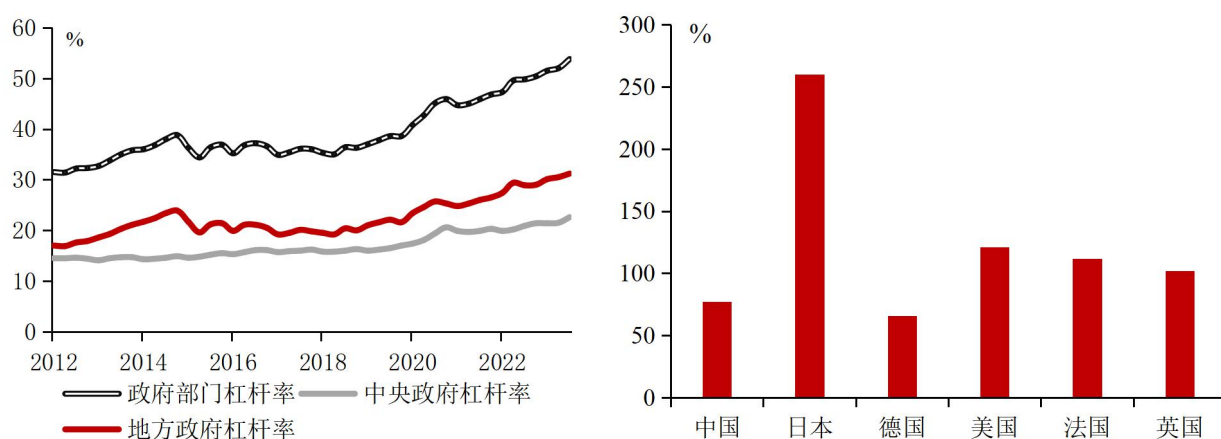
(二) 2024年经济形势展望

展望2024年,外部环境或有所改善,中国与多国恢复高级别对话,尤其是中美之间沟通交流增多,有助于缓解地缘政治紧张局势。美联储紧缩货币政策或将结束,全球流动性紧张周期将迎来拐点,新兴市场资本流出压力将有所减轻。美国经济进入补库存周期有利于缓解全球需求走弱压力。稳增长政策效果将继续显现,国内需求将持续改善,中国经济将向潜在增速水平回归。从需求看,消费有望进一步恢复,继续发挥经济增长“压舱石”作用。基建和制造业

⁴ 2023年11月17日,中国人民银行、国家金融监管总局、中国证监会联合召开金融机构座谈会,会上提出了“三个不低于”,即各银行自身房地产贷款增速不低于银行业平均房地产贷款增速,对非国有房企对公贷款增速不低于本行房地产贷款增速,对非国有房企个人按揭增速不低于本行按揭增速。

投资有望较快增长，房地产投资降幅或将小幅收窄。从供给看，接触型服务业增速继续向疫情前水平回归，服务业对经济增长的贡献率将保持在 50% 以上。从政策看，中央财政增发 1 万亿元国债中大部分在 2024 年形成实物工作量，增发国债后 2023 年财政赤字率提高到 3.8% 左右，财政政策发力空间打开，2024 年赤字率有望突破 3%。与主要经济体相比，中国政府杠杆率相对较低，其中中央政府杠杆率空间较大（图 19、图 20），更加积极的财政政策将为稳投资、稳增长发挥重要作用。预计 2024 年 GDP 增长 5% 左右，尽管增速较上年低 0.3 个百分点左右，但较 2022-2023 年两年平均增速高 0.9 个百分点，季度 GDP 增速波动将较上年降低。

图 19：中央和地方政府杠杆率 图 20：政府杠杆率国际对比（2022 年）



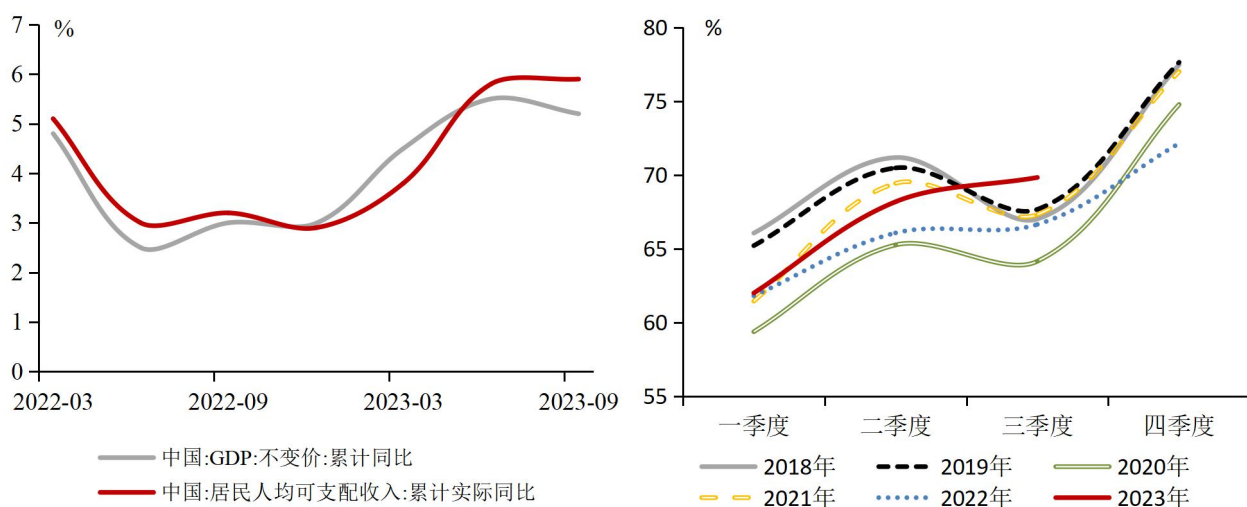
资料来源：Wind，中国银行研究院

1. 三大需求或将均有改善，国内需求仍是主要支撑

第一，消费有望持续恢复，继续发挥经济增长“压舱石”作用。一是居民收入和预期有望持续改善，为消费增长奠定良好基础。在中国经济持续恢复的背景下，居民收入和消费倾向均已出现改善迹象。2023 年前三季度，居民人均可支配收入累计增长 5.9%，高于 GDP 增速 5.2%（图 21），扭转了此前居民收入增速慢于经济增速的局面；三季度当季居民消费倾向（消费支出占可支配收入的比重）为 69.8%，表现不仅好于疫情期间同期水平，也好于疫情前同期水

平（图 22）。未来，随着经济增长内生动力进一步增强，居民消费能力和意愿有望持续改善，消费增速将逐渐向疫情前水平收敛。二是扩内需、促消费政策继续发力显效，将为消费恢复创造良好条件。新能源汽车免征购置税减免政策延续⁵，将推动新能源汽车消费保持较高增速。房地产政策有望进一步优化调整，房地产销售将低位企稳，叠加上年低基数作用，将推动家具家电、建筑装潢等住房相关消费边际回暖。但房地产市场预期较难根本扭转，或将制约住房相关商品消费的改善程度。三是服务消费仍具有较大发展潜力。随着中国消费人群中 80、90、00 后成为主力，以及居民对精神享受的更高要求，叠加服务消费场景和业态不断创新，未来服务消费将保持较强发展动力。综合预计 2024 年消费增速为 6% 左右，虽低于 2023 年增速（预计约为 7.6%），但较 2022-2023 年平均增速（预计约为 3.7%）有明显提升。

图 21：居民收入与 GDP 增速 图 22：当季居民消费支出占可支配收入比重



资料来源：Wind，中国银行研究院

第二，基建和制造业投资有望较快增长，房地产投资降幅或将小幅收窄。一是基建投资将保持较快增长。随着一揽子化债工具落地以及中央和地方债务结构优化，地方融资条件将逐步改善，中央财政对基建项目建设的支持力度将加大。2023 年中央财政增发的 1 万亿国债将在 2024 年形成实物工作量，提振

⁵ 2024 年 1 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日期间的新能源汽车依然可享受免征车辆购置税。

基建投资增长。此外，2023 年 11 月出台《关于规范实施政府和社会资本合作新机制的指导意见》，这预示 2023 年 2 月暂停的 PPP 项目将重启，该意见明确新机制聚焦使用者付费项目，优先选择民营企业参与，这将进一步拓展基建投资资金渠道。二是制造业投资有望提速。资金来源方面，企业盈利将随工业品价格回升而进一步好转，进而改善企业内源融资条件。同时金融将继续保持对制造业等重点领域支持，对企业外源融资形成补充。投资意愿方面，当前工业企业产成品存货和营业收入逐步回升（图 23），国内需求改善将带动制造业产能利用率回升，中国有望在 2024 年进入主动补库存阶段⁶，进而提高企业投资意愿。行业结构方面，中游装备制造业利润和产能利用率恢复情况好于上游原材料和下游消费品行业（表 3），预计中游制造业投资将继续驱动制造业投资增长。三是房地产投资降幅小幅收窄。预计 2024 年房地产调控政策将继续优化，推动化解房地产行业风险，释放合理住房需求。同时，城中村改造、保障性住房建设将对房地产投资形成一定支撑。2021-2023 年，全国筹集建设保障性租赁住房数量将达到 563 万套⁷，为完成“十四五”规划目标，未来两年需建设 300 万套左右，预计保障性租赁住房将加快建设。但也需要注意到，房地产企业信用风险尚未完全释放，居民购房意愿仍未实质性好转，商品房销售进度或面临波折。截至 2023 年 10 月，全国待售商品房面积上升至 6.48 亿平方米，接近 12 个月平均销售面积计算，商品房去化周期⁸持续上升至 6.6 个月（图 24），商品房去库难度仍在增大。随着商品房竣工面积增速提升，商品房库存将继续增加，若市场需求难有改善则有可能加剧供给过剩局面，导致房价进一步下跌。这一方面将阻碍房企销售回款，加大企业投资资金压力；另一方面将降低企业拿地开发意愿。从先行指标看，土地成交金额和土地成交面积指标分别领先房

⁶ 通常认为一轮完整的库存周期包括“主动补库存-被动补库存-主动去库存-被动去库存”四个阶段，可通过观测工业产成品存货同比和企业营收同比指标变化来判断库存周期所处阶段。“主动补库存”阶段表现为产成品存货和企业营收同步上升，即企业主动扩大生产补充存货以应对逐步改善的市场需求。

⁷ 2021 年和 2022 年分别开工建设和筹集 94 万套和 265 万套，2023 年计划开工筹建 204 万套。

⁸ 商品房去化周期=商品房待售面积/过去 12 个月平均销售面积。

地产开发投资中的土地购置费用投资和建筑安装投资⁹ 年左右，2023 年 1-10 月 100 大中城市土地成交总价和面积分别同比下降 21.7%和 18.2%。根据先行指标测算，预计 2024 年房地产开发投资下降 7%左右。综合预计 2024 年固定资产投资增速为 4.5%左右，较上年回升 1.6 个百分点左右。

图 23：工业企业库存、营收与利润 图 24：商品房待售面积和去化周期



资料来源：Wind，中国银行研究院

表 3：制造业产能利用率和利润同比增速情况

行业		产能利用率 (%)			利润同比 (%)		
		2019	2022	2023-09	2019	2022	2023-09
制造业		77.1	75.8	75.0	-5.2	-13.4	-10.1
上游原材料	化学原料制造业	75.2	76.7	74.8	-25.6	-8.7	-46.5
	非金属制品业	70.3	67.0	64.7	7.5	-15.5	-26.7
	黑色金属冶炼压延	80.0	76.3	78.7	-37.6	-91.3	-1.8
	有色金属冶炼压延	79.8	79.3	79.4	1.2	-16.1	-15.1
	化学纤维制造业	83.2	82.3	83.8	-19.8	-62.2	-10.8
中游装备制造	通用设备制造业	78.6	79.2	79.2	3.7	0.4	11.0
	专用设备制造业	78.8	77.6	77.5	12.9	3.4	2.4
	汽车制造业	77.3	72.7	73.7	-15.9	0.6	0.1
	电气机械器材制造	79.4	77.3	76.9	10.8	31.2	24.9
	计算机通信设备制造	80.6	77.8	75.0	3.1	-13.1	-18.6
下游消费品	食品制造业	72.9	71.7	69.9	9.1	7.6	2.2
	纺织业	78.4	77.2	76.4	-10.9	-17.8	-10.2
	医药制造业	76.6	75.6	74.8	5.9	-31.8	-17.5

资料来源：Wind，中国银行研究院

⁹ 土地购置费用投资和建筑安装投资分别占房地产开发投资的 40%和 50%左右。

第三，出口上行与下行因素并存，结构升级有望延续。从上行因素看，一是中国出口结构性新亮点有望持续凸显。全球碳中和背景下，中国新能源产业链相关产品在价格、技术、质量等方面具备全球领先优势，新能源车、光伏等出口增速有望保持在较高区间。全球半导体行业逐步筑底回升，随着 ChatGPT 等终端应用场景和云计算、大数据、物联网等业态的进一步发展，中国机电相关产品出口增速有望回升。二是美国补库存周期开启，有利于中国出口改善。目前美国依然是中国的重要贸易伙伴。2024 年，美国大部分行业即将进入补库存周期，消费电子、家具和建材、食品及农产品、纺织服装等商品进口需求或将扩大，这将有利于拉动中国出口。三是上年基数相对较低。从下行因素看，一是国际环境不确定性仍存。保护主义和地缘政治风险因素增多，乌克兰危机、巴以冲突等外溢效应或将持续，世界主要经济体政治选举陆续展开，国际局势仍将处于动荡变革期，不利于全球经贸稳定与发展。二是欧美发达经济体紧缩货币政策滞后效应犹在。虽然欧美加息周期即将进入尾声，但利率水平仍处于历史较高区间，对私人消费、企业投资的抑制作用仍将持续，这不利于全球增长动能修复和国际需求回暖。从出口目的地看，预计对美出口有望改善，对欧洲出口或将保持稳定，对新兴经济体出口仍是重要支撑。综合预计 2024 年中国出口同比增长 2% 左右，增速较上年回升 6.2 个百分点左右。

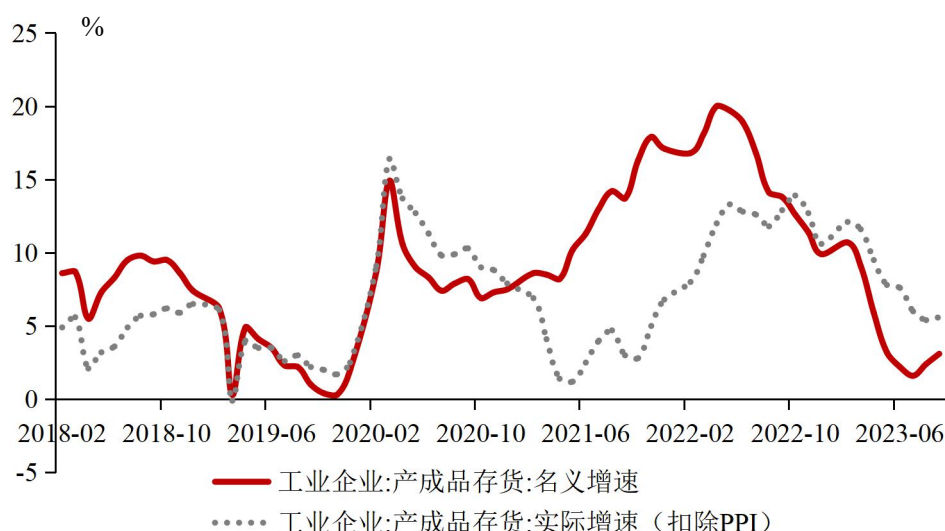
2. 供给端有望继续企稳回升

工业生产有望持续向好。一是去库存步入尾声。2023 年 8 月份以来，积极财政政策进一步发力，内需复苏稳健，工业企业补库存迹象显现。1-10 月中国规模以上工业企业利润同比下降 7.8%，降幅较上半年收窄 9 个百分点，8 月、9 月、10 月当月工业企业利润分别同比增长 17.2%、11.9%、2.7%。同时，工业产成品库存名义增速和实际增速均出现回升（图 25）。二是外需有一定支撑。目前美国库存周期整体仍处于主动去库存阶段，预计将于 2024 年二季度进入全面补库存阶段，推动外需企稳修复，与中国库存周期形成共振补库存。三是稳

增长政策助力工业生产稳步增长。2023 年四季度以来，工信部聚焦规模大、带动性强的 10 个重点行业，分别制定实施了《2023-2024 年稳增长工作方案》，为 2024 年工业生产增长提供了政策支撑。预计 2024 年工业增加值增长 4.8% 左右，增速较上年回升 0.4 个百分点左右。

服务业或将继续维持高景气。生活性服务业方面，居民消费趋于理性，倒逼生活性服务业加快提升服务质效。比如，通过数字化、智能化手段，更好地满足各类消费群体的需求。据艾媒咨询测算，2020-2025 年，数字技术赋能下中国本地生活服务市场规模将由 19.5 万亿元提高到 35.3 万亿元，年复合增长率约为 12.6%。软件和信息技术服务业仍有较大增长空间。制造强国、网络强国、数字中国战略深入推进，信息通信技术深度融入经济社会发展，同时工业领域数字化仍有较大提升空间。据《中国工业软件产业白皮书》，2022 年中国工业软件市场规模同比增长 14.3%，增速远高于国际平均水平，但是工业软件普及率远低于世界平均水平。综合预计 2024 年服务业增加值增长 5.2% 左右，增速较上年低 0.7 个百分点左右，但较 2022-2023 年平均增速提高约 1.1 个百分点。

图 25：工业产成品存货名义增速和实际增速均出现回升



资料来源：Wind，中国银行研究院

3. 需求改善推动价格水平回升

一是 **CPI 将温和上涨**。一方面，猪肉价格低迷促使养殖企业在 2023 年年初开始小幅缩减能繁母猪产能，预计 2024 年猪肉供给过剩压力将有所缓解。但 2023 年 9 月能繁母猪存栏量为 4240 万头，仍高于农业部设定的 4100 万头正常保有量，猪肉价格反弹幅度或相对有限。在 2023 年低基数影响下，猪肉价格同比降幅对 CPI 的拖累或将有所减弱。另一方面，就业形势、居民收入和消费倾向逐步改善，居民服务消费和跨区域流动将进一步好转，有望推动终端消费品和旅游、租房等服务价格水平上涨。预计 CPI 全年涨幅为 1.1% 左右（图 26）。

二是 **PPI 涨幅将由负转正**。其一，随着稳增长政策显效，国内经济增长动力增强，基建、制造业投资增长有望带动钢材等工业产品市场需求回暖。其二，OPEC+ 国家减产稳价诉求依存，EIA 预计 2024 年全球新增原油供应约为 100 万桶/天，增幅将继续收窄，国际油价仍有一定上涨空间。EIA 预测 2024 年全球原油现货价格为 93.24 美元/桶，较 2023 年上涨 11% 左右。其三，随着美联储加息接近尾声和美国经济增速放缓影响，美元或将走弱，这将对以美元定价的铜等有色金属大宗商品价格形成一定支撑。预计 2024 年 PPI 逐步回升，三季度前后有望由负转正，全年涨幅为 0.4% 左右（图 27）。

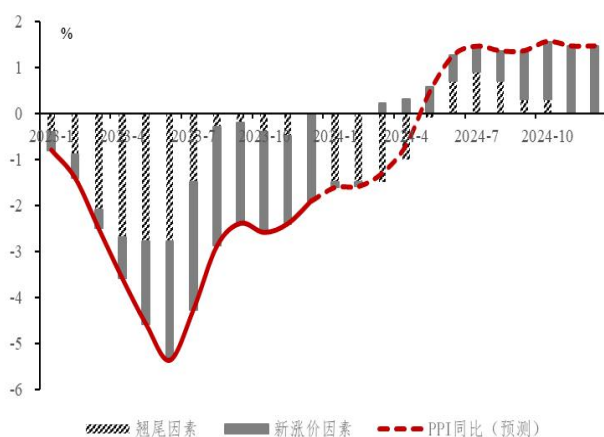
三是 **物价温和回升将为居民消费、企业经营和宏观政策提供稳定环境**。2024 年中国经济保持温和复苏，物价回升幅度总体温和可控。一方面 CPI 温和上升利于推动居民实际收入¹⁰稳定回升，进一步增强居民实际购买力，促进消费复苏。另一方面，PPI 逐步回正将进一步促进企业营收和利润改善，逐渐缓解市场主体压力并调动生产积极性。同时，相对温和的通胀水平为宏观政策稳增长、促改革留出了更多、更大的发挥空间，避免货币政策为治理通胀问题而发生“急转弯”，保障经济金融市场整体稳定。

¹⁰ 居民实际收入增速取决于名义收入与物价上涨幅度的相对差距。

图 26：2024 年 CPI 同比涨幅预测



图 27：2024 年 PPI 同比涨幅预测



资料来源：Wind，中国银行研究院

二、2023 年金融形势回顾与 2024 年展望

（一）2023 年金融形势回顾

2023 年，受内外部风险因素影响，中国金融市场波动有所加大。但在政策大力支持下，金融加大稳经济力度，金融市场整体稳定运行。金融改革和高水平对外开放稳步推进。建立“一委一行一局一会”金融监管框架，理顺不同部门职能定位。出台金融控股公司关联交易管理办法。建立大型支付平台企业联合监管长效机制。进一步优化沪深港通机制，推动内地与香港利率互换市场互联互通合作。参与二十国集团、国际货币基金组织等多边机制，推动国际金融政策协调。金融进一步加大服务实体经济力度。人民银行两度降息、两度降准，综合采用多种结构性货币政策工具，保持社会融资总量合理充裕，企业融资成本降至低位，普惠小微、绿色、工业等贷款快速增长。金融市场保持韧性与活力。人民币汇率保持在合理均衡水平，虽然与上年底相比对美元贬值约 3%，但对一篮子货币指数（CFETS）基本保持不变。债券市场有序渡过年初“赎回潮”，目前市场利率已回归历史较低水平，助推全年债券发行规模增速达到近年来新高。股票发行注册制全面实行，新能源、科技、医药、“中特估”等明星板块受到市场广泛关注。2023 年前三季度，金融业以现价计算的累计增加值同比增

速为 8.6%，同比增加 1.1 个百分点。

1. 政策发力加大金融对实体经济的支持，货币社融较快增长

2023 年以来，宏观调控政策持续发力稳经济，加之疫情影响消退，经济活动逐步回归正常，带动融资规模走高。1-10 月，新增社会融资规模累计 31.19 万亿元，同比多增 2.33 万亿元（图 28）。整体来看，2023 年社融结构呈现出“三多增、一少增”特征：一是人民币贷款同比多增。1-10 月人民币贷款同比多增 1.67 万亿元，但走势有所分化。年初疫情管控措施放开带动实体经济融资需求回暖，加之政策持续发力，新增人民币贷款创下历史新高，一季度同比多增达 2.36 万亿元。但二季度以来，受经济恢复不及预期影响，实体经济融资需求走弱，4-10 月人民币贷款同比少增了 6890 亿元。二是债券融资同比大幅多增。在经济恢复不及预期影响下，财政政策逆周期调控力度加大，二季度以来政府债券发行速度加快。特别是 9 月份以来，随着地方一揽子化债方案落地、特殊再融资券重启发行等因素带动，政府债券发行规模明显放量。1-10 月政府债券发行 7.5 万亿元，同比多增 1.33 万亿元。三是表外融资明显多增。1-10 月，表外融资（信托贷款、委托贷款和未贴现的银行承兑汇票）同比多增 5694 亿元。2023 年资管新规正式实施，表外融资结束了连续大幅减少态势。四是股票融资同比出现少增。年初在全面推动注册制改革带动下，股票融资规模保持在较高水平。但受二级市场波动加大、IPO 阶段性收紧等因素影响，二、三季度股票融资规模同比增速下降。1-10 月同比少增了 2463 亿元。

信贷投向结构持续优化，企业中长期贷款少增。一是普惠小微、工业、高技术制造业等信贷余额保持高速增长。在延续实施碳减排支持工具等三项货币政策工具¹¹带动下，重点领域信贷增速继续保持较快增长。截至 2023 年三季度末，普惠小微、绿色、工业、涉农贷款余额增速分别为 24.1%、36.8%、30.9%、15.1%（图 29），显著高于全部贷款增速（10.9%）。特别是普惠小微贷款余额

¹¹ 三项工具分别为：碳减排支持工具、支持煤炭清洁高效利用专项再贷款和交通物流专项再贷款。

增速已连续三年保持在 20% 以上。二是企业中长期贷款连续出现少增。受经济恢复不及预期等因素影响，企业预期转弱，中长期资金需求减弱，三季度以来中长期贷款同比连续出现少增。7-10 月，企业中长期贷款同比少增 3395 亿元。值得关注的是，居民贷款需求“先冷后暖”。随着消费意愿提升，居民信贷需求呈转暖迹象，9、10 月居民中长期贷款同比连续出现多增，30 个大中城市商品房销售面积及套数降幅同步出现明显收窄。

图 28：新增社会融资规模

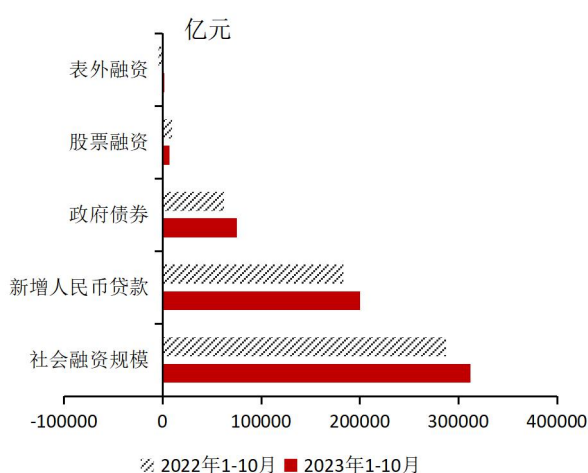
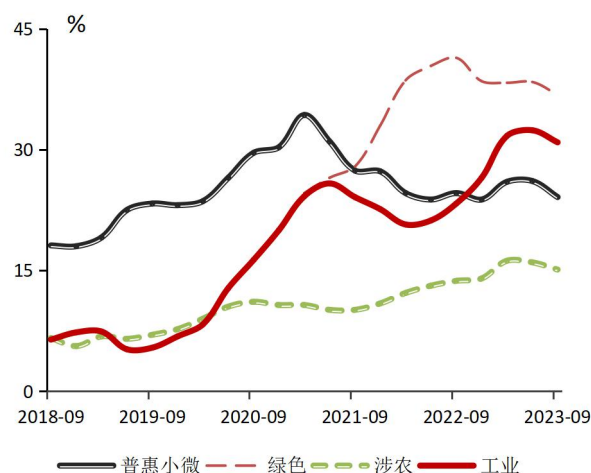


图 29：重点领域贷款余额增速



资料来源：Wind，中国银行研究院

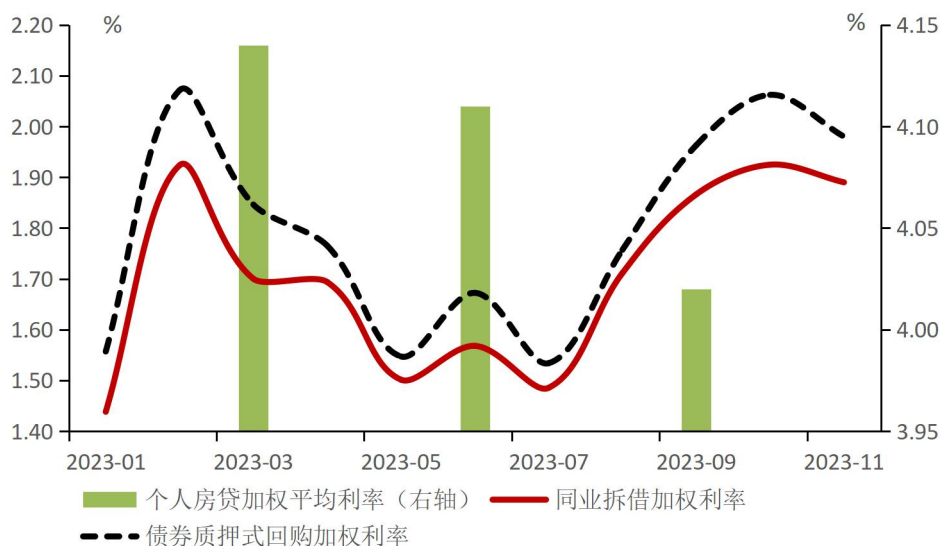
2. 房贷利率等多项改革政策出台，市场利率呈“N”字型走势

一是政策利率下调。名义利率扣除通胀率后的实际利率水平，对企业融资需求有更为重要的影响。由于 2023 年以来通胀水平走低，实际利率水平上升，为激发企业融资需求、加大稳经济力度，人民银行两度下调 7 天逆回购和 1 年期 MLF 利率，由年初的 2.0% 和 2.75% 分别降至 11 月的 1.8% 和 2.5%。带动 1 年期 LPR 由年初的 3.65% 降至 11 月的 3.45%，5 年期以上 LPR 由年初的 4.3% 降至 4.2%。二是货币市场利率呈现“N”字型走势。年初经济回暖明显，带动利率上升；3 月后复苏不及预期，利率触顶回落；7 月后经济筑底态势显现，利率再次回升（图 30）。三是银行存款利率普遍下降。继 2022 年 9 月时隔 7 年

国有大行首次下调存款挂牌利率之后，股份制银行、中小银行等陆续降低存款利率。根据人民银行数据，截至 2023 年 6 月，活期存款加权平均利率为 0.23%，同比下降 9BPs，定期存款加权平均利率为 2.22%，同比下降 12BPs。值得注意的是，虽然存款利率降低，但根据上市银行财报，由于居民和企业将更多低息活期存款转为高息定期存款、以及行政机构单位存款利率较高，截至 2023 年年中 42 家上市银行客户存款加权平均付息率为 1.94%，高于上年同期水平，净息差压力尚未得到有效缓解。

四是房贷利率启动改革。2023 年，“认房不认贷”（符合条件的二套房也可转为享受首套房利率）、存量首套房利率改革等政策陆续出台。商业银行积极落实政策要求，推动房贷利率明显下调，减轻居民还贷压力。根据人民银行数据，截至 11 月降低存量首套房贷利率工作已基本完成，超过 22 万亿元存量房贷利率下调，惠及超 5000 万户 1.5 亿人。仅在政策调整后的首周，加权平均房贷利率就已降至 4.27%，平均降幅达 73BPs。

图 30：货币市场利率走势



资料来源：Wind，中国银行研究院

3. 美元指数短暂强势后回落，人民币汇率贬值后企稳回升

2023 年，人民币汇率先后经历了“升值-走贬-企稳回升”三个阶段。年初

人民币即期汇率曾升至 6.7 左右，后随着 2 月美联储启动年内加息¹²，人民币汇率出现贬值，9 月上旬曾一度走贬至 7.34 左右。进入四季度以来，人民币汇率开始企稳，并有回升迹象。截至 2023 年 11 月 30 日，即期人民币汇率为 7.13（图 31）。

人民币兑美元汇率贬值的主要原因：一是美元指数强势行情产生“蝴蝶效应”。2023 年美联储货币政策继续收紧，美元指数频现短线强势上涨行情，导致包括人民币在内的多国货币汇率兑美元贬值。二是中美利差走阔至历史高位。由于下半年美债长期利率在高位再飙升（图 32），中美 10 年期国债利差曾一度扩大至 226 个 BPs，达到近二十年来极值水平，引致短期跨境资本流出增加。三是银行代客结售汇逆差扩大。一方面是经常项目结售汇顺差减少（1-10 月顺差 685.32 亿美元，较上年同期收窄 46.29%）；另一方面是资本与金融项目逆差扩大，其中 1-10 月直接投资项逆差 229.93 亿美元，而较上年同期为顺差，1-10 月证券投资项逆差 311.67 亿美元，较上年同期有所扩大。

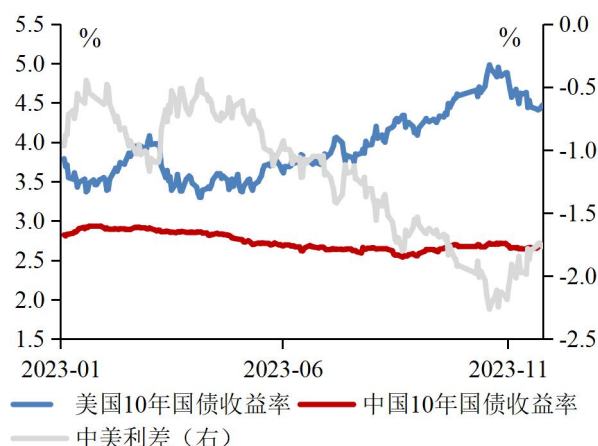
但是，对 2023 年人民币兑美元贬值走势，要全面客观看待。事实上，与全球主要国家货币汇率相比，人民币兑美元汇率走贬的幅度较小。特别是 7 月份美联储再次加息后，美元指数强势反弹，主要非美货币均明显贬值。例如，7-10 月美元指数上涨 3.23%，欧元兑美元贬值 3.22%、英镑兑美元贬值 4.31%、日元兑美元贬值 5.12%、人民币兑美元贬值 0.77%、加元兑美元贬值 4.72%、澳元兑美元贬值 4.85%。另外，下半年人民币对一篮子货币指数 CFETS 走升，反映了人民币较除美元之外的主要贸易货币整体是升值的。截至 11 月 30 日，CFETS 指数 98.29，较上半年末上升了 2% 左右。此外，11 月人民币汇率显露企稳回升迹象，这主要与美联储宣布暂停加息导致美元指数回落和中美利差收窄有关。11 月央行在香港增发央票，回笼了离岸市场人民币流动性，对离岸人民币汇率稳定也起到了重要作用。

¹² 截至 2023 年 11 月底，美联储共加息 4 次，分别是 2 月 2 日、3 月 23 日、5 月 4 日、7 月 27 日各加息 25 个基点。

图 31：人民币汇率与美元指数



图 32：中美 10 年期国债收益率



资料来源：Wind，中国银行研究院

4. 国债收益率先升后降，主要券种发行量较快增长

受经济恢复不及预期、流动性宽松等因素影响，国债收益率在1月触及2.94%后出现持续下行，8月降至2023年最低的2.55%。随后，受经济恢复预期转暖、债券发行提速等因素影响，国债收益率有所上升。截至11月30日，10年期国债收益率为2.67%，比上年末下降了16个BPs。整体来看，债券市场运行呈现如下特征：**第一，债券发行量保持较快增长。**截至2023年11月30日，债券发行规模共计65.9万亿元，同比增幅达16.63%，为近年新高。**第二，主要券种发行增速较快。**地方政府债、同业存单、公司债发行规模分别为9.13万亿元、23.23万亿元和3.58万亿元（图33），同比增速均在20%以上，这主要与财政发力、地方化债方案落地、市场利率下行以及低基数等因素有关。**第三，期限利差先升后降，信用利差波动下行。**受连续降息等因素影响，年中短期国债收益率快速下行，带动期限利差走高，但三季度以来利差稳步收窄。在流动性宽松等因素带动下，信用利差（3年期AAA级中短期票据与同期限政策性金融债收益率之差）维持稳步下降态势。截至11月30日，期限利差、信用利差分别为0.33%和0.35%，比上年末分别缩小41和25个BPs（图34）。第

四，债券市场信用风险明显收敛。截至 11 月 30 日，共有 48 只债券违约，合计金额为 230.27 亿元（上年全年为 347.41 亿元）。其中，房地产业仍是主要领域，违约金额达 188.55 亿元，占违约总金额的 82%。

图 33：各类债券发行规模

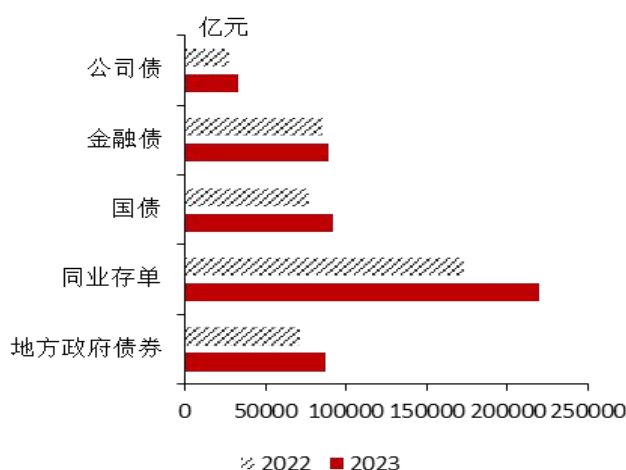
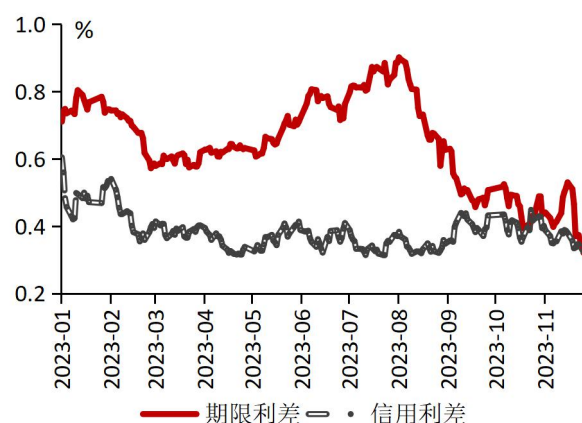


图 34：期限利差与信用利差



资料来源：Wind，中国银行研究院

5. 市场底部特征显现，A 股窄幅震荡

2023 年，受宏观经济波浪式恢复、国际地缘政治复杂多变以及中美利差持续倒挂等因素的影响，A 股经历了年初上涨行情以后，迎来了持续数月的区间窄幅震荡。截止 11 月 30 日，上证综指收于 3029.67 点，较 2022 年同比下降 3.8%。市场交易活跃度有所减弱。成交量和成交额前 11 月累计同比分别下降 8.1% 和 5.3%。前 11 月平均月区间换手率为 55.3%，同比下降 3.7 个百分点。A 股市场规模亦略有波动。A 股市值于 11 月达到 78.6 万亿元，同比减少 1.8%，较疫情前同期水平提高 43.9%，但较 2023 年最高点萎缩 7.5%。此外，北向资金经历了 1 月的爆发性买入，其交易一直维持低位震荡。2023 年前 11 月累计净买入额为 566.3 亿元，剔除一月交易量后，该数值为 -846.6 亿元。从行业指数看，2023 年各板块涨跌互现，风格频繁切换，房地产板块领跌，受到疫情放开、专项债发行等因素的影响，能源、信息技术和公用事业等板块表现相对较好（表 4）。

表 4:A 股行业板块涨跌幅

日期	能源 (%)	可选消费 (%)	日常消费 (%)	医疗保健 (%)	金融 (%)	信息技术 (%)	电信服务 (%)	公用事业 (%)
2023-01	6.2	6.4	4.2	5.8	5.8	10.0	16.3	1.7
2023-02	2.4	0.4	1.0	0.3	-3.2	2.1	6.7	1.4
2023-03	-1.1	-1.8	-1.8	-3.8	-2.1	8.5	8.5	-1.5
2023-04	5.1	-1.8	-5.4	0.1	5.2	-4.0	4.2	2.8
2023-05	-8.0	-4.9	-7.9	-2.8	-3.3	0.1	-7.1	4.6
2023-06	3.5	6.0	2.3	-4.1	-0.6	1.8	-2.5	-1.8
2023-07	3.1	4.8	8.4	-0.8	11.9	-5.2	2.0	-0.3
2023-08	-2.1	-6.2	-6.1	-4.9	-6.0	-4.3	3.2	-4.1
2023-09	8.4	-1.0	-2.3	4.0	0.5	-3.0	-2.2	-1.0
2023-10	-5.0	-1.7	-2.2	1.7	-2.7	-1.8	-6.0	-0.6
2023-11	4.0	2.3	1.2	2.7	-2.8	1.1	-1.7	0.5
2023 (1-11)	0.17	0.02	-0.09	-0.02	0.01	0.04	0.21	0.01

资料来源：Wind，中国银行研究院

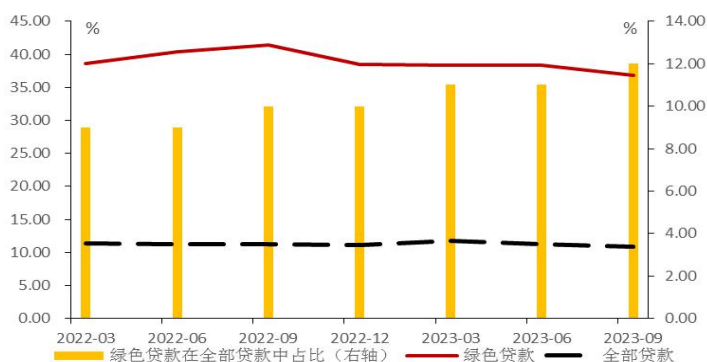
虽然 A 股震荡行情明显，但是各种积极因素也在增多。一是相关部门推出一系列政策组合拳。7 月份中央政治局会议以来，证监会等多部委联合推出了包括阶段性收紧 IPO，引导保险基金、社保基金等机构投资者积极入市等一系列政策措施。此外，10 月中央汇金对四大行的增持也向市场释放了积极信号，其计划在未来继续增持四大行 ETF，有助于提振市场预期。二是 A 股上市公司盈利水平提高。最新披露的三季报显示，56.7%A 股上市公司营收同比实现增长，超过 36.3%的公司归母净利润同比增幅超过 10%。此外，2023 年以来，A 股上市公司积极开展回购，目前宣布的回购金额已经超过 1000 亿元。回购通常是上市公司进行逆周期资本运作的重要方式，能给市场传递积极信号，提高投资者信心。

6. 绿色金融融资额快速增长，CCER 市场时隔六年后重启

一是绿色贷款快速增长。截至 2023 年三季度，全国绿色贷款余额达 28.58 万亿元，同比增速 36.8%，远超全部贷款约 11%的同期增速（图 35）；绿色贷款占全部贷款比重升至 11.9%，同比提高 2.3 个百分点。2023 年人民银行宣布

碳减排支持工具延续实施，鼓励绿色贷款精准支持“双碳”目标。根据人民银行数据，截至2023年9月，碳减排支持工具余额达5098亿元，同比增长106%，支持商业银行向清洁能源、节能环保、碳减排技术三个重点减碳领域发放绿色贷款近8500亿元，预计带动年碳减排量超过1.5亿吨二氧化碳当量。二是绿色债券平稳发展。2023年1-11月，Wind口径下各类绿色债券发行超过750只，募集资金金额超过1万亿元，发行只数和金额均超过上年同期。其中，超过四成募集资金投向清洁能源领域，主要用于风电、光伏等项目，超过三成投向绿色交通领域，主要用于轨道交通、新能源汽车相关项目。三是全国自愿碳减排市场CCER暂停六年后重启。2023年生态环境部宣布国家核证自愿减排量（CCER）市场将于年内重启并陆续推出多项配套制度文件，全国碳市场将形成强制减排市场与自愿减排市场“双轮驱动”格局。企业在规定机制下开发清洁能源、生态碳汇等项目可获得CCER核证减排量并可在碳市场中销售。CCER是具有金融属性的碳资产，能够成为金融支持绿色低碳产业的有力抓手。四是绿色金融支持范围优化调整。2019年国家发改委首次出台《绿色产业指导目录》，界定哪些产业可被归类为“绿色”，针对该指导目录中产业的贷款和债券投资可被认定为绿色金融。2023年，国家发改委修订该目录并发布征求意见稿，与旧版相比增加了煤电机组节能改造、氢能全产业链等领域，绿色金融支持产业范围也将随之调整。

图 35：绿色贷款与全部贷款同比增速走势



资料来源：Wind，中国银行研究院

（二）2024 年金融形势展望

2023 年中央金融工作会议为未来一段时期中国金融业的改革和发展提供了根本遵循和行动指南。展望 2024 年，中国金融业新的监管改革举措将不断落地、金融高质量发展将持续推进，金融服务实体经济质效将显著提升，“五篇大文章”（科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融）将取得新进展。中国经济向潜在增长水平回归、市场信心回升等将为金融发展创造稳定的宏观环境。从政策面看，金融政策将继续发挥跨周期和逆周期调节作用，促进经济稳定增长。预计 2024 年新增信贷投放将维持中高速增长，社会融资成本保持在较低水平，资本市场动能增强，人民币汇率稳中回升，绿色金融融资额继续快速增长。

1. 企业融资需求有望回暖，主要金融指标将维持合理增长

一是货币社融保持中高速增长。随着经济逐步企稳，企业融资需求或将持续改善。中央金融工作会议指出“要着力营造良好的货币金融环境”。货币政策继续发力，加之企业融资需求动力逐步增强，新增信贷规模有望继续保持稳步增长。此外，随着万亿国债资金陆续到位，有望撬动更多的资金进入相关领域。预计 2024 年 M2、社融增速在 10%、9% 左右。二是信贷投放结构持续优化。中央金融工作会议提出“把更多金融资源用于促进科技创新、先进制造、绿色发展和中小微企业”，这将引导金融资源继续流向普惠小微、绿色、科技创新、涉农等领域，这些领域信贷增速有望维持两位数增长。三是房地产贷款增速或将企稳。近段时间以来，房地产贷款增速逐步企稳，加之 2023 年基数较低，预计 2024 年房地产贷款增速有望逐步趋稳，且有小幅上升的可能。

2. 市场利率保持较低水平，企业融资成本维持低位

一是政策利率保持当前水平。预计政策利率还将保持低位。目前 7 天逆回购、MLF 等政策利率已处于较低水平，预计 2024 年通过降准、扩大使用结构

性货币政策工具等方式投放流动性的可能性较大，但也不排除降息可能性。二是**货币市场和贷款利率企稳回升**。经济复苏将带动企业融资需求回暖，从而推动短期货币市场和银行贷款利率企稳。但在较为宽松的货币政策支持下市场利率和贷款利率仍将保持较低水平。三是**存款利率或还将下调**。存款利率调整是商业银行在平衡揽储需求和净息差压力后做出的定价决策。2023 年商业银行存款利率下调尚未有效缓解净息差（已降至历史最低点）收窄压力，2024 年不排除存款利率进一步下调的可能性。

3. 积极因素不断积累，人民币汇率将稳中走升

展望 2024 年，随着汇市面临的外部与内部积极因素不断累积，人民币兑美元汇率具备升值的基础和条件。

积极因素主要有：从外部看，美国经济减速风险增大、通胀预期降温，且 2024 年将举行美国总统大选，美联储或将结束加息周期，并有望转向降息。在此背景下，美元指数或将继续回落，中美利差将不断收窄，人民币汇率面临的外部压力将得到缓解。从内部看，一是国内经济增长存在较多乐观因素，市场信心将不断增强，助力人民币汇率回升。二是境内市场对外资吸引力将不断增强。中央金融工作会议强调，“着力推进高水平对外开放，稳步扩大金融领域制度型开放”。预计我国跨境投融资便利度会持续提升，吸引更多外商长期资本来华展业兴业。未来人民币资产良好的投资价值将再次凸显，外资持有境内金融资产也将增加。三是中国汇率调控政策工具充裕，外汇储备规模继续稳居全球第一，对人民币汇率保持稳定形成支撑。

不确定性因素主要有：从外部看，全球市场仍将面临巴以冲突等地缘政治风险，或将推动投资者避险情绪和美元指数走升。从内部看，主要是房地产市场、地方债务等存在风险，或干扰国内经济基本面修复程度，进而影响人民币汇率市场预期和币值稳定。

4. 债券发行规模稳步增长，债市收益率维持低位

一是债券发行总量有望维持两位数以上增长。2024 年宏观调控政策将持续发力稳经济，金融机构也存在补充流动性支持信贷投放的需求，国债、地方债、同业存单等发行规模将继续保持在较高水平。二是债券收益率明显上行概率较小。市场流动性将继续保持合理充裕，这将带动债券收益率维持低位，出现明显上涨概率不大。三是境外投资者有望继续布局境内债券市场。随着美联储等全球主要央行加息进入尾声，中外长端利率利差倒挂将出现缓解，境内资产吸引力上升，这有望吸引境外投资者进入境内债市布局。四是仍需关注债券违约风险。近年来，虽然违约债券规模持续下降，但房地产等领域债券风险仍然较高，2024 年房企违约仍是重点关注领域。

5. A 股企稳动能增强，板块演绎轮动行情

展望 2024 年，预计 A 股震荡上行的概率增加，适应国民经济结构转型的相关产业板块有望脱颖而出，同时受国际地缘政治冲突影响较小的产业亦有可能表现良好。一是宏观经济疫后持续修复，将为 A 股企稳回升奠定重要基础。二是绿色发展理念带动包括新能源车、氢能源等相关产业发展。随着可持续发展理念成为全球共识，新能源电车、氢能源等产业有望延续自 2021 年以来的蓬勃发展趋势。2023 年 9 月份中国新能源车出口数量达到 9.6 万辆，同比增长 92.8%，并且涌现了一批如宁德时代等技术优、成本低的全球龙头企业，涵盖了动力电池、操作系统以及电机等多个重要行业。近日颁布的《国家发展改革委等部门关于促进炼油行业绿色创新高质量发展的指导意见》再次明确了氢能源在未来产业发展中的重要地位，氢储运、氢能源乘用车等多个领域的规模化进程有望不断加速。与此同时，我国在 15 个城市启动首批公共领域车辆全面电动化先行区试点，相关板块可能存在结构性机会。三是人工智能、生物医药等技术进步有望为相关产业板块提供支撑。AI 技术产品化、商业化阶段的到来，将促进包

括教育领域、电子商务、智能制造等多个产业的发展。此外，新型减肥药 GLP-1¹³ 的推出已带动了相关企业在美股的亮眼表现，未来可能对 A 股生物医药板块产生外溢效应。但是，在全球政经格局复杂多变、全球产业链结构重塑、各国货币政策周期存在错位的背景下，未来 A 股市场仍可能面临下行压力。

6. 绿色金融融资额有望保持快速增长，房企绿色融资值得期待

2023 年中央金融工作会议对绿色金融的政策表述较 2017 年全国金融工作会议时明显增多，并将绿色金融作为“五篇大文章”的第二篇提出，为大力发展绿色金融指明方向。展望 2024 年，一是绿色贷款有望保持较快增长。基础设施绿色升级、清洁能源等领域融资需求依然较强，有望支撑绿色贷款延续较快增速。二是碳市场何时扩容仍有待观察。近年来碳市场何时扩容、新纳入哪些行业，一直备受外界关注。目前碳市场纳入了两千多家火力发电企业，2024 年，随着经济企稳，新一批高排放行业企业有望陆续被纳入碳市场。特别是随着欧盟碳边境调节机制（CBAM，俗称“碳关税”）将于 2026 年 1 月正式起征，中国受其直接影响的钢铁、水泥和电解铝行业或将优先被纳入国内碳市场。三是房企绿色建筑融资有望成为绿色金融新亮点。房地产作为支柱产业，步入低谷后亟待转型。国家《“十四五”建筑节能与绿色建筑发展规划》对 2025 年前建设超低能耗建筑面积、既有建筑节能改造面积等提出明确要求，2024 年为房地产业绿色转型升级提供资金支持或将成为绿色金融新方向。

¹³ GLP-1，即胰高血糖素样肽-1，是一种由人胰高血糖素基因编码，并由肠道 L 细胞分泌的肽类激素，可以促进胰岛素的合成和分泌，并抑制食欲，延缓胃内容物排空等。司美格鲁肽是丹麦诺和诺德公司开发的一种 GLP-1 受体激动剂。诺和诺德公布的 2023 年第三季度财报显示，减肥用司美格鲁肽注射液 Wegovy 第三季度的销售额为 13.7 亿美元，同比大增 734%；前三季度，Wegovy 销售总计 30.86 亿美元，同比增长 481%。十月初美股盘中诺和诺德股价创历史新高，总市值一度超 4600 亿美元。

表 5：2024 年中国经济金融主要指标及预测（%）

指 标	2020 (R)	2021 (R)	2022 (R)	2023					2024 (F)
				Q1 (R)	Q2 (R)	Q3 (R)	Q4 (E)	全年 (E)	
GDP	2.2	8.4	3.0	4.5	6.3	4.9	5.6	5.3	5.0
规模以上工业增加值	2.8	9.6	3.6	3.0	4.5	4.2	5.5	4.4	4.8
服务业增加值	1.9	8.5	2.3	5.4	7.4	5.2	5.8	5.9	5.2
固定资产投资额（累计）	2.9	4.9	5.1	5.1	3.8	3.1	2.9	2.9	4.5
房地产开发投资额（累计）	7.0	4.4	-10.0	-5.8	-7.9	-9.1	-9.7	-9.7	-7.0
消费品零售总额	-3.9	12.5	-0.2	5.8	11.4	4.2	9.0	7.6	6.0
出口(美元计价)	3.6	29.6	5.9	-1.8	-4.2	-9.7	-0.5	-4.2	2.0
进口(美元计价)	-0.6	30.1	0.8	-7.0	-6.8	-8.6	5.0	-4.4	2.5
居民消费价格指数（CPI）	2.5	0.9	2.0	1.3	0.1	-0.1	0.1	0.3	1.1
工业品出厂价格指数（PPI）	-1.8	8.1	4.1	-1.6	-4.5	-3.3	-2.3	-2.9	0.4
广义货币（M2，期末）	10.1	9.0	11.8	12.6	11.3	10.3	10.5	10.5	10.0
社会融资规模（存量，期末）	13.3	10.3	9.6	10.0	9.0	9.0	9.4	9.4	9.0
1 年期 MLF（期末）	2.95	2.95	2.75	2.75	2.65	2.5	2.5	2.5	2.4
1 年期 LPR（期末）	3.85	3.80	3.65	3.65	3.55	3.45	3.45	3.45	3.35
人民币兑美元即期汇率(期末)	6.54	6.37	6.95	6.87	7.26	7.25	7.15	7.15	7.00

资料来源：中国银行研究院

三、宏观政策取向

2024 年是实现“十四五”规划目标的关键之年，中国经济运行将继续向常态化转变。在国际环境不确定性持续存在的背景下，国内经济短期需求不足与中长期结构性问题相互交织，经济稳增长压力依然存在。未来，要把短期稳增长和中期促改革结合起来，确保经济持续稳定增长。要努力营造稳定和谐有利的外部发展环境；发挥积极财政政策作用，推动国内需求持续回升；坚持市场化改革大方向不动摇，处理好政府与市场关系，更好激发市场主体活力，增强经济内生增长动力。

（一）实施更加积极的财政政策，可以考虑突破 3% 的财政赤字率约束

突破 3% 的赤字率约束。从国际对比来看，中国中央政府杠杆率处于较低

水平，可通过中央政府加杠杆来实现地方政府、居民部门杠杆转移的效果，为未来经济发展拓展空间。建议 2024 年财政赤字率目标可适当提高至 3.5%。在赤字分配上中央财政赤字目标可多设定一些。

提升财政可持续性，进一步优化财政支出结构。2024 年财政仍将处于紧平衡状态，财政支出方面需要坚持有保有压，更多向民生、科创、绿色等领域倾斜。加大对医疗、教育、社保等方面的财政投入，解决居民的后顾之忧，助力居民消费意愿回升。完善生育支持措施，在解决小孩入托、上学等方面创造更加便利的环境和条件。综合运用财政补贴、税费优惠等措施，有力保障战略新兴产业发展，进一步增强经济新动能。财政收入方面，可考虑适当提高国企利润上缴比例，积极盘活存量资产。

建立防范化解地方债务风险长效机制。推动实施一揽子化债方案，统筹各类资金、资产、资源和政策措施，通过债务置换持续优化债务利率、信用和期限结构，妥善化解存量隐性债务。结合各地区经济发展实际，探索区域特色化债模式。通过继续改革地方税制、完善地方主体税种等方式增加地方财政收入来源。建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，进一步压实地方和部门责任，稳步推进地方政府债务合并监管。

（二）金融政策将多措并举，平衡好“稳增长”“促改革”“防风险”的关系

维持资金总量合理增长，切实满足实体经济融资需求。货币政策要综合运用各种货币政策工具维持流动性合理充裕，保障合意的资金供给规模，为实体经济稳健发展提供充足的资金支持。根据经济形势变化及实体经济资金需求情况灵活调整政策力度，引导金融机构稳定资金供给节奏，做好跨周期调节，在避免宏观杠杆率过快上升的同时为经济的长期发展留下足够的政策空间。

优化资金供给结构，助力经济结构持续优化升级。中央金融工作会议指出，

做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章。引导资金持续流向科创、绿色、普惠、养老等关系国家重大战略发展的领域，加大对新能源、人工智能、生物制造等战略性新兴产业的资金支持；积极创新或完善更具针对性的结构性货币政策工具，不断优化激励约束机制，强化资金引流作用，确保资金精准流入重点发展领域，更好服务经济高质量发展。

做好风险防范工作，有效应对外部风险变化。美联储等央行加息已近尾声，但仍需密切关注外部政策调整不确定性带来的风险。加强“宏观审慎+微观监管”两位一体的金融监管，在继续推进外汇领域改革开放的同时，要有效维护外汇市场稳定。强化跨境资金流动监测研判，降低外部冲击对境内金融市场影响，防范外部风险跨境对股市、债市、汇市的交叉传染影响。

（三）持续促消费、稳投资，进一步发挥内需对经济增长的支撑作用

进一步激发居民消费潜力。保障经济持续增长，稳定居民就业，推动居民收入平稳增长，巩固居民消费基础。提高市场法治化水平，通过更有序地市场供给来加快激发市场活力。加快推进一线城市保障性住房建设，降低居民生活压力。完善社会保障体系，着力推进城乡居民养老、医疗与最低生活保障制度的统筹，缩小城乡社保待遇水平差距，提高农村居民消费能力。加快补齐消费基础设施短板，完善多层次消费基础设施，满足不同区域、不同消费能力的群体的消费需求。助力新能源车拓展下沉市场，进一步完善城市周边及县城电动汽车充电网络布局与建设，加强新能源车的充电服务保障。全面落实带薪休假制度，鼓励错峰休假、弹性作息，尤其是一线城市带头出台相关措施，释放居民服务消费潜力。

着力释放有效投资需求。在财政政策加力支持下，需提前做好提升防灾减灾救灾能力设施和重大工程项目等储备工作，避免出现“项目荒”和“无效建设”现象，加快国债和地方专项债资金落地进程，以政策前置发力巩固经济复

苏基础。以保障性住房建设为中心，加强配套基础设施和公共服务供给，积极带动市政基础设施以及医疗卫生、教育托幼、商业娱乐等公共服务领域的投资增长。进一步规范 PPP 合作模式，鼓励社会资本参与城市改造、保障性住房和“平急两用”基础设施建设项目开发运营，在多渠道筹措改造建设资金的同时拓展民间投资空间。持续完善司法保护制度，引导社会舆论导向，缩减民间投资项目审批时间，畅通民间投资问题反馈和解决渠道，营造让民间资本安心、稳定的市场环境。在加强产业政策引导的同时尊重市场规律，提示企业合理制定产能扩张规划，提高资金布局效率，避免部分行业过度投资引发产能过剩问题。

（四）积极营造有利的外部发展环境，支持企业开拓多元化海外市场

继续加强国际沟通、交流与合作。推进各领域各层级对外交往，扩大同各方的利益交汇点。做好舆论引导与宣传，讲好中国故事，增进各国对中国的了解、理解。

加大对企业开拓多元化市场的支持。新兴经济体对中国出口的支撑作用日益重要，然而企业开拓相关市场的配套服务尚不完善。一是完善政企合力走出去机制，加强平台建设，通过商会、行业协会等组织企业交流，合力优化海外布局。二是支持外贸企业通过跨境电商等新业态新模式拓展销售渠道。鼓励各地方结合产业和禀赋优势，创新建设跨境电商综合试验区，积极发展“跨境电商+产业带”模式。指导企业用好跨境电商零售出口相关税收政策措施。推动更多地方特色产品更好地进入国际市场。三是加强金融对出口企业的支持力度。引导金融机构在跨境服务、投融资便利等领域先行先试，围绕跨境电商、市场采购等外贸新业态，持续提升外资外贸服务水平。

关注国际经贸规则、政经格局变化对优势产业的潜在影响。中国出口动能正在进行结构转换，与广阔增长前景并存的是潜在经贸摩擦风险。要加快推动

制度层面的国际交流、对话、合作，引导企业依靠自身优势巩固国际竞争力，积极整合行业组织和链主企业力量，加强新兴领域标准、计量、认证认可、检验检测等体系和能力建设。

（五）加快推动房地产市场风险化解工作，支持“三大工程”¹⁴建设

房地产市场的深度调整，不仅是市场的周期性变动，也反映了中国房地产市场正在经历结构性改变。2024 年面对楼市不确定性，既不能过于悲观，对于房地产市场健康发展而言楼市调整是一次重要的修正。但也不能过于乐观，仍需做好政策部署和规划。短期来看，由于房地产市场持续低迷，民营房企爆雷相对集中削弱了市场对民营房企的信心，当前民营房企的间接、直接融资渠道均受阻。未来可通过央地合作增信、债券融资专项计划等方式支持民营房企债券融资；通过搭建信息共享平台消除银企信息不对称问题，提高银行支持民营房企融资的积极性；设立专门处置房地产债务化解的金融机构，帮助加快推动房企债务重组，加速行业风险出清进程。更好支持刚性和改善性住房需求，进一步推动北京、上海等尚有空间的一线城市降低首付和利率、放松限购等，通过政策的接续性和加倍发力，保障预期的持续修复。长期来看，以“三大工程”为抓手，因地制宜地将城中村改造及保障住房建设工作结合起来推进，并行推动保障性住房和商品房建设，优化房地产供给结构。通过抵押补充贷款、创设新的结构性货币政策工具等，对保障性住房、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设提供中长期低成本资金支持。

四、专题研究

专题一：从理论和实践视角研判中国经济潜在增速

改革开放以来，中国经济保持较高增长，1978-2022 年 GDP 年均增速高达 9.1%，从一个低收入国家快速跨越至中上等收入国家，创造了“中国奇迹”。

¹⁴ 指保障性住房、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。

在此过程中，中国成为引领全球经济增长的重要国家，经济增速远超其他发达国家和发展中国家，在全球经济格局中的地位也持续提升（表 6）。2020 年以来，疫情冲击叠加世界政经格局多变，全球经济整体进入下行周期，中国政府高效统筹疫情防控和经济社会发展，加快优化调整疫情防控措施、出台一系列稳增长政策助力经济整体保持稳定。2020-2022 年，中国经济年均增长 4.6% 左右，增速高于世界经济平均增速 1.8%，也高于美国、欧元区和日本的 1.6%、0.7% 和 -0.3%。

表 6：中国经济在全球的整体表现

中国	1978	2022
占世界 GDP 的比重	1.7%	17.8%
占世界人口的比重	22.3%	17.8%
与世界平均水平相比的人均 GDP	22.1%	100.6%
经济规模总量全球排名	11	2
占世界出口额的比重	0.8%	9.3%

资料来源：Maddison（2007）、世界银行、IMF，中国银行研究院

虽然中国经济持续较快增长，但是近年来经济增速有所放缓。1978-2011 年中国 GDP 年均增长 10%，而 2012-2022 年期间 GDP 年均增速降至 6.4%。理论上来说，经济增长率是供给方潜在增长率的变化和需求侧周期性因素引起消费、投资和进出口等变化综合作用的结果。那么中国经济增速的放缓是受短期周期性波动的影响还是长期增长趋势下降的影响：未来中国经济将沿着怎样的路径增长？一系列问题引起业界和学术界的广泛关注。从国际上看，潜在增长率是宏观经济政策制定的重要参考。从现实来看，保持合理经济增速、推动经济持续增长，是实现现代化目标的内在要求，同时也是打造国际竞合新优势的关键。因此在当前阶段，有必要对未来中国潜在经济增速进行测算，客观评估增长潜力。

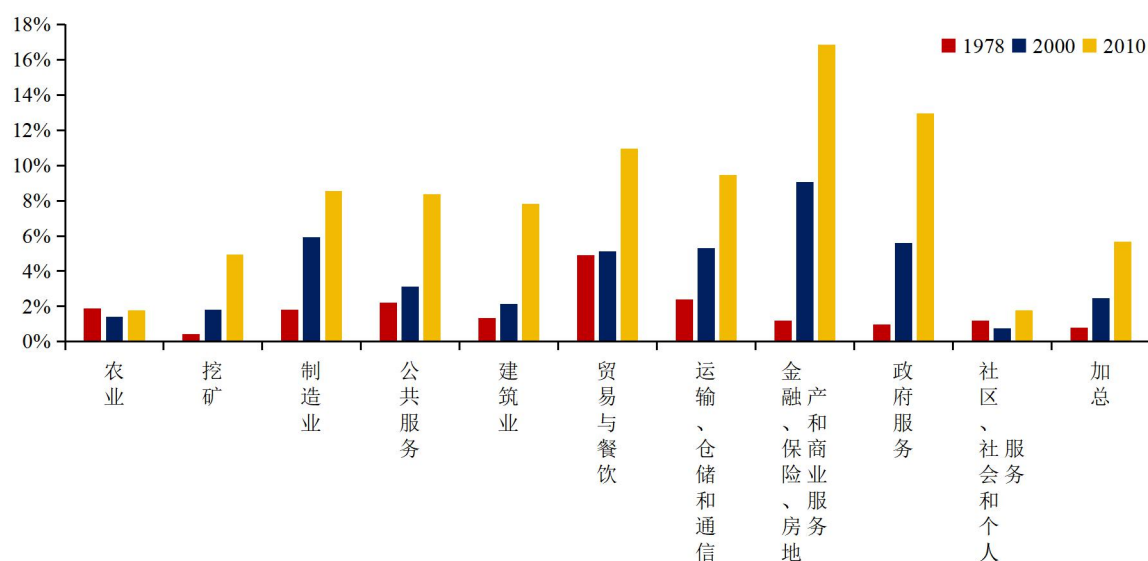
（一）从经济收敛角度测算潜在经济增速

根据 Lucas（2009）提出的经济追赶模型，在开放条件下发展中国家人均

GDP 增长率将向前沿发达国家收敛。赶超初期，经济活动从农业向工业和服务业转移的结构效应、向前沿经济体学习的收敛效应共同推动了劳动生产率高速增长。而伴随农业、工业生产率相对前沿经济体的差距显著收窄，收敛效应对经济增速的贡献持续下降。因此，人均收入的持续增长是劳动生产率在持续不断的技术创新和产业升级的基础上取得的结果。改革开放以来中国经济高速增长的最重要决定性因素是充分利用了与发达国家的产业技术差距所蕴含的后发优势。中国未来发展潜力不是看现在的绝对收入水平，而是要看中国现在跟以美国为代表的发达国家收入水平之间的差距。从中国与美国分行业的劳动生产率差异来看（图 36），1978-2010 年，中国各行业与美国的劳动生产率差距有所缩小，中国相对美国的劳动生产率（中国劳动生产率/美国劳动生产率，下同）从 0.8% 提升至 5.69%。特别是以金融保险为代表的第三产业发展加快，2010 年相对美国的劳动生产率已达到 16.8%，但在农业、工业领域仍有较大学习空间。林毅夫（2021）指出，2019 年中国人均 GDP 为美国同期的 22.6%，相当于 1946 年的德国、1956 年的日本、1985 年的韩国与美国收入水平的差距，这些国家在此后 16 年的平均增速达到 9.4%、9.2%、9%，基于后发优势和其他国家的发展经验，推断中国未来也有望延续这些国家的高经济增速，具有较大的增长潜力¹⁵。

¹⁵ 来源于林毅夫 2021 年 6 月在香港两岸和平发展联合总会主办、中国评论通讯社协办的第二届和平发展论坛上，发表的主题演讲“2049 年世界将进入新的政经格局”。

图 36：中国各行业劳动生产率相对美国的情况

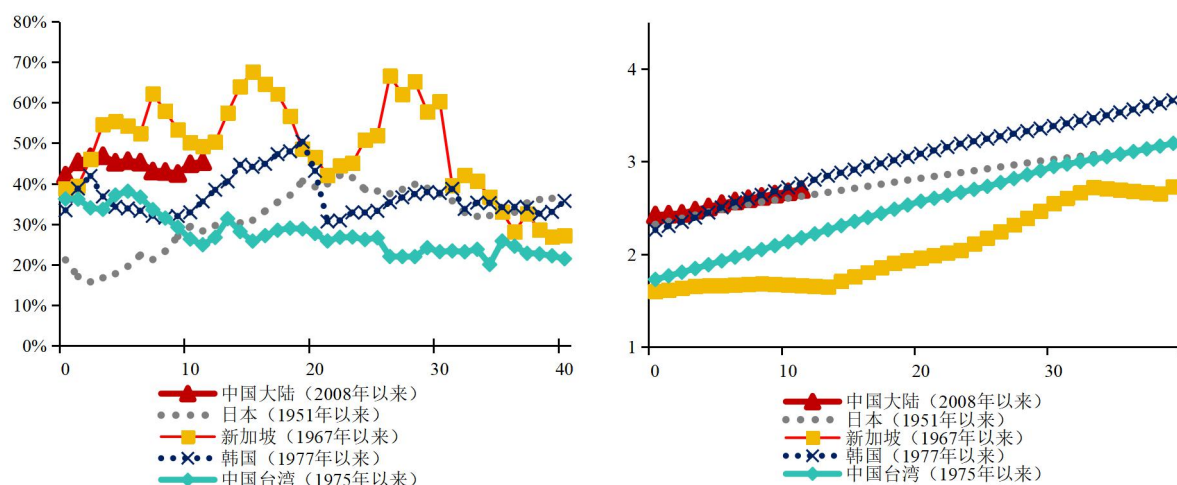


资料来源：格罗宁根大学，中国银行研究院

而相对于已经实现追赶的国家，中国经济既有优势，也有挑战。借鉴林毅夫（2012）对中国大陆和其他可比经济体的划分¹⁶，中国与日本、新加坡、韩国和中国台湾在相似发展阶段上存在相似增长路径的可能。2008 年以来，中国的投资率水平显著高于日本、韩国和中国台湾可比发展阶段上的水平，略低于新加坡；人力资本水平高于日本、新加坡和中国台湾相应发展阶段，与韩国相应发展阶段的水平相当（图 37）。与此同时，相比于这 4 个亚洲经济体在相应发展阶段上总抚养负担（0-14 岁少儿和 65 岁以上老年人数之和与 15-64 岁人口数之比）不断下降的趋势，中国 2008 年以来总抚养比持续抬升，就业人数占比在 55%-60% 之间，远高于新加坡、韩国和中国台湾相应发展阶段上的水平（30%-40%）和日本（50%左右）（图 38）。因此，相比于这些经济体而言，中国经济过去高增长依赖的“人口红利”和高就业参与率，在未来提升空间相对有限，可能需要寻求新的突破方法。

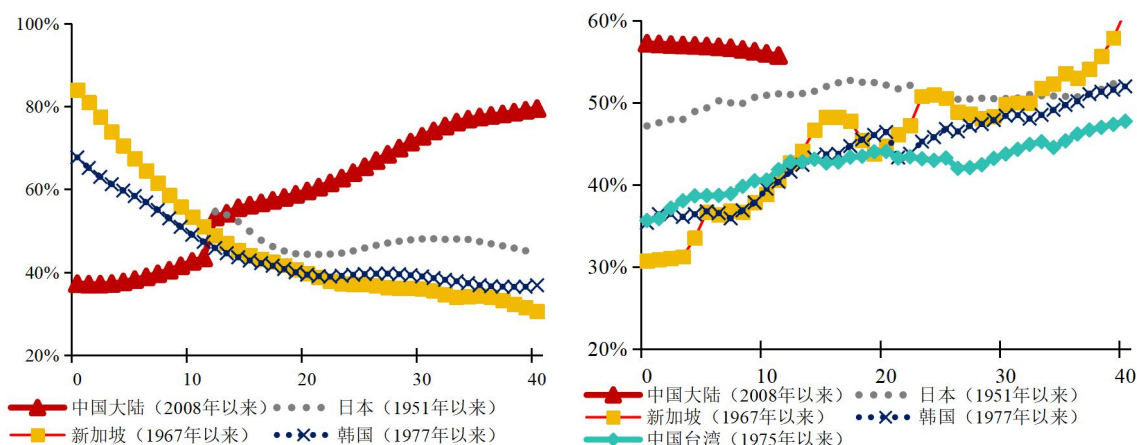
¹⁶ 中国大陆 2008 年时的人均收入水平相当于日本 1951 年、新加坡 1967 年、韩国 1977 年、中国台湾 1975 年。

图 37：中国大陆与其他可比经济体相同发展阶段投资率（左）与人力资本指数（右）发展情况



资料来源：Penn World Table version 10.01，中国银行研究院

图 38：中国大陆与其他可比经济体相同发展阶段总抚养比（左）与就业人数占比（右）发展情况

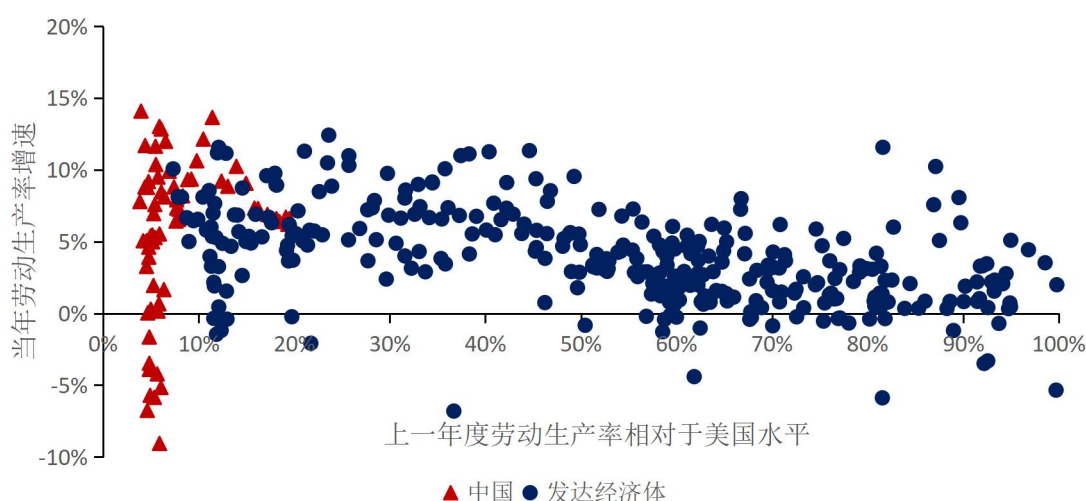


资料来源：世界银行，Penn World Table version 10.01，中国银行研究院

预测中国经济未来潜在增速，既要考虑劳动生产率相对前沿经济体的收敛速度，也应当结合中国未来人口及就业的变化情况进行分析。从劳动生产率角度进行拆分，可以得到“经济增长率=劳动生产率增速+人口增速+就业人数占总人口比重变化率”。

劳动生产率增速测算。图 39 中给出了中国和其他可比经济体 1950-2019 年各年劳动生产率增速与上一年度劳动生产率相对于美国的相关关系。从图中可以发现，主要发达经济体表现出了非常类似的“收敛”规律，劳动生产率持续提升并接近甚至超过美国的劳动生产率水平。初始“劳动生产率”越低的经济体，发展过程中“劳动生产率”增长越快。从中国劳动生产率收敛趋势来看，在早期与美国劳动生产率差距明显，但是在 2001 年以来与美国等发达经济体的差距持续缩小。2001-2019 年中国劳动生产率年均增速达到 8.5%，2019 年中国相对美国的劳动生产率达到 19.3%。

图 39：劳动生产率跨国（地区）收敛情况（可比经济体）（按 2017 年不变美元价格计算）



资料来源：世界银行，Penn World Table version 10.01，中国银行研究院

借鉴 Lucas（2009）的分析模型，某经济体劳动生产率增速（潜在） $=\mu*(\text{该经济体相对美国劳动生产率})^{-\theta}$ ，选取中国和可比经济体（德国、日本、韩国、新加坡、中国台湾）对应数据，根据非线性 Gauss-Newton 迭代方法直接估计 μ 和 θ 。通过回归，得到 $\mu=0.02139$ 、 $\theta=0.53877$ 。同时，为了消除时间序列数据中的周期性波动，对预测的数据与历史数据进行 HP 滤波法处理。基于此，得到 2021-2035 年劳动生产率增速的估计值。

人口增速和就业人数占总人口比重变化率测算。人口增速的估计根据联合国发布的《世界人口展望 2022》中“中（生育）变化”¹⁷假设下中国在 2022-2035 年间的人口增速预测（下文同）。考虑到数据可得性，借鉴白重恩（2017）的方法。通过拟合中国 1978-2022 年间“就业人数占总人口比重”与“15-64 岁人口占总人口比重”的数据，得到二次型拟合曲线：就业占比 = $0.6567 \times \ln(15-64 \text{ 岁人口占总人口比重}) - 2.2354$ ，再带入联合国关于中国未来人口结构占比的预测数据，得到就业人数占总人口比重变化率估计值。

关于中国潜在经济增速的预测情况，见表 7。结果显示，2021-2025 年中国潜在经济增长率平均约为 5.5%，之后随着劳动生产率增长率不断下降以及劳动力规模不断减少，中国潜在经济增长率逐年下降。

表 7：经济收敛视角下 2021-2035 年各年间潜在经济增速的估计值

时间	劳动生产率增速	人口增速+就业人数占比变化率	潜在经济增速
2021-2025	4.93%	0.53%	5.46%
2026-2030	4.65%	-0.22%	4.42%
2031-2035	4.40%	-1.14%	3.26%

资料来源：中国银行研究院

（二）从增长核算模型角度测算潜在经济增速

增长核算模型主要是基于传统经济增长公式，通过计量模型将经济增速下行归结为劳动、资本、全要素生产率等不同生产要素变化的影响。考虑到未来中国劳动力规模方面的优势可能因为人口下降、老龄化加剧等逐渐减弱，因此需要结合劳动力的质量提升进行分析。参考索洛增长模型和国内部分学者¹⁸的研究方法，本研究构建了包含人力资本变化的经济潜在增长率函数：

¹⁷ 联合国人口预测方案有高方案、中方案和低方案。其中，高方案和低方案是人口预测中的小概率情景，而中方案是最有可能发生的情景，即基准情形。

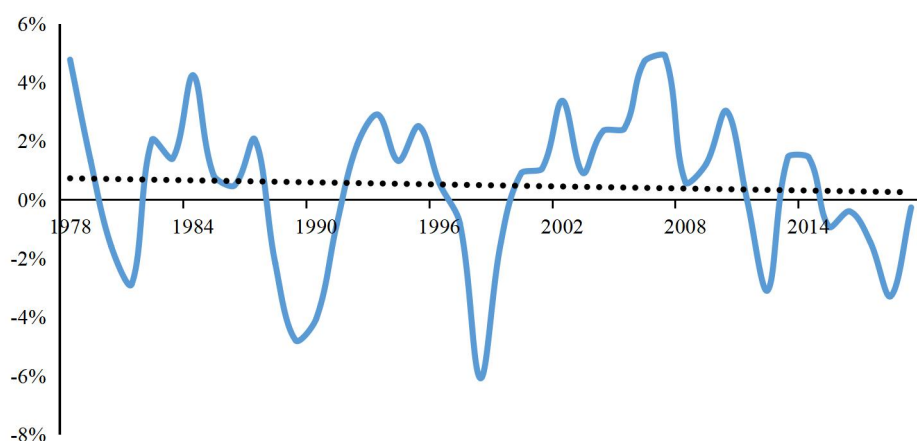
¹⁸ 张晓晶，汪勇. 社会主义现代化远景目标下的经济增长展望——基于潜在经济增长率的测算[J]. 中国社会科学, 2023(04): 4-25+204.

$$y^* = \left(\frac{\Delta A_t}{A_{t-1}} + \alpha \frac{\Delta k_t}{k_{t-1}} + 1 \right) \times \left(\frac{h_t L_t^*}{h_{t-1} L_{t-1}^*} \right) - 1$$

式中， y^* 为第 t 年的潜在经济增长率， $\Delta A_t / A_{t-1}$ 为第 t 年全要素生产率增速， $k_t = K_t / h_t L_t$ 为第 t 年附加人力资本的资本劳动比， L_t^* 为第 t 年的潜在就业量。潜在经济增长率受到 TFP 增长率、资本存量增长率、潜在就业增长率和人力资本增长率共同影响。具体数据来源包括：实际 GDP、实际资本存量和人力资本指数均来自佩恩表（Penn World Table version 10.0），劳动力和人口数据来自历年《中国统计年鉴》。资本产出弹性 α 和总生育比增速参考相关研究，选取为 0.55 和 1.6。具体测算过程如下：

全要素生产率测算。从中国全要素生产率增速历史变化情况来看（图 40），增速基本围绕 1% 上下进行波动，因此在基准情形中将未来全要素生产率增速设定为 1%。

图 40：1978-2019 年中国全要素生产率增速情况（按 2017 年不变美元价格计算）



资料来源：格罗宁根大学，中国银行研究院

就业人口和潜在就业测算。2022-2020 年人口预测值参考联合国发布的《世界人口展望（2022）》中的中等生育率方案，潜在就业由 15 岁以上分年龄和性别的人口数量、分年龄和性别的劳动参与率和自然失业率决定。本文参照陆旸

和蔡昉的方法（2016），分年龄和性别来测算中国未来每年潜在就业水平。

资本存量测算。本文采用“永续盘存法”估计资本存量，即 $K_t = I_t + (1 - \delta_t)K_{t-1}$ ， δ_t 为第 t 年的资本折旧率，取为 5%。当期资本存量由初始资本存量和此后历年的新增固定资本形成共同决定。新增固定资本形成率会受到人口抚养比、资本回报率以及税率等因素影响，通过建立历史经验方程获得人口抚养比与固定资本形成率之间的基本关系，并通过 OLS 回归得到各参数，基于联合国对未来人口抚养比的变化趋势预测固定资本形成率的变动趋势。

人力资本指数测算。选取了实现经济赶超的发达经济体（德国、日本、韩国），找出与中国 2019 年处于相同发展阶段的年份，再以其对应年份后人力资本平均增长率作为中国人力资本增长率的参照。

关于中国潜在经济增速的预测情况，见表 8。结果显示，2021-2025 年中国潜在经济增长率平均约为 5%，之后随着劳动生产率增长率不断下降以及劳动力规模不断减少，中国潜在经济增长率逐年下降。

表 8：增长核算中 2021-2035 年各年间潜在经济增速的估计值

时间	潜在经济增速
2021-2025	5.0%
2026-2030	4.3%
2031-2035	3.8%

资料来源：中国银行研究院

（三）政策建议

本专题通过经济收敛和传统增长核算两种方法测算中国潜在经济增速。结果显示，2021-2025 年潜在经济增速在 5%-5.5%，2021-2035 年潜在经济增速在 4.3%-4.4%，且呈逐年放缓的趋势。总体来看，劳动力短缺、人力资本积累速度减缓、物质资本形成率降低、全要素生产率增长速度放缓等问题持续存在，传统经济增长动能的支撑作用将趋于减弱，未来潜在增长率下行趋势基本确定。

但是，需要注意的是，潜在增长率虽然揭示了未来经济增长的可能性，但并非经济增长现实表现的必然结果。潜在增长率的实现取决于经济中各类主体在政策激励下的行为决策，如果通过深化改革不断完善体制机制，激励劳动、资本、土地、技术、数据等各类要素资源优化再配置，能够充分释放增长潜能。同时，科技进步、生育率提升、人力资本提升等要素也是影响经济增长的重要因素。从中国改革开放至今高速发展的经验总结来看，结合中国实际探索中国式经济增长路径，不仅是继续实现“中国式奇迹”的根本保障，也是中国“跳出”发达国家传统增长路径约束的重要方式。因此，从长期来看，既要适应潜在经济增速中长期的下行趋势，也应当及时挖掘新的增长潜力，保持经济合理稳定的增长。

未来，结合中国实际，应当着力从三方面发力：

一是着力提升劳动力整体质量，避免劳动力规模过快下降。上述两种核算方法中，未来人口的减少和老龄化加剧是拖累潜在经济增速的重要原因，因此应当尽量延缓未来就业人口减少的负面效应。各地可以依据实际情况通过生育奖励金、育儿津贴、育儿消费券、生育保险等多种形式为育龄家庭提供补贴；完善社区托育服务，推进社区育幼服务设施及配套安全设施建设；对生育二孩、三孩的家庭给予优先申请保障性住房、公租房的政策倾斜，继续推动改善型住房首付比例和贷款利率降低；推动教育资源均等化，完善城市内部、城乡之间、中西部之间的师资对流机制，充分利用网络信息技术，建设智慧课堂等教育资源共享平台，加强教育资源共享。应建立多层次人才培养体系提高劳动力质量，满足技术进步技能偏向性环境下经济发展对技能劳动的需求，通过提高劳动质量方式提升劳动生产率。加快高端人才培育，面向新工业革命人才需求推进新兴学科布局，积极推进跨学科团队集成攻关、基础研究领域长期支持、前沿颠覆性技术超前布局，造就一批具有世界影响力的创新型人才；完善职业教育培训体系，鼓励和引导企业在职业院校创设各类实训基地、创新中心、孪生数字

场景，引导企业通过短期培训、技能大赛、行业比武、互联网职业教育平台等载体强化职业培训质量。

二是坚持创新驱动，推动劳动生产率和全要素生产率提升。从收敛算法来看，劳动生产率改善将推动国家加快向发达经济体收敛，而全要素生产率也是增长核算方法中直接关系经济增速的重要一环。改革开放以来，中国经济增长多依赖于传统要素的积累。未来，中国经济增长应该更多地依赖创新带来的技术进步，要坚持自主创新。依托国内超大规模市场和完备产业体系，创造有利于新技术快速大规模应用和迭代升级的独特优势，加速科技成果向现实生产力转化，提升产业链水平，维护产业链安全。强化企业在技术创新中的主体地位。鼓励企业设立研发机构，通过创新提高竞争力；全面落实企业研发费用加计扣除等普惠性措施，推动企业加快技术改造，完善设备加速折旧等政策。加大政府对基础研究、前沿研究、社会公益技术、重大共性关键技术的投入，健全公共科技服务平台，完善科技重大专项实施机制。

三是提升资本形成效率。虽然中国过去由资本驱动的发展模式正加快转变，但是资本形成效率仍关系到潜在经济增速水平。政府应加快建立公平、合理的投资制度环境，加强信息的搜集与发布，完善企业的进入和退出机制，充分发挥市场作用，使资源在不同部门、不同地区之间进行有效配置。同时，缩减需要核准的投资项目的范围并下放核准权限，减少替代市场对产能进行的直接干预。此外，以新型基础设施建设推动供给侧结构性改革，吸引生产要素从低生产率或低生产率增长部门向新兴行业部门持续流动，通过“结构红利”进一步促进全行业生产率水平的提升，推动产业结构高级化与合理化，促进经济持续增长。

专题二：中东绿色转型为中国跨境金融合作带来的新机遇

在全球绿色转型的大背景下，方兴未艾的中东绿色转型，为“一带一路”

绿色发展和人民币国际化带来新机遇。受经济发展水平和绿色融资能力限制，中东地区绿色转型融资需求巨大，单一货币和传统金融产品不能满足全部融资需求，为人民币绿色金融产品和人民币国际化带来了前所未有的机遇。人民币绿色金融产品还可以与绿色基建项目联动，配合“一带一路”绿色发展理念，鼓励中东国家使用人民币购买中国绿色基建产能和设备，构建人民币绿色金融跨境循环，为中国的“双循环”新发展格局提供支持。

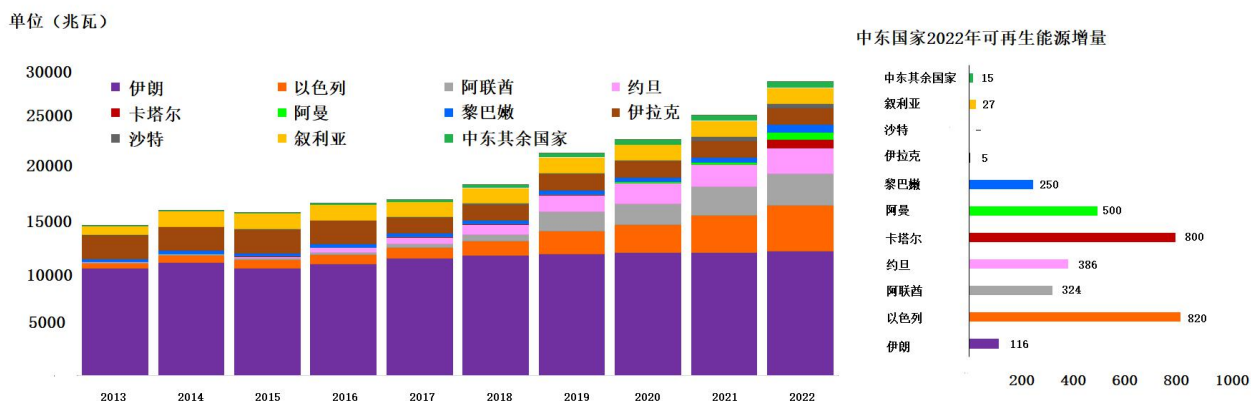
（一）中东地区绿色转型的原因和进展

传统能源在世界能源体系中的地位逐步降低以及经济多元化发展的需求，促使中东国家从传统能源向新能源转型。近几十年来，石油、天然气等传统能源是中东经济发展的主要收入来源，但对传统能源的严重依赖也在一定程度上限制了中东本土工业发展和科技创新的动力。虽然从短期来看中东油气企业由于最近的能源危机获得丰厚收益，但从长期来看，随着全球低碳转型成为大势所趋，全球能源市场对于传统能源的需求将不可避免地逐渐减少。全球低碳转型的发展趋势使中东国家逐渐意识到以传统能源为唯一支柱的经济发展模式是不可持续的。与此同时，整个中东地区的经济和人口增长正在推动工业和制造业的扩张和转型，这些综合因素促进了中东国家绿色转型的决心。中东国家已经开始大力推动新能源转型和绿色经济发展，以增强国家的战略自主性和经济竞争力。

根据国际可再生能源署（IRENA）发布的全球可再生能源容量统计，2022年中东地区可再生能源产能较上年增长12.8%，是全球可再生能源产能增幅最大的地区。中东最大的可再生能源生产国，例如伊朗、以色列、阿联酋和约旦，都在2022年将绿色能源产能提升到了历史新高。卡塔尔、阿曼和黎巴嫩2022年的可再生能源装机量都超过了这些国家过去十年的总量。面临着国际社会要求减少碳排放的压力，中东地区多国都制定了净零排放目标。阿联酋、阿曼和以色列已承诺到2050年实现净零排放，而沙特和巴林则宣布了2060年净零排

放目标。

图 41：2013-2022 年中东国家可再生能源产量



资料来源：国际可再生能源署，路透社，中国银行伦敦研究中心

中东各国制定绿色发展战略，以推动能源和经济多元化发展。氢能是中东国家最关注和投资规模最大的新能源，有望成为连接传统能源和新能源的桥梁。沙特于 2021 年启动了全面绿色倡议，计划以沙特西北的新未来城项目（NEOM）为中心，大力发展绿氢和绿氨生产，该项目有望成为世界上最大的公用事业绿氢生产设施。沙特的国家目标是到 2032 年达到 54 吉瓦可再生能源发电量。阿联酋计划到 2031 年每年生产 140 万吨氢气，其中 100 万吨为绿氢，其余 40 万吨蓝氢将使用天然气生产。作为 COP27 会议的主办国，埃及签署了九份关于生产绿氢和绿氨的可行性研究谅解备忘录，这九个项目预计价值约 830 亿美元，全面运营后每年将生产 760 万吨绿氨和 270 万吨绿氢。

（二）中东绿色能源转型给中国带来的机遇

支持中东绿色转型可以为中国带来声誉、外交和经贸三方面优势。在声誉方面，清洁能源转型和实现净零排放是世界公认的发展方向，有利于全球的可持续发展，支持中东地区绿色转型将进一步彰显中国作为负责任大国的国际地位。支持中东绿色转型符合人类命运共同体理念，有助于推进全球实现净零排

放的进程，具有国际道义优势。在外交方面，中国对中东绿色转型的支持，将进一步加深中国与中东国家的外交关系。巴以冲突持续产生外溢效应，冲击中东多国经济，巴以周边的约旦、黎巴嫩和埃及等国已受到显著负面影响，绿色转型的融资缺口进一步扩大。在这样的地缘政治背景下，中国对中东绿色转型的支持，有可能发挥雪中送炭的效果，深化中国与中东国家的互信和友谊。在经贸方面，支持中东绿色转型符合中国“一带一路”绿色发展方向，将为双方跨境投资、产业合作和人民币国际化带来更多机会。中国可以在可再生能源、电动汽车和 5G 领域协助中东国家的经济和能源转型，深化双方在绿色经济、数字经济、丝路电商等领域的合作，实现互利互惠。在支持中东绿色转型的过程中，中国企业可以获得更多开拓国际市场，输出技术和产能的机遇，中国金融机构有望提供更多绿色金融创新服务，涵盖贷款、债券、投资和保险等一揽子综合金融服务，吸引全球资金加大对绿色基建、绿色能源、绿色交通等领域的支持。在绿色金融领域的经贸合作，有助于推进本币双边贸易结算，人民币绿色金融产品可以与绿色基建项目联动，满足中东国家绿色转型融资需求，为人民币国际化带来更多机遇。

中国政府 and 国有能源企业已经与中东地区国家开展深入交流和合作，为双方进一步清洁能源合作打下基础。由于中国“一带一路”倡议与沙特“2030 愿景”高度契合，为中沙两国在光伏、风能、绿氢等清洁能源开发领域提供了广泛的合作前景，也为中国绿色金融产品在中东地区的发展创造了空间和机遇。

中国积极参与和协助中东地区绿色转型进程，将为中资银行和人民币绿色金融产品带来了前所未有的机遇。近年来，沙特金融市场迅速发展壮大，首都利雅得已经成为中东地区金融中心之一。在此背景下，中沙金融合作不断升级，为两国贸易投资便利化和人民币国际化创造更多机遇。2023 年 9 月 5 日，中国银行沙特利雅得分行开业，标志着两国的金融合作再次升级。利雅得新分行旨在为中东地区提供人民币金融产品和服务，用于中国与沙特乃至整个中东地区

之间的商业金融交易。2023 年 5 月，中国工商银行沙特吉达分行开业，并于沙特阿吉兰集团签订了人民币业务合作协议。2023 年 3 月，中国进出口银行与沙特阿拉伯国家银行成功落地首笔人民币贷款合作，贷款资金将优先满足中沙贸易项下的资金需求。此次业务有助于充分发挥政策性金融职能作用，促进共建“一带一路”国家资金融通和贸易畅通。

（三）中东地区绿色金融创新的借鉴和机遇

随着绿色产业规模不断扩大，为了满足中东国家日益增长的绿色投融资需求，中东地区绿色金融业务蓬勃发展，国际银行推出了绿色伊斯兰债券、双货币可持续发展挂钩贷款、绿色存款和绿色熊猫债券等多种绿色金融创新产品。例如，2023 年 10 月，埃及政府成功发行了一笔 3 年期绿色熊猫债券，总值 35 亿元人民币（4.787 亿美元），埃及成为首个发行绿色熊猫债券的中东国家。非洲开发银行和亚洲基础设施投资银行提供了部分信用担保，中国银行担任主承销商及账簿管理人，以支持这笔债券发行。绿色熊猫债券的发行可以吸引来自世界各地的投资者，这为人民币的国际化提供了一个新平台，吸引更多的外资进入中国市场，并增加人民币在国际金融市场的影响力。绿色熊猫债券的发行也为中国与其他国家的绿色金融合作带来了机遇。通过与国际机构、发行人和投资者的合作，可以拓展人民币在国际绿色金融领域的使用范围，增强人民币的国际地位。

由于中东地区的宗教和地缘政治比较复杂，设计适用于该地区的绿色金融产品需要综合考虑到当地的社会、文化、宗教、法律和投融资需求等多方面因素。国际同业银行在中东地区绿色金融创新的实践，可以为中资银行绿色金融创新提供借鉴和思路。

（四）抓住中东绿色转型机遇推进人民币国际化

1.在中东地区发行和推广人民币绿色金融产品

受经济发展水平和绿色融资能力限制，中东地区绿色转型融资需求巨大，单一货币和传统金融产品不能满足全部融资需求，为人民币绿色金融产品和人民币国际化带来了前所未有的机遇。中资银行应该在中东地区推出以人民币计价的绿色金融产品，在协助当地国家的绿色转型的同时，推进人民币国际化。以人民币计价的绿色金融产品可以为人民币国际化和跨境资金和资源流动做出贡献，并在中东地区发挥以下重要作用：第一，扩大人民币使用范围。由于中东地区对绿色转型的融资需求很大，人民币绿色金融产品可以一定程度满足当地绿色转型的融资需求，促进人民币在跨境交易中的应用。第二，提高人民币的国际地位和影响力。通过推出符合中东地区伊斯兰教法的人民币绿色金融产品，人民币可以获得中东地区更多的认可和信任，进而提高人民币在国际金融市场上的地位和影响力。第三，拓展人民币离岸市场。人民币绿色金融产品可以增加离岸人民币市场的活跃度，吸引更多机构和投资者参与人民币离岸交易，从而推动人民币国际化进程。第四，提供多样化的金融产品。人民币绿色创新金融产品可以为国际投资者提供更多元化的投融资选择，满足国际投资者对于绿色和可持续发展项目的需求，并增加他们对人民币的需求。第五，促进可持续发展。通过引入人民币计价的绿色金融产品，中东国家可以获得来自中国以及其他国际投资者的资金支持，加速其绿色转型进程。

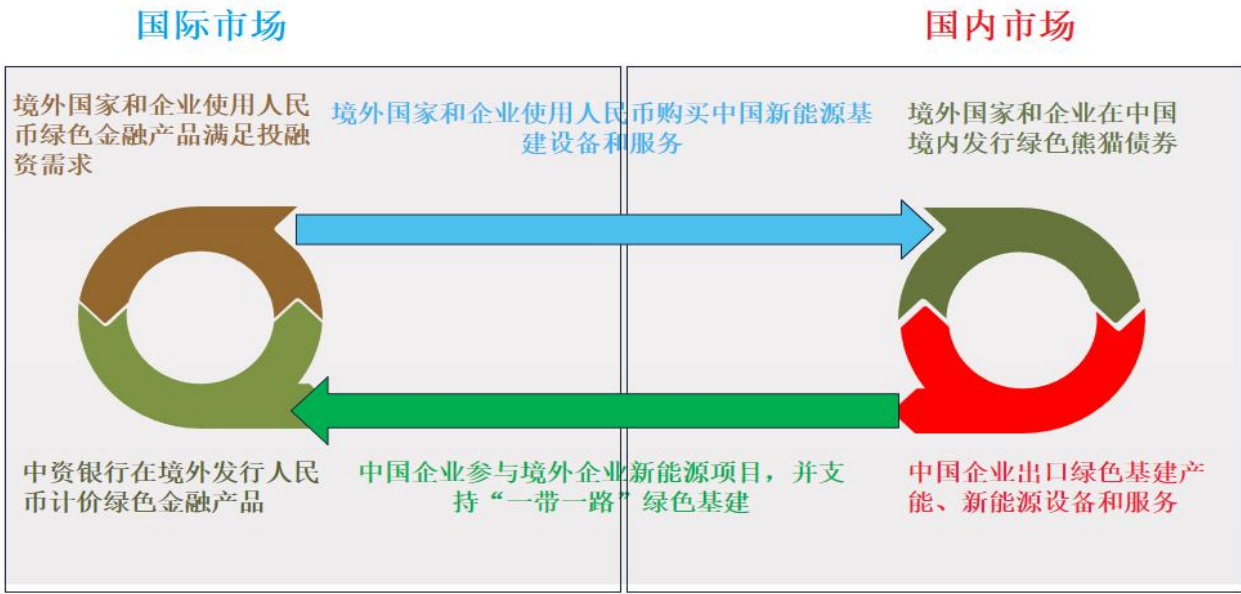
2.绿色金融与“一带一路”绿色基建项目联动促进人民币跨境循环

由于中国政府和企业与中东国家在清洁能源领域的合作不断深入，人民币绿色金融产品可以与“一带一路”绿色基建联动，鼓励中东国家使用人民币购买中国的绿色基建设备和服务，构建人民币绿色金融跨境循环，促进人民币国际化。

人民币绿色金融跨境循环的步骤包括：第一，中资银行发行人民币计价绿

色金融产品。中资银行可以在境外发行人民币计价的绿色债券、绿色存款、绿色贷款等绿色金融产品，用于募集资金以支持“一带一路”绿色基建项目。这些绿色金融产品的发行可以吸引国际投资者和企业以人民币进行交易和投资，促进人民币在跨境循环中的使用。第二，鼓励境外国家和企业使用人民币满足绿色转型投融资需求。通过发行人民币计价的绿色金融产品，境外国家和企业可以获得以人民币计价的融资，满足其在绿色基建项目中的投融资需求。第三，使用人民币购买中国新能源设备和服务。境外国家和企业可以利用融资所得的人民币购买中国企业提供的绿色基建设备、产能和服务。这将促进中国新能源产业的出口和发展，并增加人民币在跨境交易中的需求。第四，境外国家和企业在中国境内发行绿色熊猫债券。对人民币新能源产品和服务的需求可以进一步推动境外国家和企业在中国境内发行绿色熊猫债券，这将促进人民币的国际化 and 跨境使用。第五，促进中国企业参与“一带一路”国家绿色基建项目。通过参与“一带一路”绿色基建项目，中国企业可以出口绿色基建产能、新能源设备和服务。这将促进中国企业的国际合作和业务拓展，同时加强人民币在跨境循环中的流通和使用。人民币绿色金融跨境循环将促进中国与中东“一带一路”国家的新能源合作，推动可持续发展和绿色经济，配合国内国际双循环经济发展，充分发挥国内国际市场的资金和资源的联动效应。

图 42：人民币绿色金融跨境循环构想



资料来源：中国银行伦敦研究中心

在中东地区推进人民币国际化的过程中，中国需要从对方的角度思考：使用人民币能为一国的发展带来什么实际的利益？人民币绿色金融跨境循环将扩大人民币的应用范围，人民币不仅拥有货币功能，也能提供与人民币相关的金融和基建服务，帮助合作伙伴国家加速经济发展和低碳转型，这将大幅提升人民币的国际吸引力。通过与中东国家展开绿色基建和金融合作，构建人民币绿色金融跨境循环具备相当的可行性，具体包括以下五个有利因素：

第一，中国的绿色基建实力和经验。中国作为基建大国，在国内和“一带一路”新能源项目中积累了大量的绿色基建经验。中国在光伏、风能、绿氢等新能源领域拥有丰富的经验和先进技术，这为中国企业参与中东地区的绿色基建项目提供了优势。第二，中国在中东地区的新能源合作布局。多家中国能源企业已经与中东当地企业建立了合作伙伴关系，做好了新能源合作布局。这种合作关系可以为人民币绿色金融产品的推广和使用提供支持。第三，中资银行分行的设立。中国银行已于 2023 年 9 月在利雅得创建第一家沙特分行，并且具备提供绿色金融产品的经验和能力，例如中国银行伦敦分行已经具备在海外发

行绿色债券、绿色贷款和绿色存款的经验。中资银行和能源企业有很强的向心力和凝聚力，可以合作为国家战略做出贡献。第四，中东地区拥有丰富的可再生能源资源。中东部分地区的自然环境非常适合新能源的发展，尤其是太阳能和风能资源丰富，这为中东国家实施绿色转型提供了良好的基础。第五，沙特作为地区金融中心的优势。沙特是中东地区比较富裕的国家，拥有丰富的能源资源，并且是地区的金融中心之一。相较于其他中东伊斯兰国家，沙特的绿色金融市场比较成熟，金融风险较小，这为人民币绿色金融产品在该地区的推广和应用提供了更有利的环境。

综合以上因素，人民币绿色金融跨境循环在中东地区具备相当的可行性。通过发挥中国绿色基建的技术和经验优势，加强与中东地区的新能源合作，以及利用中资银行和能源企业的资源和能力，人民币绿色金融产品有望在中东绿色转型中扮演越来越重要的角色，推动人民币在该地区的国际化进程。

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