

中国经济金融展望报告

2024年第3季度（总第59期）

报告日期：2024年6月26日

要点

- 2024年上半年，中国经济回升向好，结构分化特征明显。从外部看，全球经济恢复好于预期，国际贸易稳步复苏，推动中国出口超预期增长。从内部看，宏观政策力度加大，政策效应逐步显现，新质生产力加快培育，经济增长内生动力有所增强，新旧动能转化，中国经济对房地产的依赖降低。预计二季度GDP增长5.1%左右，上半年GDP同比增长5.2%左右。
- 展望下半年，中国经济将保持平稳运行，需求保持稳定增长，带动供给端延续向好态势，恢复基础有望进一步巩固，预计三季度GDP增长5.2%左右，全年增长5.2%左右。
- 宏观政策要持续助力巩固和增强经济回升向好态势，加快推动新一轮财税体制改革，提高财政资金使用质效；金融政策做好“稳总量”“提质效”“防风险”的平衡；继续加大房地产支持政策力度，推动市场预期改善；把扩大内需放在更加重要的位置，进一步深挖消费、投资增长空间；持续强化贸易促进工作，着力培育外贸新动能。

中国经济回升向好



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

王家强

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

联系人：范若滢

电话：010-66592780

邮件：fanruoying@qq.com

经济总体平稳向好，结构分化特征明显

——中国银行中国经济金融展望报告（2024年第3季度）

2024年上半年，中国经济回升向好，结构分化特征明显。从外部看，全球经济恢复好于预期，国际贸易稳步复苏，推动中国出口超预期增长。从内部看，宏观政策力度持续加大，政策效应逐步显现，经济增长内生动力增强，新质生产力加快培育，新旧动能加快转化，中国经济对房地产的依赖降低。初步预计，二季度GDP增长5.1%左右，上半年GDP同比增长5.2%左右。展望下半年，中国经济将维持平稳运行，需求保持稳定增长，带动供给端延续向好态势，恢复基础有望进一步巩固，预计三季度GDP增长5.2%左右，全年增长5.2%左右。考虑到稳增长、防风险压力仍然存在，宏观政策需积极应对，持续巩固和增强经济企稳回升态势。要加快推动新一轮财税体制改革，提高财政资金使用质效；金融政策做好“稳总量”“提质效”“防风险”的平衡；继续加大房地产支持政策力度，推动市场预期改善；把扩大内需放在更加重要的位置，进一步深挖消费、投资增长空间；持续强化贸易促进工作，着力培育外贸新动能。

一、2024年上半年经济形势回顾与下半年展望

（一）2024年上半年经济形势回顾

2024年上半年，中国经济总体回升向好。从外部看，全球经济恢复好于预期，国际贸易稳步复苏，推动中国出口超预期增长。从内部看，宏观政策力度持续加大，政策效应逐步显现。消费品以旧换新、重点领域大规模设备更新实施方案加快落地，家电、通讯器材类商品消费明显回暖，制造业投资保持强劲动力。货币政策通过降准降息、优化结构性政策工具等支持实体经济发展，各地加快布局新质生产力，工业生产明显回升。中国经济仍处在新旧动能转换的

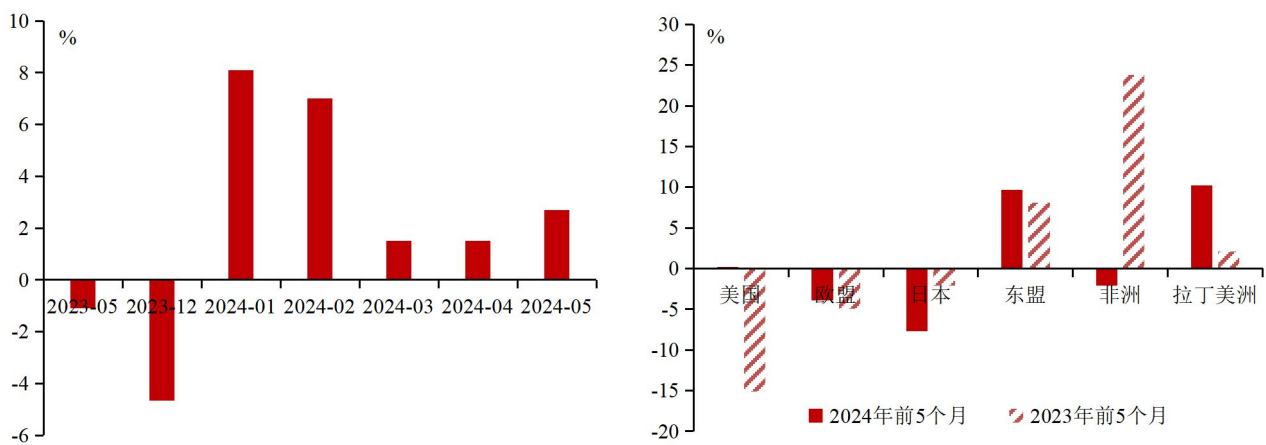
阵痛期。一方面，在多重政策刺激下近期房地产市场销售出现结构性改善的积极信号，但市场整体仍处于深度调整阶段，国民经济对房地产业的依赖度持续降低。另一方面，高端化、智能化、绿色化等代表经济转型升级方向的领域加快发展，在一定程度上对冲了房地产市场带来的冲击。比如，扣除房地产开发投资，1-5月份全国固定资产投资增速达8.6%。当前许多有效需求不足、预期偏弱、重点领域风险有待化解等问题在很大程度上与房地产市场低迷密切相关，这是经济结构调整中必经的痛苦，从长远看降低国民经济对房地产的依赖，更有助于经济均衡和可持续增长，这一点需要理性看待。中国经济在动能转换的关键时期，结构分化特征明显，主要体现为外需表现好于内需、供给好于需求、新动能好于旧动能。初步预计，二季度GDP增长5.1%左右，上半年GDP同比增长5.2%左右。

1. 内需与外需分化加大，对经济增长的贡献率呈“外升内降”特征

2024年以来，外需表现总体好于内需。一方面，外需改善，出口增速好于预期。1-5月出口同比增长2.7%，增速较上年同期提升4.1个百分点，也较2024年一季度回升1.2个百分点（图1），对东盟、拉丁美洲等新兴经济体出口好于对美国、欧盟等发达经济体（图2），机电产品出口表现好于传统劳动密集型产品。中国出口表现好于预期，主要与全球贸易景气度回升和中国出口竞争力提升有关。其一，在全球制造业回暖、美国多数行业进入补库存阶段、电子信息行业上行趋势加强等因素带动下，全球贸易景气度明显改善。2024年5月全球制造业PMI为50.9%，较上月提升0.6个百分点，连续5个月位于扩张区间。WTO预测2024年全球贸易规模将增长2.6%，增速较上年提升7.2个百分点。韩国、越南、德国等出口型国家出口增速均明显改善。其二，中国出口竞争力持续提升。全球价值链重塑背景下中国出口具有一定的不可替代性。尽管受贸易摩擦等因素影响，中国部分产品对欧、美出口金额有所下降，但对其他新兴经济体出口金额不降反升。比如，2024年前3个月，美国自华进口机电产品同

比减少 8.1%，但自墨西哥、越南进口保持正增长。而同期，墨西哥、越南自中国机电进口同比增长 16.6%、9%。化学、医药等产品也呈现此特点¹。中国与越南等出口型经济体之间并非简单的出口订单转移，而是生产环节的重新配置，越南等国对中国核心中间品出口的依赖有所增大。以纺织服装产业链为例，2024 年一季度，越南服装出口同比增长 7.9%，增速较中国高出 6.5 个百分点，但越南从中国进口布料金额的同比增速保持在 12% 以上。同时，中国中高端出口产品国际竞争力较强。2024 年前 4 个月，中国对美国、欧盟、越南汽车及其零部件出口金额分别同比增长 7.3%、6.5%、24%，对美国、欧盟、印度船舶出口分别同比增长 178.8%、328.7%、220%。目前中国已具备船海产品全谱系²建造能力，船用甲醇燃料、氨燃料供给系统获得批量订单，船舶制造国际竞争力显著提升。

图 1：中国出口累计同比增速 图 2：2024 年 1-5 月中国对不同地区出口增速



资料来源：Wind，中国银行研究院

另一方面，内需偏弱，投资、消费增速均呈放缓态势。1-5 月社会消费品零售总额同比增长 4.1%，较上年同期下降 5.2 个百分点，固定资产投资同比增长 4%，与上年同期持平，二者增速较 2024 年一季度分别回落 0.6、0.5 个百分

¹2024 年前 3 个月，美国自华进口医药产品同比减少 8.4%，但自墨西哥、越南进口保持正增长。而同期，墨西哥、越南自中国医药进口同比增长 5.4%、11.2%。美国自华进口化学产品同比减少 10.9%，但自越南进口保持正增长。而同期，越南自中国进口化学产品同比增长 19.6%。

²2023 年 11 月，首艘国产大型邮轮“爱达·魔都号”正式交付运营，意味着全球 18 种主要船型建造攻关均已被中国攻克。

点。

总体上，2024年上半年三大需求对经济增长的贡献呈现“外升内降”的变化特征。一季度，消费、投资对GDP增长的贡献率分别为73.7%、11.8%，分别较上年下降8.8、17.1个百分点，而净出口对GDP增长的贡献率为14.5%，较上年上升25.9个百分点。这种变化与2023年底2024年初市场对国内外需求形势的判断有较大反差。

2. 消费投资内部分化明显，经济恢复分化现象突出

第一，消费结构分化依然明显。一是服务消费持续好于商品消费。1-5月，服务零售额同比增长7.9%，快于商品零售增速（3.5%）（图3）。2024年以来服务与商品消费间的增速差有所收敛，二者间的分化更多体现为居民生活水平提高、精神追求升级背景下消费结构转型的大趋势。这与2023年有所不同，2023年服务与商品消费间的增速差异既有消费结构转型的趋势性原因，也有疫后出行、娱乐消费需求集中释放的影响。

图3：中国服务和商品消费增速对比

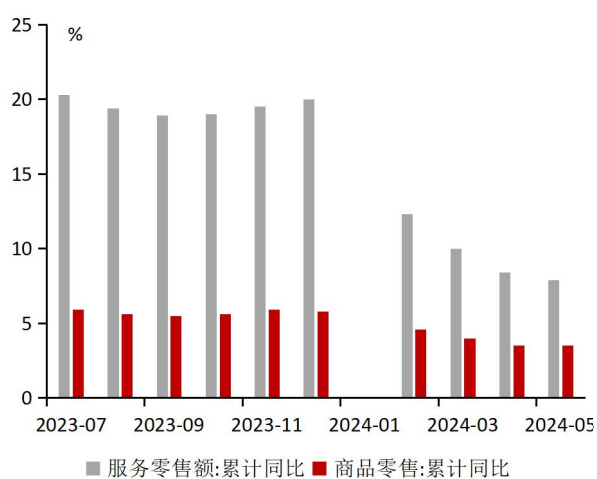
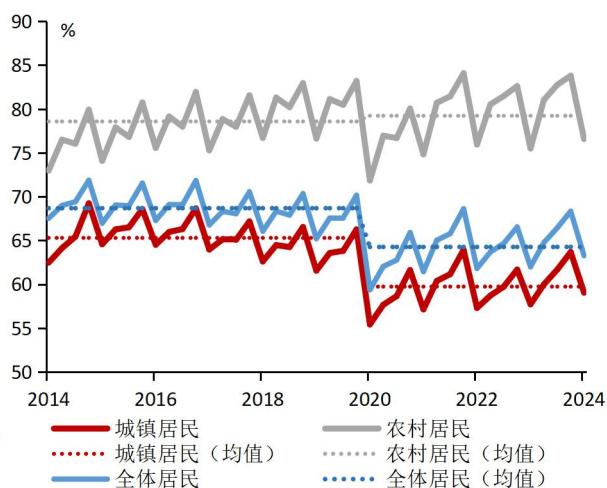


图4：中国居民消费倾向变化

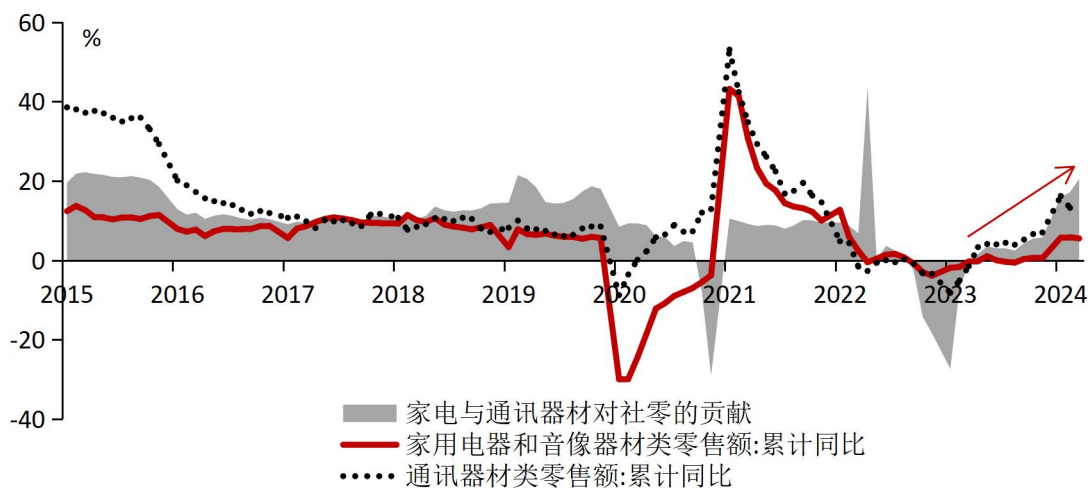


资料来源：Wind，中国银行研究院

二是不同区域、不同群体间消费倾向分化明显。下沉市场消费表现更加强劲。2020年一季度至2024年一季度农村居民消费倾向（人均消费支出/人均可

支配收入)均值为79.22%，已超过疫情前水平(2014-2019年均值为78.57%)，而城镇居民消费倾向距疫情前水平仍有明显差距。城镇居民消费倾向偏弱是疫情后中国整体消费倾向下滑的主要原因(图4)。美团数据显示，县域生活服务消费订单占比从2019年的23.8%上升至2023年的30.6%，2024年“五一”假期县域本地生活服务消费同比增长37%。不同消费群体消费信心分化。根据麦肯锡《2024中国消费趋势调研》报告，城镇Z世代、一线富裕银发族、三线富裕中老年更为乐观，一二线新中产、农村中老年则较为悲观³。

图5：家电、通讯器材对消费的贡献



资料来源：中国银行研究院

三是不同商品消费表现差异较大。由于汽车企业“内卷”严重，价格降幅较大、消费者观望情绪较重，汽车消费相对疲弱，1-5月同比仅增长0.2%，其中4、5月份分别为-5.6%和-4.4%。在消费品以旧换新政策的推动下，家电、通讯器材类商品消费表现强劲。1-5月，二者零售额累计分别增长7%和13.9%，分别较上年同期提升3.7和14.1个百分点，对整体社零的贡献度达24.51%，较

³ 麦肯锡《2024中国消费趋势调研》报告指出，有5类人群值得关注：1. 城镇Z世代。这类人群以单身学生和普通职员居多，他们对宏观经济和家庭财务状况的态度相对乐观，普遍相信未来收入会增长，没必要过于节俭，展现出更高消费意愿。2. 一线富裕银发族。这类人群中企业中高管或企业主较多，家庭平均可支配收入高，虽日常消费占比偏低且没有预期的显著增长，但有相对积极的消费观。3. 三线富裕中老年。这类人群中企业高管或企业主占比高，家庭平均可支配收入高，预期未来增长率基本持平。4. 一二线新中产。这类人群中高学历的外地人相对更多，普遍担忧房价下跌带来的资产贬值、社会失业率高、形势多变导致失业或者收入不稳定等。5. 农村中老年。这类人群赋闲比例高、收入低且依赖转移性收入，整体情绪悲观。

2023年1-5月的1.56%大幅提升了22.95个百分点（图5）。但受房地产市场持续下滑的拖累，建筑装潢、家具类商品消费仍较低迷。房地产相关商品消费表现疲弱成为疫情后中国消费增长中枢整体下移的主要拖累因素（图6、7）。

图6：中国消费增长中枢下移

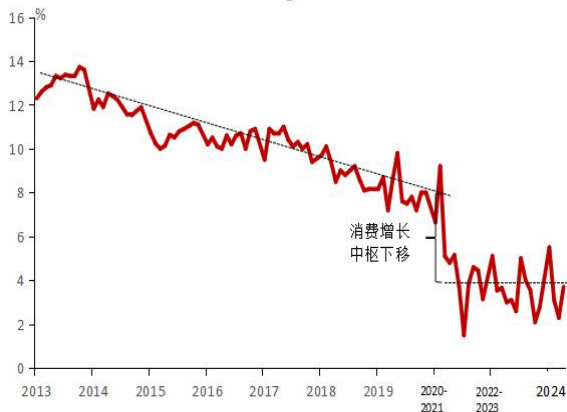


图7：扣除房地产相关商品的消费表现



资料来源：中国银行研究院

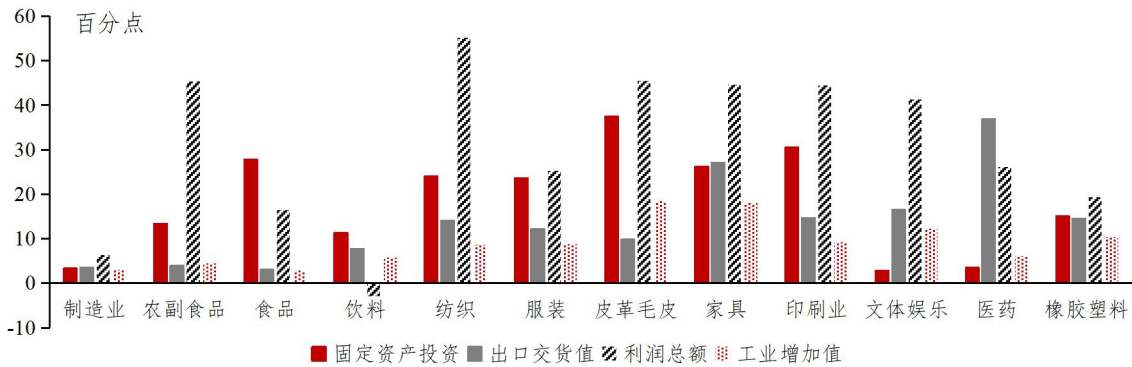
第二，三大投资“一快一缓一降”，制造业担起促投资“大梁”。一是大规模设备更新政策效果显现，制造业投资保持较强动力。1-5月，制造业投资同比增长9.6%，对全部投资增长的贡献率为57.3%，有力支撑了固定资产投资增长。一方面，受益于纺织服装、家具、文体娱乐以及橡胶塑料等消费品出口改善，相关行业出口交货值、工业增加值及企业利润增速较上年同期明显提升，增幅高于制造业整体水平（图8）。生产、需求和利润增长推动消费品制造业投资扩张加速，1-5月消费品制造业投资增长15.6%，高于制造业投资增速6个百分点。另一方面，产业高端化、智能化和绿色化转型持续推进，叠加大规模设备更新改造政策支持，装备制造业投资保持较快增长。目前，中国已围绕工业、交通运输、市政建筑以及文化旅游等领域推出大规模设备更新实施方案，形成了“1+N”⁴政策体系（表1），各地也陆续制定设备更新投资增长目标，年均复合增速普遍达到4.6%左右⁵。人民银行设立5000亿元科技创新和技术改造再贷

⁴ 以《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》为核心，各领域具体实施方案为方向的政策体系。

⁵ 目前31个省（区、市）陆续推出了大规模设备更新和消费品以旧换新实施方案，普遍设定了到2027年，工业、农业、

款，用于支持科技型中小企业、重点领域技术改造和设备更新项目。1-5月，设备工器具购置投资同比增长17.5%，对全部投资增长贡献率为52.8%。各领域对设备设施的购置需求拉动了相关设备制造行业生产扩张，1-5月装备制造业投资增长12.2%，高于制造业投资增速2.6个百分点。

图8：2024年与2023年前五个月消费品制造业各项指标同比增速差值



资料来源：Wind，中国银行研究院

表1：大规模设备更新政策梳理

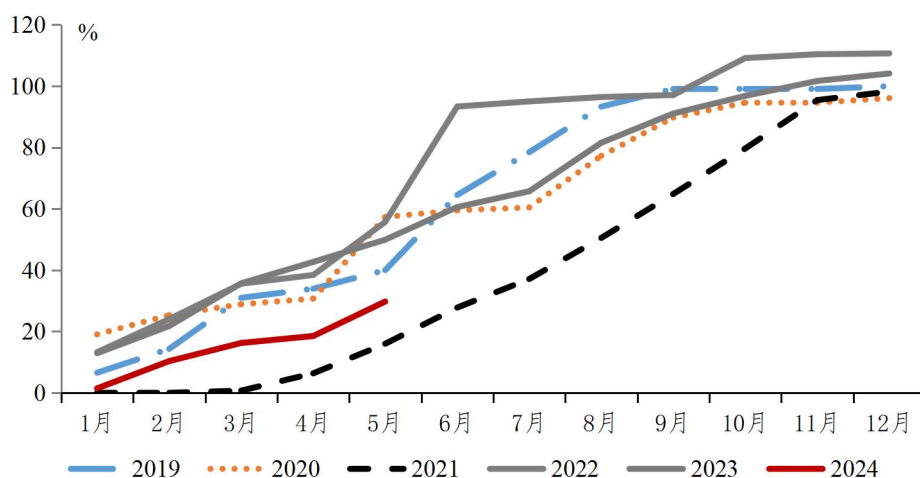
出台时间	政策文件	重点任务
3月7日	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	到2027年，工业、农业、建筑、交通、教育、文旅、医疗等领域设备投资规模较2023年增长25%以上；重点行业主要用能设备能效基本达到节能水平，环保绩效达到A级水平的产能比例大幅提升，规模以上工业企业数字化研发设计工具普及率、关键工序数控化率分别超过90%、75%
3月27日	《推动工业领域设备更新实施方案》	实施先进设备更新、数字化转型、绿色装备推广、本质安全水平提升等行动
3月27日	《推进建筑和市政基础设施设备更新工作实施方案》	推动住宅老旧电梯、供水设施设备、污水处置设施设备、供热设施设备、液化石油气充装站、城市生命工程等更新建设
3月27日	《以标准提升牵引设备更新和消费品以旧换新行动方案》	加快能耗排放技术标准升级，持续引领设备更新；强化产品质量安全标准提升，促进消费品以旧换新；加大回收循环利用标准供给，有力推动产业循环畅通
5月21日	《推动文化和旅游领域设备更新实施方案》	实施观光游览设施、游乐设施、演艺设备、智慧文旅、文物保护利用、电影产业、高清超高清设备等更新提升行动
5月31日	《交通运输大规模设备更新行动方案》	实施城市公交车电动化替代、老旧营运柴油货车淘汰、老旧营运船舶报废、老旧机车淘汰、邮政快递老旧设备替代、物流设施设备更新改造等行动

资料来源：中国银行研究院

建筑、交通、教育、文旅、医疗等领域设备投资规模较2023年增长25%-30%的目标任务，年均复合增速达到4.6%-5.4%。

二是基础设施建设投资节奏相对平缓。1-5月份，基础设施投资（不含电力）同比增长5.7%，增速比全部投资高1.7个百分点，但低于2022-2023年同期平均水平（7.1%）。资金端，2024年专项债发行节奏整体缓慢，1-5月新增专项债发行占全年限额的29.8%，发行进度明显落后于近五年同期水平（图9）。究其原因，一方面2023年四季度增发的万亿国债于2024年一季度才完成全部的项目下达，2024年专项债项目申报和开库时间或有所推迟；另一方面，在持续推进化债工作过程中，地方政府新增债务意愿相对较弱。项目端，相关部门在专项债项目质量和前期准备等方面的审核趋严。同时，12个负债较重的重点省（区、市）⁶在交通、社会事业、市政、产业园区等领域的新建政府投资项目受限，一定程度上影响了相关领域投资增速。1-5月，与交通运输和市政设施相关的道路运输业和公共设施管理业投资分别累计下降0.9%和5.5%。

图9：新增专项债发行额度占全年限额比例



资料来源：中国银行研究院

三是房地产投资延续下行趋势。1-5月，房地产开发投资同比下降10.1%，降幅较2022-2023年同期平均值扩大4.5个百分点。当前，房地产市场库存压力依然较大，1-5月商品房待售面积同比增长15.8%，增速处于历史高位。在销售端和资金端尚未好转情况下，房企开工建设意愿持续下降，1-5月房屋新开工面

⁶ 12个化债重点省（区、市）基建投资占全国比重约为25%左右。

积同比下降 24.2%，较上年同期扩大 1.6 个百分点。不过在上半年救市政策频出的作用下，房地产市场出现一些结构性的积极变化（专栏 1）。

专栏 1：房地产市场新变化及存量消化措施分析

一、房地产救市政策应出尽出

2024 年上半年，房地产救市政策应出尽出。需求端包括各线城市限购政策放开、首付比例下调、存量和新增房贷利率下调等；供给端包括推进城市房地产融资协调机制，加快项目“白名单”落实，实施“三大工程”等。5 月 17 日，房地产政策组合拳正式落地（以下简称 5.17 新政），包括降首付、取消房贷利率下限、下调公积金贷款利率，设立 3000 亿元保障性住房再贷款。截止 6 月中旬，5.17 新政已在全国超过 80% 的城市落地，除上海、深圳、北京等一线城市外，绝大多数城市均执行了首套房首付最低 15% 的要求，房贷利率较基准普遍下浮 30-50 个基点左右。

二、销售端出现结构性改善的积极信号，政策效果可持续性还有待观察

在多重政策刺激下，近期房地产市场出现结构性复苏的迹象，少数核心城市市场活跃度略有好转，但总体市场预期依然偏弱，部分核心城市好转趋势的可持续性，以及对全国市场的带动能力仍然有待观察。具体来看：

核心城市二手房交易量有所升温，但价格持续下降，以价换量特征明显。中指研究院数据显示，5 月北京、上海、杭州二手住宅成交量分别环比增长 0.2%、5.8% 和 4.4%，同比增长 3.1%、11.1% 和 40%；深圳二手住宅成交量同比增长接近五成。但 5 月 70 个大中城市新建商品住宅（不含保障性住房）均价环比下跌 0.71%，为 2014 年 10 月以来的最大跌幅；二手住宅均价环比下跌 1%，是有该数据统计资料以来的最大跌幅之一（2014 年 9 月也为 -1%）。北京、深圳、上海、杭州等核心城市二手住宅价格环比均继续下跌。

房企销售业绩降幅略有收窄，但总体仍处于深度下行区间。1-5 月，全国百强房企累计销售金额同比下降 44.3%，较上月小幅收窄 2.5 个百分点；其中 5 月当月同比下降 33.6%，降幅收窄 7 个百分点。

政策的刺激效果呈衰减趋势，但效果的可持续性有待观察。根据贝壳 APP 数据，77 个样本城市二手房成交套数在 5.17 新政后首周（5.18-5.24）、第二周（5.25-5.31）、第三周（6.1-6.7）分别环比上升 9.2%、上升 2.6% 和下降 5.7%。

销售端显现的微弱积极信号还未传递到房地产产业链条的前端，拿地、投资等领域仍在加速下行，市场整体依然较为悲观。1-5 月，房企拿地积极性继续转弱，拿地总金额排名前十的房企，其拿地总金额同比下降 26.7%，降幅较 1-4 月扩大 17.2 个百分点。

尽管近期部分城市房地产市场出现结构性积极信号，但市场整体仍在继续惯性下行。未来，房地产市场的深度调整仍将持续一段时间，企业端风险还将继续暴露，要警惕房地产对全社会信心和预期的打击由短期变为长期。政策要进一步加大支持力度，积极消化存量，改善供需失衡局面，推动市场预期修复和量价企稳，防范化解房地产风险，减轻去房地产化过程对经济的冲击。

从中长期发展的视角来看，要理性看待当前房地产市场的深度调整。一是当前中国经济对房地产的依赖正在降低，尽管调整过程中阵痛在所难免，但长远看有利于经济更加均衡和可持续增长。房地产行业增加值占 GDP 比重由 2019 年的 7.14% 降至 2024 年一季度的 5.99%；国有土地使用权出让收入占地方本级政府性基金收入比重由 2019 年的 90.11% 降至 2024 年 1-4 月的 86.66%；房地产贷款余额占金融机构

各项贷款余额比重由 2019 年末的 29% 降至 2024 年一季度末的 21.66%。二是当前全国房价大幅下跌，是房价收入比回归正常的过程，从长远看有利于居民消费释放。一般来说，在快速城市化的国家和地区，房价收入比通常在 4-6 倍之间；在已充分城市化的发达国家和地区，这一比值在 2-4 倍之间；而 2021 年中国房价收入比为 9 左右，部分城市甚至超过 18，近两年房价收入比虽有所下降，但仍处于偏高水平。房价收入比的下降，从长远看将有利于降低居民住房压力，释放消费潜力。三是人均居住面积提高、家庭小规模化趋势、新型城镇化以及城市群、都市圈发展等因素将带来新增住房需求。根据测算，未来中国房地产每年的需求中枢为 8-10 亿平方米左右，当前市场存在超调的可能，未来随着市场企稳，需求有望逐步恢复。

三、存量消化的几种典型措施

2024 年 4 月中央政治局会议提出“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施”，标志着房地产政策开始更加聚焦去库存。在当前房地产市场供求关系面临重大转变的背景下，本轮去库存与上一轮棚改货币化安置不同，政策思路主要是将消化存量房产与保障性住房供给相结合。总结近年来各地方政府探索的去库存措施，主要可分为以下几种模式。

国企收储：主要由地方国企出手，直接收购开发商企业已建成未出售的商品房房源，改作配售型或配租型保障房。这一模式在实践中运用较为广泛，郑州、济南、苏州、青岛、重庆、杭州等城市均有过相关实践。以郑州为例，截至 2024 年 5 月 22 日，郑州国资平台城发集团下属子公司城发安居已在市区范围内收购 10.6 万间房源，总建筑面积 428 万平方米，共支付交易金额 338 亿元，按当前郑州每月 5000 套左右的新房成交量，收储工作已经缩短了大约 20 个月的去化周期。在推进落实过程中，难点主要在于如何让各方对收购价格形成共识，项目能否满足保障房对于户型、面积、区位等方面的要求等。资金方面，主要利用 3000 亿保障性住房再贷款撬动商业银行贷款、住房租赁基金、财政资金支持、国有企业自筹、开发贷款、专项债、保障性租赁住房 REITs 等。未来，政策可进一步探索如何拓展资金来源，做大收储规模。

以旧换新：业主在政策支持下，利用名下的二手房来置换新房。实际操作中，包括由地方国企收旧换新、中介优先卖房等模式，其中国企收旧换新模式效果相对较好。国企收旧换新模式由国资平台直接收购业主二手房，业主再去购买新房，苏州、南京、无锡、郑州等城市均推出了相关政策。在实际操作中，难点主要在于如何评估二手房价值，估价过低将打击业主置换的积极性。此外，当前要求二手房需解除抵押，并且新房价值要高于二手房，对置换家庭的资金要求较高。未来，政策可在带押置换等方面进行完善，降低居民以旧换新门槛。

非居改租：将闲置和低效利用的非住宅项目转变为租赁用途的房屋，进而促进存量房产盘活。非居改租是当前各城市积极探索去库存的重要方向，北京、上海、广州、深圳、天津、厦门、福州等重点城市均出台了相关政策。改建项目用作保障性租赁住房期间，通常不变更土地性质，不补缴土地价款，并按规定享受金融、财政税费减免等优惠。未来，政策可进一步适度放宽改建条件，加大优惠减免力度，扩大非居改租规模。

3. 工业生产明显回升，上中下游产业表现有所分化

2024 年上半年，工业生产持续回升向好。1-5 月，工业增加值同比增长 6.2%，较上年同期加快 2.6 个百分点。工业及文旅、餐饮等服务消费明显改善带动服务业持续恢复。1-5 月，服务业生产指数同比增长 5%，低于 2023 年同期增速（9.1%），但高于 2022-2023 年同期平均增速（4.2%）。整体来看工业表现好

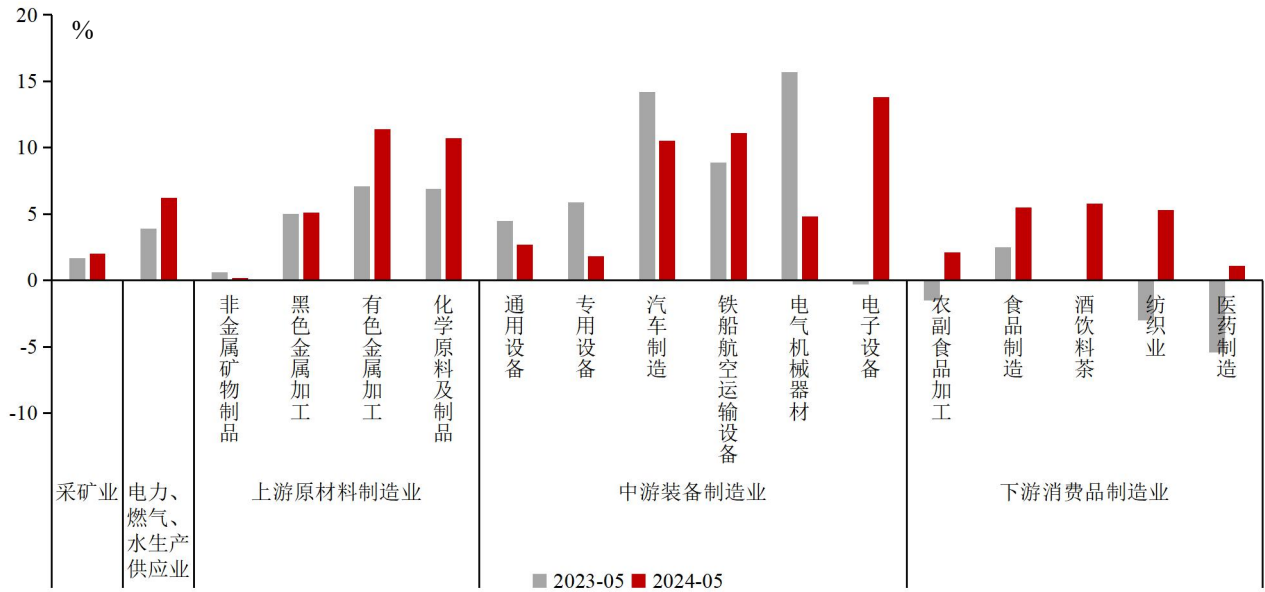
于服务业，对经济增长支撑作用明显增强，2024年一季度工业对GDP增长的贡献率为37.6%，比上年同期高15.7个百分点，并且超过2017-2019年同期平均水平（29.4%）；而服务业对GDP增长的贡献率为55.7%，较上年同期低14.2个百分点。

由于内外需分化传导至供给端，工业领域上中下游行业有所分化（图10）。受房地产市场持续低迷以及相关基建项目推进偏慢拖累，上游采矿业和部分原材料制造业生产放缓。1-5月，采矿业、黑色金属加工业、非金属矿物制品业增加值分别同比增长2%、5.1%和0.2%，增速较上年同期分别提高0.3个百分点、提高0.1个百分点和降低0.4个百分点。外需和转型升级相关行业表现良好。全球制造业复苏回暖对生产需求提振明显，中游装备制造业整体表现良好。1-5月，汽车制造业和电子设备制造业增加值分别同比增长10.5%和13.8%，增速分别较上年同期回落3.7个百分点、提高14.1个百分点。虽然受基数抬高影响部分中游行业同比增速有所回落，但在工业领域设备更新和技术改造等政策拉动下仍表现出较强韧性。1-5月，通用设备、专用设备制造业增加值分别同比增长2.7%和1.8%，增速较一季度分别回升0.3和0.2个百分点。高技术制造业表现亮眼。2024年以来，政策着力加快培育新质生产力（专栏2），“制造业投资-工业生产”形成良性循环。新兴产业持续发展壮大，成为支撑工业增长的重要动能。1-5月，高技术产业增加值增长8.7%，高于同期工业增加值增速2.5个百分点（图11）。一季度，智能车载设备制造、半导体器件专用设备制造、集成电路制造等行业增加值增速分别高达61.5%、40.6%、18.5%。同时，传统产业高端化、智能化、绿色化转型持续推进。据工信部数据，截至2024年4月底，全国工业互联网标识⁷服务企业超42万家，二级节点上线348个，分别较2023年7月底提升74.1%、11.5%；截至一季度，钢铁、有色金属等传统行业规

⁷ 工业互联网标识解析体系，是类似互联网领域的域名解析系统（DNS），主要通过给每一个对象赋予一个唯一的身份标识，并借助工业互联网标识解析系统，实现跨地域、跨行业、跨企业的信息查询和共享，是工业互联网新型基础设施的重要组成部分。其中，二级节点是整个体系的中间和关键环节，面向行业或区域提供标识编码注册和标识解析等服务，主要应用于产品溯源、供应链管理和产品全生命周期管理三大场景，由行业龙头企业建设。

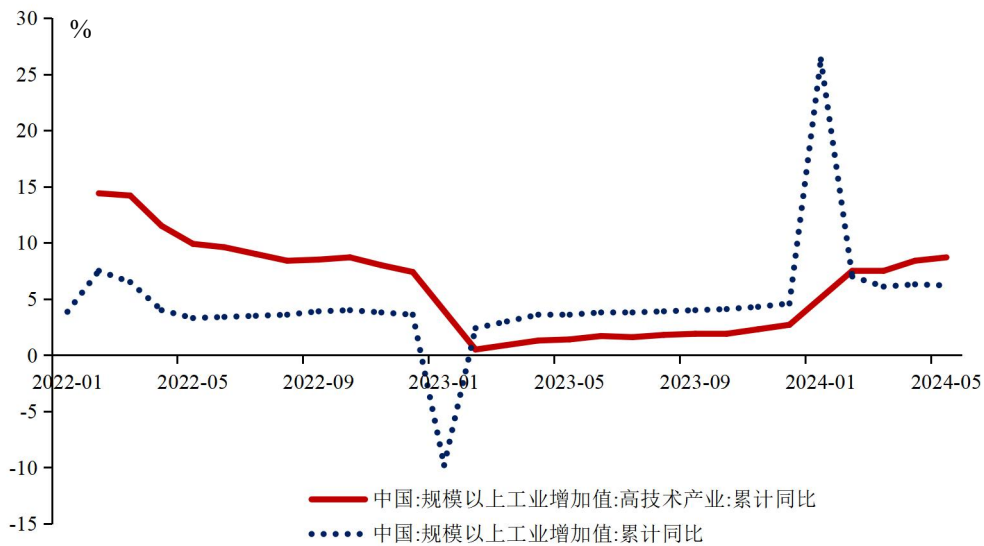
模以上工业单位增加值能耗持续下降。

图 10：2023 年和 2024 年 1-5 月工业主要细分行业增加值情况



资料来源：Wind，中国银行研究院

图 11：2024 年以来高技术产业增加值增速持续回升



资料来源：Wind，中国银行研究院

专栏 2：2024 年上半年国内新质生产力培育情况初探

2024 年《政府工作报告》将发展新质生产力作为全年工作任务之首，提出“大力推进现代化产业体系建设，加快发展新质生产力”。新质生产力是 2023 年 9 月习近平总书记在新时代推动东北全面振兴座谈会上首次提出。习近平总书记强调指出，“积极培育新能源、新材料、先进制造、电子信息等战略性新兴产业，积极培育未来产业，加快形成新质生产力，增强发展新动能”。此后，各大会议和文件围绕“新质生产力”作出一系列重要部署，各地也结合自身禀赋因地制宜发展新质生产力。具体来看，2024 年上半年国内新质生产力培育呈现如下特征：

一是创新要素不断累积，科技创新能力持续提升。新质生产力是创新起主导作用，摆脱传统经济增长方式、生产力发展路径，具有高科技、高效能、高质量特征。作为科技创新的重要落地场景和策源地，近年来中国工业领域重大创新成果竞相涌现，夯实了产业转型升级的根基。2023 年，国产大飞机 C919 投入商业运营，国产大型邮轮成功建造，新能源汽车产销量占全球比重超过 60%，航空发动机、燃气轮机、第四代核电机组等高端装备研制取得长足进展，人工智能、量子技术等前沿领域技术合同成交额增长 28.6%。

二是各地因地制宜加快布局新质生产力。东部地区在新质生产力发展上全面布局新兴产业和未来产业，致力于构建具有国际竞争力的现代化产业体系。例如，北京聚焦数据要素、人工智能等前沿技术；上海则着重集成电路、生物医药等硬核产业；广东推动半导体与集成电路、高端装备制造等战略性新兴产业集群；浙江则在数字安防与网络通信、集成电路等领域发力。中西部及东北地区则根据自身的资源禀赋和产业基础发展特色产业，以实现经济转型升级和高质量发展。例如，重庆、四川和安徽凭借新能源汽车产业优势重点发展智能网联新能源汽车、新一代电子信息制造业等新兴产业，湖北则依循其光谷产业集群继续发展光电子信息产业，陕西则进一步探索和强化其航空航天、新材料等领域的优势。

三是中下游制造业成为培育和发展新质生产力的重要场景之一。《政府工作报告》谋划了智能网联新能源汽车、氢能、新材料、创新药等新兴产业，生物制造、商业航天、低空经济等新增长引擎，量子技术、生命科学等新赛道。从企业盈利情况来看，通过培育新质生产力，以中下游装备制造业和消费制造业为代表的企业经营情况明显向好。1-4 月，汽车、电子设备利润同比增长 29%和 75.8%，增速较上年同期分别扩大 26.5 和 129 个百分点。

四是新质生产力持续培育，带动需求端持续迸发新活力。其一，**出口方面**，新质生产力带动中国产品全球竞争力持续提升。例如，2024 年 1-5 月，中国高端工程机械出口同比增长 22.2%，中国产品以效率、载重量、高度等为代表的核心竞争力，已经达到甚至超过欧美日系产品。新能源汽车方面，中国企业已从产品出口转向品牌输出，形成了独特的竞争优势。据乘联会数据，2024 年 1-4 月，中国新能源汽车占全球市场份额达 64%，在电池、电机、电控等核心技术领域已具备自主独立的技术优势，部分领域甚至接近国际领先水平。其二，**投资方面**，围绕新质生产力相关的先进制造业产能加快扩张。1-5 月，高技术制造业投资同比增长 10.4%，增速比制造业投资高 0.8 个百分点。其中，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业投资增长 34.7%，计算机、通信和其他电子设备制造业投资增长 14.8%。其三，**消费方面**，新质生产力支撑消费新兴业态稳步发展。1-4 月，商务部重点监测网络服务消费额增长 25.1%，其中在线旅游增长 77.6%。

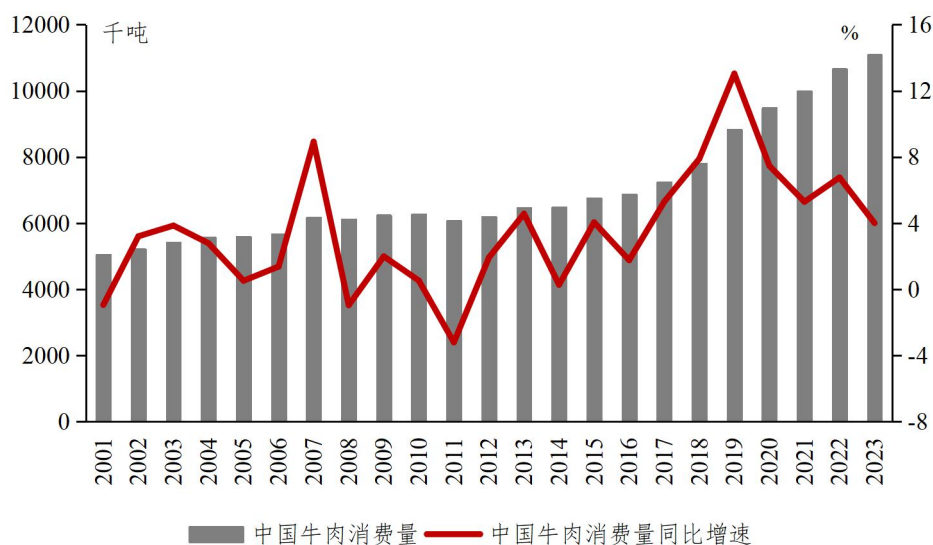
4. 物价水平低位回升，结构分化较为明显

上半年，中国物价总水平在低位徘徊。1-5月，CPI累计上涨0.1%，涨幅较一季度扩大0.1个百分点，PPI累计下降2.4%，降幅较一季度收窄0.3个百分点。

CPI方面，服务和主要食品价格上涨支撑CPI同比回升，部分耐用消费品价格仍较低迷。服务价格方面，上半年居民节假日集中出行，服务创新和市场下沉拓展了旅游消费空间，清明、五一等假期全国游客出游总花费均超过2019年同期水平。1-5月，服务价格同比上涨1%，其中旅游价格同比上涨7.7%，均高于CPI整体涨幅。**食品价格方面，**主要肉类价格出现分化。一方面，由于供需关系改善，猪肉价格自5月中旬起明显上涨，猪粮比由2024年初的5.63上升至6月14日的7.87⁸。另一方面，牛肉平均价格由1月的71元/公斤大幅下降至5月的63元/公斤，1-5月牛肉CPI累计降幅达到9.2%。这主要由于牛肉供需关系发生变化。供给端，近年来中国牛肉产能和进口量持续增长，2024年一季度分别为186万吨和77万吨，分别同比增长3.6%和21.7%，均为近年来最高。需求端，受猪肉等替代品降价和居民收入增速放缓等因素影响，中国牛肉消费量增长缓慢（图12）。2023年猪肉等替代品降价使得牛肉养殖户利润下降，出现压栏惜售情况，2024年牛肉集中出栏进一步加剧了降价趋势。但由于猪肉在居民肉类消费比重远高于牛肉，猪肉涨价带动食品价格对CPI的下拉影响从3月的0.52个百分点收窄至5月的0.37个百分点，成为CPI回升的一个支撑因素。**耐用消费品方面，**受车企降价竞争以及以旧换新政策带动家电让利促销等因素影响，1-5月，家用器具、通信工具和交通工具价格分别累计同比下降0.5%、2.3%和4.9%，消费品价格累计同比下降0.4%。

⁸ 猪粮比是生猪价格和作为生猪主要饲料的玉米价格的比值，通常认为猪粮比为6时，生猪养殖基本处于盈亏平衡点。猪粮比越高，说明养殖利润越好，反之则越差。

图 12：中国牛肉消费量及增速



资料来源：Wind，中国银行研究院

PPI 方面，国际和国内定价产品价格分化。受地缘政治冲突紧张局势延续和全球制造业景气度回暖等因素影响，上半年原油和有色金属铜、锌等价格总体保持上涨趋势，带动国内石油、有色等行业价格上涨。由于国内房地产、基建等部门施工缓慢，叠加用煤需求季节性回落，1-5 月国内煤炭开采、黑色金属以及非金属矿物等行业价格分别同比下跌 13.9%、5.5%和 8.3%。

（二）2024 年下半年经济形势展望

展望下半年，预计中国经济将总体保持平稳。消费品以旧换新政策持续显效，消费将保持稳定增长；财政支出加力推动基建投资提速，市场和政策因素拉动制造业投资较快增长；出口有望保持平稳增长，带动供给端延续向好态势。但同时要看到经济平稳运行仍面临一些问题和挑战。国际政经环境更加复杂，全球货币政策分化加大，美联储降息路径仍存在较大不确定性，地缘政治环境依然趋紧，贸易保护主义持续抬头，2024 年 5 月份美国宣布大幅提高从中国进口的电动汽车、锂电池、关键矿产等产品关税，6 月份欧盟宣布将对进口自中国的电动汽车征收临时反补贴税。国内经济正在加快去房地产化，短期需求不

足、预期偏弱问题与中长期结构转型阵痛相互交织，经济稳增长、防风险压力仍然存在。预计三季度 GDP 增长 5.2%左右，全年增长 5.2%左右。

1. 消费保持稳定增长态势，政策支持作用持续凸显

一是在消费品以旧换新政策支持下，家电消费将有更好表现。当前，全国多省份已经陆续出台消费品以旧换新工作方案，预计后续政策效果有望进一步显现。1-5月，主要电商平台家电以旧换新销售额增长超 80%，家电、通讯器材消费对整体社零的贡献度实现由负转正，预计未来将进一步提升。

二是服务消费仍有增长潜力。年轻消费群体的不断壮大将带来较强劲的出游娱乐消费需求。携程数据显示，2024年端午假期出游人群中 80后、90后、00后占据了大部分，占比分别为 25%、37%和 25%。此外，人口老龄化将带来医疗养老服务需求的增长，数字技术发展将推动更多的定制化、个性化服务需求的增长。但考虑到居民预期仍然偏弱，以及上年高基数影响，预计消费增速及对经济增长的贡献将较上年下降。综合来看，预计三季度社会消费品零售总额增速为 5.2%左右，全年增速为 4.6%左右。

2. 基建和制造业投资较快增长，房地产投资增速仍处底部徘徊

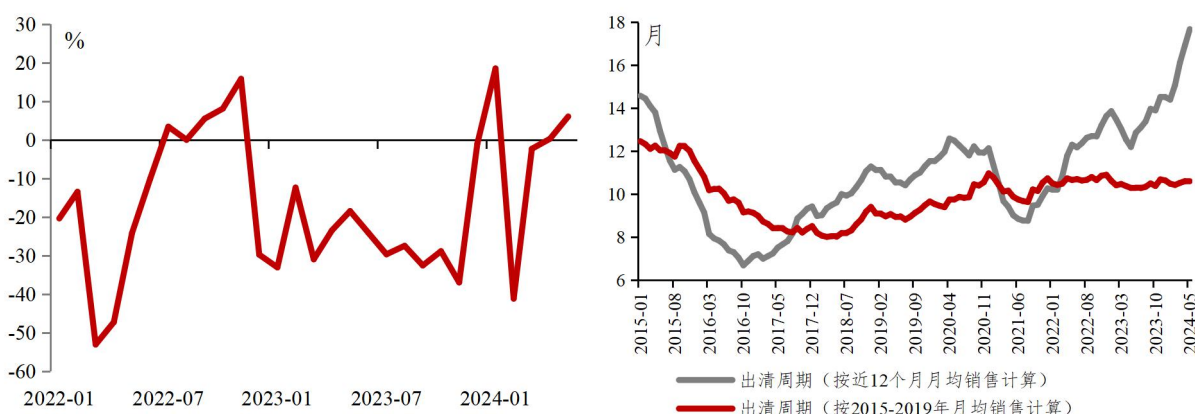
一是财政支出加力推动基建投资提速。上半年专项债发行进度相对滞后，4月底中央政治局会议提出“要及早发行并用好超长期特别国债，加快专项债发行使用进度”。同时，2024年地方政府专项债券项目的筛选工作已完成，共筛选通过专项债券项目约 3.8万个、2024年专项债券需求 5.9万亿元左右，为 3.9万亿专项债落地转化提供了保障。从微观指标看，5月中国挖掘机销售 1.78万台，同比增长 6%，连续两个月正增长（图 13），一定程度上反映了基建施工进度加快。

二是市场和政策因素拉动制造业投资较快增长。一方面，在生产加速和工业品价格回升带来“量价共振”作用下，企业盈利能力有望持续增强，提升企业

投资意愿。另一方面，大规模设备更新政策将持续释放专用设备、电气机械设备等产品需求，支撑装备制造业产能扩张。

三是库存压力下房地产投资难有较大改观。4月底发布的《关于做好2024年住宅用地供应有关工作的通知》提出，“完善对应商品住宅去化周期、住宅用地存量的住宅用地供应调节机制”，明确了“以存量定新增”的住宅用地供应方式⁹。房地产市场销售恢复情况是市场出清周期的关键影响因素。以近12个月月平均销售面积为基准，全国十大城市¹⁰出清周期由2023年末的14.5个月进一步上升至2024年5月末的17.7个月左右（图14），也要高于以2015-2019年的月平均销售面积为基准计算的出清周期（2024年5月末全国十大城市出清周期为10.6个月左右）。考虑到房地产市场调整仍需时间，政策效果还有待观察，预计未来一段时间部分城市商品住宅去化压力依然较大。以近12个月月平均销售面积测算，北京、广州、深圳等一线城市出清周期超过19个月，大部分二线城市出清周期超过18个月（表2）。在推动消化存量商品住宅取得实质性进展前，各地企业新拿地开工的能力和意愿仍将受限，房地产投资增速或仍将处于底部。预计前三季度和全年固定资产投资分别累计增长4.2%和4.4%左右。

图 13: 中国挖掘机销量增速同比 图 14: 中国十大城市可售住宅面积出清周期



资料来源：Wind，中国银行研究院

⁹ 《通知》要求“商品住宅去化周期超过36个月的，应暂停新增商品住宅用地出让”“商品住宅去化周期在18个月（不含）-36个月之间的城市，要按照‘盘活多少、供应多少’的原则，根据本年度内盘活的存量商品住宅用地面积动态确定其新出让的商品住宅用地面积上限”。

¹⁰ 十大城市为北京、上海、广州、深圳、杭州、南京、青岛、苏州、南昌和厦门。

表 2：部分一二线城市可售住宅库存面积及出清周期¹¹

等级	城市	2024年4月末 可售面积(万 m ²)	2024年4月末出清周期 (月, 接近12个月月均销售计算)	2024年4月末出清周期 (月, 接近6个月月均销售计算)
一线城市	上海	798	7.8	9.0
	北京	1068	19.4	21.7
	广州	1188	21.5	24.8
	深圳	530	21.9	24.9
二线城市	南昌	149	7.6	8.2
	杭州	638	8.4	9.2
	西安	804	11.7	12.0
	合肥	343	12.3	16.2
	重庆	604	13.8	16.9
	长沙	673	15.5	20.4
	成都	2205	15.8	18.4
	长春	648	17.4	18.7
	苏州	700	17.6	21.0
	天津	1220	18.0	19.5
	济南	1105	19.5	23.0
	武汉	1654	19.7	23.9
	温州	997	20.9	20.8
	福州	1085	21.9	21.2
	宁波	811	22.2	24.5
	青岛	1922	22.9	29.0
厦门	306	23.8	25.6	
贵阳	876	24.7	34.6	

资料来源：中指数据 CREIS，中国银行研究院

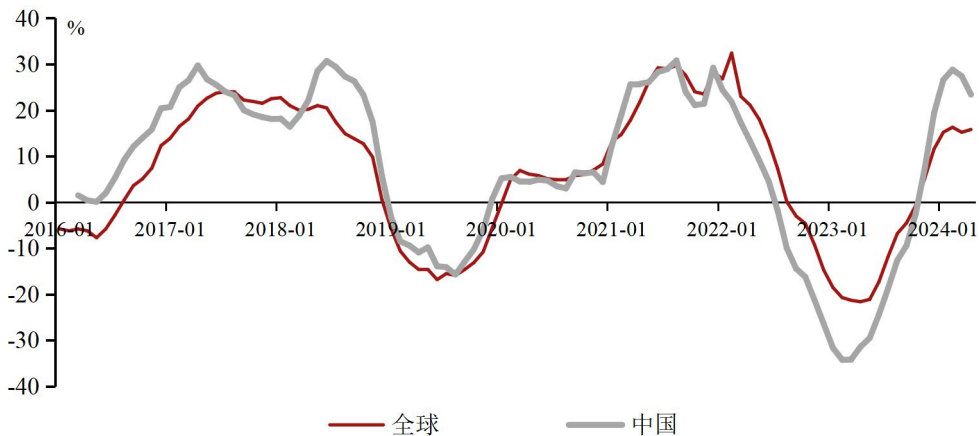
3. 全球制造业持续复苏，出口有望保持平稳增长

展望下半年，出口有望延续增长趋势。需求端，外需回升势头或将持续。一是全球制造业有望延续回暖趋势。主要原因在于：其一，美国地产行业步入上行周期，2024年成屋销售明显回暖。房屋低库存和低空置率带动地产投资增加，建筑材料等相关产品的进口需求将持续增加。2024年以来中国对美家电、家具等产品出口高增，印证美国地产产业链的带动作用。其二，美国耐用品需求回暖、补库周期开启。按照历史数据测算，未来两个季度美国仍将处于补库

¹¹ 标红城市去化周期超过18个月。

存周期，计算机、工业机械、建筑机械、电气设备等行业新订单持续增加。其三，欧、美经济体货币政策转向或将释放投资、消费需求。欧央行已开启降息周期，美国下半年仍有降息可能。二是全球电子信息产业周期性上行趋势加强。2008年以来，全球共经历了4轮半导体产业周期，每一轮全球半导体周期见底回升后，需求端均经历了较快增长。本轮半导体产业周期于2023年年底触底反弹，生成式AI等技术变革推动行业规模持续扩大。根据国际智库Tech Insights的最新预测，2024年全球半导体行业市场规模增速或将达到24%（图15），这将带动全球贸易增长。供给端，中国出口结构升级趋势明确，智能产品、绿色低碳产品等领域创新活力充沛、有持续增长潜力，数字技术持续赋能传统领域转型升级，产品国际竞争力持续提升，这将进一步巩固出口新动能。此外上年基数较低，综合预计2024年三季度出口同比增长6.2%左右，全年增长4.3%左右。

图 15：半导体销售额同比增速



资料来源：Wind，中国银行研究院

4. 受需求端持续修复带动，供给端有望延续向好态势

工业生产回升向好的积极因素持续累积。一是内外需逐步修复有望协同支撑工业经济发展。外需方面，海外补库信号明显增强，有望为中国工业品出口提供动力。内需方面，工业领域大规模设备更新和消费品以旧换新等政策加快

实施，进一步释放市场空间。二是新质生产力加快培育，工业生产端仍有较大潜力和空间。据《新质生产力指数研究（2012-2022年）》¹²，2022年中国省级平均新质生产力水平为2012年的2.5倍左右，东部地区新质生产力水平最高，中部、西部和东北地区相对较低。未来，中西部、东北地区依托区域产业基础，积极推进技术创新，有望在追赶过程中持续创造新动能。例如，2023年全国新能源汽车生产呈现出明显的“东部引领、中西部跟进”态势（表3）。三是盈利持续改善下企业信心恢复，助力下半年工业生产持续加快。1-4月，工业企业利润同比增长4.3%，增速较上年同期回升24.9个百分点。工信部对3.6万家重点企业调查显示，76%的企业预计其产值在第2季度将增长或持平。工业企业采购活动也明显升温。据京东工业数据，“618”首周京东工业平台汽车制造业工控自动化品类采购额同比增长20倍，电网行业仪器仪表品类采购额同比增长12倍，消费制造业搬运存储品类采购额同比增长371%，工程建筑业电线电缆品类成交额同比增长333%。综合预计三季度工业增加值增长6%左右，全年增长5.8%左右。服务业方面，经济景气逐渐回升，生活、经营活动保持良好运行，支撑生活类服务业平稳运转；大数据、云计算、人工智能等技术持续赋能下，生产性服务业有望提质增效。预计三季度服务业增加值增长5%左右，全年增长5%左右。

表 3：2023 年新能源汽车产量前十城市

城市	2023 年新能源汽车产量	2025 年新能源汽车规划产量/产能
深圳	173 万辆	产量超 200 万辆
上海	128.68 万辆	产量超 120 万辆
西安	98.38 万辆	产量 150 万辆以上
合肥	74.60 万辆	产能超 300 万辆
长沙	72.69 万辆	产量 100 万辆以上
常州	67.8 万辆	产量超 100 万辆
广州	65 万辆	产能超 200 万辆
重庆	50 万辆	产量 100 万辆

¹² 西南财经大学，2024 年 3 月发布。

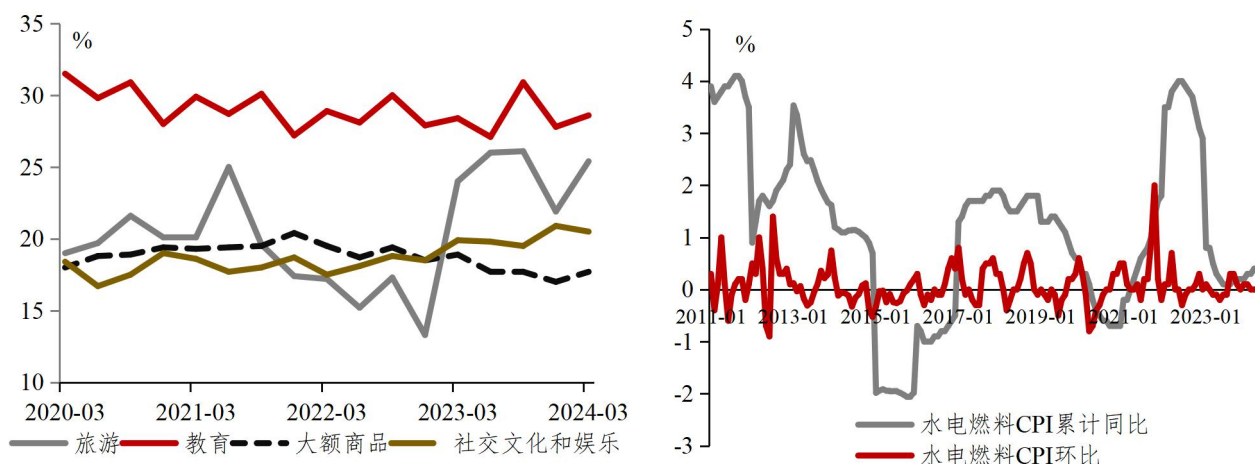
柳州	47.7 万辆	产销量超 300 万辆
郑州	31.60 万辆	年产量突破 150 万辆

资料来源：中国银行研究院

5. 居民消费和工业产品价格延续回升态势

一是 **CPI 涨幅将逐步扩大**。食品方面，短期内，养殖户二次育肥的惜售行为或将推动猪肉价格上涨，但需警惕后期可能出现的生猪集中出栏导致价格下跌情况。中长期看，前期产能去化效果逐渐显现，能繁母猪存栏量（4 月为 3986 万头）已降至正常保有量（3900 万头）附近，猪肉供过于求的压力将有所减轻，猪肉价格由跌转涨，将推动食品价格同比降幅进一步收窄。**服务方面**，下半年暑期、中秋和国庆等假期仍是出行消费热点，居民旅游、教育等服务支出意愿有所提升（图 16），服务消费价格仍将保持上涨态势。2024 年以来，部分地区推出公共事业收费改革方案，上调水、电、燃气等项目价格，引发市场关注。公用事业价格上调主要涉及 CPI 中水电燃料价格，预计对物价整体影响相对有限。一方面，电热、燃气和水等项目在 CPI 权重仅为 5%左右；另一方面，公共事业调价为地区局部性变动且持续性不强，1-5 月居民电热燃气 CPI 环比涨幅均值仅为 0.02%左右，同比上涨 0.5%，总体较为平稳（图 17）。

图 16：预计未来 3 个月将增加各项支出人数占比 图 17：水电燃料 CPI 变化



资料来源：Wind，中国银行研究院

二是 **PPI 降幅继续收窄**。国内商品方面，夏季用电需求高峰或将带动煤炭价格上涨；大规模设备更新等政策落地显效有望提振钢材市场预期及需求，推动价格回升。国际商品方面，6月 OPEC+ 决定将自愿减产措施延长至三季度末，之后视市场情况逐步取消减产。三季度为全球原油消费旺季，国际油价仍有供需两端支撑，而后国际原油价格或因供应增加而出现波动。此外，全球制造业生产持续好转，生产需求增长仍将是国际有色金属涨价重要动力。预计三季度 CPI 和 PPI 分别同比上涨 0.7% 和下降 0.5% 左右，全年分别同比上涨 0.6% 和下降 1% 左右。

二、2024 年上半年金融形势回顾与下半年展望

2024 年上半年，金融强国建设开局起步，“五篇大文章”谋篇布局。货币政策持续优化调控效能，从“总量、结构、价格”三个方面共同发力，合理满足实体经济资金需求和助力经济金融高质量发展。再次出台降准降息政策，确保流动性合理充裕；推动科技创新再贷款落地，精准支持科技型企业；调整金融业增加值季度核算方式，优化外籍来华人员支付环境；充分发挥自律机制作用，禁止采取“手工补息”等做法高息揽储；下调房贷利率、首付比例，做好保交房等配套金融工作；优化“互换通”机制安排，促进中国金融市场高水平对外开放。中国金融市场总体稳定运行。展望下半年，随着宏观调控政策持续落地显效，金融将持续助力经济回升向好。资金投放更加注重总量稳定及效能提升，企业融资成本稳中有降，国债收益率有望企稳，主要券种发行保持较快增长，人民币汇率保持稳定运行，股市结构性投资机遇增多。

（一）资金投放更多考虑使用效率，货币社融增速明显上升的概率较小

2024 年上半年，中国经济持续恢复，稳中向好态势持续巩固。在资金使用“提质增质、防空转、挤水分”调控思路带动下，一些金融指标增速有所放缓。截至 2024 年 5 月末，M2、社融增速分别为 7.0%、8.4%，为历史新低和历史次

低。1-5月，新增社会融资规模累计14.8万亿元，同比少增2.52万亿元（图18）。

一是贷款同比少增，企业债同比多增。1-5月新增人民币贷款10.26万亿元，同比少增2.1万亿元；企业债券净融资1.2万亿元，同比多增2519亿元。《2024年第一季度中国货币政策执行报告》再次提出，要合理把握债券与信贷两个最大融资市场的关系。债券融资的重要性有所提升，在信贷总量少增的同时，企业债券融资规模有所增大。

二是政府债券同比少增。1-5月政府债券净融资2.49万亿元，同比少增3497亿元。政府债券少增主要与上年同期基数较高以及专项债发行速度与上年相比偏慢有关。但5月份地方债发行开始明显提速，单月净融资超1.3万亿元。

三是股票融资同比少增。1-5月股票融资1060亿元，同比少增2835亿元。2024年以来，监管部门综合考虑市场承受能力，严把IPO准入关，导致股票融资规模下降。

四是表外融资规模分化。1-5月，表外融资（信托贷款、委托贷款和未贴现的银行承兑汇票）同比少增1609亿元，但信托贷款同比多增1968亿元。信托贷款连续保持多增，较好发挥了对实体经济的支持作用。

值得注意的是，金融供给的结构和质量提升。截至2024年一季度末，高技术制造业、绿色、普惠小微、涉农贷款余额增速分别为27.3%、35.1%、20.3%、13.5%（图19），显著高于全部贷款增速（9.6%），但与上年末相比分别下降6.7、1.4、3.2以及1.4个百分点。增速下行的原因较为复杂，既与基数效应有关，也与居民部门、房地产等领域融资需求恢复不及预期和监管部门调控思路转变有关。2024年以来，监管部门不断采取措施盘活被低效占用的金融资源，减少资金空转沉淀，为此，监管部门通过优化结构性货币政策工具使用，引导资金“有增有减”。

图 18：新增社会融资规模

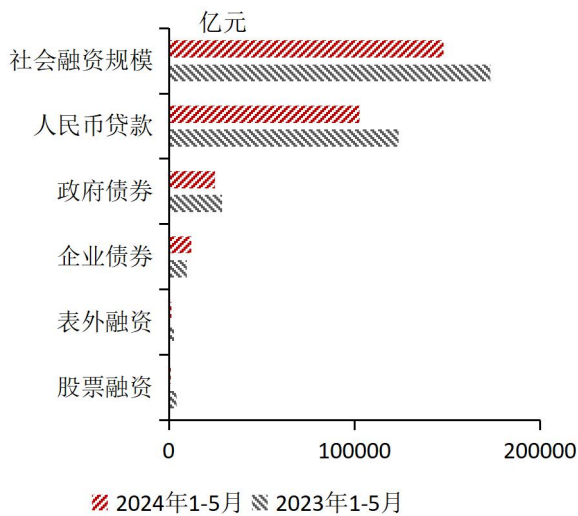
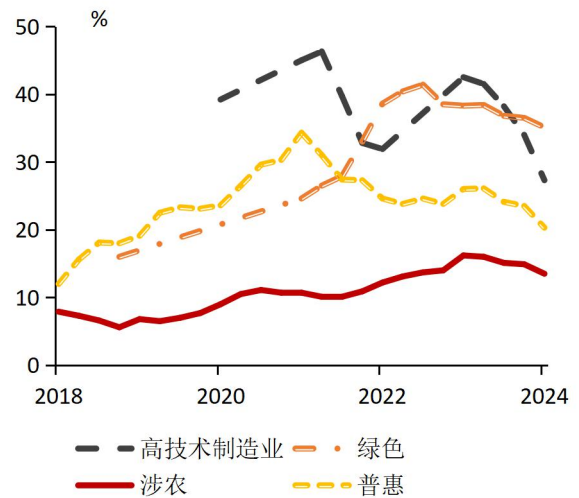


图 19：重点领域贷款余额增速



资料来源：Wind，中国银行研究院

展望下半年，在宏观政策持续发力带动下，经济形势有望继续稳中向好，实体经济信心持续恢复，主要金融数据有望保持稳定增长。预计下半年金融运行呈现如下特征：**一是融资总量稳步扩大。**随着超长期特别国债加速发行、地方专项债资金逐步到位，预计将撬动更多配套信贷资金进入相关领域，新增贷款规模与上半年相比有望扩大。但在资金“提质增效”调控思路下，M2、社融增速等指标难以出现明显回升。**二是信贷投放节奏更加均衡。**在改变金融业增加值核算方式影响下，信贷投放“冲时点”现象明显缓解，下半年信贷投放将重点结合实体经济需求及产业发展需要，均衡、合理投放。**三是重点领域信贷增速将保持中高速增长。**随着监管部门、金融机构推动“五篇大文章”加快落地，科创、绿色、普惠等领域信贷增速仍有望维持两位数，但增速与上半年相比或将有所放缓。**四是债券融资或将继续放量。**在监管部门引导下，债券市场重要性持续凸显，企业发债融资规模有望持续扩大，这将对社融带来一定支撑。

（二）流动性将保持合理充裕，企业融资成本保持低位

上半年，金融市场利率呈现以下几个特征。**一是政策利率保持不变。**7天逆回购利率维持1.8%，1年期MLF利率维持2.5%，均与2023年四季度相同。

二是货币市场利率向政策利率收敛。一季度，受春节、金融市场波动下市场主体持有现金意愿增强等因素影响，银行间同业拆借、债券质押式回购等短期货币市场利率明显高于同期限的7天逆回购政策利率，反映出流动性相对偏紧。但二季度以来，市场流动性保持合理充裕，市场利率明显向政策利率收敛（图20）。三是LPR非对称降息。上半年，1年期LPR仍维持3.45%，与上年四季度相同。5年期以上LPR由4.2%调降至3.95%（图21）。非对称降息在历史上较为罕见，超出市场预期。这或与2024年以来房地产市场进一步探底有关，反映出监管部门力图提振中长期贷款、支持房地产等行业投融资企稳的意图。

图 20：货币市场利率向政策利率收敛

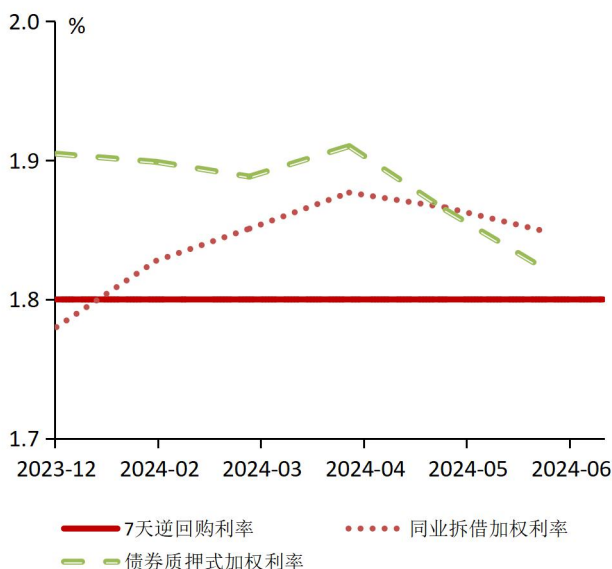
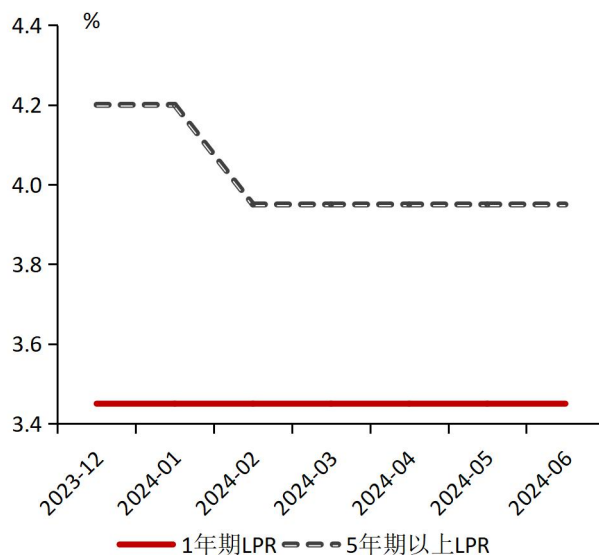


图 21：LPR 非对称降息



资料来源：Wind，中国银行研究院

预计下半年或将呈现以下几个特点。一是银行存款利率或将继续下调。近期监管部门不断推动银行存款利率下调、整顿“手工补息”等高息揽储问题，预计下半年仍将有银行陆续下调存款利率。同时也要关注存款定期化、长期化现象，在存款利率调降的同时切实降低银行付息成本。二是企业融资成本保持较低水平。在灵活适度、精准有效的货币政策推动下，企业融资成本仍将保持历史低位，企业贷款加权平均利率、个人住房贷款利率等均有继续下探可能性。

三是关注降息政策的掣肘因素及负面影响。2024年《政府工作报告》要求“社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配”，首次明确提出要与价格预期目标水平相匹配的目标（以往只是要求与名义经济增速相匹配），并将价格预期目标定为居民消费价格涨幅3%左右。当前CPI、PPI增速降至历史低位，均明显低于3%。从这个意义上看，为提振通胀率，央行进一步调降政策利率仍是重要工具选择。与此同时，近年来由于贷款利率快速下行、存款利率保持刚性，银行业净息差已跌至历史最低点，这已一定程度影响银行业稳定性，制约银行扩大信贷投放。特别是一些领域利率的过快下行，也为个别企业利用低成本贷款买理财、转贷给别的企业等进行套利活动创造了条件。

（三）人民币汇率在亚洲货币中表现稳定，有望逐步走向升值

2024年上半年，人民币兑美元汇率平稳运行，基本维持在合理区间内窄幅波动（图22）。在美国通胀出现“降温”迹象、美联储降息预期时点延后等背景下，美元指数波动反弹，亚洲多国货币兑美元大幅贬值。据美国劳工统计局数据，5月美国核心CPI同比增长3.4%，降至三年多来最低。年初至6月中旬，美元指数由101点左右反弹至105点左右。大部分亚洲货币兑美元汇率遭遇贬值风暴，日元、韩元、印尼卢比、菲律宾比索等均兑美元贬值超过5%；其中日元大幅贬值10%以上，跌破1990年以来新低。人民币汇率同样面临贬值压力，但较其他非美货币表现稳定，尤其对一篮子货币汇率呈现升值态势。截至6月21日，人民币即期汇率为7.2613，仅较年初贬值2%左右；CFETS人民币汇率指数99.97，较年初升值1.87%。

展望下半年，人民币兑美元汇率将保持在合理区间内。随着一些发达经济体启动降息，人民币有望走向升值。制约因素来看，美联储降息节奏、幅度仍有不确定性。预计美联储首次降息或推迟至12月，中美利差仍深度倒挂，存在短期资本波动风险。截至6月21日，中美10年期国债利差为-199个BPs。积

极因素来看，一是发达经济体降息周期已开启。6月加拿大、欧洲央行均已宣布降息25个基点，未来随着美联储降息落地，发达经济体高利率的外溢影响将逐步减弱，有助于人民币汇率回升。二是外资对人民币金融资产将保持较高热情。据人民银行数据，截至3月末，境外机构和个人持有境内债券资产4.05万亿元，较上年末净增加3306亿元（图23）。据国家外汇管理局数据，4月境外投资者净买入境内债券、股票分别为1247亿元和451亿元人民币，境外机构投资者已连续8个月增持中国债券。三是跨境资本流动合理有序，对汇率有力支撑。当前中国外贸出口向好势头不断巩固，将带动经常项目下跨境资本维持高位顺差。且随着境内股票市场持续回暖和债券市场延续牛市行情，资本项目下短期跨境资金将延续回流态势。从银行涉外收付数据来看，1-4月经常项目下货物贸易顺差1149亿美元；资本金融项目下证券投资顺差133.5亿美元。

图 22：人民币汇率与美元指数

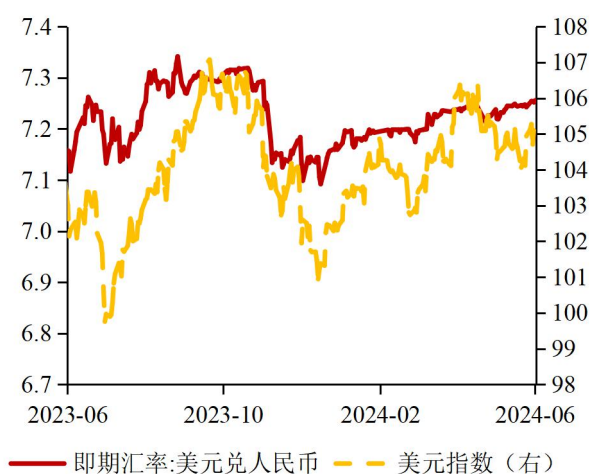
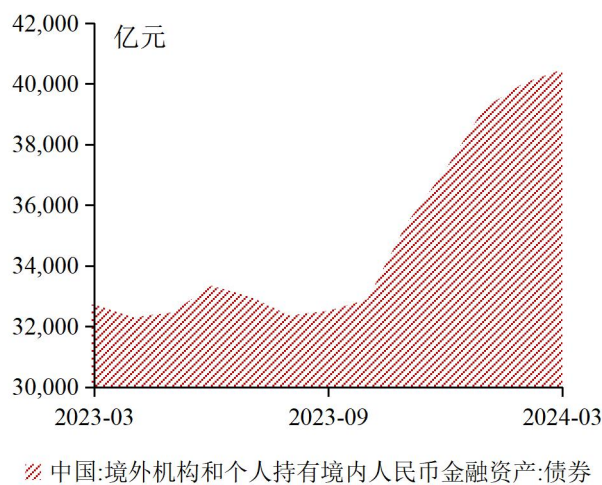


图 23：境外机构增持人民币债券



资料来源：Wind，中国银行研究院

（四）国债收益率保持平稳，利率债发行增长较快

2024年上半年，债券市场运行特点主要有：一是国债收益率继续下行。受投资机构持续增配等因素影响，10年期国债收益率延续下行态势，4月末一度下探至2.226%，为历史新低。截至2024年6月21日，10年期国债收益率为

2.2571%，比上年末下降 0.3 个百分点。二是主要券种发行保持较快增长。截至 6 月 21 日，债券共计发行 36.72 万亿元，同比增长 10.83%。其中，受超长期特别国债发行、银行资本补充需求上升、企业发债意愿提升等因素带动，国债、同业存单、商业银行次级债、中期票据发行 5.52 万亿元、15.7 万亿元、8595.5 亿元、2.22 万亿元，分别增长 23.06%、30.44%、152.66%、71.88%。地方债发行 3.28 万亿元，同比下降 19.47%，主要与基数因素及专项债发行速度偏慢有关（图 24）。三是期限利差小幅扩大，信用利差稳中有降。受降准等因素影响，短期国债收益率下行速度相对较快，加之 5 月末中长期国债收益率出现企稳迹象，带动期限利差（10 年期-1 年期国债收益率）走阔。在经济稳中向好带动下，市场预期转暖，信用风险有所收敛，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）出现小幅下行。截至 6 月 21 日，期限利差、信用利差分别为 0.67%、0.17%，分别比上年末上升 19 个 BPs、下降 19 个 BPs（图 25）。四是信用风险继续收敛。截至 6 月 21 日，15 只债券出现违约，金额共计 162.94 亿元，同比下降 12.66%。其中房企债券违约金额 145.1 亿元，占比为 89.05%。

图 24：各类债券发行规模

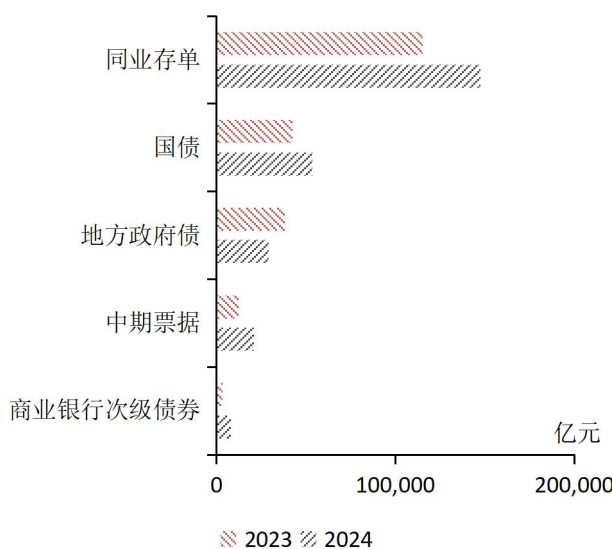
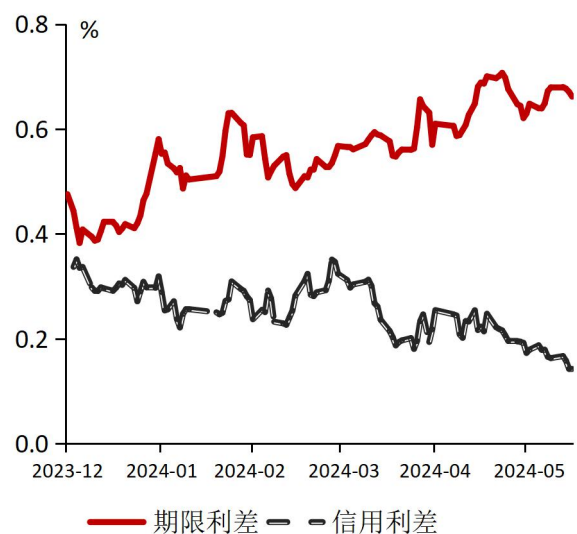


图 25：期限利差与信用利差



资料来源：Wind，中国银行研究院

展望下半年，预计债券市场将呈现如下特征：一是**国债收益率下行空间有限**。2024年以来，国债收益率持续下行，与中国经济稳中向好态势并不相符，市场普遍预计债市存在回调的可能。预计下半年国债收益率过快下行态势或将改变，整体低位运行。二是**主要券种发行提速**。随着超长期特别国债批次发行、专项债发行提速，国债、地方债等发行规模有望持续扩大，维持中高速增长。三是**期限利差走阔，信用利差收敛**。在债券市场可能出现调整背景下，国债收益率曲线有望继续“陡峭化”，期限利差或将有所走阔。在经济稳中向好背景下，市场风险偏好有望继续上升，信用利差存在继续收窄的可能。四是**重点领域债券违约仍存**。随着房地产“5·17”新政¹³的落地，上海、广州、深圳一线城市出台利好新政，近期楼市交易活跃度提升。5月30个重点城市成交1081万平方米，环比增长4%，相比一季度均值增长23%。房地产企业融资环境也迎来改善。人民银行数据显示，2024一季度，房地产开发贷净投放达到8800亿元，而2023年全年净投放仅为1900亿元。但房地产市场尚未明显企稳，房价仍在持续下行，对居民购房预期、新房销售带来不利影响，房地产企业融资自我造血功能不足，相关领域债券违约风险仍需密切关注。

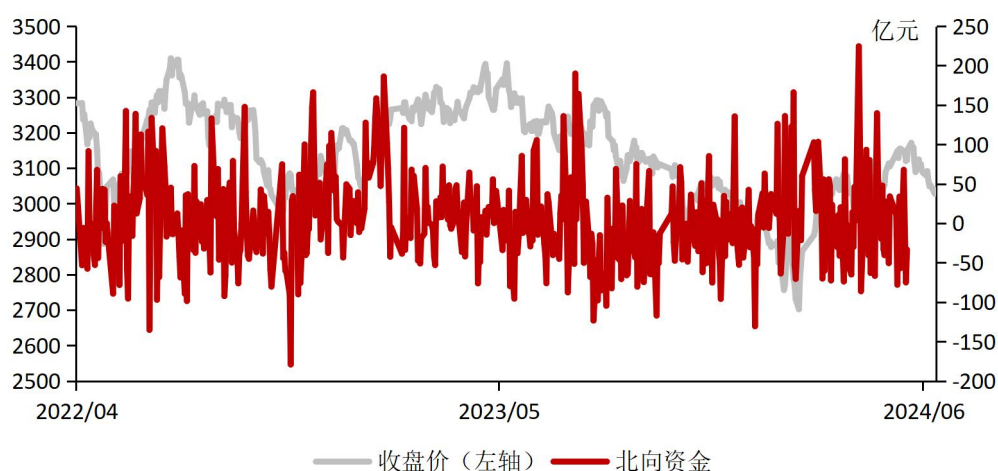
（五）A股延续震荡修复行情，酝酿结构性投资机遇

2024年2月，A股改变此前持续震荡下行的运行态势，开始逐步修复。自3月28日以来，上证综指已连续38个交易日收于3000点以上，5月20日创下新高3171.15，但随后几周又开始缩量下跌。截至6月21日，上证综指收于2998.14点，与上年末(2974.93点)基本持平。其中，新能源、大消费等板块下跌幅度较大，进而对大盘指数形成拖累。总的来看，A股震荡修复、复苏动能不足。一方面，跨境资金成为A股波动的重要扰动因素。年初至5月20日以来，北向资金呈现净流入态势，并于4月26日创下2024年单日累计净买入最

¹³ 2024年5月17日，央行、金融监管总局接连发布3条关于房地产住房贷款方面的通知，从贷款利率、首付比例和公积金贷款利率三方面进行调整，这是对2024年4月底中央政治局会议提出“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施”要求的具体落实。

高值 224.49 亿元（图 26），但 5 月 21 日开始，北向资金开始流出，从 5 月 21 日至 6 月 21 日，北向资金净流出 428.4 亿元）。另一方面，上市公司业绩表现相对疲软。2024 年一季报数据显示，全部 A 股归母净利润同比下降 4.84%，分行业看，除必需消费和可选消费以外，科技、媒体和电信（简称 TMT），材料及能源等行业归母净利润同比下降超过 10 个百分点（表 4）。

图 26：上证综指走势及北向资金每日成交净买入



资料来源：Wind，中国银行研究院

表 4：2024 年 1 季度上市公司分行业盈利表现

行业	营业收入同比(%)	同比变化	归母净利润同比(%)	同比变化
上游	-1.73	1.91	-16.15	7.68
能源	1.13	6.89	-10.78	2.37
材料	-4.34	-2.65	-26.07	10.22
中游	0.34	-3.52	6.8	-17.84
运输	12.84	10.42	30.88	-45.77
公用事业	2.1	-0.44	27.07	-29.9
资本货物	-1.66	-5.84	-5.88	-14.37
商业和专业服务	5.97	1.07	-1.66	0.12
必需消费	0.41	-2.17	11.48	18.27
家庭与个人用品	6.2	-1.07	21.37	-5.09
食品、饮料与烟草	-0.17	-5.34	19.21	12.92
食品与主要用品零售	3.41	3.94	3.26	-51.37
医疗保健设备与服务	0.12	-3.51	-2.71	19.41
制药、生物与生命科学	0.59	2.98	3.87	24.3

可选消费	7.65	-3.34	9.07	-29.84
零售业	-7.3	-5.97	-43.86	-120.12
消费者服务	3.81	-33.77	17.52	-637.71
耐用消费品与服装	7.51	1.49	6.81	-12.43
汽车与汽车零部件	11.12	-5.05	19.01	-16.95
TMT	4.7	1.42	-23.62	-15.12
媒体	2.1	-4.79	-33.04	-330.48
电信服务	4.04	-2.76	5.55	-0.02
软件与服务	5.5	1.52	-109.25	-182.45
技术硬件与设备	11.52	11.86	34	49.87
半导体与半导体生产设备	-11.24	-18.36	-83.89	-46.21
金融地产	-3.88	-3.3	-5.56	-3.48
银行	-1.73	-0.92	-0.61	-2.04
保险	0.33	-0.55	-9.3	18.27
房地产	-12.54	-11.24	-94.72	3,971.34
多元金融	-18.19	-16.43	-30.75	-30.04

资料来源：Wind，中国银行研究院

展望下半年，美国降息周期尚不明朗、地缘政治风险等因素可能会给 A 股带来扰动，但是受益于政策持续发力，特别是新“国九条”政策的出台¹⁴以及七月即将召开的三中全会，更多政策利好有望释放，契合高质量发展需求的板块可能有亮眼表现，A 股各板块或将呈现快速轮动趋势。

一是**科创、绿色等结构性机会增多**。2024 年以来，相关部门陆续出台多项政策，引导企业优化生产，助力产业转型升级。例如，工信部发布《国家工业和信息化领域节能降碳技术装备推荐目录（2024 年版）》，旨在通过推广先进技术装备，实现相关领域节能降碳，涉及行业包括钢铁、有色金属、石油化工等行业，将催生更多需求并带动上下游企业加快生产。多部委联合发布《通用航空装备创新应用实施方案（2024-2030 年）》，湖南、四川等首批低空空域改革示范省份亦纷纷出台一批省级配套性政策，建立健全制度保障体系，支持各类企业开展技术创新，有望带动飞行技术、计算机技术等产业链上下游企业的迅速发展。

¹⁴ 2024 年 4 月，国务院印发《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》，这继 2004 年、2014 年两个“国九条”之后，国务院再次出台的资本市场指导性文件。

二是高股息行业延续良好表现。具有财务表现较优、分红较高、盈利稳定的高股息行业板块具有一定“避风港”优势。新“国九条”明确提出要强化对分红的监管，对多年未分红或分红比例偏低的公司实行风险警示，并推动一年多次分红、预分红、春节前分红等，这对公共事业、银行等高股息行业带来利好。

三是“强出口”行业有望表现亮眼。2024年中国光电技术、汽车、船舶、家电及家具等横跨中高端产业的产品出口表现尤为亮眼，前5个月出口分别增长10%、100.1%、26.3%和17.8%。其中，作为中国造船龙头企业，中国船舶集团2024年1季度营收和归母净利润分别大增68.84%和821.12%，表明中国相关产业企业的国际竞争力正在提升。预计在《区域全面经济伙伴关系协定》进一步推动以及海外补库存周期开启的双重因素利好下，相关企业将有良好表现。

表 5：2024 年三季度中国经济金融主要指标及预测（%）

指 标	2020 (R)	2021 (R)	2022 (R)	2023 (R)	2024 (F)				
					Q1 (R)	Q2 (E)	Q3 (F)	Q4 (F)	全年 (F)
GDP	2.2	8.4	3.0	5.2	5.3	5.1	5.2	5.1	5.2
规模以上工业增加值	2.8	9.6	3.6	4.6	6.1	5.8	6.0	5.5	5.8
服务业增加值	1.9	8.5	2.3	5.3	5.0	4.9	5.0	5.1	5.0
固定资产投资额（累计）	2.9	4.9	5.1	3.0	4.5	4.0	4.2	4.4	4.4
房地产开发投资额（累计）	7.0	4.4	-10	-9.6	-9.5	-10.2	-10.1	-10.1	-10.1
消费品零售总额	-3.9	12.5	-0.2	7.2	4.7	3.9	5.2	4.5	4.6
出口(美元计价)	3.6	29.6	6.3	-4.7	1.5	5.5	6.2	4.0	4.3
进口(美元计价)	-0.6	30.1	0.9	-5.5	1.5	4.1	3.2	1.5	2.5
居民消费价格指数（CPI）	2.5	0.9	2.0	0.2	0.0	0.4	0.7	1.4	0.6
工业品出厂价格指数（PPI）	-1.8	8.1	4.1	-3.0	-2.7	-1.5	-0.5	0.3	-1.0
广义货币（M2，期末）	10.1	9.0	11.8	9.7	8.3	7.0	6.8	7.0	7.0
社会融资规模（存量，期末）	13.3	10.3	9.6	9.5	8.7	8.5	8.3	8.5	8.5
1年期MLF（期末）	2.95	2.95	2.75	2.5	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50
1年期LPR（期末）	3.85	3.80	3.65	3.45	3.45	3.45	3.45	3.45	3.45
人民币兑美元即期汇率（期末）	6.54	6.37	6.95	7.09	7.22	7.25	7.20	7.00	7.00

资料来源：中国银行研究院

三、宏观政策建议

在全球政经格局变革期、经济结构转型阵痛期，经济面临的问题和挑战将有所增多，如何在发展中化风险、迎挑战将是一项艰巨的任务。宏观政策要把短期稳增长和中长期促改革紧密结合起来，积极应对外部不确定性，巩固提升经济内生增长动力，持续增强经济回升向好态势。

（一）加快推动新一轮财税体制改革，提高财政资金使用质效

优化调整财政政策方向、节奏和力度，提高财政资金提振经济的质效。一是推动财政政策逐步从重投资转向投资与消费并重。二是协调好收入型财政政策和支出型财政政策之间的关系。在经济和市场信心恢复期，减税降费等收入型财政政策的效果可能受制于市场信心不足的影响，减税降费金额未必能快速转化为投资和消费；而支出型财政政策的效果可能更加直接。下阶段需加大政府支出力度，更好地发挥支出型财政政策作用，提高财政资金的使用效率。三是充分重视政策的非对称效应，处理好政策力度、节奏、方式与预期的关系，在提振预期上，政策力度要大、节奏要快、方式要公开公正透明。尤其要注意在地方财政紧张背景下，部分地区出现的“以罚增收”“税收倒查”等现象对市场主体预期信心的破坏。

积极应对地方债务问题，防范化解风险。一是对于当前部分化债压力较大的地方政府，可以考虑采取中央发行国债转贷地方、政策性金融机构给地方政府发放贷款、继续发行特殊再融资债券等多种方式缓解地方压力，避免出现流动性风险，以时间换空间。二是在发展中化解地方债务风险，通过优化债务支出结构、提高支出效率、做大经济规模来降低债务风险。要注意避免为了控制债务规模而过度打击地方政府发展经济的积极性，从而引发杠杆率分母端经济增长的更快下滑，导致债务水平被动抬升。

加快推动新一轮财税体制改革，从根本上解决当前财政运行紧平衡和地方

债务等问题。一是合理把握政府与市场的边界及其调整力度，合理界定政府规模，避免政府支出责任不合理扩张，政府支出更加聚焦于国家重大战略，重点关注科技、教育、民生等关键领域。二是加强各类、各级财政资金的多元统筹。一方面，强化财力向上一级政府相对统筹，确保中央财政收入占比处于合理区间，充分发挥中央在国家治理体系中的重要统筹能力；另一方面，统筹管理税收与非税收入，增强财政可持续性。三是健全现代预算制度。进一步深化预算绩效管理，推动实行预算项目全生命周期管理。完善政府债务管理体制机制，防范系统性财政风险。四是优化税制结构。保持宏观税负和税制稳定，确保必要的财政汲取能力和政府调控能力。

（二）金融政策应做好“稳总量”“提质效”“防风险”的平衡

维持流动性合理充裕，维持资金总量合理增长。一方面，下半年超长期国债、地方债等发行将提速，对流动性需求有所提升。另一方面，工业、基建等领域仍然需要大量资金支持。为此，需要保持流动性合理充裕，确保银行信贷投放能力不降。根据政府债券发行节奏、金融机构资金需求情况，前瞻性综合运用降准、公开市场操作等提前投放流动性，维持流动性合理充裕，避免政府债券供给放量导致金融机构资金成本被动提升。根据实体经济资金需求阶段性变化，引导金融机构合理做好项目储备，确保年内信贷资金继续保持均衡投放，避免在三季度末以及年末冲时点，平滑信贷投放节奏，满足实体经济合理资金需求。

持续提升资金使用效率，加大对重点领域支持力度。虽然“资金空转”等问题得到了一定治理，但仍需持续推动相关工作进展，特别是科创、绿色等发展持续提速，要确保资金更多流向相关领域。积极整合优化现有结构性货币政策工具，坚持“有进有退”，充分发挥资金撬动效能，合理引导金融机构加大对“五篇大文章”等领域的支持力度，加快助力现代化产业体系建设。加快推动对存量

资源的盘活力度，合理适度、把握节奏撤出低效占据金融资源的领域，加快盘活存量资金，引导更多资源流向符合产业政策发展的领域。

提前研判主要经济体政策节奏，有效应对外部风险冲击。从内部看，继续通过债务置换及展期、优化融资“白名单”以及并购重组等多种方式，加快化解问题房企、地方债及中小金融机构风险。从外部看，欧美央行宽松政策陆续开启，中国货币政策调控面临的外部掣肘将进一步缓解。但仍需密切跟踪主要央行政策调控节奏、地缘政治风险演变情况等因素影响，防范外汇市场出现超预期波动，有效引导人民币汇率稳定运行。

（三）继续加大房地产支持政策力度，推动市场预期改善

房地产市场历史性的深度调整需要历史性的政策支持来应对，房地产支持政策需要解放思想、拓宽思路，从传统政策框架中跳脱出来，以更大的改革勇气推动风险化解和需求企稳。

创新政策思路，以改革推动房企风险化解。当前房地产风险是经济面临的巨大挑战之一。城市房地产融资协调机制主要在于支持项目，而已爆雷房企的项目存在待售货源不足、资不抵债、资金挪用等问题，因此该机制对爆雷房企的风险化解效果有限。可考虑全面引入“破产重整”制度，以资产管理公司（AMC）、国企央企开发商等具备资产发掘和管理能力的专业机构为牵头方，在地方政府、律师事务所等专业团队的支持下，组织更大力量，与规模较大的爆雷房企结成一对一关系，就其资产负债情况进行更清晰的剥离识别，针对爆雷房企形成完整而不是单项目的化解方案，切实推动形成若干典型成功化险案例，有效改善市场对爆雷房企和房地产行业的信心。对于尚未出现违约的房企，加强 REITs 等更多金融工具的创新和应用。加强政策研究和制度完善工作，例如研究适时降低保障性租赁住房、商业地产等资产发行 REITs 的门槛，将资产类别扩大到办公楼等更加主流、更有利于解决房企资金困难的产品。

积极拓展资金来源，因地制宜推动存量房收储。一是扩大保障性住房再贷款规模。目前央行保障性住房再贷款 3000 亿元，理论上可撬动 5000 亿元银行贷款，这一规模对于化解市场的存量住房规模远远不够，可在收储试点工作更加成熟后进一步扩大保障性住房再贷款规模。二是加大中央财政支持力度，配套长期低成本资金。加快推动人民银行 2023 年推出的租赁住房贷款支持计划从 8 个试点城市向全国推广，同时配套相应的政策性低息贷款、专项债券、财政贴息等方式，解决地方政府资金来源和资金成本问题，同时强调注意严防新增地方政府隐性债务，不得以融资平台为主体进行收储。三是吸引社会资本进入。当前收储模式对地方大型国企或城投公司的资金实力提出较高要求，可考虑在房租回报率相对较高、预期能实现盈利的城市，在坚持“以需定购”的前提下鼓励引导社会资本进入，共同促进收储后房屋租赁的商业化、市场化运营。四是推动形成“存量房产消化-保障性租赁住房 REITs 发行”的良性循环。积极推进保障性租赁住房项目发行公募 REITs，盘活存量资产，利用回收资金收购存量房产转作保障性租赁住房，实现“存量房产消化-保障性租赁住房 REITs 发行”的良性循环。五是鼓励商业银行创新信贷产品。银行贷款是当前地方政府收储的主要资金来源。鼓励银行开发针对地方国企收储需求的收储贷款、翻新贷款，以及针对收储房租赁对象的中长期租赁贷款等产品，满足收储资金需求。

进一步加大需求端支持政策力度，以需求复苏带动房地产链条企稳。扭转预期和提振需求是解决房地产困境的关键所在。一是全面清理和降低住房买卖相关税费。当前，全国大多数城市换房比例有所上升，但二手房买卖的税费依然较高，并普遍向买家转移，较高的交易成本使得市场成交量恢复更加困难。可全面清理和降低二手房买卖相关税费和限制性政策，加大购房补贴、契税减免等需求侧支持政策力度。二是提高个人所得税按揭贷款利息抵扣额度。目前个人所得税按揭贷款利息抵扣额度为每年 1.2 万元，这大大低于绝大多数居民的实际房贷利息支出，尤其对于房贷较高的一二线城市居民，更是杯水车薪。

可结合各地房价水平，大幅提升个人所得税按揭贷款利息抵扣额度，提振居民收入预期和消费信心。三是积极推动一线和超一线城市全面放开需求侧限制政策，跟进实施最低贷款利率等，通过龙头城市量价企稳带动全国市场预期好转。

（四）把扩大内需放在更加重要的位置，进一步深挖消费、投资增长空间

深入挖掘商品和服务消费潜力。商品消费方面，加大对消费品以旧换新政策的支持力度。考虑到地方财政压力较大，支持以旧换新的资金不足，可加大中央财政的支持力度，可考虑从专项债中划拨部分资金。进一步细化新一轮消费品以旧换新实施方案，完善补贴方案、能耗标准等配套措施。挖掘下沉市场的消费潜力，完善县域和农村地区的充电桩建设、物流网络等，鼓励企业针对农村使用场景进行产品升级与创新。将“新能源汽车下乡”的产品范围扩大至所有新能源车，并加大优惠力度。**服务消费方面**，更加重视节假日消费市场的贡献。考虑到当前消费“假期拉动”特征明显，建议增设更多长假期，可考虑将“五一”假期延长至7天，对小学增加春假、秋假；进一步落实带薪休假制度。

加快企业更新改造和建设项目落地进度。各地大规模设备更新政策需针对投资大、回报周期长的行业、中小民营企业以及经济收益弱的领域制定更高的补贴标准，鼓励第三方机构为企业“智改数转”设计方案，同时做好生产端与消费端的政策联动配套，减少企业对资金、技术和市场不确定性的担忧，使企业“能改、会改、敢改”。进一步加强各地方对企业的宣传与引导，按照本地区工业、农业、公共设施等领域实际情况，结合设备能效、节能、准入水平要求，掌握企事业单位生产设备更新需求，避免为实现设备投资增长目标盲目加码，导致申报项目与往年的技改内容雷同。进一步加快预算内投资资金和专项债发行进度，适度放松部分地区发债限制，抢抓建筑业施工旺季窗口期，推动项目建设落地。

（五）持续强化贸易促进工作，着力培育外贸新动能

继续加大对外贸企业的服务、支持力度，持续强化贸易促进工作。加大新兴市场拓展力度，加强对东盟等重要经贸伙伴的市场调研，持续推动政府服务企业赴海外参展和考察洽谈工作。加大高质量展会的举办频率和邀请范围，帮助企业获取新客户、新订单，助力企业出口差异化产品以提高市场竞争力。加大经贸摩擦预警和应对力度，帮助企业防范风险、维护权益，鼓励稳住传统外贸市场既有份额。

助力企业降本增效。要进一步提高出口退税效率，提高各类口岸的作业和通关效率，减轻企业资金压力和运营成本。提高海运舱位供需匹配效率，引导、帮助企业有效运用海运拼箱策略，以最低的成本缩小外贸产品的上市时间，帮助企业筛选信誉良好的拼箱伙伴，合理安排运输时间，充分实现降本增效。

着力培育外贸新动能。充分发挥新产品、新业态的潜力，引导“新三样”、储能产品等引领绿色低碳转型升级的产品顺应全球能源发展需要。加快跨境电商、海外仓、保税维修等新业态的政策创新，如 ATA 单证册制度等，鼓励企业探索外贸新模式，加快推广、复制试点成功经验。

四、专题研究

专题一：美对华限制措施回顾与中国突围之路

（一）2018 年以来美国已出台一系列对华限制措施

2018 年以来，美国以中国为战略竞争重心、以长期竞争为主要基调的对华全面竞争战略基本成型，并通过征收高额关税、科技围堵、金融遏制、盟友经济等措施抑制中国的发展。综合来看，近年来美国对华限制措施呈现以下特点：一是涉及领域更加广泛。2018 年以来美国已通过四个关税清单，加征关税的产品范围从钢铁、铝等扩展到电子产品等，2024 年 5 月美国宣布在原有基础上进

进一步提高中国出口“新三样”等产品关税。拜登政府上台以来，美国打压政策不仅没有减轻，反而呈加剧态势。美国对华限制措施从贸易逐渐向科技、投资等领域扩展，尤其是对中国的科技围堵由“小院高墙”升级为“大院高墙”，纳入“实体清单”的中国企业和机构不断增多。二是执法主体多元，手段富于变化。美国商务部、财政部等以维护国家安全为由先后对华实施 11 类实体清单。2023 年美国海关频繁扣押自华进口货物。三是与传统盟友关系更加紧密。与特朗普政府不同，拜登政府与其传统盟友国家的关系得到修复并且更加紧密。通过“友岸”贸易、原材料长臂管控等措施，美国试图推动全球供应链重构，将中国排除在外。

（二）美对华限制措施的影响有限

1. 中国出口韧性较强

一是高关税下部分产品对美出口仍有较大韧性（表 6）。相较于通信、电子、计算机、有色金属、石油石化等行业 2023 年份额降幅超 80%，镍电池、废旧电池回收等新能源相关产品，以及食品饮料部分细分类别，在加征关税的四年中，美国从中国进口的比例降幅相对较小，甚至出现增长。

表 6：主要行业中国占美国进口份额及其变动情况

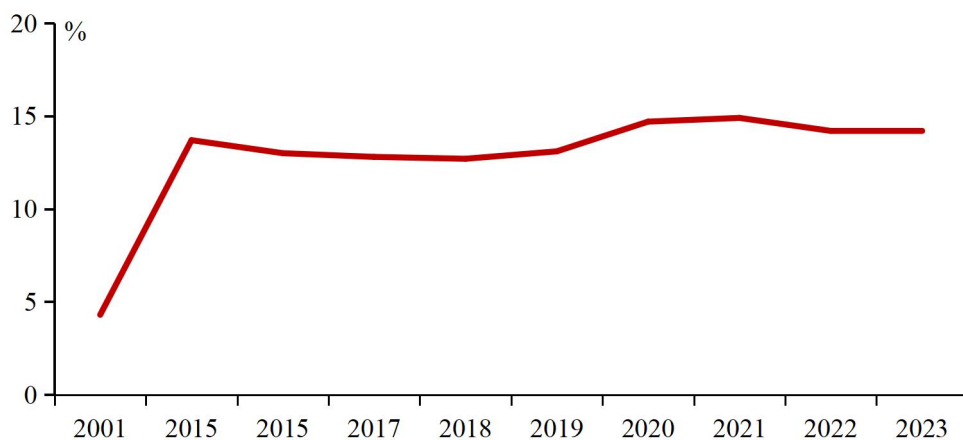
	2017 (%)	2019 (%)	2023 (%)	加征关税商品占该行业比重 (%)	2023 年相对加征关税前份额变动 (百分点)
有色金属	22.1	4.9	3.9	61.2	-18.3
计算机	43.5	22	4.9	92.5	-38.6
石油石化	52.8	38	24.7	13.7	-28.1
基础化工	27.9	21.1	17.6	21.8	-10.3
建筑材料	20.4	17.2	14.5	2.5	-5.9
农林牧渔	2.2	1.9	2.5	21.3	0.3
钢铁	3.4	3	2.7	52.2	-0.7
纺织服饰	26.8	24.3	14.9	81.3	-11.9
机械设备	37	35.8	22.3	24.9	-14.7
国防军工	4.6	4.4	3	19.4	-1.6
轻工制造	34	33.9	26.7	31.3	-7.3
电子	46.2	46.1	24.1	21.1	-22.1

家用电器	32.5	32.6	16.6	45.6	-15.9
通信	46.9	48.3	29.7	31.5	-17.2
汽车	11.7	12.5	20.2	2.8	8.6
美容护理	5.9	6.6	6.9	16.2	1
电力设备	40.5	48.5	69.9	8.6	29.1
食品饮料	1.2	1.5	1.6	11.7	0.4

资料来源：USITC，USTR，中国银行研究院

二是中国出口总量占全球比重不降反升，目的地和产品结构持续优化。中国出口份额由 2018 年的 12.8% 升至 2023 年的 14.2%（图 27）。中国出口沿全球价值链持续攀升，中间品贸易占比由 2018 年的 56.3% 升至 2023 年的 61.1%。从目的地结构看，“西方不亮东方亮”，东盟、拉丁美洲等新兴经济体占中国出口比重持续增加。2023 年中国对东盟出口比重较 2017 年增加 4.5 个百分点，基本弥补了对美出口下降份额（2023 年中国对美国比重较 2017 年下降 4.1 个百分点）。从产品结构看，新兴领域增长动能强劲，出口新赛道竞争力明显提升。2023 年，中国“新三样”产品合计出口 1.06 万亿元，增长 29.9%；工业机器人出口增长 86.4%；船舶产品出口同比增长 21.4%，船海产品全谱系建造能力基本形成。在全球 18 种主要船型中，中国有 14 种船型的新接订单居世界首位。此外，中国智能产品、绿色低碳产品等领域创新活力充沛、有持续增长潜力。

图 27：中国出口份额



资料来源：WTO，中国银行研究院

2. 科技围堵倒逼中国企业提高自主创新能力

虽然美国的一系列科技制裁措施短期内给相关领域带来一定压力，但长远来看反而倒逼中国企业加快提升自主创新。2018-2023年，全国研发经费占GDP比重由2.19%增至2.64%，研发投入经费增速保持在两位数以上。

一是受影响企业更加关注研发投入以提升发展韧性，削弱制裁影响。华为研发费用占销售收入比重从2018年的14.1%持续上涨至2022年的25.1%，现已成为世界上研发投入占比最高的企业之一。在半导体领域，2023年英集芯、杰华特、南芯科技、恒烁股份等多家企业研发投入金额增速超50%。

二是企业通过更为积极的投资、并购行为促进技术创新，降低贸易风险。2018年以来，中国制造业对外绿地投资步伐有所加快，电子、通信和汽车等受关税影响较大行业的对外投资明显增长。以寻求技术和战略资源为主要动机的中国制造业对外并购投资额保持增长。2023年，中国企业宣布的海外并购总额为398.3亿美元，同比增长20.3%，交易金额超过5亿美元的大额海外并购较上年明显增多。科技与通信、先进制造与运输业为海外并购最为热门的行业，同比增速分别为14%、10%。

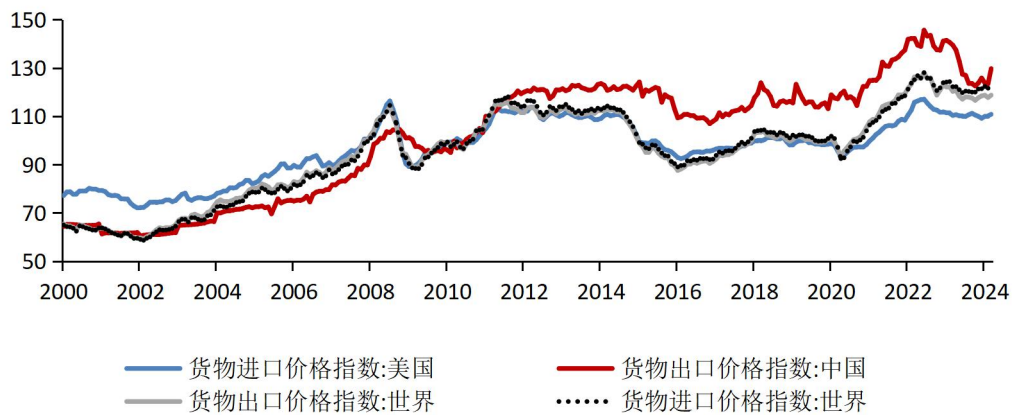
（三）美国推行“脱钩断链”措施损己不利人，使自身也陷入更为被动的局面

1. 美对华加征关税直接推动了美国商品价格上涨，加大通胀压力

2020年以来美国出现新一轮高通胀问题，其中，美国挑起贸易保护主义推行“脱钩断链”导致的成本抬升是加大美国通胀压力的重要原因之一。美国对华加征关税通过传导效应和竞争效应等渠道影响美国通胀水平。一方面，加征关税后美国对华进口商品价格（含税）提升，部分将直接体现为美国国内最终消费品价格上涨，部分将通过供应链的传导推动最终产成品成本上升进而影响

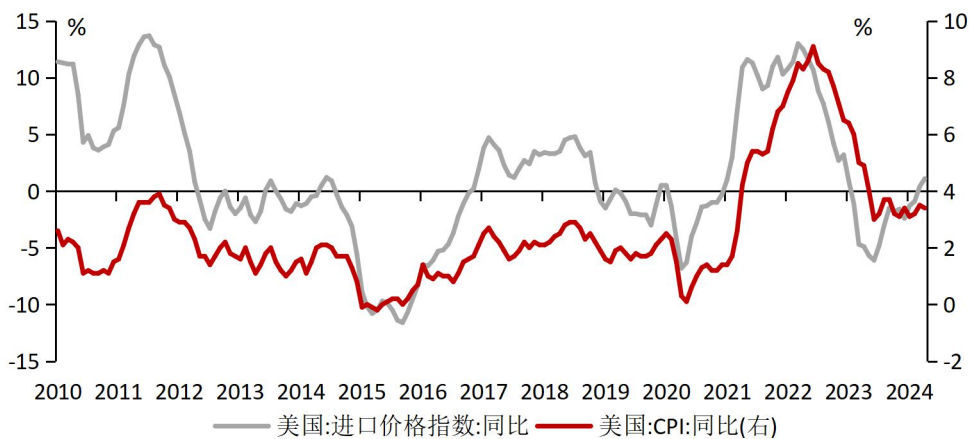
终端价格水平。2018年以后美国货物进口价格指数出现明显抬升，即便在疫情疫情影响削减后仍整体高于疫情前水平（图28）。另一方面，当某类商品因加征关税而导致价格上升，在竞争效应影响下市场上其他同类产品价格也可能会出现同步上升（图29、30）。美国进口价格指数与CPI变动走势表现出较明显的相关性。多项研究测算¹⁵表明，美对华加征关税，会导致美国通胀率上涨0.6-1.3个百分点。

图 28：2019 年后货物进出口价格指数明显上升



资料来源：荷兰统计局，中国银行研究院

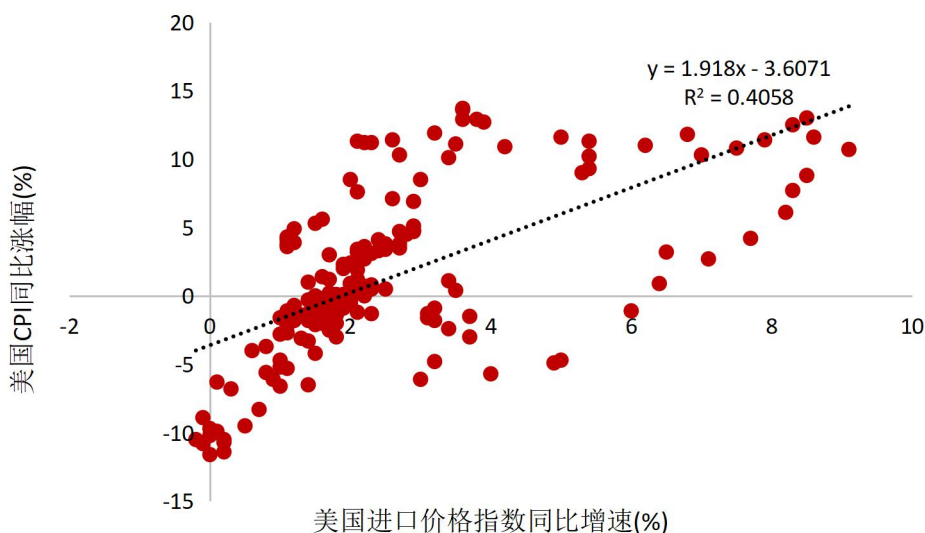
图 29：美国进口价格指数与 CPI 变动走势



资料来源：Wind，中国银行研究院

¹⁵ Amiti, M, S J Redding, and D E Weinstein (2019), "The Impact of the 2018 Tariffs on Prices and Welfare", *Journal of Economic Perspectives* 33(4): 187-210.
 Cavallo, A, G Gopinath, B Neiman, and J Tang (2021), "Tariff Pass-Through at the Border and at the Store: Evidence from US Trade Policy", *American Economic Review: Insights* 3(1): 19-34.

图 30：美国进口价格指数与 CPI 变动相关性



资料来源：中国银行研究院

2. 牺牲了大量美国本土企业及美国居民的利益

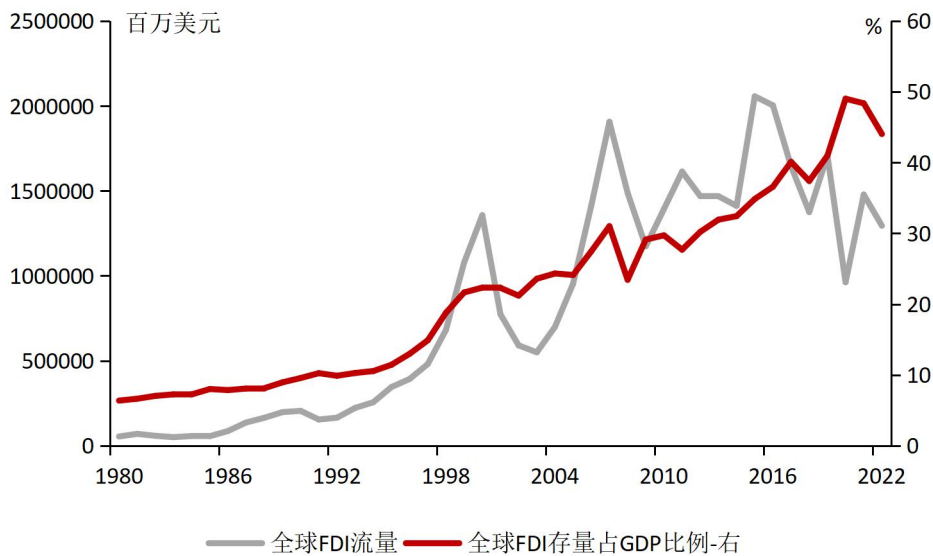
从企业角度来看，美国本土企业承受了中美贸易战所提高关税造成的大部分成本负担。根据穆迪公司报告显示，美国进口商承担了美国对中国商品加征关税中 90% 以上的费用，这意味着美国进口商需为中国商品支付高出原价约 18.5% 的费用。从居民角度来看，关税助推了美国国内商品涨价，加重了美国居民的生活负担。摩根大通估计关税每年给美国普通家庭增加的支出约为 600 美元；纽约联储、普林斯顿大学和哥伦比亚大学的研究也指出，美国家庭每户每年因关税多支出的成本超过 800 美元。当前，美国通胀水平仍在高位、且有二次通胀风险，如果继续加征关税，可能进一步加剧美国通胀压力、并同时压制美国经济增长和就业。

3. 加大全球产业链供应链不确定性，破坏世界贸易秩序

美国通过加征关税等手段人为扭曲了市场资源配置，回流美国本土的制造业企业不得不面临更高的劳动力成本，导致全球要素资源配置效率下降，贸易成本抬升。2019 年后中国通过东盟、北美等市场与美国进行间接贸易明显增多，

中美间产业链拉长也会推高贸易成本。此外，美国组建排斥竞争对手的“小圈子”，事实上是要强化其领先优势，对技术分享与进步设置人为阻碍，不利于全球科技水平的进步与升级。“零和博弈”的思维导致全球产业分工由原来的互补、合作关系转变为竞争、对抗关系，全球经济逐渐走向碎片化，削弱了全球共同应对风险的能力。近年来，全球 FDI 流量在波动中下行（图 31）。根据联合国贸发会数据，在扣除卢森堡和荷兰等“中转国”的波动后，2023 年全球 FDI 总流量较上年下降了 18%，绿地项目融资¹⁶（主要是工业）和国际项目融资（主要是基建）的项目数量分别较上年减少了 6%和 21%，跨境并购项目数量和金额分别较上年减少了 16%和 43%。分区域来看，流入中国的绿地项目融资金额明显下降，2022 年为 180 亿美元，较 2018 年高点下降了 85%（图 32）。

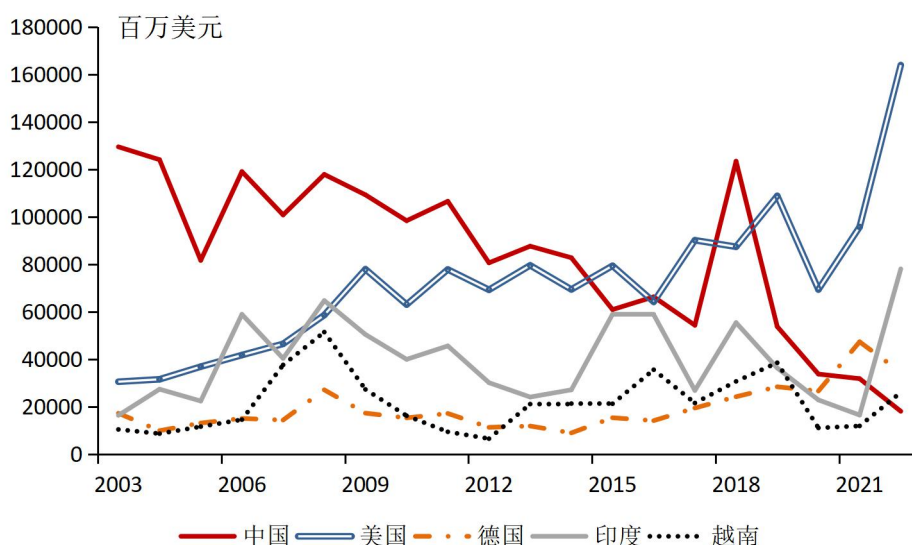
图 31：全球 FDI 流量与存量情况



资料来源：联合国贸发会，中国银行研究院

¹⁶ 分区域来看，近年来流入中国的绿地项目融资金额明显下降，2022 年为 180 亿美元，较 2018 年高点下降了 85%。

图 32：全球主要经济体绿地项目融资金额变化情况



资料来源：联合国贸发会，中国银行研究院

（四）中国经济的突围之路

展望未来，预判美对华围堵政策需要综合考虑多重因素的影响。在美国总统竞选过程中，美国政府有可能持续地打“中国牌”。其中，遏制中国科技领域的快速发展是美国的重要政策目标，预计未来美对华政策中科技领域或将诉诸更为严格的限制措施。同时，金融遏制力度或将加大。基于此，我们需要未雨绸缪、综合施策，寻求中国经济的突围之路。

第一，加大对企业出海的支持，尤其重视“一带一路”、RCEP等多元化市场的布局。针对美国及其盟友的打压，中国需要积极争取更多的国际市场机遇，实现国际合作的“合纵连横、多元共赢”。此外，根据前几轮全球产业转移浪潮的经验与规律，中国企业出海进行全球布局是大势所趋。我们要顺势而为，从政策上坚定支持企业出海，从顶层设计层面引导企业积极有序地进行海外多元化市场布局。在市场研判、外汇、风险防范等方面给予企业支持，完善政企合力走出去机制，引导企业抱团出海。将支持企业出海与国内产业链稳定发展结合起来。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。

第二，坚持中国产业链条完整的优势，做好产业结构的优化、调整和升级。完整的产业链条是中国应对外部不确定性的有力保障。未来既要促进制造业高质量发展，加快向全球产业链中高端攀升，也要重视和留住传统中低端制造业，防止国内产业的空心化。加强关键核心技术和基础技术的研究和开发，下大力气突破技术封锁，摆脱核心技术受制于人的困境，推进制造业核心竞争力提升。增强中西部地区的设施、产业配套能力，鼓励区域产能合作，将东部地区产业链中低端的加工制造、劳动密集型产业向中西部转移。

第三，加大力度发展跨境金融，推动金融与实体企业“走出去”相配合。企业出海离不开金融机构的保驾护航。中资金融机构要利用早期海外布局对当地法律、文化等方面更了解的优势，发挥好“引航员”的作用。鼓励中资金融机构优化全球布局，积极提升自身的国际化水平，同时推进海外发展过程中的本土化经营水平。引导金融机构加大对企业海外业务的信贷投放力度，为企业出海提供强有力的金融保障。深入了解企业跨境金融需求，创新相关金融产品与服务，为企业出海提供包括贷款、结算、兑换、资金管理 etc 全流程金融服务。提高金融机构配置全球金融资源的能力，依托全球化网络做好协同发力，以提升金融支持企业出海质效。

专题二：中国跨境投融资新态势、风险及建议

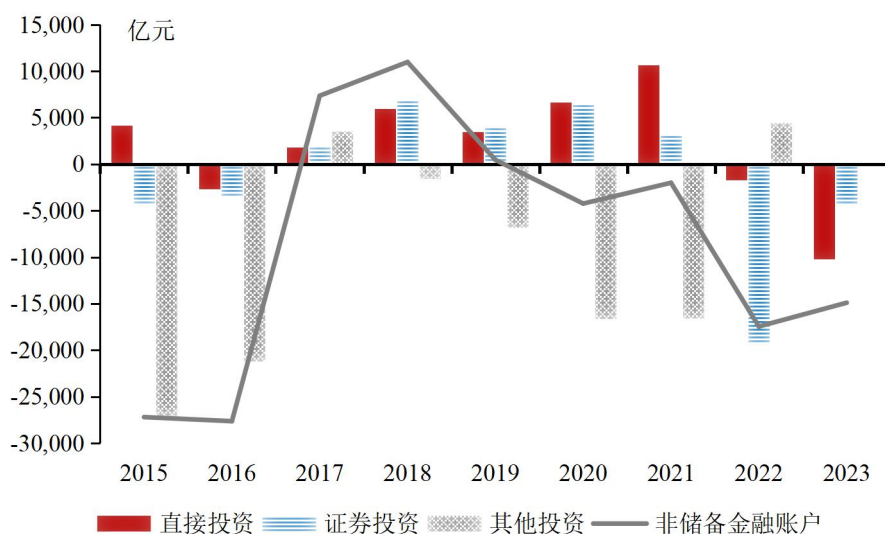
跨境投融资是中国融入全球价值链的重要纽带，是金融高水平开放的题中之意。近年来，中国积极探索符合国情的渐进式资本项目开放道路，不断创新跨境投融资方式，提升跨境投融资便利化水平，跨境投融资活动合理有序、规模基本稳定，为加快构建新发展格局、推动高质量发展提供了有力的金融支持。

（一）当前中国跨境双向投融资活动保持稳定

一是跨境直接投资呈现逆差，但结构有所优化。从国际收支平衡表来看，2023年中国跨境直接投资呈现逆差格局，全年净流出1.02万亿元，较上一年

1684 亿元的逆差扩大（图 33），但投资方向和结构有所优化。

图 33：近年来国际收支平衡表变动情况



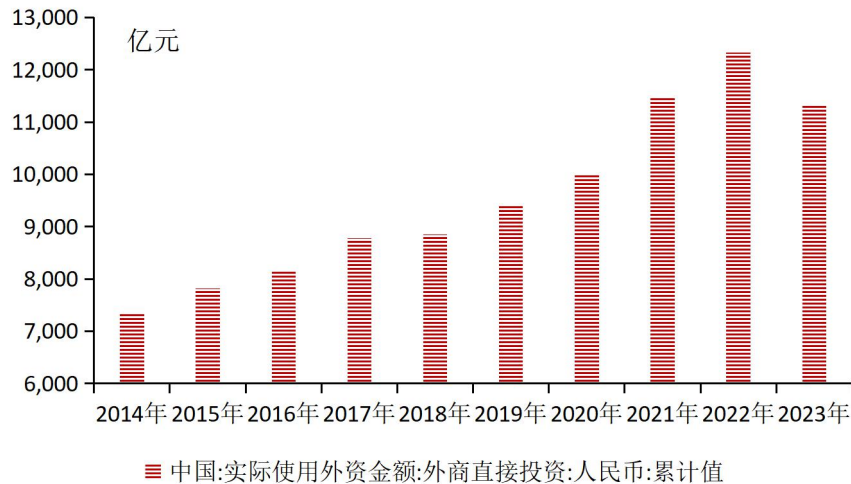
资料来源：国家外汇管理局，中国银行研究院

从投资方向看，一方面，中国对外直接投资（OFDI）规模保持平稳，对“一带一路”投资持续增加。据国际收支平衡表，2023 年中国对外直接投资 OFDI 总规模 1.32 万亿元，较上年水平基本持平。其中，对外股权投资 7840 亿元，同比降低 21.7%；对境外关联公司贷款 5299 亿元，同比增长 14.3%，延续境外投资稳健有序步伐。尤其非金融类直接投资增幅明显，对共建“一带一路”投资持续增加。据商务部数据，2023 年中国企业在“一带一路”共建国家非金融类直接投资 2240.9 亿元，较上年增长 28.4%，有力促进“一带一路”高质量投资合作。另一方面，外商直接投资 FDI 有所减少。2023 年中国实际利用外资 1.13 万亿元，较上年下降 8%，主要与国际环境变化、发达国家贸易投资保护主义盛行等有关。

2024 年跨境直接投资延续结构优化调整格局。1-3 月中国实际使用外资 3602 亿元，同比降低 27.9%，但仍处在近 10 年第三高位，稳居世界前列（图 34）。外资来华展业显著增加。1-4 月全国新设立外商投资企业 16805 家，同比增长 19.2%，跨国公司对中国经济发展前景看好，并以实际行动投下“信任票”。

从引资结构来看，高新技术产业利用外资显著增加。1-4月，中国高技术制造业实际使用外资 457.3 亿元，占全国引资比重较上年同期提升 2.7 个百分点。其中医疗仪器设备及仪器仪表制造业引资同比大幅增长 126.1%，外商在华投资对新兴产业的关注加码。

图 34：近年来中国实际使用外资规模保持高位



资料来源：商务部，中国银行研究院

二是来华证券投资有所增加，股债行情逐步回暖。2023 年跨境证券投资逆差 4329 亿元，较 2022 年 1.94 万亿元逆差明显缩小。从投资方向看，一方面，中国对外证券投资节奏合理。2023 年中国对外证券投资 5393 亿元，同比减少 55.5%。其中对海外债券投资减少，对海外股票投资增加。2023 年对外债券投资 1469 亿元，同比减少 83.5%；购买境外股票 3924 亿元，同比增长 22.4%。这主要由于 2023 年美联储持续加息，美债利率一度高达 5%，美元指数和美股市场表现强势，吸引了大量短期跨境资金流向美国股市。另一方面，外资对境内债券市场投资热情增加。海外利率高企背景下，2023 年仍有大量海外资金选择加码投资境内证券市场，尤其是债券市场受到外资追捧。2023 年外资来华债券投资 659 亿元，而 2022 年为 -9895 亿元，这主要是由于 2023 年中国债券市场投资回报率稳健，多家境外主权机构、境外银行、对冲基金等连续增持中国市

场债券。

2024 年外资延续了增配中国债券的态势。截至 2024 年 4 月末，境外机构持有中国债券总量达到 4.09 万亿元，占中国债券市场托管余额的比重为 2.5%。从券种看，国债是境外机构托管的主要券种，托管量 2.22 万亿元，占 54.8%；其次是政策性金融债托管量 0.88 万亿元，占 21.7%。股市上，外资对 A 股信心修复。截至 2024 年 3 月末，境外机构持有中国股票总量达 2.79 万亿元，较 1 月增加 13.3%。摩根士丹利等多家外资机构在报告中表示，对 2024 年中国股市前景看好，全球资金正呈现重返 A 股的态势。据汇丰数据，2024 年 4 月已有超过 90% 的新兴市场基金开始增持 A 股市场。

三是与跨境借贷相关的资金流入减少。2023 年中国跨境信贷等其他投融资基本延续了顺差行情，全年净流入 158 亿元，较 2022 年 4427 亿元的净流入减少。从银行代客涉外收付来看，2024 年 1-4 月其他投资项目下资金表现平稳，小幅逆差 17.32 亿美元，较 2023 年同期 20.62 亿美元逆差收窄。其一，中国在境内的外币存款增加，外资在境内的人民币存款减少。2023 年中国在外存款 1667 亿元，同比增加 102%；这主要反映了海外高利率背景下，个人和企业增加了美元存款等业务。与此同时，由于境内存款利率走低等因素，2023 年外资在中国境内人民币存款 1364 亿元，同比减少 60.5%（表 7）。其二，跨境贷款减少。2023 年海外机构在华贷款 2700 亿元，较上一年 7994 亿元的历史高位显著减少，但仍高于 2021 年之前水平。这主要由于 2022-2023 年海外机构减少了高利率美元贷款，转向新兴市场贷款。与此同时，2023 年中国海外短期贷款负债减少 2107 亿元，同比多减 967 亿元，即中国偿付海外贷款增加。其三，贸易信贷减少。2023 年贸易信贷资产净增加，负债净减少，说明与贸易信贷有关的跨境资金流入减少，这主要与当年中国贸易出口下降和经常账户顺差收窄有关。

表 7：2023 年国际收支平衡表中其他投资项明细（亿元）

	2023 年资产	2023 年负债	2023 年差额	2022 年差额
跨境其他投资	3,014	-2,856	158	4,427
1 其他股权	-14	0	-14	-14
2 货币和存款	1,667	-1,364	303	-2,626
3 贷款	2,700	-2,107	593	6,854
4 保险和养老金	-189	1	-188	-117
5 贸易信贷	-894	-1,538	-2,432	-1,529
6 其他	-255	2,152	1,897	1,860

资料来源：国家外汇管理局，中国银行研究院

（二）需关注的几点相关风险

一是美联储延迟降息，推升跨境投融资风险。2024 年以来，俄乌、伊以冲突等地缘政治风险持续发酵，黄金、原油等国际大宗商品价格大涨并屡破历史新高。美国通胀率虽仍高于 2% 目标，但已显现走低迹象。2024 年美联储启动降息时点和节奏仍有不确定性，市场预期反复。即便启动降息，美债利率年内大概率保持在高位，对全球跨境资金流动产生影响。截至 6 月，中美利差仍保持在 -200 个 BPs 左右的倒挂区间，对中国跨境投融资和资本流动带来潜在影响。

二是短期美元债风险抬头。短期外债更容易受到海外利率波动和汇率走势影响，未来两年的短期外债风险敞口值得关注。当前中国短期外债规模处于历史高位，且短期外债在总外债中占比有抬升迹象。2023 年末中国短期外债余额 1.36 万亿美元，在总外债余额中占比为 56%，略高于 2020-2022 年 52%-55% 水平。不仅如此，中国外币外债中美元外债占很大比重。2023 年末中国外币外债余额 1.16 万亿美元，占比 53%，其中美元债务占 84%。值得注意的是，短期债务往往在一年以内偿还，在美元指数走高、美债利率高企形势下，短期外债占比的抬升，意味着外部风险敞口扩大，增加了海外风险向境内市场传导的可能性。

三是企业海外融资成本仍高，债务偿付风险值得重视。近年来以房地产为

代表的企业发行了大量的美元债融资，美元利率飙升导致中资美元债违约风险增加。自2018年起，房企境外债的发债成本不断攀升。2018年10月房企境外发债成本高达8%，之后均在7.50%以上的较高水平。2022年以来，房企中资美元债违约事件频发，违约主体和违约金额持续增加。2023年中资美元债全年发生实质性违约金额340.37亿美元，处在历年高位。值得注意的是，目前房企海外债待偿付规模仍高。2024年房企海外债到期规模仍有431亿美元，其中3、6月是到期高峰。

（三）对策建议

第一，加强海外形势研判，及时疏导跨境资本流动风险隐患。密切关注外部形势，加强对跨境资本流动总量和结构变化的动态监测。保持人民币汇率在合理区间内基本稳定，防范外部风险通过汇率、利率渠道向境内金融市场传导。持续丰富跨境管理政策工具箱，健全本外币一体化的跨境资金流动宏观审慎管理机制，完善事中事后监管，提升风险防控水平。探索创新监管方式方法，提升监管科技水平，优化系统监测指标，提高系统监测预警效率。强化国际沟通协作，加强跨境数据协同监管，建立跨境数据共享和信息安全机制，切实防范风险跨市场、跨境传递共振，牢牢守住不发生系统性金融风险的底线。

第二，稳步拓展跨境投融资渠道，有序推动高水平开放发展。持续深化境内外资本市场互联互通机制，创新跨境投融资产品，增强市场活力和吸引力，构建更加友好的投融资环境，助力香港国际金融中心建设。简化跨境支付、结算和清算等跨境资金流转环节，扎实稳步推动人民币国际化进程。鼓励外商投资信心，积极吸引外商来华投资和兴业展业。优化升级沪深港通、跨境理财通合作渠道，推进资本账户稳步有序开放。抓住一带一路、RCEP等区域合作机遇，强化资本合作和宣传，与其他国家和地区共建投融资平台。

第三，积极引导市场预期，加快推进经济恢复发展。更好更优吸引和利用

外资的基础是经济发展和市场信心。面对海内外货币政策周期差异，中国应稳定货币供给节奏，保持境内流动性合理充裕，巩固好经济恢复基础。做好长期、系统性宏观政策跨周期调节，为经济长期回升向好提供有效支撑。同时做好境内外市场预期管理工作，积极引导社会舆论，坚持预期正面导向。对预期形成及时进行方向调节，克服盲目预期、不良预期的错误导向，降低信息不对称的影响。

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