

中国经济金融展望报告

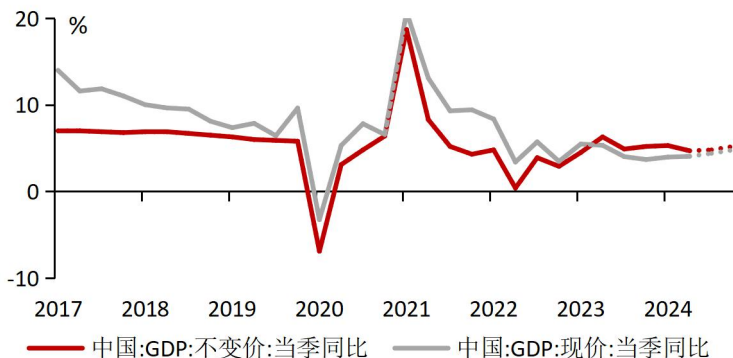
2024 年第 4 季度（总第 60 期）

报告日期：2024 年 9 月 26 日

要点

- 2024 年三季度，中国经济延续恢复态势，但经济景气度有所下降。经济恢复不平衡问题持续凸显，亮点与挑战并存。亮点方面，外需保持较高增速，制造业投资增长动力较强，新质生产力加快培育，产业延续升级态势。挑战方面，需求不足问题更加突出，房地产市场持续下行，市场主体信心和预期不佳。初步预计，三季度 GDP 增长 4.8% 左右，增速较上半年低 0.2 个百分点左右。
- 展望四季度，中国经济恢复基础仍有待进一步巩固。出口增速或将放缓，内需有效改善对未来经济景气恢复较为关键，但内需改善的幅度更多取决于政策力度与效果。若外部环境整体平稳，宏观政策力度加大并且效果较好，内需加快恢复，预计四季度及全年 GDP 分别增长 5.1% 和 5% 左右；若外部风险与冲击加大，稳增长政策效果有限，内需恢复不及预期，预计四季度及全年 GDP 分别增长 4.7% 和 4.8% 左右。
- 全年实现 GDP 增长 5% 的目标，需要宏观政策加倍发力，提高针对性，未来政策需要从供给端为主转向供需并重，加强财政、货币等各项政策的协调配合，促进需求稳步恢复、重点领域风险加快化解、市场预期和信心改善，推动经济平稳渡过动能转换的阵痛期。

中国经济增速及预测



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
杨娟
梁婧
赵廷辰
范若滢
梁斯
叶银丹
刘晨
吴丹
刘佩忠
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

经济景气有所下降，宏观政策需加倍发力

——中国银行中国经济金融展望报告（2024 年第 4 季度）

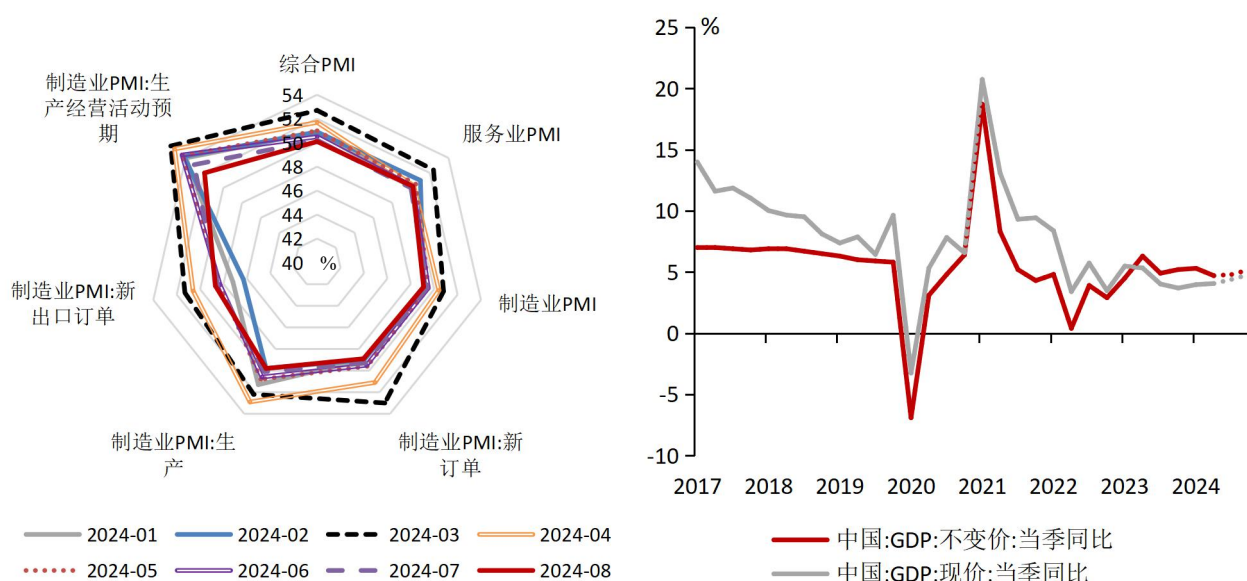
2024 年三季度，中国经济延续恢复态势。但受房地产市场持续低迷、市场预期疲弱以及高温降雨极端天气等因素影响，中国经济景气度有所下降。经济恢复不平衡问题持续凸显，亮点与挑战并存。亮点方面，外需保持较高增速，制造业投资增长动力较强，新质生产力加快培育，产业延续升级态势。挑战方面，需求不足问题更加突出，房地产市场持续下行，市场主体信心和预期不佳。初步预计，三季度 GDP 增长 4.8% 左右，增速较上半年低 0.2 个百分点左右。展望四季度，中国经济恢复基础仍有待进一步巩固。全球经济下行压力有所加大，外部不确定性增加，出口或将承压。内需有效改善对未来经济景气恢复较为关键，但内需改善的幅度更多取决于政策力度与效果。分两种情形对四季度及全年 GDP 增速进行预测。乐观情形下，外部环境整体平稳，宏观政策力度加大并且效果较好，内需加快恢复，预计四季度及全年 GDP 分别增长 5.1% 和 5% 左右；一般情形下，若外部风险与冲击加大，稳增长政策效果有限，内需恢复不及预期，预计四季度及全年 GDP 分别增长 4.7% 和 4.8% 左右。综合来看，全年实现 GDP 增长 5% 的目标，需要宏观政策加倍发力，提高针对性，未来政策需要从供给端为主转向供需并重。财政政策进一步加力，在稳增长防风险中发挥更大作用；金融政策同步做好数量管理和利率调控，更好服务实体经济；加大去库存化风险力度，推动房地产市场预期改善；加大力度促消费、稳投资，发挥好内需对经济增长的支撑作用；促进中间品贸易发展，增强外贸企业抗风险能力；引导企业合理差异化竞争，优化地方产业规划布局。

一、2024 年三季度经济形势回顾与四季度展望

（一）2024 年三季度经济形势回顾

三季度，中国经济延续恢复态势。但受房地产市场持续低迷、市场预期疲弱以及高温降雨极端天气等因素影响，中国经济景气度有所下降。综合 PMI 已连续 5 个月下行，其中制造业 PMI 已连续 4 个月处于收缩区间（图 1）。中国经济仍处于动能转换的关键时期，房地产市场深度调整的同时新质生产力正在加快发展。但当前经济新动能还在积聚中，新兴行业及上下游产业链对经济的拉动作用仍不及房地产行业，经济转型阵痛期在所难免，并且还将持续较长一段时间。具体来看，三季度，中国经济恢复不平衡问题持续凸显，亮点与挑战并存。亮点方面，外需保持较高增速，制造业投资增长动力较强，新质生产力加快培育，产业延续升级态势。挑战方面，需求不足问题更加突出，房地产市场持续下行，市场主体信心和预期不佳。初步预计，三季度 GDP 增长 4.8% 左右，增速较上半年低 0.2 个百分点左右（图 2）。

图 1：中国 PMI 及主要分项变化 图 2：中国实际和名义 GDP 增速及预测



资料来源：Wind，中国银行研究院

1. 三大亮点

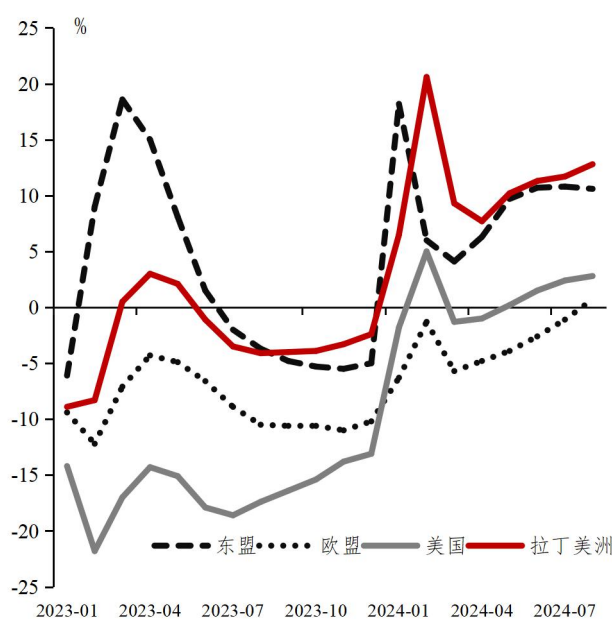
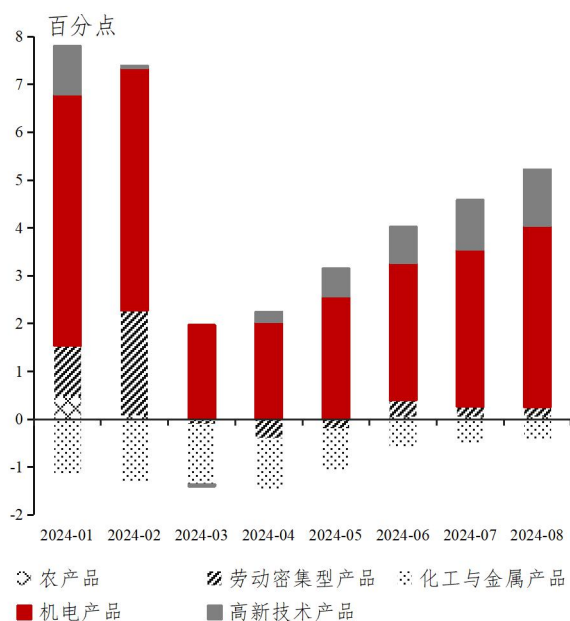
第一，出口具有较强韧性，仍是经济增长的重要支撑。2024 年前三季度，全球贸易整体恢复，9 月世界贸易组织发布的全球货物贸易指数为 103，较 3 月（100.6）有所提升。1-8 月，中国出口金额（美元计价，下同）同比增长 4.6%，增速较上半年和上年同期分别加快 1.1 和 10.3 个百分点。出口增长直接拉动中国相关产业需求，也带动了制造业相关投资扩张，形成了较好的“外循环”链条。从出口产品结构看，机电类产品对出口拉动作用尤为显著。1-8 月，中国机电类产品出口金额同比增长 6.5%，拉动出口增长约 3.8 个百分点，拉动作用高于同期劳动密集型产品¹（拉动出口增速约 0.2 个百分点）（图 3）。具体来看，电子产品链条和交通运输设备产品链条是带动机电产品出口高增长的主要原因。一方面，当前全球电子信息产业周期性上行趋势加强，电子产品出口持续改善。1-8 月，韩国的半导体和越南的电话、手机及其零件出口金额分别同比增长 51.8% 和 10%。1-8 月，中国电子链条产品出口金额增长 12.7%，增速较上半年加快 1.7 个百分点。其中自动数据处理设备及其零部件（主要为电脑）、平板显示模组分别同比增长 9.1%、20.7%。另一方面，中国船舶、汽车等高端制造业国际竞争力增强。2024 年上半年，中国造船完工量和手持订单量分别为 2502 万载重吨和 17155 万载重吨，分别占世界市场份额的 55% 和 58.9%。1-8 月，交通运输设备链条产品出口金额同比增长 20.3%，增速较上半年加快 0.3 个百分点，其中船舶、汽车出口金额分别增长 77.3% 和 20%。

从出口地区看，在全球贸易改善背景下，中国对主要贸易伙伴出口整体好转，东盟仍是主要增长来源。1-8 月，中国对美国和欧盟出口金额分别同比增长 2.8% 和 1.1%，增速较上半年分别提高 1.3 和 3.3 个百分点。中国对东盟、拉丁美洲等新兴经济体出口金额分别增长 10.6% 和 12.8%，其中对东盟出口拉动整体出口 1.7 个百分点左右（图 4）。

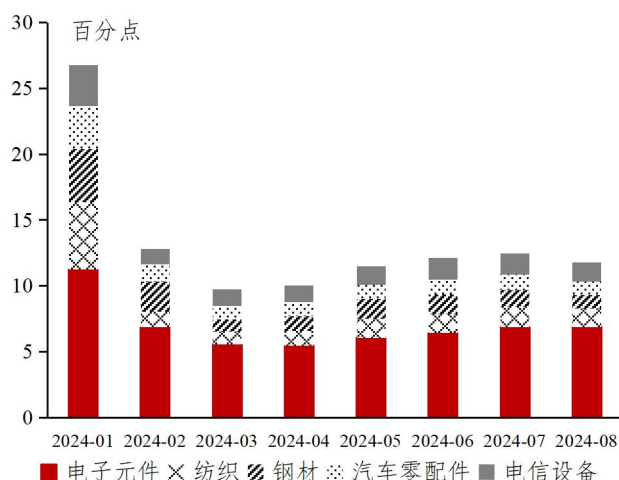
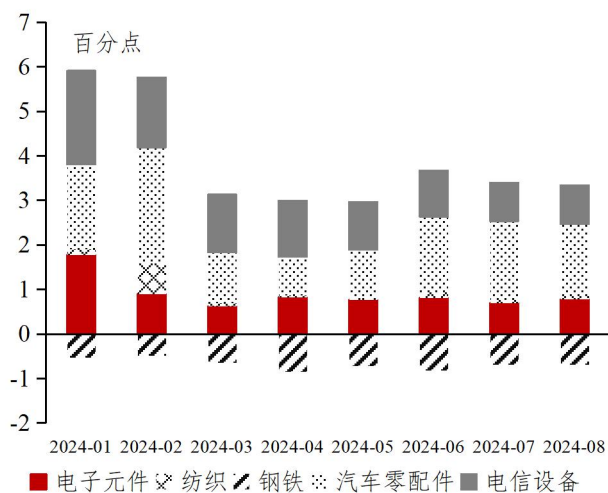
¹ 劳动密集型产品包括塑料制品、箱包、纺织品、服装、鞋靴、家具和玩具等产品。

中国出口产品和地区的结构性特征在一定程度上反映出，在全球产业链重构背景下，中间品贸易正成为支撑中国出口韧性的重要力量。近年来，虽然受产业链重构和贸易保护主义等因素影响，中国电子、汽车等产业链出现向越南、墨西哥外迁趋势，但对中国相关产品出口影响相对有限，中国出口竞争力正在向产业链中上游转移，相关行业企业“出海潮”也带动了中间品出口增长，形成“中国出口中间品-东盟和墨西哥等国家生产加工-出口至消费国”的产业链分工模式。比如，1-8月中国对越南出口金额同比增长22.5%，其中电子元件类中间品金额同比增长35.8%，拉动对越南出口增长6.8个百分点（图5）；对墨西哥出口金额增长13.1%，其中汽车零配件、电信设备等中间品出口金额分别同比增长13.8%和12.3%，分别拉动对墨西哥出口1.6和0.9个百分点（图6）。

图 3：中国各类型产品对出口拉动作用 **图 4：中国对各主要贸易伙伴出口增速**



资料来源：Wind，中国银行研究院

图 5：中国对越南出口中主要中间品的拉动作用**图 6：中国对墨西哥出口中主要中间品的拉动作用**

资料来源：Wind，中国银行研究院

第二，政策和市场共同支撑制造业投资较快增长。1-8 月份，中国制造业投资同比增长 9.1%，增速比全部投资高 5.7 个百分点；对全部投资增长的贡献率为 64.6%，比上半年提高 7.1 个百分点。一是受大规模设备更新政策影响的领域投资加快。三季度以来，大规模设备更新改造政策支持力度进一步加大。7 月末，国家发展改革委和财政部发布《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》，新措施扩大了资金规模和支持范围，降低申报门槛，安排 3000 亿元左右超长期特别国债资金，以更大力度支持大规模设备更新和消费品以旧换新（表 1）。各地方陆续制定工业领域设备更新实施方案，普遍制定了到 2027 年工业领域设备更新规模和增速目标，并将推进数字化智能化设备大规模普及作为任务重点之一（表 2）。首先政策释放了各行业的设备购置需求，带动相关设备制造行业投资扩张，1-8 月通用设备、专用装备以及金属制品制造业投资分别增长 13.8%、12.8%和 17.3%。其次，本次政策加大力度构建废旧产品设备回收网络，加快“换新+回收”物流体系和新模式发展，推动设备回收循环利用。受此带动，1-8 月废弃资源综合利用业²投资增长 9.9%，较上年同期加快

² 废弃资源综合利用业是指废弃资源和废旧材料回收加工，包括废旧电器、电子产品拆解回收。

2.5 个百分点。再次，本次政策聚焦钢铁、有色、石化、化工、建材等高耗能行业开展节能降碳改造，煤炭（7.8%）、黑色金属（15.2%）、有色金属（19%）和非金属矿（27.1%）等采选业投资实现较快增长。总体来看，随着政策落地显效，1-8 月中国设备工器具购置投资同比增长 16.8%，增速比全部投资高 13.4 个百分点，对全部投资增长的贡献率为 64.2%，成为带动投资的重要力量。

二是内外需求推动消费品和机电类行业投资扩产。内需方面，居民食品娱乐消费总体平稳，1-8 月粮油食品（8.9%）、体育娱乐用品（10.1%）商品零售额增长快于限额以上企业零售额整体增速（2.1%），相关需求带动食品、饮料以及体育娱乐用品制造业投资保持较快增长（图 7）。外需方面，全球电子产品上行周期和中国运输设备产品优势释放出口活力，1-8 月铁路船舶等运输设备、计算机通信设备制造业投资分别同比增长 30.7%和 14.2%，增速较上年同期分别加快 31.5 个和 4.7 个百分点。

表 1：《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》梳理

政策特征	具体情况
增加资金规模	安排 3000 亿元左右超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新，其中设备更新资金规模将近 1500 亿元。
降低申报门槛	统筹考虑不同领域特点，降低超长期特别国债资金申报门槛，不再设置“项目总投资不低于 1 亿元”要求，优化项目申报条件，支持政策惠及更多的中小企业。
扩大支持范围	在工业、环境基础设施、交通运输、物流、教育、文旅、医疗等领域设备更新以及回收循环利用的基础上，将支持范围扩大到能源电力、老旧电梯等领域设备更新以及重点行业节能降碳和安全改造，并结合实际动态调整。
提升补贴标准	进一步加大对重点领域更新换新的补贴力度。比如，在设备更新贷款财政贴息方面，对符合条件的经营主体，中央财政给予设备更新贷款的贴息比例，从 1 个百分点提高到 1.5 个百分点。在汽车报废更新方面，对符合条件的汽车报废更新，将补贴标准由此前的购买新能源乘用车补贴 1 万元、购买燃油乘用车补贴 7000 元，分别提高到 2 万元和 1.5 万元，都是增长了一倍及以上。
优化组织方式	与投资补助等传统支持方式不同，本次 3000 亿元左右超长期特别国债资金中，由发改委牵头安排 1480 亿元左右超长期特别国债专项资金用于重点领域设备更新等项目，向地方直接安排 1500 亿元左右超长期特别国债资金，用于支持老旧设备更新和地方自主实施消费品以旧换新等项目。赋予地方更大的自主权，因地制宜支持消费品以旧换新，更好释放消费潜力。

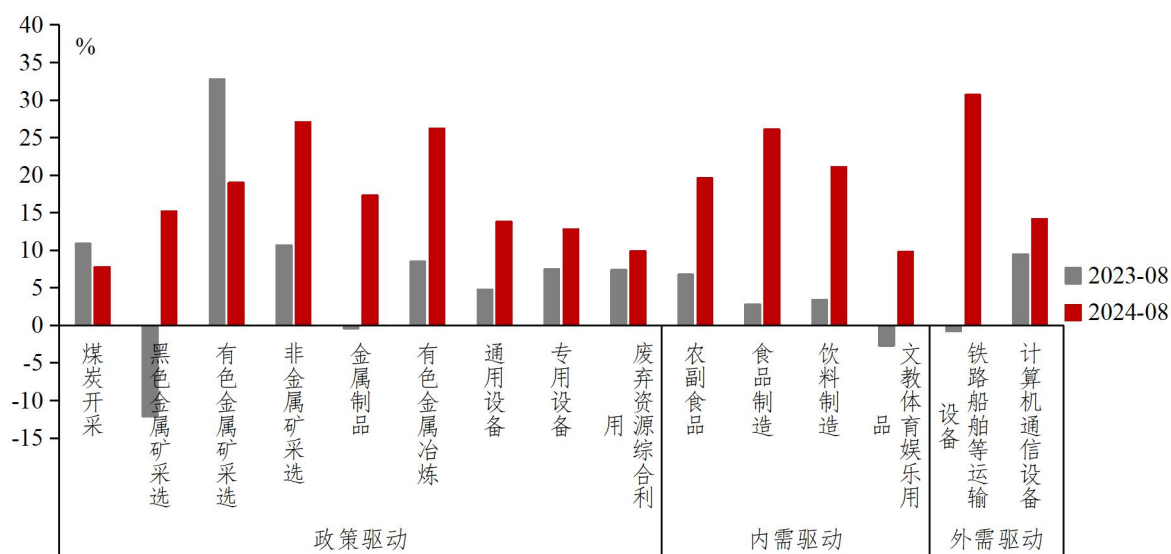
资料来源：中国银行研究院

表 2：部分地区支持工业领域设备更新政策

地区	政策文件	主要目标
上海	《上海市推动工业领域大规模设备更新和创新产品扩大应用的专项行动》	到 2027 年，实现本市工业领域设备更新规模累计达 2000 亿元，设备投资规模较 2023 年增长 25%以上，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 95%、77%，规上工业企业数字化改造全覆盖，重点行业能效基准水平以下产能基本退出、主要用能设备能效基本达到节能水平，本质安全水平明显提升，市级创新产品推荐目录突破 1500 个，先进产能比重持续提高。
江苏	《江苏省推动工业领域设备更新实施方案》	到 2025 年，全省工业领域设备投资规模较 2023 年增长 15%以上，重点行业落后低效设备更新基本完成，规模以上工业企业数字化研发设计工具普及率超过 90%，关键工序数控化率达到 70%左右，重点用能行业能效基准水平以下产能基本退出。到 2027 年，全省工业领域设备投资规模较 2023 年增长 30%左右，规模以上工业企业关键工序数控化率超过 75%，推动规模以上工业企业数字化改造实现全覆盖，重点行业先进产能比重大幅提升，主要用能设备能效基本达到节能水平。
广东	《广东省推进工业设备更新和技术改造提质增效工作方案》	2024 年，推动超过 1 万家工业企业开展技改数字化转型；到 2027 年，工业领域设备投资规模较 2023 年增长 25%以上，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%；重点行业能效基准水平以下产能基本退出、主要用能设备能效基本达到节能水平，本质安全水平明显提升，创新产品加快推广应用，先进产能比重持续提高。
天津	《天津市推动工业领域设备更新和技术改造实施方案》	到 2027 年，全市工业领域设备投资规模较 2023 年增长 25%以上，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%。重点行业能效基准水平以下产能基本退出、主要用能设备能效基本达到节能水平，本质安全水平明显提升，创新产品加快推广应用，先进产能比重持续提高。
山东	《山东省推动工业领域设备更新实施方案》	到 2027 年，全省工业领域设备投资规模较 2023 年增长 28%以上，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 92%、75%，规模以上工业企业数字化转型实现基本全覆盖，重点行业低于能效基准水平的全部完成更新改造、主要用能设备能效基本达到节能水平，本质安全水平明显提升，创新产品加快推广应用，先进产能比重明显提高。
湖南	《湖南省工业和信息化领域大规模设备更新实施方案》	到 2027 年，全省规模以上工业企业高端化智能化绿色化改造率达到 50%以上，工业领域设备投资规模较 2023 年增长 25%以上；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%，工业大市和重点园区规模以上工业企业数字化改造全覆盖；重点产业能效基准水平以下产能基本退出，主要用能设备能效基本达到节能水平，本质安全水平明显提升，创新产品加快推广应用，先进产能比重持续提高。

资料来源：中国银行研究院

图 7：部分工业领域投资增速情况



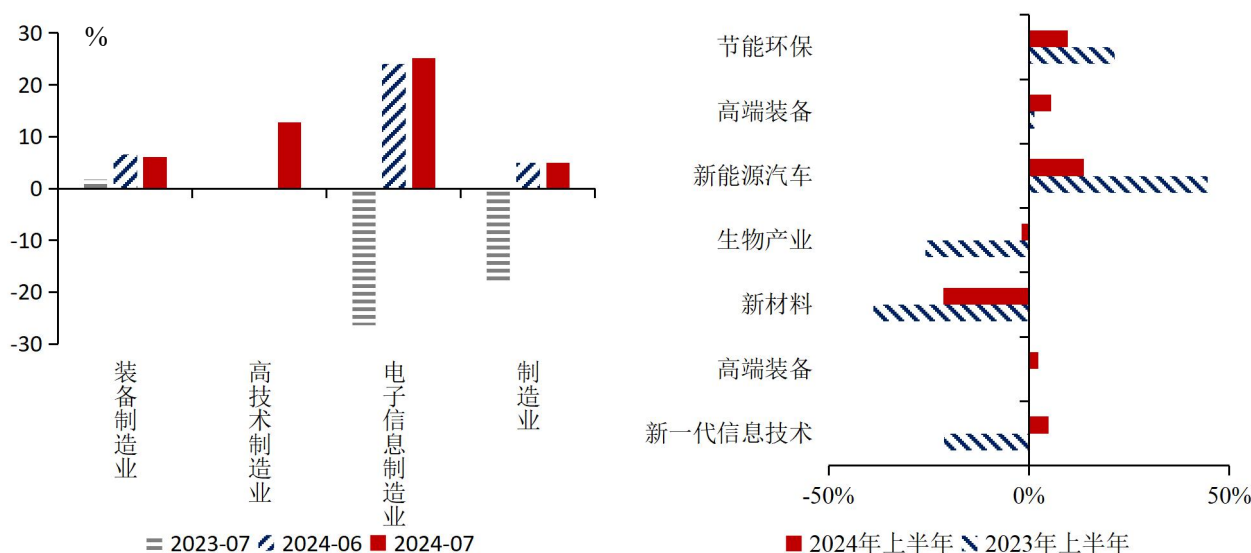
资料来源：Wind，中国银行研究院

第三，新质生产力不断培育壮大，推动新旧动能加速转化。1-8月，规模以上高技术产业增加值同比增长8.9%，较上半年和上年同期分别提高0.2和7.1个百分点。分行业看，1-8月，计算机通信和其他电子设备、铁路船舶航空航天和其他运输设备等高端装备行业增加值分别同比增长13.1%和11.9%，较上年同期分别提高12.2和5.6个百分点。分产品看，7月民用无人机产品、服务机器人、集成电路、工业机器人等高端工业产品产量分别同比增长84.7%、41.6%、26.9%和19.7%。科技创新和产业创新加快融合发展过程中，新质生产力持续迸发。一方面，科技创新水平持续提升，科技成果加速转化为现实生产力。据《中国区域科技创新评价报告2024》³，截至2024年9月，中国综合科技创新水平指数得分为78.4分，比上年提高1.3分；据世界知识产权组织数据，截至2024年8月底，中国城市科技集群占据全球前100名中的26席，较上年增加2席，连续两年在主要经济体中位列第一。据国家税务总局数据，1-7月科技成果转化服务销售收入同比增长26.5%；上半年全国技术合同交易金额同比增长26.6%。另一方面，新兴领域利润增速相对更快。1-7月，装备制造业利润占规模以上

³ 2024年9月8日，中国科学技术发展战略研究院在浦江创新论坛发布。

工业的比重为 35.1%，同比提高 0.8 个百分点；装备制造业、高技术制造业、电子信息制造业利润同比增速均高于制造业平均水平（图 8）。此外，上半年主要战略性新兴产业上市公司盈利水平较上年同期大多有所改善（图 9）。

图 8：新兴制造业利润增速 图 9：战略性新兴产业上市公司归母净利润增速



注：图 8 中 2023 年 7 月、2024 年 6 月高技术制造业利润增速数据未披露。

资料来源：Wind，中国银行研究院

2. 三大挑战

第一，有效需求不足是制约经济增长的主要原因。1-8 月，社会消费品零售总额、固定资产投资增速均为 3.4%，较上半年分别下行 0.3 和 0.5 个百分点。尤其是三季度以来，消费走弱更为明显。一是**服务消费和商品消费从分化转为趋同**。7、8 月，餐饮收入分别同比增长 3%和 3.3%，商品零售分别同比增长 2.7%和 1.9%，二者增速差从年初的 7.9 个百分点收窄至 8 月的 1.4 个百分点。消费者外出就餐意愿降低、对价格更加敏感，越来越多的餐饮品牌加入“降价”阵营。例如，呷哺呷哺套餐均价降幅超 10%，和府捞面价格下调约 30%，麦当劳、肯德基、必胜客等纷纷推出 9.9-19.9 元不等的“穷鬼套餐”。商品消费中，大部分品类消费增长放缓。1-8 月，化妆品、黄金饰品等升级类消费增速分别为-0.5%

和-2.5%，落入负区间；汽车消费下降 2.4%，降幅较上半年扩大 1.3 个百分点；家具、建筑装潢等房地产相关消费增速分别为 1.3%和-2%，分别较上半年下降 1.3 和 0.8 个百分点。二是**社会集团消费明显承压**。按消费主体划分，社会消费品零售总额既包括居民消费也包括社会集团消费，二者各占约一半左右。根据我们测算，2022 年以来社会集团消费增速开始低于居民消费增速，且 2024 年以来社会集团消费增速进一步跌至负区间（图 10）。这主要是由于经济下行压力较大背景下，企业经营困难增大，积极降本增效、压降支出。此外，近年来企业、事业单位等社会集团在公务接待、大型会议等活动方面更趋谨慎，也会影响相关消费支出。三是**一线城市消费走弱幅度更大**。1-7 月，北京、上海、广州、深圳社会消费品零售总额增速分别为-0.8%、-2.8%、-0.3%和 1.2%，明显低于全国的 3.5%（图 11）。这可能是由于一线城市居民购房杠杆率较高且金融市场参与度更高，近年来房价下降、金融市场波动导致的居民财富受损情况更加明显。2022 年，北京、上海、广州、深圳城镇居民可支配收入中财产净收入占比分别为 16.4%、14%、19.6%和 9.3%，均高于全国平均水平 8.7%。与之相比，下沉市场消费活力更强且更有韧性，未来潜力有待进一步挖掘（专题一）。

社会预期悲观是消费疲弱的根源。一是房地产市场持续低迷，居民提前还贷仍在持续。截至 2024 年上半年末，金融机构个人购房贷款余额为 37.79 万亿元，较上年末下降了 3800 亿元，较历史高点（2023 年一季度）下降了 1.15 万亿元（图 12）。二是**金融市场波动较大，导致居民财产性收入增速放缓**。上半年，居民财产净收入仅累计增长 2.1%，明显低于整体居民人均可支配收入增速 5.4%（图 13）。三是**就业压力依然存在，部分领域出现裁员、降薪的现象**。8 月，IBM 宣布将关闭中国研发部门，裁员约 1000 人。北京腾景大数据应用科技研究院数据显示，在失业群体中，2024 年二季度因被裁员而离开工作的占比为 14.9%，较上季度提高了 0.9 个百分点。根据中国证券业协会数据，截至 8 月末，147 家证券公司从业人员共 34.13 万人，较 2024 年年初减少近 1.4 万人。

北京基金业协会的《PE/VC 机构薪酬调研报告》显示，2023 年创投行业整体年薪较上年下降 20%-40%。同时，行业竞争加剧，劳动者工作时长延长。8 月，全国企业员工周平均工作时长为 48.7 小时，处于历史较高水平。消费是经济运行的果而不是因。在经济下行压力增大、收入增长放缓、资产价格下跌等背景下，居民预期转弱，减少支出和消费成为相对理性的选择，而疲弱的消费则将进一步加大经济下行压力，未来要谨防这种收缩性负循环的自我强化。

图 10：居民与社会集团消费增速对比 图 11：一线城市社零增速下滑幅度更大

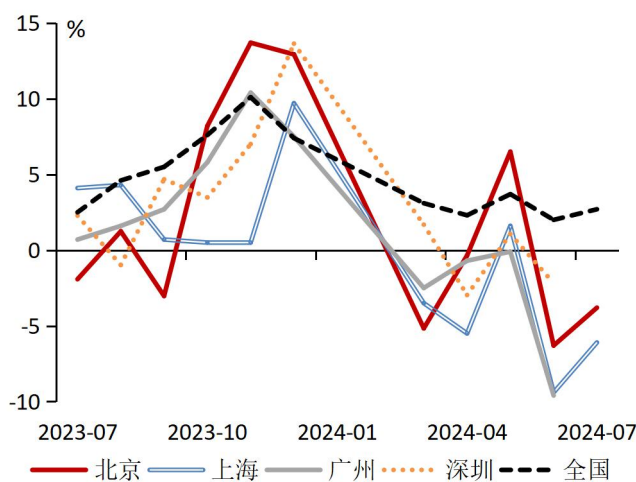
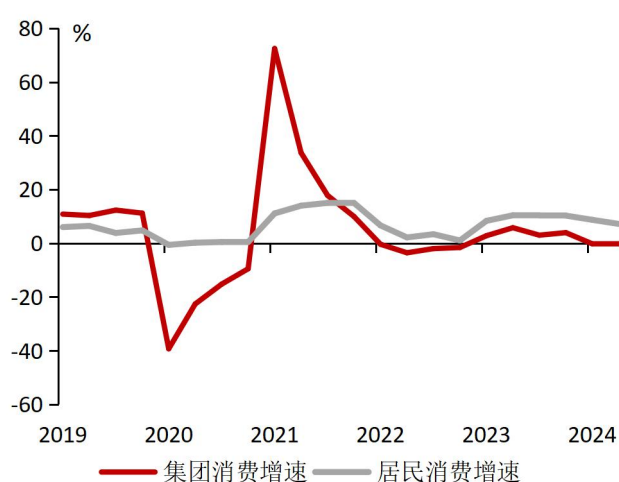


图 12：个人购房贷款余额下降

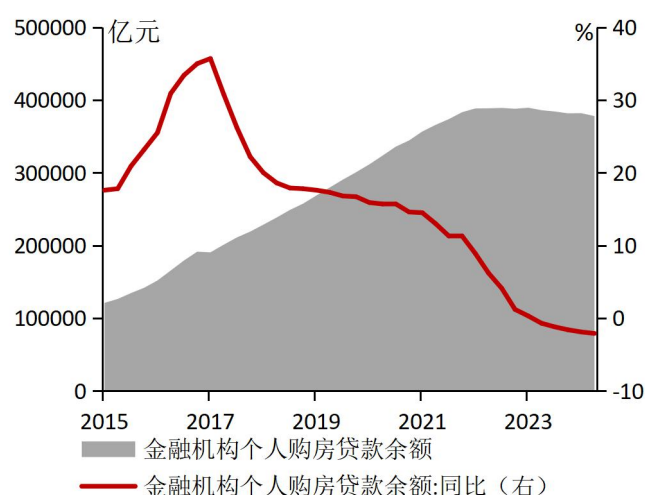
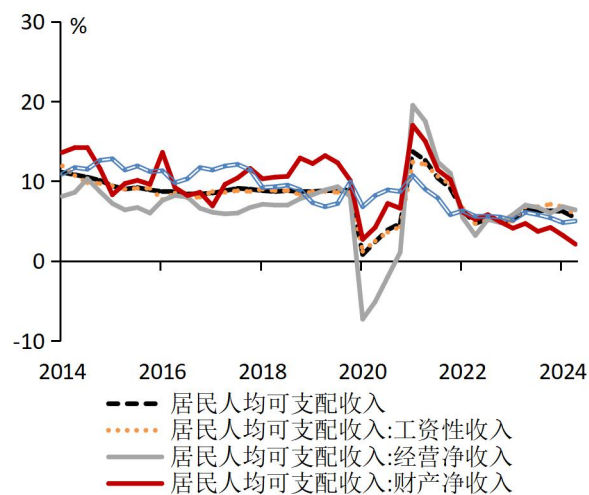


图 13：居民财产净收入增速放缓

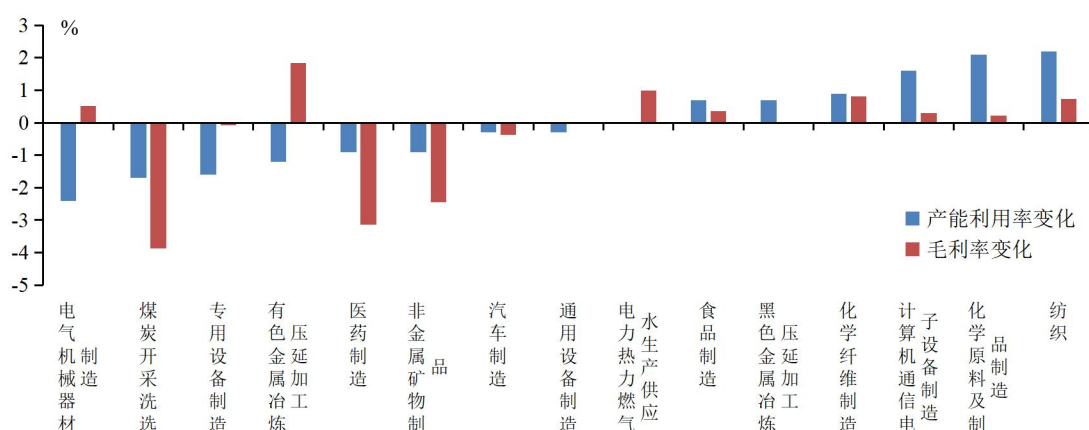


资料来源：Wind，各地统计局，中国银行研究院

第二，内需不足叠加部分行业“内卷式”竞争，工业恢复基础仍不稳固。

三季度以来，工业生产有所放缓。1-8月全国规模以上工业增加值同比增长5.8%，增速较上半年小幅回落0.2个百分点。7月以来，制造业新订单指数和生产指数持续回落，均至年内最低水平；1-8月工业企业产销率同比下降0.7%。部分行业“内卷式”竞争问题持续凸显，供需矛盾有所加剧。2024年上半年，工业产能利用率为74.3%，较2023年末下降0.8个百分点。传统行业中，受房地产调整等宏观周期性、结构性因素影响，非金属矿物制品、医药制造、煤炭开采洗选等行业产能利用率及毛利率较上年同期均出现下行。新兴行业中，受产业投资的“潮涌现象”⁴、各地政府大力度招商引资政策引导等多重因素影响，汽车制造、专用设备制造等也出现产能利用率偏低情况（图14）。汽车方面，据乘联会数据，2024年1-8月国内市场总体降价品牌车型数173个，超过2023年全年（150款车型）；据中国汽车流通协会数据，2024年上半年50.8%的汽车经销商处于亏损状态，占比较2023年末扩大7.3个百分点。光伏方面，出口呈现“价降量增”趋势，2024年上半年，光伏产品（硅片、电池片、组件）出口量同比增长27.7%，但出口总额同比下降约35.4%。

图 14：2024 年二季度主要行业产能利用率和毛利率较上年同期变化情况



资料来源：Wind，中国银行研究院

第三，风险处理与化解难度正在加大。当前，在内需不足、经济下行压力

⁴ 当众多企业同时看好某一个具有前景的新兴产业，容易出现像浪潮般地投向同一类产业项目的情况，引起投资“潮涌现象”。

加大的背景下，房地产、地方债等风险相互交织，风险的处理与化解难度正在加大。**房地产市场延续供需双弱局面。**三季度政策继续加大对房地产市场的支持力度，包括 5 年期以上 LPR 下调 10 个基点、多地尝试房贷“商转公”、积极推动商品房“以旧换新”以及存量房收储等。但目前政策效果有限，难以有效刺激购房需求，房价下跌和市场预期转弱两者螺旋向下的负循环难以打破，房企资金偏紧和风险偏高局面较难改善。一方面，政策起效范围主要体现在一二线城市，并且政策效果的持续性不足。5 月 17 日密集出台的多项房地产重磅政策（以下简称“5.17 新政”）对一二线城市商品房销售的促进作用大于三线城市，政策效果在实施后的第六周达到顶峰，随后逐步减弱（图 15）。另一方面，部分政策落地存在一定难度。例如，“5.17 新政”提出 3000 亿元保障房再贷款后，各地开始推进国企收储工作，但受收购价格撮合难度大，房源在区域、户型等方面存在错配，收储综合成本偏高⁵等因素影响，收储工作总体仍处于探索阶段，推进落地节奏缓慢。人民银行数据显示，截至 2024 年 6 月底，3000 亿元保障性住房再贷款额度仅使用了 121 亿元。**当前房地产市场仍延续供需双弱的低迷局面。**1-8 月，商品房销售面积和销售额降幅小幅收窄，但仍处于深度下跌区间，分别下降 18%和 23.6%。2024 年以来，70 个大中城市新房和二手房价格指数降幅均逐月扩大，8 月分别为-5.7%、-8.6%。销售和预期低迷导致房地产投资和土地市场继续下行。1-8 月，房地产投资累计同比下降 10.2%，在基数下降的背景下降幅较上半年扩大 0.2 个百分点；土地收入累计同比下降 25.4%，降幅较上半年扩大 7.1 个百分点。

需求低迷背景下，房企去库存压力和债务风险依然较大。一方面，收储政策落地节奏偏慢叠加市场销售低迷，房企去库存难度较大。1-8 月，商品房待售面积累计为 7.38 万亿平方米，同比增长 13.9%，虽然较上半年增速（15.2%）

⁵ 人民银行 3000 亿元保障房再贷款支持的最长使用期限不超过 5 年，再贷款年利率为 1.75%，若考虑商业银行贷款利率上浮，再考虑住房改造、运营等成本，实际收储的综合成本偏高。因此，在收储存量房转作保障房的实际操作过程中，需要财政贴息等政策配合才能实现收支平衡。

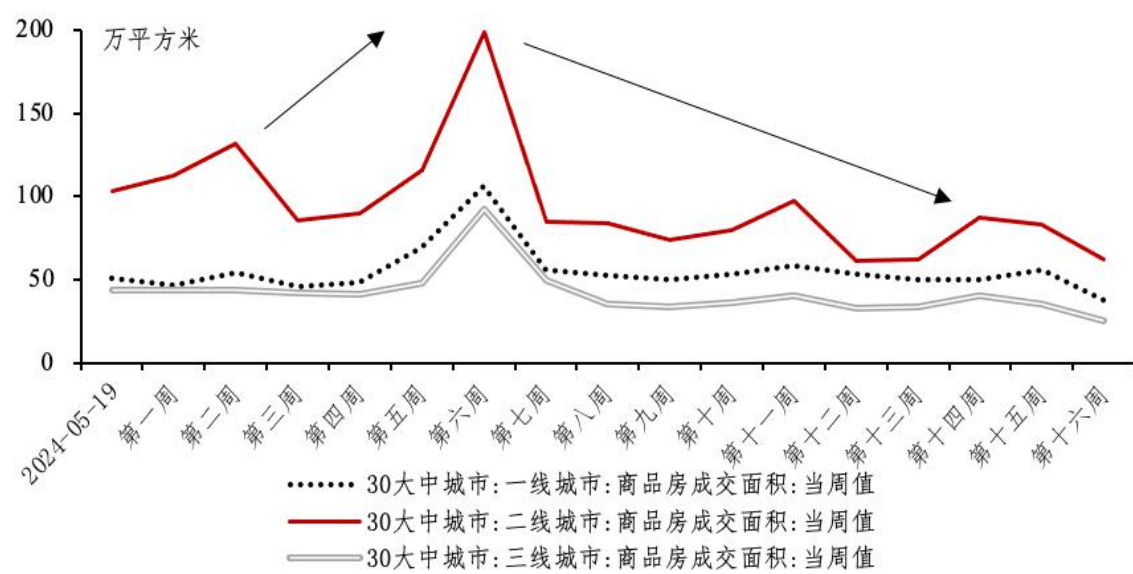
小幅放缓，但仍处于较高水平。另一方面，自源性融资能力不足叠加债券到期余额较高，房企信用风险尚未完全释放。当前白名单机制持续推进，克而瑞数据显示，截止8月21日，商业银行已审批房地产白名单项目5392个，审批通过融资金额近1.4万亿元，但在销售不畅情况下房企自源性融资能力不足，房企资金链依然紧张。截止9月3日，在已发布中期业绩预告或业绩快报的73家涉房企业中，63%的房企预计上半年出现亏损。1-8月，房地产开发资金来源中，个人按揭贷款、定金及预收款累计同比降幅分别为35.8%、30.2%，均明显高于上年末水平。此外，房企债务到期规模较高。中指研究院数据显示，2024年房企到期债券余额高达7873.4亿元，其中海外债占比为34%左右，8月为债券到期高峰，国内外债券到期规模为855亿元，偿债压力依然较大。

要警惕和防止房地产市场风险进一步扩散蔓延。一是警惕房企风险由现金流风险向资产风险传导。当前房企降价压力和库存去化难度较大，带来资产价格下跌以及账面存货贬值。从上市房企财务报表来看，2023年A股上市房企的存货跌价损失超过760亿元，2024年上半年为60.1亿元⁶。资产价格下跌进一步影响抵押品价值，进而带来写字楼、办公、商业等资产变现清偿负债能力的下滑。现金流危机下房企多主动或被动抛售资产，虽短暂缓解房企流动性压力，但核心资产的流失本质上将对房企的持续经营能力带来更大挑战。二是要警惕房地产风险由以房企风险为主逐步向房企、居民等多重风险演变。房价下跌、收入增速放缓等多重因素叠加，房地产居民端风险有所加大，法拍房量涨价跌，成交率走低。克而瑞数据显示，2024年上半年，全国住宅类法拍房挂拍量超20.2万套，同比增长12%；成交率较2023年同期下降7个百分点至17%；平均成交折价率⁷为33%，较上年同期增加3个百分点。分城市来看，三四线等低线城市挂拍量上涨更快，成交率更低，折价率更高（表3）。

⁶ 存货跌价损失计提往往在年末，因此上半年数值相对较小。

⁷ 成交折价率是成交价相比原价的折让比例。

图 15：“5.17 新政”后各线城市商品房销售面积变化情况



资料来源：Wind，中国银行研究院

表 3：部分城市法拍房情况

线级	城市	挂拍套数 (套)	挂拍量同 比 (%)	成交率(%)	平均成交 折价率(%)	占房屋总交易量 比例 (%)
一线	北京	890	14	31	34	0.2
	上海	1110	-63	46	33	0.3
	广州	1407	15	21	36	0.3
	深圳	1414	0	22	31	0.6
一线城市中位数		1258.5	7	26.5	33.5	0.3
二线	重庆	5626	-9	31	39	1.9
	成都	5197	-17	21	36	0.6
	郑州	5178	44	13	32	0.9
	南宁	4411	-1	21	30	3.1
	昆明	3015	17	16	29	-
	福州	2823	63	21	34	2
	武汉	2602	50	23	39	0.7
	长沙	2287	-20	24	28	-
	贵阳	2082	-3	12	28	-
	苏州	1840	64	31	35	1.1
	天津	1778	-17	22	32	0.3
	南京	1767	21	22	36	0.5
	合肥	1728	-34	17	29	0.5
	西安	1468	27	20	28	0.3
	沈阳	1396	-25	21	35	0.4
	杭州	1375	9	42	36	0.8

	海口	1303	75	16	33	-
二线城市中位数		2082	9	21	33	0.7
三四线	秦皇岛	4137	817	3	36	-
	莆田	2921	523	7	33	-
	惠州	2900	46	11	37	0.7
	盐城	2410	13	9	40	-
	洛阳	2265	27	14	27	-
	遵义	2255	15	14	31	-
	资阳	2044	638	6	41	2
	威海	1687	14	13	43	-
	北海	1602	20	14	34	-
	徐州	1567	4	27	37	-
	南通	1536	-12	14	37	-
	阜阳	1520	3	13	29	-
	常州	1516	124	15	38	0.7
	中山	1390	-4	30	31	-
	温州	1371	-18	50	31	1.7
	南充	1314	-15	15	38	-
	柳州	1307	2	26	24	-
三线城市中位数		1602	14	14	36	1.2
全部城市中位数		1747.5	13.5	20.5	34	0.7

资料来源：克而瑞，中国银行研究院

房地产长期深度下行进一步加大财政收支压力。地方政府土地收入降幅快速扩大，1-8月同比下降25.4%，降幅较二季度末扩大7.1个百分点，对财政收入的拖累持续加大。同时，经济下行压力加大情况下，增值税、企业和个人所得税、印花税等大多数税种的税收收入持续下降，1-8月分别同比下降4.9%、5%、5.2%、23.1%，导致全国一般公共预算收入同比下降2.6%。但在逆周期调控力度加大背景下，1-8月一般公共预算支出同比增长1.5%，一般公共预算财政收支缺口达2.61万亿元。分省（市、区）来看，1-7月除上海外，其余地区均入不敷出，超过60%的地区收支缺口较上年同期有所扩大（表4）。在财政压力增大的背景下，基建对经济的托举作用不及预期。尽管三季度基建投资基数小幅下降，政策加快推动专项债发行，但由于项目储备不足、地方政府积极性偏低等原因，专项债发行节奏依然慢于上年同期。截至8月末，全国地方债发

行额与净融资额分别为 5.4 和 2.88 万亿元，与上年同期相比分别下降 14.18%和 21.57%。叠加天气等其他不利因素影响，基建投资增速表现不及预期。

表 4：各省（市、区）一般公共预算财政收支缺口情况（亿元）

地区	2023 年全年			2023 年 1-7 月			2024 年 1-7 月			收支缺口较上 年同期变化
	收入	支出	收支缺口	收入	支出	收支缺口	收入	支出	收支缺口	
四川	5529.1	12731.7	-7202.6	3404.4	7303.3	-3898.9	3467.8	7598	-4130.2	扩大
河南	4512	11062.6	-6550.6	3018	6572	-3554	2841.63	6531.26	-3689.63	扩大
湖南	-	-	-	1991.3	5151.3	-3160	2084.8	5222.4	-3137.6	缩小
河北	4286.1	9605.7	-5319.6	2826.1	5557.3	-2731.2	2847.1	5899.5	-3052.4	扩大
湖北	3692	9296	-5604	2331	5122	-2791	2465.07	5441.81	-2976.74	扩大
安徽	-	-	-	2543.8	5114.3	-2570.5	2544.8	5095.3	-2550.5	缩小
云南	2149.44	6730.34	-4580.9	1293.5	3812.64	-2519.14	1312.33	3826.04	-2513.71	缩小
广西	1783.8	6102.58	-4318.78	1129.79	3457.96	-2328.17	1075.97	3530.29	-2454.32	扩大
黑龙江	1396	5776.7	-4380.7	830.4	3127	-2296.6	852.9	3257	-2404.1	扩大
贵州	2078.25	6202.83	-4124.58	1247.94	3443.34	-2195.4	1259.69	3546.56	-2286.87	扩大
新疆	-	-	-	1283.8	3646.2	-2362.4	1413.42	3625.75	-2212.33	缩小
江西	3059.6	7500.6	-4441	2088.6	4285.3	-2196.7	2065.9	4240.3	-2174.4	缩小
陕西	3437.4	7180.9	-3743.5	2198.84	4151.75	-1952.91	2098.29	4263.03	-2164.74	扩大
广东	13851.3	18510.9	-4659.6	8317.23	10805.28	-2488.05	8208.64	10337.7	-2129.06	缩小
甘肃	1003.5	4518.5	-3515	615.75	2594.2	-1978.45	634.6	2705.2	-2070.6	扩大
山东	7465	12583	-5118	4905	7195	-2290	5102	7098	-1996	缩小
辽宁	2754	6567.3	-3813.3	1749.2	3590.1	-1840.9	1855.9	3695.7	-1839.8	缩小
吉林	1074.84	4406.85	-3332.01	630.34	2288.15	-1657.81	683.4	2410.6	-1727.2	扩大
内蒙古	3083.4	6817.5	-3734.1	2045	3445.4	-1400.4	1878.7	3550.7	-1672	扩大
江苏	9930	15243	-5313	6617.3	8270.8	-1653.5	6703.2	8178	-1474.8	缩小
重庆	2440.7	5304.6	-2863.9	1370.7	2687.7	-1317	1510.7	2894.9	-1384.2	扩大
西藏	236.62	2809.1	-2572.48	137.9	1348.38	-1210.48	164.71	1526.15	-1361.44	扩大
山西	3479.1	6351.2	-2872.1	2207.2	3361	-1153.8	2015.6	3267.2	-1251.6	扩大
青海	381.31	2188.68	-1807.37	219.69	1141.36	-921.67	204.11	1157.59	-953.48	扩大
浙江	8600	12353.1	-3753.1	6347.1	7322.9	-975.8	6244.9	7190.4	-945.5	缩小
北京	6181.1	7971.63	-1790.54	3981.2	4602.7	-621.5	4035.2	4957.7	-922.5	扩大
福建	3591.87	5868.43	-2276.56	2453.21	3286.94	-833.73	2518.75	3343.43	-824.68	缩小
宁夏	502.26	1751.45	-1249.19	305.49	1017.15	-711.66	311.98	1027.2	-715.22	扩大
海南	900.69	2257.33	-1356.63	562.98	1223.86	-660.88	569.19	1250.13	-680.94	扩大
天津	2027.3	3280.5	-1253.2	1280.4	1504.3	-223.9	1345.94	1758.67	-412.73	扩大
上海	8312.5	9638.5	-1326	5550.9	4828.9	722	5600.2	4897.1	703.1	缩小

资料来源：Wind，中国银行研究院

地方债务余额持续上升，还本付息压力增大。一方面，债务到期高峰到来。

截至 2024 年 7 月末，全国地方政府债务余额为 42.8 万亿元，较 2023 年末上升 5.07%。2023-2024 年为地方政府债务到期高峰，年偿还规模均超过 2 万亿元（图 16）。另一方面，存量债务付息压力不断加大。受存量债务规模持续扩大影响，自 2016 年以来，地方债付息压力不断加大，考虑隐性债务问题，实际付息压力更加突出。根据“（地方政府一般公共预算收入+政府性基金收入）/付息金额”来计算地方债利息保障倍数，2024 年 1-7 月，地方债利息保障倍数下降至 12.5 倍，较 2023 年明显下降。根据“付息金额/（地方政府一般公共预算支出+政府性基金支出）”来计算地方政府付息压力，2024 年 1-7 月，地方政府付息压力较 2023 年进一步上升至 4.46%（图 17）。

图 16：地方债到期情况

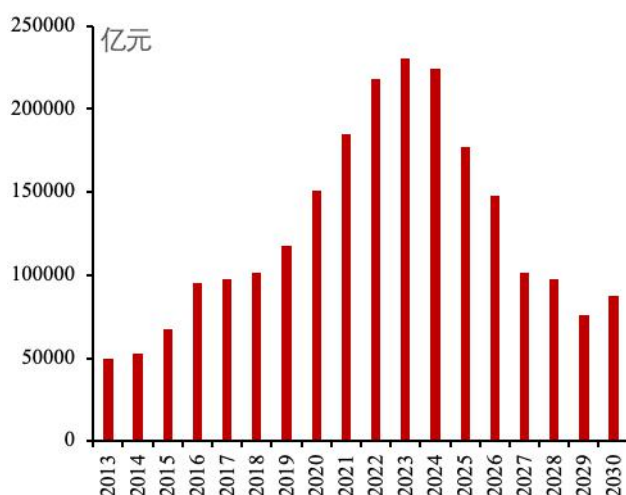
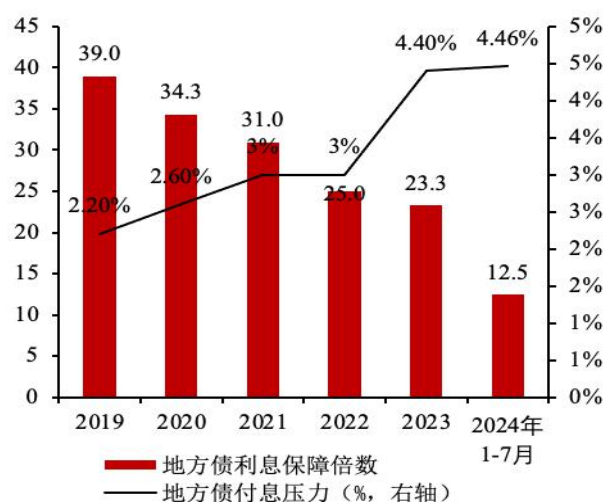


图 17：地方债利息保障倍数和付息压力



资料来源：Wind，中国银行研究院

（二）2024 年四季度经济形势展望

展望四季度，中国经济恢复基础仍有待进一步巩固，未来面临有利因素与不利因素并存的局面。有利因素方面，9 月 24 日政府宣布降准降息、降低存量房贷利率等多项政策，有助于稳增长、稳预期，未来宏观政策还有望进一步加码，新质生产力持续培育，产业结构转型升级态势较好；不利因素方面，全球经济下行压力加大，外部环境变化带来的不利影响或将增多，出口或将承压，

房地产市场调整仍未见拐点，地方财政压力短期难以缓解。内需有效改善对未来经济景气恢复较为关键，但内需改善幅度更多取决于政策力度与效果。分两种情形对四季度及全年 GDP 增速进行预测。若外部环境整体平稳，宏观政策力度加大并且效果较好，内需加快恢复，预计四季度及全年 GDP 分别增长 5.1% 和 5% 左右；若外部风险与冲击加大，稳增长政策效果有限，内需恢复不及预期，预计四季度及全年 GDP 分别增长 4.7% 和 4.8% 左右。

1. 促消费政策推动消费增速企稳，但改善幅度或有限

四季度，消费增速有望企稳。一是随着消费品以旧换新政策进一步加码，预计后续政策效果有望进一步显现。自 3 月份《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》出台以来，家电和通讯器材消费表现有所走强。7 月份，国家发改委、财政部出台《关于加大支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》从资金总量、资金结构与补贴范围三个方面进一步加大对“两新政策”的支持力度；8 月份，商务部等 4 部门印发《关于进一步做好家电以旧换新工作的通知》；北京、湖北、重庆、广东等地方政府也在陆续制定出台相关细化措施，并根据各地实际情况作出差异化安排（表 5）。政策进一步落地显效，将推动家电、汽车等耐用消费品增长。二是服务消费、升级类消费等领域还有较强的增长潜力。随着居民生活水平的提高，以及 90、00 后逐渐成为消费主力，人们对旅行、娱乐等服务消费和升级类消费的积极性较高。例如，8 月份游戏《黑神话：悟空》的爆火既直接推动了游戏销售的增长，也带动了山西文旅出圈。但需要注意的是，消费是个慢变量，疫情后中国居民消费倾向持续低于疫情前水平。2024 年上半年，人均消费支出占人均可支配收入的比重为 65.6%，低于疫情前（2014-2019 年均值为 68.7%）。三是 9 月份央行宣布降低存量房贷利率，将减轻居民还贷压力、释放消费潜力。但考虑到居民信心短期内难以明显改善，叠加房地产市场仍较低迷，将制约未来消费修复进度，预计消费改善幅度有限。若消费品以旧换新等政策效果较好，预计四季度消费同比增长 4.5%

左右，全年增长 3.6%左右；若政策效果持续性不佳，仍延续三季度以来相对低迷的态势，预计四季度消费同比增长 3%左右，全年增长 3.2%左右。

表 5：2024 年中央及部分地方消费品以旧换新政策梳理

时间	机构/地方	文件	具体内容
2024. 8. 25	商务部等 4 部门	《关于进一步做好家电以旧换新工作的通知》	对个人消费者购买 2 级及以上能效或水效标准的冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑热水器、家用灶具、吸油烟机 8 类家电产品给予以旧换新补贴，补贴标准为产品最终销售价格的 15%，对购买 1 级及以上能效或水效的产品，再给予产品最终销售价格 5% 的补贴。每位消费者每类产品可补贴 1 件，每件补贴不超过 2000 元。
2024. 8. 29	北京市	《北京市加力支持设备更新和消费品以旧换新实施方案》	扩大支持范围，老旧电梯更新、适老化改造都纳入其中。转让旧车可获置换补贴，报废旧车并购买新能源乘用车的补贴，从之前的 1 万元提高至 2 万元；购买 2.0 升及以下燃油车的补贴，从 7000 元提高至 1.5 万元。补贴政策实现线上线下全场景覆盖。
2024. 8. 29	广东省	《关于用好超长期特别国债资金加力支持消费品以旧换新的实施方案》	增加对手机和平板、智能穿戴设备产品分别给予销售价格的 10%和 15% 的补贴。加大力度支持个人消费者乘用车置换更新。补贴标准按照购买新车价格分为三档，购车价格为 7 万元（含）至 15 万元（不含）的，购买燃油车补贴为 8000 元/辆；购车价格为 15 万元（含）至 25 万元（不含）的，补贴 1.2 万元/辆；购车价格为 25 万元（含）以上的，补贴 1.5 万元/辆；购买新能源车再增加补贴 1000 元。
2024. 9. 03	上海市	《上海市关于进一步加大力度推进消费品以旧换新工作实施方案》	结合国家的超长期特别国债资金，加上本市安排的配套资金，统筹安排资金超过 40 亿元，明显高于上海市历年安排的促消费补贴资金量。加大汽车产品支持力度，对个人消费者的购买新能源乘用车补贴由 1 万元提高至 2 万元、购买 2.0 升及以下排量燃油乘用车补贴由 7000 元提高至 1.5 万元。以旧换新购买纯电动小客车补贴标准提高至 1.5 万元、燃油乘用车补贴标准提高至 1.2 万元。此外，加大家电产品支持力度，对于冰箱、洗衣机等 8 类家电产品，购买 1 级能效产品按照销售价格的 20% 予以补贴，购买 2 级能效产品按照销售价格的 15% 予以补贴。 适当扩大补贴品类范围。在八类家电之外，对沙发、床垫、橱柜、浴缸、坐便器、扫地机器人、吸尘器、空气净化器 etc 家电、家装、家居和适老化产品，按照销售价格的 15% 予以补贴。
2024. 9. 05	深圳市	《深圳市超长期特别国债资金加力支持消费品以旧换新实施方案》	除了国家明确的 8 类家电产品和全省统一支持的 3 类产品外，深圳新增支持消费级无人机、消费级机器人、3C 服务器、投影仪、智能运动装备、咖啡机等 6 类产品以旧换新。

资料来源：中国银行研究院

2. 政策发力带动基建投资加快增长，制造业投资保持较高增速

一是政策持续推动超长期特别国债及专项债发行落地，带动基建投资增速

加快。按照发行计划，2024 年 1 万亿超长期特别国债将在 11 月中旬前发行完毕。同时，8 月以来，各地专项债发行进度已经明显加快。8 月地方债发行近 1.2 万亿元，较 7 月增加 4887.92 亿元，净融资规模较 7 月增加 6281.68 亿元。截止 9 月 23 日，新增专项债的发行进度约为 76.7%，全年发行计划有望在 10 月底之前全部完成。因此，四季度基建实物工作量形成有望加快。在基数走低的背景下，预计四季度基建投资增速有望加快。

二是设备更新等政策加力提效，制造业投资保持较快增长。一方面，四季度政策将加大力度稳内需，出口也有望保持相对平稳，带动生产加快和工业品价格回升，提高企业盈利水平和投资意愿。另一方面，设备更新改造相关政策支持力度更大、范围更广、方式更优，这将进一步扩大政策惠及面。未来，在需求平稳回升、政策效果持续释放等有利因素支撑下，制造业投资将保持较快增长。

三是风险等多重因素制约下，房地产投资保持低位徘徊。当前房地产库存仍处于历史高位。1-8 月商品房（住宅）待售面积累计同比增速为 21.5%，尽管较二季度高点小幅下降 3 个百分点左右，但仍高于 2023 年水平。四季度，随着全国层面房贷最低首付比例统一至 15%、存量房贷利率下调至新发放房贷利率附近、保障性住房再贷款政策中人民银行出资比例由 60%提高至 100%等一系列政策持续支持下，房地产销售有望出现结构性改善，商品房去库存有望加快。但房地产市场风险短期内化解难度依然较大，不仅对销售恢复形成一定制约，也使得房企拿地开工的意愿和能力受限，房地产投资增速仍将在底部低位徘徊。综合来看，若专项债、超长期特别国债等发行和使用加快显效，设备更新改造政策有效实施，预计全年投资同比增长 3.7%左右；若政策效果有限，预计全年投资同比增长 3.5%左右。

3. 支撑出口增长的积极因素仍存，需关注国际地缘政治因素带来的扰动

展望四季度，外需仍具有一定韧性。三季度以来全球制造业景气度有所回落，欧美等主要经济体增长出现放缓迹象，四季度海外需求或较上半年减弱。但总体来看，支持中国货物贸易增长的积极因素仍存。一是本轮电子信息产业周期尚未出现拐点，电子产业链相关出口仍有较大拉动。国际数据公司（IDC）近期数据显示，新一轮智能手机更换周期已到，上半年中国智能手机出货量超过 1.4 亿台，同比增长 7.7%。二是中国船舶等高端制造业产品出口动能不减。根据全球综合航运业务提供商克拉克森研究统计，2024 年 1-8 月全球新船订单总量为 4020.7 万修正总吨（1454 艘），中国船企的订单量为 2822 万修正总吨（1015 艘），较上年同期增长 53%，市场占有率约为 70%。本轮造船大周期将带动船舶等交通运输设备出口保持活力。但需要关注国际地缘政治因素对中国出口节奏的扰动。未来一段时间，贸易政策不确定性仍将加大。美国、欧盟对华加征关税措施尚在持续，近期加拿大宣布将在 10 月后对中国电动汽车、钢铁、半导体等产品加征关税。国际贸易政策不确定性可能导致出口“抢订单”效应，加剧出口波动性。此外，四季度基数上升，预计出口增速将较三季度有所放缓。分外部环境整体平稳和外部不确定性加大两种情形预测，预计 2024 年四季度出口分别同比增长 5.1%、2% 左右，全年出口分别同比增长 5%、4% 左右。

4. 供给端新动能有望持续释放，内需恢复程度是重要影响变量

工业方面，二十届三中全会强调“健全因地制宜发展新质生产力体制机制”，三季度以来各级政府围绕新质生产力发展继续加码（表 6），推动工业领域新动能持续培育。7 月 30 日中央政治局会议强调，“要强化行业自律，防止‘内卷式’恶性竞争”，政策将引导行业竞争更加有序、规范。同时，8 月 1 日《公平竞争审查条例》正式实施，规定没有法律、行政法规依据或者未经国务院批准，不得给予特定经营者税收优惠，选择性、差异化的财政奖励或者补贴，有望改善新兴产业重复建设和财政资源过度消耗。据不完全统计，目前包括上海在内的 60 个左右的地区，已经清理废止违规出台的税收返还优惠政策。未来，一方

面，新旧动能转换过程中，新兴产业潜在发展空间巨大。彭博社分析预测，如果不计入新能源汽车、锂电池和光伏产品产业，中国高科技产业占 GDP 的比重将从 2018 年的 11% 增至 2026 年的 19%。同时，近年来工业品跨境电商快速发展，也为工业品出海创造了新的空间。2023 年，全球 B2B 电商规模为 23.43 万亿美元，预计 2027 年将达到 37.13 万亿美元，年复合增长率高达 12.2%；据麦肯锡数据，66% 的 B2B 决策者认为数字化营销比传统营销更重要，愿意在线上购买高达 1000 万美元商品的采购决策者增加了 83%。另一方面，内需恢复将成为推动工业增长的重要变量。7 月 30 日中央政治局会议强调要“坚定不移完成全年经济社会发展目标任务”，彰显政策稳增长的决心。四季度宏观政策有望持续发力，地方政府专项债券和超长期特别国债发行使用有望提速，大规模设备更新和消费品以旧换新资金有望加快落地，推动工业供需两端重新平衡。若政策效果较好，需求加快恢复，预计四季度、全年工业增加值分别增长 5.2%、5.5% 左右；若需求恢复不及预期，预计四季度、全年工业增加值分别增长 4.5%、5.3% 左右。

服务业方面，二十届三中全会和 7 月 30 日中央政治局会议围绕短期、中长期如何挖掘内需潜力作出一系列部署，伴随消费信心持续修复，商品和服务供给不断优化，分需求加快恢复、需求恢复不及预期两种情形，预计四季度服务业增加值分别增长 5.1%、4.8% 左右，全年分别增长 4.8%、4.7% 左右。

表 6：三季度以来各级政府加码部署新质生产力发展

时间	部门	文件	主要内容
2024 年 7 月 3 日	国家发展改革委等部门	数据中心绿色低碳发展专项行动计划	数据中心是支撑新质生产力发展的重要基础设施，也是当前中国能源消耗增速较快的领域之一。为推动数据中心绿色低碳发展，加快节能降碳改造和用能设备更新，支撑完成“十四五”能耗强度降低约束性指标，制定本行动计划
2024 年 7 月 12 日	工业和信息化部	关于开展工业和信息化领域北斗规模应用试点城市遴选的通知	按照加快推进北斗规模应用总体要求，加快培育优势企业，持续提升产品水平，大力推广北斗应用，构建良好产业生态，全面助力北斗赋能千行百业。通过试点工作形成一批北斗技术创新引领、北斗产业发展迅速、北斗应用规模可观的试点城市，树立一批可复制推广可规模应用的发展标杆

2024 年 7 月 24 日	财政部、科技部、工业和信息化部、金融监管总局	关于实施支持科技创新专项担保计划的通知	有效发挥国家融资担保基金(简称融担基金)体系引领作用,通过提高对科技创新类中小企业风险分担和补偿力度,增强地方政府性融资担保机构、再担保机构的担保意愿和担保能力,引导银行加大对科技创新类中小企业融资支持力度,撬动更多金融资源投向科技创新领域,为实现高水平科技自立自强、加快形成新质生产力、促进经济高质量发展提供有力支撑
2024 年 7 月 30 日	国家知识产权局	关于全面提升知识产权公共服务效能的指导意见	为深入实施知识产权公共服务普惠工程,促进知识产权公共服务更好服务高水平科技自立自强,为培育发展新质生产力、推动高质量发展提供支撑保障,充分发挥省级知识产权管理部门统筹管理作用,进一步提升知识产权公共服务效能
2024 年 8 月 1 日	国家药监局	关于印发优化创新药临床试验审评审批试点工作方案的通知	持续深化药品审评审批制度改革,提升药品审评审批效能,支持创新药研发,国家药监局决定开展优化创新药临床试验审评审批改革试点
2024 年 8 月 22 日	商务部	关于开展商业技术应用创新中心建设的通知	突出智能化方向,推动人工智能技术与商贸流通、新型消费等深度融合,打造数字生活、智慧商圈、AI 电商等人工智能典型应用场景等。突出数字化方向,推动传统商业线上线下融合发展,商业大数据、商业综合服务平台建设,商业新业态新模式创新等
2024 年 8 月 26 日	工业和信息化部、国家标准化管理委员会	物联网标准体系建设指南(2024 版)	到 2025 年,新制定物联网领域国家标准和行业标准 30 项以上,引导社会团体制定先进团体标准,加强标准宣贯和实施推广,参与制定国际标准 10 项以上,引领物联网产业高质量发展的标准体系加快形成

资料来源：中国银行研究院

5. 居民消费品价格温和回升，工业品价格维持低位

CPI 方面，一是猪肉等主要食品价格将对 CPI 回升形成一定支撑。2024 年前 5 个月，中国能繁母猪存栏量持续下降，农业部统计定点屠宰企业屠宰量同比继续下降（图 18）。按照生猪饲养周期⁸来看，预计猪肉产能去化效果将在 2024 年持续显现。同时，随四季度气温转冷猪肉消费将迎来传统旺季，总体偏紧的市场供需关系将对猪肉价格形成支撑。此外由于上年四季度基数较低，猪肉价格同比仍有望保持上涨。**二是翘尾因素下拉影响减弱，三季度 CPI 翘尾因素平均为-0.27 个百分点，四季度为-0.1 个百分点。**三是四季度居民节假日出行因素减弱，预计服务消费价格和核心 CPI 相对平稳。在需求加快改善和需求不及预期情况下，预计 2024 年四季度 CPI 同比分别上涨 1.4%、1.2%左右，全年 CPI 分别上涨 0.6%、0.5%左右。

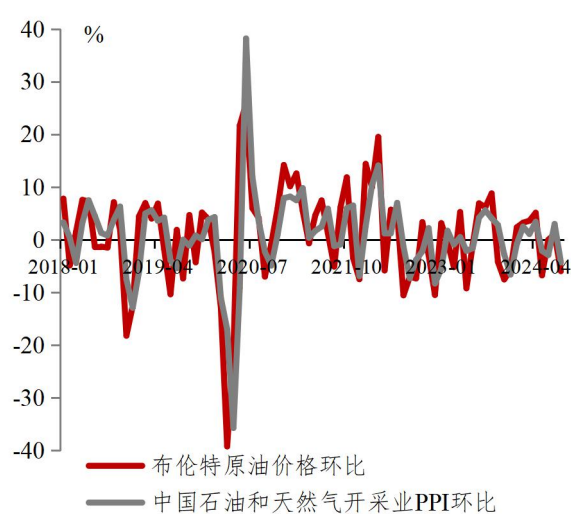
⁸ 根据养殖规律，仔猪养殖的平均饲养周期为 5-6 个月，从能繁母猪受孕到仔猪育肥出栏的周期长度约为 10-12 个月。

PPI 方面，一是国际油价承压或将影响国内石油行业产品价格。需求端，四季度全球石油需求由旺转淡，同时受到对美国经济增长放缓的担忧和电动汽车扩张的影响，国际原油需求增长幅度或将放缓。OPEC 在 8 月月报中将 2024 年全球石油需求增长预期从 6 月的 225 万桶下调 13.5 万桶/日至 211 万桶/日，为自 2023 年 7 月首次发布 2024 年预测以来首次下调。供给端，前期 OPEC+ 计划在四季度视情况逐步解除部分减产计划，而非 OPEC+ 日均产量仍保持增长，全球石油市场供给或将由偏紧逐步转向偏松。由于国际原油价格波动总体领先于国内石油开采等行业产品价格（图 19），预计四季度相关行业产品价格或将承压。二是房地产市场持续低迷将继续制约钢铁、水泥等工业品需求增长，黑色金属及非金属矿物产品价格难有较大起色。三是部分行业“内卷式”竞争延续，装备制造业中锂离子电池、新能源汽车整车制造等价格环比或延续下行态势。此外，在需求持续疲弱、供给好于需求的情况下，工业产能利用率持续偏低，工业产品价格仍将保持低位。在需求加快改善和需求不及预期情况下，预计 2024 年四季度 PPI 分别同比下降 1.4%、2.2% 左右，全年 PPI 分别同比下降 1.8% 和 2% 左右。

图 18：定点屠宰企业屠宰量变化



图 19：国际原油和中国油气行业产品价格



资料来源：Wind，中国银行研究院

二、2024 年三季度金融形势回顾与四季度展望

2024 年三季度，中国金融业继续按照助力经济企稳、加快五篇大文章发力的要求加大支持力度，货币政策调控框架转型加快，“结构性货币政策+政策利率调降+利率调控机制完善”共同发力⁹，央行买卖国债等流动性管理新工具出台。科创、绿色、普惠等领域信贷高位增长，企业融资成本不断下行，更多银行下调存款利率，人民币汇率由贬转升，碳市场交易活力增强。但受外部不利因素依然较多、中国经济景气度下行、楼市底部盘整、居民借贷意愿疲弱等因素影响，货币金融数据有所走弱，股市波动有所加大。未来一段时间，为夯实经济回升基础、助力 5% 经济增速目标实现，需要货币政策加大发力。与此同时，美联储降息背景下，中美利差收窄、人民币汇率反弹升值也为货币政策“以我为主、加大发力”创造了良好条件。但考虑到实体经济融资需求疲弱、市场信心预期不足等问题，主要金融数据明显反弹概率不大。

（一）提质增效叠加数据“挤水分”，货币社融增速将低位运行

2024 年三季度，在淡化数量型指标、增强数据真实性管理等因素影响下，货币社融保持稳定但结构分化。截至 2024 年 8 月末，M2、社融增速分别为 6.3%、8.1%，较二季度末上升 0.1 个百分点和持平。新增社融方面，7-8 月社融累计新增 3.8 万亿元，同比多增 1377 亿元（图 20）。一是贷款明显少增。7-8 月，新增人民币贷款 9603 亿元，同比少增 4143 亿元。一方面，人民银行多次提出引导信贷合理增长、均衡投放，注重信贷资源有增有减，盘活存量金融资源。另一方面，2024 年 6 月审计署提出部分金融机构存在信贷数据不实、偏离服务实体经济定位等问题。监管部门持续加强对信贷数据真实性管理，严把资金投向关，

⁹ 结构性货币政策工具方面：2024 年以来，人民银行先后设立 5000 亿元科技创新和技术改造再贷款、3000 亿元保障性住房再贷款，放宽普惠小微贷款认定标准，扩大碳减排支持工具支持对象；货币政策框架转型方面，人民银行潘功胜行长表示，货币政策框架转型主要表现为三个方面：一是逐步淡化对数量目标的关注；二是以某个短期操作利率为主要政策利率，并配合适度收窄利率走廊的宽度；三是逐步将二级市场国债买卖纳入货币政策工具箱，丰富和完善基础货币投放方式。在此背景下，利率调控方式正在发生变化：一方面，7 天期回购利率成为货币政策主要操作利率，MLF 政策色彩逐渐淡化；另一方面，流动性管理方式发生变化，人民银行自 2024 年 8 月起开展国债买卖等。

带动新增信贷规模放缓。二是债券融资明显多增。7-8月，企业债券净融资4078亿元，同比小幅少增350亿元，但政府债券净融资2.3万亿元，同比大幅多增7143亿元。受专项债发行后置影响，上半年地方政府债券净融资同比少增。但三季度专项债发行明显提速，驱动地方政府债券发行走高，7月份政府债券累计净融资同比增幅实现“由负转正”，8月份进一步扩大。三是股票融资大幅少增。7-8月，非金融企业境内股票融资362亿元，同比少增1460亿元。IPO准入趋严、二级市场疲弱对企业股票融资产生持续性影响，股票融资规模明显下降。四是表外融资同比多增。7-8月，信托贷款增加458亿元，同比多增449亿元，委托贷款、未贴现的银行承兑汇票分别多增266亿元、410亿元。表外融资对实体经济支持作用稳步增强，成为社融突出亮点。

重点领域及薄弱环节信贷增速整体下降，但仍维持中高速增长。截至2024年二季度末，高技术制造业、绿色、普惠小微、涉农贷款余额增速分别为16.5%、28.5%、16.9%、12.1%（图21），高于全部贷款增速（8.8%），但与一季度相比进一步下降10.8、6.6、3.4以及1.4个百分点。贷款增速下行既与实体经济需求有关，也与货币调控和监管引导有关。金融机构继续加大对“五篇大文章”等领域资金支持力度，更多资源向相关领域汇集。

展望四季度，随着宏观政策持续发力，实体经济资金需求或将稳步修复。9月24日人民银行宣布降准0.5个百分点，将释放1万亿元流动性，下调幅度及释放资金规模均为近年新高，这有助于提升金融机构信贷投放能力，有效满足实体经济资金需求，对金融数据带来提振效应。但在货币政策加速转型、推动资金提质增效、严防数据注水等因素影响下，主要金融数据出现明显反弹概率不大。预计四季度金融数据将呈现三方面特征：一是融资总量保持稳定。四季度，随着逆周期调控政策加码，基建、制造业等重点领域投资将稳步扩张，新增配套资金将保持在较高水平，但与上年相比将继续保持少增。考虑到人民银行将出台工具支持股票市场发展，这有利于股票融资修复。二是重点领域及薄

弱环节信贷增速将保持在较高水平。随着货币政策转型速度加快，“稳总量、优结构”的调控思路将愈发凸显，“五篇大文章”等领域将持续作为政策重点支持方向，科创、绿色、普惠等领域信贷增速将维持两位数以上增长，持续快于全部贷款增速。三是债券融资持续提速。债券融资对信贷融资的替代作用将持续强化，地方政府债券发行速度将继续加快，预计债券融资规模将保持较快增长，持续发挥对社融的支持作用。

图 20：新增社会融资规模

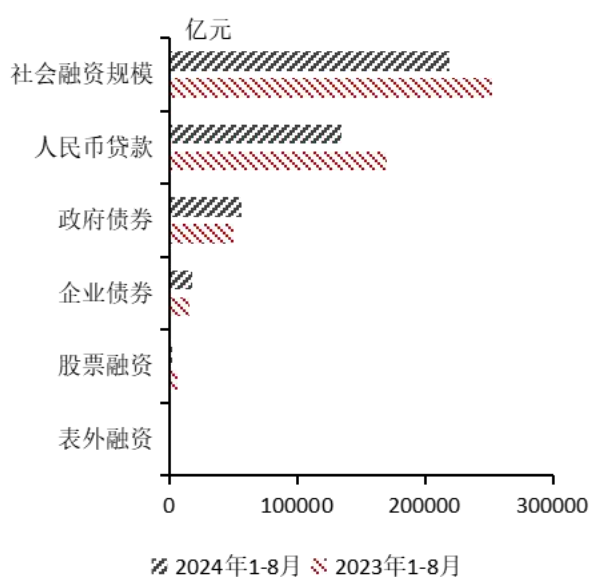
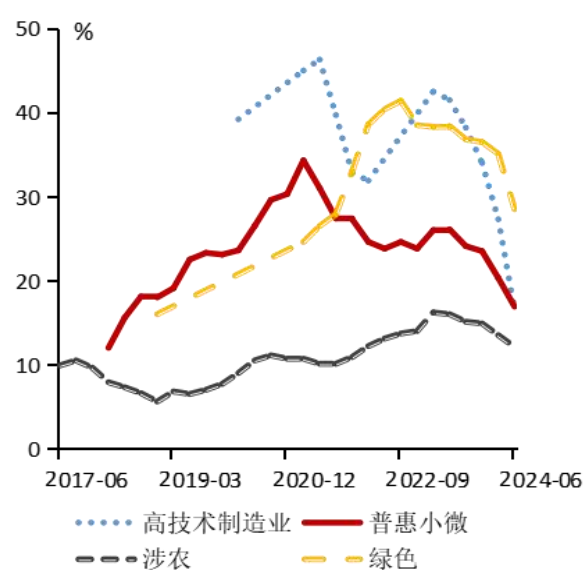


图 21：重点领域贷款余额增速



资料来源：Wind，中国银行研究院

（二）首次降低政策利率，企业融资成本保持低位

三季度，金融市场利率呈现以下几个特征。一是政策利率首次下调，带动金融市场利率普遍下行。7月，7天逆回购利率由1.8%降至1.7%，1年期MLF利率由2.5%降至2.3%，为2024年首次降息（图22）。受政策利率下调牵引，贷款市场报价利率LPR同步降低。银行间同业拆借月度加权利率由年中的1.87%降至8月的1.77%，债券质押式回购月度加权利率由年中的1.89%降至8月1.79%（图23）。9月24日，人民银行宣布将7天逆回购利率由1.7%下调至1.5%。单次0.2个百分点的降息幅度在历史上较为少见，反映了货币政策发力

稳经济的立场和决心。二是货币政策框架出现变化，央行首次开展买卖国债操作调节长短端利率。8月，人民银行公告称，买入短期限国债并卖出长期国债，全月净买入债券面值为1000亿元，这是在7月宣布“借入卖出国债”后首次开展买卖国债操作。“买短卖长”且为净买入的操作，一方面优化了国债长短端收益率曲线，维持合理的期限利差和长端利率水平，以避免市场过度投机和潜在的金融风险积累。另一方面，净买入国债实际上向市场投放了基础货币，增加了释放流动性的手段，反映货币政策框架的进一步演进，逐步淡化MLF（中期借贷便利）的货币投放作用。三是存款利率继续下调。六大国有银行7月25日主动调整存款挂牌利率，例如1年期定期存款利率由此前的1.45%降至1.35%。这是2024年大行首次集中调降挂牌利率，也是2022年存款利率市场化调整机制建立以来的第五次，在净息差降至历史低位情况有助于银行节省负债成本。

预计四季度利率水平将继续稳中有降。一是银行存款利率或将继续下调。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。9月24日，人民银行宣布在本次调降政策利率的同时，将引导存款利率同步下调。预计下一步存款利率将下调0.2-0.25个百分点。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。二是企业融资成本有望继续下降。9月降息后，预计贷款市场报价利率LPR将随之下调0.2-0.25个百分点，带动企业贷款加权平均利率等继续下降。三是存量房贷利率将下调。人民银行9月宣布将引导商业银行将存量房贷利率降至新发放房贷利率附近。预计下一步存量房贷利率平均降幅将在0.5个百分点左右。四是净息差仍有下行压力。当前净息差出现企稳苗头，对稳定净息差将起到积极作用。未来，如实体经济融资需求未能出现明显反弹，净息差仍面临较大下降压力。

图 22：主要政策利率走势

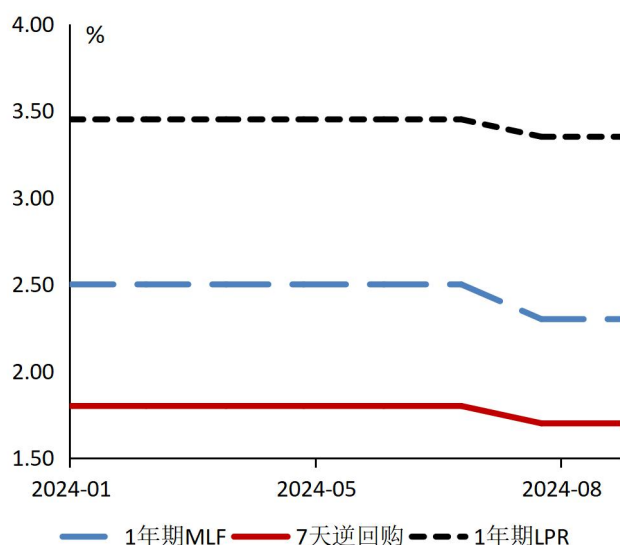
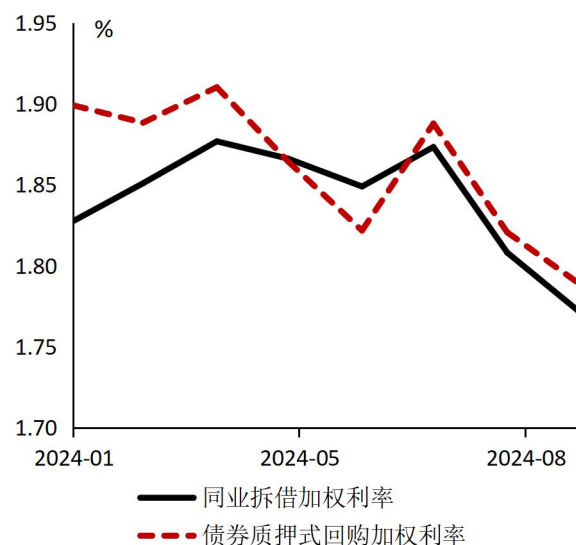


图 23：货币市场利率情况



资料来源：Wind，中国银行研究院

专栏 1：关注存款利率下调的连锁反应

2024年7月底以来，随着央行启动新一轮降息政策，更多银行下调存款利率，呈现以下特点：一是各类机构存款利率普降。继7月25日国有大行率先降息之后，7月29日更多全国股份制银行跟进。8月以来，上海银行、苏州银行、杭州银行、徽商银行等更多地方性中小银行下调存款利率，目前存款利率下调已呈普遍态势。二是具有非对称，中长期存款利率降幅更大。目前，多数银行将一年期及以下整存整取的定期存款利率下调幅度定为0.1个百分点，两年、三年定期存款下调幅度普遍在0.2个百分点，长端利率下调幅度更大。降息后，18家银行（国有大行和全国股份制银行）三年期存款利率普遍在2%以下，仅有个别银行三年期存款利率在2%以上。三是存款利率降幅大于贷款端降幅。根据7月央行降息安排，1年期和5年期以上LPR双双下降10个基点，低于银行中长期存款利率20个基点的降幅。这是本轮存款利率调降与前几次存款利率下调最大的不同。

存款利率下调既是商业银行应对净息差收窄的必然要求，也是存款利率市场化调整机制有效发挥的体现。本次存款利率下调有助于缓解银行存款定期化、长期化带来的负债成本压力，降低银行的资金成本，进而为银行扩大信贷投放力度、加大实体经济支持创造良好条件，从而更好服务实体经济。从最新数据看，2024年二季度，商业银行净息差为1.54%，相比一季度持平，净息差收窄压力依然较大。

存款利率下调必然会对居民储蓄投资行为产生长期连锁反应。一方面，部分存款可能向中小金融机构搬家。当前，个别中小银行三年期存款利率仍有“3”左右产品。但考虑到便捷性、稳定性等因素，这部分存款转移规模并不会太大。另一方面，部分存款也可能向理财市场分流，资管行业发展面临新变局。2024年6月末，银行理财子规模为28.52万亿元，相比2023年末增长6.42%。随着更多银行加入存款利率下调大军，预计2024年下半年，理财规模有望继续较快增长。在利率下行、股市波动加大、债市高位运行等因素影响下，如何把握居民储蓄投资行为的新变化成为资管行业新课题，需要在助力居民财富保值增值的同时更好地服务实体经济发展。

（三）A 股继续触底震荡，部分板块有望表现亮眼

A 股年初经历了深度 V 型走势以来，维持了近三月的震荡上修趋势，于 5 月 20 日冲至目前年内最高 3171.15 点；随后维持震荡调整，截至 9 月 20 日，上证综指收于 2736.81 点，较二季度末下降 7.7%。目前，市场流动性水平下降，成交额和成交量不断下探（图 24），截至 9 月 20 日，三季度日均交易额仅为 4133.54 亿元，较二季度下降 27.8%。A 股上市公司上半年营业收入同比下降 0.58%，归母净利润同比下降 3.27%，其中，科创板归母净利润同比跌幅最大（-25.06%）（图 25），运输、半导体、公用事业等行业表现较为亮眼。日本央行超预期加息在单日内造成了国际股市的剧烈波动，对中国 A 股形成了外溢影响。同时，美国大选形势出现反复，增加了国际政经格局的不确定性。

展望四季度，党的二十届三中全会以后，一系列政策措施将密集释放，上市公司盈利能力有望提高等利多因素，A 股将在震荡中修复，生物医药、消费电子行业及优势的中高端制造业可能有较为亮眼的表现。但是，美国大选形势、宏观经济波浪式复苏等因素会给 A 股带来不确定性。

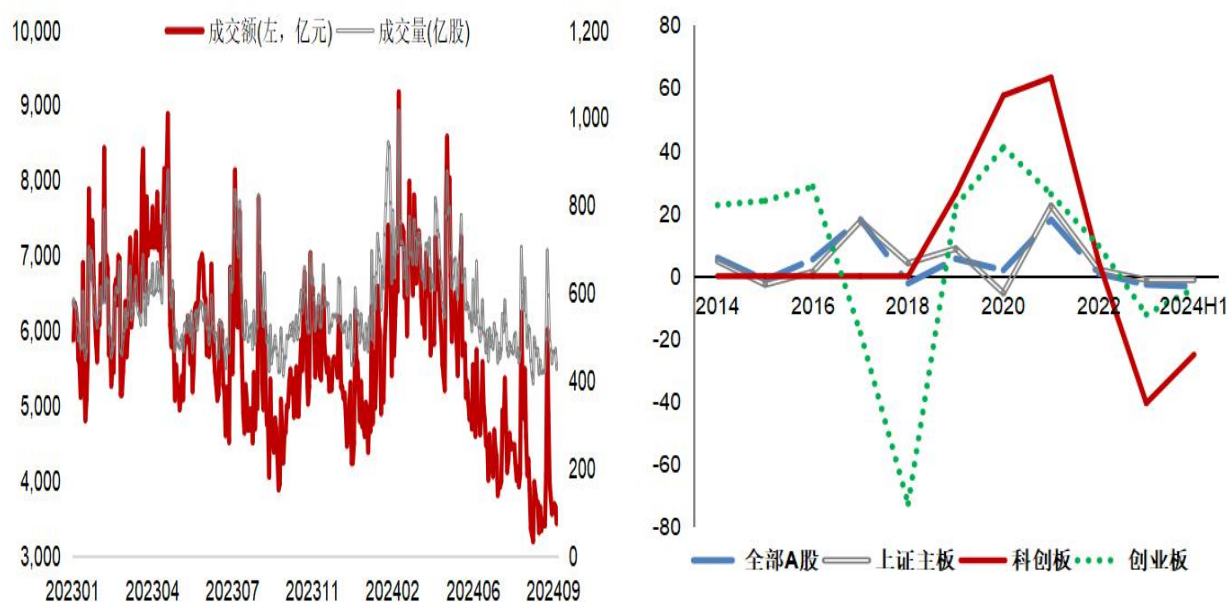
一是生物医疗行业有望表现亮眼。生物医药板块目前已处于超跌状态，截至 2024 年 9 月 20 日，A 股医药指数同比下跌 24.5%，年内跌幅超过 27.1%。此外，近期猴痘疫情刺激了全球对疫苗等医疗物资的大量需求。联合国儿基会已发布猴痘疫苗紧急招标，采购协议涉及多达 1200 万剂疫苗，中国相关企业在检测、疫苗等多个领域具有生产能力，未来可能有较好的盈利预期。同时，在创新药领域，国内大量创新药已结束研发周期，正处于商业化放量阶段，2024 年上半年创新药公司营收同比增加 96.27%，相关企业未来可能延续良好表现。

二是消费电子及相关领域值得期待。9 月华为、苹果分别发布 Iphone16 和 Mate XT 新机，手机更换潮已蓄势待发。数据显示，目前苹果新机备货量超 8000 万部，预计 2025 年全球将实现 2.25 亿部的销量，多家 A 股上市公司是苹果的

重要供货商，产品涉及电池、主板、面板等消费电子上游产品。华为多款手机保持了强劲销量，2024年华为在中国市场份额占比达到17.5%，成为中国智能手机出货第一名，加之新机发布的催化，华为及其相关供应商未来将有望延续良好盈利预期。此外，年末将迎来节日消费高峰，可能进一步刺激手机、家电等多种电子产品消费，带动人工智能、半导体等行业企业的盈利，利好相关板块。

三是中高端制造业支撑外贸竞争力。2024年前8个月，中国进出口总值28.34万亿人民币，同比增长3.7%。值得关注的是，中高端产品出口尤其强劲，机电产品出口金额9.58万亿人民币，同比增长6.5%，其中，自动数据处理设备及其零部件出口金额9345.33亿人民币，增长9.1%；集成电路出口金额7299.64亿美元，同比增长22%。从区域看，长三角前七月进出口总值占全国36.7%，再创历史新高，民营企业成为重要贡献。

图 24：A 股成交额和成交量变化 图 25：A 股各板块归母净利润同比变化



资料来源：Wind，中国银行研究院

专栏 2：低利率环境下资管市场谋变

2024 年以，受利率下行、股市波动加大、债市高位运行等多重因素影响，资管行业发展迎来新变局。一是银行理财规模有所修复。在经历 2022 年的“破净”烦恼之后，2023 年银行理财发展产品规模 and 市场份额均有所下滑，但 2024 年以来，这一状况有所改变。截至 2024 年 6 月末，银行理财规模达到 28.53 万亿元，较上年末增长了 6.4%，改变了 2023 年规模增速下滑局面。这主要是由于存款利率下降、股市波动加大背景下，银行理财投资更具有性价比。二是公募资金逆市增长，稳座资管行业头把交椅。近年来权益市场较为低迷，公募基金的资管规模却屡屡实现逆势增长，在 2023 年超过银行理财规模成为行业龙头。2024 年，这一趋势延续。6 月末，公募基金资管达到 31 万亿元，无论是增速（相比上年末增长 12.6%）还是绝对规模均继续超过银行理财产品。三是资管行业资产配置策略发生改变，固定收益类产品配置占比较多，权益类产品配置相对较少。2024 年 6 月，固定收益类产品存续规模为 27.63 万亿元，占全部理财产品存续规模的比例达 96.88%，较上年同期增加 1.73 个百分点，这主要与 2024 年以来债市延续牛市行情有关。

未来，资管行业面临新机遇、新挑战。一方面，随着中国经济的继续企稳回升、新质生产力的加快培育，科创、绿色等领域结构性投资机会增多，一些“强出口”行业和高股息也有望表现亮眼，这为增加权益类资产投资提供了新机遇。另一方面，在利率下行背景下，银行寻找安全且收益稳定资产的难度持续加大。特别是在禁止“手工补息”背景下，现金类、存款类产品资产配置机会趋于下降。为此，银行类理财机构要强化产品创新，加强行业研究，助力居民财富保值增值。

（四）国债收益率波动下行，利率债发行有望提速

2024 年三季度，债券市场运行特点主要有：一是国债收益率波动下行。受央行借入国债操作等影响，10 年期国债收益率在 7 月初和 8 月初等个别时段大幅上扬，但在流动性总体宽松、超预期降息等因素影响下，10 年期国债收益率波动下行。截至 9 月 20 日，10 年期国债收益率降至 2.0429%。二是主要券种发行仍以增长为主。截至 9 月 20 日，债券共计发行 19.11 万亿元，同比增长 16.39%。其中，国债、地方政府债、同业存单、金融债分别发行 3.60 万亿元、2.46 万亿元、6.55 万亿元、2.59 万亿元，分别同比增长 33.83%、3.27%、19.30%、12.89%；公司债发行 0.97 万亿元，同比下降 2.63%（图 26）。三是期限利差和信用利差均小幅走阔。截至 9 月 20 日，国债期限利差（10 年期-1 年期国债收益率）为 0.67%，较二季度末上行 1 个基点；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）为 1.59%，较二季度末上行 12 个基点（图 27）。四是信用风险继续收敛，违约主体有所分化。截至 9 月 20 日，14

只债券出现实质违约，金额共计 59.02 亿元，违约金额少于上年同期的 65.73 亿元。三季度，两只由地方国有企业发行的债券实质违约，均属于建筑与工程行业。

展望四季度，债券市场有望平稳运行：**一是国债收益率将低位震荡。**在当前经济环境下，央行将坚持支持性的货币政策立场，随着下半年国债等相关利率债供给增加，供求关系会发生变化，国债收益率下行空间有限，或保持低位震荡。**二是主要券种发行将保持平稳增长。**四季度，积极的财政政策不断将发力，货币政策也将积极配合财政政策保持灵活性，预计国债、地方政府债、金融债等券种发行将保持平稳增长。**三是期限利差和信用利差均有望收窄。**在流动性合理充裕带动下，短期国债收益率将适当下行，随长端利率平稳波动，期限利差或将小幅收窄。2024 年以来，中央多次强调“防范化解地方政府债务风险”“加快地方融资平台改革转型”，随着信用风险持续收敛，信用利差有望收窄。**四是仍需关注重点领域债券违约。**短期来看，房地产尚未企稳，建筑与工程行业受行业周期性波动与市场供需变化影响，相关领域债券违约风险仍需密切关注。

图 26：债券发行规模

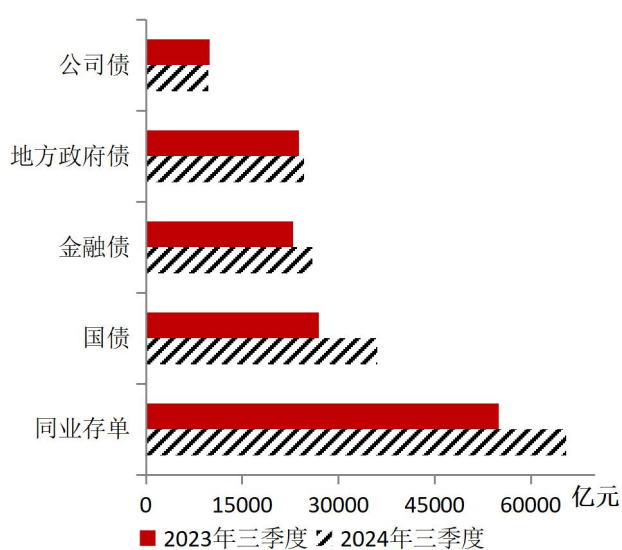
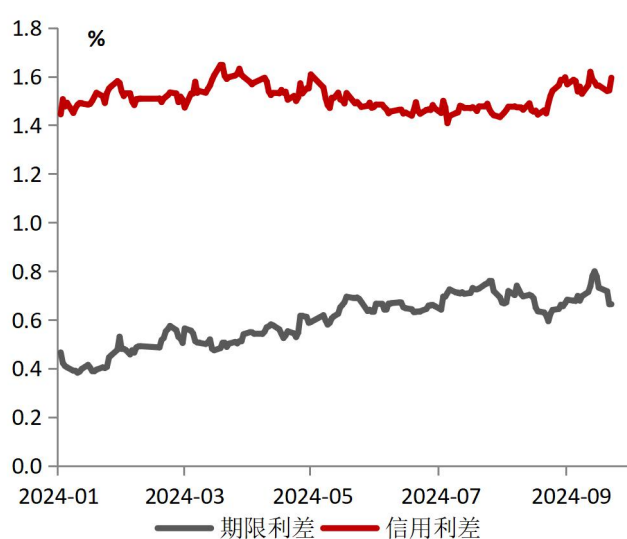


图 27：利差变动



资料来源：Wind，中国银行研究院

（五）人民币汇率反弹，贬值压力将逐步缓解

2024 年前三季度，人民币率先贬值后升值（图 28），整体呈现在合理区间内双向波动态势。尤其第三季度，随着发达经济体政策外溢影响减弱，中国宏观政策实施力度加大，人民币即期汇率步入升值通道。截至 9 月 20 日，人民币对美元即期汇率为 7.0552，较 6 月末升值 2.9%。外部因素来看，美联储以 50 个基点的降息节奏启动宽松周期，美元指数显著回落，由 6 月末的 106 点走低至 9 月下旬的 100 点左右。中美利差倒挂持续收窄，短期资本滞留美国市场的动力持续减弱。中美 10 年期国债利差已由 6 月末的 215 个 BPs 收窄至 9 月下旬的 168 个 BPs 左右。此外，由于美国非农就业等经济数据表现不佳，叠加美国史上持续时间最长的 2 年期-10 年期美债收益率曲线反常倒挂结束，市场对美国经济衰退的担忧上升。9 月美股纳指走跌，VIX 指数走高，国际资本寻求避险资产的情绪加速升温，跨境资金持续流入。7 月外资净增持中国境内债券 200 亿美元，环比增长 1.4 倍。内部因素来看，近期国内利好政策不断出台，经济基本面表现良好，对人民币汇率稳定形成重要支撑作用。8 月中国外汇储备规模再呈现稳中有升，环比增加 318 亿美元，已连续数月保持在 3.2 万亿美元以上，充裕的外汇储备规模是人民币汇率稳定的坚实基础。尤其贸易进出口数据好于预期，贸易顺差持续扩大，推动人民币汇率走升。据海关总署数据，8 月中国货物出口增长 8.7%，贸易顺差增至 910.2 亿美元，创年内新高。

展望四季度，人民币汇率将保持双向波动、稳中有升态势。随着发达经济体政策外溢影响的消退，国内货币政策操作空间将进一步释放，更好支持内需复苏和风险化解，为经济基本面向好和人民币汇率稳定奠定基调。目前中国企业仍有大量贸易顺差尚未结汇，市场对外汇头寸集中兑现推动人民币汇率升值存在预期。9 月人民币即期询价成交月均值达到 400 亿美元左右，较上半年均值 324.56 亿美元增加 23%，反映人民币汇率升值预期明显走高。同时人民币金融资产保值属性良好、汇率稳定性佳，外资认为人民币汇率处于低估值区间，

将持续增配人民币债券等金融资产。不仅如此，当前中国鼓励优质外资进入中国市场的政策导向明确，已全面取消制造业外资准入限制、拟允许外商独资医院在华设立等，未来将有更多外资长期资本来华兴业展业，对吸引国际资本回流中国市场起到支持作用。7月人民币在全球支付中的份额升至4.74%，再创历史新高，反映全球跨境支付场景对人民币的使用需求在稳步走高（图29）。仍需对不确定性因素保持警惕，例如美国将对华征收更高贸易关税，影响中国外贸出口顺差格局，进而对人民币汇率带来影响。

图 28：人民币汇率与美元指数

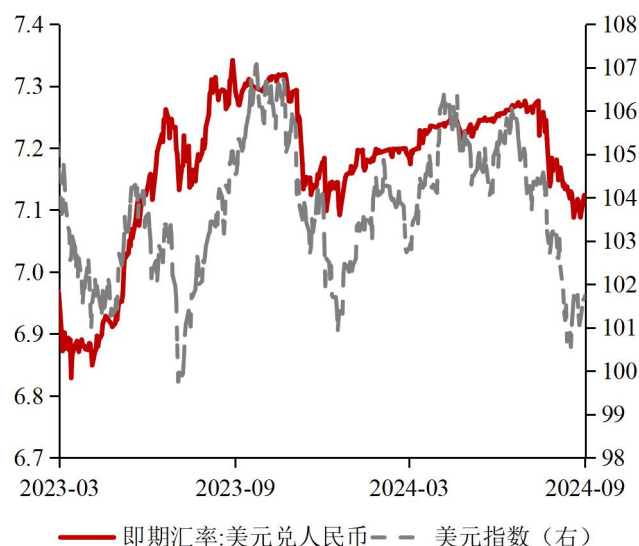


图 29：人民币全球支付份额创新高



资料来源：Wind，中国银行研究院

（六）绿色贷款增速有所回落，碳市场交易活力增强

绿色金融发展呈现以下几个特点。一是绿色贷款同比新增余额为历史同期最多。中国人民银行发布最新数据显示，2024年二季度中国绿色贷款余额达到34.76万亿元，同比增长28.5%，较上年同期新增超过7.7万亿元，超过往年同期新增额。二是绿色债券存量保持平稳。截至8月底，中债口径下绿色债券存量余额约1.92万亿元，与年初基本相当。2024年以来，监管部门和市场机构在绿色债券认证审核、信息披露、后续运营管理等方面持续提升标准，绿债新发

行数量有所下降，但在风险控制、确保绿色属性等方面不断健全。从发行主体看，存量绿债中约六成由地方政府发行，近三成由商业银行发行，比例与年初相比变化不大。三是**全国碳市场活力逐渐增强，碳价稳步升高**。全国碳市场已启动并平稳运行三年。随着制度框架、基础设施支持体系等逐步完善，碳市场交易逐步升温。2024年1-8月，碳市场累计成交量超过3100万吨，较上年同期大幅增长约46%。截至8月底，碳价达到90元/吨左右，而上年同期则不超过70元/吨。

展望四季度，一是**绿色贷款仍将保持较快增长速度**。当前绿色贷款余额已达较大规模，难以继续像过去两年保持同比40%左右的高速增长，但预计在持续夯实贷款质量情况下，增速仍将明显超过全部贷款平均增速。二是**绿色债券新发行量有所下降**。前三季度，绿色债券新发行量不及上年同期，四季度或难以出现大幅反弹。三是**全国碳市场扩围在即**。2024年政府工作报告明确提出将扩大全国碳市场行业覆盖范围。9月，生态环境部就碳市场扩围的具体安排公开征求意见。预计水泥、钢铁、电解铝行业将于2024年内纳入全国碳市场。这是全国碳市场启动后的首轮扩容，预计届时覆盖排放量占全国总量的比例将达到约60%。水泥、钢铁、电解铝是欧盟碳边境调节机制（CBAM）覆盖的重点领域。中国碳市场纳入这三大行业，将有助于帮助国内相关出口企业部分对冲欧盟CBAM机制的冲击。

表 7：2024 年中国经济金融主要指标及预测（%）

指 标	2022 (R)	2023 (R)	2024 (F)						
			Q1 (R)	Q2 (R)	Q3 (E)	Q4 (F)		全年 (F)	
						乐观	一般	乐观	一般
GDP	3.0	5.2	5.3	4.7	4.8	5.1	4.7	5.0	4.8
规模以上工业增加值	3.6	4.6	6.1	5.9	4.8	5.2	4.5	5.5	5.3
服务业增加值	2.3	5.3	5.0	4.2	4.8	5.1	4.8	4.8	4.7
固定资产投资额（累计）	5.1	3.0	4.5	3.9	3.4	3.7	3.5	3.7	3.5
房地产开发投资额（累计）	-10	-9.6	-9.5	-10.1	-10.2	-9.9	-10.0	-9.9	-10.1
消费品零售总额	-0.2	7.2	4.7	2.7	2.6	4.5	3.0	3.6	3.2
出口(美元计价)	6.3	-4.7	1.2	5.7	7.4	5.1	2.0	5.0	4.0
进口(美元计价)	0.9	-5.5	1.6	2.5	2.7	2.0	0.5	2.2	1.8
居民消费价格指数（CPI）	2.0	0.2	0.0	0.3	0.7	1.4	1.2	0.6	0.5
工业品出厂价格指数（PPI）	4.1	-3.0	-2.7	-1.6	-1.6	-1.4	-2.2	-1.8	-2.0
广义货币（M2，期末）	11.8	9.7	8.3	6.2	6.3	7.0	6.5	7.0	6.5
社会融资规模（存量，期末）	9.6	9.5	8.7	8.1	8.3	8.8	8.5	8.8	8.5
1 年期 MLF（期末）	2.75	2.5	2.50	2.50	2.00	2.00	1.90	2.00	1.90
1 年期 LPR（期末）	3.65	3.45	3.45	3.45	3.35	3.15	3.10	3.15	3.10
人民币兑美元即期汇率（期末）	6.95	7.09	7.22	7.27	7.05	6.90	7.00	6.90	7.00

注：根据稳增长政策效果及需求恢复情况的不同进行了两种情形预测，一种为需求加快恢复的乐观情形，另一种为需求不及预期的一般情形。

资料来源：中国银行研究院

三、宏观政策建议

当前宏观政策的重点更多偏向供给端，而需求端政策相对不足。但事实上，当前中国经济面临的最大问题是有效需求不足。未来推动经济景气回升，需要逆周期政策更加有针对性，政策重点需要从供给端为主转向供需并重，要坚持发展是硬道理，提升宏观政策的专业性、系统性，加强各项政策的协同配合。更重要地，还需要相关改革政策跟进，推动二十届三中全会改革举措落地落实，处理好政府与市场的关系，激发经济内生增长活力，持续提振市场预期和信心，

推动经济进入“经济景气回升-就业和收入增加-内需稳步提升-预期和信心改善”的正向循环。

（一）财政政策进一步加力，在稳增长防风险中发挥更大作用

加大财政支持力度，托底经济增长。二季度以来经济下行压力持续加大，为实现全年增长目标，必须进一步加大财政发力的力度和速度。一是研究追加赤字、增发国债等手段，加大财政逆周期调节力度，重点支持提前储备的“十五五”规划重大项目等领域。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，适当加大支出型财政政策力度。推动支出型财政政策从重投资转向投资消费并重，通过加大对医疗、教育、养老等民生领域的财政投入解决居民后顾之忧，降低预防性储蓄，提高边际消费倾向。

发挥财政和金融合力，加大地方债务风险防范化解力度。一是统筹好经济发展与防范化解地方债务风险之间的关系。拥有合理规模、结构和效率的地方债务有助于推动经济增长，要在发展中化债而非简单压降地方债务规模，避免化债导致地方政府积极性下降，加大经济下行压力。二是全面梳理地方政府所持有的国有资产资源，包括资产资源的权属、运营情况、公允价值等，以市场化原则为导向，通过资产出售、股权合作、兼并重组、资产租赁、招商运营、资产证券化等方式，积极盘活政府持有的股权、土地使用权、经营性国有资产权益等资源资产，拓展收入来源。三是发挥财政和金融合力，共同防范化解地方债务风险。一方面，加大对债务压力较大地方政府的流动性支持。可考虑使用人民银行应急流动性金融工具、政策性银行中长期贷款、特殊再融资债券、化债应急资金池以及债务风险化解基金等金融工具，为债务负担较重的地方政府注入流动性，缓解当前地方债集中到期压力。另一方面，加大风险化解力度。推动建立地方政府与金融机构协商机制，加快对还本付息压力较大的地区进行债务展期或者置换。鼓励资产管理公司采取债务置换、债权收购、债转股、资

产证券化等方式参与地方债务风险化解。

（二）金融政策同步做好数量管理和利率调控，更好服务实体经济

维持流动性合理充裕，引导资金总量合理增长。一方面，四季度国债、地方债等发行规模仍将继续放量，需要保持合理的流动性供给，稳定债券发行成本。另一方面，与政府支出相配套的项目储备需要相应的信贷投入，托底经济发展的重要产业也需要大量的资金支持。为此，应综合运用各类货币政策工具确保流动性合理充裕，确保货币市场流动性供求稳定，引导主要利率品种平稳运行。坚持信贷均衡合理投放，有效平滑信贷投放节奏，持续加强信贷投向考核，确保资金流向的真实性。

优化资金结构，持续推动“五篇大文章”等领域发展。优化结构性货币政策工具使用模式，在综合测算重点领域资金需求基础上，动态调整各类工具规模，增强结构性货币政策工具与政策利率的联动性，提升对金融机构的吸引力。优化完善信贷考核机制，探索在资本充足率、不良率等指标考核方面给予与相关领域发展特点配套的政策支持，引导金融机构提升信贷投放意愿，不断提升存量资金使用效率。

持续优化利率调控机制，不断提升调控效率。加快探索新贷款定价机制，落实存量房贷利率下调要求，推动 LPR 稳步换锚，发挥短端政策利率在贷款利率定价中的核心作用，进一步增强信贷利率与货币市场利率变动的联动性。三季度以来，不少中小银行先后宣布下调存款利率，维持负债成本稳定仍是未来政策重要发力方向。应指导利率自律机制更好发挥作用，引导存款利率参考债券市场利率、信贷市场利率等合理定价，继续推动存款利率下行，缓解净息差收窄压力，稳定金融机构服务实体经济的能力。

（三）加大去库存化风险力度，推动房地产市场预期改善

加大需求侧支持力度，推动商品房去库存。一是加快推动所有城市全面取消各类需求侧管理政策，进一步降低居民购房成本。例如推动一线城市放开更多区域限购、缩短或取消非本地户籍购房社保年限要求等，研究阶段性取消或降低房地产相关交易税费。二是积极拓展资金来源，加大商品房收储力度。扩大租赁住房贷款支持计划试点城市范围，延长保障性住房再贷款最长使用期限。研究将国企收储纳入地方政府专项债资金投向领域，配套政策性低息贷款、专项债、财政贴息等低成本资金，提高地方政府收储能力。积极推进保障性租赁住房项目发行公募 REITs，回收资金继续用于收储。

坚持分类施策和改革创新思维，加大房地产风险化解力度。对于尚未出险的房企，建立主办银行制度。针对某一房企，根据对其贷款金额最多等原则，确定一家主办银行，由主办银行协调其他金融机构进行债务展期、新发贷款、处理资产偿还负债等，防止相对优质的房企出现流动性风险。对于已经出险但资产质量尚可的房企，建立联合债务重组制度。联合地方政府、司法调解机构、律师事务所、国企央企开发商、资产管理公司等各方力量，剥离识别房企资产负债情况，与债权人共同协商债务重组方案，通过减免利息、债务展期、债务置换、债转股、跨市场跨品种跨机构重组等方式压减房企债务规模。对于严重资不抵债且债务重组失败的房企，尽快启动破产程序，加快市场出清。这有助于破除少数房企躺平等待政府救助的侥幸心理，推动其他房企积极自救。

采取多样化措施，加快推动市场信心恢复和预期改善。当前社会对房地产市场持续低迷、房价下跌的预期已经形成，这大大影响了各项救市政策效果的发挥，加大了市场企稳难度。建议设立房地产稳定基金，向市场注入信心，在必要时用于处理部分头部房企债务问题，防止更多头部房企爆雷引发全行业信心再度崩塌。可考虑以中央财政出资作为基金初始资本金，其余由各类金融机

构及民间资本等投资参股。同时，积极释放政策推动房地产行业平稳特别是房价平稳的决心，增强各方对未来房地产行业发展的信心。

（四）加大力度促消费、稳投资，发挥好内需对经济增长的支撑作用

进一步释放消费潜力。一是进一步完善新一轮消费品以旧换新实施方案，激发消费者积极性。鼓励各地方政府根据实际情况进行差异化安排，比如，考虑经济水平较高地区的居民对升级类产品需求更大，可将手机、平板等电子产品以及空气净化器、扫地机器人、净水器等升级类家电纳入补贴范围。加大政策宣传力度，充分发挥网络、媒体等渠道作用，让更多消费者了解相关措施。二是加大力度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。三是推动服务消费的稳定增长。更加重视节假日消费市场的贡献，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。根本地，还是需要提高居民收入、提振市场预期。加快收入分配改革，努力实现劳动报酬增长和劳动生产率同步提高，进一步提高劳动报酬在初次分配中的比重。阶段性提高个税起征点，加快提高农村基本养老金水平，完善多层次社会保障体系。

强化专项债投资带动作用，加大对其他领域大规模设备更新支持力度。一是强化专项债投资带动作用。当前专项债用作项目资本金的比例远低于25%的最高标准，专项债资金对投资撬动的作用尚未有效发挥。首先，需要继续扩大地方政府专项债券支持范围和用作资本金的领域。当前专项债用作资本金的项目主要集中于铁路、轨道交通等大型基础设施领域，可以进一步发掘托幼、医疗、养老、职业教育等民生事业以及新型基础设施的投资空间。其次，积极探索提高项目收益途径，壮大符合条件项目规模。需要用市场化、商业化视角谋

划项目，促进公共设施与商业化平台互补合作，挖掘具有商业模式支撑的公共设施项目，提升项目收益对专项债成本偿付能力，补充符合专项债资金的项目储备。再次，进一步放宽社会资本准入门槛，引导市场资本参与项目建设，促进专项债与市场化融资协同注资的新模式。二是进一步加大对其他领域大规模设备更新支持力度。当前大规模设备更新改造政策已经加大了对重点行业设备更新改造和交通运输设备、老旧农业机械更新的支持力度，并取得较好成效。下一步可聚焦教育、医疗等民生服务领域设备更新，围绕职业院校、高等院校的教学、科研、实验、实训等重大仪器设备更新升级，以及校园网络信息系统、计算机终端、数据中心等校园数字化转型建设。聚焦医院和基层医疗卫生机构开展诊疗、临床检验、重症、康复、科研转化等方面设备购置和更新改造，进一步提高医疗卫生服务和科研环境。

（五）促进中间品贸易发展，增强外贸企业抗风险能力

促进中国企业海外投资和中间品贸易融合发展。梳理整合国内重点产业链上下游企业，建立重点海外投资企业与中间品贸易企业合作平台，提升企业“走出去”能力和中间品出口质量，提升中国在全球产业链供应链中的地位。鼓励海外项目更多使用国内生产的上游原辅材料和设备零部件。建立综合信息服务平台，为国内企业提供海外投资和中间品出口重点国家和地区相关信息等。优化供应链管理，重点推动中间品贸易企业数字化转型，提升供应链质效、确保循环畅通，因企施策推动供应链数字化转型。

积极推进与国际高标准经贸规则全面对接。持续扩大面向全球的高标准的自由贸易区网络，与更多国家签署高水平自由贸易协定，拓展“朋友圈”。提升货物贸易自由化便利化水平，扩大数字产品等市场准入。推动在产权保护、产业补贴、环境标准、电子商务、政府采购等领域的国际规则规制相通相容。推进自贸试验区开展先行先试和压力测试，做好创新经验推广。

增强外贸企业抗风险能力。建立外贸新业态新模式领域信息采集和风险研判机制，组织专业力量定期开展和发布外贸风险评估。分区域做好风险预警，及时对在地缘政治不确定性较大的地区开展业务的企业提示相关风险。加大对外贸企业的法律支持力度和范围，在贸易摩擦事件中给予外贸企业法律援助，在风险应对、规则适应等方面对外贸企业提供基本技术指导。适当提高对企业的贸易摩擦案件投入补助，增强外贸企业在突发事件和系统性风险发生后的抵御能力。

（六）引导企业合理差异化竞争，优化地方产业规划布局

一是引导企业更加注重品牌建立、产品质量提升，从“价格战”转向“创新战”。鼓励企业通过技术创新突破和产品升级形成差异竞争，避免社会资本在同一赛道上扎堆投资。通过财税政策和产业基金引导企业加大对新工艺、新设备和关键技术的研发投入，提升生产质量和产业附加值，避免陷入产业链上的“低端锁定”和低价“内卷式”竞争。积极推进战略新兴产业领域的知识产权质押融资、产业链融资等金融产品创新，通过多层次融资渠道支持企业技术创新。倡导企业强化品牌差异化和附加值，重视提升产品品质、优化服务体验，以品牌独特的价值主张和核心技术保持市场地位。引导企业加强渠道间的沟通与信息共享，减少信息不对称带来的价格冲突。提示电商平台规范定价和宣传策略，避免“流量胜于品质”的营销势头，规范平台利用强势地位强制入驻商家降价行为，为商家留够利润空间，促进良性发展。

二是促进地方产业差异化布局，优化引导产业发展的方式。提升正确识别、营销新兴优质项目能力，跟踪产业发展动向并及时调整策略，因地制宜发展地方主导产业。建立地方政府间区域合作渠道和财税配合机制，合理规划区域产业发展，优化区域间产业结构，避免地方恶性竞争加剧产能过剩。明确政府与市场的职能边界，避免地方在产业规划中大包大揽导致角色越位和错位。转变

传统“一刀切”补贴方式，针对产业内部不同环节、不同领域和不同阶段实施定向针对性补贴政策。

三是以市场化的退出、整合和淘汰手段，灵活应对供给过剩，避免资源浪费。建立健全市场准入和退出机制。根据行业生产动向合理设置企业准入产能规模、技术水平和设备能耗等准入门槛，及时向市场提示潜在产能过剩风险，避免企业过度扩张布局。做好市场监管和纠偏工作，完善市场退出机制，降低企业退出成本，简便退出程序，便利市场主体自主自愿自行选择退出，避免企业“大而不倒”成为“僵尸企业”。梳理产业链上下游环节、技术、企业情况，以龙头企业和链主企业为核心推动产业链上下游重组合并，整合中小企业生产能力，实现降低企业经营成本、完善公司治理、提示竞争优势的目标。发挥市场机制作用，充分考虑兼并重组过程中央企和地方国企、国有和民营企业市场地位、发展实力中存在的客观差异，避免“拉郎配”。

四、专题研究

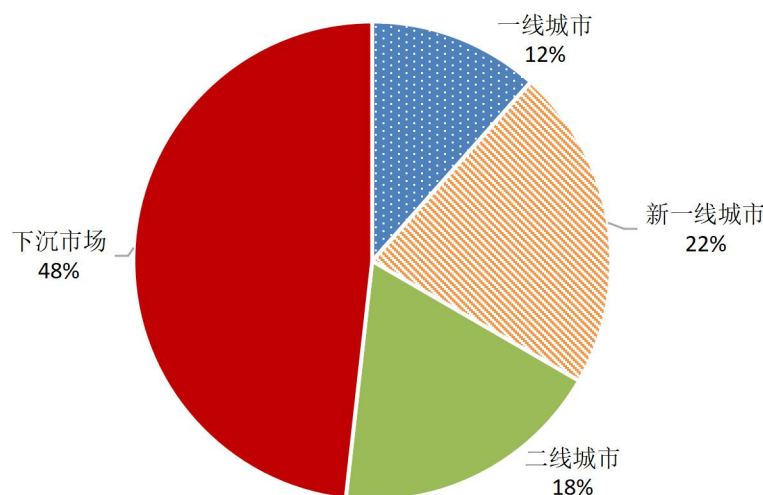
专题一：进一步挖掘下沉市场的消费潜力

（一）近年来中国下沉市场消费活力表现强劲

下沉市场，指的是三线及以下城市、县镇与农村地区，对应了约 300 个地级市、2800 个县城、40000 个乡镇和 66 万个村庄，人口占全国的比重约 70%，消费占全国的比重约 48%¹⁰（图 30）。近年来中国消费下沉特征明显，低线城市和县域消费保持较高增速，成为中国消费市场增长的重要驱动力。

¹⁰ 此处根据第一财经新一线城市研究所发布的《2024 年中国城市商业魅力排行榜》中一线、新一线、二线城市的范围进行估算。

图 30：中国消费市场结构



资料来源：各地统计局，经作者计算整理，中国银行研究院

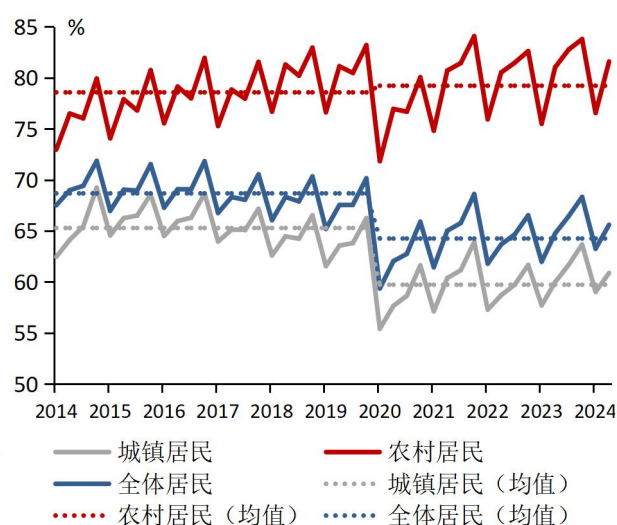
1. 下沉市场消费具有更强的韧性，是中国居民消费的“压舱石”

一方面，疫情前后下沉市场消费波动更小，表现出更强的韧性和抗干扰性。中国农村居民消费增速持续高于城镇居民。2024 年上半年，全国农村居民人均消费支出累计增长 7.57%，高于城镇居民的 6.14%。进一步对比疫情前和疫情后，农村与城镇居民消费支出增速差距进一步扩大。2020-2024 年上半年，中国农村居民消费支出平均增速为 8.17%，比城镇居民的 4.67% 高出 3.49 个百分点；2014-2019 年，中国农村居民消费支出平均增速为 10.45%，比城镇居民的 7.22% 高出 3.23 个百分点（图 31）。另一方面，疫情后农村居民消费倾向恢复情况好于城镇。2020 年一季度至 2024 年上半年农村居民消费倾向（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（图 32）。

图 31：农村与城镇居民人均消费支出



图 32：农村与城镇居民消费倾向



资料来源：Wind，中国银行研究院

2.下沉市场呈现较好的消费升级态势，与一二线城市间差距逐渐收窄

一是餐饮、文娱、教育等服务消费占比逐步提高。根据中国连锁经营协会数据，2018-2022年，三线及以下城市的餐饮连锁化率增长了8个百分点。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年前三季度的30.6%。根据大众点评POI数据测算，2023年前三季度县域地区美发、美容、美甲等领域新开商户数量相比2022年同期增长148%，显著高于全国平均水平。二是对家电、家具等耐用消费品的改善型需求日益增长。近年来，中国农村居民的家电拥有量明显增加，2022年平均每百户农村家庭拥有的空调、电冰箱和洗衣机数量分别为92.2、96.8和103.9台，分别是2009年的7.54、2.61和1.96倍（表8）。同时，智能化和个性化的家电销量呈现出稳定增长的趋势，下沉市场消费者在购置冰箱、电视、洗衣机“传统三大件”之外，还对烘干机、洗碗机、洗地机“新三大件”，以及空气炸锅、早餐机等小家电表现出较大消费热情。苏宁易购的数据显示，2024年一季度，烘干机、集成灶、净水机和洗碗机等升级类家电产品在县城市场的销售涨幅分别达363%、138%、78%和65%，九阳、利仁、小熊等品牌的空气炸锅系列销量均增长超过3倍。三是部分轻奢

消费品牌、高端家电品牌加速下沉。例如，轻奢头部品牌 COACH 从 2022 年开始进入中国三、四线城市，并计划在 2035 年前新增 100 家门店，主要面向三、四线城市。苏宁易购的数据显示，2024 年一季度，高端品牌卡萨帝三开门冰箱、COLMO 挂壁空调在县城市场的销量同比增速分别高达 156%和 98%。

表 8：中国城镇、农村家庭平均每百户耐用消费品拥有量

产品（单位）	2022 年		2009 年	
	城镇	农村	城镇	农村
空调器（台）	163.5	92.2	106.8	12.2
电冰箱（台）	104.4	96.8	95.4	37.1
洗衣机（台）	100.6	103.9	96	53.1
家用汽车（辆）	51.4	32.5	10.9	——
家用电脑（台）	63.4	——	65.7	7.5
彩色电视机（台）	120.6	116.5	135.7	108.9
微波炉（台）	56	——	57.2	——
移动电话（台）	254	——	181	——
排油烟机（台）	83.2	38.5		9.8
淋浴热水器（台）	98.2	——	83.4	——
照相机（架）	12.9	1.8	41.7	4.8
摩托车（辆）	17.9	49	22.4	56.6

资料来源：国家统计局，中国银行研究院

（二）下沉市场崛起是多种因素共同作用的结果

1.商品与服务供给不断优化，提高了居民消费可得性

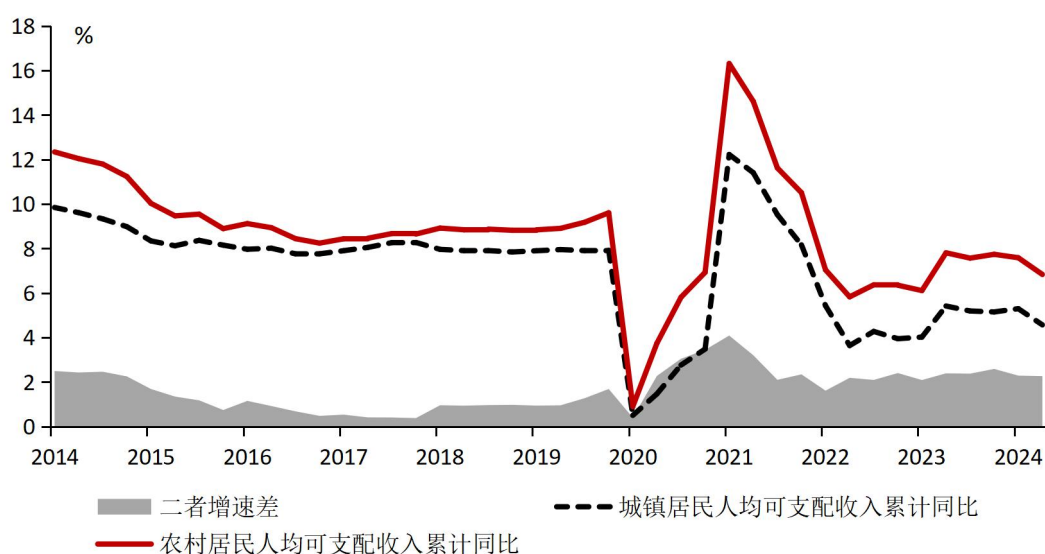
近年来，大量企业着力开拓下沉市场发展空间，提高了居民消费可得性。下沉市场商品与服务供给不断优化，商业业态逐渐丰富，与一二线城市的差异不断缩小。商品供给方面，企业通过实施创新的分销策略和优化供应链管理，不断丰富下沉市场的商品种类和提升商品品质。洽洽食品提出“千县万镇”项目计划，在下沉市场寻找优质经销商和加强渠道覆盖。根据苏宁易购公告，截至 2023 年前三季度，苏宁针对于下沉市场拓展的苏宁零售云新开店 1584 家，加盟门店总数达 10692 家（较 2019 年的 4586 家增长了 133%），覆盖全国近九成的县域市场。服务供给方面，一些餐饮、酒店等连锁服务品牌将下沉市场视

为未来主攻方向，推动下沉市场服务消费的质量和效率。例如，星巴克通过“伙伴回家计划”和“一城一议”的方式加速下沉市场的门店拓展。根据星巴克财报数据，目前星巴克门店已覆盖超 900 个县城，并在 2024 财年第三季度新进入了 38 个县级市场。

2. 下沉市场居民收入稳步增长，且可用于消费的收入占比高

伴随着社会经济的发展，中国下沉市场居民收入稳步增长，为消费潜力的释放提供了坚实的基础。2014-2024 年上半年，中国农村居民人均可支配收入增速均值为 8.71%，明显高于城镇居民。疫情后农村与城镇居民人均收入增速差较疫情前有所扩大，2022-2024 年上半年二者增速差均值为 2.23 个百分点，约为 2014-2019 年的 1.18 个百分点的 2 倍（图 33）。此外，下沉市场居民的房、车自有率高，可用于消费的收入占比高。根据清华大学县域消费市场调查报告数据，中国县域居民的房产拥有率为 70%（近六成无购房欠款），汽车拥有率为 58.5%。根据黑蚁资本数据，中国县域居民 60% 有自有住房（全款购买占 58%，父母出资购房、建房的占 43%），30% 住在父母的房产中，仅 6% 有租房需求，56.5% 的居民有车（74% 为全款购买）。值得注意的是，由于下沉市场居民购房杠杆率较低，且金融市场参与度更低，近年来房价下降、金融市场波动导致的居民财富效应受损情况更不明显，也是支撑其消费韧性的重要因素。

图 33：中国农村与城镇居民人均可支配收入增速



资料来源：Wind，中国银行研究院

3.以县域为主体的物流、交通等基础设施和供应链体系不断完善

随着共同富裕和乡村振兴战略的深入推进，近年来中国推出了一系列政策支持提升这些地区的物流、交通等基础设施（表 9），以促进区域均衡发展，并缓解下沉市场消费的约束。截至 2024 年 7 月底，全国累计建成 1990 个县级公共寄递配送中心，5.3 万个乡镇快递网点，33.78 万个村级寄递物流综合服务站，覆盖了超 95% 的乡村。同时，天猫、京东、拼多多等电商巨头以及海尔、美的等家电品牌商也在致力于完善下沉市场渠道体系。这些企业利用高效的零售能力，不断向县乡地区扩展，进一步降低了下沉市场消费者的购物门槛，助力激发这些地区的消费潜力。淘宝的菜鸟网络通过建立集散中心和引入智能技术，提高物流配送的速度和精准度，并通过与村委会合作实现快递的最后一公里配送。拼多多以其独特的社交电商模式，迅速在下沉市场占据了一席之地，通过团购和分享优惠的方式吸引了大量三线及以下城市的消费者。京东家电专卖店门店数量已接近 2 万家，覆盖了全国 2 万多个乡镇和 60 万个行政村，并且京东物流在农村地区实施了“快递下乡”和“农产品上行”策略。目前，京东物流服务已对全国九成的区县和八成的乡镇分别实现了当日达和次日达的服务。

表 9：近年县城、乡村物流相关政策整理

时间	政策及相关内容
2020 年 2 月	《关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见》：有效开发农村市场·扩大电子商务进农村覆盖面·支持供销合作社、邮政快递企业等延伸乡村物流服务网络，加强村级电商服务站点建设，推动农产品进城、工业品下乡双向流通
2020 年 3 月	《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》：着力建设城乡融合消费网络·结合地区发展布局打造若干区域消费中心，优化坡多商业网点布局，加强消费物流基础设施建设
2020 年 7 月	《全国乡村产业发展规划》：培育农村电子商务主体·引导电商、物流、商贸、金融、供销、邮政、快递等各类电子商务主体到乡村布局，构建农村购物网络平台·依托农家店、农村综合服务社、村邮站、快递网点、农产品购销代办站等发展农村电商末端网点
2020 年 9 月	《关于扩大当前农业农村基础设施建设投资的工作方案》：鼓励社会资本合作建设远营农业农村基础设施投资项目
2021 年 8 月	《关于加快农村寄递物流体系建设的意见》：分类推进“快递进村”工程、健全末端共同配送体系、加快农村寄递物流基础设施吃补短板
2021 年 11 月	《“十四五”推进农业农村现代化规划》：有序推进乡村建设，促进农村基础设施和基本公共服务向村覆盖、往户延伸；实施“数商兴农”，推动农村电商基础设施数字化改造、智能化升级
2022 年 5 月	《“十四五”现代物流发展规划》：统筹城乡物流发展·围绕农村产业发展和居民消费升级，推进物流与农村一二三产业深度融合，深化电商、快递进村工作，发展高效的农村物流服务网络
2022 年 10 月	《关于扩大当前农业农村基础设施建设投资的工作方案》：聚焦农业农村基础设施短板弱项，突出现代设施农业等项目建设，加快在建项目实施进度
2023 年 2 月	《中共中央国务院关于做好 2023 年全面推进乡村振兴重点工作的意见》：加快完善县乡村电子商务和快递物流配送体系，建设县域集采集配中心，推动县域供电、供气、电信、邮政等普遍服务类设施城乡多统筹建设和管护
2023 年 8 月	《县城商业三年行动计划》：完善县域商业网络设施和业态、发展农村物流共问配送、丰富农村消费市场、推动农村电商高质量发展。到 2025 年，在全国打造 500 个左右的县城商业“领跑县”，建设改造一批县级物流配送中心、乡镇商贸中心和农村新型便民商店

资料来源：根据公开资料整理，中国银行研究院

4.科技发展浪潮推动下沉市场居民生活认知、消费习惯等方面出现重大变化

随着互联网基础设施的日益完善，下沉市场居民的网络消费习惯逐渐形成，消费数字化程度不断提升。Quest Mobile 数据显示，截至 2024 年一季度，三线及以下城市在内的下沉市场互联网用户达到 6.47 亿人，全国占比 52.6%；下沉市场中线上消费意愿中、高的用户占比为 71.3%，同比提升 1.8%。2018-2023 年农村网络零售额逐年增加，2023 年农村网络零售额占农村消费品零售额的比重为 38.9%，创历史新高。“短视频+直播”的新模式持续向下沉市场渗透。以

抖音、快手为代表的短视频平台聚集了大量下沉用户流量，在抖音和快手中下沉用户的活跃渗透率达到 62.8% 和 38.9%，下沉用户数量分别达到 4.06 亿和 2.51 亿。受到短视频影响，以直播为主的点淘更加受到下沉用户欢迎，以 12.3 小时每月占据下沉用户最长使用时间，大幅高于淘宝和拼多多等电商平台。

（三）下沉市场消费增长仍面临制约和挑战

从长远看，下沉市场将为中国扩内需促消费提供广阔空间。据麦肯锡报告预测，到 2030 年，中国个人消费规模将达到 65.3 万亿元，超 66% 的增长来自包括三线及以下城市、县乡市场在内的下沉市场。但目前下沉市场消费仍面临一些制约。

1. 高质量商品供给仍然不足

尽管近年来中国下沉市场商品供给有了较明显的提升，但数量和质量仍有进一步改善空间，还有许多消费需求未得到充分满足，存在“消费被延迟”的情况。一方面，下沉市场商品供给种类多样性不足，导致整体购物体验与一二线城市存在较大差距。下沉市场商业综合体、大型商超、高端品牌专卖店、特色餐饮店等数量相对较少，零售新业态渗透率不高。据媒体报道，最近几年部分县城“山姆代购”生意火爆，一个小县城有五六个山姆代购，且他们几乎每天都去采货。文化、教育、娱乐等服务消费供给更显不足。下沉市场电影院、艺术场馆等文化娱乐设施场所相对较少，不少居民遭遇“娱乐荒”。另一方面，下沉市场商品供给质量参差不齐，消费安全问题突出。下沉市场问题商品比例远高于一二线城市，假冒伪劣产品泛滥现象较为严重，一二线城市里相对较为少见的“杂牌货”，还充斥在农村市场。2018-2020 年，中国消费者协会连续三年组织开展农村集贸市场调查，根据其发布的《农村集贸市场调查体验报告》，农村集贸市场假冒伪劣、三无产品、过期食品、“缺斤短两”及保健食品虚假宣传等问题多发，农村消费者对于农村集贸市场满意度不高。

2.物流现代化程度仍然不高

首先是物流基础设施仍不完善。下沉市场物流基础设施密度低于一二线城市，县域物流配送中心和乡镇快递物流站点建设仍不完善。物流网络分布不均衡，在一些小城镇特别是广大农村地区，由于居民居住分散，集中业务量规模相对较小，导致配送密集度低，配送成本相对较高，配送“最后一公里”依然未打通。其次是物流服务业态较为传统，缺乏综合物流服务和供应链管理等现代物流服务功能。下沉市场中众多物流企业依然依赖人工操作，自动化、信息化、智能化水平较低，导致物流服务的效率和准确性相对较低。最后是冷链物流等新业态发展相对不足。下沉市场冷链基础设施建设相对滞后，冷藏仓库等设施相对不足，且设备陈旧、技术落后，难以满足生鲜农产品等需要低温保鲜商品的需求。设施分布严重不均，中西部地区及广大县域和农村地区冷链资源匮乏，发展相对滞后。冷链物流发展不足导致农产品在流通过程中致损耗严重，农产品“最初一公里”存在明显堵点，影响了农产品上行。

3.居民消费的“后顾之忧”仍然较多

近年来，中国不断完善覆盖全民的社会保障体系，社会保障水平不断增强。但下沉市场，特别是广大农村地区的社保覆盖率及保障水平都还不高，“后顾之忧”对下沉市场消费增长构成重要不利影响。养老保险方面，农村居民的养老金水平相比城镇职工差距较大。中国社会科学院农村发展研究所与社会科学文献出版社联合发布的《农村绿皮书：中国农村经济形势分析与预测（2023—2024）》显示，2022年，农民领取的养老金平均为每月204.7元，仅相当于农村最低生活保障平均标准的35.2%¹¹。医疗保险方面，城乡居民医保报销比例通常低于城镇职工医疗保险，且不同地区、不同等级医院报销比例也有所差异。以河南省南阳市为例，城乡居民医疗保险住院报销比例最低仅为53%，而城镇职工则达到78%。此外，城乡居民基本医疗保险的起付线仍较高，但最高支付限额却相

¹¹ 民政部发布的《2022年民政事业发展统计公报》显示，2022年全国农村低保平均保障标准为582.1元/人/月。

对较低。合肥市二级、三级、省属三级医院住院起付标准分别为 500 元、700 元和 1000 元。兰州市 2024 年城乡居民住院治疗年度最高支付限额仅 8 万元。

（四）相关建议

第一，因地制宜，构建具有较强竞争力的特色产业体系。各地方政府要按照国家和地区中长期规划目标要求，深度嵌入当地城市群、都市圈产业体系，找准自身产业发展定位，明确今后一段时期产业发展的目标和方向。根据当地的资源禀赋、产业基础、市场状况等，确定产业发展的重点，统筹做好传统产业升级、新兴产业壮大和未来产业培育。基于下沉市场中小企业居多的实际，聚焦提升中小企业的专业化优势，加快培育专精特新“小巨人”企业和制造业单项冠军。

第二，综合施策，提升下沉市场商品与服务供给的质量和水平。鼓励并引导企业针对农村使用场景进行产业升级与创新，开发更多经济实用、适销对路的产品。强化下沉市场综合商业服务能力，鼓励电商平台、大型商贸流通企业积极布局下沉市场，建设改造一批乡镇商贸中心，推动购物、娱乐、休闲等业态融合。完善市场监管管理机制，强化对企业售后服务的跟踪检查机制，探索数字化监管新模式，促进监管提质增效。强化消费者协会组织的作用，提升下沉市场消费者的维权意识，为消费者维权提供更多的支援和帮助。

第三，多措并举，进一步完善下沉市场基础设施与供应链体系。继续完善县乡村三级物流配送体系，补齐仓储、配送等基础设施短板。依托农村传统流通网点、农村客货运输站场、乡镇综合运输服务站等布局基层站点，打通农村物流配送“最后一公里”。加快推动冷链物流体系建设，推动农产品上行与消费品下行并重，让农村消费市场展现出真正的实力。重点完善县域和农村地区的充电桩建设，以及高速公路服务区快充网络，以释放下沉市场对新能源车的消费潜力。

第四，量力而行，持续提升社会保障能力和水平。做好基本医疗保险的“扩面提标”行动。抓好特困人员、低保对象、返贫致贫、易返贫致贫人口等困难人群和灵活就业、外出务工人员等特殊人群参保工作。循序渐近，推动取消医保起付线，提高报销比例和支付限额，特别要提高大病保险的最高支付限额。持续提高城乡居民养老金水平，努力补齐城乡居民基础养老金水平偏低这一突出短板。推动建立覆盖城镇职工和城乡居民的长期护理保险制度，并建立长期护理保险与养老、医疗等社会保障体系的衔接机制。

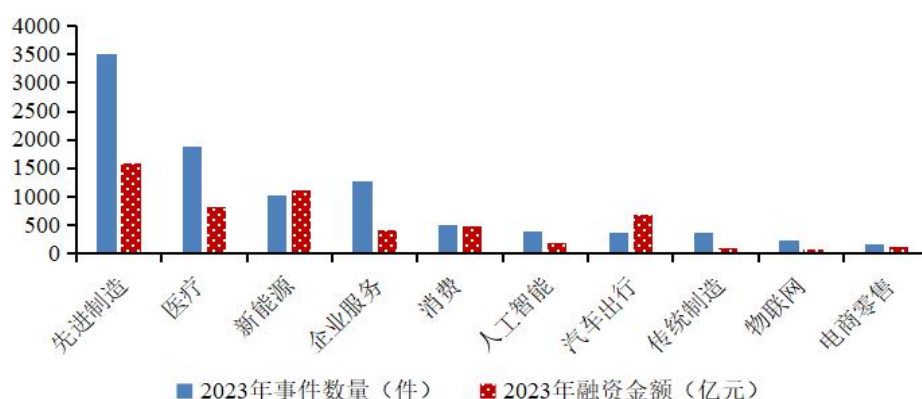
专题二：中国创投基金发展新特征、问题及建议

创投基金致力于孵化创新型企业，能有效为初创期科技企业、高新技术企业、专精特新企业提供直接融资资金与资源支持，既是做好科技金融大文章的重要力量，也是培育和壮大新质生产力的重要资本力量、不可或缺因素。在新一轮科技革命和产业变革机遇期，创投基金在促进中国新兴领域科技成果转化、实现技术优化升级、培育经济增长新动能，以及加快区域产业、科技与金融良性循环等方面扮演关键角色。

（一）当前中国创投基金市场的主要特征

第一，创投基金对高新科技领域的投资持续增加。行业分布看，中国 PE/VC 对半导体、计算机应用、医药生物等新质生产力领域的投资占比呈现上升趋势，对促进国家战略重点领域创新发展起到积极作用。据《2023 年中国创投市场数据报告》，高端制造、医疗、新能源三大板块的创投融资数量占比由 2018 年的 21% 上升至 2023 年的 50%（图 34）；其中先进制造领域的创投融资数量占比从 8% 显著增至 27%。随着 ChatGPT、Kimi 等生成式人工智能应用火爆出圈，2023 年中国 AIGC 项目获取创投基金支持数量大幅增长，相关创投融资事件数同比增长 128%。

图 34：2023 年国内热门创投领域融资事件及金额



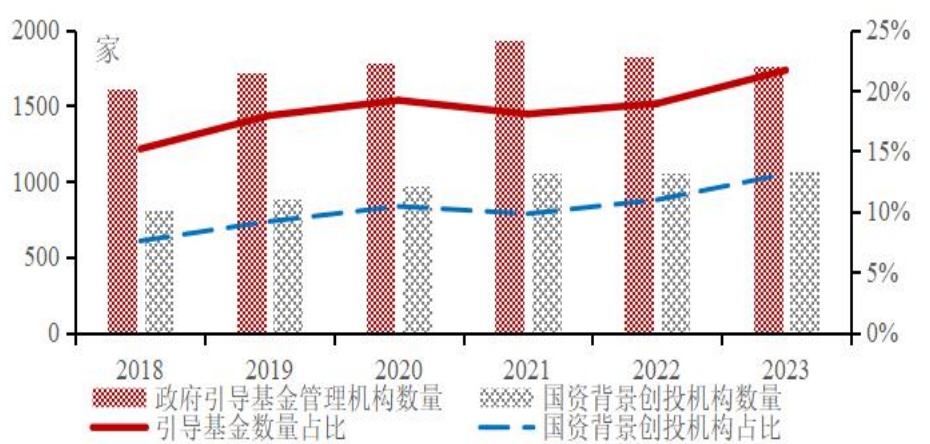
资料来源：Wind，中国银行研究院

第二，国资创投基金投资增加，外资私募活跃度降低。外资创投基金在公司治理、投资经验、机构资历等方面较本土创投机构更成熟，常年活跃在中国创投市场。但近年外资背景的创投基金活跃度明显下降；国资创投基金的资金实力和活跃度显著提升，已占据主要市场地位。据烯牛数据，2018-2023 年国资创投基金机构数量从 807 家增至 1064 家，占比由 7.58% 升至 13.11%。2023 年在中国大陆投资非上市企业的头部创投机构中，大部分具有国资背景，且均为政府引导基金的管理机构。其中深创投是投资金额最多的机构，2023 年投资 149.3 亿元。中金资本是 2023 年创投投资项目数量最多的机构，共计投资 140 次。外资背景的红杉中国投资项目数量减少，从 2022 年的 204 次减少至 2023 年的 63 次。

第三，政府引导基金对初创期科技企业发挥愈加重要的作用。多年来，中国政府支持创投行业发展的相关政策持续出台，已形成一套相对完备且符合国情的特色模式。政府引导基金通过政府部分出资，吸引和指导社会资本对初创期中小企业技术创新提供资金支持。据烯牛数据，2023 年中国政府引导基金管理机构共 1759 家，占比达到 21.67%，创历史新高（图 35）。其中，国家科技成果转化引导基金通过设立创投子基金、贷款风险补偿和绩效奖励等，致力于支

持科创型中小企业科技成果转化，取得了显著成效。

图 35：近年来中国政府引导基金数量占比提升



资料来源：烯牛数据，中国银行研究院

（二）创投基金更好支持新质生产力发展面临的问题

第一，对早期中小科创企业的投资比例仍需提高。近年来中国科创企业贷款较快增长，有力支持了人工智能、新能源汽车等新兴领域快速发展。但低风险属性的间接融资模式很难培育出颠覆式创新成果，需要尽快寻求突破。特别是增加中长期、风险偏好型的创投基金支持，以精准满足早期、初创期科技企业的成长需求。中国创投基金市场的早期融资量减少。尤其是种子轮和天使轮的早期融资数量占比从2021年的40%连续两年减少至2023年的24%，为历史新低；但包括A轮和B轮在内的成长期融资占比上升，2023年升至52.7%的历史新高。

事实上，中国PE/VC更注重投资中后期、较为成熟的企业，这也是中国对基础研究成果转化和新兴产业培育力度不足的原因之一。适度提高天使基金、创投基金比例有利于基础研发类科技成果的快速落地。2022-2024年3月期间，中国企业种子轮、天使轮融资渠道仅占2.5%，初创期A轮占比17%，私募B-I轮、上市定增等渠道占比80%以上。值得注意的是，中国关键技术对外依存度

高，舶来高新技术使用需要支付巨额专利费用，甚至面临难以获取核心技术支持的“卡脖子”困境。因此，提升金融对颠覆式创新的支持，对中国科技发展在国际竞争中加速赶超有重要意义。

第二，着重投资新兴领域，但应避免赛道过热。未来 5 至 10 年是新一代信息技术、人工智能等新兴产业的关键发展期。当前外部环境不确定性较大，美国大搞贸易投资保护主义，对中国实施贸易壁垒和多种限制手段，中国关键技术获取难度加大。中国亟需对重大前沿技术和颠覆性技术的进行培育，争取在芯片设计、半导体、光刻胶等技术卡脖子环节有所突破。因此集中资本力量对新兴赛道领域加大支持是大势所趋。

但投资热门行业要避免赛道过热引发过度投资风险，导致投资回报率走低和重大损失。例如，美国 20 世纪 80 年代初期，风险资本对新兴高科技公司投资热情高涨，大量资金集中追逐有限的创投项目，某些创投项目在激烈投资竞争下估值水涨船高，导致行业泡沫快速膨胀。随之迎来的是创投回报率大幅下降和创投行业进入凌冬期。在中国市场，创新药研发等生物医药企业具有高回报率，曾受到创投资本的热门追捧。但 2023 年 12 月-2024 年 1 月，将近 20 家生物医药企业 IPO 被集中叫停，企业真实盈利情况未达到上市要求。这些生物医药企业背后的创投资本将面临更加窘迫的退出和盈利困境。

第三，创投基金募资结构多元化不足，国有创投激励考核制度仍不完善。参考美国创投基金丰富 LP 构成，中国创投募资结构较为单一，以政府、产业资本和民间资本为主，养老金、保险金等长周期资本占比显著不足。目前中国养老金、保险金规模实力强大，但囿于创投风险高、回报率不稳定，对股权投资和创投基金支持较为谨慎。在发展新质生产力的关键时期，国有创投资本可发挥重要作用。参考国际经验，著名的新加坡国际投资公司——淡马锡(Temasek)由政府完全控股，管理层由包括新加坡公务员、企业高管等在内的专业团队组成。淡马锡经营模式做到了所有权和经营权分离，政府股东角色和政策制定职

能真正分开，每年都能在股权投资中获得稳定、高额的投资回报，并向财政部上缴一部分丰厚利润。为了控制风险，淡马锡对初创企业支持控制一定比例，注重维持资产负债表稳健，同时对发达经济体、潜力新兴市场进行大量海外投资，抓住发展机遇。

中国国有资本与新加坡淡马锡等有诸多不同，但可予以部分借鉴、推进先试先行，提高国资机构的核心竞争力。尤其注意国有创投资本激励考核存在掣肘，考核机制不符合创投基金运作规律，导致国资创投市场化激励不足，国资监管要求与容错机制之间存在矛盾。例如，规定国资要实现保值增值目标、在支持科创同时不能亏损等，限制了国有创投的功能发挥。

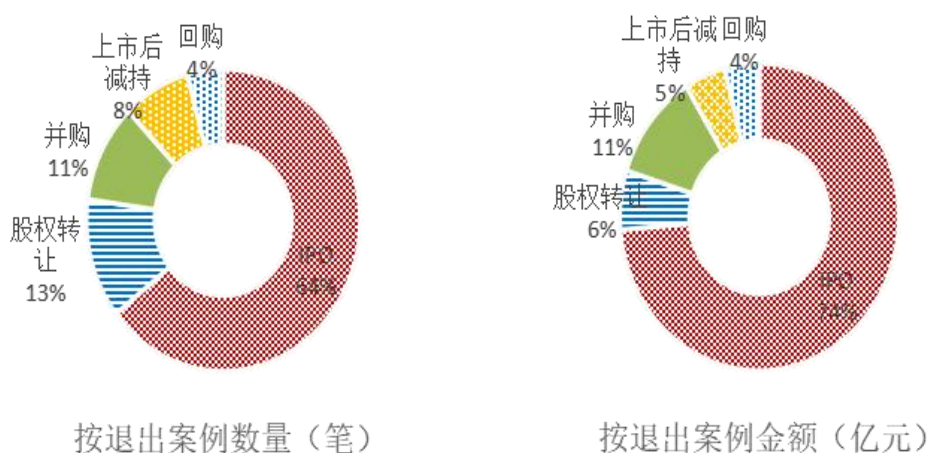
第四，资本市场枢纽功能仍需强化，创投基金专业度存在不足。作为一级资本市场资金，创投基金是多元化、多渠道的科技投融资体系的重要一环。2023年国内IPO企业获得PE/VC支持比例高达67%左右，尤其科创板公司在上市前获取创投基金支持的比例超过了90%。近年来中国二级资本市场服务科技型企业上市功能也明显增强，科创板、新三板、北交所为创投基金退出提供更加丰富多元渠道。但目前资本市场发行、上市、交易、并购重组、退市等相关基础制度仍不完善，优质企业上市质量和效率仍需提升。部分企业上市前尚未培育到位，企图借用IPO圈钱、造富现象仍屡禁不止。2024年以来，多家未盈利生物科技公司上市IPO被撤单终止，且有更多领域的待上市企业实际不满足上市条件。企业IPO被终止将导致创投基金的资金直接变成永久沉没成本，打击创投基金对初创期企业支持的积极性。

第五，资金退出路径存在局限，创投基金难以有效循环。投资退出标志着企业已具备成熟运营、上市募资和利润反馈的基本能力，也意味着股权资本的顺利回收和利用效率最大化。但目前中国股权投资的退出渠道仍以公开上市为主，企业并购、股权回收等多样化退出渠道不足。IPO退出主渠道也存在效率低和环节不畅等问题，不利于创投基金维持流动性。2023年中国创投基金退出

渠道中，IPO 退出数量和金额占比分别达到了 64%和 74%（图 36），这与美国 IPO 退出金额大、但数量少的格局明显不同。

退出渠道单一且不畅会制约股权投资对早期科创型企业的金融资源供给，畅通高效的退出则有利于吸引更多风险资本进入创投市场。但增加企业并购、股权转让等多样化退出方式存在潜在风险，尤其要注意杠杆并购、借壳上市等行为。例如，在企业并购中，收购方利用被收购企业的股权或未来现金流作为抵押向银行借贷，以少量资金赚取丰厚利益。高比例债务集中在被收购企业，而被收购企业未来现金流存在不确定性，对银行和被收购企业来说都有较高风险。如果被收购企业存在严重隐性债务、诉讼违规等问题，会加速企业风险暴露，甚至推升系统性风险。

图 36：近年来中国政府引导基金数量占比提升



资料来源：PEDATA MAX，中国银行研究院

（三）启示及建议

第一，强化创投基金政策的顶层设计，促进股权投资高质量发展。一是鼓励创投基金扩大募资范围和规模，促进颠覆性创新成果落地。强化创投基金资金实力，吸引更多优质、长期、多元化资金为创投基金募资。二是对战略竞争领域投资给予税收优惠和费用减免，提升创投基金投资的积极性。三是完善创

投资基金管理流程和配套机制，简化登记备案手续，对投早投小投科技的创投基金实施差异化管理和政策支持，激发创投活力。四是加快健全多层次资本市场体系，提升企业直接融资渠道有效性，优化、畅通股权资本退出渠道。推动完善长效激励约束机制，健全创投企业上市后的常态化分红机制安排。继续把关好企业 IPO 入口，严格要求上市公司质量，鼓励市场化合理估值，统筹一二级市场平衡发展。灵活增加企业并购、股权转让等多样化退出方式，提高 IPO 退出主渠道质量和效率。可参考美国经验设立 SPAC、NPM 等新型募资和创投基金退出渠道，维持创投机构资金流动性，便于实现“投资-退出-再投资”良性循环。

第二，鼓励各地积极培育创投力量，打造创投交流微观生态圈。借鉴美国硅谷创投良好生态，积极培育中国本土科技创投生态圈，促进创投基金更好支持科技发展。鼓励各地重点培育资本-产业-高校创新圈地，支持本地科技企业、科研机构、高校师生与创投基金等金融机构之间加强沟通合作，形成规范、高效的社交网络，加快高校科研院所科技成果的应用转化。中国已有大量中国“硅谷”潜力之地。例如，粤港澳大湾区聚集了大量高科技企业、创投机构和科研院校，拥有丰富的创投生态资源。可以广州、深圳为基地，联合港澳人才、技术优势，打造多个国际化、示范性创投孵化园区，为风险投资提供“一站式”服务平台，提高创投基金投融资对接效率。北京是中国科教智力最为密集的区域，中关村科技园、亦庄科技园拥有大量高新科技企业，更有清北人等顶级高校资源，中关村、金融街等地遍布天使投资、创投基金等各类金融资源，是培育硅谷生态的绝佳地区。上海杨浦地区坐落着上海湾谷科技园，周边聚集了复旦/同济等高校资源，可联合校园和社区打造“杨浦”创投生态，促进企业高效率创新发展。杭州等地有阿里等多家龙头企业总部，阿里旗下的 CVC 机构活跃度非常高，苏州拥有中国生物医药产业硅谷，可联合浙江大学、苏州大学等周边高校，积极打造创投生态。

第三，发挥不同属性的创投基金特色，更好支持科技创新发展。一是发挥好政府引导基金的战略引导和社会资源撬动作用。在科技成果培育良好的发达经济体中，政府引导基金均扮演着重要角色，能有效引导社会资金对重要领域投资支持。应持续完善政府引导基金管理架构，加强政府引导基金的关键支持和对社会资本的杠杆效果，引导资金更好支持战略性新兴产业发展、未来产业布局、传统产业技术改造和基础再造等。二是培育优质国有创投基金，充分发挥国有资本效能。国有创投基金与本地科研机构之间联系紧密，对科研项目早期支持空间大，能在投后管理中帮助企业对接银行债权融资、争取政府资源等，对促进产学研深度融合有特殊优势。需进一步推进国有资本投资改革，完善制度和体系，加快提升国资创投核心竞争力。尤其要完善国有创投资本的考核问责，优化国有创投投资决策和业绩考核要求，以周期内的行业整体业绩而不是单独业绩作为考核标准等。可部分借鉴淡马锡投资的管理模式，在政企分开、功能明确、多元化决策和投资收益最大化等方面进一步改革。三是进一步调动民间创投基金积极性。实践来看，民资和外资对市场竞争充分行业的嗅觉更加灵敏，能敏锐支持潜力企业脱颖而出。需提振民资信心，激发民间创投积极性，鼓励更多民资投资科技创新。畅通民资投资渠道、降低民资准入门槛，疏通民资参与风险投资的堵点。四是吸引海外优质资金为创投募资。海外创投基金曾促进了一大批技术出现突破式进步。受美国贸易投资保护主义等影响，部分海外创投基金在华投资回报率下降并撤出。对此，需注意外资引进渠道多元化，积极争取中东主权财富基金等实力雄厚的资本，支持中国新兴潜力产业发展、互利共赢。

第四，加强监管协同，防范创投基金等私募投资风险。完善的监管规则是创投基金有效投资、规范投资的关键。目前创投基金发展仍存违法募集资金、管理人员非法占据资金、履职人员违法套利等风险隐患，需要进一步加强私募投资监管，推动创投基金健康发展。一是强化风险源头管控，明确创投基金从

业条件和责任主体，对创投出资人、管理人行为合规提出要求。二是完善行业自律机制，对行业乱象及时进行清理、整顿，依法保护投资者合法权益。三是监管资金与项目性质风险匹配、时间匹配，降低创投基金错配风险。四是严肃查处私募基金宣扬保本收益率等非标行为，防范股权投资风险及系统性风险。此外，鼓励理财信贷、保险资金、信托、养老金等多元化的长期稳定资金加强支持创投基金募资，但坚决杜绝影子银行等非标风险复燃。同时强化担保功能和保险支持，鼓励开展科技保险和科技担保业务，为科技创新企业获取创投基金融资提供风险保障。

专题三：绿色金融助力新质生产力发展的战略思考

发展新质生产力是国家经济转型与深化改革的关键，也是金融机构支持国家战略的重要切入点。新质生产力以技术突破、生产要素创新和产业升级为驱动力，具有高科技、高效能、高质量的特点，体现为生产力的全方位升级。新质生产力涵盖的领域广泛，技术创新、绿色经济、普惠共享和数字化转型都是新质生产力重要的组成部分。因此，金融“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）与新质生产力发展紧密相关。其中，绿色金融具有国际化合作的特征，涉及跨国投融资和技术创新。绿色金融可以与科技金融、数字金融和普惠金融联动，支持新能源汽车、氢能、新材料等新兴产业发展和产业链升级，促进数字科技在绿色金融领域的创新和应用，以及支持中小企业的绿色转型，从多个层面支持新质生产力发展。

（一）绿色金融与新质生产力的关系

绿色金融能够有效支持新能源汽车、氢能和新材料等与绿色技术相关的新兴产业的发展。这些产业是新质生产力的重要组成部分。金融机构可以通过绿色贷款、绿色债券以及可持续发展挂钩债券等金融工具，为相关企业提供资金支持，帮助其在绿色技术的研发与应用上取得突破，从而推动技术创新与升级，

助力新质生产力的整体发展。大量研究表明，绿色金融对绿色技术与生产力的提升具有显著作用¹²。绿色金融扩大了可再生能源、能效提升和绿色基建等技术的应用范围，并且在气候风险管理中发挥着愈发重要的作用¹³。随着绿色金融相关法规的不断完善，可再生能源技术的发展有望推动更广泛的生产力提升。

绿色金融可以支持新能源相关产业链的全球布局，推动产业链的优化升级。

绿色金融可以支持绿色产业链的建设，包括生产、物流、消费等各个环节，形成一个完整的绿色产业生态系统，推动传统产业的绿色转型，提升整体生产力。绿色金融可以为中国企业在海外的发展提供助力，构建全球化的产业链和供应链，打造有国际影响力的“中国制造”品牌。目前中国企业计划在欧非地区建立更多工厂以构建电动车的全球产业链，绿色金融可以为中国的全球产业链布局提供支持。2022年9月，蔚来汽车在匈牙利建设首个海外工厂。2024年1月，比亚迪新能源汽车生产基地落户匈牙利塞格德市，这是该公司的第一座欧洲工厂，投资约5亿欧元。目前西班牙和意大利都在争取中国车企在当地建厂。西班牙于2020年推出37亿欧元吸引电动汽车和电池厂计划。中国远景集团已经根据该政策获得3亿欧元补助，用于建设一座价值25亿欧元的电池厂。意大利推出60亿欧元国家汽车基金，为消费者和汽车制造商提供激励措施。根据路透社报道，目前奇瑞和东风汽车正在与意大利政府谈判在当地建立工厂¹⁴。此外，中国企业计划在摩洛哥建立一条面向欧洲电动汽车市场的电池供应链。2024年6月，摩洛哥政府与国轩高科签署了一项价值13亿美元的协议，将建设一座电动车电池超级工厂¹⁵。2023年9月，中伟股份与私募基金Al Mada达成战略合作，投资200亿摩洛哥迪拉姆（约20亿美元）建设大型电池生产基地。

¹² Rabindra Nepal, Yang Liu, Jianda Wang, Kangyin Dong, How does green finance promote renewable energy technology innovation? A quasi-natural experiment perspective, Energy Economics, Volume 134, 2024, 107576, <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2024.107576>

¹³ Nadia Arfaoui, Muhammad Abubakr Naeem, Teja Maherzi, Umar Nawaz Kayani, Can green investment funds hedge climate risk?, Finance Research Letters, Volume 60, 2024, 104961, <https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.104961>

¹⁴ Reuters. European nations compete for Chinese EV factories, jobs even as EU weighs tariffs [EB/OL] <https://www.reuters.com/business/autos-transportation/european-nations-compete-chinese-ev-factories-jobs-even-eu-weighs-tariffs-2024-06-10/>

¹⁵ Reuters. China's Gotion High Tech to set up \$1.3 billion EV battery gigafactory in Morocco 【EB/OL】 <https://www.reuters.com/business/autos-transportation/chinas-gotion-high-tech-set-up-13-billion-ev-battery-gigafactory-morocco-2024-06-06/>

绿色金融与数字金融的创新相辅相成，两者的融合正加速推动全球可持续发展转型。数字金融通过人工智能（AI）、区块链和大数据等新兴技术，为绿色金融提供了技术支持和创新模式，不仅提升了绿色项目的融资效率，还降低了洗绿风险，增强了金融市场的透明度。已有研究表明，绿色数字金融（Green Digital Finance）能够有效促进可持续发展，数字经济与市场一体化正在推动技术发展¹⁶。与传统金融相比，绿色数字金融不仅降低了融资成本，还能够更精准地引导资金流向绿色项目，进而促进技术创新和传播。数字技术使得数据处理更加高效、精准，为金融决策提供了有力支持。此外，绿色数字金融还促进了企业与金融机构之间的合作与信息共享，降低了资源匹配的成本，并提高了交易透明度。

绿色金融和数字金融的融合正在引领未来数字经济的发展。各国政府和金融机构的创新实践表明，绿色金融与数字经济的结合不仅是推动可持续发展的动力，更是推动新质生产力发展的关键引擎。AI 在推动绿色金融和数字经济发展方面展现出了巨大潜力。金融机构可以借助 AI 技术更高效地识别符合绿色金融标准的项目，从而提升绿色项目融资的精准性。各国政府已经在绿色金融领域积极应用 AI 技术。欧洲央行已经开始利用 AI 技术来提高金融系统应对气候风险的能力。2024 年 3 月，德国中央银行宣布推出 Gaia AI 项目，用于分析金融系统中的气候相关风险¹⁷。该项目由国际清算银行（BIS）、德国联邦银行（央行）、西班牙银行和欧洲央行共同开发。Gaia AI 能够自动提取企业公开的气候相关指标，从而提高气候风险评估的效率和透明度。

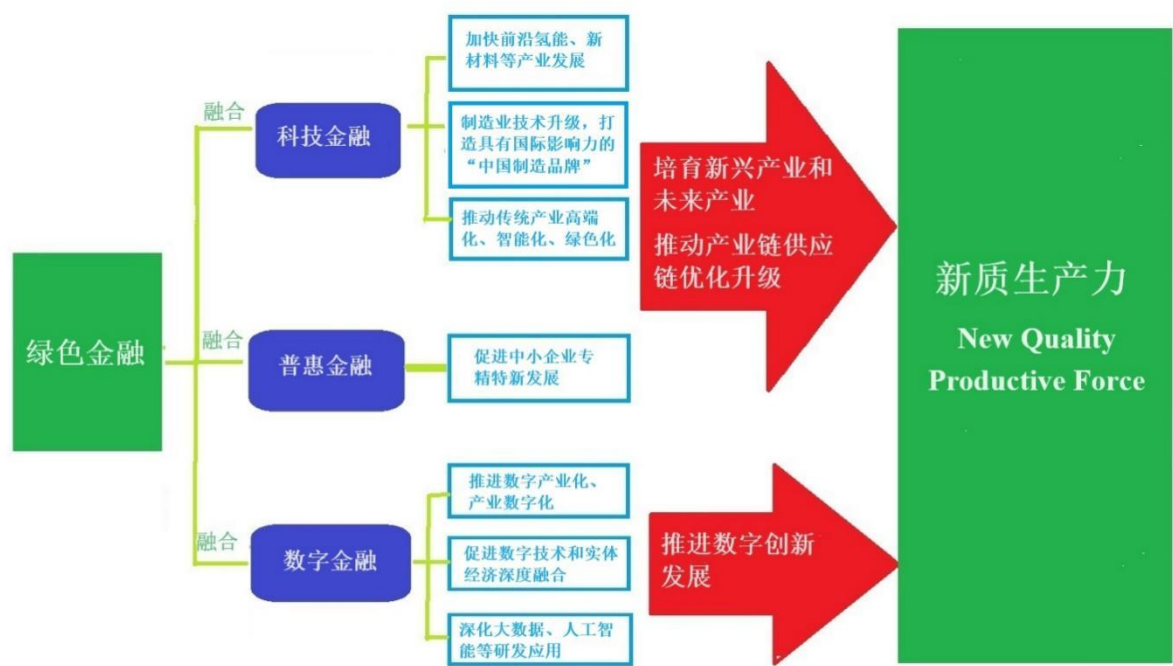
绿色金融可以与普惠金融结合，提升社会经济的包容性，推动实体经济和金融行业的可持续发展。社会因素在绿色金融中占据重要地位。气候变化、实体经济、金融风险以及金融包容性之间存在着密切的内在联系。气候变化可能

¹⁶ Tan, X., Cheng, S. & Liu, Y. Green digital finance and technology diffusion. *Humanit Soc Sci Commun* 11, 389 (2024). <https://doi.org/10.1057/s41599-024-02902-z>

¹⁷ Deutsche Bundesbank. Project Gaia enables climate risk analysis using artificial intelligence [EB/OL]. <https://www.bundesbank.de/en/press/press-releases/project-gaia-enables-climate-risk-analysis-using-artificial-intelligence--927886>

导致银行不良贷款增加、金融资产贬值以及保险公司损失扩大，从而使中小企业和家庭面临更大的融资难题。为应对这些挑战，世界银行建议政策制定者将普惠绿色金融（inclusive green finance）理念融入绿色金融发展战略¹⁸。具体建议包括：建立绿色信贷担保计划，以帮助中小企业获得绿色融资；开发气候保险，为弱势群体提供保障；将金融包容性因素纳入气候风险管理、披露和监管框架；以及将普惠绿色金融理念纳入金融监管机构的能力建设计划。约旦中央银行计划在最近发布的 2023-2028 年绿色金融战略中实施这些建议，该战略是在世界银行支持下制定的。

图 37：绿色金融助力新质生产力发展逻辑关系图



资料来源：中国银行伦敦研究中心

¹⁸ World Bank. Driving a virtuous cycle of inclusive green finance [EB/OL] <https://blogs.worldbank.org/en/psd/driving-a-virtuous-cycle-of-inclusive-green-finance>

（二）金融机构助力生产力发展的创新实践

国际银行已采取一系列措施支持绿色技术创新和产业链升级。2024年1月，渣打银行宣布担任瑞典电池制造商 Northvolt 50 亿美元绿色贷款的牵头行，该项目融资将用于扩建位于瑞典北部的锂离子电池超级工厂¹⁹。这笔银团贷款符合绿色贷款原则，是迄今为止欧洲电池工厂最大规模的融资。该项目旨在建立一个垂直一体化（vertically integrated）的欧洲电池供应链，这在欧洲尚属首次。垂直一体化是企业将生产与原料供应结合在一起的战略。该项目的目标是完全使用可再生能源，并通过大规模回收旧电池来生产绿色电池。回收旧电池并提取金属元素来制造电池的碳足迹比通过采矿提取原材料的碳足迹低 70%。该超级工厂一旦全面投入运营，每年预计能为 100 万辆电动汽车提供电池。

2024年5月，日本三菱日联宣布为法国企业 Verkor 提供 13 亿欧元绿色贷款，用于建设电动车电池超级工厂²⁰。该超级工厂位于法国敦刻尔克，将于 2025 年投入运营，初始产能为 16GWh/年。2022 年 10 月，法国巴黎银行作为牵头行为吉利汽车提供了 4 亿美元绿色贷款，期限为三年²¹。这是中资车企首笔境外可持续俱乐部贷款。绿色贷款募集资金的将用于清洁能源技术和新车型研发，以及生产和分销。2024 年 2 月，汇丰银行和谷歌宣布建立合作伙伴关系，为气候技术公司提供融资²²。汇丰将与谷歌的 Google Cloud Ready-Sustainability 项目联动，为通过谷歌尽职调查的气候技术企业提供融资。

国际银行正在积极推动数字科技在绿色金融领域的应用，以促进数字金融与绿色金融的融合。2023 年 5 月，汇丰银行宣布推出由 AI 技术支持的 ESG 指

¹⁹ Standard Chartered. Standard Chartered announces USD5 billion Green Loan financing for gigafactory in Europe [EB/OL]. <https://www.sc.com/uk/2024/01/22/standard-chartered-announces-usd5-billion-green-loan-financing-for-gigafactory-in-europe/>

²⁰ Mitsubishi UFJ Financial Group MUFG EMEA supports Verkor with financing for their first gigafactory [EB/OL]. <https://www.mufgemea.com/media/mufg-emea-supports-verkor-with-financing-for-their-first-gigafactory/>

²¹ BNP Paribas. Leading the automotive club: Geely Auto's global green loan.[EB/OL] <https://cib.bnpparibas/leading-the-automotive-club-geely-autos-global-green-loan/>

²² Reuters. HSBC partners with Google to hit \$1 bln climate tech finance goal [EB/OL]. <https://www.reuters.com/technology/hsbc-partners-with-google-hit-1-bln-climate-tech-finance-goal-2024-02-08/>

数²³。这一创新指数旨在用于衡量公司在 ESG 方面的业务表现并预测潜在的财务业绩和机遇。汇丰 ESG 指数以数据提供商 ESG Book 的数据为基础，旨在追踪全球公司 1000 多只高流动性股票的表现。

此外，区块链技术在绿色金融领域的应用不断扩大，为绿色项目融资提供了更安全、高效和透明的途径。2023 年 6 月，欧洲投资银行发行了全球首笔基于区块链技术的数字气候意识债券²⁴。区块链技术的引入不仅增加了金融交易的安全性，还通过分布式账本技术提高了绿色债券的透明度和可追溯性，从而促进了更多的资金流向低碳项目。

中国已经开始将数字科技用于绿色债券发行，通过数字化赋能绿色金融。2024 年 2 月，香港金融管理局成功发行总值约 60 亿港元的数字绿色债券(Digital Green Bonds)，包括人民币、港元、美元和欧元 4 种货币，这是全球首次多币种数字债券发行²⁵。这笔数字绿色债券利用香港金融管理局的 CMU 清算结算系统，使用汇丰区块链债券代币化平台 HSBC Orionzuo 作为数字资产平台，国际投资者可以选择使用欧洲清算银行或者德交所旗下明讯银行参与债券买卖。汇丰银行、中国银行（香港）、东方汇理银行、高盛亚洲、工银亚洲、瑞银等金融机构参与了本次发行的筹备工作。此次绿色债券发行体现了绿色金融与数字金融的紧密融合。数字化赋能绿色金融，不仅提高了交易透明度，还能更高效地完成资源配置，增强融资效率和可靠性。

国际银行已推出一系列举措支持绿色金融普惠发展。2024 年 5 月，汇丰英国宣布与碳排放管理公司 Greenly 合作，为中小企业客户提供碳排放计算器²⁶。这项服务为小企业提供了可审计的温室气体（GHG）协议合规报告，可用于科

²³ HSBC. HSBC QIS Index Overview [EB/OL]. <https://indices.gbm.hsbc.com/indices/HSIEAIEI>

²⁴ European Investment Bank. EIB issues its first ever digital Climate Awareness Bond and Swedish Krona transaction [EB/OL] <https://www.eib.org/en/investor-relations/press/all/fi-2023-09-eib-sek-digital-bond-due-2025>

²⁵ 香港金融管理局. HKSAR Government's Digital Green Bonds Offering [EB/OL] <https://www.hkma.gov.hk/eng/news-and-media/press-releases/2024/02/20240207-6/>

²⁶ HSBC UK. HSBC UK launches carbon calculator to help SME clients track and measure their carbon footprint [EB/OL] <https://www.about.hsbc.co.uk/news-and-media/hsbc-uk-launches-carbon-calculator-to-help-sme-clients-track>

学碳目标倡议（SBTi 和企业可持续发展报告指令（CSRD）报告。汇丰英国还推出针对中小型企业的可持续发展追踪系统²⁷。这项免费工具可以帮助中小企业评估当前的可持续发展情况，改善企业的 ESG 信息披露质量，并提供可行的改进指导。2024 年 8 月，渣打银行宣布为企业银行客户推出 ESG 挂钩现金账户，鼓励企业实现重大 ESG 相关目标²⁸。ESG 挂钩现金账户将客户的 ESG 表现与现金账户的信用余额利率和费用挂钩。所选的关键绩效指标必须与客户的重要业务相关，且具有挑战性，并基于外部基准、同业标准以及客户的历史表现。

（三）政策建议

结合经济转型目标与现有实践，中国政府和金融机构可通过绿色金融推动新质生产力的发展。在国家层面，政府应制定和完善支持绿色金融发展的政策框架，建立明确的绿色标准和绿色认证机制，为绿色项目、企业和金融产品提供指导。通过税收优惠、补贴、风险补偿等激励措施，鼓励金融机构加大对绿色产业的投资和融资力度，特别是支持新质生产力相关的技术创新和产业升级。政府还可以通过设立绿色发展基金、发行绿色债券等形式，为绿色项目提供长期、低成本的融资渠道，促进可持续发展。

政府应将绿色金融与产业政策紧密结合，特别是在战略性新兴产业和绿色技术领域。通过绿色金融支持，推动高科技、新能源、绿色建筑、智能制造等领域的产业升级。政策导向可以鼓励金融机构向绿色技术、清洁能源、循环经济等高潜力行业倾斜资金配置，促进新质生产力在实体经济中的落地，推动产业结构的绿色转型。

政府可以推动建立健全绿色金融的基础设施，如绿色项目数据库、碳足迹评估体系、绿色金融信息披露平台等。这些基础设施能够提高金融市场透明度，减少信息不对称，增强投资者对绿色项目的信心。政府应鼓励使用数字科技（如

²⁷ HSBC. HSBC Sustainability Tracker [EB/OL]. <https://www.business.hsbc.uk/en-gb/solutions/sustainability-tracker>

²⁸ Standard Chartered. Standard Chartered launches ESG-linked Cash Account [EB/OL]. <https://www.sc.com/en/press-release/standard-chartered-launches-esg-linked-cash-account/>

大数据、AI、区块链等）来提升绿色金融项目的透明度和风险管理能力，使绿色金融服务更加高效和可靠。

政府可以通过深化国际合作，吸引全球资本进入国内绿色金融市场，推动绿色金融的国际化发展。通过参与全球绿色金融标准的制定、签订绿色金融合作协议、推动跨境绿色债券和绿色基金的发行等方式，利用国际资本的力量支持国内新质生产力的发展。同时，国家可以通过引导主权财富基金、养老金、保险基金等长期资本参与绿色项目的投资，形成稳定的资金来源。

政府可以通过普惠绿色金融政策，推广绿色金融的覆盖面，使中小企业、低收入群体等更广泛地受益。通过普惠绿色信贷、绿色保险、碳减排贷款等方式，为这些群体提供融资支持，帮助他们参与到绿色产业链中，提升整体生产力和经济包容性，实现更加公平和可持续的发展。

政府应鼓励金融机构创新绿色金融工具，开发更加丰富的金融产品和服务，如绿色贷款、绿色债券、可持续发展挂钩贷款等，推动金融资源向绿色技术、绿色能源和环保企业倾斜。通过创新金融工具，支持新质生产力的发展，推动绿色技术的商业化应用，加快低碳经济的转型步伐。

在中资银行层面，银行可以通过一系列绿色金融创新举措，支持新质生产力发展以及中国企业的全球产业链布局。通过融合绿色金融与科技金融，银行可以推出专门针对新兴绿色技术和产业的绿色贷款和绿色债券，支持新能源汽车、新材料和氢能等新质生产力重点领域。通过创新绿色金融产品，企业可以获得低成本的融资，促进其技术升级和产业链整合。中资银行可以借鉴国际同业银行的成功经验，发行符合国际绿色债券原则的债券，募集资金用于支持新质生产力相关项目和中国企业的海外供应链升级。银行可以推出与企业 ESG 目标挂钩的可持续发展债券。通过将绩效与企业的减排目标、能效提升、绿色技术研发挂钩，银行可以给予实现 ESG 目标的企业相应的利率优惠，激励企业持

续进行绿色技术创新。

通过融合绿色金融与数字金融，中资银行可以借助 AI 和大数据技术，提升绿色金融产品的风控和决策能力。AI 可以用于绿色项目的风险评估和预测，如分析新能源汽车制造项目的市场前景、技术成熟度、环境影响等因素。同时，大数据分析有助于筛选出具备高潜力的新质生产力项目，并通过算法优化融资方案，提高资金使用效率。银行可以参考香港金管局的实践引入基于区块链的绿色债券发行，通过分布式账本技术提高债券交易的透明度和安全性，确保资金的用途和环境效益。中资银行可以开发数字化绿色债券和贷款发行平台，使绿色金融产品的申请、审核、发行和交易过程更加高效、便捷。

通过融合绿色金融与普惠金融，中资银行可以推出针对中小企业的普惠绿色金融产品，降低中小企业的融资门槛，扩大绿色融资的覆盖面。银行可以开发线上绿色金融服务平台，帮助中小企业更便捷地获得绿色金融知识和培训，提升企业的绿色转型能力。

绿色金融不仅是实现可持续经济转型的重要工具，也是推动新质生产力发展的关键支柱。通过政策引导、金融创新、国际合作等多维度措施，绿色金融可以为技术创新、产业升级、碳中和目标的实现提供强大的金融支持，助力国家在全球绿色经济转型中占据领先地位。

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