

# 中国经济金融展望报告

2023 年第 4 季度（总第 56 期）

报告日期：2023 年 10 月 8 日

## 要点

- 2023 年三季度，中国面临的外部环境压力不减，外需总体回落。国内经济持续恢复，经济企稳趋势初显，服务消费持续强劲复苏，产业结构不断升级，但中国经济恢复向好的基础仍待加固，短期内总需求不足问题仍然突出。预计三季度 GDP 增长 4.4% 左右，较上半年低 1.1 个百分点左右。
- 展望四季度，外部环境仍面临较大不确定性。前期出台的一系列稳增长政策继续显效，根据形势变化有针对性的储备性政策有望及时出台实施，服务消费潜力继续释放，基建投资有望提速，高技术和民间制造业将支撑制造业投资较快增长，经济内生增长动力将有所增强。加之上年同期基数较低，预计四季度 GDP 增长 5.7% 左右，全年增长 5.2% 左右，能够实现全年预期目标。
- 当前，世界政经局势错综复杂，中国经济稳增长、调结构和促改革的任务依然艰巨，未来需要更好地在发展中解决问题、应对挑战，要把培育和增强经济内生增长动力作为政策主要着力点。一方面要有效引导和管理市场预期，加强与市场沟通，持续优化营商环境，稳定市场主体信心和预期，做好重点领域风险化解工作。另一方面，要发挥好国内超大规模市场作用，持续扩大有效需求，激发社会资本活力，推动产业转型升级。

三季度中国经济持续恢复



资料来源：中国银行研究院

## 中国银行研究院 中国经济金融研究课题组

组长：陈卫东

副组长：周景彤

成员：李佩珈

梁婧

赵廷辰

范若滢

梁斯

叶银丹

刘晨

吴丹

邱亦霖

刘佩忠

王静

平婧

冯崑崑（澳门金融研究院）

联系人：范若滢

电话：010-66592780

邮件：fanruoying@qq.com



## 经济企稳回升趋势初现，政策需着力内生增长动力

——中国银行中国经济金融展望报告（2023 年第 4 季度）

2023 年三季度，全球政经格局持续演化，世界经济增长和货币政策操作分化明显，中国经济面临的外部环境总体趋紧，国际市场需求减弱。国内经济持续恢复，经济筑底企稳苗头初现，服务业供需两旺，产业结构不断升级，但中国经济恢复向好的基础仍待加固，短期内总需求不足问题仍然突出。预计三季度 GDP 增长 4.4%左右，较上半年低 1.1 个百分点左右。展望四季度，外部环境仍面临较大的不确定性。前期出台的一系列稳增长政策继续显效，根据形势变化有针对性的储备性政策有望及时出台实施，服务消费潜力继续释放，基建投资有望提速，高技术和民间制造业将支撑制造业投资平稳增长，经济内生增长动力将有所增强。加之上年同期基数较低，预计四季度 GDP 增长 5.7%左右，全年增长 5.2%左右。当前，世界政经形势错综复杂，中国经济稳增长、调结构和促改革的任务依然艰巨，未来需要更好地在发展中解决问题、应对挑战，要把培育和增强经济内生增长动力作为政策主要着力点。一方面要有效引导和管理市场预期，加强与市场沟通，持续优化营商环境，稳定市场主体信心和预期，做好重点领域风险化解工作。另一方面，发挥好国内超大规模市场作用，持续扩大有效需求，激发社会资本活力，推动产业转型升级。

### 一、2023 年三季度经济形势回顾与四季度展望

#### （一）2023 年三季度经济形势回顾

三季度，中国经济面临的外部环境依然复杂多变，主要经济体通胀下行但仍处高位，欧、美等主要经济体央行继续加息但节奏放慢，全球流动性继续收紧，国际贸易投资壁垒仍在增加，全球经济增长承压，外部需求总体回落。国

内经济结构性亮点与总量增长压力并存。一方面，服务消费持续强劲复苏，推动服务业较快增长，助力就业改善、经济恢复。产业延续升级态势，创新、绿色等领域生产和投资保持较快增长。另一方面，经济结构性矛盾和周期性问题的交织，房地产市场持续下行，市场主体信心和预期不佳，强降雨等极端天气对经济运行带来短期扰动，总需求不足问题仍较突出。7月以来，宏观政策逆周期调节力度进一步加大，财政、货币、产业等各项稳增长政策陆续出台，经济筑底企稳趋势初现。8月份，新增社会融资和信贷规模比上月显著回升，消费、工业、制造业投资等指标增速均较上月有所加快，华为 Mate 60 系列上市引发国内外广泛关注，市场主体信心有所改善。预计三季度 GDP 增长 4.4%左右，较上半年低 1.1 个百分点左右。

## 1. 结构性亮点突出

**亮点一：服务业供需两旺成为疫后经济持续恢复的重要支撑。**2023 年以来，中国服务业发展景气维持高位。1-8 月，服务业生产指数累计增长 8.1%，较上年同期快 8.1 个百分点；服务零售额<sup>1</sup>同比增长 19.4%，明显高于社会消费品零售额增速（7%）。上半年，第三产业对 GDP 的贡献率达 66.1%，较上年同期大幅提升了 25.5 个百分点，不仅高于疫情期间水平（2020-2022 年平均贡献率为 47.6%），而且也高于疫情前水平（2017-2019 年平均贡献率为 62%）。

**分结构看：一是旅游出行强劲复苏。**8 月份民航旅客运输量达 6394 万人次，同比增长 98%，超过了 2019 年同期水平（图 1）。携程业绩报告显示，公司第二季度净营业收入和净利润分别为 112 亿元和 6.48 亿元，同比增速分别达 180% 和 1407%。**二是餐饮市场稳步修复。**1-8 月全国餐饮收入累计增长 19.4%。**三是电影市场全面复苏。**据灯塔专业版数据，暑期档总观影人次超 5.02 亿，总票房达 204.95 亿元，双双打破中国影史暑期档最高纪录。并且，暑期档高品质国产

<sup>1</sup> 服务零售额主要是指企业（产业活动单位、个体户）以交易形式直接提供给个人和其他单位非生产、非经营用的服务价值的总和，旨在反映服务提供方以货币形式销售的属于消费的服务价值，包括交通、住宿、餐饮、教育、卫生、体育、娱乐等领域服务活动的零售额。

影片频频出圈，实现口碑与票房双丰收，电影品质与市场热度相互加持，共有4部影片<sup>2</sup>票房均超过20亿元。四是演出市场表现火热。中国演出行业协会数据显示，2023年前7个月演出市场票房收入已超过疫情前水平（图2），其中暑期票房收入共102.77亿元，观演人数3256.19万人次，分别同比增长792.41%和806.7%。在带来门票收入的同时，演出对旅游、餐饮等领域消费产生很大拉动作用。例如，7月周杰伦海口演唱会共吸引15.46万人次游客入场，实现旅游收入9.76亿元（表1）。

进一步分析原因，供需两端共同发力推动服务市场回暖。从需求端来看，由于疫情阴霾消散，前期积压的服务消费需求进一步释放。同时，消费者结构发生变化，新一代年轻消费群体崛起与壮大，其对文旅、餐饮等消费领域的热情更高，也推升了服务消费需求。根据京东消费及产业发展研究院数据，35岁以下年龄段人群在服务消费中的占比更高，其中16-25岁年龄段人群在服务消费中的占比要高于其在所有消费中的占比3.9个百分点。从供给端来看，服务品质的提升与创新，催生了大量服务消费新业态、新热点。例如，暑假学生“研学游”热度大幅攀升，不同地区旅行社根据当地特色推出文化、爱国等研学路线。携程网数据显示，2023年暑期研学旅游产品订单量同比增长超30倍，博物馆订单量同比增长232%；在飞猪平台上“研学游”搜索量同比增长超2.3倍。有条件景区不断升级露营配套设施和服务，进一步激发“露营游”市场活力。9月初，瑞幸咖啡与贵州茅台推出联名咖啡“酱香拿铁”，引爆社交朋友圈。新品仅推出第一天，就卖出了542万杯，销售额突破1亿元。

<sup>2</sup> 分别为《消失的她》《八角笼中》《封神第一部》和《孤注一掷》。

图 1：旅客周转量趋势

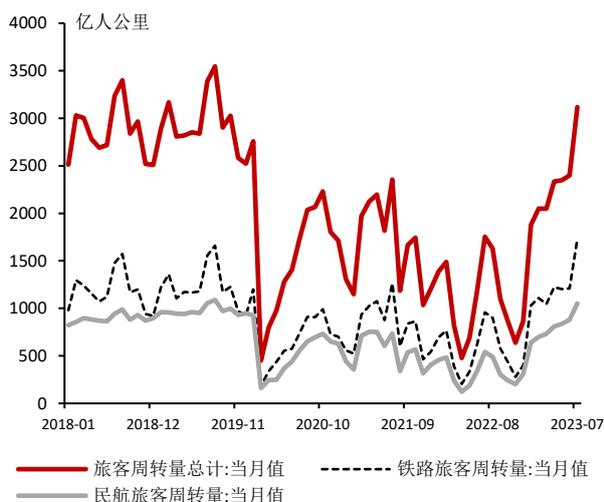
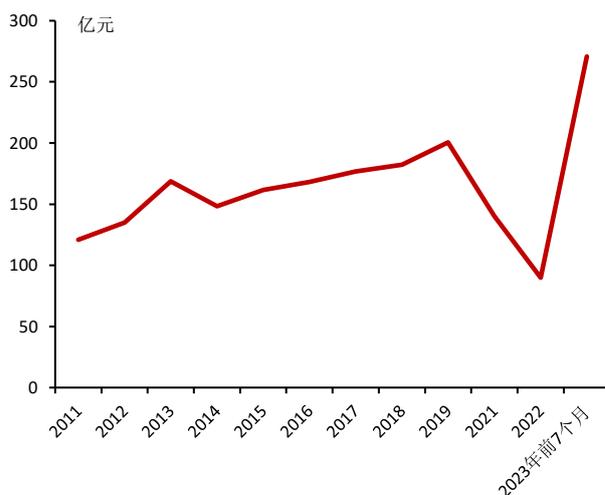


图 2：演出市场票房收入情况



资料来源：Wind，中国民用航空局，中国演出行业协会，中国银行研究院

表 1：部分演唱会带动消费情况

演唱会	吸引游客 (万人次)	实现旅游收入 (亿元)
周杰伦海口演唱会	15.46 (60%以上是外地观众)	9.76
TFBOYS 西安演唱会	11.8 (83%是外地观众)	4.16
周杰伦呼和浩特演唱会	18.4 (80%以上是外地观众)	28.8
薛之谦衢州演唱会	5.6 (85%是外地观众)	1.24 (拉动 6.9 亿元间接消费)

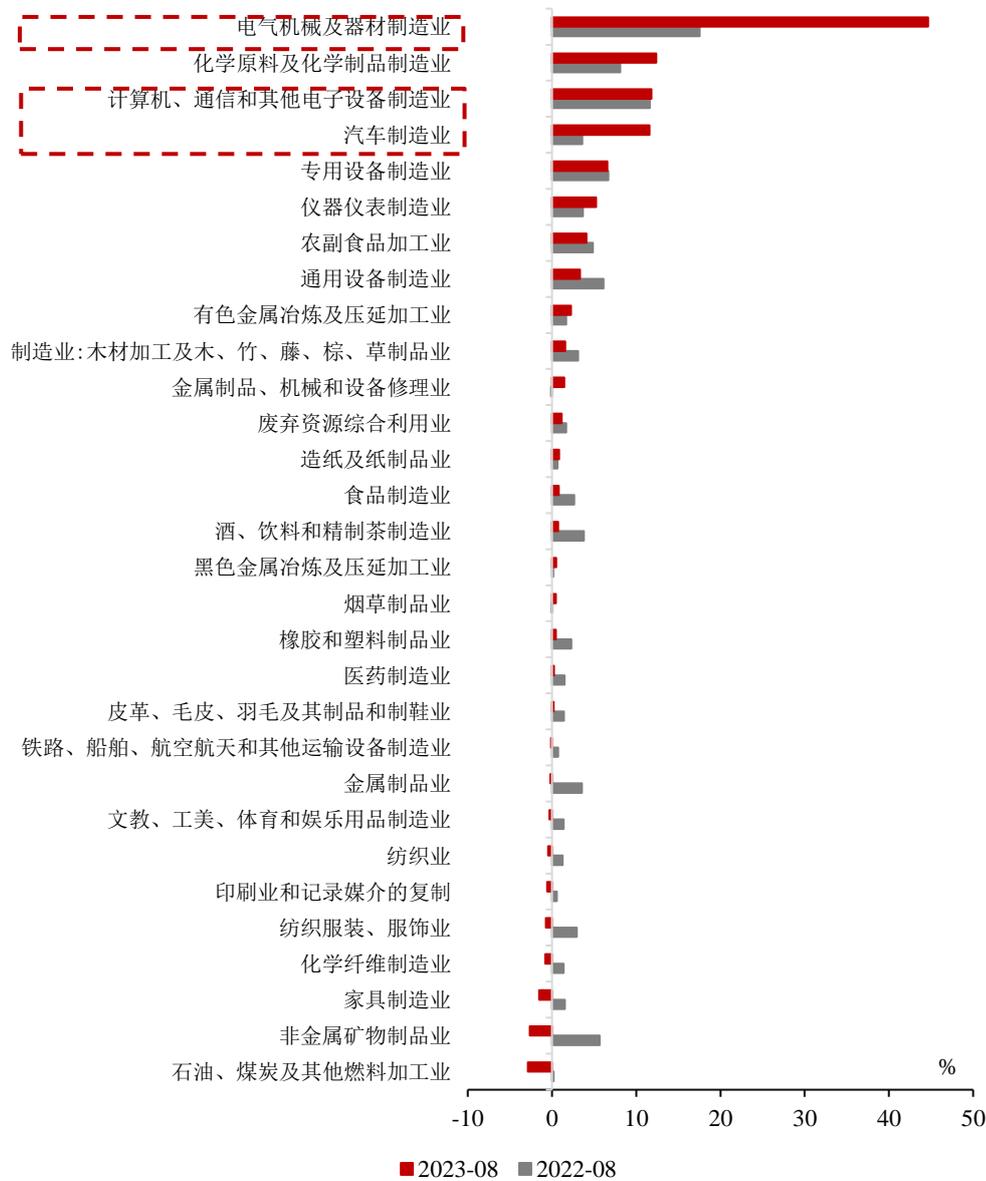
资料来源：根据公开资料整理，中国银行研究院

**亮点二：新动能领域投资端和生产端均保持较快增长。**随着制造业高端化、绿色化、智能化水平不断提高，信息技术、新能源以及高端装备等高技术产业对制造业投资、生产的驱动作用日益突出。一是高技术产业投资动力强劲。1-8月，中国高技术产业投资累计同比增长 11.3%。其中高技术制造业和高技术服务业投资分别增长 11.2%和 11.5%，分别较制造业和服务业投资增速高 5.3 个和 10.3 个百分点。二是装备制造业带动能力提升。1-8 月，汽车制造业、电气机械及器材制造业、计算机通讯和其他电子设备制造业<sup>3</sup>投资对整体制造业投资贡献率合计达到 68.6%，较上年同期（29.2%）明显提升（图 3）；装备制造业增加

<sup>3</sup> 汽车制造业中包含电车制造等新能源汽车产业链制造业。电气机械和器材制造业中包含电机制造、输配电设备制造、光伏设备制造以及电池制造等新能源产业链相关制造业。计算机、通信和其他电子设备制造业中包含计算机制造、半导体制造以及电子元件制造等信息技术和高端制造产业链相关制造业。

值累计同比增长 6%，较规模以上工业企业增加值增速快 2.1 个百分点，其中汽车制造业（11.7%）、电气机械制造业（14.5%）延续较快增长态势（图 4）。三是民间制造业投资保持较快增长。新能源和数字经济两大产业链驱动民间制造业投资增长快于整体制造业投资。1-8 月，民间制造业投资累计同比增长 8.7%，民间汽车制造业、电气机械及器材制造业、计算机通讯和其他电子设备制造业分别同比增长 19.3%、33.8%和 12%（图 5）。

图 3：各行业对制造业投资增长的贡献率



资料来源：Wind，中国银行研究院

图 4：各行业增加值同比增速

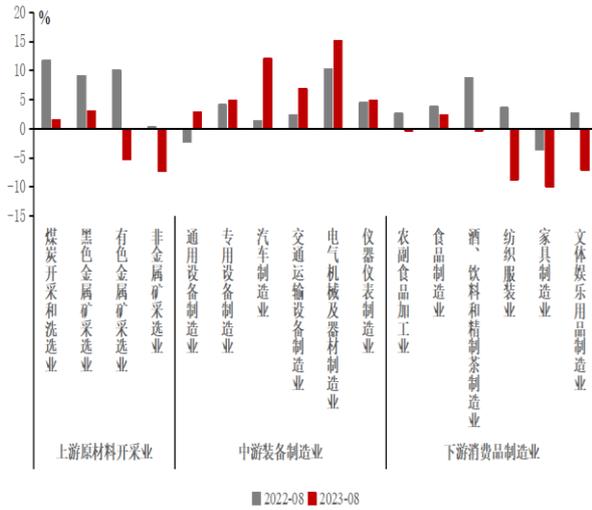
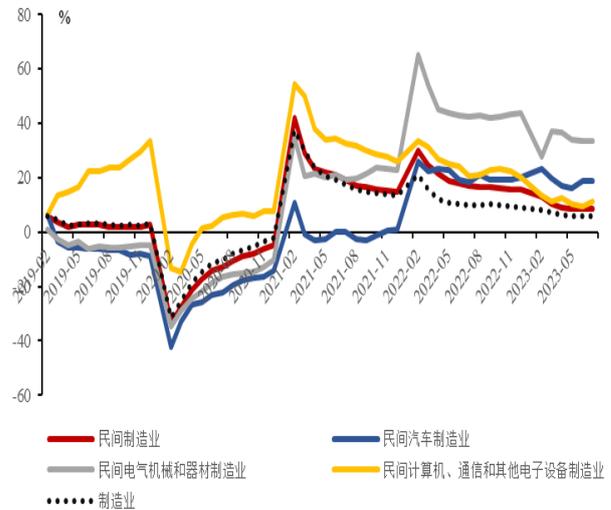


图 5：民间制造业投资增速



资料来源：Wind，中国银行研究院

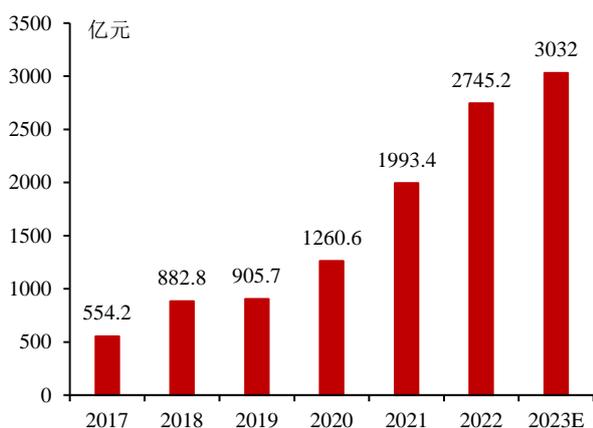
这主要得益于：一方面，产业政策推动先进制造业集群化发展。例如，为加快建设现代化产业体系，各地区积极推行“链长制”，统筹协调高端产业的土地、资金等要素聚集，形成以龙头企业为“链主”的较为完整的上下游产业链集群（表 2），提高了产业投资、生产的协同效应。另一方面，信息技术、新能源等领域需求持续增长。伴随人工智能、5G 通讯、物联网等新型应用场景拓展以及设备国产率提升，中国半导体设备市场规模逐年扩大（图 6）。近期华为推出的 Mate60 元件国产率达到 90%，麒麟 9000S 芯片标志着芯片产业链本土化的重大突破。半导体行业观察机构 TechInsights 预计到 2023 年年底，仅 Mate60 Pro 在中国出货量将超过 100 万部，超过之前 Mate 50Pro 机型。在绿色低碳转型背景下，中国新能源产业优势日益突出，新能源汽车、充电基础设施等市场需求快速增长（图 7）。但部分行业产能过剩潜在风险值得关注。近年来，汽车制造、电气机械及器材制造业等行业出现产能利用率下降而投资增速上升（图 8）。

**表 2：2023 年地方政府工作报告对“链长制”的表述**

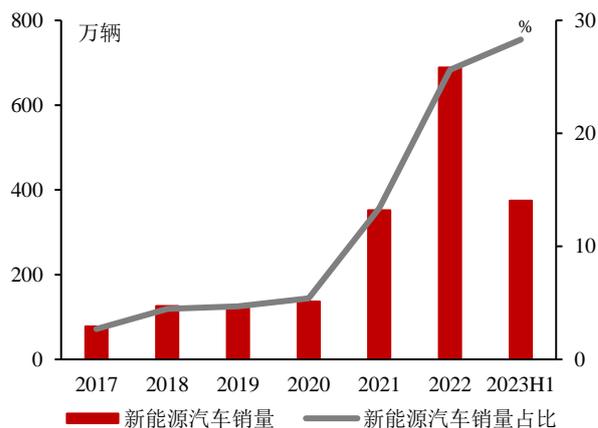
省区市	关于“链长制”相关表述
天津市	打好重点产业链攻坚战，建立“链长+链主”双牵引机制，吸引链主企业和高端产业要素加快聚集，培育一批具有牵引带动作用的链主企业。
山西省	加快打造高水平集聚平台。在继续推动链长制延链强链、做实做深，促进专业镇抱团发展、梯次培育的同时，重点打造四类平台。
内蒙古	聚焦优势产业、特色产业、支柱产业，深入实施延链补链强链行动，厅局长、盟市长、旗县长都要当好链长，全区一体推进重点产业链建设。
江西省	深入实施产业链链长制升级版，大力培育“链主”企业，促进延链补链强链和不同产业链协同，加快形成万亿级、五千亿级、千亿级“产业矩阵”。实施先进制造业集群提能升级、制造业基础再造、绿色制造提升、服务型制造优化升级等专项工程。
湖北省	完善“链长+链主+链创”推进机制，突破性发展光电子信息、新能源与智能网联汽车、生命健康、高端装备、北斗等 5 大优势产业，超前布局量子信息、类脑科学、元宇宙等未来产业，抢占产业制高点、塑造竞争新优势。
广东省	以“链长+链主制”为抓手，制定保障产业链供应链安全稳定“1+N”政策措施。全面提升当家产业优势，大力推进 20 个战略性产业集群建设。
陕西省	以链长制为抓手，以链群结合为路径，聚焦重点产业链开展延链补链强链行动，实施产业基础再造和重大技术装备攻关工程，打造一批具有较强竞争力的“链主”企业，规上工业增加值增长 7% 以上。
甘肃省	深入实施产业链链长制。加快园区主导产业发展，培育壮大特色产业集群。

资料来源：中国银行研究院

**图 6：中国半导体设备市场规模**



**图 7：中国新能源汽车销售规模**



资料来源：Wind，SEMI，中商产业研究院，中国银行研究院

**图 8：汽车制造业、电气机械和器材制造业投资增速及产能利用率**

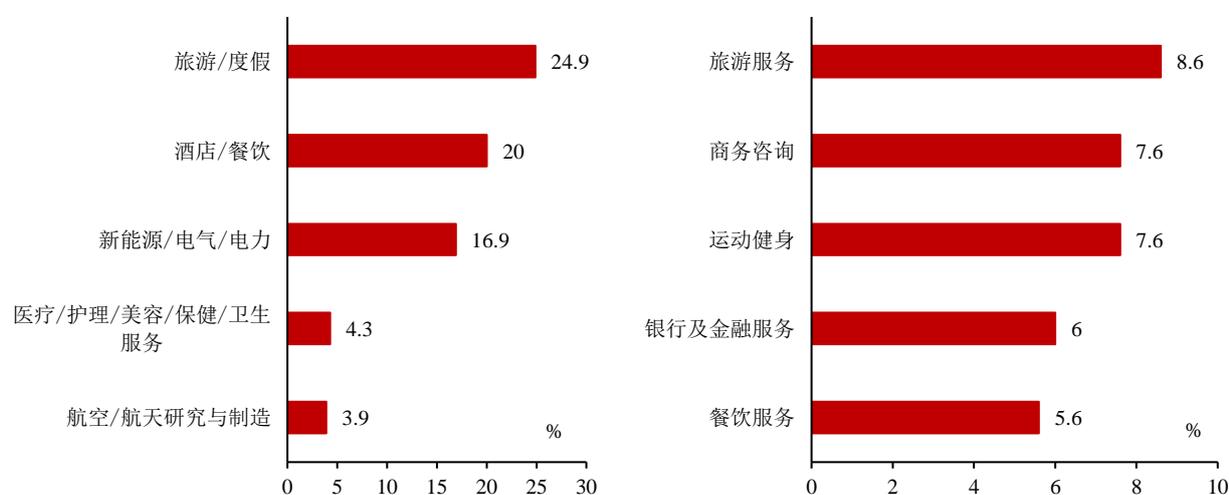

资料来源：Wind，中国银行研究院

**亮点三：就业形势总体稳定，服务业就业带动能力增强。**8月，全国城镇调查失业率为5.2%，较2023年2月峰值下降0.4个百分点。特别是就业在行业、方式以及重点人群等方面结构性亮点突出。一是服务业就业吸纳能力和薪酬水平提高。居民旅游出行、餐饮住宿等接触性、聚集性服务消费持续旺盛，线下实体经济活跃程度逐渐提升，带动生活性服务业用工需求和薪酬增加。智联招聘数据显示，二季度，旅游/度假、酒店/餐饮行业招聘职位数同比增速分别达到24.9%和20%，位居行业前列；旅游服务、运动健身等岗位整体招聘薪酬较上年同期上涨8.6%和7.6%（图9），快于上半年居民人均可支配收入增速（5.8%）。二是农民工群体就业总体稳定。从劳动力数量看，2023年上半年农村外出务工人数达到1.87亿人，同比增长3.2%，增速为2013年以来次高点<sup>4</sup>。从失业率看，2023年8月外来农业户籍人口城镇调查失业率较2023年2月峰值下降1.6个百分点至4.4%，较同期全国城镇调查失业率低0.8个百分点。其原因在于，农民工在第三产业就业比重达51.7%，主要集中于批发和零售业、交通运输仓储和邮政业、住宿餐饮业、居民服务修理和其他服务业等（图10），服务业就业吸纳能力增强扩大了农民工就业空间。三是灵活就业形式活跃。随着数字经济

<sup>4</sup> 2021年一季度，农村外出务工人员数同比增速在2020年低基数上达到42.1%。

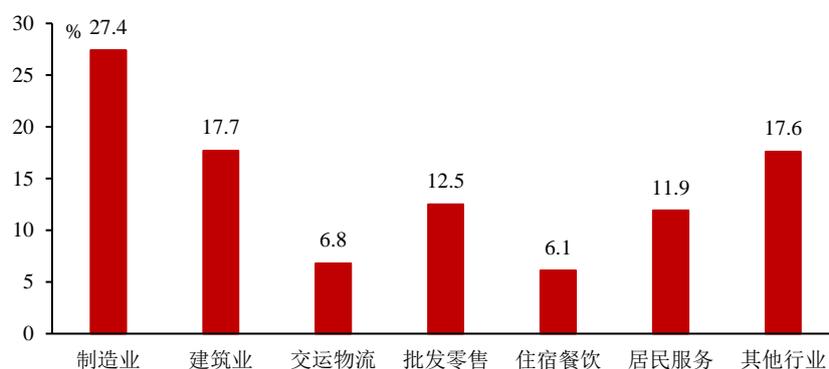
快速发展，新业态新模式不断涌现，电商平台、自媒体、直播、网约车司机、生活配送等灵活就业方式受到关注，起到了稳定就业的“蓄水池”作用。劳动力供给方面，灵活就业人数增多。智联招聘数据显示<sup>5</sup>，求职总人数中灵活就业求职者数量占比由2020年第一季度的18.6%上升至2023年第一季度的23.2%。劳动力需求方面，灵活用工市场规模扩大。根据艾瑞咨询测算，2023年中国灵活用工市场规模将增加至1.4万亿元，同比增长19.4%。

**图 9：2023 年二季度招聘职位数（左）及招聘薪资（右）同比增速行业排名**



资料来源：智联招聘，中国银行研究院

**图 10：2022 年中国农民工就业行业占比分布**



资料来源：Wind，中国银行研究院

<sup>5</sup> 引自《2023 中国新型灵活就业报告》，该数据体现了利用“智联招聘”投递简历总人数度量的灵活就业求职者规模变化情况。

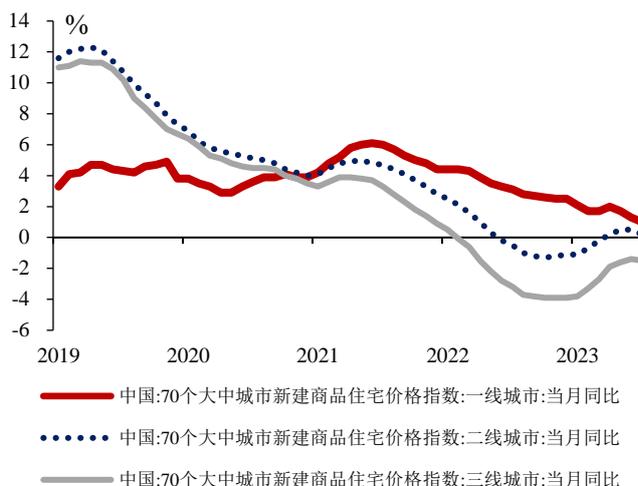
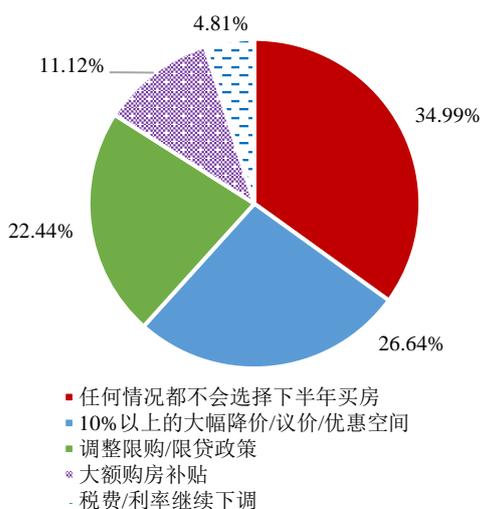
## 2. 总量增长压力依然较大

**压力一：房地产市场尚在筑底阶段，成为影响经济增长的主要拖累因素。**尽管三季度以来一系列稳楼市组合政策密集出台，但政策向市场传导存在时滞（专栏 1），房地产市场尚在探底过程中。1-8 月，房地产销售面积、销售额、投资额同比分别下降 7.1%、3.2%和 8.8%，跌幅较上半年分别扩大 1.8、4.3 和 0.9 个百分点。7、8 月，30 大中城市商品房成交面积分别同比下降 26.7%和 22.8%，100 大中城市土地成交面积分别同比下降 50.2%和 45.1%。据中指研究院数据，1-8 月 TOP100 房企销售总额同比下降 8.6%，降幅较 1-7 月进一步扩大 4 个百分点。

**需求端，居民预期整体偏弱，观望情绪较浓。**人民银行《2023 年第二季度城镇储户问卷调查报告》显示，预期三季度房价上涨和下降的居民占比分别为 15.9%和 16.5%，较上期调查分别下降 2.6 和上升 2.1 个百分点。未来三个月计划买房的居民占比 16.2%，较上期调查回落 1.3 个百分点。同时，居民预期仍然较弱。一方面，居民对楼市政策调整的敏感度整体偏弱。据乐居网调查数据<sup>6</sup>，表示无论政策如何调整都不会在下半年买房的购房者占比高达 35%（图 11）。居民加杠杆意愿依然疲弱。7、8 月，住户中长期贷款分别减少 672 亿元和增加 1602 亿元，同比多减 2158 亿元和少增 1056 亿元。另一方面，区域持续分化，三、四线城市居民观望情绪较浓。当前，三线城市房地产库存去化压力明显高于一、二线城市。据诸葛数据研究中心统计，2023 年上半年，全国 100 个典型城市新建商品住宅库存量中，三、四线城市占比达 62.8%，较上年同期提高 2.5 个百分点。与一、二线城市相比，三、四线城市房价持续下行（图 12），政策宽松空间相对有限，居民观望情绪更为明显。

<sup>6</sup> 该调查共覆盖 187 个城市的 6518 个有真实购房需求的用户，旨在研究购房者 2023 年度购房意愿和市场信心。

图 11：影响住户下半年购房决策的政策类型 图 12：新建商品住宅价格指数



资料来源：乐居网，Wind，中国银行研究院

供给端，保交楼工作稳步推进，但企业拿地意愿依然较弱。1-8月，全国房屋竣工面积同比增长19.2%，增幅较上半年和2022年同期分别扩大0.2和40.3个百分点。但是销售下滑制约短期现金流转，部分房企信用风险持续暴露，房企整体投资意愿不足，拿地节奏大幅放缓。1-8月，全国房屋新开工面积同比下降24.4%，降幅较上半年扩大0.1个百分点。1-8月，有近五成百强房企尚未拿地，且拿地企业主要集中在头部央国企，拿地区域以一、二线城市为主（表3）。

表 3：2023 年 1-8 月百强房企拿地 TOP 投资分布

新增土地价值排名	销售全口径排名	企业简称	拿地金额	一二线金额占比	拿地城市数量
1	4	华润置地	745.3	86%	19
2	1	保利发展	668.2	86%	24
3	2	万科地产	615.7	75%	15
4	8	建发房产	577.7	64%	32
5	9	绿城中国	572.0	88%	11
6	10	滨江集团	441.4	100%	11
7	3	中海地产	410.9	88%	8
8	5	招商蛇口	366.7	95%	13
9	12	越秀地产	319.6	100%	8
10	16	中国铁建	297.9	84%	15

资料来源：克而瑞，中国银行研究院

## 专栏 1：当前房地产企业面临的难点与政策诉求

2023 年以来，中国房地产市场持续调整，供求关系发生重大变化。7 月以来，多项利好政策落地。近期中国银行研究院对部分房企进行调研访谈，了解房地产市场最新情况、房地产企业经营面临的困难与政策诉求。

### （一）房地产企业经营面临的困难

**第一，房地产市场预期并未出现根本好转。一是提振市场信心的难度较大。**有企业表示，2023 年二季度以来房地产市场预期转弱，与疫情期间存在一定差异。疫情期间，购房者更倾向于认为是疫情对市场销售造成短期冲击，市场情绪表现为短期观望。二季度后，购房者则更倾向于认为是人口结构变化、居民收入增长放缓等因素对市场形成中长期的负面影响，市场情绪更为悲观、消极。**二是本轮房地产政策调整对市场预期的作用有待进一步观察。**企业普遍反映，7 月份以来房地产政策的密集调整，对市场需求有一定的促进作用。但短期内观望情绪依然明显，来访成交量恢复缓慢，部分弱品质二手房降价明显。有企业还反映，本轮政策重点围绕一、二线城市刚需群体，可能在推动相应区域楼市逐步回暖的同时，导致周边区域符合条件的购房群体流入，短期对三、四线城市造成一定冲击。此外，当前关于存量房利率调整等政策，部分前期已购房者对实际执行力度和程序不清晰，亟需各银行加快出台实施细则，强化沟通交流机制，加快提振市场整体信心。

**第二，市场低迷进一步拖累房企表现。**一方面，对于前期已出问题的房企，面临“保交楼”“保信用”“保团队”等多重压力。调研过程中了解到，2023 年以来企业强化了保交楼工作的推进，但是受楼市整体低迷影响，部分项目的融资主体存在涉诉、失信被执行等情况。同时，政策性银行专项借款规模不足，且商业银行获取项目信息的渠道不畅、叠加部分项目法律纠纷错综复杂，导致相关配套资金跟进较慢。这些因素均导致“保交楼”工作难以快速推进。部分企业被迫通过裁员降薪等方式缩减支出，这既影响相关从业人员收入就业情况，也威胁企业核心团队的稳定性。若未来房地产市场形势好转，前期人员流失可能会对未来企业经营发展造成较大负面影响。部分企业出现拖欠供应商账款问题，对产业链上下游企业造成负面影响，甚至有的企业选择以房抵款的方式向供应商支付尚未结清的款项。另一方面，对于前期经营较稳健的房企，一定程度上也受到低迷的市场大环境影响。市场销售端持续疲弱，融资难度有所加大。有企业表示，由于部分问题民企风险持续暴露，市场对民企整体信心不足，导致部分经营良好的民企面临销售难、融资难、拿地难等问题，经营压力不断加剧。

**第三，大量房企资金链压力依然较大。一是房企展期的难度在加大。**前期大量房企通过展期来缓解还债压力、避免爆雷。但由于房企短期内无法获取增量资金，大量债券面临二次展期，投资人在利息、兑付等方面的要求提高，且投资人结构的变化（例如，公募基金将部分房地产债转让给私募基金）也导致展期方案通过率下降。**二是信贷资金获得也存在卡点。**比如，银行授信额度的落地需要通过新增建设项目进行申请，而 2023 年大量房企缩减投资、并未拿地，因此也就无法进行新的融资。同时，房产用于抵押的项目面临减值风险，也导致银行风险偏好更为谨慎。此外，部分出现实质违约的房企面临诉讼仲裁等困境，流动资金账户被冻结，进一步加剧流动性危机。有企业还反映，当前总承包商对结款期限要求，已经从之前的 3-6 个月转变为完工后打款，进一步加剧了房企的结款压力。

### （二）房地产企业的政策诉求和相关启示

**第一，房地产政策需要加倍发力，全力推动预期修复、风险化解。**调研中部分企业表示，在发展过热阶段，市场预期“易升难降”，但在当前整体下行压力较大的时期，市场预期“易降难升”。为了确保政策的实施效果，应当适时出台针对性政策，保障预期在一定时间内的持续修复。一是继续加大保交楼支持政策力度，稳定房地产市场预期。运用好“申请专项借款+商业银行配比贷款+政府介入”的保交楼支持模式，通过加大政策性银行保交楼专项借款规模，从优化考核角度进一步激励商业银行加大相应贷款配套规模，给予“地方稳保基金”在成立和运作方面更多灵活性等方式，全面加大保交楼政策支持力度。二是进一步加大对房企风险化解的支持力度。在“保交楼”前提下，优化预售监管资金提取条件，促进企业资金正常和良性循环。金融机构要有效区分项目风险和企业风险，继续加大对优质项目支持力度，保持房地产开发贷款平稳有序增长。阶段性加大房企境内发债额度，阶段性放开信托、私募股权基金等其他融资渠道。对于已经风险暴露的房企，可由相关部门成立联合组织，对

其进行破产重组，实现行业出清的同时阻断风险蔓延。三是在“因城施策”原则指导下，进一步推动更多有条件的城市放开限购、限贷等购房限制政策，充分释放合理住房需求。四是地方政府可根据未来保障性住房建设安排，合理收购市场上的过量商品住房，将其转变为保障性住房，帮助相关房企缓解流动性压力。

**第二，因企施策建立健全房地产企业救助和处置框架。**在调研中，企业反映考虑到房地产行业链条长，在市场下行过程中仍应当保主体。但是，要根据问题房地产企业的系统重要性、救助成本、债务人结构和债务可持续性特征，实施差异化风险化解策略。针对具有系统重要性、负外溢效应较为明显、经营发展相对稳健的房地产企业，应综合运用去杠杆、并购重组、债转股、消化“有毒资产”等方式，帮助问题企业渡过难关、持续经营；针对问题房地产企业的救助应遵循市场化原则，建立有序处置机制，保障稳定的注资回报和灵活的退出机制，优化问题企业治理改造，在全行业树立更稳健的风险偏好和业务发展模式；针对无法持续运营的中小型房地产企业，可遵循市场化原则鼓励行业内开展兼并重组，引导金融机构向兼并企业提供资金支持，并购买其发行的并购债券。

**第三，大部分房企已经意识到转型发展的重要性，但要实现整个行业的蜕变仍需付出较大努力。**当前中国房企商业模式以开发建筑为主，普遍存在高杠杆、重资产、快周转的特征。调研中部分前期经营稳健的企业表示，“三道红线”本质上是推进房地产企业健康发展的重要基础，房企发展过程中企业本身心里应当有“一杆秤”。调研过程中了解到，稳健型房企普遍具有的特点包括：投资拿地节奏相对稳健，对高杠杆发展模式相对审慎，所属母公司发展状况良好，持续开拓购物中心、物业管理、智能制造等能带来稳定现金流的综合业务。未来，需要房企自身以及政府等多方力量共同努力来推动行业转型。短期内，通过减少拿地、降低土地存货、加速回款、出售收益性较差的资产、引入战略投资等方式，调整原有开发建设主营业务的经营方式。长期来看，要寻求更为合理、可持续的发展模式，房地产企业应当加快从单一建筑开发模式转向代建业务、资产管理业务、经纪业务、租赁业务等多业态发展模式，根据自身竞争优势，在房地产行业细分领域深入发展，形成专业化、多样化的行业发展格局。同时，加快推动制造业智能化水平提升。有企业反映，当前老龄化用工问题持续凸显，未来，为了推动用工效率和劳动生产率提升，应当加快推进智能建造。可以适当借鉴美国部分房企采用的“乐高”模块化建房模式，实现在工厂完成前端大部分工作。

**压力二：出口降幅扩大。**1-8月，出口（美元计，下同）同比增速为-5.6%（图13），增速较上半年、上年同期分别下行2.2、18.35个百分点。对主要贸易伙伴出口降幅有所扩大。1-8月，对东盟、欧盟、日本出口同比增速分别为-3.7%、-10.5%、-8.6%，较上半年分别下行5.2、3.9、3.9个百分点；对美国出口同比减少17.4%，降幅略低于上半年。从出口产品结构看，1-8月，劳动密集型产品出口同比减少7.9%，降幅较上半年扩大2.7个百分点。机电产品出口同比减少3%，降幅较上半年扩大2.2个百分点，其中，汽车出口依然保持高增长且量价齐升（图14）。1-8月，汽车出口数量、金额分别同比增长69%、91.2%。出口承压的主要原因在于：**一是外需持续不振。**7、8月，全球PMI分别为48.6%、49%，均位于收缩区间，全球贸易持续低迷。被誉为出口领域“金丝雀”的韩国8月出口同比减少8.4%，虽然降幅较上月降低8.1个百分点，但增长仍为负。8月越南出口同比下降7.6%，连续第六个月下滑。**二是价格走弱拖累出口金额增**

长。7、8月出口价格指数同比分别降低5.5%、8.6%。稀土、成品油、钢材等原材料产品和箱包、鞋靴等劳动密集型产品出口价格贡献均为负。三是部分产业链外迁影响出口增长。2010年至今传统制造业的外商直接投资占比明显下降，且下降幅度较大。中国服装、纺织、鞋靴、箱包、家具、电子通信设备装配产业链等劳动密集型产品占全球出口份额在2013、2014年前后触顶，此后缓慢回落。以服装出口为例，2013年中国出口份额为39.2%，此后逐渐下降，2022年为31%。而印度尼西亚、越南2013年服装出口份额分别从2013年的1.6%、3.7%上升至2022年的1.8%、6.2%（图15）。2023年7、8月中国劳动密集型产品出口分别同比下降18.4%、10.9%，降幅较上半年分别扩大13.2、5.7个百分点。四是近年来美国贸易“近岸化”“友岸化”对中国出口也产生一定影响。2023年7月，美国自加拿大、墨西哥、越南进口占其总进口比重分别为10.5%、12.3%、3.2%，较2022年12月分别增加0.2、1.1、0.5个百分点；自中国进口占比则由2022年12月的11.6%下降至11.2%。截止2023年7月，已有超20家美国公司宣布了60多项在墨西哥的近岸投资，墨西哥财政部预计2023年将有400亿美元的近岸投资，高于此前预计的300亿美元。

图 13：2023 年出口累计同比增速

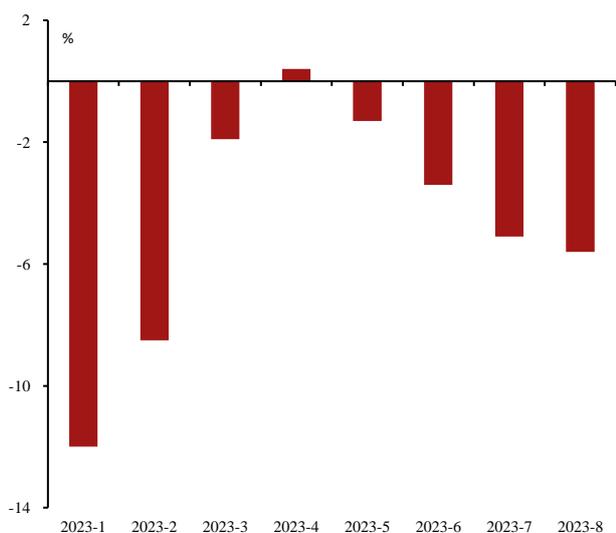
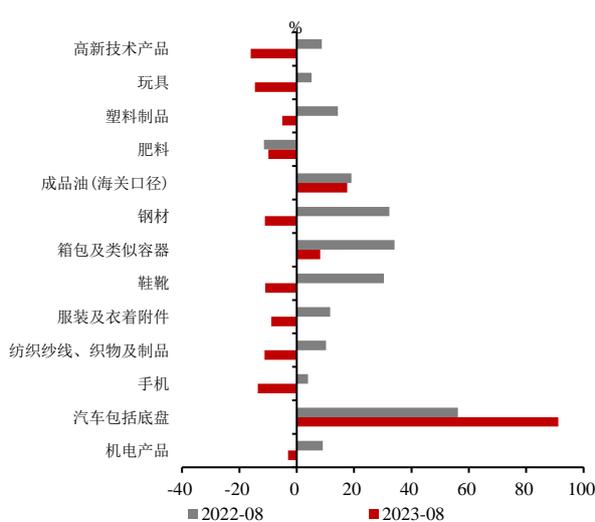
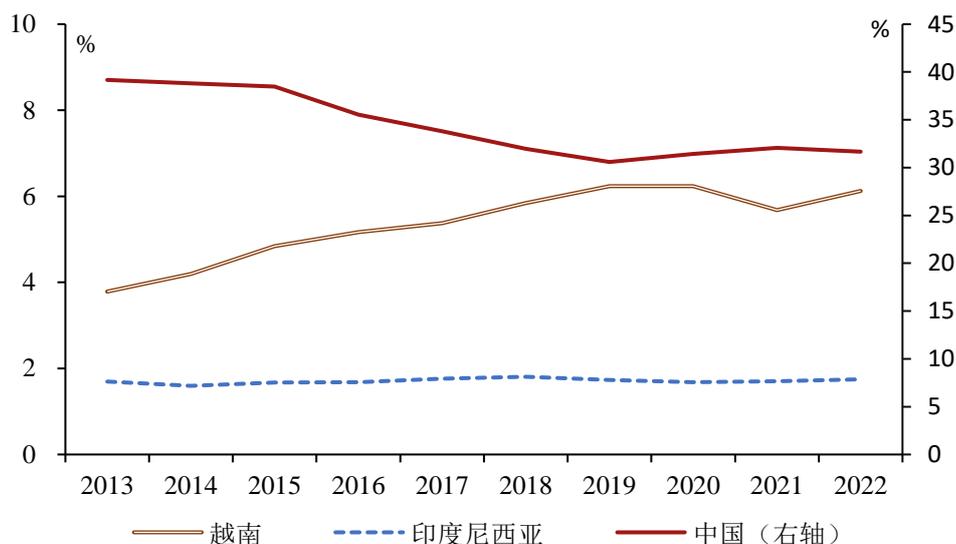


图 14：不同产品出口累计同比增速



资料来源：Wind，中国银行研究院

图 15：不同国家服装出口占全球份额



资料来源：Wind，中国银行研究院

**压力三：市场主体信心与预期不佳。**居民部门，由于收入增长放缓、资产价格下跌，居民预期转弱、消费意愿不足。主要表现：**一是居民“存多贷少”现象明显。**2023年以来居民存款规模增加，1-8月住户存款增加11.89万亿元，比上年同期多增1.07万亿元，为历史同期最高。居民住房按揭贷款提前还款增加，截至2023年上半年末，金融机构个人购房贷款余额为38.6万亿元，较上年末下降了2000亿元，是有记录以来首次出现同比下降。**二是消费倾向持续低于疫情前水平，大宗消费表现疲弱。**上半年，全国人均消费支出占人均可支配收入的比重为65%（图16），仍低于疫情前水平（2019年上半年为68%）。商品消费恢复较慢，尤其是住房相关大宗消费表现疲弱。1-8月建筑装潢、家电、家具等消费累计增速分别为-7.8%、-0.4%和3.4%。**三是消费者对价格的敏感度提高。**对比京东、阿里、拼多多企业财报数据，2023年第二季度营业收入分别同比增长7.6%、14%和66%。低价优势明显的拼多多表现强势，且拼多多用户中一、二线城市居民占比正逐渐扩大，已接近一半。

企业部门，经济下行压力增大背景下，企业经营困难加大、效益下降、投资意愿减弱。**一是企业利润下滑、货款回笼慢。**1-8月，规模以上工业企业利润

累计减少 11.7%。8 月份，工业企业应收账款平均回收期为 63.5 天（图 17），位于历史较高水平，并且私营企业（64.2 天）远高于国有企业（51.5 天）。二是企业融资意愿不足，资金活跃度下降。2023 年以来，非金融企业存款中定期存款比例持续攀升，8 月为 68.43%，较上年同期上行 2.58 个百分点，较 2019 年底上行 8.85 个百分点。中国银行企业问卷调查数据显示，58.4%的大中型企业和 71.3%的小微企业在二季度没有扩大投资，主要原因是市场需求不足（31.6%）和对宏观经济形势仍不乐观（26.5%）；计划 2023 年扩大投资规模的大中型企业和小微企业占比分别为 44.2%、41.1%，分别较上次调查降低 11.3 个和 3.8 个百分点。三是民间投资表现疲弱。1-8 月，民间投资累计下降 0.7%（表 4），明显低于整体固定资产投资增速（3.2%）。分结构来看，房地产开发投资持续下滑，是拖累民间投资的主要因素。根据测算，1-8 月，房地产开发投资下降 8.8%，下拉民间投资增速约 3 个百分点。“双减”、互联网行业整顿等政策也在一定程度上制约相关行业的民间投资。1-8 月，教育行业民间投资累计同比下降 2.6%。

图 16：人均消费支出占可支配收入比

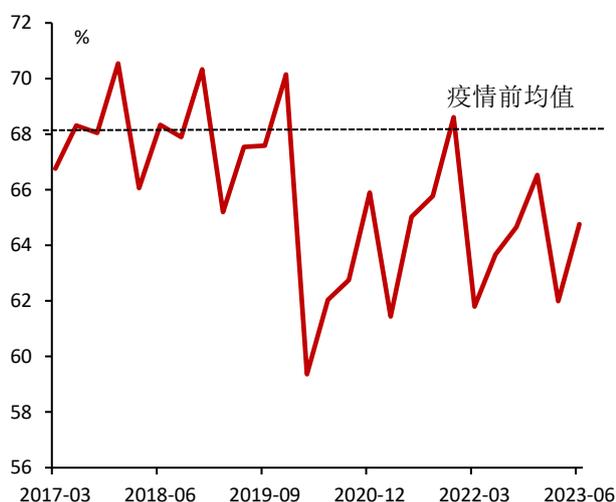
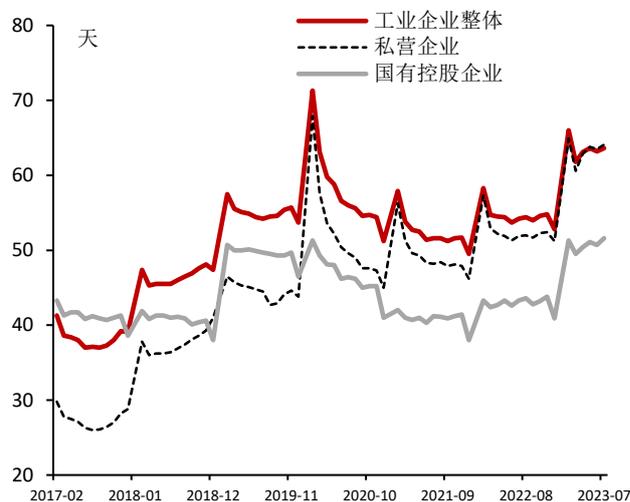


图 17：企业应收账款平均回收期



资料来源：Wind，中国银行研究院

表 4：民间投资部分行业结构（%）

	2020年	2021年	2022年	2023年1-8月
民间投资	1.00	7.00	0.90	-0.70
其中：				
农林牧渔业	13.47	9.90	-0.50	-7.80
采矿业	-7.24	3.90	21.40	4.40
制造业	-4.63	14.70	15.60	8.70
通用设备制造业	-8.04	11.10	14.90	4.10
专用设备制造业	-4.20	22.90	11.80	6.80
汽车制造业	-13.99	0.80	20.30	19.30
运输设备制造业	1.34	16.30	6.70	-1.80
电气机械制造业	-10.37	23.00	43.60	33.80
电子设备制造业	7.80	26.10	20.20	12.00
电力热力燃气及水的生产和供应业	12.32	3.80	11.40	15.80
建筑业	-13.22	34.70	-4.20	15.90
交通运输、仓储和邮政业	-3.77	3.80	6.80	15.00
水利、环境和公共设施管理业	-10.74	-2.00	5.80	0.40
教育	6.12	24.90	-2.70	-2.60
卫生和社会工作	4.58	-2.90	10.70	1.40
文化、体育和娱乐业	-3.64	0.40	5.00	3.50
公共管理、社会保障和社会组织	-24.78	-17.60	21.70	-10.00

资料来源：Wind，中国银行研究院

## （二）2023 年四季度经济形势展望

展望四季度，外部环境仍面临较大不确定性。前期出台的一系列稳经济政策继续显效，根据形势变化有针对性的储备性政策有望及时出台实施，将有利于推动中国经济增长企稳回升。服务消费潜力继续释放，基建投资有望提速，高技术制造业和民间制造业将支撑制造业投资平稳增长，经济内生增长动力将有所改善。加之上年同期基数较低，总体预计四季度 GDP 增长 5.7%左右，全年增长 5.2%左右。

### 1. 需求端：政策发力加快内需修复进程，低基数背景下出口增速回升

服务消费潜力继续释放，叠加上年低基数，将推动消费加快增长。展望四季度，随着稳增长政策进一步发力，消费有望延续复苏态势。一是服务消费仍具有较大空间。四季度，十一“黄金周”等节假日将为旅游、住宿等服务消费

恢复再添生机。二是**汽车消费有望企稳**。一系列促进汽车消费政策密集出台<sup>7</sup>，以及特斯拉 Model 3 等新款车型发布，有利于汽车消费潜能的进一步释放。8 月份中国汽车流通协会公布的汽车消费指数攀升至年内高点 80.8，反映出汽车市场正在回暖。此外，上年同期基数较低，2022 年四季度消费平均增速仅为 -2.73%，明显低于历史同期水平。但也需注意到，四季度消费恢复也面临一些不利因素。房地产市场仍面临较大不确定性，房屋销售市场并未出现明显好转，预计住房相关商品消费仍将承压。居民收入恢复较慢、消费意愿依然不强，将制约未来消费修复进度。人民银行《2023 年第二季度城镇储户问卷调查报告》显示，倾向于“更多消费”居民占比 24.5%，虽较上年同期上行 0.7 个百分点，但仍明显低于疫情前水平（2018-2019 年均值为 26.5%）。综合来看，预计四季度消费同比增长 10% 左右，全年增长 7.8% 左右。

**基建投资提速、制造业投资稳定增长，带动投资小幅回升。**一是**基建投资有望提速**。8 月以来专项债发行进度明显加快，当月地方新增专项债券发行规模达到 6007 亿元，为 2023 年最高值；1-8 月已发行新增专项债券规模达到全年限额的 82%（图 18）。8 月底，国务院《关于今年以来预算执行情况的报告》提出将加快地方政府专项债券发行使用，今年新增专项债券力争在 9 月底前基本发行完毕，用于项目建设的专项债券资金力争在 10 月底前使用完毕，研究扩大投向领域和用作项目资本金范围。预计随着后续专项债加速发行并投入项目建设，基建投资增速有望回升。二是**制造业投资将保持稳定增长**。在产业政策引导下，社会资金对制造业领域支持持续加大，同时随着促进民营经济政策效果显现，高技术制造业和民间制造业仍有望支撑制造业投资平稳增长。但外需承压、企业利润下滑叠加去库存周期尚未结束，这仍将制约制造业整体投资意愿和能力。三是**房地产投资复苏仍存不确定性**。“认房不认贷”、降低首付比

<sup>7</sup> 7 月 7 日，商务部等多部门发布《关于搞活汽车流通扩大汽车消费等若干措施的通知》；7 月 21 日，国家发改委等多部门发布《关于促进汽车消费的若干措施》；9 月 1 日，工信部等多部门发布《汽车行业稳增长工作方案（2023—2024 年）》；等等。

例等政策将在一定程度上助推房地产销售企稳，但政策效果仍待观察。同时房地产企业资金压力仍存，房地产开发前端的企业拿地、新开工意愿尚未有实质性好转，8月100大中城市成交土地面积和房屋新开工面积当月同比分别下降39.8%和23%（图19）。这将对房地产投资复苏形成制约。综上，预计全年固定资产投资同比增长3.7%左右。

图 18：专项债发行进度情况

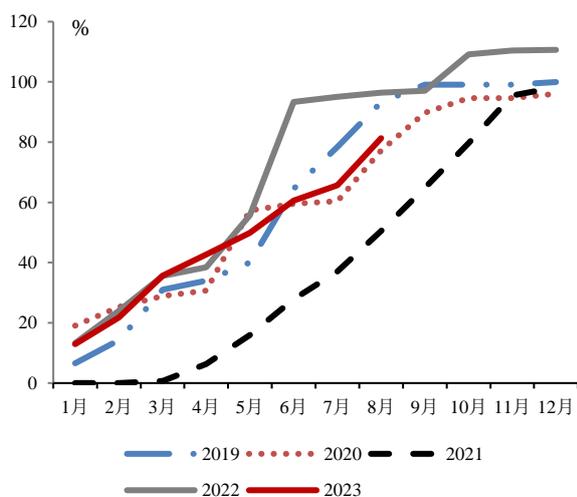
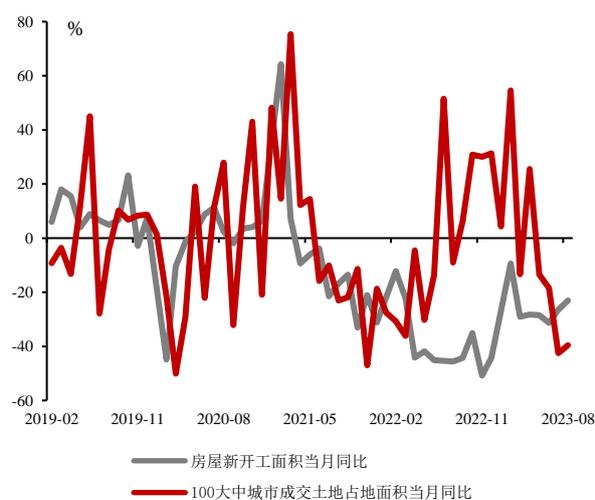


图 19：新开工和土地成交面积同比增速



资料来源：Wind，中国银行研究院

低基数背景下出口增速有望回升，出口产品结构继续升级。展望四季度，全球经济增速将继续回落，国际需求仍然较弱。8月，全球、美国、欧元区制造业PMI仍处于收缩区间，主要经济体服务业需求明显降温。但是，上年同期出口增速开始回落甚至转正为负，基数明显降低。油气等国际大宗商品价格有望回升，价格对出口金额增长的拖累作用或有所减弱。此外，中国出口新动能优势持续加强，中高端制造出口占全球份额稳定上升。以汽车及其零部件出口为例，2016年中国出口占全球份额分别为3.4%，2022年则上升至8%。出口“新三样”国际竞争力持续加强。中国新能源汽车在9月慕尼黑车展中受到高度关注，从“参与者”转变为“主角”，比亚迪展台面积超过奔驰跃居首位。出口产品结构升级趋势加强，有利于出口保持韧性。预计四季度出口同比增长4.8%左

右，全年同比下降 3%左右。

## 2. 供给端有望继续企稳回升

工业方面，一是内需稳步改善支撑工业生产回升。三季度以来，围绕房地产、地方政府化债、资本市场、消费等重点领域政策密集出台，政策落地显效有望带动内需持续改善，企业主体信心有望逐渐修复。二是去库压力有所缓解。进入 7 月，非产成品库存与产成品库存之比有所回升<sup>8</sup>，工业企业的产销率由负转正，企业去库压力不断减轻。三是工业新动能持续壮大。随着发展先进制造业集群摆到更加突出的位置，传统产业改造升级和新兴产业培育壮大加快推进，部分关键领域“卡脖子”问题持续突破。近年来华为系列手机国产化率不断提升（表 5），8 月底华为 Mate 60 系列上市，据财联社统计，相关供应链企业有至少 46 家来自中国。这不仅标志着国内芯片技术的持续突破，也是国内制造业逐步实现自主创新的重要里程碑。未来，工业高端化、智能化水平持续提升将是稳定工业生产的重要动能。加之上年基数较低，预计 2023 年四季度工业增加值增长 6.3%左右，全年增长 4.5%左右。

**表 5：华为系列手机国产化率情况**

机型	国产化率
Mate 30 4G 版	国产零部件使用比例为 25.3%
Mate30 5G 版	国产零部件使用比例为 41.8%，其中美国零部件仅占 1.5%，且多为外观件
Mate40E 5G 版	国内零部件使用比率达 56.6%
Mate50 版	国内零器件供应商占比在 70%以上
华为 Mate60 Pro 版	据相关自供应链称，国产化率最高的手机或超过 90%

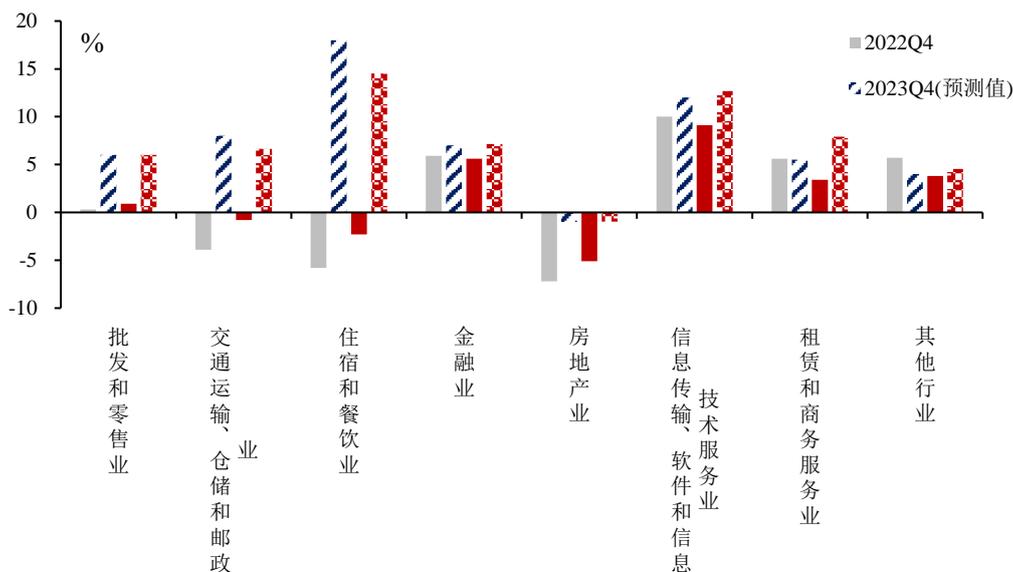
资料来源：根据公开资料整理，中国银行研究院

服务业方面，2023 年以来，随着疫情影响消除，稳就业、促消费政策协同发力，线下旅游、餐饮、住宿等消费持续保持热度，未来接触性服务业尚有较

<sup>8</sup> 非产成品库存等于库存减去产成品库存，为应对库存压力工业企业通过降低原材料的备货并放缓生产流程，该指标回升一定程度上印证了库存压力有所缓解。

大提升空间，仍是支撑四季度经济回升的重要力量（图 20）。稳楼市政策有利于释放部分购房需求，但市场调整、预期改善仍需要时间，房地产业增加值增速或仍将为负，但降幅或有所收窄。同时，据中国互联网络信息中心数据，截至 2023 年 6 月，中国移动互联网累计流量同比增长 14.6%，具有一定影响力的工业互联网平台超过 240 家。随着数字经济与生活、生产场景融合程度持续提升，四季度信息传输、软件和信息技术服务业有望继续呈现较快增长。此外，四季度融资环境将维持稳中偏宽，金融将继续加大力度服务实体经济，金融业增加值将继续保持稳定增长。叠加上年低基数，预计 2023 年四季度服务业增加值增长 5.8%左右，全年增长 5.8%左右。

图 20：接触性服务业仍将是支撑 2023 年四季度服务业回升的重要力量



资料来源：Wind，中国银行研究院

### 3. 物价水平逐步回升

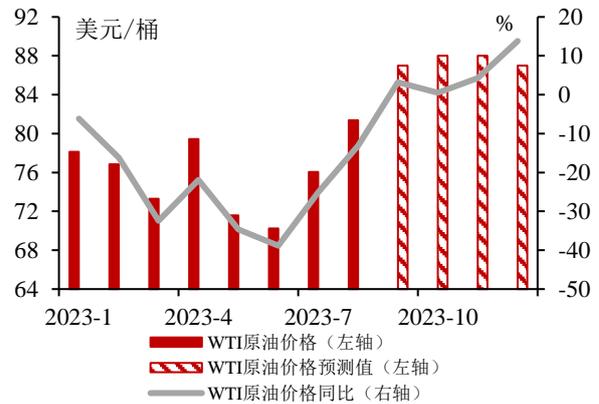
在稳增长、促消费等政策推动下，居民消费和企业投资需求将进一步释放，带动物价水平回升。一是 **CPI 涨幅继续保持回升态势**。食品方面，猪肉需求将随气温转冷逐渐增加（图 21），供过于求的压力或将有所缓解，猪肉价格有望低位回升。能源方面，受全球经济增长动能衰减影响原油需求将趋于降低，但

OPEC+成员国家减产稳价意愿较强，将对原油价格形成一定支撑。EIA 预测，2023 年四季度 WTI 原油现货价格将有所回升，均值将在 88 美元/桶左右。受上年同期基数下降影响，能源价格对 CPI 同比的拖累将较上半年有所减弱(图 22)。商品服务方面，随居民收入和预期继续改善，商品和服务消费将进一步好转，带动核心 CPI 温和上涨。二是 PPI 降幅将持续收窄。工业生产和投资需求改善叠加翘尾因素拖累作用减弱，PPI 同比降幅将较前三季度有所收窄。预计四季度 CPI 和 PPI 分别同比上涨 0.7%和下降 1.7%，全年分别同比上涨 0.5%和下降 2.8% (图 23、24)。

图 21: 猪肉价格和需求季节性走势



图 22: WTI 原油价格及同比走势预测



资料来源：Wind，中国银行研究院

图 23: 2023 年 CPI 同比涨幅预测

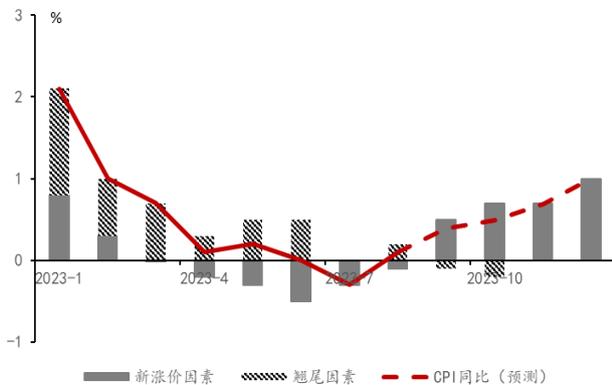
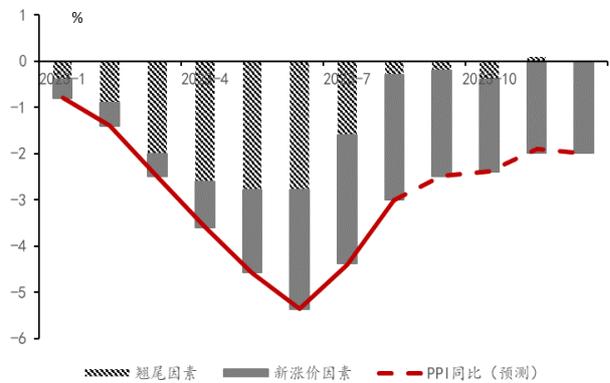


图 24: 2023 年 PPI 同比涨幅预测



资料来源：Wind，中国银行研究院

## 二、2023 年三季度金融形势回顾与四季度展望

### （一）2023 年三季度金融形势回顾

三季度以来，金融持续发力稳经济，先后出台增加支农支小再贷款额度、下调政策利率与 1 年期 LPR、实施“认房不认贷”、优化“差别化住房信贷政策”等政策支持经济恢复，下调外汇存款准备金稳定人民币汇率，推出减半征收印花稅、阶段性收紧 IPO 及再融资等政策提振投资者信心，促进资本市场稳健发展。

#### 1. 实体经济融资需求走弱，货币社融增量有所下降

2023 年 1-8 月，新增社会融资规模累计 25.21 万亿元，同比多增 8420 亿元，保持稳定增长态势（图 25）。但三季度以来，社融结构呈现出一些新变化：一是资金需求走弱导致人民币贷款同比少增。7-8 月，新增人民币贷款同比少增 3668 亿元，这与企业对经济预期转弱导致资金需求不足有关。二是股票融资规模同比下降。7-8 月，非金融企业境内股票融资少增 866 亿元，这主要与二级市场疲弱导致企业上市意愿减弱以及 IPO 及再融资政策出现阶段性收紧等因素有关。三是发行提速带动债券融资同比明显多增。7-8 月，企业债券、政府债券同比分别多增 1405 亿元、8866 亿元。债券融资在 7、8 月份连续保持多增，特别是二季度以来经济恢复不及预期，地方政府债券发行速度明显加快，继而带动债券融资规模保持高位；四是表外融资出现阶段性走弱。7-8 月，表外融资（信托贷款、委托贷款和未贴现的银行承兑汇票）减少 719 亿元，同比多减 2435 亿元，未能延续上半年同比多增态势。

信贷投向持续优化，但期限结构存在隐忧。重点领域信贷余额保持高速增长。2023 年二季度末，工业、普惠小微、绿色、涉农领域贷款余额增速分别为 32.4%、26.1%、38.4%、16%，显著高于全部贷款余额增速（11.3%）（图 26）。其中，普惠小微企业贷款增速已连续多年保持在 20% 以上。从期限结构看，1-8

月新增中长期贷款占比为 69.85%，同比提升 10.45 个百分点。但三季度企业中长期贷款同比少增 1656 元，且 7、8 月连续出现少增，结束了近 1 年以来同比连续多增的态势。

图 25：新增社会融资规模构成变化

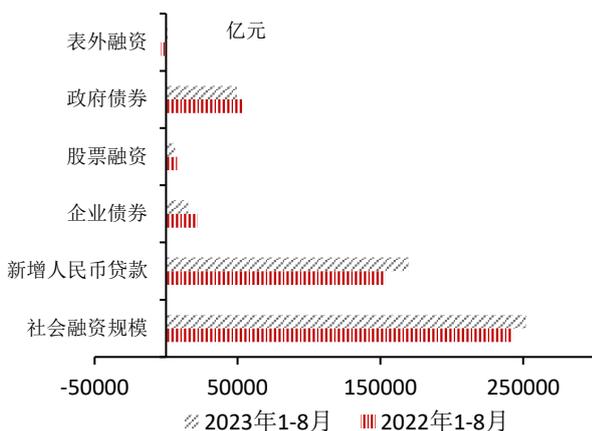
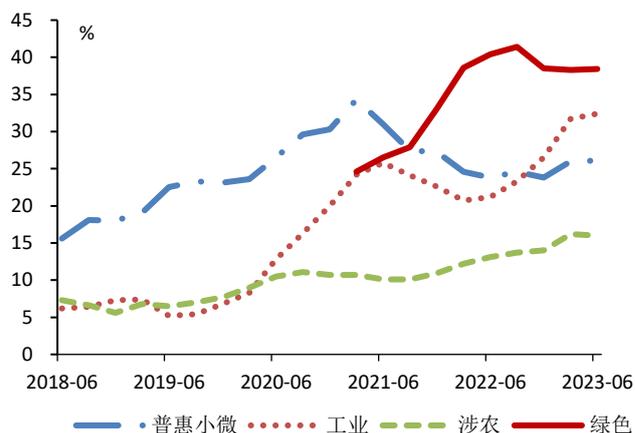


图 26：重点领域贷款余额增速



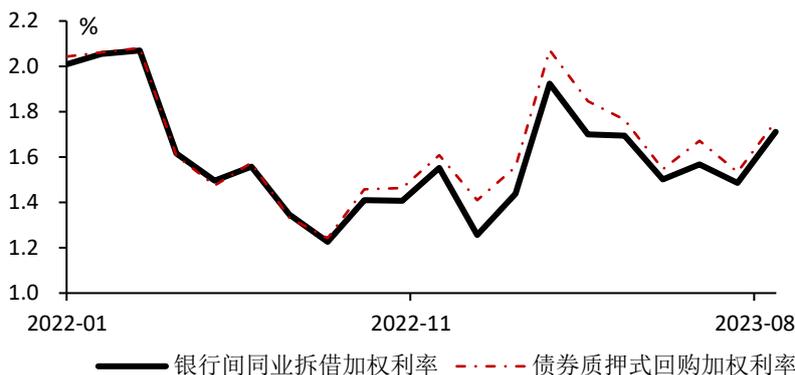
资料来源：Wind，中国银行研究院

## 2. 流动性保持合理充裕，存量房贷利率下调

一是政策利率下调。8 月，人民银行将 7 天逆回购利率由 1.9% 调降至 1.8%，将 1 年期 MLF 利率由 2.65% 降至 2.5%。二是 LPR 未同步下降。按近年惯例，1 年期 MLF 利率的下调会带动 1 年期 LPR 同幅度下调，也会带动 5 年期以上 LPR 下调。但 8 月 1 年期 LPR 利率由 3.55% 降至 3.45%，降幅小于同期限 MLF 利率降幅，5 年期以上 LPR 利率则未作调整，这是近年来罕见的。二季度中国商业银行净息差已跌至 1.74%。根据市场利率定价自律机制发布的《合格审慎评估实施办法（2023 年修订版）》，银行业金融机构净息差不应低于 1.8%，否则将在合格审慎评估中扣分。在存量房贷利率下行情况下，LPR 利率不降或少降有助于延缓资产收益过快下降，从而维护商业银行净息差相对稳定。三是短期货币市场利率低位波动。8 月，质押式债券回购月加权平均利率和银行间同业拆借月加权平均利率稍有回升，分别为 1.76% 和 1.71%（图 27），与二季度基本相当，保持历史较低水平。四是存量房贷利率开始下调。在监管引导下，

9月国有银行和部分股份行等相继发布存量首套个人住房贷款利率调整方案(表6),开始按照一定规则下调个人住房贷款利率,各行在存量房贷利率调整规则、调整范围、调整方式等方面基本一致。本次利率调整,对房贷市场利率有重要下压效应。

图 27: 短期货币市场利率走势



资料来源: Wind, 中国银行研究院

表 6: 各行存量房贷利率调整方案主要内容

调整项目	主要内容
调整规则	2019年10月7日(含当日)之前发放的贷款,如当地首套住房贷款利率政策下限(简称“当地下限”)高于LPR,则将贷款加点幅度调整为当地下限;否则,如贷款利率高于LPR则将贷款加点幅度调整为0(即LPR+0BP),如贷款利率低于LPR则不调整
	2019年10月8日(含当日)至2022年5月14日(含当日)发放的贷款,如当地下限高于全国首套住房贷款利率政策下限(简称“全国下限”),则将贷款加点幅度调整为当地下限;否则,如贷款利率高于全国下限,则将贷款加点幅度调整为全国下限(即LPR+0BP),如贷款利率低于全国下限则不调整
	2022年5月15日(含当日)之后发放的贷款,如当地下限高于全国下限,则将贷款加点幅度调整为当地下限;否则,如贷款利率高于全国下限,将贷款加点幅度调整为全国下限(即LPR-20BP),如贷款利率低于全国下限则不调整
调整范围	1、对于符合条件的存量首套住房贷款,客户无需提交申请,将统一通过批量调整的方式进行调整
	2、对于符合条件的存量二套房及以上贷款,由客户主动申请利率调整,并提供佐证材料,经审批通过后按照批量或单笔的方式进行调整
调整方式	1、对于符合条件的存量首套住房贷款,客户无需提交申请,将统一通过批量调整的方式进行调整
	2、对于符合条件的存量二套房及以上贷款,由客户主动申请利率调整,并提供佐证材料,经审批通过后按照批量或单笔的方式进行调整

资料来源: 中国银行研究院

### 3. 国债收益率先降后升，债券发行明显分化

2023 年以来，10 年期国债收益率整体波动下行。但三季度以来，受政策利率下调、流动性合理充裕等因素影响，10 年期国债收益率呈现“先下后上”震荡运行走势。截至 2023 年 9 月 25 日，10 年期国债收益率报收于 2.70%，较二季度末上涨 6 个 BPs。总体看，2023 年三季度债券市场运行呈现以下特点：一是发行总量稳定增长，但发行结构明显分化（图 28）。截至 2023 年 9 月 25 日，三季度共计发行债券 17.79 万亿元，同比增长 21.75%。具体看，国债发行 3.06 万亿元，同比增长 3.14%；地方政府债发行 2.54 万亿元，同比增长 137.73%，这主要与地方政府债发行明显提速有关。商业银行债发行 4251 亿元，同比增长 209.16%。其中小微企业债、“三农”专项金融债以及商业银行绿色债券发行量为 1208 亿元，同比增长 111.9%。企业债发行 482.9 亿元，同比下降 48.31%，这主要与贷款融资替代效应提升有关。二是期限利差收窄，信用利差先降后升。截至 9 月 25 日，国债期限利差（10 年期-1 年期国债收益率）为 0.48%，较二季度末下降 28 个 BPs；信用利差（3 年期 AA+级中短期票据与同期限国开债收益率之差）为 0.62%，与二季度末持平（图 29）。三是境外机构持续深入参与中国债券市场。截至 2023 年 8 月末，境外机构持有银行间市场债券 3.18 万亿元，约占银行间债券市场总托管量的 2.4%。7-8 月共新增 14 家境外机构主体进入银行间债券市场。截至 9 月 25 日，三季度熊猫债发行规模为 493 亿元，同比增长 154.1%。这主要与利率环境宽松、金融市场对外开放制度日益完善等因素有关。四是债券市场违约风险整体可控，但房企债券违约占比仍然较高。三季度以来，债券市场实质违约规模 143.63 亿元，同比上升 91.2%。其中，民营房企仍是信用债违约“重灾区”，实质违约规模占比超过 90%。

图 28：债券发行规模

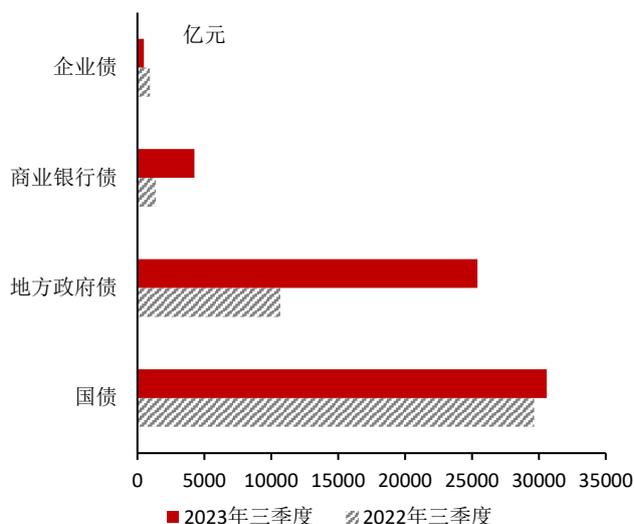
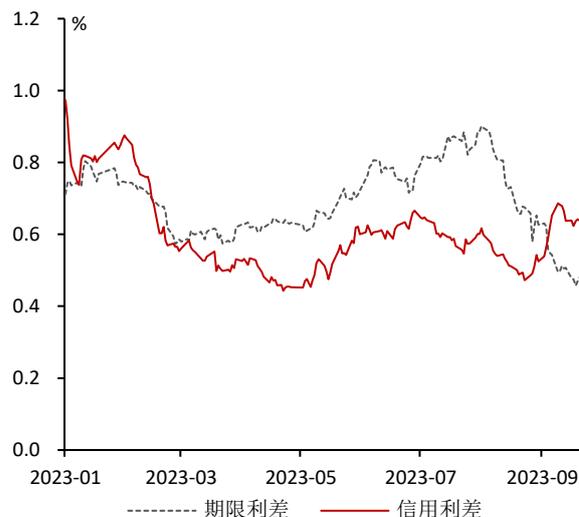


图 29：利差变动



资料来源：Wind，中国银行研究院

#### 4. 人民币汇率持续承压，触及年内贬值低点“7.3”

三季度，人民币汇率双向波动幅度加大，9 月上旬人民币汇率走低至 7.3 左右（图 30），达到年内最低点。截至 2023 年 9 月 25 日，即期美元兑人民币汇率为 7.31。本轮人民币贬值，主要受内外经济形势及市场预期调整等影响。

导致人民币汇率贬值的主要因素：从内因来看，一是宏观经济恢复不及预期，稳增长政策效应有待显现，经济基本面对人民币汇率的支撑不足，利率调降也增加了人民币汇率贬值压力。二是 7 月经常项目下银行结售汇顺差减少，资本与金融项目下银行结售汇呈现逆差，较上年同期下滑。从外因来看，一是美元指数短线强势反弹。美联储 7 月再加息 25 个 BPs，联邦基金利率目标区间已升至 5.25%-5.5% 之间，达到 2001 年以来最高。尽管经历了陡峭的加息缩表进程，但美国经济仍表现出较强韧性。7 月中旬至 9 月上旬，美元指数连续八周上涨，从 99 点一路反弹至 105 点。二是中美利差再度走阔。前三季度，美国 10 年期国债收益率继续攀升走高，中美 10 年期国债收益率利差于 9 月 25 日达到 -185 个 BPs，短期跨境资金出现外流，加剧了人民币汇率贬值压力（图 31）。

图 30：人民币汇率与美元指数



图 31：中美 10 年期国债收益率



资料来源：Wind，中国银行研究院

### 5. 投资者预期悲观，A 股市场加速筑底

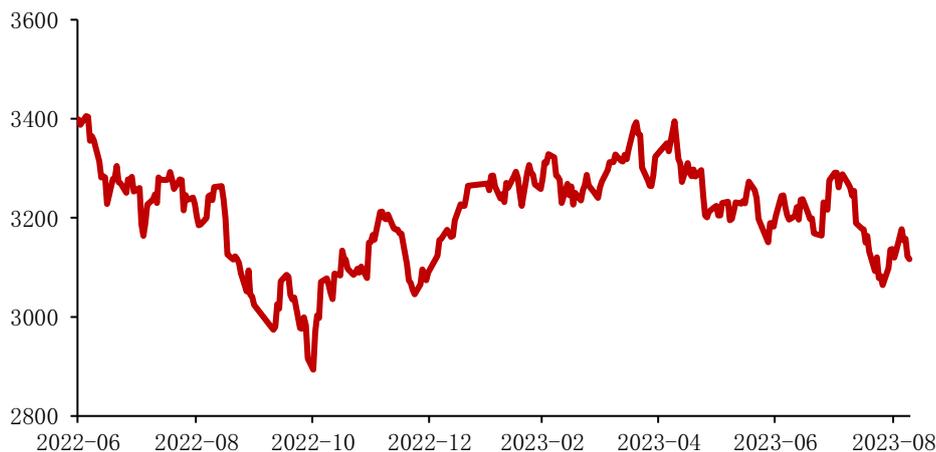
2023 年 3 季度，A 股延续了 6 月以来的筑底趋势，上证综指持续在 3200 点附近波动（图 32）。截至 9 月 25 日，A 股报收于 3115.61 点，与二季度末相比下跌了 3.9%，跌幅小幅扩大 1.1 个百分点；市场交易活跃度亦有所萎缩，三季度 A 股日均成交额为 8032.1 亿元，日均换手率为 2.8%，较二季度分别下降了 20.2%和 1.9%。但个别时点 A 股出现小幅反弹。例如，7 月 24 日召开的中央政治局会议释放了包括活跃资本市场、稳定房地产市场以及支持民营经济等多项利好政策信号，上证综指于次日迎来三季度最大日均涨幅（2.1%），并在当周由 3164.16 点上涨至 3275.93 点。又如，八月底证监会和人民银行等多部委连续发布多条支持股市以及房地产市场的政策，A 股市场对此也有积极反应，但是相关涨势却未能延续。

存在一些利空因素对 A 股带来负面影响，主要包括：一是宏观经济波浪式修复。整体看，三季度以来经济恢复不及预期，企业对经济预期不佳会对其投资意愿带来影响。二是复杂的地缘政治关系增加了外部不确定性。美国总统拜登于 8 月 9 日签署了“关于解决美国在相关国家对某些国家安全技术产品的

投资问题的行政命令”，该命令限制了美国企业对中国的包括人工智能和半导体等行业在内的高科技产业的某些投资，为中国股市进一步蒙上了阴影，三季度以来，外资持有 A 股市值规模有所下降。根据陆股通数据，A 股区间净买入额在 9 月经历了连续 12 个交易日的下跌。三是 A 股市场中的某些交易工具给市场带来了扰动。A 股市场存在大量高收益率的量化投资，部分量化交易在短时间内的巨额趋同交易会造成市场的大幅震荡，抑制市场有序发展。

上市公司盈利状况良好是 A 股的利好因素之一。截至 9 月 25 日，根据已披露的 5282 家 A 股上市公司的半年报数据，4265 家在上半年净资产收益率为正值，其中保险、银行以及家庭和个人用品三个板块表现尤为突出，其净资产收益率均值分别达到 6.0%、5.6%和 4.7%。此外，46.3%的公司销售净利率实现同比上涨，并有 5.5%的公司扭亏为盈。另一利好因素是以华为为代表的中国信息与通信技术企业的发展带动相关产业链的增长。随着华为最新款机型 Mate 60 Pro 的发布，华为平台指数<sup>9</sup>在两周内由 1563.88 点增长至 1633.39 点，增幅领先同期上证综指涨幅 4.8%。

图 32：上证指数走势



资料来源：Wind，中国银行研究院

<sup>9</sup> 该概念刻画了华为在信息与通信技术（ICT）、消费、企业云、智能网联汽车等战略业务领域的合作商，华为直接或者间接投资的公司市场表现。

## （二）2023 年四季度金融形势展望

### 1. 货币社融增速稳步增长，确保对企业资金支持力度不减

展望四季度，预计融资环境将维持稳中偏宽。一是货币社融增速有望企稳回升。随着政策协同发力效果逐渐显现，加之经济内生增长动力修复，实体经济融资意愿将稳步回暖，预计后续人民银行将继续维持稳健略宽的融资环境，新增社融、信贷等规模将保持稳步增长。二是围绕重点领域和薄弱环节的信贷支持力度将继续增大。普惠小微、绿色、涉农等领域信贷增速将维持高速增长。另外，各类再贷款工具有望在原有额度上继续增加，如养老专项再贷款、更新改造专项再贷款等的牵引作用将持续显现，相关领域有望获得更多的信贷支持。三是房地产信贷增速或将继续下探。在房地产市场运行逻辑发生深刻变化背景下，短期内行业企稳仍然存在较大难度，预计四季度房地产贷款增速将继续下行，不排除会出现负增长。

### 2. 市场利率低位波动，房贷利率继续下行

一是不排除政策利率下调可能性。为支持经济进一步企稳回升，四季度不排除 7 天逆回购、1 年期 MLF 等政策利率小幅下调的可能性。但为维持商业银行合理净息差水平，LPR 可能不降或少降。二是货币市场利率有望企稳回升。经济逐步复苏将带动企业融资需求回暖，从而推动短期货币市场利率企稳，年底市场利率可能回升。三是房贷利率下行。随着存量房贷利率调整政策逐步落地，预计将惠及 4000 万户居民，利率平均降幅或将超过 50 个 BPs。四是存款利率或将进一步下调。在存量房贷利率下行背景下，亟须适当下调存款利率来助力商业银行稳定净息差。继二、三季度多家银行下调存款利率后，四季度仍可能有银行下调存款利率。

### 3. 债券收益率或将延续低位运行趋势

一是债券总量保持稳定,发行结构有望优化。在财政政策加力提效影响下,利率债供给有望增加。特别是地方政府将持续发力扩大基建等领域投资力度,预计地方政府债长期债券占比有望进一步提高。此外,伴随企业融资需求稳步回暖,企业信用债发行规模有望增加。二是货币政策持续发力作用下,预计债券收益率仍将维持低位运行趋势,出现明显、大幅上升概率不大。三是境外机构有望持续布局中债市场。随着美联储加息进程渐近尾声,中美长端利差倒挂幅度或将收窄,人民币面临外部压力同步下降,外资对中债配置需求或将提升。

### 4. 人民币汇率将逐渐企稳,具备稳中走强的基础

展望四季度,人民币汇率将延续双向波动行情,且有升值空间。一方面,人民币汇率短期内仍有贬值压力。由于近期沙特宣布将延长石油减产至年底,引发市场对能源短缺的担忧,国际原油价格或将走高。如果影响到美国通胀回落节奏,则不排除美联储年内再度加息的可能性。加之全球经济仍然面临下行风险,而美国经济前景优于欧盟、英国等主要经济体,避险情绪推动下,短期美元指数或维持相对强势。另一方面,人民币汇率有望在年底实现小幅回升。一是国内经济修复进程有望提速。自7月中央政治局会议明确释放稳经济信号后,涉及促消费、民营经济、房地产、外商投资等各方面的一揽子重磅政策密集出台。预计随着政策红利的逐渐释放,中国经济内生增长动能将持续改善,对人民币汇率的支撑作用增强。二是9月人民银行召开了全国外汇市场自律机制专题会议,强调为保持人民币汇率基本稳定“该出手时就出手”,坚决对单边、顺周期行为予以纠偏,坚决对扰乱市场秩序行为进行处置,坚决防范汇率超调风险。

### 5. 政策效果逐渐显现,市场波动恢复可期

考虑到风险偏好以及市场情绪已充分体现,A股市场底部基本形成,继续

下行的概率相对较低，预计四季度将在波动中缓慢恢复。积极因素包括：一是**监管机构密集出台的一系列优化市场结构的政策将有效平衡市场供需关系**。证监会于8月24日和27日连续释放包括引导养老金等中长期资金参与权益市场投资以及对再融资采取扶优限劣等政策信号，这将有利于从供需两端提振资本市场。二是**促进民营经济发展的政策将改善民企预期**。民营企业是A股几大高权重板块（例如信息技术和工业）的重要组成部分，三季度相关板块领跌A股，但是近期陆续出台的各项支持民营企业发展的政策将有效提升民企信心。三是**美国加息周期预计已经接近尾声，资本外溢现象有所缓解**。负面因素包括：一是**房地产市场持续疲软，潜在的违约风险可能引发溢出效应**。现阶段居民预期仍然相对悲观，三四线城市尤为明显，这给房地产板块增加了不确定性因素。二是**国际政经局势动荡**。欧美对华投资政策持续收紧，会影响相关企业的市场表现。

表 7：2023 年四季度及全年中国经济金融主要指标及预测（%）

指 标	2020 (R)	2021 (R)	2022 (R)	2023 (F)				
				Q1 (R)	Q2 (R)	Q3 (E)	Q4 (F)	全年 (F)
GDP	2.2	8.4	3.0	4.5	6.3	4.4	5.7	5.2
规模以上工业增加值	2.8	9.6	3.6	3.0	4.5	3.9	6.3	4.5
服务业增加值	1.9	8.5	2.3	5.4	7.4	4.8	5.8	5.8
固定资产投资额（累计）	2.9	4.9	5.1	5.1	3.8	3.2	3.7	3.7
房地产开发投资额（累计）	7.0	4.4	-10	-5.8	-7.9	-8.8	-8.5	-8.5
消费品零售总额	-3.9	12.5	-0.2	5.8	11.4	4.2	10.0	7.8
出口(美元计价)	3.6	29.6	6.3	-1.5	-4.1	-9.4	4.8	-3.0
进口(美元计价)	-0.6	30.1	0.9	-6.9	-6.5	-8.0	2.0	-4.9
居民消费价格指数（CPI）	2.5	0.9	2.0	1.3	0.1	0.0	0.7	0.5
工业品出厂价格指数（PPI）	-1.8	8.1	4.1	-1.6	-4.5	-3.2	-1.7	-2.8
广义货币（M2，期末）	10.1	9.0	11.8	12.6	11.3	10.5	10.9	10.9
社会融资规模（存量，期末）	13.3	10.3	9.6	10.0	9.0	9.2	9.4	9.4
1 年期 MLF（期末）	2.95	2.95	2.75	2.75	2.65	2.5	2.4	2.4
1 年期 LPR（期末）	3.85	3.80	3.65	3.65	3.55	3.45	3.45	3.45
人民币兑美元即期汇率（期末）	6.54	6.37	6.95	6.87	7.26	7.25	7.15	7.15

资料来源：中国银行研究院

### 三、宏观政策取向

当前，世界政经形势错综复杂，百年未有之大变局加速演进，中国经济稳增长、调结构和促改革的任务依然艰巨，未来需要更好地在发展中解决问题、应对挑战，增强经济内生增长动力。一方面，有效引导和管理市场预期，在政策调整、实施等过程中加强与市场沟通，持续优化营商环境，稳定市场主体信心和预期，做好重点领域风险化解工作。另一方面，发挥好国内超大规模市场作用，持续扩大有效需求，激发社会资本活力，推动产业转型升级。

#### （一）加力提效实施好积极的财政政策，把握稳增长与防风险间的平衡

考虑到中国经济增长下行压力依然较大，财政政策需要持续加力提效，在

稳增长、扩需求方面担当更重要的角色。可考虑政策性金融工具等作为预算内的重要补充，可助力进一步打通项目资本金“堵点”。

把握稳增长与防风险间的平衡，进一步优化财政支出结构、提高支出效率。加大对医疗、教育、社保等民生领域的财政投入，建议解决居民的后顾之忧，助力居民消费意愿回升。加强对研发、科技创新等领域的财政支持，前瞻部署一批战略性、储备性技术研发项目，培育并壮大经济增长新动能。

推动实施一揽子化债方案，缓解地方政府收支压力。短期来看，可主要通过债务置换来降低地方债务风险，优化信用、利率和期限结构。调整借债主体，用高信用债置换低信用债，即省级政府发行的债券置换县市级政府的隐性债务；控制债务成本，用低利率债置换高利率债，以减轻债务还息压力；拉长债务周期，用长周期债置换短周期债，把债务偿还压力延后，以时间换空间。此外，还可通过债务重组、债务展期以及鼓励地方政府发行再融资券、探索发行永续债等方式拓宽资金来源渠道，减轻债务压力。同时，结合各地区经济发展实际情况，探索区域特色化债模式。长期来看，要持续优化中央地方财政收支结构，推动财权事权更好匹配，逐步建立地方举债长效机制。

## （二）金融政策将持续发力稳经济，并有效兼顾内外部均衡

引导金融机构加大对实体经济支持力度。货币政策要持续发力，引导金融机构优化信贷安排及信贷投放节奏，平滑信贷供给，增强金融支持实体经济力度的稳定性，尤其确保对工业、基建、制造业等对经济影响较大行业的信贷支持力度。此外，要结合各地经济发展现状，加大中长期信贷投放力度，为重点项目、设备更新改造等提供资金支持。

发挥结构性货币政策工具的引导作用，加大对重点领域和薄弱环节支持力度。一方面，根据普惠、绿色、科创等领域发展情况，适度增大相关领域再贷款额度，提升金融机构积极性，持续鼓励金融机构支持相关领域发展。另一方

面，积极响应政策号召，推动对城中村改造、“平急两用”公共基础设施建设等领域的资金支持力度。

有效管控信用风险，切实做好风险防范工作。近段时间以来，一些行业信用风险有抬头倾向。例如，近期部分知名房企接连出现债务问题，引发市场关注，相关行业也受到波及。一方面，要及时向市场注入流动性，缓解债市波动，避免风险向其他行业蔓延。同时，针对暂时出现流动性问题的企业，鼓励使用债券展期、信用风险缓释工具等方式为企业争取更多缓冲时间。另一方面，要积极引导商业银行做好前瞻性准备，有效管控资产质量。加快对存量不良资产的核销和处置，积极运用资产证券化、债转股等方式化解不良资产，甩掉历史包袱。全面摸排客户情况，合理计提贷款损失准备，采取针对性的风险处置和预防措施，控制新增不良。

合理管理外汇市场预期，引导汇率走势，兼顾内外均衡。近期人民币汇率波动有所增大，这既不利于市场预期稳定，也不利于企业正常经营，要防范人民币汇率出现超预期波动。结合人民币汇率变动情况，综合运用外汇风险准备金、外汇存款准备金率、逆周期因子等方式引导汇率走势，防范单边、顺周期行为，有效维持汇率双边波动；鼓励金融机构为外贸企业提供相应的咨询和建议，引导企业树立风险中性理念，消除投机心理；加强对资本市场跨境投资行为和资本流动的监测和管理，防止资金大规模流动对金融市场带来扰动。

### **（三）持续提振有效需求**

**进一步挖掘消费潜力。**通过优化服务供给创造更多服务消费需求，开发更多体验式、沉浸式、互动式服务消费场景，鼓励有条件二、三线城市承办演唱会，以激发区域消费新潜力。全面落实带薪休假制度，鼓励错峰休假、弹性作息。推动大宗消费增长，有序放宽部分城市汽车限购。助力新能源车拓展下沉市场，进一步完善城市周边及县城电动汽车充电网络布局与建设，加强新能源

车的充电服务保障。根本上，还需要通过保障经济持续增长、稳定居民就业、推动居民收入平稳增长，以提升居民消费能力。

**激发市场主体投资活力。**持续加强专项债项目储备工作，适当拓展专项债使用空间范围，提升专项债实际用作资本金的比例，进一步发挥资金杠杆作用。全面提高项目审批效率，加快推动资金形成实物工作量，有效带动社会投资。坚持制造业高质量发展主线，加大对制造业主体融资支持，持续推动关键领域技术突围，支持提升产业基础能力和产业链水平。合理规划部分产业发展布局，引导企业适度扩张，避免产能过剩风险。推动促进民营经济发展政策落地，持续破除投资准入壁垒，引导民营企业参与教育、医疗、养老等公共事业领域投资。优化民间企业项目前期、推进实施等手续办理流程，切实解决民间投资实际困难，营造良好的社会投资政策环境。

**巩固高端出口产品的国际竞争力，密切关注相关领域的潜在风险和经贸摩擦。**四季度全球经济增长仍然承压，中国出口实质性改善有限。主要经济体贸易投资政策总体趋紧，尤其是中国新能源汽车高速增长引起国际高度关注，欧盟已对中国电动汽车出口开启反补贴调查，对此需密切关注。一是积极发挥行业组织和“链主”企业力量，整合出口优势资源抱团出海，在开拓国际市场过程中通过集中开办中国商品城、产品展销中心等，鼓励企业之间分享经验。二是密切关注海外重点市场与优势产业相关的政策法规动向，并及时向相关企业进行机遇或风险提示。如东盟国家开始规划发展新能源产业链后，陆续颁布了关税优惠、税费减免、市场补贴等激励政策，为中国带来出口机遇。三是加强制度规则领域的国际交流和对话，积极参与国际知识产权保护制度的制定以及争端解决机制的规划，提高自身在国际标准和认证领域的话语权。加快加强产品标准、计量、认证认可、检验检测等体系和能力建设，尽快建立同国际标准、规则和普适方法接轨的产品出口标准。

#### **（四）加强政策持续性和力度，持续推动房地产市场化风险、稳预期**

一是适时加大政策力度，稳定市场预期。适应房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，进一步推动更多有条件的城市放开限购、限贷等购房限制政策，充分释放合理住房需求。同时，根据未来保障性住房建设安排，合理收购市场上的过量商品住房，帮助相关房企缓解流动性压力。二是短期加快化解房企风险，因企施策建立健全房地产企业支持和救助方案。持续完善“申请专项借款+商业银行配比贷款+政府介入”的保交楼支持模式，综合运用去杠杆、并购重组、债转股、消化“有毒资产”等方式，帮助问题企业渡过难关、持续经营。针对问题房地产企业的救助应遵循市场化原则，建立有序处置机制，鼓励行业内部开展兼并重组，引导金融机构向兼并企业提供资金支持。三是从长远来看，积极引导和帮助房地产企业转型，从单一建筑开发模式转向代建业务、资产管理业务、经纪业务、租赁业务等多业态发展模式，加快推动制造业智能化水平提升，鼓励房企采用“乐高式”等创新建房模式。

#### 四、专题研究

##### 专题一：中国基础设施公募 REITs 的实践情况、特色与建议

###### （一）如何理解基础设施公募 REITs？

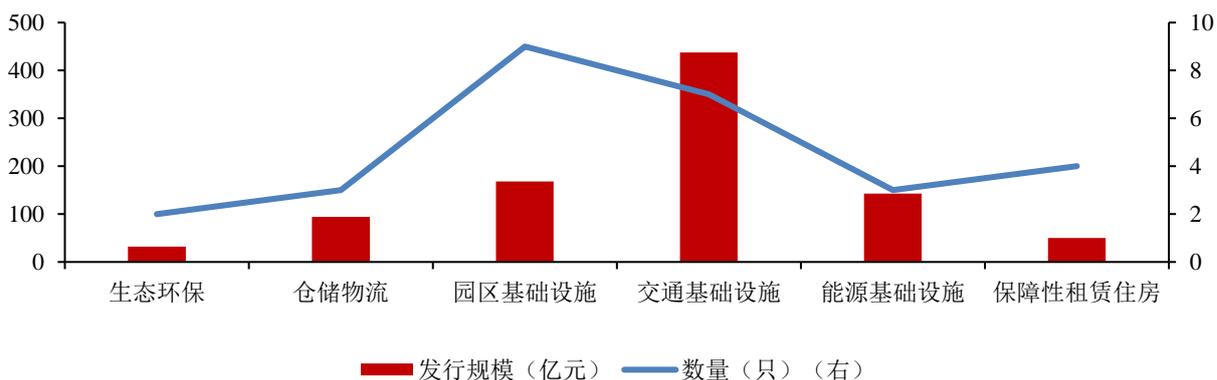
REITs（Real Estate Investment Trusts）即不动产投资信托基金，是指通过发行收益凭证，将募集到的资金用于不动产投资经营管理，并将不动产投资综合收益按比例分配给凭证持有人的金融工具。作为信托基金，REITs 是一种有效的直接融资模式，可以将缺乏流动性的不动产盘活为标准化、可交易流通的证券资产，具有将不动产证券化的金融产品属性。一般来说，REITs 产品具有投资门槛低、流动性强、税收优惠、派息收益较高、收益相对稳定等特征。

基础设施公募 REITs 是底层资产投资于广义基础设施领域，向大众募集资金、可上市交易的 REITs 基金产品。行业投向看，目前中国已发行了 6 种底层资产类型的基础设施公募 REITs 产品（图 33），分别是园区基础设施、仓储物

流基础设施、交通基础设施、生态环保基础设施、保障性租赁住房、能源基础设施，其中，园区基础设施、交通基础设施产品数量最多，两者合计占已发行产品总数的一半以上。

对中国来说，基础设施公募 REITs 是中国深化金融供给侧结构性改革的重要抓手，对进一步创新投融资机制、强化资本市场服务实体经济能力等方面有重要意义。一是从宏观视角看，作为权益型融资工具，发展基础设施公募 REITs 可提高直接融资比重，有助于降低宏观杠杆率与地方政府融资成本，有效防范债务风险与金融风险。二是从市场发展看，作为多层次资本市场体系重要的组成部分，公募 REITs 可有效盘活各类成熟经营的基础设施存量资产，提升基础设施领域市场化水平，实现前期投资回收，形成投融资闭环，推动良性投资循环。三是从投资者角度看，公募 REITs 属于一种收益较高、风险适度的金融产品，为投资者的资产配置提供了重要选择，满足了优化投资组合、多样持有资产、降低投资风险等需求。许多国家给予公募 REITs 税收优惠政策，例如对基金份额的分红收入实行税收减免等，这有助于投资者获得更高的实际收益。

图 33：中国基础设施公募 REITs 资产类型分布



资料来源：Wind，中国银行研究院

## （二）中国 REITs 市场兴起、发展阶段与新情况

**2003-2014 年：起步时期。**受中国香港、新加坡等地的启发和影响，中国开

始着手于在资本市场上设计推动 REITs 创新产品。早期探索以商业地产或租赁住房 REITs 为主，并实行“先在境外发行、后在境内试行”两条探索路径。2003 年，香港地区推出《房地产投资信托基金守则》，允许在香港地区上市的 REITs 标的物可以是香港地区之外的资产，为后续内地 REITs 上市铺垫。2005 年，中国首单以内地物业为底层资产的 REITs——越秀 REITs 在港交所上市，此后陆续有 REITs 产品在新加坡等地发行。

**2007-2014 年：探索时期。**2007 年，中国人民银行成立了 REITs 专题研究小组，国内 REITs 市场建设正式开始推进，并对 REITs 以租金和股息为主要收入来源，有更为稳定的收益与风险等进行了确认。2010 年，发改委等部门首次明确提出利用 REITs 为发展公共租赁住房提供金融支持与服务，对 REITs 的研究逐渐聚焦于租赁住房领域。

**2014-2018 年：“类 REITs”较快发展时期。**由于 REITs 与房地产市场关联程度较高、结构较复杂，中国境内的第一批 REITs 产品是以“类 REITs”形式涌现的。“类 REITs”不同于标准 REITs，前者实际上仍属于债务性融资，具有更强的固收属性，但在底层资产、产品形式上与标准 REITs 相似。这一时期，类 REITs 产品不断涌现，其底层资产范围不断扩大，从酒店、购物中心、写字楼等商业物业，扩展至仓储、产业园、高速公路等基础设施领域，例如，顺丰产业园类 REITs、沪杭甬徽杭高速类 REITs 等。2014 年 5 月，中国首单类 REITs——中信启航 REITs 发行，发行规模 51.2 亿元。2015 年 6 月，公募类 REITs——鹏华 REITs 发行，该产品持有不动产的比例低于 50%，其余则投资于固收和股票。截至 2020 年底，中国“类 REITs”项目累计发行 92 只，累计发行规模达到 1752.14 亿元。

**2018 年至今：基础设施公募 REITs 的快速成长期。**基于对海外 REITs 发展经验的探索，以及产品模式的打磨，中国逐渐确立了从基础设施领域推进公募 REITs 发展的思路。2018 年 6 月，发改委、证监会等部门正式开启了对基础设

施 REITs 的调研工作。2020 年 4 月，发改委、证监会正式出台《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》，标志着中国境内基础设施公募 REITs 市场的正式起航。经过一年时间酝酿，2021 年 6 月，中国首批 9 只基础设施公募 REITs 正式发行，规模合计 314.03 亿元。此后中国公募 REITs 扩容提速，2022 年全年再发行 15 只，其中保障性租赁住房 REITs 于该年首次发布亮相。

2023 年 6 月，REITs 扩募机制全面落地，首批 4 只 REITs 项目扩募（表 8），标志着中国公募 REITs 市场正式形成首发与扩募双轮驱动的发展新格局。2023 年上半年，中国新发行 3 只基础设施公募 REITs，其中涵盖能源基础设施 2 只（中航京能光伏 REIT 和中信建投国家电投新能源 REIT）、园区基础设施 1 只（中金湖北科投光谷产业园 REIT）。截至 2023 年 8 月 31 日，中国已上市发行 28 只公募 REITs 产品，发行规模合计 925 亿元，其中深交所上市交易 9 只，上交所上市交易 19 只。

**表 8：已上市基础设施公募 REITs 数量与规模**

证券简称	资产类型 (数量)	发行规模 (亿元)	上市时间	
中航首钢生物质 REIT	生态环保	13.38	2021 年 6 月	
富国首创水务 REIT	(2)	18.50		
红土创新盐田港仓储物流 REIT (已扩募)	仓储物流	18.40		
中金普洛斯仓储物流 REIT (已扩募)		(3)	58.35	
嘉实京东仓储基础设施 REIT		17.57	2022 年 12 月	
浙商证券沪杭甬高速 REIT	交通基础 设施	43.60	2021 年 6 月	
平安广州交投广河高速公路 REIT		91.14		
华夏越秀高速公路封闭式基础设施 REIT		21.30	2021 年 12 月	
华夏中国交建高速 REIT		(7)	93.99	2022 年 4 月
国金中国铁建高速 REIT			47.93	2022 年 7 月
华泰江苏交控 REIT			30.54	2022 年 11 月
中金安徽交控 REIT			108.80	
华安张江产业园 REIT (已扩募)		园区基础 设施	14.95	2021 年 6 月
东吴苏州工业园区产业园 REIT			34.92	
博时招商蛇口产业园 REIT (已扩募)			20.79	
华夏合肥高新产业园 REIT	15.33		2022 年 10 月	

国泰君安临港创新产业园 REIT		8.24	
国泰君安东久新经济 REIT		15.18	
建信中关村产业园 REIT		28.80	2022 年 12 月
华夏杭州和达高科产业园 REIT		14.04	
中金湖北科投光谷产业园 REIT		15.75	2023 年 6 月
红土创新深圳人才安居 REIT	保障性租赁住房 (4)	12.42	2022 年 8 月
中金厦门安居保障性租赁住房 REIT		13.00	
华夏北京保障房 REIT		12.55	
华夏基金华润有巢 REIT		12.09	
鹏华深圳能源 REIT	能源基础设施 (3)	35.38	2022 年 7 月
中航京能光伏 REIT		29.35	2023 年 3 月
中信建投国家电投新能源 REIT		78.40	

资料来源：Wind，中国银行研究院

### （三）中国 REITs 市场的不同之处

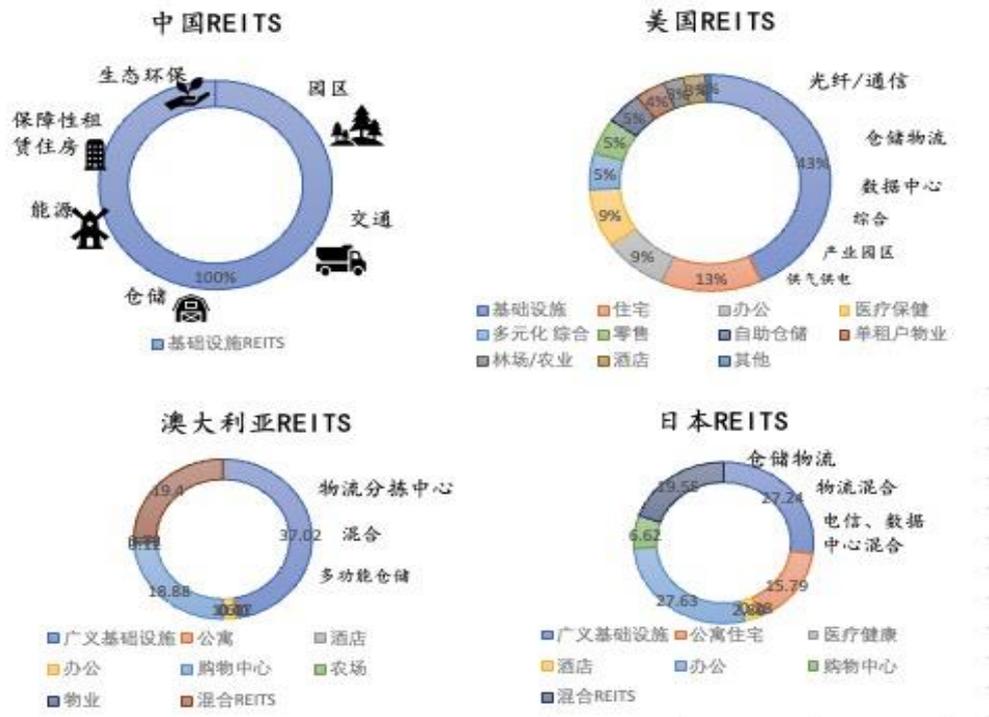
从全球市场情况来看，目前美国 REITs 市场发展最为成熟、规模最大、收益率最高。在亚洲市场上，受发达经济体的加息政策周期影响，2022 年亚洲 REITs 市场规模缩减，但中国的 REITs 市场正在迅速崛起。相较发达经济体来说，中国境内公募 REITs 起步稍晚，但具有明显的“中国特色”。

**第一**，中国 REITs 以基础设施领域为主，聚焦重点行业、重点领域，优先支持仓储物流、收费公路、产业园区等，暂不涉及除基础设施之外的资产类型（图 34）。而海外国家的发展路线是 REITs 首先用于服务房地产行业，大量持有盈利较高、收入较为稳定、成熟的房地产，例如商场、写字楼、公寓等。因此，相较海外市场来说，中国公募 REITs 的政策导向意义更加鲜明，以服务国家发展战略为主要目标。

**第二**，中国的基础设施公募 REITs 是“公募基金+ABS”结构，与海外直接持有不动产的主流模式有所区别。中国公募 REITs 包括“公募基金-ABS（资产证券化）-SPV（特殊目的公司）-底层资产”四层，较海外典型 REITs 多一层 ABS 证券化业务。特征结构是，以“公募基金+ABS”的方式通过 SPV 机构持有底层资产，而海外典型 REITs 则是由基金或者 SPV 直接持有项目公司股权。这主

要是由于公募基金不允许直接投资非上市公司股权，因此需要多一层 ABS 业务来嫁接，以将法律层面阻力减到最小。

图 34：中国与其他海外国家 REITs 类型与比重异同



资料来源：韩志峰（2021），中国银行研究院

第三，中国的基础设施公募 REITs 仅在基金分红环节不额外征税，而某些海外 REITs 还会在经营层面给予所得税减免。为了鼓励 REITs 发展，多数国家会对 REITs 给予免税或税收减免，以避免对持有人的现金流所得重复征税。例如，中国香港对 REITs 投资者的利得免税，新加坡对个人投资者免税，美国 REITs 通常会减免公司所得税等。

#### （四）REITs 市场进一步发展的相关建议

第一，不断完善市场机制设计，相关配套政策同步建构。持续推进市场化的评估定价体系，加强相关法律法规的研究与修订。提高基础设施资产信息披露的透明度与及时性，建立高效透明的 REITs 扩募机制。进一步加强政策协调，提高资本市场服务能力，促进规模化的存量资产盘活与新增投资的良性循环，

护航 REITs 市场平稳前行。

**第二，积极创新 REITs 产品，稳步扩大底层资产试点范围。**随着中国公募 REITs 市场的不断成熟和完善，可鼓励地方和企业拿出更多优质资产参与试点，稳步扩大 REITs 规模与试点范围。未来市场条件成熟后，可考虑将对中国 REITs 底层资产范围逐步扩大至写字楼、酒店、零售地产等盈利更高的非基础设施类资产。

**第三，考虑加大税收政策支持，促进 REITs 市场进一步发展。**参考海外市场经验，税收制度在 REITs 市场发展往往具有重要作用。例如，多年来新加坡积极推动 REITs 市场的税收制度改革，成功调动了投资者积极性，吸引了大量海外资金持有其 REITs 产品。中国可考虑推出更加优惠的税收政策，有助于降低 REITs 的发行成本，进一步推动中国 REITs 市场发展。

## 专题二：疫情后澳门整体经济和综合旅游业复苏情况

受益于疫情三年期间澳门特别行政区政府各项稳经济、顾民生政策支撑，澳门较好地保存了作为国际旅游休闲中心的承载能力，非博彩板块投入的增加也与疫后内地游客出境游需求的变化趋势相匹配，预计 2023 年澳门有望成为大湾区乃至全国经济增速最亮眼的地区之一。

### （一）澳门整体经济复苏情况

#### 1. 澳门在大湾区城市中经济复苏最快

《粤港澳大湾区发展规划纲要》发布四周年以来，大湾区经济发展活力不断显现，2022 年区域 GDP 总量突破 13 万亿人民币，跻身全球主要经济体前 10 位。2023 年上半年，澳门 GDP 同比实际增长 71.5%，增速在大湾区乃至全国城市中位列第一（表 9）。

表 9：2023 年上半年粤港澳大湾区各城市 GDP 规模及增速

	GDP 总量 (亿人民币 <sup>10</sup> )	GDP 同比实际增速 (%)
全国	593,034	5.5
广东省	62,910	5.0
大湾区“9+2”城市	65,734	----
深圳	16,298	6.3
广州	14,131	4.7
佛山	6,071	5.2
东莞	5,262	1.5
惠州	2,545	5.1
珠海	2,063	5.1
江门	1,827	5.0
中山	1,811	5.5
肇庆	1,195	2.9
香港	13,094	2.2
<b>澳门</b>	<b>1,427</b>	<b>71.5</b>

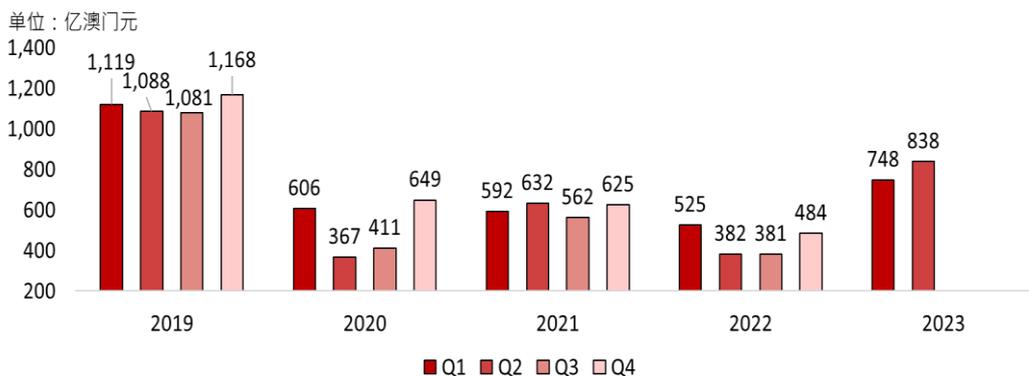
资料来源：wind，各地统计局

## 2. 澳门整体经济呈现加速回暖态势

2023 年上半年，随着疫情影响消退，澳门旅游等主要行业加快回暖，带动澳门本地经济呈现复苏态势。澳门统计局最新数据显示，一季度、二季度澳门 GDP 同比实际增速分别达到 39%、117%，呈现逐季回升态势（图 35）。上半年澳门实际 GDP 已经恢复至疫情前（2019 年，下同）同期的 71%。

<sup>10</sup> 港澳地区 GDP 按历史汇率折算。

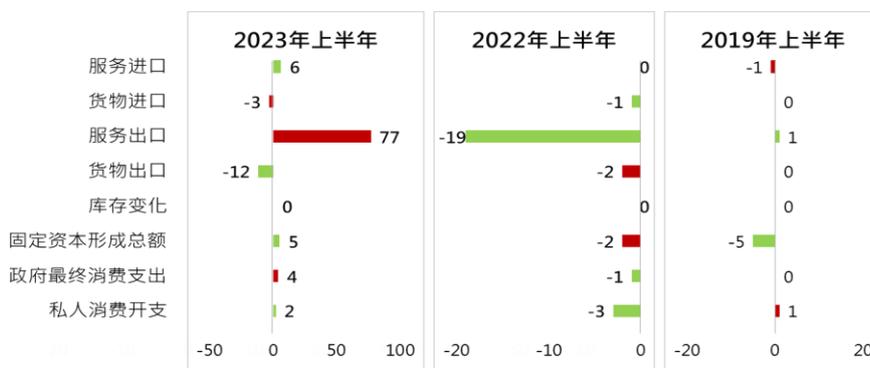
图 35：澳门季度 GDP 规模及变化情况



资料来源：澳门统计局

从结构上看，上半年澳门 GDP 实际同比增长 71.5%，其中，主要是出口增长拉动了 65 个百分点，固定资本形成额拉动 5 个百分点，以及私人、政府最终消费支出分别拉动了 2 个、4 个百分点（图 36）。

图 36：各支出项目对澳门 GDP 同比实质增速的拉动点



资料来源：澳门统计局

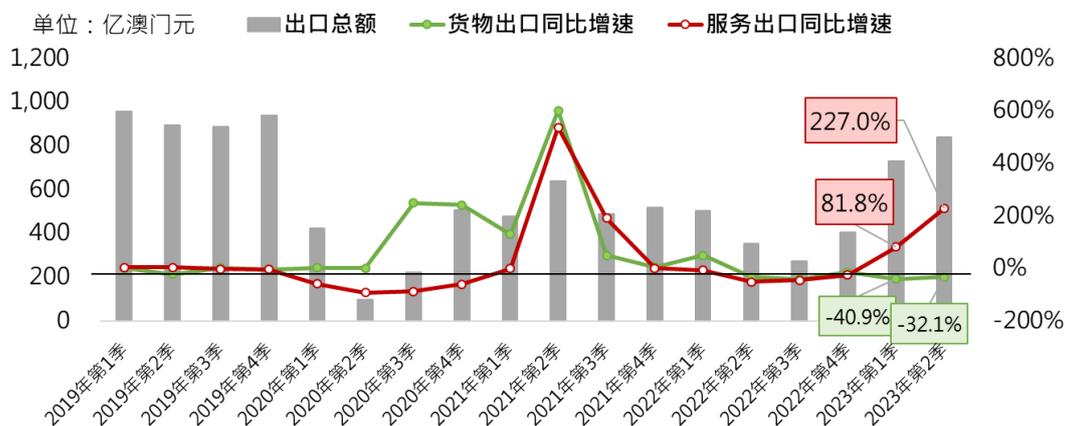
### 3. 澳门宏观经济“三驾马车”动能均有改善

#### 动能一：出口板块领衔复苏，博彩及旅游服务出口拉动经济回升

澳门是外向型经济体，长期维持对外贸易顺差（其中，主要是服务贸易项下长期顺差，而货物贸易项下长期逆差），服务业进出口在澳门整体对外贸易中占据重要地位。自 2023 年一季度起，澳门出口额开始止住连续 3 个季度的跌势，上半年出口额同比增长 77%，恢复至疫情前的 82%，其中主要是服务出口

同比大幅增长 136%（图 37）。同期，澳门进口额同比增长 8%，服务进口同比大幅增长 53%。

图 37：澳门出口总额及货物、服务出口增速情况

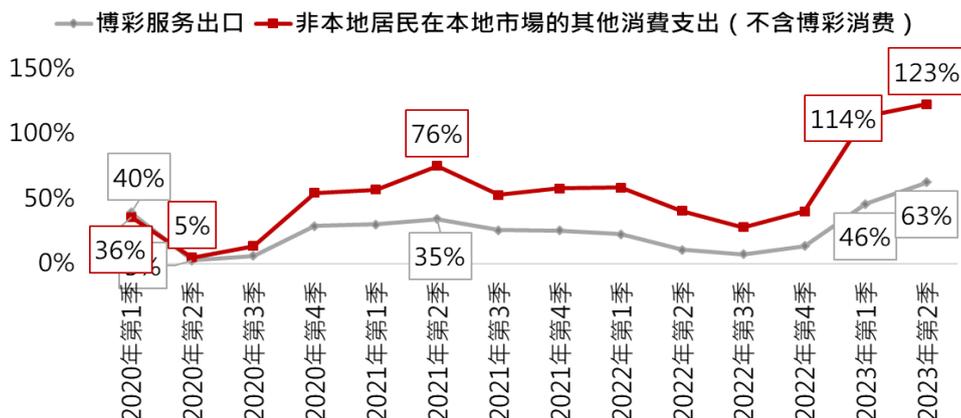


资料来源：澳门统计局

具体而言，上半年澳门服务出口板块呈现两方面特点。一是当前澳门经济增长主要依靠博彩及综合旅游业服务出口复苏拉动。随着中国疫情影响消除及旅行限制政策解除，叠加短期内大部分出境游需求分流至港澳地区，澳门博彩及综合旅游业加速复苏，带动澳门出口板块快速回暖。2023 年二季度，服务出口对澳门 GDP 同比增长的贡献度达 113%，已经基本恢复至 2019 年水平。二是当前澳门博彩及综合旅游服务出口板块的复苏程度有一定不均衡性。在疫情前的正常年份，澳门总体服务出口中超 90% 为“非本地居民在本地市场的消费支出<sup>11</sup>”，其中包含博彩服务出口、其他消费支出两大类。2023 年二季度，博彩服务出口恢复至疫情前同期的 54%，而其他消费支出（主要是游客在澳其他旅游服务消费）则迅速恢复至疫情前同期的 123%（图 38）。这反映出当前访澳旅客在澳消费复苏具有不均衡性，博彩消费复苏相对较弱，而在澳门非博彩元素带动下，大众休闲旅游消费增势显著。

<sup>11</sup> 这一比例在疫情下一度锐减至不足 50%，目前已经回升至 90% 以上。

图 38：博彩及综合旅游服务出口恢复至疫前同期的百分比



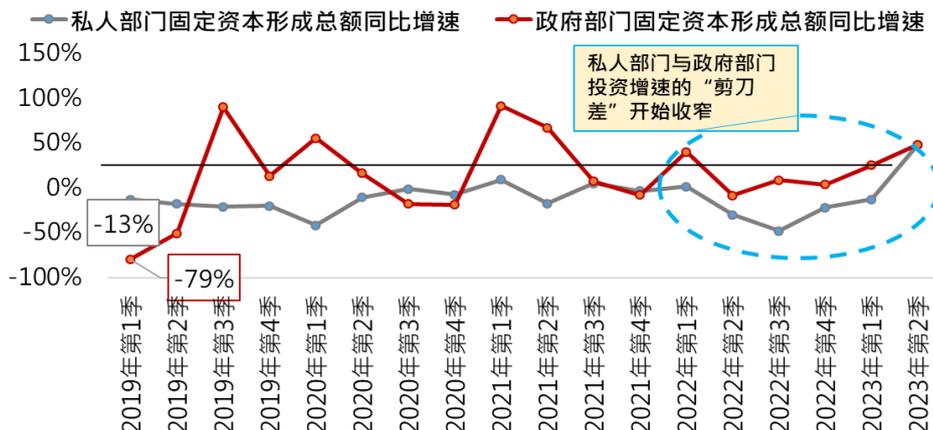
资料来源：澳门统计局

### 动能二：投资板块显著改善，私人部门及建筑领域发挥重要作用

2023 年二季度，澳门资本形成总额同比增长 46.9%，止住了过去连续 6 个季度的同比负增长趋势。其中，固定资本形成总额长期在澳门资本形成总额中占比超 96%，自 2023 年一季度起止跌回升，二季度同比增长 48.49%，恢复至疫情前同期的 148%。具体而言：

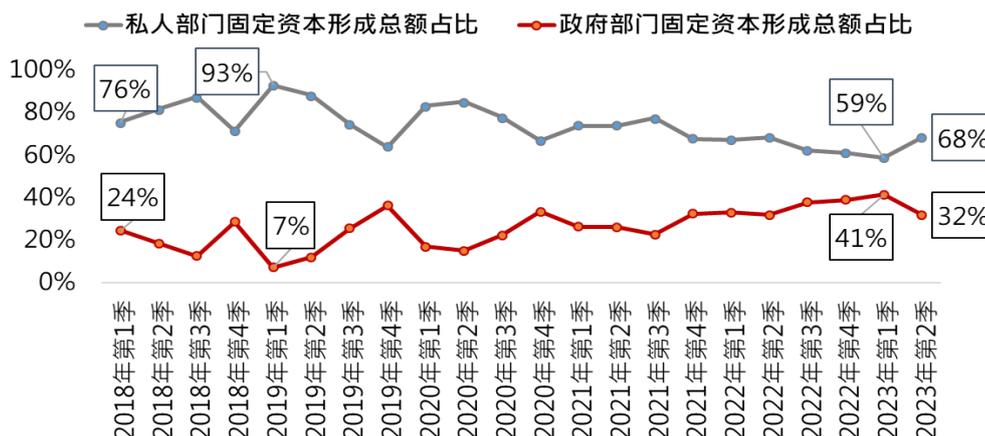
一是澳门投资端增长从依靠公共部门拉动，转为私人部门、公共部门“双轮驱动”。自疫情以来，受经济下行、信心不足影响，澳门私人部门投资在固定资本形成总额中的占比持续走低，与公共部门投资占比之间的差距有收窄趋势；同时，私人部门投资同比增速在疫情下的大多数时间也显著低于公共部门投资，两者一度形成增速“剪刀差”。2023 年二季度起，澳门私人部门投资增速（48.5%）大幅回升至与公共部门投资增速（48.6%）相当（图 39），私人、公共部门在固定资本形成总额中的占比差异也开始走阔（图 40），私人部门重新展现出投资活力。

图 39：澳门私人、政府部门固定资本形成总额增速



资料来源：澳门统计局

图 40：澳门固定资本形成总额中私人及政府部门占比



资料来源：澳门统计局

二是建筑及房地产领域投资增长成为主要拉动因素，机器设备投资有提升空间。长期以来，澳门固定资本形成总额中建筑领域的占比高达 80%左右，而与澳门高新科技产业发展更为相关的机器设备领域投资占比相对较低。2023 年二季度，建筑领域固定资本形成总额同比大幅回升 71%，而机器及设备投资仍同比下降 3.1%，相当于疫情前同期的 171%。其中：公共部门方面，随着澳门特区政府推动多个公共房屋项目及第四条跨海大桥等大型工程建设进度，二季度公共工程投资同比上升 47.4%；私人部门方面，则主要受益于六大博企十年千亿投资计划陆续启动、多个大型综合旅游项目，促进私人建筑投资同比增长

86.6%。相比之下，澳门机器设备投资仍维持连续四个季度的下降趋势(-4.3%)，主要是私人部门投资下滑所致。

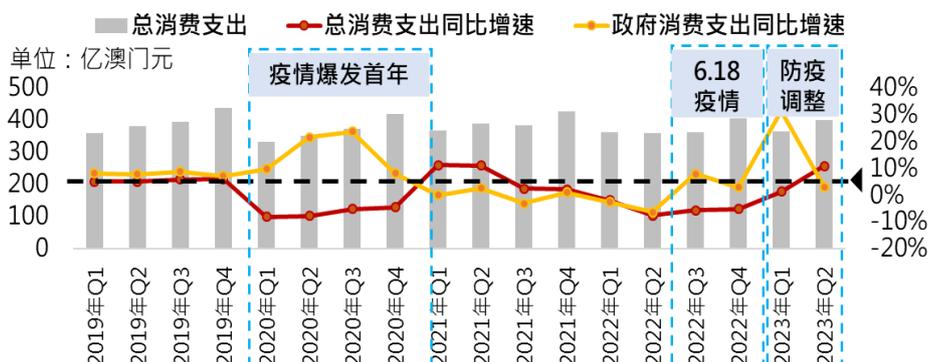
### 动能三：消费板块止跌回暖，本地消费市场重新凝聚信心

本地消费市场受居民财富效应及预期影响。疫情三年期间，澳门消费市场受收入下降、就业不足、信心低迷等影响而持续走低，消费总额在 2020 年及 2022 年均出现连续 4 个季度的同比负增长（图 41）。2023 年初以来，澳门本地消费市场开始有回暖迹象，继一季度消费总额止住跌势、同比小幅回升 1%后，二季度实现 11%的同比增幅。上半年，澳门本地消费总额恢复至疫情前同期的 103%。

疫情期间，扩大政府消费支出是特区政府抗疫情、稳经济的重要手段，在澳门本地疫情爆发、私人消费锐减的时期，政府消费支出均有较大幅度的增长，起到了“熨平”整体消费波动的作用（图 41）。同时，澳门特区政府此前推出的三轮电子消费优惠计划对私人消费起到了一定的支撑作用，将助力澳门私人消费增速低位企稳或者止跌回升（图 42）。

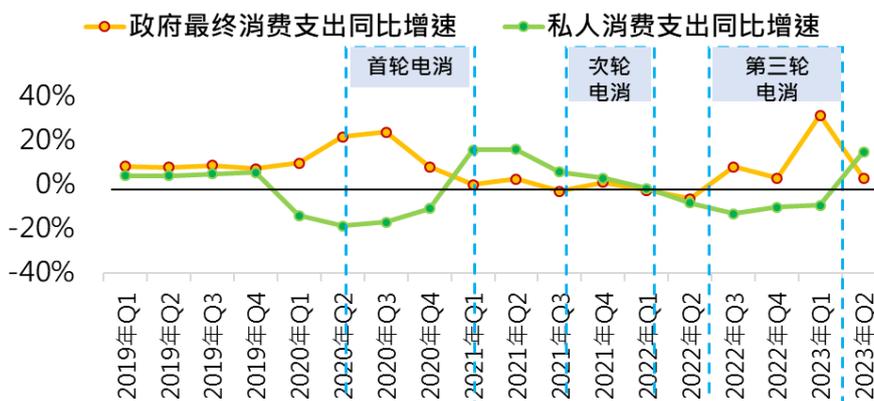
2023 年上半年，随着访澳旅客和主要行业明显回暖，澳门私人消费需求不足、依赖政府消费拉动的结构性问题开始得到改善。当前，澳门私人消费止住跌势，从一季度的同比下降 9%，转变为二季度的同比增长 15%，恢复至疫情前同期的 99%；私人消费支出对澳门 GDP 增长的贡献率，也重新恢复正值（8%）（图 43）。在此背景下，澳门特区政府消费支出同比增幅从一季度的 31%收窄至二季度的 3%，公共开支水平开始重回正常化。

图 41：澳门总消费支出、政府消费支出变化情况



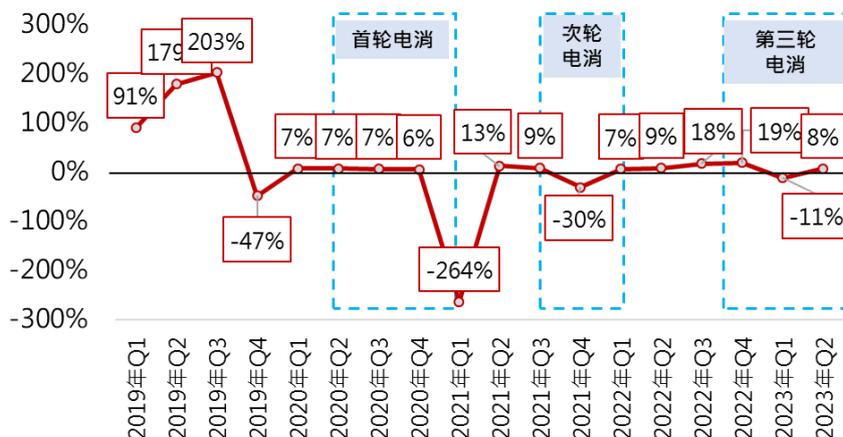
资料来源：澳门统计局，作者测算

图 42：澳门私人消费及政府消费同比增速情况



资料来源：澳门统计局，作者测算

图 43：私人消费对澳门 GDP 同比增长的贡献率



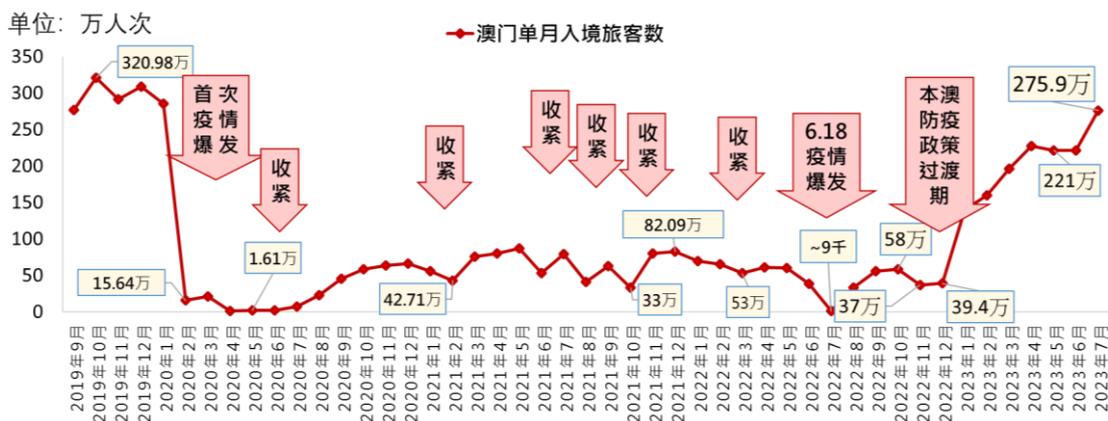
资料来源：澳门统计局，作者测算

## (二) 澳门综合旅游业景气度胜过预期

### 1. 访澳游客屡创疫后新高

2023年1-7月，累计访澳旅客数量达1440.5万人次，同比增加3.2倍；其中，7月单月入境旅客275.9万人次，恢复至疫情前同期的78%。一般而言，每年的上半年除了春节、五一和端午假期外一般是澳门旅游业的淡季，但2023年1-6月的日均访澳旅客数为4.5、5.7、6.3、7.6和7.4万人次，分别恢复至疫情前同期水平的41%、45%、58%、66%、65%和71%，未显示出明显的淡季效应（图44）；而7-8月由于暑期旺季效应作用，访澳“家庭游”旅客显著增加，其中7月日均访澳旅客高达8.9万人次，而8月12日更是录得13.9万人次，再创3年半以来最高记录。访澳旅客数目持续恢复，也带动7月澳门酒店入住率达到92.2%，创下疫情以来的新高。

图 44：澳门单月入境旅客数



资料来源：澳门统计局

### 2. 访澳旅客质量显著提升

一方面，旅客平均逗留时间及留宿比例稳步增长，“旅游+”产业融合发展模式效果显现。2023年1-7月访澳旅客平均逗留时间维持在1.3日，相较于疫情前的1.1日小幅提升。同时，访澳旅客留宿比例增加，1-7月访澳旅客留宿人

次达到 750 万人次，占总体入境旅客人次的 52%，这也是自 2018 年以来，访澳留宿旅客再次高于同期不过夜旅客比例。旅客留澳意愿提升的背后，是特区政府在打造世界旅游休闲中心方面的持续推进和构建“旅游+”产业融合发展模式上的长期投入，包括“旅游+会展”“旅游+体育”“旅游+文创”等在内的跨界融合发展模式正持续丰富澳门旅游元素，这也侧面反映出深度挖掘澳门旅游业及其辐射周边行业发展潜力的重要性。

另一方面，非博彩消费的人均消费水平明显提升，澳门作为境外大众休闲旅游目的地的吸引力增强。随着旅客逗留时间增长，二季度访澳旅客人均消费维持在 2600 澳门元以上，高于疫情前同期；其中，内地个人游人均消费水平为 3385 澳门元，显著高于广东省、香港地区游客，这也显现出澳门拓展内地其他省份游客来源、恢复更多省份直达航班的重要性。

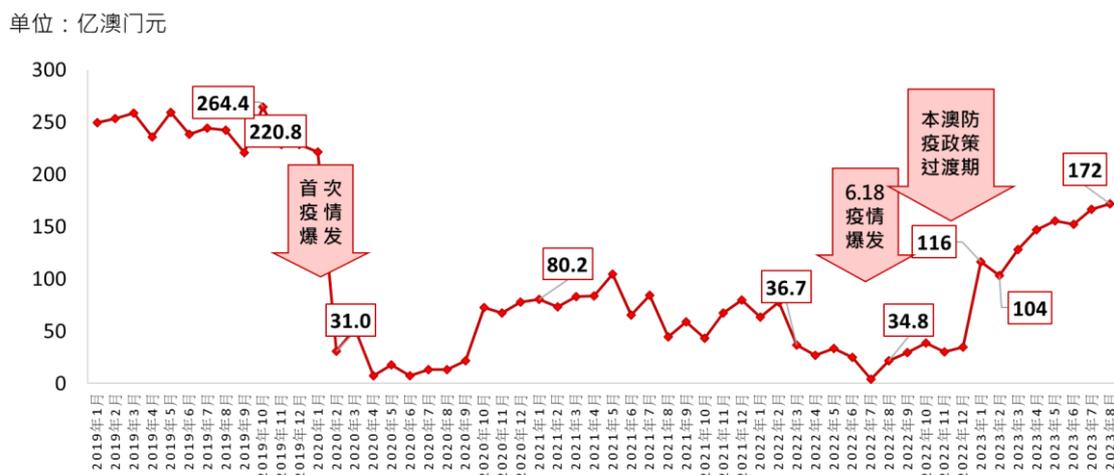
此外，海外客源恢复进程加速，澳门客源多元化成效初显。2023 年初（1 月份），澳门每日平均接待国际旅客人次仅相当于疫情前同期的 10%；而到 7 月份，这一比例已经恢复至 56.6%，恢复进程虽相比内地、香港客源有所落后，但总体呈现加速修复态势。最新高频数据显示，8 月 1 日至 17 日的日均国际旅客较 7 月份再升 5%，反映澳门旅客结构渐趋多元化发展；1-7 月澳门国际客源主要来自东南亚、韩国、美国市场。

### 3. 澳门主体产业复苏超预期

2023 年 1-8 月，澳门博彩毛收入 1142 亿元，同比增长 291%，恢复至疫情前同期的 57%，相当于政府 2023 年设定目标（1300 亿元）的 88%。其中，8 月单月博彩毛收入为 172.1 亿澳门元，同比增加 671%（图 45）；6 月、7 月和 8 月份，日均博彩毛收入分别回升至 5.1 亿、5.4 亿和 5.6 亿元。在博彩业带动下，澳门周边行业回暖趋势明显：从企业开业情况看，1-7 月澳门新设立公司 2970 间（同比增长 43%），其中接近五成为批发零售业及文娱博彩相关服务业企业；

从就业市场看，5-7月本地居民失业率已经从疫情期间高位的5.5%快速下降至3.3%，相比疫情前同期略高0.9个百分点。

图 45：澳门单月博彩毛收入



资料来源：澳门统计局、澳门博监局

#### 4. 博彩业中场业务率先恢复，非博彩元素将成为重要增长点

上半年澳门中场业务赌收恢复至疫情前同期的54%，市场机构预估，四季度澳门中场赌收可基本恢复至疫情前水平。相比之下，贵宾厅赌收预计只恢复至疫情前的不足30%，预计未来其对澳门赌收贡献度将继续走低。同时，从“五一”黄金周游客行为变化看，高端休闲度假游正成为疫后内地旅客出境游的新趋势，二季度起多家博企非博彩项目将投入使用，体育赛事、演唱会、MICE会展等非博彩元素供给增加，将有利于推动澳门向多元化旅游目的地转型，吸引更多广泛客群访澳，并提升旅客平均逗留时间及非博彩消费贡献。

#### (三) 政策建议

一是进一步加大政策倾斜力度，支持澳门特区主要行业复苏和“一国两制”行稳致远。2023年初以来，澳门特区经济回暖的速度领先大湾区，目前正处在疫后复苏的关键时期。当前，特区政府积极出台引客入澳政策举措，并推动出

台“1+4”多元产业发展规划。在此背景下，建议进一步加强对澳门地区的政策支持，例如支持澳门加强对内地广东省及外省市游客的宣传，加速相关航班恢复进度，联合开放大湾区“一程多站”旅游等，为澳门经济复苏增强内生动力。

二是进一步强化对澳门“1+4”多元产业发展的支持力度，促进主流行业与多元化新兴行业协同发展。澳门博彩及综合旅游业经受住了三年疫情冲击，已经基本稳住发展局面，同时澳门赌权竞投和新博彩法修订也尘埃落地，行业最大不确定因素已经消退，六大博企未来十年千亿投资计划也在有序推进中，多重因素有望推动主流产业健康可持续发展。同时，特区政府也正推动制定澳门“1+4”多元产业发展五年规划（其中“1”是指博彩及综合旅游业，未来在澳门GDP的目标占比仍达40%）。建议适度支持澳门主流行业健康可持续发展，同时结合澳门中医药、文旅会展、高新科技等新兴产业发展进程，推动开展企业、人才、项目合作。

三是进一步对接国家双循环新发展格局，充分利用横琴深合区新发展空间，强化支持澳门现代金融业发展。新发展格局是以国内大循环为主体的“以内为主、以内促外、内外联动”的国内国际双循环，而循环的关键是畅通。金融要素高效流动配置、金融服务辐射境内境外两个市场、人民币融通全球，是实现畅通循环的迫切需要和重要保障。在此背景下，建议可支持澳门充分利用横琴深合区创新空间，以开放的现代化金融市场体系为核心、以区域人民币资产配置中心为标志，发展区域性离岸金融市场，在区内培育以人民币计价的金融产品为载体、财富管理为重点的双向开放金融生态，从而为澳门乃至大湾区实体经济高质量发展提供金融“血液”。

---

### 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