

# 中国经济金融展望报告

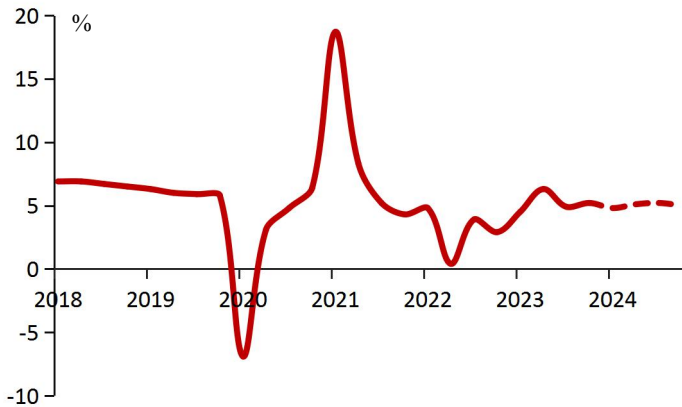
2024 年第 2 季度（总第 58 期）

报告日期：2024 年 4 月 1 日

## 要点

- 2024 年一季度，中国经济开局良好。从外部看，全球市场需求回暖，国际贸易景气度回升，中国外贸出口增速回升。从内部看，宏观政策进一步加码发力，经济增长内生动力有所增强。初步预计，一季度 GDP 同比增长 4.8% 左右。
- 展望二季度，经济增长内生动能将持续修复，全球进入周期性补库存阶段有利于外需增强，宏观政策托底经济作用进一步显效，中国经济景气度有望回升。预计二季度 GDP 增长 5.1% 左右，较一季度回升 0.3 个百分点左右。
- 2024 年《政府工作报告》将经济增长目标设为 5% 左右，既是短期扩大就业、增加居民收入、防范化解风险的重要考量，也是实现中长期发展目标的需要。实现这一增长目标需要各方面加倍努力。宏观政策要持续巩固经济恢复基础，谨防经济增长中枢下移由短期现象变成长期趋势。

### 中国经济疫情后波浪式发展、曲折式前进



资料来源：中国银行研究院

## 中国银行研究院 中国经济金融研究课题组

组 长：陈卫东  
副组长：周景彤  
王家强  
成 员：李佩珈  
梁 婧  
赵廷辰  
范若滢  
梁 斯  
叶银丹  
刘 晨  
吴 丹  
刘佩忠  
王 静  
平 婧  
张传捷(伦敦研究中心)

联系人：范若滢

电 话：010-66592780

邮 件：fanruoying@qq.com



## 实现 5%左右增长目标仍需加倍努力

——中国银行中国经济金融展望报告（2024 年第 2 季度）

2024 年是中华人民共和国成立 75 周年，也是实现“十四五”规划目标任务的关键一年。进入 2024 年，中国经济开局良好。从外部看，全球市场需求回暖，国际贸易景气度回升，中国外贸出口增速回升。从内部看，宏观政策进一步加码发力，经济增长内生动力增强。初步预计，一季度 GDP 同比增长 4.8% 左右，较 2022-2023 年同期平均水平提高 0.2 个百分点，但经济增速仍低于潜在增长率水平<sup>1</sup>。展望二季度，经济增长内生动能将持续修复，全球库存周期进入补库阶段将改善外需，宏观政策托底经济作用进一步显现，中国经济景气度有望进一步回升。预计二季度 GDP 增长 5.1% 左右，较一季度回升 0.3 个百分点。当前，中国经济仍面临有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、风险隐患仍然较多等问题。2024 年《政府工作报告》将经济增长目标设为 5% 左右，既是短期扩大就业、增加居民收入、防范化解风险的重要考量，也是实现中长期发展目标的需要。这是个相对进取的目标，实现这一目标需要各方面加倍努力。宏观政策要持续巩固经济恢复基础，谨防经济增长中枢下移由短期现象转为长期趋势。

### 一、2024 年一季度经济形势回顾与二季度展望

在国内外多重困难挑战交织背景下，疫后中国经济恢复呈现波浪式发展、曲折式前进特征。2024 年一季度，中国经济开局良好。从外部看，全球需求回暖，国际贸易景气度回升，有助于中国出口增速回升。从内部看，经济增长内生动力增强，消费表现好于预期，制造业投资加快增长，生产稳定修复，产业

<sup>1</sup> 2023 年 12 月 12 日，我院发布《中国经济金融展望报告》测算，在收敛算法、传统算法下 2022-2023 年中国经济潜在增速分别为 5.5%、5% 左右。

转型升级态势明显。宏观政策进一步发力，2023年1万亿元增发国债项目已全部下达，2024年拟发行1万亿超长期特别国债；货币政策降准0.5个百分点、调降5年期以上LPR25个基点。初步预计，一季度GDP同比增长4.8%左右，较上年同期提高0.3个百分点，较2022-2023年同期平均水平提高0.2个百分点，但经济增速仍低于潜在增长率水平。

展望二季度，中国经济恢复情况将主要取决于内生增长动能、国际环境变化、宏观政策力度与效果三个因素。在增长内生动能方面，消费将继续发挥中国经济增长“压舱石”的作用，服务消费潜力有望进一步释放。产业转型升级趋势明显，新质生产力持续培育。在国际环境方面，全球库存周期进入补库阶段有利于外需动能增强，叠加上年基数偏低，出口回暖趋势有望延续。但外部环境依然偏紧，仍需关注国际政经格局变化给外资外贸带来的不确定性。在宏观政策方面，根据2024年《政府工作报告》部署，财政政策将明显加力，综合使用赤字、专项债、超长期特别国债等多种政策工具，有助于基建投资保持较高增速。新一轮“大规模设备更新和消费品以旧换新”将拓展内需增长新空间，预计将拉动GDP增长约0.56-0.9个百分点，有望形成规模5万亿元以上的巨大市场。综合来看，预计未来中国经济景气度有望小幅回升，2024年二季度GDP增长5.1%左右，增速较一季度回升0.3个百分点左右。

## （一）经济增长内生动力持续修复，服务消费和制造业投资是主要支撑

### 1. 消费增长提速、结构分化，未来潜力有望进一步释放

一季度，消费持续回升。1-2月，社会消费品零售总额累计增长5.5%，增速较上年同期提高2个百分点，较2022-2023年同期平均增速（5.1%）提高0.4个百分点。同时，消费结构分化明显。一是服务消费持续好于商品消费。1-2月，服务零售额增速为12.3%，较商品零售额增速4.6%高7.7个百分点（图1）。居民返乡、出游意愿较强。根据文旅部数据，春节假期国内旅游人次和总收入

分别为 4.74 亿人次和 6326.87 亿元，分别同比增长 34.3%和 47.3%，按可比口径分别恢复至 2019 年同期的 119%和 107.7%（图 2）。淄博烧烤、哈尔滨冰雪、天水麻辣烫等网红旅游城市接连出圈。春节档电影票房达 80.16 亿元，观影总人次 1.63 亿，双双刷新历史纪录。二是汽车消费增长较快，房地产相关消费有所回暖。1-2 月，汽车类消费品零售总额同比增长 8.7%，这主要受车企降价促销和上年低基数影响；建筑装潢、家具、家电等消费累计增速分别为 2.1%、4.6%和 5.7%，均实现正增长，这主要是由于上年低基数以及前期促消费政策显效。三是下沉市场消费更为强劲。农村消费好于城镇，农村居民消费倾向（人均消费支出/人均可支配收入）已超过疫情前水平，而城镇居民消费倾向距疫情前水平仍有明显差距（图 3）。三、四线城市成为春节电影票房收入的主力，占比达 59%，创 2019 年以来新高（图 4）。美团数据显示，春节期间瑞幸、星巴克等头部咖啡品牌的县城外卖订单增速高达 136%，远超一、二线城市。

图 1：中国服务和商品消费增速对比

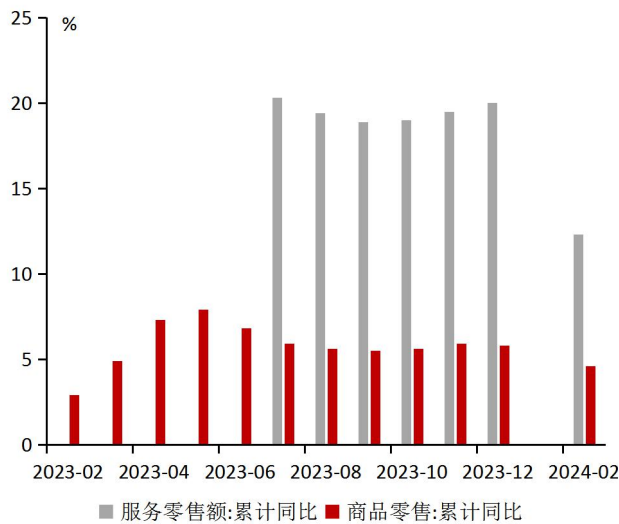
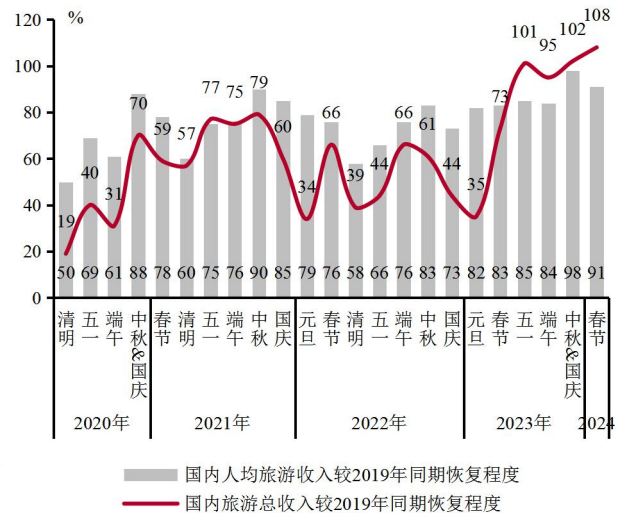


图 2：近年来公共假期旅游消费情况



资料来源：Wind，中国文化和旅游部，中国银行研究院



图 3：城镇和农村居民消费倾向

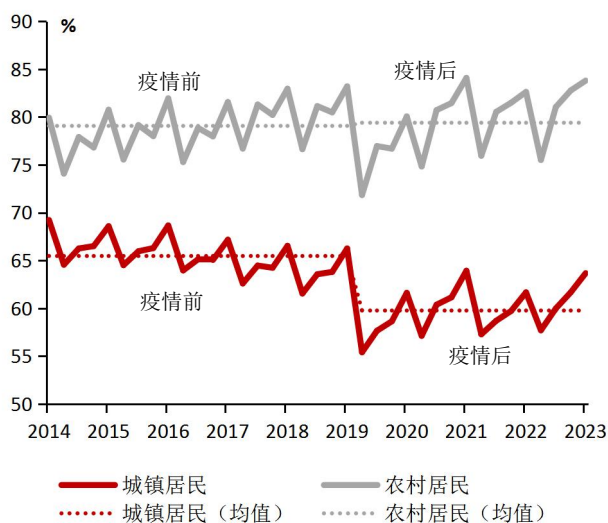
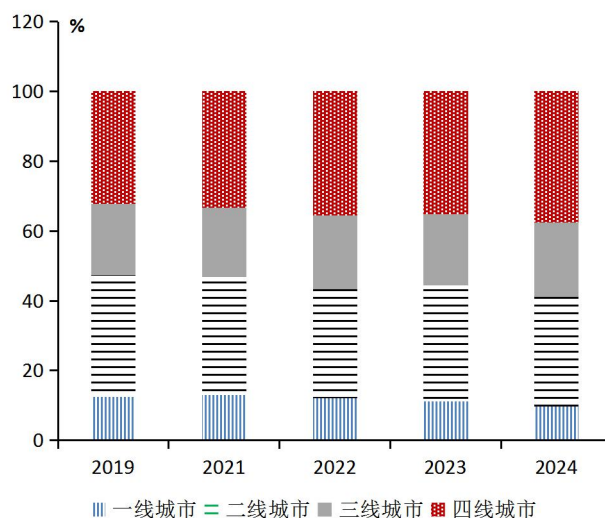


图 4：春节档电影票房收入结构



资料来源：猫眼数据，Wind，中国银行研究院

**展望二季度，消费有望持续恢复。**一方面，服务消费仍将是消费增长的主要拉动力。目前中国休闲旅游消费已基本恢复至 2019 年水平，但全球其他区域旅游消费水平已远超疫情前，从国际对比来看中国服务消费未来仍有较大提升空间（图 5）。疫情后节假日期间消费对整体消费贡献度不断走高，二季度，清明节、五一假期、端午节等节假日密集，将为旅游、住宿等服务消费恢复再添商机。另一方面，新一轮消费品以旧换新政策有望拓展商品消费增长空间。2024 年中央财经委员会第四次会议、《政府工作报告》均提出，要鼓励和推动消费品以旧换新。参考上一轮消费品以旧换新政策（2009-2011 年）取得的良好效果<sup>2</sup>，预计新一轮汽车、家电等消费品以旧换新也将释放新的消费潜力。根据我院研究测算<sup>3</sup>，本轮消费品以旧换新政策有望激发新增汽车、家电需求约为 2109-6293 亿元，将拉动 GDP 增长约 0.16-0.5 个百分点。若配合新能源汽车、新型家电下乡等优惠政策，有望释放更大消费潜力。

<sup>2</sup> 根据瞭望智库数据，“家电下乡”“家电以旧换新”等政策在 2009-2013 年间共带动新增消费金额 5173 亿元（每年带动新增消费金额分别为 692 亿、1376 亿、1573 亿、871 亿、661 亿元）。其中政策效果较集中的 2010 年、2011 年分别拉动 GDP 增长 0.33 和 0.32 个百分点。

<sup>3</sup> 参考中国银行《宏观观察》2024 年第 15 期：新一轮消费品“以旧换新”政策潜力有多大？

[https://www.boc.cn/fimarkets/summarize/202403/t20240308\\_24707358.html](https://www.boc.cn/fimarkets/summarize/202403/t20240308_24707358.html)

需要注意的是，受房地产相关消费拖累，叠加居民收入增长较慢、预期持续偏弱，消费能力和意愿恢复受到一定程度制约，中国社会消费品零售总额的增长中枢较疫情前出现小幅下移（图6），**需要警惕这种短期下移转变为长期趋势**。一是居民出行多、花钱少。春节期间，人均旅游支出仅恢复至2019年同期的90.5%，弱于2023年中秋国庆假期；海南免税岛顾客平均消费额同比下降16%。二是消费者价格敏感度提高，越来越追求性价比。线上平台拼多多强势扩张，成为在美中概股市值第一股，超过阿里，达京东的4倍。线下折扣店、临期商品店等迅速扩张，“赵一鸣”“零食很忙”等量贩零食门店数量已突破2.2万家。综合预计二季度社会消费品零售总额增速为6%左右。

图5：全球主要地区国内休闲旅游恢复情况 图6：中国消费增长中枢下移



资料来源：Tourism Economics，Wind，中国银行研究院

## 2. 制造业投资动能显著恢复，是内生增长动能的稳定支撑

2024年以来，工业生产和投资持续恢复。虽然春节假期延长放缓了生产节奏，但工业生产运行整体平稳，1-2月，规模以上工业企业增加值同比增长7%，较上年同期提高4.6个百分点。随着经济逐步恢复，工业企业盈利持续改善，2023年12月工业企业利润同比增长16.8%，连续5个月保持正增长。部分行业

进入主动补库存阶段<sup>4</sup>（表 1），制造业投资内生动力持续提升。1-2 月，制造业投资同比增长 9.4%，增速较上年同期回升 1.3 个百分点，拉动固定资产投资增速 2.2 个百分点左右。前 2 个月，制造业投资呈现以下结构性特点。一是高技术制造业投资保持快速增长。在产业链供应链优化升级驱动下，高端制造业国产化替代推动相关产业加快布局。1-2 月，高技术制造业投资同比增长 10%，快于制造业投资增速 0.6 个百分点，其中航空、航天器及设备制造业、计算机及办公设备制造业、电子及通信设备制造业投资分别同比增长 33.1%、13.1%和 11.6%。二是民间制造业投资保持活力。近年来，民间制造业投资重心向中游机械设备制造业聚集（图 7），叠加国内设备更新和国外电机类产品需求增长，民间制造业投资保持向好态势。1-2 月份，民间制造业投资同比增长 11.6%，增速较 2023 年全年加快 2.2 个百分点。

**表 1：制造业行业营业收入和产成品存货增速变化**

行业	2023-11		2023-12	
	营收增速 (%)	存货增速 (%)	营收增速 (%)	存货增速 (%)
农副食品加工*	2.1	4.0	1.1	1.0
食品制造业*	2.9	0.8	2.5	0.5
饮料制造业*	6.6	5.4	7.4	4.4
烟草制品业*	3.8	24.8	4.1	0.7
纺织业	-2.1	5.9	-1.6	6.9
纺织服装	-6.0	-1.5	-5.4	-2.9
皮革毛皮制造	-6.0	-1.4	-5.8	-2.3
木材加工	-2.2	0.7	-2.2	-1.4
家具制造	-5.5	-2.4	-4.4	-0.6
造纸及纸制品	-3.0	-10.4	-2.4	-4.5
印刷业	-5.2	-1.2	-4.7	-0.3
文体娱乐用品	-2.1	2.9	-1.5	2.3
石油煤炭加工	-1.5	-5.5	-1.0	1.6
化学原料	-3.9	-2.8	-3.5	-1.1
医药	-3.2	7.9	-3.7	10.0
化学纤维*	5.3	2.1	6.8	10.2
橡胶塑料*	0.1	0.0	0.5	1.6
非金属矿物	-7.4	-5.3	-7.7	-2.3

<sup>4</sup> 一般将产品销售较好、生产进程加快、库存水平上升的现象视为企业主动补库存，具体表现为产成品存货同比增速和营业收入同比增速两项指标同时提升。

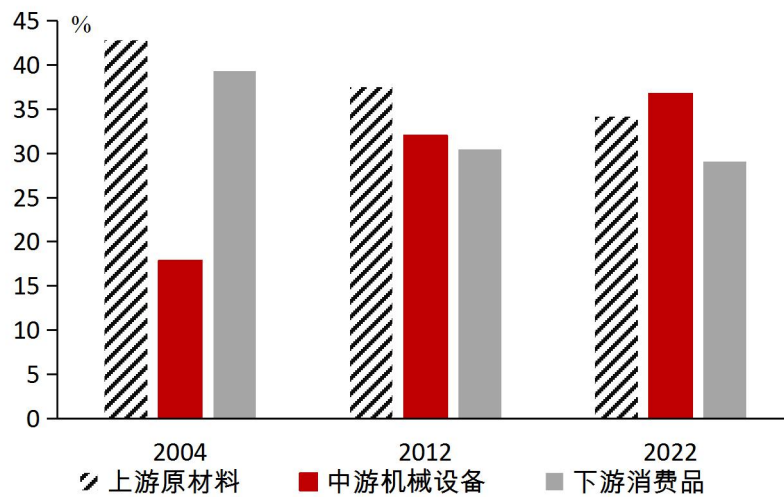


黑色金属	-2.3	1.1	-2.2	3.8
有色金属	4.3	3.3	4.6	-1.8
金属制品	-1.1	1.8	-0.7	2.4
通用设备*	2.5	3.1	2.8	4.1
专用设备*	0.3	16.3	0.7	13.9
汽车制造*	11.2	2.8	11.9	2.3
铁路运输设备*	7.3	11.9	6.7	11.5
电气机械*	10.3	4.0	9.6	5.1
计算机通信设备	-1.8	-3.3	-1.5	-3.5
仪器仪表*	3.9	12.5	4.0	12.7

注：标\*的行业处于主动补库存阶段。

资料来源：Wind，中国银行研究院

图 7：私人控股企业制造业投资结构



资料来源：Wind，中国银行研究院

展望二季度，在新一轮大规模设备更新改造和消费品以旧换新政策支持下，制造业投资将保持较快增长。2024年《政府工作报告》提出，“鼓励和推动消费品以旧换新”“推动生产设备、服务设备更新和技术改造”。本轮消费品以旧换新主要聚焦于汽车、家电和家装等领域，将释放居民大宗消费需求。设备更新更新改造以节能降碳、超低排放、安全生产、数字化转型、智能化升级为主要方向，推动钢铁、有色、石化、机械、航空、船舶、轻纺、电子等重点行业生产设备、用能设备等更新。一方面，大规模设备更新改造将直接拉动传统制

制造业设备购置和改建投资，并提高相关装备制造业企业扩大生产意愿；另一方面，消费品以旧换新将激发汽车、家电等消费热点，驱动汽车制造业、电气机械及器材制造等行业扩大产能。中游装备制造业的实际投资需求大，对制造业整体投资拉动作用大，具有较大增长空间。首先，汽车制造业、电气机械及器材制造业、通用设备制造业等装备制造业和有色金属冶炼压延业、化学纤维制造业等原材料行业的营业收入和产业利用率增速均高于制造业整体水平(图8)，设备购置需求较强<sup>5</sup>。其次，从各行业设备购置支出在本行业和全部制造业投资中的相对规模来看，中游装备制造业中的汽车制造业、通用设备制造业、电气机械及器材制造业、通用设备制造业、专用设备制造业等行业设备购置金额占本行业固定资产投资和全部制造业设备购置投资的比重较大(图9)，具有较大设备购置规模和潜力，设备更新改造对其投资的拉动作用越强。根据我们的测算，本轮大规模设备更新改造政策有望拉动整体固定资产投资增长1.2-1.5个百分点，拉动GDP增长0.4个百分点左右<sup>6</sup>。

图8：各行业产能利用率及营业收入增速

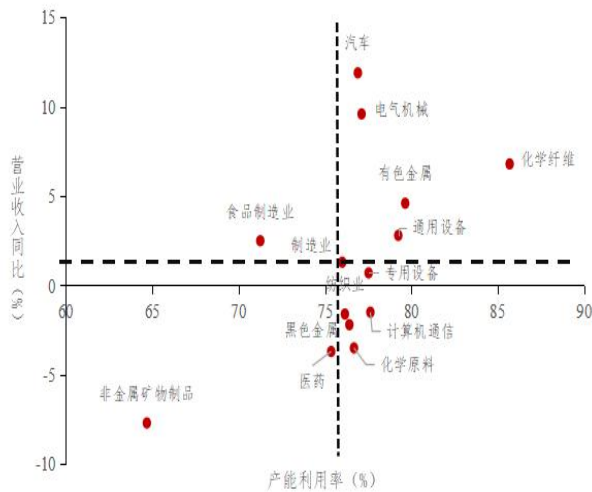
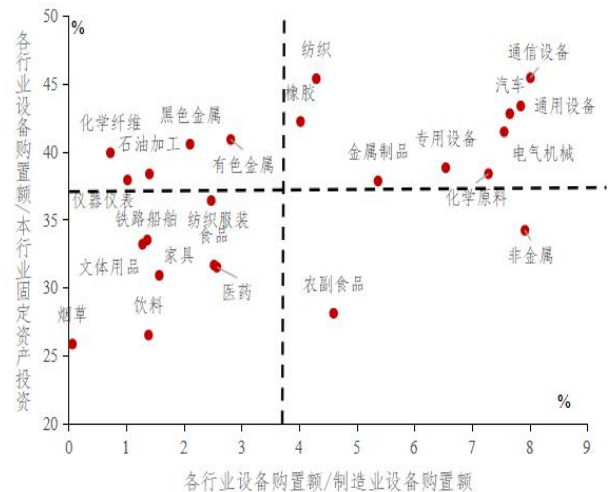


图9：各行业设备购置金额占比



注：虚线为行业平均值。

资料来源：Wind，中国银行研究院

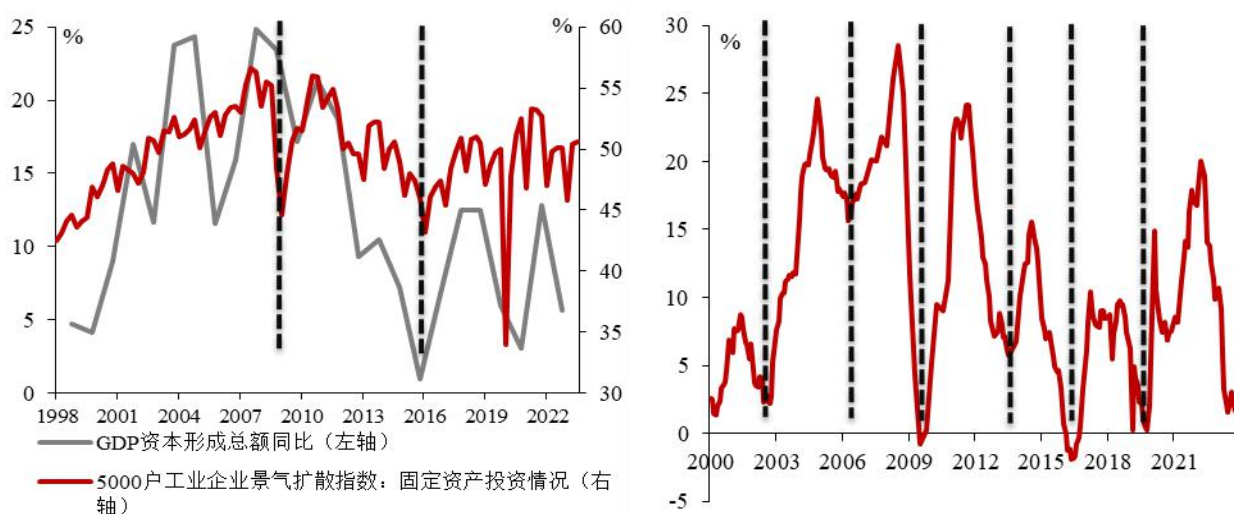
<sup>5</sup> 产品市场需求越大、产能利用率越高，意味着行业生产能力越有可能趋于饱和，企业设备更新扩产的必要性越强。

<sup>6</sup> 参考中国银行《宏观观察》2024年第16期：新一轮“大规模设备更新”将激发多大投资潜能

[https://www.boc.cn/fimarkets/summarize/202403/t20240308\\_24707359.html](https://www.boc.cn/fimarkets/summarize/202403/t20240308_24707359.html)

从周期角度看，未来制造业或将开启新一轮投资周期。根据朱格拉周期理论，一般认为一轮设备更新周期为 8-10 年左右。1998 年以来，中国经历了三轮较为完整的工业投资周期<sup>7</sup>（图 10）。通常一轮投资周期内嵌套了多轮库存周期，并且新一轮库存周期将推高企业产能利用率，提升制造业投资意愿，进而启动新一轮投资周期（图 11）。当前，中国制造业投资处于本轮投资周期的后半程，上游化学纤维、橡胶塑料等行业，中游通用设备、电气机械等行业以及下游食品、饮料等行业已经进入补库存阶段（表 1），未来设备更新改造和消费品以旧换新等政策有望进一步推动企业补库存，带动制造业投资进入新一轮投资周期。预计二季度制造业投资累计同比增长 9.1% 左右，固定资产投资累计同比增长 4.5% 左右。

**图 10：中国制造业投资周期**      **图 11：中国工业企业产成品库存增速变化**



资料来源：Wind，中国银行研究院

## （二）外需回暖助力出口开局良好，但需关注国际政经格局演变带来的不确定性

2024 年 1-2 月，中国出口金额为 5280.1 亿美元，同比增长 7.1%，增速较

<sup>7</sup>第一轮为 1998-2008 年，2001 年中国加入 WTO 后，全球贸易驱动中国制造业投资扩张。第二轮为 2009-2016 年，为应对全球金融危机，中国政府适时出台包括“四万亿”投资计划等一系列经济刺激政策，掀起了新一轮投资热潮。第三轮为 2017 年以来，生产设备高环保标准要求叠加新一轮设备更新周期推动企业增加设备投资。

上年同期回升 15.5 个百分点（图 12），贸易顺差为 1251.6 亿美元，较去年同期扩大 20.5%。国际需求回暖是出口增长好于预期的主要原因。全球贸易景气度明显回升，世界贸易组织 3 月发布的数据显示，国际货物贸易晴雨表指数为 100.6，较去年同期提高 9.4 个百分点。全球生产稳步复苏，制造业逐渐从疫情后的疲弱状态中恢复。2024 年 2 月，全球制造业 PMI 时隔 1 年半后再次升至扩张区间，连续 2 个月回升。产出、新订单和就业指数等分项指标明显改善。

图 12：中国出口同比增速

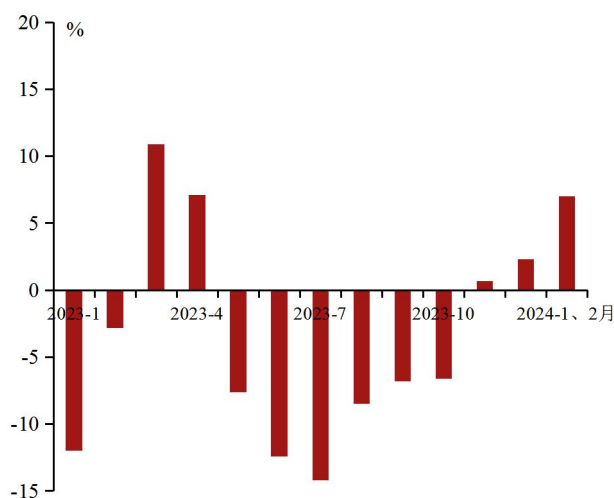
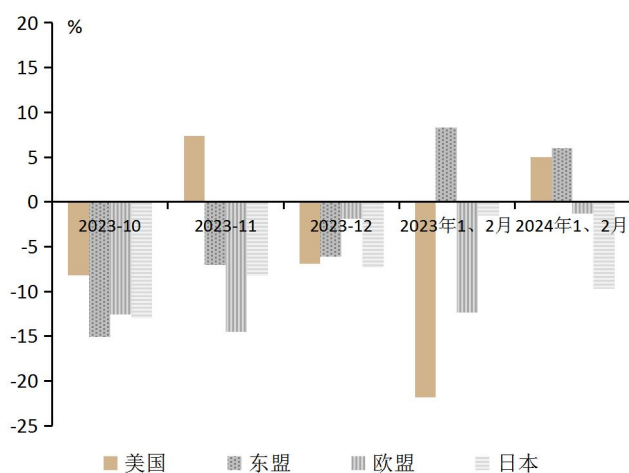


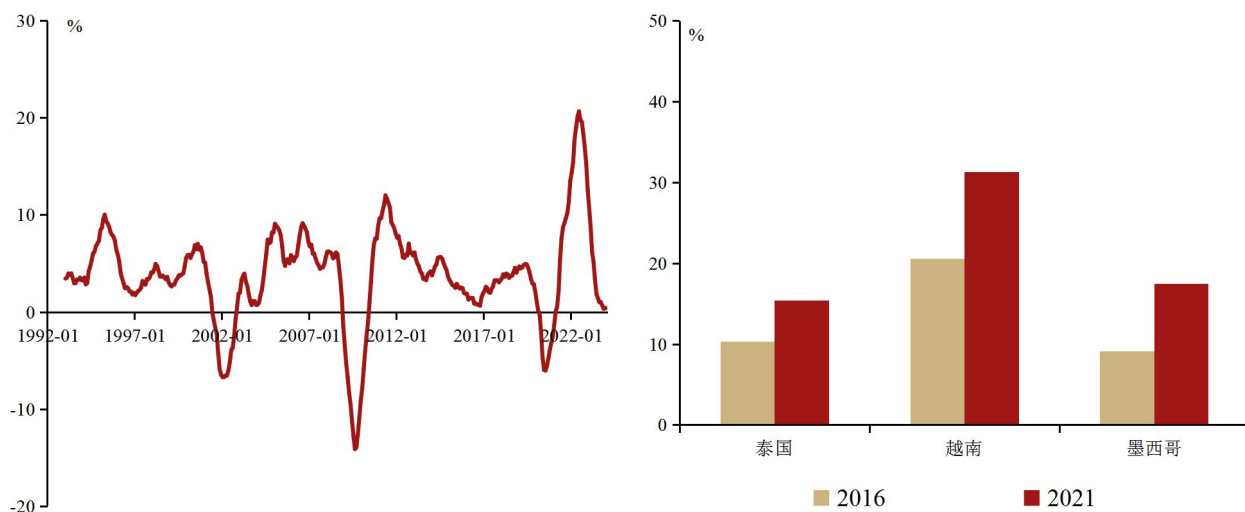
图 13：对主要贸易伙伴出口同比增速



资料来源：Wind，中国银行研究院

中国对主要贸易伙伴和主要产品出口均有所改善。从主要贸易伙伴看，2024 年 1-2 月，中国对美国、欧盟出口同比增速分别为 5%、-1.3%，分别较去年同期提升 26.8、11 个百分点（图 13）；对东盟出口同比增长 6%，增速虽较去年同期有所回落，但扭转了去年四季度的负增长态势；对俄罗斯出口增速高位回落，但仍保持 12.5% 的较快增长。从主要出口产品看，劳动密集型产品出口增速大幅提升。2024 年 1-2 月，箱包、纺织、服装、塑料出口分别同比增长 24.1%、15.5%、13.1%、22.9%，分别较去年同期提升 20.8、37.9、27.8、32.6 个百分点。机电产品出口增速由负转正，1-2 月同比增长 8.5%，较去年同期提升 15.7 个百分点。其中，船舶出口量价齐升，是机电出口增长的主要拉动项。高基数背景下，1-2 月汽车出口增速较去年同期下降 52.6 个百分点至 12.6%。



**图 14：美国库存总额同比增速**    **图 15：中国占不同国家中间品进口份额**


资料来源：Wind，中国银行研究院

展望二季度，出口将延续较快增长态势。一是美国或将开启主动补库存周期，带动全球贸易景气回升。当前，美国库存指标位于 12.9% 的历史较低分位。2024 年 1 月美国库存总额同比增长 0.4%，增速较去年同期下降 10.3 个百分点（图 14）。石油、技术硬件与设备、耐用消费品等行业进入主动补库存阶段，带动中国相关产品出口增长。二是中间品贸易有望为中国出口提供新动能。2024 年《政府工作报告》提出拓展中间品贸易新增长点。出口型新兴经济体是中国中间品出口的主要目的地。近年来，其出口产业链对中国中间品的依赖程度不断提高（图 15）。未来，国际需求持续回暖带动新兴经济体出口增速提升<sup>8</sup>，中国中间品出口有望保持较快增长。三是出口价格拖累因素缓解。2023 年中国出口价格指数平均下降 12.9%。2024 年以来，国际贸易景气度回暖、国际航运局势趋紧，出口价格或将回升，价格因素有望支撑中国名义出口增长。叠加上年同期基数较低，预计二季度出口同比增长 6% 左右。

尽管出口增速有所改善，但外部环境复杂性、严峻性、不确定性仍在上升，将对中国外资外贸产生影响。一是主要经济体货币政策仍有不确定性，持续的

<sup>8</sup>2024 年 1-2 月，越南出口同比增长 19.4%，较去年同期提升 29.6 个百分点。



高利率环境抑制国际投资活跃度。全球经济增速放缓、地缘政治因素使外商投资动力下降。2024年1月联合国贸易和发展委员会发布的《全球投资趋势观察》数据显示，剔除欧洲“避税天堂”经济体，2023年全球FDI规模较2022年下降18%。跨国企业通过新增资本金、利润再投资、关联企业债务等形式的投资均有所收缩。二是发达国家制造业回流战略、“友岸贸易”驱动下，全球价值链“碎片化”“短链化”趋势加强。2023年跨境并购减少16%，跨国企业更倾向于就近式“碎片化”生产。同时国际绿地投资<sup>9</sup>规模增长6%，全球产业链供应链重构趋势加强。

在国际政经格局持续演变背景下，中国外资规模和结构或将受到一定冲击。2024年1月，中国实际使用外资1127.1亿元人民币，同比下降11.7%，降幅较去年12月进一步扩大，与去年同期14.5%的增速形成鲜明对比。对比来看，《芯片法案》《通胀削减法案》与《芯片和科学法案》带动欧、美本土制造业投资明显增长（图16）。同时东盟地区对全球制造业投资的吸引力加大，2023年绿地项目公告数量增长37%，高于中国8%的同比增速。此外，中国FDI行业结构分化，科技、互联网行业FDI流入放缓，高技术服务业FDI规模减少。2023年中国服务业外商直接投资同比减少13.4%。2023年前5个月<sup>10</sup>高技术服务业外商直接投资同比增速（1.5%）较高技术制造业低29.3个百分点（图17）。

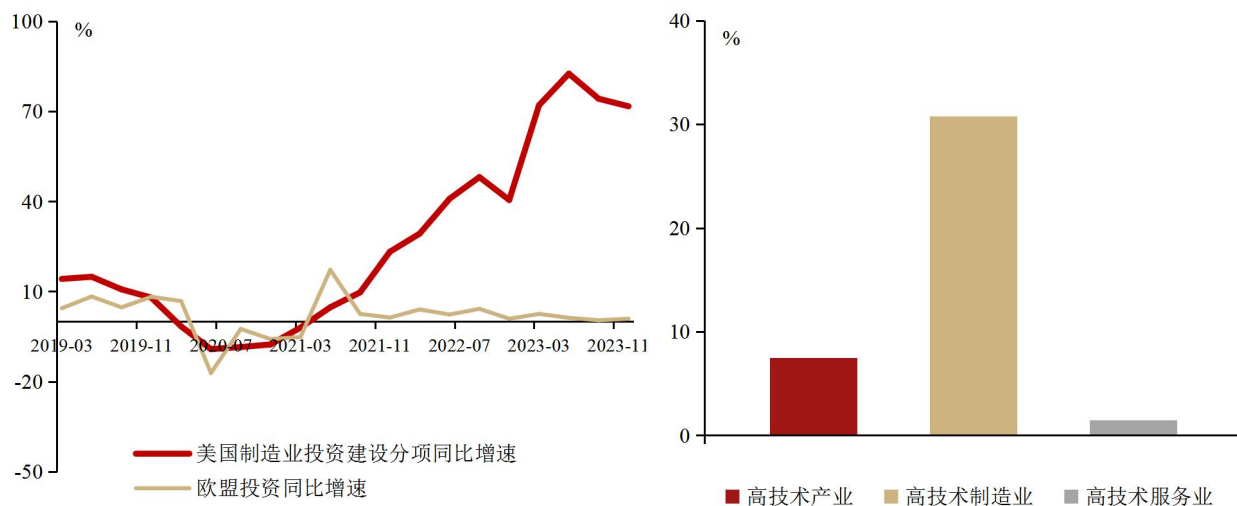
中国出口目的地结构变化明显，新兴产品出口或将面临一定风险。东盟等新兴市场在中国出口目的地中的重要性提升。从前20大贸易伙伴占中国出口比重看，新兴经济体占比由过去10年平均27.8%上升至2023年的34.3%，发达经济体占比则由46.9%降至42.6%。此外，新兴领域贸易保护主义愈演愈烈。去年10月欧盟委员会启动对进口自中国的纯电动载人汽车的反补贴调查，今年2月28日，美国拜登政府以潜在的“国家安全”风险为由，下令对中国电动汽车

<sup>9</sup> 若外国投资者计划降低对某一地区的供给依赖，通常会加大对其他地区的绿地投资以提高其他地区的供给数量。

<sup>10</sup> 高技术服务业最新数据截至2023年前5个月。

展开调查。随着中国新兴产品国际竞争力不断提升，未来或将面临更多贸易限制。

图 16：美、欧投资增速 图 17：2023 年前 5 个月各行业 FDI 同比增速



资料来源：Wind，中国银行研究院

### （三）宏观政策进一步发力托底经济，但房地产仍拖累经济表现

#### 1. 财政政策进一步发力，助推基建投资增速提升

一季度，去年 1 万亿增发国债资金的政策效果逐步释放，支撑基建投资整体保持平稳。1-2 月，基建投资（不含电力）累计增长 6.3%，较上年同期下降 2.7 个百分点。一方面，化债压力依然高企，叠加财政收入预期疲弱，各地专项债发行节奏明显后滞。1-2 月，新增专项债实际发行量为 3465.88 亿元（图 18），仅为 2023 年同期的 48.8%。伴随化债工作持续推进，各地加强债务风险管理，投资项目金额同比收缩。2024 年，各省（区、市）已披露重大项目投资额共计 11.7 万亿元，可比口径下<sup>11</sup>同比下降 18.4%（表 2）。同时，在地方债务风险降低至中低水平前，12 个债务负担较重的重点省（区、市）<sup>12</sup>基建项目基本停滞，

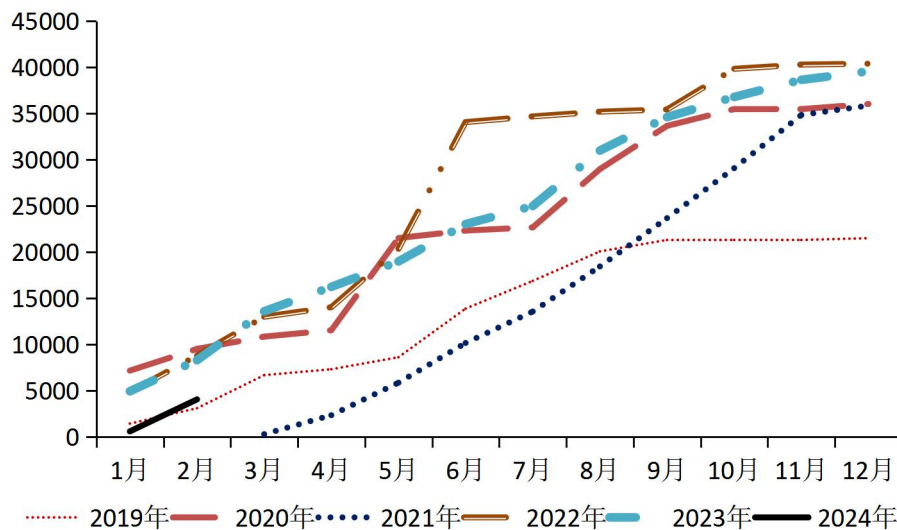
<sup>11</sup> 为便于可比，选取 2023、2024 年均披露重大项目投资额的省（区、市）进行对比。

<sup>12</sup> 2023 年 12 月 23 日，国务院发布《重点省份分类加强政府投资项目管理暂行办法（试行）》，要求天津、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、广西、重庆、贵州、云南、甘肃、青海、宁夏 12 个重点省（区、市）的各级政府原则上不得在特定领域新建政府投资项目，涉及领域包括交通、社会事业、市政、产业园区、新型基础设施建设、棚户区改造等。

进一步对全国基建投资造成拖累。2022年，12个化债重点省（区、市）基建投资占全国的比重高达25.7%<sup>13</sup>。此外，房地产持续低迷，财政政策逆周期调节力度加大，留抵退税基数效应减退，叠加PPI同比负增长，进一步下拉地方政府税收预期。2024年，29个省（区、市）财政收入增长预期目标低于2023年财政收入实际增速。

另一方面，项目开工进度缓慢。2024年春节返乡“热”和节后返工“冷”形成鲜明对比。据交通部数据，春运期间（腊月二十八至正月初九）跨区域人流量日均2.7亿，较2023年和2019年同比增长21%和25%；春节结束（正月初十到正月十五）日均跨区域人流量1.7亿，较2023年和2019年同比均降低8%。节后建筑工程开工率整体偏低。据百年建筑网调研数据，截至节后第四周（3月11日），全国工地开复工率、劳务上工率分别为75.4%和72.4%，较2023年同期分别下降10.7和11.5个百分点，处于2021年以来最低水平（图19）。

图 18：2019-2024 年新增专项债实际发行量（亿元）



资料来源：Wind，中国银行研究院

<sup>13</sup> 由于国家统计局2018年起不再公布基建投资额，因此以2017年广义基建主要行业（电热气水、交运仓储、水利环境）投资额为基准，乘以历年同比增速推算2022年各省市及全国基建绝对投资额。由于广西未公布2023年增速，因此仅以2022年作为参考。

表 2：各省（区、市）重大项目建设计划和基建类投资额占比

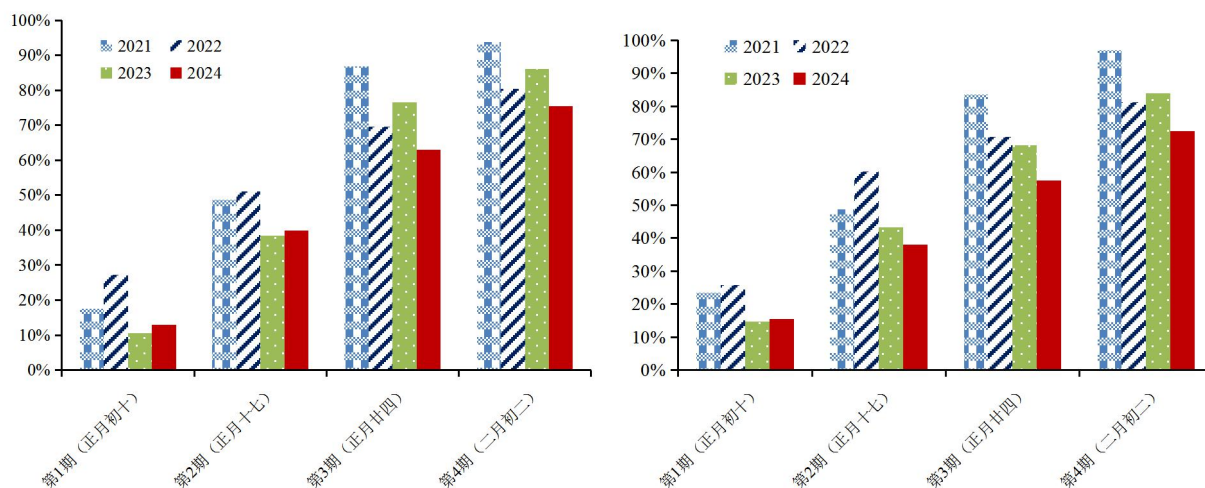
省份	2023 年计划（亿元）	2024 年计划（亿元）	同比
北京	-	2811	-
天津*	2361	2466	4.46%
河北	2600	2200	-15.39%
山西	-	-	-
内蒙古*	7739	900	-88.37%
辽宁*	2000	超 1700	-15.00%
吉林*	-	-	-
黑龙江*	3104	-	-
上海	2150	2300	6.98%
江苏	5670	6408	13.02%
浙江	10007	10000	-0.07%
安徽	16598	6553.7	-60.51%
福建	6480	6807	5.05%
江西	15619	10000	-35.98%
山东	3446	10000	190.19%
河南	19000	10000	-47.37%
湖北	3247	4494	38.4%
湖南	4617	-	-
广东	10000	10000	0.00%
广西*	4262	5000	17.32%
海南	1019	1255	23.16%
重庆*	4323	4500	4.09%
四川	7071	7616	7.72%
贵州*	8004	3197	-60.05%
云南*	6064	-	-
西藏	-	-	-
陕西	4818	4304	-10.67%
甘肃*	2511	2135	-14.97%
青海*	1024	-	-
宁夏*	667	2000 以上	199.76%
新疆	3000	-	-

注：\*为 12 个债务重点省（区、市）

资料来源：各省级发改委，中国银行研究院



图 19：春节后四周工地开复工率（左）和劳务上工率（右）情况



资料来源：百年建筑网，中国银行研究院

展望二季度，2024年《政府工作报告》释放了积极财政发力稳增长信号，基建投资增速有望提升，将成为稳增长的重要抓手。在资金端，财政扩张明显<sup>14</sup>，项目建设资金较为充足。假设2024年新增1万亿元超长期特别国债、多增1000亿元专项债，以及2023年四季度发行的1万亿元特别国债和5000亿元PSL这四项目增量资金的投资全部在2024年落地并转化为资本形成<sup>15</sup>，财政加力形成的增量资金将合计拉动2024年GDP增长1.6个百分点左右（表3），财政预算增加有望对基础设施建设与重大工程项目提供较强资金支撑。在项目端，建筑央企订单较快增长，显示行业整体项目储备仍有支撑。2024年1-2月，中国建筑、中国电建、中国化学新签合同额分别同比增长14.4%、7.1%和28.3%，有望在后续进一步形成实物量。此外，在助力新质生产力加快发展过程中，基建投资也在发生结构性转变。一方面，化债重点省（区、市）基建投资增速近年来已明显放缓，低基数效应下2024年有望筑底企稳。2023年，化债重点省（区、市）基建投资加权平均增速<sup>16</sup>约为0.8%，明显低于全国8.2%的水平。同时，化

<sup>14</sup> 2024年，财政赤字（4.06万亿元）、专项债（3.9万亿元）与超长期特别国债（1万亿元）资金合计8.96万亿元，超过2023年财政赤字（3.88万亿元）、专项债（3.8万亿元）与特别国债（1万亿元）合计8.68万亿元。

<sup>15</sup> 假设2023年增发的1万亿元特别国债有80%在2024年形成投资。

<sup>16</sup> 广西未披露基建投资数据，其他11省（区、市）基建投资同比增速按前文测算的2022年基建投资体量作为权重。



债重点省（区、市）不受限基建项目<sup>17</sup>（供水、供暖、供电等基本民生工程、“三大工程”等民生工程）或将继续保持增长。另一方面，构建与新质生产力发展相适配的新型基础设施也将创造新的增量空间。《政府工作报告》指出，“适度超前建设数字基础设施”“加快重大科技基础设施体系化布局”。例如，2023年，中国充电量和充电桩数量分别同比增长78.1%、65%，充电基础设施的增长依然慢于新能源汽车的用电需求。据交通运输部数据，2023年中国新能源汽车的车桩增量比为2.8:1，按照工信部“2025年实现车桩比2:1，2030年实现车桩比1:1”的计划，充电桩市场仍有较大发展空间。

**表 3：财政加力对 2024 年 GDP 增长的影响测算**

	2023 年发行的 1 万亿元特别国债	多增 1000 亿元专项债	新增 1 万亿元超长期特别国债	投放 5000 亿元 PSL	合计
形成投资（万亿元）	0.80	0.10	1.00	0.50	2.40
固定资本形成 <sup>18</sup> （万亿元）	0.71	0.09	0.89	0.44	2.13
拉动 2024 年 GDP（%）	0.55	0.07	0.68	0.34	1.64

资料来源：中国银行研究院

## 2. 房地产市场下行趋势有望缓解，但信心预期修复仍需时间

一季度，尽管供需两端政策支持力度加大，但房地产市场仍延续下行趋势。一是市场销售加速下行，行业去库存压力持续上升。一季度一线城市房地产松绑政策陆续推出（表 4），5 年期以上 LPR 下调 25 个基点至 3.95%，是 5 年期以上 LPR 的单次历史最大降幅。但本轮房地产刺激政策并未取得预期效果，房地产市场销售仍在加速下行。2024 年 1-2 月，新房销售面积和销售额分别同比下降 20.5% 和 29.3%，降幅较上年同期分别扩大 16.9 和 29.2 个百分点（图 20）；一线城市中，仅北京的商品房销售面积同比增长 9.9%，上海、广州、深圳分别同比下降 46.2%、24.5% 和 32.3%。这既有今年春节假期期间居民置业热情不高

<sup>17</sup> 《重点省份分类加强政府投资项目管理办法（试行）》主要约束了 12 个重点省市的政府投资项目的领域，除开关于国计民生、公共安全、基本生活保障的公益性基础设施投资项目，均被纳入禁止清单。但高标准农田、“三大工程”、燃气、排水、供水、供热等项目均未被纳入禁止范畴。

<sup>18</sup> 参考 2022 年固定资产投资完成额和固定资本形成总额之间的数量关系来估算，假设 2024 年 GDP 平减指数为 3% 左右。

的因素，也有去年同期基数相对较高的影响，但更关键的是当前市场预期和信心依然低迷，叠加购买力不足，导致市场观望情绪较重。与此相对应，商品房待售面积大幅增长，规模创历史新高。2月末，商品房待售面积75969万平方米，同比增长15.9%，其中，住宅待售面积增长23.8%，行业去库存压力持续上升。从结构来看，销售下行正逐步从中西部城市传导至东部城市，表明房地产市场销售端的调整压力进一步加大。1-2月，东部地区销售金额降幅为31%，高于同期中部、西部、东北地区（分别为28.6%、25.3%、25.7%）。

**表 4：2024 年以来一线城市房地产需求侧政策调整情况**

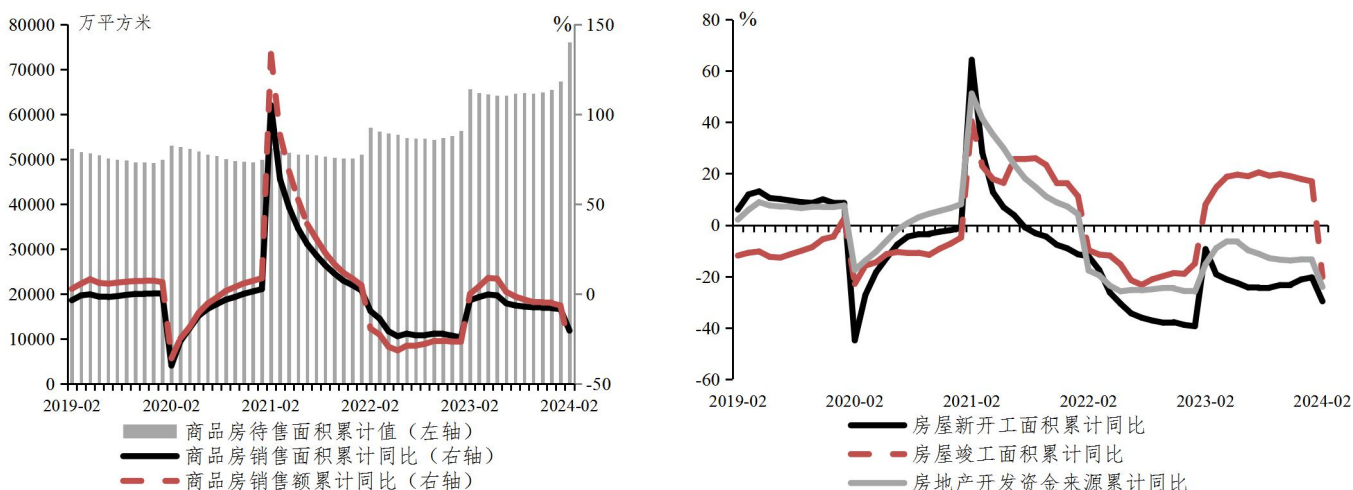
时间	城市	政策方向	主要内容
2024.1.27	广州	放松限购	在限购区域范围内，广州居民家庭和个人（不区分是否为本市户籍），新购买建筑面积120平方米以上（不含120平方米）住房（包括新房和二手房），不纳入限购范围；名下已有的建筑面积120平方米以上住房，不计入名下已拥有住房套数核算。
2024.1.30	上海	放松限购	自1月31日起，在本市连续缴纳社保1个税满5年及以上的非本市户籍居民，可在外环以外区域（崇明区除外）限购1套住房（调整前需要结婚）。
2024.2.6	北京	放松限购	具有北京市购房资格且符合以下条件之一的家庭，可在通州区购买一套商品住房：一是在北京市未拥有住房的京籍居民家庭；二是在北京市已拥有一套住房的通州区户籍居民家庭；三是在北京市已拥有一套住房，与在通州区注册或经营的企业、疏解搬迁至通州区的党政机关、企事业单位存在劳动关系的京籍居民家庭；四是在北京市未拥有住房，与在通州区注册或经营的企业、疏解搬迁至通州区的企事业单位存在劳动关系的非京籍居民家庭。
2024.2.7	深圳	放松限购	①本市户籍居民家庭（含部分家庭成员为本市户籍居民的家庭）限购2套住房，本市户籍成年单身人士（含离异）限购1套住房；取消落户年限以及缴纳个人所得税、社会保险年限要求。②非本市户籍居民家庭及成年单身人士（含离异）能提供购房之日前3年在本市连续缴纳个人所得税或社会保险证明的，限购1套住房。
2024.1.4	广州	房票	①为鼓励被征收人选择“房票安置”，按规定在基础补偿额以外给予被征收人一定的政策性奖励，具体比例由各区自行制定。②房票全市通用，可跨区购买“房源超市”中的房屋。③房票的使用人为被征收人本人及其直系亲属（配偶、父母、子女等直系亲属）其直系亲属使用时需具备广州购房资格。④房票可以转让。被征收人所在户满足拥有一套在广州的住房前提下，允许房票在本项目被征收人间互相转让。房票限转一次。
2024.1.2	上海	降低首付比例	①缴存职工家庭名下在本市已有一套住房，在全国未使用过住房公积金个人住房贷款或首次住房公积金个人住房贷款已经结清的，认定为第二套改善型住房。②对于认定为第二套改善型住房的，最低首付款比例为50%；

			贷款所购住房位于中国（上海）自由贸易试验区临港新片区以及嘉定、青浦、松江、奉贤、宝山、金山6个行政区全域的，最低首付款比例为40%。
2024.3.14	杭州	放松限购	全面取消二手房限购，卖房增值税征免年限统一调整为两年。

资料来源：各地方政府网站，中国银行研究院

二是供给侧受信心、资金约束明显，多数指标继续下行。一方面，在行业信心、资金等因素制约下，土地市场成交低迷。尽管2月末北京、杭州、合肥等个别一二线核心城市进行了优质地块的土拍，推高土地成交金额，但成交面积依然处于历史低位。另一方面，由于销售降幅明显扩大，房企资金压力进一步攀升。1-2月，房地产开发企业到位资金、房屋新开工面积、竣工面积分别同比下降24.1%、29.7%和20.2%，降幅分别较上年同期扩大8.9、20.3和28.2个百分点（图21）。此外，2024年以来，万科、碧桂园等头部房企资金链紧张情况进一步凸显，再次打击脆弱的房地产市场信心。但在“三大工程”等资金的支持下，房地产开发投资表现略好于其他指标。1-2月，房地产开发投资同比下降9%，降幅较上年同期扩大3.3个百分点，降幅明显小于房地产领域其他指标。

图20：房地产待售和销售情况      图21：房地产新开工、竣工面积及到位资金



资料来源：Wind，中国银行研究院

展望二季度，政策对房地产市场的支持力度将进一步加大，有望缓解市场

**下滑趋势。**一是房地产融资协调机制作用持续发挥，助力房企流动性改善和行业信心提升。截至3月中旬，全国已有超过300个城市建立了城市房地产融资协调机制，上报“白名单”项目约6000个，其中超过80%是民营企业和混合所有制企业的项目。2024年《政府工作报告》再次强调“对不同所有制房地产企业合理融资需求一视同仁给予支持”。未来，房地产融资协调机制将持续推进，项目“白名单”加快落实，预计房企流动性状况有望好转，帮助提升行业预期和信心。二是“三大工程”建设加快推进，有望拉动房地产开发投资增长。根据已经公布城中村改造规划的城市数据等资料，预计2024年“三大工程”投资规模合计为1.2万亿元左右，其中保障性住房、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设投资规模分别为3000、7000和2000亿元左右。三是需求侧政策进一步放松，推动市场需求企稳。《政府工作报告》提出“适应房地产市场供求关系变化”“满足居民刚性和多样化改善性住房需求”，预计未来各地住房限制措施将进一步放开，部分地区的需求鼓励政策也将加快出台和落实，有助于缓解房地产市场需求端下滑趋势。

但是也要看到，市场信心、预期修复和行业企稳仍需时间。在当前房企资金链压力较大的背景下，房地产行业爆雷风险依然较大，这是制约市场信心恢复的重要因素。年内（2024年3-12月）房地产行业国内外债券到期规模合计为6545亿元，其中国内和海外债券分别为4801亿元和1745亿元。从到期节奏上来看，3月、4月、6月和8月为国内外债券到期高峰，到期规模分别为1034、932、746和855亿元。综合来看，房地产行业的调整仍将持续一段时间。

#### **（四）消费潜能释放和稳增长政策发力将推动物价持续回暖**

2024年以来，物价水平延续低位运行。1-2月，CPI和PPI分别上涨0%和下降2.6%，均处于历史较低水平。其中，2月翘尾因素分别影响CPI和PPI同比下降2.3个百分点和0.6个百分点。CPI方面，元旦、春节等假期激发居民消



费需求，食品、服务等价格上涨，推动了CPI同比从1月的下降0.8%回升至2月的上涨0.7%。需注意的是，2月CPI同比涨幅回升在一定程度上是受春节错月的低基数影响。此外，居民消费价格回升缺乏持续性。当前居民消费需求表现出“节假日强劲但节后回落”的特征，居民消费价格波动也在一定程度上受此影响，2024年春节后，猪肉、旅游服务等价格明显回落。截至3月27日，猪肉批发价较2月最高值回落11%左右。携程数据显示，春节后（2月20至26日）与春节期间相比，机票均价降幅约20%，相同统计口径下较2023年降幅扩大12个百分点。PPI方面，一季度以来建筑业施工进度明显放缓，2月建筑业PMI较上年末回落3.4个百分点，钢铁、水泥等主要工业产品需求减少，相关行业价格明显下跌。2月PPI环比连续4个月下降，工业产品价格仍较低迷。

展望二季度，中国物价水平将逐步回升。一是猪肉去产能压力仍存，但基数回落影响下猪肉价格对CPI同比下拉影响减弱。养殖技术进步提高能繁母猪生产效能，近期农业部将能繁母猪正常保有量由4100万头下调至3900万头<sup>19</sup>。2024年1月，中国能繁母猪存栏量为4067万头，按照当前去产能节奏推算<sup>20</sup>，预计2024年年中猪肉产能将接近正常保有量水平（图22）。短期内，中国猪肉产能仍高于正常需求水平，预计猪肉价格将维持当前较低水平。长期看，中国已经建立猪肉产能调控机制，将能繁母猪存栏量划分红、黄、绿三个区间，并采取相应的调控措施<sup>21</sup>，未来猪周期价格波动将更趋平缓。在2023年猪肉价格回落基础上，预计二季度猪肉价格同比降幅有望逐步收窄，对CPI下拉作用将减弱。

二是居民服务消费需求潜力继续释放，消费品以旧换新刺激传统消费，核

<sup>19</sup> 农业农村部《生猪产能调控实施方案（2024年修订）》指出，以正常年份全国猪肉产量在5500万吨时的生产数据为参照，将能繁母猪正常保有量由4100万头下调至3900万头左右。

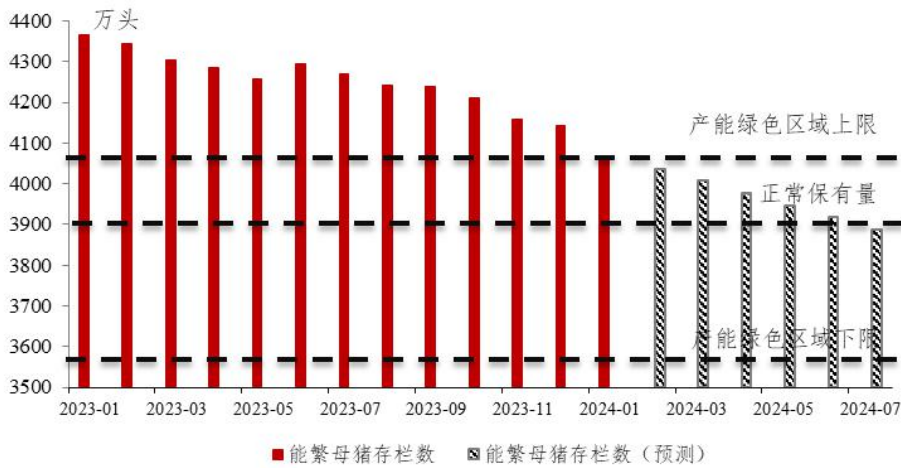
<sup>20</sup> 自2023年以来，中国能繁母猪存量加速去化，月度平均减幅由2023年上半年的15.7万头扩大至2023年下半年25.7万头。

<sup>21</sup> 绿色区域内能繁母猪月度存栏量处于正常保有量的92%—105%，为产能正常波动；黄色区间为正常保有量的85%—92%和105%—110%，为产能大幅波动；红色区域为低于正常存栏量的85%或高于正常存栏量的110%，为产能过度波动。



心CPI有望继续回暖。一方面，虽然中国居民服务消费逐渐向疫情前水平恢复，但2023年中国居民人均教育、文化和娱乐消费支出相较于疫情前水平仍有大约6.2%的差距，并且服务消费支出比重尚低于疫情前水平（图23）。未来居民收入、预期改善将推动服务消费进一步恢复，进而推动服务消费价格上涨。另一方面，消费品以旧换新政策有望释放汽车、家电等传统消费需求，带动交通工具、家用器具等消费品价格回升。

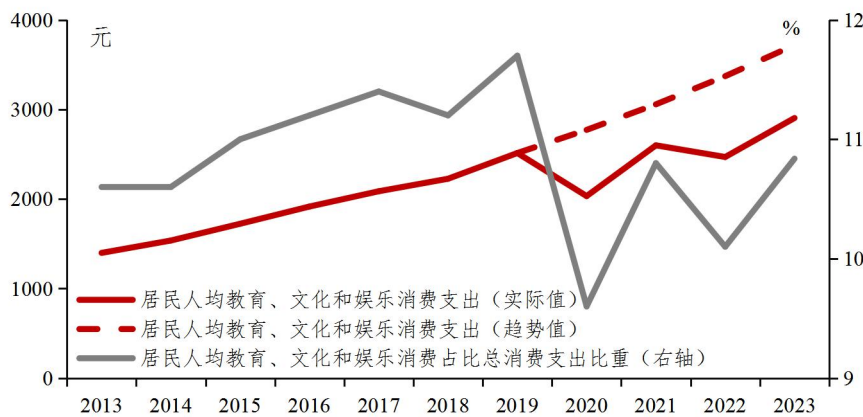
图 22：中国能繁母猪存栏量变化及产能调控区间



注：虚线为行业平均值。

资料来源：Wind，中国银行研究院

图 23：居民人均服务消费支出规模及比重变化



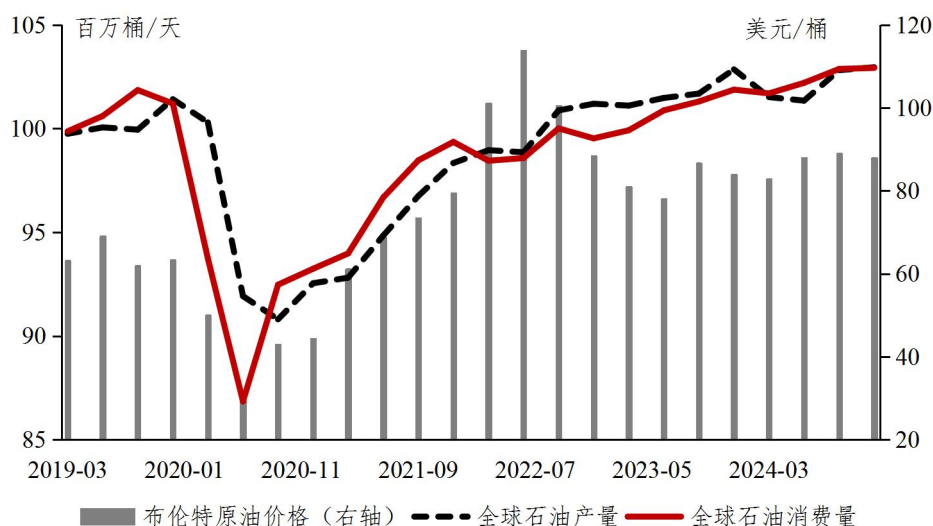
注：虚线为行业平均值。

资料来源：Wind，中国银行研究院

三是财政政策适度加力将拉动工业产成品需求。2023年增发的1万亿国债已在2024年2月全部下达完毕，同时5000亿新增PSL已于1月份投放完毕。2024年，中国地方专项债规模提高至3.9万亿元，同时拟发行1万亿超长期特别国债用于重大战略实施和重点领域安全能力建设。随着财政资金逐步落地，建筑业项目施工和制造业产能扩张将拉动各行业产品需求，PPI同比降幅有望收窄。

四是原油等大宗商品涨价空间有限。OPEC+国家减产稳价意愿较强，但因非OPEC+国家原油产量增加，全球原油供给较为宽松，减产协议对油价的影响减弱。同时，全球经济动能放缓，原油需求难有大幅增长。根据EIA预测，未来国际原油供需格局总体平衡，二季度布伦特原油价格上涨空间有限（图24）。值得注意的是，全球地缘政治紧张形势延续，国际运输成本飙升，2月中国出口集装箱运价指数（CCFI）达到1440.7，同比涨幅达到30.5%。未来需关注由于运输成本上升可能引致的能源、粮食等商品涨价的输入型通胀因素。预计二季度CPI和PPI分别同比上涨0.1%和下降1%。

图 24：2024 年全球原油供需和价格变化预测



资料来源：EIA，中国银行研究院

## 二、2024 年一季度金融形势回顾与二季度展望

2024 年是完成“十四五”规划预期目标的关键一年，也是建设金融强国的开局之年。今年一季度，金融持续发力巩固经济回升向好态势，金融监管持续强化，金融市场维持稳健运行。货币政策坚持总量与结构齐发力，先后降准降息加大对实体经济支持力度；出台针对房地产企业支持办法，满足房企合理融资需求；做好经营性物业贷款管理，提升支付便利性。“跨境理财通”2.0 正式上线，柜台债券买卖业务进一步放开，金融改革开放持续提速。监管部门合理引导预期，提振市场信心，人民币汇率稳定运行，股票市场止跌回升。展望二季度，金融业将按照今年《政府工作报告》要求，继续发力支持实体经济。预计主要金融指标将维持中高速增长，企业融资成本稳中有降，人民币汇率企稳回升，主要券种发行仍将保持较快增长，A 股结构性机会增多。

### **（一）实体经济融资需求恢复叠加政策发力，主要金融指标将维持中高速增长**

2024 年一季度，宏观经济良好开局，金融支持力度保持稳定。1-2 月，社会融资规模新增累计 8.06 万亿元，同比少增 1.1 万亿元（图 25）。一是人民币贷款同比少增。1-2 月人民币贷款同比少增 9298 亿元，其中 2 月份少增 8385 亿元。二是债券融资有所分化。1-2 月企业债券净融资 6592 亿元，同比多增 1293 亿元。企业发债同比多增，主要是春节后移以及降准释放流动性，市场利率保持相对稳定，带动企业发债意愿提升；政府债券净融资 8958 亿元，同比少增 3320 亿元。政府债券同比少增主要受去年高基数因素影响。三是股票融资同比少增。1-2 月股票融资 536 亿元，同比少增 999 亿元。今年以来，为提振股市，IPO 节奏有所放缓，企业股票融资金额下降。四是表外融资同比少增。1-2 月，表外融资（信托贷款、委托贷款和未贴现的银行承兑汇票）同比少增 684 亿元，但信托贷款同比多增 1299 亿元。近段时间以来，信托贷款整体保持多增态势，

对实体经济支持力度有所提升。

信贷投向结构持续优化。一是主要领域信贷增速保持较快增长。截至 2023 年末，普惠小微、绿色、工业、涉农贷款余额增速分别为 23.5%、36.5%、28%、14.9%（图 26），显著高于全部贷款增速（10.6%）。特别是普惠小微贷款余额增速已连续多年保持在 20% 以上。二是企业中长期贷款结束少增。今年 2 月份企业中长期贷款多增 1800 亿元，结束了去年三季度以来同比连续少增的态势。

图 25：新增社会融资规模

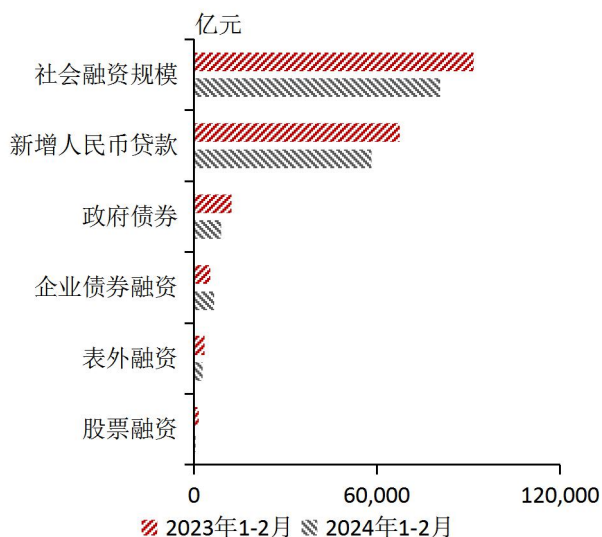
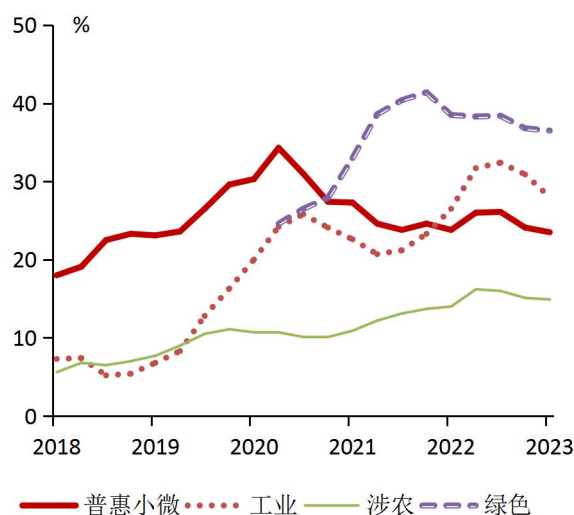


图 26：重点领域贷款余额增速



资料来源：Wind，中国银行研究院

展望二季度，在宏观政策发力、预期回暖等因素带动下，经济内生动力有望持续修复，这将对企业和居民信心带来支撑，金融数据有望继续保持良好增长态势。一是融资总量将稳步增长。《政府工作报告》提出，保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。一方面，超长期特别国债发行以及地方债发行提速需要相应配套资金支持。另一方面，资金投放力度将综合考虑实体经济需求及物价水平变化等因素，有效满足预期目标要求。预计二季度货币信贷将保持较快增长。二是对重点领域及薄弱环节资金支持将保持在较高水平。《政府工作报告》提出，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的



支持力度。随着科技创新、绿色发展、乡村振兴等重点战略持续推进，“五篇大文章”等领域仍是政策支持重点和金融机构重要发力方向，信贷增速有望维持两位数以上。三是信贷投放节奏将更加平稳。《2023年四季度货币执行报告》指出，引导金融机构适当平滑大小月信贷波动，保持信贷总量适度、节奏平稳。预计二季度信贷投放节奏将更趋平滑，更加注重提升资金使用效率，“冲时点”等现象将有所缓解。

## （二）流动性将保持合理充裕，企业融资成本稳中有降

一季度，利率水平呈现以下几个特征。一是政策利率保持不变。7天逆回购利率维持1.8%，1年期MLF利率维持2.5%，均与2023年四季度相同。二是货币市场利率向政策利率收敛。2023年四季度，短期货币市场流动性相对偏紧，例如主要市场利率DR007日均高于同期限7天逆回购政策利率15BPs左右。2024年一季度流动性保持合理充裕，市场利率向政策利率收敛（图27）。三是LPR非对称降息。一季度，1年期LPR仍维持3.45%，与上个季度相同。5年期以上LPR由4.2%调降至3.95%（图28）。1年期LPR保持不变的同时调降5年期以上LPR，这在历史上较为罕见，超出市场预期，这与2024年年初以来房地产市场进一步探底有关。

图 27：货币市场利率向政策利率收敛

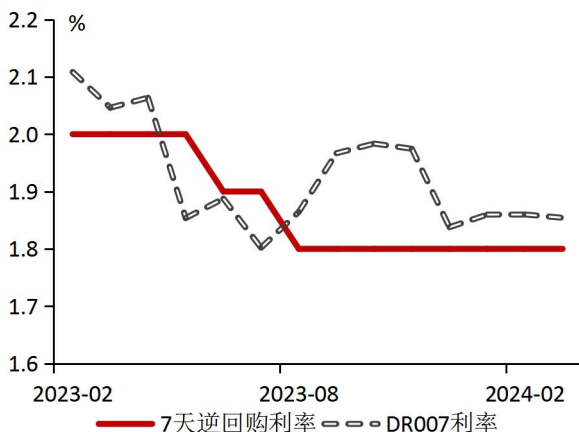
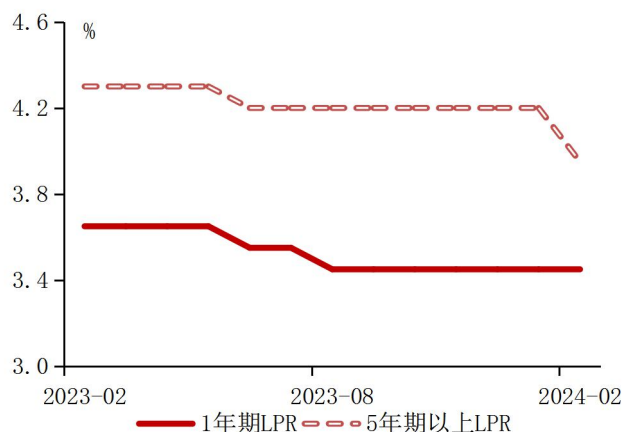


图 28：LPR 非对称降息



资料来源：Wind，中国银行研究院



展望二季度，中国利率水平将呈现以下特点。一是社会融资成本小幅下行。2024年《政府工作报告》提出，“促进社会综合融资成本稳中有降”“因城施策优化房地产调控，推动降低房贷成本，积极推进保交楼工作”。当前CPI、PPI增速仍处于较低水平，物价对货币政策的掣肘作用较小。在灵活适度、精准有效的货币政策推动下，企业融资成本仍将保持历史低位，企业贷款加权平均利率、个人住房贷款利率等均有下调可能。二是银行存款利率继续下调。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。近期金融调控部门不断推动银行存款利率下调、整顿高息揽储问题，预计二季度仍将有银行陆续下调存款利率。

### （三）人民币汇率企稳回升的基础将更为牢固

2024年一季度，人民币兑美元汇率走势基本稳定，在7.1-7.2的合理区间内窄幅波动。当前人民币兑美元汇率并未出现明显升值行情，主要原因在于美联储降息预期反复下的美元指数反弹，由年初的101点最高反弹至104点，之后回落至102点左右（图29）。中美利差再度走阔，由年初130个BPs扩大至3月27日的191个BPs（图30）。欧元、英镑、日元等非美货币均对美元贬值，人民币对美元汇率同样承压，但未出现类似去年10月的大幅贬值走势，说明人民币汇率波动受美元和中美利差走势影响减弱。此外，一季度CFETS指数由年初97.42点最高升至99.44点，即人民币兑一篮子货币汇率呈现升值态势。截至2024年3月27日，人民币对美元即期汇率为7.2284。

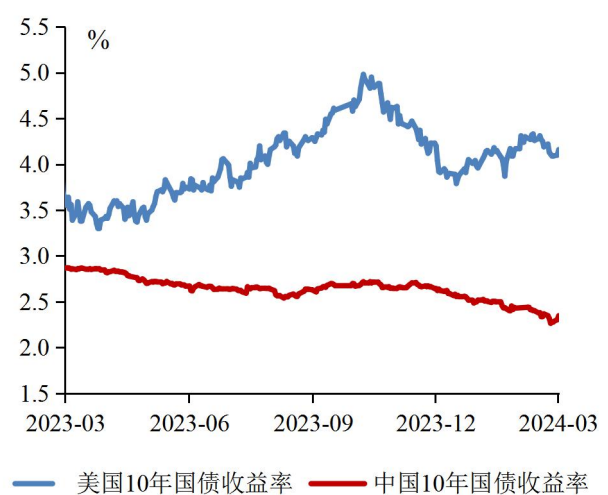
展望二季度，人民币兑美元汇率将在合理区间内保持基本稳定。目前支持人民币汇率回升的积极因素在不断积累。一是外资回流趋势明显。随着境内股票市场持续回暖和债券市场延续牛市行情，海外资金对境内金融资产需求增加，短期跨境资金将延续回流态势。据中央结算公司数据，截至2024年1月末，境外机构持有境内人民币债券托管量达3.87万亿元，已连续5个月增持人民币债

券，累计增持约 6800 亿元。二是利好政策将持续显效。3 月份全国两会、《政府工作报告》中多次强调“扩大高水平对外开放”，预示着中国引资环境将不断优化，吸引和利用外资将呈现“量增质提”态势。“三联通三便利”<sup>22</sup>、跨境理财通 2.0 等政策落地，将进一步深化内地与香港金融市场互联互通、促进跨境投资便利度提升，更多全球投资者对人民币资产配置需求增加。但人民币兑美元汇率回升存在制约因素，主要是发达经济体货币政策调整节奏存在不确定性。国际能源价格上涨，美国通胀数据反弹，导致市场对美联储能否于今年 6 月启动降息的预期出现反复。据美国劳工统计局数据，2024 年 2 月美国核心 CPI 同比上涨 3.2%，高于市场预期值（3.1%）。

图 29：人民币汇率与美元指数



图 30：中美 10 年期国债收益率



资料来源：Wind，中国银行研究院

#### （四）国债收益率小幅下探，利率债发行有望提速

2024 年一季度，债券市场运行特点主要有：一是国债收益率继续下行。受流动性宽松等因素影响，10 年期国债收益率延续了去年四季度以来稳步下行走

<sup>22</sup> 2024 年 1 月 24 日，中国人民银行和香港金融管理局决定推出六项政策举措，涉及金融市场互联互通、跨境资金便利化以及深化金融合作等方面，简称“三联通三便利”。“三联通”指的是：“债券通”项下债券纳入香港金管局人民币流动资金安排的合格抵押品；开放境外投资者参与境内债券回购业务；发布优化粤港澳大湾区“跨境理财通”业务试点的实施细则，拓展和便利大湾区个人投资渠道。“三便利”指的是：在大湾区实施港澳居民购房支付便利化政策，更好满足港澳居民置业需求；扩大深港跨境征信合作试点范围，便利深港企业跨境融资；深化数字人民币跨境试点，为香港和内地居民企业带来更多便利。

势。截至3月27日，10年期国债收益率降至2.2876%，比去年末下降27个BPs。

二是主要券种发行分化。截至3月27日，债券共计发行17.01万亿元，同比增长7.98%。其中，受国债发行提速、实体经济融资意愿回暖等因素影响，国债、同业存单、商业银行债、公司债分别发行2.45万亿元、7.28万亿元、2383亿元、9173.9亿元，分别同比增长13.9%、24.3%、64.9%、14.9%。地方债发行1.5万亿元，同比下降21.1%，主要受去年高基数及发行节奏趋稳等因素影响（图31）。

三是期限利差小幅上升，信用利差稳中有降。受降准等因素影响，1年期国债收益率下降较快，与10年期国债收益率的期限利差小幅走阔。在经济稳中向好带动下，市场预期转暖，信用风险有所收敛，3年期AAA级中短期票据与同期限政策性金融债收益率的信用利差小幅下行。截至3月27日，期限利差、信用利差分别为0.53%、0.35%，比上年末上升6个BPs、下降1个BPs（图32）。

四是信用风险继续收敛。截至3月27日，8只债券出现违约，金额共计119.85亿元，违约金额少于上年同期（违约债券18只，违约金额150.8亿元）。其中7只为房企债券，违约金额111.87亿元。

图 31：各类债券发行规模

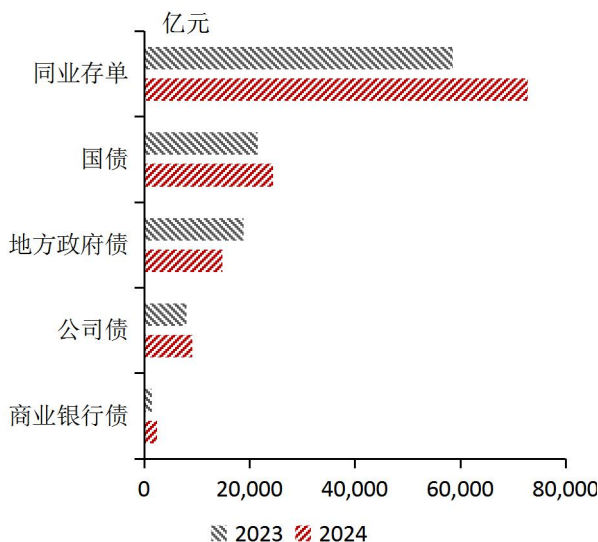
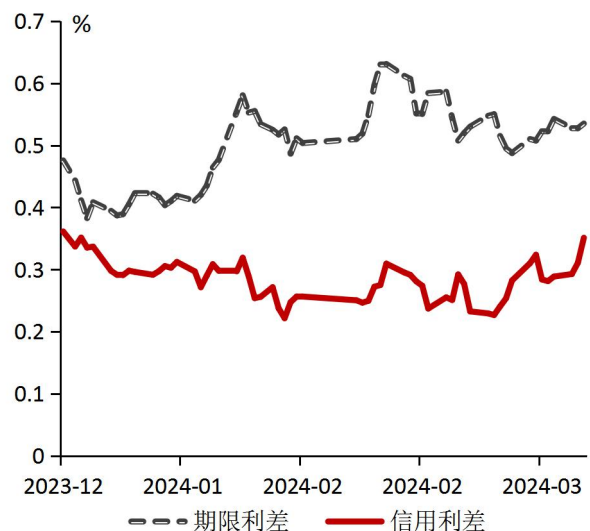


图 32：期限利差与信用利差



资料来源：Wind，中国银行研究院

展望二季度，预计债券市场将呈现如下特征：一是国债收益率或将继续下

探。两会期间，监管部门表示后续降准仍有空间，预计流动性将继续维持宽松态势。加之当前高收益资产欠缺，市场投资机构普遍将国债等作为主要投资标的。两相叠加影响下，国债收益率仍有小幅下行空间。二是主要券种发行将保持较快增长。二季度，超长期特别国债发行，地方债发行提速，以及各类项目加速落地需要银行配套资金，银行资金补充需求上升，预计国债、地方政府债、金融债等券种发行将保持较快增长。三是期限利差、信用利差继续收敛。在流动性合理充裕带动下，国债收益率曲线将继续下移，但预计短期国债收益率下行速率将放缓，期限利差或将小幅收窄，国债收益率曲线可能更趋“平坦化”。在经济持续回暖带动下，市场风险偏好将同步转暖，信用利差有望继续收窄。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，二季度相关领域仍是债券违约的风险点。

### 专栏：债券柜台交易进一步放开

2月29日，中国人民银行发布《关于银行间债券市场柜台业务有关事项的通知》，自2024年5月1日起施行。《通知》进一步扩大柜台债券投资品种，明确了柜台投资者范围和柜台业务品种，包括国债、地方政府债券、金融债券、公司信用类债券等，为居民和其他机构投资者进行债券投资提供更多便利。《通知》还优化了投资者开户管理规则。获准进入银行间债市的境外投资者，可通过柜台业务开办机构和境内托管银行开立债券账户。

推动柜台债券市场放开，对债券市场发展及结构改善具有重要意义。

一是有利于拓宽居民投资渠道。截至2023年末，债券市场整体托管规模为106万亿元。其中，柜台市场托管规模为7838.01亿元，仅占市场总量的0.73%，有较大提升空间。通过柜台渠道投资债券市场，有利于拓展居民投资渠道，增加居民财产性收入。

二是有利于优化融资结构。截至2023年末，中国债券市场余额158万亿元，是全球第二大债券市场。放开柜台债券业务，有利于拓宽债市资金来源，促进直接融资发展，优化金融体系结构。

三是有利于债券市场多层次发展。与集中统一的金融基础设施相比，柜台开办机构可为各类投资者提供债券托管、做市、担保品管理、清算结算一体化等各种灵活多元的综合性服务，提升市场活跃性，促进市场分层。



### （五）A 股探底后企稳，绿色、银发等板块结构性机会增多

2024 年一季度，A 股经历深度探底以后迎来小幅回升，上证综指呈现“V 型”走势，2 月底以来重回 3000 点（图 33）。截至 2024 年 3 月 27 日，A 股总市值萎缩至 75.5 万亿元，同比下降 11.1%。但在一系列利好因素推动下，A 股日成交量和日成交金额创下过去一年新高，分别突破千亿股和万亿元（图 34）。北向资金成交净买入也在波动中有所恢复，截至 3 月 27 日，一季度共有 6 天北向资金成交净买入突破百亿元。

图 33：上证综指走势及成交额

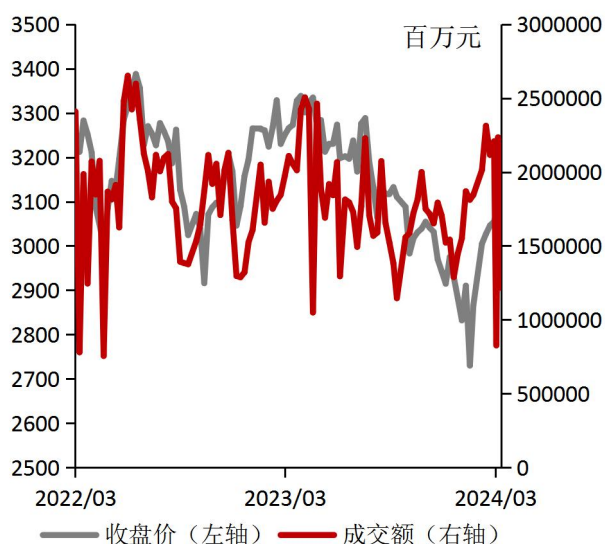
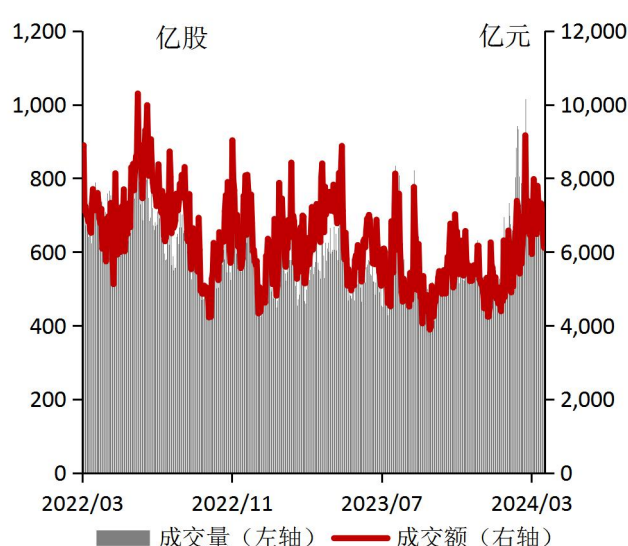


图 34：全部主板成交量及成交额统计



资料来源：Wind，中国银行研究院

展望二季度，A 股有望继续震荡恢复，多个板块存在结构性机会。但是宏观经济的波浪式发展、上市公司盈利水平恢复不及预期、中美利差倒挂等因素都将在一定程度上影响 A 股的发展。

一是代表新质生产力的相关产业可能有亮眼表现。近日，Sora 人工智能文生视频大模型的发布引发了人工智能相关板块的又一波增长，Wind 人工智能指数扭跌转盈，自 Sora 推出后涨幅超过 15%。同时，中国主动顺应全球科技产业变革趋势，超前布局，推出《“数据要素 X”三年行动计划（2024-2026）》等一

系列措施，两会明确提出开展“人工智能+”行动，打造具有国际竞争力的数字产业集群，数据、算力等相关板块迎来增长预期。

**二是金融“五篇大文章”相关产业存在结构性机会。**开年以来，多项政策密集落地，包括首部“银发经济”政策文件<sup>23</sup>、针对绿色发展的《关于全面推进美丽中国建设的意见》等。值得关注的是，彭博数据预计2024年全球光伏装机容量将同比增加47.5%，中国新增光伏装机将占全球的54.7%。在政策支持以及行业高速发展背景下，相关板块有望迎来较好市场表现。

**三是政策“组合拳”将有助于优化市场环境，提升投资者信心。**监管机构密集发布包括《关于严把发行上市准入关从源头上提高上市公司质量的意见(试行)》在内的多项政策文件，从投资端、融资端、中介机构、监管机构等多维度全方位规范A股市场，强调将保护投资者合法权益作为重要任务。相关政策进一步压实证券公司及私募等中介机构的主体责任，加强全链条治理，深化专项治理，提升上市公司质量，将持续对A股起支撑作用。在政策和市场调整背景下，高股息、高分红行业具有优势。

**四是技术创新对医药板块产生持续推动作用。**去年减肥药GLP-1的推出标志着肽类药物发展进入快车道，相关数据预测未来五年全球多肽类药物市场的年化增长率将达到6.4%。国家医保局于今年2月发布《关于建立新上市化学药品首发价格形成机制鼓励高质量创新的通知(征求意见稿)》，旨在开放创新药的自主定价权，鼓励通过市场竞争体现创新药价值，这将对医药企业的源头创新产生积极作用。

<sup>23</sup> 2024年1月，中国政府网发布《国务院办公厅关于发展银发经济增进老年人福祉的意见》。这是中国出台的首个支持银发经济发展的专门文件，银发经济是向老年人提供产品或服务，以及为老龄阶段做准备等一系列经济活动的总和，涉及面广、产业链长、业态多元、潜力巨大。

**表 5：2024 年二季度中国经济金融主要指标及预测（%）**

指 标	2021 (R)	2022 (R)	2023 (R)	2024 (F)		
				Q1 (E)	Q2 (F)	全年 (F)
GDP	8.5	3.0	5.2	4.8	5.1	5.0
规模以上工业增加值	9.6	3.6	4.6	5.2	5.5	5.5
服务业增加值	8.5	3.0	5.8	4.6	5.0	4.9
固定资产投资额（累计）	4.9	5.1	3.0	4.3	4.5	5.0
房地产开发投资额（累计）	4.4	-10	-9.6	-8.8	-8.3	-7.5
消费品零售总额	12.5	-0.2	7.2	5.0	6.0	5.5
出口	29.6	5.6	-4.7	5.5	6.0	5.2
进口	30.1	0.7	-5.5	3.8	4.5	4.0
居民消费价格指数（CPI）	0.9	2.0	0.2	0.1	0.1	0.4
工业品出厂价格指数（PPI）	8.1	4.1	-3.0	-2.6	-1.0	-0.5
广义货币（M2，期末）	9.0	11.8	9.7	9.0	9.2	9.0
社会融资规模（存量，期末）	10.3	9.6	9.5	9.2	9.5	9.2
1 年期 MLF	2.95	2.75	2.5	2.5	2.5	2.5
1 年期 LPR	3.80	3.65	3.45	3.45	3.45	3.45
人民币兑美元即期汇率（期末）	6.37	6.95	7.09	7.20	7.10	7.0

资料来源：中国银行研究院

### 三、宏观政策取向

未来，中国经济运行将进一步向常态化转变，中国发展面临的环境仍是战略机遇和风险挑战并存，有利条件强于不利因素。既要认清中国经济发展的优势和潜能，也要直面问题和挑战。宏观政策要持续巩固经济恢复基础，谨防经济增长中枢下移由短期现象变成长期趋势。

#### （一）加快推动财政政策落地，提高资金使用质效

推动各项财政政策尽快落地见效，发挥好财政托举经济的作用。提前规划各类政府债券的发行计划，及时发布相关政策文件或指导意见，明确专项债、特别国债的发行规模、用途等，提前做好政策宣传。简化特别国债、专项债的

发行程序和流程，减少审批环节，提高发行效率，确保资金尽快到位，尽早形成实物工作量。

**完善项目前置性检验和后评价管理体系，提高资金使用质效。**在应对短期经济波动时，往往要求财政资金在一定时间内下达并使用完毕，这就对地方政府的项目储备和筛选能力提出了更高要求。若为完成资金使用任务，在准备不足的情况下盲目或仓促上马项目，容易造成资金使用低效等问题。建议完善项目全流程管理标准体系。一方面，建立制度化、规范化、透明化的项目前置性审批标准。聘请具有资质的第三方机构和相关领域专家，对项目的经济社会效益、工程建设难度、人民群众需要等多方面进行全面评估。制定投资项目事前评价管理办法和申报书编制指南，为地方政府前期项目储备和筛选提供参考和指导。另一方面，制定和完善项目事后评价管理办法，在项目竣工验收、投入运营一定时间后等多个时间节点，由第三方机构检验项目是否达到前期建设目标和效果。对民生类项目的评价要重视公众参与，如有必要可开展社会调查并在后评价报告中予以客观反映。同时，将项目后评价结果作为未来新一轮投资项目决策论证的重要参考。

**优化财政收支结构，提高财政可持续性。**在财政收入方面，继续加快财税改革，优化财政收入结构，正税清费。同时，保持一定的减税降费力度，支持实体经济稳步回升。在财政支出方面，一方面要正视财政供养人口过多等现实问题，加快人员和体制机制改革，不断减轻财政负担。另一方面要全面实施预算绩效管理，推动财政资金聚力增效。加快推动重点领域预算绩效管理的实质性突破，完善专项债券项目绩效管理，不断提高资金使用效率。

## **（二）金融政策要多措并举，平衡好“稳增长”“促改革”“防风险”的关系**

**维持资金总量合理增长，支持经济持续回升向好。**货币政策综合运用降准、



公开市场操作等工具投放流动性，切实保持流动性合理充裕，为金融机构资金投放提供有效支撑。引导金融机构提前做好项目规划及资金投放，稳定信贷供给节奏，防止月末、季末“冲时点”导致信贷过度波动。

**用好增量、盘活存量，加大对重点领域支持力度。**做好结构性货币政策工具的续接工作，完善激励机制，提升金融机构意愿，引导其持续加大对“五篇大文章”等领域的支持，特别是要加大对新质生产力的支持力度，持续助力现代化产业体系建设。积极支持使用债务重组等方式盘活存量信贷资源，提升资金使用效率，加快推动市场出清。

**做好政策储备，有效防范外部扰动。**美联储在今年启动降息是大概率事件，全球市场流动性环境将迎来拐点。虽然中国面临的外部政策压力将有所缓解，但仍不排除出现超预期波动的可能性。密切关注海外主要央行政策调整节奏，加强宏观审慎逆周期管理，适时启动相应工具提前应对。持续跟踪资金流向，做好市场预期管理，防范资金大进大出风险。

### **（三）进一步深挖消费、投资增长空间，加大扩内需力度**

**更加重视节假日消费市场的贡献。**商品消费方面，进一步细化新一轮消费品以旧换新实施方案，完善补贴方案、能耗标准等配套措施。挖掘下沉市场的消费潜力，完善县域和农村地区的充电桩建设、物流网络等，以支撑新能源车、智能家电产品的推广与使用。引导企业针对农村使用场景进行产品升级与创新，开发更多经济实用、适销对路的产品。将“新能源汽车下乡”的产品范围扩大至所有新能源车，并加大优惠力度。服务消费方面，持续优化旅游出行、演唱会和体育赛事等服务消费市场环境。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。在全面落实带薪休假制度的基础上鼓励错峰休假、弹性作息，尤其是一线城市带头出台相关措施，释放居民服务消费潜力。

**着力释放有效投资需求。**推动大规模设备更新改造工程，坚持高标准引领设备改造，进一步完善产品设备的技术、能耗、排放标准，遵循市场变化规律，充分听取和尊重企业主体意愿，避免政策“一刀切”影响生产稳定。可对实施设备改造企业提供更大力度税收优惠，加大对使用符合标准的产品设备企业的采购力度，从供需两端驱动企业设备更新。可考虑再次设立专项再贷款，支持和鼓励金融租赁、保险等金融机构为企业提供多元化融资渠道。大力拓展基建项目储备，着眼于农村充电桩、电网等基础设施、医疗教育等公共服务以及城市老旧小区设施改造，扩大有效投资范围。

#### **（四）妥善应对国际经贸格局演变带来的影响，助力外贸企业稳健经营**

**一是助力相关企业妥善应对国外不合理贸易限制措施。**对中国优势出口产品可能面临的贸易壁垒风险进行前瞻性预警、追踪、通报、宣传，对于已经显现的贸易壁垒应积极应对、妥善解决。在“碳关税”方面，积极与欧盟保持沟通协商机制，尽快完善产业链全生命周期碳足迹数据库，将电池等优势出口产品纳入中国 2025 年 50 个重点产品碳足迹核算规则和标准名录。积极参与国际碳足迹相关标准制修订和国际计量比对，尽快实现国际互认。在“双反”调查方面，帮助企业合理规划应对流程，确保应诉工作有序进行。牢牢把握每一个提交申诉材料的窗口期，认真研判补贴、倾销成立的构成要件，提交完整准确的数据和佐证文件，保证填报信息一致性。积极辅导有条件的产品争取较低的单独税率。

**二是降低地缘政治风险对国内经济和外资外贸领域的影响。**建立重要资源和产品全球供应链风险和产业损害预警系统，推动产业链供应链多元化，丰富贸易调整援助工具。完善境外分类分级监管体系，落实不可靠实体清单等制度。定期组织专家进行讨论，分析主要大国力量对比变化和地缘冲突演变态势，形成前瞻性研判和策略建议。将地缘政治风险评估作为“稳外资”“促外贸”工作

的常规性环节，并建立跨部门联席解决机制，协调企业、商会、政府部门、高校智库等，研发地缘政治风险防范的技术和规范。

三是高度关注发达国家货币政策动向，及时把控金融市场、外资外贸中的汇率风险、交易风险、信用风险等，做好市场风险敞口管理，防范出口业务中的操作风险。丰富套期保值、减少或转移利率、汇率波动风险的金融创新工具。加强对企业的风险提示工作，引导外贸企业树立汇率风险中性意识。尽快扩大贸易外汇收支便利化政策的覆盖面，减轻外贸主体中小微企业的经营压力。降低跨境收支确认周期，减少企业申请结汇的审核流程，提高结算效率。提升中小企业账单录入、复核存档等线上化、数字化水平，打通跨境数据流动堵点，提高结算清算效率。

#### **（五）从供需两端加大房地产政策支持力度，加快推动行业风险化解**

房地产市场深度调整仍在持续，部分头部房企爆雷风险依然较大，对全社会信心和预期产生较大打击。要充分认识当前房地产市场供需关系、行业发展逻辑已发生深刻变化这一事实，深刻认识当前房地产市场形势的严峻性及其持续下行对经济的危害性，抓住政策窗口期，果断出台具有变革性的政策，持续加大对供需两端的支持力度，加快推动行业风险化解，推动市场筑底企稳。

**全面松绑需求端政策，充分释放合理住房需求。**针对当前房地产市场持续深度下行态势，有必要进一步优化地方限购限贷政策，提振市场信心。全面放开房地产需求侧管理政策，更好地满足刚性和多样化改善性住房需求。对于已经放开需求端各项限制，但房地产市场仍反应不佳的城市，可加快出台购房补贴、上浮多孩家庭公积金贷款额度等购房鼓励政策，对房地产市场形成一定的托底作用。同时，抓住新兴住房需求，积极探索多样化方式化解存量住房。一方面，结合中国老龄化程度加深趋势，在一些适宜养老的城市，探索将现有存量住房改造为更适合老龄人口居住的养老住房、改造成养老院等，推动房地产

与养老融合发展。另一方面，通过改造现有存量住房、纳管现有市场化租赁住房等方式，补充保障性租赁住房房源，更好地解决新市民、青年人等群体的住房问题。

**加速推进“三大工程”建设，加大金融支持力度。**从经济发展水平、社区属性、空间区位及经济属性等角度出发，科学确立符合特大城市建设现状的城中村概念，合理设定改造范围。完善城中村改造过程中涉及产权重组、公共利益界定、建设标准、设计规范等方面的法律法规和规章制度，科学指导改造实施。对存量房源充盈地区，支持利用存量房源进行城中村和保障性住房改造，并允许使用城中村改造贷款完成土地征收、拆迁安置补偿等，既能够保障居民居住条件得到改善，也能有效消化存量房源。在金融支持方面，政策性银行具有资金成本、资金体量优势，兼具政策属性、政府信用、资金期限长等优势，更加契合“三大工程”的公益属性。建议充分发挥政策性银行在“三大工程”建设过程中的“头雁作用”，可单列“三大工程”建设信贷额度和专项借款额度、发行以“三大工程”建设为主题的金融债券等，为“三大工程”建设提供基础性支持，并以此撬动商业性金融机构资金。商业性金融机构应坚持在商业可持续性的基础上，提高中长期贷款占比，与政策性银行一起形成支持“三大工程”建设的中长期资金体系，撬动社会资本进入，为“三大工程”提供源源不断的资金动能。

**持续推进房地产融资协调机制，加快“白名单”项目融资落地。**按照协调机制的“应建尽建”原则，高质量完成“白名单”推送，高效率协调和解决项目的难点问题，为房地产项目开发建设提供精准融资支持。一方面，加快推动政银企联动，加强信息共享。地方政府要及时向相关金融机构提供项目建设运行、预售资金监管等信息。金融机构要建立专门工作机制，优化相关业务管理机制和风险控制，完善审批流程和审批制度，细化尽职免责规定，加大房地产“白名单”项目融资支持力度。另一方面，加快推动形成“发放-使用-偿还”



的管理闭环，确保资金全部用于项目开发建设，严防资金被挪用于购地、偿还债务或其他投资。

加大房地产风险化解力度，发挥资产管理公司作用，应对房企中长期存量资产处置。由于房企存量资产规模庞大，预计未来房企降杠杆可能将延续较长一段时间。此外，当前房地产行业风险远未出清，部分头部房企和大量中小房企风险依然较大，不排除未来有大量中小房企退出市场的可能性。仅仅依靠政策性银行和商业银行承接其不良贷款，既不具有可持续性，也不现实。因此需要政策着眼中长期，为房地产行业在较长时间内进行系统性“减负瘦身”做好准备。建议完善多层次主体参与的市场化房地产风险化解机制，充分发挥资产管理公司在房地产存量资产盘活、风险化解中的作用，推动房地产市场有效出清。鼓励资产管理公司加大对房地产领域资金投放力度，合理报价、应收尽收。同时，以存量涉房不良资产为基础，围绕房企上下游业务，联合产业链上的其他企业开展并购重组。

## （六）夯实培育新质生产力的基础，加快完善适应新质生产力发展的基建、人才、要素、产业体系

今年《政府工作报告》将发展新质生产力作为全年工作任务之首，提出“大力推进现代化产业体系建设，加快发展新质生产力”。在新旧动能转换的关键时期，要加快塑造新动能新优势，通过深化技术创新，推动新型生产要素以及生产要素的优化组合，实现全要素生产率的持续提升。

一是夯实培育新质生产力的基础。瞄准新质生产力发展方向，做好基建和人才培育的前瞻性部署，厚植发展新优势。一方面，加快形成适应新质生产力发展的基础设施体系。聚焦重点领域积极拓展新型基础设施应用场景，探索规划可持续的商业模式。提升新型基础设施建设水平，完善工业互联网平台体系、大数据中心、移动终端建设，实现网络贯通、万物互联，放大新型基础设施乘

数效应。增强新基建与传统基础设施的互补性，增强通信设备、集成电路、电子元器件、关键软件等核心竞争力，同步提升电力、交通、物流等传统基础设施的数字化、智能化改造，增强基础设施综合保障能力。另一方面，打造适应新质生产力发展的人才队伍。针对基础教育，加大基础研究投入力度，包容探索性失误，夯实科技自立自强根基；推进数学、物理、化学、计算机等公共基础课程改革，为不同学科专业定制不同类型和层级的课程，倡导自然科学和工程技术互相渗透，赋能传统学科专业与时俱进、持续发展。针对职业教育，结合区域产业特色推动职业院校发展；提升企业参与产教融合共同体的积极性，激发企业在深度参与职业教育中形成新的生产力，并落实好培育大国工匠的社会责任；推广新型学徒制，持续实施能工巧匠进校园计划，引导各类院校聘用一批具有行业影响力的专家作为专业带头人、一批企业专业人才和能工巧匠作为兼职教师，在学校设立技能大师工作室；探索设立“中国工匠日”，开展大国工匠评选活动，每年遴选一批具有绝技绝活、潜心创新创造的典型人物，在全社会营造弘扬工匠精神、培育大国工匠的良好氛围。此外，畅通教育、科技与人才的良性循环，弘扬工匠精神、科学家精神和企业家精神，塑造“行行出状元”的社会风气，让更多青年才俊在各行各业推动新质生产力发展中大显身手。

**二是形成适应新质生产力发展的数字生态。**加快破除数字经济与实体经济融合的难点堵点，支持企业基于数智驱动实现研发、生产、管理、营销、服务等业务流程升级，推广“大企业共建、中小企业共享”的平台生态赋能模式，建立跨界合作的生态联合体，打造全流程全方位智能制造与服务体系。利用税收优惠、财政补贴、产业引导基金等多种政策工具支持数字技术领域攻关，加快发展具有战略优势的关键技术和核心产业，形成特色数字产业集群。建立健全数据产权制度和共享机制，合理引导各类数据资源在不同企业、产业间贯通融合，夯实数据流通交易基础。

**三是完善适应新质生产力发展的产业体系。**各地区各部门要立足自身特点，

结合区域禀赋条件，形成各具特色、错位发展的产业布局。加强传统产业升级，深入实施产业基础再造工程，改造传统产业链供应链，推动产业结构优化取得新成效。打造“数字工厂”“灯塔工厂”，推动制造业适应柔性制造、个性化生产新范式要求。

## 四、专题研究

### 专题一：打造强大的金融机构体系，助力金融强国建设

金融机构是金融强国建设的重要基础。习近平总书记深刻阐释了金融强国应当具备的关键要素，“强大的金融机构”是关键要素之一。强大的金融机构，应当具有优质的服务、高效的创新及全球领先的竞争力等。打造强大的金融机构有助于维护金融体系稳定及参与全球竞争的关键。

#### （一）改革开放以来中国金融机构体系建设取得重大成就

一是规模实力全球领先。改革开放以来，中国加速推动金融机构体系发展，目前已形成了覆盖银行、证券、保险、基金、期货等领域，种类齐全、竞争充分的金融机构体系。金融机构综合实力和影响力不断增强，“大”已成为中国金融机构体系的显著特征。截至 2023 年末，中国金融业机构总资产为 461.09 万亿元。其中，银行业金融机构总资产规模 417.29 万亿元，居全球第一。英国《银行家》杂志显示，2023 年全球银行 1000 强排行榜中共有 140 家中资银行上榜，占全部 1000 家银行 32.67% 的一级资本和 27.69% 的资产，四大国有商业银行更是连续多年位居全球前四。特别地，截至 2023 年末，商业银行不良贷款率降至 1.59%，为近年新低，资产质量持续改善，拨备覆盖率为 205.14%，风险抵补能力全球领先。

金融机构类型逐步多元化。中国银行业金融机构数量由 2015 年末的 4261 家增至 2023 年 6 月末的 4561 家，涵盖银行、信托公司、贷款公司、货币经纪公司等各类机构（表 6）。其中，农村商业银行、村镇银行、农村信用社等中小

金融机构增长较快，银行业金融机构基本实现多层次、广覆盖的发展格局。

**表 6：中国银行业金融机构类型构成（家）**

机构类型	2015 年	2023 年 6 月	机构类型	2015 年	2023 年 6 月
开发性金融机构	—	1	农村合作银行	71	23
政策性银行	3	2	金融资产管理公司	—	5
国有大型商业银行	5	6	信托公司	68	67
邮政储蓄银行	1	—	贷款公司	14	4
股份制银行	12	12	金融租赁公司	47	71
住房储蓄银行	1	1	汽车金融公司	25	25
外资法人银行	40	41	消费金融公司	12	31
城市商业银行	133	125	货币经纪公司	5	6
民营银行	5	19	企业集团财务公司	224	248
农村商业银行	859	1609	金融资产投资公司	4	—
村镇银行	1311	1642	其他	—	42
农村信用社	1373	545	总计	4261	4604
农村资金互助社	48	36			

资料来源：国家金融监管总局，中国银行研究院

二是服务实体经济质效持续提升。伴随着经济高质量发展，中国金融机构配置资源和服务实体经济的能力持续增强。加大对重点领域和薄弱环节资金支持力度，助力经济加速转型。截至 2023 年末，普惠小微、绿色、高技术制造业、涉农贷款余额增速分别为 23.5%、36.5%、34%、14.9%，连续多年保持中高速增长。基本建成了以服务实体经济为目标、便民利民的金融服务体系。存款贷款、支付清算、理财投资、信息查询等基础金融服务的便利性和普惠性走在了世界前列。2023 年，银行乡镇网点覆盖率达 98% 左右，基础支付服务村级覆盖



率 99% 左右。在数字经济浪潮下，各类金融机构持续推动数字化转型，业务线上化、智能化进程加速推进，金融产品及服务的可得性、便利度明显提升。金融市场的登记、托管、清算、结算、征信、评级体系基本健全，能够有效满足实体经济全方位、多样化的金融服务需求。

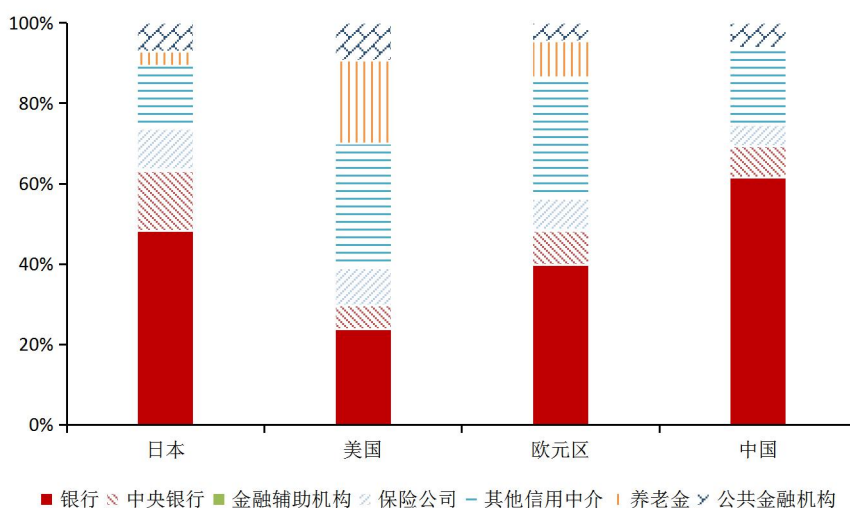
**三是全球化布局持续优化。**截至 2023 年 6 月末，5 家国有大行已在境外 67 个国家和地区设立了经营性机构，覆盖了全球主要国际性和区域性金融中心。在“一带一路”倡议带动下，中资银行与共建国家和地区的金融合作日益深化，为项目资金融通提供了重要支持；13 家中资银行在 50 个“一带一路”共建国家设立了 145 家一级机构；6 家中资保险机构在 8 个“一带一路”沿线国家设立了 15 家境外分支机构。证券机构方面，截至 2023 年 7 月末，内地近 80 家证券期货基金经营机构在香港设立了子公司。

## （二）金融机构发展仍然存在一定短板

**一是金融机构差异化特色化发展不足。**中国金融机构牌照有 30 种左右，部分集团类机构持有多项牌照。但大型金融机构经营仍主要集中于传统存贷汇业务，投资银行、资管、租赁等业务发展滞后，综合化经营程度不足，与国际顶尖金融机构相比竞争力欠缺。例如，摩根大通、美国银行国家大型银行均具有较强的全球化、综合化经营能力，非息收入占营业收入比重长期维持在 50% 以上，而工农中建四大行非息收入占比普遍在 25% 以下。金融机构经营存在同质化现象，多层次、广覆盖、有差异的金融机构体系尚未完全建立。部分金融机构存在“求大、求全”情节，不专注于深耕当地、聚焦主业，而是利用金融科技等新兴技术过度创新，将大量资金投向大企业或跨区域发展，专注于规模扩张及发展速度，偏离了服务中小企业、服务本地客户的主责。一些中小银行通过互联网异地揽储、异地授信等做法，绕开区域银行牌照限制，通过强化与非银金融机构合作，规避资本、流动性监管要求，寻求业务扩张，导致风险积累。

二是非银金融机构发展相对不足。近年来，虽然中国商业银行资产占金融资产比重有所下降，但从国际对比看仍处于较高水平。截至2022年末，中国商业银行占金融机构资产比重为61.52%，不仅远高于美国（23.87%），也明显高于欧元区（39.73%）、日本（48.28%）等以银行为主导的经济体。其他金融业态，如保险公司、其他信用中介<sup>24</sup>、养老金等规模相对较小，占比明显偏低（图35）。与商业银行相比，证券业、保险业等非银金融机构发展相对滞后，不仅资产规模占比小，且业务布局窄、国际知名度低、竞争力不强。

图 35：主要经济体金融业态占比（2022 年）



资料来源：FSB，中国人民银行，中国银行研究院

三是金融机构金融产品、服务模式创新欠缺，对重点领域及群体支持力度有待提升。近年来，金融机构积极推动产品与服务创新，取得了较快发展，但仍然存在不足。例如，重抵押、重担保等经营特点依然突出，难以匹配创新型国家发展需求相比仍有差距；绿色贷款、债券等业务发展较快，但在碳核算信息、产品定制等方面存在不足，影响业务可持续发展；普惠金融发展取得重大成就，但与中小企业、特殊群体等的要求之间还存在差距；养老金融发展仍处于探索阶段，与

<sup>24</sup> 包括货币市场基金、对冲基金、其他投资基金、房地产基金、信托公司、贷款公司等。

之相关的业务投入较少、服务及产品创新欠缺，难以满足人口老龄化加速背景下的养老需求。

四是国际化布局单一，难以满足企业海外业务经营需求。中国金融机构“走出去”以商业银行为主，主要是四大行为主，保险、投行等金融机构较少，无法为企业提供多样化的金融服务。加之金融机构布局目的地较为集中，企业的海外结算、汇转等对国外银行依赖较高，这不仅不利于企业的全球化布局，也对海外资产安全带来影响。

### （三）对策建议

建设强大的金融机构，需要政策、机构、市场等协同发力，推动金融业加快由“量”的扩张向“质”的转型过渡，将发展重点放在优化金融结构、提高服务效率、更好服务经济新业态发展等方面。

**第一，鼓励证券、保险等金融业态发展，形成更加合理的金融机构体系。**适度提高证券、保险、基金等业态在金融资产中的占比，加快建设一批一流的保险公司、证券投资基金经营机构和投资银行等，推动建立更加合理和更具竞争力的金融体系；加快构建多层次资本市场融资体系，基于板块定位及企业成长阶段设立差异化上市标准，为不同行业、不同类型公司登陆资本市场提供多元选择，进一步提升资本市场服务实体经济的广度；通过税收优惠、费用减免等方式鼓励风险投资基金、创新基金、私募基金发展，稳步拓展高风险容忍度金融业态的占比，更好助力创新发展战略推进。

**第二，推动金融机构准确定位，打造差异化发展新格局。**按照中央金融工作会议要求，完善不同类型金融机构的经营定位、客群基础及服务边界等，逐步形成多层次、宽领域、广覆盖，且更加合理化的金融机构体系，持续提升金融服务的针对性、普惠性、适应性。通过分工与合作，各类金融机构可以在各自的领域内发挥最大的优势，形成特色和竞争力，共同推动金融机构体系的完

善。大型金融机构凭借资本实力雄厚、客户基础广泛、品牌影响力强等优势，可充分利用自身条件，将业务重点聚焦于科技应用、金融产品及服务创新和国际化经营等方面，稳步提升综合化经营水平，持续提升金融服务的效率和普及率，在金融产品、服务创新上发挥“领头羊”作用，不断扩大在全球范围内的影响力和国际竞争力。中小型金融机构凭借灵活高效、服务地域性强等特点，可聚焦于服务当地、服务中小及其他特色金融服务方面发力，专注于为中小企业、三农等领域提供定制化的金融服务，满足这些领域特定的金融需求，支持地方经济和小微企业的发展。

**第三，加快推动产品和服务创新，更好服务重点领域和薄弱环节发展。**围绕“五篇大文章”等领域持续发力，强化产品和服务创新。完善金融机构对科技型企业的评价体系，注重对企业科技创新能力，科技成果转化潜力等进行有效评价，针对性地创新产品和服务，如知识产权质押和股权质押贷款等；积极推动综合绿色金融服务体系建设，由服务单一客户逐步向绿色供应链上下游延伸，为链上客户提供全方位、一体化的金融服务。立足能源禀赋优势，积极推广能效贷款、合同能源管理收益权质押贷款、新能源贷款等产品发展。创新个人绿色消费贷款、碳积分收益权质押贷款等信贷品种，引领居民树立低碳生活理念；建立集差异化定位、线上化获客的普惠金融发展模式，开发更多线上产品，打造差异化、多元化、全周期的产品体系，更好满足“专精特新”企业等不同类型的融资需求。丰富服务场景，紧密贴合小微企业、个体工商户的生意圈、生活圈，提高业务直达性和便利性；提供专属产品及产品组合，满足不同年龄层次、收入水平、家庭结构、投资目标、风险偏好的客户群体在养老财富积累与财富管理方面的需求，形成差异化的养老金融产品特色，构建基于个人全生命周期的养老金融产品线；深化数字技术的金融应用，拓展金融服务边界，加快金融智能化和数字化发展，增强数字金融行业的核心竞争力。

**第四，稳步推进国际化战略，更好服务企业全球化布局。**紧跟国家战略导



向，完善金融资源的全球化布局。金融机构的业务布局应重点覆盖与中国经济联系紧密、交往密切、双方贸易与投资活跃的国家或地区；加强银行、保险、投资银行等金融机构的业务联动，通过设立海外分支机构、参与国际金融市场和产品的交易、与国际金融机构合作等方式联合走出去；打造搭建集融资、跨境结算、交易、信息咨询为一体的全方位综合金融服务体系，在机构网络、产品线、科技平台等方面为“走出去”客户提供优质的全球服务。

## 专题二：中东对华投资的机遇、挑战与建议

由于中国与中东国家的政治和经贸关系不断加深以及全球地缘政治形势变化，进一步吸引中东对华投资愈发重要。近两年国际油价的上涨增强了中东主权财富基金的实力。2023年，中东主权财富基金的投资增长尤为显著。由于能源转型和经济多元化发展的需求，新能源、电动汽车和人工智能等新兴产业是中东国家重点关注的领域，中国在这些领域也具有国际领先的专业技术优势。在此背景下，中东对华投资的规模大幅提升，双方合作的范围也在持续扩大。中东资本的多元化投资将为中国经济注入新的动能，助力中国高质量发展。英国是吸引中东投资最多的国家之一，也是欧美地区伊斯兰金融发展最为成熟的国家。英国吸引中东资本的成功经验也值得中国借鉴。

### （一）中东对华投资的重要性和战略机遇

由于全球地缘政治和经济格局的转变，欧美国家对华投资增速有所放缓，而中东国家对华投资呈现快速增长的势头。更加紧密的政治和经贸关系，以及通过技术合作实现能源和经济转型是中东国家加大对华投资的主要原因。随着中东对华投资规模不断扩大，中东资本可能在中国经济中扮演愈加重要的角色。

中国在中东地区的政治影响力不断上升。新一轮巴以冲突的爆发扩大了美国与中东阿拉伯国家之间的分歧，美国的战略重心也从中东转向亚太，这导致美国在中东地区的影响力减弱。在地缘政治和经济发展需求的推动下，越来越

多的中东国家决定加强与中国的合作。2023年11月，中国同约旦签署关于共同推进“一带一路”建设的谅解备忘录，这标志着中国与阿拉伯国家联盟的所有成员国均签署了共建“一带一路”合作文件。阿拉伯国家联盟的22个成员国之中有13个位于中东。2023年3月，中国促成沙特和伊朗和解。2023年7月，上海合作组织正式批准伊朗作为成员国加入。沙特、阿联酋、卡塔尔、科威特、巴林和埃及也作为对话伙伴加入了上合组织。

中国与中东的经贸联系愈发紧密。根据中国海关的数据，2017年至2022年，中国与中东的贸易额从2625亿美元增长到5072亿美元，增幅为93.22%。2022年中东成为中国双边贸易增长最快的合作伙伴，贸易额同比增长27.1%，超过东盟、欧盟和美国。2023年6月，在阿中合作论坛第十届企业家大会上，中国企业与中东投资者签署约30项投资协议，总价值达100亿美元。

中国与中东国家持续深化能源转型合作，共同推进绿色能源发展。2022年1月，沙特、科威特、阿曼、巴林、土耳其、伊朗外长以及海湾合作委员会秘书长访华，各方就绿色转型达成共识。2022年12月，习近平主席在首届中阿峰会上提出，中方愿同阿方一道共同推进绿色创新、能源安全等8个重要领域的合作。此外，中国企业深度参与中东国家众多大型能源项目。2023年12月，阿联酋宣布由中国企业承建的Al Dhafra太阳能项目已经完成。该项目将为20万户家庭提供绿色电力，每年减少240万吨碳排放。

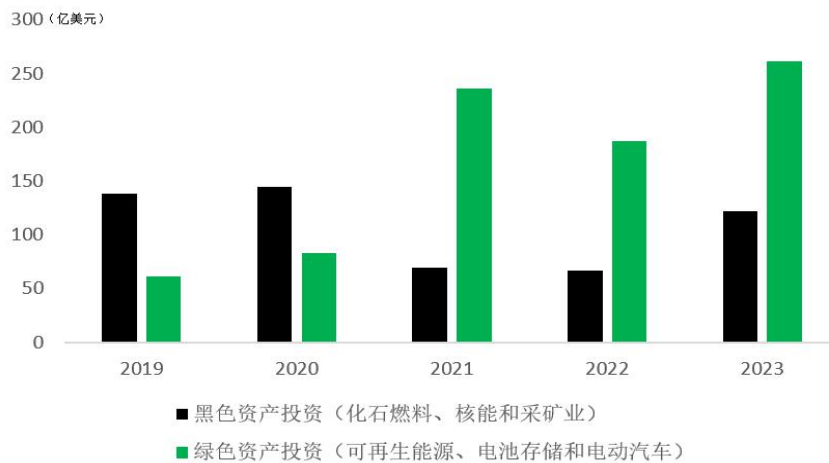
中东投资将为中国带来政治、经贸、技术、可持续发展等多方面的机遇，为中国经济注入新的动能，助力中国高质量发展。中东对华投资不仅仅是金融上的支持，还涉及技术合作。这将推进双方技术和知识的双向转移，有助于提升中国新兴产业的竞争力和创新水平。通过吸引中东投资，中国有机会与中东国家建立更紧密的合作关系。

图 36：2023 年全球国有投资者对各国的投资

国家或地区	获得投资 (亿美元)	增长	国家或地区	获得投资 (亿美元)	增长
1. 美国	829	-1%	19. 新加坡	15	-78%
2. 印度	167	+22%	20. 爱尔兰	14	n.a.
3. 沙特	159	+111%	21. 马来西亚	11	+622%
4. 英国	158	-49%	22. 埃及	9	-81%
5. 中国	83	+333%	23. 意大利	8	-85%
6. 巴西	76	+273%	24. 尼日利亚	5	+238%
7. 澳洲	73	-77%	25. 瑞士	4	-41%
8. 土耳其	69	+19%	26. 菲律宾	3	+900%
9. 日本	54	+63%	27. 比利时	3	-4%
10. 阿联酋	47	-58%	28. 卡塔尔	3	n.a.
11. 荷兰	47	+134%	29. 阿曼	3	-57%
12. 法国	37	-15%	30. 冰岛	2	n.a.
13. 西班牙	34	+188%	31. 香港	2	-92%
14. 德国	33	-74%	32. 芬兰	2	n.a.
15. 韩国	29	-22%	33. 科威特	2	+230%
16. 加拿大	29	-60%	34. 伊朗	1	n.a.
17. 瑞典	26	-34%	世界其他地区	1	n.a.
18. 印尼	15	-61%	总计	2051	-22%

资料来源：Global SWF，中国银行伦敦研究中心

图 37：全球国有投资者对绿色资产的投资



资料来源：Global SWF，中国银行伦敦研究中心

## （二）中东资本对华投资现状

2023年，全球国有投资者（SOIs）投资总额为2051亿美元，其中对华投资83亿美元，相较于2022年增长了333%。中国获得投资的规模位居世界第五，获得投资增速位居世界第三。全球主权财富基金（SWFs）2023年的总投资额为1247亿美元，在投资规模排名前十的主权财富基金之中，有五家来自中东。沙特阿拉伯公共投资基金（PIF）投资316亿美元位居全球第一。阿联酋的穆巴达拉投资公司（Mubadala）、阿布扎比投资局（ADIA）和阿布扎比发展控股公司（ADQ）分别投资175亿美元、132亿美元和58亿美元。卡塔尔投资局（QIA）投资59亿美元。这五家中东主权财富基金总计投资740亿美元，占全球主权财富基金投资总额的58.34%。能源转型是全球国有投资者最为关注的领域，2023年全球国有投资者对新能源产业的投资达到创纪录的261亿美元，其中近一半来自中东主权财富基金。

2023年，中东五大主权财富基金的资产管理规模达4.1万亿美元，其中对华累计投资规模约为400亿美元。中东国家不断扩大对中国企业的投资，体现对中国经济发展前景的信心。能源转型是沙特政府主导的国家战略，也是沙特“2030年愿景”的首要任务。目前，沙特重点关注中国电动汽车、可再生能源和工业技术等领域。2023年6月，沙特投资部宣布与中国电动汽车制造商华人运通签署一项价值56亿美元的协议。2023年11月，沙特公共投资基金与华人运通洽谈2.5亿美元投资。2023年10月，沙特新未来城（NEOM）项目旗下投资基金NIF向电动车企业小马智行投资1亿美元。

阿联酋穆巴达拉投资公司、阿布扎比投资局、卡塔尔投资局和科威特投资局均已开展对华投资，计划长期深耕中国市场。穆巴达拉于2023年9月开设北京办事处，该基金的中国投资组合包括京东工业、海森生物和时尚零售商SHEIN。阿布扎比投资局于2022年第四季度成为中国神华能源和紫金矿业的主要股东，



并于 2023 年 12 月通过旗下投资基金 CYVN 向蔚来汽车投资 22 亿美元。科威特投资局（KIA）在 2022 年第四季度增持深圳机场集团的股份。2023 年 12 月，卡塔尔投资局宣布投资约 2 亿美元认购金蝶国际的普通股。

### （三）吸引中东资本面临的挑战

地缘政治、国际竞争、以及融入国际主流的 ESG 标准是中国吸引中东资本面临的主要挑战。在地缘政治方面，由于中东主权财富基金加大对华投资，美国政府正在这些基金进行更严格的审查，旨在给中东国家施加政治压力。根据 Global SWF 的数据，2023 年中东主权财富基金在美交易超过 230 亿美元。美国外国投资委员会（CFIUS）正在审查几笔数十亿美元的交易，涉及阿布扎比投资局、穆巴达拉投资公司和沙特公共投资基金。该委员会由财政部长耶伦担任主席，成员包括拜登政府内阁的代表。美国政府要求查阅这几家主权财富基金的内部账簿，但这些中东国家不愿向外国政府公开全部记录。

**在国际竞争方面**，日本正在积极寻求与中东国家的绿色转型和投资合作，并将中国视为潜在的竞争对手。2023 年 7 月，日本首相访问沙特、阿联酋和卡塔尔，旨在推广日本的能源转型技术。日本与沙特签署了共享能源技术的备忘录。2023 年 12 月，日本经济产业大臣宣布，日本和沙特将开展跨国联合投资，重点关注非洲和拉丁美洲的矿业项目。于此同时，日本金融服务公司 SBI 与沙特国有石油公司沙特阿美签署合作谅解备忘录，计划在两国开展数字资产投资和半导体生产项目。日本与阿联酋建立新的战略伙伴关系，双方签署 23 项协议，以加强在能源、工业、先进技术、交通、环境保护和循环经济等领域的合作。

**在国际 ESG 标准方面**，由于越来越多中东主权财富基金和富豪家族办公室都引入了国际主流的 ESG 投资理念与评估标准，ESG 因素是考验中国企业和金融机构能否获得中东资本青睐的另一个挑战。中东主权财富基金重点关注企业出具的财务报告是否符合国际 ESG 披露标准，用于分析企业的投资策略清晰度、

交易决策透明度和风险控制规范程度。若中国企业无法达到国际 ESG 披露标准，将很容易在尽职调查环节被否决。

中东资本更青睐按照国际 ESG 标准披露项目信息的私募股权和风险投资基金，这有助于中东投资者将拟投资项目与已上市的同业公司市值进行比较，更精准地估算投资回报率。随着中东主权财富基金在中国设立办公室，他们能更近距离考察国内股权投资基金的项目管理和储备能力，给中国企业带来更大的挑战。由于一些中东主权财富基金种子期投资金额达到数千万美元，他们偏好投资具有国际资金管理经验和资产管理规模较大的中国股权投资机构。

由于想获得对中国优秀企业更大的影响力，中东主权财富基金表现出越来越强的项目直投意愿。中东国家希望吸引中国优秀企业前往本国拓展业务，从而扶持当地新兴产业发展。中东资本也期待通过向这些极具潜力的企业注入更多资金，获得更为丰厚的投资回报。

#### （四）英国吸引中东投资的策略

英国是吸引中东投资最多的国家之一，也是欧美地区伊斯兰金融发展最为成熟的国家。英国吸引中东资本的主要战略包括签订自由贸易协定、发行伊斯兰债券、伊斯兰金融以及绿色金融创新。这些策略对中国也具有借鉴意义。

根据英国政府 2024 年披露的数据，英国与海湾合作委员会（海合会）国家的双边贸易总额达 590 亿英镑。为了加强双方的经贸和投资合作，英国与海合会于 2024 年 1 月举行第六轮自由贸易协定（FTA）谈判。条约草案的大部分章节已提出，技术讨论涉及 21 个政策领域。

发行和交易伊斯兰债券是英国吸引中东投融资合作的重要途径。2014 年，英国在欧美国家中率先发行 2 亿英镑主权伊斯兰债券（Sukuk）。为了进一步吸引中东投资者，英国于 2021 年发行第二笔主权伊斯兰债券。债券发行量为 5 亿英镑，是第一次发行规模的两倍以上。2018 年 2 月，英国 Al Rayan 银行发行

全球第一支以英镑计价的住房抵押贷款伊斯兰债券。伦敦证券交易所是全球伊斯兰债券上市的主要场所。截至 2024 年 1 月，伦敦证券交易所上市超过 90 种伊斯兰债券，融资规模超过 650 亿美元。伊斯兰开发银行和伊斯兰私营部门发展公司（ICDPS）在伦敦证券交易所上市，巩固了伦敦作为伊斯兰债券交易中心的领先地位。

英国正在积极推进伊斯兰金融创新，伦敦证券交易所发行符合伊斯兰教法的交易所交易基金（ETF）、富时伊斯兰教法全球股票指数（FTSE Shariah Global Equity Index Series）和罗素伊斯兰指数（Russell-Ideal Ratings Islamic Index）。罗素伊斯兰指数以罗素全球指数为基础，涵盖全球一万多种股票和证券。该指数由顶尖伊斯兰学者组成的独立委员会批准和监督。

绿色金融与伊斯兰金融相结合是英国伊斯兰金融发展的新趋势。绿色伊斯兰债券（Green Sukuk）是具有代表性的金融创新产品。2021 年 COP26 会议期间，英国伊斯兰金融理事会（UKIFC）、全球道德金融倡议（GEFI）、伦敦证券交易所、英国财政部、印尼财政部和伊斯兰开发银行联合成立绿色和可持续伊斯兰债券高级别工作组（HLWG）。伦敦证券交易所多次发行中东企业的绿色和可持续债券。2024 年 1 月，伦敦证券交易所协助卡塔尔国际伊斯兰银行（QIIB）发行 5 亿美元 5 年期可持续伊斯兰债券。截至 2023 年第三季度，全球绿色和可持续伊斯兰债券发行量创历史新高，达到 101 亿美元。

### （五）引导中东资本对华投资的战略思考和政策建议

中国吸引中东资本的战略包括多个层面，涉及国家政策、金融市场、中资银行和新兴产业企业。通过这四个层面的联动合作，中国可以建立一个全方位、多层次的吸引中东投资的体系，提高投资者信心，增加中东资本在中国市场的参与度，助力中国经济高质量发展。这不仅需要国家的政策支持，还需要金融市场、银行和企业的共同努力，形成良性互动。

在国家层面，中国可以从五个方面吸引中东投资。第一，由于中国“一带一路”绿色发展战略与中东国家绿色转型战略高度契合，中国可以在支持中东国家绿色转型的同时，推广中国新能源相关产品、技术和服 务，吸引中东资本投资。鉴于中东主权财富基金表现出很强的项目直投意愿，中国可以提供支持多元化的投资项目，特别是在新能源、电动汽车和人工智能等中东国家重点关注的领域。第二，中国应加强与中东国家的双边合作，理解中东国家的战略意图，为中东国家提供量身定制的政策。中东主权财富基金的目的是通过投资获得先进技术和新兴产业发展经验，为中东经济和能源转型布局。中国可以根据中东国家的具体需求，在保障知识产权的前提下，扩大技术合作范围。例如，中国电解水制氢的部分技术是全球领先的，而氢能是中东国家最关注的新能源。若中东加大对中国新能源领域的投资，该领域的创新技术成果也将在中东地区推广。第三，中国可以创建中东投资者和中国企业之间的投资和交流平台。通过路演和投资研讨会等方式，协助中东投资者加深对中国市场的了解，鼓励中东资本跨境投资。第四，中国监管机构应持续关注国际 ESG 标准，提升中国企业的 ESG 评估和披露水平。通过融入国际主流的 ESG 评价体系，满足中东资本对于高质量 ESG 投资的需求。第五，中国可以参考英国发行主权伊斯兰债券的成功经验，通过发行符合中东投资者需求的国债来吸引投资。

在金融市场层面，中国（北京、上海、香港和深圳）证券交易所可以借鉴伦敦证券交易所的成功经验，发行涵盖中东国家股票的 ETF、开发符合中东投资者需求的股票指数、协助中东政府或企业债券在交易所上市。中国证券交易所已经开展与中东国家的合作。2023 年 9 月，上海证券交易所与沙特证交所的母公司 Tadawul 集团签署谅解备忘录。2023 年 11 月，香港交易所成功发行亚太区首只追踪沙特股票的 EFT。2023 年 12 月，深圳证券交易所与 Tadawul 集团和阿布扎比证券交易所签署协议，主要探索跨境指数和 ETF 合作，以及国际融资机会。



**在中资银行层面**，银行应积极推进绿色金融创新，协助中东国家和企业发行绿色债券、绿色熊猫债券和绿色伊斯兰债券等绿色金融产品。中国银行已具有发行中东绿色债券和伊斯兰债券的经验，为进一步的绿色金融创新奠定坚实基础。例如，中银国际于 2021 年参与沙特阿美首期美元伊斯兰债券发行。2023 年，中国银行协助埃及政府发行首笔绿色熊猫债券。中国银行迪拜分行发行 5.34 亿美元绿色债券用于支持沙特和阿联酋的太阳能发电项目。此外，中资银行可以搭建专门的中东投资平台，开发和提供涵盖贷款、债券、投资和保险等一揽子符合中东客户需求的金融产品和服务。中资银行可以为中东投资者提供多元化的个人金融服务，包括财富管理、私人银行、以及在线交易等服务。最后，中资银行应积极参与国际 ESG 组织和倡议，提升 ESG 治理、运营、业务、投资和信息披露水平，增进中东投资者的信任和认可。

**在企业层面**，中国企业应深刻理解中东投资者的战略意图，以及中东与其他外国直接投资的区别。中东主权财富基金不仅关注投资收益，还关注投资项目是否符合国家经济和能源转型战略。中国企业可以在保障知识产权的前提下，配合国家“一带一路”绿色发展，通过先进新能源项目吸引中东投资。其次，中国和中东企业可以建立技术合作关系，共同推动新兴领域的创新项目，例如电动汽车、人工智能和工业技术。此外，中国企业可以在中东地区设立分支机构、办事处或合资企业，更直接地接触中东市场，提高在该地区的知名度和市场份额。企业可以调整业务模式以适应当地法规，这将更容易吸引中东投资者。最后，中国企业应当加强对国际主流 ESG 标准的了解，不断提升 ESG 治理、运营、风险管理和披露能力，以满足中东投资者对高水平 ESG 披露和财务报告的要求。



---

### 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