

中国经济金融展望报告

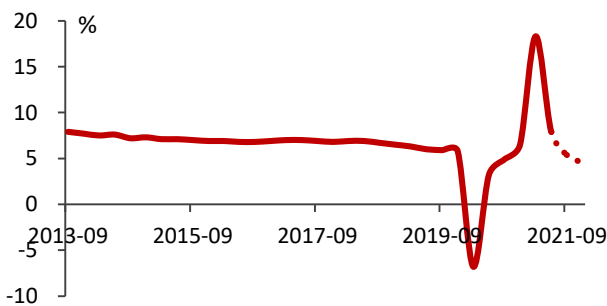
2021 年第 4 季度（总第 48 期）

报告日期：2021 年 9 月 28 日

要点

- 三季度，局部疫情反复、房地产市场降温、汛期洪灾频发等导致国民经济供需两侧均出现放缓，多数经济指标同比回落，经济下行压力增大。预计三季度 GDP 增长 5% 左右，两年平均增速 5% 左右，均较上季度有所回落。
- 四季度，疫情不确定持续影响需求恢复和供应链稳定，出口增速或将高位回落，能耗双控压力增大，冲击企业生产和产品价格，房企违约事件蔓延、小微企业经营困难增大、行业发展不平衡等问题值得高度关注。预计四季度 GDP 增长 4% 左右，两年平均增速为 5.2% 左右，高于三季度；全年 GDP 增长 8.1% 左右。
- 疫情有效精准防控是经济持续恢复的前提和基础，要通过加快疫苗研发和普及，增强疫情应对的精准性，提高市场主体应对疫情反复冲击的弹性和韧性。考虑到未来稳增长压力有所增大，宏观调控政策要加大跨周期安排，加快一般公共预算和政府性基金等财政支出进度，促进资金与项目的对接，加强重点人群就业保障，持续加大对中小微企业的支持力度，不搞“一刀切”和运动式减碳，稳妥推进能耗双控政策落地。

GDP 增长下行压力增大



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

范若滢

梁 斯

叶银丹

王梅婷

汪惠青

刘 晨

吴 丹

邱亦霖

卜俊飞

丁 孟（中银香港）

联系人：范若滢

电 话：010-66592780

邮 件：fanruoying@qq.com

经济复苏动能减弱，跨周期政策需加码

——中国银行中国经济金融展望报告（2021年第4季度）

三季度，局部疫情反复、房地产市场降温、汛期洪灾频发等导致国民经济供需两侧均出现放缓，多数经济指标同比回落，经济下行压力增大。预计三季度GDP增长5%左右，两年平均增速5%左右，均较上季度有所回落。展望四季度，疫情不确定持续影响需求恢复和供应链稳定，出口增速或将高位回落，能耗双控压力增大，冲击企业生产和产品价格，房企违约事件蔓延、小微企业经营困难增大、行业发展不平衡等问题值得高度关注。预计四季度GDP增长4%左右，比三季度低1个百分点，两年平均增速为5.2%左右，高于三季度；全年GDP增长8.1%左右。疫情有效精准防控是经济持续恢复的前提和基础，要通过加快疫苗研发和普及，增强疫情应对的精准性，提高市场主体应对疫情反复冲击的弹性和韧性。考虑到未来稳增长压力有所增大，宏观调控政策要加大跨周期安排，加快一般公共预算和政府性基金等财政支出进度，促进资金与项目的对接，加强重点人群就业保障，持续加大对中小微企业的支持力度，不搞“一刀切”和运动式减碳，稳妥推进能耗双控政策落地。

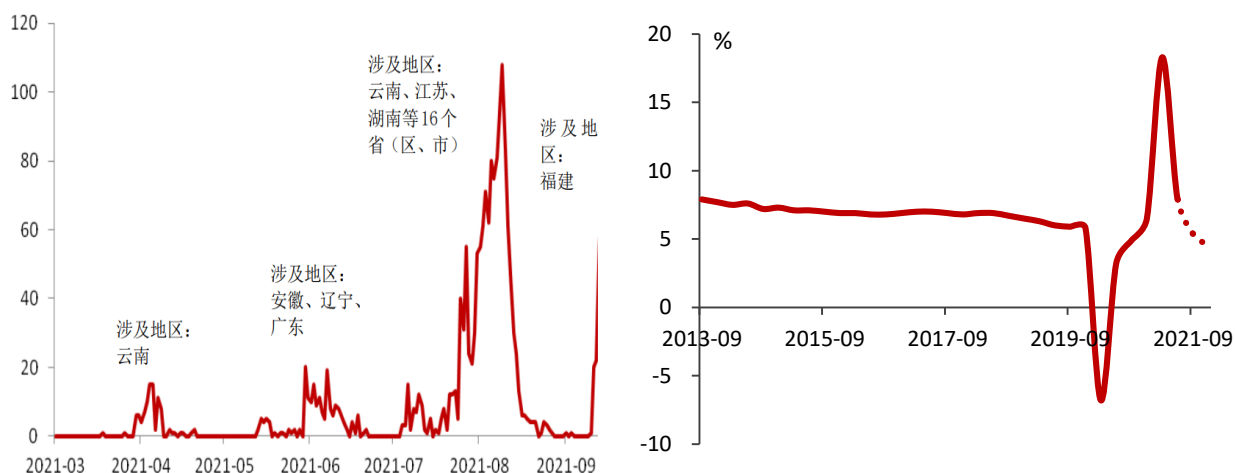
一、2021年三季度经济形势回顾与四季度展望

（一）2021年三季度经济运行形势回顾

三季度以来，海外需求较强、出口替代效应延续拉动中国出口保持较快增长，但7月以来疫情反复影响较广，涉及江苏、湖南等十多个省（区、市）（图1），其对内需恢复特别是一些接触性消费和行业带来较大影响。调控政策加大效果显现，房地产市场明显降温。叠加汛期洪灾等短期冲击，三季度内需和供给均出现了明显放缓，经济景气回落，下行压力有所增大。基建投资低迷、行

业恢复不平衡、成本上升、中小企业经营压力增大等问题较为突出。失业率小幅上升。7、8月份，城镇调查失业率均为 5.1%，较 6 月上升 0.1 个百分点；16-24 岁人口调查失业率平均为 15.8%，高于二季度 14.3% 的平均水平。预计三季度 GDP 增长 5% 左右（图 2），两年平均增速 5% 左右，均较上季度有所回落。

图 1：2021 年 3 月以来本土新增病例情况 **图 2：GDP 增长下行压力增大**



资料来源：Wind，中国银行研究院

1. 消费需求不振，散发式疫情与增收不佳是主因

1-8 月社会消费品零售总额累计增长 18.1%，较上半年放缓 4.9 个百分点；两年平均增长 3.9% 左右，较上半年放缓 0.5 个百分点，是三大需求中增速回落最多的。消费增速回落主要有以下原因：一是局部疫情反复影响住宿餐饮、文化旅游等服务体验类消费以及居民消费信心的修复。7 月消费者信心指数较 6 月大幅下降 5 个百分点至 117.8%，是 2020 年 9 月以来的最低水平（图 3）。餐饮收入由 7 月的同比上涨 14.3% 转为 8 月的同比下降 4.5%。二是收入恢复缓慢。二季度居民工资性和财产性收入累计同比增速分别较一季度下降 0.3 和 2 个百分点（图 4）。与此同时，升级类商品消费增势依然较好，7、8 两月限额以上单位体育娱乐用品类、文化办公用品类商品零售额分别同比增长 20.7%、22.7% 和 14.8%、20.4%。

图 3：社会消费品零售总额增速

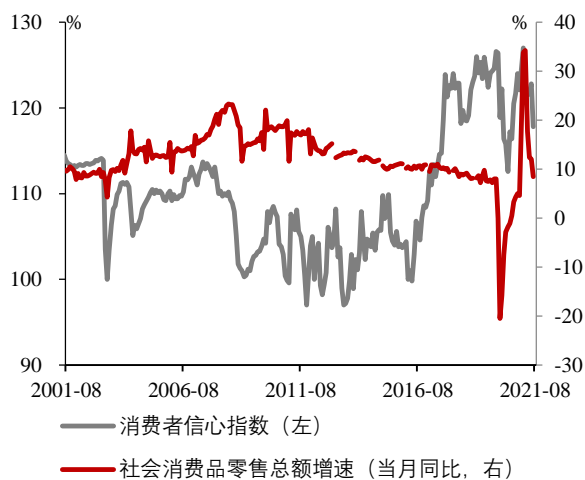
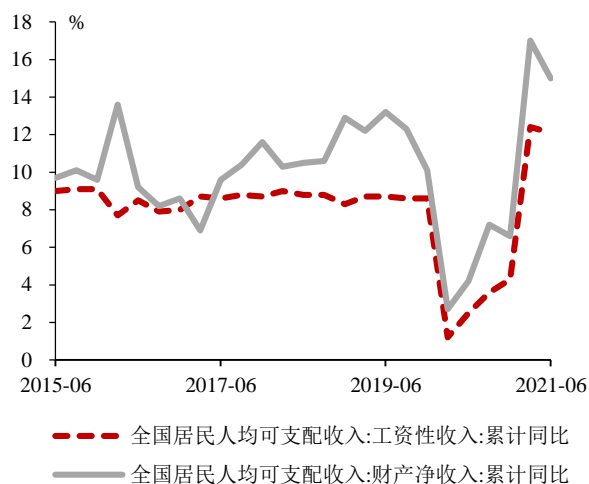


图 4：工资性和财产性收入

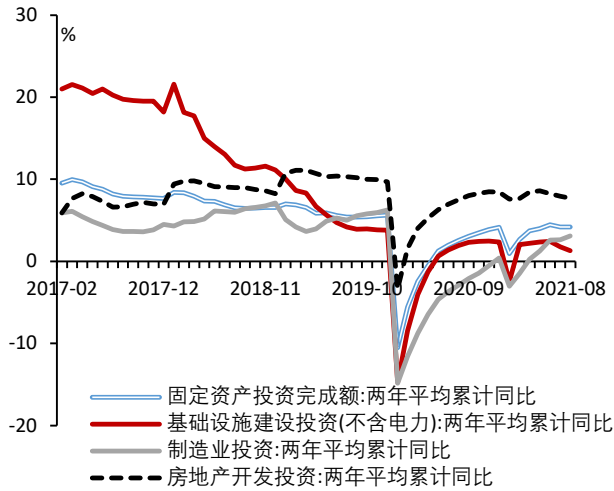


资料来源：Wind，中国银行研究院

2. 投资增速放缓，基建、地产投资成主要拖累

1-8 月份，全国固定资产投资（不含农户）累计增长 8.9%，较上半年回落 3.7 个百分点；两年平均增长 4%（图 5），较上半年回落 0.4 个百分点，低于 2019 年同期水平（5.5%）。一是受疫情和汛情短期扰动，财政支持力度偏弱，基建投资表现低迷。1-8 月份，基础设施投资（不含电力）同比增长 2.9%，两年平均增长 0.2%，较上半年回落 0.5 个百分点。2021 年以来，财政支出进度整体后置，1-7 月份，财政支出用于交通运输、农林水务等基建相关的领域均呈负增长（图 6）；1-8 月份，地方政府专项债累计发行 1.84 万亿元，明显慢于前两年同期进度（图 7）。二是受政策持续收紧影响，房地产投资增速高位回落。1-8 月份，房地产开发投资同比增长 10.9%，两年平均增长 7.7%，较上半年回落 0.5 个百分点。市场降温，房地产企业现金流压力开始显现。1-8 月份，房地产销售额累计增长 22.8%，较上半年下滑 16.1 个百分点；房地产开发企业到位资金累计增长 14.8%，其中银行贷款累计减少 7.1%（图 8）。三是受益于外需整体向好、企业效益改善、金融支持力度加大等因素影响，制造业投资回暖。1-8 月份，制造业投资同比增长 15.7%，两年平均增长 3.3%，较上半年加快 1.3 个百分点。

图 5：三大投资两年平均增速



资料来源：Wind，中国银行研究院

图 6：不同领域财政支出累计增速

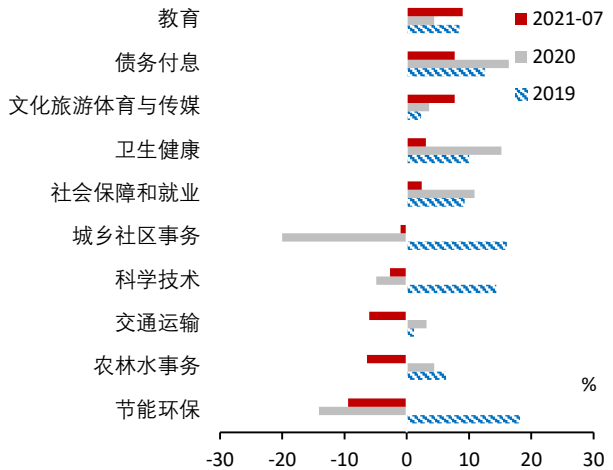
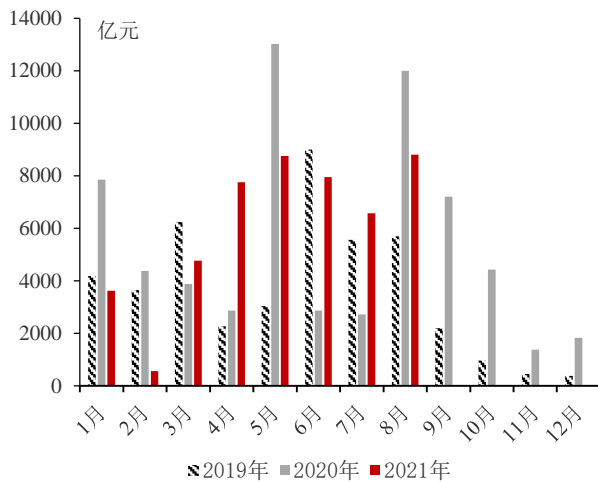
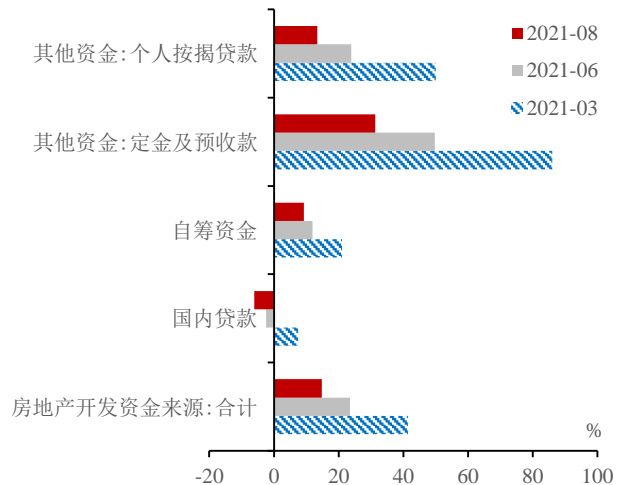


图 7：地方政府债券发行情况



资料来源：Wind，中国银行研究院

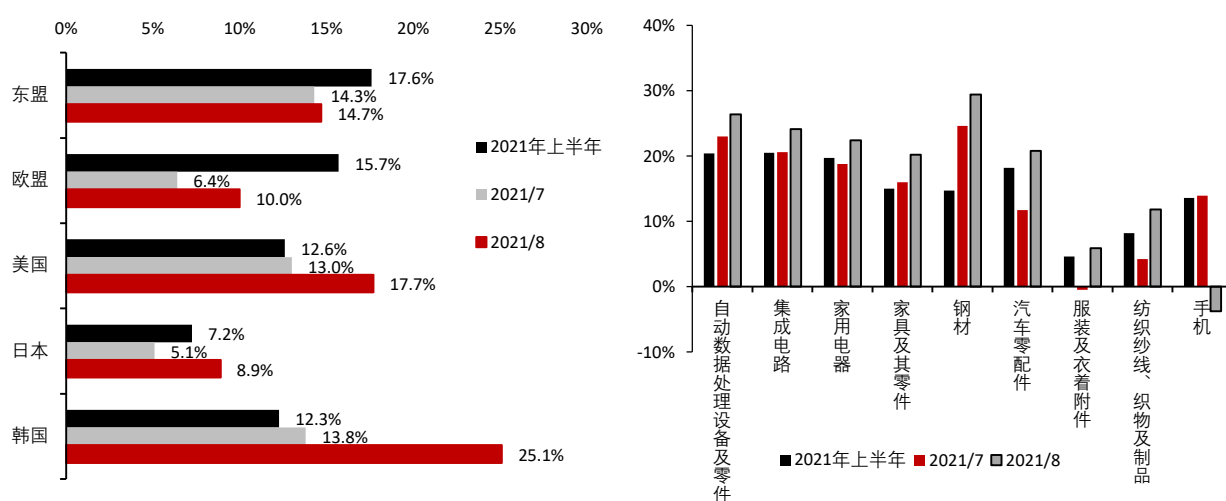
图 8：房地产投资资金来源累计增速



3. 全球经济持续恢复，出口延续高增长

三季度以来，出口增速整体延续高增长态势。7、8月中国出口两年平均增速分别为 12.9%、17%，两年平均增速的均值为 14.9%，好于一季度（13.4%）、二季度（14.3%）。从对主要贸易伙伴出口看，对东盟出口增长总体较快，7、8月对东盟出口两年平均增速分别为 14.3%、14.7%；8月份对美欧、日韩出口增速有所加快（图 9）。从产品结构看，机电和高技术产品出口保持高增长，汽车零部件、自动数据处理设备及部件、集成电路出口增速较高；海外房地产业繁

荣，带动下游房屋装饰、家电消费需求增长，家用电器、家具及其零件出口持续高增长；服装、箱包等消费类产品出口增速有所回升；欧美疫情反复下，中国防疫用品出口回升，但手机、笔记本电脑等电子产品出口回落。三季度出口保持较高增速主要原因：**一是**欧美等发达国家疫苗普及率高、货币政策宽松，经济持续复苏下需求较强。**二是**东南亚疫情较重、被迫重启社交隔离措施，供给能力恢复不足，中国出口替代效应再次出现。5月以来，越南、泰国、马来西亚的全球出口份额回落，中国出口份额在二季度保持高位，预计三季度仍将维持高位。**三是**大宗商品价格维持高位，出口量正常增长的同时，部分产品出口价格上涨带动出口额增长。7、8月中国出口价格指数(HS2)分别上升至102.6、106.5，高于上半年水平，其中电机、金属制品、运输设备的出口价格指数明显上升。

图 9：对主要贸易伙伴出口两年平均增速 **图 10：主要出口商品两年平均增速**


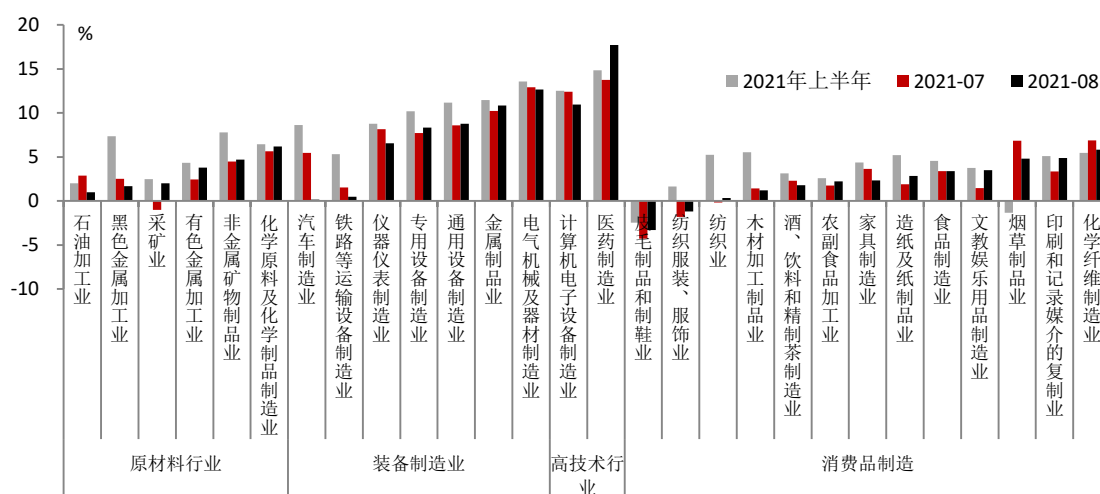
资料来源：Wind，中国银行研究院

4. 工业生产和服务业活动双双走弱，行业不平衡性增大

1-8月份，工业增加值增长13.1%，增速较上半年放缓2.8个百分点，7、8月份工业增加值月度平均增长5.9%，低于二季度9%的平均水平；服务业生产指数累计同比增长17.7%，增速较上半年放缓3.8个百分点，8月当月增速降至4.8%。

一是供给约束影响上游原材料行业生产，需求下滑制约下游行业恢复。2021年以来在“双碳”目标下环保检查、项目审批趋严，上游原材料行业生产有所放缓。煤炭、钢铁等供给和库存偏紧，原煤、焦炭、粗钢等产品产量增速放缓，焦炭、粗钢近几月产量均为负增长，采矿业、黑色金属加工业增加值增速放缓，采矿业产成品库存增速降至7月份的-0.8%。石油加工、化学制品、有色金属加工等行业增加值都有所放缓（图11）。疫情反复、楼市政策趋严等影响市场需求，食品加工和制造、纺织业、家具、文教娱乐用品等消费品制造业增加值增速放缓。在需求减弱、芯片供应紧张影响下装备制造业增速有所放缓，8月份增速较上月进一步回落至5.8%。高技术制造业保持了较快增长，7、8月份平均增速为17%左右。

图 11：不同工业行业增加值两年平均增速



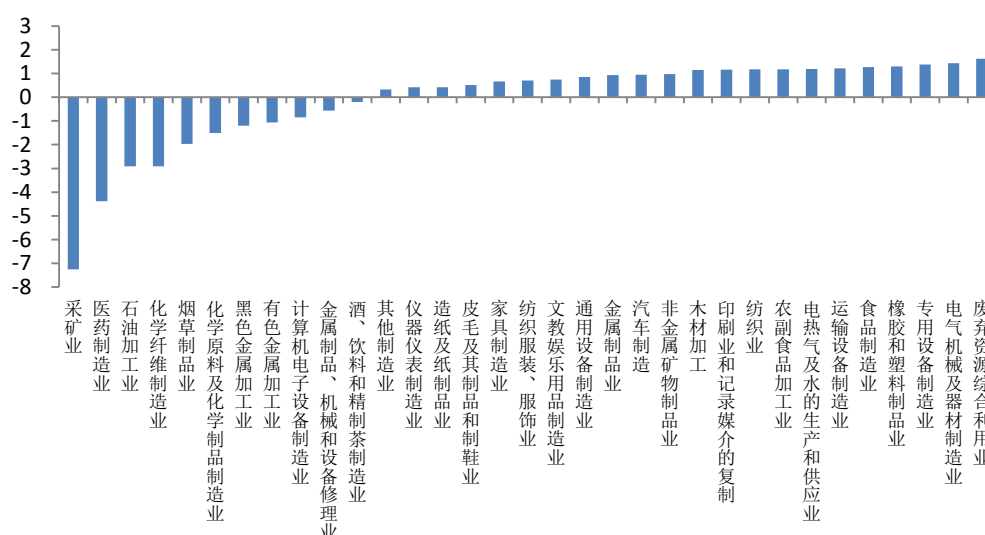
资料来源：Wind，中国银行研究院

二是原材料、高技术制造业带动工业盈利高增长。虽然原材料行业生产有所放缓，但其产品价格高位运行，利润增速有所加快。7月份采矿业、石油加工、化工行业利润同比分别增长2.03、2.16、1.07倍，增速均快于6月。在需求拉动下高技术制造业利润保持较快增长，7月份同比增长37.9%。上述行业对1-7月份工业利润拉动贡献比率在60%左右。但接近消费端的下游行业盈利总体偏弱，7月份消费品制造业利润同比增长18.6%，其中食品、服装、印刷等行业

当月利润增速为负。

三是需求不足、成本上升等持续冲击中小企业经营。三季度以来，中小企业经营压力依然较大，8月份中小企业发展指数为86.6，较上月下降0.4点，已连续5个月回落。一方面，疫情反复下市场需求疲弱，市场风险承受能力较弱的中小企业经营压力增大。中小企业发展指数中的宏观经济感受指数3月份以来持续回落。另一方面，成本上升压力进一步向中下游传导，大部分中下游行业每百元营业收入中成本高于上年同期水平（图12），市场议价能力较弱的中小企业面临的成本上升压力持续增大。中小企业发展指数中的成本指数、资金指数已连续2个月下降。

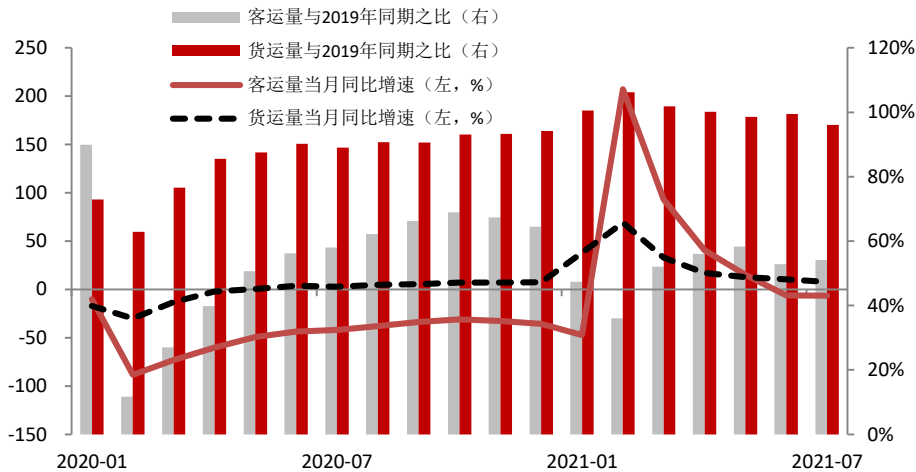
图 12：2021 年 7 月不同工业行业每百元营业收入中成本同比变化（元）



资料来源：Wind，中国银行研究院

四是本轮疫情反复对服务业恢复冲击较大。7月份，客运量仅为2019年同期的54.2%，这一比例也低于上年同期水平，货运量与2019年同期之比从5月份开始降至100%以下，7月份进一步降为96%（图13）。8月份服务业PMI降至45.2%，自去年3月以来首次降至50%的景气线以下。运输、住宿餐饮、租赁及商务服务、文化体育娱乐等接触型聚集型服务业商务活动指数均降至临界点以下。

图 13：疫情反复冲击下客运量、货运量增速放缓



资料来源：中国银行研究院

5. PPI 涨幅高位冲顶，PPI-CPI “剪刀差”持续扩大

一是国际大宗商品价格支撑 PPI 涨幅持续高位运行。7、8 月份 PPI 同比分别上涨 9% 和 9.5%，创 13 年来新高（图 14）。三季度，大宗商品价格整体高位徘徊，呈结构性分化走势。在夏季用电高峰叠加环保限产影响下，煤炭价格持续攀升；极端天气冲击以及库存不断减少，天然气价格大幅飙升；OPEC⁺增产、疫情反复导致石油需求走弱，供需矛盾缓解，原油价格高位震荡下行（图 15）。煤炭、天然气等大宗商品价格上涨带动中国 PPI 涨幅继续上升，主要表现在黑色金属冶炼等上游行业价格出现明显上涨（图 16）。二是疫情反复以及猪肉价格降幅扩大，导致 CPI 涨幅低位下行。7、8 月份，CPI 同比上涨 1% 和 0.8%。国内疫情反复导致外出就餐消费受到抑制，生猪产能进一步恢复叠加上年高基数效应，生猪价格继续下探。同时，疫情反复还对飞机票、旅游、宾馆住宿等出行类服务消费产生负面冲击。三是 PPI-CPI “剪刀差”再创新高。2021 年以来，中国 PPI-CPI “剪刀差”呈不断扩大态势，8 月份达到 8.7 个百分点，创历史新高。这表明上中下游产品价格涨幅不同步问题愈发明显：一方面原材料价格上涨推动上游行业盈利明显改善，另一方面中下游行业企业议价能力弱，被动承担成本上涨压力。

图 14: CPI 和 PPI 走势

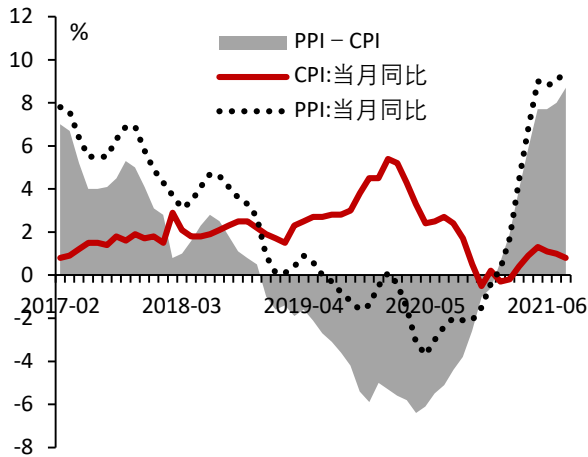
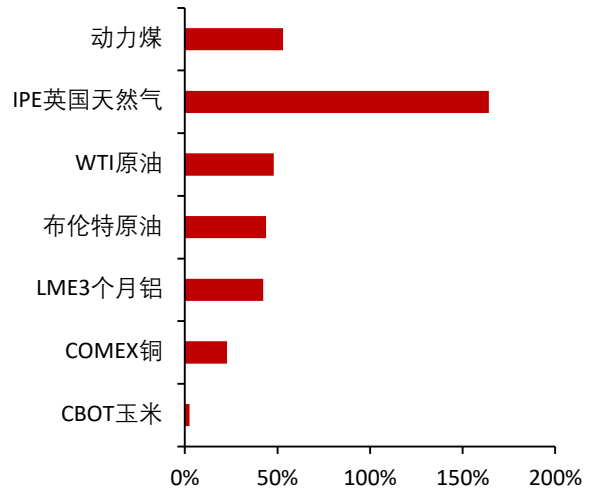
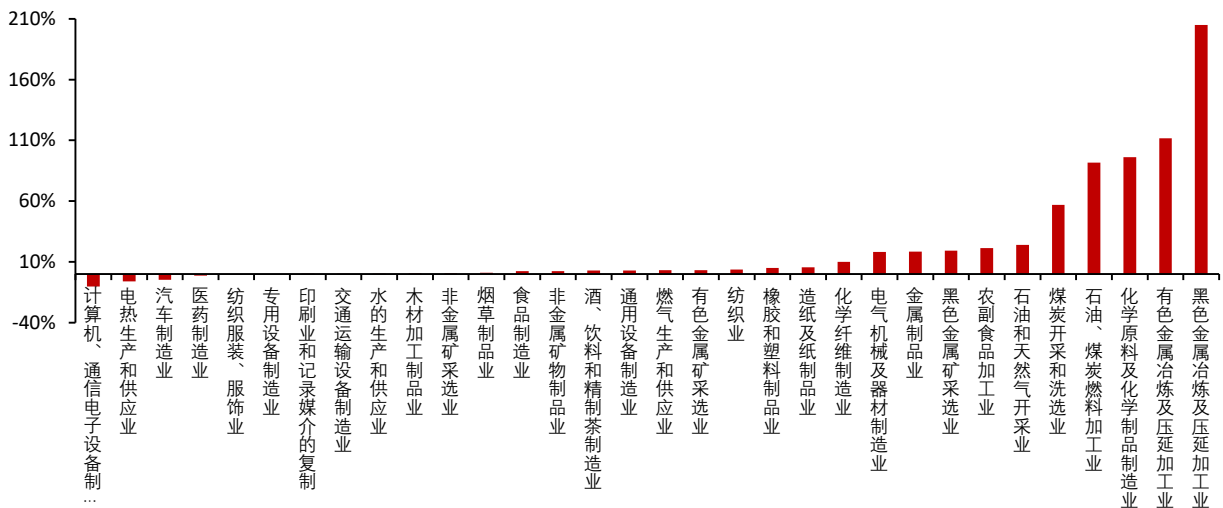


图 15: 2021 年主要大宗商品涨幅



资料来源: Wind, 中国银行研究院

图 16: 1-8 月不同行业对整体 PPI 涨幅的贡献



资料来源: 中国银行研究院

(二) 2021 年四季度经济形势展望

展望四季度，出口、房地产等前期拉动经济的力量将有所减弱，消费、基建投资等恢复程度将是影响经济表现的重要因素。一方面，内部需求恢复取决于疫情情况，2021 年以来几乎每隔 1-2 个月就出现新增本土病例，德尔塔变异病毒的出现又进一步加大了疫情管控难度，疫情反复持续压制消费等需求恢复。四季度不排除局部地区出现疫情反复。另一方面，基础设施投资是目前拖累经济增长的重要短板之一，这与地方政府债务压力较大、项目审核趋严背景下财

政支出进度偏慢有较大的关系，未来推动基建投资稳步回升是稳定投资和经济增长的重要选项。整体来看，消费将保持弱复苏态势，基建和制造业投资回暖在一定程度上抵消房地产投资下滑压力。但疫情不确定持续影响需求恢复和供应链稳定，出口下行压力将有所显现，能耗双控压力较大，在冲击企业生产的同时推升产品价格，行业发展不平衡、小微企业经营困难增大等问题仍将较为突出。加之上年基数较高，经济下行压力仍然较大，需要对此保持足够警惕。预计四季度 GDP 增长 4% 左右，比三季度低 1 个百分点，两年平均增速为 5.2% 左右，高于三季度；全年 GDP 增长 8.1% 左右。

1. 消费保持弱复苏态势，接触类消费有望较快恢复

四季度，消费仍面临疫情反复风险、收入制约等不利因素，恢复动力较弱。一是 2021 年以来疫情多次反复，不仅直接影响居民收入恢复，还影响居民对未来经济和收入恢复的预期，增强居民预防性储蓄意愿，这对未来消费恢复造成较大影响。二是汽车芯片供应短缺局面短期内难以有效缓解，仍将是制约四季度汽车消费回升的主要因素，四季度汽车消费将继续保持低迷。三是四季度局部疫情可能再现，对整体经济和消费恢复造成扰动。但随着疫苗普及，小微企业支持等政策效果逐步显现，居民消费恢复也存在一些有利因素。一方面，国内科学防控能力不断增强，疫苗普及率持续提高，预计再次发生影响全国性消费娱乐活动疫情的可能性较小，这有利于文化旅游、住宿餐饮、电影会展等接触类消费恢复。另一方面，9 月国务院常务会议明确 2021 年将再增加 3000 亿元支小再贷款，同时提到小微企业综合融资成本稳中有降。四季度，在政策支持下小微企业有望保持较好恢复趋势，这将对就业和收入逐步恢复提供支撑。总体预计四季度消费将保持弱修复态势，当季同比增长 4% 左右，两年平均增长 3.6% 左右；全年消费增长 12.5% 左右，两年平均增长 3.5% 左右。

2. 投资维持平稳增长，基建投资和制造业投资有望继续回暖

四季度，三大投资增速将呈“两升一降”特征，投资整体维持平稳增长。

一是基建投资有望回暖。7月份中央政治局会议提出“合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动年底年初形成实物工作量”，8月份以来专项债发行规模已经开始加大，基建投资的资金支持有望加大。同时，随着疫情反复、极端天气等短期不利因素逐渐消除，四季度基建投资增速将企稳回升，起到托底经济的作用。

二是制造业投资将继续回升。一方面，企业投资意愿较强。8月份，制造业PMI生产经营活动预期指数为57.5%，持续处于高位。另一方面，企业盈利不断改善（1-7月份，工业企业利润累计增长57.3%）（图17），金融对制造业的支持力度持续增强（1-8月份，新增企业中长期贷款共7.64万亿元，较上年同期多增1.45万亿元），给企业扩大投资带来稳定的资金支持。

三是房地产调控政策保持对外源融资渠道的强监管，叠加销售下行、房企销售回款难度加大，房地产投资增速将继续下滑。房屋新开工面积累计增速由正转负，1-8月份降至-3.2%。8月份，国房景气指数为100.85%，已连续6个月下滑（图18）。

综上，预计投资全年增长6%左右，两年平均增长4.5%左右。

图 17：企业利润与企业预期

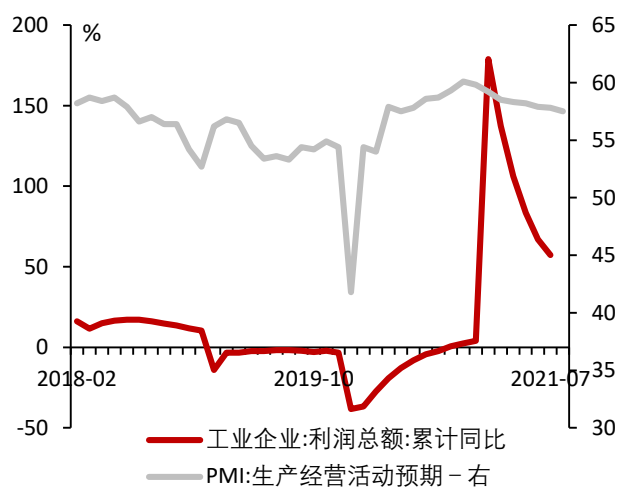
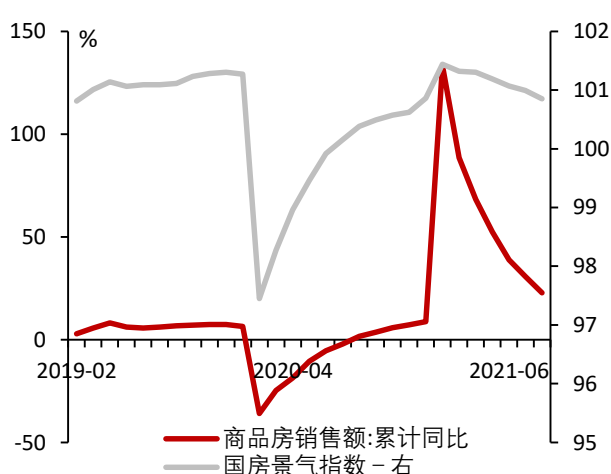


图 18：商品房销售与景气指数

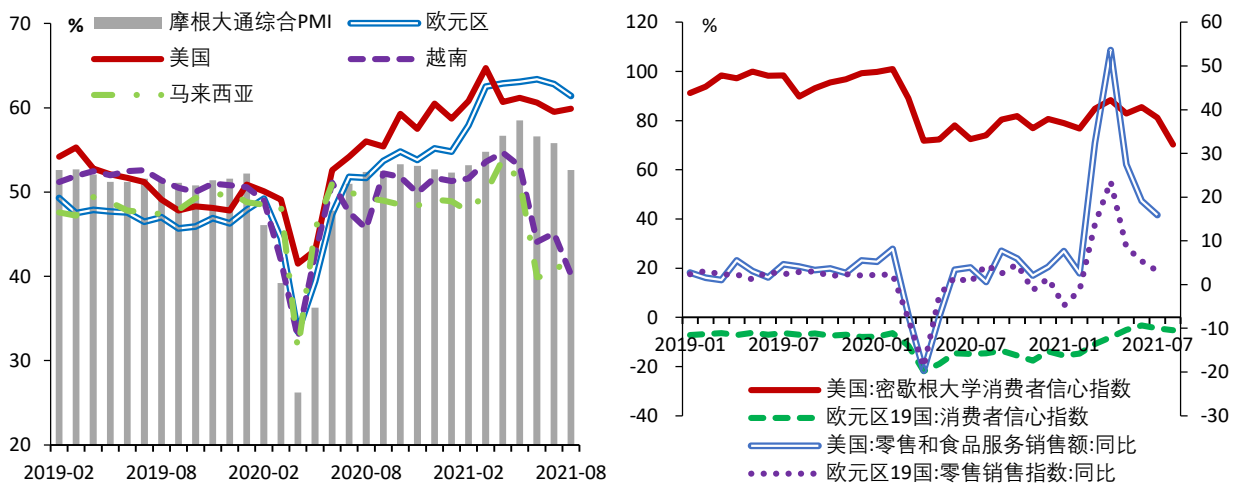


资料来源：Wind，中国银行研究院

3. 外需动力减弱叠加高成本、高基数，出口增速承压

一方面，外需回升动力有限。疫情反复给经济增长、就业和消费带来不确定性，目前欧美经济已出现复苏乏力态势（图 19）。欧美民众“反疫苗”情绪强烈，接种进度减慢，截至 9 月 15 日美国完全接种率为 53.4%，预计四季度疫情对经济复苏和消费者信心仍有干扰。同时欧美应对疫情的政策效应逐步衰减，欧盟和美国或在四季度缩减购债规模，美国已停止发放失业救济金，但 8 月份失业率仍在 5.2% 的高位。消费者对收入前景的担忧叠加欧美高通胀，将影响消费信心和购买力（图 20）。另一方面，随着海外生产逐步恢复，中国供给优势或减弱，同时高成本、全球疫情、限产限电将增加外贸压力。大宗商品价格、海运费用居高不下，继续压缩外贸企业利润空间，影响供给积极性和能力。疫情也影响交通运输和港口作业效率，拖累出口增速。考虑到环保要求趋严和四季度供暖用电增加，或出现电力供应紧张冲击外贸企业稳定生产。此外，四季度出口仍面临大国博弈、贸易保护主义等因素影响。加之去年同期高基数，预计四季度出口增速或回落至 6% 左右，全年增长 23.6% 左右。

图 19：摩根大通、主要国家 PMI 指数 图 20：欧美消费者信心指数与零售增速



资料来源：Wind，中国银行研究院

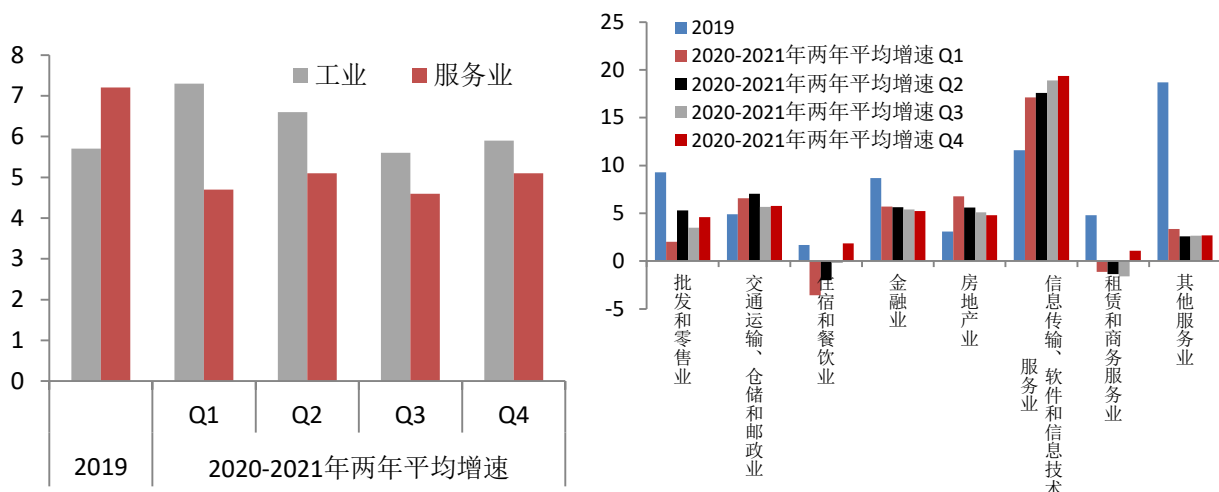
4. 供给端需高度关注内需动力趋弱、成本上升、环保政策等因素的影响

展望四季度，本轮疫情、汛期等短期冲击将逐步消退，但供给端仍面临较多不利因素。一是疫情冲击需求恢复和供应链稳定性。一方面，支撑供给扩张的需求基础不强。局部地区仍有疫情反复的可能，内需恢复偏弱，接触性消费和服务业将持续受到抑制，严调控政策制约房地产市场销售、投资，相关消费和投资将继续走弱。外需下行压力将有所显现，出口带动作用将弱化。另一方面，全球疫情持续蔓延影响供应链修复，港口周转效率降低，带来海运费持续上涨、出口企业库存积压，“芯片荒”冲击汽车产业链。二是能耗双控政策冲击工业生产。根据国家发改委发布的《2021年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表》，能耗强度降低方面有19个省（区）未达到进度要求，能源消费总量控制方面有13个省（区、市）形势严峻，其中青海、宁夏、广东、福建等9个能耗强度不降反升地区将暂停“两高”项目节能审查，原材料相关行业生产将受到限制。同时，9月下旬以来，东北、珠三角等多地已出现拉闸限电，不仅冲击企业生产，还影响居民生活，需要高度关注四季度能耗双控压力增大带来的冲击。从重点行业看，1-8月份粗钢产量同比上升5.3%，在确保2021年全国粗钢产量同比下降的目标下，9-12月粗钢产量要下降12.1%，粗钢产量压减将带来相关行业生产减速，同时推升相关产品价格。三是成本上升将持续挤压中下游企业盈利。大宗商品价格保持高位叠加环保限产政策，中下游行业面临的成本上升压力仍然较大，这将挤压企业盈利空间，减弱企业投资能力。再考虑上年同期高基数，预计四季度工业和服务业增加值增速将较三季度放缓，分别增长4.8%、3.5%左右，但两年平均增速仍会高于三季度（图21、图22）。

行业发展不平衡性仍将突出。工业方面，采矿、石油、化学、黑色金属加工等原材料行业生产将保持低位，其盈利高增长仍是带动工业利润的重要因素。下游消费品制造业继续面临原材料成本上升、终端需求不足双重压力，将延续疲弱趋势。与此同时，疫情加速产业数字化转型，新基建等投资增长加快，高

技术、装备制造业增加值保持相对较快增速。服务业方面，信息传输、软件和信息技术服务业保持近 20% 的较高增长，其他行业增速将有所放缓。

图 21：工业和服务业增加值增速预测 图 22：不同服务业行业增加值增速预测



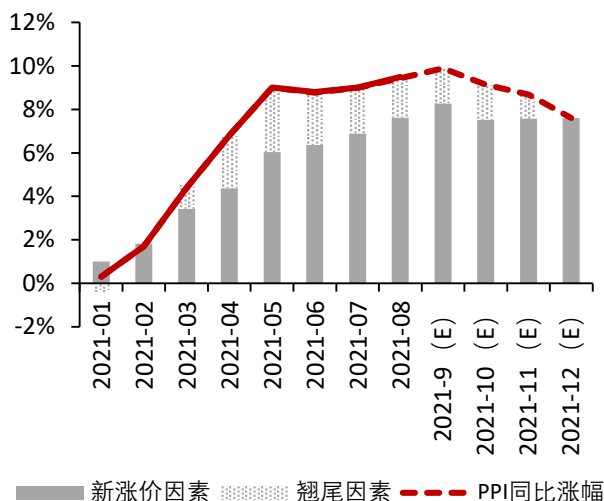
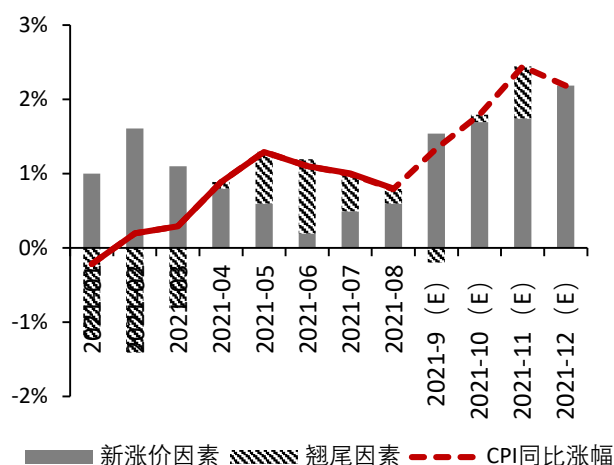
资料来源：中国银行研究院

5. PPI 高位小幅回落，CPI 仍将低位运行

PPI 将高位小幅回落。一方面，由于全球大宗商品供需缺口收敛步伐迟缓，海运受冲击带来运费飙升，环保限产加剧煤炭、钢铁等供给紧张，本轮大宗商品价格上涨带来的通胀压力持续时间超出市场预期。短期来看，大宗商品价格保持高位的逻辑依然成立，支撑 PPI 高位运行。另一方面，疫情反复给全球经济复苏带来较大不确定性，美国通胀数据抬升加大美联储货币政策调整压力，大宗商品价格继续上涨动力趋弱，叠加 PPI 翘尾因素影响逐渐变弱，将带动 PPI 小幅回落。预计四季度 PPI 同比涨幅为 8.8% 左右，全年为 7.2% 左右（图 23）。

CPI 将继续低位运行。在猪肉产能不断增长叠加高基数效应影响下，未来猪肉价格仍将保持低位运行，将拉动 CPI 涨幅保持低位。2021 年二季度末，生猪存栏量累计达 4.39 亿头，已恢复至 2014-2018 年水平；2021 年 7 月份，能繁母猪存栏量同比增长 24.5%，处于历史高位。但在国家收储政策支持下，猪肉价格环比降幅已经出现显著收窄，7、8 月平均降幅为 4.2%，明显低于二季度的 14.6%，

预计四季度猪肉价格有望停止环比下跌。同时，考虑到上游原材料价格上涨对下游消费品价格传导效果逐步显现，交通通信等价格将在原油、煤炭价格高涨影响下继续走高。预计四季度 CPI 将低位小幅上行，同比上涨 2.1% 左右，全年上涨 1.1% 左右（图 24）。

图 23：PPI 同比涨幅及预测

图 24：CPI 同比涨幅及预测


资料来源：中国银行研究院

二、2021 年三季度金融形势回顾与四季度展望

（一）2021 年三季度金融形势回顾

7 月，中国实施了 2021 年来的第一次降准，以助力实体经济恢复和金融市场平稳运行。三季度以来，人民币贷款平稳增长，企业融资成本不断下降，普惠、绿色等领域贷款增速远高于全部贷款余额增速，债券市场持续回暖，人民币汇率升值压力减弱，上市公司整体盈利增长强劲、股票市场交易投资活跃。与此同时，全国碳交易市场正式启航，跨境理财通、债券市场南向通等金融开放措施不断推出，这为中国绿色金融发展及金融资产全球配置提供了新机遇。不过，受去年同期高基数影响，M2 和社会融资规模增速有所回落。

1. 高基数叠加季节性效应，货币社融增速阶段性走弱

受去年同期高基数影响，社融增量降幅明显。8月末，M2同比增长8.2%，相比二季度末和上年同期分别下降0.4个和2.2个百分点。前8个月，累计新增社会融资规模21.7万亿元，同比少增4.36万亿元。新增社融中，主要科目同比大都出现少增。其中，政府债券、企业债券、信托贷款少增幅度最大，分别较上年同期少增2.1万亿元、1.7万亿元和7194亿元（图25）。政府债券少增主要与2021年以来财政政策边际收紧、地方专项债发行放缓有关，企业债券融资少增主要与去年底以来债市违约潮的“余波效应”有关。但人民币贷款及股票融资仍保持平稳较快增长。前8个月，新增人民币贷款15万亿元，相比上年同期多增2804亿元，信贷资金在跨周期调节中的重要作用进一步显现；新增非金融企业股票融资7371亿元，相比上年同期多增2413亿元，这与注册制下股市融资门槛降低、便利度提升等有关。

信贷结构不断优化，对经济薄弱环节支持力度持续加大。主要体现在三个方面：一是非金融企业中长期贷款占比上升。前8个月，非金融性公司中长期贷款7.6万亿元，相比上年同期多增1.45万亿元，占全部新增贷款比重为50.7%，相比上年同期提高了7.6个百分点。二是居民中长期贷款占比稳中趋降。受“三道红线”“房贷集中度”等政策调整以及房地产市场交易降温影响，前8个月，累计新增居民中长期贷款（主要是个人住房按揭贷款）为4.25万亿元，占全部新增贷款比重为28.2%，比上年同期下降了0.6个百分点。三是工业、普惠、绿色等领域信贷高速增长，结构性货币政策工具牵引带动作用持续增强。2021年二季度末，本外币工业中长期贷款余额12.59万亿元，同比增长25.8%，比上年同期高13个百分点；普惠金融领域贷款余额、绿色贷款余额为24.76万亿元、13.92万亿元，同比增速分别为25.5%、26.5%，远高于全部贷款余额的增速（12.3%）（表1）。

图 25：前 8 个月社融构成及变化

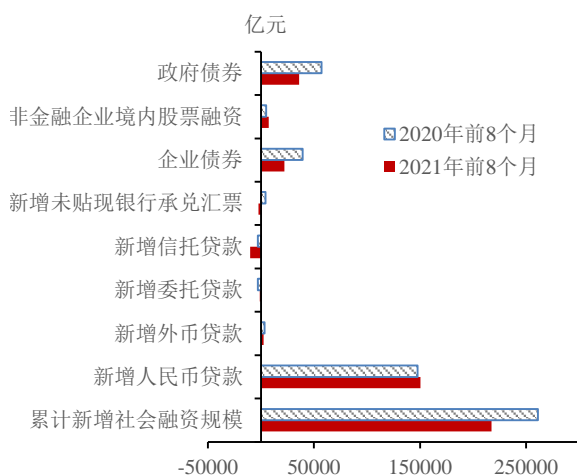


表 1：重点领域贷款余额增速 (%)

指标名称	工业中长期贷款余额同比	普惠金融领域贷款余额同比	绿色贷款余额同比	各项贷款余额同比
2021-06	25.8	25.5	26.5	12.3
2021-03	24.2	28.0	24.6	12.6
2020-12	20.0	24.2	—	12.8
2020-09	16.3	23.5	—	13.0
2020-06	12.8	20.7	—	13.2
2020-03	8.3	17.7	—	12.7
2019-12	6.8	17.2	—	12.3
2019-09	5.4	16.8	—	12.5
2019-06	5.2	16.2	—	13.0
2019-03	7.4	14.4	—	13.7
2018-12	7.3	13.8	16.0	13.5

资料来源：Wind，中国银行研究院

2. 货币市场利率稳健运行，企业融资成本继续下降

三季度，货币市场流动性保持合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。一是政策利率体系延续稳定。三季度，7 天期逆回购利率、1 年期 MLF 利率均未作调整，政策利率体系继续保持稳定态势。在 MLF 未做调整的背景下，1 年期、5 年期 LPR 维持不变。二是货币市场利率低位运行，波动性进一步降低。8 月末，银行间债券质押式回购加权平均利率为 2.08%，相比 2020 年末（1.36%）水平虽然有所上升，但仍低于 2019 年水平。主要货币市场利率品种，SHIBOR 1 周、R007、DR007 标准差为 0.097、0.15、0.19，与二季度相比分别下降了 0.019、0.13、0.033（图 26）。三是贷款利率稳中趋降，内部结构分化。二季度末，金融机构人民币贷款加权平均利率已降至 4.93%，为 2010 年以来新低。其中，一般贷款和票据融资企业贷款利率为 5.2% 和 2.94%，二者均为 2010 年来最低。同时，个人住房贷款利率稳中趋升，二季度末为 5.34%，相比 2020 年末和一季度末分别上升 8 个和 5 个 BPs，这与房地产“严监管”背景下，商业银行住房贷款额度紧张有关（图 27）。

图 26：货币市场利率变化

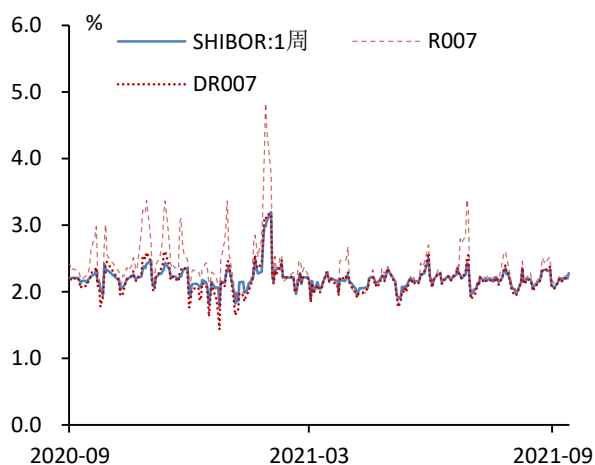
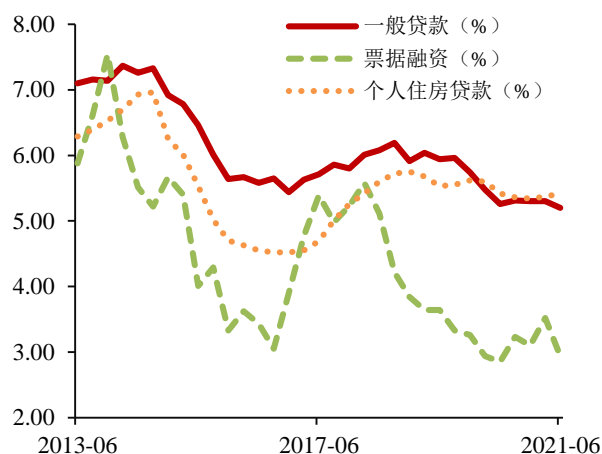


图 27：各类贷款利率变化



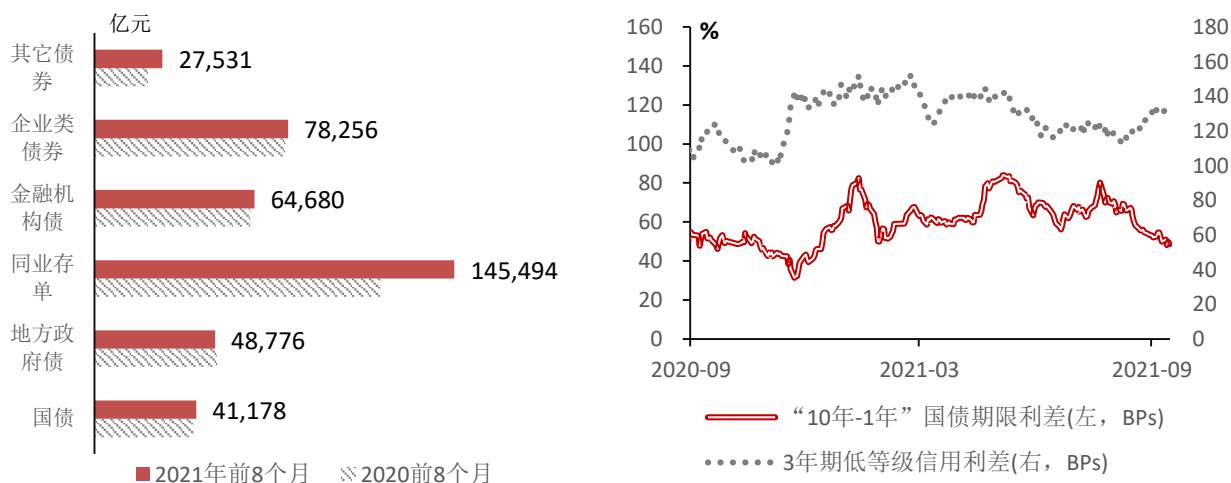
资料来源：Wind，中国银行研究院

3. 债市持续回暖，但发行结构发生变化

三季度，在经济基本面持续走弱、“降准”政策实施、股债“跷跷板效应”（股市波动推升债市配置价值）等作用下，10年期国债收益率延续上半年震荡回落态势，截至9月24日收报于2.9%，相比6月末下降了18个BPs。总的来看，当前债券市场运行主要呈现以下特点：一是债券发行总量平稳有增，但发行结构发生较大变化。突出体现在同业存单发行多增，但新增地方专项债发行规模和速度明显放缓。前8个月，累计发行各类债券40.6万亿元，相比上年同期增加3.9万亿。其中，累计发行同业存单14.5万亿元，相比上年同期多发行2.99万亿元；累计发行地方政府债券4.88万亿元，相比上年同期少发行约809亿元（图28）。新增地方专项债发行规模和进度更是明显放缓。前8个月，累计新增地方专项债券约1.843万亿元，仅完成计划发行规模的约50.5%。二是期限利差收窄，信用利差走阔。截至9月24日，“10年-1年期”国债收益率期限利差收报于49个BPs，相比6月末收窄16个BPs，表明投资者对未来经济预期悲观，市场避险情绪上升；3年期低等级债券信用利差（同期限国债与AA级企业债）为141个BPs，相比6月末提高了18个BPs，显示出市场对违约风险的

担忧情绪依然较重（图 29）。三是债券违约风险不减，房地产成为重灾区。前 9 个月（截至 9 月 24 日），债券违约金额约为 1286.2 亿元，约占去年全年规模的 73.2%，违约状况没有明显好转。从违约行业看，2021 年债券违约涉及的主体分布于 15 个行业，其中房地产违约数量最多（5 家，分别为华夏幸福、泰禾、协信、天房、三盛），违约金额占比最高（共 528.6 亿元，约占全部违约金额的 41%）。四是绿色债务融资工具规模持续扩大。截至 8 月末，上清所绿色债务融资工具总托管量达 2055.9 亿元，同比增长 121.1%，总托管量相比去年净增 1062.1 亿元。

图 28：各类债券发行规模（亿元） 图 29：期限利差与信用利差



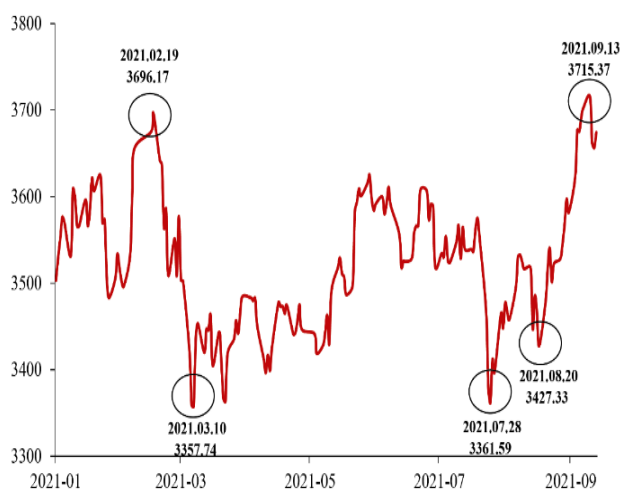
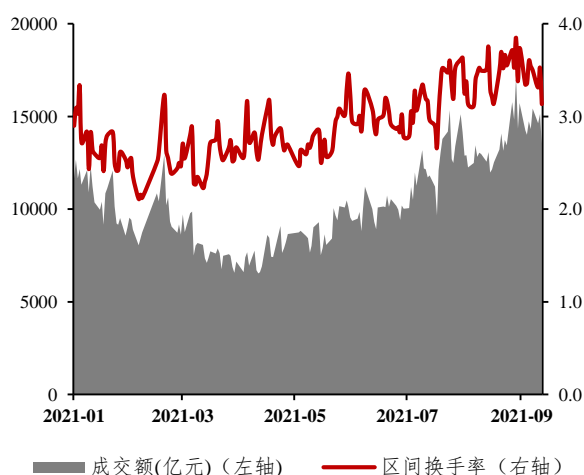
资料来源：Wind，中国银行研究院

4. 资本市场：震荡加剧、分化加剧

三季度，A 股市场改变了二季度平稳增长的势头，个别时点出现了较大幅度调整。如，受 7 月以来“双减”等政策影响，上证综指于 7 月 28 日大幅跳水至 3361.59 点，直逼年内收盘价最低点。但这一调整属于情绪化表现，随后上证综指重启震荡上升行情，并于 9 月 13 日达到年内最高收盘价 3715.37 点（图 30），目前稳定在 3600 点至 3700 点之间。总的来看，A 股有以下利多因素：一是上市公司整体盈利状况较好。盈利状况是影响 A 股市场走势的重要因素。据

Wind 统计，2021 年上半年，上市公司的营业总收入和归属母公司所有者净利润分别为 30.7 万亿元和 2.8 万亿元，同比分别增长 27.0%和 43.5%，均实现了两位数增幅。二是流动性相对宽松，投资者热情较高。7 月 15 日央行全面降准，投资者热情较高，市场交易活跃。截至 9 月 24 日，A 股成交额连续 45 个交易日突破万亿元，换手率维持在 3.5 左右（图 31），北向资金净流入 1.49 万亿元。

与此同时，三季度以来，A 股市场行业分化加剧。截至 2021 年 9 月 24 日，锂电、半导体、光伏、新能源、新材料等概念股 60 日平均涨幅相对靠前，涨幅在 50%-150%之间。相比之下，受房地产调控政策出台、消费恢复不及预期等因素影响，金融、地产和消费板块则略显颓势。8 月底，国家市场监管总局发文打击医美广告乱象，央媒发声痛批部分社交平台“制造容貌焦虑”。受此影响，前期大热的医美指数以 22.56%的跌幅在 206 个概念板块中领跌。同时跌幅居前的还有家电、食品饮料、农林牧渔、白酒、房地产等相关板块，跌幅也接近 20%。

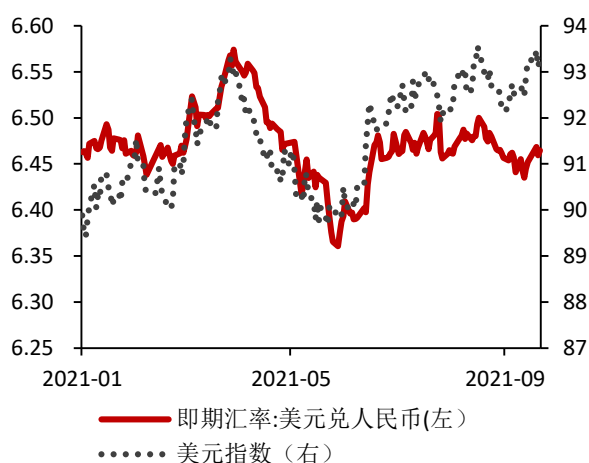
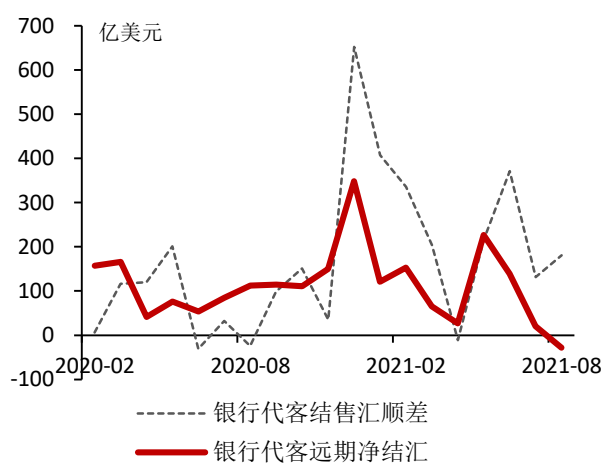
图 30：上证指数走势

图 31：A 股成交额及换手率变化


资料来源：Wind，中国银行研究院

5. 汇率市场：升值压力减弱，整体窄幅波动

三季度，人民币兑美元汇率改变了二季度震荡升值的运行态势（二季度末相比一季度末升值 1.48%），整体围绕 6.46 左右窄幅波动。截至 2021 年 9 月 24

日，人民币兑美元即期汇率为 6.4645，与二季度末基本持平（6.4612）（图 32）。人民币升值压力减弱主要与以下因素有关：**一是**经济基本面有所走弱。受疫情反复、多地发生洪涝灾害等影响，三季度中国经济运行受到一定扰动，人民币升值内在动力减弱。**二是**美元指数震荡上扬。三季度以来，美国经济数据喜忧参半，受美国 Taper 预期升温等因素影响，美元指数震荡上扬，这使得人民币兑美元汇率升值动力不足（历史上看，人民币兑美元汇率与美元指数存在“此消彼涨”关系，二者相关性约在 80%）。**三是**市场主体结售汇意愿更趋理性。为对冲二季度以来的人民币汇率过快升值等压力，人民银行决定自 2021 年 6 月 15 日起，将外汇存款准备金率由 5% 提高到 7%，这使得市场主体结售汇意愿更趋理性。2021 年 7 月，银行贷款远期结售汇差额为 131.32 亿美元，结售汇顺差额低于上半年的月均水平，表明市场主体交易和预期更加稳定（图 33）。值得注意的是，尽管人民币兑美元汇率整体稳定，但人民币对一篮子货币却保持稳中有升。8 月 CFETS 人民币汇率指数创近年新高，人民币在国际主要货币中仍属强势货币。

图 32：人民币汇率与美元指数

图 33：银行代客结售汇规模


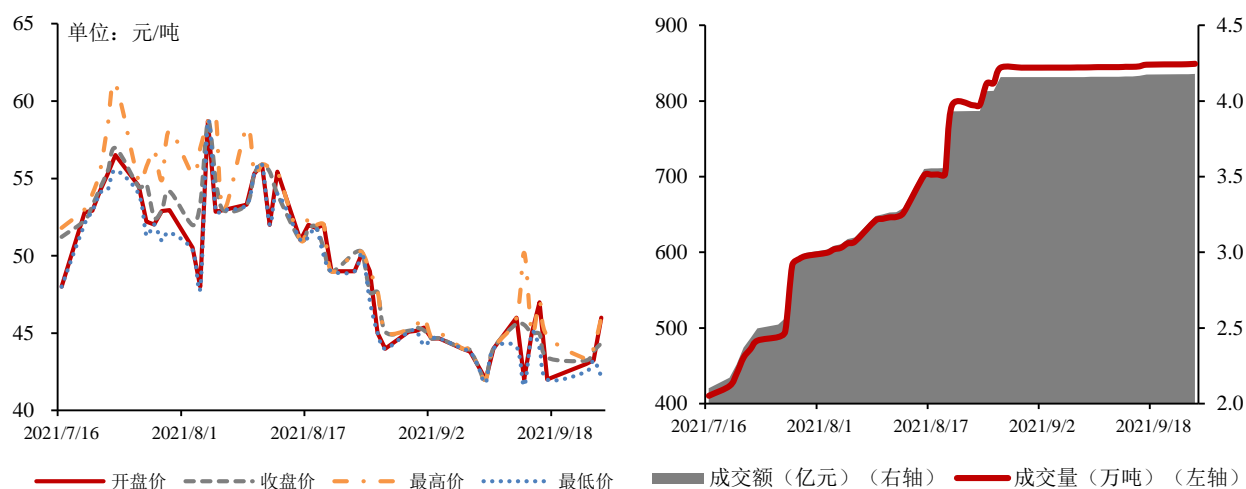
资料来源：Wind，中国银行研究院

6. 全国碳交易市场：整体运行平稳，交易规模尚处低位

历经十年探索，全国碳交易市场于 2021 年 7 月 16 日正式启动。开市首日，

碳配额的开盘价为 48 元/吨，收盘价为 51.23 元/吨，最高价 52.80 元/吨，日内涨幅 6.73%，日内交易总量为 410.40 万吨，交易总额为 2.1 亿元。截至 9 月 24 日，碳配额最高成交价 61.07 元/吨，最低成交价 41.6 元/吨，累计成交量 849.10 万吨，累计成交额 4.18 亿元（图 34、图 35）。整体来看，全国碳交易市场运行稳定，但交易规模尚处低位，交易双方仍在互相摸底试探阶段。

目前全国碳市场交易规模不大，主要有两方面原因。一是目前市场覆盖范围较小、参与主体有限。参与全国碳交易市场的参与主体仅限于电力行业的 2000 多家企业，机构和个人的参与渠道暂未开启，且只允许现货交易。二是除了参与过地方碳市场交易的企业外，大多数企业对碳市场交易规则尚不熟悉，缺乏碳管理相关经验，交易活跃度不够。当前，上海环境交易所正计划推出多项措施提高交易规模，包括推动更多企业积极入市，提高交易频率，加快碳资产管理能力建设和培训等。此外，在覆盖范围方面，建筑和钢铁行业目前也在积极筹备碳交易相关工作。未来，随着碳达峰碳中和等各项工作的持续推进，碳市场的配套措施将不断完善，预计碳市场的交易规模和交易价格均会提升，市场也将更加活跃。

图 34：碳配额价格变化
图 35：碳配额成交量及成交金额变化


资料来源：Wind，中国银行研究院

7. 金融风险趋于收敛，需高度关注部分房企违约等问题

受“三道红线”、房地产贷款集中度等政策调整影响，2021年以来房地产企业违约事件明显增多，尤其是部分头部房地产企业也先后陷入债务违约危机，例如华夏幸福、恒大地产等。截至2021年9月22日，共有5家房地产企业、总计约为528.6亿元的房地产企业债券发生违约。这也使得部分银行的房地产贷款不良率明显上升。截至2021年6月，工商银行、建设银行、交通银行房地产不良率分别为4.29%、1.56%和1.69%，较2020年末上升1.97个、0.25个和0.34个百分点。与此同时，中资房企美元债违约风险也正在上升，截至2021年6月底，未来12个月内逾478亿美元债务面临到期，再融资压力加大。

（二）2021年四季度金融形势展望

展望四季度，尽管国内经济恢复仍面临不稳固、不均衡的矛盾，但随着宏观政策跨周期调控的继续实施，尤其是中小微企业纾困帮扶力度的进一步加大，货币社融增速有望回升，流动性整体无忧，但需关注MLF到期及美联储缩减购债规模影响；10年期国债收益率将维持“上有顶、下有底”的运行态势；A股发展底气依然强劲，市场机会仍主要在科技、军工、新能源汽车、资源等景气向上的赛道中；美联储Taper（缩减购债规模）政策落地仍将是影响人民币汇率最大的因素，整体看波动行情持续。

1. 货币社融增速将有所回升，企业融资环境具有切实保障

下一阶段，需要继续加大对实体经济，尤其是中小企业的资金支持，助力中小企业和困难行业持续恢复，巩固经济恢复基础。预计四季度主要金融数据将保持稳定增长。一是货币社融增速有望出现回升。一方面，预计四季度疫情防控压力将有所下降，企业生产经营将陆续恢复正常，信贷资金需求动力将逐步回暖，尤其企业对中长期信贷需求将有所增多。另一方面，四季度地方政府专项债发行有望继续提速，如果年底前能够按计划发行完毕，这将对社融增长

带来一定支撑。预计年末 M2、社融增速分别为 8.2%和 11%。二是信贷结构继续优化，普惠、绿色等领域信贷增速仍将保持高位。一方面，金融机构将继续加大对中小微企业的信贷支持力度，尤其是大型金融机构需满足普惠金融领域信贷增速不低于 30%的目标，预计普惠金融贷款仍将保持较快增长。另一方面，在“双碳”目标驱动下，金融机构对绿色、低碳等领域的信贷支持力度也将进一步加大，助力经济结构优化。三是严监管政策力度不减，房地产业信贷增速或将继续放缓。在严监管政策影响下，预计房地产业信贷增速将继续下行，以进一步抑制房地产泡沫，巩固政策调控成果。四是企业融资成本仍有下行空间。在持续加大对中小微企业支持力度背景下，预计企业融资成本仍有下降空间，信贷市场利率有望进一步下行。

2. 流动性整体合理充裕，需关注 MLF 到期及美联储缩减购债的影响

展望四季度，市场流动性将保持合理充裕，但仍然存在部分扰动因素。一是 MLF 到期将带来“抽水”效应。四季度 MLF 共计将到期 2.45 万亿元，尤其在 11、12 月到期数额较大，可能会对流动性产生扰动，预计央行将进行等额续作以稳定市场流动性需求。二是专项债发行速度将加快。按照专项债发行计划安排，四季度将集中发行完毕，这需要足够的流动性规模。但考虑到四季度财政支出通常会有所增大，预计将对流动性形成一定支撑。三是警惕美联储缩减购债规模的影响。2021 年 8 月，美联储主席鲍威尔称“如果经济的发展大致符合预期，那么 2021 年开始放慢资产购买的步伐可能是合适的”。美国疫情再次出现反弹，可能会影响美联储缩减购债规模的计划。但仍需密切关注美联储四季度启动缩减购债计划的可能性，防止类似 2013 年“缩减恐慌”出现对中国产生负面冲击，提前做好应对预案。

3. 债券市场：多空交织，10 年期国债收益率窄幅波动

未来一段时间，债券市场既有经济基本面偏弱、资金面总体充裕的支撑，

又面临着债券供给增加和监管规则调整带来的冲击。但考虑到利多因素在前期已有所消化且利空因素确定性更强，综合来看 10 年期国债收益率将维持“上有顶、下有底”的运行态势。支撑收益率上行的因素主要有：一是债券供给增多。前 8 个月新增地方专项债仅完成全年额度的约 50.5%，未来一段时间地方债发行压力较大，供给明显增多将推动利率上行。二是监管规则调整。2021 年 8 月，银保监会对六家国有大行及其理财子公司做出指导，要求优先使用市值法进行公允价值计量等。受此影响，银行理财业务有进一步调整压力，尤其是对整改涉及的品种如银行二级资本债、永续债、私募债、ABS 等将产生实质影响，银行配置此类债券的动力将下降。支持收益率下行的理由主要有：一是经济下行压力进一步加大。从经济先行指标看，8 月 PMI 主要指标全线回落，尤其是新订单、新出口订单等先行指标大幅回落，未来一段时间经济下行压力依然较大。二是资金供给整体稳健略宽。9 月初，国务院表示加大对市场主体特别是中小微企业纾困帮扶力度，2021 年再新增 3000 亿元支小再贷款额度，同时完善对受疫情影响严重行业企业贷款贴息及奖补政策等，这使得四季度资金供给整体维持稳健略宽的态势，不过，考虑到这一政策主要针对特定行业、特定领域实施，金融市场流动性整体稳健。

4. 资本市场：发展底气依然强劲

四季度，预计流动性整体较为宽裕，A 股发展底气依然强劲。一是从估值角度看，目前 A 股整体估值水平处于历史中低位，性价比较高，股指继续下探的空间不大。四季度，科技、军工、新能源汽车、资源等景气度向上的行业仍有机遇。二是市场风险偏好逐步回升。七月以来，政策误读和信用风险对市场造成一定压制，但随着舆情规范和风险有序释放，市场风险偏好有望在四季度回升。三是虽然短期内经济有下行压力，但基本面依然良好，疫情对宏观经济冲击的边际影响减弱。结合往年“国庆”“双十一”等消费旺季表现看，四季度消费将有望出现反弹。但也存在一些扰动因素：一是地产、教育等行业在严监

管下将继续步入下行周期，相关扰动将给对应板块造成下调压力；二是信用债违约风险对 A 股市场情绪的传导；三是中美科技贸易领域摩擦加剧，导致 A 股科技板块不确定风险因素增多。

5. 汇率波动行情或将持续，升值动力稍显不足

展望四季度，外部环境的不稳定因素仍较多，人民币兑美元汇率双向波动趋势或将持续。具体来看，引发人民币汇率走贬压力有：一是美联储 Taper 政策落地预期增强。尽管美国公布的 8 月非农数据远不及预期，但考虑到通胀压力节节攀升，为抑制通胀和预留未来政策空间，近期美联储主席鲍威尔表示，年内美联储启动 Taper 政策可能是合适的，这标志着美联储内部对于 Taper 的判断正走向统一，市场普遍预期美联储仍会在年内缩减购债，全球流动性趋于收紧。二是人民币汇率升值预期开始走弱。7 月银行代客远期净结汇仅有 20.46 亿美元，已经较前一阶段明显回落，为 2018 年 2 月以来的历史最低点，表示市场主体对人民币汇率升值预期并不强烈。三是金融开放背景下，资本双向流动更加平衡。近期，中国启动了“跨境理财通”、债券市场“南向通”等新的金融开放措施，金融机构将迎来全球金融资源配置的机遇，有利于改变 2020 年中国资本账户逆差局面，帮助国家平衡资本账户。但以下因素的存在使得人民币汇率仍有支撑。第一，中美国债利差仍处于高位，跨境资本持续流入。当前中美 10 年期国债收益率利差相比 2021 年 7 月高点的 170 个 BPs 已有所下降，但依然运行在 150 个 BPs 以上的相对高位，中国对全球资本的吸引力依然较强。前 6 个月，境外机构持有的境内股票和债券资产共计 7.6 万亿元，累计同比增长 51%。第二，政策空间多。监管部门管理汇率的手段依然较多，如逆周期因子等，有助于引导人民币汇率的平稳运行。

6. 全国碳交易市场：加快市场建设，发展碳期货交易

9 月中旬，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于深化生态保护补偿

制度改革的意见》，明确提出要拓展市场化融资渠道，发展碳排放权期货交易。碳排放权期货交易是带有金融属性的衍生产品创新。一方面，有助于促进现货市场价格发现机制的完善；另一方面，有助于引导现货市场的定价趋于合理，在完善碳排放权市场交易体系的同时发挥金融市场的作用。未来，随着碳交易市场机制不断健全，更多行业和投资者进入市场，碳期货等衍生品加快发展，全国碳市场的交易活跃度有望进一步提升。此外，在按照金融市场发展规律建设碳交易市场的同时，要格外重视对碳金融相关信用风险、操作风险等的识别和防范，引导碳金融业务和产品稳健有序开展，防范潜在的金融风险。

表 2：2021 年中国经济金融主要指标及预测 (%)

指 标	2018 (R)	2019 (R)	2020 (R)	2021				
				Q1 (R)	Q2 (R)	Q3 (E)	Q4 (F)	全年 (F)
GDP	6.6	6.1	2.3	18.3	7.9	5.0	4.0	8.1
规模以上工业增加值	6.2	5.7	2.8	24.5	9.0	5.4	4.8	10.0
服务业增加值	7.6	6.9	2.1	15.6	8.3	4.9	3.5	7.7
固定资产投资额（累计）	5.9	5.4	2.9	25.6	12.6	8.1	6.0	6.0
消费品零售总额	9.0	8.0	-3.9	33.9	14.1	4.6	4.0	12.5
出口	9.9	0.5	3.6	48.9	30.7	20.0	6.0	23.6
进口	15.8	-2.7	-0.6	29.0	43.7	25.0	10.0	25.7
居民消费价格指数（CPI）	2.1	2.9	2.5	0.0	1.1	1.0	2.1	1.1
工业品出厂价格指数（PPI）	3.5	-0.3	-1.8	2.1	8.2	9.4	8.8	7.2
广义货币（M2，期末）	8.1	8.7	10.1	9.4	8.6	8.3	8.2	8.2
社会融资规模（存量，期末）	10.3	10.7	13.3	12.3	11.0	10.8	11.0	11.0

资料来源：中国银行研究院

三、宏观政策建议

疫情得到有效精准防控是经济持续恢复的前提和基础，目前来看，疫情发展仍存在较大不确定性，局部疫情反复或是常态，要通过加快针对变异毒株的疫苗研发和普及，增强疫情应对的精准性，提高市场主体应对疫情反复冲击的弹性和韧性。考虑到稳增长压力有所增大，宏观政策要做好跨周期安排，加快

一般公共预算和政府性基金等财政支出进度，促进资金与项目的对接，货币政策在保持定力的同时增强前瞻性和有效性，加强重点人群就业保障，持续加大对中小微企业的支持力度，稳妥推进能耗双控政策。

第一，加快一般公共预算和政府性基金等财政支出进度，促进资金与项目的对接。加快节能环保、科学技术、农林水事务、交通运输等进度相对滞后领域的预算支出。根据政府性基金全年支出预算，9-12月份政府性基金支出需要同比增长30%以上，其中主要是地方政府专项债发行规模将增大，9-12月份需要完成1.8万亿元的新增专项债发行。各地需要在已有项目基础上推动加快项目前期准备工作，推进资金与项目的对接落地，同时做好项目执行、资金使用的管理。在此过程中，一方面要做好跨周期安排，加强项目储备，推动年底年初形成实物工作量。另一方面要注意做好财政与金融政策配合，避免债券的集中大规模发行对流动性造成较大冲击。

第二，货币政策在保持定力的同时增强前瞻性和有效性，做好政策衔接。一是坚持“稳”字当头，强化结构性货币政策应用，继续加大对部分领域的定向支持，通过强化专项再贷款、再贴现等结构性政策工具的使用，支持中小企业及困难行业融资，确保其稳健经营和加快恢复。二是坚持“以我为主”，但要警惕外部输入性风险。密切关注美联储货币政策调整的进程及影响，强化对跨境资本流动的监测力度，切实做好风险防范工作。三是增强货币政策前瞻性，做好政策衔接。一方面，进一步平滑信贷投放节奏，以满足实体经济融资需求。另一方面，两项直达实体经济的货币政策工具将于年底到期，需要增强政策前瞻性，提前做好应对预案，做好政策衔接，帮助小微企业跨越政策到期可能产生的负面影响。

第三，加强重点人群就业保障。加大对受疫情影响较大的住宿餐饮、文化旅游等行业企业的支持力度，保持相关服务业行业就业稳定。在“双减”政策推进的同时，落实好教辅人员离职的合法保障，并通过开展职业培训、加强相

关岗位资源储备、举办求职接洽会等方式帮助教辅行业从业人员再就业。继续做好 2021 年秋季应届生毕业就业工作，积极推动特大型城市以外的其他城市降低落户门槛，加强对职业选择的正面宣传引导，树立正确的就业观。

第四，持续加大对中小微企业的支持力度。一是继续延长减税降费等财政政策和两项货币政策直达工具，对部分受损严重行业和恢复不及预期行业可定向、阶段性减免和延迟缴税，稳定市场主体预期，为中小微企业持续恢复提供保障。二是高度关注出口企业经营。四季度出口回调、运费成本将加大外贸企业经营压力，可在优化通关手续、提升港口作业效率、创新跨境电商、推动出口转内销等方面稳定出口企业经营。三是加快推动中小企业“上云”，通过工业互联网平台等推动企业数字化、智能化转型发展。

第五，“先立后破”避免“一刀切”，稳妥推进能耗双控政策。一是做好存量优化、增量控制。能耗双控压力较大的地区，要积极推进存量设备、工艺的改进，加快推动钢铁等行业产能置换。鼓励兼并重组淘汰落后产能，提高产业集中度。在此过程中要避免对传统行业的“抽贷”“断贷”。能耗双控压力较小的地区，加强新增项目审查，通过技术提高用能效率。二是根据形势变化推动进出口关税政策调整。前期已出台钢铁相关产品出口关税上调、进口关税降低的政策，为更好配合压减限产政策推进，可根据供需形势适度调整钢铁、煤炭等进口政策，利用外部资源满足国内需求。

四、专题研究

专题一：从收入与财富分配角度看共同富裕发展方向

共同富裕一直以来都是中国坚持的发展目标和政策方向，但在不同的发展阶段，共同富裕的侧重点有所不同。十九届五中全会以来，共同富裕成为政府、市场高度关注的问题（表 3）。中央多次关于共同富裕的重要指示表明，共同富裕不是简单的均贫富，不能只盯住基尼系数等收入分配指标，而是要注重物质生活富裕与精神生活富裕的平衡、居民幸福感和获得感的提升。从中央文件与

重要讲话传达的精神来看，共同富裕包括以下几方面的含义。一是强调高质量发展的作用，不断促进技术进步和提升劳动生产率，增强国际竞争力，在发展的基础上持续扩大中等收入群体。二是强调幸福都是奋斗出来的，充分激励每个人发展自我、努力向上，同时强调劳有所得，增强人民的获得感和回报。三是强调让人民群众共享发展成果，充分发挥政府职能，增强教育、社保、医疗、住房、养老、扶幼等民生领域保障，并向困难群众适当倾斜。本专题重点分析中国收入与财富分配、收入代际流动、三次分配调节等情况、问题，并提出相关建议。

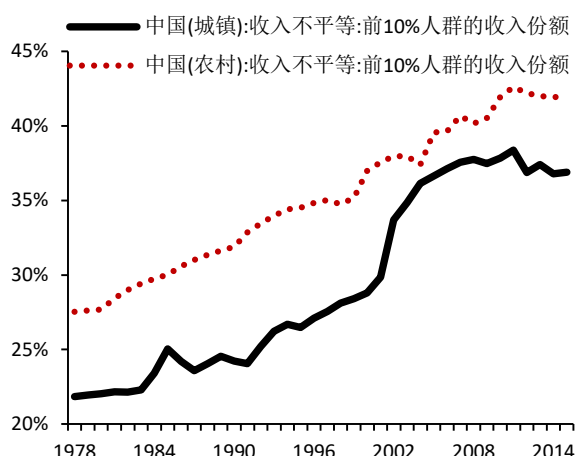
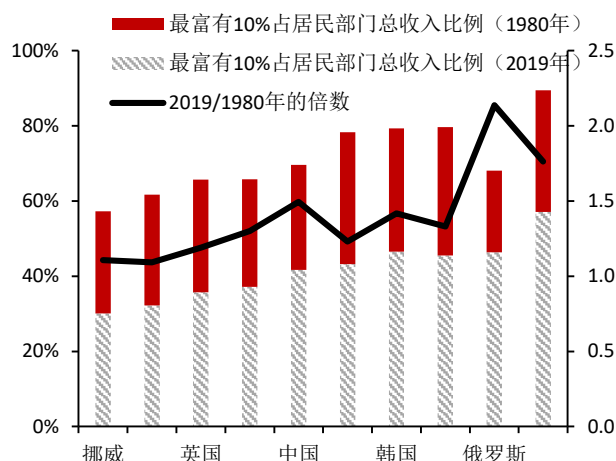
表 3：主要会议和领导人讲话关于共同富裕的精神指示

事件	时间	表述
十九届五中全会	2020.10.26	全体人民共同富裕取得更为明显的实质性进展、扎实推动共同富裕。
省级领导干部研讨班	2021.1.11	实现共同富裕不仅是经济问题，而且是关系党的执政基础的重大政治问题。
“十四五”规划	2021.3.12	共同富裕是社会主义的本质要求，是人民群众的共同期盼。我们推动经济社会发展，归根结底是要实现全体人民共同富裕。
中央政治局会议	2021.4.30	促进国内需求加快恢复，制定促进共同富裕新动能纲要，以城乡居民收入普遍增长支撑内需持续扩大。
《关于支持浙江高质量发展建设共同富裕示范区的意见》	2021.6.10	紧扣推动共同富裕和促进人的全面发展，坚持以满足人民日益增长的美好生活需要为根本目的，以改革创新为根本动力，以解决地区差距、城乡差距、收入差距问题为主攻方向，更加注重向农村、基层、相对欠发达地区倾斜，向困难群众倾斜。
七一讲话	2021.7.1	维护社会公平正义，着力解决发展不平衡不充分问题和人民群众急难愁盼问题，推动人的全面发展、全体人民共同富裕取得更为明显的实质性进展。
中央财经委第十次会议	2021.8.17	共同富裕是社会主义的本质要求，是中国式现代化的重要特征，要坚持以人民为中心的发展思想，在高质量发展中促进共同富裕。

资料来源：根据中国政府网资料整理，中国银行研究院

（一）收入和财富分配情况

第一，中国收入差距总体处于国际中等水平。近年来，中国基尼系数居高不下，居民可支配收入平均值和中位数的比值持续上升，反映出收入差距未明显改善。2019 年中国收入最高的 10% 群体占有约 41% 的居民总收入，相当于 1980 年的 1.52 倍，并且这一情况在城镇居民中更加严重（图 36）。较之于其他国家，当前中国收入差距处于全球中等位置（表 4，图 37）。

图 36: 城镇农村前 10%居民收入占比

图 37: 前 10%居民收入占比


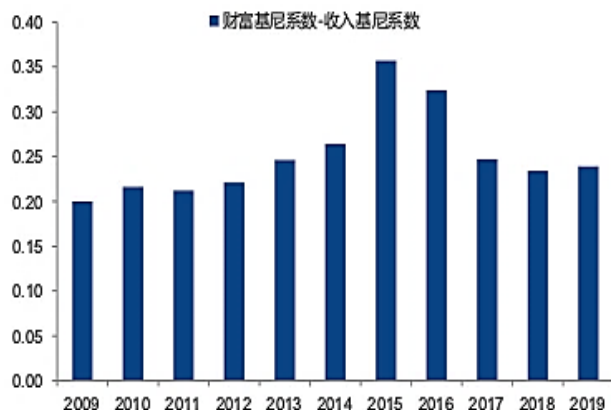
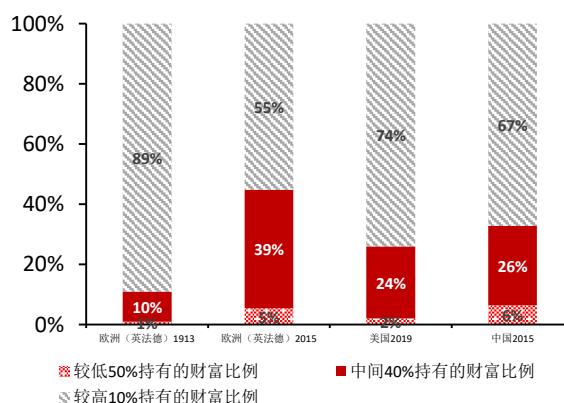
资料来源: Wind, World Inequality Database, 中国银行研究院

表 4: 各国基尼系数 (%)

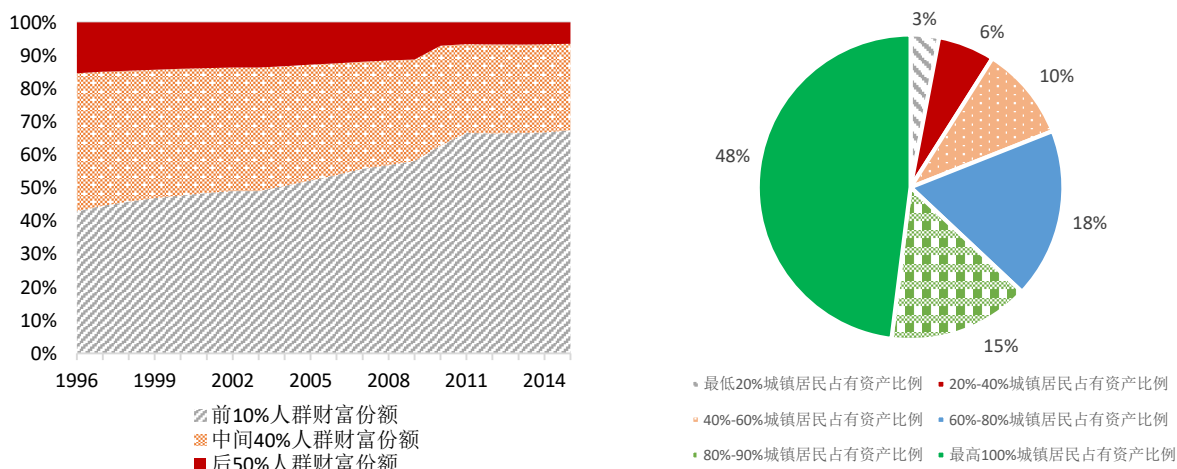
国家/年份	1990	1995	2000	2005	2010	2015	2016	2017	2018	2019
亚洲										
巴基斯坦	33.2			32.7	29.8	32.6			31.6	
中国	32.2			40.9	43.7	38.6	38.5			
印度尼西亚	31.2		28.6	33.0	36.4	39.7	38.6	38.1	37.8	38.2
马来西亚		48.5				41.1				
韩国					32.0		31.4			
日本					32.1					
土耳其				42.6	38.8	42.9	41.9	41.4	41.9	41.9
越南					39.3		35.3		35.7	
泰国	45.3		42.8		39.4	36.0	36.9	36.5	36.4	34.9
菲律宾			47.7			44.6			42.3	
欧洲										
法国			31.1	29.8	33.7	32.7	31.9	31.6	32.4	
德国		28.9	28.8	32.1	30.2	31.7	31.9			
英国		36.3	38.4	34.3	34.4	33.2	34.8	35.1		
挪威		26.0	27.4	30.6	25.7	27.5	28.5	27.0	27.6	
芬兰		23.5	27.2	27.6	27.7	27.1	27.1	27.4	27.3	
荷兰	31.1			29.0	27.8	28.2	28.2	28.5	28.1	
俄罗斯			37.1	41.3	39.5	37.7	36.8	37.2	37.5	
罗马尼亚					35.5	35.9	34.4	36.0	35.8	
非洲										
埃及	32.0	30.1			30.2	31.8		31.5		
肯尼亚				46.5		40.8				
南非			57.8	64.8	63.4					
美洲										
美国		39.9	40.1	41.0	40.0	41.2	41.1	41.2	41.4	
加拿大			33.3		33.6	33.7	32.7	33.3		
墨西哥			52.6	50.1	47.2		46.3		45.4	
巴西	60.5	59.6		56.3		51.9	53.3	53.3	53.9	53.4
智利	57.2		52.8			44.4		44.4		
阿根廷		48.9	51.1	47.7	43.6		42.0	41.1	41.3	42.9
大洋洲										
澳大利亚		32.6			34.7					

资料来源: 世界银行, 中国银行研究院

第二，较之于收入差距，中国居民财富差距更大。中国基于居民财富计算的基尼系数长期高于收入基尼系数（图38）。当前中国持有财产最多的10%群体占有约67%的财富，这一比例与欧美等发达国家相当。人民银行调查统计司调查结果也显示这一比例高达48%（图40）。从国际比较的角度看，中国居民财富差距处于中等位置（图39）。但从同一发展时期的角度来看，较之于二十世纪初期正处于经济大发展时期的美国和欧洲，当前中国财富差距情况要好得多。二十世纪初期，美国最富有的10%群体占有的财富比例一度超过80%；而英法德等欧洲国家中最富有的10%群体占有的财富比例在这一时期甚至接近90%。

图 38：财富基尼系数高于收入基尼系数

图 39：各国财富分配情况


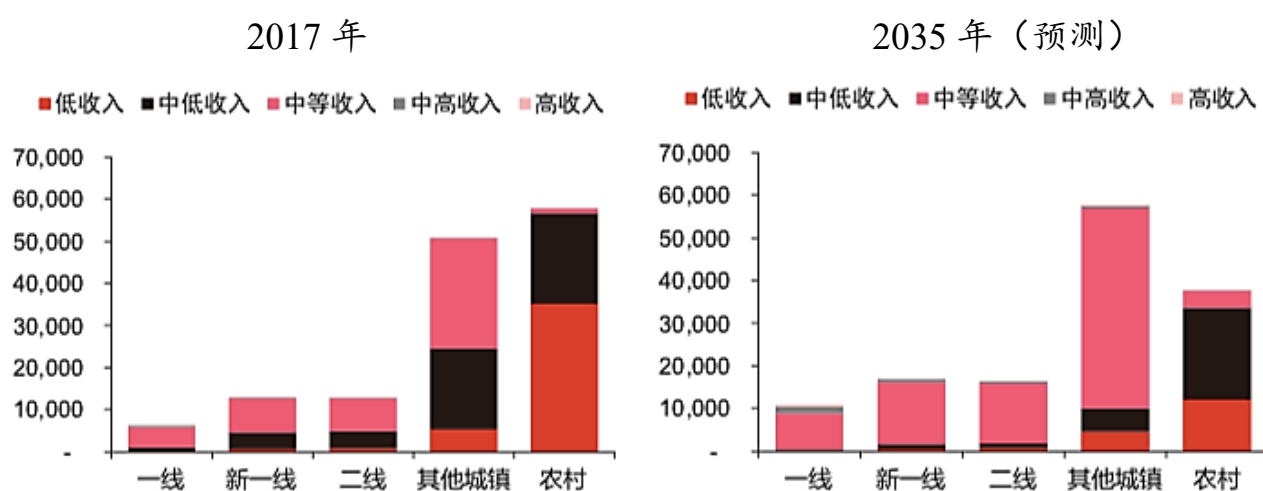
资料来源：Wind，World Inequality Database，中国银行研究院

图 40：中国居民财富集中情况


注：左为世界不平等数据库数据，右为人民银行调统司数据

资料来源：World Inequality Database，人民银行调统司，中国银行研究院

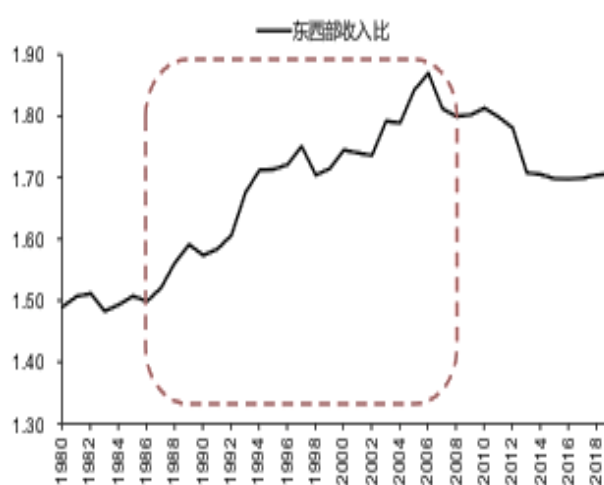
第三，城乡收入差距处于国际较高水平，区域收入差距趋于减小但依然较大。当前中国农村地区仍以中低收入人群为主（图 41），2020 年城乡收入比为 2.56 倍。国际上，发达国家如英国、加拿大的城乡收入比约为 1，发展中国家印度、越南、尼日利亚、乌干达等的城乡收入比也只有 2 左右（表 5）。区域差距方面，中国东部地区与西部地区的收入比在 2006 年左右一度高达 1.9:1 左右的水平，近年来逐步降低至 1.7:1 左右水平（图 42）。

图 41：2017 年及 2035 年不同地区人群的收入分配结构（万人）


资料来源：国家统计局，西南财大中国家庭金融调查，中国银行研究院

表 5：城乡收入差距国际比较

国家	城乡收入比	数据年份	数据来源
美国	1.33	2015	美国农业部
加拿大	1.11~1.2	2006	Wilson 等
英国	1.03	2019	英国环境、食物和农村事务部
印度	1.88	2011	Azam
越南	1.47	2014	Benjamin 等
尼日利亚	1.36~1.49	2003	Brauw 等
乌干达	2.03~2.34	2005	Brauw 等
肯尼亚	1.92~2.74	2005	Brauw 等
中国大陆	2.56	2020	国家统计局

图 42：东西部收入比


资料来源：《共同富裕路上的乡村振兴：问题、挑战与建议》，Wind

（二）收入代际流动情况

第一，中国代际收入的流动性减弱、惯性增大。根据中国家庭追踪调查数据库（China Family Panel Studies, CFPS），2010年代际收入惯性率（子辈与父辈在同一收入阶层的比率）为23%左右，到2018年，这一比率上升至26%左右（表6）。从结构上来看，2010年左右，中等收入阶层的收入代际惯性相对较小，代际之间发生收入阶层变化的可能性较大；而近年来，各收入阶层的收入代际惯性率都趋于稳定在25%左右。

表 6：各收入阶层代际收入惯性率

不同阶层	2010	2012	2014	2016	2018
高收入阶层惯性率	0.29	0.21	0.31	0.27	0.28
中上收入阶层惯性率	0.23	0.20	0.25	0.22	0.24
中等收入阶层惯性率	0.18	0.18	0.21	0.24	0.25
中下收入阶层惯性率	0.21	0.20	0.24	0.19	0.26
低收入阶层惯性率	0.27	0.24	0.24	0.26	0.25
总惯性率	0.23	0.21	0.25	0.24	0.26

资料来源：CFPS，中国银行研究院

第二，农村和城镇不同收入阶层的流动性趋于分化。过去的十年间，城乡之间代际收入流动性总体差别不大（表7）。农村低收入群体的收入代际流动性好转，惯性率从2010年的0.34下降至2018年的0.26；而城镇低收入群体的代际收入流动性趋于恶化，惯性率从2010年的0.15上升至2018年的0.27。城镇和农村的高收入群体的代际收入惯性率分别从0.37和0.20下降至0.29和0.17。

表 7：城乡代际收入惯性率对比

不同阶层	地区	2010	2012	2014	2016	2018
总惯性率	全国	0.23	0.21	0.25	0.24	0.26
	城镇	0.25	0.21	0.24	0.28	0.23
	农村	0.22	0.21	0.22	0.23	0.24
低收入阶层惯性率	全国	0.27	0.24	0.24	0.26	0.25
	城镇	0.15	0.18	0.26	0.19	0.27
	农村	0.34	0.27	0.25	0.29	0.26
高收入阶层惯性率	全国	0.29	0.21	0.31	0.27	0.28
	城镇	0.37	0.30	0.27	0.45	0.29
	农村	0.20	0.16	0.20	0.19	0.17

资料来源：CFPS，中国银行研究院

第三，城镇代际收入向上流动更趋困难，农村代际收入向上流动更加容易。城镇居民代际收入向上流动与向下流动之比从 2010 年的 1.34 下降至 2018 年的 0.93。得益于扶贫等政策支持，农村居民代际收入向上流动与向下流动之比从 2010 年的 0.73 上升至 2018 年的 0.94（表 8）。从不同收入阶层来看，城镇居民除了低收入阶层外，其他阶层向上流动的比率都趋于下降。农村居民除了中上收入阶层外，其他收入阶层的代际收入向上流动比率均有所上升（表 9）。

表 8：代际收入向上流动与向下流动比率之比

地区	2010	2012	2014	2016	2018
全国	0.93	0.92	1.02	1.04	1.02
城镇	1.34	1.38	1.04	1.25	0.93
农村	0.73	0.72	0.91	0.89	0.94

资料来源：CFPS，中国银行研究院

表 9：城乡各收入阶层代际收入向上流动比率

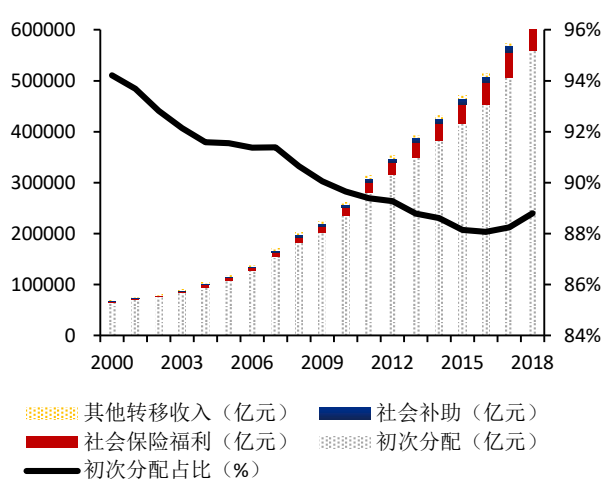
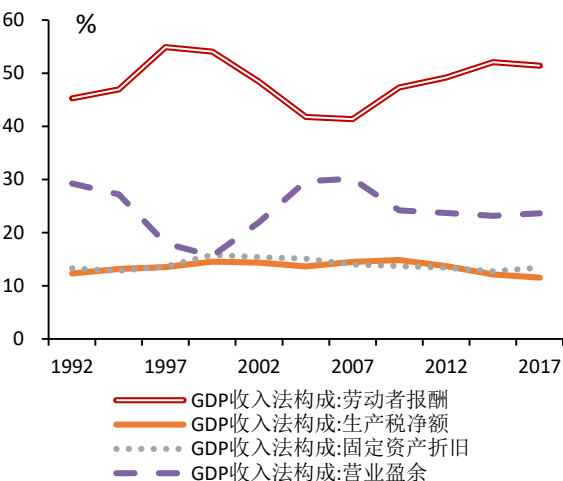
地区	不同阶层	2010	2012	2014	2016	2018
城镇	高收入阶层	-	-	-	-	-
	中上收入阶层	0.35	0.30	0.26	0.46	0.29
	中等收入阶层	0.69	0.63	0.49	0.57	0.43
	中下收入阶层	0.89	0.80	0.79	0.77	0.68
	低收入阶层	0.38	0.37	0.38	0.35	0.40
农村	高收入阶层	-	-	-	-	-
	中上收入阶层	0.23	0.15	0.28	0.18	0.14
	中等收入阶层	0.31	0.44	0.35	0.40	0.47
	中下收入阶层	0.57	0.64	0.67	0.76	0.65
	低收入阶层	0.41	0.43	0.44	0.41	0.47

资料来源：CFPS，中国银行研究院

（三）中国三次分配调节情况

第一，初次分配中，劳动报酬占比先降后升。目前，初次分配占中国居民收入比重的 85% 以上，对居民可支配收入起决定性作用（图 43）。近 20 年以来，劳动报酬占国民总收入比重，以及收入法 GDP 中劳动报酬占比都出现先降后升趋势，呈“微笑曲线”形状（图 44）。这与 2000 年左右以来中国房地产快速发

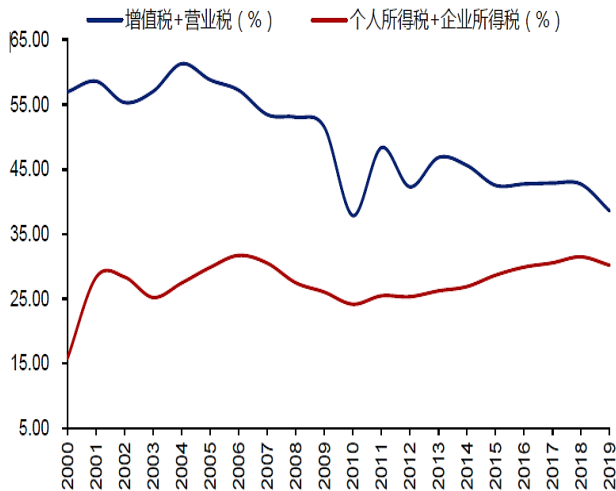
展，以及近年来收入分配改革的持续推进有关。此外，城乡居民财产性收入比在 2013 年达到 13.09 的高位，此后一直保持在 11 以上，远远高于城乡居民的工资性收入比。

图 43：居民收入结构

图 44：收入法 GDP 构成情况


资料来源：Wind，中国银行研究院

第二，二次分配中，税收对高低收入人群的财富调节效应不足。当前，中国税收制度存在一些不合理之处，不利于缩小收入差距。一是具有累退性质的间接税占比过高，累进性质的直接税占比过低。当前个人所得税和企业所得税在中国占比约为 20%-30% 左右，而增值税和营业税占比在营改增后依然为 40% 左右（图 45）。2019 和 2020 年中国个人所得税在税收中的占比均为 7%，美洲国家和非洲国家（2019）平均分别为 17% 和 9%，OECD 国家（2018）平均为 24%（图 46）。二是缺乏调节财富代际传递的遗产税、赠与税等。三是税收对收入调节有余，但对资本、资产调节不足。当前中国工薪收入个人所得税的最高边际税率高达 45%，但财产转让和资本利得的边际税率仅为 20%。此外，目前中国房产税仅在极个别城市进行试点，并且税率偏低。

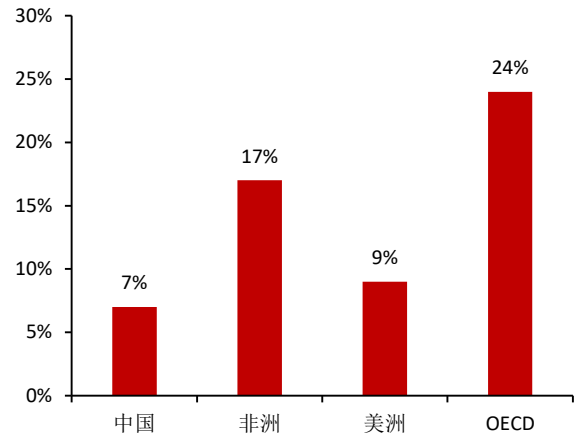
图 45：中国直接税间接税占比



注：非洲、OECD 为 2018 年数据

资料来源：Wind, OECD, 中国银行研究院

图 46：各国个人所得税占税收比重



第三，中国三次分配还处于起步阶段，对财富和收入分配的调节作用十分有限。中国在 2021 年世界捐助指数中仅位列第 85 名（共 114 名）。根据中国慈善联合会发布的《2019 年中国慈善捐助报告》，2019 年中国接收境内捐赠额占 GDP 比例仅为 0.15%，而发达国家该比例通常都在 1% 以上。

（四）启示与建议

推动共同富裕首先需要保持经济持续增长，提高劳动生产率和国际竞争力，维持通胀水平基本稳定。在不断做大蛋糕的同时分好蛋糕，建议重点做好以下几方面工作。

第一，初次分配相关政策需完善要素报酬分配机制。提高农村教育水平，加大农民培训支持力度。从资金、技术等多个方面支持农业产业化、现代化发展，提高农业产业附加值，提升农民收入水平。积极推动财政、社保、土地联合改革，激活农村土地市场，打破劳动力流动的制度约束，改善农村投资及营商环境等。

第二，加大税收、社会保障、转移支付等调节力度和精准性。税收重点关

注对高收入人群的收入调节，社会保障和转移支付方面重点关注对低收入人群的收入补偿等。

第三，完善配套措施，推动公益慈善事业规范化发展，鼓励培育全社会公益慈善氛围，加强对慈善机构的规范化管理。

第四，提高公共服务质量和覆盖面，降低居民民生支出负担。

专题二：建设数字人民币全场景生态体系，提升上海国际金融中心全球资源配置效率

2021年8月，《上海国际金融中心建设“十四五”规划》（下称“《规划》”）提出，要全面落实中央支持浦东新区高水平改革开放部署，扩大金融高水平开放，强化全球资源配置功能。同时，要加快金融数字化转型，提升金融科技全球竞争力。具体途径之一，是稳步推进数字人民币应用试点，丰富数字人民币应用场景。因此，推动数字人民币在上海的应用试点、丰富数字人民币应用场景，成为增强上海国际金融中心全球资源配置能力的进一步举措和重要渠道之一。

（一）上海在全球金融中心指数中的排名变化

国际金融中心的全球资源配置功能，主要体现在金融聚集功能、金融辐射功能和金融交易功能等方面。全球资源配置功能，要求国际金融中心要能够聚集各种具有总部功能的金融机构、国际性组织机构、跨国公司总部等，以形成总部金融经济。总部金融经济形成后，可发挥其金融辐射功能，即：与全球经济、金融形成相互影响，产生正外部性。在金融聚集和金融辐射的基础上，国际金融中心最核心的资源配置功能之一就是金融交易功能。基于各种金融基础设施和金融机构聚集，通过相关金融产品便利交易活动，以实现降低交易成本、提高资源配置效率的目标。

国际金融中心全球资源配置能力并没有专门的指标度量，但可通过由英国

智库机构 Z/Yen 和中国（深圳）综合开发研究院合作发布的全球金融中心指数（GFCI）报告从侧面观察。2021 年 9 月的 GFCI 指数显示，受益于中国经济发展和金融对外开放程度提升，中国城市在全球金融中心指数中的排名保持在高位。在榜单前十名的城市中，香港、上海和北京分别排在榜单的第三、六和八位。从得分来看，排名前两名的纽约和伦敦继续大幅领先其他竞争对手，保持在前两位。巴黎的排名上升势头最明显，其评分较上期增加了 6 分，排名上升 15 位。在英国脱欧的背景下，作为欧盟和欧元区的金融中心之一，预计巴黎的排名仍有上升的空间。

从过往 30 期金融中心指数排名和成绩的变化来看，亚太地区金融中心的平均评分虽略有回落，但仍保持增长势头。其他新兴市场整体表现欠佳，包括拉美、中东、非洲等地区的金融中心平均评分回落幅度较大。东欧和中亚是新兴市场的亮点，得分有所反弹。

表 10：GFCI 30 综合竞争力排名和得分

国际金融中心	GFCI30		GFCI29		较上期变化	
	排名	得分	排名	得分	排名	得分
纽约	1	762	1	764	0	▼2
伦敦	2	740	2	743	0	▼3
香港	3	716	4	741	▲1	▼25
新加坡	4	715	5	740	▲1	▼25
旧金山	5	714	12	718	▲7	▼4
上海	6	713	3	742	▼3	▼29
洛杉矶	7	712	13	716	▲6	▼4
北京	8	711	6	737	▼2	▼26
东京	9	706	7	736	▼2	▼30
巴黎	10	705	25	699	▲15	▲6

资料来源：The Global Financial Centres Index 30（GFCI 30）

从分项的排名前五位的情况评估，纽约在商业环境、人力资本、基础设施、金融部门发展、声誉与一般因素全部五个维度均保持领先，伦敦在人力资源方面弱于亚洲的新加坡。香港在人力资本、基础设施、声誉与一般因素三个维度排名第四，但营商环境和金融部门发展两项得分较低。上海受益于金融部门发

展得分（排名第四），反映了中国经济和金融市场近年来快速发展的提振效应，但在其它四个指标中，仍需进一步加强，比如上海在营商环境方面仅排名第14，声誉与一般因素排名第15，人力资源排名未在前15名之内。深圳在本次中排名下滑较多，但随着粤港澳大湾区规划落实、社会主义先行示范区建设推进、深圳前海与香港合作的进一步扩大和深化，预计深圳在各分项维度排名仍有进一步提升潜力。北京在金融部门发展分项上表现较优，排名第8。随着北京建设中小企业交易所，预计北京在其他方面，特别是金融基础设施领域和金融业发展方面仍会有进一步的提升。

表 11: GFCI 30 竞争力各次级指标中排名前 15 的金融中心

排名	营商环境	人力资本	基础设施	金融业发展水平	声誉及综合
1	纽约	纽约	纽约	纽约	纽约
2	伦敦	新加坡	伦敦	伦敦	伦敦
3	旧金山	伦敦	新加坡	旧金山	新加坡
4	芝加哥	香港	香港	上海	香港
5	新加坡	旧金山	巴黎	香港	芝加哥
6	波士顿	芝加哥	法兰克福	新加坡	旧金山
7	香港	巴黎	上海	芝加哥	爱丁堡
8	华盛顿	迪拜	洛杉矶	北京	首尔
9	阿姆斯特丹	卢森堡	北京	波士顿	多伦多
10	爱丁堡	洛杉矶	东京	洛杉矶	华盛顿
11	哥本哈根	波士顿	首尔	首尔	斯德哥尔摩
12	法兰克福	日内瓦	旧金山	华盛顿	苏黎世
13	东京	东京	阿姆斯特丹	卢森堡	东京
14	上海	斯图加特	奥斯陆	巴黎	巴黎
15	日内瓦	华盛顿	爱丁堡	法兰克福	上海

资料来源：The Global Financial Centres Index 30 (GFCI 30)

综合来看，受益于中国经济增长和金融对外开放政策，上海国际金融中心的全球排名保持上行趋势，这表明上海国际金融中心在全球资源配置的能力方面有大幅提升。但同时看到，上海国际金融中心的全球资源配置功能还存在差距，金融业发展水平有待进一步提高，这方面的发展可以进一步弥补在排名方面的不足之处。2021年7月15日，中国宣布进一步推动上海浦东高水平改革开放，包括：支持浦东率先探索资本项目可兑换的实施路径，试点允许合格境

外机构投资者使用人民币参与科创板股票发行交易；研究在全证券市场稳步实施以信息披露为核心的注册制，在科创板引入做市商制度。预计上述开放政策将进一步巩固上海的全球金融中心地位。在高水平的改革开放进程中，提高上海国际金融中心的全球资源配置功能成为上海国际金融中心建设的当务之急之一。

（二）数字人民币在提高上海国际金融中心资源配置效率中的优势

货币的出现，本身就是为了便利金融经济交易，从而降低交易成本，提高资源配置效率。人民币作为底层金融工具，发挥了交易媒介和支付手段的功能。电子支付的诞生使人民币由实物形态变成了电子形态；而数字人民币的出现，意味着其货币形态转变成更高级的形态，可进一步便利交易。金融交易功能的提升，能够带动上海国际金融中心资源配置效率的提高。进而，通过上海国际金融中心的金融辐射功能，将其资源配置的能量扩散到全球，提升全球资源配置能力。

具体地，数字人民币在提高上海国际金融中心资源配置效率中的优势，主要体现在两方面：

1. 高级货币形态便利交易达成

与传统的现金交易和电子交易相比，数字人民币在便利交易方面的优势主要体现在以下几点：

第一，数字人民币可消除纸币印制、运输、保管、治安、ATM 机等方面的成本。纸币通常只有 3 年寿命，其管理费用高昂，欧美一些国家每年纸币的管理费用能占到其 GDP 的 1%。日本老年人前往 ATM 机领取养老金需大量警力部署以维持治安，防止老年人被骗或被抢劫。

第二，数字人民币可以增加交易的便利性。数字人民币存在于区块链网络中且可无限分割，具有更高的便携性、流动性，能够降低成本、便利交易的达

成并提高效率。数字人民币在摆脱传统纸币人工支付结算的繁琐找零和计算、跳过电子交易的中介机构结算清算方面都具有明显的优势。而且，数字人民币的双离线支付，摆脱了既有电子支付无网状态下不能交易的困局。在解决通信稳定性和钱包安全性基础上，通过手机“碰一碰”可直接完成离线交易。

第三，数字人民币的载体，即数字人民币钱包，同样能提高交易效率。与传统的现金、银行卡和第三方支付不同，数字人民币钱包是广义账户概念，不用前往银行开户，亦无需通过银行卡等绑定银行账户体系，开户、结算等更方便。而且，既有的第三方支付钱包等各自是不联通的独立系统，数字人民币钱包有望打通各第三方支付钱包的壁垒，实现全场景支付无障碍，成为全能型钱包。此外，在跨境支付结算方面，对央行和公众而言，数字人民币钱包不存在境内境外账户的区别，随时随地均可发起点对点交易。

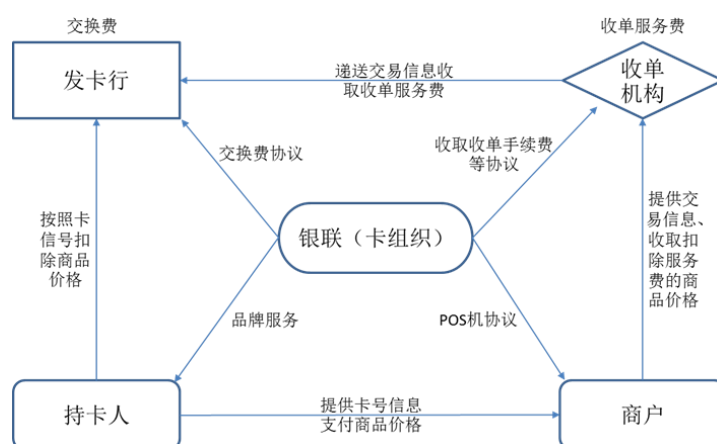
2. 支付即结算让交易流程精简

虽然从物物交易到货币诞生后的现金交易中，都可以实现支付即结算。但是，自电子支付兴起，支付与清算结算便分离了，交易流程变得繁琐。在一般境内交易过程中，支付结算中间还存在着发卡行、收单机构、清算机构等中介机构；在跨境交易中，则存在代理行、清算行、托管行等众多金融中介。然而，数字人民币的可编程性与智能合约，可促进交易自动化，从而实现交易即结算。

首先，考虑一般境内交易过程。以图 48 银行卡四方模式示意图为例，支付结算的中间流程比较繁琐。其具体的流程如图：首先，持卡人通过银行卡账户将资金存入发卡行。其次，在持卡人在与商户发生交易行为时，会通过银行卡或手机终端向商户发送支付指令。收单机构（包括第三方电子支付）作为发卡行的代理人，接收持卡人发送给商户的支付指令信息，并向商户收取相应的佣金。通过收单机构，经过清算机构、发卡行等角色，最终将持卡人的资金转移给到商户的银行账户。中间的银联充当清算机构，承担统一信息传递、机构间

法律关系明确、业务矛盾仲裁的角色，不直接参与资金流转结算。但若使用数字人民币，持卡人与商户间的交易可直接完成，无需第三方和第四方等参与，交易过程又重新回到支付即结算的简便模式。

图 48：银行卡四方模式示意图



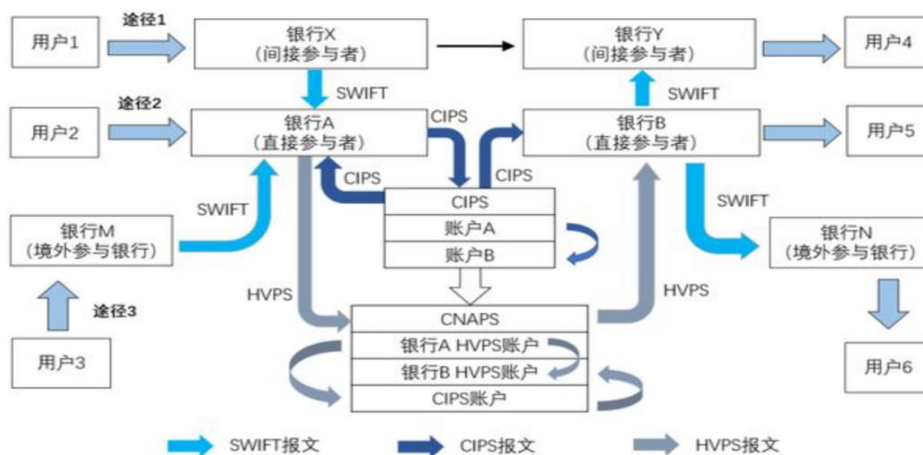
资料来源：参考《数字人民币“支付即结算”的影响》

其次，考虑跨境交易过程。2015 年人民币跨境支付系统（Cross-border Interbank Payment System，简称 CIPS）上线后，CIPS、CNAPS 和 SWIFT 共同构成目前的人民币跨境清算体系。即由 SWIFT 完成支付指令的交换（间接参与者），CIPS 进行清算，最终通过中国现代化支付系统（CNAPS）下的大额支付系统（HVPS）完成结算。

具体地，目前的人民币跨境支付主要有三个途径，如图 49 所示：第一个途径，是用户 1 通过银行 X 等 CIPS 间接参与者连接到银行 A 等 CIPS 直接参与者（中间由 SWIFT 转换支付指令），由 CIPS 直接参与者银行 A 对接 CIPS 清算，再通过 CNAPS 结算。第二个途径，是用户 2 通过银行 A 等 CIPS 直接参与者，直接在 CIPS 进行跨境支付清算，最终由 CNAPS 结算。第三个途径，也就是 CIPS 出现前的代理模式。是用户 3 通过境外参与银行在 SWIFT 进行指令交换，再由代理行通过 CNAPS 结算。

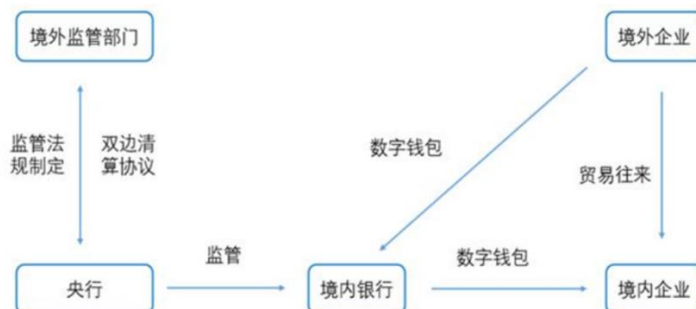
可以看到，虽然 CIPS 上线有助于改善跨境支付的交易效率；但新体系内的

支付清算仍需要很多中介机构共同参与完成。境外银行仍需接入境内代理行、清算行、托管行等机构才能开展人民币业务；而境外居民和机构也需要开立人民币账户才能完成人民币跨境支付。

图 49：当前人民币跨境支付体系


资料来源：欧科云链研究院

然而，数字人民币能够彻底改变这种局面。由于数字人民币与银行账户松耦合的特性，使得数字人民币实际上无需绑定任何银行账户，支付交易均可不依赖银行账户。以构建数字人民币跨境支付的境外机构境内外汇账户（即 NRA 账户）为例：境外用户可以不用在境外银行开设账户，而是直接在境内银行开立 NRA 账户，借助 NRA 账户进行清算（图 50）。这样，数字人民币的支付结算无需代理行和 SWIFT 等中介，跨境支付效率和资金流转的安全性将更高。

图 50：数字人民币跨境支付 NRA 方案


资料来源：欧科云链研究院

（三）建设数字人民币全场景生态体系，提高上海全球资源配置效率

为发挥数字人民币提高交易效率的作用，提升上海国际金融中心全球资源配置效率，建设数字人民币全场景生态体系成为可行选项。从上海“十四五”规划提出积极争取数字货币运用试点，到2021年1月由邮政储蓄银行支持，在上海交通大学医学院附属同仁医院员工食堂场景落地，上海数字人民币场景生态建设也拉开帷幕。

3月份开始，工、农、中、建、交及邮储六大行的上海分行陆续选择特定场景展开内测，并陆续开放了数字人民币钱包申请。相关的线下试点场景包括上海大丸百货等大型商场、衡山路等地铁站的自动售货机以及苏宁的上海门店；而线上平台场景则包含了滴滴出行、京东、美团骑车等App。

为进一步深化数字人民币试点和场景生态建设，中国人民银行上海总部会同上海市商务委、市地方金融监管局，在6月份开展了“数字人民币 五五欢乐购”红包活动，并对上海市南京路、淮海中路一新天地、豫园、小陆家嘴、徐家汇、北外滩及虹桥国际开放枢纽核心区的试点商户完成数字人民币受理终端集中改造，涵盖百货商超、餐饮酒店、旅游景点、自动售货、生活服务、居家出行、影院剧场等“吃、住、行、游、购、娱”民生消费众多场景。

同时，上海还同其他长三角一体化发展示范区一起，共同推进支付一体化和同城化。示范区数字人民币跨区域试点已落地特色联动商圈、特色生态旅游、特色绿色农业、跨区域公共交通，以及最新的跨区域税费缴纳、跨区域生活缴费等政务和公共服务场景。

9月份，由美团联合邮政储蓄银行、农业银行、建设银行共同发起，上海数字人民币测试率先引入“碳中和”公益主题试点。9月10日至12月31日期间，上海市民可在美团App搜索“数字人民币”报名参加试点，免费使用共享单车。累计骑行次数还可换取更多数字人民币奖励，用于支付后续骑行费用，进而形

成“低碳骑行—数字人民币激励—更多低碳骑行”正循环。

梳理上海的数字人民币场景生态体系建设的现状发现：与全国一样，目前数字人民币在上海还是在一个初级测试和试点阶段。而且，根据央行的政策，数字人民币的场景生态体系建设主要聚焦在国内，跨境支付等国际生态体系建设还未正式开始。而且，由于小规模测试较多，还不能够显现出数字人民币在提高国内资源配置效率中的作用，其在国际资源配置效率中的作用更无法判断。但中国银行在北京服贸会、冬奥会等场景的数字人民币场景布局，丰富了跨境场景生态体系。在未来的国际性活动以及经贸往来中，数字人民币跨境场景生态体系建设会陆续展开，且将在提升上海国际金融中心全球资源配置效率中发挥更显著的作用。

（四）结论和政策建议

上海国际金融中心虽排名全球第三，但其全球资源配置功能还有待提高，与顶级国际金融中心相比还有差距。发挥数字人民币的高级货币形态以便利金融交易的达成，以及支付即结算让交易流程更精简的优势，可提高金融交易的效率，同时依托金融中心金融聚集和金融辐射的功能，可进一步提升上海国际金融中心的全球资源配置效率。

目前，上海数字人民币仍在小范围试点中。然而数字人民币优势的发挥依赖其场景生态体系建设，只有建设数字人民币全场景生态体系，才能充分发挥其优势。综合上述分析，提出以下政策建议：

第一，开发国际金融中心的全球资源配置能力指数，便利评估数字人民币提升上海国际金融中心全球资源配置效率的效果。全球金融中心指数（GFCI）并未包含评估国际金融中心资源配置效率的指标（比如：包含市值、交易量在内的金融市场规模等）。因此，该指数只能作为评价国际金融中心综合水平的参考。开发国际金融中心的全球资源配置能力指数，不仅能便利科学全面评价国

际金融中心能级，从而吸引全球机构和资本等聚集；而且，可在未来数字人民币广泛应用的基础上，评估数字人民币在提升上海国际金融中心全球资源配置效率中的作用。

第二，积极稳妥推进数字人民币境内证券交易结算、投资理财等金融交易试点，建设境内数字人民币全场景生态体系。目前上海数字人民币试点还未涉及纯粹金融交易的场景，未来在境内证券交易结算、投资理财等场景可有序开展数字人民币试点，丰富数字人民币的场景生态体系。同时，跟踪评估数字人民币在纯粹金融交易中对既有金融体系和货币体系的影响，防范可能的风险。

第三，积极稳妥推进数字人民币在跨境支付等场景试点，建设国际数字人民币全场景生态体系。上海国际金融中心汇聚了大量国内外金融机构、企业，全球要素和资本也都汇聚于此，为数字人民币试点提供了得天独厚的条件。在试点过程中，可将跨境支付等数字人民币国际场景生态体系建设作为重点抓手。着力推进数字人民币全场景生态体系建设中的国际板块，与国内各场景建设相互协同，共同推动人民币国际化，提高上海国际金融中心全球资源配置效率。同时，在推进过程中采用监管沙盒等方法加强监管，做好风险防范。

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