



中国经济 观察

2020年四季度

毕马威中国

2020年11月

kpmg.com/cn

目录

	行政摘要	2
	经济走势	5
	□ 经济持续复苏 三季度GDP增速略低于预期	6
	□ 固定资产投资由负转正 制造业投资回暖明显	9
	□ 消费加速修复 支撑经济增长	14
	□ CPI回落 重回“1时代”	17
	□ 三季度社融规模超预期 预计年内信贷仍将处于扩张区间	18
	□ 进口回升明显 出口韧性仍强	21
	□ 中国香港经济	23
	□ 全球经济	24
	政策分析	27
	□ 北京服贸会推动服务贸易发展	28
	□ 金控新规正式发布	30
	□ 集成电路软件产业优惠政策升级	32
	□ 推进国家高新区高质量发展	34
	□ 中欧正式签署《中欧地理标志协定》	36
	专题研究：如何推动双循环的新发展格局	38
	□ 双循环提出的背景	39
	□ 打造国内大循环	40
	□ 推动国际大循环	46
	□ 双循环是中国中长期的发展战略	50
	附表：主要经济指标	52

行政摘要

中国经济持续复苏，三季度GDP实际同比增速回升至4.9%，较二季度提升1.7个百分点。前三季度中国经济由负转正，累计同比0.7%。疫情后中国经济的复苏大致可以分为三个阶段：在第一阶段中，制造业生产、投资、出口是拉动经济复苏的主要力量；目前中国经济已经计入第二个阶段，服务业、消费的复苏将发挥更大的作用；在第三阶段的复苏中，中国将进一步提升创新能力、打造国内大市场、推动更高水平的改革开放，从而实现经济的高质量增长。我们预期中国经济2020年GDP增长2.2%，2021年增长7.8%。

- 从产业结构来看，三次产业累计增速继续回升，第二产业增幅最大，成为GDP增长的主要支撑。具体来看，前三季度，第二产业增速由负转正，增长0.9%，较上半年回升2.8个百分点，拉动GDP增长0.4个百分点。其中，制造业和建筑业增速均较上半年有明显回升，是拉动第二产业增速回弹的主要原因。相比之下，服务业也在回暖，但速度慢于制造业。前三季度服务业累计增长0.4%，同样实现由负转正，较上半年回升2.0个百分点，拉动GDP增长0.2个百分点。其中，受疫情冲击严重的住宿和餐饮业增速较上半年回升7.7个百分点，逐渐从疫情影响中恢复。
- 生产方面，由于国内疫情防控得力，复工复产持续加速推进，工业生产加快，超出市场预期。9月规模以上工业增加值同比6.9%，较上月回升1.3个百分点，较去年同期也回升1.1个百分点；1-9月工业增加值累计同比1.2%，较1-8月回升0.8个百分点。9月制造业PMI录得51.5%，服务业PMI录得55.2%，连续7个月处于荣枯线以上，预示未来经济将持续回暖。
- 投资仍然是经济增长的主要拉动项，但对经济增长的贡献率较二季度有所回落，消费需求则从低位回升。三季度，最终消费支出对经济增长的贡献率大

幅回升至34.9%，拉动经济增长1.7个百分点；其中可选消费品、汽车类消费增速回升显著；管控措施的进一步放开以及暑期效应，使之前受控的聚集性、接触性的服务类消费需求加快回升步伐。随着就业形势日趋稳定，居民收入逐步回升，我们预期消费将持续修复，支撑中国经济增长。

- 1-9月全国固定资产投资同比增速0.8%，较上半年降幅回升近4个百分点，年内首次由负转正。其中，房地产开发投资累计同比增长5.6%；基建投资累计同比为0.2%，但修复速度有所放缓；由于内外需求同步改善，企业利润加速回升，三季度企业投资意愿有所恢复，民间投资增速亦有所回升。1-9月制造业投资累计同比下降6.5%，较上半年收窄5.2个百分点，反弹幅度大于房地产和基建行业。
- 三季度出口同比8.8%，比二季度上涨8.8个百分点，增长继续超预期。从出口品类来看，防疫物资和“宅经济”相关产品的出口仍保持高增。与此同时，9月进口数据表现亮眼，同比13.2%，较8月上涨15.3个百分点；拉动三季度进口同比3.2%，较二季度上涨近13个百分点。进口的大幅回升一方面源自内需的逐步恢复，另一方面则来自中国仍在努力履行中美第一阶段经贸协议。据我们测算，截至2020年8月，中国自美进口额累计完成2020年协议任务的1/3，预计第四季度进口仍将保持高位。

货币政策方面，9月25日召开的央行第三季度货币政策例会的表述中删除了“坚持总量政策适度”，同时继续强调“保持流动性合理充裕”的表述，强调稳健的货币政策要更加灵活适度、精准导向。就第四季度而言，我们预期央行将主要通过公开市场操作调节市场流动性，维持目前的利率水平和存款准备金率不变。在保持流动性总量合理充裕的同时，更加注重对资金进入实体经济的引导，结构性政策会更加得到重视。

在财政政策方面，1-9月全国公共财政收入14.1万亿元，累计同比增速下降6.4%，降幅较上半年的-10.8%有所收窄，三季度公共财政收入同比增长4.7%。1-9月公共财政支出17.5万亿元，累计下降1.9%，较上半年修复4个百分点。主要流向社保就业、医疗卫生、教育以及扶贫领域。

此外，5月份两会上宣布的1万亿元抗疫特别国债已于7月底全部发行完毕；截至9月末，3.75万亿元的新增地方政府专项债已发行3.36万亿元，剩余约4,000亿元的专项债计划在10月底全部发行完毕。值得注意的是，8月以来发行节奏加快，8-9月专项债新增规模分别为6,307亿元和4,683亿元，较去年同比增加近1.5倍。我们认为，随着专项债资金逐步到位，四季度基建投资将有望恢复增长态势。

十九届五中全会于10月底在北京召开，对“十三五”期间经济社会取得的成绩进行了总结，同时全会审议通过了《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》。《建议》指出，“十四五”期间要坚持创新在现代化建设全局中的核心地位，加快发展现代化产业体系，构建“双循环”新发展格局，全面深化社会主义市场经济体制改革；同时要推进乡村振兴、区域协调发展和新型城镇化、改善人民生活品质、提高国家文化软实力、推动绿色发展、实行高水平的对外开放；通过统筹发展和安全，实施国家安全战略，加快国防和军队现代化。

全会提出到二〇三五年基本实现社会主义现代化远景目标，基本实现新型工业化、信息化、城镇化、农业现代化、建成现代化经济体系，人均国内生产总值达到中等发达国家水平，中等收入群体显著扩大，基本公共服务实现均等化，城乡区域发展差距和居民生活水平差距显著缩小。

“十四五”是我国全面建成小康社会后，开启全面建设社会主义现代化国家，从第一个百年奋斗目标向第二个百年目标迈进的第一个五年规划，具有特别的意义。

“十四五”有三个“新”值得特别关注：新发展阶段、新发展理念，新发展格局。当前我国发展面临的内部条

件和外部环境都发生了深刻变化，有机遇也有挑战，

“十四五”时期我国将进入新发展阶段，需要贯彻“创新、协调、绿色、开放、共享”的新发展理念，推动构建“以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进”的新发展格局，实现经济持续健康发展。

对于市场关注的“十四五”增速目标，习近平总书记在对建议的说明中提到，中国完全有可能在“十四五”末达到现行的高收入国家标准，到2035年实现经济总量或人均收入翻一番。世界银行最新的高收入国家标准为2019年人均国民收入达到12,535美元，根据我们的测算，中国在“十四五”期间年均经济增速达到约4%的水平，就可以在2025年末步入高收入国家行列。在2035年实现经济总量和人均收入较2020年翻一番的目标，则需要的经济增速为4.8%。但是值得注意的是，在强调中国有能力实现上述目标的同时，说明也特别指出中国未来发展的重点在于提高发展质量和效益，所以在《建议》中没有设置直接的定量增速目标。我们认为“十四五”将进一步淡化对经济增速的片面追求，而更加关注经济结构的优化和人民生活水平的切实提高。

国际方面，当前境外疫情和世界经济形势依然复杂严峻。各国为应对新冠肺炎疫情迅速推出了大规模财政、货币和监管措施，用以维持家庭的可支配收入，保障企业的现金流，支持银行信贷供给。在10月《世界经济展望》更新中，IMF将全球经济增长预期上调0.8个百分点至-4.4%，同时将2021年全球经济增长预期下调0.2个百分点到5.2%。我们的研究发现，全球各国经济的复苏情况和疫情有很大的相关性：疫情控制较好的国家，其经济复苏通常也较快；而疫情仍比较严重的国家，其经济复苏的速度也将较慢。未来全球经济复苏仍将是漫长、不均衡且充满不确定的过程。

专题研究：

如何推动建立双循环新发展格局

2020年新冠肺炎的爆发，给世界发展造成了冲击，贸易和投资下降，地方保护主义抬头，全球经济面临“大萧条”以来最严重的挑战。此外，我国经济结构发生了明显的变化，消费对我国经济增长的贡献率逐年上升，外贸依存度不断下滑。为应对内外部风险与挑战，中国政府从推动中长期经济发展的高度出发，提出构建完整的内需体系，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。我们认为从以下几个方面入手，推动建立双循环新发展格局。

在国内大循环方面，可以重点关注消费、投资两个方面，发挥超大规模市场优势和国内需求潜力。

- 消费：通过提高居民收入比例、改革个人所得税和社保征收方法等措施，提高居民可支配收入；对农村地区和困难家庭加大救济和帮助，避免贫富差距分化，进一步促进消费；大力推进户籍制度改革，消除劳动力在城市间合理流动的顾虑，释放消费潜力；坚持“房住不炒”，稳定房价；鼓励科技推动的新型消费；合理引导境外消费回流。
- 投资：在疫情防控常态化的情况下，加速5G基站、人工智能、大数据中心等新型基础设施的建设，带动社会智能升级；推动以中心城市和城市群为特点的新型城镇化建设；加强基础学科的研发投入，集中优质资源攻关核心技术；激发民间投资积极性是制造业投资复苏的关键。

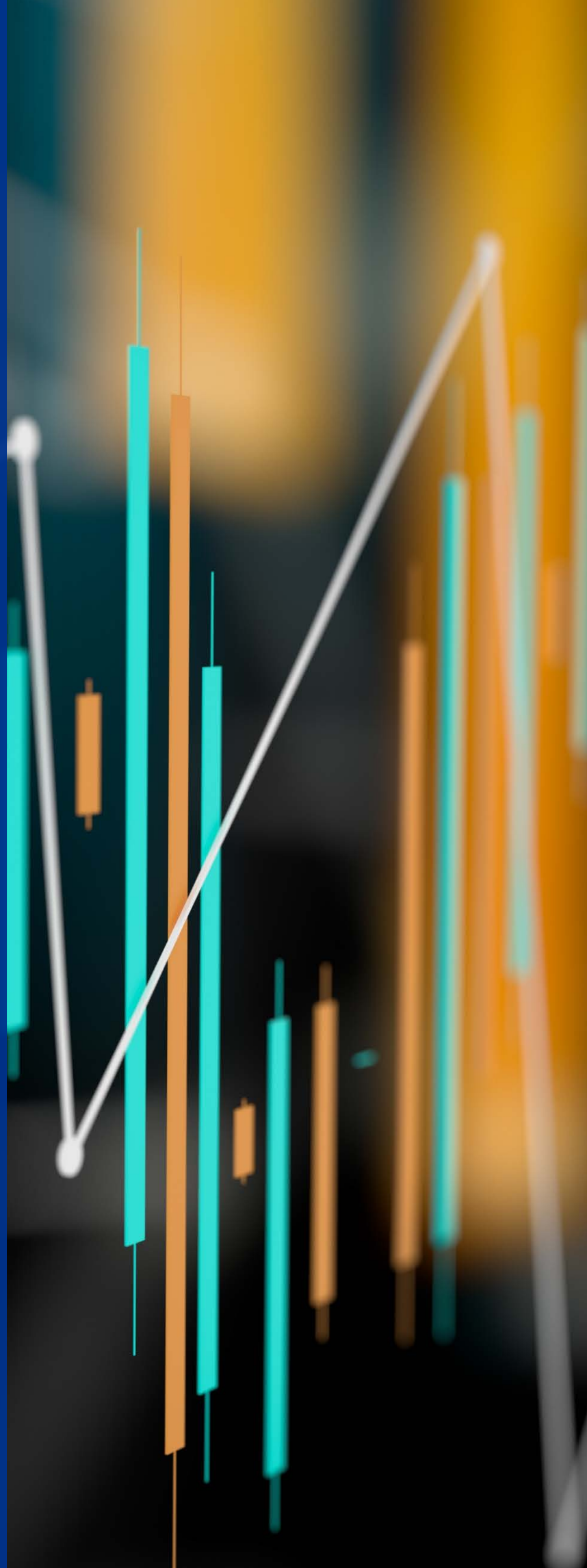
在加强内循环的同时，外贸和外资对我经济发展同样具有不可或缺的作用。打通内外双循环的新经济发展格局是我国未来发展的关键。

- 引进来：继续创造优质的营商环境，充分利用外资；加大落实金融市场开放，助力国内科技创新、经济转型和产业升级。
- 走出去：发挥制造业产能供给优势，稳定出口；积极推进区域经贸协议制定，提高国际合作环境；扩大对外投资，加强“一带一路”建设。

面对当前国际环境复杂多变、地缘摩擦不断升温的外部条件，妥善协调好我国经济再平衡问题具有更加强烈的紧迫感和现实意义。我们认为“以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进”的新发展格局将在十四五规划和二〇三五远景目标中得到进一步体现和明确，成为中长期的发展战略。更好地理解双循环，把握它给企业带来何种机遇，对企业制定战略无疑也具有重要意义。

1

经济走势

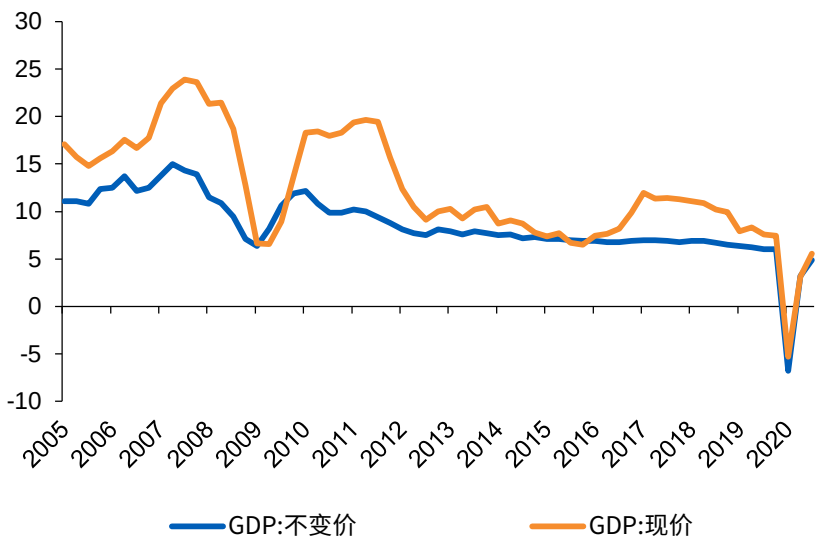


经济持续复苏

三季度GDP增速略低于预期

三季度中国经济保持持续复苏态势，实际GDP同比增长4.9%，较二季度回升1.7个百分点，但低于5.5%的市场预期。从前三季度来看，中国实际GDP累计同比增长0.7%，增速实现由负转正。三季度名义GDP同比增长5.5%，较二季度回升2.4个百分点。

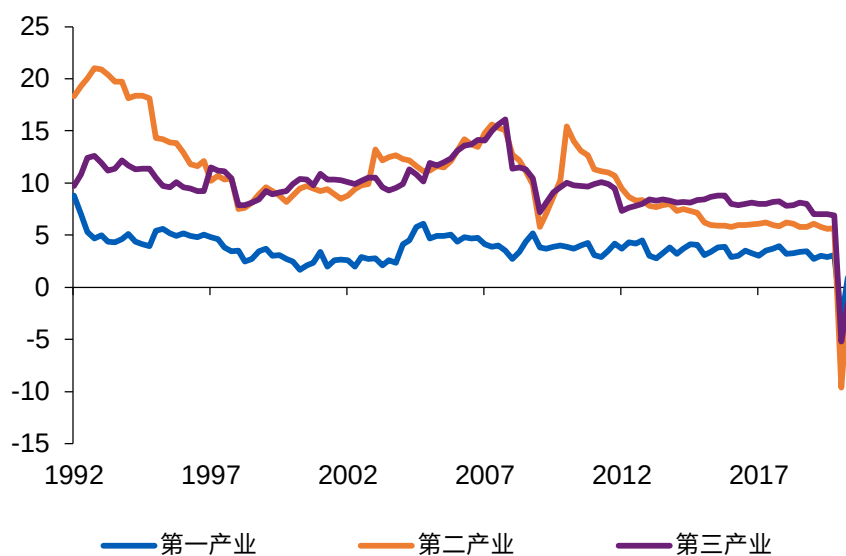
图1 GDP增速，当季同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

分产业来看，三次产业累计增速继续回升，第二产业增幅最大，成为GDP增长的主要支撑。前三季度，第二产业增速由负转正，为0.9%，较上半年回升2.8个百分点，拉动GDP增长0.4个百分点。其中，制造业和建筑业增速均较上半年有明显回升，是拉动第二产业增速回弹的主要原因；服务业累计增速0.4%，同样实现由负转正，较上半年回升2个百分点，拉动GDP增长0.2个百分点。其中，受疫情冲击严重的住宿和餐饮业增速较上半年回升7.7个百分点，逐渐从疫情影响中恢复；第一产业累计增长2.3%，较上半年回升1.4个百分点，拉动GDP增长0.1个百分点。

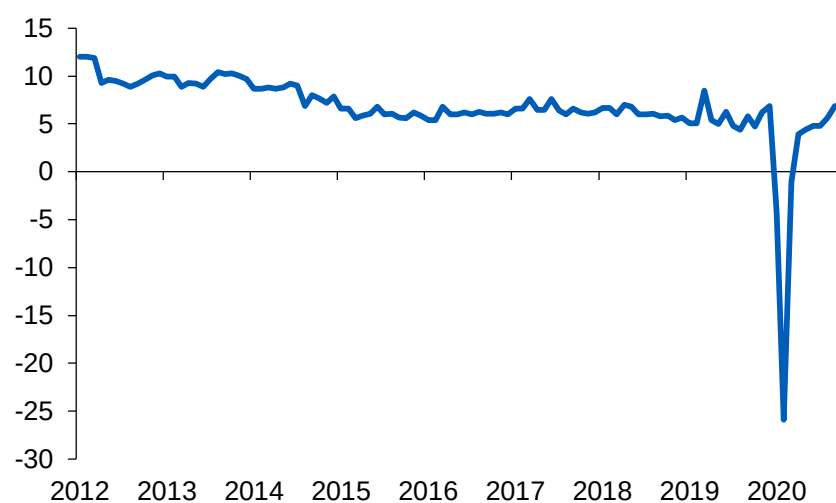
图2 三大产业增速，累计同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

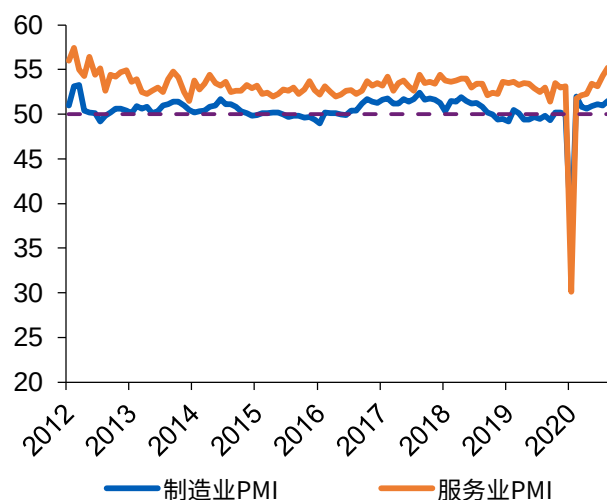
产出方面，由于国内疫情防控得力，复工复产持续加速推进，工业生产加快，超出市场预期。9月规模以上工业增加值同比6.9%，较上月回升1.3个百分点，较去年同期也回升1.1个百分点；1-9月工业增加值累计同比1.2%，较1-8月回升0.8个百分点。9月制造业PMI录得51.5%，服务业PMI录得55.2%，连续7个月处于荣枯线以上，表明经济持续回暖。

图3 规模以上工业增加值，当月同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

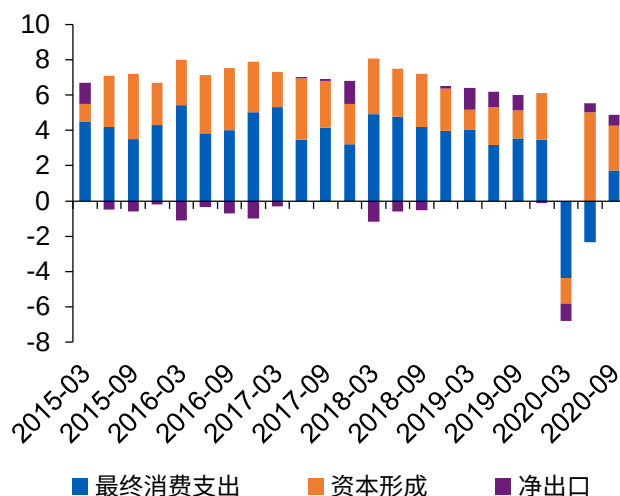
图4 中国制造业PMI和服务业PMI，当月值，%



数据来源：Wind，毕马威分析

分行业来看，随着工业生产活动的持续恢复，各主要行业工业增加值累计增速均有大幅回升。特别是汽车制造业，其前三季度增速由负转正，较上半年回升了7.5个百分点，7-9月三个月一直保持16.4%-21.6%间的高位增速。此外，电气机械、通用设备、金属制品以及橡胶塑料制造业累计增速较上半年均有明显回升。

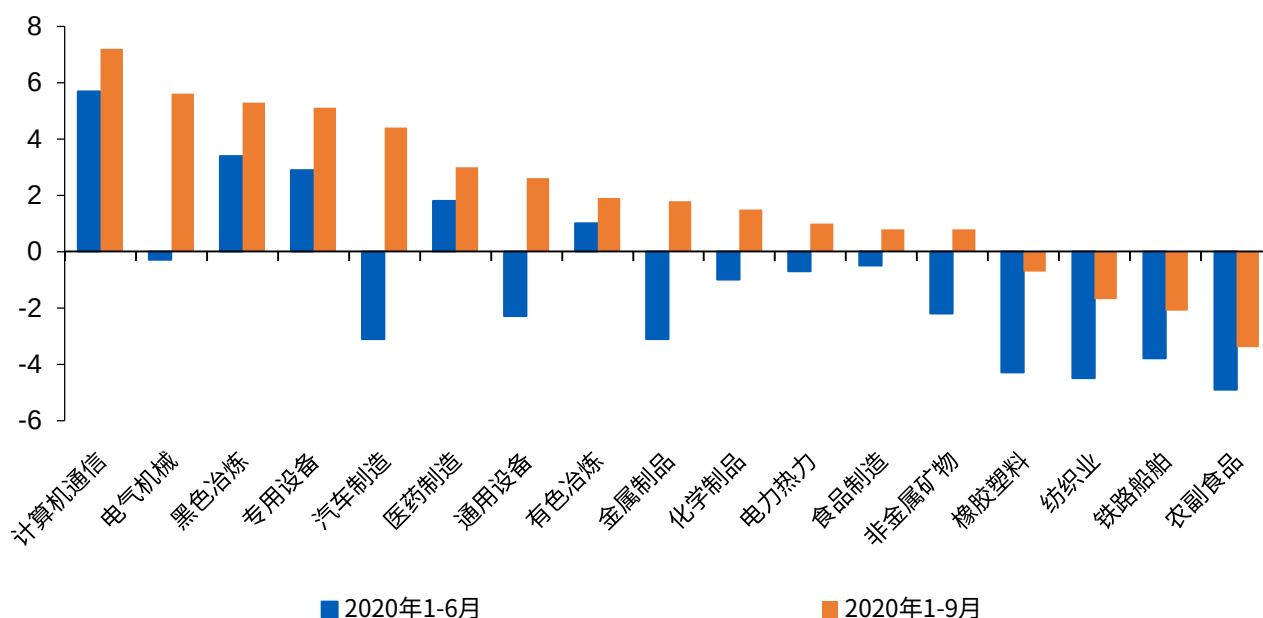
图6 三大需求对GDP的增长拉动，当季值，%



数据来源：Wind，毕马威分析

从需求端来看，和二季度相比，投资仍然是经济增长的主要拉动项，但对经济增长的贡献率有所回落，消费需求低位回升。三季度，最终消费支出对经济增长的贡献率大幅回升至34.9%，拉动经济增长1.7个百分点；资本形成总额对经济增长的贡献率由二季度的156.7%回落至52%，拉动经济增长2.6个百分点；货物和服务净出口对经济增长的贡献率为13.1%，拉动经济增长0.6个百分点。

图5 主要行业工业增加值增速，累计同比，%



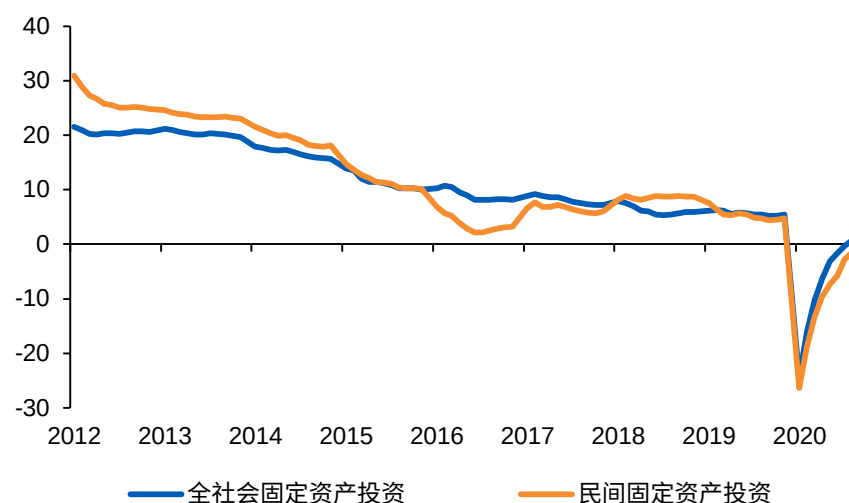
数据来源：Wind，毕马威分析

固定资产投资由负转正

制造业投资回暖明显

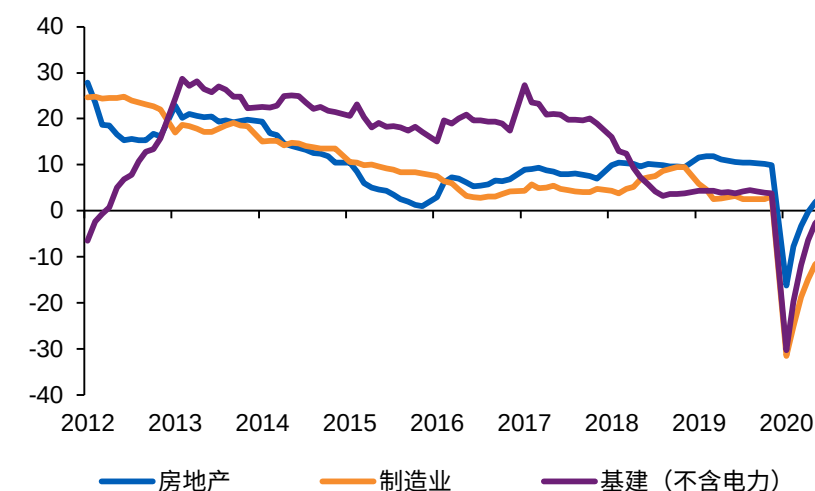
2020年1-9月全国固定资产投资同比增速0.8%，年内首次由负转正，较上半年回升近4个百分点。民间固定资产投资累计同比仍下降1.5%，较上半年降幅收窄5.8个百分点。

图7 固定资产投资，累计同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

图8 固定资产投资分部门，累计同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

房地产增速维持高位 企业融资日趋合理化

2020年1-9房地产开发投资累计同比增速5.6%，较上半年提升3.7个百分点，继续高于同期制造业和基建投资，并带动固定资产投资增速在年内首次由负转正。

房地产销售方面，1-9月全国商品房销售面积同比下降1.8%，比上半年降幅收窄约6.6个百分点。随着我国经济逐步复苏，各大房企也顺势加大供货和促销力度，三季度商品房销售面积和金额继续保持较高的同比增速。在商品房销售的回升的推动下，房屋新开工面积也继续向上修复。前三季度房屋新开工面积同比增速回升至-3.4%，比上半年降幅收窄约4.2个百分点，并高于近3年同期平均水平。

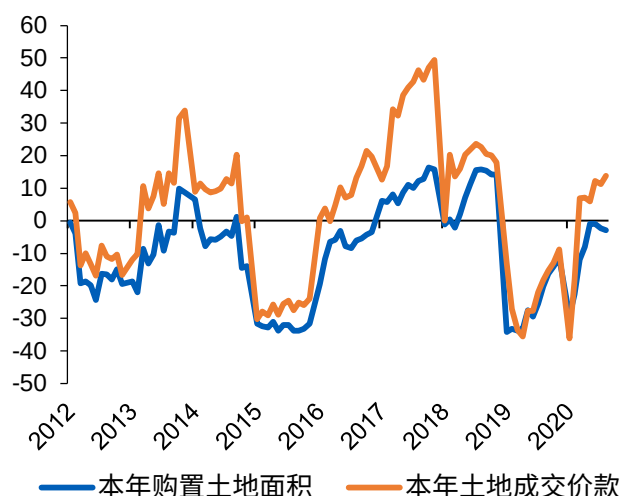
图9 房屋新开工面积以及销售面积，累计同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

与此同时，各地地方政府卖地力度有所增强，也激发了房地产企业土地购置的需求和土地价格的抬升。截至9月，本年土地成交价款累计同比上升至13.8%，但同期土地购置面积同比下降2.9%，两者的差别反映了土地购置价格的提升。

图10 本年购置土地面积和土地成交款，累计同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

近来，相关部门也不断推出新的对房地产行业的宏观调控，加强对地产贷款的监管、收紧房企融资政策。2020年8月，住建部和央行联合召开重点房企座谈会，并形成了重点房企资金监测和融资管理规则，以严控企业融资渠道。该规则将于2021年起在整个房地产行业中全面推行，其内容包括：房企剔除预收款后的资产负债率不得大于70%；净负债率不得大于100%；以及现金短债比不得小于1倍。政策出台后，9月房企整体信用债发债只数从8月的96只下滑至69只；海外债券发行只数从24只减少至17只，发行金额环比下降46%至44亿美元。

我们认为，短期内房地产企业或将继续加大销售力度，通过清理库存房源回流资金；土地投资和新开工支出力度可能有所放缓，改善企业资产负债表。政府将继续坚持“稳地价、稳房价、稳预期”的总体调控目标，不把房地产当作短期刺激经济的手段，通过实施分阶段、有针对性的调控，进一步让房地产市场和中国经济发展相匹配，实现长期稳定发展。

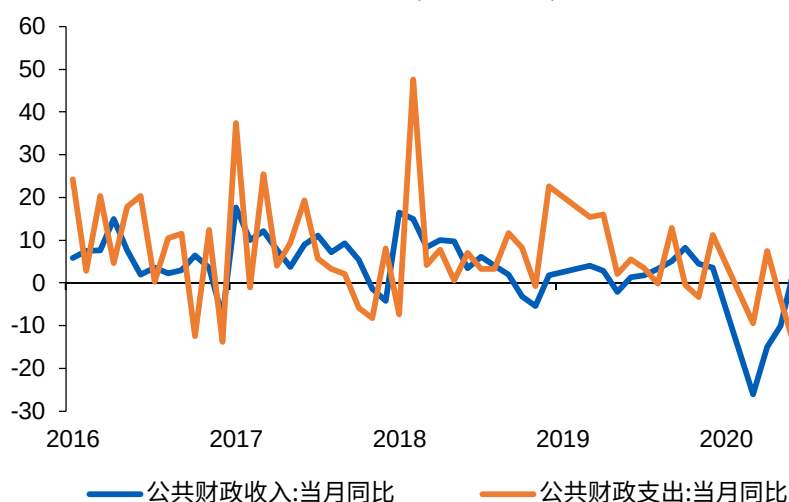
基建投资由负转正 修复速度有所放缓

2020年1-9月基建（不含电力）投资完成额已修复至去年同期水平，累计同比增长0.2%，在9月末实现年内首次转正，较上半年回升近3个百分点，与去年同期相比下滑4.3个百分点。月度数据来看，根据我们的测算，9月基建投资（不含电力）当月同比增长3.2%，增速较7月（7.9%）、8月（4%）回落明显。

我们认为三个因素拖累了基建投资增长。首先，由于疫情期间政府采取了大规模减税降费等措施，很多地方财政收入下滑严重，从绝对值上看，三季度财政收入较二季度减少5,000亿元，限制了政府公共投资支出。

- 1-9月全国公共财政收入14.1万亿元，累计同比增速下降6.4%，降幅较上半年的-10.8%有所收窄，三季度公共财政收入同比增长4.7%。从结构来看，随着经济复苏，7-9月税收收入呈上升态势，三季度同比增长6.8%；而非税收入9月同比下降近5%，较8月下调3.5个百分点，拖累财政收入向上修复的态势。
- 支出方面，1-9月公共财政支出17.5万亿元，累计同比-1.9%，较上半年修复4个百分点。值得注意的是，三季度财政支出修复主要集中在7月，当月同比高达18.5%，较去年同期多增2,700亿元；而后呈逐月递减态势，9月财政支出较去年同期下降283亿元。可以看到，随着财政收入季度回落，公共支出增量在8-9月也有所下降，并在一定程度上影响基建投资的规模。

图11 公共财政支出和公共财政收入，当月同比，%

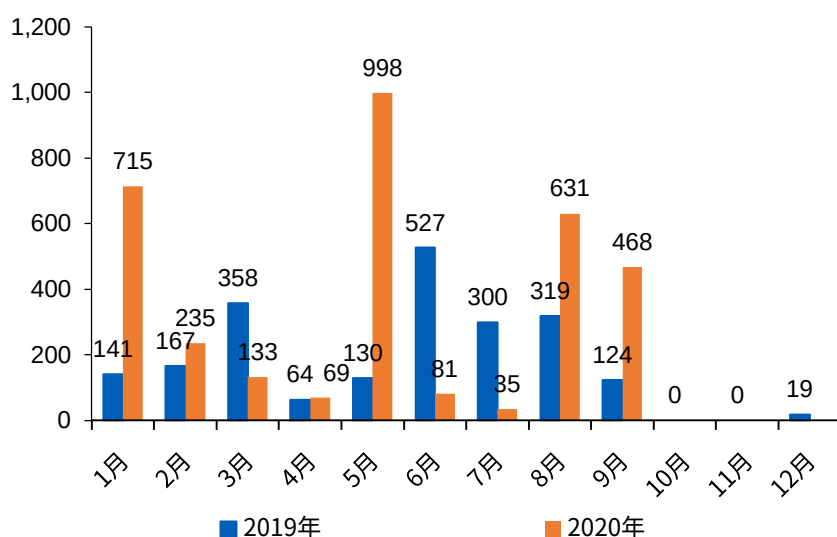


数据来源：Wind，毕马威分析

其次，尽管专项债扩增和特别国债的发行能够在一定程度上缓解地方政府的财政压力，但从债券发行到项目投资存在一定的时滞，6-7月专项债为特别国债发行让路，发行规模有所下降，而8-9月专项债券发行规模的回升尚不能及时反馈在当期的投资上，导致基建投资增速有所放缓。

此外，三季度专项债资金使用进度受到南方洪涝灾害的影响，基建项目投放效率有所降低。财政部7月底发文强调，坚持专项债券必须用于有一定收益的公益性项目，对基建项目的收益性要求有所提升。基建类优质项目储备不足，在一定程度上也对8-9月的投资产生影响。

图12 地方政府转向债券新增额度，十亿元



数据来源：Wind，毕马威分析

第三，地方政府专项债的投放结构发生了一定的变化，三季度更多转向公共服务领域、棚改及老旧小区改造，在一定程度上也制约了基建投资回暖的步伐。从细分行业看，1-9月铁路运输业投资增长4.5%，水利管理业投资增长0.9%，管道运输业投资下降5.1%，分别较7月高点回落1.2，2和19个百分点。而生态保护和环境治理业投资增长4.7%，卫生和社会工作投资增长18.9%，较上半年分别提升5.1和4.9个百分点。与此同时，涉及棚改、旧改、保障性安居工程的地方专项债发行规模在三季度大幅上升，截至8月末，全国新开工旧改数量2.78万个，完成年度目标的70.7%，较上半年提升了30个百分点。

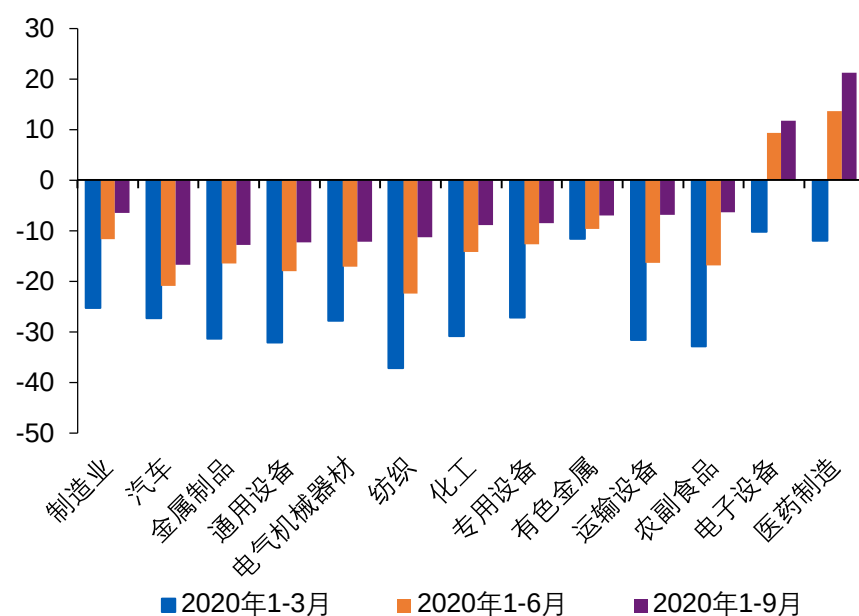
数据显示，前三季度全国发行地方政府债券5.7万亿元。其中，发行一般债券2万亿元，发行专项债券3.7万亿元；按用途划分，发行新增债券4.3万亿元，发行再融资债券1.4万亿元。截至9月末，3.75万亿元的新增地方政府专项债已发行3.36万亿元，剩余约4,000亿元的专项债计划在10月底全部发行完毕。值得注意的是，8-9月专项债新增规模分别为6,307亿元和4,683亿元，较去年同比增加近1.5倍。我们认为，随着专项债资金逐步到位，四季度基建投资将有望恢复增长态势。

制造业投资回暖态势明显

2020年1-9月制造业投资同比增速-6.5%，较去年同期下滑9个百分点；与上半年相比，降幅收窄5.2个百分点。可以看到，由于内外需求同步改善，企业利润加速回升，三季度企业投资意愿有所恢复，民间投资增速亦有所回升。制造业投资反弹幅度大于房地产和基建行业。

从细分行业来看，大部分制造业投资累计同比增速均较上半年继续收窄，医药行业和计算机电子设备行业由于出口数据较好，投资继续增长，前三季度累计同比分别为21.2%和11.7%，其中医药制造业较去年同期提升14.2个百分点。随着国内房地产施工面积高增，工业生产、基建活动的展开，金属制品、黑色冶炼加工制造业修复速度亦较快，三季度累计同比较上半年分别收窄13.2和12.4个百分点。值得注意的是，由于缅甸、柬埔寨、印度等国家的疫情仍处于较为严重的阶段，大量欧美纺织品订单向国内转移，纺织业三季度回暖态势明显，累计同比较二季度收窄11个百分点。在一定程度上拉动制造业投资向上修复。

图13 制造业分行业投资增速，累计同比，%



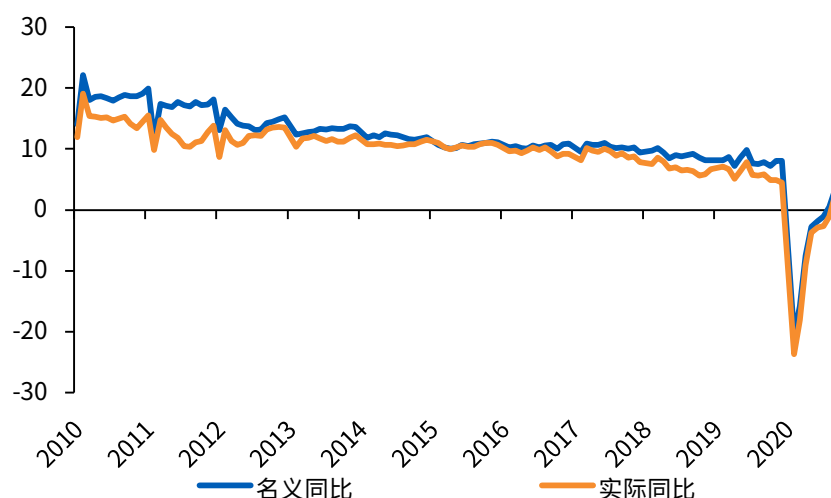
数据来源：Wind，毕马威分析

三季度挖掘、铲土运输机产量同比继续保持高速增长，挖掘机销量持续走高，7-9月平均同比增速高于50%；工业产能利用率已恢复至去年同期水平。随着汽车、纺织服装等订单量和销量的回升，相关制造业生产活动将继续向上修复，并带动四季度制造业、民间投资加速回升。

消费加速修复 支撑经济增长

8月社会消费品零售总额名义同比增长年内首次转正，增长0.5%。9月份零售继续回暖，同比增长3.3%（去除物价因素实际增长2.4%）。受开学季、中秋十一双节影响，文化办公用品、饮料、烟酒类零售额同比大幅提升，带动9月消费反弹力度加强。前三季度社会消费品零售总额累计同比-7.2%，较去年同期下降约15个百分点，比上半年收窄4.2个百分点。从具体品类来看，三季度粮油食品、日用品等必需品消费增速放缓，金银珠宝、服装纺织品、化妆品等可选消费品增速回升显著，分别较二季度提升11.1，7.2和4.7个百分点。家具、家用电器类商品消费也继续向上修复，较二季度提升4.2个百分点。

图14 社会消费品零售总额，当月同比，%

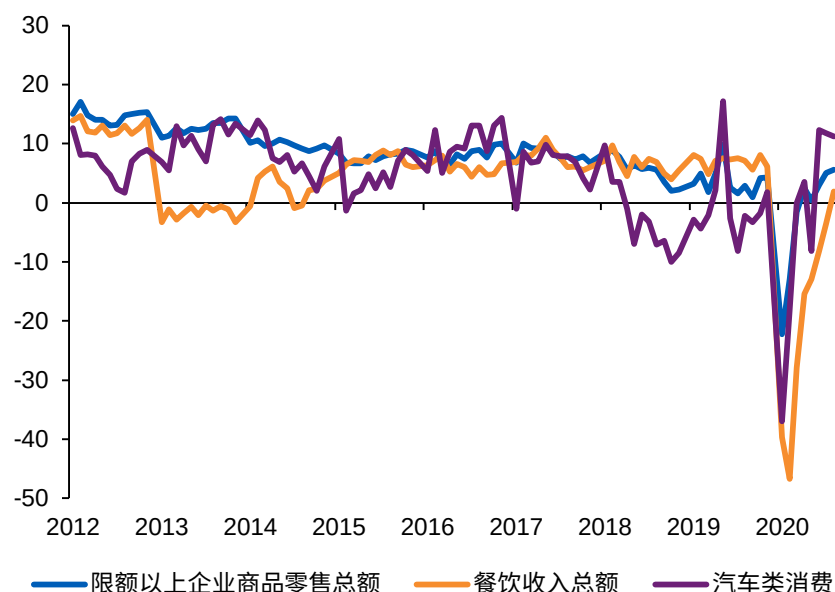


数据来源：Wind，毕马威分析

此外，三季度汽车类消费表现亮眼。7月以来，受去年同期基数较低、政府加大对汽车消费支持力度、以及车展等营销活动的推动，汽车类消费连续3个月保持两位数同比增长速度，月平均同比增速高达11.8%。对新能源、智能化汽车的消费升级，亦推动了汽车市场快速回暖，中汽协数据显示，9月新能源汽车销量同比增长67.7%。我们认为，随着消费者信心的进一步修复，大量秋季新品在车展上投放上市，以及地方政府加大对新能源汽车相关的基建投资和消费政策支持，预期四季度汽车类消费将继续保持在高景气区间。

随着管控措施的进一步放开以及暑期效应，三季度聚集性、接触性的服务类消费需求加快回升步伐。限额以上企业餐饮收入1-9月累计同比下降20.8%，较上半年降幅收窄近10个百分点，9月当月同比增速已由负转正，为1.9%。文旅部数据显示¹，7-8月，随着全国旅游度假区全部恢复开放，接待人次和收入恢复到去年的九成左右，三季度全国A级旅游景区接待游客人数达到去年同期的7成左右。与此同时，交通运输客运总量三季度也回升至28.5亿人次，较二季度提升7.4亿人次（去年同期增量为2.7亿人次）。

图15 限额以上企业商品零售额，餐饮汽车类消费，当月同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

1-9月实物商品网上零售额累计同比增长15.3%，增速较上半年提升1个百分点，继续保持快速增长的发展趋势。随着三季度线下消费的加快恢复，线上零售占社零总额比重小幅回落至24.3%，较二季度下降1个百分点。

三季度我国就业形势总体稳定，9月城镇调查失业率平稳回落至5.4%，较6月下幅0.3个百分点；前三季度城镇新增就业898万人，基本完成全年目标任务（900万人以上）。截至9月，全国居民人均可支配收入实际同比增长0.6%，较上半年提升1.9个百分点。1-9月人均消费支出实际同比下降6.6%，较2019年同期下滑12.3个百分点，但降幅较上半年收窄2.7个百分点。可以看到，随着就业形势趋好，居民部门收入已逐步恢复至去年同期水平，与GDP实际同比增速基本持平，与此同时，经济逐月好转使消费者信心呈回升态势，居民消费支出与收入增速的差距也在加速缩小。

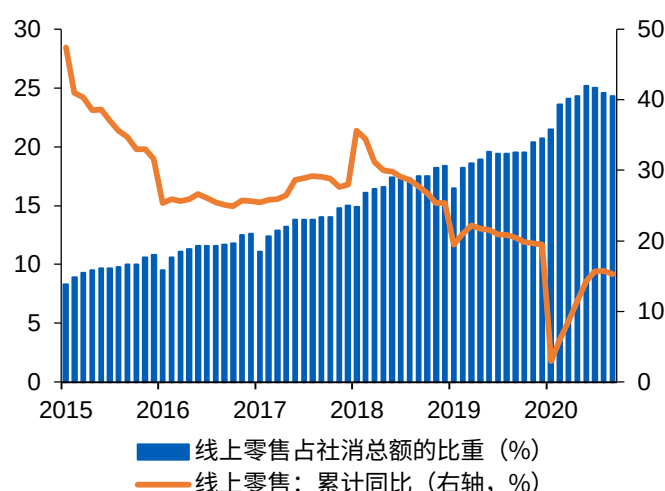
¹文化和旅游部2020年第三季度例行新闻发布会，2020年9月
https://www.mct.gov.cn/whzx/whyw/202009/t20200928_875589.htm

值得关注的是，重点群体的就业压力仍然较大：农民外出务工人员较去年同期减少384万人，同比下降2.1%；全国20-24岁大专及以上学历人员的调查失业率尽管较上季度有所下降，但比上年同期上升约4个百分点，与上半年情况基本持平，仍有大量高校毕业生未实现就业。通过保市场主体、企业纾困、鼓励灵活就业等措施，确保政策落实，解决重点群体就业问题、保住民生仍是政府工作重点。

总体来看，我国消费市场大，韧性强。尽管当前我国仍存在局部疫情爆发的情况，但公众对政府采取的防控措施

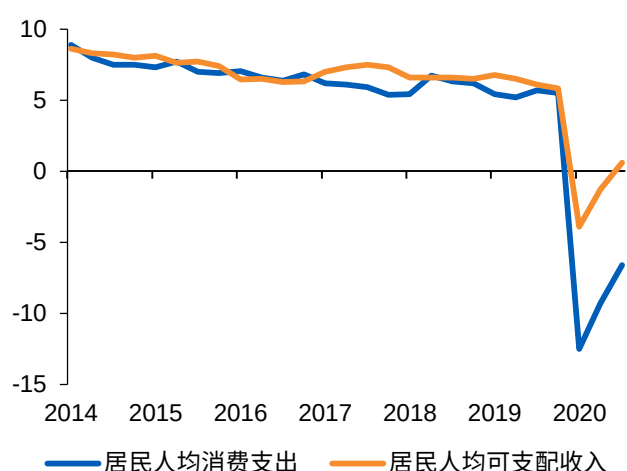
积极配合，对高效控制疫情传播的信心增强。随着居民出行意愿的修复，线下消费潜力将进一步释放。商务部最新数据显示，国庆、中秋双节期间，全国零售和餐饮重点监测企业销售额约1.6万亿元，日均销售额较去年十一黄金周增长4.9%。此外，在影院上座率控制在75%的情况下，双节期间全国电影票房突破39亿元²，达到去年同期的87%。我们认为，四季度随着就业形势日趋稳定，居民收入逐步回升，消费将继续加速向上修复，支撑中国经济增长。

图16 实物商品线上零售占比及其增速，%



数据来源：Wind，毕马威分析

图17 全国居民人均消费支出以及人均可支配收入，实际累计同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

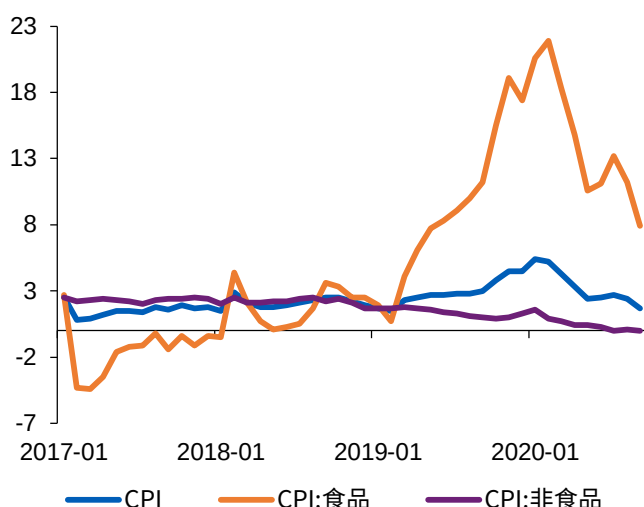
²国庆档票房突破39亿元 电影市场正在复苏，新华社，2020年10月
http://www.xinhuanet.com/ent/2020-10/10/c_1126587290.htm

CPI回落 重回“1时代”

9月CPI同比1.7%，较8月回落0.7个百分点，时隔19个月再次步入“1时代”。其中食品价格同比7.9%，较上月回落3.3个百分点，是本月CPI回落的主要原因。随着生猪生产持续恢复，储备猪肉投放也在增多，使得猪肉的供给压力缓解，猪肉价格回落。而受去年猪瘟疫情导致的高基数影响，猪肉价格同比涨幅较上月大幅回落27.1个百分点，是食品CPI涨幅收窄的主要原因；9月非食品价格出现零增长，较上月回落0.1个百分点。随着疫情逐渐得到控制，文娱消费恢复带动电影票价等的上涨，开学季也带动课外教育以及民办学校等收费的上涨。但是除此之外，绝大部分商品和服务价格同比涨幅依然处于多年来的低位，表明居民消费需求仍然不足。

10月以来，猪肉价格明显回落，随着猪肉供给压力的缓解，猪肉价格预计将进入下行区间，再叠加去年高基数的影响，预计食品CPI同比涨幅将大幅走低。考虑到消费低迷的态势还可能持续一段时间，非食品CPI短期内不会大幅回升。总体来看，预计10月CPI同比涨幅会进一步下降，且CPI下降过程可能会持续到年底。

图 18 居民消费价格指数（CPI），当月同比，%

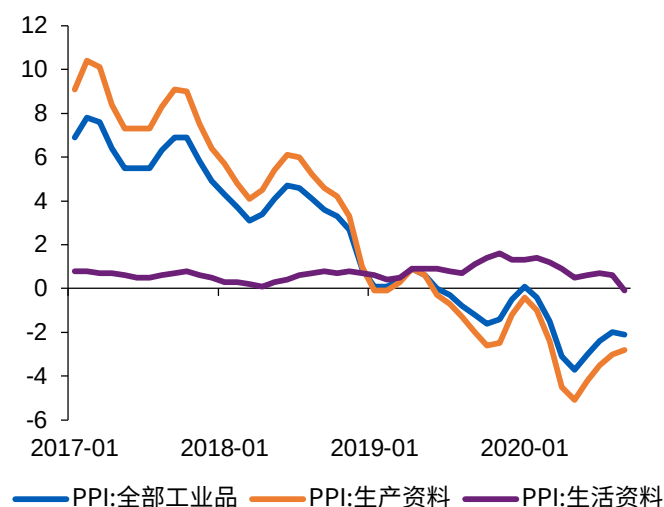


数据来源：Wind，毕马威分析

9月PPI同比从8月的-2.0%回落至-2.1%，连续15个月处于通缩区间。从大类来看，生产资料PPI跌幅进一步收窄至-2.8%，但生活资料PPI同比明显回落至-0.1%，成为当月PPI同比跌幅扩大的原因所在。生产资料方面，欧洲第二波疫情冲击需求预期，使得国际油价走弱，影响国内石化相关产品价格多数下跌，生产资料PPI同比跌幅虽然受去年低基数的影响有所收窄，但是回升速度明显放缓。生活资料方面，由于猪肉等农畜产品价格回落，食品类PPI同比涨幅明显下行，这与食品CPI走势一致。此外，9月衣着类、一般日用品、耐用消费品PPI同比仍为负增长，说明当前终端消费依然偏弱。

10月以来，从高频数据看，国内工业品价格显现出企稳反弹的态势，再加上去年的低基数效应，预计10月生产资料PPI跌幅会小幅收窄。但生活资料方面，受食品价格走弱影响，预计10月生活资料PPI同比跌幅会小幅扩大。此外，受运输时滞的影响，国际市场价格对国内价格的传导也存在一定时滞，9月油价下跌在10月PPI数据上可能还将有所体现。

图 19 居民消费价格指数（CPI），当月同比，%



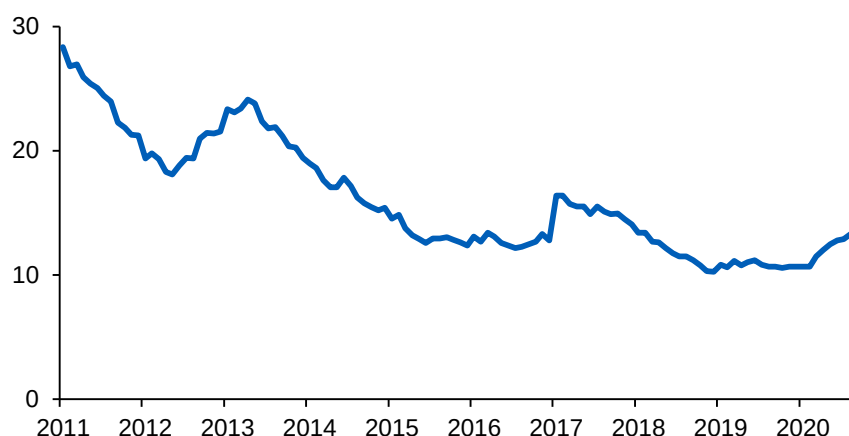
数据来源：Wind，毕马威分析

三季度社融规模超预期

预计年内信贷仍将处于扩张区间

截至2020年9月底，社会融资规模存量达到280万亿元，同比13.5%，继续维持今年以来持续走高的态势，为2018年3月以来的最高增速。1-9月新增社融规模为29.6万亿元，已经基本完成全年新增30万亿的目标。广义货币（M2）9月同比10.9%，较上月上升0.5个百分点。

图 20 社会融资规模存量，当月同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

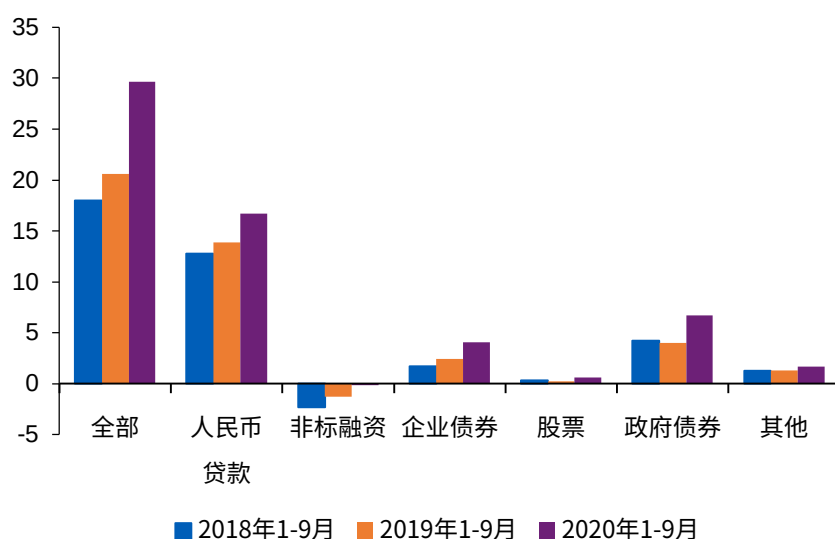
图 21 广义货币供应量（M2），当月同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

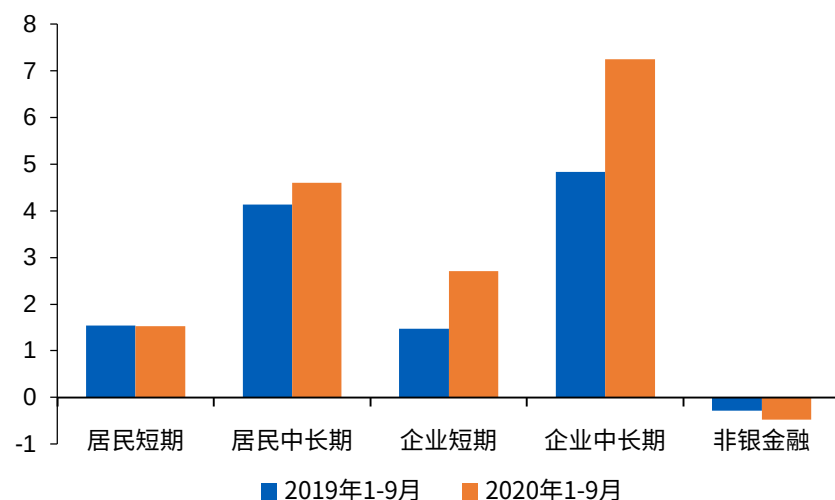
从社会融资结构来看，前三季度人民币贷款、企业债券和政府债券均较同期增长显著。究其原因，一方面是国内复工复产，经济活动回暖，带动企业融资需求改善；另一方面，国内为对冲疫情及外部需求低迷影响，政府加大基建方面投资，国债与专项债发行明显放量。从具体融资结构来看，前三季度新增人民币贷款16.7万亿元，比2019年同期增加近3万亿元，是社融增高的主因；表外融资（包括委托贷款、信托贷款、未贴现票据）整体较19年同期增加1.11万亿元；企业新增债券为4.1万亿元，比上年同期增加1.7万亿元；股票融资新增近6,099亿元，较上年同期增加3,756亿元；政府债券前三季度总发行额为6.7万亿元，比去年同期增加2.7万亿元。

图 22 新增社会融资规模构成，万亿元



数据来源：Wind，毕马威分析

图 23 新增人民币贷款结构，万亿元



数据来源：Wind，毕马威分析

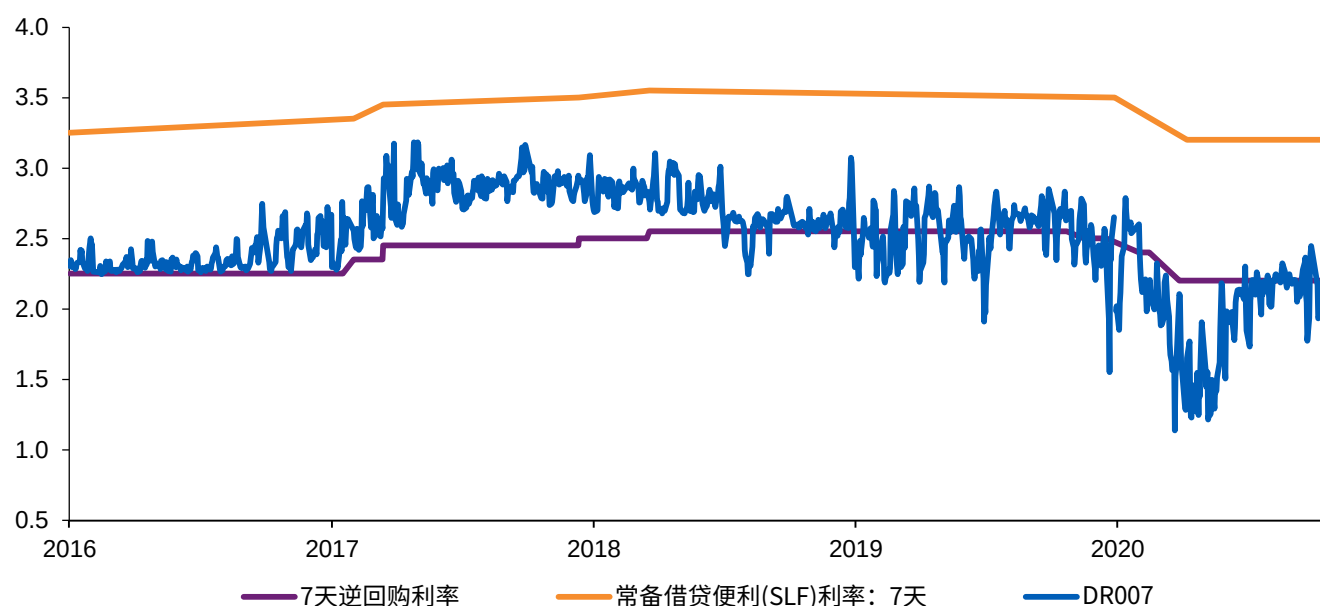
从信贷结构来看，企业和居民中长期贷款仍是主要支撑，非银行业金融延续自5月以来的下降态势。2020年前三季度居民贷款增加6.1万亿元，同比多增4,500亿元；其中，短期贷款增加1.5万亿元，中长期贷款增加4.6万亿元。企业贷款增加约10万亿元，同比多增3.7万亿元；其中，短期贷款增加2.7万亿元，同比多增1.2万亿元；中长期贷款增加7.3万亿元，同比多增2.4万亿元。非银金融贷款减少4,720亿元，同比减少1,879亿元。我国经济仍然处于恢复性增长阶段，三季度的经济增速仅接近于疫情前水平，预计今年内信贷都将处于扩张区间，宏观杠杆率仍将维持在较高水平，以保证实体经济的流动性。

随着疫情在国内得到有效控制，经济复苏态势良好，货币环境由上半年的宽松逐渐转为边际收紧，代表市

场平均融资成本的最重要货币利率指标存款机构7天质押回购利率（DR007）开始重新围绕央行7天逆回购利率上下波动。第三季度DR007平均值为2.1%，仅略低于央行7天逆回购利率2.2%，说明银行间市场的流动性较二季度略有下降。

9月25日召开的央行第三季度货币政策例会的表述中删除了“坚持总量政策适度”，同时继续强调“保持流动性合理充裕”的表述，强调稳健的货币政策要更加灵活适度、精准导向。就第四季度而言，我们预期央行将主要通过公开市场操作调节市场流动性，维持目前的利率水平和存款准备金率不变。在保持流动性总量合理充裕的同时，更加注重对资金进入实体经济的引导，结构性政策会更加得到重视。

图 24 银行间市场利率，%



数据来源：Wind，毕马威分析

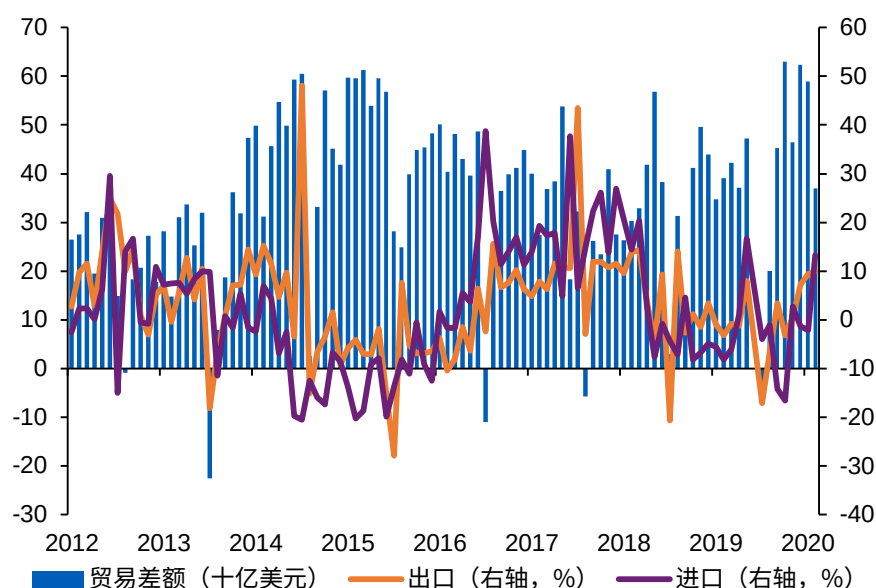
进口回升明显 出口韧性仍强

三季度中国进出口总额约1.3万亿美元，累计同比-1.8%，降幅较上半年收窄4.8个百分点。其中，出口7126.5亿美元，累计同比-0.8%；进口5,544亿美元，累计同比-3.1%。贸易顺差1,583亿美元，比去年同期增加404.5亿美元。

9月中国出口额为2,397.6亿美元，同比9.9%（前值9.5%）。海外疫情的蔓延，尤其是部分欧洲国家疫情出现“二次反弹”，以及主要经济体复工复产步伐加快带动外需回暖是出口增长的两大主要驱动因素。出口品类中防疫物资和“宅经济”相关产品的高增长也验证了这一点。9月包括口罩在内的纺织纱线织物及制品、包括防护服和手套在内的塑料制品以及医疗仪器及器械出口同比分别为34.7%、95.9%和30.9%；而“宅经济”相关的9月集成电路和自动数据处理设备及其零部件（主要是便携式电脑）出口同比分别为17.6%和29.9%，较上月上升明显。

9月进口额为2,027亿美元，同比13.2%（前值-2.1%），较上月大幅上升15.3个百分点。国内经济的持续稳定恢复，带动了9月进口的明显回暖，而19年同期基数偏低，也是进口增速回升明显的原因之一。从进口品类来看，农产品、机电产品和高新技术产品进口猛增，大宗商品进口同比由负转正。9月农产品、机电产品、高新技术产品和大宗商品进口金额同比分别为23.2%、19.3%、20.8%和4.7%，较上月上升20.6、17.4、15.8和14.7个百分点。

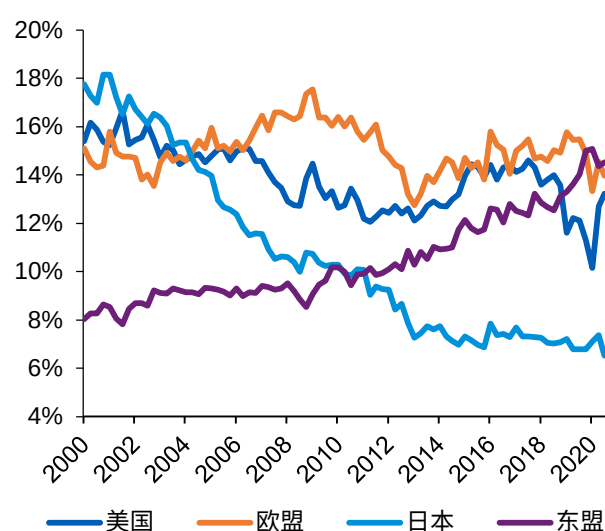
图 25 进出口活动，当月值



数据来源：Wind，毕马威分析

分国别和地区来看，东盟第三季度仍然保持我国第一大贸易伙伴地位。前三季度我国对东盟进出口4,818.1亿美元，累计同比5%，占中国外贸总额的14.5%；对欧盟进出口4,612.2亿美元，累计同比0.4%，占中国外贸总额14%。

图 26 中国货物贸易总额主要国家（地区）占比，当季值，%



数据来源：Wind，毕马威分析

中美贸易方面，前三季度对美出口3,100亿美元，同比下降0.8%。从商品类别来看，机电产品仍然是主导，占同期对美出口总值的60%。前三季度自美进口914亿美元，同比增长0.2%。9月自美进口的数据尤为亮眼，同比增长24.7%；其中自美进口农产品同比46.6%。根据我们测算，截至9月：中方自美方进口《中美第一阶段经贸协议》相关货物总金额约为667亿美元，其中工业制成品约487亿美元，农产品130亿美元，能源类产品约50亿美元，完成2020年预计目标任务的38.7%。

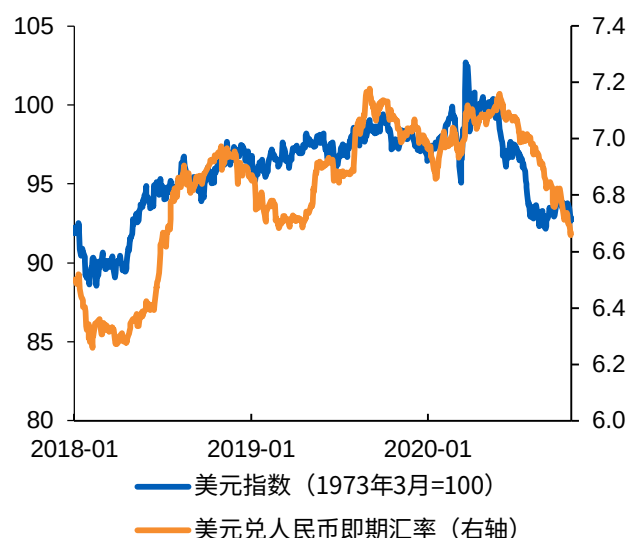
展望第四季度，出口方面，由于复工和疫情并行，与防疫及居家办公相关品类的出口景气度仍有望延续；进口方面，内需的逐步恢复加上中方依然积极推进中美第一阶段经贸协议的执行，进口将进一步回升。

汇率方面，第三季度人民币汇率前期快速升值，中期走势平稳，后期双向波动，整体升值明显。第一阶段7月15日至9月2日：受美元指数下行影响，人民币汇率快速升值，期间人民币兑美元即期汇率升值2.33%；第二阶段为9月2日至9月16日：美元指数上行后又小幅回调，基本面支撑下人民币兑美元即期汇率保持稳定并小幅升

值约0.95%；第三阶段为9月16日至10月22日：国外疫情持续发酵叠加临近美国总统大选，美元指数波动性加剧并小幅升值，受此影响人民币汇率双向波动特征明显，但仍小幅升值，期间人民币兑美元即期汇率升值约0.93%。

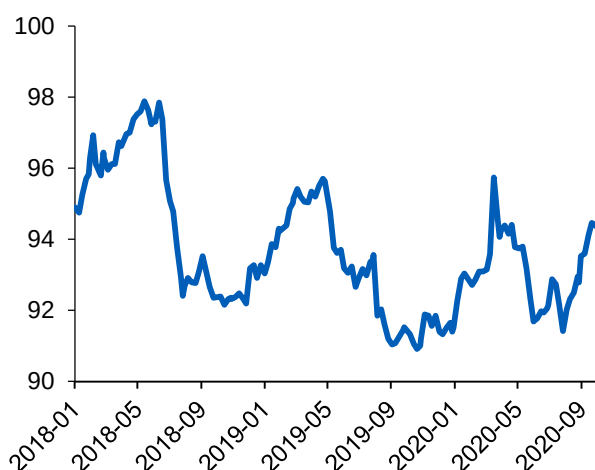
国内经济基本面向好、美元指数的下行以及中美利差的持续扩大都是导致人民币持续升值的重要因素。但美元仍是全球重要的避险资产，如果市场避险需求升温，美元指数也将再度走强，令人民币汇率承压。另外，十一月初即将到来的美国总统大选投票及选后中美关系的走向也将是影响人民币汇率调整的重要因素。

图 27 美元指数和人民币即期汇率



数据来源：Wind，毕马威分析

图 28 CFETS人民币汇率指数



数据来源：Wind，毕马威分析

中国香港

截至10月19日，香港新冠肺炎累计确诊5,256例，死亡105例，治愈4,982例。7-8月爆发的第二波疫情传播已基本得到控制，10月每日新增病例大多数时间控制在个位数。受疫情影响，三季度中国香港GDP为-3.4%，连续5个季度处于衰退区间。香港特区政府于9月5日正式推出第三轮防疫抗疫基金，涉及金额约为240亿港元，全力稳定经济和就业市场。新一轮纾缓措施将着力提升防疫抗疫能力、纾缓相关行业经营压力，其中：130亿港元将用于采购新冠疫苗、支援医管局、为安老院和残疾人士设立检疫中心；45亿港元则计划向餐饮、旅游、航空及运输等在疫情期间受重创的行业提供直接援助；60亿港元将用于宽减租金、豁免政府收费，进一步优化“中小企业融资担保计划”。加上之前两轮防疫抗疫基金，香港特区政府推出的纾缓措施涉及金额已达3000亿元，预计可提振GDP超过5%。

图 29 中国香港实际GDP增速，当季同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

对外贸易方面，香港政府统计处公布的数据显示³，2020年1-9月商品出口额和进口额较去年同期分别下跌4%和6.8%。其中，9月份香港出口和进口额较分别较去年同期上升9.1%和3.4%。相较二季度，三季度商品整体出口额上升4.4%。同时，商品进口额上升3.6%。

从国家和地区（及司法管辖区）来看，出口方面，2020年前三季度与去年同期相比，出口至美国（跌19.2%）、德国（跌19.2%）、印度（跌19.4%）和新加坡（跌17.2%）金额跌幅较大。但出口至中国台湾和内地的金额分别上升8.2%和4.0%；进口方面，进口自美国（跌21.9%）、内地（跌10.5%）和日本（跌7.3%）金额均下跌。同时，来自越南（升35.5%）、中国台湾（升22.5%）和韩国（升6.5%）和新加坡（升5.9%）的进口金额则有所上升。

受第二波疫情的影响，三季度大多数行业的失业率均有所上升，9月失业率创下2004年以来的新高，达到6.7%。与消费及旅游相关行业（即零售、住宿及膳食服务业）合计的失业率在7-9月上升至11.7%，其中餐饮服务活动业的失业率为15.2%。此外，建筑业、文娱等多个行业也受疫情重创，国庆期间，内地赴港的游客人数合计1,055人次，与去年同期访港旅客人次相比下降99%。我们认为，为稳住就业形势，当前政府推出了较大规模的纾困措施，预计未来劳动力市场压力将有所减轻；但短期内受新冠肺炎疫情疫情影响，消费及旅游业仍将维持低迷态势，中国香港整体经济将继续处于衰退区间。

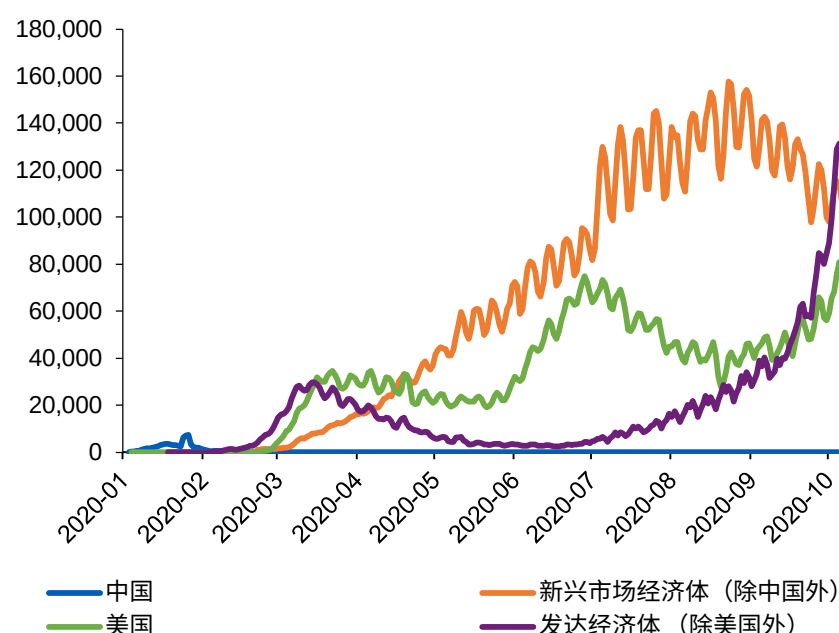
³数据来源：香港政府统计处

https://www.censtatd.gov.hk/gb/?param=b5uniS&url=http://www.censtatd.gov.hk/press_release/index_tc.jsp

全球经济

国际方面，尽管全球新增确诊病例在二季度有所缓和，但进入8月以来，新冠肺炎疫情在欧洲等发达经济体重新恶化，西班牙、英国、法国、德国等国家陆续出现第二波疫情，并且均创下自4月以来的单日新增纪录，其中法国和西班牙确诊人数突破百万。这些国家目前也已暂停经济重启进程，再次升级防控措施。此外，疫情在印度、巴西、俄罗斯、阿根廷等新兴市场经济体中继续加速传播。

图30 全球新冠肺炎疫情发展走势，当日新增，例（截至10月26日）



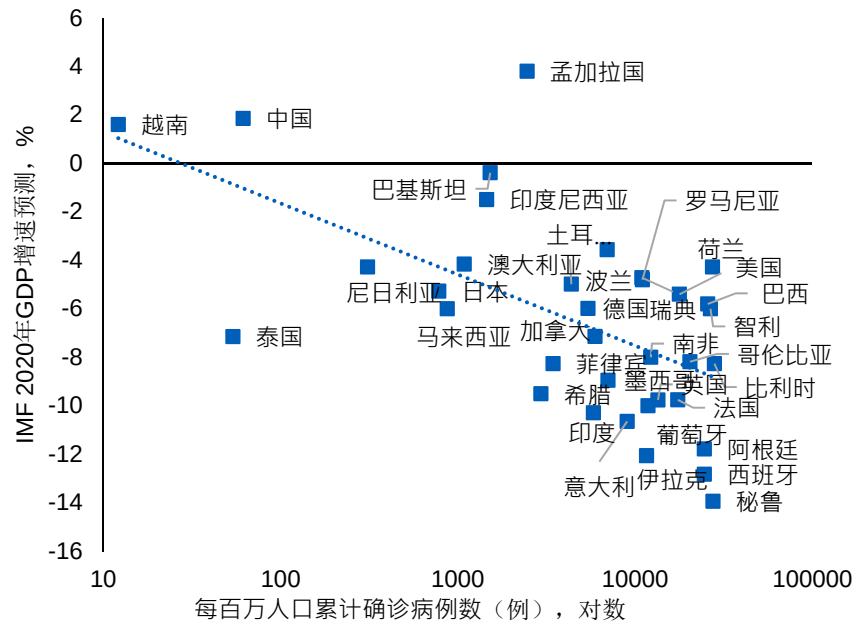
注：数据为当日新增病例三天移动平均值。新兴市场经济体（除中国外）包括印度、伊朗、土耳其、俄罗斯、巴西、墨西哥和秘鲁；发达经济体（除美国外）包括英国、法国、德国、意大利、西班牙、加拿大、比利时、日本和韩国。

数据来源：Wind, 毕马威分析

各国为应对新冠肺炎疫情迅速推出了大规模财政、货币和监管措施，用以维持家庭的可支配收入，保障企业的现金流，支持银行信贷供给。在10月《世界经济展望》更新中，IMF将全球经济增长预期上调0.8个百分点至-4.4%，同时将2021年全球经济增长预期下调0.2个百分点到5.2%。

我们的研究发现，全球各国经济的复苏情况和疫情有很大的相关性：疫情控制较好的国家，其经济复苏通常也较快；而疫情仍比较严重的国家，其经济复苏的速度也将较慢（图31）。未来全球经济复苏仍将是漫长、不均衡且充满不确定的过程。

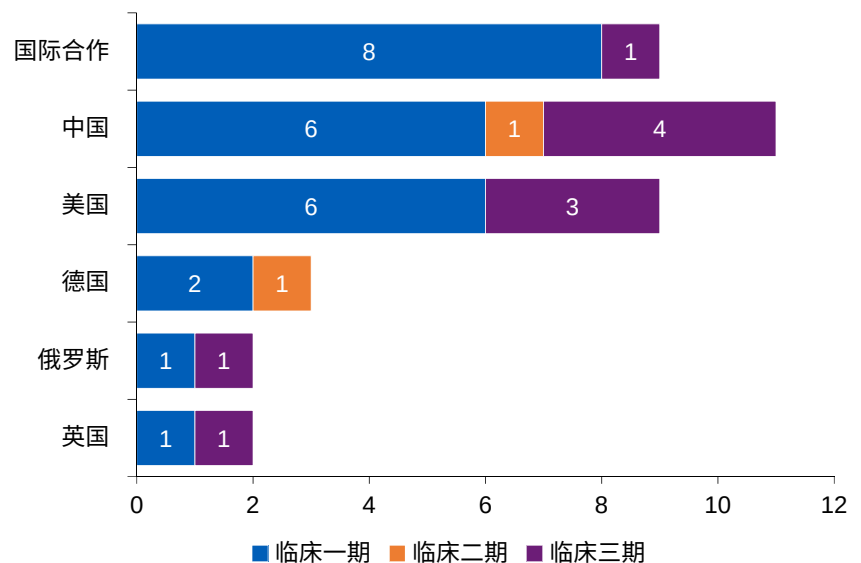
图31 全球主要经济体疫情态势与经济发展状况（截至10月26日）



数据来源：世界银行，IMF，毕马威分析

截止10月29日，世界卫生组织最新统计数据显示，目前全球正在研究的新冠疫苗为201个，其中156个处于临床前试验，45个进入临床试验阶段，10个已进入临床三期测试阶段。我国有4个疫苗进入了临床三期试验，在全球处于领先地位。同时，全球有8个国际合作的疫苗已进入临床一期，中美德三方合作的疫苗已进入临床三期，预计未来6至12个月将有多多个疫苗发布临床试验结果。全球各国仍需相互配合与努力，共同应对这次全球公共卫生危机。

图32 部分国家新冠疫苗研发进展，支数（截至10月29日）

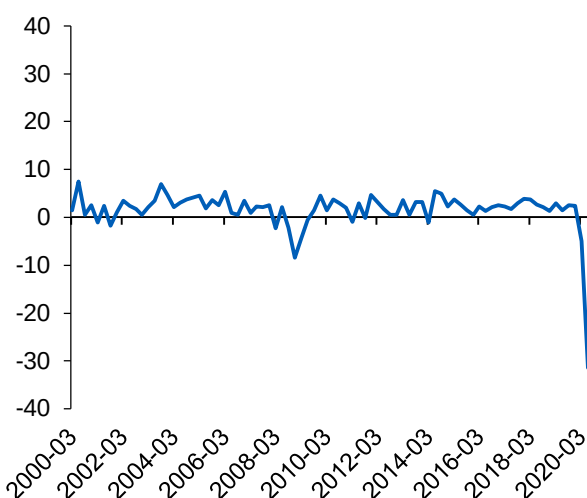


数据来源：世界卫生组织，毕马威分析

美国

三季度美国经济实际GDP按年率计算大幅增长，环比年化增速初值为33.1%，该数据虽然反映了经济重启后商业活动的恢复，但由于这是建立在第二季度按年率计算暴跌31.4%的基础上的，而按年率发布的数据，在遇到极端波动时可能具有误导性，因此预计第四季度将难以持续这一高增态势。按照同比口径计算，美国三季度GDP实际同比下降2.9%，连续第二个季度同比下滑。

图33 美国实际GDP，季调环比折年率，%



数据来源：Wind，毕马威分析

分部门看，美国经济的主要引擎——消费支出年率，在第三季度大幅上涨，增速达到40.7%，几乎是此前最高纪录的2倍；企业设备投资增长70.1%，表明企业对未来经济增长持乐观态度；新房投资增长近60%，主要是创纪录的低利率激发了房屋销售和新建的热潮。

与此同时，联邦政府连续第二个季度削减开支，联邦支出下降了6.2%，地方和州政府支出也有所下降。此外，三季度美国进口激增，主要是由于政府前期大力度的刺激计划导致美国民众可支配收入增加，进而购买更多进口商品所导致，而出口增长幅度较小。

新冠疫情给美国劳动力市场造成巨大冲击，3月和4月失业情况最为严重，随着美国经济重启，5月以来劳动力市场有所改善。但近期就业市场复苏放缓，首次申请失业救济人数仍居高不下，已经连续9周徘徊在80万上下的区间内，约为疫情前平均水平的4倍。

随着近期新冠感染率的激增以及新一轮纾困计划难以在大选前落地，预计企业破产和永久性失业将进一步增加，第四季度美国经济复苏的进程将放缓。

欧元区

2020年三季度欧元区GDP实际增速为-4.3%，较二季度有所回升。具体国家来看，三季度德国GDP实际同比增速为-4.2%，法国-4.3%，意大利-4.7%，西班牙-8.7%。此外，IMF将欧元区2020年经济增速预测调整为-8.3%，其中德国-6%，法国-9.8%，意大利-10.6%，西班牙-12.8%。

进入8月以来，随着疫情在欧洲地区重新恶化，各国防控措施亦随之升级，法国、德国先后宣布封城一个月。一些高频数据显示新的防控措施正在拖累下半年欧洲服务业复苏的趋势，使欧元区经济再次遭受疫情的二次冲击。IHS Markit 欧元区服务业PMI在7月达到近2年高点54.7后，连续三个月回落，并在10月跌破50荣枯线，下挫至46.2；综合PMI也回落至49.4。此外，疫情反复已经开始影响投资者的信心，一些企业或将通过减少投资来控制生产规模，工业生产修复步伐亦会有所放缓。

政策方面，欧盟在8月启动了新一轮的经济救助计划，截至10月26日，欧盟委员会通过缓解失业风险紧急援助计划（SURE），向17个成员国提供了总额高达879亿欧元的贷款，以帮助各国应对新冠疫情对于劳动力市场的巨大冲击。这一援助贷款计划总额可高达1,000亿欧元。此外，欧盟日前制定了统一的旅行标准（A common approach to travel measures in the EU），以期改变各国因疫情防控政策不统一而对人员自由流动和经济活动造成的限制和影响。总体来看，新的疫情防控政策和经济救助计划，将更有针对性地处理居民就业和社会保障问题，更加高效地解决疫情防控与经济活动之间的关系，以帮助欧元区经济平稳复苏。

2

政策分析



北京服贸会推动服务贸易发展

9月4日，以“全球服务、互惠共享”为主题的2020年中国国际服务贸易交易会（以下简称“服贸会”）在北京拉开帷幕。服贸会是全球服务贸易领域规模最大的综合性展会和中国服务贸易领域的龙头展会，涵盖运输，旅行，建筑，保险服务，金融服务，电信、计算机和信息服务，知识产权使用费，个人、文化和娱乐服务，维护和维修服务，其他商业服务，加工服务，政府服务等12大服务贸易领域。

2020年，中国国际服务贸易交易会简称由“京交会”更名为“服贸会”，目前已成功举办六届，同中国进出口商品交易会（广交会）、中国国际进口博览会（进博会）一起成为中国对外开放的三大展会平台。本届服贸会是疫情发生以来，我国在线下举办的第一场重大国际经贸活动，整合了北京文博会、旅博会、金博会、冬博会、机器人大会等重要展会和内容，建立“1+8+N”新模式（一个综合展区、8个专题展区和N个功能服务区）。

习近平主席在全球服务贸易峰会上进行致辞⁴，提出三点倡议：

- 一是共同营造开放包容的合作环境。中国将推进服务贸易创新发展试点开放平台建设，继续放宽服务业市场准入，主动扩大优质服务进口，推动多边、区域层面服务规则协调，促进世界经济包容性增长；
- 二是共同开创互利共赢的合作局面。中国将致力于消除数字鸿沟，助推服务贸易数字化进程，拓展特色服务出口基地，发展服务贸易新业态和新模式；
- 三是共同激活创新引领的合作动能。中国将创新服务贸易发展对接，创新合作方式，积极构建政府、组织、商业协会、企业等多样化伙伴关系，支持组建全球服务贸易联盟，形成更多务实合作成果。

服贸会上，中国政府和北京市政府等宣布推出多个重磅举措⁵：

图34 服贸会期间推出的新举措



2020年内将出台**全国版和自贸港版**跨境服务贸易负面清单，加大制度性开放力度



加快建设**服务贸易创新发展试点开放平台、国家服务业扩大开放综合示范区**，拓展各类特色服务出口基地



“北京市服务业扩大开放综合试点”升级为“**国家服务业扩大开放综合示范区**”



北京将设立以**科技创新、服务业开放、数字经济**为主要特征的**自由贸易试验区**



数字贸易等新兴服务贸易发展获得重大支持，北京将着力推进**数字贸易试验区、大数据交易所和数据跨境流动监管**等建设，促进数据要素有序流动

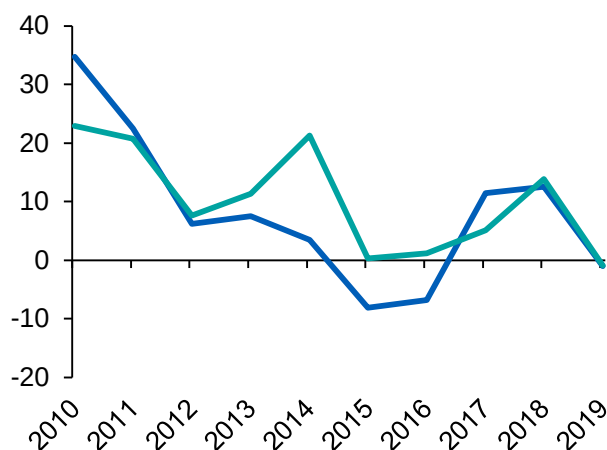
资料来源：毕马威分析

近年来，我国服务贸易主要呈现以下几个特点：

首先，服务贸易发展迅速。随着新科技革命的发展以及我国经济加速转型，现代服务业及数字经济迎来深化发展，服务贸易亦随之高速发展。根据商务部数据，2019年我国服务进出口总额54,152.9亿元人民币，同比增长2.8%⁶，与2001年相比，我国服务进出口总额已翻十倍。2010-2019年10年间，我国服务贸易年均增速10.3%，比同期货物贸易8.2%的增速高了2.1个百分点。

⁴习近平在2020年中国国际服务贸易交易会全球服务贸易峰会上的致辞，商务部，2020年9月，<http://tga.mofcom.gov.cn/article/zyjh/202009/20200902999545.shtml>
⁵了解更多详情，请见“毕马威观察：服贸会圆满落幕，服务贸易精彩继续”，毕马威中国，2020年9月，<https://mp.weixin.qq.com/s/ofgwWJLeJQYuHz0faO9BVQ>
⁶2019年我国服务进出口总体情况，商务部，2020年2月，<https://mp.weixin.qq.com/s/ofgwWJLeJQYuHz0faO9BVQ>

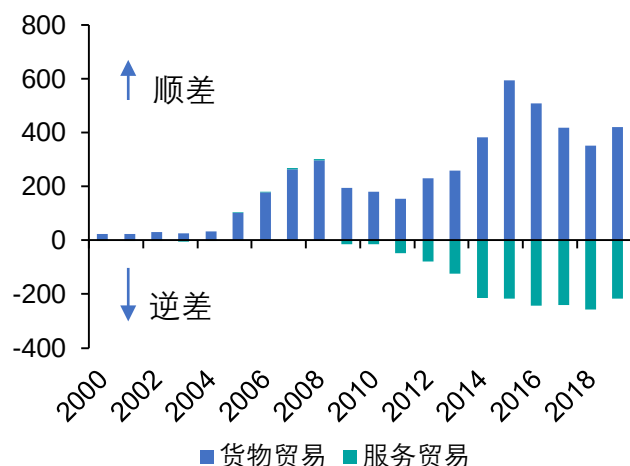
图35 我国货物贸易和服务贸易增速，美元，同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

其次，与货物贸易不同，我国服务贸易存在较大逆差。近年来，我国服务贸易逆差近年总体呈现扩大趋势，是我国整体贸易逆差的主要来源。2018年，我国服务贸易逆差额创新高，达2,582亿美元；2019年服务贸易逆差稍有回落，但也达到2,178亿美元。而根据商务部最新数据，2020年1-8月，受新冠肺炎疫情等因素叠加影响，我国服务出口表现明显好于进口，贸易逆差减少。全年逆差继续收窄趋势有望得到延续。

图36 我国货物贸易和服务贸易差额，十亿美元



数据来源：Wind，毕马威分析

第三，知识密集型服务贸易占比提升。1-8月，知识密集型服务进出口13,173.9亿元，增长8.5%，占服务进出口总额的比重达到44.1%，提升10.1个百分点⁷，知识密集型服务贸易大幅占比提高。对此，商务部副部长王炳南表示，数字贸易一方面能够通过数据流动加强产业间知识和技术要素的共享，引领各产业协同融合，带动传统产业数字化转型并向全球价值链高端延伸；另一方面，数字技术还会带来颠覆性创新，催生大量贸易新业态、新模式。

8月11日，国务院印发了《关于同意全面深化服务贸易创新发展试点的批复》⁸，原则同意商务部提出的《全面深化服务贸易创新发展试点总体方案》⁹。《批复》同意在北京等28个省、市（区域）全面深化服务贸易创新发展试点。全面深化试点期限为3年。《方案》明确提出，大力发展数字贸易，推动产业数字化转型，促进制造业服务业深度融合，推动生产性服务业通过服务外包等方式融入全球价值链。

毕马威分析

毕马威中国政府及公共事务咨询服务合伙人喻莺表示，服务业和服务贸易，高度依赖于人员的自由流动、国际间“来来往往”的商务活动。当前，中国取得新冠肺炎疫情防控的显著成效，而全球经济复苏需要“强心剂”。在这样一个时期，中国高水平组织、高标准谋划，克服重重困难，通过中国国际服务贸易交易会这一重要平台，重启“来来往往”，向国际社会大力度敞开中国市场，也让中国的优质企业、优质技术、优质服务与全球深度交融，有力提振了国内外投资者的信心，助力全球服务贸易重现繁荣、加速经济复苏。

⁷商务部服贸司负责人介绍2020年1-8月服务贸易发展情况，商务部，2020年10月，<http://www.mofcom.gov.cn/article/ae/sjld/202009/20200903005665.shtml>

⁸http://www.gov.cn/zhengce/content/2020-08/11/content_5534081.htm

⁹<http://www.mofcom.gov.cn/article/b/xxfb/202008/20200802992306.shtml>

金控新规正式发布¹⁰

9月13日,《国务院关于实施金融控股公司准入管理的决定》¹¹(以下简称《决定》)正式发布。《决定》明确,非金融企业、自然人等控股或实际控制两个或两个以上不同类型金融机构,并且控股或实际控制的金融机构总资产规模符合要求的,应申请设立金融控股公司。

《决定》还表示,申请设立金融控股公司,应当具备五大条件,其中实缴注册资本额不低于人民币50亿元,且不低于所直接控股金融机构注册资本总和的50%。

在此基础上,央行同日发布《金融控股公司监督管理试行办法》¹²(以下简称《金控办法》),细化了《决定》中金融控股公司准入的条件和程序,进一步明确了监管范围和监管主体。对股东资质条件、资金来源和运用、资本充足性要求、股权结构、公司治理、关联交易、风险管理体系和风险“防火墙”制度等关键环节,提出监管要求。两份文件的出台,意味着我国对金融控股公司的监管正式起步。

非金融企业、自然人及经认可的法人实质控制两个或两个以上不同类型金融机构,并具有以下情形之一的,应当设立金融控股公司:

- 实质控制的金融机构中含商业银行,金融机构的总资产规模不少于5,000亿元的,或金融机构总资产规模少于5,000亿元,但商业银行以外其他类型的金融机构总资产规模不少于1,000亿元或受托管理资产的总规模不少于5,000亿元。
- 实质控制的金融机构不含商业银行,金融机构的总资产规模不少于1,000亿元或受托管理资产的总规模不少于5,000亿元。
- 实质控制的金融机构总资产规模或受托管理资产的总

规模未达到第一项、第二项规定的标准,但中国人民银行按照宏观审慎监管要求,认为需要设立金融控股公司的。

与2019年7月26日《金融控股公司监督管理试行办法(征求意见稿)》¹³(以下简称“征求意见稿”)相比,《金控办法》在吸收了众多反馈意见的基础上,适当放宽了准入条件,同时收紧了部分持续监管要求,主要变化内容如下:

❖ 完善了金控公司监管体系

国务院和央行同时发文,从准入管理以及金融监管两个层级规范金控公司,体现了金控公司强监管的决心和力度,为防范系统性金融风险奠定了制度基础。

❖ 明确了联合监管和信息共享机制

《金控办法》将金融控股公司作为一个整体进行监管,明确由央行会同相关部门建立金融控股公司监管跨部门联合机制,各类监管机构按照金融监管职责分工对金融公司实施监管,加强统筹监管,补齐监管短板。

❖ 完善了控股股东、实际控制人的范围

《金控办法》明确金控公司实控主体包括“境内非金融企业、自然人以及经认可的法人”,新增了“经认可的法人”,将财政部门等纳入认可范围。

❖ 对金融控股公司股东进行差异化管理

《金控办法》新增对于主要股东的准入条件,在对控股股东和实际控制人强管控的基础上,对于主要股东的财务条件相比征求意见稿有所放宽,从“最近三个会计年度连续盈利”调整为“最近两个会计年度连续盈利”,并豁免新设金融控股公司成为金融机构股东的部分资质条件。

¹⁰了解更多详情,请见“论‘道’金控|金控新规正式发布落地”,毕马威中国,2020年9月,

https://mp.weixin.qq.com/s/lmMvvBhDF_fXzXR4_ugJRQ

¹¹http://www.gov.cn/zhengce/content/2020-09/13/content_5543127.htm

¹²<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4092987/index.html>

¹³http://www.gov.cn/hudong/2019-07/26/content_5415624.htm

❖ 设立明确的行政许可

《金控办法》明确央行对于金控公司设立的行政许可权，凭许可证进行工商登记，严禁未获许可的公司使用“金融控股”字样，体现了金融业是特许经营行业和依法准入的监管理念。

❖ 延长了符合条件的公司的申请时限

《金控办法》明确将符合条件的金控公司申请时限延长至“12个月”，并明确了央行的批准时限，给予与监管要求有一定差距的金控公司一定的时间按照金控公司管理要求进行调整和优化。

❖ 进一步明确了公司治理的相关要求

《金控办法》完善了金控公司及所控股机构法人三个层级的要求，金控公司董监高任职资格由人民银行规定，同时明确金控公司不得干预所控股机构独立自主经营的情况，以保护客户权益为前提开展集团内信息共享。

❖ 提高了对违规行为的处罚力度

《金控办法》明确了金控公司发起人、控股股东、实际控制人及金控公司违反管理办法的处罚规定，按照违法所得的1-5倍/10倍进行处罚，大大提升了经济处罚的上限。

毕马威分析

金融是我国经济发展的重要产业支撑，金控新规的出台，从源头上对金控公司进行规范，有利于促进各类金融机构有序竞争、良性发展。同时更能有力地、更深层次地推动金融与实体经济融合，更好地服务实体经济。

集成电路软件产业 优惠政策升级

8月4日，国务院公开了《关于印发新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展若干政策的通知》¹⁴（下称《通知》），为进一步优化集成电路产业和软件产业发展环境，深化产业国际合作，提升产业创新能力和发展质量，从财税、投融资、研发、进出口、人才、知识产权、市场应用、国际合作等八方面，给予集成电路和软件产业40条政策以支持集成电路和软件产业发展。

在八个方面的支持政策中，财税支持被放在系列支持政策之首。《通知》在财税支持政策上共有8条，受益对象包括集成电路生产、设计、装备、材料、封装、测试企业和软件企业，涉及减免税种包括企业所得税、增值税、进口环节增值税、关税。

表1 集成电路软件产业企业所得税优惠政策

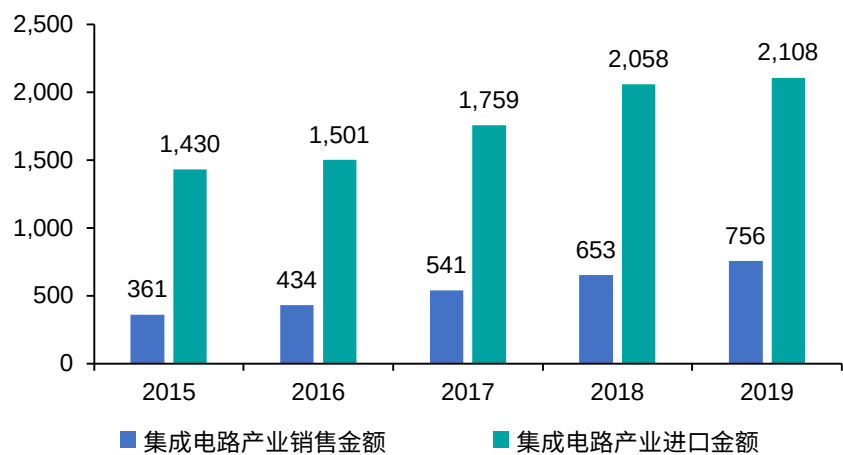
企业类型类别	优惠政策
集成电路生产企业	- 线宽小于28纳米（含），且经营期超过15年：第一年至第十年免征企业所得税 - 线宽小于65纳米（含），且经营期超过15年：第一年至第五年免征企业所得税，第六年至第十年按照25%的法定税率减半征收企业所得税 - 线宽小于130纳米（含），且经营期超过10年：第一年至第二年免征企业所得税，第三年至第五年按照25%的法定税率减半征收企业所得税 - 小于130纳米（含）的企业纳税年度发生的亏损准予向以后年度结转，总结转年限最长不得超过10年。
集成电路设计、装备、材料、封装、测试企业和软件企业	第一年至第二年免征企业所得税，第三年至第五年按照25%的法定税率减半征收企业所得税
重点集成电路设计企业和软件企业	第一年至第五年免征企业所得税，接续年度减按10%的税率征收企业所得税

资料来源：国家税务总局，毕马威分析

¹⁴http://www.gov.cn/zhengce/content/2020-08/04/content_5532370.htm

集成电路产业是信息技术产业的核心，是引领新一轮科技革命和产业变革的关键力量、是支撑经济社会发展和保障国家安全的战略性、基础性和先导性产业。目前，我国集成电路产业和软件产业正处在关键发展时期。根据Wind数据，2019年，我国集成电路产业销售额为7,562.3亿元¹⁵，同比增长15.8%。但是，伴随着集成电路产业规模扩大的同时，我国集成电路进口增速出现同步高速增长态势。2019年，我国集成电路产业进口额达21,079.5亿元，是我国集成电路产业销售额的2.79倍，进口依赖程度较高。与我国巨大且快速增长的国内市场相比，我国集成电路产业发展迅速但却难以满足内需要求，集成电路发展迫在眉睫。

图37 我国集成电路产业销售、进口金额对比，十亿元



数据来源：Wind，毕马威分析

毕马威分析

《通知》提出，聚焦高端芯片、集成电路装备和工艺技术、集成电路关键材料、集成电路设计工具、基础软件、工业软件、应用软件的关键核心技术研发，不断探索构建社会主义市场经济条件下关键核心技术攻关新型举国体制。目前，我国集成电路与软件产业面临着贸易摩擦升级、地缘政治冲突加剧、新冠疫情持续的复杂新时期形势。《通知》的发布体现了我国大力培育集成电路、软件两大产业的决心，进一步凸显了集成电路和软件产业的价值及作用；将有力推动集成电路产业和软件产业走向优质化、产业化、市场化、国际化，对我国科技创新进一步融入国际规则体系、高端技术领域竞争力的提升具有巨大推动作用。

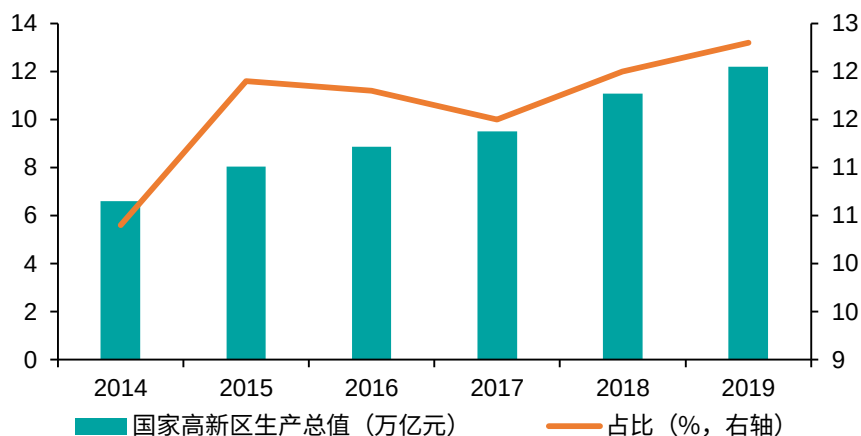
¹⁵该指标为中国境内的内资、合资、外资企业面向国内市场和国际市场的集成电路销售额。

推进国家高新区高质量发展

7月17日，国务院印发《关于促进国家高新技术产业开发区高质量发展的若干意见》¹⁶（下称《意见》）。《意见》提出，目标到2025年，国家高新区布局更加优化，高新技术产业体系基本形成，涌现一批具有国际竞争力的创新型企业 and 产业集群，建成若干具有世界影响力的高科技园区和一批创新型特色园区；到2035年，建成一大批具有全球影响力的高科技园区，主要产业进入全球价值链中高端，实现园区治理体系和治理能力现代化。

建立国家高新技术产业开发区，是党中央、国务院为发展我国高新技术产业、调整产业结构、推动传统产业改造、增强国际竞争力作出的重大战略部署。多年来，国家高新区以创新为动力，以改革促发展，已经成为我国高新技术产业产业化成果丰硕、高新技术企业集中、民营科技企业活跃、创新创业氛围浓厚、金融资源关注并进入的区域，在我国社会主义现代化建设中起到了良好的示范、引领和带动作用。根据科技部数据，2019年国家高新区的GDP占全国GDP的12.3%、税收占全国的11.8%，已成为国家整体经济重要战略支撑和新的增长点¹⁷。

图38 国家高新区实现GDP



数据来源：公开资料，毕马威分析

1985年，党中央作出科技体制改革的决定，推动科技与经济结合，鼓励科技人员创办企业，并在有条件的地方建设科技园区。1988年5月，国务院批准建立第一个国家高新区——北京市新技术产业开发试验区，即中关村科技园的前身，拉开了我国建设国家高新区的序幕。30多年来，我国国家高新区的发展质量明显提高，到2019年，我国国家高新区数量已达169家¹⁸。

¹⁶http://www.gov.cn/zhengce/content/2020-07/17/content_5527765.htm

¹⁷国家高新区成经济增长点，国务院，2020年7月，http://www.gov.cn/xinwen/2020-07/24/content_5529638.htm

¹⁸国家高新区名录，科技部，<http://www.most.gov.cn/gxjcykfq/index.htm>

图39 国家高新区地区分布



资料来源：科技部，毕马威分析

《意见》从提升自主创新能力、激发企业活力、产业高端发展、开放创新和高质量发展环境5个方面，提出16条国家高新区高质量发展的重点举措。同时提出，要将国家高新区成为创新驱动发展的示范区和高质量发展的先行区，对高新区赋予了新使命和新定位。此外，《意见》明确了国家高新区在国家新一轮战略布局中的位置，国家高新区的战略地位得到一定程度的提升。科技部副部长徐南平用三个关键词形容国家高新区在国家发展的地位：这三个关键词就是三个高地，分别是创新高地、产业高地以及人才高地¹⁹。

作为创新高地，2019年国家高新区的企业研发支出是8,259亿元，占全国企业研发支出的50%。高新区研发支出占生产总值比例达到6.8%，是全国平均水平的3.1倍。2019年国家高新区发明专利的授权量占全国的37.5%。PCT国际专利申请量占全国44.7%。每1万人从业人员拥有有效发明专利388件，是全国平均水平的11.3倍。

作为产业高地，国家高新区集聚了国家高新区企业8.1万家，占全国的35.9%。其中科技型中小企业5.1万家，占全国的33.6%。共有国内外上市企业1,476家。

作为人才高地，国家高新区从业人员约为2,213万人，其中大专学历占到59%，本科以上学历占到38%，每万名从业人员中有800多名研发人员，是全国平均水平的13.8倍。

毕马威分析

全球新一轮科技革命和产业变革蓄势待发，新经济已成为当前引领全球经济复苏的重要增长点。而我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，国家对转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的要求愈加迫切。在此背景下，《意见》的出台能有力地助推国家科技创新发展，引领区域经济发展。新业态、新产业的培育展有望得到进一步的发展，从而能更好地优化产业结构，加快建设现代化经济体系。

¹⁹赋予国家高新区新使命和新定位，国务院，2020年7月，http://www.gov.cn/zhengce/2020-07/24/content_5534515.htm

中欧正式签署 《中欧地理标志协定》

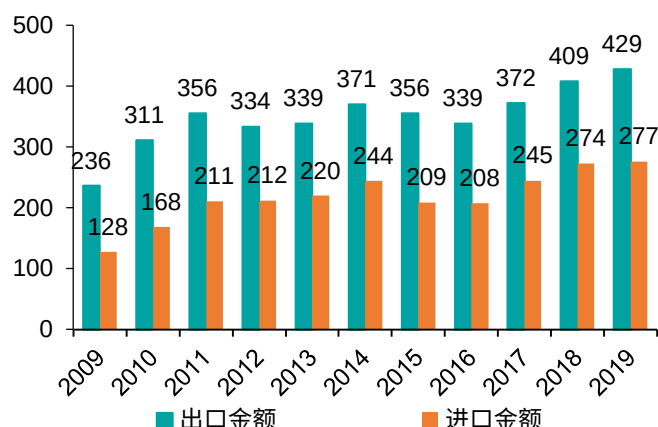
9月14日，中国与欧盟举行领导人高峰会谈，双方正式签署《中欧地理标志协定》。该协议自2011年启动谈判，共历时8年。2019年11月6日，在国家主席习近平和法国总统马克龙的见证下，中国商务部部长钟山与欧盟农业委员霍根共同签署了《关于结束中华人民共和国政府与欧洲联盟标志保护与合作协定谈判的联合声明》，宣布中欧地理标志保护与合作协定谈判结束，为协定的正式签署奠定了基础。

内容和意义

中欧地理协定是中国与欧盟理事会签订的一项关于地理标志保护双边协定，旨在为双方的地理标志商品提供高水平的保护，有效阻止假冒伪劣，使双方消费者都能使用上货真价实的高品质商品。

目前，协定已公布了首批中国的100个欧洲地理标志和欧盟的100个中国地理标志。其中，安吉白茶、烟台苹果、赣南脐橙等一些中国明星产品将获得欧盟的保护，有效防止仿冒等侵权行为。同时，爱尔兰威士忌、巴伐利亚啤酒、波兰伏特加、帕尔玛火腿等欧盟优质特色产品也将在协议保护下进入中国市场²⁰。

图40 中国对欧盟进出口贸易金额，十亿美元



数据来源：Wind，毕马威分析

²⁰资料来源：《中欧地理标志协定》，2020年7月，
<https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-8361-2020-INIT/en/pdf>

作为中国对外商签的第一个全面、高水平的地理标志保护双边协定，该协定对进一步深化中欧互利合作，巩固中欧全面战略伙伴关系，增强双边政治沟通具有重要影响。

2019年，中国对欧盟出口4,287亿美元，占中国出口总额的17.1%，主要包括机械设备等工业制品，以及服装鞋帽等纺织品。当前中国已经成为欧盟第一大进口来源地，占其进口总额的20.3%。地理协定的正式签署，将进一步提高中国产品在欧盟市场上的认可度，从而推动相关产品对欧出口。在深化中欧贸易关系，促进两国的农业、食品行业发展方面，该协定具有重要意义。中欧贸易关系的加强也会助推双方的优质产品在国际范围内的循环与流动。

中欧投资协定

此次会晤的另一个重要成果是中欧双方领导人重申将加快中欧投资协定谈判，实现年内完成谈判的目标。

改革开放以来，中国和欧盟各成员国之间（不包括爱尔兰）已经先后签订了国家间的双边投资促进和保护协定。但2009年《里斯本条约》生效后，外商直接投资正式纳入欧盟共同贸易范畴，成为欧盟专属权限。由于欧盟法令高于国家法令，因此已签订的双边投资协定的法律效力受到影响，欧盟整体需要与中国订立统一的双边投资协定。

此外，之前的双边协定大多签订于我国经济发展初期，旨在单方面保护外资注入，极少针对中国对外投资给予保护。而2019年中国对外直接投资存量已达2.2万亿美元，占全球总存量的6.4%，我国已经成为推动世界跨国直接投资增长的主要动力，也需要同欧盟订立新的投资协定，为中资企业“走出去”创造良好的制度环境。

中欧投资协定的核心内容涉及市场准入、投资保护、投资监管、可持续运营发展四个方面。当前双方谈判仍存在难点。首先，欧盟希望拓展双边投资开放领域，但介于双方在金融服务、电信、交通、医疗等众多行业存在发展差距，中欧在对等开放原则上存在分歧。其次，欧盟认为我国国有企业享有政策优惠，希望在投资协定中能够规范国有企业经营，进一步优化营商环境，鼓励公平竞争。此外，中欧之间在投资争端解决模式的选择上也不存在不确定性。当前我国在国际投资领域主要采用“投资者-国家争端解决机制”（Investor-State Dispute Settlement，以下简称ISDS），旨在解决外国投资者与进驻国政府之间因投资关系而产生的争端。但由于ISDS并未考虑东道国规制权；仲裁程序的透明度有限；以及仲裁员的中立性存疑，欧盟提出设立“投资法院”，以确保中欧投资争端审判的公正性。而“投资法院”能否有效执行；是否会偏向欧盟企业利益，中欧双方在该问题上仍需进一步沟通。

中欧投资协定前景

欧盟对华投资长期发展趋势稳定。2018年全年，欧盟对华实际直接投资额达到104.2亿美元，占全部来华外商直接投资总额的7.5%。而中国对欧盟投资88.7亿美元，占中国对外直接投资总额的6.2%。中欧双方在投资方面潜力巨大，中欧加强投资合作有利于构建开放的经济秩序、进一步推动全球贸易自由化，也是对以WTO为代表的多边贸易体系的升级。

自2013年开始，欧盟和中国针对投资协定共举行31轮谈判，历时近7年。中欧双方目前在核心焦点议题的谈判上已取得实质性进展。资料显示，2020年中欧投资协定谈

判举行了6次，前5次双方围绕文本和负面清单谈判取得了积极进展。7月20-24日举行的第31轮谈判，双方在公平竞争环境的相关议题方面取得了重大进展。欧盟在市场准入方面重申要求中国进一步开放电信和计算机行业、卫生、生物技术和新能源汽车等市场²¹。

疫情期间，欧洲各国多次向中国捐赠抗疫物资，当疫情在欧洲蔓延后，中国也第一时间募集物资、派遣专家，深入意大利、西班牙等重点疫区协助抗疫。中欧之间的合作不断加强，对投资协定的谈判具有积极影响。

欧盟一直关注中欧投资协定中对知识产权和生产经验的有效保护。《中欧地理标志协定》的签订，显示出中国对知识产权保护方面的诚意与实质进展。另外，中国欧盟商会针对在华欧洲企业所涉及的34个行业提出800余项优化营商环境的建议，以推动市场准入的改善，为欧洲在华企业争取公平的竞争环境，一定程度上也将对中欧投资协定的尽快达成起到积极作用。

²¹ 了解有关中欧投资协定第31轮谈判的更多详情，请参考 <https://trade.ec.europa.eu/doclib/press/index.cfm?id=2174>

3

专题研究： 如何推动 双循环的 新发展格局



双循环提出的背景

2020年新冠肺炎疫情的爆发，给世界发展造成了冲击，贸易和投资下降，地方保护主义抬头，全球经济面临“大萧条”以来最严重的挑战。同时由于全球产业链的高度分工和相互依赖，疫情对国际化生产也带来了显著影响。尽管中美在1月中旬签署了第一阶段经贸协定，但美方继续在经贸、科技等领域对华施压。这些都使得中国面临的国际环境发生了深刻而长期的变化。

近年来我国经济结构亦发生了明显的变化，消费对经济增长的贡献率逐年上升，而外贸依存度不断下滑。为应对内外部风险与挑战，5月14日，中共中央政治局常委会提出“双循环”新发展格局的战略决策：要充分发挥我国超大规模市场优势和内需潜力，构建国内国际双循环相互促进的新发展格局。随后高层决策者立足于我国中长期经济发展，进一步提出构建完整的内需体系，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。

图41 “双循环”发展格局的提出时间、要点



来源：公开信息，毕马威分析²²

²²请参见《打造三个“上升循环，促进”双循环发展格局》，毕马威中国，2020年8月
<https://mp.weixin.qq.com/s/smgKm1bxekYtb4Henw1Yig>

打造国内大循环

打造国内大循环，可以重点以消费、投资两个方面入手，发挥超大规模市场优势和国内需求潜力。

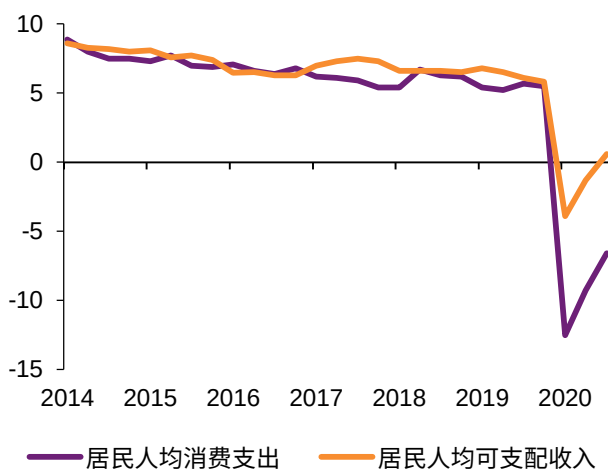
拉动消费

上半年受疫情防控等因素影响，我国经济在需求端的修复慢于生产端，消费活动依然处于缓慢修复阶段。构建完整的内需体系，推动消费必不可少。我们认为拉动消费可以重点从以下六个方面入手：

■ 提升居民收入

收入是消费的基础，由于对未来经济预期的不确定性和实际收入的下降导致居民储蓄增加，支出减少是疫情以来消费需求维持低迷的主要原因。最新数据显示，前三季度全国居民人均可支配收入实际同比增长0.6%，较去年同期下降5.5个百分点；全国居民消费支出同比下滑6.6个百分点；社会消费品零售总额前三季度累计同比亦下降7.2%。

图42 全国居民消费支出和人均可支配收入，累计实际同比，%

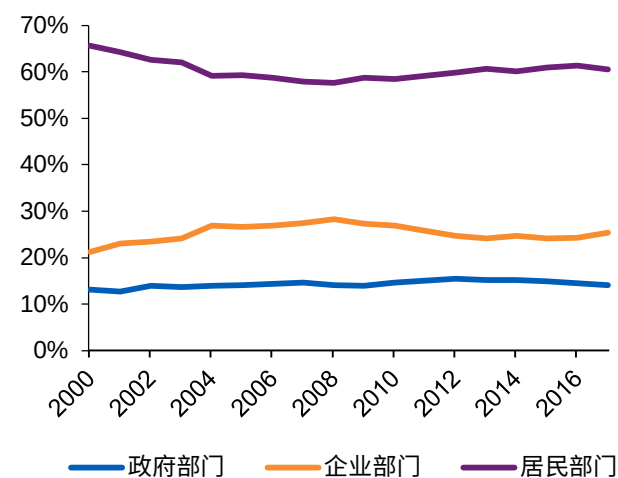


数据来源：Wind，毕马威分析

确保居民收入的关键在于稳定就业。尽管当前经济复苏形势向好，但中小企业生产经营依然面临不小的困难，重点群体失业率仍然偏高。作为“六稳”和“六保”工作中最为重要的任务，政府要继续加大对中小企业的纾困力度，落实稳企业保就业的各项政策，减轻企业经营税费负担，修复中小企业经营者信心。只有解决重点群体就业问题，才能够逐步修复消费者对经济前景的信心。

此外，在收入分配上，要让国民收入更多流向居民部门。尽管近年来居民部门占初次分配的比重小幅回升，但2017年（最新可得数据）居民部门占国民收入比例为60.6%，虽然较2008年57.6%的阶段低点有所回升，但仍明显低于2000年65.7%的水平。

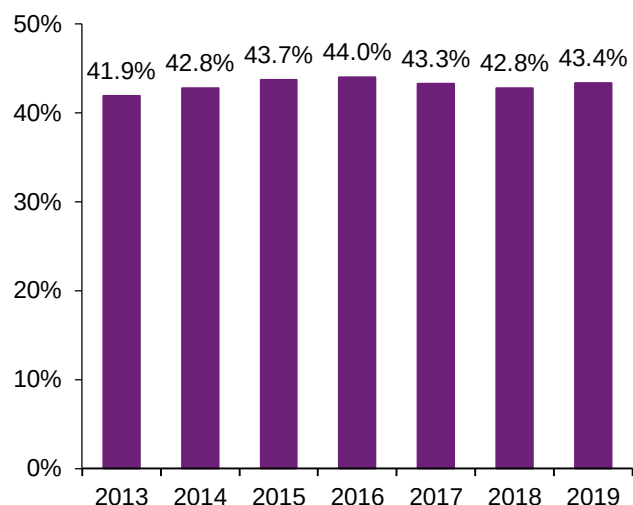
图43 国民收入初次分配占比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

收入的再分配通过税收和社会保障制度等手段，可以对初次分配的不平衡做出调整。从再分配角度来看，2019年中国人均居民可支配收入约为3万元，占人均GDP的比重为43.4%，再分配也未明显改善居民部门在国民收入分配中的比重。提高初次分配中居民收入比例、改革个人所得税和社保征收方法、扩大社会保险福利规模等措施，有助于提高居民可支配收入，促进居民消费增长，发挥我国超大规模市场优势。

图44 居民人均可支配收入占人均GDP的比重，%



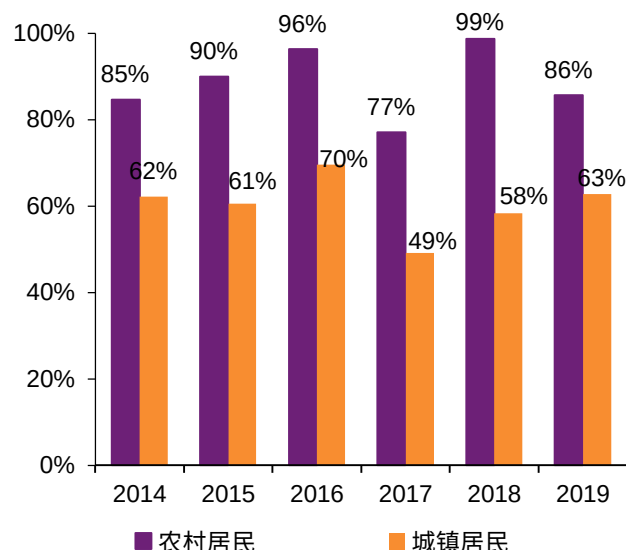
数据来源：Wind，毕马威分析

■ 关注农村和低收入群体

经济数据表明，低收入群体的边际消费倾向较高。例如，过去5年，农村居民可支配收入每提升100元人民币，消费支出平均增长90元。相比之下，城镇居民的消费支出增加只有60元。但同时，疫情对低收入群体和自由职业群体的影响较大。我国当前有6亿人月收入在1,000元左右，这些人群主要集中在农村。统计局数据显示，前三季度农民外出务工人员较去年同期减少了380多万人，同比下降2.1%。因此，适当加大对农村地区 and 困难家庭的救济和帮助，不但可以防止因疫情致贫返贫现象发生，避免贫富差距进一步分化，将促进消费也具有事半功倍的效果。

为应对消费下行，各地政府纷纷出台消费券促进消费，激发市场需求。通过发放电子消费券等方式，提高了消费券的发放效率和跟踪评估。与此同时也需要注意的，一部分低收入家庭和特殊困难群体缺乏电子设备和知识政府可以考虑扩大发放规模，并有针对性的对受疫情冲击较大的行业和商家进行定向扶持，同时要加强对困难群体的精准识别，加大现金补贴发放力度，确保低收入家庭民生问题得到保障。

图45 全国居民边际消费倾向



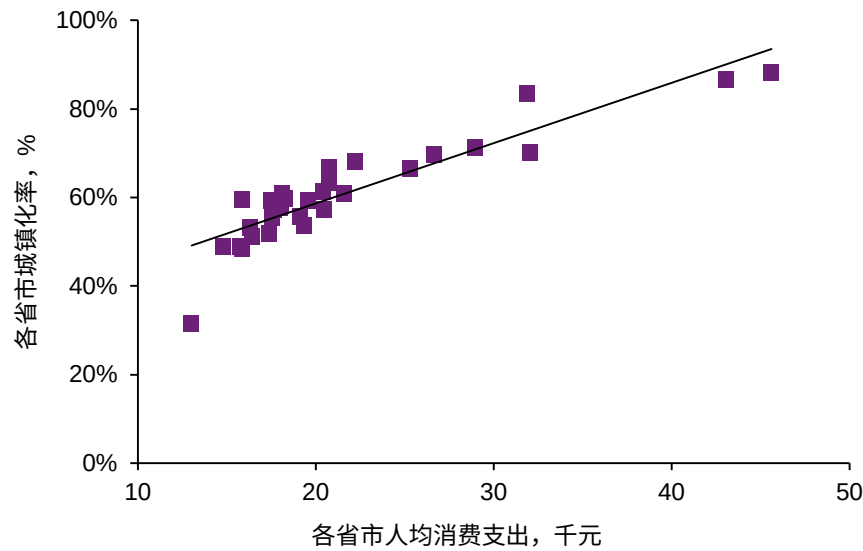
数据来源：Wind，毕马威分析

■ 加速城镇化和户籍制度改革

城镇化率和消费存在着正相关的关系（图46）。城镇化率高的地区通常经济更加发达，人均收入更好，也带动了消费。相比其他发达国家城镇化率超过70%，我国当前的城镇化水平仍然较低，截至2019年，我国常住人口城镇化率为60%左右。未来仍需要加快城镇化的建设，促进消费需求增长。

特别值得注意的是，2019年我国户籍人口城镇化率只有44%。尽管当前已基本实现《国家新型城镇化规划（2014—2020年）》中所提到的在2020年户籍人口城镇化率接近45%的目标，但户籍人口与常住人口城镇化率仍相差16个百分点，约2.2亿人口并未实现真正意义上的落户。

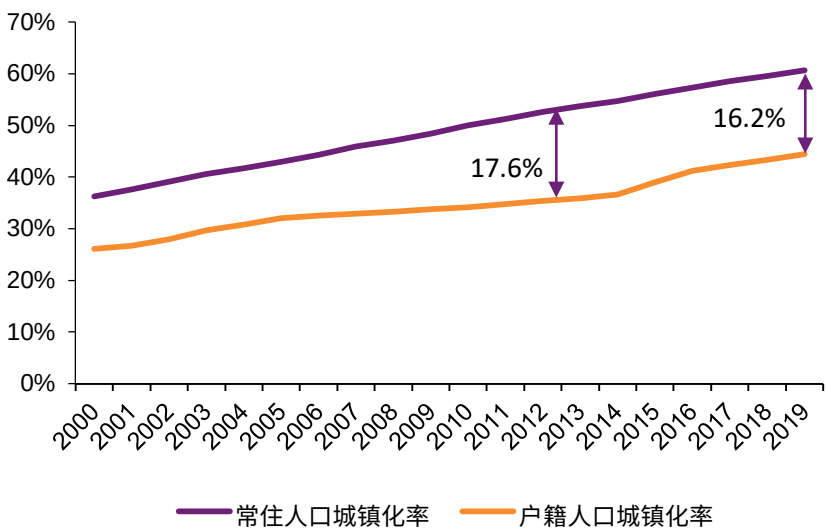
图46 2019年各省市城镇化率与人均消费支出



数据来源：Wind，毕马威分析

近年来区域城镇化的快速发展使城市基础设施和公共服务有了很大的改善，但大多数移动人口由于缺乏户籍，很难真正融入进当地城市社会发展。我们认为，在加速城镇化建设的同时，应大力推进户籍制度改革，使更多的进城务工人员及其家人可以在城市享受教育、医疗、养老、保障性住房等方面的基础设施和社会保障，从而消除劳动力在城市间合理流动的顾虑，并进一步释放城市群的消费潜力。

图47 常住人口城镇化率和户籍人口城镇化率，%

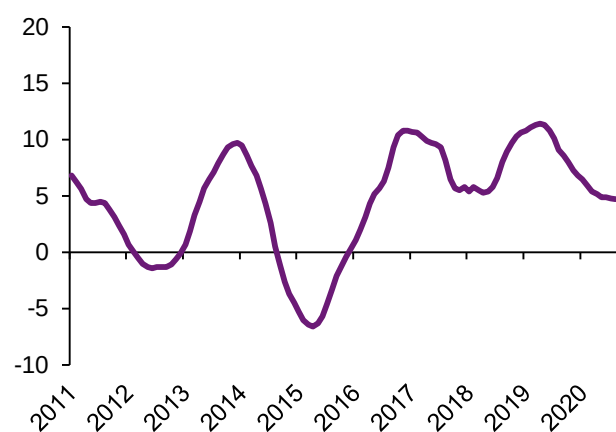


数据来源：Wind，毕马威分析

■ 坚持“房住不炒”

近期的政治局经济工作会议再次强调“房住不炒”，中央控制房价快速上涨、保持房地产市场平稳发展的决心显而易见。稳定的房价将在一定程度上释放中低收入人群的部分可支配收入，引导居民稳步提升生活质量，优化消费结构，从而促进国内消费经济，畅通国内大循环，为我国经济发展增添动力。

图48 70个大中城市新建商品住宅价格指数，当月同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

■ 鼓励科技推动新消费

疫情对很多行业带来冲击的同时，也为新经济，尤其是数字经济的发展带来了新的机遇。我国目前实物商品线上销售已经占全部销售的1/4，线上看房、线上教育、线上问诊、直播电商等新型消费形态也获得了新的发展机遇。上半年，电商直播超1,000万场，活跃主播数超40万，观看人次超500亿，上架商品数超2,000万。直播场景越来越丰富多样，并带动了国货品牌的崛起。

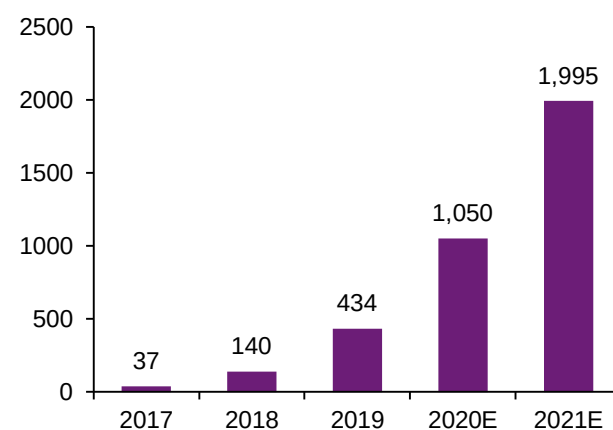
9月21日，国务院发布《关于以新业态新模式引领新型消费加快发展的意见》。意见提出将着力补齐新型消费短板、引导新一代信息技术与更多的消费领域融合；破除体制机制障碍，进一步营造良好的消费环境；激发市场主体活力，促进线上线下消费深度融合。我们认为，政府的一系列措施将促进新型消费快速发展，实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重在未来将得到

显著提升。发展数字经济带动的新型消费对拉动内需具有重要作用。

■ 引导境外消费回流

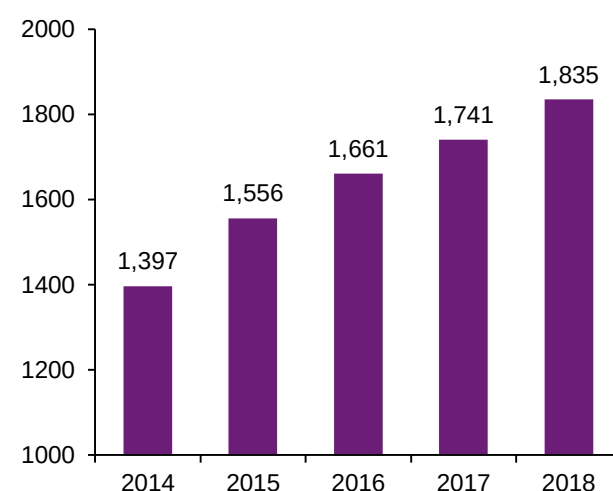
随着新冠肺炎疫情在海外持续蔓延，我国居民一些海外消费，如跨国旅游、购物、游学等正在减缓。根据联合国世界旅游组织数据，2018年我国境外旅游消费支出高达1.8万亿元。当前如海南自贸港的免税政策、自贸区、跨境电商综合试验区的建立、免税牌照进一步开放等措施，有利于吸引这部分境外消费回流。

图49 2017-2021年直播电商市场规模，十亿元



数据来源：国家统计局，中消协，阿里研究院，毕马威分析²³

图50 我国境外旅游消费支出，十亿元



数据来源：联合国世界旅游组织，国家统计局，毕马威分析

²³请参见《迈向万亿市场的直播电商》，毕马威中国、阿里研究院，2020年10月，<https://home.kpmg/cn/zh/home/insights/2020/10/live-streaming-e-commerce-towards-trillion-market.html>

今年7月1日，海南离岛免税政策得到了2011年实施以来力度最大的调整。购物额度从每年每人3万元提高至10万元，取消单件商品8,000元免税限额，并新增了手机、平板电脑等7类消费者青睐的商品。从7月1日至9月30日，海南离岛免税购物金额达到86.1亿元，同比增长227.5%；购物人数129万人次，同比增长62%²⁴。

有效投资

如果说消费对未来经济发展起到了基础作用，是经济发展的压舱石，那有效投资则可以起到拉动经济的关键作用。推动重点领域、关键环节的有效投资，对建立国内大循环具有重要的作用。可以从以下四个方面重点入手：

■ 加速新基建投资

近期召开的国务院常务会议提出要加快地方政府专项债的发行和使用，支持“两新一重”建设、公共卫生设施建设。随着财政收入增速回升，专项债和国债资金逐步到位，下半年财政政策将进一步发力，优化公共投资结构，提高资金使用效率。在疫情防控常态化的情况下，新基建、新型城镇化领域将成为政府稳投资的重要抓手。

疫情期间，大数据和AI分析等高新科技在我国疫情防控和复工复产过程中发挥了重要作用。我们认为，通过5G基站、人工智能、大数据中心等新型基础设施的建设，能够扩大政府有效投资，同时助力我国数字产业化、

产业数字化的发展，带动社会智能升级。中国信通院报告²⁵显示，2020-2025年，预计我国5G网络总投资额在0.9-1.5万亿元，同期电信企业5G业务收入累计将达到1.9万亿元。这期间5G商用将直接带动经济总产出10.6万亿元，间接带动经济总产出24.8万亿元。5G还将直接创造超过300万个就业岗位，增加更多的新型信息服务就业机会。

■ 推动新型城镇化

以中心城市和城市群为特点的新型城镇化是我国未来的重要局域发展战略。2019年，我国五大城市群以不到13%的国土面积集聚了46%的人口，并创造了近60%的国内生产总值，区域中心城市和城市群已经成为带动我国产业升级，吸引外商投资，经济快速增长，以及开展国际经贸合作的主要平台。同时，2019年五大城市群的人均GDP已达1.35万美元，高于全国平均水平的1.03万美元。

在《2020年新型城镇化建设和城乡融合发展任务》²⁶中，发改委提出要改革城市建设投融资机制，支持符合条件的企业发行企业债券，鼓励金融机构对相关项目的授信力度和投放规模，完善与新型城镇化建设相匹配的投融资工具。与此同时，公募基础设施REITs试点也正式启动，这是我国资本市场的又一重大改革举措，也将为我国基础设施建设注入新的活力。

表2 五大城市群规模一览

	京津冀城市群	长三角城市群	粤港澳大湾区	长江中游城市群	成渝城市群	五大城市群汇总	全国
面积（千平方公里）	225	355	56	326	240	1,203	9,600
人口（百万）	116	227	73	126	101	643	1,400
人口密度（人口/平方公里）	517	640	1,287	388	420	535	146
GDP（十亿美元）	1,254	3,439	1,682	1,332	943	8,651	14,974
人均GDP（美元）	10,781	15,141	23,153	10,537	9,364	13,448	10,259

数据来源：各省市国民经济和社会发展统计公报，毕马威分析

²⁴海南离岛免税购物火爆引境外消费回流，新华社，2020年10月7日，http://www.xinhuanet.com/local/2020-10/07/c_1126579602.htm

²⁵《5G产业经济贡献》，中国信息通信研究院，2019年3月，http://www.caict.ac.cn/kxyj/caictgd/201903/t20190305_195539.htm

²⁶《2020年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务》，国家发展和改革委员会，2020年4月，https://www.ndrc.gov.cn/xxgk/zcfb/tz/202004/t20200409_1225431.html

可以看到，加强新型城镇化的建设亦是政府扩大有效投资，撬动内需杠杆效应的重要抓手。通过城市老旧小区改造，完善托育、养老等社区服务配套，健全市政公用设施，补齐公共卫生设施短板，切实提升群众生活品质，扩大居民生活性服务需求。通过加强城际轨道交通建设，打通“断头路”，拓宽“瓶颈路”，形成多层次轨道交通，疏通城市群间资本、劳动力的流动与集聚，提高要素市场化配置效率，形成规模化产业基地，进而带动城市群的就业和居民收入水平的提升，畅通国内大循环。

■ 提升基础科技研发

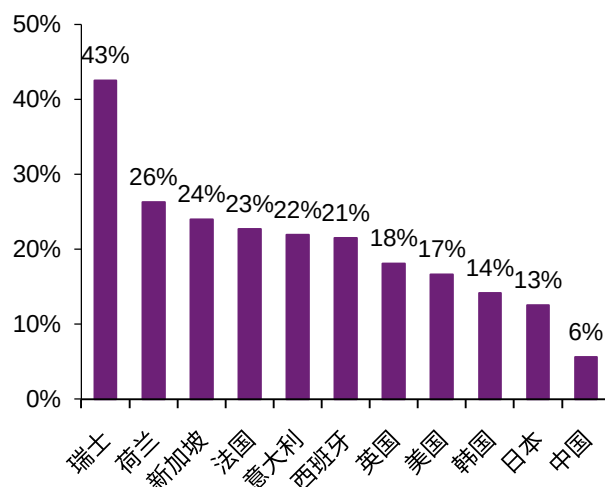
我国的工业体系完整，产业链基础深厚，基础设施成熟，并拥有大量高素质劳动力，使得我国在国际产业链分工中具有一定优势。但是，我们也要看到，由于基础研发投入的不足，当前我国仍处于全球产业链的中下游，很多上游产品研发、关键零部件领域还严重依赖进口，如半导体原材料和零部件，航空动力系统，高端数控机床等。由于当前地缘政治风险加大，这些关键零部件的缺失或将影响我国产业链和供应链的稳定性，阻碍工业生产、先进制造业和现代化服务业的长期发展。

2019年我国研发经费投入总量近2.2万亿元，稳居全球第二，占GDP的比重为2.2%；从投入结构来看，试验发展经费占研发经费总量比重大于80%，而基础研究经费仅为1,335亿元，占比为6%，较美欧日韩等发达经济体仍有较大差距。面对疫情下的全球产业链重构，我国应加强基础学科的研发投入，集中优质资源，攻关核心技术；同时提升科学创新的转化能力，通过再造基础产业链，实现上游关键零部件的本土研发生产，切实提升我国在科技创新，智能制造上的竞争力，推动产业链高质量长期稳定发展。

■ 鼓励民间投资发展

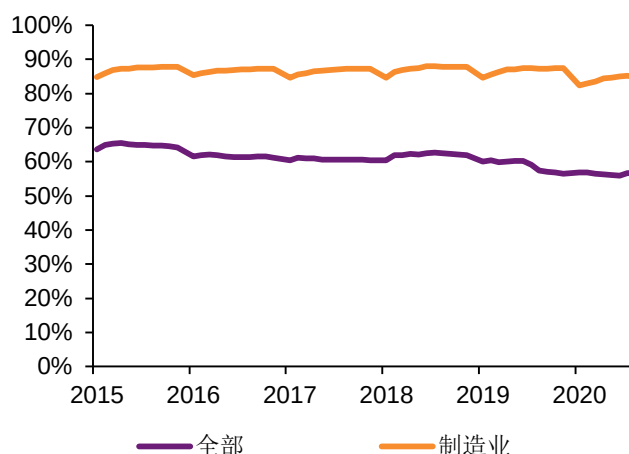
在经历了今年一季度疫情的冲击后，我国固定资产投资从二季度开始正稳步恢复，截至9月末，累计同比增速年内首次由负转正。值得注意的是，制造业投资修复仍慢于房地产和基建领域。除去因出口利好的医药行业和计算机电子设备行业，以及房地产施工相关的黑色冶炼加工，石油煤炭加工行业，其他行业制造业投资尚未恢复到去年同期水平，而制造业固定资产投资中约有85%来自民间投资。我们认为，稳定中国经济长期向好的预期；切实解决企业融资难、融资贵的问题；激发民间投资积极性是制造业投资复苏的关键。

图51 全球主要经济体基础研究经费占研发经费投入总量的比重，%



数据来源：OECD，毕马威分析

图52 民间占固定资产投资比重，%



数据来源：Wind，毕马威分析

民企早已成为我国经济的重要力量。全国有50%以上的税收、60%以上的国内生产总值、70%以上的技术创新、80%以上的城镇就业，以及90%以上的企业数量是由民企创造的，但民企贷款额度占全国银行贷款总额比例较低。政府应继续加大对民营企业的政策支持力度，通过营造公平竞争的市场环境，推进要素市场化改革，提高资源的配置效率；同时采取更为适度精准的措施，使资金直达实体经济。

推动国际大循环

在加强内循环的同时，外贸和外资对我国经济发展同样具有不可或缺的作用。打通内外双循环的新经济发展格局是我国未来发展的关键。当前疫情在世界各地蔓延，各国经济收缩，全球贸易和投资均进入减速阶段，海外需求大幅减少。我国应继续发挥制造业产能供给优势，稳定出口；积极推进区域经贸协议制定，提高国际合作环境；扩大对外投资，加强“一带一路”建设；继续创造优质的营商环境，充分利用外资；加大落实金融市场开放，助力国内科技创新、经济转型和产业升级，形成国内国际相互促进的新发展格局。

引进来

■ 优化营商环境吸引外商直接投资

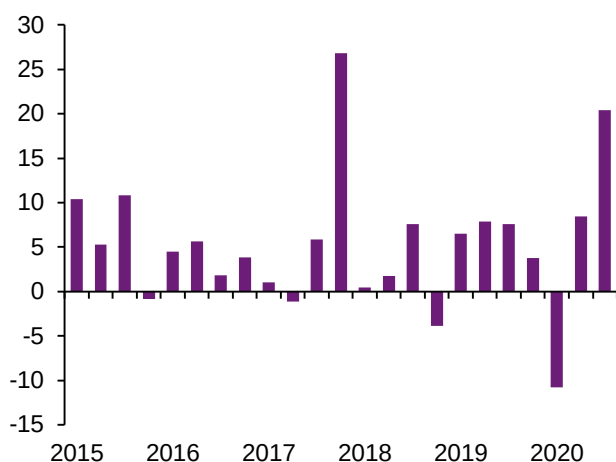
受疫情影响，今年全球外商直接投资面临很大下行压力。联合国贸易与发展会议（UNCTAD）预测今年全球外商直接投资降幅或高达40%。与当前逆全球化的趋势不同，近年来我国不断改善的营商环境将提升对外资的吸引力。世界银行《全球营商环境报告2020》表示，过去两年间中国在营商环境方面取得了显著的进步，我国当前营商环境指数位列全球第31位，较上一年提升15位。此外，我国外商投资准入负面清单长度也已由2017年的93条进一步缩减至2020年的33条。

此外，我国外商投资环境也正在进一步向法制化发展，对外开放水平不断提高。今年是我国《外商投资法》实施的第一年，规定在支持企业政策、政府采购、标准制定和行政审批等方面对各类所有制企业一视同仁。

与此同时，海南自由贸易港也于今年6月正式设立。除贸易自由外，投资自由、用工自由、经营自由、跨境资金流动自由等制度优势，将深度优化当地营商环境，吸引外资流入。2020年6-8月，海南全省新设255家外资企业，占前8月新设外资企业总数比例高达62.7%²⁷。此外，今年9月我国自贸区范围再度扩大，增加了北京、湖南、安徽三个自贸区，并扩展了浙江自贸区。四地将分别围绕服务贸易、先进制造业、科技创新和数字经济等新领域进行改革试点。我国的自贸区数量增至21个。

²⁷前8月海南新设外资企业超400家，新华网，2020年9月，
http://www.xinhuanet.com/local/2020-09/22/c_1126526824.htm

图53 我国实际利用外商直接投资（FDI），
当季同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

在此背景下，三季度我国实际利用外商直接投资（FDI）同比增长20.4%，较一季度同比下幅10.8%明显改善，创下近年来新高。我们认为，社会的稳定发展是市场主体开展生产经营活动的根本保障，中国的逆势增长，反映出中国对外商直接投资仍然具有较大吸引力。而当前我国在很多领域也还存在着明显短板，外资对中国未来发展、消费升级、产业升级依然具有非常重要的意义。

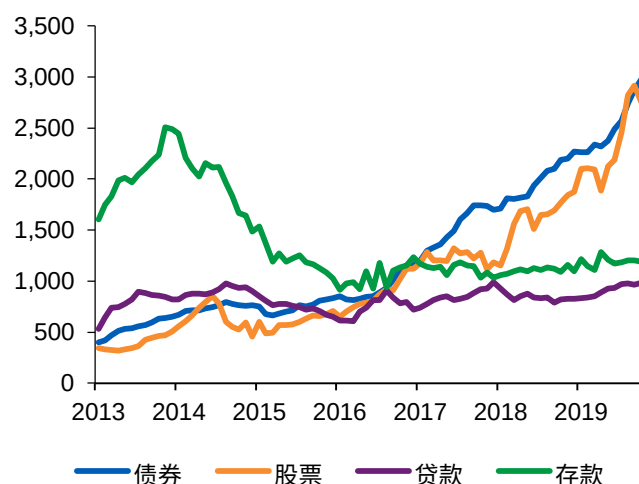
■ 推动金融市场稳步开放

今年上半年，受疫情和地缘政治风险的影响，全球金融市场大幅震荡，但并未阻碍我国金融业对外开放的步伐，一系列政策持续加快落地。目前，银行、证券、基金管理、期货、人身险等领域外资股比限制已完全取消，外资股东资质限制不断放宽。今年5月，QFII（合格境外机构投资者）制度在实施近18年后，投资额度限制正式取消。未来境外机构投资者投资中国资本市场将更加便利，标志着中国金融开放度再上新台阶。

由于控制疫情及时有效，我国经济增速已持续稳定恢复，常态化的货币政策也将进一步提高人民币对国际投资者的吸引力。IMF最新数据显示，今年上半年，人民币在全球外汇储备资产中的占比已达2.05%，创2016年四季度以来新高。人民币国际化进程迎来发展机遇，对减少融资风险、促进外资流入具有重要意义。

此外，中国人民银行、银保监会、证监会、外汇局发布的《关于金融支持粤港澳大湾区建设的意见》，将促进

图54 境外机构和個人持有境内人民币金融资产，十亿元



数据来源：Wind，毕马威分析

大湾区跨境贸易和投融资便利化，深化内地与港澳金融合作，进一步推进金融开放创新，提升粤港澳大湾区金融服务实体经济能力。我们认为，新政策将为建设具有国际竞争力的一流湾区以及世界级城市群提供有力的金融支持，并且推动我国资本市场进一步对外开放，助力经济转型和产业升级的实现。

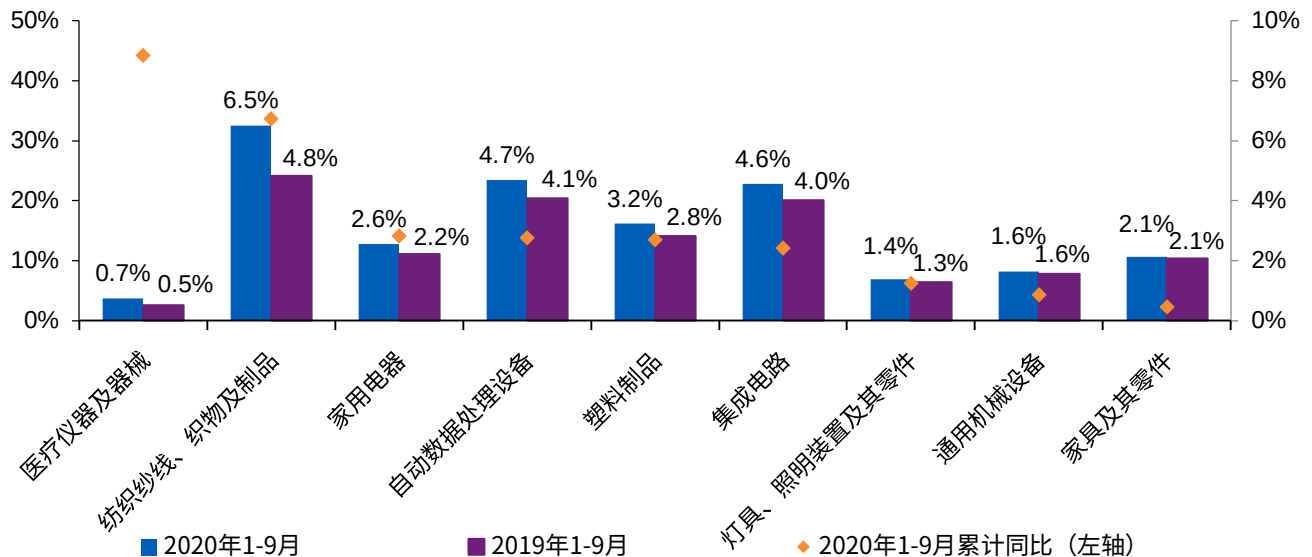
走出去

■ 保持出口优势

截至9月，中国进出口总额约3.3万亿美元，其中，出口1.81万亿美元，累计同比下降0.8%，较上半年回升5.4个百分点。疫情在全球范围内迅速蔓延，使得海外对防疫物资和“宅经济”存在较大的需求，医疗物资、家用电子设备分项出口继续保持较高增速。同时，由于中国领先全球开启复工复产，较强的制造业供给能力在一定程度上提振出口，并带动经济增速修复。

我们预计，受疫情发展态势影响，防疫物资和“宅经济”相关产品将在短期内继续支撑我国出口保持韧性。中长期来看，相较于全球其他重要的生产基地，中国疫情防控措施好，政府应对疫情的能力有所增强，复工复产节奏将继续加快。随着欧美等国际生产活动逐步恢复，以及我国新出口订单指数正在向上修复，制造业的出口或将得到提振，并带动国内相关制造业的就业、投资向上修复。

图55 我国出口重点商品增速及占比，%



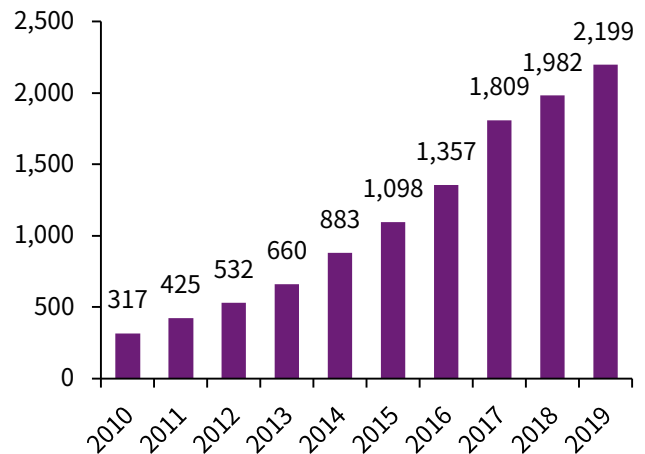
数据来源：Wind，毕马威分析

■ 继续推动对外投资和“一带一路”战略

尽管近年来地缘政治风险不断加大，但我国对外直接投资一直保持世界前列。根据商务部的报告显示，2019年中国对外直接投资存量高达2.2万亿美元，占全球总存量的6.4%，排名从2003年的第25位上升至第3位，我国已经成为推动世界跨国直接投资增长的主要动力。值得注意的是，中国对外投资国家和地区不断扩大，已覆盖全球188个国家和地区，其中对“一带一路”沿线国家投资稳步增长，2020年1-9月，我国企业对“一带一路”沿线国家非金融类直接投资130.2亿美元，同比增长29.7%，占对外投资总额的16.5%，较上年提升4.1个百分点。“一带一路”建设成为推进国际大循环、促进国内国际双循环新发展格局的重要平台。

后疫情时代，随着美国、欧洲等发达经济体的经济陷入衰退，全球贸易和投资都将进入减速阶段，产业链也将进一步向区域内部集聚。我国对外投资的不断扩大，将拉近与全球产业链供应链的联系，并引领全球价值链的重塑。随着我国工业逐步形成了一些产能优势，中国企业要充分利用这一机遇，发挥自身的先进技术、标准积极拓展国际合作，通过建设产业集群，利用东道主国丰富的生产原料和大量低廉的劳动力，实现产能互补。

图56 我国对外直接投资存量，十亿美元



数据来源：2019年度中国对外直接投资统计公报，毕马威分析

此外，对外投资规模的扩大对外贸的拉动作用也越来越明显。随着在东盟地区纺织服装、装备、汽车、船舶等制造加工产业的投资增多，我国对相关国家钢铁等金属制品的出口量有所提升，并提供了大量加工贸易生产所需要的机械设备。我们认为，对外直接投资规模的不断扩大将有利于国内国际两个市场相互促进，对畅通国际经济大循环具有重要作用。

■ 积极开展区域经贸合作

近年来，中国加速推进区域经贸一体化，并与日本、韩国、东盟等经济体在经贸领域签订多份协定，将为双边、多边未来贸易的不断增长创造良好的制度环境。例如，经过7年谈判，涉及15个经济体的《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）文本和市场准入谈判已于2019年11月结束，并计划在今年全面签署。RCEP在货物贸易的开放水平达90%以上，将会取消多种关税和非关税壁垒；同时对从区域内部进口原材料、零部件的企业来说，有助于其降低经营成本，减少不确定风险。良好的制度环境也将有助于我国加强与东盟、东亚以及中亚的联系，在亚太区域内构建更加完整的供应链和价值链。

中国与欧盟领导人在9月正式签署《中欧地理标志协定》。该协定旨在为双方的地理标志商品提供高水平的保护，有效阻止假冒伪劣，使双方消费者都能使用上货真价实的高品质商品。作为中国对外签的第一个全面、高水平的地理标志保护协定，该协定对进一步深化中欧互利合作，巩固中欧全面战略伙伴关系，增强双边政治沟通具有积极作用。

与此同时，为支持贸易自由化和经济全球化，并主动向世界开放市场，我国充分发挥上海和北京的区位优势，举办中国国际进口博览会和北京国际服务贸易交易会，通过提供全球前沿商品和服务的展示与交易平台，助力全球创新发展和价值链转型升级，促进全球贸易和世界经济增长。一系列的对外交流举措，亦将有助于推动国内产业结构升级，加强我国与全球各国的经贸合作，拉动国际经济大循环，形成国内国际相互促进的新发展格局。



双循环是中国中长期的发展战略

回溯历史可以看到，发展国内大市场，实现更协调的发展一直是我国关注的政策目标。2007年，温家宝前总理就曾指出中国经济存在着不稳定、不平衡、不协调、不可持续的“四不”结构性问题。地域之间、产业之间、三大需求端之间均存在着不协调的发展。从国际经验来看，美国、日本等发达经济体在发展到一定阶段后，其出口占GDP比重均有所下降出现回落。如何扩大国内市场需求、推进改革开放、推动本土知识和技术创新，是中国经济保持可持续性发展的中长期战略。

面对当前国际环境复杂多变、地缘摩擦不断升温的外部条件，妥善协调好我国经济再平衡问题具有更加强烈的紧迫感和现实意义。我们认为，“双循环”战略是我国经济保持中长期可持续发展的务实战略，以国内大循环为主体是实现“六保”、“六稳”的客观要求和重要基础。发展国内消费市场、激发民间投资活力、确保产业链、供应链稳定，集中优质资源补短板，提升基础研究能力是打造国内大循环的关键。

在强调内循环的同时，外贸和外资对我国经济发展同样具有不可或缺的作用。我国应继续发挥制造业产能供给优势，稳定出口；积极推进区域经贸协议制定，提高国际合作环境；继续创造优质的营商环境，充分利用外资；加大、落实金融市场开放，助力国内科技创新、经济转型和产业升级，形成国内国际相互促进的新发展格局，确保中国经济高效、可持续发展。

近期十九届五中全会在北京召开，全会对“十三五”期间经济社会取得的重大突破、进展和成果进行了总结；并审议通过了《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》。和以往的很多五年规划不同，“十四五”是我国全面建成小康社会后，开启全面建设社会主义现代化国家，从第一个百年奋斗目标向第二个百年目标迈进的第一个五年规划，具有特别的意义。十四五规划不但是一个对宏观经济和社会发展的短期规划，也将对我国未来的发展设定中长期的方向。

我们认为“以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进”的新发展格局将在十四五规划和二〇三五年远景目标中得到进一步体现和明确，成为中长期的发展战略。更好的理解双循环，把握它给企业带来何种机遇，对企业制定战略无疑也具有重要意义。

图57 如何打造国内国际双循环



附表：主要经济指标

			2018	2019	2020					
	指标	单位	年度数据	年度数据	4月	5月	6月	7月	8月	9月
主要经济活动指标	名义国内生产总值	万亿元	91.9	99.1	25.0			26.6		
	实际国内生产总值	同比, %	6.7	6.1	3.2			4.9		
	规模以上工业增加值	同比, %	6.2	5.7	3.9	4.4	4.8	4.8	5.6	6.9
	工业企业利润总额	累计同比, %	22.0	-3.3	-27.4	-19.3	-12.8	-8.1	-4.4	-2.4
	社会消费品零售总额	同比, %	9.0	8.0	-7.5	-2.8	-1.8	-1.1	0.5	3.3
	固定资产投资完成额	累计同比, %	5.9	5.4	-10.3	-6.3	-3.1	-1.6	-0.3	0.8
	房屋新开工面积	累计同比, %	17.2	8.5	-18.4	-12.8	-7.6	-4.5	-3.6	-3.4
	房屋销售面积	累计同比, %	1.3	-0.1	-19.3	-12.3	-8.4	-5.8	-3.3	-1.8
	房地产业土地购置面积	累计同比, %	14.2	-11.4	-12.0	-8.1	-0.9	-1.0	-2.4	-2.9
	中国制造业采购经理指数	指数	50.9	49.7	50.8	50.6	50.9	51.1	51.0	51.5
对外贸易及投资	出口金额	同比, %	9.9	0.5	3.4	-3.2	0.5	7.2	9.5	9.9
	进口金额	同比, %	15.8	-2.7	-14.2	-16.6	2.7	-1.4	-2.1	13.2
	贸易差额	十亿美元	350.9	421.1	45.2	63.0	46.4	62.3	58.9	37.0
	实际使用外资金额(非金融类)	十亿美元	132.0	138.1	10.1	9.9	16.7	9.1	12.0	14.3
	对外直接投资(非金融类)	十亿美元	120.5	110.6	9.4	8.6	9.3	8.8	8.2	10.4
金融市场	人民币汇率	美元/人民币	6.62	6.90	7.07	7.10	7.09	7.01	6.93	6.81
	人民币实际有效汇率指数	指数	122.6	122.0	125.7	123.6	121.5	122.5	122.8	124.9
	上证综合指数(期末值)	指数	2494	3050	2860	2852	2985	3310	3396	3218
	货币供应量(M2)	同比, %	8.1	8.7	11.1	11.1	11.1	10.7	10.4	10.9
	社会融资规模存量	同比, %	12.0	10.7	12.0	12.5	12.8	12.9	13.3	13.5
	新增社会融资规模	十亿元	19440	25575	3104	3187	3464	1692	3587	3477
	新增人民币贷款	十亿元	16166	16817	1700	1480	1810	993	1280	1900
	上海银行间同业拆放隔夜利率	%	2.48	2.18	1.01	1.25	1.74	1.82	1.96	1.68
价格	居民消费价格指数	同比, %	2.1	2.9	3.3	2.4	2.5	2.7	2.4	1.7
	工业生产者出厂价格指数	同比, %	3.5	-0.3	-3.1	-3.7	-3.0	-2.4	-2.0	-2.1
	原油	美元/桶	64.9	57.0	16.7	28.7	38.3	40.7	42.4	39.6
	螺纹钢	元/吨	4177	3933	3552	3645	3731	3711	3762	3746
	70个大中城市新建商品住宅价格指数	同比, %	7.3	9.7	5.2	4.9	4.9	4.8	4.7	4.5

数据来源: Wind, 毕马威分析

联系人



邹俊
北方区首席合伙人
毕马威中国
+86 (10) 85087038
jacky.zou@kpmg.com



龚伟礼
华东及华西区首席合伙人
毕马威中国
+86 (21) 22122999
william.gong@kpmg.com



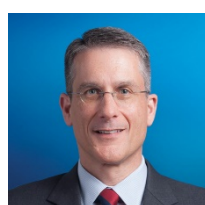
黄文楷
华南区首席合伙人
毕马威中国
+86 (20) 38138833
ricky.wong@kpmg.com



韦安祖
香港首席合伙人
毕马威中国
+852 28267243
andrew.weir@kpmg.com



吴国强
中国业务发展主管合伙人
毕马威中国
+86 (10) 85087067
raymond.kk.ng@kpmg.com



史伟华
中国业务发展首席运营官
毕马威中国
+86 (21) 22123884
thomas.stanley@kpmg.com



康勇
首席经济学家
毕马威中国
+86 (10) 85087198
k.kang@kpmg.com

研究团队

宏观和政策：曾远, CFA；王薇；孟璐；郑亚男；范嘉怡；董欣洁莹 (实习生)；杨诚 (实习生)

设计：张祎娜

kpmg.com/cn/socialmedia



如需获取毕马威中国各办公室信息，请扫描二维码或登陆我们的网站：
<https://home.kpmg.com/cn/en/home/about/offices.html>

本刊物所载资料仅供一般参考用，并非针对任何个人或团体的个别情况而提供。虽然本所已致力提供准确和及时的资料，但本所不能保证这些资料在阁下收取时或日后仍然准确。任何人士不应在没有详细考虑相关的情况及获取适当的专业意见下依据所载资料行事。

© 2020 毕马威华振会计师事务所(特殊普通合伙) — 中国合伙制会计师事务所，与英国私营担保有限公司— 毕马威国际有限公司(“毕马威国际”)相关联的独立成员所全球性组织中的成员。版权所有，不得转载。在中国印刷。

毕马威的名称和标识均属于毕马威国际的商标或注册商标。

刊物编号：CN-MKT20-0003c

二零二零年十一月印刷