

# 中国宏观经济分析与预测

## (2020 年 01 月)

### 培育市场 释放需求

### 打赢中等收入人群倍增持久战

研究报告（总第 93 期）



清华大学中国经济思想与实践研究院 · 中国与世界经济研究中心

2020 年 01 月 04 日发布

# 培育市场，释放需求：打赢中等收入人群倍增持久战

## 一、当前宏观经济形势分析

1. 国内：内需活跃度不足，长期需求释放潜力仍在
2. 国际：全球经济增长前景黯淡，外需推动模式需转变

## 二、中长期分析：长期需求释放和市场培育

1. 持续扩大中等收入群体，促进国内需求进一步释放
2. 汽车短期销量降幅收窄，长期需求潜力可期
3. 医疗教育需求持续较快增长，公共服务供给须要补短板
4. 基建投资长期需求仍在，重在管理优化
5. 房地产供给相对不足，需求释放可期
6. 打造高质量金融市场，释放金融需求潜力

## 三、政策建议

当前国际政治、经济形势正在发生深刻变化，迎来百年未有之大变局，我们过去40年来的发展模式必须要做出调整。在全面建成小康社会，打赢脱贫攻坚战之后，我们应当继续夯实成果，制定中等收入群体倍增计划，激发中国经济的内在活力，释放中长期增长潜力。

2019年，中国经济延续2018年下半年的态势，增长率逐季下滑，经历数年来去产能之后，下半年PPI再度转负，反映出了当前经济运行趋冷，市场参与主体缺乏信心。过去一段时间，供给侧结构性改革取得显著成绩，杠杆率过快上涨的问题已经得到有效控制，因此接下来，在进一步坚定推进供给侧结构性改革的同时，应该兼顾需求侧管理，积极培育市场，让中国经济的温度暖起来。

中国有着4亿中等收入人群和10亿较低收入人群，这两个群体的需求还远远没有满足。针对前者，我们应当看到他们在医疗、教育、汽车、住房等诸多领域有着大量需求尚未被满足，而这类需求不同于一般产品，是复杂需求，具有较强的外部性，因此这些领域目前存在很多政策限制。如何能够释放出这4亿人在小康社会中向往美好生活的各类需求，这需要我们的政府更加积极地去培育市场，加快提升治理能力现代化的程度。对于后者，我们在打赢脱贫攻坚战之后，应该用3个五年计划，再帮助4亿人口从较低收入人群迈入中等收入，打赢中等收入群体倍增的攻坚战。我们预测这一计划将能每年至少拉动0.7-0.75个百分点的GDP增长，将为中国经济的高质量发展提供长期动力。

我们预计，2020年的经济增速将止住逐季下滑的态势，全年增长为6.1%。

	2018年	2019年1-9月	2019年全年	2020年全年*
GDP (%)	6.6	6.2	6.1*	6.1*
CPI (%)	2.1	2.4	2.9*	3.4*
PPI (%)	3.5	0	-0.3*	0.1*
出口同比(%)	9.9	-0.1	-0.3*	0.3*
进口同比(%)	15.8	-8.5	-4.5*	0.7*
M2余额同比(%)	8.1	8.4	8.2*	8.7*
零售同比(%)	9.0	8.2	8.0*	8.1*
固定资产投资同比(%)	5.9	5.4	5.2*	5.2*

注：带\*的为预测值，除M2外所有指标均为年初至该时段末的累计同比

## ACCEPT 宏观预测课题组成员：

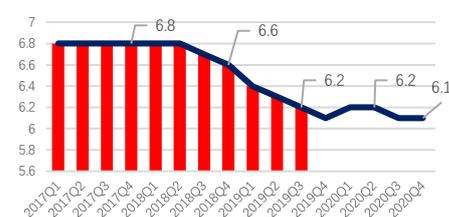
厉克奥博、黄张凯、李冰、陆琳、郭美新、龙少波、冯明、石锦建、徐翔、伏霖、金星晔、吴舒钰、赵泓宇、王绪硕、胡思佳、陈大鹏、李雨纱、张驰、陈逸凡、周彭、张鹤、郎昆

## 联系方式

电话：010-62797782

网址：www.ccwe.tsinghua.edu.cn

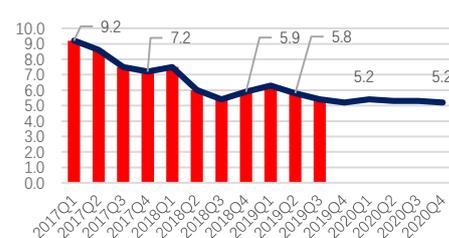
## GDP 增长率季度累计同比



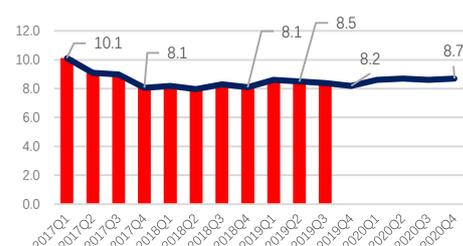
## CPI 季度累计同比



## 固定资产投资季度累计同比



## M2 同比



资料来源：国家统计局，中国人民银行，ACCEPT 计算

**ACCEPT** An Academic Center for the Chinese Economic Practice and Thinking  
清华大学中国经济思想与实践研究院  
Institute for Chinese Economic Practice and Thinking, Tsinghua University

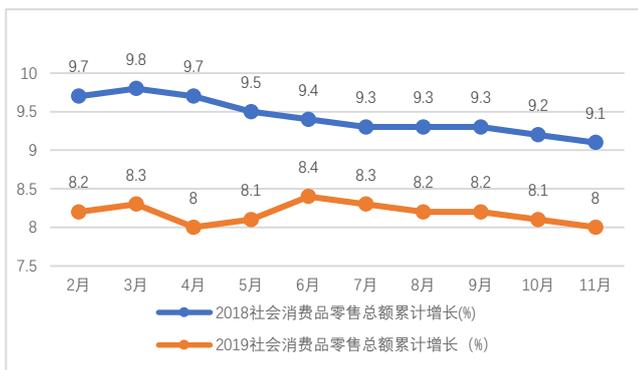
# 一、当前宏观经济运行分析与判断

## (一) 国内：内需活跃度不足，长期需求释放潜力仍在

### 1. 消费：消费增速持续放缓，需求潜能却尚未激发

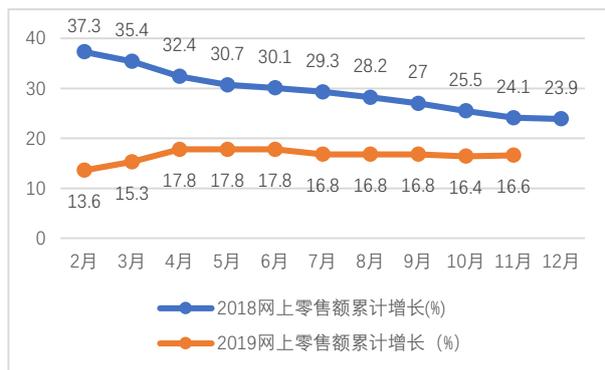
从短期来看，消费增速持续放缓。2019年1-11月社会消费品零售总额为372872亿元，同比增长8.0%，相对于2018年前11个月9.1%的同比增速，下滑1.1个百分点。该增速虽然超过同期GDP增速，但消费增速相较于去年，出现明显下滑趋势。其中网络零售增速同比下滑。全国实物商品网上零售额在前11个月累计增速16.6%，虽然该增速远高于同期社会消费品零售总额累计增速，但相比去年同期，网络零售累计增速出现连月明显下滑。

图表1 社会消费品零售总额累计增速



数据来源：中经网统计数据库

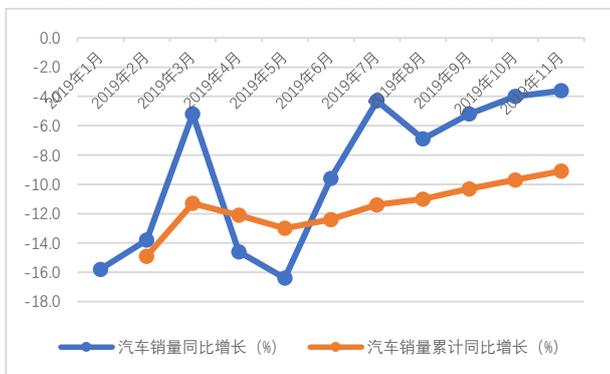
图表2 网络零售增速



数据来源：中经网统计数据库

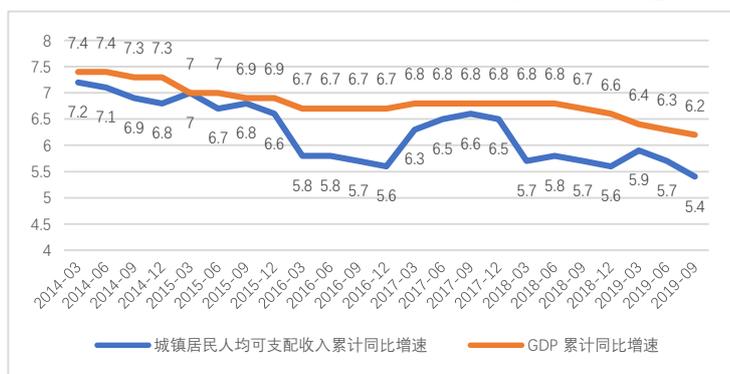
汽车市场销量增速持续下降，拖累总体消费。2019年1-11月限额以上企业汽车类销售总额同比增速出现连续11个月负增长。从累计同比看，累计同比增速为-9.1%，相比较于2018年1-11月的累计同比-1.6%，增速下滑了7.5个百分点。可见，从2018年年末开始的汽车消费下降的态势依然没有改变，由于汽车消费在消费零售总额中占比达到10%以上，汽车消费下降拖累消费品零售总额增速约0.8个百分点。当下处于国五排放标准与国六排放标准交替之际，汽车消费者多持币观望，这在一定程度上影响了疲软的汽车销售市场。从地区分布来看，不管城市还是乡村，汽车作为必需品，保有量仍在不断上升。然而对于一二线城市来说，汽车保有量已非常大，高收入群体购车量受到政策限制，但是在三四线城市居民收入尚无法充分满足购车需求，汽车消费能力尚未完全释放。

图表3 汽车销量同比增长及累计同比增长



数据来源：国家统计局

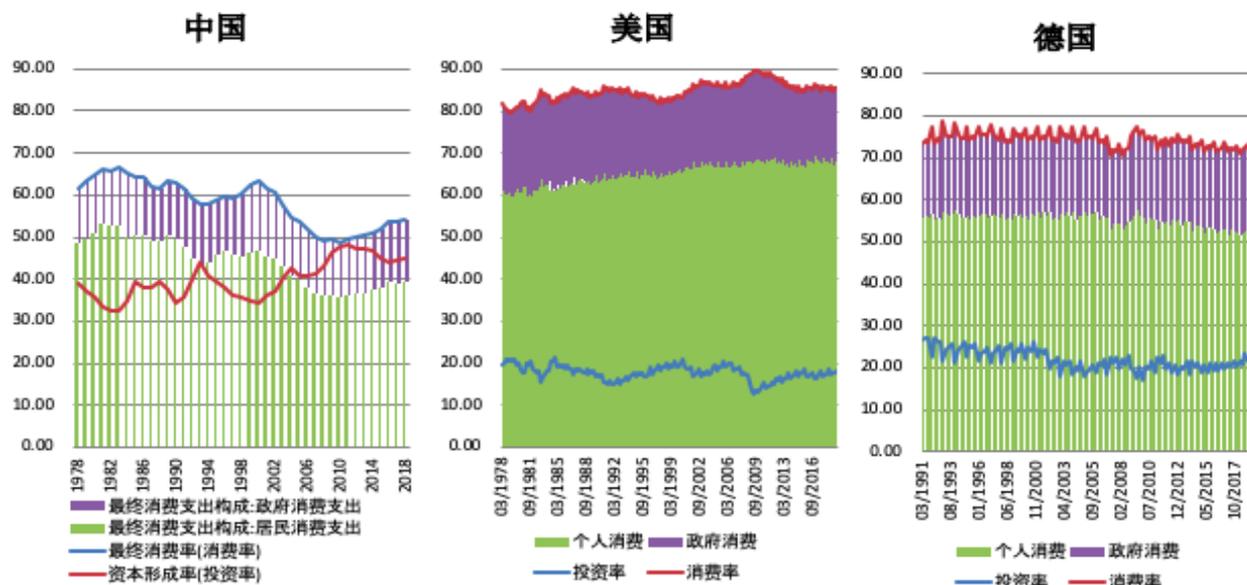
图表4 城镇居民人均可支配收入及GDP累计同比增速 (%)



数据来源：中经网统计数据库

城镇居民人均可支配收入增速持续放缓，且低于同期 GDP 增速。截至 2019 年第三季度，我国城镇居民人均可支配收入累计增速为 5.4%，延续了近几年来的下滑趋势，且低于同期 GDP 增速。我国社会总体消费趋势性下滑的态势，与同期 GDP 增速和居民可支配收入增速的下滑趋势保持同步，由此可见，可支配收入增速的放缓是限制消费力释放的一个关键制约因素，若中等收入人群在未来几年持续壮大，可有效支撑社会消费的企稳回升。

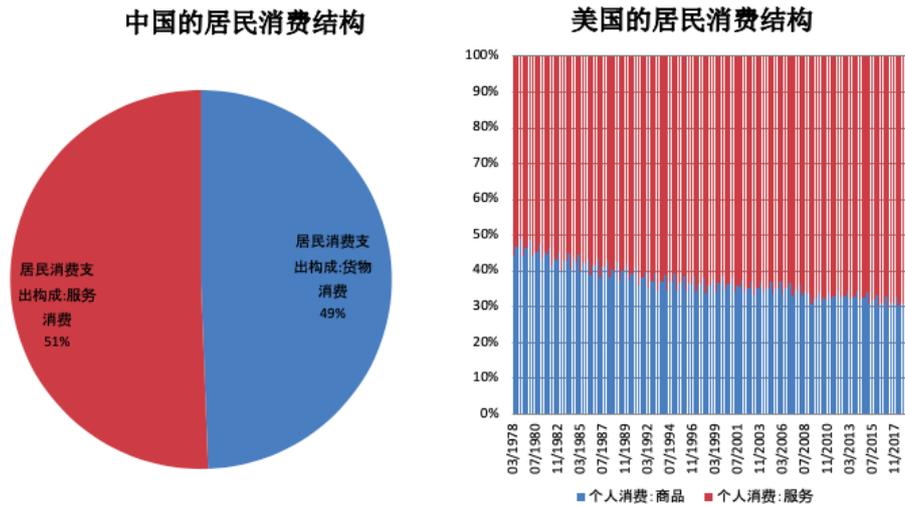
图表 5 中国投资消费结构与主要发达国家对比



数据来源：国家统计局

从消费结构看，我国现有的消费结构与主要发达国家还存在着明显差异。例如，相比于美国、德国这两个发达国家，中国 GDP 构成中消费率偏低。美国的消费率从 1978 年至 2016 年一直维持在 80% 以上，逐年小幅度增长；德国的消费率从 1991 年开始就稳定地维持在 75% 左右，逐年小幅波动；而中国的消费率仅徘徊在 50%-65% 之间，且从改革开放以来，消费率总体趋势在下滑，近十年来更是下滑到最低点。从绝对数值看，中国现有的 55% 左右的消费率远低于主要发达国家。具体从国内消费结构剖析，中国政府消费占总消费比例远远高于主要发达国家。美国、德国的政府消费占比均约为 20% 左右，而在中国该比例高达 30% 多。从私人消费结构看，中国私人消费中服务消费占比远低于主要发达国家，例如中国私人消费中服务和货物各占一半，而在美国服务消费占私人消费的 70%。可见，我国需求潜能尚未完全激发，消费结构还存在很大的优化空间。

图表 6 中美居民消费结构对比

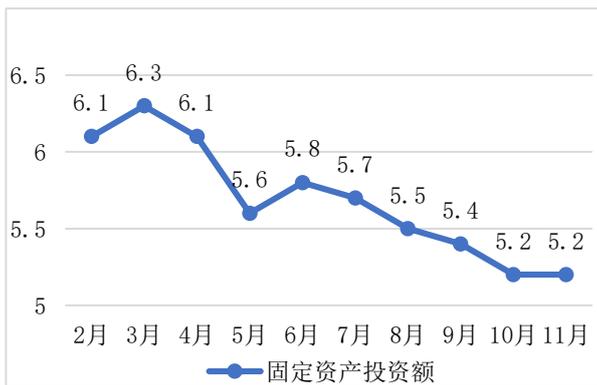


数据来源: 国家统计局

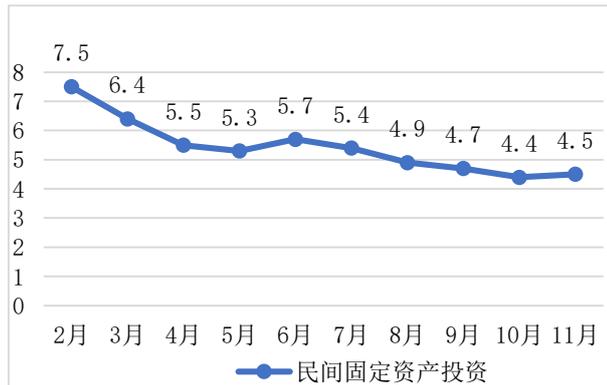
## 2. 投资: 整体投资动力不足, 潜在需求未充分释放

固定资产投资增速创 1992 年 2 月以来低点。2019 年第一季度固定资产投资额上升至本年度最高点 6.3%，4-5 月份明显回落，6 月份稍有回升，但到下半年平稳下降。2019 年 1-11 月份，全国固定资产投资（不含农户）533718 亿元，同比增长 5.2%，增速与 1-10 月份持平。从环比增速看，11 月份固定资产投资（不含农户）增长 5.2%。其中，民间固定资产投资 303786 亿元，同比增长 4.5%，增速比 1-10 月份加快 0.1 个百分点。分产业看，第一产业投资同比下降 0.1%，降幅比 1-10 月份收窄 2.3 个百分点；第二产业投资增长 2.4%，增速加快 0.1 个百分点；第三产业投资增长 6.7%，增速回落 0.1 个百分点。

图表 7 固定资产投资额累计同比 (%)

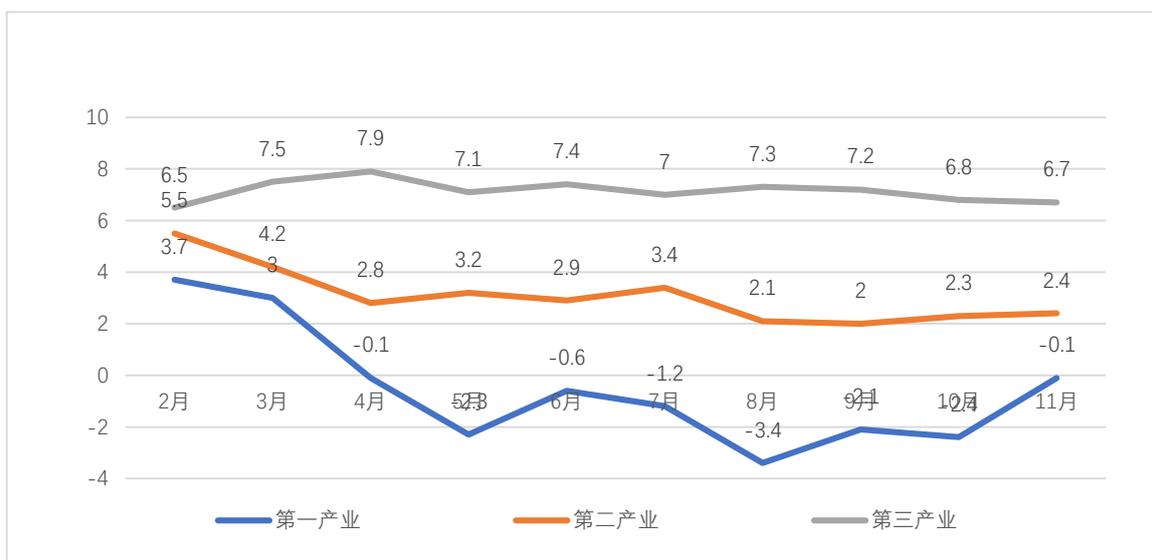


图表 8 民间固定资产投资累计同比 (%)



数据来源: 国家统计局

图表9 分产业固定资产投资额累计同比 (%)



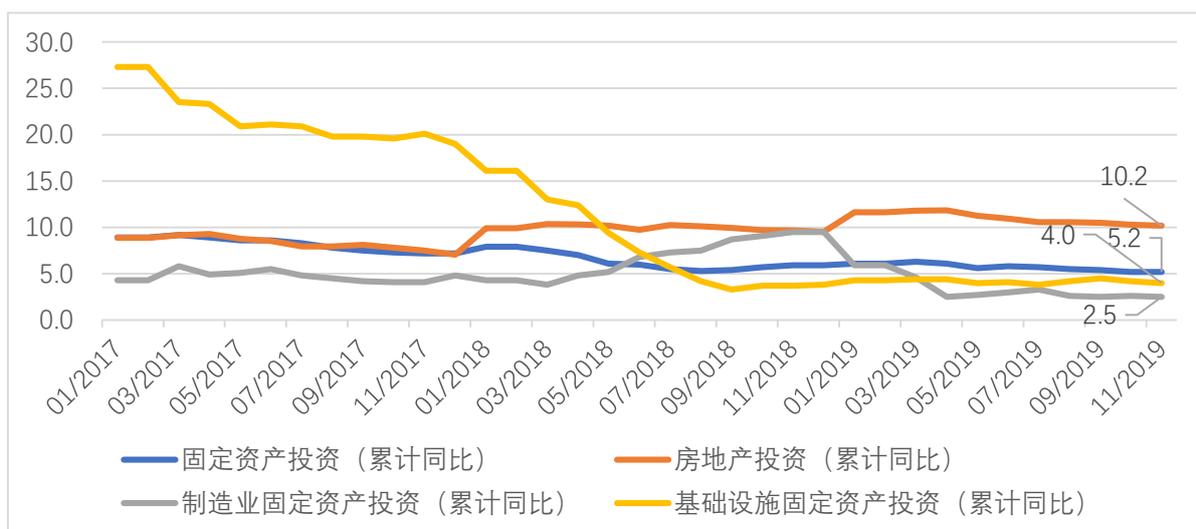
数据来源：国家统计局

**分行业来看，制造业投资增长低迷。**制造业投资增长率在1-4月大幅度跌落，到4月份增长率为2.5，4-7月份稍有回升，8-11月份保持在2.5%附近，1-11月份增速较1-10月回落0.1个百分点，较上年同期回落7个百分点。主要是企业效益不佳，降低了企业投资热情。

**房地产投资增速缓步下行。**房地产业固定资产投资1-4月呈现上升趋势，同比增长11.5%。到2019年下半年房地产业固定资产投资额累计增长量稳步下滑，到今年11月份下滑到9.4%，且仍有下降趋势。今年全国房地产调控次数已达575次，远超去年全年450次。受房住不炒和棚改退潮影响，房地产销售景气度下滑，三四线城市降温相对明显。

**基建投资增速长期低于固定资产投资增速。**2019年基建增速在4%附近波动，低于同期固定资产投资增速与经济增速。换言之，近一年多以来，基建投资在一定程度上拖累了固定资产投资增长。

图表10 分行业固定资产投资额累计同比 (%)



数据来源：国家统计局

尽管过去数年间中国基础设施投资经历了一个高速增长期，但与美国、日本等发达相比，中国许多基础设施不论在总量上还是人均水平上仍有差距。因此我们认为，中国仍有尚待释放的基建需求，在未来一段时间基建投资仍将为推动中国经济的高质量发展作出重要贡献。

图表 11 中国与其他国家的铁路、公路与油气管道总量及人均拥有量

基础设施总量			
	铁路*	公路*	油气管道
	万公里	万公里	万公里
美国 (2012)	29.4	659	198.4
欧盟 (2013)	23.1	1,058	—
中国 (2018)	13.2	485	12.2
德国 (2017)	3.4	63	2.9
巴西 (2016)	3.0	200	1.4
法国 (2013)	3.0	105	1.8
日本 (2015)	2.7	122	0.5
韩国 (2016)	0.4	10	0.4

\*这里公路/铁路包括各等级公路/铁路。

人均基础设施拥有量			
	铁路*	公路*	油气管道
	千米/百万人	千米/百万人	千米/百万人
美国 (2012)	898	20,143	6,068
欧盟 (2013)	446	20,465	—
法国 (2013)	442	15,723	273
德国 (2017)	405	7,537	354
日本 (2015)	215	9,597	36
巴西 (2016)	143	9,569	65
中国 (2018)	95	3,487	88
韩国 (2016)	77	1,945	74

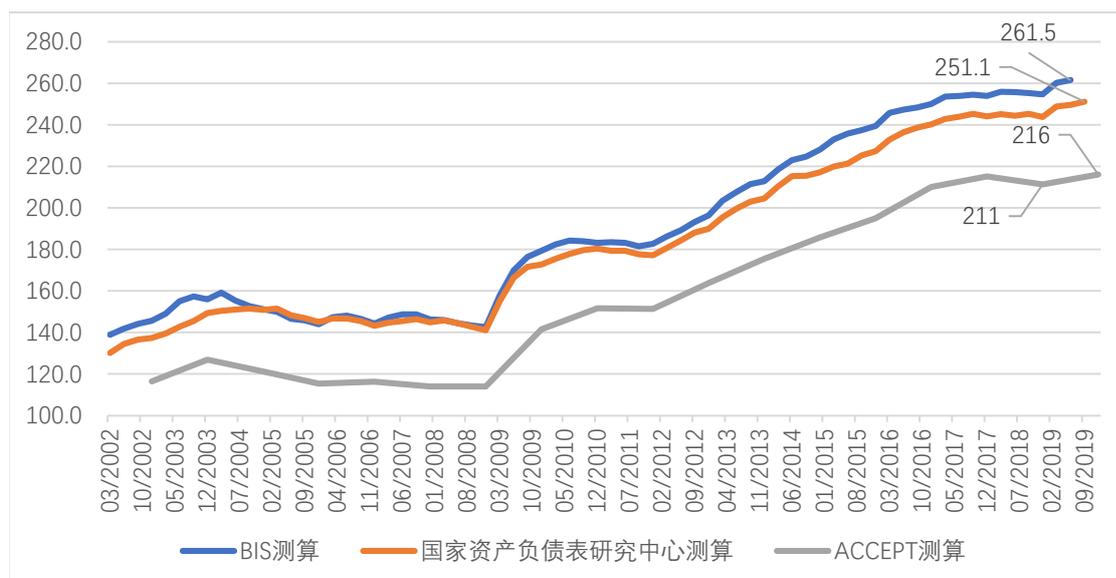
\*这里公路/铁路包括各等级公路/铁路。

数据来源: Wind 数据库

### 3. 杠杆率：总量处于合理区间，要调整杠杆结构、优化杠杆质量

2019 年我国宏观杠杆率小幅上升。根据国家资产负债表研究中心测算，2019 年第三季度中国实体经济（包括政府、非金融企业和居民）杠杆率为 251.1%，与 2018 年末的 243.7%相比，上升了 7.4 个百分点。同时为了测算 2019 年全年的杠杆率，我们根据社融数据对截至 2019 年 11 月的中国非金融部门债务余额进行了统一估算，并以此构建了中国宏观杠杆率序列，根据我们的测算，截至 2019 年底中国杠杆率为 216%，也比 2018 年年末的水平高 5 个百分点。

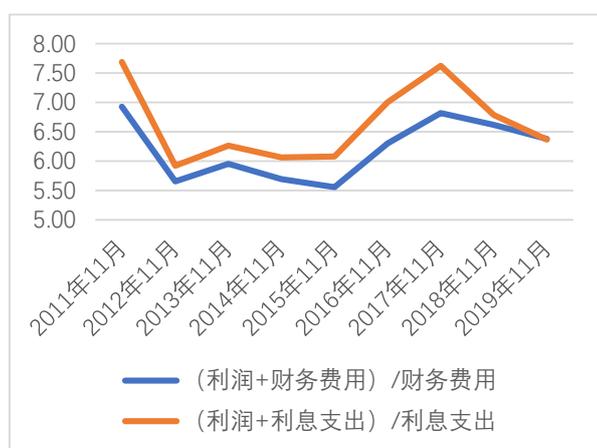
图表 12 中国宏观杠杆率



数据来源: CEIC 数据库, BIS 数据库

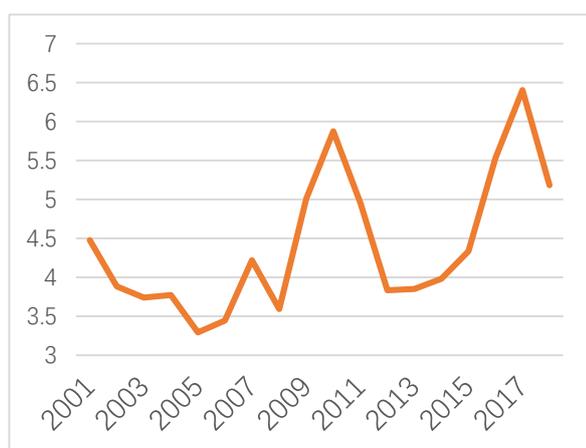
从企业杠杆来看，近年来我国企业的偿债压力也有所上升。公司金融领域中常用“利息保障倍数”来衡量企业的偿债压力，一般定义为企业的息税前利润与利息支出之比。我们用统计局公布的工业企业主要经济指标月度数据，用“(利润+利息支出)/利息支出”或者“(利润+财务费用)/财务费用”来衡量利息保障倍数<sup>1</sup>，发现2019年工业企业的利息保障倍数有所下降。我们也用A股上市公司数据（目前只有到2018年的数据）做了验证，发现2018年的利息保障倍数（）相对2017年已经开始下降，与工业企业的情况基本一致。但是，利息保障倍数下降的主要原因是利润下降较快，而非财务费用的上升，即**企业盈利能力下降，而非负债成本上升，是导致企业偿债压力加大的主要原因**。另外，值得说明的是，我国企业的利息保障倍数仍然比美国要高。2019年我国工业企业利息保障倍数约为6.4，2018年上市企业利息保障倍数约为5.2，<sup>2</sup>而根据Palomino等人的研究（Palomino, et al., 2019<sup>3</sup>），美国非金融企业在1970-2017年间的利息保障倍数平均仅为3.7，2017年利息保障倍数不到5.0（注意，此处美国的数据考虑了税收因素，而我们汇报的中国数据并未考虑税收因素，如果考虑税收因素，中国企业的利息保障倍数会更高）。

图表 13 工业企业利息保障倍数 (%)



资料来源：国家统计局，ACCEPT 测算

图表 14 上市企业利息保障倍数



数据来源：CSMAR 数据库，ACCEPT 测算

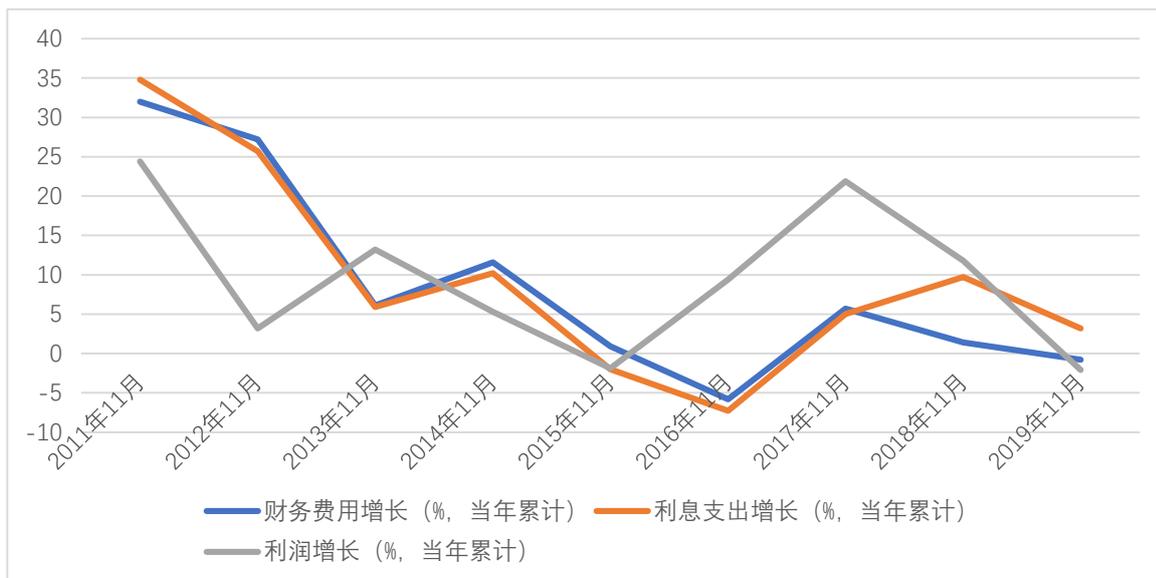
此处利息保障倍数定义为：“净利润+财务费用”/财务费用，取中位数

<sup>1</sup> 说明：我们没有对“税”进行调整，是因为国家统计局工业企业主要经济指标中自2016年2月起不再公布“主营业务税金及附加”以及“应交增值税”等数据。另外，自2019年2月起，不再公布“利息支出”，而改为“利息费用”，我们根据“利息费用”项目下的“上年同期累计值”数据，采取等比例调整的方式，测算出老口径下的“利息支出”。注意，此处我们使用数据是截至当年11月份的累计值。因为最新数据为2019年11月，故我们取每年的11月数据（累计值）来做时间序列比较。

<sup>2</sup> 注意，此处的利息保障倍数还没有考虑税收的影响，如果加上税收因素，实际利息保障倍数要更高。

<sup>3</sup> Francisco Palomino, Stephen Paolillo, Ander Perez-Orive, and Gerardo Sanz-Maldonado. The Information in Interest Coverage Ratios of the US Nonfinancial Corporate Sector. FEDS Notes, 2019, available at <https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/information-in-interest-coverage-ratios-of-the-us-nonfinancial-corporate-sector-20190110.htm>.

图表 15 工业企业利润增长 VS 财务费用（利息支出）增长



数据来源：国家统计局，ACCEPT 测算

尽管近期宏观杠杆率有小幅上升，但我们认为**杠杆总量仍处于合理区间，不足以引发过多担忧**。中国近年来杠杆率的上升有其内在原因：第一，中国近年来房地产市场的发展和金融深化的推进，使得大量的土地、房屋等实物资产可以用作抵押以获取银行信贷资金，这很大程度上抬高了居民部门和非金融企业部门的杠杆率；第二，2008 年以来地方政府加大基建投资力度，根据相关测算地方政府隐性负债规模达到 30 万亿，归根到底还是来源于银行的信贷资金，这也助推了杠杆率的上升；第三，我国融资结构中股权融资占比低、国民储蓄率长期持续较高水平，使得大量的投资最终以债务形式存在，推高了我国杠杆率的整体水平。

我们认为中国当前的首要问题不是从总量上去杠杆，而是要**调整杠杆结构、优化杠杆质量**。债务如同一个人的体重，如果身材匀称，体重的增加体现于肌肉和骨骼，其实是身体更加健康的标志；反之，如果体重的增加体现为赘肉乃至肿瘤，则需要下狠功夫健身和治疗。因此“去杠杆”的核心不是总量控制，而应精准施策，一方面加快剥离金融体系中存量呆坏账，通过“切除肿瘤”而非“节食”的办法推动结构性去杠杆，引导资金从“坏企业”释放、转而支持“好企业”，另一方面要推动债务融资工具的结构调整，大力发展债券市场，与银行信贷形成有效互补。杠杆的结构调整是促进金融调整与实体经济转型升级联动的关键。

**建议建立现代化基础设施建设投融资体制，防范化解地方政府隐性债务风险**。多年来，我国已逐步形成了一套地方政府主导的、银行信贷驱动的基础设施建设模式。这种模式在改革开放以来的相当长时期内发挥了积极作用，使我国在短短几十年内迅速崛起为全球基建大国和强国，支撑了我国经济连续多年的高速增长。同时，我们也应该清醒地认识到，近年来地方政府主导的基建投资始终缺乏统一、高效的可行性分析和管理运营，缺乏有效的自我约束机制，责任不清、情况不明的现象较为普遍，也存在项目成本收益分析流于形式、监督难和追责难等一系列问题。值得强调的是，由于债券融资不足以支撑基建投资的资金需求，地方政府占用了大量的银行信贷资源，相当比例的融资以地方政府融资平台发行的城投债这一企业债的形式开展。考虑到政府主导项目所天然附带的隐性担保属性，基建项目大量挤出了对中小企业的放贷，同时也形成了地方政府的“隐性负债”，对此比较集中的估计值是 30 万亿左右。这些隐性债务，归根结底来自于银行体系，从长期来看是中国经济一个较为突出的风险点，能否有效防范化解该风险至今仍未破题，值得高度关注。

为了防范化解地方政府债务风险，走出一条高质量、可持续的基础设施建设之路，我们建议**成立全国性的基础设施投资公司，统一管理地方基建项目的规划、融资、建设与监督**。可以从发改委、财政部、审计署以及其他相关

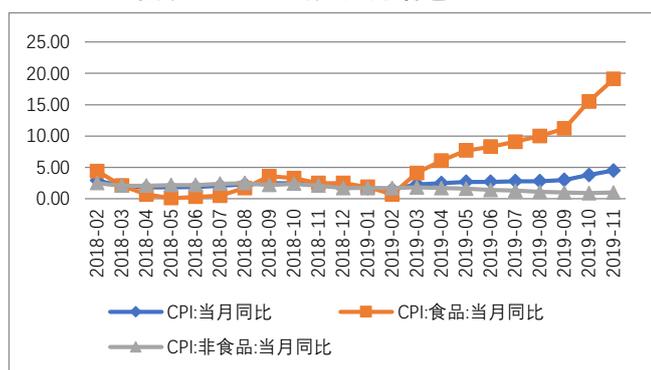
部门抽调职能人员，比照世界银行及其他国际开发机构的运作方式，由这一公司对全国地方政府的基建项目进行市场化成本收益分析，发行债券或组织社会资本为项目融资，并行使出资人权利对项目进行监督、追责。通过该方法，一方面，可以把地方的隐性债务从银行体系中切割出去、转而依赖债券融资，不让地方政府的融资和再融资继续挤占宝贵的银行信贷资源，从而有效缓解企业尤其是中小企业的融资压力；另一方面，通过行政手段和市场手段“双管齐下”，可以对地方政府的借贷行为进行根本性的有效管理，从而对其基建行为产生有效制约。

#### 4. 价格：CPI 持续上涨，PPI 明显回落

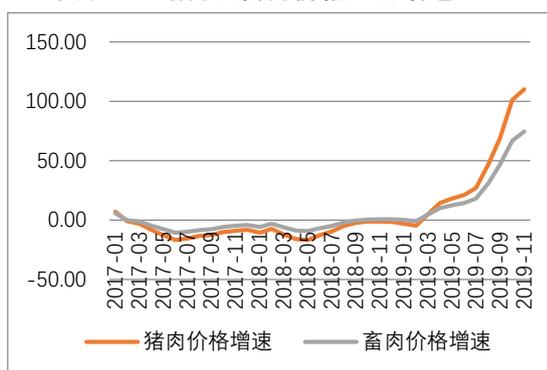
**2019 年 CPI 持续上涨,主要由猪肉涨价引起。**CPI 食品价格同比较大大幅度上涨,推动 CPI 同比增速进一步上升。2019 年 11 月份,居民消费者价格指数 CPI 同比上涨 4.5%,较上月值 3.8%增速增加 0.7 个百分点。1-11 月 CPI 均保持持续上涨趋势,自今年 4 月份进入“2 时代”之后,又于 9 月份进入了超过 3%的增长区间。按照食品与非食品大类来分,两者价格的涨幅出现明显分化,食品价格上涨成为 CPI 上涨的主要推动力。其中,食品 CPI 从今年 2 月份开始连月攀升,从 4 月份开始均高于 5%的同比增速,11 月份同比增速更是高达 19.1%。

猪肉价格是影响今年 CPI 持续上涨的一个重要因素。受“猪周期”下行、非洲猪瘟疫情冲击和一些地区地方行政干预影响,中国生猪产能持续下滑,导致今年猪肉供应相对偏紧,价格出现快速上涨。从今年三月份开始,猪肉价格同比增速由负转正,并出现连月攀升,在 11 月价格更是同比翻倍,成为畜肉类价格和总体 CPI 上涨的主要推动力。但随着非洲猪瘟疫情逐渐平稳,地方支持政策落地,预计生产积极性将进一步提升,生产恢复省份增多,猪肉市场供应有望在 2020 年逐步稳定,让 CPI 上涨势头降温。

图表 16 CPI 当月同比增速 (%)



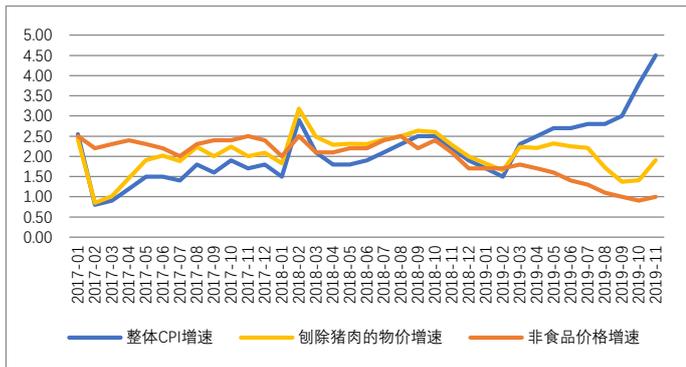
图表 17 猪肉及畜肉价格同比增速 (%)



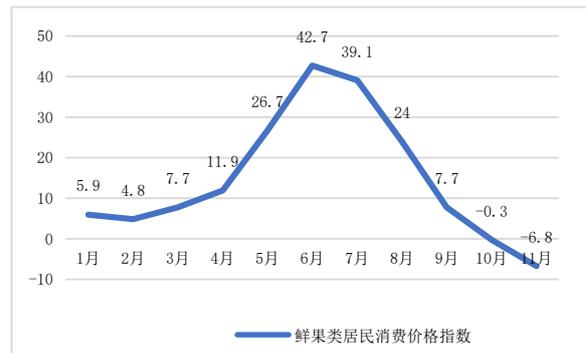
资料来源: 国家统计局

与此同时,非食品 CPI 则呈现明显分化走势,增速平稳下滑,前 11 个月同比涨幅均小于 2%。特别是剔除猪肉后的其余商品价格水平呈现平稳下降势头,在今年 3-7 月同比增速平稳在 2-2.5%区间,之后连月同比增速均平稳下滑,低于 2%的增长率,鲜果类居民消费价格指数从第四季度以来甚至为负数。剔除猪肉短期影响外,其他商品物价总体呈现平稳下滑走势,这在一定程度上反映了国内需求疲软的状况。

图表 18 刨除猪肉价格的物价增速 (%)



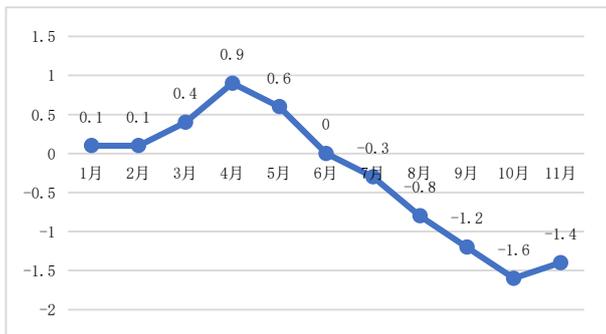
图表 19 鲜果类居民消费价格指数



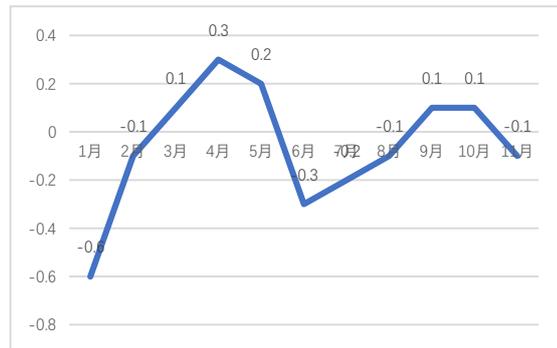
资料来源: 国家统计局

2019年11月份,全国工业生产者出厂价格(PPI)同比下降1.4%,较前值回升0.2个百分点,跌幅收窄,但是仍然位于负值区间。PPI环比下降0.1%,较前值下滑0.2个百分点。PPI从2019年4月起不断下降,后半一直为负数,反映了制造业的低迷现状。生产资料价格同比下降2.5%,降幅比上月收窄0.1个百分点,影响工业生产者出厂价格总水平下降约1.84个百分点。其中,采掘工业价格下降1.4%,原材料工业价格下降5.0%,加工工业价格下降1.6%。生活资料价格同比上涨1.6%,涨幅比上月扩大0.2个百分点,影响工业生产者出厂价格总水平上涨约0.40个百分点。其中,食品价格上涨5.4%,衣着价格上涨0.3%,一般日用品价格上涨0.1%,耐用消费品价格下降2.1%。这在一定程度上反映了生产部门需求疲软的状况。

图表 20 PPI 同比增速 (%)



图表 21 PPI 环比增速 (%)

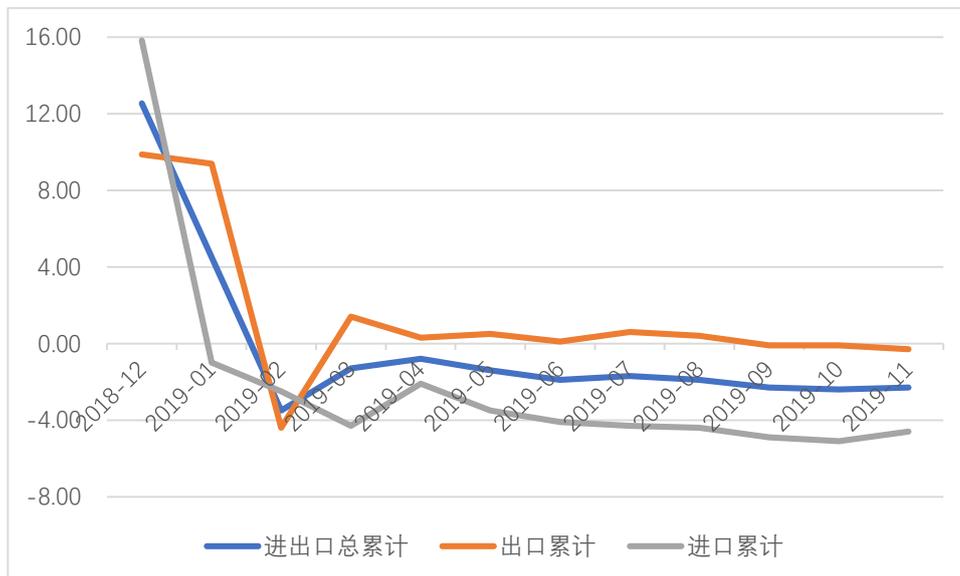


资料来源: 国家统计局

## （二）国际：全球经济增长前景黯淡，外需推动模式需转变

2019年中国的进出口月度累计金额增速下降，外需增长有限。2018年中国进出口月度累计金额增长率均在10%以上；而2019年中国出口月度累计金额增长在0%左右，进口累计金额从1月开始一直在下降。

图表 22 中国进出口累计金额同比增速 (%)



数据来源: Wind 数据库

中国商品进出口增速下降和全球贸易增长停滞和全球经济增长前景黯淡一致。主要原因是，近5年来，整个国际经济形势呈现出逆全球化趋势，贸易保护主义在各国各地区盛行，国家间实行的非关税贸易壁垒日渐增多，国家间贸易摩擦也日渐增多。不断加剧的贸易摩擦和地缘政治紧张局势增加了未来全球国际合作和经济发展的不确定性，给全球贸易和经济增长造成了不利影响。

出现逆全球化趋势的深层次原因是2008年经济危机以及后续出现的欧洲主权债务危机削弱了以美国为领导的发达国家在全球经济发展中的相对优势。二十世纪末以来，以金砖五国为代表的新兴市场国家经济高速增长，在国际事务中的话语权不断上升。在经济危机中，现行国际经济金融秩序弊端凸显，而新兴国家经济政策和制度有效地增加了全球经济的稳定性。不发达国家、新兴国家和部分发达国家都希望建立更加合理公正的国际规则新秩序，适应新的发展趋势。同时，经济危机也引发了发达国家民众对各国内部财富不平等、收入不平等和再分配机制低效的不满和担心，急需政府采取新的政策解决不断积累的国内社会问题。

逆全球化主要的代表性事件如下所示：1) 2016年当选的美国特朗普总统执行“美国优先”战略，强调双边自由贸易谈判。2017年1月23日，特朗普总统签署行政命令，正式宣布美国退出跨太平洋伙伴关系协定(TPP)，除此以外还退出了包括巴黎气候变化协定在内的10个国际组织，开启美欧、美日、美加墨等双边贸易谈判。

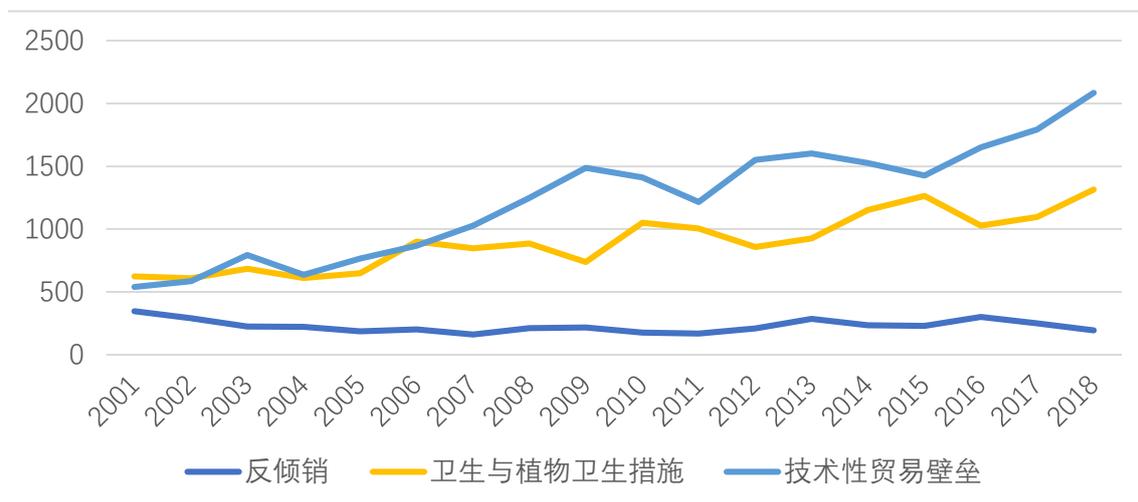
2) 英国民众于2016年6月公投，支持英国脱离欧盟，自此英欧开始了长达3年多的脱欧谈判拉锯战，2019年12月20日英国下议院投票表决通过首相约翰逊达成的脱欧协议，确认英国将于2020年1月31日脱离欧盟。

3) WTO争端解决机制几近瘫痪，多边贸易体制陷入困境。

4) 贸易摩擦和争端频发。自2018年3月23日开始到现在，中美经贸关系起落变化，两国相互征收报复性关税，贸易摩擦给全球贸易和经济发展。2019年12月13日中美终于达成第一阶段贸易协议，紧张关系趋向改善。其他国家之间贸易摩擦也时有发生，如美国和巴西，日韩两国等等。

5) 全球非关税贸易壁垒近年来呈上升趋势,尤其是 2015 年后技术性贸易壁垒每年调查数量迅速增长。世界贸易组织有 160 多个成员国,基于最惠国待遇制度,近 5 年来各国商品贸易关税率比较稳定,比如美国进出口商品的简单算术平均关税是 3.4-3.5%,中国类似关税在 9.8-9.9%。但是,全球非关税贸易壁垒近年来呈上升趋势。自 2001 年开始,卫生与植物卫生措施和技术性贸易壁垒增长趋势非常明显,在过去的 17 年里,卫生与植物卫生措施调查数增长了一倍,而技术性贸易壁垒增长了 3 倍。反倾销调查数在 2000 年中期达到最低值,从 2011 年开始增长,2012-2018 年的反倾销发起数目平均(244 件)比 2005-2011 期间(189 件)多了 1/3。其他的反补贴等非关税壁垒的每年调查数也有所增长。

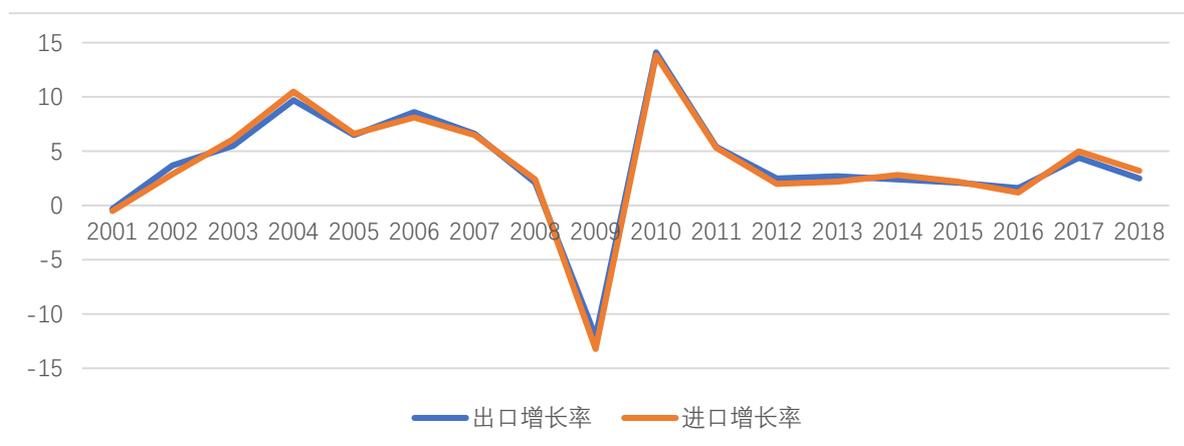
图表 23 主要非关税贸易壁垒调查发起数



数据来源: WTO

如图 4 所示,在全球贸易量在 2000 年代初加速增长,金融危机时大幅下降,2010 年出口增长率恢复到 14.1%,近五年来一直处于低速增长,出口量平均增长率 2.6%,进口量平均增长率是 2.88%,总体来看,全球贸易进出口量增长较乏力。

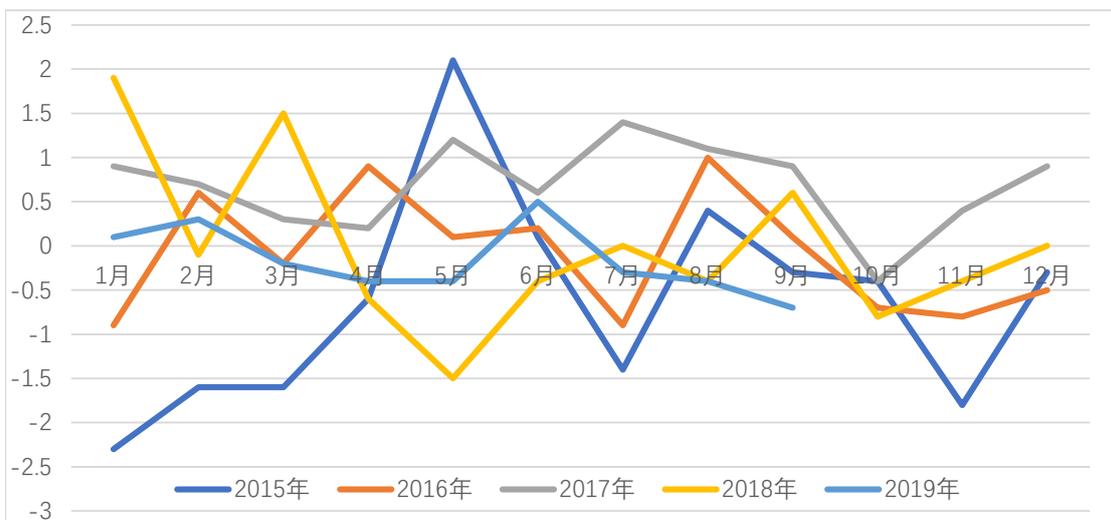
图表 24 全球进出口增长率 (%)



数据来源: WTO

制造业产品在全球商品贸易中占比最高，2019 年全球制造业增长不景气。2013 年 1 月至 2018 年 12 月制造业产品出口价格指数平均-0.044%，2019 年前 9 个月-0.167%，是 2015 年以来下降最多的一年。IMF 在 2019 年 10 月发布了《世界经济展望》，发现全球制造业工业产值和采购经理人指数 (PMI) 自 2017 年年中开始一直处于下滑中。

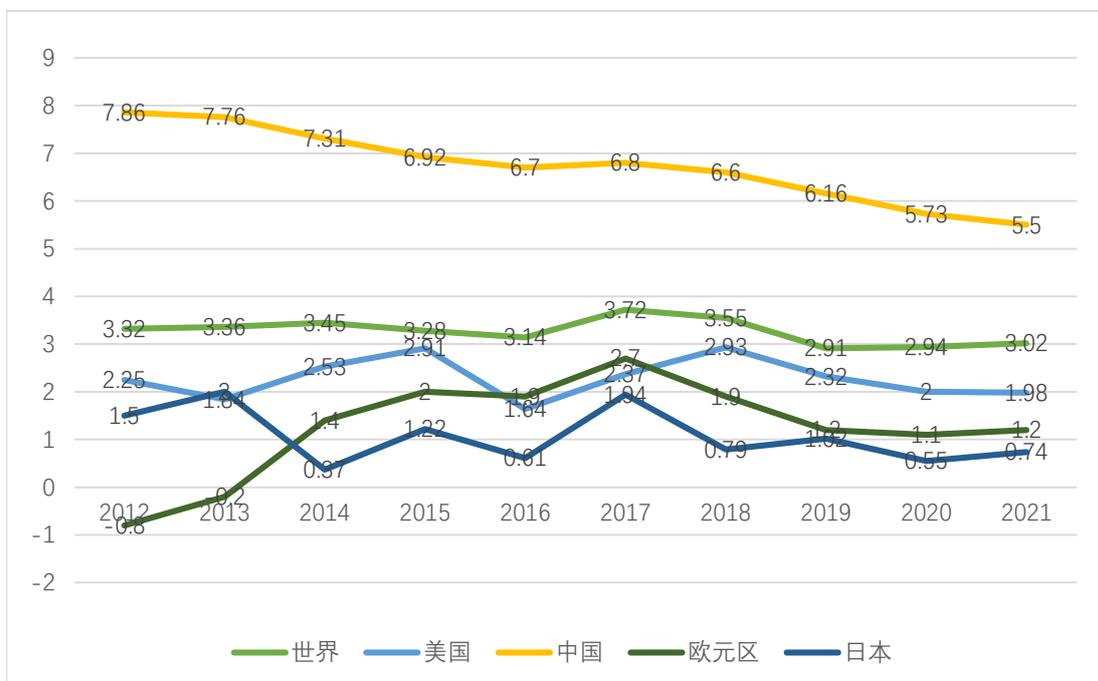
图表 25 制造业产品出口价格指数



数据来源: WTO

普遍存在的逆全球化措施导致了 2019 年全球经济增长前景黯淡。据经济合作与发展组织(OECD)的预测 (如图 5 所示), 2019 年全球 GDP 增长率为 2.91%, 是自 2008 年金融危机以来的最低值, 今后两年的经济增长预期是 3%, 各主要国家和地区 (如欧元区, 美国, 中国, 日本) 的经济增长普遍乏力, 缺乏新的增长点。

图表 26 全球 GDP 增长率 (%)



数据来源: OECD 数据库

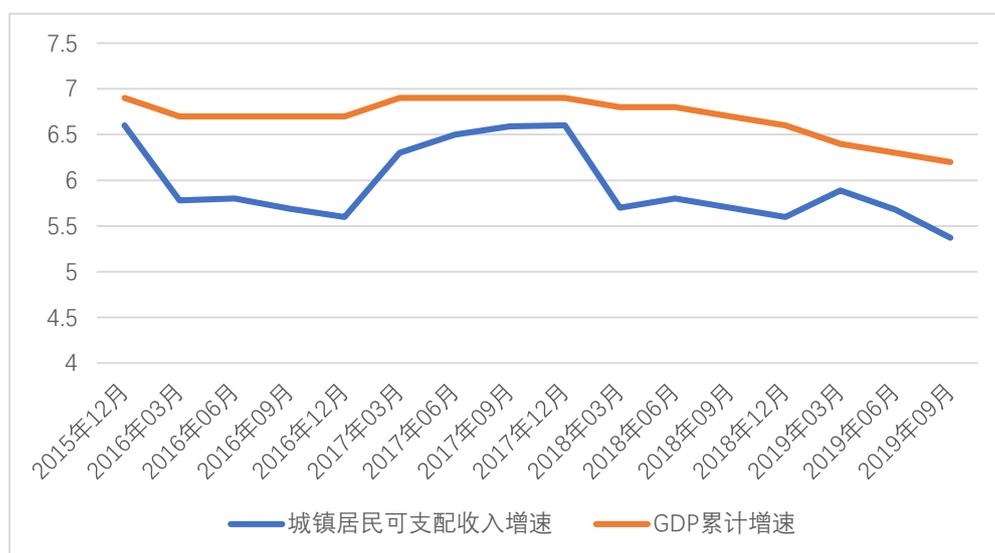
## 二、中长期分析：长期需求释放和市场培育

### (一) 持续扩大中等收入群体，促进国内需求进一步释放

12月12日闭幕的中央经济工作会议确定，2020年经济工作的重点之一是财政政策、货币政策要同消费、投资、就业、产业、区域等政策形成合力，促进产业和消费“双升级”。今年的中央经济工作会议还指出，我国经济稳中向好、长期向好的基本趋势没有改变，我国具有超大规模的市场优势和内需潜力，有庞大的人力资本和人才资源，一定能战胜各种风险挑战。2008年以来，我国的居民消费跨过“U”型拐点，对于我国经济增长的贡献不断提高，这一方面来源于居民收入尤其是中等收入群体的可支配收入的不断提高，一方面来源于居民消费和储蓄行为发生的一系列结构性变化。为了进一步地提升我国经济的长期增长潜力，加快实现高质量发展，需要通过不断扩大我国中等收入群体和更加完善的市场培育在中长期充分释放消费和投资需求，进而促进供给侧升级，实现供需两端的良性循环和动态互补。

在清华大学中国经济思想与实践研究院发布的上一份宏观研究报告中，我们分析了当前我国中等收入群体的基本发展态势，以及实现中等收入群体倍增的重要意义。2018年，我国中等收入群体人数首次突破四亿，占我国总人口比例大约为31%，占全球中等收入群体的35%左右。取得这一成绩实属不易，然而考虑到我国是全球人口最大国的基本事实，如何进一步实现低收入人群的收入提升，实现我国中等收入群体的倍增，是一个需要政策制定者认真思考的重要问题。如果能够成功地实现中等收入群体数量倍增，届时我国中等收入群体占总人口比例将达到60%左右，这一水平也是大多数具有“橄榄型”分配格局的发达经济体中等收入群体所占的大致比例，届时我国居民收入差距将得到显著缩小，社会分配的合理显著提升。继续扩大我国中等收入群体的一个重要路径是维持较高速的居民收入增长。下图中给出了我国居民可支配收入的年平均增长速度，可以看出，我国城镇居民可支配收入增速下滑的基本态势和GDP增速下滑态势基本一致，在2019年9月下调到了5.4%左右的水平。如果我国经济增速持续下行的趋势继续维持，我国居民可支配收入的增速将有可能下滑到5%以下的水平，这不利于我国中等收入群体的进一步扩大和我国经济的长期持续稳定发展。

图表 27 居民可支配收入增长速度与 GDP 季度增长速度(累计)



数据来源：国家统计局

为了实现我国经济培育市场、需求驱动的发展目标，首先要做的是持续扩大我国的中等收入群体。改革开放41年以来，我国经济取得了十分突出的成就，通过高速的经济增长和持续的收入提升实现了全球最大规模人口的脱贫。

需要意识到的一点是，时至今日，我国仍然存在较明显的人口二元化问题，城乡壁垒尚未完全消除，用城镇居民可支配收入和农村居民纯收入计算的城乡居民收入差距在 2014 年之后一直维持在 2.7 左右的水平。目前我国的 14 亿人口中，按收入从高到低排序，排除收入最高的 4 亿人，剩下的 10 亿人口的年人均实际收入相当于 20 年前我国全部人口的人均收入水平。而这部分人口的边际消费倾向显著高于 4 亿中高收入人群，提升他们的收入水平能够有效释放国内需求，同时实现稳增长、惠民生和调结构的三大目标。**从这个角度来说，精准扶贫后下一个攻坚战应该是中等收入群体的扩容和增收，通过收入提升为国内需求的进一步释放和市场机制的进一步完善做好准备。**

在维持较高的居民可支配收入增长的前提下，不断提高居民消费占可支配收入的比例能够促进我国经济内需的持续释放。根据李稻葵和陈实（2011）、李稻葵和徐翔（2015）等一系列研究，2007 年以来中国居民消费对于经济增长贡献率的提升更多来自于居民可支配收入的提升而非居民消费占可支配收入比例的上升。居民储蓄率高而消费占收入比例较低的现象，很大程度上来源于需求侧受到的抑制和相应市场制度的不健全。除了一般意义上的消费市场发展不完善之外，医疗、卫生、教育、住房等方面存在的较大供给缺口，使得风险厌恶型居民主动选择相对较低的消费水平，以应对可能出现的大病支出、子女教育支出、改善型住房需求乃至养老需求。在本报告的国内需求分析部分就对这些进行了阐释。**从这个角度来说，我国居民的高储蓄率一定程度上是被动产生而非主动选择的，因而能够通过市场培育促进居民自发地提升消费率，进而推动供给侧升级，有效化解产能过剩。**

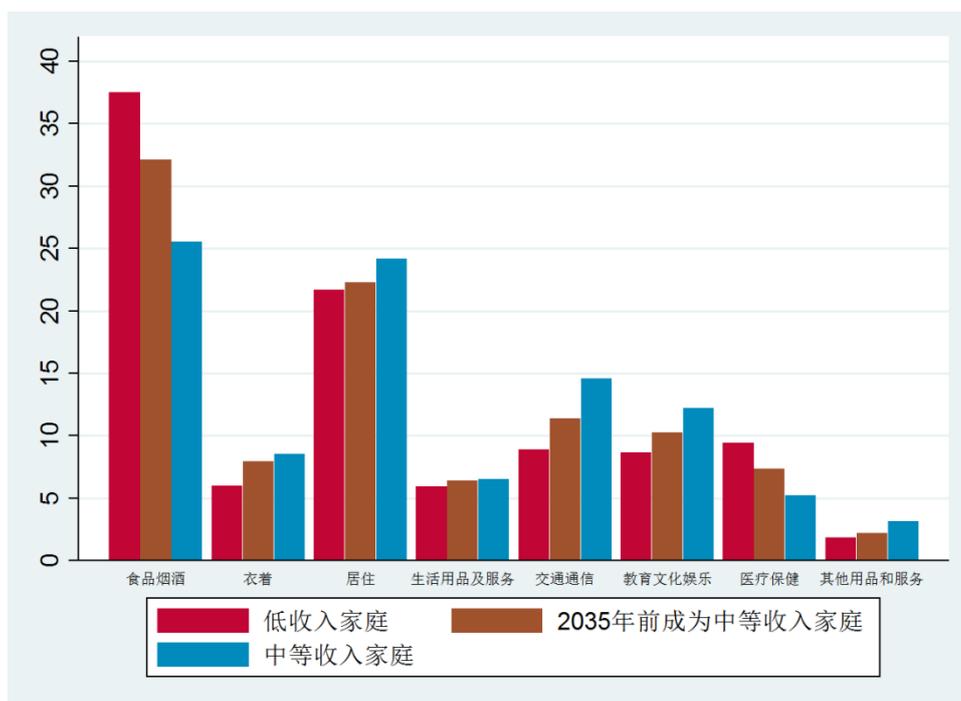
中等收入群体数量倍增将有效拉动我国居民消费水平上升，加快实现国内需求的有效释放和经济结构的显著改善。以汽车和空调两项耐用品消费为例，当前我国汽车保有量已达 2.5 亿辆（截至 2019 年 6 月底），中国千人汽车保有量已经达到 179 辆。超过世界平均的千人 170 辆的水平；户均空调保有量约为 100 台/百户，其中农村空调每百户保有量是 65.2 台，城镇居民平均每百户空调器拥有量在 132 台左右（均为 2018 年底数据）。根据国家统计局使用的中等收入人群的平均收入标准（10-50 万元每年每家庭），假定我国居民在汽车和空调两类产品的保有数量随收入水平提高成比例增加，那么按照我们之前的报告中对于中等收入群体倍增路径的预测（实际人均收入每年提高 4%，中等收入群体在十五年内实现倍增），在这一过程中，每年总汽车保有量提高 2300 万辆左右（千人汽车保有量每年提升 16.5 辆左右），每百户空调保有量每年增加 6.6-9.3 台左右，而这部分保有量的提升大多来自于新增中等收入群体的收入提升带来的消费上升。二者相加，每年能够促进我国 GDP 增长速度提高 0.45-0.5% 左右。

中等收入群体倍增带来的住房需求提升同样会促进内需的高速增长。住房需求的增加主要来自三个方面。第一个方面是城镇化带来的新增城镇住房需求，第二个方面是收入提升带来的改善型住房需求。根据我们之前的预测，未来十五年有望新增为中等收入群体的 4 亿人口中，如果从城乡分布来看，74.2% 为农业人口，25.8% 为城镇人口。因此中等收入群体倍增带来的住房需求将主要体现在城镇化带来的新增城镇住房需求上。据此我们预测，在中等收入群体倍增的过程中，我国每年新增住房需求约为 889 万套，按国家统计局《建筑业持续快速发展 城乡面貌显著改善——新中国成立 70 周年经济社会发展成就系列报告之十》报告中提到的人均住房面积 39 平方米（2018 年底数据），每年新增住房需求面积约为 10.4 亿平方米。根据上述预测，我们可以大致推算出，每年中等收入群体倍增带来的新增住房需求能够促进我国 GDP 增速提高 0.25% 左右。

综合上述预测，在十五年内实现中等收入群体数量倍增的大图景下，仅汽车、空调和住房需求的提升每年将至少带动 GDP 增长速度提升 0.7-0.75% 左右。由此可以判断，中等收入群体倍增将有效对冲供给侧结构性调整所带来的增长速度下行，有助于实现中长期的稳增长目标。

就总需求而言，以中国家庭收入调查（CHIPS）2013 年的数据为例，排除年收入超过 50 万的高收入家庭，按照国家统计局对于中等收入的定义，把样本分为收入低于 10 万元的家庭和收入介于 10 万元-50 万元的中等收入家庭两类，前者的家庭平均收入约为后者的 28%，平均消费约为后者的 35%，低收入人群的收入和消费水平还有很大的提升空间。如果对收入低于 10 万元的家庭进一步细分，其中有望在 2035 年前提升为中等收入的家庭平均收入为中等收入家庭的 36%，消费约为后者的 43%。这部分家庭提升为中等收入家庭后会带来消费总量的显著提升。从消费商品构成来看，收入的提升将带来食品类基本需求比例的下降和居住、交通通信、教育文化娱乐等服务消费支出比例的提高，消费支出结构因此得到改善，从追求“量”的满足转变为期待“质”的提高，有助于推动经济持续高质量发展。

图表 28 不同收入家庭各类商品消费占总消费支出份额（单位：%）



数据来源：中国家庭收入调查

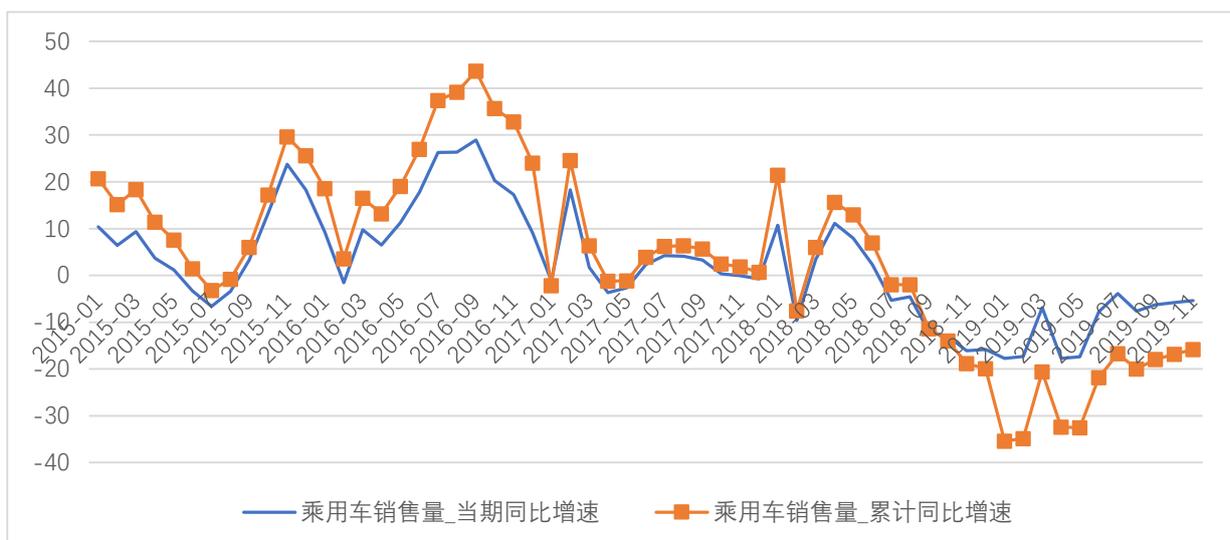
在不断促进中等收入群体扩张的大前提下，通过市场培育和需求引导，实现居民收入增速和消费率的同步提升，能够有效促进国内需求的不断释放，显著改善我国的经济结构，进而带动产业发展和经济增长提质增效。近日中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于促进劳动力和人才社会性流动体制机制改革的意见》，按照城市人口规模分别采取取消落户限制、放宽落户条件和完善落户政策的措施。其中放开放宽落户限制涵盖全国绝大多数城市，这将有助于城镇化进程，保障在城市就业的流动人口融入城市，提升中低收入群体的收入，扩大中等收入群体规模，使其享受更好的公共服务，提升消费信心，带动收入消费双升级。

## （二）汽车短期销量降幅收窄，长期需求潜力可期

### 1. 汽车销量降幅收窄，近期有回暖迹象

自 2018 年 7 月以来，我国汽车销售量连续 16 个月保持负增长，并呈现出加速下滑后降幅收窄的总体变化趋势。其中，乘用车销量累计同比增速从 2018 年 4 月的 4.45% 一路快速下滑至 2019 年 1 月的 -17.7%，并在 2019 年 1-6 月保持在 -17.7% 至 -14% 的增速区间，而从 2019 年 8 月开始，乘用车销量降幅出现明显的缩窄趋势。

图表 29 乘用车同比和累计同比增速 (%)



资料来源：中国汽车工业协会

造成此轮汽车销量持续下降主要有以下三点原因：其一，前期购置税优惠政策对需求的透支和该政策在 2018 年的退出。前两年汽车购置税的优惠带来了汽车销售的高速增长，也对未来几年汽车消费形成了透支效应。因此，自 2018 年起，在连续实施的汽车购置税优惠政策完全退出后，汽车的需求受到明显的抑制。其二，近两年宏观经济下行压力加大，经济增速不断下滑，居民的收入增速明显放缓，影响了居民对未来预期，从而延迟了对可选大项汽车的消费。其三，国五、国六提前切换使得居民的持币观望态度加重，延迟对汽车的购买和消费。尤其是部分地区明确国五、国六切换的提前期较短，导致国六车型的短期生产供给不足和国五车型过剩共存局面。消费者在对降价的国五有购买欲望时，又担心国五不能上牌上路、会提前报销、残值快速折旧等问题而不愿意购买国五车型，从而带来汽车销量的下滑。

但从 2019 年 7 月开始，汽车的销量降幅逐渐收窄，呈现出了回暖的态势。根据中汽协的统计，2019 年 1-11 月，中国汽车产销分别为 2303.8 万辆和 2311 万辆，产销量同比分别下降 9% 和 9.1%，产销量降幅比 1-10 月分别收窄了 1.4 和 0.6 个百分点。其中，2019 年 1-11 月，乘用车产销分别为 1917.5 万辆和 1923.1 万辆，产销量同比分别下降了 10.7% 和 10.5%。乘用车销量降幅连续 4 个月收窄，且库存降低至 10 年来最低水平。2019 年 1-11 月，商用车产销分别为 386.3 万辆和 387.9 万辆，产量同比增长 0.3%，销量下降 1.6%。<sup>4</sup> 一方面，国家刺激汽车消费的政策频繁推出，部分限购城市放宽对限制，释放了重点城市有消费能力居民的需求。另一方面，随着国五、国六标准切换期渡过，各厂商的国六汽车供给能力提升，国五国六切换影响效应下降。

图表 30 政府刺激汽车消费的文件政策

发布日期	发布部门	文件名称	涉及汽车消费的主要内容
2019 年 6 月	国家发改委、生态环境部、商务部	《推动重点消费品更新升级，畅通资源循环利用实施方案（2019-2020 年）》	明确提出严禁各地出台新的汽车限购规定，取消新能源汽车限购等。
2019 年 8 月	国务院办公厅	《关于加快发展流通促进商业消费的意见》	提出各地结合实际情况探索推行逐步放宽或取消限购的具体措施，有条件的地方对购置新能源汽车给予积极支持。

<sup>4</sup> 2019 年 11 月汽车工业经济运行情况. 中汽协会行业信息部.[http://www.caam.org.cn/chn/4/cate\\_31/con\\_5227801.html](http://www.caam.org.cn/chn/4/cate_31/con_5227801.html)

2019年12月	国务院办公厅	《关于进一步做好稳就业工作的意见》	鼓励汽车更新消费，有力有序推进老旧汽车报废更新，鼓励限购城市优化机动车限购管理措施。
2019年5月	广东省委办公厅、广东省政府办公厅	《广东省完善促进消费体制机制实施方案》	逐步放宽广州、深圳市汽车摇号和竞拍指标，扩大准购规模，其他地市不得再出台汽车限购规定。
2019年6月	广州市交通运输局	《广州市交通运输局关于在增加中小客车增量指标配置额度的通告》	明确在目前12万个配置增量指标的基础上，于2019年6月至2020年12月，增加10万个中小客车增量指标额度。
2019年6月	深圳市交通运输局	《深圳市交通运输局关于调整我市中小汽车增量指标配置额度的通告》	调整深圳市2019年至2020年小汽车调控增量指标配置额度，每年增加投放普通小汽车增量指标4万个。
2019年6月	海南省公安厅	《关于2019—2020年全面放开新能源小客车指标申请资格条件和数量的通告》	本省全面放开新能源小客车增量指标申请条件及数量。单位和个人申请新能源小客车增量指标资格条件及数量不受《海南省小客车保有量调控管理办法（试行）》限制，可按需申请新能源小客车增量指标。
2019年8月	海南省发改委等部门	《关于落实汽车消费政策措施》的通知	要求优化小客车限购管理措施，满足居民汽车消费迫切需求。2019年8月至12月，在原有普通小客车增量指标数量的基础上，每月适量增加普通小客车增量指标。
2019年9月	贵州省发改委等九单位	《关于促进汽车消费市场持续健康发展若干政策措施的通知》	要求2019年贵阳市号牌发放量在2018年基础上增加3万个以上，并根据具体情况实时取消小客车专段号牌摇号等。

资料来源：政府相关文件、网站信息整理

## 2. 乘用车销售出现结构性分化，高端旺盛低端萎缩

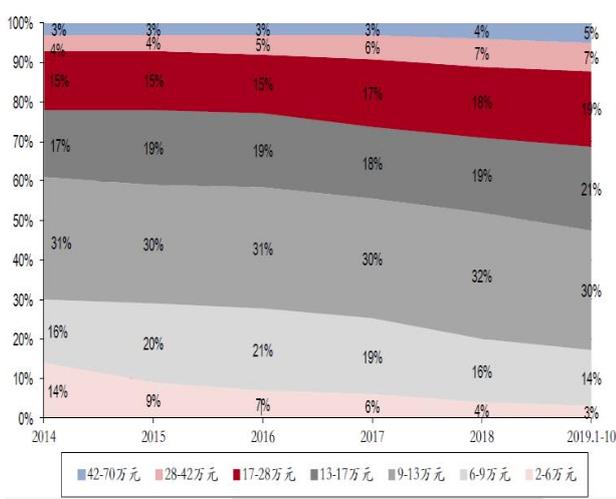
目前，中国乘用车销售占据汽车总销售量的大头，占据汽车总销售八成以上。2018年以来，2019年1-11月乘用车销量下降10.5%的情况，而中、高端和低端车的销量增速却出现了明显的分化情况。其中，中高端汽车销售量仍保持着高速增长的趋势，并使得其在总销售中的比例持续上升；而中低端车销量却大幅下跌，并带来占比大幅下降。一方面，根据乘联会的数据，2019年1-11月，豪华车占乘用车的比例提升至10.8%，较2015年提升4.7个百分点。且豪华车销量逆势增长，2019年1-11月来销量增速达到了11.5%。另一方面，从2019年1-6月，占整个汽车销售量近三成的县级市以下地区的汽车销售达到20%以上的负增长；占总市场份额四成左右的10万元以下汽车负增长达23%，下降幅度都很明显。<sup>5</sup>

从不同价位的乘用车销售情况来看，也佐证了低端汽车销售占比下降、中高端汽车销售占比上升的态势。其中，2-6万和6-9万元价位的低端乘用车销售占比出现持续下降的态势，而13-28万元以及28万元以上的中高档乘用车占比持续上升。这说明，在当前汽车消费低迷的情况下，汽车销售量存在结构性分化，除了汽车消费升级的原因外，低收入群体对汽车需求的下降是总体汽车销售下降的重要原因。近年来，随着经济增速的下滑，居民可支配收入增速也出现明显下降趋势。其中，中低收入群体的可支配收入增速下降更为明显，明显地影响了该部分人群对未来收入的预期。根据国家统计局的数据，2018年中间收入户和中间偏下收入户的可支配收入同比增速分别下降至3.1%和3.7%。而这部分人群是低端汽车主要需求者，其收入增速大幅降低必然会影响到其对未来收入增长的信心以及对低端汽车产品的需求。另外，由于低收入群体对汽车补贴优惠的政策感知更为明显，2018年以来的汽车优惠补贴政

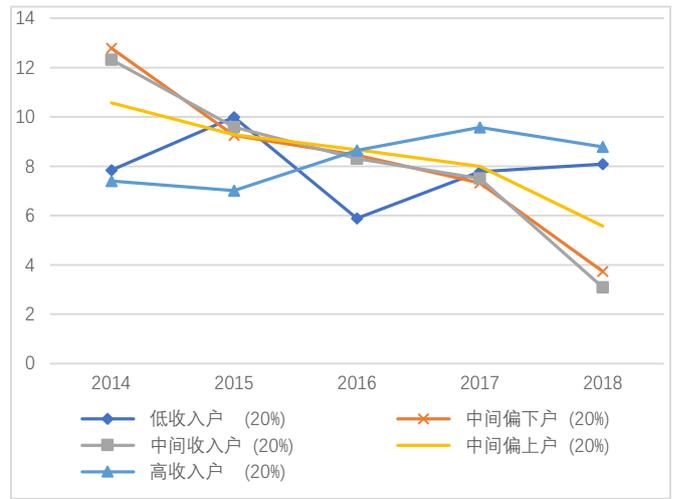
<sup>5</sup> <https://www.maiche.com/news/detail/1975514.html>

策退出也加剧了该部分群体对低端车的需求的下滑。

图表 31 不同价位乘用车销量占比变化趋势



图表 32 不同人群收入增速变化趋势



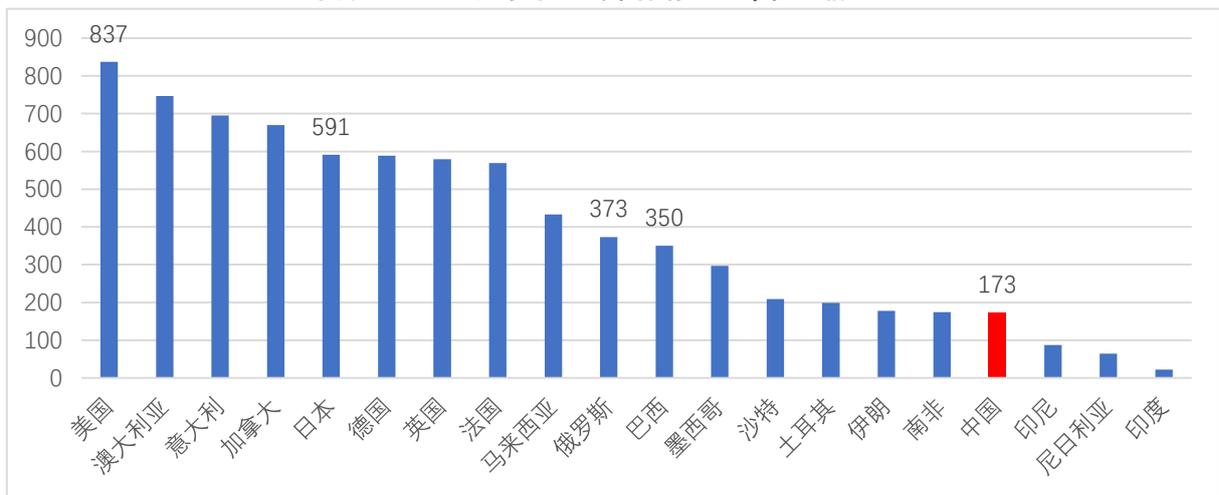
资料来源：搜狐汽车，中银国际证券

资料来源：2019年《中国统计年鉴》

### 3. 汽车保有量低且差异性明显，长期销量依然可期

目前，我国的汽车保有量约为 2.4 亿辆，千人汽车保有量为 173 辆，明显低于发达国家美国的 837 辆、日本的 591 辆、德国的 579 辆，也低于俄罗斯的 373 辆、巴西的 350 辆、和墨西哥的 297 辆，而与南非的 174 辆大致相当。一般而言，汽车消费与经济发展水平有较大的关系，但中国人均 GDP 与巴西、墨西哥大致相当，却要明显高于南非。因此，随着未来中国人均 GDP 的持续上升和稳步迈入高等收入国家行列，中国的人均汽车保有量将仍有很大的扩大空间。从 2020 年的小康社会过渡到基本实现社会主义 2035 年的 15 年时间里，即使我国的千人汽车保有量达到 350 辆的保守水平（平均 3 口之家拥有一辆车），则国内汽车保有量还有翻番的空间。

图表 33 主要国家千人汽车保有量（单位：辆）

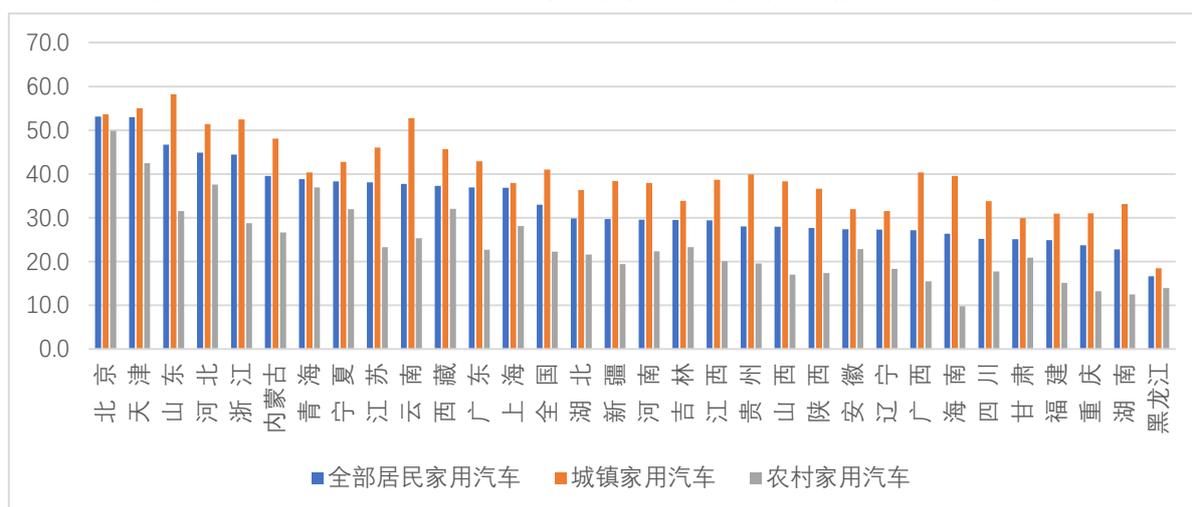


数据来源：世界银行

而且，由于我国城乡间、区域间的经济发展不平衡的特征非常明显，城乡间以及各省市间的家庭汽车保有水平

也有着明显差异。在汽车保有量低的省份、县镇以及农村地区，还有大量的汽车消费意愿，随着城镇化的推进和居民收入的增长，这些地区仍存在着巨大的汽车消费潜力。根据中国统计年鉴的数据，2018年全国居民、城镇居民和农村居民平均每百户家用汽车拥有量分别为33辆、41辆和22.3辆，城乡之间居民的汽车拥有量尚存在1倍的差距。而从不同省市的对比情况来看，北京和天津的居民平均每百户年末汽车拥有量已经超过50辆，而黑龙江、湖南、重庆、四川、福建、甘肃、四川、海南、广西、辽宁、安徽、陕西、山西、贵州、江西、吉林、河南、新疆等省市居民平均每百户汽车拥有量低于30辆和全国水平，这些省市尚有三分之二的家庭没有汽车。因此，从长期看，我国的汽车消费市场仍有巨大的潜力可以挖掘。

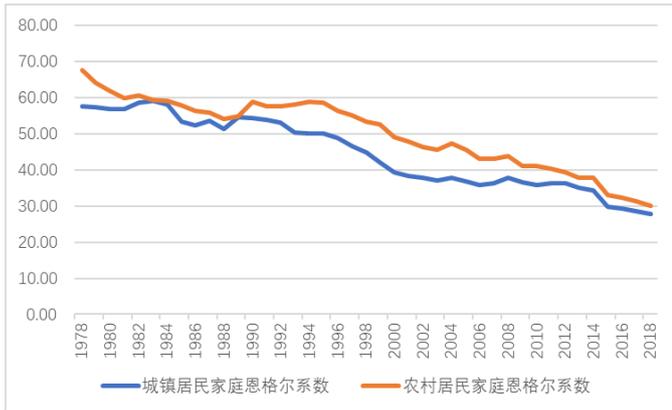
图表 34 2018 年居民、城镇、农村平均每百户年末汽车拥有量（单位：辆）



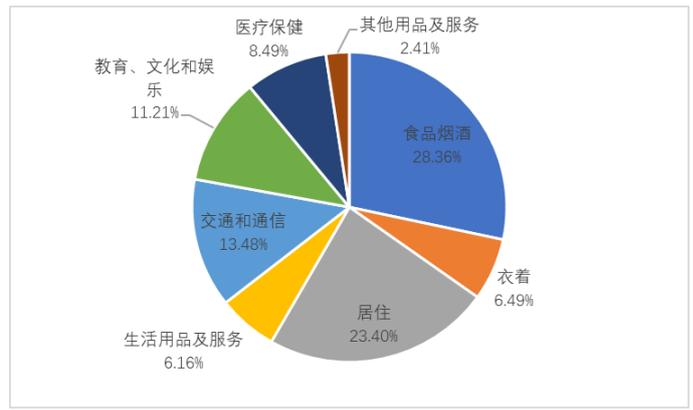
### （三）医疗教育需求持续较快增长，公共服务供给须要补短板

恩格尔系数下降，服务品消费在居民总消费支出中占比上升。改革开放以来，我国城乡居民家庭恩格尔系数持续下降。2018年，城镇居民家庭恩格尔系数已经降至27.7%，农村居民家庭恩格尔系数已经降至30.1%（图X）。2018年，全国居民人均消费支出为19853元。其中，食品烟酒、衣着、居住支出分别为5631元、1289元、4647元，合计占到总消费支出的58.26%；交通和通信支出为2675元，占13.48%；教育、文化和娱乐支出为2226元，占11.21%；医疗保健支出为1685元，占8.49%。

图表 35 城乡居民家庭恩格尔系数



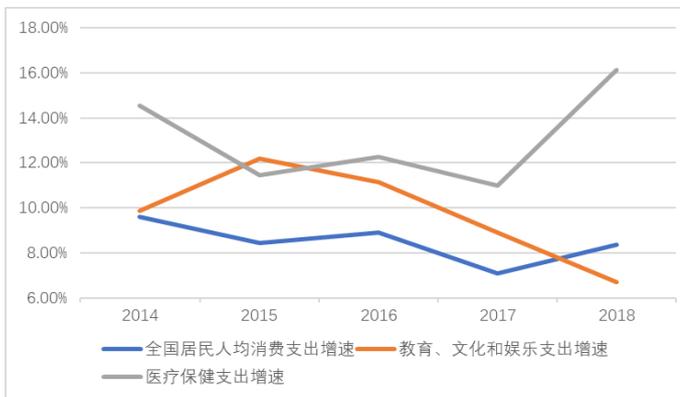
图表 36 居民人均消费支出构成



数据来源: Wind 数据库

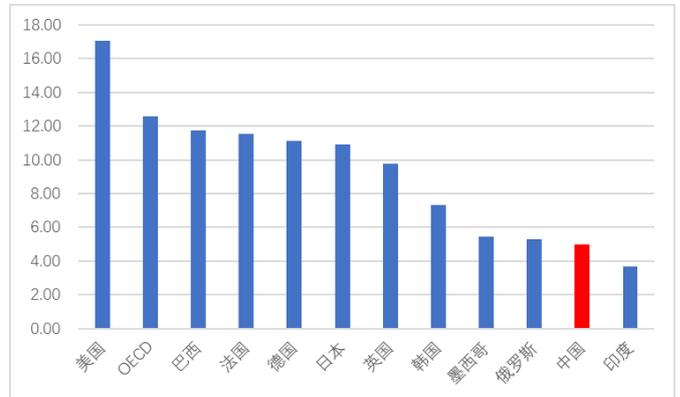
数据来源: Wind 数据库

图表 37 医疗保健支出与教育文娱支出增长速度



数据来源: Wind 数据库

图表 38 各国医疗支出占比



数据来源: 世界银行 WDI 数据库

医疗、教育等服务品消费较快增长。近年来，全国居民人均医疗保健支出和教育文娱支出的增长速度持续高于总消费支出增速。其中，医疗保健支出的增长势头更为迅猛。2014-2018年，医疗保健支出的平均增速为13.08%，而同期总消费支出的平均增速仅为8.47%。

医疗保健需求：预计未来我国医疗保健需求将呈现快速扩张之势。主要原因有二：其一，未来我国老龄人口还会持续增加。根据联合国的预测，“十四五”期间，我国60岁以上的老年人口将增加约5000万人，70岁以上的老年人口数将增加3400万人（图X）。到2035年，我国60岁以上的老年人口将达到4.14亿人，为当前的1.6倍以上；70岁以上老年人口数将达到1.92亿人，将近当前的2倍。其二，随着收入水平的提升，人们对医疗保健的需求往

往上升的更快。用经济学的术语来讲，医疗需求的收入弹性大于 1。图 X 展示了代表性国家医疗相关支出在居民总消费中所占比例：2016 年，中国医疗支出在 GDP 中所占比重为 4.98%；与此同时，OECD 国家的平均值为 12.59%，法国、德国、日本、英国分比为 11.54%、11.14%、10.93%和 9.76%。我国医疗支出在 GDP 中的占比不仅低于这些发达国家，而且低于巴西、墨西哥等发展中国家。未来，随着人均收入水平的进一步提高，在相当长一段时期内，消费支出的增长速度会超过 GDP 增长速度和总消费的增长速度。

对此，我们建议：应顺应医疗保健服务需求扩张之势，一方面应增加医疗资源的公共投入；同时另一方面，应放开市场准入，鼓励更多的民间资金投入医疗领域。双管齐下，增加医疗保健服务供给。

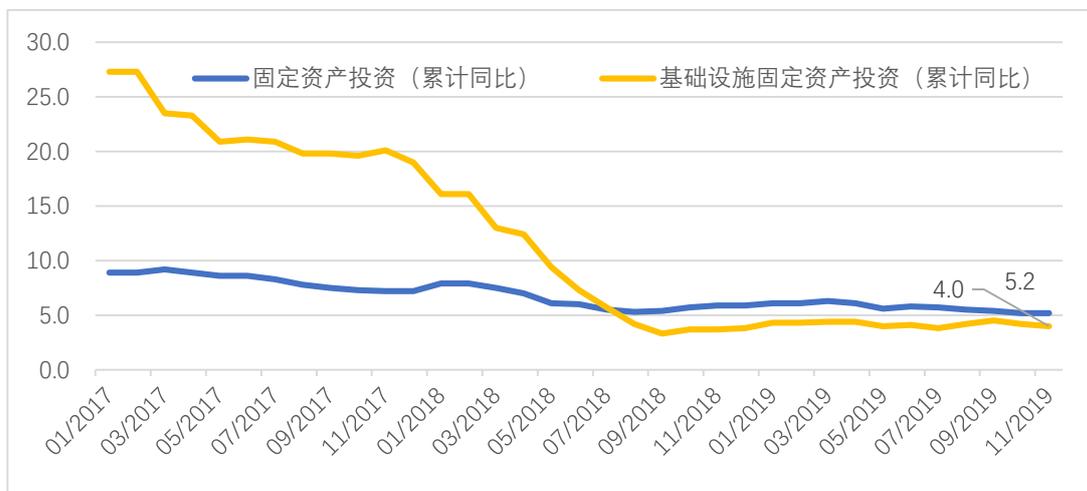
**教育服务需求：教育需求将朝着高品质、多元化的方向发展，结构调整和提质增效将成为未来教育发展的主要特征。**随着 2000 年之后每年新出生人口数的持续减少，从总量上看，教育公共服务在供给数量上已经不再是大问题，但从结构和质量上来看，仍然存在较大的短板。首先，基础教育供给与需求之间结构性错配。部分一二线大城市，与持续流入的人口相比，幼儿园和中小学的学位供给仍显不足，适龄儿童入学难（尤其是农民工等新进入城市人口的子女）仍然是一个影响人们群众幸福感的较为普遍的社会性问题。而部分县城、小城镇以及农村地区，由于人口持续流失，教育资源出现了一定程度的过剩。第二，优质教育资源供给不足，整体教育品质仍有较大提升空间。优质初高中与一般初高中之间的差距进一步扩大，导致家庭和学生在正常的学校教育之外，投入大量额外精力和财力以为了进入优质初中和优质高中。尽管小学初中教育已经实现全免费，但是对于很多中产家庭而言，花费在小孩校外教育上的资金却在不断反升。学区房价格“溢价”明显。

对此，我们建议：一要优化公共教育供给结构，增加人口净流入城市的公共教育资源，整合和强化县城、小城镇和农村地区的公共教育资源。二是提高公共教育的品质，采取积极措施缩小一般中小学校与优质中小学校之间的差距，缓解“学区焦虑”。

#### （四）基建投资长期需求仍在，重在管理优化

2019 年基建增速在 4%附近波动，低于同期固定资产投资增速与经济增速。换言之，近一年多以来，基建投资在一定程度上拖累了固定资产投资增长。我们认为，作为一个国土辽阔、人口众多的发展中国家，中国仍有尚待释放的基建需求，在未来一段时间基建投资仍将为推动中国经济的高质量发展作出重要贡献。然而，既有基础设施项目的立项、融资、管理、运营模式需要进行调整与优化，建立现代化基础设施建设投融资体制是保证基建投资可持续发展的关键所在。

图表 39 基建固定资产投资累计同比增速 (%)



数据来源: Wind 数据库

诚然，过高的基建投资增速不利于经济的可持续发展，但对于中国这样一个幅员辽阔、人口众多、区域差异较大的发展中国家而言，基建投资需要与非基建投资的增长以及经济的整体增长水平相适应。首先，与美国、日本等发达国家相比，中国许多基础设施不论在总量上还是人均水平上仍有差距。其次，中国经济仍处在中高速增长阶段，私人资本仍在增长，这将形成新的基础设施需求。最后，如诺奖得主 Romer (2019) 所言，基础设施资本具有长周期 (Longevity) 特性，先期投资成本较低，因此经济决策者应进行前瞻性投资以提升经济效率。

尽管过去数年间中国基础设施投资经历了一个高速增长期，但与美国、日本等发达国家相比，中国许多基础设施不论在总量上还是人均水平上仍有差距。我们分析了机场、铁路、油气管道、公路四种基础设施的总量、面积密度和人均密度，发现中国的基础设施总量水平较高，但是考虑到我国的人口数量以及土地面积，应该更加细致地考察基础设施的面积密度与人均密度，以对中国和各发达国家的基础水平进行更为合理的对比。

图表 40 美国、日本与中国商用机场拥有量对比

2018年商用机场拥有量*			
	人均机场拥有量 个/百万人	机场密度 个/百万平方公里	商用机场数量 个
美国	1.6	55	511
日本	0.5	159	60
中国	0.2	24	233

\*商业机场仅包括定期通航的商业机场，不包括不定期通航的机场、私人机场、军用机场、直升机场等。

数据来源: Wind 数据库

经过比较，我们发现中国机场总数明显不足，不仅在总数上远远落后美国、德国，在人均密度和面积密度上也与日本、美国、德国都存在巨大的差距。铁路、公路、油气管道的差距并不如机场明显，而且考虑到中国地形地貌、资源分布的独特结构，存在这样的差距并不能完全说明中国基建水平不足。

图表 41 中国与其他国家的铁路、公路与油气管道总量及人均拥有量

	基础设施总量			人均基础设施拥有量		
	铁路* 万公里	公路* 万公里	油气管道 万公里	铁路* 千米/百万人	公路* 千米/百万人	油气管道 千米/百万人
美国 (2012)	29.4	659	198.4	898	20,143	6,068
欧盟 (2013)	23.1	1,058	—	446	20,465	—
中国 (2018)	13.2	485	12.2	95	3,487	88
德国 (2017)	3.4	63	2.9	405	7,537	354
巴西 (2016)	3.0	200	1.4	215	9,597	36
法国 (2013)	3.0	105	1.8	442	15,723	273
日本 (2015)	2.7	122	0.5	215	9,597	36
韩国 (2016)	0.4	10	0.4	77	1,945	74

\*这里公路/铁路包括各等级公路/铁路。

\*这里公路/铁路包括各等级公路/铁路。

数据来源: Wind 数据库

即使将地形的因素考虑进来，我们发现中国铁路与公路建设水平与日本相比也仍存在很大的差距。日本有 61% 左右的地区为山地，中国的山地、丘陵与高原面积约占国土总面积的 69%。如果我们简单地用中国铁路的总里程除以中国不包括山地、丘陵、高原的面积，发现中国铁路的面积密度为 441.9 公里/万平方公里，公路里程的面积密度为 16235.5 公里/万平方公里，但日本即使在考虑山地面积的情况下，其铁路密度、公路密度也分别达到 1876.9 公里

/万平方公里、82694.9 公里/万平方公里。

图表 42 中国与其他国家的铁路、公路与油气管道密度

	基础设施密度		
	铁路*	公路*	油气管道
	千米/万平方公里	千米/万平方公里	千米/万平方公里
德国 (2017)	940	17,492	822
日本 (2015)	723	32,251	123
法国 (2013)	541	19,237	334
欧盟 (2013)	528	24,217	—
韩国 (2016)	397	10,022	380
美国 (2012)	313	7,029	2,118
中国 (2018)	137	5,033	127
巴西 (2016)	35	2,342	16

\*这里公路/铁路包括各等级公路/铁路。

数据来源: Wind 数据库

作为一种在各种经济活动中被普遍使用的生产要素，基础设施具有“俱乐部产品 (Club Goods)”的性质。根据经典的公共品理论，基础设施的存量需要与经济中其他生产要素的存量相适应——当基础设施存量相对于非基建资本存量过低时，经济的运行效率将由于“拥挤效应 (Congestion)”而下降。中国仍是一个发展中国家，中国经济仍处于中高速增长阶段，私人资本、人力资本等非基建生产要素的逐步积累将带来新的基础设施需求。因此，如不能保证基础设施投资适度增长，则会制约其他资本的积累，不利于中国经济的高质量发展。从这个意义上讲，基建投资在未来仍将为中国经济发展的提供支撑，合理的基础设施投资增速应当高于目前水平。

为了更精准地测度这一效应，我们建立了一个包含基础设施资本的多期增长模型，并结合中国经济实际对有关参数进行校准。数值模拟结果显示，其他条件不变，未来五年基建投资占总产出的比重提高 1%所带来的福利提升相当于全要素生产率 (TFP) 永久性增长 0.13 个百分点，这表明基建投资对经济的拉动作用仍是显著的。

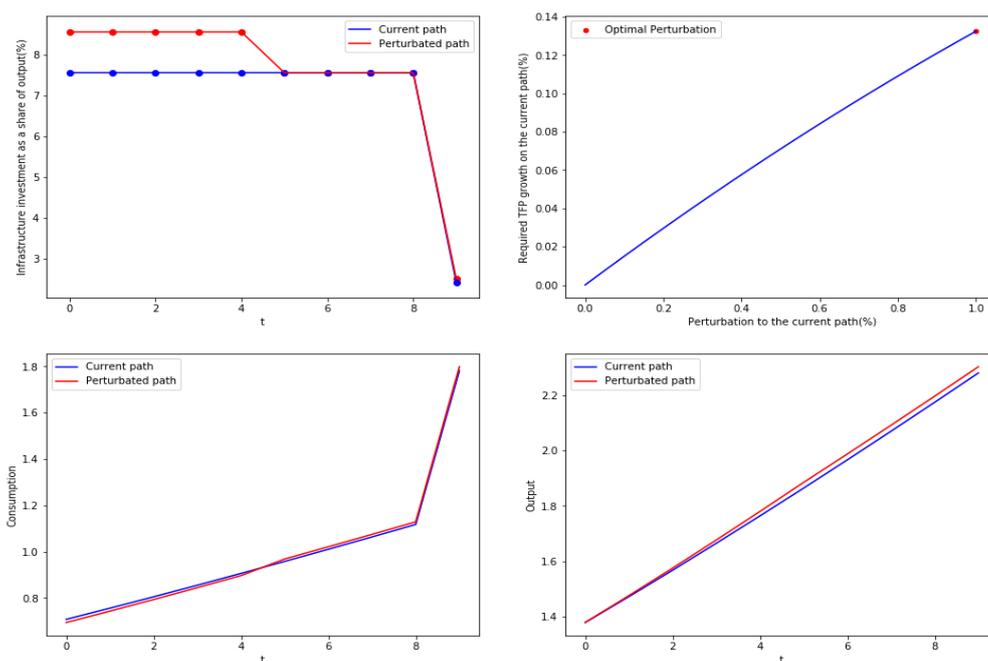
基建投资具有长期性。这一方面体现在基建项目大多需要数年完成，例如高铁、输油管道等工程需要十余年时间才能建成使用；另一方面体现在基础设施使用周期较长，折旧率较低，如港珠澳大桥设计使用寿命为 120 年，英国伦敦地铁已经运行了一百余年。同时，由于土地配置、规划等问题的存在，前瞻性的基建投资往往拥有较低的成本，有助于实现经济效益。正如诺奖得主 Paul Romer 在向世界银行建言时所述：“每当银行批准为一个老城区未经规划的基础设施翻新改造项目提供融资时，它都应该拿出钱来支持人们对那些必将到来的城市扩张所必备的基础设施进行规划与建设，因为提前投资将会显著降低成本。”<sup>6</sup>

从这个意义上来说，基础设施需要“适度超前”，否则将会承担高昂成本。北京地铁 8 号线作为一条贯穿南北的交通动脉，始终未能贯通运营，其核心困难就在市中心的王府井换乘车站。据报道，有关建设自 2016 年开始，至今仍未完工。8 号线王府井站需要面对国铁直径线、地铁 2 号线两处特级风险，以及铁道博物馆、法国使馆旧址等 7 个一级风险，作业风险大、难度大，成本高。若过去能够提早对南北线进行规划建设，则可有效减少建设成本。<sup>7</sup>

<sup>6</sup> “Each time the bank approves a loan to retrofit basic infrastructure on unplanned urban development, there should be funds that support infrastructure planning and development for the expansion that we know is coming — significantly less expensive when it’s done in advance.” 详见 [https://paulromer.net/ft\\_oped/](https://paulromer.net/ft_oped/)

<sup>7</sup> [http://www.sohu.com/a/319596712\\_99986045](http://www.sohu.com/a/319596712_99986045)

图表 43 基建投资对经济的拉动



数据来源: Wind 数据库

中国“西气东输”建设工程也能提供一个恰当的案例。据国家能源局原局长张国宝先生回忆，2000年前后“西气东输”工程立项之时，中国天然气占一次能源消费的比例不足3%，天然气市场的上游供给与下游需求规模都不大，在论证过程中专家组坚持将设计年产量从200亿立方米缩减至120亿立方米，管径也由1034mm缩小至1018mm。然而数年之后，现有运力就难以满足市场需求，因而陆续开建了二线、三线与四线工程，并使得“中亚天然气管道”成为可能。由于一期工程在许多施工难点预留了扩建接口，因而降低了后期工程的成本，缩短了建设周期。正如张国宝先生在回忆录中所言：“重大工程的规划建设需要胆略和战略眼光，要有对历史负责的责任感，要有‘世上无难事，只要肯登攀’的气概”。

**发挥基础设施建设的潜力需要对中国的基建投融资体制进行彻底变革。**当前的地方基建投资缺乏统一、高效的管理，这带来了以下一些弊端。第一，项目成本收益分析流于形式。目前基础设施建设项目审批中，财政、发改委等部门主要审查负债规模、合规性等要求，缺乏详细审核项目成本收益的激励与专业能力；地方政府及其相应的投资运营公司更关注项目开工建设，也缺乏分析成本收益的激励。第二，监督难、追责难。由于地方债、城投债投资者较为分散，因此很难合力对项目执行进行监督，一旦发生违约也很难进行平等地与地方政府及相关运营公司谈判，通过诉讼等手段进行追责维权更加困难。第三，项目审批后由地方政府自行发行债券来融资，流程较长、成本较高、灵活性低。第四，债券融资不足以支撑基建投资资金需求，地方政府转而占用大量银行信贷资源。由于基建项目贷款金额大，银行放贷的单位成本低，加之政府主导项目所天然附带的隐性担保属性，基建项目吸引了大量银行资金，挤出了对中小企业的放贷，也形成了地方政府的“隐性负债”。

我们认为，基建投融资体系改革有两个明确的目标。第一是对地方政府的基建项目的规划、可行性分析等做统一管理。第二是要把基建融资从商业银行的信贷体系中切割出去、转而依赖债券融资。为此，应从发改委、财政部、审计署以及其他相关部门抽调职能人员，成立全国性的基础设施投资公司，统一管理地方基建项目的规划、融资、建设与监督，由这一公司对地方基建项目进行市场化成本收益分析，发行债券或组织社会资本为项目融资，并行使出资人权利对项目进行监督、追责。

成立全国性的基础设施建设投资公司可以带来以下好处：第一，对投资项目进行市场化的成本收益分析。投资

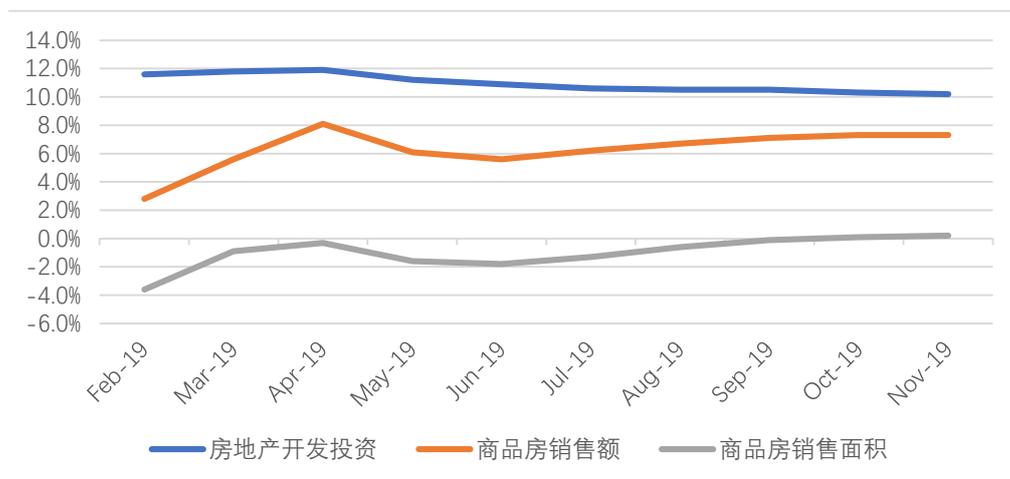
公司作为自负盈亏的独立第三方，有激励、有能力对项目进行合乎实际的成本收益分析；对于不能盈利但有巨大社会效益的项目，也可以更准确地计算所需财政补贴，保证项目的可持续性。第二，集中行使投资人的监督、追责权利。作为全国性的有影响力的企业，投资公司能更有效地监督项目质量、进度；发生违约时，其在谈判、诉讼中也将拥有更强的维权能力。第三，理顺融资渠道，有效调动社会资本。投资公司可通过发行专项债务融资，亦可与私募、信托投资等组成银团共同投资项目，既调动社会资本参与，又降低对银行贷款的占用，使得银行更有效地服务中小企业。唯有如此，才能从根本上打造现代化的基础设施投融资模式，保证基础设施投资平稳、高效，成为经济增长的稳定器。同时，探索一条可持续的基建投融资模式也将为世界各国进行基础设施建设提供中国方案。

## （五）房地产供给相对不足，需求释放可期

### 1. 房地产开发投资：投资增速下行，政策企稳分化

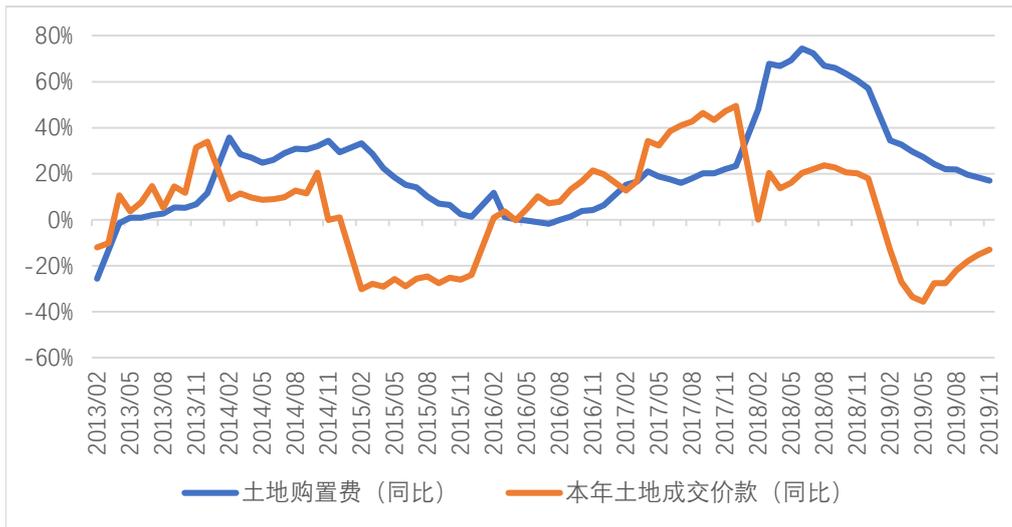
2019年1-11月，全国房地产开发投资121265亿元，同比增长10.2%，增速比1—10月份回落0.1个百分点。1—11月，商品房销售面积148905万平方米，同比增长0.2%，增速比1—10月份回升0.1个百分点。11月份，房地产开发景气指数为101.16，比10月份提高0.02点。2019年，一线城市住宅价格小幅提升，而二三线城市住宅价格累计涨幅小幅回落，部分城市二手房价格持续下跌。从政策上来看，2019年我国房地产市场调控政策以稳为主，中央再度重申不将房地产作为短期经济增长点。另一方面，房地产“一城一策”进一步落实，不同地区房地产调控政策有所分化。上海、深圳、广州、南京和青岛等一二线城市的限购政策有所放宽。

图表 44 房地产投资和销售累计同比增速



数据来源：国家统计局

图表 45 土地购置费和土地成交价款同比



数据来源: Wind 数据库, ACCEPT 测算

我们认为, 2020 年房地产开发投资将延续 2019 年下半年的小幅下行趋势, 难以复制 2019 年的增速回升。一方面, 2019 年上半年房地产投资增长的主要动力为土地购置费用。如上图所示, 2019 年上半年土地购置费用占房地产投资的比例超过 30%, 远超过历史平均水平; 另一方面, 土地购置费用的增长大部分来自于去年土地交易的延期付款, 进入 2019 年后土地成交量大幅下行, 因此, 2019 年房地产开发投资的这一波增速回升不具有可持续性, 房地产市场短期内供给和需求两方面均没有显著利好。但是, 另一方面, 2019 年下半年以来房地产销售增速略有回升, 再加上一二线城市住房需求仍然旺盛, 因此房地产开发投资增速失速的压力也比较小。

此外, 2019 年末, 中央再度强调不会将房地产作为短期刺激经济增长的手段, 因此可以预计, 2020 年全国房地产调控政策仍然以稳为主, 出现大幅度刺激政策的可能性较小。考虑到房地产调控“一城一策”的再度强调, 部分刚需旺盛城市的房地产市场可能出现火热。总体来看, 我们预计, 2019 年我国房地产开发投资增速为 10%, 2020 年全年我国房地产开发投资增速小幅回落至 9%。

## 2. 房地产市场长期需求有待释放

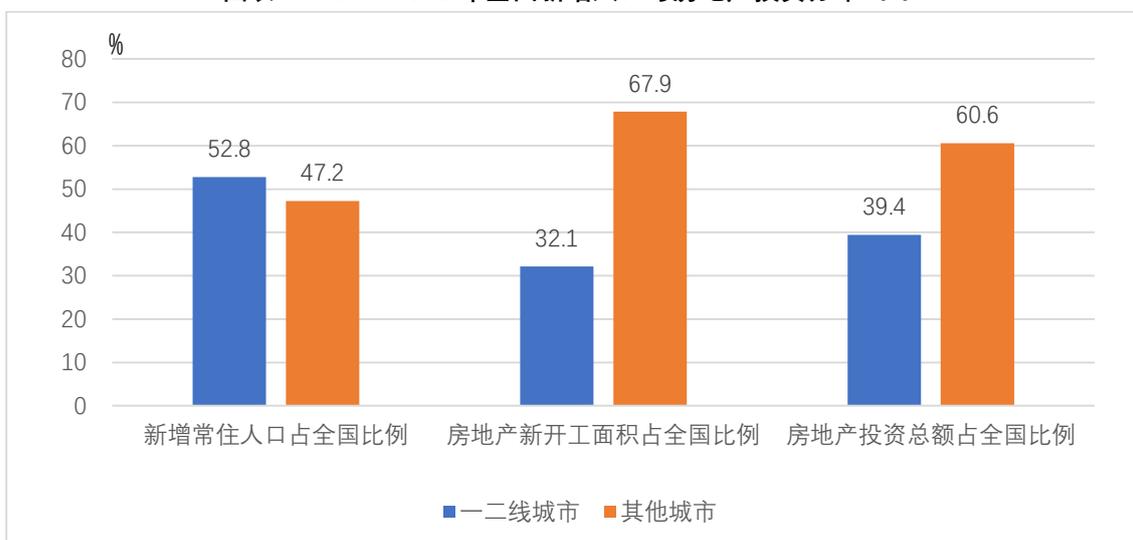
我们认为, 尽管短期内房地产市场新一轮爆发的可能性较小, 但长期来看仍然有相当的需求有待释放。其一是从总量上看, 中国当前城市化率接近 60%, 而刘易斯拐点当城市化率超过 70% 的时候才达到, 因此中国城市化进程仍然在继续。未来仍然有 1.5 亿-2 亿人口将要完成城市化, 在城市定居并购买住房, 这将持续构成房地产市场的潜在需求。

其二是从结构上看, 当前中国房地产市场的供给和需求存在一定程度的空间上的错配, 一二线城市的住房需求尚未得到满足。2019 年, 住宅地产在一二线城市表现仍然强劲, 而三四线城市房市仍然处于平稳回落期间。一二线城市仍然有相对旺盛的住房需求, 但住房供给没能即时跟上。如下图所示, 在过去 5 年里, 一二线城市面临新增人口多、新增住房少的局面。根据我们的计算, 2014-2018 年, 全国一二线城市新增常住人口约 1829 万人, 三四线城市新增常住人口 1637 万人, 分别占全国的 53% 和 47%。但是与之形成对比的是, 同期, 一二线城市房屋新开工面积占全国的 32%、房地产投资总额占全国的 39%, 与新增常住人口相比明显偏低。此外, 从土地供给情况来看, 当前一二线城市的土地利用结构仍然向工业倾斜, 住宅用地供给显著偏低, 房地产市场的土地供给同人口流向出现空间上的不匹配。目前的房地产调控政策以需求端限购为主, 在限制了一二线城市购房需求的同时, 并没有从根本上解决住房供不应求的问题。

因此, 我们认为, 由于城市化进程的继续, 以及一二线城市住房需求尚未满足的现实情况, 房地产市场在未来仍然有较大的需求有待释放。此外, 一二线城市高企不下的房价与住宅用地供给相对不足有关, 为稳定房地产市场价格, 除了需求端调控之外, 也需要从供给端发力, 增加一二线城市住宅用地的供应。如果能够在增加一二线城市

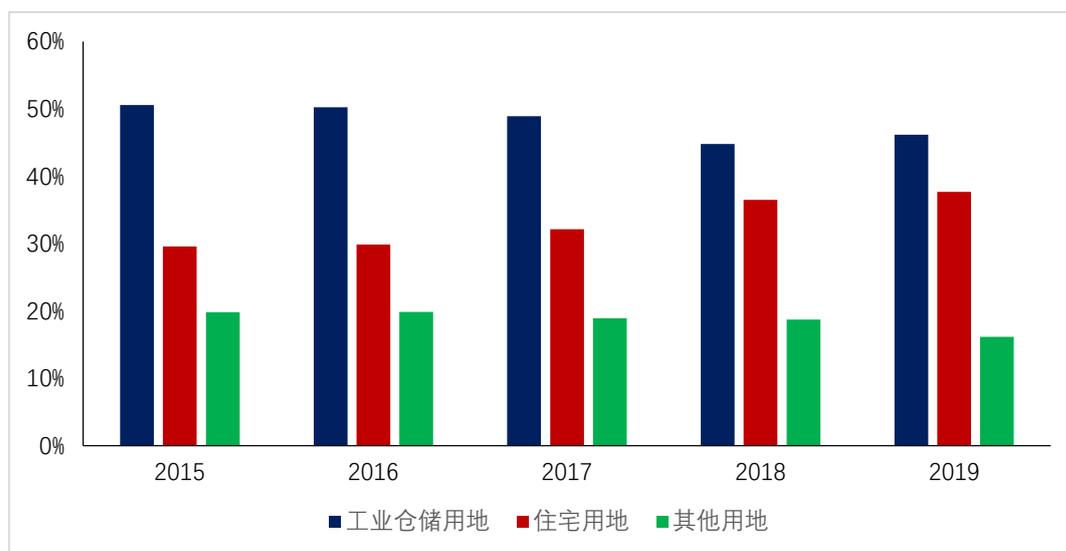
住宅用地供给的同时，适当放宽对一二线城市购房需求的限制，将一定程度上释放购房需求。我们用住宅净销售额（去除了购地成本）简单测算了一二线房地产市场释放所能带来的对经济的拉动：当一二线城市住宅用地的供给在现有基础上增加 4% 时，将带动 0.25% 的 GDP 增长。

图表 46 2014-2018 年全国新增人口与房地产投资分布 (%)



数据来源: Wind 数据库, ACCEPT 测算

图表 47 70 座大中城市新增土地供给各类用地占比

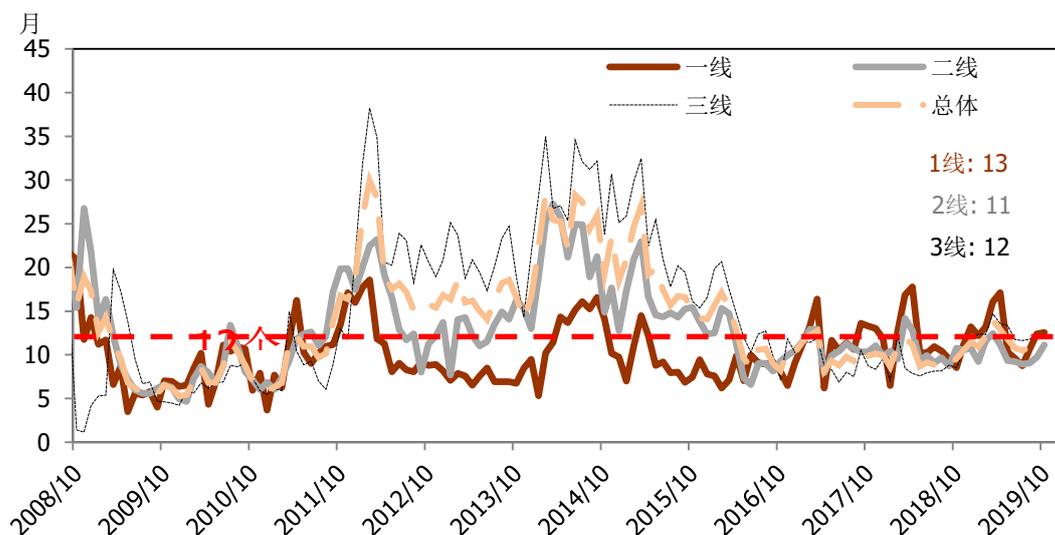


数据来源: 国信房地产信息网, ACCEPT 测算

增加一二线城市住宅用地供给，同时适度放宽一二线城市购房需求端限制，既具有可行性也具有必要性。从可行性的角度，当前一二线城市库存水平整体较低，不必过度担心由于住宅用地供给的增加而引发较大库存压力。另从必要性的角度，主动缓解一二线城市住房市场的供需矛盾，有助于一二线城市房地产市场的健康发展，避免“骑虎难下”。长期的限购在限制了住房需求释放的同时，也使得部分居民的住房需求难以得到满足；而在不增加土地供给的情况下直接放开限购，则将进一步推高房价。中国居民房贷存量自 2009 年以来快速增长，当前已经接近国民可支配收入的 30%。如果住房价格进一步提高，将极大地增加中国居民的购房压力，限制居民住房支出外的可支配收入，进而挤占居民消费。因此，适度扩大一二线城市住宅用地供给，对于释放房地产市场需求和培育健康的房地

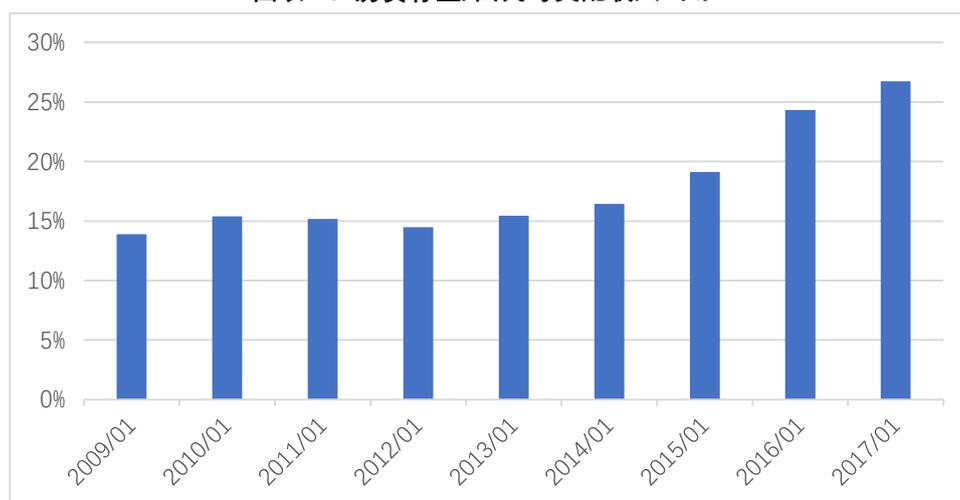
产市场有着重要意义。

图表 48 库存去化周期（分等级城市，3 个月移动平均）



数据来源：中指数据库，ACCEPT 测算

图表 49 房贷存量/国民可支配收入 (%)



数据来源：国家统计局，Wind，ACCEPT 测算

## （六）打造高质量金融市场，释放金融需求潜力

金融市场承担着转化储蓄为投资、连接居民和企业的关键作用，但目前无论是居民端对投资的需求还是企业端对融资的需求，都没有得到很好地满足。具体来说，一是居民投资理财、资产管理的多层次、多元化需求没有很好地得到满足；二是实体经济融资需求尤其是民营企业和中小微企业、基础设施建设、创新创业企业的融资需求没有很好地得到满足。如果居民和企业对金融市场的投融资需求能够充分满足，中国经济中长期增长的活力和潜力将进一步释放。我们将重点从“居民对金融服务的需求尚未得到充分满足”这一论断进行分析。

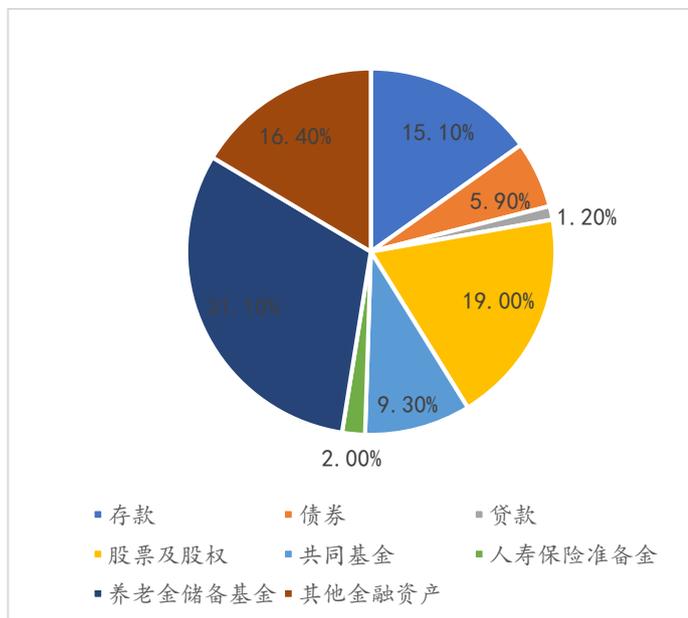
党的十九大报告指出，中国社会的主要矛盾已经转变为“人民日益增长的美好生活需要同不平衡不充分的发展之间的矛盾”，人民日益增长的美好生活需要当然包括对“多层次、多元化、规范、透明”的投资理财和资产管理的需求。经过四十年年的发展，中国即将进入全面小康社会，居民有了更多的富余资金和财富积累，对投资理财和资产

保值增值的需求强烈。从宏观数据来看，2019 年末中国 GDP 总量有望接近 100 万亿人民币，人均 GDP 有望超过 1 万美元。中国的国民储蓄率领先于全球主要经济体，根据世界银行数据，我国的国民储蓄率在 47% 左右，100 万亿 GDP 将大致对应 47 万亿左右的国民储蓄，这其中属于居民部门的储蓄为 23 万亿左右。以上还只是一年的增量，如果看存量则更为庞大——2018 年末仅居民部门存款余额就超过 70 万亿。如此巨量的资金增量和存量，需要与之规模相当且多元化、多层次的可供金融资产来匹配。但目前我国金融市场的产品和服务的规模、质量、结构，以及金融监管机构的监管能力都难以满足居民投资理财和资产管理的需求。

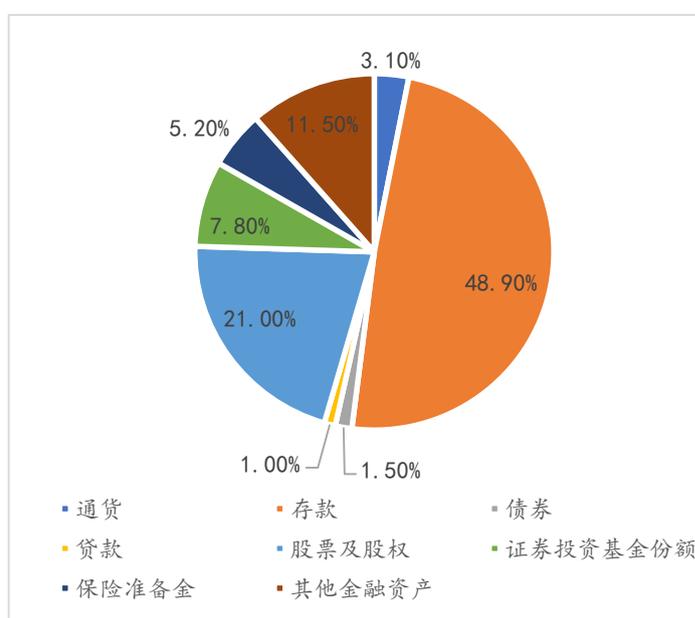
### 1. 居民投资理财和资产管理需求没有得到满足表现是什么？

长期以来居民投资理财和资产管理的需求没有得到很好地满足，可投资资金多与可供投资资产少并存，导致了三个现象：一是房地产成为我国居民资产配置的最主要资产，根据社科院的数据，2016 年房地产占到我国家庭资产配置的 46%，而金融资产配置占比为 50.5%。美国的居民资产配置中，房地产仅占比为 24%，金融资产占比为 71%。进一步细分金融资产配置的比例，中国居民配置于现金和通货等低风险资产的占比为 54%，配置于股票与股权资产的占比为 21%，配置于保险养老金的占比为 5.2%，而美国居民配置于股票及共同基金比例为 28%，养老及人寿保险金的比例为 33%。二是近年来，各种金融乱象频发，包括 P2P、非法集资等，甚至爆发了一些局部性的风险，本质上是居民对较高收益金融资产的渴望与正规金融市场难以供给与之匹配的金融产品之间的矛盾。三是影子银行体系在过去十年的快速发展与壮大。以银行理财产品为主体的影子银行体系快速发展，固然有来自于房地产、基建、产能过剩行业等实体经济的需求，这些行业从正规的表内渠道难以获得信贷资金，只能绕过监管获得表外融资，金融机构也有动力开展影子银行业务获得利润；但从资金供给角度来说，本质上是老百姓手里的资金难以找到合适的可供投资金融资产。更准确地说，银行理财产品恰恰弥补了金融产品结构的不合理——要么是低收益的银行存款，要么是收益较高但同时风险较高的股票、债券、私募等产品，而收益率介于 3-6% 这个区间、风险相对较低的金融产品非常奇缺，这一现象也被称作“资产荒”。理财产品的出现恰恰弥补了金融产品结构的不合理，为居民投资理财和资产管理提供了更多的更好的选择，因而受到投资者热捧，规模得以迅速壮大。

图表 50 美国居民家庭金融资产配置



图表 51 中国居民家庭金融资产配置



数据来源：美国数据根据美国联邦储备委员会测算，中国数据根据李扬等《中国国家资产负债表》测算。

### 2. 为什么居民的投资理财和资产管理需求没有得到很好地满足？

第一，长期以来我国的金融市场只重视融资功能而忽视投资功能。无论是 80 年代初商业银行的恢复，还是后来债券市场和股票市场的建立，最初的目的都是解决计划经济向市场经济转轨过程中实体企业尤其是国有企业的资

金需求问题，忽略了金融市场同样重要的投资功能。因此，金融市场的产品、结构并不是以满足居民投资理财需求为出发点的。各级政府和金融监管部门主要关注和考核的指标也是金融市场的融资规模及增长情况，包括间接融资和直接融资情况。

**第二，我国金融市场产品和服务种类已经比较齐全，但质量和结构难以匹配居民对高质量金融产品和服务的需求。**一是与美国等发达经济体相比，我国金融市场最大的短板便是资本市场发展尤其是股市发展不足，这不仅体现在股市的回报率长期偏低，也表现在股价的波动率偏高。2000年以来，我国经济保持了年均9.1%的高速增长（如果看名义增速则更高），但同期股市年化持有收益率仅为1.3%，而美国同期股市年化回报率达到3.2%，与中国同为新兴经济体的印度达到了12.9%；尤其是2009年以来，美国股市已经走出十年牛市，而中国沪深股指十年来涨涨跌跌，基本上还原地踏步。中国股市的高风险-低收益，很难满足居民配置高风险-高收益资产的需求。二是中国衍生品市场发展不足、规模偏小，很难满足居民和企业部门对套期保值、管理风险、发现价格的需求，难以对冲掉高风险资产的波动。三是海外市场一些成熟的金融产品，在中国却迟迟没有推出，使得金融产品对居民多元化、多层次资产配置的需求难以满足。最典型的案例便是公募REITs，作为一项长期收益情况良好、风险适中的权益类产品，在美国的市场规模已经达到2万亿美元，市场实践也证明是优质的金融产品，是养老金、共同基金等重点配置资产，我国已经具备了推出公募REITs的基础条件，但限于法律、制度和投资环境等的制约，千呼万唤不出来。四是金融市场双向开放步伐仍然偏慢，长期滞后于实体经济开放步伐，居民海外配置金融资产渠道不足，需求难以得到满足。

图表 52 股指收益率比较 (2001-2018)

2001-2018	起始	结束	年数	平均年化持有收益率
中国大陆	100	125.5	17.8	1.3%
美国	100	175.8	17.8	3.2%
英国	100	114.6	17.8	0.8%
日本	100	159.0	17.8	2.6%
韩国	100	177.9	17.8	3.3%
印度	100	867.1	17.8	12.9%
德国	100	177.9	17.8	3.3%
新加坡	100	156.7	17.8	2.5%
中国台湾	100	206.8	17.8	4.2%
中国香港	100	165.5	17.8	2.9%

数据来源：数据来源：CEIC 数据库(中国上证综指，美国纽交所综指，英国富士100指数，日本日经225指数，韩国KOSPI指数，印度BSE Sensex指数，德国DAX指数，新加坡证券交易所海峡时报指数，台湾证交所市值加权指数，香港恒生指数)

**三是金融治理能力和治理体系不足，市场培育和发展有限，难以匹配居民对高质量金融产品和服务的需求。**一是，金融市场的复杂性、系统性对金融监管的要求很高，长期以来，我们的金融监管能力很难适应金融市场发展和创新的步伐，要么“一刀切”，要么“运动式”，人为干预市场情况较为普遍，市场配置资源的决定性作用没有充分发挥。二是，金融领域尤其是资本市场领域违法违规成本偏低、惩罚力度不够，比如上市公司治理能力较差、股票市场运行不规范等没有受到很好地约束。三是，对投资者的引导和教育不够，短期炒作盛行，总是幻想既要高收益又要低风险甚至零风险，对银行理财产品的刚兑信仰迟迟未打破。以上方面都体现着我们金融监管部门和各级政府

在金融领域治理能力不足和治理体系不完善，这在一定程度上限制了金融市场健康发展，难以适应居民对高质量金融产品和服务的需求。

### 3. 下一步如何更好地培育金融市场和释放需求？

一方面，伴随未来我国中等收入群体倍增和人均可支配收入的持续增长，即中等收入人数从 4 亿人扩展到 8 亿人，人均 GDP 从目前 1 万美元提高到 1.5 万至两万美元，居民对金融资产配置和财富管理的需求还有巨大增长空间。另一方面，随着中国人口年龄结构的变化，老龄人口比重的上升，对养老金和社会保险的需求会加大，这部分巨量资金的保值增值需求也需要多层次、多元化、高质量的金融市场。

以上两方面对金融市场的发展既是机遇也是挑战，更好地提高金融市场发展的质量，释放居民对美好金融产品和服务的需求，本身便是中国经济新的增长点和长期增长的基础。近年来，为打造高质量发展的金融市场和提高金融治理体系、治理能力现代化，中国已经做了大量工作，包括上海金融法院建立、证券法修订等，但我们认为这还不够，还有很大的发力空间。这其中，最为关键的便是牵一发而动全身的资本市场，打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的高质量发展的资本市场，提高金融治理能力和治理体系现代化，是未来中国金融发展的必然要求。

### 三、政策建议

回首改革开放以来的 41 年，尤其是 2001 年加入 WTO 以来，中国已深度融入了全球化分工体系。伴随着几十年来经济全球化的浪潮，我们通过对外开放积极学习、吸收了国外的先进技术，同时又努力开拓了庞大的国际市场，这无疑助力了中国过去 41 年的高速增长，推动了经济社会的全面发展。但是，近年来国际经济形势呈现出逆全球化趋势，单边主义、贸易保护主义正在抬头。可以说，**当前国际政治、经济形势正在发生深刻变化，面临百年未有之大变局，我们过去的经济发展路线必须要做出相应调整。**

放眼国内，近几年中国的供给侧结构性改革花了很多力量，取得了很大进展。但是，中国经济仍在总体走缓，经济增速仍在持续下滑。其缘由何在？我们认为，根本原因在于中国国内还有巨大的长期需求没有被释放和满足，导致市场偏凉的状况。今天的中国，消费已超过投资和净出口，成为推动经济增长的第一大动力源，在未来的经济中将发挥越来越重要的作用。但我们应该清醒地认识到，中国的消费过去更多的是靠 4 亿中等收入人群来拉动。随着这一人群的生活全面步入小康，他们的消费倾向逐渐转弱，并且他们在诸如托幼、教育、出行、健康等领域的复杂消费中固有的负外部性、信息不对称等社会问题愈显突出，亟待解决。因此，利用他们的消费来快速拉动经济的传统模式已渐失效，未来的高质量发展要求我们寻找新的动能。值得强调的是，在 4 亿中等收入人群之外，我们还有 10 亿人口没有富起来，他们在今天的年人均实际收入水平还停留在我国全部人口 20 年前的人均收入水平上，他们的收入有待提高，他们巨大的消费潜能有待得到释放。因此，在持续推进供给侧结构性改革的同时，我们应当在未来的 15 年把工作重点转向**长期需求侧管理、培育市场、释放需求**。长期需求侧管理不同于凯恩斯主义的短期需求刺激，如得到有效的推进和落实，市场偏凉的状况将能得到扭转，庞大的内需将释放巨大的经济增长潜力，经济基础也将更加坚固。鉴于此，**我们认为，当前的经济走缓只是格局转换的间歇期，而不是中国经济的长期整体下行，我们的工业化进程还远远没有结束。伴随着 10 亿人口的收入增长和生活富裕，特别是中等收入人群的规模倍增，我们将在未来拥抱一个更具活力的消费时代。**

综上所述，新的国际、国内形势要求我们从现在开始，核心技术更多地要自己开拓创新，新的市场更要由自己来主动挖掘。一方面，我们要在审慎研判国际形势的前提下坚定推进新时代更高水平的对外开放，增加我们的贸易伙伴，扩大我们的朋友圈。**更为重要的是，我们应把更多目光转向国内，着重培育、打造国内市场，努力实现中等收入人群倍增，做好复杂需求管理，释放长期消费需求。**

对于下一步的经济工作，全国上上下下首先应该统一思想，各级政府应把培育市场、释放需求作为下一阶段经济工作的重中之重，助力中国经济与社会的中长期发展。我们要继承改革开放 40 年来的宝贵经验，把对于政府的激励机制搞对，避免一刀切，让地方政府作为做市商，根据地方的实际情况，有任务地、因地制宜地培育市场，把当地的交易量活跃起来，把市场的热度重新搞起来。要打造这一切，根本在于国家治理体系和治理能力现代化。

具体而言，我们应把中等收入人群倍增、汽车消费、医疗、教育、基建、房地产、金融等领域作为重点抓手下大力气取得突破。

2019 年 12 月 25 日，中共中央办公厅、国务院办公厅共同印发了《关于促进劳动力和人才社会性流动体制机制改革的意见》。《意见》指出，全面取消城区常住人口 300 万以下的城市落户限制，全面放宽城区常住人口 300 万至 500 万的大城市落户条件。这一重大政策的颁布无疑将加速我国城镇化的进程，并长期利好中等收入人群倍增。在此过程中，我们建议（1）有效推动和落实农业转移人口的市民化，并继续适当放开、放宽相应群体在一、二线城市的落户限制；（2）对于一、二线城市的外来务工人员 and 入籍的新市民，适当减少其个人所得税和社会保险的缴纳额；（3）通过区域联动促进城市协调发展，全面提升三、四线城市居民的收入水平，以加快实现中等收入人群倍增。

汽车消费方面，我们建议（1）将汽车购置税的征收和使用权交给地方政府，激励地方政府积极培育汽车市场，出台更为积极的政策以刺激汽车消费；（2）积极盘活现有车牌存量，放宽车牌获得的增量，同时制定相关的政策措施，准许自由租用其他车主已有车牌，形成活跃的车牌租用市场；（3）加强对交通拥堵城市的道路、车库等基础设施建设，为汽车限购城市采取宽松的限购政策提供基础条件；（4）为了刺激汽车消费、尤其是中低收入群体对于低端汽车的消费回升，我们还建议采取逆周期调控的宏观经济政策以保持合理的经济和收入增速。

医疗方面，我们建议应顺应医疗保健服务需求的扩张之势，一方面增加医疗资源的公共投入；另一方面，放开

市场准入，鼓励更多的民间资金投入医疗领域，同时加强政府监管。双管齐下，培育医疗市场，增加医疗保健服务的高质量供给，以有效释放持续、快速的需求扩张。

教育方面，我们建议一方面要优化公共教育供给结构，增加人口净流入城市的公共教育资源，整合和强化县城、小城镇和农村地区的公共教育资源；另一方面要提高公共教育的品质，采取积极措施缩小一般中小学校与优质中小学校之间的差距，缓解“学区焦虑”。对于托幼教育，我们建议应引导民间资金兴办幼儿园，同时应由行业组织或政府出面，对幼儿园进行认证、监管，设立相关法律法规约束幼儿园办学，以此在保证质量的前提下增加托幼教育的供给，从而有效释放需求。

基建方面，我们建议对中国的基础设施投融资体制进行彻底变革。具体来说，从发改委、财政部、审计署以及其他相关部门抽调职能人员，比照世界银行及其他国际开发机构的运作方式，成立全国性的基础设施投资公司，统一管理地方基建项目的规划、融资、建设与监督。我们认为，由这一公司对全国地方政府的基建项目进行市场化成本收益分析，发行债券或组织社会资本为项目融资，并行使出资人权利对项目进行监督、追责，可以防范化解地方政府债务风险，从根本上打造现代化的基础设施投融资模式，保证基础设施投资平稳、高效，成为经济增长的稳定器。同时，这种可持续的基建投融资模式的有益尝试也将为世界各国进行基础设施建设提供中国方案。

房地产方面，仍在继续的城市化进程构成了房地产市场的潜在需求，但是从结构上看，当前中国房地产市场的供给和需求存在一定程度的空间错配，一、二线城市的住房需求尚未得到满足，房地产市场在未来仍然有较大的需求有待释放。此外，一、二线城市高企不下的房价与住宅用地供给相对不足有关。稳定房地产市场价格，除了需求端调控之外，我们建议也需要从供给端发力，增加一、二线城市住宅用地的供应。

金融方面，应把打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的高质量的资本市场、提高金融治理能力和治理体系现代化作为未来金融发展的关键目标，以释放居民对金融资产配置和财富管理的巨大需求；与此同时，我们建议优化银行服务中小企业的考核激励机制、打造现代化的基础设施投融资模式、支持银行及其理财子公司配置创投基金来促进创新创业，从而扭转实体经济融资结构不合理的现状，使金融更好地支持实体经济、特别是民营企业和中小微企业的健康发展。