

# 中国宏观经济分析与预测

## (2019 年 01 月)

### 金融大调整 实体促升级 迈向高收入

研究报告（总第 91 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

2019 年 01 月 20 日发布

# 金融大调整 实体促升级 迈向高收入

## 一、2018-19 宏观经济运行分析与判断

1. 实体经济总体稳健
2. 金融过快收缩引发下行压力和投资者忧虑

## 二、宏观经济重点改革与调整

1. 金融大调整，推动实体经济升级
2. 中美经贸关系：合理应对，积极调整
3. 房地产：从粗放发展到精耕细作

当前中国经济面临投资放缓、贸易摩擦、增速下滑等困难，造成这些困难的深层次原因来自金融过快收缩。以金融大调整促进实体升级，是中国迈入高收入阶段需要跨越的关键门槛。为此，中国的金融系统需要进行体制性的深刻变革，而非简单的杠杆总量调整。具体而言，未来几年金融大调整需做好三个方面：推动不良金融资产与问题实体资产的同步重组，加速低效产能退出，助推产业并购重组与升级；推动基础设施建设投融资体制现代化，将基建融资从银行信贷体系剥离，转向债券市场，释放出的银行信贷用于支持实体经济转型升级；大力发展债券融资，打通银行间市场和交易所市场，建设全国统一的债券市场；股票市场要注重制度建设，完善法治基础、加强对上市公司监管、增大违规处罚力度。另外，面对中美经贸摩擦，我们应该合理应对、积极调整，保持积极主动学习的态度，耐心与美国谈判，逐步建立长效信任机制。在房地产方面，应该抓住机遇，从“粗放发展”转为“精耕细作”，推动“都市更新”和城镇化携手并进。

如果相关改革措施落实到位、中国经济维持稳定增长态势，我们有望在2022年跨入世界银行定义的高收入国家行列。

ACCEPT预计2019年全年中国GDP增速为6.3%。

	2017年	2018年1-9月	2018年全年	2019年全年*
GDP (%)	6.9	6.7	6.6*	6.3
CPI (%)	1.6	2.1	2.1	1.9
PPI (%)	6.3	4.0	3.5	2.1
出口同比(%)	7.9	12.2	9.9	7.8
进口同比(%)	15.9	20.0	15.8	15.1
M2余额同比(%)	8.2	8.3	8.1	8.6
零售同比(%)	10.2	9.3	9.0*	9.5
固定资产投资同比(%)	7.2	5.4	5.9*	6.1

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：

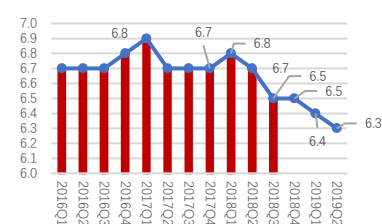
李稻葵、厉克奥博、冯明、石锦建、金星晔、龙少波、赵泓宇、周迪、胡思佳、陈大鹏、张驰、王绪硕、周彭、张鹤、郎昆

### 联系方式

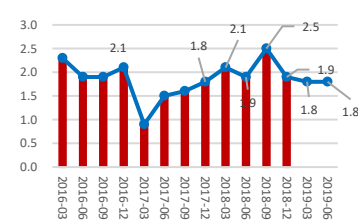
电话：010-62797782

网址：www.ccwe.tsinghua.edu.cn

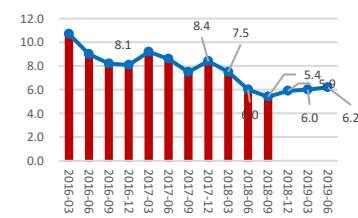
### GDP 增长率季度累计同比



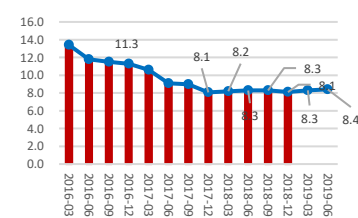
### CPI 季度累计同比



### 固定资产投资季度累计同比



### M2 季度累计同比



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

2018 年年中以来，中国经济开始了新一轮调整，突出体现为微观主体（尤其是民营中小微企业）信心不足和实际 GDP 增速稳中趋缓。对于这一轮经济调整的原因，惯常的解释有以下几种：一是归咎于中美贸易战，认为贸易战导致了中国经济下行，甚至有观点认为“美国人翻脸了，中国国运完了”。二是归咎于人口结构，认为人口年龄结构老龄化使中国经济承压，“人口红利”不复存在。三是归咎于成本上升，认为环保治理和去产能导致了上游原材料价格上升，抬高了中下游企业的成本；而征管技术和征管效率提升又导致中小微企业实际税费负担上升。四是归咎于国企，认为国企效率低拖了中国经济的后腿。五是认为中国经济尚未找到新增长点，新旧动能转换乏力。

尽管这些观点都分别从某一个侧面揭示了中国经济当前面临的困难或存在的问题，但却并没有抓住引起中国经济本轮调整的主要矛盾。例如，中美大国关系确实正在经历历史性的转型，“斗而不破”的格局将长期持续，但中美贸易战至少在 2018 年对经济造成的实际影响很有限，短期内客观上反而还刺激了出口。又如，人口老龄化的确是中国经济社会面临的一个重大挑战，但这是一个慢变量，无法解释 2018 年年中以来的经济调整。而劳动力成本上涨恰恰也是居民收入上升的最主要途径，是扩大内需的前提和经济上台阶的必由之路。再如，尚未找到新增长点的判断也值得商榷，一方面，新能源汽车等制造业领域如火如荼，移动互联网、人工智能等技术在更广范围内催生新业态；另一方面，新旧动能转换是一个中长期持续进行的结构性的过程，用来解释 2018 年年中以来的经济调整难以逻辑自洽。

在我们看来，金融过度收紧才是导致 2018 年年中以来中国经济调整的最主要原因。2017 年四季度至今，“资管新规”等政策大幅度抑制委托贷款、信托贷款融资，致使新增社会融资断崖式下跌。金融收紧一方面导致基建投资快速下滑，另一方面导致中小微企业融资困难，进而给宏观经济总体造成负面冲击。

2019 年的重中之重是金融体系需要深层次调整。从现在开始到 2022 年前后，是中国经济由“中等收入”迈向“高收入”的冲刺阶段。接下来三年如果能保持年均 6.2% 的实际经济增速且保持汇率基本稳定，那么按照世界银行的划分标准<sup>1</sup>，中国将在 2022 年前后跨越门槛，步入高收入国家行列。中国经济是否能顺利实现这一目标，金融是关键。换言之，金融改革是中国经济由“中等收入”向“高收入”跨越的集结号。

我们建议，2019 年应系统谋划、加快推进金融深层次改革，促进资源优化配置，助力实体经济转型升级。具体而言，一是要全面客观认识宏观杠杆率的本质，理性对待杠杆率数字的国际比较。二是要精准去杠杆，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，促进金融调整与实体经济转型升级联动。三是要理顺基础设施建设投融资机制，充分考虑基建项目的特性，将其与一般信贷区别对待，建议成立专门的“基础设施投资银行”和“基础设施投资基金”。

## 一、2018-19 宏观经济运行分析与判断

### （一）实体经济总体稳健

#### 1. 民间和制造业投资：动能尚在，有望上行

2016-2017 年，民间投资增速持续低于固定资产投资增速，拖累了固定资产投资的增长，但进入 2018 年以来，民间投资增速始终高于固定资产投资增速，成为拉动投资增长的关键力量。2018 年 1-11 月，民间投资同比增长 8.7%，较去年同期提高 3 个百分点，较固定资产投资增速高出 2.8 个百分点。1-11 月，民间投资占固定资产投资比重为 62.1%，较去年同期提升 1.7 个百分点。从对整体投资的贡献看，2018 年固定资产投资约 88% 的增长可以由民间投资的增长来解释，可见民间投资有效对冲了基建投资增速的下滑，成为稳投资和稳增长的主要力量。

民间投资对制造业投资有着关键影响，制造业投资中民间投资约占 87%。2018 年，民间投资的回暖推动了制造业投资良好的增长态势。2018 年 1-11 月，制造业投资同比增长 9.5%，相比去年同期的 4.1% 提高了一倍有余，且比今年 1-10 月提高 0.4 个百分点。制造业投资中的民间投资部分同比增长 10.3%，较去年同期增长 6.2%，增速高于制造业投资整体表现。在制造业民间投资中，增速领先的是非金属矿物制品业（22%）、黑色金属冶炼和压延加工业

<sup>1</sup> 根据世界银行 2019 年的最新标准，高收入国家的收入下限为人均 GNI 达到 \$12,056。

(14.5%)、专用设备制造业 (16.3%)、计算机、通信和其他电子设备制造业 (19.1%)。

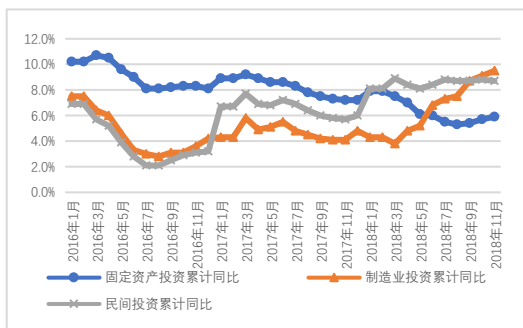
从投资项目的情况来看,根据发改委全国投资项目在线审批监管平台的数据,2018 年上半年制造业新增意向投资项目(即监测期内已获得项目代码的项目)在数量上同比增长 42.9%,投资额同比增长 23.7%,反映了 2018 年上半年制造业投资意愿较强,投资动力充沛。而基础设施业同期的新增意向投资项目数同比下降 0.81%,投资额同比下降 33.5%,与制造业形成了鲜明的反差。从 2018 年上半年制造业民营企业 500 强中的上市公司案例来看,部分实力雄厚、资信良好的民营企业投资增势迅猛,在一定程度上印证了民间投资和制造业投资回暖的事实。

图表 1 部分制造业民营上市公司 2018 年上半年用于购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付现金

企业名称	江苏沙钢	恒逸石化	TCL	浙江海亮	美的	比亚迪	海澜之家
投资支出(亿元)	3.2	58.73	120.02	2.74	23.68	82.75	3.2
同比增长	235.48%	160%	74.45%	67%	55.80%	23.80%	23%
所属行业	黑色金属冶炼和压延加工业	化学纤维制造业	计算机、通信和其他电子设备制造业	有色金属冶炼和压延加工业	电气机械和器材制造业	汽车制造业	纺织服装、服饰业

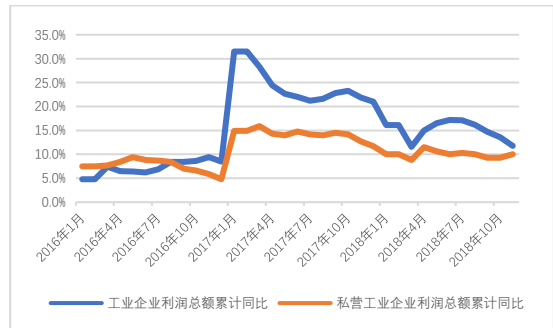
虽然 2018 年经济增速有所下滑,但民间投资增速并没有同步下降,反而呈现出了逐步回暖的趋势,可能的解释是:第一,2018 年经济增速放缓的主要原因是金融体系的收紧引发的基建投资下滑,而实体经济中的企业经营状况并没有显著恶化,民营企业仍有意愿进行投资。2018 年 1-11 月工业企业利润总额累计同比增长 11.8%,其中民营企业利润总额累计同比增长 10%,虽较 2017 年同期水平略有下降,但较 2016 年的同期水平提高了将近一倍,且增速基本稳定。利润的增长在一定程度上为民营企业提供了投资的动力。第二,虽然去杠杆政策抬升了融资成本,不少企业叫苦不迭,但真正融资难融资贵的是融资能力较弱的小企业,而融资能力强、对民间投资起到主要贡献的大企业并没有被带上融资的紧箍咒。这一事实将在之后的金融部分进行详细阐述。

图表 2 民间投资和制造业投资累计同比



数据来源: 国家统计局

图表 3 工业企业利润和私营工业企业利润累计同比



数据来源: 国家统计局

根据 CCWE 的预测,2019 年民间投资动能尚足,有望继续保持较快增长态势,全年增速有望实现 8%-10%。判断依据如下:第一,2018 年民间投资和制造业投资的企稳回升表明实体经济内生增长动力尚在,2019 年有望继续保持。2018 年投资下滑的主要原因在于金融收紧,如果 2019 年金融体系能够深化改革,以实体经济的运行周期为基础,流动性保持合理充裕,那么民间投资仍有望继续保持持续稳定增长。第二,民间投资并不一定面临外部融资约束,尤其是来自金融体系的融资约束。2018 年 1-11 月,社会融资规模累计增量为 17.67 万亿元,民营企业融资规模必然小于 17.67 万亿元,而同期民间固定资产投资累计额高达 37.84 万亿元,可见民间投资中很大的比例并非依赖金融体系融资。相比之下,2018 年 11 月境内全部非金融企业人民币存款余额为 54.87 万亿元,相对充足的自有资金在一定程度上缓解了融资约束带给企业投资的负面影响;其次,风险投资基金和私募股权投资基金近年来迅速发展也拓宽了民间投资的融资渠道和空间,据 wind 中国 PEVC 数据库的统计,2018 年中国创业投资基金投资案例累计达 5406 件,投资金额达 11685.35 亿元。而在 2013 年时,中国创业投资基金全年投资案例仅 1266 件,投资金额仅 892.56 亿元。从基金募资情况来看,2018 年共新增募集基金 997 个,募资金额 11264.69 亿元,尽管受到金融领域政策的影响,募资金额较 2017 年的 10799.13 亿元没有显著的增长,但仍远高于 2013 年的 2944.63 亿元,且募集基金个数也远高于 2013 年的 389 个。可见短短 5 年内,中国创业投资和私募股权基金实现了迅猛的发展,为民间

营企业融资提供了有力的支撑。第三，**2019 年民营企业将获得更多的政策支持**。2018 年下半年以来，多地政府均出台了民营经济新政，帮助民企减税降负、降低融资成本、优化营商环境、引进高层次人才等。尤其是 2018 年 11 月 1 日民营企业座谈会后，各地密集发力，纷纷推出支持民企发展的政策并制定了具体的支持额度。据澎湃新闻统计，2018 年 11 月 1 日至 2019 年 1 月 8 日，已有 22 省份推出民营经济促进政策，合计降本减负金额和新增贷款额均超万亿。以浙江为例，浙江计划三年内为企业减税降负 5000 亿元，同时全省新增 5000 亿小微企业贷款。此外，为了化解民营上市公司股权质押困境，缓解其流动性紧张的问题，多省份设立了百亿规模的民营企业纾困基金。根据东方财富统计，目前在计划中的纾困基金规模已接近 5000 亿元，近 3 个月来已有 79 家公司接受驰援。综合来看，得益于各项支持政策的逐步实施，2019 年民间投资增速有望得到提升。

但是，2019 年民间投资增速也存在着下行的风险。首先，在经济增速下行、中美贸易战等不利因素下，**企业家对未来投资的信心呈现出下滑趋势**。2018 年 12 月，制造业 PMI 自 2016 年 8 月以来首次跌破枯荣线，而上次 PMI 低于枯荣线时正值民间投资急速下滑时期，2016 年 7 月民间投资增速曾一度跌至 2.1%。近期 PMI 的下降再度表明市场悲观情绪逐渐产生，企业家投资必将更加保守谨慎，如何提振企业家信心将成为 2019 年中国经济的重要课题。其次，2019 年的去杠杆政策还有不确定性，**如果不进行金融改革，实体经济融资成本居高不下，企业将继续面临流动性紧张局面**。在本报告的金融部分，我们指出在 2018 年融资成本上升的背景下，民营企业的融资量出现下滑，中小企业首当其冲。2018 年融资量下降将会降低企业在 2019 年的投资能力，如果今年继续紧缩，企业的融资量不能得到回升，加之企业家信心又较为低落，那么民间投资的增速可能会有所下降。

## 2. 消费：2019 社消增速有望企稳回升

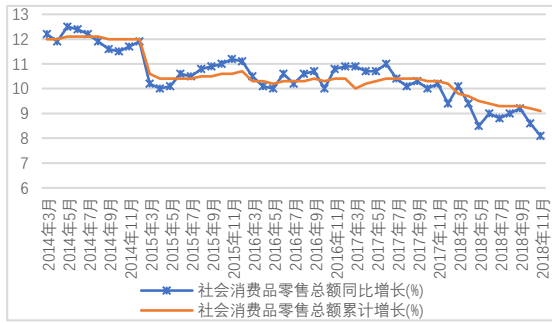
### (1) 2018 年社消增速明显下滑，汽车消费下滑拖累效应明显

2018 年以来，社会消费品零售总额增速呈现出不断下滑的态势。2018 年 1-11 月份，社会消费品零售总额为 345093 亿元，累计同比名义增长 9.1%，相对于去年同期的 10.3%，下降了 1.2 个百分点。其中，2018 年 11 月份社会消费品零售总额 35260 亿元，同比名义增长 8.1%，同比实际增长 5.8%，相对于 2017 年同期的名义同比增速 10.2% 和实际同比增速 8.8%，分别下降了 2.1 和 3 个百分点。**网上零售消费下降态势也很明显**。2018 年 1-11 月份，全国网上零售额 80689 亿元，累计同比增长 24.1%，相比去年同期的 32.4% 下降了 8.3%。分城乡来看，乡村消费下降幅度较城市更为明显。2018 年 1-11 月城市消费品零售总额累计同比增速为 8.9%，相对于 2017 年同期的 10% 下降了 1.1 个百分点。而 2018 年 1-11 月乡村消费品零售总额累计同比增速为 10.2%，相比去年同期的 11.9% 下降了 1.7 个百分点。

从社消结构来看，**汽车消费增速断崖式下跌是社消增速下降的主要原因**。2018 年 5 月以来，我国汽车零售消费同比增速开始转负，并在 5 至 11 月持续保持负增长。2018 年 1-11 月汽车类商品零售额累计同比增速为 -1.6%，相对于 2017 年 1-11 月累计增速的 6% 下降了 7.6 个百分点。考虑到汽车消费占整个社消总额比例在 10% 以上，汽车消费增速的大幅下降，使得 2018 年 1-11 月社消总额累计增速下滑了近 0.8 个百分点。也就是说，如果今年汽车消费保持去年的增速不变，那么 2018 年 1-11 月的社会消费品零售总额累计同比增速将达到 9.9%，相对于去年同期的 10.3% 仅下降 0.4 个百分点，汽车消费增速下降贡献了社会零售商品总额增速下降幅度的 2/3 比重。

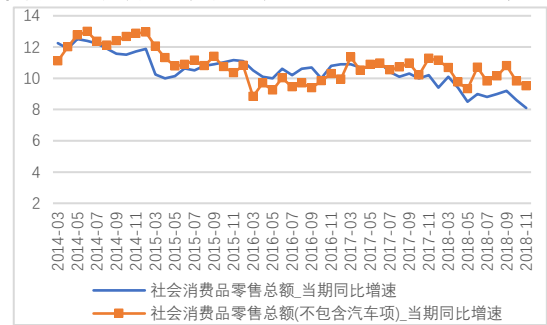
**扣除汽车项的社消总额增速表现相对平稳**。我们计算了刨除汽车消费后的社消增速并进行对比分析。如图所示，与全口径社消同比增速相比，不含汽车项的社消同比增速尽管略微有所下降，但仍然表现得相对比较平稳。可见，2018 年汽车销售下降对社消增速的拖累作用是相当明显的。

图表 4 社会消费品零售总额累计同比增速



数据来源：国家统计局

图表 5 扣除汽车项的社消同比增速相对平缓

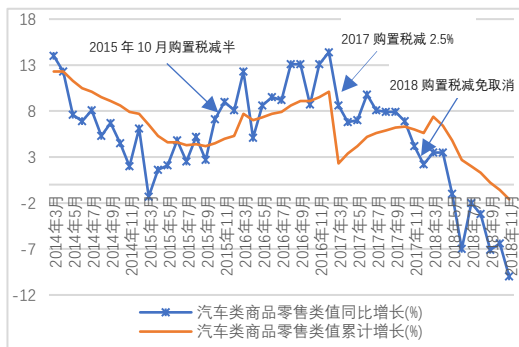


数据来源：国家统计局

汽车购置税取消和前期消费透支是汽车销售增速下降的主要原因。在 2015 年 10 月-2016 年 12 月期间，国家对 1.6 升及以下排量乘用车按 5% 的税率征收车辆购置税，相当于购置税减半；在 2017 年 1 月至 2017 年 12 月期间，对购置 1.6 升及以下排量的乘用车按 7.5% 的税率征收车辆购置税。因此，在 2015 年 10 月-2017 年 12 月，中国汽车消费增速起底回升，尤其是低端车销售增速保持在了较高水平。而从 2018 年 1 月开始，车辆购置税优惠的取消增加了家庭的购车成本，而前期汽车消费透支和高基数效应也对 2018 年汽车消费增速起到了抑制作用。另外，中国汽车行业对外开放速度加快预期下的延迟购买也对 2018 年汽车消费增速放缓起到一定作用。但从汽车保有量来看，2018 年美国、德国、日本、的汽车千人保有量分别约为 800 辆、570 辆、400 辆，而中国的汽车千人保有量 140 辆，也就是说，如果有刺激 2019 年汽车消费的利好政策，未来汽车销售增长还是有一定的空间。

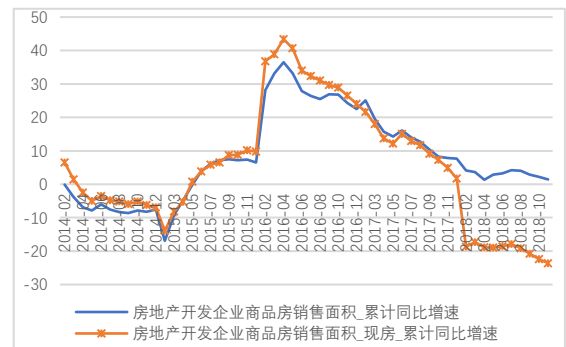
房地产销售下降使得建筑装饰和家具类消费增速下降明显。其中，家具类商品零售累计增速从 2017 年 1-11 月的 12.8% 下降到了 2018 年 1-11 月的 9.8%，建筑及装潢材料类从 10.9% 下降到了 8.1%，这主要是由 2018 年房地产销售面积增速下降所带来的。2018 年 1-11 月房地产现房销售面积累计同比增速为 -23.6%，相比于 2017 年同期的 4.9% 大幅下跌了 28.5 个百分点。另外，文化办公用品商品零售的累计同比增速下滑非常明显，从 2017 年 1-11 月的 9.5% 下降到了 2018 年 1-11 月的 4.0%，下降了 5.5 个百分点。2018 年金融收缩下的企业资金紧张导致中小企业融资难的问题凸显，企业通过压缩办公支出的方式节省成本。

图表 6 汽车类商品零售额同比增速



数据来源：国家统计局

图表 7 居民人均可支配收入构成及增速



数据来源：国家统计局

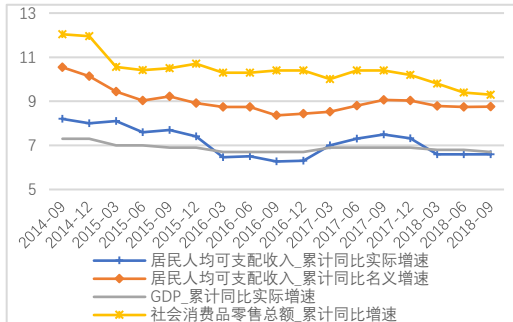
## (2) 可支配收入下降对社消增速下降有一定影响

人均可支配收入增速放缓是社消增速下降的原因之一。居民人均可支配收入累计同比实际增速从 2017 年第 3 季度的 7.5% 下降到了 2018 年第 3 季度的 6.6%。作为影响消费能力的主要因素，可支配收入增速下降会带来居民消费增速的放缓。而且，从 2018 年 1 季度开始，已经连续 3 个季度的人均可支配收入累计同比实际增速低于实际 GDP 累计增速，说明国民收入对居民部门的分配比例有所下降，从而对消费增速形成一定的拖累效应。而居民人均可支配收入增速下滑也会带动社消总额增速下降。2018 年第 3 季度居民人均可支配收入累计同比名义增速为 8.8%，低于 2017 年第 3 季度的 9.1%；而社会消费品零售总额累计同比名义增速也从 2017 年第 3 季度的 10.4% 下降至 2018

年第 3 季度的 9.3%。

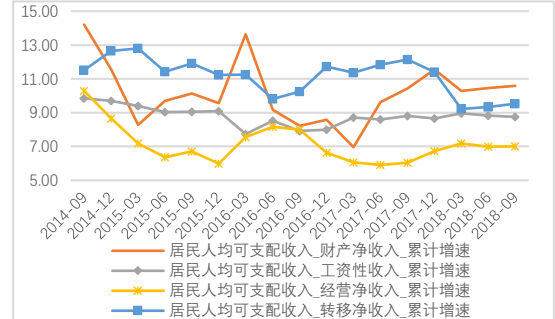
社会消费品零售总额累计同比名义增速与居民人均可支配收入累计同比名义增速之间缺口的进一步缩小，说明平均边际消费上升以及收入对消费的制约作用有所加强。从人均可支配收入的构成来看，转移净收入增速的下降是可支配总收入增速下降的主要原因。<sup>2</sup>我国居民转移净收入累计增速从 2017 年 3 季度的 12.14% 下降到了 2018 年第 3 季度的 9.53%，对居民可支配收入增速下降起到明显的制约作用。

图表 8 居民人均可支配收入和消费支出增速



数据来源：国家统计局

图表 9 转移净收入增速下降明显



数据来源：国家统计局

### (3) 预计 2019 年社销增速在 9.5% 左右

2019 年个税改革的减税效应预计对消费有一定的提升影响。2019 年起，个人所得税调整通过提升起征点和增加税前抵扣项，将直接增加居民的可支配收入 3800 亿<sup>3</sup>，假设其中的 20% 用于消费，可以拉动社消消费增长 0.2 个百分点。

2019 年汽车消费对社销总额增速的贡献可能转负为正。国家发改委日前透露，2019 年将制定出台促进汽车、家电等热点产品消费的措施。在发改委促进汽车消费政策的落地，汽车行业开放的深入，以及 2018 年低基数效应的作用下，保守估计，即使将 2019 年汽车销售额保持在 2018 年的不变水平，也将拉动社消增速回升 0.7 个百分点。同时假设可支配收入下降拖累社消累计增速 0.2 个百分点，国际油价下跌的价格效应拖累社消累计增速 0.2 个百分点，2019 年消费增速还是将有所回升。据此，ACCEP 预计 2019 年社会消费品零售总额增速为 9.5% 左右。

## (二) 金融过快收缩引发下行压力和投资者忧虑

2017 年末至 2018 年初，中国经济在经历 2017 年中调整后出现稳中向好的态势，固定资产投资累计同比增速由 2017 年底的 7.2% 回升至 2018 年 2 月的 7.9，其中民间投资与制造业投资由 6% 上升至 8.1，制造业投资在 2018 年 4 月也止跌回升；2018 年初消费保持了平稳增长，增零售累计增速由 2017 年底的 9.4 回升至 2018 年 3 月的 10.1；尽管出现了贸易战的阴霾，但出口仍旧表现不俗，累计同比增速由 2017 年底的 7.9% 回升至 3 月份的 14.1%。可以

<sup>2</sup> 转移性净收入等于转移性收入减去转移性支出。转移性收入就是指国家、单位、社会团体对居民家庭的各种转移支付和居民家庭间的收入转移。包括养老金或退休金、社会救济和补助、政策性生产补贴、政策性生活补贴、救灾款、经常性捐赠和赔偿、报销医疗费、住户之间的赡养收入，本住户非常住成员寄回带回的收入等。转移性支出 指调查户对国家、单位、住户或个人的经常性或义务性转移支付。包括缴纳的税款、各项社会保障支出、赡养支出、经常性捐赠和赔偿支出以及其他经常转移支出等。

<sup>3</sup> 国家税务总局发布数据显示，个人所得税改革实施首月，全国个人所得税减税 316 亿元。按此规模计算，1 年居民减个税达到 3800 亿。2018 年社会零售商品总额按 38 万亿计算，假设 20% 减税收入用于社会消费品零售消费，则提高社销增速约 0.2 个百分点。

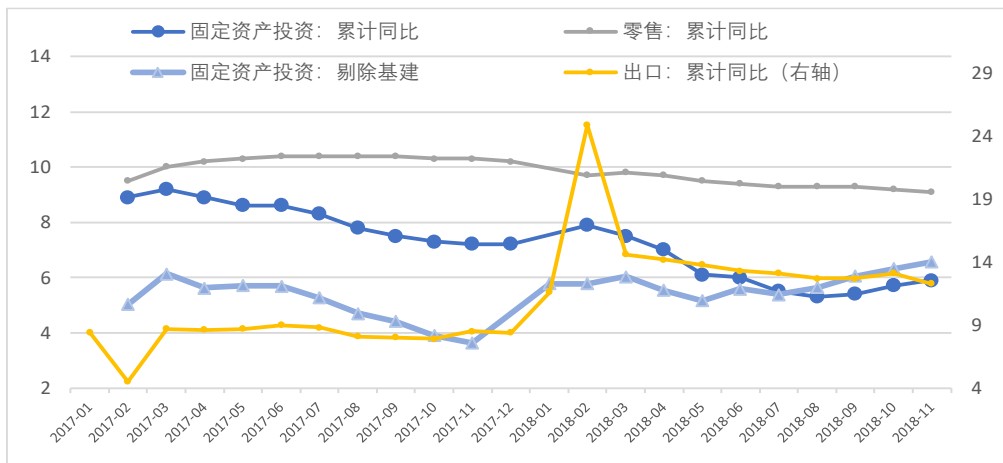
<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1619003259169186010&wfr=spider&for=pc>

说，2018 年中国经济经历了不错的开局。

然而，进二、三季度之交，中国经济却出现了重大调整，三季度 GDP 增速跌至 6.5%，各种唱衰看空的声音此起彼伏。7 月底传递出政策调整的信号，“基建补短板”等一些列变化接踵而至，12 月政治局会议坦陈“变中有忧”，确认中国经济面临更大的不确定性。诚然，2018 年发生了中美“贸易战”等预期外的变化，但正如我们后文分析的那样，贸易战对实体经济的影响在“抢出口”等效应的作用下尚未显现，制造业投资与民间投资的稳定增长也显示企业家信心仍在。据此，可以认定今年年中以来中国经济的出现的波动主要是由于自身原因，而非外部因素。

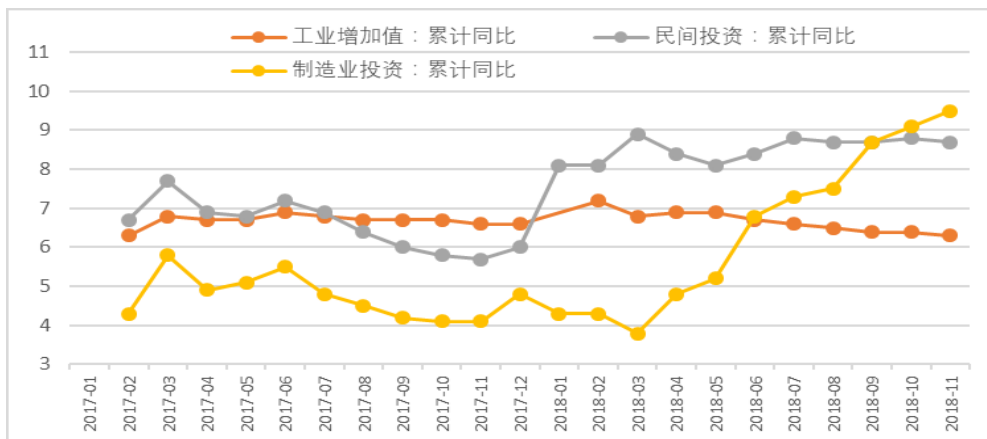
我们认为，金融的过度收紧是本轮经济波动最重要的原因。2017 年四季度至今，“资管新规”等政策大幅度抑制委托贷款、信托贷款融资，致使新增社会融资断崖式下跌。金融收紧导致基建投资快速下滑，同时抬高大幅度抬高部分企业的融资成本，给中国经济带来负面冲击。我们建议，完成去杠杆等供给侧结构性改革任务，祛除经济体系的“肿瘤”，应该依靠“手术”而非“节食”，唯有如此才能精准施策，营造健康、公平的金融环境。

图表 10 投资、零售与出口累计同比增长率（百分点）



数据来源：Wind 数据库。

图表 11 制造业投资、民间投资与工业增加值累计同比增速（百分点）



数据来源：Wind 数据库。

## 1. 金融收紧是本轮经济波动的重要原因

金融是实体经济的血液，机体如果没有血液就无法正常运转。去年年末开始的严厉的金融收紧政策在事实上造成了中国经济供血不足，在很大程度上抑制了经济自身企稳增长的态势。与以往单纯的总量控制不同，本轮金融收紧是结构性的，以严厉控制委托贷款、信托贷款等“非正规”融资为主要措施，出台“资管新规”，强制影子银行急刹车。



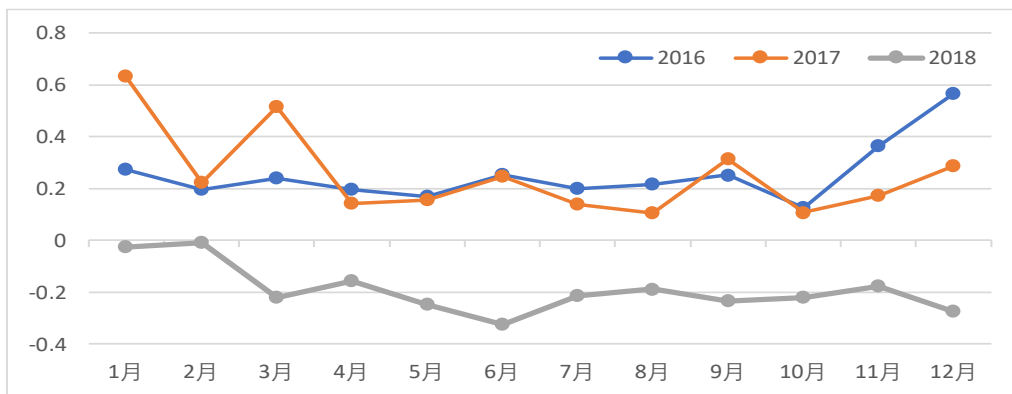
在近乎行政性的干预下，以委托贷款、信托贷款为代表的“非正规”融资断崖式下跌，单月融资额从 2017 年 12 月的 2800 亿转为 2018 年 1 月的-100 亿，累计同比增速由 2017 年 11 月的 10.8% 下滑至 2018 年 3 月的-118.7%。与此同时，人民币贷款等其他融资渠道并没有填补影子银行通道留下的缺口，这造成了 2018 年的新增社会融资的快速下滑。尽管 7 月底中央政治局会议释放稳增长信号，但新增社会融资规模在 2018 年下半年各月仍低于 2017 年同期水平。从全年来看，委托与信托贷款同比少增 5.33 万亿，新增社融（旧口径）同比少增 3.5 万亿。

图表 12 2016-2018 年社会融资（万亿人民币，百分比）

	新增社融： 新口径	新增社融： 旧口径	旧口径新增社融占名义 GDP 比例	人民币贷款	委托与信 托贷款	债券与股 票	地方政府 专项债	贷款核销 与银行 ABS
2016 年	17.8	17.8	23.9%	12.4	3.0	4.2	—	—
2017 年	22.4	19.4	23.5%	13.8	3.0	1.3	2.0	1.0
2018 年	19.3	15.9	17.6%	15.7	-2.3	2.8	1.8	1.6

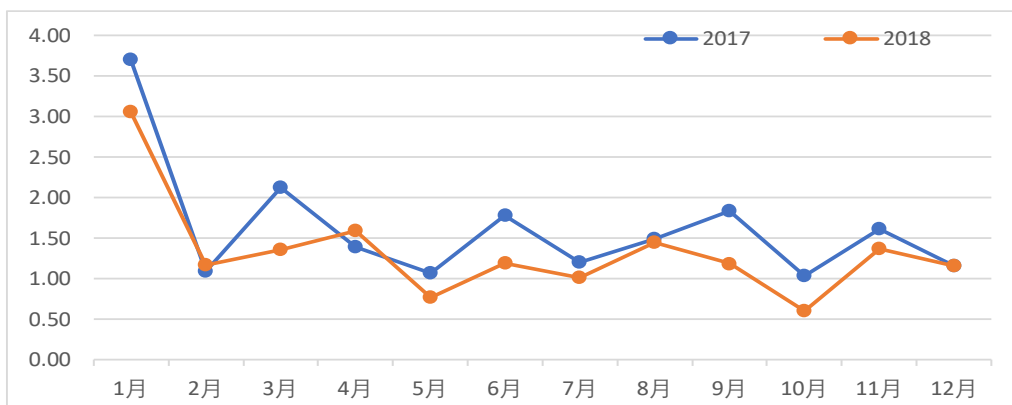
数据来源：Wind 数据库；ACCEPT 计算

图表 13 新增社会融资规模：委托贷款与信托贷款之和（万亿人民币）



数据来源：Wind 数据库。

图表 14 新增社会融资规模（万亿人民币）



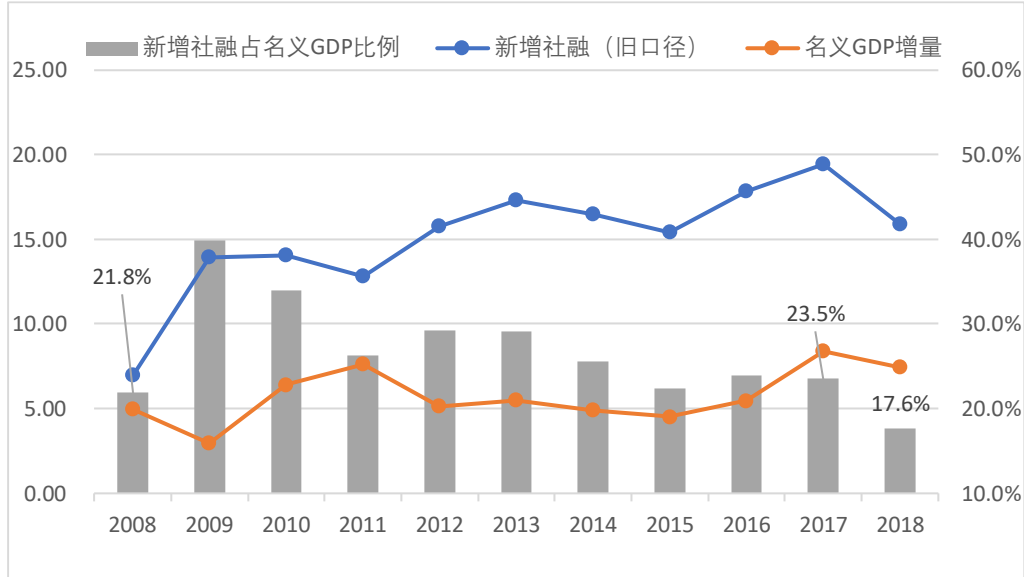
数据来源：Wind 数据库。

诚然，影子银行融资中包含着监管套利、逃避监管的部分，对其进行约束、管理也是合理的。然而，通过行政手段在短期内进行“急刹车”，将这个在新增社会融资中占比 15% 的通道一次性堵死，其合理性、适当性值得商榷。尽管监管者希望通过增加贷款等通道让表外资产回表，但这种美好的愿望在现实中很难实现。一方面，很多影子银行融资的初衷是绕开监管，这部分资产回表存在制度障碍；另一方面，影子银行资产“回表”将降低银行等机构的资本充足率、拨备率等考核指标，这将传到给非金融企业，导致其融资成本增加。

从更长的周期看，2015 年开始的社融周期与以往有所不同。2008 年金融危机以来，新增社会融资经历了三次

快速上升，分别出现在 2009、2012 与 2016 年。与之相对，2009 年与 2012 年 GDP 名义增量均出现下降，通过扩大社会融资等政策稳增长迹象较为明显。然而，2016 年的新增社融扩张体量不及以往（2009 年 6.9 万亿，2012 年 2.9 万亿，2016 年 2.4 万亿），名义 GDP 增量却保持上升。这在一定程度上说明本轮的社融扩张更多地来自经济自身活力的逐步提升，而非简单地政策刺激。更重要的是，给定高储蓄率的特点，中国当前的杠杆率是否合理需要更严谨地学术分析，本报告的第三部分将会做更详尽地阐释。

图表 15 新增社会融资规模（旧口径）与名义 GDP 增量



数据来源：Wind 数据库，ACCEPT 计算。

说明：2018 年名义 GDP 增量按 9% 的增长率估算，2018 年社融为 1-11 月数值。

诚然，监管层在制定政策的过程中考虑到了过渡期的问题，允许存量影子银行产品持有到期。但是，对于中国这样一个中高速增长的经济体而言，对增量而不是存量做过渡安排才更有意义、更符合实际，强力急刹车必然会带来剧烈颠簸。对 2018 年的中国经济而言，金融急刹车至少产生了两个后果，一是基建投资的快速下滑，二是资信较弱的企业融资成本大幅度增加。

## 2. 金融收紧的宏观影响

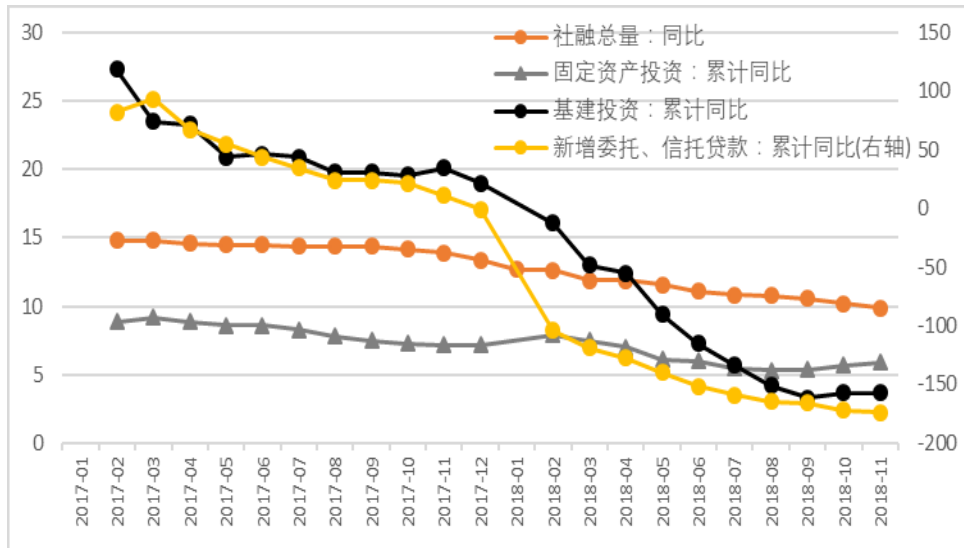
### (1) 金融收紧导致基建投资下滑

伴随着影子银行融资规模收缩，固定资产投资中的基建投资增速开始快速下滑，累计同比增速从 2017 年 12 月的 19% 下滑至 2018 年 3 月的 13%，9 月跌至 3.3%。在影子银行融资压缩的同时，2018 年上半年地方债发行失速，“开前门堵后门”的目标并未实现。2018 年上半年地方政府债券发行较 2017 年减少 4500 亿，降幅达 24.2%；其中新增债仅 3328 亿，其中前五个月新增债发行仅 171 亿，仅占全年新增债发行额的 0.8%。加之许多城市的基建项目被迫进行重新论证，施工暂停（详见 ACCEPT 2018 年 6 月宏观报告），基建投资的下滑直到 9 月才企稳，但至今未见快速反弹的迹象。

基建投资的快速下滑对经济增速拖累的程度是不可忽略的。根据 2017 年的数据测算，基建投资占固定资产投资的 22%，按照固定资产形成占 GDP 的比例 32.1% 估算投资对增长的贡献，若 2018 年前三季度基建投资能与 GDP 保持同步增长（即增速为 6.7%），则可拉动 GDP 增速 0.24 个百分点。<sup>4</sup>关于中国的基础设施投资建设，本报告的第二部分会有更详尽的分析。

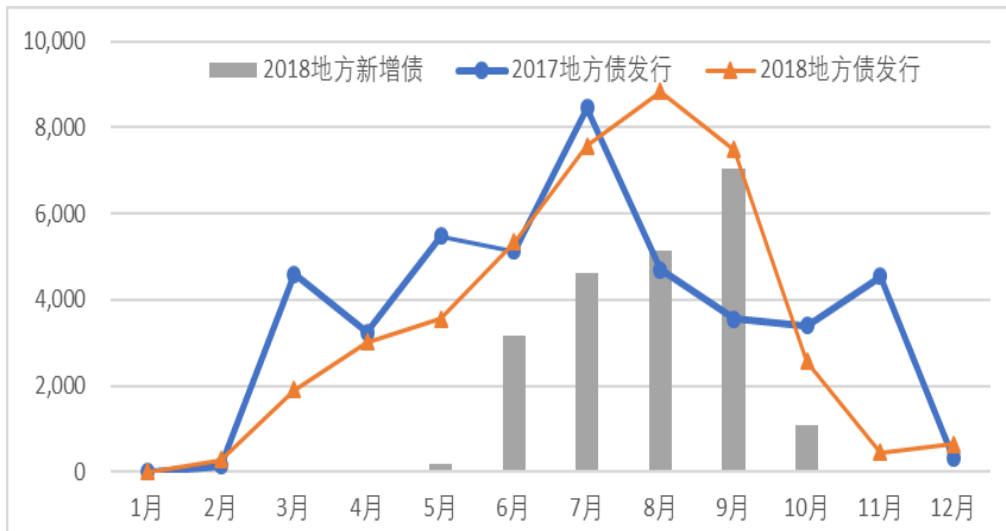
<sup>4</sup>  $(6.7\% - 3.3\%) \times 32.1\% \times 22 = 0.24\%$

图表 16 新增社会融资与固定资产投资累计同比增速（百分点）



数据来源：Wind 数据库，ACCEPT 计算。

图表 17 地方政府债券发行（亿元人民币）

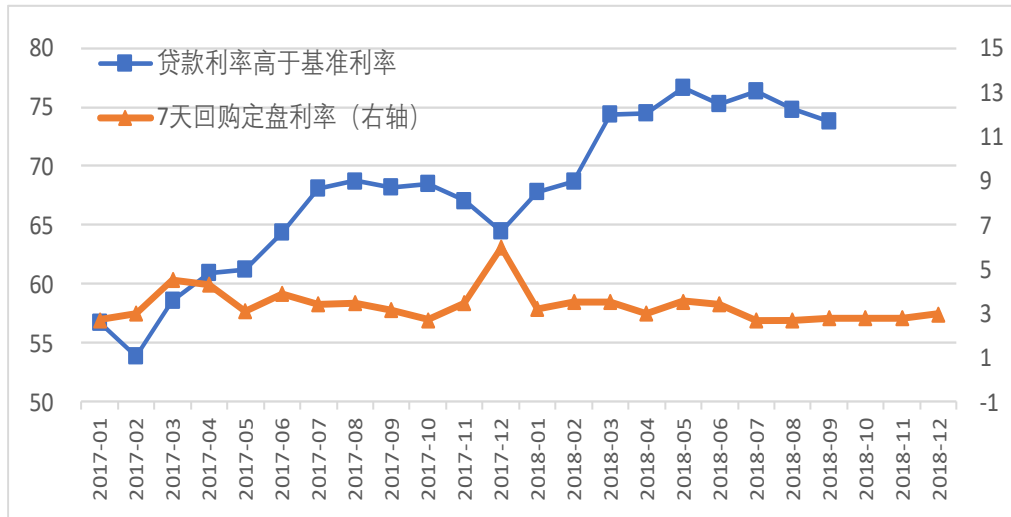


数据来源：Wind 数据库，ACCEPT 计算。

## (2) “弱势”企业融资成本抬升

随着金融政策的收紧，实体经济的融资成本逐步抬升。尽管央行通过公开市场操作、定向降准等手段维持了无风险货币市场的平稳运行，但长期资金市场的资金价格却未被平抑。在经历 2017 年末短暂冲高后，银行间市场 7 天回购定盘利率基本保持平稳，没有出现大幅度波动，短期资金市场流动性较为充裕。然而，银行资产端的利率逐步攀升。2018 年 1 月至 6 月，利率高于基准利率的银行贷款占比从 64% 上升至 75%，其中较基准利率上浮超过 30% 的贷款占比由 31.85% 增加到 38.69%，这必然导致企业融资成本的增加。

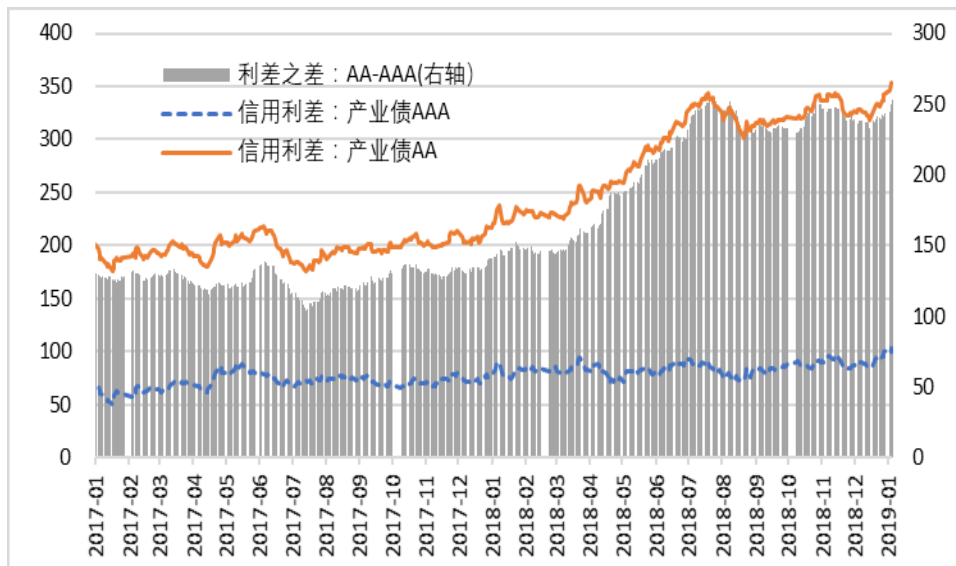
图表 18 利率高于基准利率的贷款所占比例与 FR007（百分点，基点）



数据来源：Wind 数据库，ACCEPT 计算。

更重要的是，增加的融资成本并非平均分摊在每个企业之上，而是非对称地集中于规模小、竞争激烈、运营风险大、还款能力弱的企业上。一方面，金融收紧与社融总体规模的收缩导致投资者对风险的容忍度下降；另一方面，下降由于基建放缓引，经济下行风险增加，竞争激烈的中下游产业的中小企业面临更大的经营压力，偿还借款与债券的能力边际下降，使得投资者要求的风险调整回报率增加。两个渠道共同作用，导致部分企业的融资成本大幅度提升。

图表 19 产业债信用利差：按评级划分（基点）



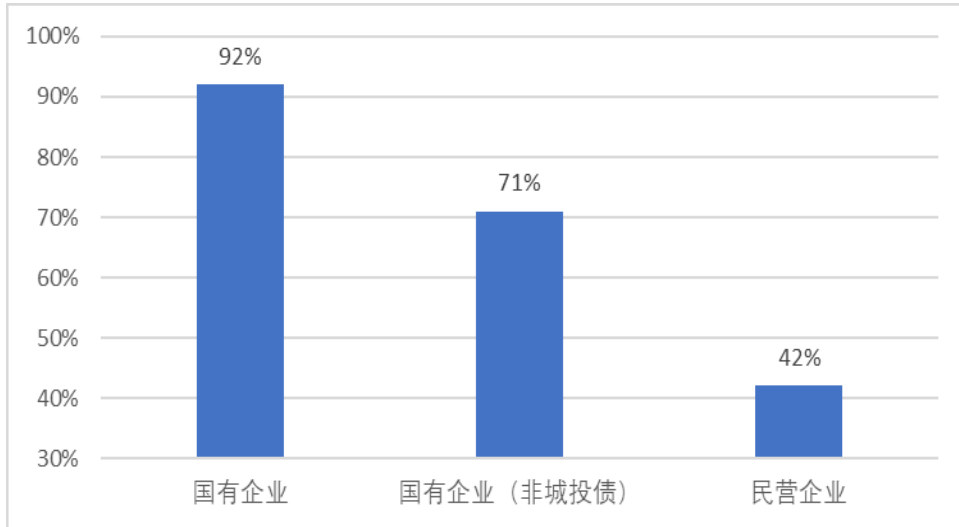
数据来源：Wind 数据库，ACCEPT 计算。

2017 年末至今的信用利差走势很好地印证了上述逻辑推理。以产业债（包括企业债、公司债、短融、中期票据、定向工具等）为例，AAA 评级债券的信用利差并未出现明显上升，但 AA 评级债券的信用利差显著增加。2018 年 7 月 30 日，AA 级产业债信用利差达到 327.95BP，比 2017 年 12 月 31 日增加 110BP，增幅达 50.9%。

在本轮金融收紧中，中小型民营企业收到的冲击更大。统计 2016 至 2018 年发行的产业债可知，国有企业发行的债券中 92% 获得 AA+ 或 AAA 评级，即便抛去地方政府融资平台发行的城投债这一比例仍有 71%，而民营企业发行的产业债中这一比例仅为 42%。2017 年 11 月资管新规征求意见稿发布和 2018 年 5 月资管新规正式实施后，民企产业债信用利差与央企相比大幅度攀升，至 7 月底达到 244.38BP 的峰值，与 2017 年 10 月末相比增幅达 84.1%。

尽管城投债的利差也经历了较大涨幅，但 2018 年 7 月底政治局会议后便快速下行，至 2019 年初仅比 2017 年 10 月底仅上涨 27BP。民企产业债利差尽管出现了回落，但幅度远小于城投，2019 年初与 2017 年 10 月底相比上升了 97BP。

图表 20 2016-2018 年发行产业债中获得 AA+或 AAA 评级的比例



数据来源：Wind 数据库，ACCEPT 计算。

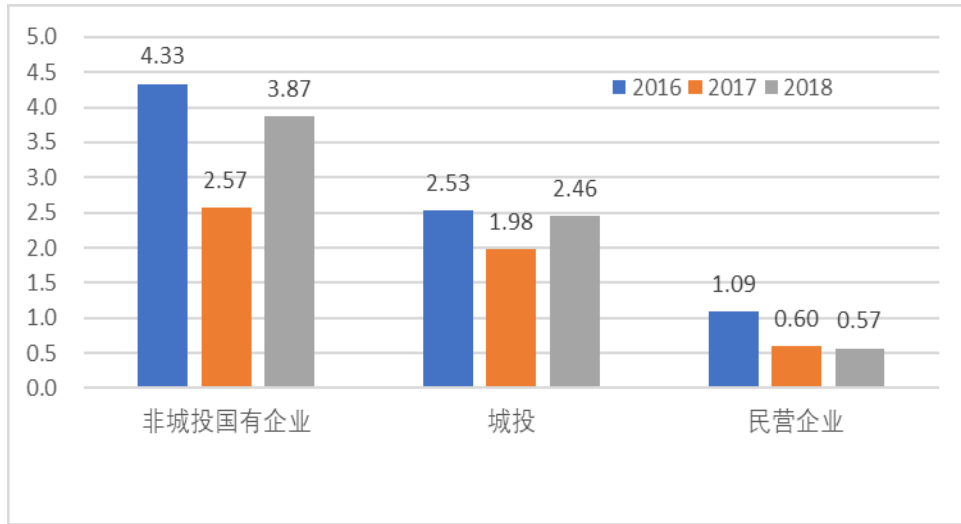
图表 21 产业债信用利差：按企业性质划分（基点）



数据来源：Wind 数据库，ACCEPT 计算。

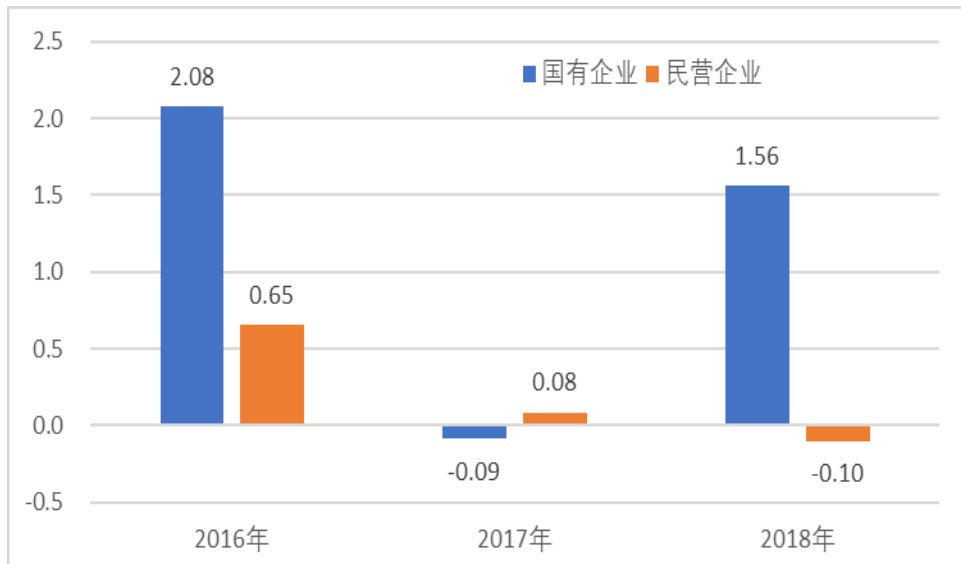
融资成本上升的同时，民营企业的融资量进一步下滑。2018 年民营企业产业债发行额仅 0.57 万亿，比 2017 年低 300 亿，与 2016 年相比缩水仅 50%。于此同时，国有企业的产业债发行却触底反弹。非城投国有企业 2018 年产业债发行额比 2017 年增长 50.5%，已接近 2016 年的水平；城投债在经历 2017 年的短暂回调后也开始回升，2018 年发行 2.46 万亿，与 2016 水平接近。如果将到期、提前还款的债券剔除，2018 年民营企业产业债净融资为-1000 亿，即到期债券金额多于新发金额；同期国有企业净融资额则为 1.56 万亿，远高于民营企业。

图表 22 产业债发行额（万亿人民币）



数据来源：Wind 数据库，ACCEPT 计算。

图表 23 产业债经融资额（万亿人民币）



数据来源：Wind 数据库，ACCEPT 计算。

需要指出的是，资信较好的民营企业仍旧能以相对较低的成本获得贷款。例如，新希望集团 2018 年 8 月发行 10 亿元一年期商业票据，票面利率为 4.69%，较 2017 年 4 月发行的商业票据利率下降了 1 个基点；其于 2018 年 8 月发行的三年期中期融资票据票面利率为 5.4%，仅比 2017 年 8 月发行的同样期限的中期融资票据上升 16 个基点。再如，顺丰集团 2018 年 10 月发行的 3.35 亿元三年期一般公司债发行利率为 4.17，较 2017 年 10 月发行的一般公司债票面利率下降 43 个基点。尽管这些债券在期限、规模上的差别会导致票面利率波动，但在市场利差增加 200 余基点的背景下，这些企业发债利率波动如此之小，足以说明好的民营企业依旧能够以较低的成本进行融资。

图 24 部分民营企业 2017 与 2018 年债券发行情况

发行时间	债券名称	票面利率	发行规模	发行期限	说明
2017-04-19	17 新希望 CP001	4.70	10 亿人民币	1.00 年	固定利率、无担保、无增信
2018-08-27	18 新希望 CP001	4.69	10 亿人民币	1.00 年	固定利率、无担保、无增信
2017-08-01	17 新希望 MTN001	5.24	20 亿人民币	3.00 年	固定利率、无担保、无增信
2018-08-24	18 新希望 MTN001	5.40	10 亿人民币	3.00 年	固定利率、无担保、无增信
2017-10-16	17 顺丰 01	4.60	5 亿人民币	5.00 年	累进利率、无担保、无增信
2018-07-31	18 顺丰 01	4.29	5 亿人民币	3.00 年	固定利率、无担保、无增信
2018-10-19	18 顺丰 02	4.17	3 亿人民币	3.00 年	累进利率、无担保、无增信

由于中国金融体制的特殊性，国有企业，尤其是与政府关系紧密的融资平台仍被视为拥有隐性担保的债务主体，因而一旦出现金融收紧，民营企业所受冲击往往更加剧烈。这好比一个有深水区和浅水区的游泳池，当注满水时，所有区域都有充足的水源，可一旦开始排水，哪怕是在深水区开排水口，也一定是浅水区先缺水。想要为深水区排水，应想方设法把泳池底填平，也就是要从隐性担保、基建投融资结构等深层次出发进行改革，不能简单地“抽水”治理。

### (3) 政策建议

我们认为，金融政策的制定应以实体经济的运行周期为基础，切忌行政化、一刀切地“粗暴”调控。所谓“逆周期”调控，目的应是加速市场出清，减缓经济周期带来的波动，并非完全熨平周期或人为逆转经济走势。更重要的是，完成去杠杆等供给侧结构性改革任务，清除经济体系中的“肿瘤”，需要动“手术”而不是单纯“节食”。切断一切营养供给，首先衰竭的必然是没有癌变的器官，除中国经济的“病灶”，应该精准开刀，靶向治疗，从根本上解决金融系统的体制性、制度性问题。唯有如此，金融才会为中国经济高质量发展的贡献更多积极力量。

具体而言，2019 年应在以下三方面发力深化金融体制改革。

**第一，保持金融市场流动性的总体充裕。**面对经济下行压力较大、中美贸易摩擦悬而未决、美国国内金融市场风险累积的情形，货币当局应谨慎施策，关注投资者预期与情绪，保证流动性的总体充裕。在 2018 年，央行通过定向降准、逆回购、MLF 等各种政策工具维持了短期货币资金市场价格的基本稳定。在 2019 年中，应在此基础上更加注重长期资金市场价格的变化，打通短期与长期、无风险与有风险资金市场价格的传导机制。

**第二，改革基础设施投融资体制，对地方基建做全方位地规划、管理。**在当前体制下，各地方基建投资管理松散。一方面，基建项目的成本收益分析专业性不足，监管难、追责难；另一方面，基建项目往往与政府关系密切，单笔融资数额大，因而与之相关的金融资产受到金融机构的追捧，客观上占用了大量信贷资源，挤出了其他企业融资。我们建议，应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。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，保证基建投资可持续发展，为经济发展营造公平、健康的金融环境。

**第三，加快不良资产处置，推动部分行业金融资产与产业资产同步重组。**正如本报告第三部分所强调的，经过前一个时期的发展，中国的部分行业出现了企业数量过多、产业集中度较低的情况。推动这些行业进行产业组织调整、提高产业集中度是中国经济转型升级的必经之路。产业组织的调整需要企业退出市场，而这给化解问题金融资产提出了更高的要求。中国的金融体系必须做好准备，动员资产管理公司等专业机构消化风险与不良资产。同时，应下决心帮助僵尸企业破产或重整，不能任其债务无限展期、越滚越大，无限制地消耗金融资源。具体而言，应鼓励银行利用现有拨备消化不良贷款、核销坏账；应综合利用财政、社保等政策解决工人下岗再就业问题；应加快法院破产重整案件的审理进度，强化司法跨区域执行。

## 二、宏观经济重点改革与调整

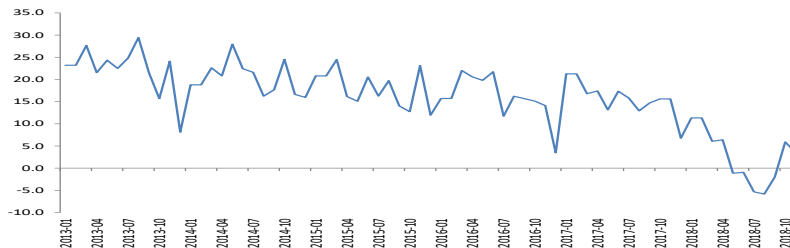
### （一）金融大调整，推动实体经济升级

#### 1. 基础设施建设投融资体制现代化

##### （1）基建仍有潜力

2018 年下半年，尤其是三季度以来，基建投资出现回升势头。固定资产投资数据上来看，基建投资同比增速在 8 月之后触底回升。2018 年 7-12 月，PPP 项目库中的落地投资金额净增 1.39 万亿，相当于原落地投资总额的 12.1%，相当于 2017 年全年固定资产投资总额的 8%，PPP 项目落地金额的增加与固定资产投资数据存在一定的时滞，但毫无疑问，这将支持基建投资增速的继续回暖。**发改委密集批准 1.31 万亿基建项目，绝大部分项目已经明确资金安排，表明政府的落实决心。**2018 年 7 月至今，发改委累计批准项目计划投资总额达到 1.31 万亿，其中交通基础设施项目达 1.27 万亿。而在以上 1.31 万亿的项目当中，有 1.26 万亿的项目已经明确出资方的资金安排。

图表 25 基建投资同比增速



数据来源：Wind 数据库，ACCEPT 计算。

图表 26 基础设施建设项目资金安排

项目类型	总投资 (亿元)	资金安排 (占总投资比例 %)						
		中央财政	地方财政	铁路总公司*	国企(除铁路 总之外)	国内银行 贷款及其 它融资	外资贷款	待定
铁路	4,417	-	46	6	-	47	-	-
轨道交通	7,142	-	42	-	-	58	-	-
机场	1,129	15	25	-	1.3	16	4	39.2
机场(不含资金安排 待定项目)	686	25	41	-	2.2	27	6	-
航道	57	59	41	-	-	-	-	-
水电站	310	-	-	-	20	80	-	-
总计	13,056	2	41	2	0.1	49	0.3	3.4
总计(不含资金安排 待定项目)	12,613	2	42	2	0.1	51	0.3	-

\*铁路总公司出资中的部分来自中央基本建设投资，具体比例在现有文件中并未公布

数据来源：ACCEPT 整理。

#### 基建投资增长仍有潜力

基建的合适水平跟一个国家的经济发展程度、人口密度、地理结构、产业结构等等都有很大的关系，因此去准确地测算一个国家合理的基建水平存在相当的难度，在本部分中我们尝试给出一些答案。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。

经过比较，我们发现中国机场总数明显不足，一方面在总数上远远落后美国、德国，在人均密度和面积密度上与日本、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。

即使将地形的因素考虑进来的话，我们发现中国铁路与公路建设水平与日本相比还存在很大的差距。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%。如果我们简单的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 **4396 公里/1000 平方公里**，公里里程的面积密度为 **165230 公里/1000 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 **7381 公里/1000 平方公里**、**329398 公里/1000 平方公里**。

图表 27 基础设施跨比较

国家	机场数量 (有水泥跑道) 个	铁路里程 公里	油气管道 公里	公路里程 公里
美国	5,054	293,564	2,225,032	6,586,610
中国	229	127,000	119,300	4,773,500
日本	142	27,311	4,734	1,218,772
德国	318	33,590	34,290	645,000

国家	机场数量 (有水泥跑道) 个/1000平方公里	铁路里程 公里/1000平方公里	油气管道 公里/1000平方公里	公路里程 公里/1000平方公里
美国	54	3,133	23,746	70,295
中国	2	1,319	1,239	49,569
日本	38	7,381	1,279	329,398
德国	89	9,399	9,595	180,482

国家	机场数量 (有水泥跑道) 个/10万人	铁路里程 公里/10万人	油气管道 公里/10万人	公路里程 公里/10万人
美国	1.55	90	683	2022
中国	0.02	9	9	343
日本	0.11	22	4	961
德国	0.38	41	41	780

数据来源：

图表 28 “十三五”综合交通运输发展主要指标

“十三五”综合交通运输发展主要指标						
指标名称	2015年底	2017年底	2020年预期目标	2016-2017年新建量	2016-2020年目标新建量	2017年底目标完成进度
铁路营业里程（万公里）	12.1	12.7	15	0.6	2.9	21%
高速铁路营业里程（万公里）	1.9	2.5	3	0.6	1.1	55%
公路通车里程（万公里）	458	477	500	19	42	45%
高速公路建成里程（万公里）	12.4	13.64	15	1.24	2.6	48%
内河高等级航道里程（万公里）	1.36	1.46	1.71	0.1	0.35	29%
沿海港口万吨级及以上泊位数（个）	2207	2366	2527	159	320	50%
民用运输机场数（个）	207	229	260	22	53	42%
城市轨道交通运营里程（公里）	3300	3728	6000	427.5	2700	16%
油气管网里程（万公里）	11.2	11.93	16.5	0.73	5.3	14%

资料来源：[http://www.gov.cn/zhengce/content/2017-02/28/content\\_5171345.htm](http://www.gov.cn/zhengce/content/2017-02/28/content_5171345.htm)

## （2）基础设施投融资体制改革：统一管理监管，避免大起大落

我们需要对中国的基础设施投融资体制动一个“大手术”。这个手术有两个目的，第一就是要把地方的隐性债务从银行体系中切割出去，不能让地方政府的融资和再融资挤占宝贵的银行信贷资源；第二，必须要对地方政府的借贷行为进行根本性的、行政手段和市场手段“双管齐下”的有效管理。

这个大手术的关键就是要成立一家全国性的基础设施投资公司。这家公司可以比照世界银行以及其他国际开发

机构的运作方式，一方面，在中央政府的担保下，从资本市场上大规模、低成本融资，目前来看，十年期国债的年化利率在 3.5% 左右，远低于地方政府从市场上融资的利率；另一方面，也更重要的是，这家公司可以全面、专业地统一管理地方政府所有的基建性项目融资，即地方政府涉及基建项目的融资必须通过这家公司来借款。这家基础设施投资公司可以从发改委、财政部、审计署以及其他相关部门抽调职能人员，进行公司化运营，从而专业、全面、有效地审计各地方政府财政情况，估算其实际已经形成的固定资产规模，评估其还款能力，在此基础上形成整体、长期的判断。当前，国家开发银行部分起到了这个作用，但是，国开行资产规模已经高居世界开发性金融机构第一，承担着各种开发性金融服务的重任，包括一带一路的融资，很难专注于监督管理国内地方政府融资的课题。

通过成立全国性基础设施投资公司的方式，可以大幅降低地方政府的融资成本。2015 年以来，根据财政部的要求，各地发行地方政府债券以置换非政府债券形式债务。截至 2018 年 10 月，全国地方政府债务约 18.4 万亿，其中绝大多数为政府债券（18.15 万亿，约占 98.6%），剩余平均年限为 4.5 年。但除此之外，地方政府还绕过上级政府的监管、通过各种形式去借款形成隐性债务，对此比较集中的估计值是 30 万亿左右。这 30 万亿债务，归根结底来自于银行体系。一方面，地方政府通过各种渠道从银行获取资金，挤占了企业可以获取的信贷资源。银行贷款以中短期为主，假如按照五年期贷款计算，这 30 万亿隐性债务每年的周转会占用 6 万亿的银行贷款额度。而银行体系每年新增贷款规模约 14 万亿，加上收回移位再贷款约 25 万亿，总共约 40 万亿，地方政府银行债务的维持每年将占用银行信贷资源的 15%。对于银行而言，贷款给地方政府及其关联的机构和企业，交易成本低且风险可控，但这也导致了企业尤其是中小企业融资难、融资贵的问题。另一方面，地方政府获取银行信贷资金的成本较高，利息费用负担大。试想，如果从发改委、财政部、审计署以及其他相关部门抽调职能人员，成立一个全国性的基础设施投资公司，专业地统一管理地方政府所有基建项目的投融资。该公司可在中央政府的担保下，代理发行地方政府专项债，进行大规模、低成本的融资。如果基础设施投资公司的整体融资成本按当前十年期国债的年化利率计为 3.5%，地方政府单独通过银行信贷进行融资的市场利率计为 7%，隐性债务规模计为 30 万亿，则每年可节省政府 1 万亿的利息成本。

总之，完善地方政府基础设施建设投融资体制，把地方政府的基建融资从银行信贷体系中“剥离”、进行统一协调和管理，可以对地方政府的基建行为产生制约，同时显著缓解企业尤其是中小企业的融资压力，有助于维持投资的长期、稳定、高效增长，有助于中国的资本市场将从此走上一个比较健康的、可持续的发展道路。

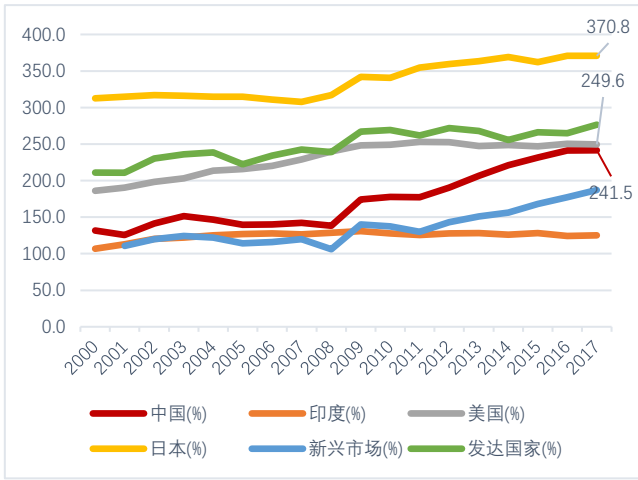
## 2. 去杠杆：理性看待总量，更应重视质量

### (1) 要全面客观认识宏观杠杆率的本质，理性对待杠杆率数字的国际比较

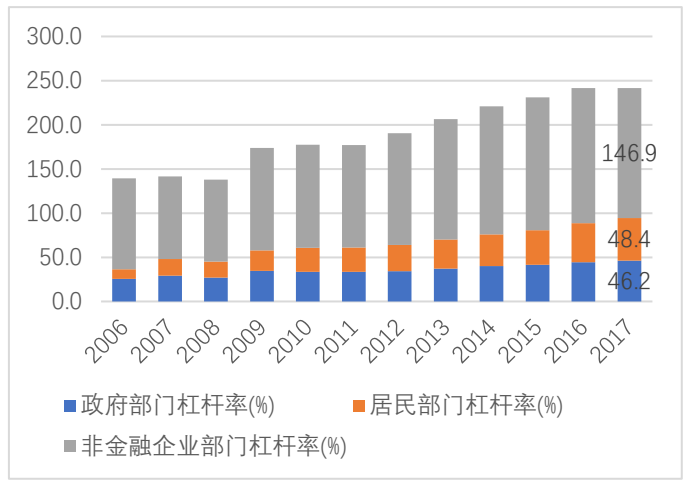
以去杠杆为目的的金融过度收紧是本轮经济波动最重要的原因，我们认为应理性对待杠杆率数字的国际比较，客观评判中国宏观杠杆率的水平。近年来对中国宏观杠杆率过高的担忧不绝于耳，主要依据有两条：第一，目前中国非金融部门债务（包括政府、非金融企业和居民）与 GDP 的比重为 253.1%（BIS 数据库 2018 年 6 月数据），已经略超美国的水平（248.9%），明显高于其他新兴市场国家；第二，从杠杆率增长情况来看，2008 年以来我国非金融部门债务与 GDP 比重快速攀升，平均每年增加超过 10 个百分点。并以此认为中国当前杠杆率水平过高，可能引发系统性的金融风险。我们认为这种分析方式忽略了各国所处的发展阶段、国民储蓄率水平等方面的差异，在综合考虑以上因素的影响后，我们认为中国宏观杠杆率水平目前仍处于正常区间。

图表 宏观杠杆率的跨国比较(%)

图表 29 中国分部门杠杆率(%)

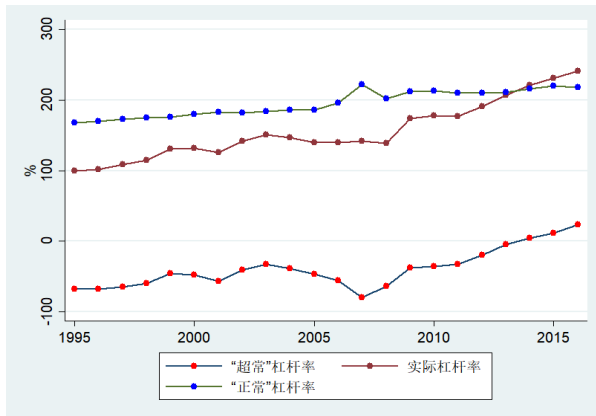


数据来源：BIS 数据库



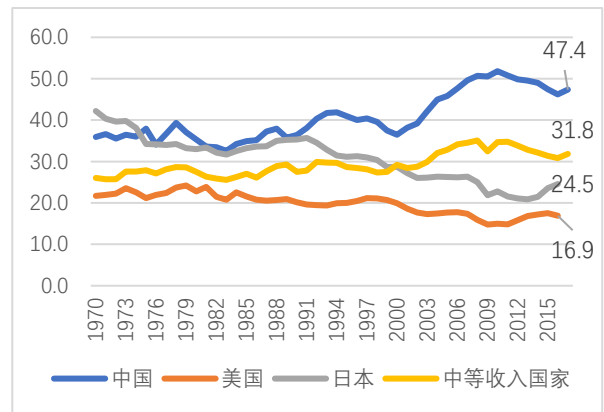
数据来源：BIS 数据库

图 30 中国正常杠杆率的测算(%)



数据来源：BIS 数据库，ACCEPT 测算

图 31 国民储蓄率国际比较(%)



数据来源：WDI 数据库

在综合考察已有的文献和其他资料的基础上，我们使用 WDI 和 BIS 数据库数据，获得了 29 个国家在 1995-2016 年间的数（非平衡面板）构建数据集，使用未发生金融危机<sup>5</sup>年份的数据进行回归分析，最终发现在未发生金融危机的年份里，一国的国民储蓄率水平会显著地影响其杠杆率大小，储蓄率水平每上升 1 个百分点会带来 3 个百分点的杠杆率上升。当我们考虑到国民储蓄率、经济发展水平和金融深化等因素的影响，我们可以测算出中国的“正常”杠杆率水平，可以看出在 2014 年前中国的实际杠杆率一直在我们所测算的正常值以下。

除此之外，中国近年来杠杆率的快速上升也有其内在的原因：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<sup>6</sup>，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。

<sup>5</sup> 金融危机的定义我们参照哈佛大学 Carmen Reinhart 等教授构建的全球危机数据库

<sup>6</sup> 曾海舰（2012）利用收集到的我国上市公司年报中的房屋建筑物数据，匹配以全国省级层面和城市层面的房屋价格数据，发现在 2003~2009 年期间，上市公司房屋建筑物市场价值每增加 1 元，负债大约增加 0.04~0.09 元

## (2) 中国当前的首要问题不是杠杆率过高，而是要调整杠杆结构优化杠杆质量

杠杆总量的问题固然值得关注，但更本质和关键的问题是杠杆的结构问题。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。

从纯粹理论上分析，总量控制也可能实现负债优化配置，因为有限的信贷资源会流向“出价”最高、从而最具效率的部门。但这一想法只是传统经济学在“无摩擦市场”假设下的“一厢情愿”——现实无疑要更加复杂。“去杠杆”政策有好的初衷，旨在控制不良资产、降低金融风险、实现金融资源的有效配置。但片面依赖总量控制下的市场自发调整、忽视制度层面的深化改革和结构层面的优化升级，无疑南辕北辙。

那么目前我国杠杆的结构性问题主要有哪些呢？综合以往文献进行系统分析，我们认为主要有以下两条。

**第一，企业分化明显，企业间资金分配效率低、市场出清慢。**根据钟宁桦等（2016）<sup>7</sup>的研究，在 1998-2013 年间大部分工业企业已经显著地“去杠杆”了，而显著“加杠杆”的是少数的大型、国有、上市的企业；即使剔除企业、行业和地区等因素，相对民营企业，国有企业也越来越容易获取贷款。另外，我们需要认识到，我国包括金融体系在内的整个经济体系市场出清的能力不足，对低效、无效企业的清退能力有限。综合不同研究团队的测算，中国规模以上工业企业中僵尸企业占比 5%-10%，2017 年规模以上工业企业资产总计 112.3 万亿元，即便按 5% 计也有近 6 万亿的资产需要处置。与这个庞大的需要处置的金额相比，我国金融体系处置不良资产的速度明显不如人意。根据 ACCEPT 利用上市银行不良贷款核销数据估算的低效企业资产的退出规模显示，2017 年中国经济总体去除低效、无效资产约 1.2 万亿，按此速度，即便不考虑新增，清理 6 万亿的存量低效、无效资产也需要 5 年时间。按照当前平均贷款期限约三年计算，6 万亿只要不处置，每年将占用近 2 万亿贷款规模，即占用 15% 左右的银行贷款资源。低效、无效企业退出慢，一方面加剧了融资贵、融资难问题。低质量企业优先占用了金融机构的信贷资源，这样做可以让银行掩盖问题，降低账面不良率，但新企业、好企业得到贷款更加困难，进而推高融资成本。另一方面，低效企业技术差、产品质量低下，更愿意打价格战，靠低价维持生存，拖累了好企业的业绩，扰乱市场秩序。更严重的是，低效企业退出慢也导致土地、劳动力等生产要素被占用，降低了经济的生产率。

**第二，债务融资工具结构不合理，过分依赖银行信贷，债券市场发展不充分。**我国股票市场比重与美国、英国差距不大，但债券市场比重明显过小（根据 ACCEPT 测算，债券融资只占融资总规模的 21%）；我国债券市场中，国债和公司债比重偏低；债券市场分割严重，银行间市场、交易所市场尚未打通。

与之对应，在结构的调整方面，我们可以从以下两个维度着力：**第一，在企业层面，要进一步引导信贷资源从坏企业转移到好企业。**要进一步打破“刚性兑付”，加快不良资产的核销和处置，加速僵尸企业的退出，这有助于更多信贷资源流向更有效率、更具潜力的企业。**第二，在债务工具方面，大力完善债券融资体系，与银行信贷体系形成有效互补。**

总之，“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。

### 3. 促进实体经济升级

2018 年的中国经济最大的特点是“忧”。具体而言，“忧”是指经济活动参与者普遍感到非常忧虑。其中，最为忧虑的当属民营企业。

外贸和投资是民营企业家的忧虑之一。但是，纵观全局，在外贸方面，虽然中美贸易摩擦风声鹤唳，但进出口表现不俗：从统计数据来看，以人民币计价，2018 年中国出口同比增长 7.1%，进口增长 12.9%，进出口整体增长

<sup>7</sup> 钟宁桦，刘志阔，何嘉鑫，等. 我国企业债务的结构性问题[J]. 经济研究, 2016, 51(7): 102-117.

9.7%；其中，民营企业进出口增长 12.9%。在投资方面，2018 年民营经济的投资是非常健康的，2018 年初以来，民间投资一直保持 8% 以上的增速，1-11 月同比增速达到 8.7%，2017 年同期为 5.7%，2016 年同期则仅为 3.1%。如果只看制造业，1-11 月制造业民间投资增长 10.3%，高于全国平均 0.8 个百分点。

由此可见，仅靠外贸和投资并不能够解释民营企业家的“忧”。在本报告中，我们提出观点，认为金融是民营企业企业家最为担忧的因素。2018 年，为完成“中国改革开放 40 年经济学总结”课题，在获取第一手资料的过程中，团队进入多家实体企业开展调研。其中，在某一副省级城市中，某企业主要从事电梯和玻璃幕墙两个产业，而这两个产业国内竞争极为激烈，利润率极低，所以不得不开拓国际市场。这位企业家对于其发展前景极为悲观，他说，在电梯和玻璃幕墙产业，“欧洲人创造产业，日本人把产业精细化，中国人把产业做垮”。中国现有上百家玻璃幕墙企业和六百余家电梯企业。在成熟的市场经济国家，如此细分行业不可能支撑上百家的企业竞争。

其中，在电梯制造企业方面，从各电梯企业公布的产能数据和新建企业的规划数据来看，2015 年底我国电梯行业的产能已经超过 130 万台，约是 2015 年整个中国电梯产销量的 2.16 倍。在十二五期间我国新增的电梯产能达到了创纪录的 75 万台，超过了我国现有最高的电梯年产量。从有关方面公布的数据看，中国电梯生产制造企业已经超过 600 家，然而，中国电梯市场需求量 90% 以上的份额是由我国前 50 家电梯企业生产的电梯所有，其余的 5%-7%，即不到 5 万台的电梯，由其余 2 百多家电梯制造企业分抢。每家电梯厂家平均不到 200 台电梯。目前，我们熟知的外资品牌的独资合资公司，如奥的斯，蒂森克虏伯，三菱，日立，东芝等企业占到市场的 70% 份额。民族品牌占据了约 30% 的市场份额，其中 10 家龙头企业的市场占有率约为 15%，剩余几百家国产中小电梯企业分享剩下的 15%。而在成熟的市场经济国家中，类似行业则普遍由 10 个左右的大企业瓜分市场。

图表 32 中国和世界电梯产销量（万台）

年份	世界电梯产销量	增长率	世界电梯保有量	增长率	中国电梯产销量	增长率	中国电梯保有量	增长率
2010	53.2	21%	1064	5%	36.5		162.8	19%
2011	60.8	14%	1125	6%	45.7	25%	201.1	24%
2012	68.4	13%	1193	6%	52.9	16%	245.3	22%
2013	80.7	18%	1274	7%	63.3	20%	300.5	23%
2014	86	6%	1360	6%	72	14%	362	20%
2015	80	-7%	1440	6%	66	-8%	415	14%

图表 33 中国和世界电梯产量及预估（万台）

	中国电梯产销量	中国电梯出口量	中国电梯保有量	世界电梯保有量	世界电梯产销量
2015 年	66	8.5	415	1440	85
2016 年	60	10	458	1520	80
2017 年	55	11.5	491	1598	78
2018 年	51	13.5	516	1673	75
2019 年	50	15	536	1748	75
2020 年	50	16.5	550	1823	75

电梯制造企业通过在全国范围内布局以及在现有生产基地上继续发展的两条路径来扩充产能。奥的斯先后在广州和重庆建设工厂，加以先后收购的西子奥的斯、江南快速和大连星马基本上完成了在中国东南西北的全方位多品牌布局，其合并报表的电梯产量在 9 万台左右，产能可以达到 12 到 13 万台。与之相对应的，上海三菱在原有的闵行厂区附近增加了一个自动扶梯总装能力达到 5 千台的车间，并将其电梯产能扩充到了年产 7 万台到 8 万台，其最大的产量达到了 7.5 万台。另外再加上同在上海闵行区的三菱机电 5 千到 1 万台的产销量，三菱的整个产能也达到了 8 万台到 8.5 万台。另外包括康力电梯、江南嘉捷、博林特、申龙电梯等在内的自主品牌也仍然在不断新建工厂，扩大产能，整个电梯行业已经形成群雄逐鹿之势。加之 2013 年中国电梯行业产销量的见顶，年度产销量的增速放

缓甚至由正转负。电梯行业市场竞争进一步加剧，行业品牌集中度走高，在行业内部产能过剩的局面已然出现。

此外，就全球范围内而言，中国电梯保有量（或在用电梯）将在 2015 年 415 万台的基础上，以年平均 6% 左右的速率增加，于 2020 年将达到 550 万台；与此同时，2020 年全球的电梯保有量将达到 1850 万台，年平均增长 7.5 左右；届时中国电梯保有量占到全球电梯保有量的 35%。即使 2020 年我国人口按照 14 亿人口来计算，平均每台电梯服务的人数约为 215 人，也大大超过世界每台电梯服务 421 人的平均水平。

由此引出我们的一个重要观察：中国民营经济，尤其是处在产业链中下游的民营经济当中，产业集中度过低，面临着艰巨的兼并重组调整。从目前企业拥挤、过度竞争的状态来看，在实现发展到具有较高产业集中度的成熟经济体状态这一过程中，民营企业要经历痛苦。与此同时，对于银行而言，这一过程也将是极其痛苦的，但这一转换过程是中国经济转型升级所不可避免的。在这一过程中，有序退出是经济发展的出路。“笑到最后”的“幸存者”自然可以享受较高的行业利润；然而，对于“及时退出”的“逃离者”，长痛不如短痛，及时退出远好于被过度竞争、极低利润慢慢拖死、压垮。此外，假设兼并重组的结果是这几百家中小型电梯企业全部破产重整，资产全部减值，其银行贷款全部变为坏账，按照行业平均水平，将带来 2000 多亿元资产减值。考虑到中国许多行业都存在过度竞争需要兼并重组，这就意味着大量的银行贷款也将面临一个重组的过程。

在未来的发展中，对于企业家来说，坚持还是退出是一个不可避免的选择。或是在自身企业经营状况尚可的时候转向新行业的开发，或是想方设法扩张并购其他企业。对于银行而言，则应该从现在开始建立产业重组基金，充分考虑现有很多贷款需要转换成股权并且长期持有的可能性。中国经济现在面临转型升级，这表现为很多产业并购重组的步伐加快，部分民营企业遭遇发展瓶颈。因此，我国经济的进一步发展必须重视并妥善处理可能遇到的问题，使其能够转换成经济增长的机遇，否则，则会使得金融界以及相关产业负担重大的包袱。

#### 4. 推动资本市场改革

金融体系的改革还在路上，需要进一步改善结构、提高质量。

**第一，大力完善债券融资体系。债券市场可以成为中国金融体系深化改革的抓手和突破口。**金融理论告诉我们，股权融资对信息高度敏感，需要一整套制度来保证信息透明，强化投资者监督管理层的能力和参与决策的权利；但债权融资相对来说对信息不敏感，因为只有当企业经营绩效很差、现金流吃紧、可能导致债券违约时，债权人的利益才会受到影响。当前我国市场化和法制化水平尚待提升，其需要一个长期过程，需要啃“硬骨头”。故股市改革是“持久战”。但债市改革可以顺势而为、短期见功。**其关键是地方政府债券融资体系的改革——“开前门、堵后门”，拓宽地方政府债券融资渠道，把地方政府的基建融资从银行体系中“剥离”出去。另外，还应着力打通银行间市场和交易所市场，建设全国统一的债券市场。**

**第二，大力建设和完善资本市场发展所需要的制度基础。“硬骨头”必须要啃，立法固不可少，强化司法和执法体系更为关键。**我们曾在之前的研究报告中多次呼吁建设全国性的证券法院和证券检察院。2018 年 8 月，上海金融法院正式揭牌成立，可谓迈出了重要一步。但证券检察院依然缺位。同时，资本市场的快速发展增加了监管复杂度，对监管机构的监管力量和专业程度提出了更高要求，而与银保监会相比，证监系统监管力量相对薄弱。近期，银保监会派出机构增设县局，改为省、市、县三级架构，监管力量进一步下沉。即使在本次改革之前，原银监会系统已经有 36 个银监局、306 个银监分局和 1730 个监管办事处，另加 4 个培训中心，总人数超过 2.3 万人；原保监会则设有 36 个省级保监局、13 个地市级保监分局，总人数在 3000 人左右。与之相比，证监系统只有 36 个证监局，以及 2 个证券监管专员办事处（上海、深圳），总人数不到 3000 人。我们需要强化证券系统的监管力量。另外，我们也需要加强公安系统证券侦查的力度和专业程度。对于违法违规行为要加大处罚力度。在非法集资方面的处罚可以达到死缓甚至死刑，但股票市场的处罚力度较轻，操纵市场、违法所得接近百亿的案件仅判罚 5 年半有期徒刑（另处罚金）。美国对内幕交易等行为的处罚更加严厉，2007-2012 年内幕交易罪判罚平均为 1 年半，超过 10 年的判罚并不罕见，且有逐渐加码的趋势。**总之，只有加大资本市场违法违规行为的监管和处罚力度，才能有效遏制资本市场的违规、违法操作，保护投资者的正当权利不受侵害。**

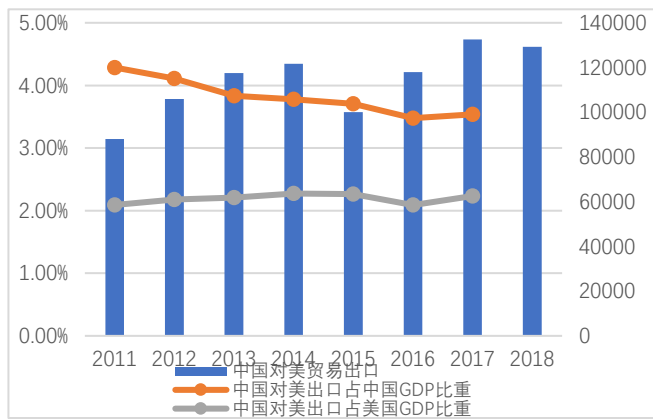
## （二）中美经贸摩擦：短期影响有限，长期风险仍在

中美经贸摩擦在经历了几轮不断升级的“关税大战”后在 2018 年底有趋于缓和的迹象。习近平主席和特朗普总统在阿根廷布宜诺斯艾利斯举行的 G20 峰会上举行会晤并达成协议，决定停止升级关税等贸易限制措施；2019 年 1 月 7-9 日举行的中美副部级磋商继续传来利好消息，为双方进一步的谈判打下基调。回顾 2018 年，我们认为中美经贸摩擦在短期内对中国经济造成的影响有限；展望 2019 年，美国政治经济形势复杂，中美贸易存在一定的波动风险。我们认为，中美经贸摩擦不会在短时间内结束，中美双方的关系将进入了一种新的长期博弈阶段。中美双方应当顺着如今中美经贸摩擦逐渐缓和的趋势，坐下来耐心谈判，争取双方能够逐步建立一个长效信任机制。

### 1. 现状：中美贸易体量有限，短期经济影响可控

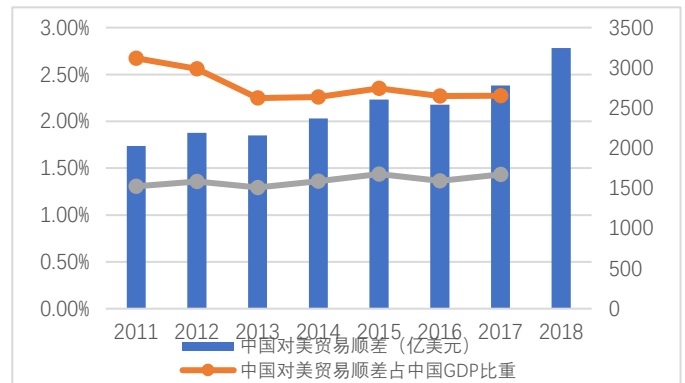
在分析中美经贸摩擦的影响前，我们对中美贸易进行一个简单的回顾与分析，我们认为中美贸易体量看似巨大，和两国各自的 GDP 相比，其实有限。由下图知，过去 7 年来，中国对美出口占中国 GDP 的比重逐渐下滑，2017 年仅占 3.5% 左右，而根据 OECD 的相关测算，中国出口产品中的国内附加值比重约为 68%，那么经附加值调整后，中国对美出口占中国 GDP 的比重则仅为 2.38%。从贸易顺差看，中国对美贸易顺差占中国 GDP 的比重目前也仅为 2.5% 左右。由此可见，和中美两国的 GDP 总量相比，中美贸易体量其实有限。

图表 34 中国对美出口及其占中国和美国 GDP 的比重



数据来源：CEIC 数据库，ACCEPT 测算

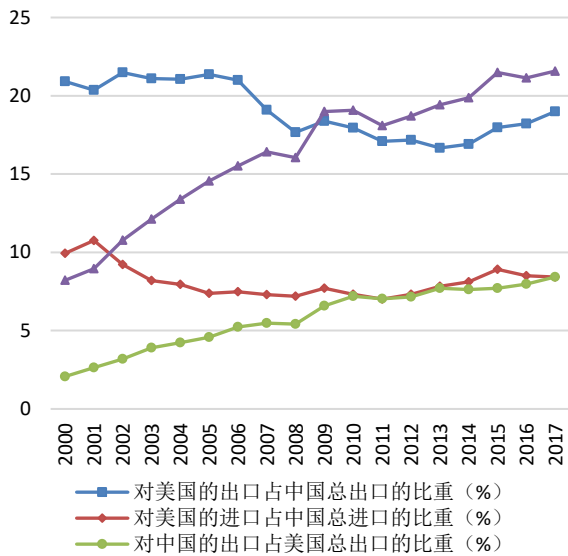
图表 35 中国对美国的货物贸易顺差额及其占中国和美国 GDP 的比重



数据来源：CEIC 数据库，ACCEPT 测算

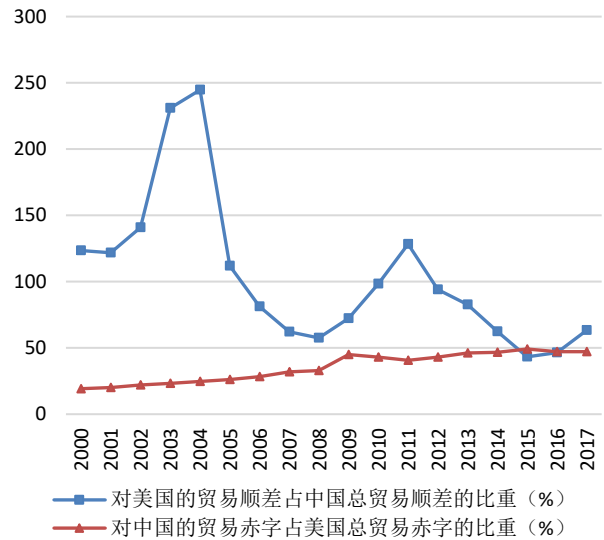
此外，尽管互为重要的贸易伙伴国，但金融危机之后，由于出口伙伴的多元化，中国对美国的贸易依赖显著降低，而美国对中国的进出口依赖则与日俱增。如下图所示，对美出口占中国总出口的比重、对美进口占中国总进口的比重，分别从 2001 年的 20.4%、10.8% 下降到了 2017 年的 18.9%、8.4%；相反，对中国出口占美国总出口的比重、对中国进口占美国总进口的比重，分别从 2.6%、9.0% 上升至 8.4%、21.6%。此外，中国对美贸易顺差占中国总贸易顺差的比重已从 2006 年前的超过 100% 逐渐下降到了 50%-60% 的区间，而美国对中国贸易逆差占美国贸易总逆差的比重则一直稳定在 50% 左右。我们可以认为，中国的贸易结构逐渐调整，中国对美贸易依赖度逐渐降低。

图表 36 中国和美国对对方的进出口贸易依赖度对比



数据来源: CEIC 数据库, ACCEPT 测算

图表 37 中国和美国对对方的贸易依赖度对比

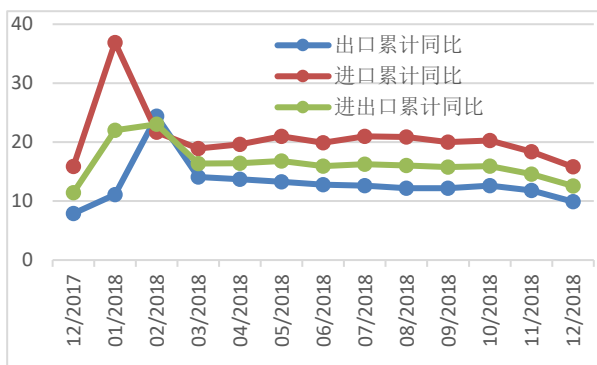


数据来源: CEIC 数据库, ACCEPT 测算

在中美贸易体量有限, 中国对美贸易依赖下降的大背景下, 我们分析 2018 年 3 月以来的中美经贸摩擦对中国经济的影响。中美经贸摩擦期间, 有一种观点认为, 中美的贸易战对中国经济造成了很大的冲击, 是中国 2018 年经济小幅下滑的重要因素。对此, 我们认为这一观点并不成立, 我们认为, 中美经贸摩擦在短期内对中国经济造成的影响有限: 2018 年中国的出口表现良好, 对美贸易顺差反而扩大, 因此中美经贸摩擦没有在出口一项直接影响到中国经济; 通过 ACCEPT 测算, 综合考虑弹性系数和乘数效应后, 中美经贸摩擦对中国经济带来的间接影响更是有限。我们将根据 2018 年的数据展开具体分析。

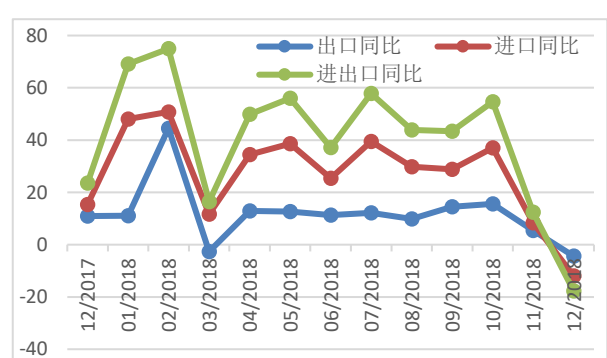
首先, 根据中国海关总署刚刚公布的数据 (美元计价), 2018 年中国进出口总额为 46230.38 亿美元, 同比增长 12.6%; 进口总额为 21356.37 亿美元, 同比增长 15.8%; 出口总额为 24874.01 亿美元, 同比增长为 9.9%; 贸易顺差累计额 3517.64 亿美元, 收窄 16.2%。2018 年的进口、出口和进出口累计同比均保持着较为平稳的增速, 仅在 11 月和 12 月略有下滑。与此同时, 我们发现 2018 年中国对美进出口总额为 6335.19 亿美元, 同比增长 8.5%; 进口总额为 1550.96 亿美元, 同比增长 0.7%; 出口总额为 4784.23 亿美元, 同比增长 11.3%; 贸易顺差累计额 3233.27 亿美元, 增长 17.3%, 再创历史新高。

图表 38 进出口累计同比



数据来源: CEIC 数据库

图表 39 进出口当月同比



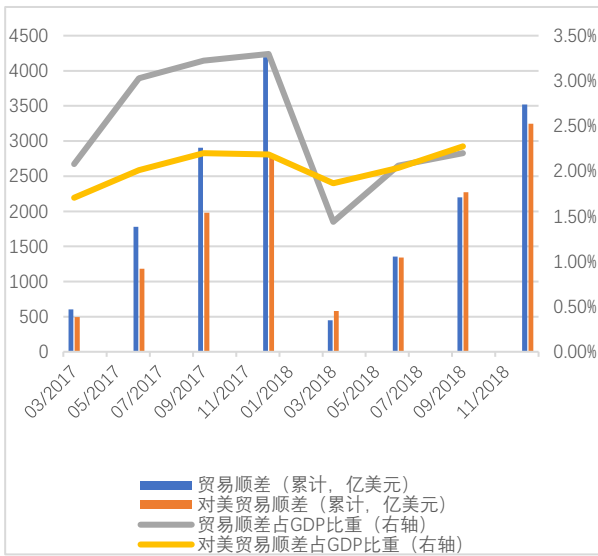
数据来源: CEIC 数据库

在此基础上, 我们进一步分析仔细分析贸易顺差。下图显示, 尽管中国 2018 年每个季度的贸易顺差均比 2017 年同都要高, 且贸易顺差占 GDP 的比重也从 2017 年前第三季度的 3.37% 下降到了 2018 年前第三季度的 2.18%; 但是中国 2018 年每个季度对美贸易顺差均比 2017 年同季度要高, 而对美贸易顺差占 GDP 的比重没有发生明显的变化甚至还略有上升。通过数据分析, 我们认为中国的进出口在 2018 年表现并不差, 而贸易顺差的下滑并不是由中国对美贸易顺差所引致的, 中国对美贸易顺差反而是上升, 因此 2018 年中美经贸摩擦并没有从贸易层面直接影响到中国经济。我们同样对贸易战带来的间接影响进行测算。根据 ACCEPT2018 年第二季度的宏观报告, 美国的关税政策



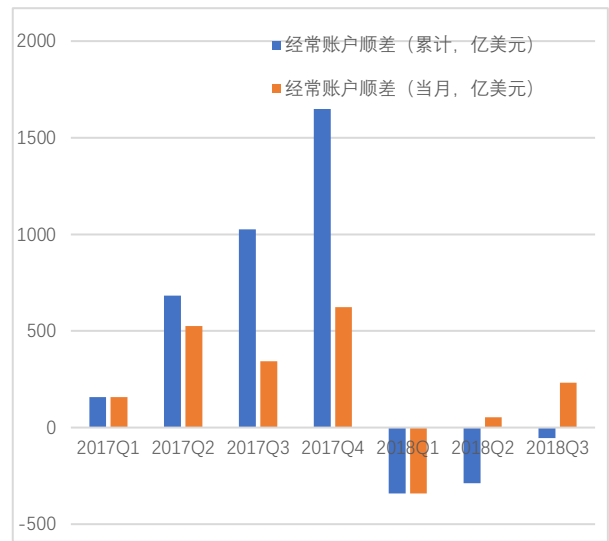
对中国净出口的直接影响传递到 GDP 增速后为下降 0.34 个百分点；进一步参考刘梦，戴翔（2018）<sup>8</sup>的方法，经过清华大学中国与世界经济研究中心测算，在综合考虑了出口弹性和乘数效应后，中美经贸摩擦仅会对 GDP 增速大约拉低 0.51 个百分点，因此间接影响同样不大。

图表 40 贸易顺差及其占 GDP 比重（季度）



数据来源：CEIC 数据库，ACCEPT 测算

图表 41 经常账户顺差



数据来源：CEIC 数据库，ACCEPT 测算

事实上，与贸易顺差的下降相比，更需要关注的应该是中国的经常账户。2018 年一季度的经常账户出现逆差（约-341 亿美元），尽管 2018 年二、三季度开始重新呈现顺差，但是 2018 年前三季度的累计经常账户仍然表现为逆差（约-55 亿美元）。如果 2018 年全年经常账户出现逆差，那么可能会对 2019 年经济增长的信心产生影响。

## 2. 展望：美国政治经济金融形势复杂，贸易谈判、汇率波动不确定性犹存

尽管 2018 年美国的经济势头不错，失业率处于历史低位，且新公布的非农就业表现强劲，但是 2019 年美国自身的政治经济金融形势仍将面临复杂的局面。

**政治方面**，以特朗普所代表的、我们较为陌生的、展现非精英美国人光荣而孤立国民性的“传统的美国”和以各类高等学府金融机构所代表的、我们较为熟悉的、展现精英群体美国将主导世界拥有绝对控制权的“精英的美国”之间的矛盾仍将持续。我们已经看到，截至 2019 年 1 月 14 日，美国联邦政府的停摆进入了第 24 天，已经创造并仍在刷新美国联邦政府的停摆记录。尽管美国一致将矛头指向外部的中国以期缓解国内矛盾，但是美国国内的矛盾将在特朗普任期内不断持续，甚至有可能出现特朗普总统遭到弹劾的风险性事件。

**经济金融方面**，美国经济繁荣的背后很可能隐藏着衰退的风险，而风险因素的增加将很可能导致美国金融市场在 2019 年出现持续波动。2017 年，受到联邦税下调、财政刺激、美联储加息等一系列政策的支持，美国经济不仅在增速上表现抢眼，而且企业利润、非农就业均呈现出繁荣之景象。但是，随着财政刺激政策的时效和推力逐渐削弱，维持经济增速的动力可能下滑。与此同时，特朗普与中国的贸易对抗、美国的钢铁及汽车关税、国际油价的下跌等因素均可能对美国经济产生影响，而全球经济放缓同样将会使美国企业不能幸免。因此，我们应当关注美国经济在 2019 年自身出现疲软的可能性。在政治、经济等一系列风险因素叠加的情况下，任何的风吹草动都可能影响到美国股市的走向，2019 年美国的金融市场很可能将伴随着持续不断的波动。

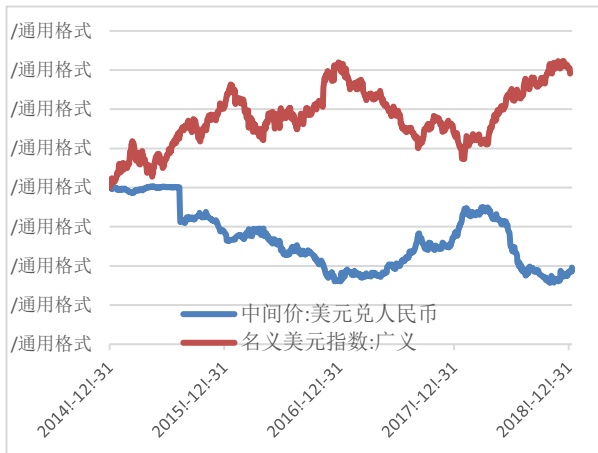
在这种背景下，中国可从如下四个方面入手，做好充分的准备以应对中美不确定的关系带来的风险：

第一，应当允许人民币汇率合理的、适当的波动（比如不超过 5%），同时通过银行、离岸市场等牢牢的管住资本外流。从下图可以看到，2017 年以来人民币兑美元的走势与美元指数的走势完全相反，这与 2015 年的情形有显

<sup>8</sup> 刘梦,戴翔.“国际贸易重要性渐减规律”成立吗?[J].数量经济技术经济研究,2018,35(12):61-80.

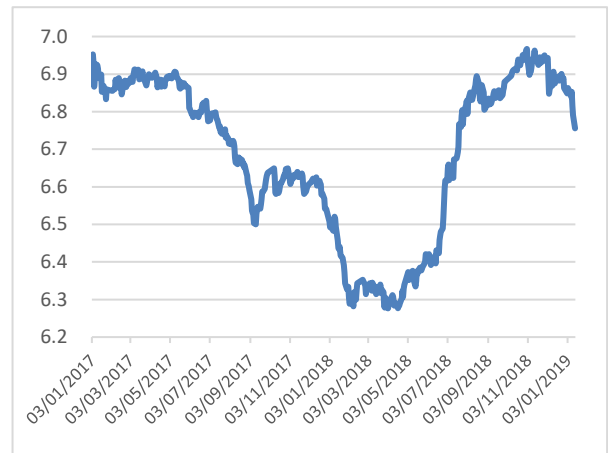
著不同，说明当前人民币汇率主要取决于外部环境（美元指数）的变化。考虑到美国政治经济金融环境形势复杂，很有可能再度出现美元走强的情况，2019 年将会是人民币汇率波动比较大的年份。在这种国际环境下，货币当局不应将汇率保 7 当成重点任务，而应致力于管住资本流动，同时谨防公众形成货币当局通过汇率贬值来刺激出口的错误认知。

图表 42 名义美元指数与美元兑人民币中间价



数据来源：CEIC 数据库，ACCEPT 测算

图表 43 人民币汇率中间价：美元



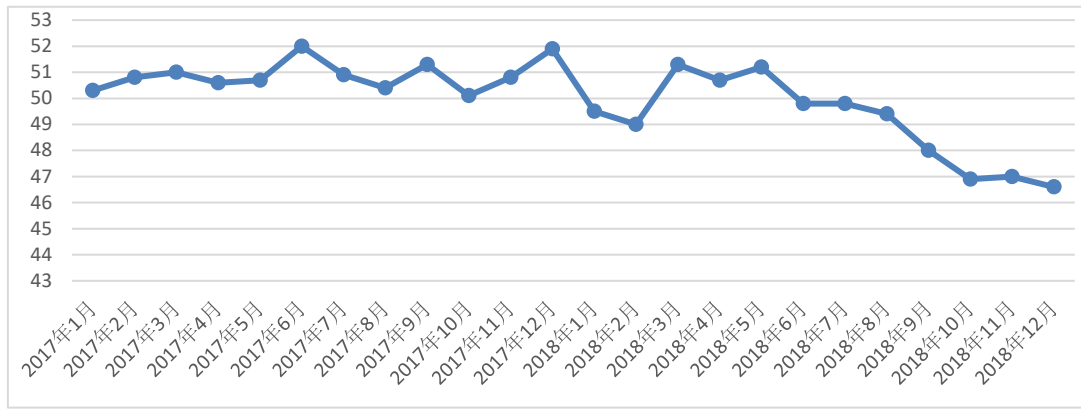
数据来源：CEIC 数据库，ACCEPT 测算

第二，应当有耐心地进行中美经贸谈判，谈判的关键在于逐步建立一个长效信任机制；同时也应当认清中美关系已经开始走向长期博弈的新局面。随着中国经济体量的不断增加和中国在世界政治经济体系上的影响不断增强，中国和美国这一当今世界第一大国之间的矛盾难以避免。2018 年的中美经贸摩擦只是将这一矛盾提前揭露出来。2018 年的中美经贸谈判没有取得较好的进展，中美双方不断在关税税率上互相加码、威胁，直到 12 月的在阿根廷布宜诺斯艾利斯举行的 G20 峰会上，习近平主席同特朗普总统举行会晤并达成协议，决定停止升级关税等贸易限制措施，双方才再次较为真诚的回到谈判桌上来。我们认为，中美经贸谈判最大的问题是美国谈判方不了解中国，对中国缺乏信任；即便中国答应了美国所有的条件，美国方面仍然不满足并充满疑虑。在此背景下，中美双方不仅仅只是一个互相博弈、讨价还价的谈判过程，更应该是一个逐步建立信任的过程。中美经贸的摩擦及磋商将会是一个长期化的过程，我们甚至欢迎美国相关代表在北京建立办事处，长期交流、随时沟通，建立一套更加真诚、长效的信任机制。

第三，以更加积极主动地学习应对贸易摩擦。昔日经济全球化的推动者美国在特朗普主义的带动下实行美国优先的贸易保护主义政策，主动挑起与中国的贸易冲突，甚至在技术、人员来往等领域祭出封锁、限制交流等恐吓手段。面对这一局面，我们应冷静分析、沉着应对，以开放、成熟、自信的心态继续加快学习世界上一切先进知识、技术、理念，并结合中国实际付诸实践，推动中国经济进一步转型升级。具体而言，应通过“请进来”、扩大开放、促进人员交流等措施推进科技、社会治理、金融法制化建设、对外投资与国际经济治理等领域的学习，以学习应对冲突与封锁，避免因狭隘的民族主义情绪而停滞不前。唯有如此，我们才能不断进步，将改革开放的事业推向深入。

第四，尽管中美经贸摩擦对 2018 年中国经济增长影响有限，但是“抢出口”等行为导致的出口回落以及信心层面的影响很有可能在 2019 年开始突显，经常账户可能发生的逆差值得重点关注。第一个现象是 2018 年 12 月的单月出口同比增速为负，这很可能是中美经贸摩擦的中长期影响开始显现，企业抢出口之后后续的出口增长乏力。第二个现象是企业的新出口订单指数在 2018 年出现大幅下滑，从 2018 年 3-5 月份的 51 左右逐渐跌落至 2018 年底的 47 左右。企业新出口订单指数的下滑很可能将在 2019 年影响企业的出口，从而让中国 2019 年的经常账户承压。事实上，在 2018 年的前三季度，中国经常性账户出现逆差 55 亿美元已经为我们发出警示，2019 年出口乏力而中美贸易谈判又会压缩中国对美的贸易顺差空间，这一系列问题都可能导致经常性账户再次出现逆差，需要重点关注。

图表 44 新出口订单指数



数据来源：国家统计局

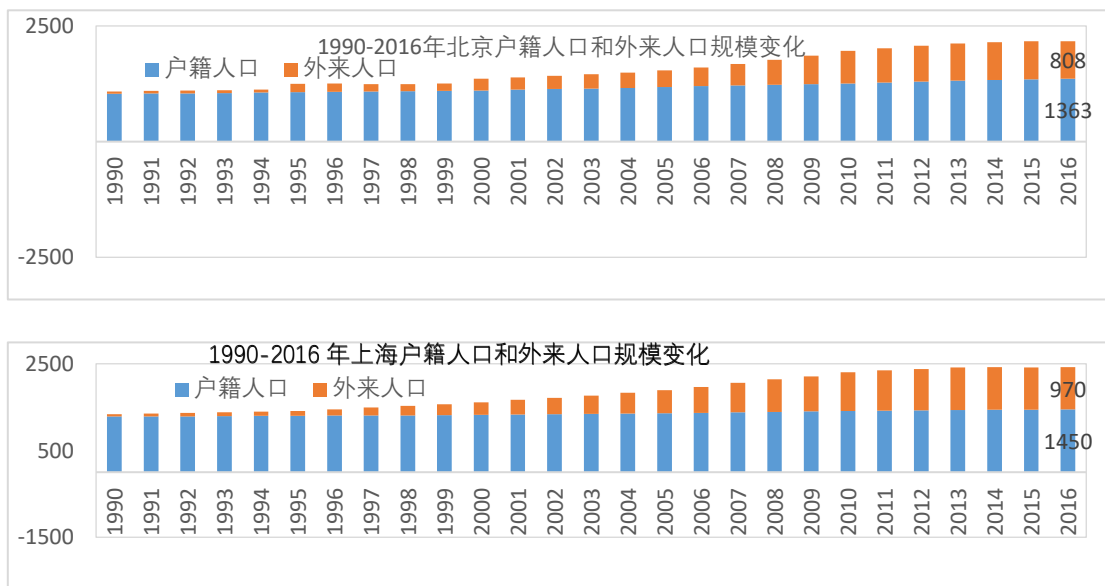
### （三）房地产：都市更新与城镇化将携手并进

#### 1. 一线城市逐步迈入“都市更新”时代

一线城市已进入都市更新阶段，收入支撑房租，房租支撑房价。一线城市的城市化已经进入一个非常高的水平，北京、上海、广州的城镇化率均超过 86%，深圳的城镇化率达到 100%。随着城镇化率达到一个高位，中心城区的土地供应面积将“捉襟见肘”，在新的城市副中心尚未成型的情况下，都市更新成为这些城市未来房地产市场的重要课题。由于经济活动主要集中在中心城区，且居民收入仍在不断增长，房租仍将继续增长，而房租的增长将进一步支撑房价，一线城市中心城区的置业将成为非常好的投资资产。

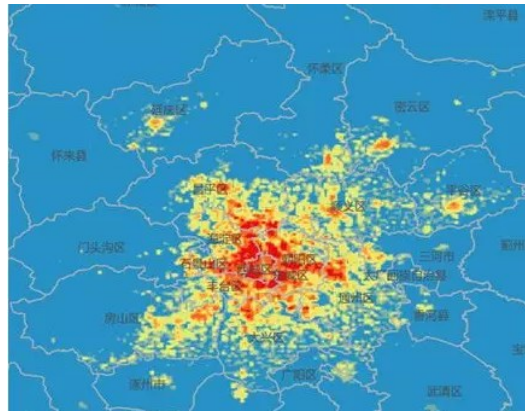
另外，一些二线城市来讲，经济发展潜力大、人口流入压力大的城市房价仍面临较强的上涨压力，这样的城市包括杭州、合肥、南京、武汉等。从人口上来看，2017 年杭州、合肥、南京、武汉常住人口达到 946 万、796 万、833 万、1089 万，而其城镇化率则分别为 76%、73%、82%、80%，这四个城市不仅在城镇化率有提高空间，同时其常住人口增加每年也在 10 万左右，其中杭州在 2017 年常住人口净增加 28 万。对于这些城市来说，经济发展潜力大、人口流入压力大，房价仍然面临较强的长期上涨压力。

图表 45 北京、上海外来人口不断增加



数据来源：北京、上海统计年鉴

图表 46：工作地在北京的居住地分布热力图



数据来源：华夏幸福产业研究院、ACCEPT

环一线的城市将是未来承接城市化的重要力量，房价仍然长期看好。中国目前的常住人口城镇化率仅为 58.52%，相较发达国家城镇化率 80% 以上的水平仍然具有不小的差距，而环一线城市甚至一些环二线城市将成为承接城市化的重要力量。一线城市的发展过程中将不断形成人口的聚集，人口的增长来源于自然增长与迁移增长，随着人口的不断增长，一线城市核心区由于人口密度上限的限制将趋于稳定，新增的人口将产生扩散效应，环绕一线城市周边的三、四线城市将迎来人口迁入的机遇期，将成为承接城市化的主力。通过大数据观测，北京已经形成了工作地在北京而居住地在环京分布的格局。随着 2019 年“因城施策”的贯彻，部分环一线城市具有解决一线城市居住饱和的能力，可逐步放缓限制政策，解决刚需人群的居住需求，形成房地产调控的长效机制。

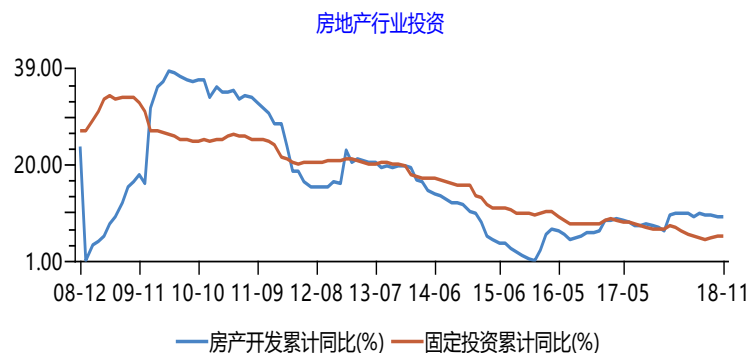
都市更新也对地方政府财政带来了新的挑战。一方面，随着城镇化率到达顶峰、房地产市场进入存量时代，土地出让收入难以持续增加，而地方政府的财政支出却较为刚性并且不断增长；而另一方面，在不增加地方债务隐性债务的情况下，如何筹集资金对既有存量进行改造，或者如何引入专业资本和人员、为城市居民提供更好的物业服务，也是政府需要解决的课题。

## 2. 房地产增速放缓，集中度将进一步提高，呈现“大鱼吃小鱼”趋势

2018 年房地产投资整体增速放缓，其中 2018 年 11 月固定投资累计同比增速为 5.9%，相对于去年同期值 7.2% 呈现下滑趋势。商品房销售处于低点，2018 年 11 月商品房销售同比增长 1.4%，相对于 2018 年 10 月的 2.2% 呈现持续下跌趋势，在土地购置面积以及费用增速方面也呈现回落趋势。

在行业下行压力之下，中小房企与大房企的差距被放大，将导致 2019 年房地产行业集中度进一步提高。在行业增速放缓之时，中小企业在融资、拿地、销售等环节将遇到更大的挑战，而大型企业凭借自身的资源、资金、管理等优势将借势并购中小企业，呈现“大鱼吃小鱼”趋势，行业集中度将提高，有利于行业的规范与长期发展。

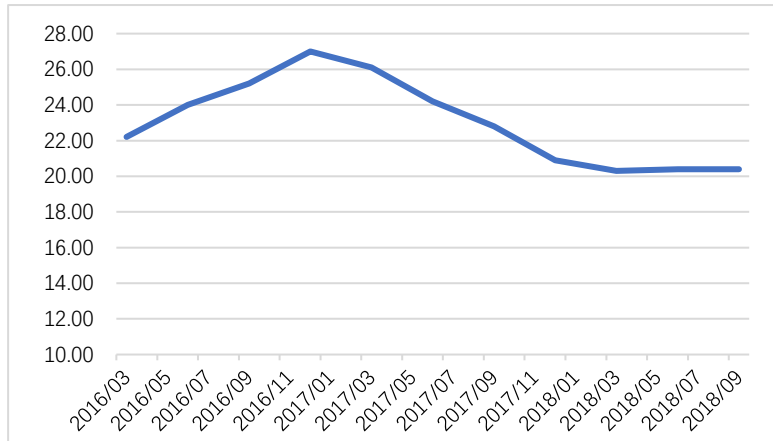
图表 47 房地产投资同比增速



数据来源：Wind 数据库。

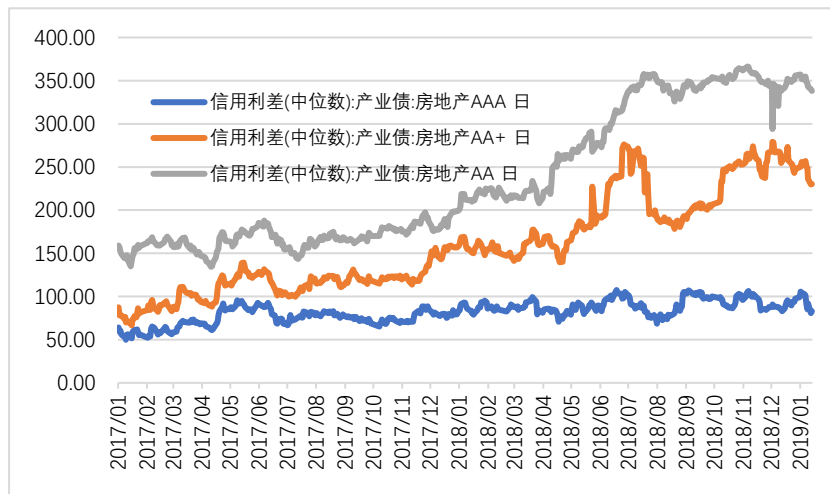
**融资收紧，中小企业资金端面临压力。**2018 年在去杠杆、防风险的政策下，房地产企业的融资渠道收紧，融资门槛进一步提高，2019 年将继续保持趋紧的融资政策。数据显示房地产贷款累计增速放缓，2018 年 9 月主要金融机构房地产贷款余额为 37.45 万亿人民币，同比增长 20.42%，为 2016 年 3 月以来的低点，这一趋势将进一步持续。与此同时，2019-2020 年至少有 15 万亿的房企有息负债到期，将进一步增加中小企业资金端的压力。而大型房企具有较好的融资渠道，除了原有的传统贷款、信托等渠道外，海外债券以及资产证券化也大大拓展了优质大型房企的融资渠道，在融资成本上大型房企凭借较高的信用级别具有优势。行业融资集中度的提升将有利于行业集中度的提升。

图表 48 商业性房地产贷款余额同比增速（季）



数据来源：Wind 数据库。

图表 49 房地产企业信用利差



数据来源：Wind 数据库。

**拿地成本提高，中小企业在土地获取上面临压力。**为控制房价过快上涨，发展房地产长效机制，我国在土地控制上出台了多种调控政策。部分城市在土地出让金的来源上进行了规定，要求自有资金的比例，倒逼地产公司需要具有较大规模的资金。在预售政策上也进行了调整，部分省市提高预售门槛，从预售竣工的程度、抵押登记方面延长了房企的回款周期。在土地出让方式上也采用了多种的形式，资金不足、资质较差的中小企业在获得土地上面临压力。在这一背景下，应加速中小企业与大型企业进行合作开发或者直接转让的步伐。

**管理效率低，中小企业在降费增效上面临压力。**中小企业往往在项目设计、施工建设以及开盘销售等环节尚未形成一体化的内部项目流程，在行业景气时期尚可保持较大的盈利空间，但面临行业下行时很难保持盈利。另一方面，中小企业内部管理以及综合服务能力不足，内部管理与外部采购没有形成标准化的运营模式，造成了管理费率较高、资金利用率低的问题。大型房企在降费增效上具备优势，通过并购重组的形式可有效提高中小企业的资金利

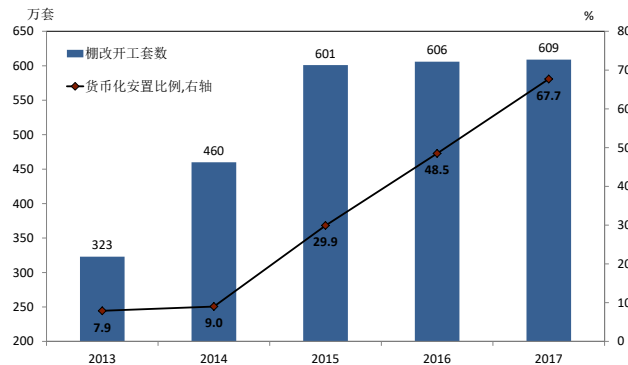
用效率。

### 3. 房价走势因政策变动继续分化

房地产市场短期的供给存在一定刚性，需求变化往往是房价的重要决定因素，我们认为 2019 年房地产需求变化的两个最重要的变量分别是：一，**房地产需求端政策的放松，例如限购和限贷**；二，**棚改货币化的逐渐退潮**。

**棚改货币化退潮使得三四线城市面临的房价下行压力较大。**2015-2017 年，棚改货币化比例快速上升，2017 年达到 67.7%。在棚改货币化的带动下，房地产市场销量大幅走高，连续三年高于历史平均水平。这样的棚改货币化在一定程度上使得购房需求前置，当其退潮之后，购房需求可能面临较大幅度的下行，预计过去受棚改货币化支撑较大的三四线城市的房地产价格面临较大的下行压力。

图表 50 房地产企业信用利差



数据来源：Wind 数据库。

房贷利率的下调会使得需求较强的一二线城市的房价面临较大的上涨压力。2017 年以来，严厉的房地产限购限贷政策对一二线城市的房地产需求形成了非常有力的遏制，高企的首付比例和较高的贷款利率在一定程度上使得购房需求不断累积。在新的“一城一策”的调控基调下，我们发现全国购房平均利率已经出现了初步下行。融 360 数据显示，2018 年 12 月全国首套房贷款平均利率为 5.68%，17 年来首现环比下降，同时一线城市首套房贷款利率均出现回落。如果利率进一步下行，购房者的实际获房成本会继续下降，在拉动购房需求的同时，也为房价上涨留出了空间。