

中国宏观经济分析与预测

(2019 年 06 月)

再掀改革开放热潮
提振发展信心活力
击退逆全球化寒流

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 06 月 23 日发布

再掀改革开放热潮 提振发展信心活力 击退逆全球化寒流

一、中国宏观经济形势分析

1. 投资：整体投资动力不足，应加强激励有效应对
2. 消费：消费增速持续回落，汽车销售下降明显
3. 价格：CPI 继续温和上涨，PPI 涨幅有所回落
4. 国际贸易与国际收支：贸易战直接影响可控，警惕外资波动风险
5. 房地产：投资整体趋缓 市场分化凸显
6. 股市：信心不足导致市场低迷，政策应采取积极应对措施

二、专题讨论

1. 产业升级与技术创新：产业升级潜力巨大，需出台政策加快释放
2. 宏观杠杆率：风险总体可控，关键在于控制好地方政府债务
3. 财政：财政收支平衡压力加大，广义财政政策仍有空间
4. 中美关系：中美经济深度融合，经贸继续发挥“压舱石”作用
5. 中等收入群体：有望 15 年内实现中等收入群体倍增

三、政策建议

2019年上半年，中国宏观经济出现了自2008年全球金融危机以来少有的明显的下行压力，我们认为这背后的原因主要是国内经济主体信心不足，而不是中美贸易摩擦升级所带来的外贸与投资渠道的冲击。具体说来，消费和固定资产投资都出现了明显下滑；股票市场出现了巨大的波动；房地产投资上半年数据上表现虚高，但实际投资也出现了下滑；货币政策总体上讲宽松有度，宏观杠杆率略有上升，但风险基本可控。对于包商事件，我们认为这是监管部门主动化解风险的有力举措；财政上半年加快支出节奏，加大减税力度，但划拨资金的使用率较低、未能实现预期的刺激效果。

中国经济虽然短期内遇到下行压力，但仍充满潜力。中国科技创新近年来不断走上新的高点，而且未来潜力巨大，应该进一步出台政策加以释放。在产业升级方面，传统产业包括钢铁行业的更新改造前景十分广阔，能带来新一轮的经济增长。长期来看，中国经济最大的增长点就是中等收入人群的扩大。我们分析中国经济完全有可能利用15年时间让目前4亿多的中等收入群体数量翻倍，这将是全球最大的中等收入群体。

我们建议国家出台一批实质性的政策，掀起新一轮改革开放热潮，提振信心、增加活力，以此来击退国际上反全球化以及遏制中国发展的逆流。

我们预测2019年全年GDP增长率将为6.3%。

	2018 年 1-3 月	2018 全年	2019 年 1-3 月	2019 年 1-5 月	2019 全年*
GDP (%)	6.8	6.6	6.4	-	6.3
CPI (%)	2.1	2.1	1.8	2.1**	2.3
PPI (%)	3.7	3.5	0.2	0.4**	0.2
出口同比(%)	7.4	7.1	6.7	0.4	0.0
进口同比(%)	11.7	12.9	0.3	-3.7	-4.0
M2 余额同比(%)	8.2	8.1	8.6	8.5	8.6
零售同比(%)	9.8	9.0	8.3	8.1	8.6
固定资产投资同比(%)	7.5	5.9	6.3	5.6	5.7

* 预测值，除 M2 外所有指标均为年初至该时段末的累计同比；

**各月同比增速平均值

ACCEPT 宏观预测课题组成员：

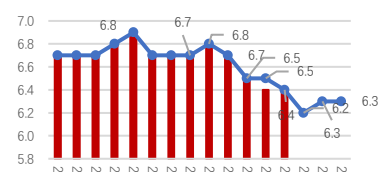
李稻葵、厉克奥博、李冰、陆琳、郭美新、龙少波、冯明、石锦建、徐翔、伏霖、金星晔、吴舒钰、赵泓宇、王绪硕、胡思佳、陈大鹏、李雨纱、张驰、周彭、张鹤、郎昆、陈逸凡

联系方式

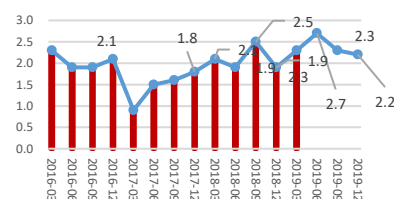
电话：010-62797782

网址：www.ccwe.tsinghua.edu.cn

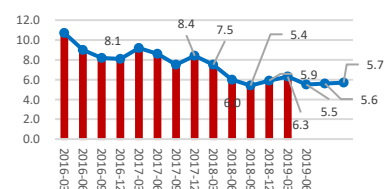
GDP 增长率季度累计同比



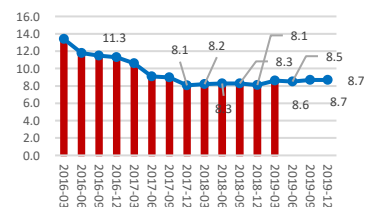
CPI 季度累计同比



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

2019 年上半年中国宏观经济出现了自国际金融危机以来少有的明显的下行压力，我们认为这背后的原因主要是国内投资主体信心不足所致，而不是中美贸易摩擦升级所带来的外贸与投资渠道的冲击。具体说来，消费和固定资产投资出现了明显下滑，消费增速出现了高达 1.5% 的下滑，主要原因是汽车消费的巨幅下降所致；固定资产投资中民间投资与制造业投资增速下滑严重，制造业投资增速已降到了 2.7% 的历史低点；股票市场上半年尽管总体上升，但中间出现了巨大的波动，反映出投资者信心不足、心态焦虑的现象；房地产投资上半年数据上表现虚高，但实际投资也出现了下滑；货币政策总体上讲宽松有度，宏观杠杆率略有上升，但风险基本可控。对于包商事件，我们认为这是监管部门主动刺破脓包、化解风险的有力举措；财政政策上半年加快支出的节奏，加大减税的力度，但是由于财政制度的原因，实际利用财政资金的效果并不好，资金使用速度非常慢，大部分财政资金仍停留在相关部门的银行账户上。

中国经济虽然短期内遇到下行压力，但未来仍充满潜力。中国科技创新近年来不断走上新的高点，而且未来潜力巨大，应该进一步出台政策加以释放。在产业升级方面，传统产业包括钢铁行业的更新改造前景十分广阔，能带来新一轮的经济增长。长期来看，中国经济最大的增长点就是中等收入人群的扩大，我们分析中国经济完全有可能利用 15 年时间让目前 4 亿多的中等收入人群数量翻倍，那时这将是全球最大的中等收入人群，是人类经济发展的重大成就，也是中国经济发展的有力保障。

综上所述，我们建议国家出台一批实质性的政策，掀起新一轮改革开放热潮，提振信心、增加活力，以此来击退国际上反全球化以及遏制中国发展的逆流。在改革方面，我们建议紧紧抓住目前高达 180 万亿美元的国有资产，开展实质性的重组改造以提高资产回报率，提升社会整体的经济活力；对外开放方面，我们建议要针对欧洲、日本、英国等对中国持有积极态度的发达国家进一步开放，在国际贸易和对外投资领域引发新一轮的热潮，也在国际上形成引领新型全球化的态势。

一、当前宏观经济运行分析与判断

(一) 投资：整体投资动力不足，应加强激励有效应对

1. 制造业和民间投资：增速下降，信心不足

2019 年以来，固定资产投资整体动力不足。2019 年 1 至 5 月，固定资产投资累计同比增长 5.6%，增速较去年同期和今年前 4 个月均下降 0.5 个百分点。其中，制造业投资增速骤然下滑，前 5 个月同比增长仅为 2.7%，较去年同期下降 2.5 个百分点。

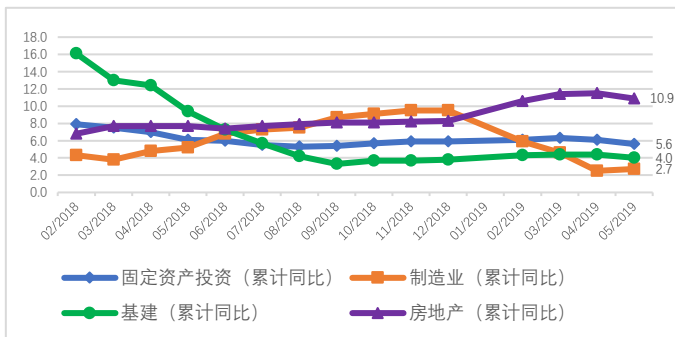
民间投资增速的下滑尤为明显，民间投资的作用已从拉动投资变为拖累投资。2018 年，民间投资增速始终高于固定资产投资增速，全年民间投资累计同比增长 8.7%，较固定资产投资增速高出 2.8 个百分点。但 2019 年上半年形势却出现反转，民间投资增速呈现明显下降趋势，截至 2019 年 5 月，民间投资累计增速 5.3%，较去年同期回落 2.8 个百分点，低于固定资产投资 0.3 个百分点。

从企业经营情况来看，工业企业盈利状况恶化，国内外市场需求不足，投资前景不佳。2019 年 1-4 月，工业企业利润总额同比仍下降 3.4%，和去年同期的 15% 正增长形成巨大反差；而工业企业亏损额同比增长 15.6%，较去年同期高出 9.3 个百分点。

制造业和民间投资增速双双回落的主要原因是企业家对未来经济形势预期悲观，投资信心不足。

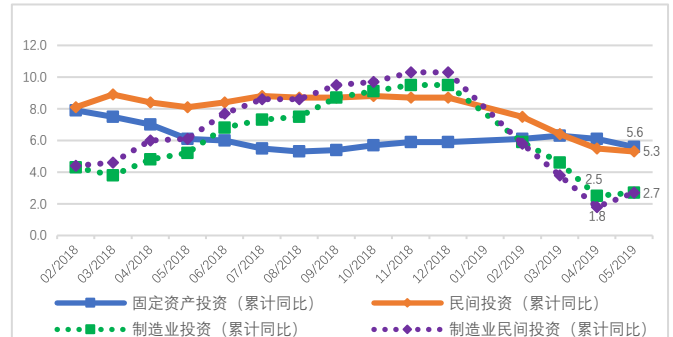
针对目前企业家信心不足的局面，我们建议政府当前必须找准痛点、精准发力，推出实实在在的改革政策，为投资注入新的活力。第一，在重点领域开展引导性投资，建设先进产能，推动产业升级。第二，加快推进重点行业兼并重组，提高产业集中度，同时设立专项资产管理公司，消除债务重组的后顾之忧。第三，创新减税降费机制，不仅要切实降低制造业企业的经营成本，同时在制度设计上要更加精准，着力于激励企业家进行投资。

图表 1 固定资产投资及其主要成分增速



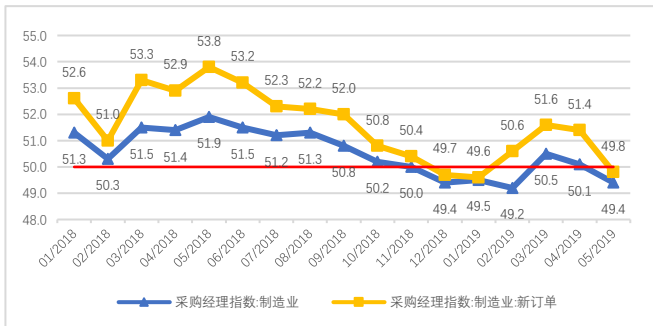
数据来源：国家统计局

图表 2 民间投资和固定资产投资增速比较



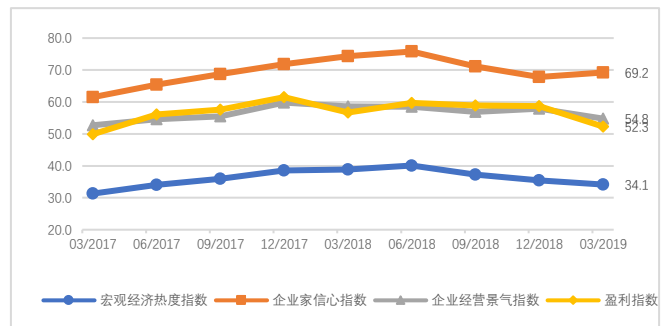
数据来源：国家统计局

图表 3 制造业 PMI



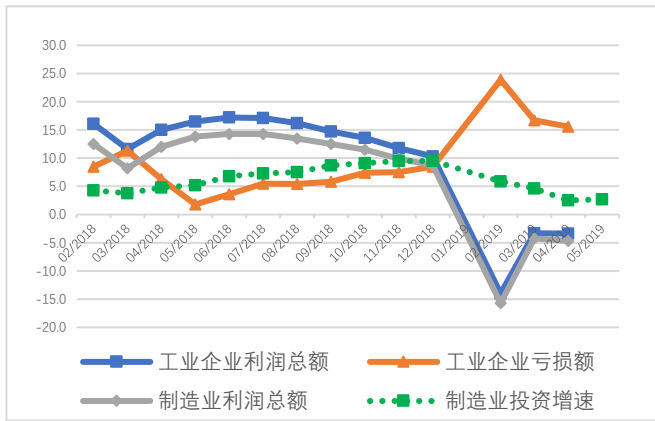
数据来源：国家统计局

图表 4 央行企业家问卷调查



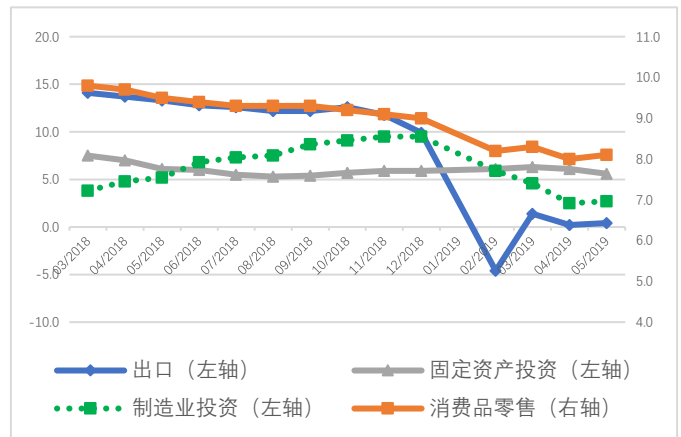
数据来源：中国人民银行

图表 5 工业企业盈利状况



数据来源：国家统计局

图表 6 三大需求累计同比



数据来源：国家统计局、海关总署

2. 基建：投资疲软需发力，小幅回升尤可期

截至 2019 年 5 月，固定资产投资中的基建投资累计同比增加 4.0%，相比 1~4 月份回落 0.4%，继续维持在 2018 年 8 月以来的低位，拖累了整体固定资产投资的增速。从基建资金来源角度，地方政府专项债、城投债和 PPP 等力度加大将支持基建投资增速的回暖，但是由于今年开发商购地积极性不高、土地成交市场趋冷，政府性基金支出对于基建的资金支持预计将大幅下降。

国际对比来看，从基建与人口总数和国土面积相适应的角度来看，我国基建尚有增长空间和潜力。为了进一步释放基础设施建设的投资潜力，同时规范地方政府的借贷行为，我们有必要系统地改革基础设施投融资体制。

图表 7 基建投资融资来源

		财政预算	国内贷款	利用外资	自筹资金	其他资金
2005	金额	2181.88	7404.78	473.69	11709.35	1486.55
	占比	9.38%	31.84%	2.04%	50.35%	6.39%
2010	金额	7680.6	19652.3	429.9	34189.5	5674.2
	占比	11.36%	29.06%	0.64%	50.56%	8.39%
2015	金额	19237.54	19191.31	225.87	84977.5	8854.94
	占比	14.52%	14.49%	0.17%	64.14%	6.68%
2016	金额	21793.65	21391.08	274.23	87346.28	11595.01
	占比	15.30%	15.02%	0.19%	61.34%	8.14%
2017	金额	24232.79	23685.74	468.59	93202.42	14249.81
	占比	15.55%	15.20%	0.30%	59.81%	9.14%

数据来源：ACCEPT 计算

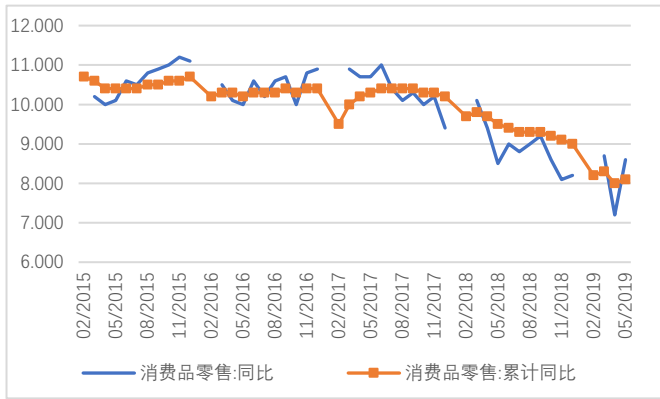
(二) 消费、就业与价格

1. 消费：消费增速持续回落，汽车销售下降明显

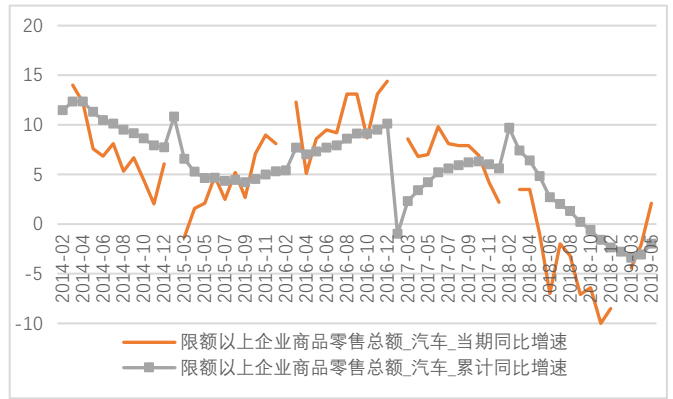
短期来看，消费增速稳中略降，不及预期。从 1-5 月份的累计情况来看，2019 年 1-5 月社会消费品零售总额为 161332 亿元，累计同比增速为 8.1%，低于 2018 年 1-5 月的 9.5%。汽车消费增速下降对总体消费形成拖累。2019 年 1-5 月汽车销售累计同比增速为-2%，相比去年同期回落了将近 7 个百分点。由于汽车消费在消费零售总额中占比达到 10%以上，汽车消费下降拖累消费品零售总额增速约 0.7 个百分点。其他类型的消费品零售增速也大多不及去年同期。

长期来看,我国消费的趋势性下滑特征非常明显,与收入增速下降趋势基本一致,边际消费倾向呈现下滑的趋势。

图表 8 消费品零售总额当期同比和累计同比增速

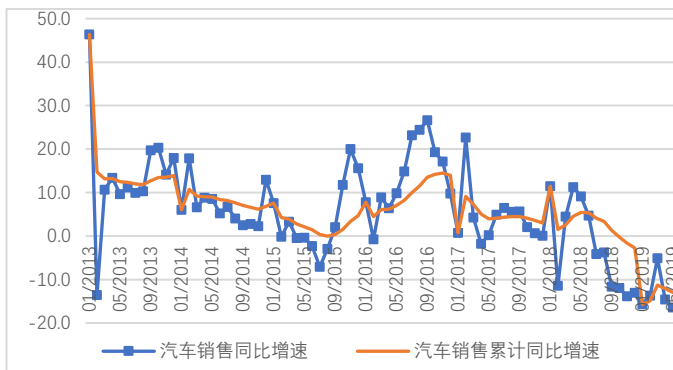


图表 9 汽车销售当期同比和累计同比增速

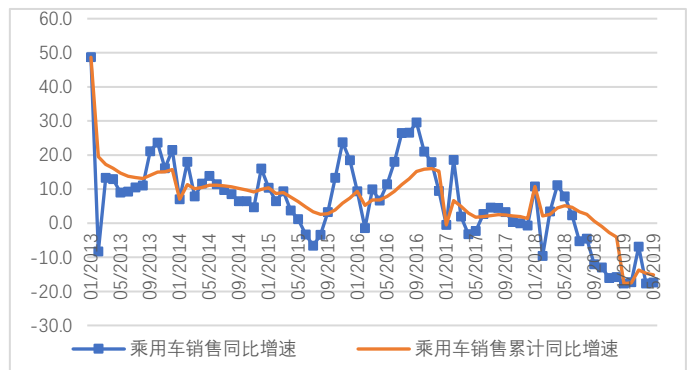


资料来源:中经网统计数据库

图表 10 汽车销售同比和累计同比增速



图表 11 乘用车销售同比和累计同比增速



数据来源:中国汽车工业协会、CEIC 数据库

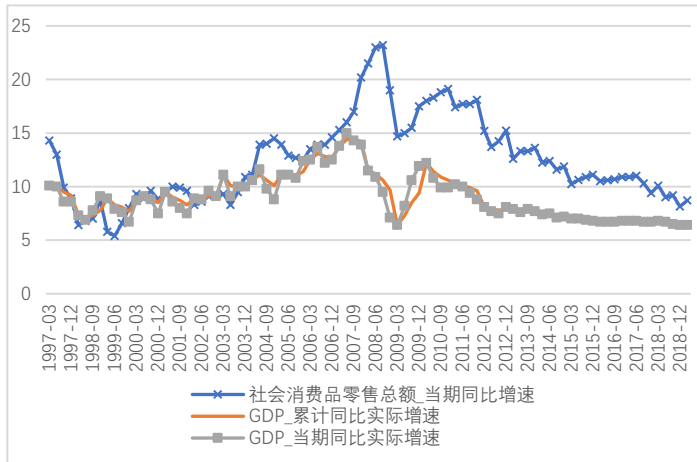
图表 12 2019 年 1-5 月限额以上单位商品零售对消费的影响大小

	2019 年 1-5 月 累计同比增速	2018 年 1-5 月 累计同比增速	增速变化	占零售 权重	影响零售变 化百分点
商品零售	8.0	9.4	-1.4		
其中:限额以上单位商品零售	3.6	7.8	-4.2	35%	
粮油、食品类	10.5	9.2	+1.3	3.7%	0.05
饮料类	10.1	8.9	+1.2	0.55%	0.01
烟酒类	5.6	8.5	-2.9	1%	-0.03
服装鞋帽、针纺织品类	2.6	9.1	-6.5	3.6%	-0.23
化妆品类	11.3	14.8	-3.5	0.7%	-0.02
金银珠宝类	2.7	7.3	-4.6	0.75%	-0.03
日用品类	14.5	11.8	+2.7	1.4%	0.04
家用电器和音像器材类	6.4	9.6	-3.2	2.3%	-0.07
中西药品类	11.0	9.4	+1.6	1.4%	0.02
文化办公用品类	3.6	7.5	-3.9	0.8%	-0.03
家具类	5.1	8.9	-3.6	0.6%	-0.02
通讯器材类	7.8	9.1	-1.3	1.1%	-0.01
石油及制品类	3.1	11.0	-7.9	5%	-0.40

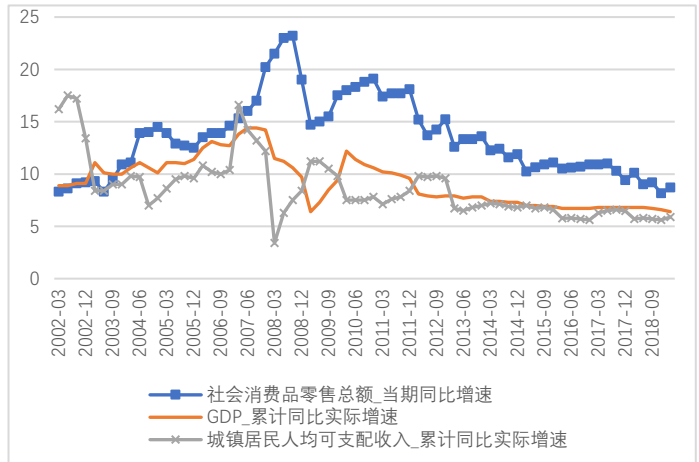
汽车类	-2.0	4.8	6.8	10%	-0.68
建筑及装潢材料类	4.2	8.3	-4.1	0.65%	-0.03

资料来源：国家统计局、ACCEPT 计算。

图表 13 社消同比增速与 GDP 同比增速 (%)

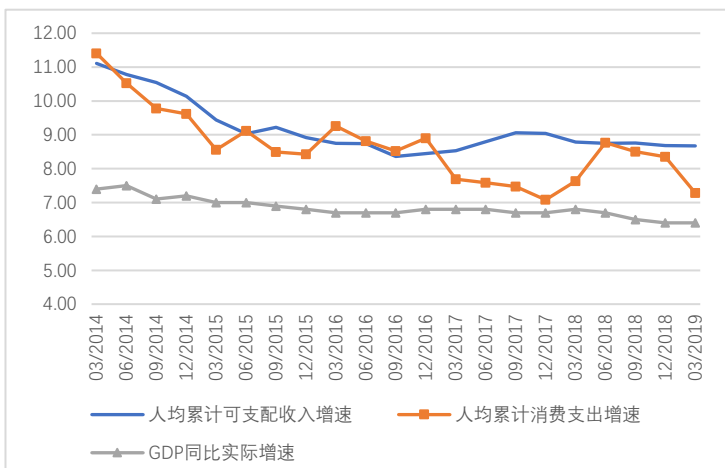


图表 14 社消、GDP 与城镇居民可支配收入增速 (%)

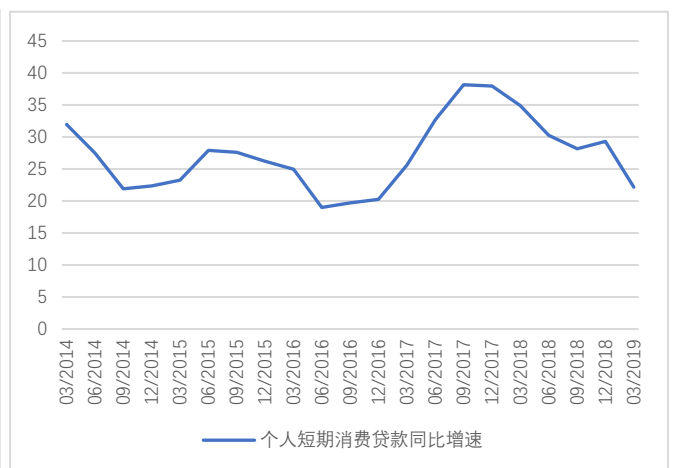


资料来源：国家统计局、中经网统计数据库

图表 15 人均可支配收入、支出与 GDP 实际增速 (%)



图表 16 个人短期消费贷增速 (%)



资料来源：中经网统计数据库和 CEIC

总结来看，我国消费增速下滑主要有以下原因。第一，短期来看，汽车消费成为消费增速下滑的主要原因。造成汽车消费下降的主要原因有：其一，前期制定的汽车“国五”标准的上牌限制与报废期限新规，使得汽车消费者持观望态度，抑制近期的汽车消费需求；其二，主要一、二线城市限牌限号政策对汽车消费需求形成一定限制。第二，从长期来看，经济增速和可支配收入增速的下降，降低了居民的消费增速。另一方面，消费信贷资金获得减少，对消费形成信贷约束。

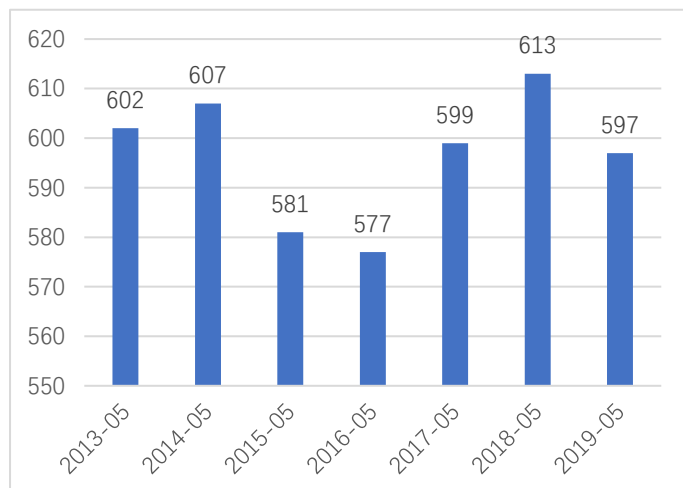
为此，我们提出以下提升居民消费增速和释放消费潜力的政策建议：第一，采取相关政策措施扭转汽车消费增速下降的颓势。针对近年来汽车销售增速持续下降的态势，我们需要采取以下措施加以应对：其一，允许“国五”排放标准的新购车辆可以上牌注册，打消居民购买汽车消费的疑虑，提升汽车消费。其二，积极盘活现有车牌存量，放宽车牌获得的增量。其三，将汽车购置税征收权转交地方政府，对地方政府发展车市形成经济方面的激励。第二，采取更加积极的宏观调控政策。ACCEPT 估计，假设相关措施到位，2019 年社会消费品零售总额同比增速维持在 8.6%。

2. 就业：新增就业超额完成任务，失业率控制在目标区间内

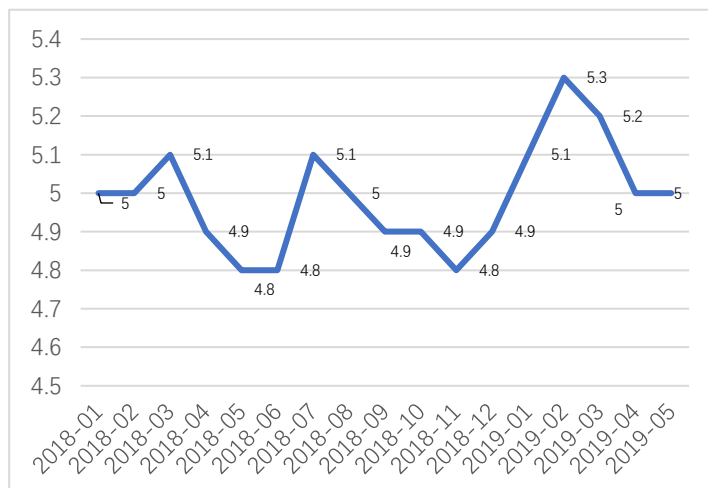
从新增就业来看，2019 年 1-4 月全国城镇新增就业 597 万人，完成全年新增就业人数目标（1100 万人）的一半多，达到 54%。在中国经济增速不断走低的态势下，新增就业的持续良好表现，说明我国产业结构的升级和服务业对劳动力就业吸纳能力增强。

从失业率情况来看，2019 年 1-5 月我国的城镇调查失业率分别为 5.1%、5.3%、5.2%和 5%和 5%，均稳定在 5%左右的水平，低于两会报告定的 5.5%目标控制值。2019 年一季度末的全国城镇登记失业率为 3.67%，同比下降 0.22 个百分点，也低于 4.5%目标控制值。

图表 17 近年 1-5 月城镇新增就业季度累计值（万人）



图表 18 全国城镇调查失业率（%）



资料来源：国家统计局、CEIC 数据库

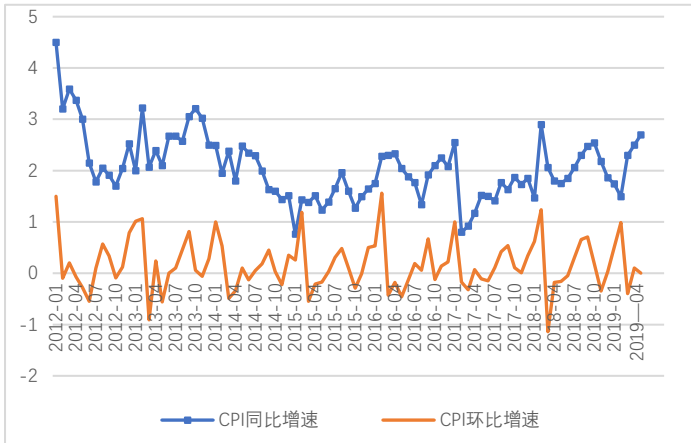
3. 价格：CPI 继续温和上涨，PPI 涨幅有所回落

CPI 食品价格同比较大程度上涨，推动 CPI 同比增速进一步上升。2019 年 5 月份，居民消费者价格指数 CPI 同比上涨 2.7%，较上月值 2.5%增速增加 0.2 个百分点。按照食品与非食品大类来分，两者价格的涨幅出现较大分化，食品价格上涨成为 CPI 上涨的主要动力，核心 CPI 同比增速甚至呈现出下滑的态势，ACCEPT 预测，2019 年下半年 CPI 同比增速为 2.4%，2019 年全年 CPI 同比增速为 2.3%，处于通胀目标 3%以内的可控区间，不会对货币政策形成掣肘。

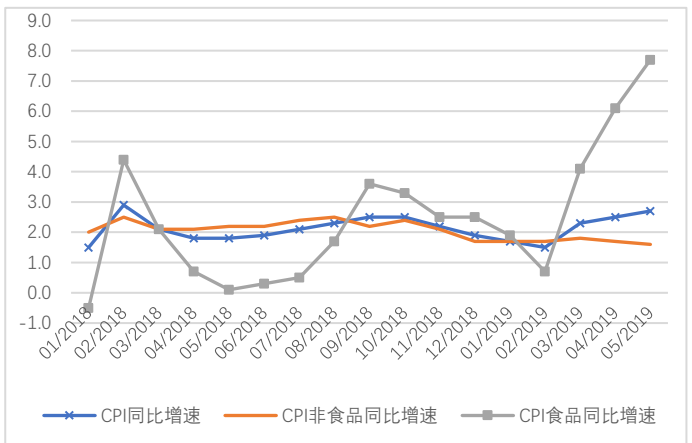
PPI 同比与环比增速延续回落趋势。从同比来看，2019 年 5 月份，全国工业生产者出厂价格同比上涨 0.6%，涨幅比上月回落了 0.3 个百分点。其中，PPI 生产资料价格同比上涨 0.6%，涨幅比上月回落 0.3 个百分点，是导致 PPI 同比回落的主要原因。近年来我国固定资产投资增速的不断下滑降低了对上游重工业产品的需求，导致 PPI 生产资料增速的快速下滑。

我们需要防止 CPI 和 PPI 缺口的继续扩大和形成结构性通缩。ACCEPT 预测，2019 年下半年 PPI 同比增速为 -0.2%，PPI 全年增速为 0.2%。

图表 19 CPI 同比和 CPI 环比增速 (%)

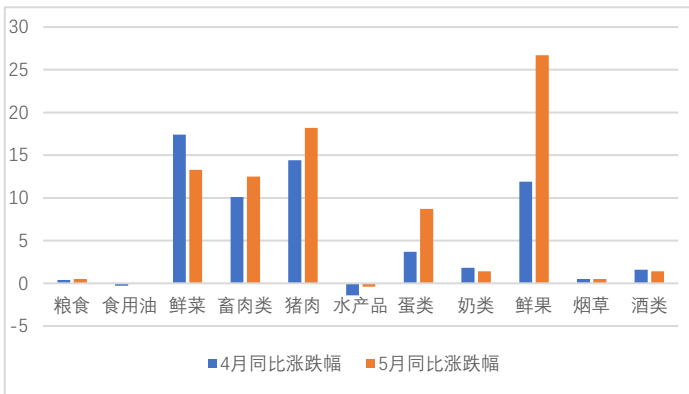


图表 20 CPI、CPI 食品与 CPI 非食品同比增速 (%)

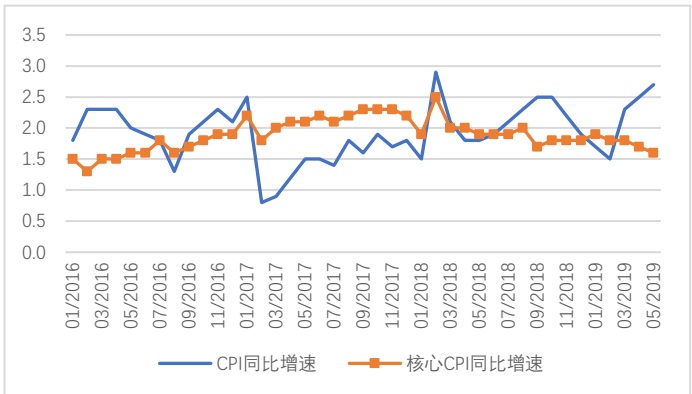


资料来源：国家统计局网站

图表 21 CPI 食品与烟酒分项价格的同比涨跌幅 (%)

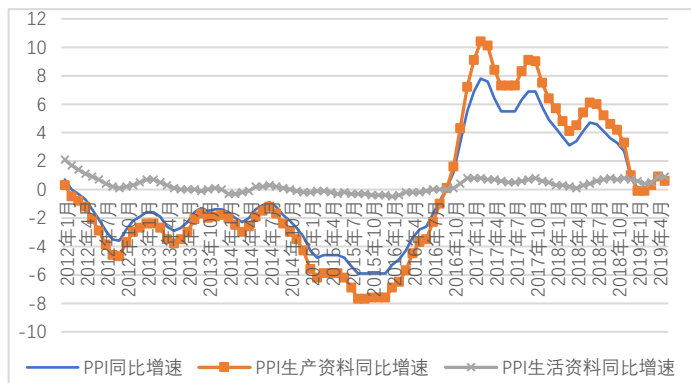


图表 22 CPI 与核心 CPI 同比增速 (%)

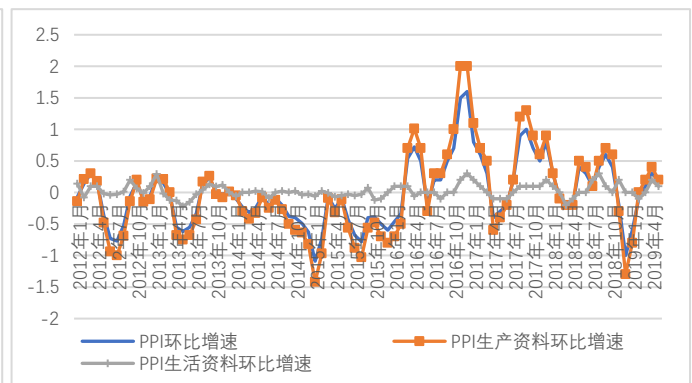


资料来源：国家统计局、CEIC 数据库

图表 23 PPI、PPI 生产资料和 PPI 生活资料同比增速 (%)

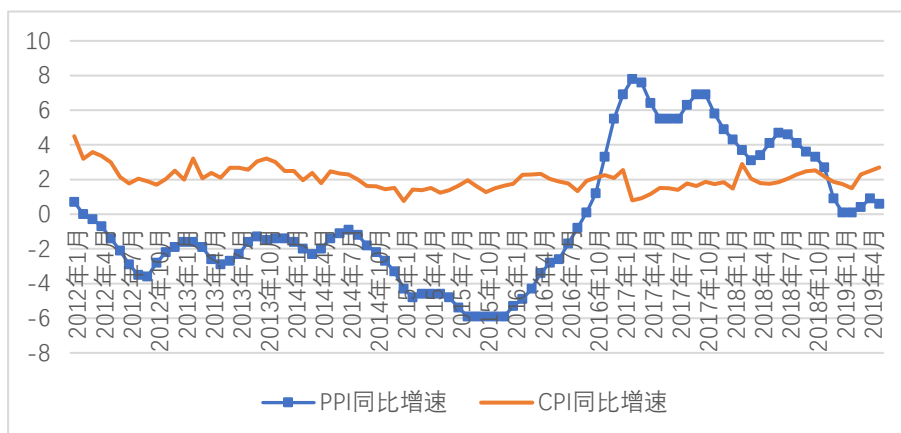


图表 24 PPI、PPI 生产资料和 PPI 生活资料环比增速 (%)



资料来源：国家统计局和 ACCEPT

图表 25 CPI 与 PPI 之间的缺口变化 (%)



资料来源：国家统计局

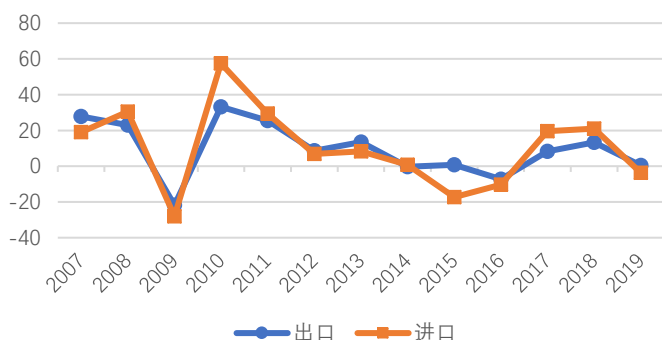
(三) 国际贸易与国际收支：贸易战直接影响可控，警惕外资波动风险

2019 年以来，随着中美贸易摩擦的加剧升级，中国、美国及其他国家的对外贸易都受到不同程度的影响。中国的进出口都受到一定程度的冲击，进出口贸易增速在 2019 年以来显著放缓。1-5 月，中国的货物贸易出口同比增长 0.4%，进口同比下降 3.7%，而去年同期出口和进口则分别增长 13.3%和 21%。但负面影响整体可控，贸易顺差增速平稳（2019 年 1-5 月，中国累计实现货物贸易顺差 416.6 亿美元，相比去年同期上升 28.3%）。

但是，与十年前全球金融危机爆发期间相比，当前的进出口增速下滑是较为温和的。且外国来华直接投资增速仍保持正增长（今年 1-5 月我国实际使用外资 546.1 亿美元，同比增长 3.7%），在剔除香港来华投资的影响后外国直接投资增速更高。2019 年前四个月，货物贸易顺差同比增加、服务贸易逆差同比减小，国际收支压力改善。

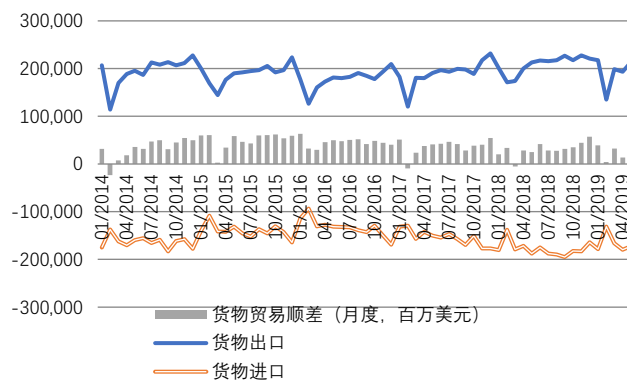
尽管旨在通过对中国实施大量进口关税以降低贸易失衡，美国的对外贸易逆差不降反升。中美之间的贸易摩擦对东亚、东南亚以及拉美等地区国家的影响也已逐步有所体现。在全球经济一体化的背景下，中美之间的贸易纷争正使得全球价值链面临断裂的风险。中国需坚守底线思维，在做出适当和必要的反制的同时，进一步扩大开放和深化改革，巩固经济自发增长动力，并夯实与“一带一路”国家的投资经贸合作。此外，我们需警惕中美贸易摩擦背景下的外资波动风险。一方面，近期部分外资企业表示将考虑进行产业转移，未来应继续注重吸引外资，通过产业配套、服务改进等改善外资经营环境；另一方面，近期人民币汇率再次承压，应关注汇率贬值带来的国际金融波动风险，尤其警惕经由深港通、沪港通进入 A 股市场的金融投资波动带来的股汇联动风险。

图表 26 各年度 1-5 月份进出口累计同比增速



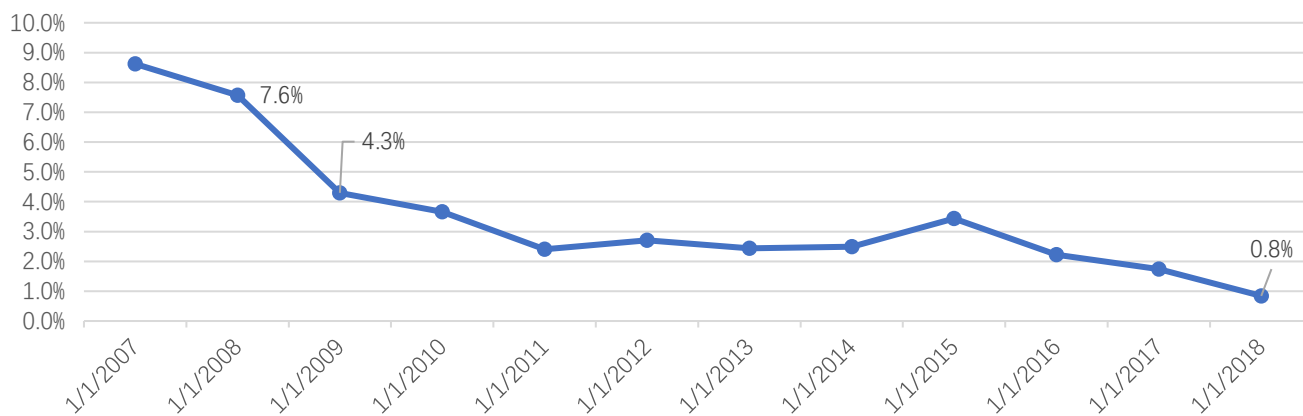
数据来源：CEIC 数据库

图表 27 中国的货物进出口额



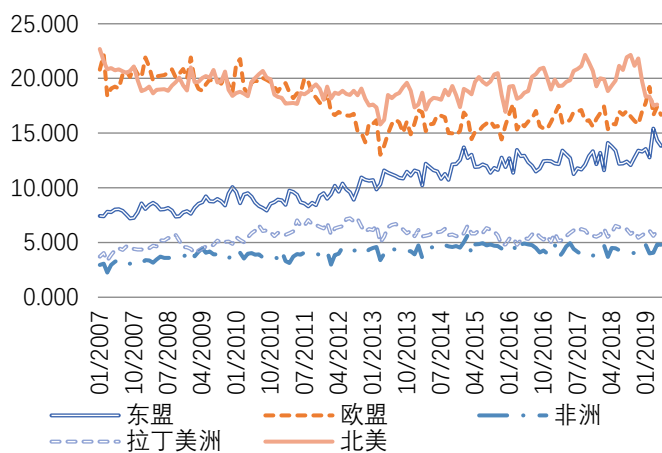
数据来源：CEIC 数据库

图表 28 贸易顺差占 GDP 的比例 (%)



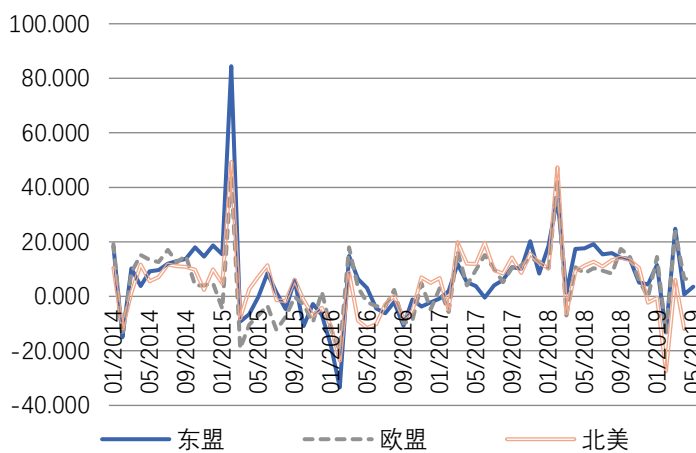
数据来源：CEIC 数据库

图表 29 中国对各地区出口占比 (%)



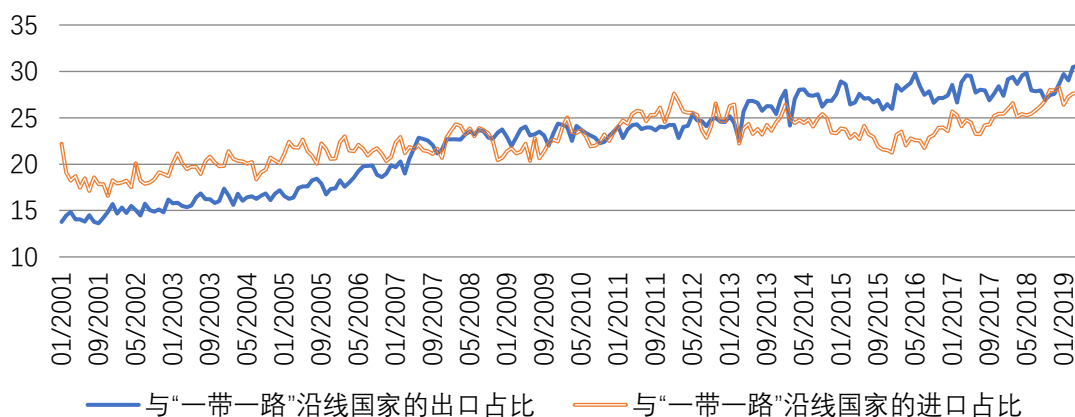
数据来源：CEIC 数据库，ACCEPT 测算

图表 30 中国对各地区出口增速 (%)



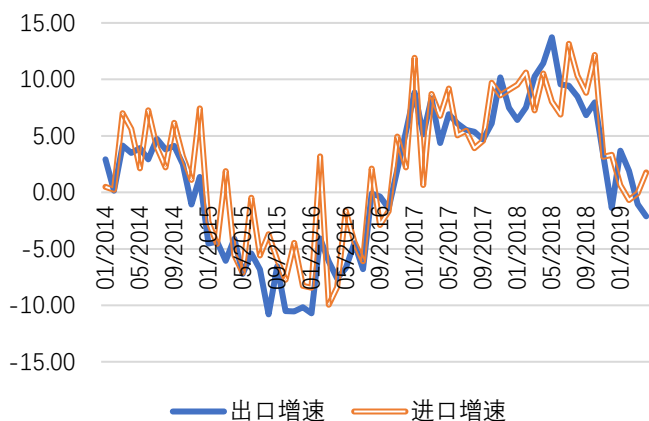
数据来源：CEIC 数据库

图表 31 中国与“一带一路”沿线国家的进出口占中国总进出口的比重 (%)



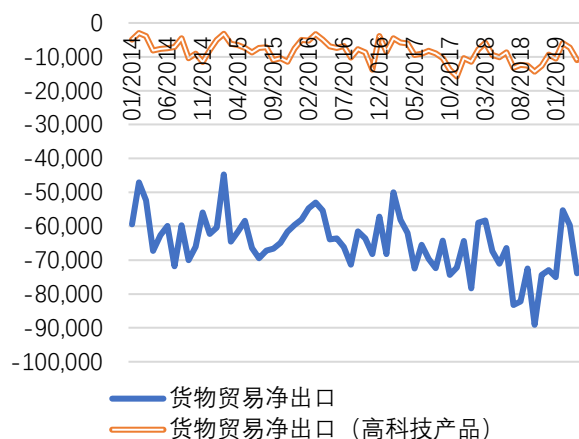
数据来源：CEIC 数据库

图表 32 美国的商品货物进出口增速 (%)



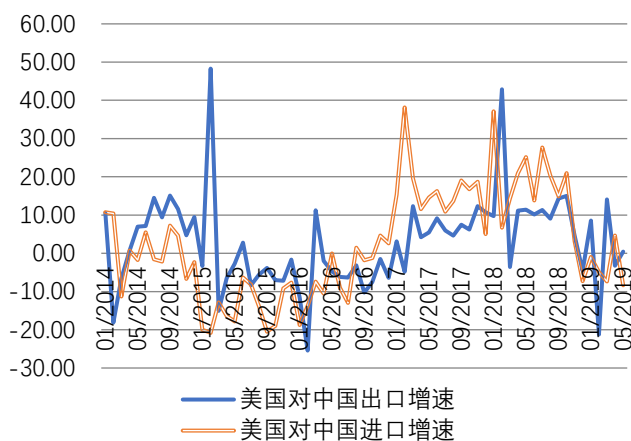
数据来源: CEIC 数据库

图表 33 美国的商品货物净出口 (百万美元)



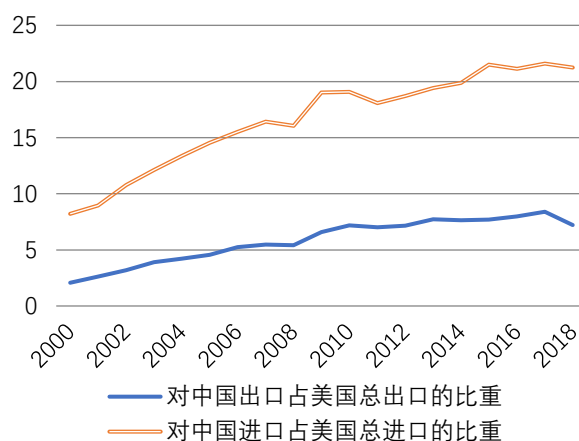
数据来源: CEIC 数据库

图表 34 美国对中国的进出口增速 (%)



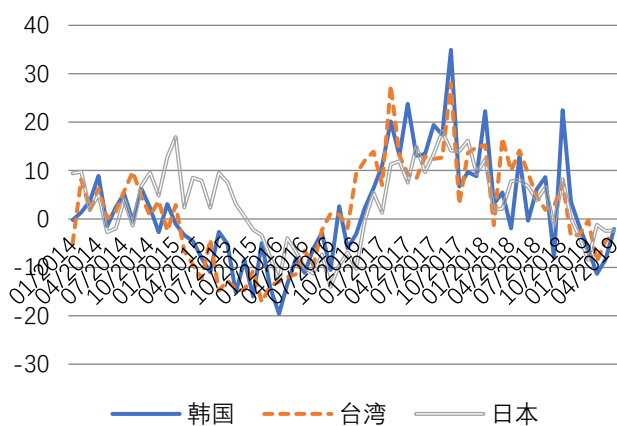
数据来源: CEIC 数据库, ACCEPT 测算

图表 35 美国与中国之间的贸易依赖 (%)



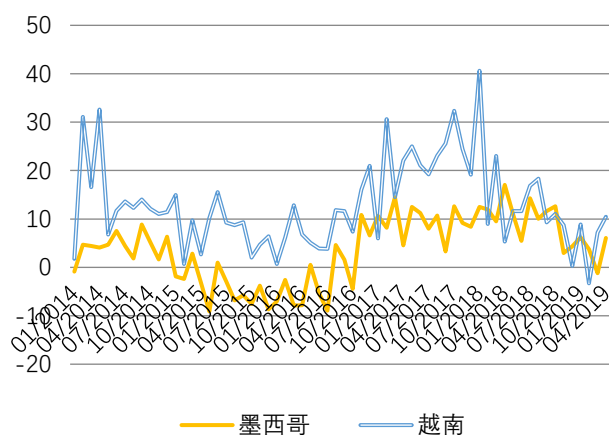
数据来源: CEIC 数据库, ACCEPT 测算

图表 36 东亚国家和地区的出口增速 (%)



数据来源: CEIC 数据库

图表 37 中美贸易摩擦潜在获益国的出口增速 (%)



数据来源: CEIC 数据库

图表 38 实际使用外资金额及累计同比 (%)



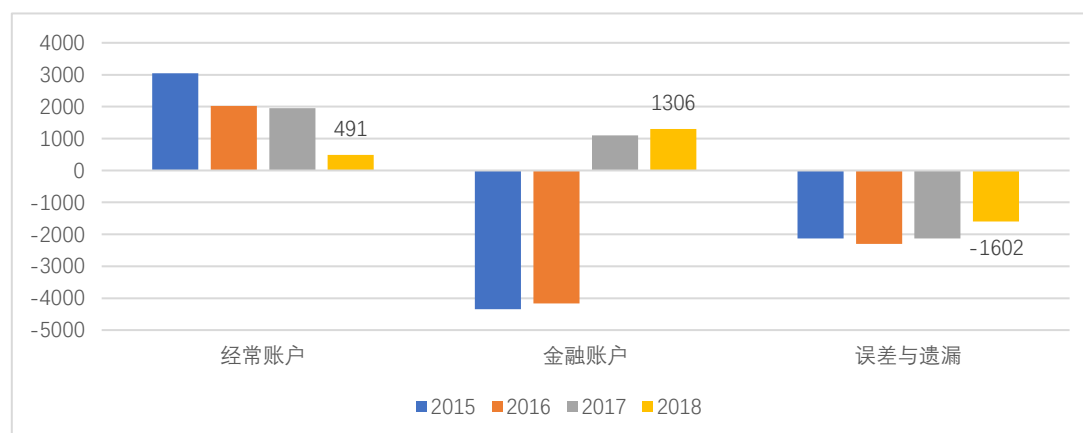
数据来源：商务数据中心

图表 39 1-4 月实际使用外资金额及累计同比 (分国别统计)

外资来源地	1-4 月实际使用外资金额 (亿美元)	1-4 月累计同比增速
香港地区	310.6	1.37%
韩国	29.8	108.39%
新加坡	20.4	-19.37%
日本	13.8	-2.13%
台湾省	13.2	-23.70%
美国	12.3	21.78%
英国	8.9	0.00%
德国	8.5	93.18%
澳门地区	5.8	-12.12%
荷兰	5.1	-16.39%

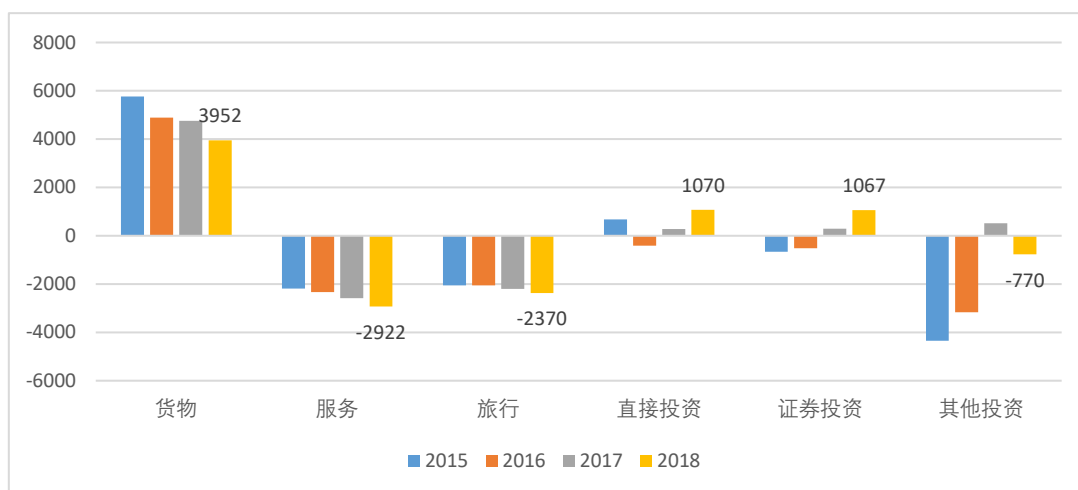
数据来源：商务数据中心

图表 40 中国的国际收支：2015-2018



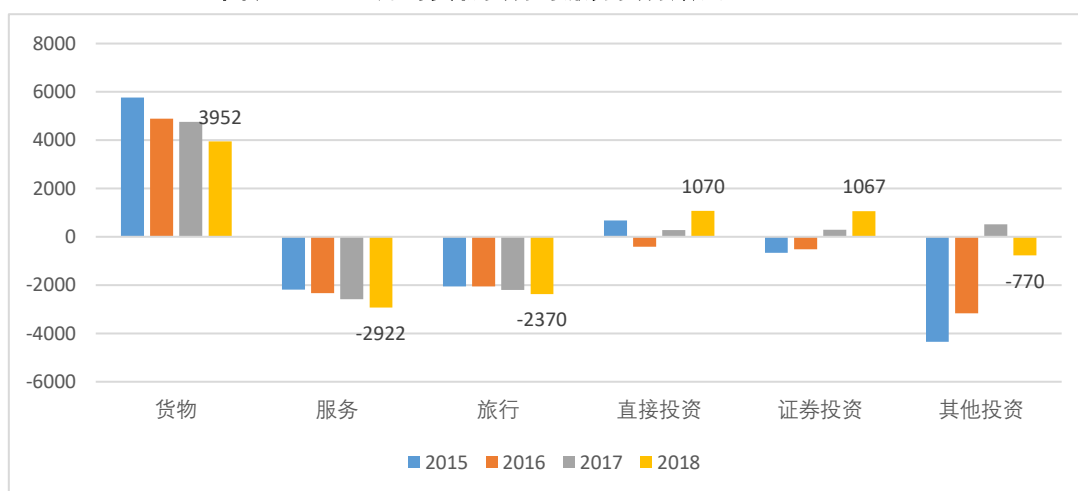
数据来源：CEIC 数据库

图表 41 中国的国际收支分项：2015-2018



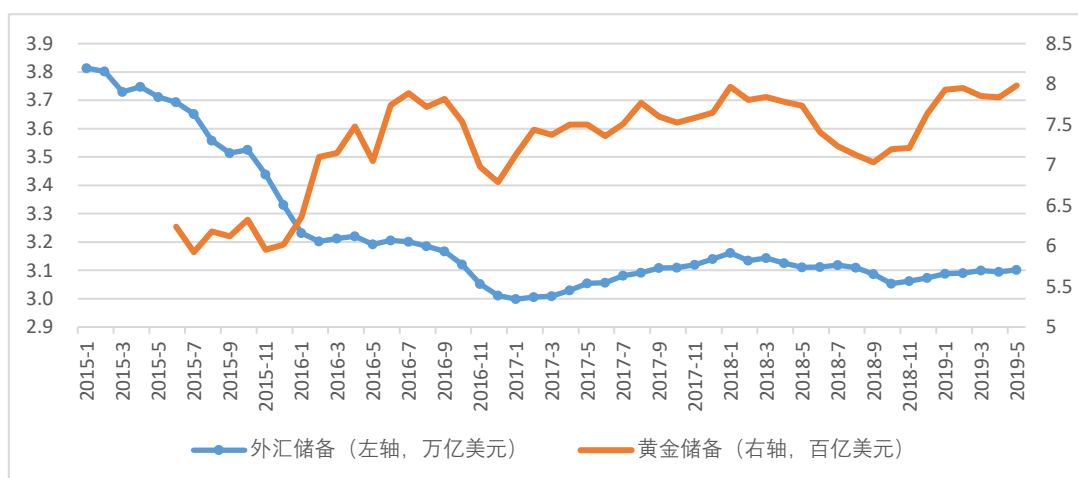
数据来源：CEIC 数据库

图表 42 1-4 月的货物贸易与服务贸易顺差：2015-2018



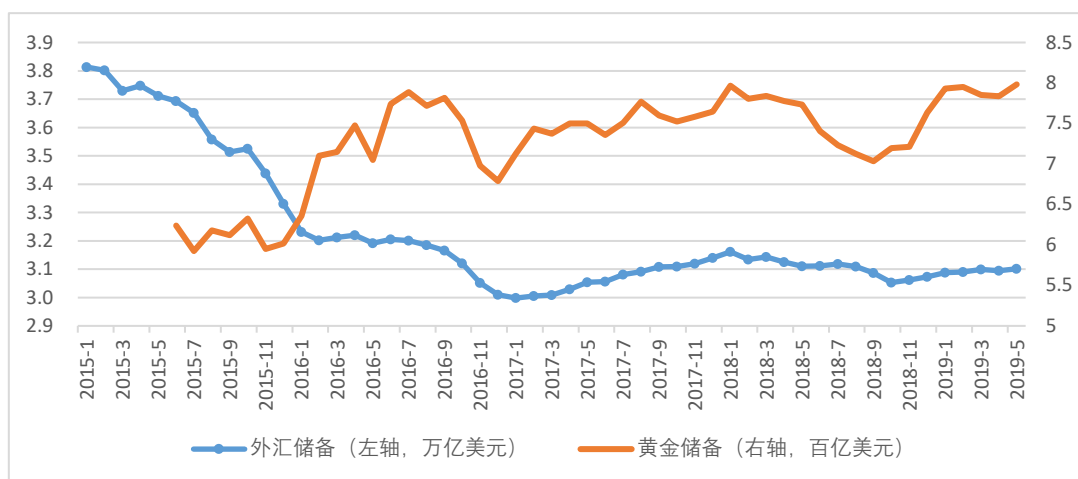
数据来源：CEIC 数据库

图表 43 中国的外汇储备与黄金储备：2015-2019



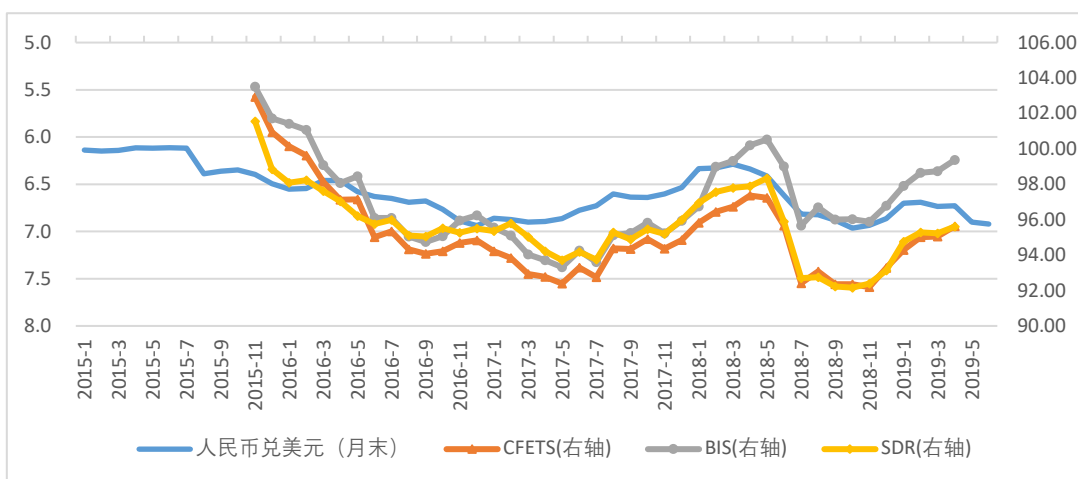
数据来源：CEIC 数据库

图表 44 中国的银行代客涉外收付款：2015-2019



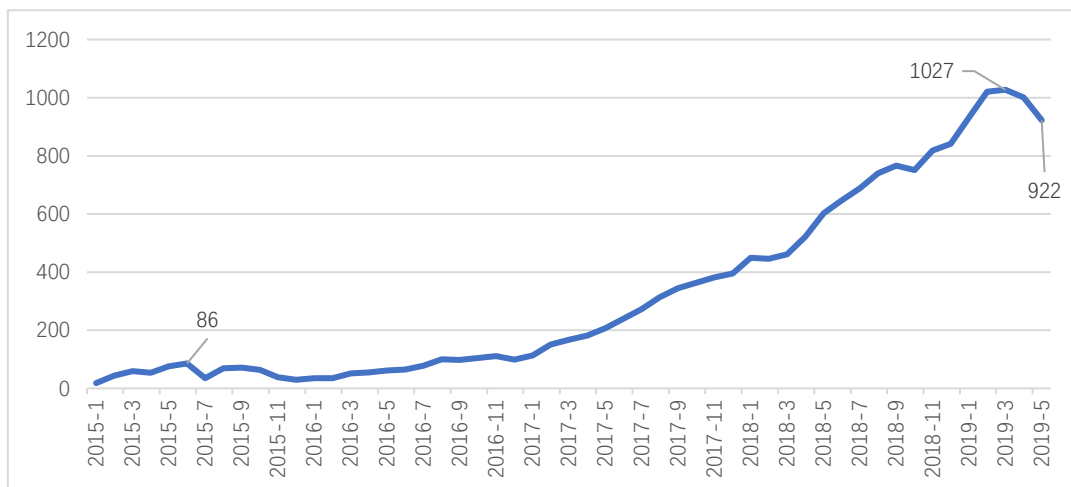
数据来源：CEIC 数据库

图表 45 人民币汇率及汇率指数：2015-2018



数据来源：CEIC 数据库

图表 46 沪股通、深股通 2015 年至今累计净买入（亿美元）



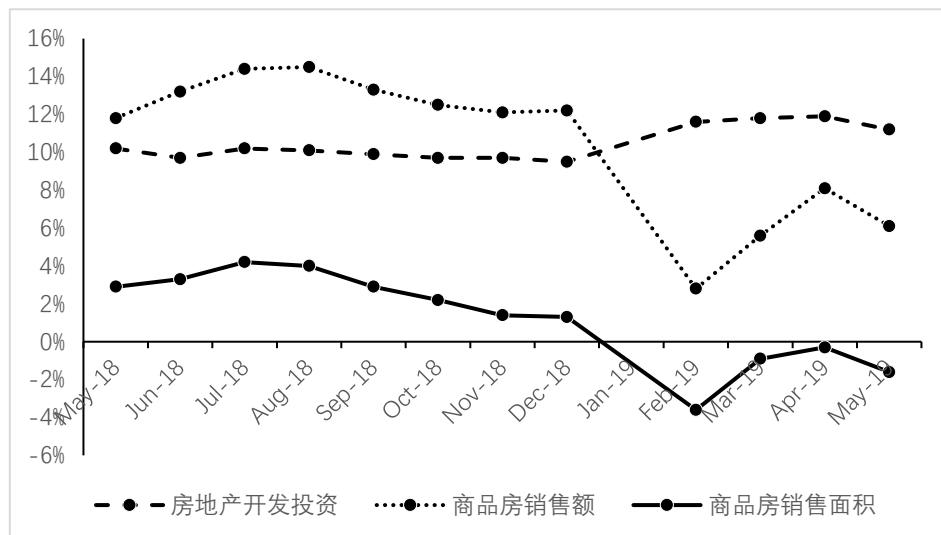
数据来源：CEIC 数据库

（四）房地产：投资整体趋缓 市场分化凸显

1. 房地产开发投资：上半年增速回升，下半年下行压力

2019 年 1-5 月，房地产开发投资同比增长 11.2%，较 2018 年下半年有所回升，但是商品房销售面积出现大幅滑落，同比下降 1.6%，连续五个月出现同比负增长。房地产开发景气指数也低于 2018 年。其中一线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格环比涨幅均略有扩大；而三线城市新建商品住宅销售价格涨幅回落，二手住宅涨幅微扩

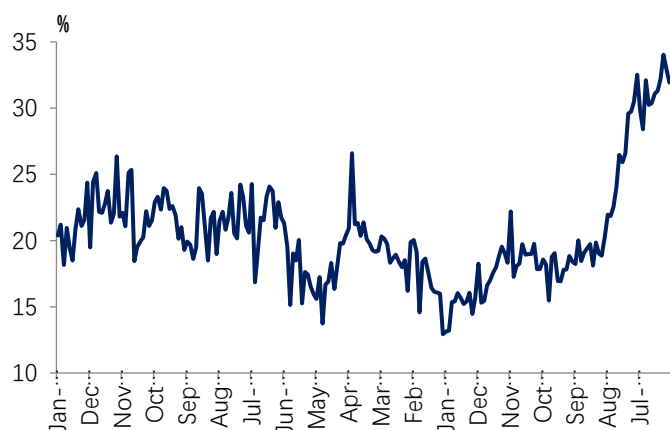
图表 47 房地产投资和销售累计同比增速



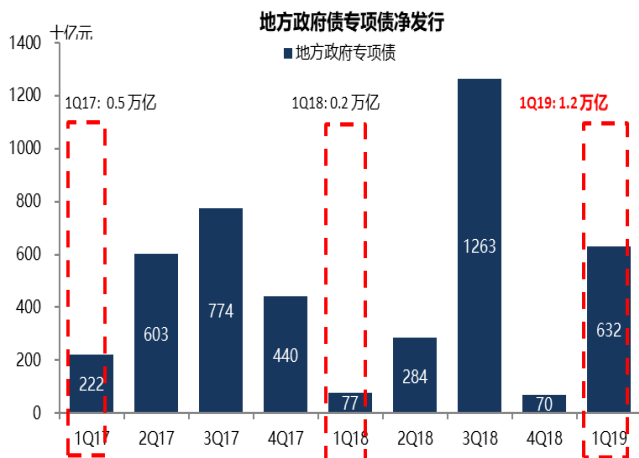
数据来源：国家统计局

我们认为，2019 年房地产开发投资整体呈下行趋势，上半年的增速回升不可持续。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；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，新成交量已经大幅下行。

图表 48 土地购置费用占房地产投资比例

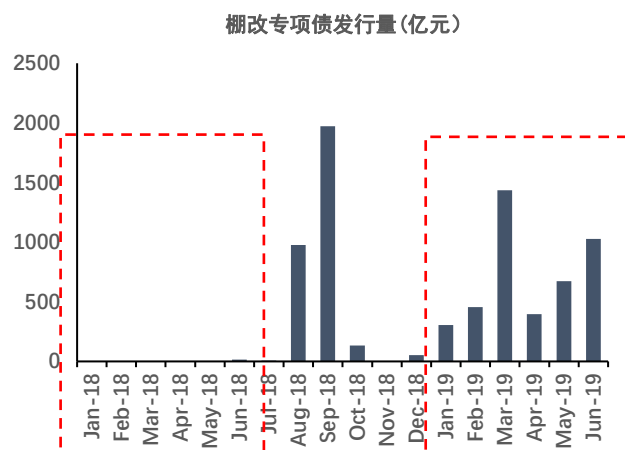


图表 50 地方政府债专项债净发行



数据来源: Wind 数据库, Accept 测算

图表 51 棚改专项债发行量



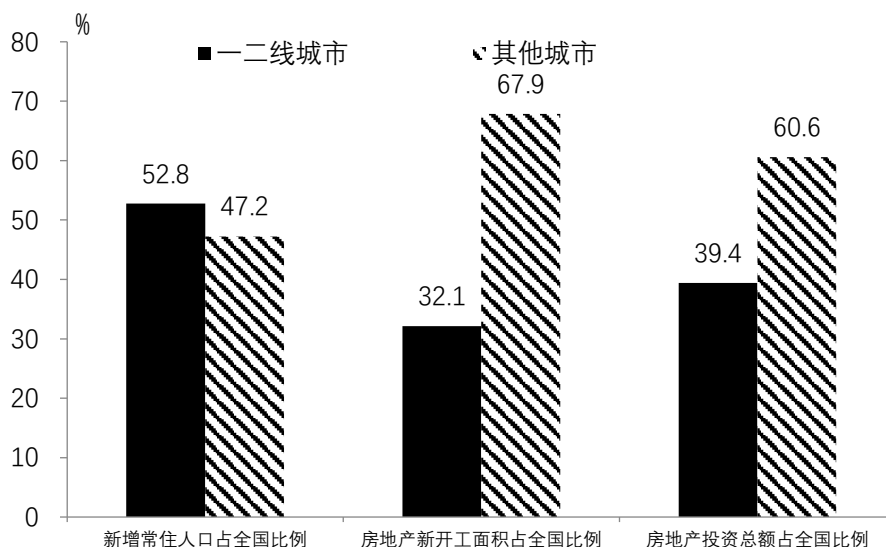
数据来源: Wind 数据库, Accept 测算

2. 市场分化凸显, 政策调控应因地制宜, 一城一策

一二线城市和三四线城市房地产市场的分化进一步凸显。一方面, 三四线城市经过“棚改”的推行, 已经释放出大量住房需求, 当前商品房市场业已趋于饱和, 短期内缺乏新一轮需求爆发的潜力, 因此开发商缺乏拿地动力; 而一二线城市住房需求仍然旺盛, 但是由于地方政府居住用地的供应不足, 再加上限价限购等政策的限制, 开发商拿地难度较高。

因此, 我们认为未来房地产政策应继续落实因地制宜, 一城一策。对于三四线城市, 应当暂缓居住用地供给, 给市场一定时间消化“棚改”的成果。而对于一二线城市以及环都市圈的三四线城市仍应该加强土地供应、提高房地产供给。

图 52 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

(五) 股市: 信心不足导致市场低迷, 政策应采取积极应对措施

1. 中美冲突背景下中国股市波动较大, 抗压能力不足

美国挑起对华贸易冲突以来, 中美两国在多个战场展开了较量, 相比于“贸易”这一主战场, 中国在股市这一

“战场”表现不佳、信心不足。2018 年全年，上证综指和深成指数分别下跌 24.6% 和 34.4%，而美国道琼斯、纳斯达克、标普 500 三大指数仅分别下跌 5.6%、3.9%、6.2%。今年以来，沪深股指分别上涨了 20.4% 和 27.3%，但总体而言波动性很大。尽管今年以来中国股市总体有所回升，但目前估值仍然偏低。

短期来看，稳股市信心极其重要，需要采取积极措施予以应对。当前股市面临的不确定性来自于三个方面：一是中美贸易冲突可能进一步升级。二是国内宏观经济面临新的下行压力。三是中国股市长期存在的问题，如上市公司质量不高等。

2. 从中长期看，中国股市仍具备良好投资价值

中长期看中国股市仍具备良好投资价值，中国股市高质量发展前景可期。一是，中国 A 股目前的估值水平处于较低水平。二是，中国经济中长期增长具备“三好条件”，科技创新能力持续提高，优秀企业源源不断涌现和成长。三是，资本市场自身的改革也在加快，科创板和注册制已经推出，未来资本市场的市场化程度和开放程度将持续提高，而中美贸易冲突客观上将倒逼中国资本市场加速改革步伐。第四，党和国家对资本市场发展高度重视，旨在提升直接融资比重。

3. 如何打造高质量发展的中国股市？

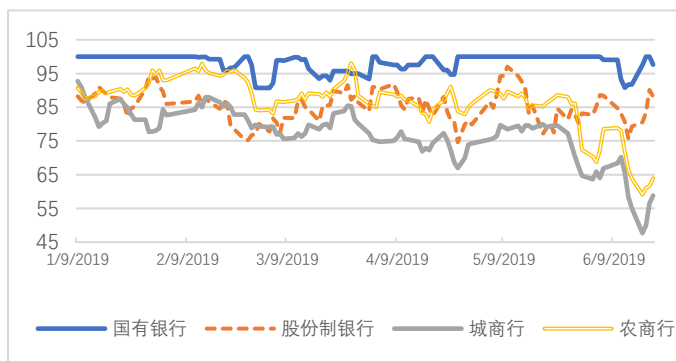
第一，鼓励和支持有条件的上市公司开展股票回购业务，短期可稳定股市信心和社会预期，长期可助力上市公司高质量发展。第二，启动研究海外上市的高质量公司回归 A 股战略，不仅是提高我国上市公司质量的必要举措，更是确保我国科技安全 and 经济安全的必然选择。第三，盘活存量壳资源，加快 A 股市场“腾笼换鸟”的节奏，从根本上打造有活力、有韧性的资本市场。第四，推动股票市场法制建设，加强执法力量和力度，从根本上保障股市的健康发展。

4. 包商银行事件：主动出击，刺破脓包，风险可控

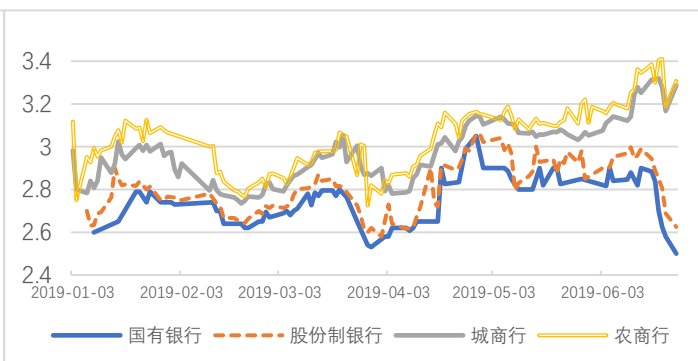
我们认为，包商事件属于风险主动暴露，中小银行总体风险完全可控，不会引发系统性金融危机。其原因是，第一，中小银行不良资产规模可控；第二，中小银行同业业务风险可控；第三，此次受包商事件影响的债权人数量有限；第四，存款保险基金公司市场化运行，可以利用市场化手段进行托管和救助。

包商事件反映出中小银行发展中存在治理结构混乱的问题，且长期以来偏离主业，过于依赖同业业务。我们认为，金融监管部门选择当前时间窗口及时接管包商银行属于主动暴露风险，值得肯定。我们建议，相关金融监管部门应及时、准确地引导市场预期，防止恐慌蔓延，稳定汇率和股票市场，促进金融市场健康平稳发展。

图表 53 分类型银行 NCD 发行成功率走势分化(%)



图表 54 分类型银行 3 个月 NCD 发行利率走势分化(%)



数据来源：Wind 数据库，ACCEPT 测算

二、专题讨论

(一) 产业升级与技术创新：产业升级潜力巨大，需出台政策加快释放

1. 产业升级：红利释放，推动中国经济持续增长

建设先进产能，推动产业转型升级将成为中国经济可持续增长的引擎。一方面，中国产业升级空间巨大，产业升级将拉动投资；同时产业升级也将提高现有产业的生产效率，从而获得更高的收益率。以钢铁产业为例，根据 ACCEPT 测算，假设对于全国 5% 的钢铁落后产能进行投资升级，**将带动投资额约 3234 亿，约提高 GDP 0.35 个百分点。**

对于新建高新产能，降低污染方面，首钢的案例值得研究。首钢从北京迁到曹妃甸之后，不仅融合了当今国际最先进的钢铁制造技术，同时也建设成极具生态化的现代化重工业园区，铁矿石从专用码头直接运往加工车间，流程紧凑、装备智能的高效生产线有序运转，成品可直接通过成品码头运达世界各地，各环节环环相扣，节省了能源，降低了污染，提高了效益。

2. 技术创新：正视中美技术差异，立足优势，攻坚克难

中国在科技方面更像是一个“短跑选手”，爆发力强，近年来在大数据、人工智能、互联网等领域进步显著。这些领域都具有创新链条短，短期集中投入资金和技术，可以取得爆发式增长的特点。同时，这些领域需要大规模的编程人员和集中式的技术投入。经过中国教育长期的改革和发展，中国高校培养出的高素质人才不断增多，为中国积累了良好的人力资本优势。

图表 55：2016 年全国普通高校分专业毕业生人数（万人）

	普通本专科毕业生人数（万人）	研究生毕业人数（万人）	普通本专科、研究生毕业生总数（万人）	占比
理工大类	290.95	24.83	315.78	41.52%
财经大类	94.07	2.70	96.77	12.72%
文学与艺术大类（含语言、新闻）	91.10	4.89	95.98	12.62%
管理大类（包含旅游、服务）	86.03	7.20	93.23	12.26%
医学大类	60.85	6.58	67.43	8.87%
教育与体育大类	48.84	3.14	51.98	6.83%
其他（包含法学、农学、历史学、哲学、军事学等）	32.35	7.06	39.41	5.18%
总计	704.18	56.39	760.57	100.00%

数据来源：中国教育统计年鉴 2016

图表 56：2016 年中美理工科高校毕业人数（万人）

	总人数	专科生	本科生	研究生
美国(STEM)	56.4	8	35	13
	14.9%	8.0%	18.0%	16.0%
中国(理工科)	315	142	148	24
	41.5%	43.0%	39.6%	43.9%
中国（工科）	285	142	123	20
	37.5%	43.0%	32.9%	36.5%

数据来源：China Education Yearbook 2016; National Center for Education Statistics (<https://nces.ed.gov>)

但是对于创新链条长的，需要长期资本和技术积累的领域，中国有些“捉襟见肘”。例如在半导体行业行业，中国公司的市场份额目前非常微小。我们也缺乏相关的人才基础，纯数学纯物理是高校相对冷门的专业，同时每年这些专业以及通讯电子等专业的毕业生也有很大一部分投身相对热门的金融和互联网行业。

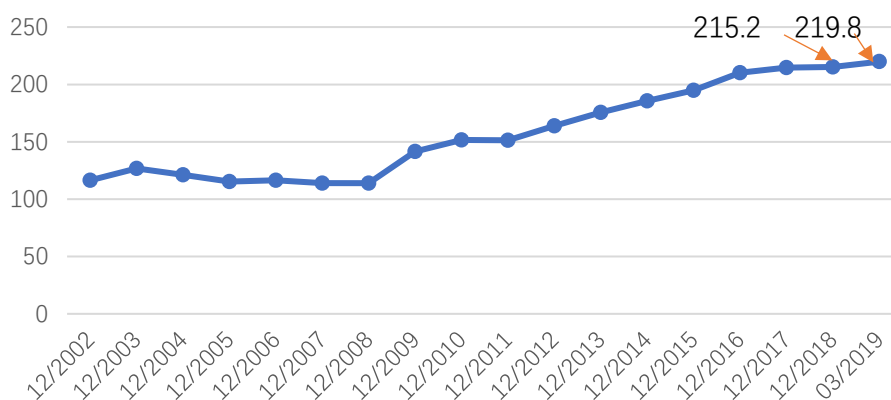
政府应该重点研究，明确找出并指明当前中国最缺乏但是非常核心的，俗称“卡脖子”的关键技术，重点扶持，加大资金和技术的投入，一一攻关。同时应积极鼓励动员民企向华为公司学习其技术创新能力。

（二）宏观杠杆率：宏观杠杆率有上升迹象，但风险总体可控，关键在于控制好地方政府债务

1. 宏观杠杆率虽有上升迹象，但尚不足以引发过多担忧，风险总体可控

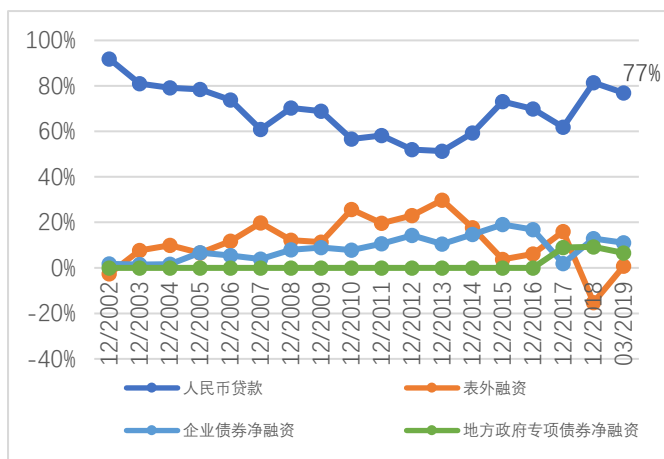
2019 年一季度，中国非金融部门债务（包括政府、非金融企业和居民）与 GDP 的比重为 219.8%（债务余额由 2019 年一季度社融存量经扣除非金融企业股票融资后得出），与 2018 年末的 215.2%相比，上升了 4.6 个百分点。由此可见，我国宏观杠杆率近期存在上升的迹象。但是仅一个季度的短期上升尚不足以引发过多担忧，风险总体可控。

图表 57 中国宏观杠杆率

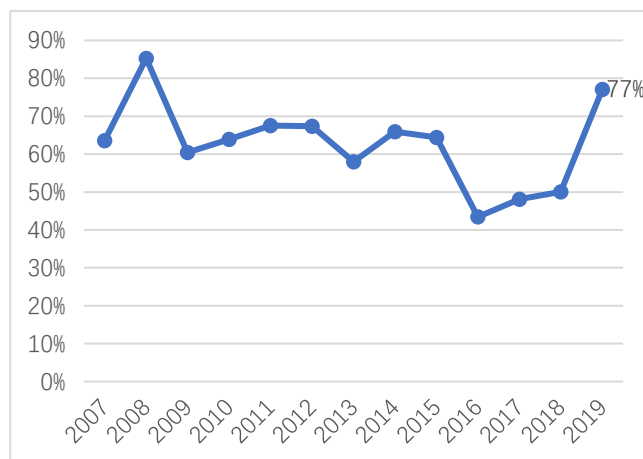


数据来源：CEIC 数据库，ACCEPT 测算

图表 58 新增社会融资规模分解



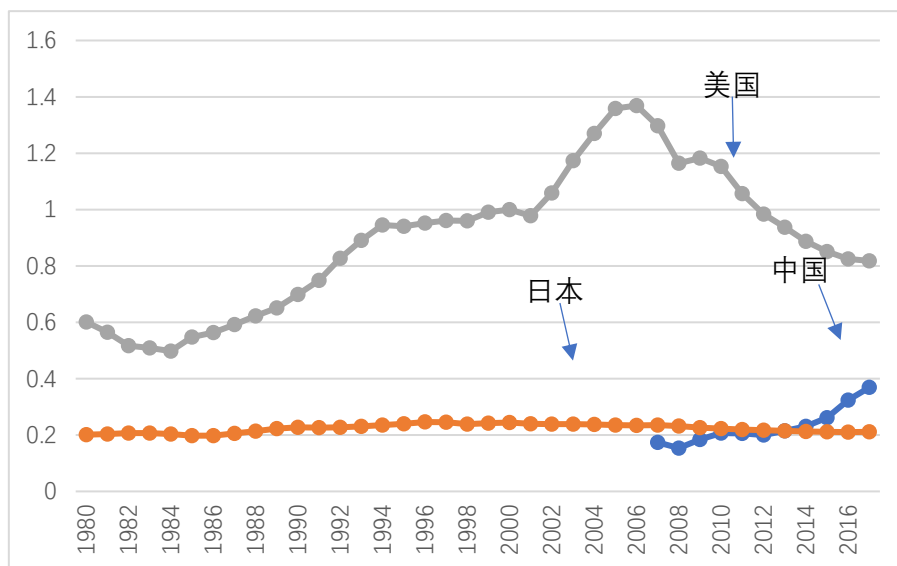
图表 59 新增人民币贷款占比：非金融企业及其他部门



数据来源：CEIC 数据库，中国人民银行，ACCEPT 测算

居民部分杠杆的上升跟房贷有关。从房贷压力来看，风险尚可控。通过计算居民部门房贷存量与总储蓄之比，我们看到中国居民部门的房贷杠杆压力在国际上仍处于相对安全区间。

图表 60 房贷存量/居民总储蓄



数据来源：中国人民银行、美联储、日本央行，ACCEPT 测算

2. 防范化解地方政府隐性债务风险，关键在于建立现代化基础设施建设投融资体制

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。其问题是，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。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，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。

传统的基础设施建设投融资体制亟待改革。首先，要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；其次，必须要对地方政府的基建行为进行根本性的、行政手段和市场手段“双管齐下”的有效管理和制约。为此，我们建议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。

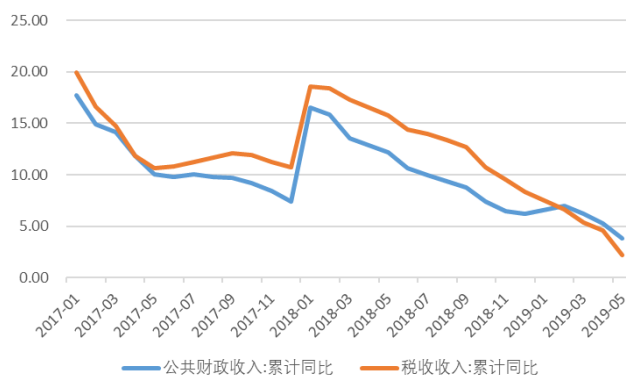
（三）财政：财政收支平衡压力加大，广义财政政策仍有空间

财政收入增速大幅下滑，背后既有主动减税的因素，也受经济名义增速放缓的影响。1-5 月，一般公共预算财政收入累计同比仅增长 3.8%，增速比去年同期下降了 8.4 个百分点。其中，税收收入累计同比增长 2.2%，增速比去年同期下降 13.5 个百分点。

财政支出维持较高增速，支出进度明显快于往年，但财政资金实际使用进度仍显滞后。1-5 月，财政支出累计同比增速达到 12.5%，比去年同期高出 4.3 个百分点，且显著高于名义 GDP 增速。前 5 月财政支出已达到全年预算进度的接近 40%，是过去五年以来的最高水平。然而，在拨付进度加快的同时，财政资金实际使用的进度仍显滞后。截止 5 月末，机关团体存款余额已高达 29.75 万亿元。原因之一可能是财政资金使用的流程较为繁琐，划拨资金的使用率较低，未能实现预期的刺激效果。

展望下半年，财政收支平衡压力加大，积极财政政策进一步发挥作用的空間面临受限，但广义的财政政策仍有空间。第一，加强财政政策与货币金融政策的协调配合；第二，提高财政资金使用效率，盘活存量资金，防止财政存款和机关事业单位存款沉淀积压；第三，适度提高央企和地方国有企业利润上缴财政的比例，以缓解下半年财政收支平衡压力。

图表 61 一般公共预算财政收入与税收收入增速



数据来源: Wind 数据库

图表 62 个人所得税收入增速



数据来源: Wind 数据库

图表 63 国内增值税收入增速



数据来源: Wind 数据库

图表 64 国有土地使用权出让收入



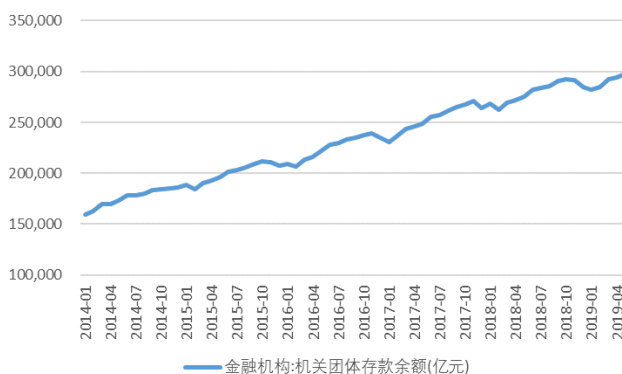
数据来源: Wind 数据库

图表 65 一般公共预算支出增速



数据来源: Wind 数据库

图表 66 机关团体存款余额



数据来源: Wind 数据库

(四) 中美关系：中美经济深度融合，经贸继续发挥“压舱石”作用

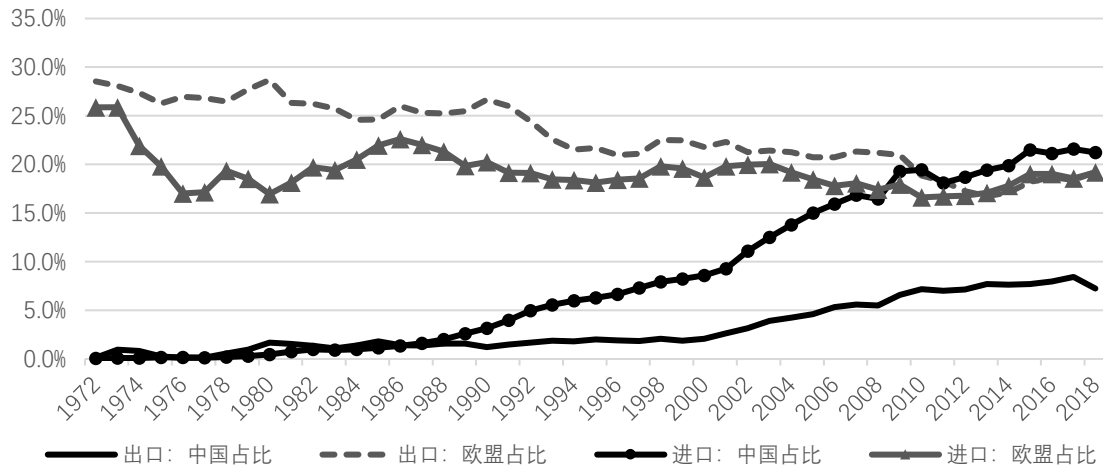
1. 中美经贸关系密切 继续发挥“压舱石”作用

自 2017 年 8 月美国总统特朗普要求对中国开展 301 调查以来，中美经贸关系逐渐紧张。虽然经历多轮谈判，但美国政府多次出尔反尔，中美经贸摩擦不断升级。尽管如此，2018 年中国贸易仍维持良好态势。按照中国海关数据，2018 年中美双边货物贸易额达到 6335 亿美元，其中，中国对美出口 4784 亿美元，中国从美国进口 1551 亿美元。按照美方统计，2018 年，中美双边货物贸易额达到 6598 亿美元，其中，中国对美出口 5395 亿美元，中国从美

国进口 1203 亿美元。

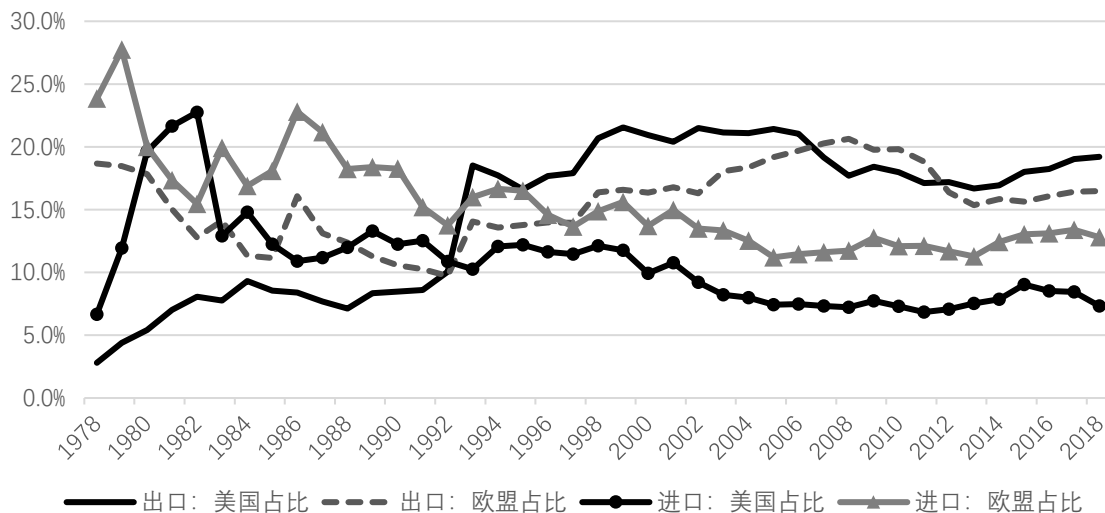
回顾历史，长期以来，中国维持紧密的经贸关系，双边贸易保持高速增长态势。根据海关总署数据，1997 年中美进出口总额仅为不到 500 亿美元，而 2018 年超过 6300 亿美元，平均年化增长率约 12%。以进出口总额计，美国也是中国最大的贸易伙伴国，在较长一段时间内与整个欧盟旗鼓相当。近年来，因为中美经贸摩擦，美国占比发生下降，被东盟反超，但仍超过 11%。2019 年 1-5 月，在中国进出口总额中，美国占 11.7%，欧盟占 15.7%，东盟占 13.5%。

图表 67 中国在美国进出口中的地位：与欧盟比较



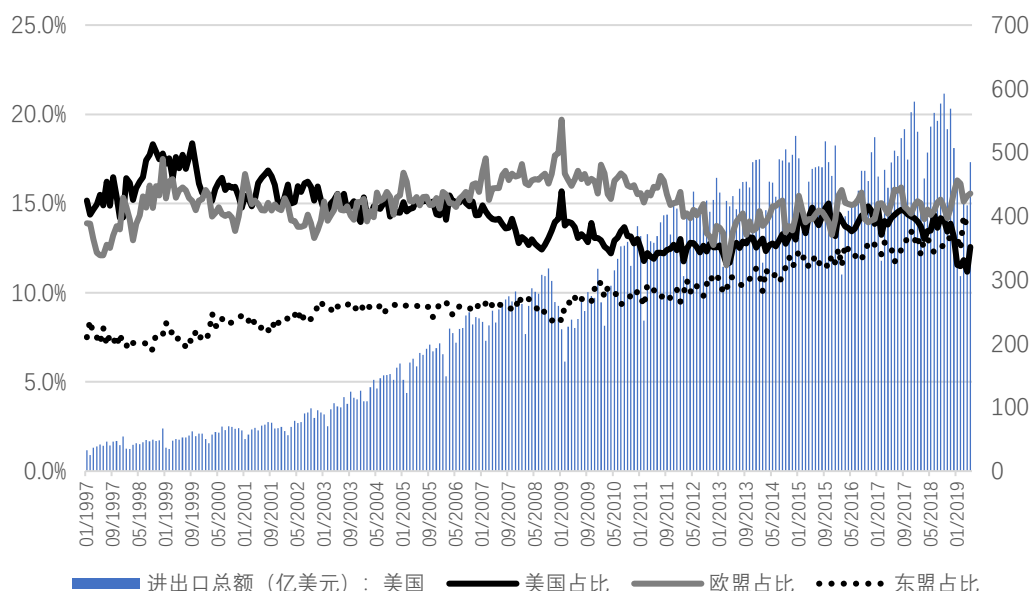
数据来源：IMF，ACCEPT 计算

图表 68 美国在中国进出口中的地位：与欧盟比较



数据来源：IMF，ACCEPT 计算

图表 69 美国、欧盟、东盟在中国进出口总额中的地位



数据来源：海关总署，ACCEPT 计算

从具体产品结构来看，中美双方在众多直接关系双方消费者生活的产品上互相依赖。从产业链来看，中美两国也深度交融。中美经贸关系是全球价值链的重要组成部分。美国对中美贸易关系“开刀”，实际上就是对全球的生产价值链“开刀”，一旦全球价值链断裂，无疑将产生恶劣影响。

2. 保持理性、合理反制、积极谈判，努力达成“双赢”协议

中美关系有着进一步深化、亲密化的良好基础，但是近年来，中美加深互信合作的进程被横加阻挠，从“中美国”（Chimerica）向“脱钩”（Depegging）的危险滑落。

近两年研究中美贸易摩擦的绝大多数文献都认为美国挑起贸易争端并不能从中获益，反而会给美国的企业和普通消费者带来显著负面影响。而且贸易政策的不确定性已经严重干扰了正常的国际经贸往来，也严重打击了未来全球经济增长。面对特朗普政府的出尔反尔、极限施压，中国政府应该做到：**第一**，保持理性、克制和耐心，妥善引导民众情绪，克服狭隘民族主义影响，避免低级陷阱；**第二**，应占据道德制高点，本着对全球经济负责的态度继续推进新型全球化；**第三**，推出合情合理的反制措施，反制本身不是目的，而是手段，最终目的还是促使美国的决策者回到谈判桌上，回归理性、维护多边秩序、继续推动全球化。

（五）中等收入群体：有望 15 年内实现中等收入群体倍增，凸显中国经济未来巨大的增长潜力

我们认为，实现经济高质量发展的关键在于通过有效的宏观经济政策促进我国的中等收入群体人数翻倍，通过中等收入群体的规模扩大和收入增加加快实现我国经济增长新旧动能转换。

我国统计局将年收入在 10 万元-50 万元之间的一个典型的三口之家定义为中等收入家庭，在这一口径下我国已经有 4 亿中等收入群体。以 2017 年为基年，在 6% 的居民可支配收入年增长假设下，我国有望在十五年，换言之三个五年计划内，实现中等收入群体数量倍增。届时我国中等收入群体的规模将达到“欧盟+美国+日本”的两倍，这将是人类经济史上的巨大成就。

为此，我们应该：**第一**，加快推动农业转移人口市民化，适当放开放宽相应群体在一、二线城市的落户限制；**第二**，对于一、二线城市的外来务工人员，适当减少其个人所得税和社会保险的缴纳额；**第三**，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。

图表 70 中等收入群体收入倍增预测结果

情景	可支配收入年增长	收入倍增需要年数	实现年份
1	8%	11	2028
2	7%	12.4	2030
3	6%	14.5	2032

数据来源：ACCEPT 估算

三、政策建议

综上所述，中国经济在 2019 年上半年确实已经出现了增速下滑的压力，其主要原因并非中美贸易摩擦升级所带来的国际贸易以及国际投资的下降，而是中国经济内部经济主体的信心不足。为此，**我们认为应当掀起新一轮改革开放的热潮，以提振信心、增强活力，这也是最有效且最直接地应对当前国际上“逆全球化”以及遏制中国发展的寒流的措施。**

具体而言，**在国内改革方面**，我们建议国家出台具体明确的改革措施。我们特别建议，针对目前高达 180 万亿规模的国有资产，国家可以提出具体的改革措施，利用三年时间把当前国有资产的回报率由 2% 提升至 3%，据测算，由此能够带来高达 2 万亿的投资回报，相当于 2018 年一年财政收入的十分之一。这将极大提升国家的财政实力，为进一步减税让利提供坚实的基础。同时，国家可以拿出 20 万亿的国有资产进行有效的混合所有制改革，通过混合所有制改革提升相关经济主体的经济活力，同时可以带来可观的国家财政收入。其中假如五分之一的资产转让能够获得现金回报，则现金汇报规模约四万亿，相当于 2018 年个人所得税的收入三倍，这将极大地支撑国家的财力，进一步为降低个人所得税提供基础。

在对外开放方面，我们特别建议针对那些当前对中国持积极态度的发达国家（如欧盟、日本和英国），进一步开放国际贸易和跨国投资。通过面向这些国家开放市场，降低投资门槛，希望能够引进一批新的外资，同时也为我们的出口打开市场，以此来应对美国方面的压力，促使美国方面更愿意与中国进行经贸投资磋商，从而引领新一轮的开放热潮。